

鉱工業生産、約2年の一進一退で底固め進捗 生産増と良い在庫増の余地、株価の上値余地支援

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2025/7/2 (水)

日本の鉱工業生産は一進一退が約2年の持続となっているが、その分だけ底固めは進捗となっている。引き続き米関税などの重石は残されているが、未然のリスク管理と生産調整、在庫調整は進んでおり、先行き反動を含めて生産増と良い在庫増の伸びシロが蓄積されている。日本株市場では関連株や製造業の影響度が大きい日経平均株価などについて、上値余地と株高期間の残存が支援されやすい。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）も、底入れを明確化させてきた。

生産12・18カ月平均上向き、利益増と株高支援

「最新6月の全国企業調査によると、製造業は設備投資の下支えにより改善となった」、「設備投資の関連では、機械器具、輸送用機械器具、建築金属材料、オフィス機器、事務用品などで需要の増加と売上・採算の改善が聞かれる」――。

日本商工会議所による6月の早期景気観測調査では、このような結果が示されていた。引き続き米関税政策の不透明感のほか、コスト高や人手不足などで悲観論が優勢ながら、業況DI（好転－悪化）での製造業は2月からの悪化傾向が一段となっている。具体的に2月の－25.0以降のマイナス20超えが、6月は－18.6へと下げ幅が縮小。昨年6月の－17.6以来、1年ぶりのマイナス幅抑制に復調となっている。

経済産業省による5月の鉱工業生産でも、生産指数（2020年＝100）は前月比＋0.5%上昇の101.8となった。1月の99.9を直近最低として、関税懸念や円高等による下振れは限られている。

それでも経産省は基調判断を「一進一退」に据え置いた。2023年7月以降、約2年に及んで一進一退の底這い判断が持続となっている。背景としては生産の空洞化のほか、コロナ後の急回復の反動、人手不足・供給制約・コスト高の打撃、世界最先端のAI・ハイテク関連での国内生産の乏しさ、自動車等の不正認証問題、日本や中国を始めとした世界経済の低成長入り、世界潮流としての製造業の勢い減退と非製造業の隆盛などが影を落としている。

さらに昨年以降は米大統領選レースの読みにくさや、トランプ氏勝利後の政策不透明感などが重石となってきた。こうした要因があって、鉱工業生産は「一進一退」が長期化となっている。一方でその分だけ底固めは進捗となっており、引き続き関税懸念などは残されているが、未然のリスク管理と生産調整、在庫調整は進んでいる。

先行き反動や循環要因を含めて、生産増と良い在庫増に伸びシロが蓄積された状態だ。日本株市場では関連株や製造業の影響度が大きい日経平均株価などについて、上値余地と株高期間の残存が支援されやすい。

生産指数の循環面でいえば前年比の12カ月（1年）と18カ月（1年半）移動平均について、トレンドの基調を示す方向角度が今年1月から上向き化へと転換してきた。過去実績として日経平均は、高確率で連動上昇が支援されやすい。株高を正当化させる形で、内閣府の全産業・営業利益は前年比での増益基調が同時観測されている。

最近では2021年2月から同時の上向き転換が観測されたが、日経平均は連動で上昇モメンタムが形成されている。2021年2月の月間安値2万7649円から、7カ月後となる同年9月の高値3万0795円まで株高が持続。月間高値の前年比・騰落率では、約1年後となる2022年1月まで前年比株高のプラス基調が持続となっている。

出荷・在庫バランス基調好転、前年比株高の流れ

その前に同時の上向き化は、2016年11月から観測された。当時の日経平均は、約2年後となる2018年10月まで基本的な株高トレンドが持続。日経平均の月間高値・前年比騰落率も、約2年後にかけて前年比＋10%から＋26%超え方向のプラス成績が定着となっている。

最新5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）も底入れを明確化させてきた。5月は＋2.4%と前月の＋1.2%から上振れとなったほか、5カ月連続でプラス化を維持させている。同バランスは2021年9月以降、約40カ月の長期マイナスが続いてきたが、循環要因もあって今年1月からはプラス化に改善となっている。

先行き米関税影響などが懸念されるものの、同バランスは基調トレンドを示す12カ月（1年）移動平均について、方向角度が上向き転換となってきた。循環面を含めた底流のトレンドで、改善基調入りが示唆されている。過去実績に沿えば日経平均について、来年にかけての「前年比株高」の流れを支援していく。

現在は生産指数・前年比の12カ月と18カ月の移動平均、出荷・在庫バランスの12カ月移動平均について、全て方向角度が上向き化のトレンド好転となってきた。過去にこうした同時環境下で日経平均は、月間高値ベースで「前年比プラス基調」が連動支援

されている。株高ピークにかけては、最低でも前年比で+20%から+40%は株高となる循環パターンが繰り返されてきた。

現在の日経平均も6月から、4カ月ぶりに前年比プラス基調へと移行している。まだ循環的な株高の初期段階であり、来年にかけて株高のピークを迎えていくとなれば、基準の参考となる今年の月間高値は4月が3万6075円、6月が4万0852円となっていた。来年にかけて最低「前年比+20%」としても、来年4月から6月にかけては、4万3000円超えや4万9000円超えに向かう可能性は非現実的ではない。

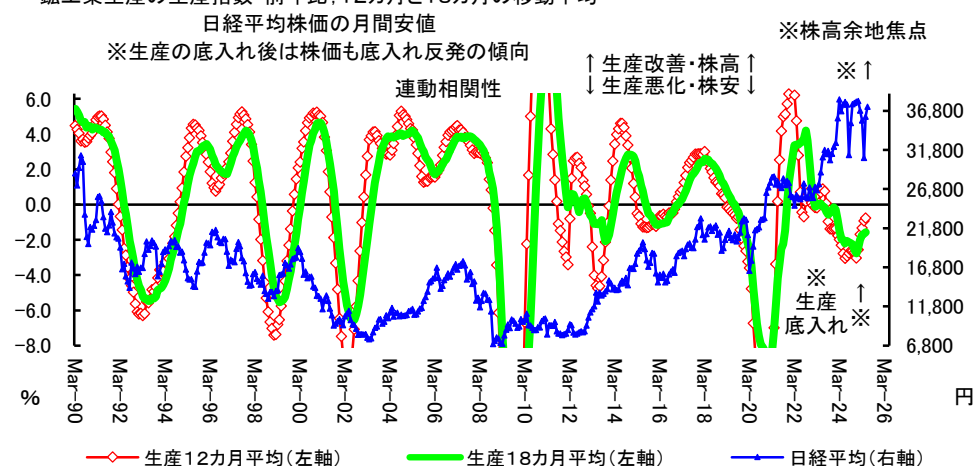
なお、経済産業省による鉱工業生産に関しての在庫循環図は、縦軸に在庫指数の前年比、横軸に生産指数の前年比をプロットした分析となっている。

在庫循環図による景気循環サイクルは、1) 意図せざる在庫減局面（景気拡張期に入ると、需要の増加が企業予測を上回り、増産しても需要に追いつかず、

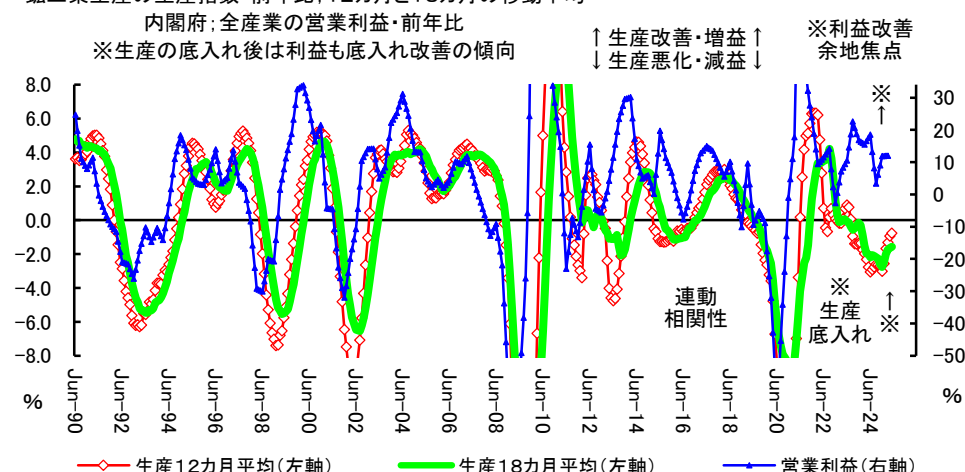
一時的に在庫が減少する）、2) 在庫積み増し局面（景気拡張期が長くなってくると、企業は将来の更なる需要増に備えて増産し、在庫を積極的に積み増そうとする）、3) 在庫積み上がり局面（景気の山を越した後退期に入ると、需要が企業予測を下回り、需要の減少速度に減産が追いつかず、在庫が積み上がってしまう）、4) 在庫調整局面（景気後退期が続くと、企業は更に減産を進め、積み上がった在庫を減らそうとする）——という4フェーズに分類される（経産省）。

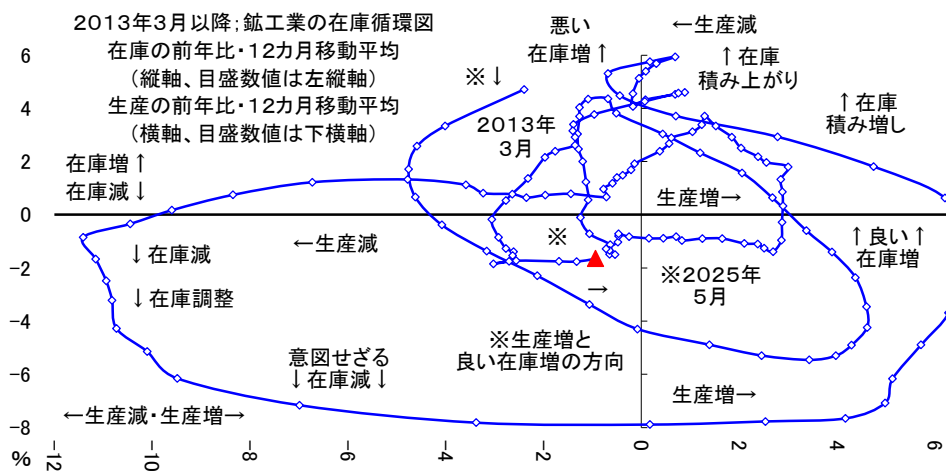
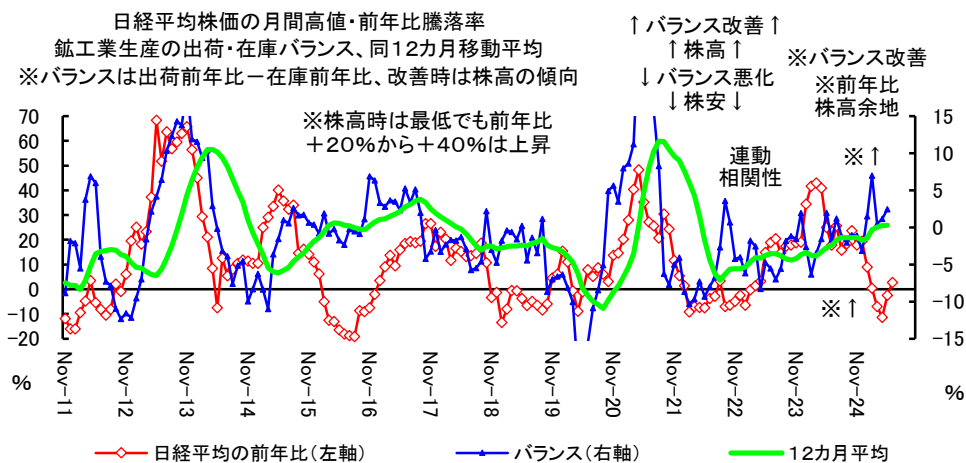
現在は在庫指数、生産指数の各前年比、12カ月移動平均ベースで、先行き景気の底入れから回復、拡張の長期化に向かう「2）在庫積み増し局面」を目指しに行く形状となってきた。過去実績として在庫の底入れと良い在庫積み増しを経て、悪い在庫積み上がりに移行するまで、日経平均株価は上昇が維持延命されている。

鉱工業生産の生産指数・前年比：12カ月と18カ月の移動平均



鉱工業生産の生産指数・前年比：12カ月と18カ月の移動平均





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。