

企業の生産活動マインド、3年ぶりの改善幅に 鉱工業生産の予測調査、下方修正リスク低減で株価底上げ

2024/6/3 (月)

経済産業省の4月鉱工業生産は生産指数が2カ月ぶりの前月比マイナスとなり、回復ペースの鈍さが再確認されたが、「事前計画比の下方修正」圧力は緩和されてきた。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）は、3年ぶりの改善幅となっている。年初からの地震や一部自動車の操業停止といった打撃の一服が影響しているものの、企業収益の下方修正リスクを低減させるもので日本株の底上げ要因となる。

事前計画比の下方修正、38カ月続くも下げ縮小

「5月初旬に実施した5月と6月における企業の生産予測調査によると、5月は乗用車の生産上昇などで前月比+6.9%の改善が見込まれている」、「4月初めに調べた5月の生産予定計画が、実際の5月当初に再度調べ直した計画と比べ、どの程度変動したか（予測修正率）をみると、38カ月連続で下方修正となっているものの、低下幅は縮小傾向が見られている」――。

経済産業省は最新4月の鉱工業生産に関連して、このような予測調査の結果を解説している。

予測修正率は2021年4月の調査時以降、国内外での複合的なマイナス材料の続発や不透明感の高まりなどにより、継続的な下方修正というマイナスが長期化してきた。しかし、足元では地震や一部自動車メーカーの操業停止といった悪材料を受けた今年1月の-1.3%や2月の-2.3%などが直近最低となる形で、5月調査は-0.4%とマイナス幅を縮小させている。

あくまでも1-2月時のマイナス要因の一服が大きいとはいえ、企業による当座の悪材料に対する織り込みや対応の進捗を示唆するものだ。

鉱工業生産の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、強気-弱気）について、最新4月（5月調査との比較）が+6.1となった。前月の-2.3のほか、直近最低である1月の-5.4や昨年1月の-12.4などから改善となり、2021年4月以来、3年ぶりのプラス幅を回復してきている。

1年スパンのトレンドを示す12カ月移動平均は-2.0と、2022年7月の-11.9が最低ボトムとなる形で改善軌道入りが明確化されてきた（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改善軌道入りは、鉱工業生産での生産指数の循環回復のほか、日本企業の収益と日経

平均株価の下限切り上がりが連動支援されている。今回も同様のプラス効果が注目されそうだ。

例えば最近では同DIの12カ月平均が、2020年7月から上向き改善となった。連動で日経平均は株高モメンタムが点火。月間高値ベースでは、翌月を1カ月後とすると、14カ月後となる2021年9月にかけて、+7830円幅の株高が観測されている。

当時の株価が天井高値となった2021年9月の場合、同DIの12カ月平均は「3カ月前」となる2021年6月で天井ピークを形成し、方向角度が下向きに転換するという先行での天井サインを発していた。その前の日経平均の上昇局面は、2018年10月で天井高値を形成している。同DIの12カ月移動平均は、その「5カ月前」となる2018年5月から、それまでのプラス基調からマイナス化に転じるという先行シグナルが点滅となっていた。

その点、現状の同DIは底入れからの改善の「初期段階」にある。まだ改善ピークの天井シグナルは尚早となっており、日経平均も足元の価格調整による株安や日柄調整によるレンジ横這い化をこなしたあと、再上昇の余力残存が注目されやすい。

出荷・在庫バランスは改善初期、株高余地示唆

生産活動マインド指標のDI指数と株式市場との関係でいえば、最新4月のような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織り込みや備えの進捗が示される、2) 事前の収益見通しに対し、下方修正のリスクが低減する、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、中長期トレンドでの株高基調の維持延命を支援していく。

最新4月の鉱工業生産では、生産指数の先行指標であり、在庫循環を示す出荷・在庫バランス（出荷指数の前年比-在庫指数の前年比）で改めて底入れと底固めが示された。4月は-0.4%となり、3月の-2.8%や2月の-5.9%からマイナス幅を縮小させている。

まだマイナス圏は脱却しておらず、経済産業省による4月の鉱工業生産全体の基調判断「一進一退ながら弱含み」が示すように、回復のモメンタムは弱い。それでも長期実績で連動相関性のある日経平均株価との関係でいえば、「株高の天井ピーク接近」よりも、同バランスの再改善と生産再上昇の伸びしろ余地による「株高ステージの再開余地」が示唆されている。

過去1980年代以降の長期実績として、日経平均の天井高値到達と反落転換は、同バランスの20カ

月移動平均や 40 カ月移動平均といったトレンドラインが天井ピークをつけて下向き化へと転換したり、プラス局面からマイナス圏に沈む前後で観測されてきた。その点、現在の同バランスは 4 月時点で 20 カ月平均が -2.9% （直近の最低ボトムは昨年 8 月の -5.4% ）、48 カ月平均が -1.3% （ボトムは昨年 9 月の -2.5% ）であり、まだ底入れから改善軌道に移行したばかりの初期段階にある。

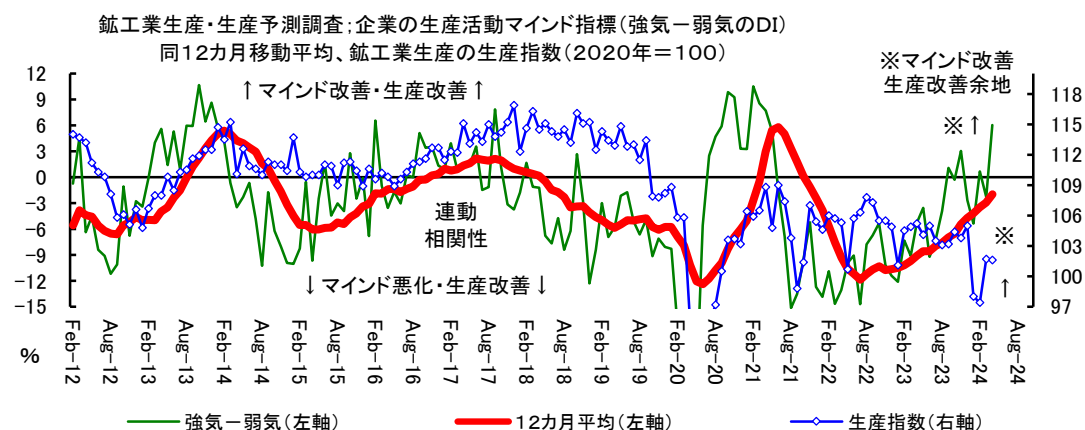
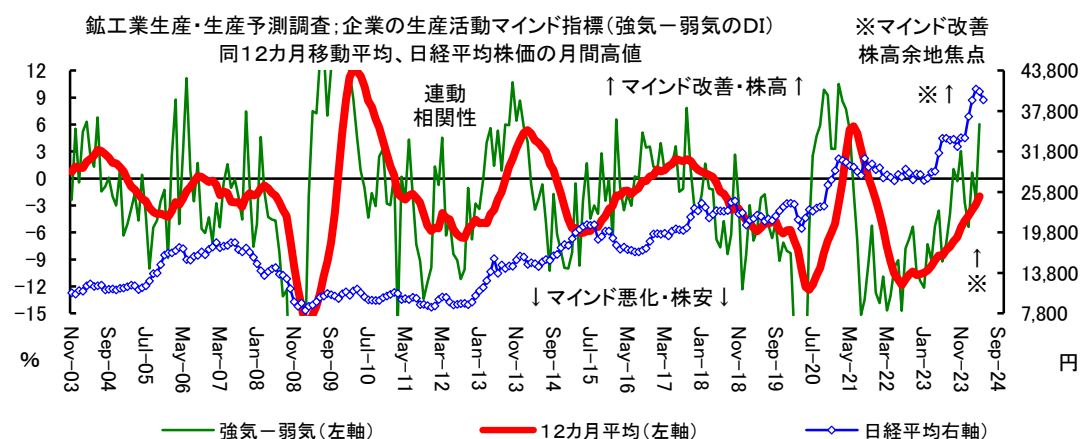
しかも同バランスの 20 カ月平均といったトレンドが現在のように改善軌道入りとなっている期間中、日経平均の月間高値は調整下落を経ながらも、「3 カ月前比」で $+10\%$ から $+20\%$ 、最低でも $+5\%$ 前後は上昇するという月が断続的に観測されてきた。

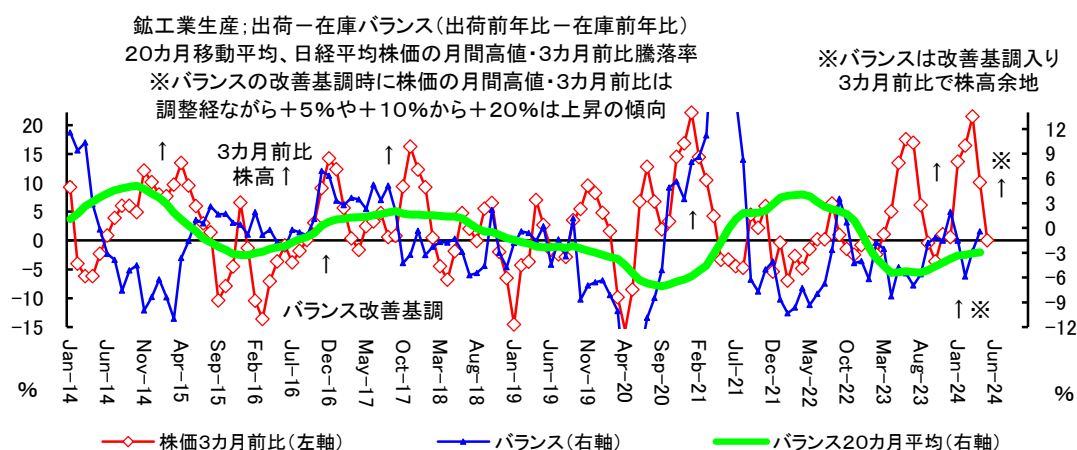
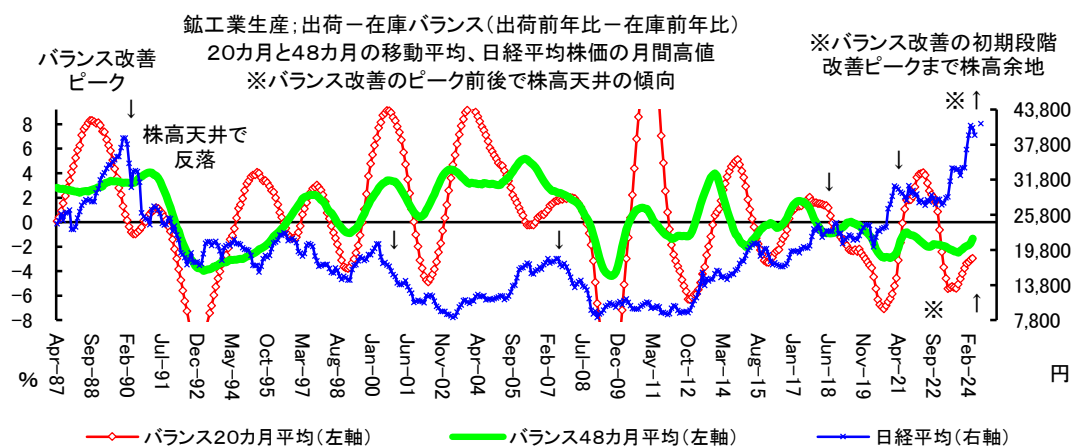
現在の場合、今年 2 月が $+16.5\%$ 、3 月が $+21.5\%$ 、4 月が $+10.0\%$ という上昇を経て、5 月は 3 カ月前比で 0%前後と調整入りとなっている。一方で現在はバランスの循環回復トレンド期間が生きており、

調整下落を経たあとは 3 カ月前比での上昇再開が注目されそう。

ちなみに 5 月の月間高値は、3 万 9437 円となっていた。先行き 3 カ月後となる 8 月以降にかけては、 $+5\%$ で 4 万 1400 円方向、 $+10\%$ で 4 万 3300 円方向、多難ながらも $+15\%$ で 4 万 5300 円方向を目指す可能性も非現実的ではない。

なお、鉱工業生産での生産活動マインド指標とは、もともと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。





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。