

生産伸び悩みも価格転嫁維持、株高過熱抑制 コスト高・生産圧迫は一服、テクニカルも株高警戒は尚早

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/2/2 (金)

経済産業省の鉱工業生産では生産が伸び悩み一方、日銀の企業物価・工業製品では一定の価格転嫁が維持されており、株式市場では製造業関連株の株高過熱の抑制につながりやすい。12月は生産指数が前年比+1.0%と小幅ながら6カ月ぶりのプラスとなったほか、工業製品価格は+2.6%で高騰一服でもプラス基調が維持された。2021年からのコスト急上昇と生産圧迫は一服となり、生産には回復余地が残されている。製造業関連株はトレンドの強弱を示すテクニカル分析でも、株高過熱は尚早となっている。

生産プラス回復で製品価格は一定のプラス維持

「鉱工業生産の生産指数は昨年12月が前月比+1.8%のプラスとなったあと、生産予測調査では1月の-6.2%という低下を経て、2月は+2.2%に回復の見込み」、「2月の生産計画は機械関連での受注増により、計測・分析機器などで生産上昇の見通し」、「1月の生産計画における予測修正率は-1.5%となり、34カ月連続での下方修正となったが、低下幅には縮小傾向が見られる（直近最低は昨年1月の-3.3%や2022年6月の-6.1%）」――。

経済産業省では最新12月の鉱工業生産に関し、このような強弱両面の解説を行っている。目先は一部自動車メーカーの生産停止や能登半島地震影響などが悪材料となるほか、中国などの成長低迷や米欧などでの利上げ遅行打撃、昨年の自動車リバウンド回復の揺り戻しなどが、下振れリスクとして残るという。

それでも12月の生産指数は季節調整済ベースで前年同月比が+1.0%と、6カ月ぶりのプラス回復となってきた。同じ12月に日銀・企業物価指数は、「工業製品」が前年比+2.6%となっている。企業物価の全体では資源反落や電力・ガス料金の抑制政策もあり、前年比0%と2021年2月以来の低水準へと低下してきた。一方で工業製品は2022年の+9%超えという高騰からは低下してきたものの、現状段階で+2%超えの価格転嫁が維持されている。

結果、工業製品価格と鉱工業生産は、2021年以降の「コスト大幅上昇で生産圧迫」という逆風環境が一服となってきた。工業製品価格が前年比+2%推移という一定の採算が確保される中で、生産が前年比プラス化となる業況の改善は、最近でいえば2017-2018年や2004-2006年に見られた好環境だ。いずれも日本株市場では製造業関連株の上昇が持続となっており、今回も株高過熱の抑制と株高トレンドの残存余地が支援されやすい。

しかも最新12月の鉱工業生産では在庫指数が前

年比-0.2%となり、2021年8月以来、28カ月ぶりのマイナス化へと低下している。日本企業による中国を始めとした世界経済への先行き警戒のほか、各種コスト高や品不足、供給制約の残存等による在庫投資の慎重化・制約も影響している一方で、「在庫調整の進捗」と「良い在庫積み上げの残存余地」自体は、製造業関連株の上昇余地につながりやすい。

過去に鉱工業生産の在庫指数と日経平均株価の関係は、現状のような在庫調整の進捗のあと、「良い在庫積み上げから悪い余剰在庫の積み上がり」に移行する端境期まで株価は上昇となってきた。在庫指数が一定の上昇レベルに到達した段階で、株価は天井の高値ピークを形成している。現状はまだ初期段階だ。

足元の日本株市場では、製造業関連株に高値過熱感が警戒されつつある。それでも株高トレンドの勢いやスピード面での過熱感を示すテクニカル分析では、中長期スパンで「上昇基調の行き過ぎ過熱」は尚早となっている。短期的には価格調整による株価下落や、スピード調整によるレンジ横這い化を挟みながらも、年後半にかけての株高余地の残存が目されそうだ。

株高トレンドの強さ示す指標、現状は過熱抑制

テクニカルで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、自動車株などが含まれる東証・輸送用機器指数の場合、長期の四半期ベースでは株高方向の強さを示す+DMI（当期の高値-前期の高値などで算出、株高トレンド時に上昇）が、1月31日時点で+28.5%となっている（数字が大きいほど株高トレンドに過熱感）。

昨年1-3月の+18.5%を直近最低として上昇してきたが、最近の株高局面で「株高の天井ピーク」到達前に過熱警戒シグナルとなっていた2015年の+36%接近、2006年の+38%超え、1996年の+41%超えなどに比べると、まだ上昇レベルは抑制されている。

バブル期の株高過熱とバブル崩壊の直前である1989年には、四半期ベースの+DMIが+85%にまで大きく上昇。株高トレンドのスピード面と勢いの面で、行き過ぎ過熱に警鐘が寄せられていた。

しかも現在の輸送用機器指数の四半期ADX指数では、+DMIが-DMI（前期の安値-当期の安値などで算出、株安トレンド時に上昇）を上抜けるゴールデン・クロスが形成されている。2021年から上抜けが維持された状態だ。トレンドの方向性として、株高

の勢いが株安の勢いを上回る力関係を示唆している。先行き+DMI が下向き転換と-DMI を下回る方向に向かい始めるまでは、基本的な株高トレンドの継続が意識されやすい。

それ例外でも東証の業種別指数のうち、製造業関連は月足ベースの ADX 指数で+DMI の上昇が抑制されている。いずれも月足では、+DMI が-DMI を上回るゴールデン・クロスが形成されている。+DMI の上昇過熱や、株高トレンドの変調サインが点滅してくるまでは、株高余地の残存が支援されやすい。

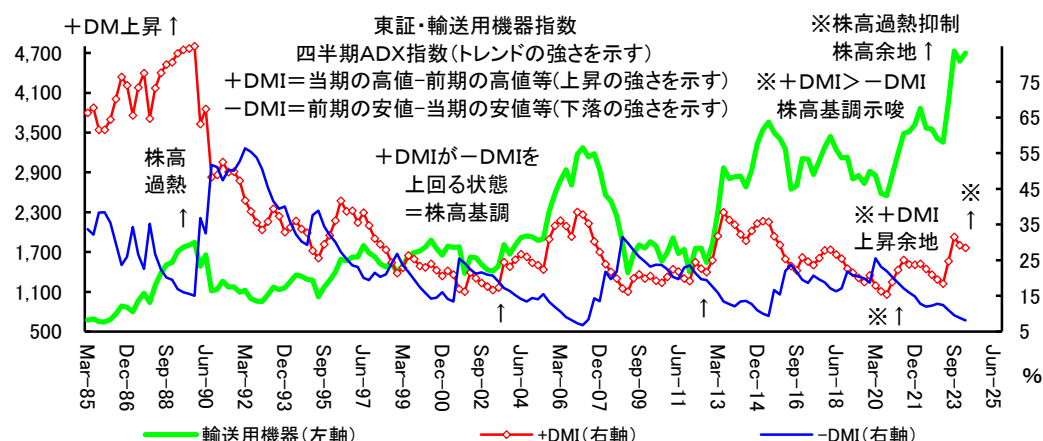
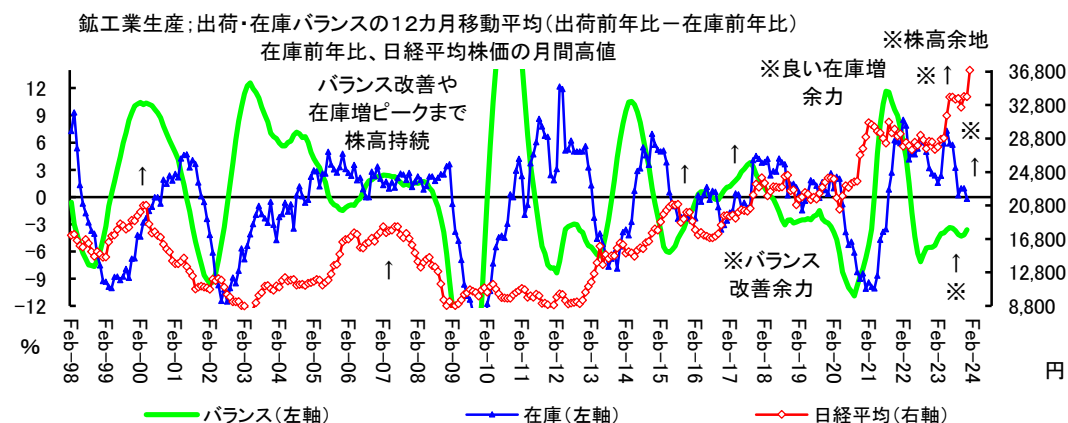
具体的に各業種ともに月足+DMI の上昇過熱と、株高天井の事前警告サインは過去に+30%や+40%超えという上昇傾向が見られてきた。バブル崩壊の直前である 1989 年の株高過熱時には、+70%から+80%への大幅上昇となっている。

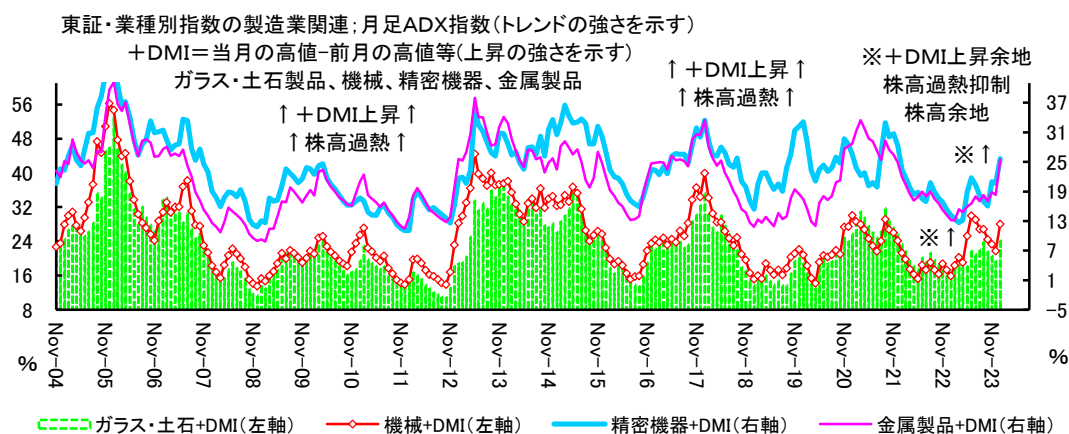
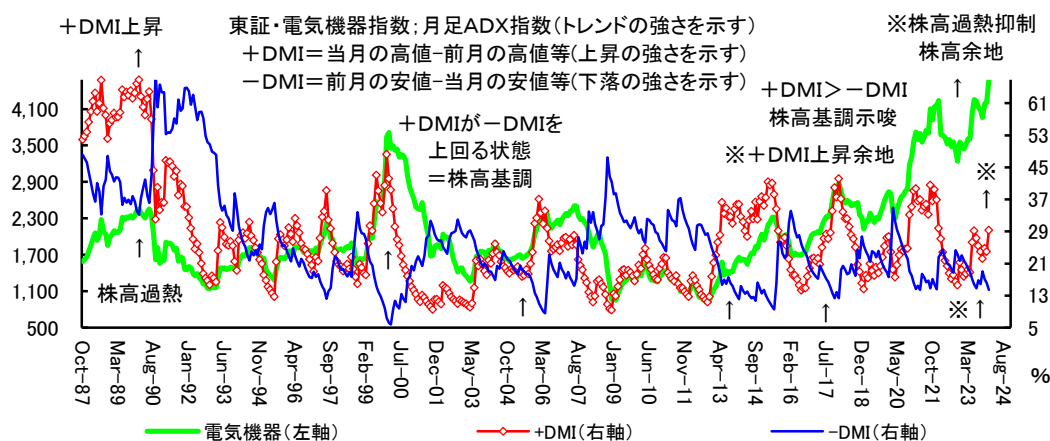
それに対して直近の 1 月 31 日時点における月足+DMI は、ガラス・土石製品が+24.2%、金属製品が+25.4%、精密機器が+25.7%、機械が+28.1%、電気機器が+29.3%などと、まだ抑制されている。

その他、12 月の鉱工業生産では、生産に先行し、在庫循環の動向を示す出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）について、悪化からの回復軌道入りが固まりつつある。12 月は+2.5%と、昨年 4 月の-6.4%や 2022 年 2 月の-10.3%などでの底入れが明確化。2021 年 8 月以来、28 カ月ぶりとなるプラス圏定着の攻防となってきた。

同バランスの基調トレンドを示す 12 カ月移動平均についても、方向角度は上向き化へと転換している。過去 1980 年代以降の長期実績として、同バランスの 12 カ月平均が上向きの改善トレンド入りとなる局面では、高確率で日経平均株価は「前年同月比でのプラス化とプラス幅の拡大」が連動観測されてきた。月間高値の前年比・変化幅でいえば、最低でも前年比+4000 円幅から+6000 円幅の上昇という相場循環が繰り返されている。

同時に同バランスや 12 カ月移動平均が天井ピークに到達するまで、日経平均は上昇トレンドが維持延命となってきた。





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ご自身でお願いします。