

### 在庫4年ぶり低位、生産増・収益増・株高余力

鉱工業生産、好悪あるも在庫減・生産減の余地は低減

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2026/1/7 (水)

日本の11月鉱工業生産では、在庫指数(2020年=100)が指数水準、前年比ともに約4年ぶりの低水準となってきた。先行き慎重姿勢や部品・人手・設備を含めた生産制約、各種コスト高等による在庫投資の抑制というマイナス面がある一方、大幅な在庫の軽減化は現状からの在庫調整と生産調整の下振れリスクを低減させる。反対に先行き生産増と良い在庫積み増し、企業収益の増加と株高の伸びシロ余力残存が注目されやすい。過去、現状のような在庫の低位後に、日経平均株価は最低でも1-2年は株高トレンドが持続となっている。

#### 在庫の大幅軽減化、過去は最低1-2年の株高

「(米国の昨年12月ISM製造業景況指数は、約1年ぶりの低水準に落ち込んだが)内訳の在庫指数は2024年10月以来の低水準となり、需要が低調なため、多くの企業が既存の在庫に依存していることを示した」、「一方で総合指数の下押し要因は在庫の急減だったが、顧客在庫が低水準にあることから、今後数カ月で製造業の受注や生産は改善に向かう可能性がある」――。

ブルームバーグは1月5日、最新の米ISM指数に関してこのような好悪両面の指摘を行っている。

日本の経済産業省による鉱工業生産でも、最新の昨年11月分では在庫の減少が示された。経産省によると、在庫の下押し寄与度が大きかったのは普通乗用車、普通トラック等とされるが、「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」(同)といった前向き評価を行っている。

日本での在庫減についてもマイナス面は無視できず、米ISMのような需要の低調さや、先行き内外の景気に対する慎重姿勢、部品・人手・設備を含めた生産制約、各種コスト高等を受けて、在庫投資が抑制されていたり、意図せざる在庫不足に直面している部分もある。

それでも良い在庫減、悪い在庫抑制にせよ、大幅な在庫の軽減化は現状からの在庫調整と生産調整の下振れリスクを低減させる。反対に先行き生産増と良い在庫積み増し、企業収益の増加と株高の「伸びシロ余力残存」が注目されやすい。過去、現状のような在庫の低位後に、日経平均株価は最低でも1-2年は株高トレンドが持続となってきた。

具体的に11月の生産者在庫指数(2020年=100)は97.3となった。前月の100.3や直近最高である2025年1月の102.6から低下となり、2021年8月の95.5以来、約4年ぶりの低水準となっている。一方

で過去の長期実績からすると、現状の97前後といった在庫の低水準からは、これ以上の在庫削減と生産減の余地が狭まり、「在庫調整の進捗」が日本株市場では日経平均株価の下げ余地縮小と、上昇トレンド形成につながっている。

例えば最近では在庫指数が2020年9月から96.7となり、前月の99.0から97割れに低下となった。日経平均は同月のあと、月間の高値ベースで12カ月後となる2021年9月まで株高トレンドが継続となっている。以下、同様に2016年11月の96.8(前月は98.4)への低下後、23カ月後まで株高が持続。2013年8月に96.6(前月は97.7)へ低下したあと、22カ月後まで株高が持続。バブル前では1987年5月に97.3(前月は99.0)への低下後、31カ月後となるバブル時の株高ピークまで株高トレンドが継続となっている。

#### 在庫不足の部分も、企業価格転嫁と賃上げ還元

11月の在庫指数は、前年比で-4.0%の低下となった。前月の-1.9%から下振れとなり、前年比でも2021年6月の-4.7%以来、約4年ぶりの大幅マイナスとなっている。

過去に在庫指数の前年比マイナス局面では、在庫調整の進捗と先行きの生産増、良い在庫増の伸びシロ余地などが株価にプラスとなり、日経平均は月間高値ベースで前年比プラス化の局面が連動観測されてきた。

すでに現在の日経平均も、前年比では昨年8月から前年比プラスのトレンドに移行している。昨年11月は前年比+32%、12月は+27%といった株高実績が見られている。

過去、在庫指数の前年比マイナス局面における日経平均の「前年比」プラス幅ピークとしては、2024年時の+43%、2021年時の+48%、2017年時の+19%、2015年時の+40%、2013年時の+66%、2010年時の+27%、2004年時の+48%といった例がある。

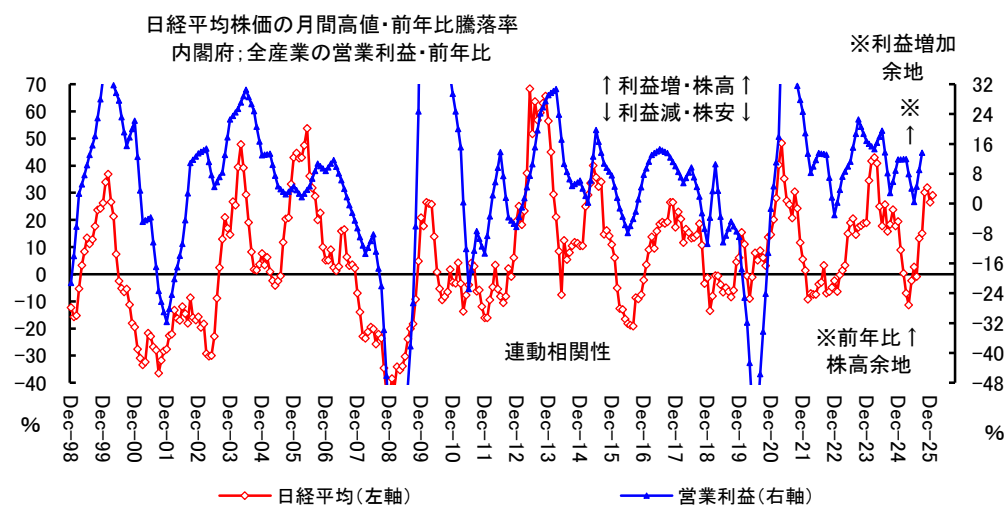
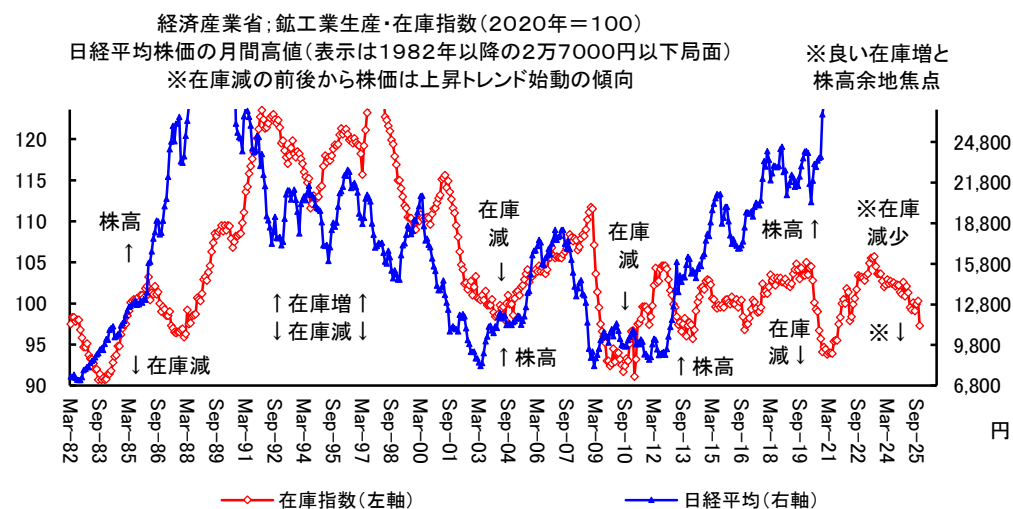
今年の月間高値の参考になる1年前の月間高値は、昨年1月が4万0288円、7月が4万2065円、昨年の高値である11月が5万2636円となっている。それぞれ控えめの「前年比+20%」で、今年は1月=4万8000円、7月=5万円、11月=6万3000円、「前年比+40%」では1月=5万6000円、7月=5万8000円、11月=7万3000円という計算になる。

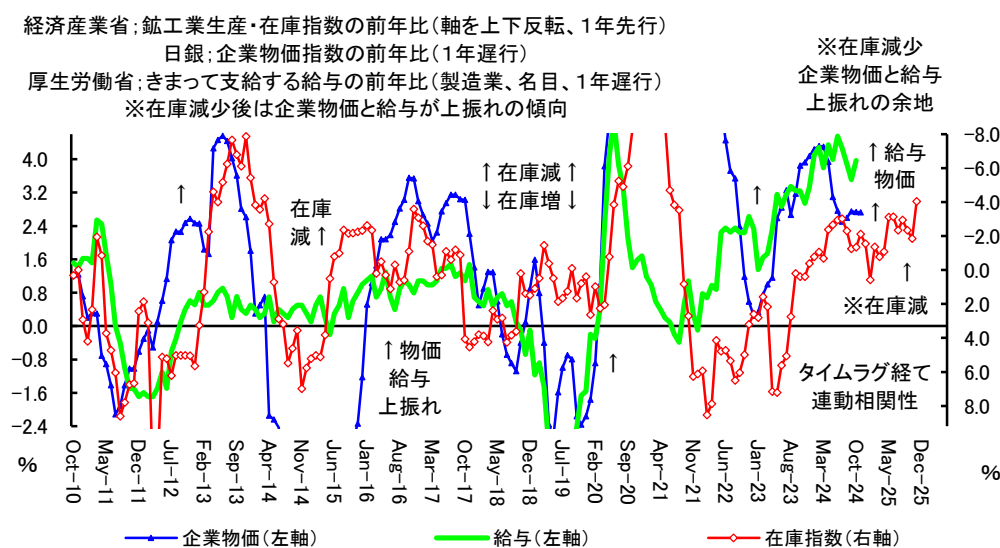
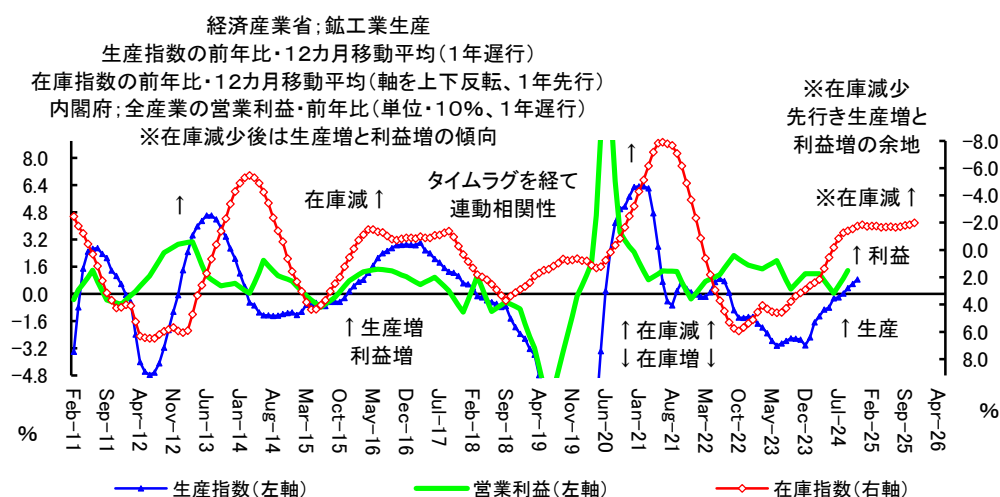
現状のような在庫指数の前年比マイナス局面は、1年後といったタイムラグ・ケースを含めて、その後生産指数の改善と企業利益の増加に波及する連鎖パターンが観測されてきた。現状の内閣府・全産業

の営業利益も、昨年6月の前年比+0.4%が直近最低となり、9月には+13.6%へと回復しつつある。

昨年の営業利益は米関税影響などにより、5月が+4.1%、6月が+0.4%、7月が+4.6%と低迷していた。その分だけ今年の5-7月にかけては、反動的な前年比プラス増益の拡大が見込まれる。連動の形で日経平均を始めとした日本株については、今年5-7月にかけて「前年比株高」のプラス幅拡大が支援されやすい。

その他、日本の鉱工業生産での在庫低下は、部品・人手・設備などの供給不足や、各種コスト高による生産の阻害などが影響している。裏表の関係で余剰生産や余剰在庫は抑制されており、「在庫不足と製商品の不足」という部分は企業サイドによる価格転嫁と値上げにつながりやすい。連動の形で企業の手取り利益収入の増額と、賃上げ還元を持続させる可能性を秘めている。





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。