

ハイテク在庫2年ぶり減、減少一巡まで株高

鉱工業生産、先行指標の出荷・在庫バランスも底入れ盤石化

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/10/4 (水)

日本の8月鉱工業生産ではハイテク関連の在庫が前年比で減少に転じており、良い在庫消化を含めた在庫減の一巡までは関連株の上昇が支援されやすい。ハイテクに関係する電子部品・デバイス工業では、在庫指数の前年比が2年ぶりにマイナスとなったほか、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）も、トレンドを示す12カ月と20カ月の移動平均で底入れが盤石化されてきた。米国のハイテク株は先走りで5月から急上昇となったが、8－9月に過熱調整が進展している。

在庫減、良い在庫消化から悪い在庫増までは株高

「9月に実施した生産予測調査では、電子部品・デバイス工業が8月の前月比＋0.5%から10月は＋11.2%の大幅改善となる見込み」、「鉱工業生産全体も8月の前月比横ばいから、9月は＋5.8%、10月は＋3.8%と連続での上昇が予測されている」――。

経済産業省では最新8月の鉱工業生産に関連して、このような解説を行っている。

半導体を始めとしたハイテク関連については、世界的に成長鈍化への懸念が根強い。コロナ禍デジタル特需の反動のほか、スマートフォン（スマホ）急成長の成熟化、半導体不足に対応した設備増強の衣服と一部余剰化、米中の半導体対立、中国などの需要低迷といった悪材料が覆っている。

それでも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8月に前年比－1.2%のマイナスとなった。昨年3月の＋43.5%を直近最高として、在庫積み上がりと在庫の余剰化は衣服。一進一退を経ながらも在庫調整が進み、今年6月の－0.7%に続いて2年ぶりの前年比減となっている。

在庫動向はハイテクの生産循環（シリコン・サイクルなど）と相関性が高く、過去には在庫指数が前年比でマイナスに転じたあと、良い在庫消化と同時進行で日米ではハイテク関連株の上昇が高確率で観測されている。良い在庫減が一巡となり、悪い在庫増の前年比プラスに転換するまでは、関連株の上昇トレンドが維持されてきた。その点、現在は「前年比在庫減」の初期段階にあり、来年に向けては関連株の上昇と上昇期間の残余地が担保されやすい。

最近ではSEMI（国際半導体製造装置材料協会）が9月、半導体前工程製造装置（ファブ装置）に関する最新予測で、「2022年に過去最高額を記録した世界投資額は2023年に前年比－15%減となったあと、2024年は＋15%増に回復する」という見通しを示した。

今年2023年の投資減少は、半導体需要の減衰のほか、コンシューマ機器とモバイル機器用のデバイスの在庫増に起因するものと指摘。一方で2024年の投資回復を牽引するのは、主に「2023年の半導体デバイスの在庫調整の終了や、ハイパフォーマンス・コンピューティング（HPC）、メモリの需要拡大となる」としている。まさに2023年の減速と2024年の回復は、在庫状況の影響が大きい。

日本の鉱工業生産の電子部品・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）でも底入れが明確化されてきた。8月は－5.7%と7月の－18.9%からマイナス幅が縮小し、2月の－34.0%で最悪ボトムの通過が固まりつつある。

同バランスはトレンドを示す12カ月と20カ月の移動平均について、8月からは方向角度が同時に上向き転換となってきた。2021年7月以来、25カ月ぶりの基調好転となっている。過去の長期実績として、米国の代表的なハイテク株指数・フィラデルフィア半導体株指数（SOX）は、同時進行で長期上昇トレンド入りが連動観測されている。

米長期金利上昇、景気後退懸念の修正も影響

例えば前回の同時上向き化は、2019年6月に観測された。SOXの月間高値は同月のあと、コロナ打撃に見舞われた8カ月後の2020年2月にかけて＋34.8%の株高が形成されている。その前では2016年1月以降、26カ月後にかけて＋122.3%の株高を観測。2012年5月以降の場合、37カ月後にかけて＋79.6%の株高といった「外れなしの実績」が確認されている。

今年の米株SOXは日本を含めた世界的なハイテク循環の底入れを先取りする形で、5月から急上昇となった。AIブーム期待も重なり、スピード面では先走りの株高過熱が見られている。その分だけ8月以降は米長期金利の上昇やAIバブルの調整などもあり、調整下落が進展してきた。まだ10月中旬以降の米企業決算発表に向けては、一段の下振れリスクは無視できない。

一方、中長期スパンでSOXは、2010年以降や2020年以降の長期下限抵抗ラインなどでの下げ止まりと下値固め、上昇の第2波入りが注目されそう。具体的に月足テクニカルでの下値抵抗線としては、10月2日時点の数値水準で終値3448に対し、9カ月移動平均線3414、月足・一目均衡表の転換線3368、36カ月移動平均線3158などが注目される。

米国と日本のハイテク株に関しては、引き続き米

国の長期金利上昇が悪材料として警戒される。その反面、現在の米長期金利上昇（米債価格は下落）は、来年にかけての適度な経済成長と景気後退の回避期待、過度な景気後退懸念で進展してきた長短金利差逆転の修正（長期金利低位・短期金利高位の是正）が影響している側面もある。

過去にはSOX 上昇と同時に進行で、適度な金利上昇が並存する局面も観測されてきた。現在の米 10 年債金利は 10 月 2 日、4.7% 超えと 2007 年以來 16 年ぶりの高水準となっている。過去に米 10 年債金利の月間最高は 2003 年に 4% 割れに低下したあと、2003 年 7 月から 4% 超えに上昇している。そこから翌 2004 年 1 月にかけて 4.4% から 4.6% 前後で金利は高止まりとなったが、SOX の月間高値は同期間中に +37% の株高が維持されていた。

その他、米日のハイテク株は、米国での退避・待機マネーを含めた一定の余剰資金残存も下支え要因となりやすい。ハイテク株などが一段の下落となっ

た場合、需給面で押し目買いのサポート役となるものだ。

米国ではコロナ打撃以降の預金退蔵や政府の資金支援のほか、昨年株安・債券安「全部売り」の余波、FRB 利上げ幅拡大による短期資産の金利妙味などで、預金や短期債、MMF といった短期流動性資産に大規模な資金が滞留している。

このうち MMF（マネー・マーケット・ファンド）はコマーシャルペーパーや短期国債、譲渡性預金など流動性が高く、価格変動リスクが低い資産で運用する金融商品だ。米投信協会（ICI）によると、直近 9 月 29 日週に MMF 資産残高は 5 兆 6439 億ドルとなり、昨年 9 月末の 4 兆 5902 億ドルからは +1.1 兆ドル増、+24% 増という過去最高規模が維持されている。コロナ前である 2019 年 12 月末の 3.6 兆ドルからは、+57%、+2 兆ドルという大幅な積み上がりとなってきたが、当面は押し目買いの「予備軍のマネー」として注目されそうだ。



