

ハイテク、在庫抑制で循環回復に持続余力

鉱工業生産では3年ぶり低水準、設備投資を誘発

2020/12/4

内外でハイテク株は大幅高となっているが、実体経済面では関連在庫が抑制されており、「循環回復の持続余力」がハイテク株のバブル懸念を先送りさせる。日本の鉱工業生産ではハイテクに関係する電子部品・デバイス工業の在庫指数が約3年ぶりの低水準となり、需給の改善が示された。来年に世界の半導体市場は過去最大が見込まれるなか、在庫抑制と部分的な在庫不足は関連した設備投資の誘発増加と一段の生産底上げ、生産性の改善、生産設備で使うハイテクの派生需要喚起といった好連鎖を生む。

電子部品・デバイス在庫減、良い在庫増まで株高

「台湾の半導体関連大手4社は2021年、大規模な人材募集を行う見通しだ。5G（第5世代）移動通信システムやAI（人工知能）などの発展に伴い、半導体の需要が急拡大していることに対応する。各社間の人材争奪戦も予想されている」――。

台湾の経済日報は11月24日、このような見通しを示している。来年にかけては世界的にウィズ・コロナやポスト・コロナへの対応増強と対応分野の広がりなどもあり、「5Gやノートパソコン、タブレット端末、ネットワーク設備、自動車ハイテク部品などの需要が旺盛になる」、「ゲーム機やサーバー、スマートフォンなどの関係で大規模な増員が必要になる」（同）という。

ハイテクについては主要メーカーで構成する業界団体・世界半導体市場統計（WSTS）が1日、2021年の半導体市場規模は前年比+8.4%の4694億ドル

（約48兆円）という予測を示した。2018年の4687億ドルを上回り、過去最大が見込まれている。

その中で日本の鉱工業生産では、最新10月にハイテクに関係する電子部品・デバイス工業の在庫指数（2015年=100）が64.7となった。前月の65.5を含めて2カ月連続の低下となり、直近最高である昨年11月の81.6から大幅に在庫調整が進展している。7月の64.3と並び、2017年12月の63.0以来、約3年ぶりの低水準となってきた。前年比では-16.0%と、2019年9月の-18.1%以来という大幅低下となっている。

経済産業省の在庫循環図では、現在のような在庫調整進捗のあと、次の循環発展フェーズである「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）といった成熟期に至るまで、出荷や生産の循環的な回復軌道が維持延命されてきた。連動する形で日本株市場の東証・業種別株価指数では、ハイテクに関係する電気機器、情報・

通信、精密機器などの関連株が同時上昇となっている。今回も当座は循環回復の持続性が注目されやすい。

日経平均株価もこうしたハイテク関連株の影響度が大きいため、電子部品・デバイス工業の在庫指数とは明確な相関性を有してきた。例えば前回の同在庫・前年比の大幅低下は2016年9月の-32.2%をボトムとして、底入れ反転となったが、日経平均はちょうど約3カ月前の2016年6月で底入れ反発となっている。その後、同在庫は2018年9月の+40.7%で上昇ピークとなり、「良い在庫積み増し」から「悪い在庫積み上がり」の循環悪化へと移行した。連動する形で日経平均は、翌月の同年10月で上昇ピークアウトの頭打ちとなり、下落局面入りとなっている。

その点でいえば、現在は同在庫指数が10月に-16.0%と大幅低下となった状態だ。今後、在庫の下げ止まりから反転上昇、上昇ピークに至るまでの期間中、ハイテク関連株や日経平均の上昇トレンドは維持延命されやすい。前回の在庫循環でいえば、約2年間の循環的な寿命余地が残されている。

ナスダック、短期は「変化日」等の調整警戒

しかもハイテク関連の在庫急減は、生産調整の進展や、コロナ打撃と感染対応による供給制約のほか、「需要増加による部分的な在庫不足」も示唆されている。過去実績に沿えば、関連した設備投資を誘発増加させていく。国内外でのハイテク関連の設備投資増加は、一段の生産底上げと生産性の改善、生産設備で用いられるハイテク製品や部品の派生需要を喚起させるという好連鎖を生む。

一方、米国株市場では、来年の世界的なハイテク需要拡大を織り込む形でナスダックが再上昇となってきた。足元では織り込みの行き過ぎと割高過熱感が、改めて警戒されつつある。しかし、日本の鉱工業生産の品目別・生産指数（2015年=100）では、ナスダックと相関性の高い「半導体製造装置」や「フラットパネル・ディスプレイ製造装置」、「モス型半導体集積回路（メモリ）」などの主力製品が10月に底堅さを維持させた。

このうち「半導体製造装置」は2月の168.9を直近最高とした急低下を経て、8月の101.0で底入れを固めつつある。10月は111.0と小幅な改善となってきたが、直近の上限ゾーンである150から160前後は大きく下回ったままだ。先行き150-160方向への改善余地が、ナスダックのみならず、日本のハイテク関連株についても調整下落を経ながらの株高余地残存を支援しやすい。

「フラットパネル・ディスプレイ製造装置」についても、今年1月の230.9からは急低下となってきた。その後5月の37.2で底入れする一方、10月は改善となっても156.9にとどまっている。やはり直近最高である210から230への上昇改善余地が残されたままだ。こうしたハイテク主力製品の生産の伸びしろ余地は、日米のハイテク株のバブル過熱懸念を先送りさせる。

さらに鉱工業生産で在庫循環のモメンタムを示し、生産の先行指標となる「出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）」で、電子部品・デバイス工業が10月に+13.3%となった。前月の+16.7%からはやや低下してきたが、昨年11月の－6.7%で底入れを固めつつある。1年スパンのトレンドを示す12カ月移動平均では、プラス化と方向角度の上向き化という基調が定着し始めた。

この12カ月平均線の方角角度と、ナスダックは明確な相関性を有している。過去に12カ月平均は上向き基調のあと、2017年8月をピークに9月から下向き転換となっている。当時のナスダックは株高局面のあと、約4～5カ月後の2018年1月で上昇が一服。4月にかけて調整株安に遅行で移行している。

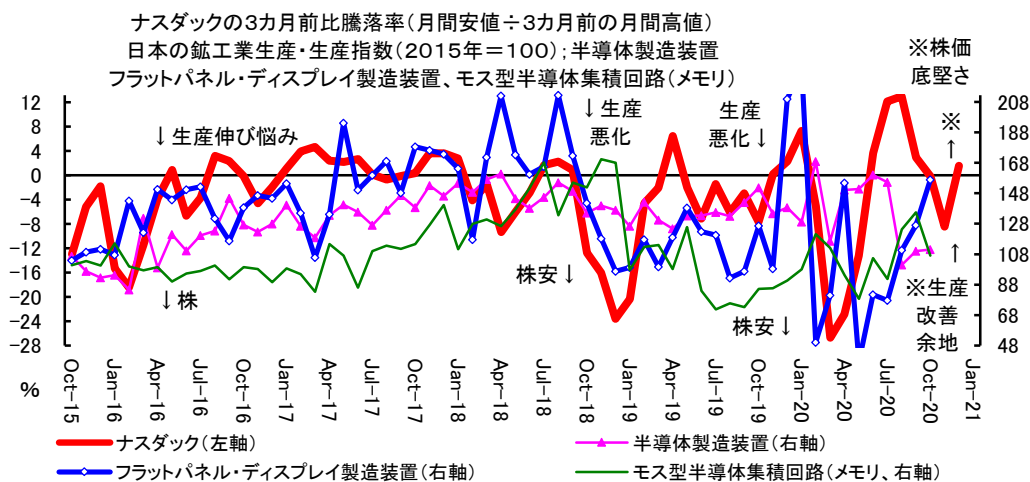
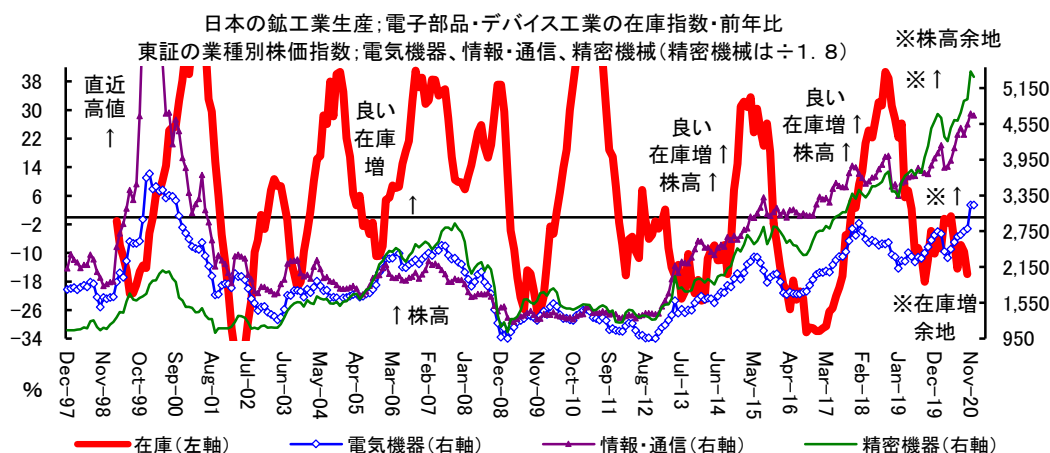
2008年9月のリーマン・ショック時にも、同バラ

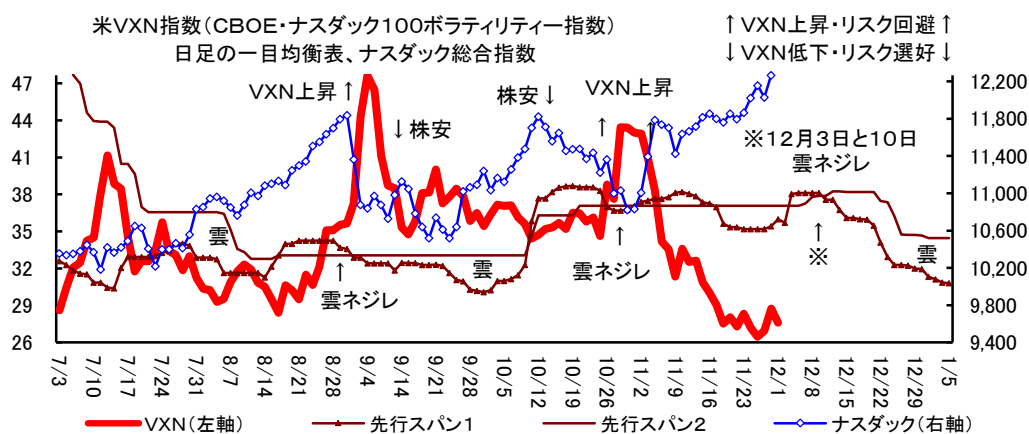
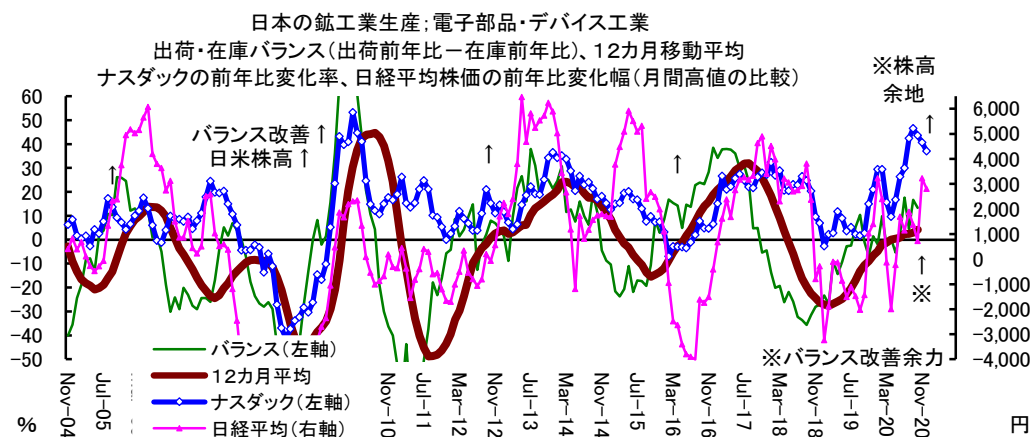
ンスの12カ月平均は3カ月前の6月から下向き転換となり、先行シグナルを発していた。ひるがえって現在は10月段階で上向き基調を保っている。日米のハイテク関連株が先行き大幅反落となるような前兆シグナルは見られていない。

ただし、短期的にはナスダックなどのハイテク株について、過熱調整が警戒される。材料としては米国内外の投資家によるクリスマス休暇前の手仕舞いや、各種ファンドなどによる年末決算対応、米国債金利の一段の上昇、米FRBによる15～16日FOMCでの緩和強化「先送り」失望などが注視されそう。

おりしもナスダック版の恐怖指数（不安心理指数）として知られるVIX（CBOE・ナスダック100ボラティリティ指数）では、日足の一目均衡表チャートで「変化日」を示す雲のネジレが、12月3日前後と10日前後に観測されている。1日の終値が27.41に対し、先行き雲のネジレは3日に37.08から38.03前後、10日に37.58から37.88前後に位置している。

現状水準からは上方向にあり、現在の「雲からの下方乖離状態」を埋めるVIX上昇のリスクは無視できない。3日や10日にかけては、雲のネジレ方向のトライや上抜けトライによるVIX上昇と、ナスダックの調整下落に注意を要しよう。





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。