

ハイテク生産、循環面は現状下振れ抑制

関税等は重石も来年の修復焦点、関連株は調整下落が進捗

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/5/7 (水)

日本の鉱工業生産ではハイテクに関し、循環的な改善のピーク通過が示唆されているが、現状段階では下振れが抑制されている。2-3月には米国の関税警戒による駆け込み需要が下支えとなったが、循環状況を示す出荷と在庫の比較では、出荷減と在庫増が限られている。すでに米国の主要ハイテク株指数・フィラデルフィア半導体株指数(SOX)等は循環減速や関税打撃などを織り込む形で大幅な調整下落が進捗しており、年央以降にかけては「来年の世界的な業況修復」を見据えた株安余地の狭まりや底固めが注目されやすい。

鉱工業生産のハイテク、出荷減・在庫増は限定的

「世界全体における半導体前工程向け製造装置への投資額は、2025年が前年比+2%増と予想される。(2022年の+8%や2024年の+5%からは減速となるが)2026年は+18%の成長が見込まれる」、「この投資増は、データセンター拡張を支える高性能コンピュータ(HPC)やメモリ需要だけでなく、AI(人工知能)統合が進むエッジデバイスに求められる半導体が増加していることも背景にある」――。

SEMI(国際半導体製造装置材料協会)では今春に、このような予測レポートを取りまとめている。米トランプ政権による関税強化や、米中のハイテク戦争激化といったリスクは織り込まれていないとはいえ、今年の成長鈍化と来年の18%成長という予測は、世界的な循環面での「今年の減速を受けた来年の回復余地」に期待をつなぐものとなっている。

日本の経済産業省による鉱工業生産ではハイテクに関し、すでに循環的な生産改善のピーク通過が示唆されている。ハイテクに関係する電子部品・デバイス工業は季節調整済ベースでの生産指数(2020年=100)が、昨年9月の107.3、前年比では+14.8%が最高ピークとなる形で勢いが減速となってきた。

ちょうど米国の主要ハイテク株指数・フィラデルフィア半導体株指数(SOX)は、昨年7月を高値に上げ渋りへと移行。今年2月以降は循環ピークやAI関連のバブル過熱懸念のほか、米国の関税リスクなどもあって急落となっている。

一方ですでに価格調整による大幅下落が進捗してきた分だけ、今年の年央以降にかけては「来年の世界的な業況修復」を見据えた株安余地の狭まりや底固めが注目されそう。

最新3月の鉱工業生産によると、電子部品・デバイス工業の生産指数は今年2-3月に持ち直しとなっている。関税警戒の駆け込みといった特殊要因が影響しているが、一方で循環状況を示す出荷と在庫

の比較では「悪い出荷減と在庫増」が限られており、過度な下振れが抑制されている。

出荷の前年比は、3月に3カ月移動平均で0.0%の横這いとなった。在庫は同様の前年比が、-5.1%の減少と抑えられている。在庫の減少による在庫調整の進捗は、タイムラグを経てSOXなどのハイテク株にプラスとなりやすい。

前回、SOXが上昇局面から天井高値を付け、下落相場入りとなった際の高値ピークは2022年1月であったが、同じ統計ベースで在庫は+21.3%に積み上がりとなっていた。その前のSOX天井はコロナ危機前である2020年2月であったが、同月の出荷はコロナ打撃の前段階から-4.2%に減速となっている。

その他、過去のSOX高値形成時では、2018年3月が出荷-3.5%で在庫+14.3%、2015年6月が在庫+29.2%、2011年2月が在庫+59.6%などとなっている。各局面における在庫の増加は「需要改善と良い在庫の積み上げ」という側面もあったが、良い在庫増から、需要減退等による悪い在庫増に移行する端境期の前後でSOXは天井高値から下落局面入りとなってきた。

SOXは先進国株比で下振れ過熱、海運指数底入れ

その点、現状は3月時点で出荷0.0%、在庫は-5.1%と安定を保っている。少なくとも循環面ではSOXなどのハイテク関連株に関して、現状からの一段の下落リスクは抑制されやすい。

米株SOXは4月に大幅下落となり、「月間安値÷前年同月の月間高値」による前年比の成績が-32.6%の大幅マイナスとなっている。それに対して先進国の景気の先行指標でもあるMSCI先進国株指数(ドルベース)は、-8.2%の下落にとどまっている。結果、「SOX-MSCI先進国株指数」の前年比格差は、-24.4%というSOXの大幅下振れとなっている。

SOXの下落は米国での関税やAIバブルの過熱調整が影響しているとはいえ、米国のハイテク業況は先進国景気と一定の相関性を有している。その点で足元のSOX急落は下振れの行き過ぎ過熱が意識されるほか、当座の悪材料の消化進捗が示唆されている。

過去に同格差でのSOX下振れ拡大ケースとしては、2011年11月の-18.9%、2012年11月の-13.6%、リーマン・ショック前では2006年8月の-25.8%、2004年9月の-34.6%、2002年9月の-30.8%といったケースがあった。いずれもこうした下振れ過熱のピーク前後で、SOXは底入れとなるパターンが観測されている。

先進国株指数と同じように世界景気の先行指標で

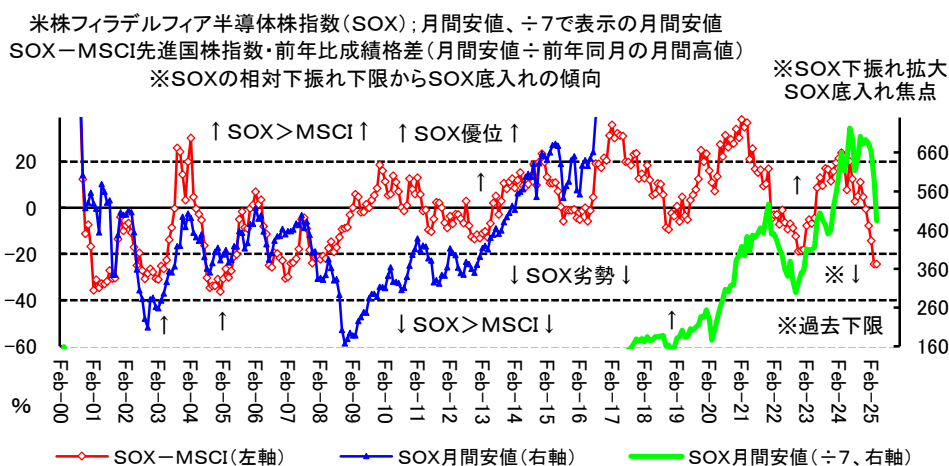
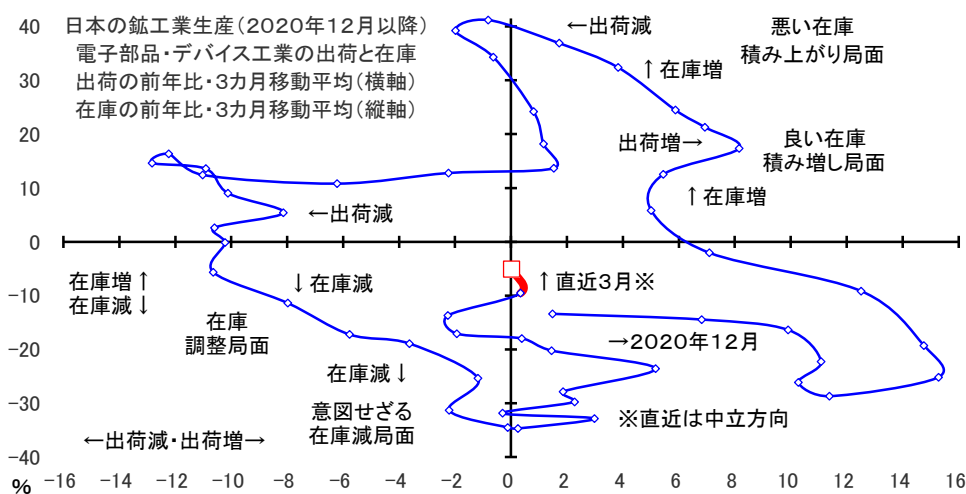
ある国際的な海運市況・バルチックドライ海運指数は、昨夏から下落となってきたが、1月を安値に下げ止まりとなっている。米関税影響による世界の貿易取引打撃などについて、一旦は先行で織り込みが進捗となってきた。

「月間安値÷前年同月の月間高値」による前年同月比では、昨年12月の-70.8%が最低ボトムとなる形で、今年4月は-35.3%とマイナス幅が縮小となっている。過去実績では世界景気敏感であるSOXと、一定の相関実績が見られている。

SOXの前年同月比は月末値ベースで3月から、2023年3月以来、2年ぶりとなる「前年比マイナス化」に転落してきた。一方で過去の長期実績として、SOXが前年比マイナス局面に移行したあとは、日柄・価格調整の進捗と悪材料の消化を経たあとの「株価底入れ」タイミングが投資テーマとなりやすい。

最近ではSOXが2022年4月から月末値ベースで、前年比マイナス基調に転落した。当時のSOX月間安値は翌月を1カ月目とすると、6カ月目となる2022年10月で底入れとなっている。それ以前における前年比マイナス転換月と底入れへの月数は、2018年10月のあとの2カ月目、2015年8月時が同月、2011年9月のあとの10カ月目、リーマン・ショック前後である2007年11月のあとの12カ月目、2006年7月時が同月、2004年8月のあとの1カ月目、ITバブル崩壊前後である2000年11月のあとの10カ月目(1番底)で、それぞれ底入れとなっている。

今回は3月から前年比マイナスとなっており、月間安値ベースでの底入れは最短で同月から2カ月目の4月で到達した可能性があるほか、最長で10-12カ月後にかけて、という日柄が注目されそうだ。

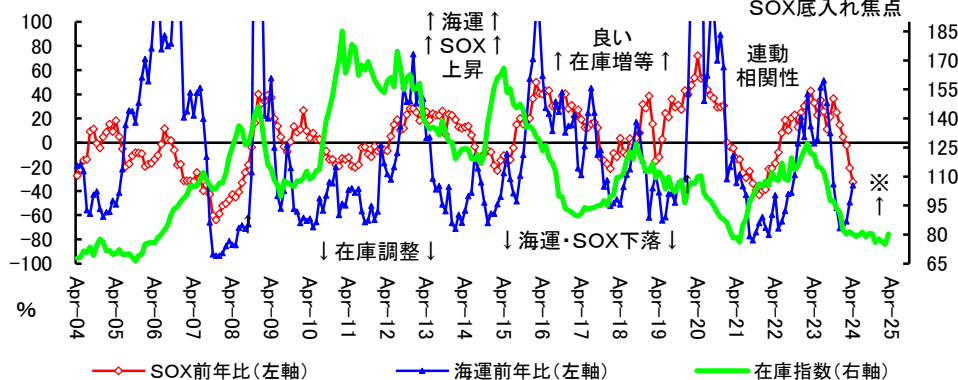


米株フィラデルフィア半導体株指数(SOX)とバルチックドライ海運指数

前年比騰落率(月間安値÷前年同月の月間高値、各1年運行)

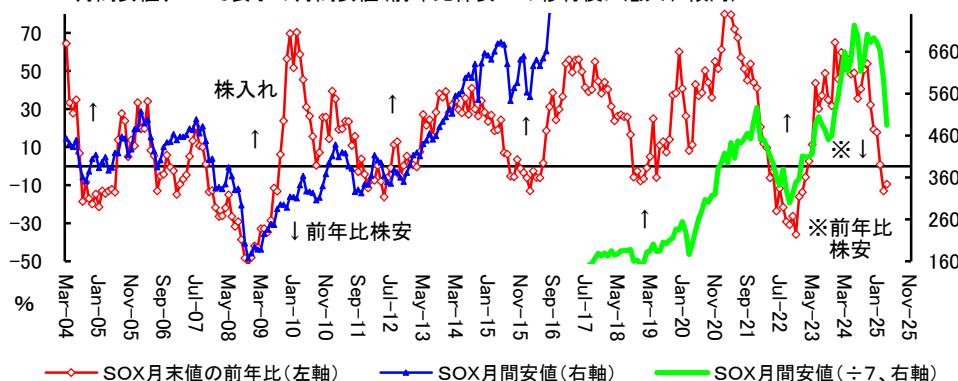
日本の鉱工業生産; 電子部品・デバイス工業の在庫指数(1年先行)

※在庫調整進捗
海運指数反発
SOX底入れ焦点



米フィラデルフィア半導体株指数(SOX): 月末値の前年同月比騰落率

月間安値、÷7で表示の月間安値(前年比株安への移行後に底入れ傾向)



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。