

ハイテク底入れ、生産増と良い在庫増に余力

鉱工業生産、循環回復と米金利上昇の綱引きにも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/8/4 (金)

日本の鉱工業生産ではハイテク関連で底入れが明確化しつつあり、今後は生産の増加と一段の在庫縮減、良い在庫増の各余力が注目される。ハイテクに関係する電子部品・デバイス工業では、生産や在庫循環に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）が最新6月に4カ月連続でマイナス幅の縮小となり、2021年5月を直近ピークとした悪化基調の歯止めが盤石化されてきた。世界的にもハイテクは循環的な回復機運にあるが、今後は米国発の長期金利上昇等による「遅行引き締め効果」との綱引きになる。

出荷・在庫バランス底入れ盤石化、株高余地に

「半導体製造装置（新品）の世界販売額は、過去最高であった2022年の1074億ドルから2023年は前年比－18.6%減の874億ドルに縮小となるが、2024年は1000億ドル超えの大台回復が見込まれる」、「現在の逆風にもかかわらず、半導体装置市場はハイパフォーマンス・コンピューティングとユビキタス・コネクティビティに牽引された旺盛な成長が長期的に有力視される」――。

SEMI（国際半導体製造装置材料協会）は今年7月、最新予測でこのような見通しを示した。来年の回復についてはウェーハファブ装置（ウェーハプロセス処理装置、ファブ設備、マスク/レチクル製造装置など）が+14.8%増、テスト装置が+7.9%増、組み立て・パッケージング装置が+16.4%増などと予想され、回復を牽引するという。

その中で日本の鉱工業生産でも、半導体を始めたハイテク関連は循環的な底入れが明確化され始めた。2021年以降の生産減速や部材・在庫不足、反動的な余剰在庫が一服となっており、今後は生産の修復と一段の在庫縮減、良い在庫積み上げといった「各伸びシロ余力の大きさ」が注目されやすい。株式市場では日米のハイテク関連株のほか、ハイテク影響度の大きい日経平均株価について、短期的な調整株安を挟みながらの株高余地残存を支援するものだ。

ハイテクに関係する電子部品・デバイス工業では、生産や在庫循環に先行する出荷・在庫バランス（出荷前年比－在庫前年比）が最新6月に－4.7%となった。今年2月の－34.0%を最悪ボトムとして4カ月連続でのマイナス幅縮小となり、直近最高である2021年5月の+45.6%を改善ピークとした長期悪化の歯止めが盤石化されている。

管轄する経済産業省では6月の鉱工業生産に関して、「全体の指数押し上げに最も寄与したのは半導体

製造装置で前月比+10.8%増」、「電子部品・デバイスはコンデンサや半導体メモリなどスマートフォン向け部品が増え、底入れの兆しが出ている」といった分析を行っていた。

すでに同バランスのトレンドを示す12カ月移動平均は、今年3月から方向角度が上向き化という循環的な回復軌道入りが見え始めた。前回の悪化局面では2019年1月から上向き化に転換したが、ちょうど日経平均は前月2018年12月で底入れに移行。その後、月間高値ベースではコロナ危機に見舞われる2020年1月という約12カ月後まで、+3223円幅の株高トレンドが形成されている。

その前でも2015－16年や2011－12年、2009年、2005年などで、時間差ケースを含めてハイテク循環の底入れと日経平均の上昇トレンド入りが見え始めてきた。今回の場合、先行き日経平均の上値メドとしては、8月2日時点の数値水準で「6カ月移動平均を中央値としたボリンジャーバンド」のバンド上限3万5278円前後、米株NYダウの直近高値水準3万6952レベル（2022年1月の高値）などが注目されやすい。

株高天井、生産天井や在庫増と合致、現状尚早

一方で過去の循環的なハイテク回復局面の場合、日経平均が天井ピークの高値をつけて反落入りとなったのは、ほぼ全てのケースで電子部品・デバイス工業の生産・前年比が「回復局面から改善の天井ピーク」を通過したあとや、在庫・前年比が良い在庫増を経て「悪い在庫積み上がりの増加過熱」に達してきた以降となっている。

その点、現在は直近6月に生産は前年比－8.6%となり、3月の－19.4%を最悪ボトムとした底入れを固めつつある初期段階に過ぎない。先行きプラス圏への浮上からプラス幅拡大という、伸びシロが潤沢に残されたままだ。日経平均も株高余地の残存が支援される。

在庫のほうは、直近6月に前年比－0.7%となった。こちらは昨年2月の+43.5%や今年2月の+22.6%といった悪い在庫の積み上げを経て、在庫調整の進捗を受けた良い在庫減によりやく入りつつある。今後は一段の在庫減余地と、需要回復に対応した良い在庫積み上げの余力が多く残されている。連動する形で日経平均は、株高トレンドの寿命余地が高確率で担保されやすい。

最近の電子部品・デバイス工業でいえば、コロナ危機後の急悪化と反動回復を経て、生産は2021年6月の前年比+25.9%で改善のピークをつけていた。

当時の日経平均はその「3 カ月後」となる同年 9 月の 3 万 0795 円で天井高値を形成し、反落に転じている。

2016－2018 年の株高局面の際には、電子部品・デバイス工業の在庫が 2018 年 9 月に +33.7% への急増となった。悪い在庫増が示されたところで、日経平均は「1 カ月後」となる同年 10 月に当時の天井高値を形成。急反落に転じるという連動相関性が見られている。

一方で現在は日本のみならず、世界的にハイテク関連は循環底入れの機運にある。その中で米国債市場では 7 月 27 日以降、10 年債などの長期債金利が再上昇となってきた（米債価格は下落）。

背景としては米 FRB による先行きの利上げ休止期待や、そうした要因による米国景気の後退リスク低下、足元の米国経済指標の底堅さ、8 月上旬の米国債市場における四半期定例・大型入札などでの需給悪化懸念、今回の入札を皮切りとした米国債の発行増加懸念（財政赤字の拡大や FRB の利上げ継続を受けた利払い負担の増加など）といった要因により、米債金利には上昇の圧力が掛かっている。

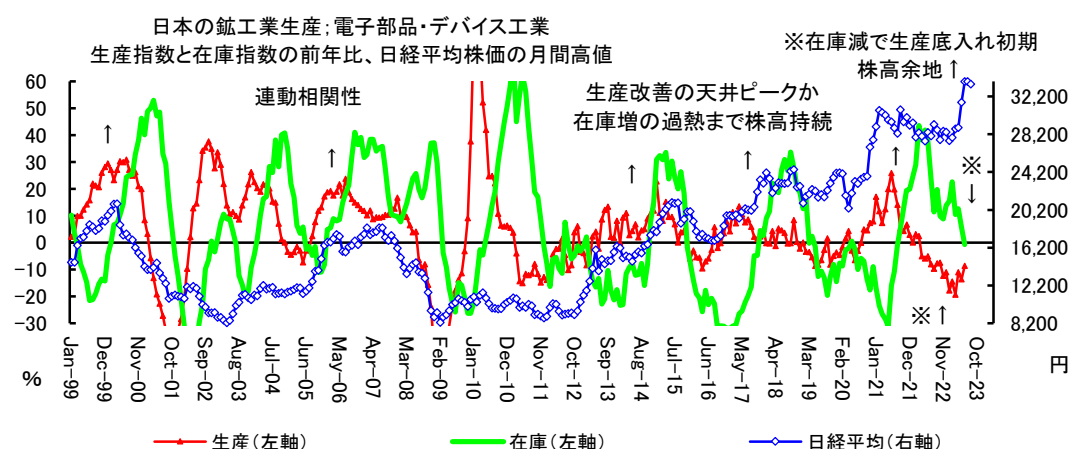
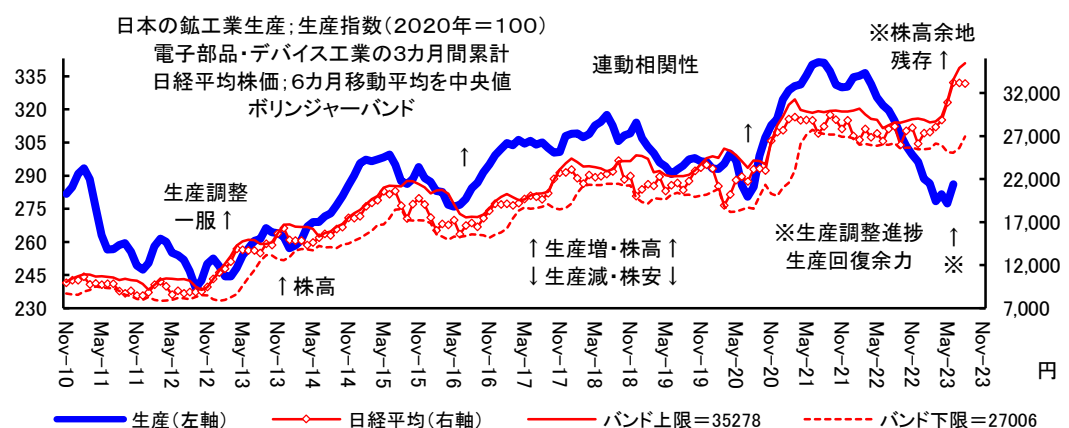
米長期金利の上昇は、米国を中心にハイテク企業の財務や設備投資に悪材料となる。ハイテク関連株

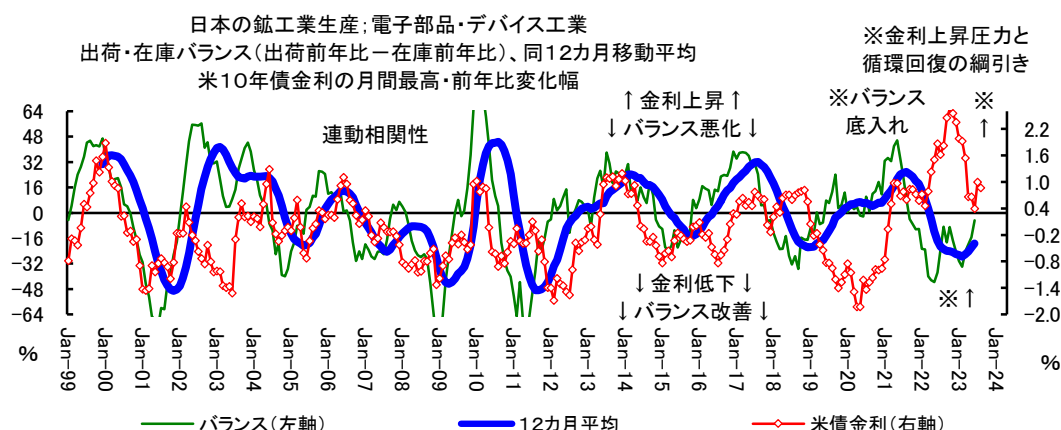
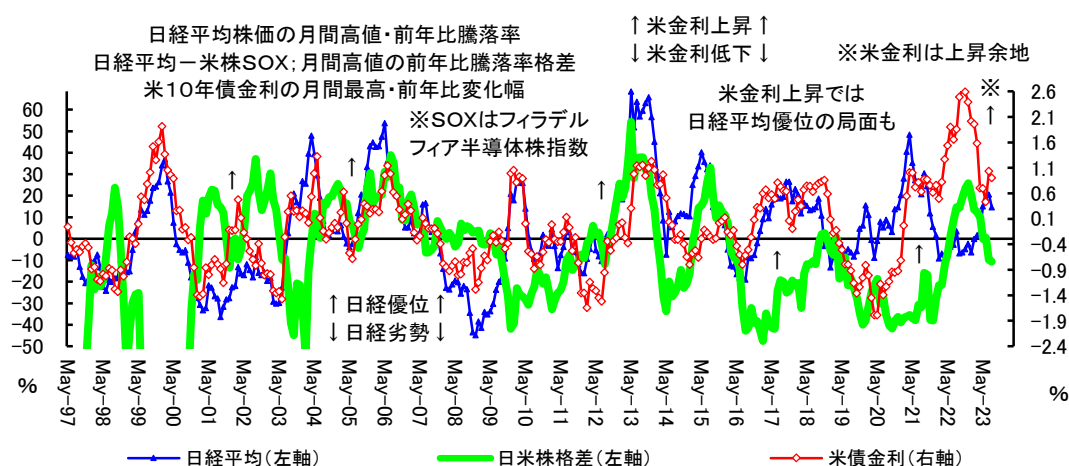
についても、バリエーション面などで割高となる逆風となりやすい。その点で世界的なハイテク業界の業況と株価については目先、循環的な底入れと米国発の長期金利上昇との綱引きが注視されそう。

もっともハイテクの循環回復といった「世界経済の良い回復」が一因となる形で米国の長期金利が上昇となる場合、日経平均は米国のハイテク株に相対優位となるケースが見られてきた。基本的な世界経済の持ち直しやリスク回避の抑制のほか、日本国内での「対米国比」金利上昇の抑制、ドル高・円安効果などが日経平均の相対優位を支援している。

先行き不透明感が残るものの、日経平均の底入れ反発トレンドをサポートするのが、電子部品・デバイス工業で 2021 年から続いてきた生産調整の進捗と、現状からの生産下振れ余地の狭まり、生産調整を受けた現状からの余剰在庫の積み上がり制約がある。

生産指数の 3 カ月間累計は直近 6 月に 286 となり、5 月の 277 や 3 月の 281 から上昇に転じてきた。2021 年 7 月の 341 を直近最高とした生産調整の底入れが示されている。しかも 2015 年以降の下限ゾーンが 276 前後であり、減産の下限メド到達と、連動した日経平均の下落余地の狭まりが支援されやすい。





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ご自身でお願いします。