

鉱工業生産、ハイテクの過熱調整は尚早

「生産先行」出荷・在庫バランス改善軌道と在庫率抑制が持続

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/2/1 (月)

昨年 12 月の鉱工業生産では内外で盛り上がるハイテク需要に関して、過熱調整「尚早」が示唆された。日米ともにハイテク関連株は一旦の好材料消化や半導体等の供給不足などが懸念されているが、生産動向を見る限り、調整局面を経ながらの株高余地が残されている。ハイテク製品に関係する電子部品・デバイス工業では、生産に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）が改善軌道を堅持しているほか、在庫率指数は依然 3 年ぶりの低水準で抑制されたままとなっている。

バランス 12 カ月平均は上向き、株安は下向き後

「台湾国家発展委員会（国発会）の主任委員（閣僚級）は、台湾での IoT（モノのインターネット）関連産業の生産額が今年からの 2 年で爆発的に増加するとの考えを示した」、「韓国のサムスン電子は今年、半導体分野に計 35 兆ウォン（約 3.3 兆円）と前年比 2 割増の投資を行う見通し」、「台湾の半導体関連各社は強い需要を受けて値上げを検討しており、2 社は旧正月（2 月 12 日）明けに最大 15% の値上げを行う予定」、「中国の華為技術（ファーウェイ）は、2 月にもクラウド・人工知能（AI）事業の強化に乗り出す計画を打ち出す」――。

1 月後半からのアジア現地ニュースでは、依然としてハイテク関連での前向きな動きが目立っている。最新 12 月の日本の鉱工業生産でも、電子部品・デバイス工業の出荷は前年比＋2.7% となり、前月の＋2.2% から改善した。2019 年 10 月の－13.1% をボトムに改善基調を保ち、2018 年 12 月以来、2 年ぶりの 2 カ月連続プラスとなっている。

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）」では、電子部品・デバイス工業が 12 月に＋16.2% となった。前月の＋22.9% からは鈍化しているが、2019 年 11 月の－6.7% をボトムとした循環回復軌道を堅持させている。

過去実績として日本の関連株である情報通信や精密機械、電気機器のほか、米国のフィラデルフィア半導体株指数（SOX）については、同バランスのプラス基調が頭打ちに転じるまで、循環的な株高ラリーが継続支援されてきた。

現在は日米ともに IT ハイテク関連株は、良好な決算発表を受けた一旦の好材料消化や、半導体等の供給不足などが懸念されている。しかし、生産動向を見る限り、調整局面を経ながらの株高余地が残されたまま。日経平均株価はハイテク銘柄の影響度が大きく、過去実績では米株ナスダック総合指数に遅

行追従する連動性が見られている。

出荷・在庫バランスではトレンドを示す 12 カ月移動平均が、12 月に＋7.8% と前月の＋6.6% から上昇している。2019 年 2 月の－27.7% をボトムとして、「前月比での方向角度の上向き化」という上昇トレンドが維持されている。前回、ハイテク循環の減速入りを示唆する下向き転換は、2017 年 9 月から観測されていた。当時の SOX はそこから 6 カ月後となる 2018 年 3 月で株高モメンタムが一服。上げ渋りと高値横這い化へと移行し、その後は下向き化から「13 カ月後」となる 2018 年 10 月以降に調整株安へと転じている。

その前に同バランスの 12 カ月移動平均は、2014 年 4 月から下向き転換となっている。当時の SOX は慣性的な上昇基調が維持されたあと、「14 カ月後」となる 2015 年 6 月から調整株安に転じていた。その前では 2010 年 9 月から下向き化で、SOX は「6 カ月後」から調整株安、2006 年 6 月からの下向き化では、「13 カ月後」から調整株安、さらに IT バブル前後は 2005 年 4 月からの下向き化のあと、SOX は上げ渋りを経て「5 カ月後」からバブル崩壊の株価急落となっていた。

在庫率 3 年ぶり低位、良い在庫増と株高の余地

いずれも同バランスの 12 カ月移動平均が下向き化へと基調転換（循環減速入り）したあと、半年から 1 年前後のタイムラグを経て SOX は調整下落に転じている。その点、現在は昨年 12 月時点で上向き化が堅持されたままだ。少なくとも今年 6 月から 12 月までは慣性的なハイテク関連株の上昇トレンド継続、もしくは最悪でも高値横這い化の日柄調整にとどまる可能性がある。

同じように生産に先行する在庫率指数（2015 年＝100）でいえば、12 月に電子部品・デバイス工業は 72.3 となった。前月の 76.1 から低下し、昨年 5 月の 104.1 を直近最高とした在庫調整が維持されている。水準としては 2017 年 12 月の 68.2 以来、約 3 年ぶりの低さにとどまっている。

現在はこうした低水準の在庫が半導体などの品不足となり、自動車などで供給制約と生産減速が懸念されている。それでも現在は世界的な需要急増による「良い在庫減」の側面も少なくない。今後は在庫積み上げと良い在庫増、そこから需要減速による悪い在庫増へと移行するまでは、内外でのハイテク関連の生産増加と関連株の上昇余地が支援されやすい。

ちなみに在庫率とは、製品の出荷に対する在庫の割合を示すものだ。経済産業省によると、「在庫率は

製品の需給動向を表す指標であり、生産動向に先行性があると言われている」という。過去の同省による相関検証によると、「在庫率が生産に対し、3カ月先行する時点での相関性が最も高い」。その点でいえば12月時点での在庫率低下は、少なくとも3月にかけての生産改善維持が期待される。

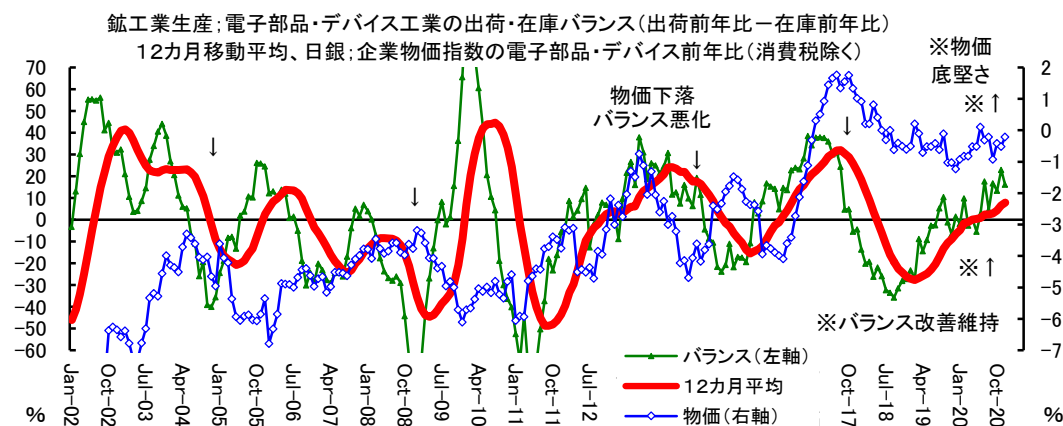
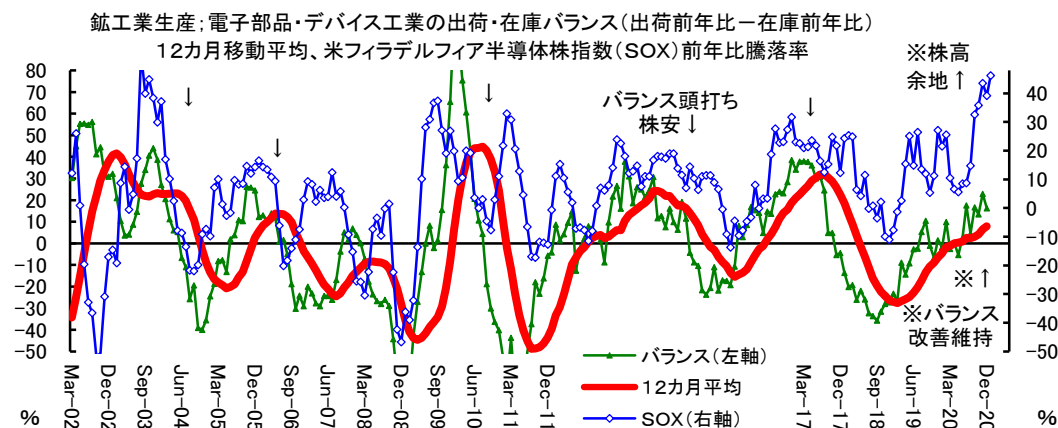
過去の悪い在庫増(在庫率指数の上昇)としては、2018年9月にかけての98.7という上昇例があった。当時はちょうど翌月10月以降に、日米株はハイテク株を含めて急落となっている。その前では2015年8月に在庫率指数が、105.8へと大きく上昇してきた。当時はチャイナ・ショックと重なり、やはり日米株は急落となっている。その点、現在は12月時点で72.3と低位で抑制されたままだ。今後は90や100超え方向への「悪い在庫率上昇」まで、ハイテク株を始めとした日米株の上昇寿命が意識されやすい。

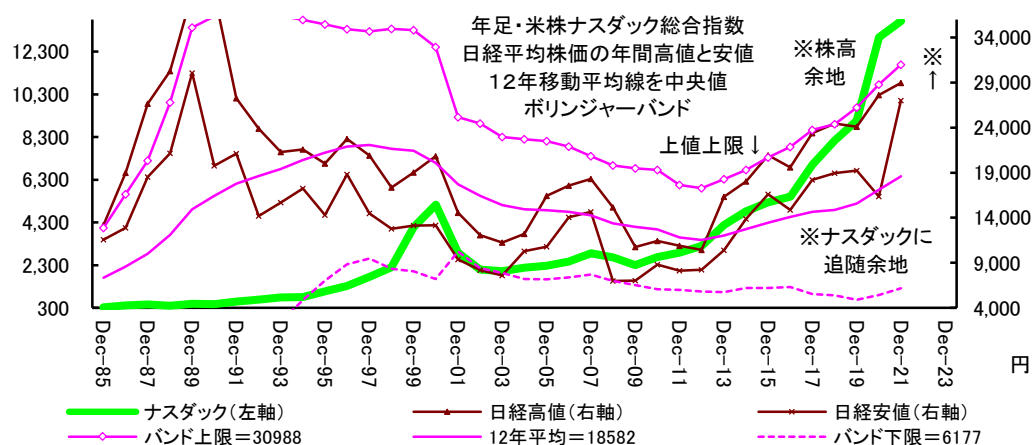
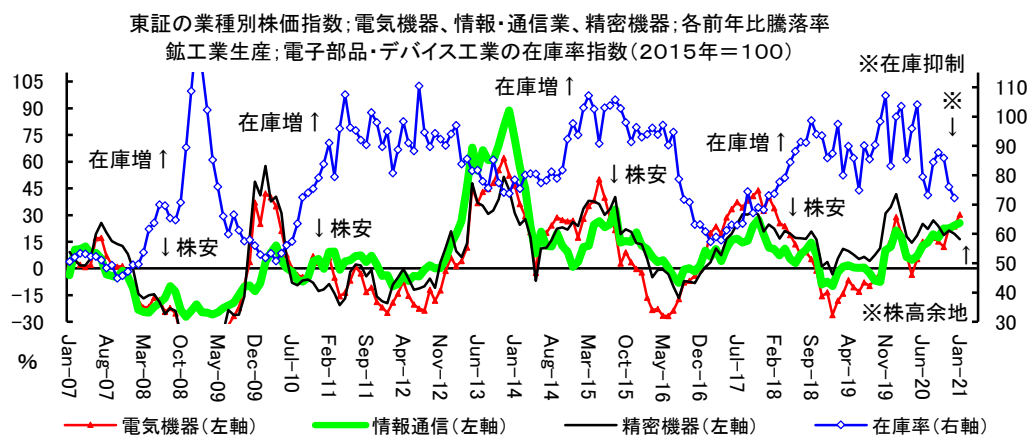
ハイテクについては現在、世界的な半導体不足により、部品や素材段階で価格上昇の圧力が掛かっている。1月22日には世界のハイテク生産拠点である台湾で、「台湾ファウンドリー（半導体の受託製造）

各社の需給逼迫が続く中、半導体チップの原材料となるシリコンウエハーにも供給不足の波が広がっている。各社は既に生産設備がフル稼働となっており、製品価格の引き上げに乗り出している」（自由時報）といった動きが見られていた。

先行き生産コストの上昇や採算悪化、供給不足による生産停滞、製品値上げによる消費減退などのリスクをはらんでいる。一方で現状段階では需給改善の結果としての値上がりであり、少なくとも電子部品・デバイス関連のメーカーには利益や収益率の下支え要因となる。

過去実績として電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスや日米のハイテク関連株は、日銀・企業物価指数の業種別における電子部品・デバイスと明確な相関性を有してきた。同物価は最新12月に消費税を除いたベースで前年比-0.2%となり、前月の-0.5%から持ち直している。2019年12月の-1.2%をボトムにマイナス幅を縮小させており、物価面の打たれ強さも内外ハイテク関連企業の利益改善持続と株高余地を支援しやすい。





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自身でお願いします。