

生産「事前計画比の下方修正」は底入れ兆候

鉱工業生産の予測調査、企業収益や株価の底入れ支援

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/11/2 (水)

経済産業省の9月鉱工業生産では生産指数が4カ月ぶりに前月比マイナスとなり、根強い脆弱性が示されたが、「事前計画比の下方修正」潮流には底入れ兆候が見られ始めた。日本企業の収益や日経平均株価について、底入れからの底固めが支援されやすい。生産予測調査によると、生産計画を上方修正した企業数の割合から、下方修正した企業数の割合を引いた企業のDI指数（生産活動マインド指標）に関して、最悪期通過を示唆するマイナス幅の縮小トレンドへと移行しつつある。

計画比の下方修正減退、収益下方修正リスク制御

「10月に製造業では設備投資の回復や供給制約の一部緩和により、生産量が増加したことで、金属製品・電気機械を中心に売上・採算が改善した」（関東）、「製造業では堅調な輸出需要に牽引される形で自動車関連を中心に売上・採算が改善した」（東海）、「製造業では水際対策の緩和や全国旅行支援による客足の回復に伴い、飲食・宿泊業向けの引合いが増えた食料品関係を中心に売上・採算が改善した」（四国）――。

日本商工会議所（日商）による企業のLOBO（早期景気観測）全国調査では、最新10月にこのような業況判断が散見されている。基本的には「資源・原材料価格の高騰や円安継続、人手不足に伴う人件費増加や電気代の上昇等、数多くのコスト増要因のほか、世界経済鈍化への不安感も重なり、先行き警戒感が強まっている」（日商）という厳しさに変わりはない。

それでも業況判断の合計は3カ月ぶりの改善となるなど、業種によっては打たれ強さも見られ始めた。

その中で経済産業省の鉱工業生産・生産予測調査によると、生産計画を上方修正した企業数の割合から、下方修正した企業数の割合を引いた企業のDI指数（生産活動マインド指標）について、9月は-7.5と前月の-7.7から改善した。引き続き「-5を下回ると景気後退局面にある」（経産省）低調さは続いているが、1月の-13.7や7月の-13.8などをボトムに最悪期の通過が示唆されつつある。

同DIの12カ月移動平均は-10.3となったが、7月の-11.5をボトムに2カ月連続で前月比プラスという基調の好転が示唆され始めた。経産省の算出による月々の上下動をならした同DIのトレンド数値でも9月は-9.0と、前月の-9.4から上昇。2021年11月の-11.8を最悪ボトムとして、マイナス幅縮小と前月比プラスのトレンドに移行している（方向角度は上向き化）。

過去実績として「生産活動マインド指標」のトレンドとしての底入れは、日本企業の収益と日経平均株価の底入れや底固めが連動支援されてきた。その意味で日経平均については、現状からの買い場模索と来年にかけての現状比・株高という展開が注視される。

株式市場との関係でいえば、事前計画比での下方修正企業の減少は、1) 先行きの悪材料に対する備えや織り込みの進捗が示される、2) 事前の収益見通しに対し、下方修正のリスクが減退する、3) 企業経営者の悲観マインド減少と強気マインド増加が示される――ことなどにより、株価の下げ余地縮小や下値の切り上がりにつながりやすい。

そもそも「生産活動マインド指標」とは、経産省が日本の製造業によるアニマルスピリッツの参考尺度として、企業の生産意欲を指標化（DI）したものだ。経産省では「アニマルスピリッツを『不確実な状況下で企業が抱く予想』と定義し直した上で、企業が前月時点の生産計画から今月の生産計画を引き上げた場合を強気とし、逆に引き下げた場合を弱気として、強気の割合から弱気の割合を差し引いたDI」と説明している。

生産活動マインド、世界の景気や株価と相関性

過去、生産活動マインド指標が12カ月移動平均、トレンド数値の双方で、現在のように前月比プラス化（方向角度が上向き化）となった同時局面には2020年7月があった。当時の日経平均は「4カ月前」である同年3月で底入れし、そこから約18カ月後となる2021年9月まで株高トレンドが持続している。

その前では2016年4月に観測されたが、日経平均は「2カ月後」の同年6月で底入れを形成。その後は2018年10月にかけて、約27カ月間の株高トレンドに移行している。

さらに前では2012年10月に見られ、当時の日経平均は「4カ月前」の同年6月に大底を形成していた。2012年10月以降はアベノミクス相場の始動も重なり、2015年にかけて3年近い株高ラリーが観測されている。リーマン・ショック直後では2009年4月に観測されたが、「1カ月前」に日経平均は大底をつける連動相関性が確認されている。

その点で今回の日経平均については、現状の直近安値（3月の2万4681円）方向での下げ渋りや下値固め、緩やかな下限切り上がりの流れが注目されそうだ。

日本の生産予測調査での「生産活動マインド指標」

は外需依存の高さもあり、世界景気の影響を受けやすい。足元の底入れ兆候は円安メリットの影響があるとはえ、世界経済に関する各種悪材料の織り込み進捗のほか、来年にかけての世界景気の悪化歯止めを先取りした先行シグナルとして注視される。過去実績として同指標は OECD 景気先行指数の加盟国総計や MSCI 世界株指数・先進国株指数（ドルベース）などに対し、先行ケースを含めた連動相関性を有してきた。

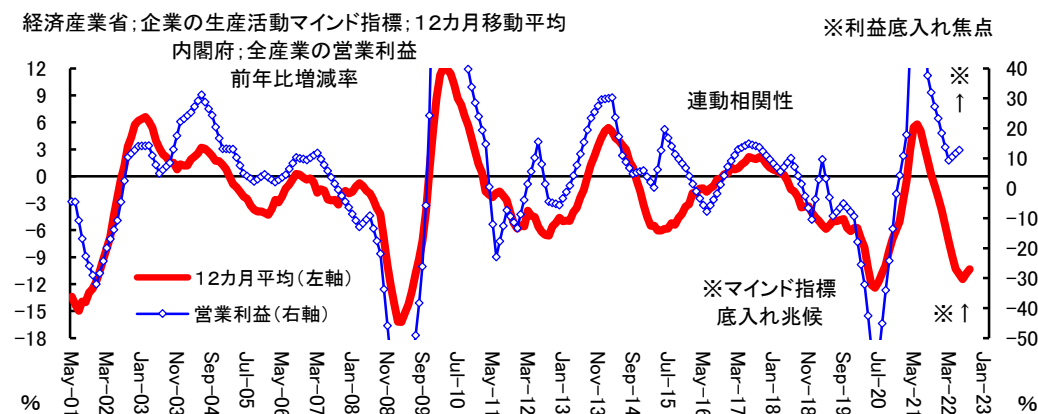
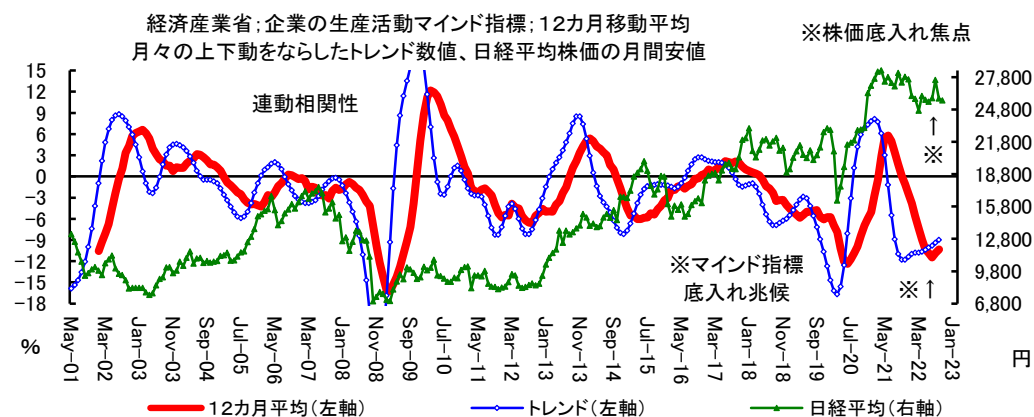
来年の世界経済のプラス材料としては、米 FRB を始めとした各国中銀の利上げペース鈍化や打ち止めのほか、前年比での資源・食糧の高騰一服、中国での「ゼロ・コロナ厳格管理策」の修正を含めた各国でのコロナ規制の緩和と一段の感染減、欧州など各国での資源エネルギー危機対策の進展、ロシアによるウクライナ攻撃の戦線縮小や停戦の可能性——などが注視される。

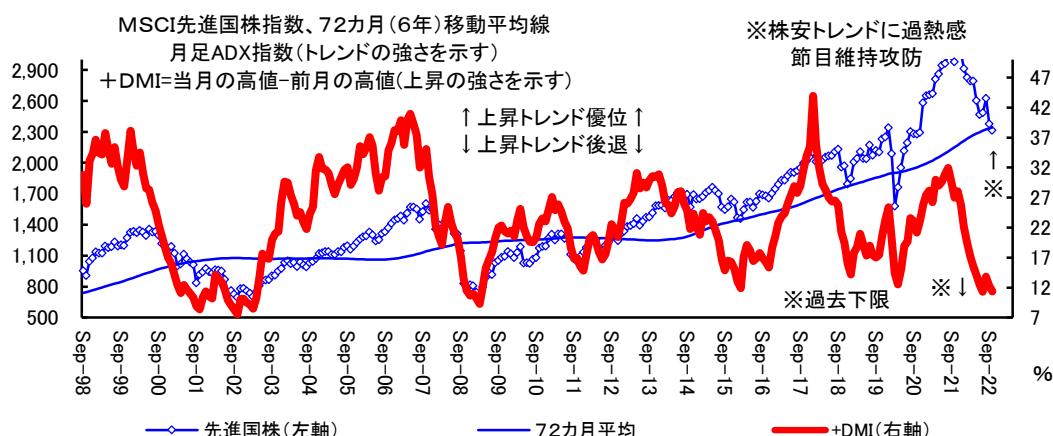
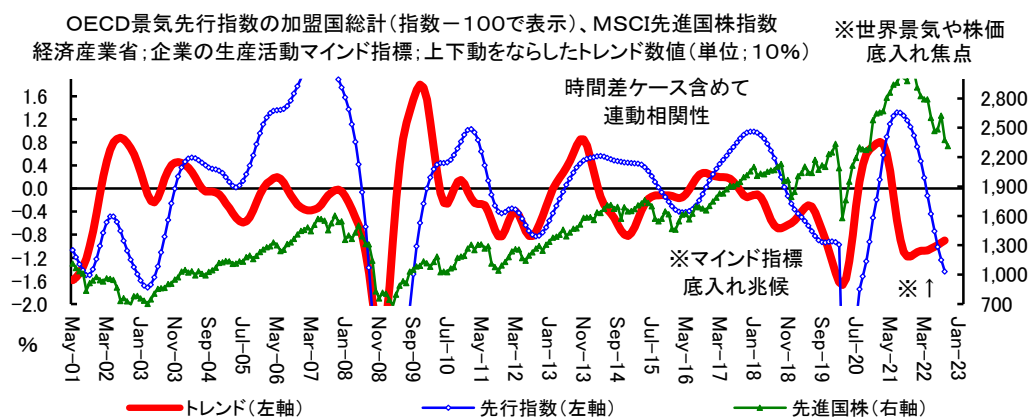
ちなみに世界景気に先行性のある MSCI 先進国株指数の月足テクニカルでは、足元で 2011 年以降の長期重要下限ラインである 60 カ月（5 年）移動平均線や 72 カ月（6 年）移動平均線について、完全下抜けか、下抜け回避で下げ止まりかの重要攻防に直面してきた。

また、トレンドの方向性やトレンドの強弱度合いを示す ADX 指数（Average Directional Movement Index、平均方向性指数）でいえば、同指数の急落傾向に一旦の過熱シグナルが点滅しつつある。月足ベースでは株高方向の強さを示す +DMI（当月の高値－前月の高値などで算出、株高トレンド時に上昇）が、年初からの株安に連動した大幅低下を経て、過去下限ゾーンへと接近しつつある。複合的な悪材料の消化進捗と株高トレンド後退の「陰の極」接近を示唆するものだ。

MSCI 先進国株指数の月足 +DMI は 10 月が 11.4% となり（9 月は 12.3%）、直近最高である 2021 年 8 月の 32.0% から大きく低下してきた。最近では 2020 年 4 月に 12.6% まで低下したところで、MSCI 指数は底入れ反発に移行。日経平均株価も連動で上昇となっていた。

その他、過去の月足 +DMI 最低としては、2016 年の 11.9%、リーマン・ショック直後である 2008－2009 年の 9% から 11%、2001－2003 年の 8% から 13% といった例がある。いずれも同時進行で MSCI 先進国株指数、日経平均とともに、下げ幅縮小からの下値固め、もしくは底入れから反発といった連動相関性が観測されてきた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。