

生産、景気先行指数に追従で底入れ兆候

鉱工業生産、生産・在庫は現状低位、反動の株安リスク低減

2025/10/1 (水)

経済産業省の鉱工業生産は米関税影響などにより、一進一退が続いているものの、最新8月分で底入れ兆候は見られている。景気循環を示す内閣府の景気先行CI指数は昨春からの悪化が一服となっており、生産も追従した底固めが注目されそう。現状は企業の先行き慎重姿勢などで生産と在庫が抑制されている分だけ、反動調整的な生産減・在庫整理の圧力と連動した株安のリスクは低減される。過去、生産指数や景気先行指数が底入れしたあと、日経平均株価は1年後にかけて最低でも前年比+20%から+40%は上昇となってきた。

景気先行指数は過去下限ゾーンに、生産も連動性

「(内閣府による)7月の景気動向指数(2020年=100)で一致指数は2カ月ぶりの低下となったが、基調判断は『下げ止まり』を維持。先行指数は3カ月連続のプラスとなり、省エネ基準が4月から厳格化されたことによる需要減の反動で増えた新設住宅着工床面積や、新規求人数が押し上げに寄与した」――。

景気循環を示す景気動向指数に関し、最新指標ではこのような現状が示されている。

7月の景気先行CI指数は改定値ベースで106.1となり、6月の105.0や直近最低である4月の104.4から改善となった。昨年2-3月の111.7を直近最高とした悪化基調に、底入れ機運が見られつつある。

しかも直近最低である4月の104.4とは、コロナ・ショック直後である2020年9月の104.6や、アベノミクス始動直前(=国内景気は低迷)の最低である2012年11月の105.8、東日本大震災直後である2011年4月の105.2などと近い低水準となっている。下限ゾーンへの接近が意識され、現状からの下振れ余地の狭まりと、先行指数から順番による循環的な底入れが焦点になる。

続く経済産業省による鉱工業生産では、最新8月分で生産指数(2020年=100)が100.9となり、7月の102.1や6月の103.3などから低下となった。それでもトレンドを示す前年比では+0.4%となり、7月の-0.4%から上昇。前年比の12カ月移動平均は0.0%で、2023年8月以来、24カ月ぶりにマイナス圏からの脱却となっている。景気先行指数の下げ止まりへの追従が示唆されている。

生産指数は2023年以降、コロナ回復特需の反動剥落や自動車不正問題、米大統領選の不透明感、米新政権の関税懸念などを受けて低迷が続いてきたが、底入れの兆候が見られつつある。先行き9-10月の生産予測調査でも、「9月は電気機械、10月は乗用車

などで生産の上昇が見込まれ、前月比では9、10月ともにプラスの生産計画」(経済産業省)となっている。

過去、生産指数は景気先行指数に連動相関性を有してきた。日経平均株価とも相関実績があり、両指数が底入れしたあと、日経平均株価は1年後にかけて最低でも前年比+20%から+40%は上昇となっている(月間高値ベース)。足元で日経平均は高値警戒感も見られているが、目先の調整下落局面では「1年後の前年比株高(前年比プラス余地)」を意識した押し目買いが支援されやすい。

先行き1年後にかけての株高メドで参考になる1年前の日経平均・月間高値は、昨年10-12月が3万9000円前後から4万円前後、今年の6-9月が4万円から4万5000円となっている。その点で現状から来年9月にかけては、低め見積もりでも前年比+10%で4万3000円から5万円超え方向、前年比+20%で4万5000円から5万5000円超え方向を試す可能性は非現実的でない。

金利上昇、2%超えや前年比+1%超えで打撃警戒

一方で当座の景気先行指数や生産指数については、国内での長期金利上昇が引き締めブレーキ要因として注視される。1990年代以降の過去実績でいえば、10年債金利の月間最高ベースで「2%超え」や「前年比+1%の上昇超え」から両指数の頭打ちや悪化転換が見られてきた。

その点、直近の9月は月間最高金利が1.67%で、前年比は+0.74%となっている。今後の前年比で参考になる1年前の月間最高金利は、昨年10月が0.99%前後、11月が1.10%前後、12月が1.13%前後となっていた。それぞれ警戒ゾーンとなる「前年比+1%」は、1.99%から2.13%といった計算になる。

あくまで現状段階では景気・生産に本格打撃をもたらす「前年比+1%超え」となる金利の2%方向や、「金利水準の2%超え」には猶予がある。それでも今後は金利2%超え方向への接近に連れて、景気や生産のほか、株価への冷却効果は警戒される。

もっとも現状の鉱工業生産は2023年から悪材料が続いてきたため、企業による慎重姿勢と生産の抑制、在庫の軽減化が見られている。反動調整的な生産減・在庫整理の圧力と、連動した株安のリスクは低減される。生産の強気増強と過熱、生産余剰化による「株高の天井ピーク形成」も現状は尚早だ。

最新8月の鉱工業生産では、生産指数が前年比+0.4%となり、直近最高である2月の+4.3%や2022

年9月の+8.6%などからは低下となっている。在庫指数も-2.9%で、7カ月連続でのマイナス抑制が維持された状態だ。

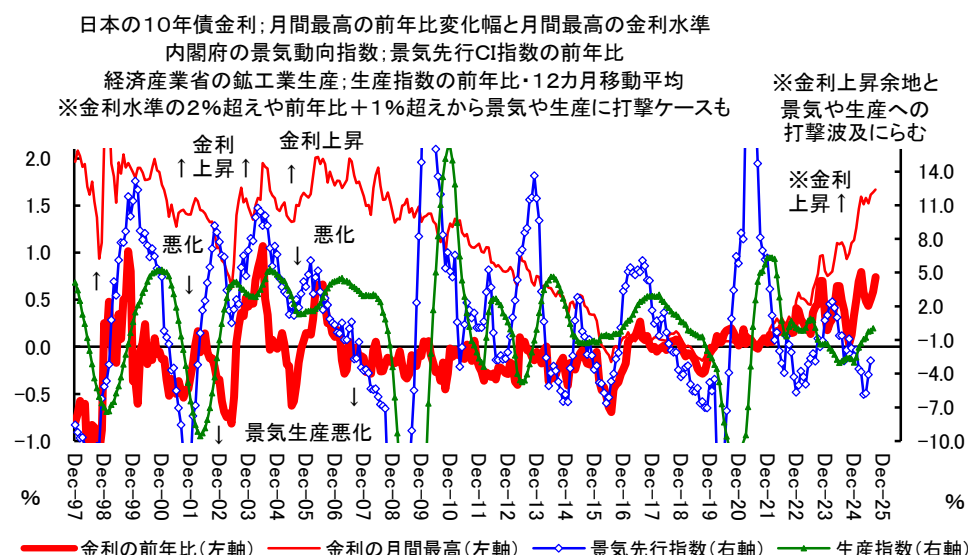
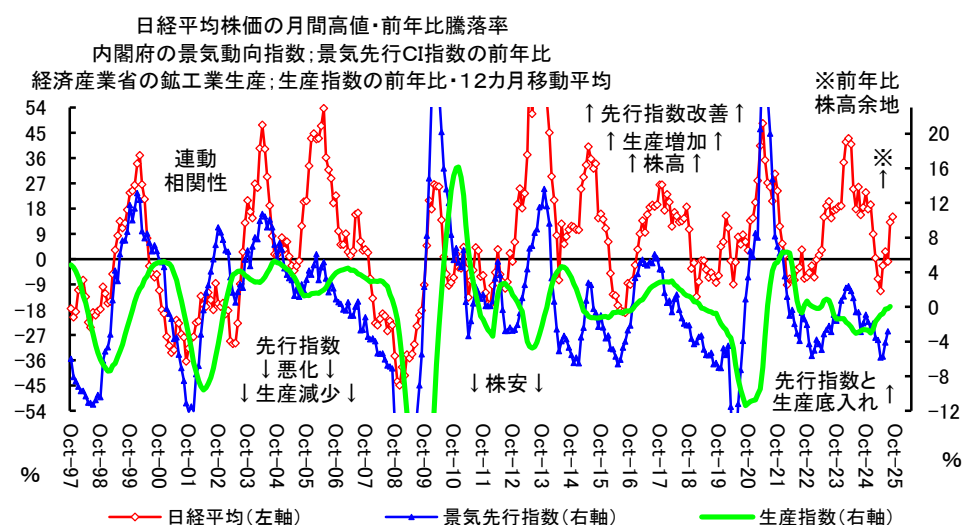
過去に日経平均が現在のような株高局面のあと、天井ピークから反落転換となったケースとして、2021年9月があった。当時の生産指数はコロナ打撃からの反動もあり、「3カ月前」となる同年6月に前年比+21.9%という急上昇となっていた。その後は生産急回復と株価急上昇の反動により、生産の反動減と株安に移行している。

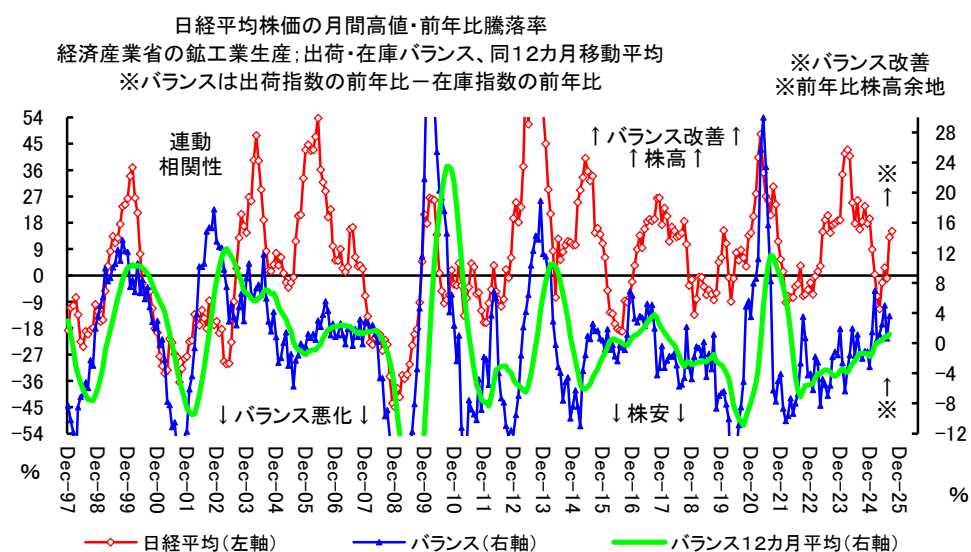
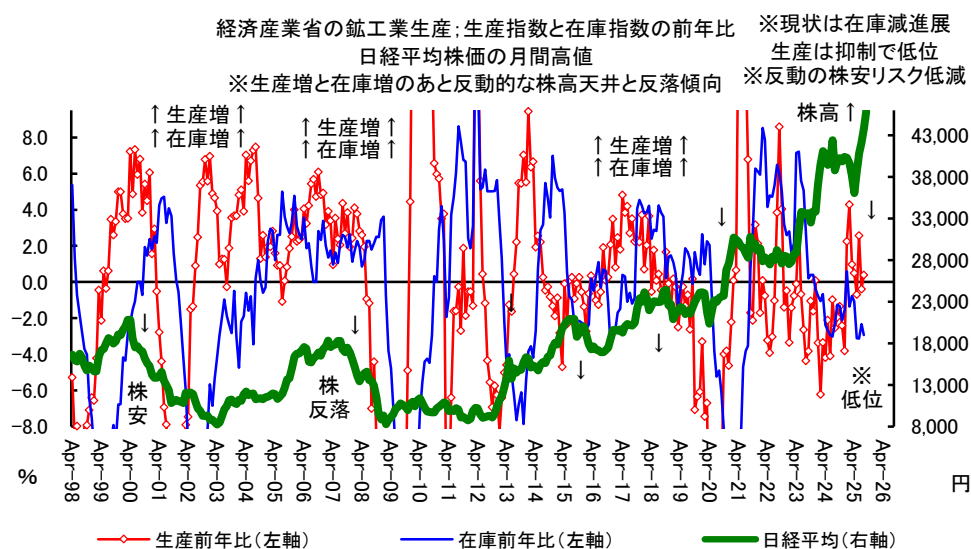
その前の株高局面では、2018年10月での天井ピークがあった。当時は在庫指数が「3カ月前」となる同年7月に前年比+4.2%の上昇となっている。良い在庫積み上げを経て悪い在庫余剰化が示唆される前後から、株価は天井形成で反落となっている。そ

の点、現状は生産、在庫ともに低位で抑制されており、反動ショックの潜在リスクは限られる。

日本の8月鉱工業生産では、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。8月は+3.6%と7月の+0.7%から改善し、今年1月以降は8カ月連続でプラス基調を維持させている。

同バランスは基調トレンドを示す12カ月（1年）、24カ月（2年）、36カ月（3年）の全ての移動平均について、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、改善の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」の実現確度を高めていく。





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、複製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。