

経済の舞台裏

2025 年 1 月 31 日(金)

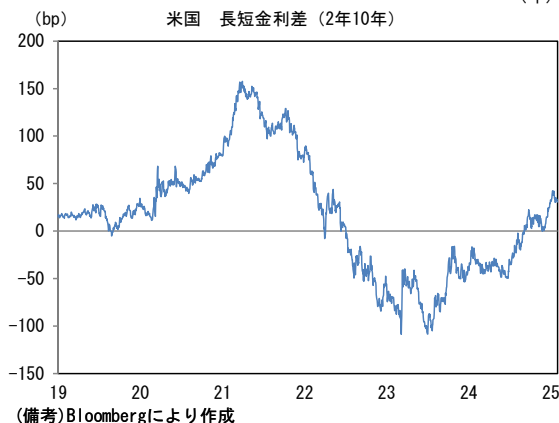
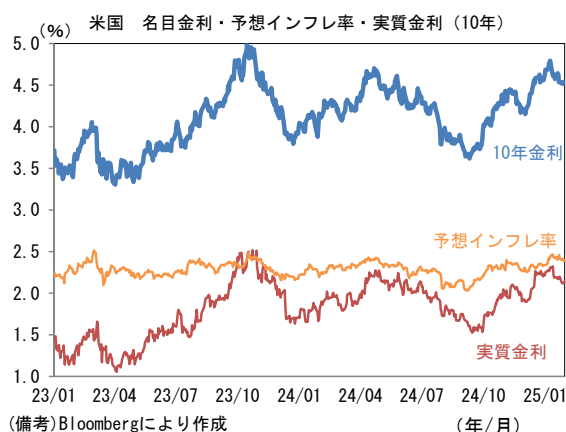
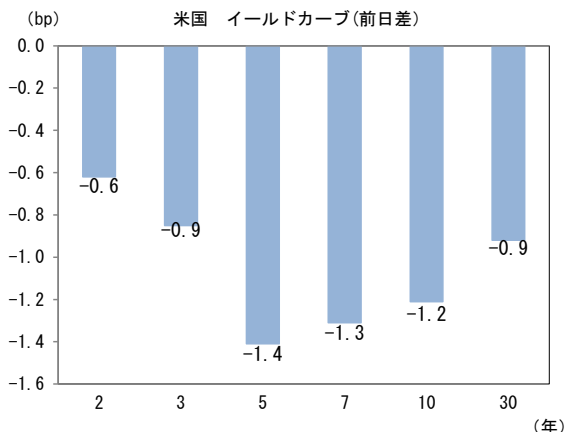
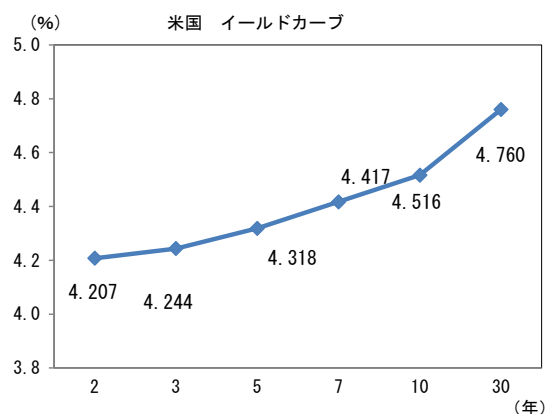
半導体と日本株は「楽観の中で成熟」 今後は雌伏の時期へ(24 年 12 月鉱工業生産)

第一生命経済研究所経済調査部
 藤代宏一(TEL: 050-5474-6123)

- ・日経平均株価は先行き 12 ヶ月 42,000 円程度で推移するだろう。
- ・USD/JPY は先行き 12 ヶ月 155 円程度で推移するだろう。
- ・日銀は半年に一度の利上げを続け、2026 年 1 月までに政策金利は 1.0% に到達しよう。
- ・FED は FF 金利を 25 年央までに 4.0% まで引き下げ、その後は様子見に転じるだろう。

< 金融市場 >

- ・前営業日の米国市場は、S&P500が+0.5%、NASDAQが+0.3%で引け。VIXは15.8へと低下。
- ・米金利はカーブ全般で金利低下。予想インフレ率(10年BEI)は2.388%(▲2.1bp)へと低下。実質金利は2.126%(+0.8bp)へと上昇。長短金利差(2年10年)は+30.7bpへとプラス幅縮小。
- ・為替はJPYが最強。USD/JPYは154前半へと低下。コモディティはWTI原油が72.7ドル(+0.1ドル)へと上昇。銅は9128.5ドル(+60.5ドル)へと上昇。金は2823.0ドル(+53.2ドル)へと上昇。

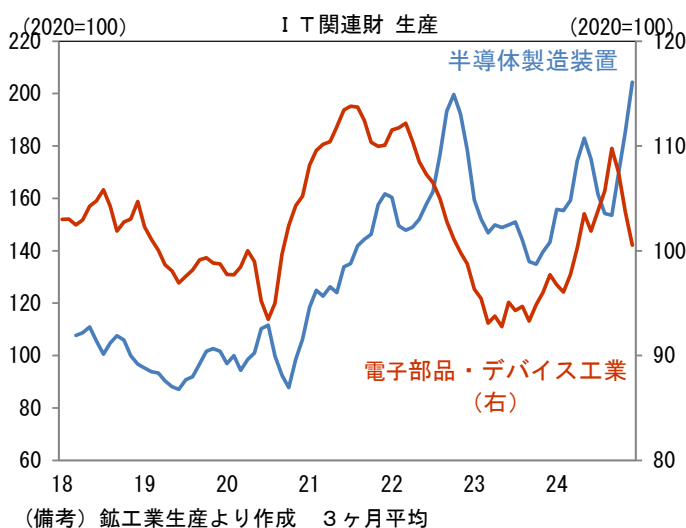


<注目点>

- 日本の**12月鉱工業生産**は前月比+0.3%と2ヶ月ぶりの増産。経産省予測値（同▲0.3%）と市場予想（同+0.2%）を上回った。自動車など9業種の生産が減少したものの、生産用機械、電子部品・デバイスなど5業種が増産となり、全体として上向いた。
- 鉱工業生産全体の方向感を決める自動車工業は、大手メーカーの工場稼働停止によって2024年1－3月期に垂直的落下を経験した後、大幅な振れを伴いつつも回復傾向にあったが、直近2ヶ月は回復が一服している。生産水準は、認証不正問題が発覚した2023年10-12月期をなお下回った状態にあるが、この間、需要側に大きな問題が発生していないことを踏まえれば、先行きは増産の余地があるだろう。鉱工業生産全体を押し上げる役割が期待される。



- 自動車と並ぶ重要産業である半導体関連については、電子部品・デバイス工業が前月比+2.1%と3ヶ月ぶりに増産も、全体として基調は下向き。なお熊本工場の生産分が反映されているかは判然としない。他方、生産用機械に分類される半導体製造装置は同▲0.5%となったが、3ヶ月平均値でみた基調は強い。ただし関連指標の機械受注統計（機種別集計の電子計算機等）に目を転じると、半導体製造装置の引き合いが緩んでいる可能性が示唆される。

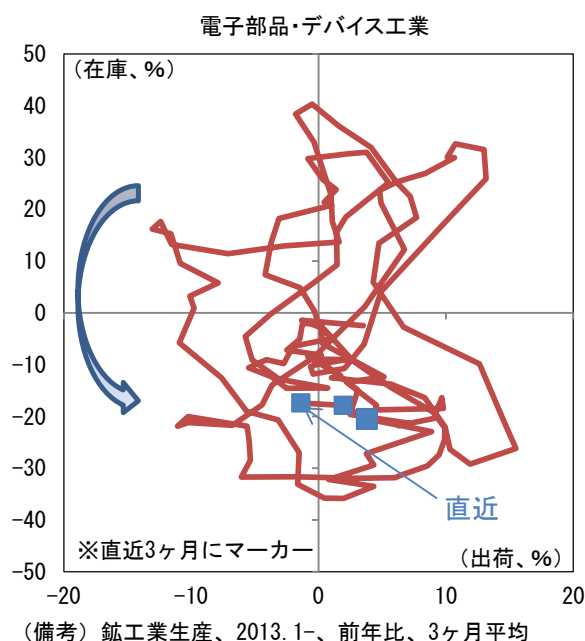
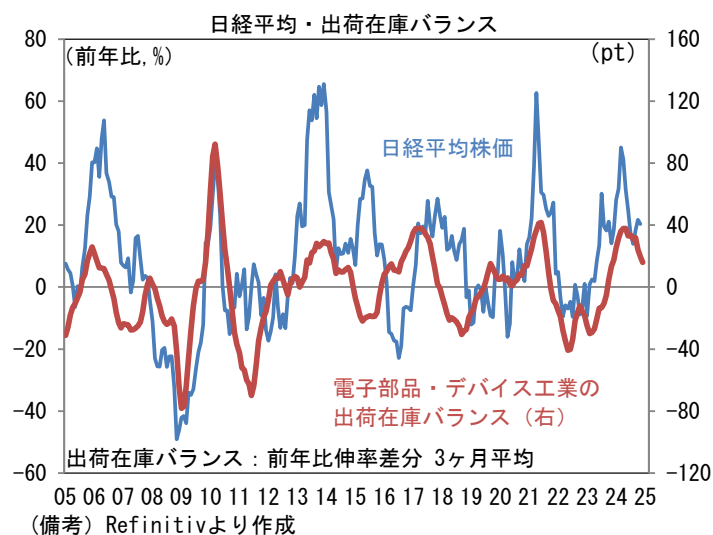
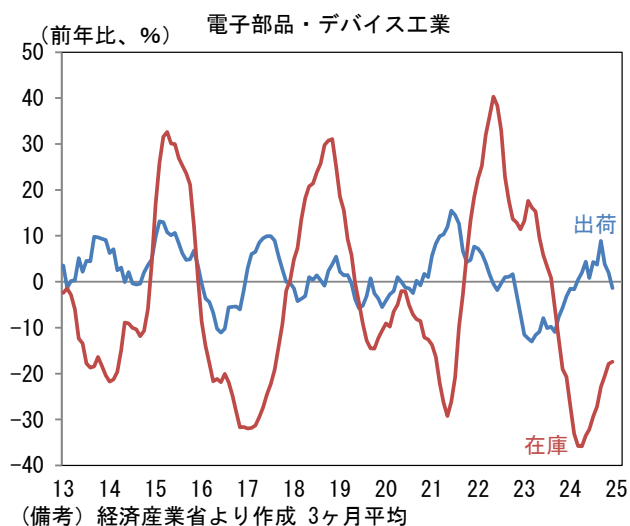


- ・1月初旬に実施された生産予測調査に基づけば、製造工業の生産計画は1月が前月比+1.0%、2月が同+1.2%と堅調。ただし経産省経済解析室が生産予測指数の上振れバイアスを補正した1月の予測値は同▲2.1%の減産となっており、仮にこの通りになれば12月の増産は帳消しになる。注目の輸送機械工業の生産計画は1月に同+7.8%、2月に同▲3.1%と慎重。自動車工業は、過去数年の世界的供給制約によって積み上がった潜在需要を背景に息の長い増産が期待できるものの、当面は品質確保を優先する動きから生産台数を抑制する状況が残存する模様。一方、北米市場では自動車ローン金利の高止まりにもかかわらず、自動車販売台数が増加基調にある。関税引き上げを睨んだ駆け込み需要が混入している可能性は否定できないが、当面は輸出の増加が期待できる。



- ・株式市場と関連の深い電子部品・デバイス工業の生産に目を向けると、上述のとおり12月の生産は前月比+2.1%となり、前年比では+4.3%へと伸び率縮小。生産計画は1月に前月比+3.9%となった後、2月は同+1.5%と増産の計画。電子部品・デバイス工業の出荷と在庫に注目すると、12月は出荷が前年比▲1.4%とマイナス圏に押し戻され、在庫は同▲13.8%へとマイナス幅が拡大したこと、出荷・在庫バランス（両者の前年比差分から算出）は+12.5ptへと低下した。3ヶ月平均でも+16.0ptと下向きの曲線を描きつつある。ここで長期的に電子部品・デバイス工業の出荷・在庫バランスと、日経平均株価が連動性を有してきたことを再確認したい。株価指数において半導体を直接手掛ける企業の存在感は必ずしも大きくはないが、半導体製造装置や化学品など「広義半導体」で見ればその存在感は大きく、結果的に日本株全体のうねりを作り出す構図があると筆者は理解している。
- ・先行きの出荷・在庫バランスを見極めるために在庫循環図の位置取りを確認すると、現在は右下領域（在庫減・出荷増）から左下領域（在庫減・出荷減少）へと逆走している。過去の経験則に従えば、今後は出荷増に対応するための在庫積み増しによって右上領域（在庫増・出荷増）に向けて「北上」と予想されるが、AI向け半導体以外の持ち直しが緩慢であることから、その速度は緩やかなものになる可能性がある。その場合、出荷・在庫バランスは緩やかな低下基調を辿るとみられる。株式市場との関連で言えば、出荷・在庫バランスが上向きに転じている局面は、半導体市況に反転の兆しが見えてきた頃に概ね一致し、関連企業の業績下振れリスクが後退することで、株価は大きく上昇する。まさに相場格言で言うところの「強気相場は悲観の中で生

まれ、懷疑の中で育つ」状況と言える。それに対して出荷・在庫バランスがプラス領域で下り坂に転じつつある現在の状況は「（強気相場は）楽観の中で成熟し」に近いものがある。ここから出荷・在庫バランスが更に伸びを高める可能性は低いと判断せざるを得ないが、株価は緩やかながらも伸びを保ち、上値を切り上げると予想される。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

