

日本の生産、米 ISM に追従の底入れ焦点

米新政権影響は現状限定、在庫減等の独自好材料も

2025/1/8 (水)

米国の生産関連の先行指標・ISM 製造業景況指数は底入れを固めつつあるが、日本の鉱工業生産も追従余地が注目されそう。先行き米新政権による保護主義などが懸念されるが、現状段階では日本企業による米国の現地企業化や、ハイテクを始めとした米国企業との取引維持、高付加価値製品を中心とした一定の対米輸出維持などにより、政治影響は限定的で連動相関性が維持されている。国内の独自要因としても在庫の減少や、昨年の自動車不正問題の反動、過度なコスト高打撃の緩和、2022 年以降の停滞からの循環的な回復余力などが支援材料になる。

米 ISM 底入れ、遅行で日本の生産や株価は底入れ

「(昨年 12 月の米 ISM 製造業景況指数は 2 カ月連続の上昇で、3 月以来の高水準を回復してきたが) 米国では需要が改善となり、生産は 11 月の実績をクリアし、企業の計画を達成した。人員削減は続いたが、間もなく終了する見込み」――

米 ISM 製造業調査委員会では、最新 12 月分の結果に関してこのような前向き分析を行っている。総合指数は 49.3 と前月の 48.4 から改善し、2022 年 11 月の 50 割れ以降の低迷期間を経て、昨年 7 月の 46.8 や 10 月の 46.5 をボトムに底入れを固めつつある。

ISM 委員会は昨年 12 月時の 2025 年見通し調査でも、「米国の製造業の購買・供給担当者は、2025 年に全体として長期にわたる低迷から脱却できると予想」、「前半は楽観的で、後半はさらに成長が加速するとみている」という回復見込みを示していた。

一方で日本の経済産業省による鉱工業生産では、生産指数 (2020 年=100) が 12 月に前月比-2.3% の 101.7 と 3 カ月ぶりのマイナスに沈んだ。中国の景気減速と過剰生産の余波や、世界的なハイテク需要の急増鈍化のほか、国内での自動車不正問題などが重石になっている。生産指数は 2022 年 8 月の 107.8 を直近最高として、停滞傾向が続いたままだ。

それでも米国の生産関連の先行指標、ISM 製造業景況指数は底入れを明確化させつつあり、過去実績に沿えば日本の生産指数も追従で底入れにつながりやすい。日本株市場では製造業の影響度が大きい日経平均株価について、足元の底固めを経た先高余地を支援するものだ。

今年の場合、先行き米トランプ新政権による保護主義などが懸念されるが、現状段階では日本企業による米国現地企業化や、ハイテクを始めとした米国企業との取引維持、高付加価値製品を中心とした一定の対米輸出維持などにより、政治影響は限定的で連動相関性が維持されている。米 ISM は昨年 10 月が

直近最低となる形で底上げされているが、日経平均も同月から足元の 1 月まで連動で下値を切り上げている。

過去、コロナ前の平時でいえば、米 ISM は 2014 年以降の悪化局面を経て、2016 年 1 月の 47.6 で底入れする局面があった。当時の日本の生産指数は 4 カ月後に底入れ、日経平均は前年夏からの株安を経て、5 カ月後となる 2016 年 6 月で底入れとなっている。そこから日経平均は株高モメンタムが点火され、28 カ月後となる 2018 年 10 月まで株高基調が続いた実績を有している。

リーマン・ショック後の場合、米 ISM は急激な悪化から 2008 年 12 月の 34.5 で底入れとなった。日本の生産指数は 2 カ月後、日経平均は 3 カ月後となる 2009 年 3 月で遅行の底入れを形成。その後、日経平均は 13 カ月後となる 2010 年 4 月まで、株高トレンドが形成されている。

その前では 2003 年 4 月に、米 ISM、日本の生産指数、日経平均が同時に底入れするというケースもあった。そこから日経平均は 1 年後にかけて、株高基調が続いた連動実績が見られている。

在庫は前年比マイナス基調に、生産はプラス化へ

直近の米 ISM は前年比でも 12 月が+4.7% のプラス化となり、昨年 9 月の-2.9% をボトムとした回復基調に移行しつつある。過去実績に沿えば、日本の生産指数や日経平均の月間高値についても、追従で前年同月比プラス化が支援されていく。

足元 1 月入り以降に日経平均は、月間高値が 7 日時点で前年同月比+9% 前後のプラス化となっている。先行きの高値メドで参考になる 1 年前の月間高値は、昨年 3 月が 4 万 1087 円、7 月が 4 万 2426 円などとなっていた。今年の 7 月に向けては、こうした前年水準を上回っていく株高余地が注目されそう。

日本では 2008 年のリーマン・ショック以降、日本企業による米国での現地生産・販売や、現地利益の現地再投資 (現地での設備投資や雇用増、賃上げなど) が拡大定着となってきた。日本の国際収支では、海外現地法人の収益や配当のほか、日本企業による海外企業の株式買収とそれに伴う利益などが反映される第一次所得収支で、ネットの黒字が急増傾向にある。

今後も米トランプ次期政権への配慮により、こうした構造は定着していく可能性が高い。日本企業の米国現地企業化や米国依存度の高まりなどもあり、日本企業の「米国部門を含めた連結決算」が影響す

る日経平均については、米国株 NY ダウの数値水準に対し、タイムラグを含めて追随するパターンが定着してきた（単位の円とドルは違い）。その点で日経平均は先行き時間が掛かりながらも、NY ダウの直近高値・昨年 12 月時の 4 万 5073 方向に遅行上昇していく伸びしろ余地が残されている。

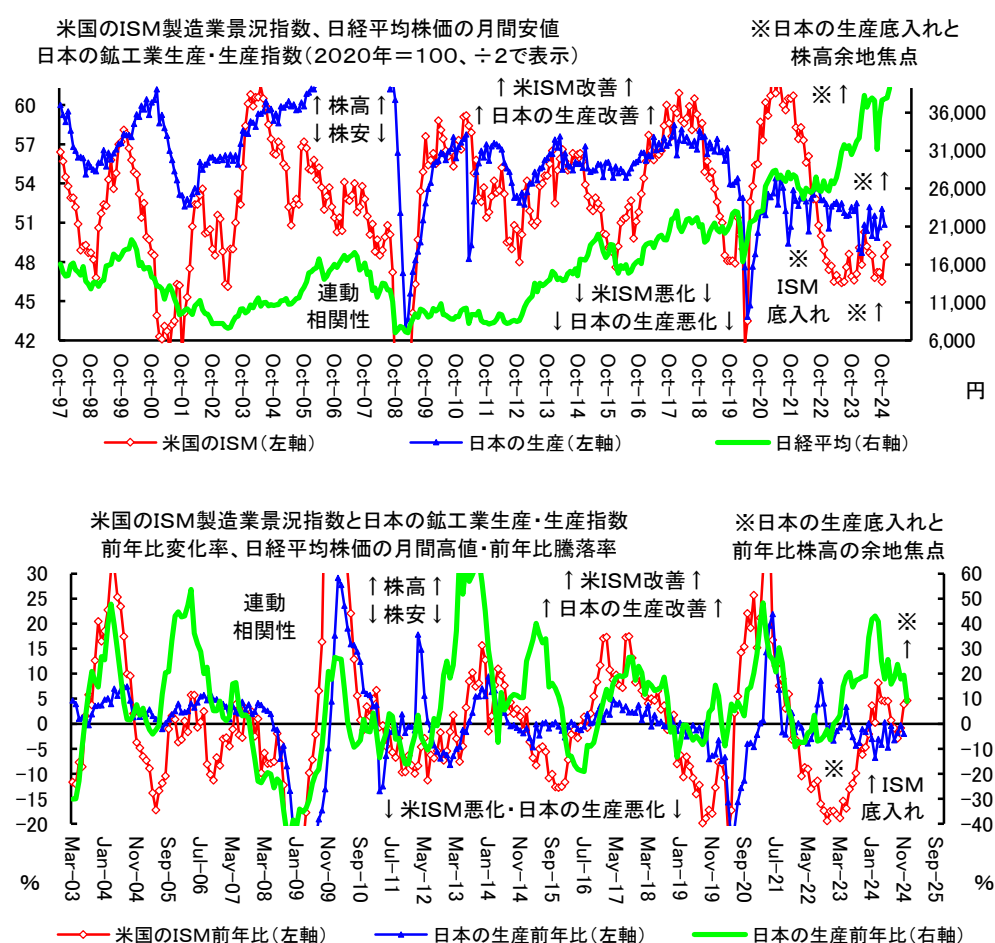
ちなみに第一次所得収支の 12 カ月間（1 年）ネット累計は、直近の昨年 10 月時点で +39 兆 7948 億円という黒字になっている。リーマン・ショック直後である 2009 年 10 月時の +12 兆 4690 億円からは、+27 兆円、約 3.2 倍という急増になってきた。日本企業による米国を含めた海外拠点の売上増加や、海外で稼ぐ依存度の高まりが間接示唆されている。

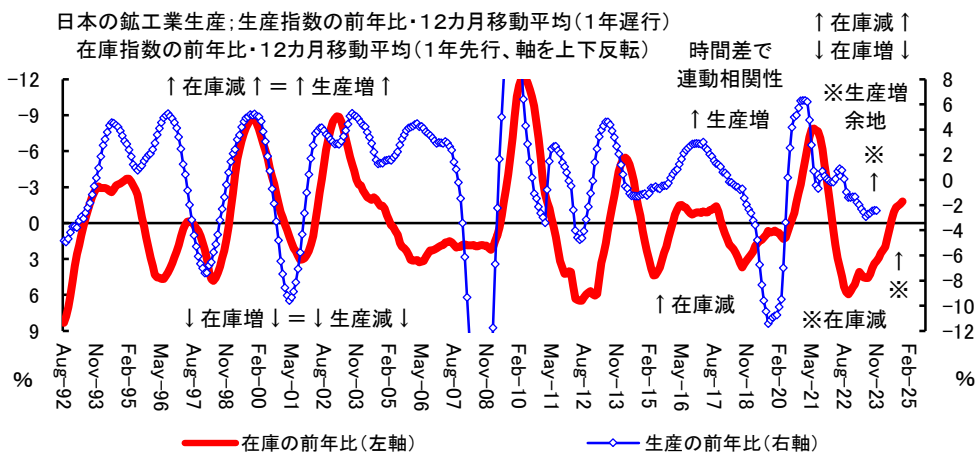
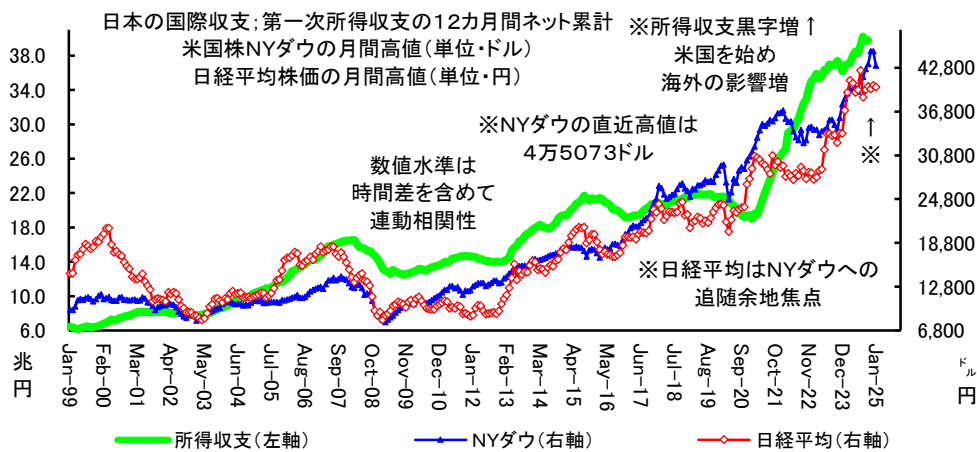
日本の鉱工業生産については国内の独自要因として、在庫の減少や昨年の自動車不正問題の反動、過

度なコスト高打撃の緩和、2022 年以降の停滞からの循環的な回復余力などが支援材料になっていく。

在庫でいえば 12 月の鉱工業生産で、在庫指数の前年比はトレンドを示す 12 カ月移動平均ベースで -1.8% の低下となった。2022 年 10 月の +5.9% を直近最高として、在庫の減少と在庫調整が維持されている。過去実績として在庫が前年比マイナス基調に軽減されてきたあとは、1 年前後のタイムラグを経て生産の前年比はプラス基調に改善となる循環サイクルが観測されてきた。

経済産業省も最新 12 月の鉱工業生産に関して、「これまで一部の業種で積極的に在庫の削減に取り組まれてきたと考えられ、その効果が顕在化されてきた可能性がある」という評価を行っている。





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。