

「生産増・在庫減」比で株安に修正余地

関税不透明感も生産調整や在庫調整は未然進捗、下振れ制御

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/4/2 (水)

日本の2月・鉱工業生産では生産が増加、在庫は減少と前向き方向にあり、足元の株安には行き過ぎが見られている。今後は乖離修正による株安余地の狭まりや、株価の反発余地が注目されそう。現状の生産には弱さがあるほか、米政権の関税には不確実性が強いものの、昨年までに中国を始めとした世界減速懸念や米大統領選の不透明感、生産・輸送・労働力に関するコスト上昇と供給制約、ハイテク過熱警戒などにより、生産調整や在庫調整は未然進捗となっている。現状からの生産減・在庫増・企業収益減の度合いは制御されやすい。

出荷・在庫バランス改善比で株安乖離が拡大

「(2月の鉱工業生産では前月比で在庫指数が2カ月ぶりの低下、在庫率は3カ月連続の低下となった) これまで一部の業種が積極的に在庫の削減に取り組んできたと考えられ、その効果が顕在化してきた可能性がある」、「製造工業の生産計画は、3月、4月ともに前月上昇の計画であり、予測修正率等からみる企業の生産マインドも改善傾向にある」――。

経済産業省(経産省)は最新2月の鉱工業生産と3、4月の生産予測調査に関し、このような解説を行っている。

2月は生産指数(季節調整済、2020年=100)が前年比+4.5%で、前月の+2.3%に続く改善となった。2022年11月以降の前年比マイナス基調から脱却となり、2カ月連続のプラス化は約28カ月ぶりとなっている。在庫指数も2月は前年比-1.4%と、悪い在庫の積み上がりは抑制された。1月の+0.6%というプラス化を挟み、2023年12月以降のマイナス基調が持続となっている。

2月時点での生産増と在庫減という前向き方向に対し、2-3月から日本株市場では製造業の影響度が大きい日経平均株価が大幅下落になってきた。米国の関税不透明感や米国と世界の景気悪化懸念のほか、日銀の利上げ強化観測や長期金利の上昇、為替円高などが重石になっている。

それでも過去の生産増・在庫減の局面に比べると、株価は下振れに行き過ぎの過熱感が見られつつある。今後は乖離修正による株安余地の狭まりや、株価の反発余地が注目されそう。

2月の鉱工業生産では生産や在庫循環の先行指標となる出荷・在庫バランス(出荷前年比-在庫前年比)が+7.0%と、前月の+1.5%に続くプラス改善となった。2021年以降の長期マイナス悪化を経て、2021年8月以来、約3年半ぶりのプラス幅を回復し

ている。

一方で2月から日経平均は逆行で下落となっており、月末値ベースでの前年比騰落率は-5.1%のマイナスとなった。結果、2月時点で「日経平均の前年比(-5.1%) - 出荷・在庫バランス(+7.0%)」の乖離状況(格差)は、-12.1%という日経平均の下振れ乖離となっている。

最近では2022年9月の-12.0%以来という、株価の大幅な下振れとなってきた。当時は出荷・在庫バランスとの見合いでの株安の下振れ乖離に行き過ぎ感が生まれ、日経平均は下限の切り上がりに移行。同月の安値が2万5805円に対し、22カ月後となる2024年7月の高値4万2426円まで+64.4%の株高トレンドが形成された実績を有している。

それ以前における株価の下振れ乖離には、拡大ピークとしてコロナ直撃時でもある2020年3月の-11.7%、2019年1月の-14.8%、2016年6月の-23.3%、2012年5月の-16.1%などがあつた。直近の-12.0%と近く、現状は過去下限ゾーンに接近しつつある。過去はこうした前後から出荷・在庫バランスとの見合いでの株安の行き過ぎに修正が入り、日経平均は底入れ反発に移行するパターンが観測されてきた。

日経平均の前年比下落幅、直近下限ゾーンに接近

2月の鉱工業生産では生産指数が前年比+4.5%のプラス改善になったのに対し、日経平均は前年比変化幅(月間安値-前年同月の高値)で-2586円幅の株安が進展した。続く3月は-5546円幅まで、前年比株安が拡大している。過去に生産の前年比プラス局面では、時間差ケースを含めて前年比での株高が連動観測されてきた。足元は生産増で株安という乖離が見られ、先行き乖離修正の株高余地が注目されやすい。

しかも同ベースでの日経平均の前年比変化幅は、直近の最大下落ケースが2022年3月の-5803円幅、コロナ直撃時である2020年3月の-5502円幅、2019年1月の-4888円幅、2016年6月の-6088円幅、リーマン・ショック前では2003年5月の-4335円幅といった実績になってきた。直近3月の-5546円幅は過去下限ゾーンに接近となっており、今後は下落幅拡大と裏表の価格調整の進捗と、現状からの株安余地の狭まりが焦点になる。

直近2月の鉱工業生産では生産が改善したが、経産省は「一進一退」という慎重な基調判断を据え置いたほか、世界経済の脆弱性や米国の関税不透明感などにより、「生産は決して強くない」と警戒姿勢を

示している。それでも日本の鉱工業生産では、昨年までに中国を始めとした世界減速懸念や米大統領選の不透明感、生産・輸送・労働力に関するコスト上昇と供給制約、AIを始めとしたハイテク新ブームの過熱警戒などにより、生産調整や在庫調整は未然で進捗となっている。現状からの生産減と在庫増、企業収益減の度合いは制御されやすい。

例えば生産指数の前年比は2022年10月の+4.0%というプラスを最後に、昨年12月まで約26カ月に及ぶ前年比マイナスの減産と生産調整が続いてきた。在庫指数も2023年5月の前年比+7.2%を在庫増のピークとして、在庫調整を含めた在庫減へと移行。2023年12月以降は約1年超の前年比マイナスが先行で進展している。

2020年=100という指数ベースでも、2月に生産指数は102.4、在庫指数は100.9と過去比では低め

の水準となった(直近最高は生産109.0、在庫105.7)。未先の調整進展で低位となっている分だけ、現状からの生産指数の低下余地や在庫指数の一段の低下余地は限られ、連動で株価の深押し余地も限られていく。

過去に日経平均が上昇過熱から天井高値のピーク形成、下落相場入りした前後でいえば、生産指数の水準ピークが2021年6月に109.0(日経平均は同年9月に天井)、2018年10月に116.1(同月に株高天井)、2015年1月に113.7(同年6月に株高天井)、2008年2月に132.0(同年9月にリーマン・ショック)といった上昇となっていた。

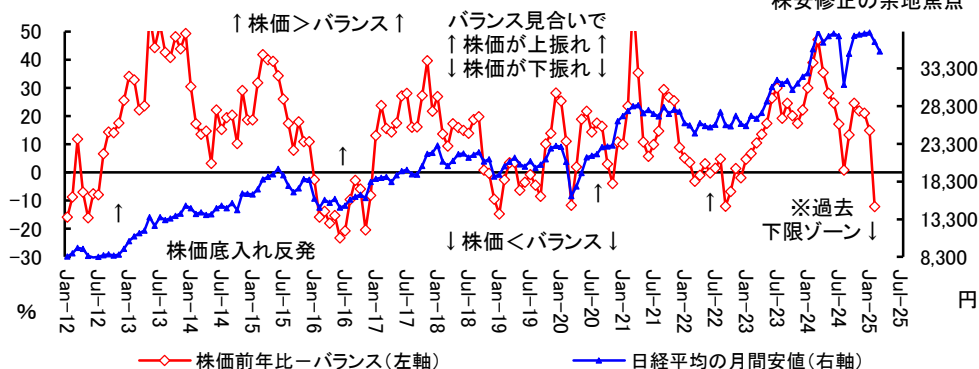
ひるがえって直近2月は102.4と低位抑制となっており、現状からの生産指数の低下と一段の株安余地は限られる可能性がある。

日経平均株価の前年比・出荷・在庫バランス・乖離状況、日経平均の月間安値

※株価の前年比は月末値、バランスは鉱工業生産の出荷前年比・在庫前年比

※株価の下振れ乖離局面から株価は底入れ反発の傾向

※バランス見合いで
株価下振れ乖離
株安修正の余地焦点

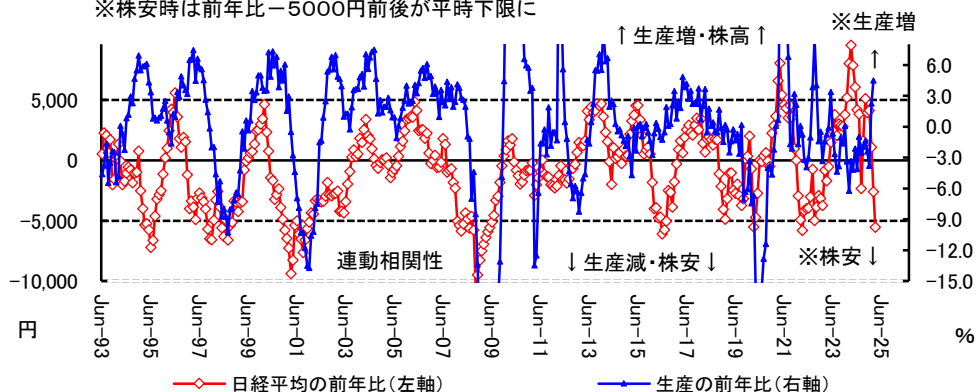


日経平均株価の前年比変化幅(月間安値・前年同月の月間高値)

経済産業省の鉱工業生産; 生産指数の前年比変化率

※株安時は前年比-5000円前後が平時下限に

※生産改善比で株安乖離
乖離修正焦点、株安は調整進捗

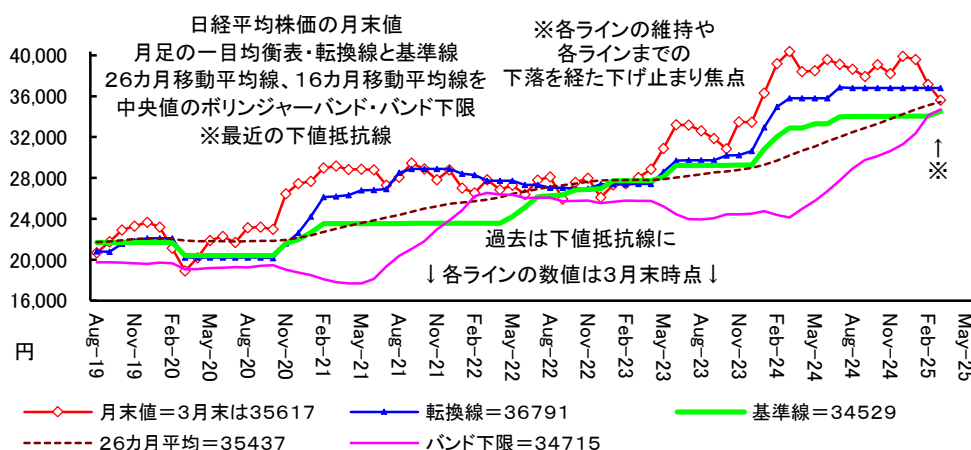
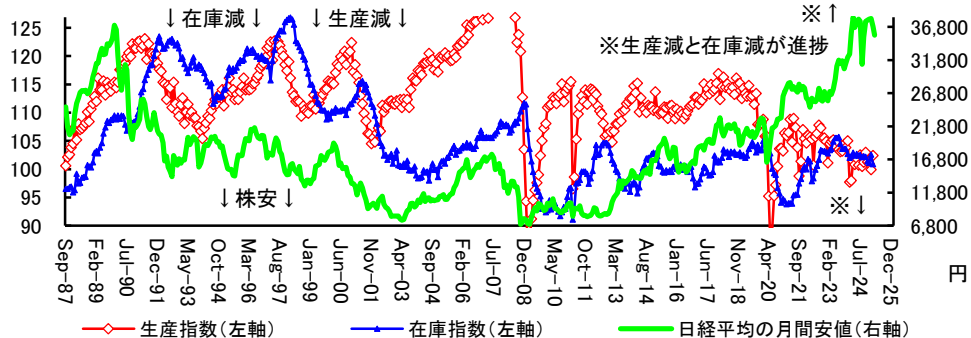


経済産業省の鉱工業生産：生産指数と在庫指数(2020年=100)

日経平均株価の月間安値

※在庫調整や生産調整の局面で株価下押しの傾向

※現状からの
在庫・生産調整抑制
※株安余地に制約



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。