

日本の 10 月鉱工業生産ではハイテクに関係する電子部品・デバイス工業について、在庫調整や生産調整の後半入りが示唆され始めた。先行き不透明感は根強いものの、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）は底入れしており、日米の株式市場で関連株は「先行」底固めが注目されやすい。世界の半導体市場は来年に 4 年ぶりの前年比マイナス予測となっているが、過去の減少年には前年段階から事前織り込みで関連株は下落し、翌年は反発となるパターンも見られてきた。

生産の減産加速で在庫は積み上がり減、調整進捗

「来年の世界の半導体市場規模は今年の前年比＋4.4%増見込みから－4.1%減となり、2019 年以来 4 年ぶりのマイナス成長が予測される」、「ただし、5G・IoT 化の進展やそれに伴うデータセンタ能力拡張の必要性など半導体の潜在需要は引き続き強く、これらは来年後半の市場回復を牽引する」、「また、自動車の電動化・高性能化、再生エネルギー投資などの需要は安定しており、(来年も) 半導体需要を下支える」――。

世界の主要半導体関連企業が加盟する統計機関・世界半導体市場統計 (WSTS) は 11 月 29 日、このように来年の予測を示した。日本市場に関しては今年の円安効果などによる＋30.7%という大幅増から鈍化するものの、来年は＋6.2%とプラス成長の持続を見込んでいる。

その中で日本の経済産業省による最新 10 月の鉱工業生産では、ハイテクに関係する電子部品・デバイス工業の生産指数が、単純な前年比で－11.0%の低下となった。根強い世界的な需要減速やコロナ後のデジタル特需の反動などもあり、「モス型半導体集積回路 (メモリ) や固定コンデンサ、アクティブ型液晶パネル (中・小型) などが押し下げに寄与した」(経産省)。

一方で 11 月の生産予測調査でハイテク関連は、「半導体・フラットパネルディスプレイ製造装置が生産計画を伸ばしている」(同) など、復調の兆候も散見されている。生産の前年比－11.0%とは 2019 年 12 月以来、約 34 カ月ぶりの大幅マイナスとなっており、需要減速と在庫調整などによる生産調整は「後半入りと最悪期の通過」が焦点になってきた。

すでに在庫指数のほうは単純な前年比が＋7.9%となり、5 月の＋47.0%を上昇ピークとした在庫積み上がりの調整が進行している。経済産業省が参考になっている在庫循環図にあてはめても、電子部品・デバイス工業については、在庫調整と生産調整の終

盤入り、業況悪化の在庫調整サイクルに後半入り兆候が見られ始めた (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)。株式市場は業況に先行性があり、日米の株式市場でハイテク関連株は「先行」の底固めや底上げが支援されやすい。

この在庫循環図では、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 (景気の山を越して後退期に入ると、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) ――という循環サイクルが示される。

このうち現在は 4) の在庫調整局面にあるが、最新 10 月における「生産の前年比マイナス幅拡大」と「在庫の前年比プラス幅縮小」という組み合わせは、過去実績として生産調整と在庫調整の終盤入りが示唆されてきた。過去実績に沿えば、株式市場では中長期スパンで関連株の買い場局面となり得る。

世界半導体市場の減少年、前年に消化で翌年株高

こうした先行き期待を後押しさせる形で電子部品・デバイス工業については、生産や関連株に先行する出荷・在庫バランス (出荷前年比－在庫前年比) が底入れを固めつつある。10 月は－8.5%とマイナス悪化が続いているものの、4 月の－42.1%や 5 月の－46.3%からは持ち直しており、一旦の最悪ボトム通過が焦点になってきた。トレンドを示す 9 カ月移動平均では、10 月から方向角度が上向き化へと転換。2021 年 7 月以来の上向き化であり、バランス悪化の底入れと基調好転のシグナルとして注目されやすい。

米国株市場での代表的ハイテク株指数であるフィラデルフィア半導体株指数 (SOX) や、ハイテク影響度の大きい日経平均株価などについては、底入れや下値切り上がりの支援材料となるものだ。ちなみに前回の同バランス悪化は、2018 年 9 月で底入れとなった。当時の日米株は直後の 10－12 月に大幅下落となったが、同年 12 月で底入れに移行。ハイテクの循環回復も一因となる形で、1 年後にかけて SOX や日経平均は上昇トレンドが形成されている。

日本の鉱工業生産の電子部品・デバイス工業については、これまで在庫指数の「悪い在庫積み上がり

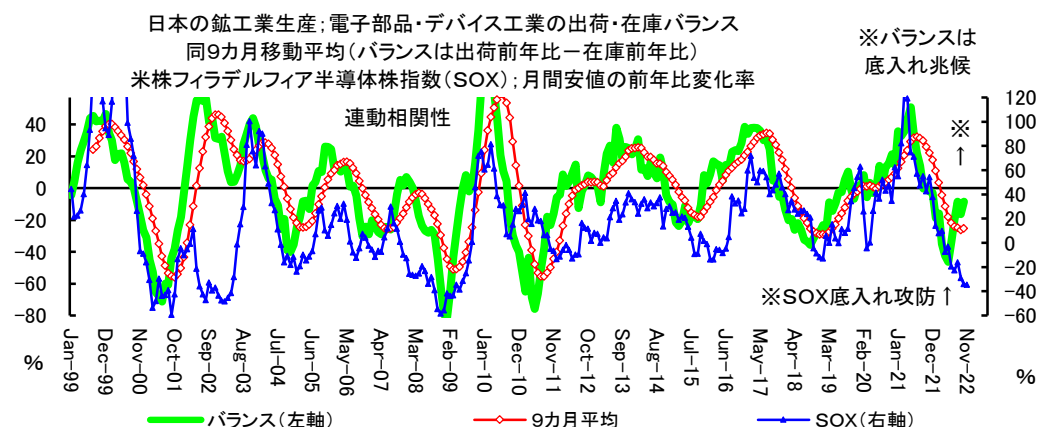
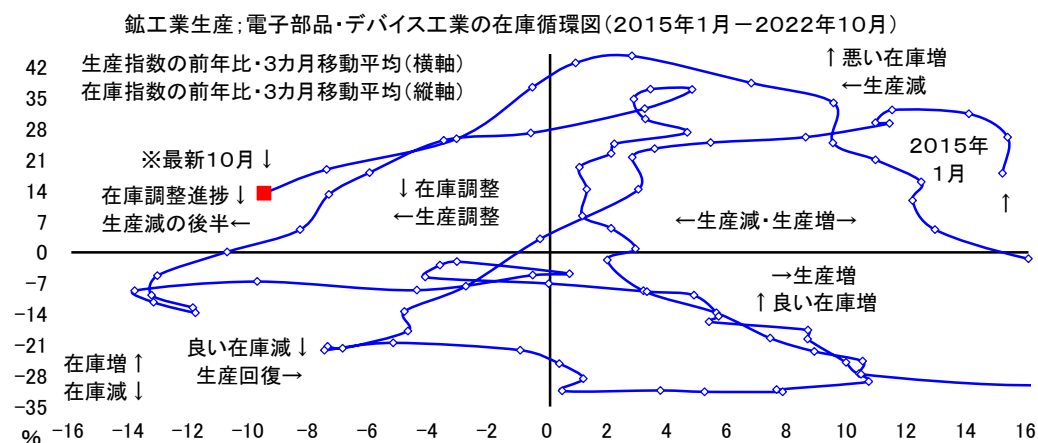
の天井ピーク」がSOXや日経平均の底入れと密接な相関性を有してきた。その点、最新10月に在庫指数(2015年=100)は79.0となり、9月の85.0や6月の83.6を直近最高として上げ洩りとなっている。2011年以降の長期トレンドラインの上限に到達してきたほか、前年同月比では3月に天井ピークを形成しており、在庫指数は上昇のピークアウトが示唆されつつある。連動する形でSOXや日経平均についても、底入れが後押しされやすい。

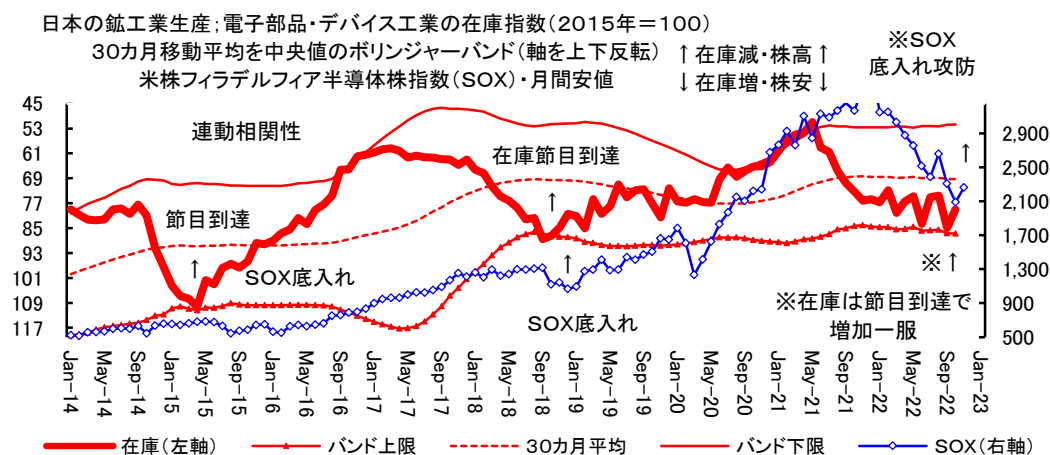
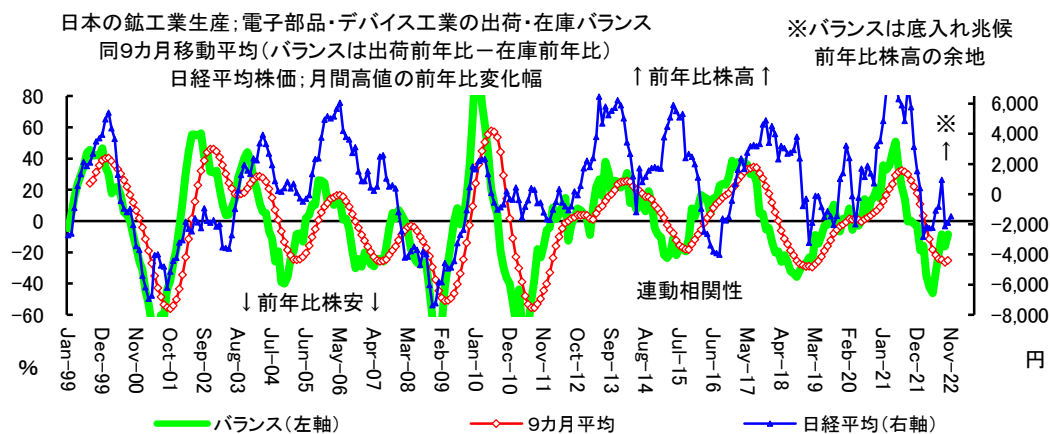
一方で来年の場合、世界半導体市場統計(WSTS)による世界の半導体市場規模の「前年比-4.1%減予測」がハイテク株の重石となる。2021年の+26.2%、今年見込みの+4.4%などから4年ぶりのマイナス成長であり、関連株も再下落や伸び悩みのリスクが警戒される。

もっとも過去実績として前年比マイナスの年には、前年段階から日米でハイテク株は「事前織り込み」で下落が進展。翌年は悪材料の消化などもあり、反発となるパターンが観測されてきた。

例えば前回のマイナス年である2019年の場合、実績ベースで前年比-12.0%の減少となったが、日米の株式市場では前年2018年の10-12月にかけて事前織り込みの株安が進んだ。同年12月で底入れとなり、日経平均は2018年末値の比較で2019年は12月の高値まで+4076円高の株高となっている。SOXも2018年末値との比較で、2019年は12月の高値まで+62.0%の株高ラリーが形成されていた。

その前に世界の半導体市場は、2015年に前年比-0.2%のマイナスとなっている。同年に日経平均は年初から6-8月まで株高基調が維持された。SOXは上げ洩りながらも、6月までは上値が切り上がっている。その前のマイナス年としては、2012年の-2.7%があった。当時の日経平均は低迷が続いていたが、安値自体は前年2011年11月の安値で当座の悪材料が織り込まれ、下値の切り上がりに移行している。その後に2012年は後半にアベノミクス始動といった好材料もあり、年後半にかけて株高が加速された実績を有している。





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。