

# 経済の舞台裏

2026年2月27日(金)

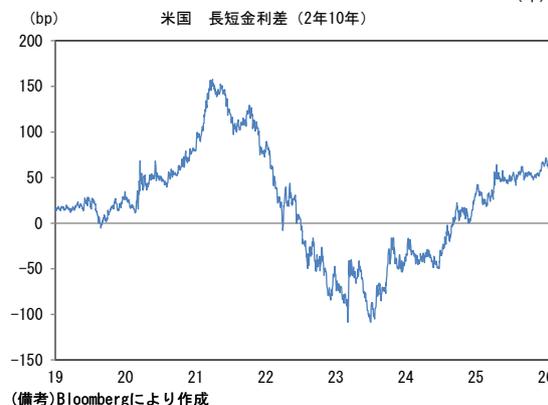
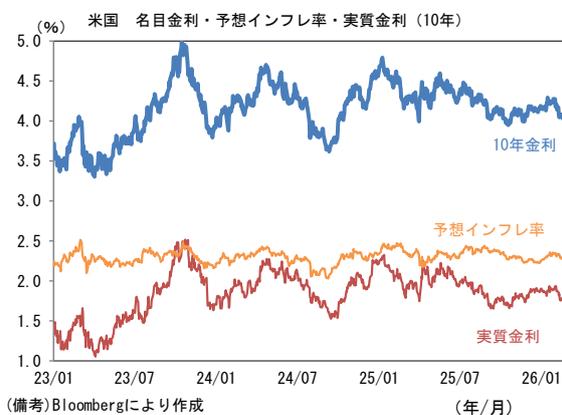
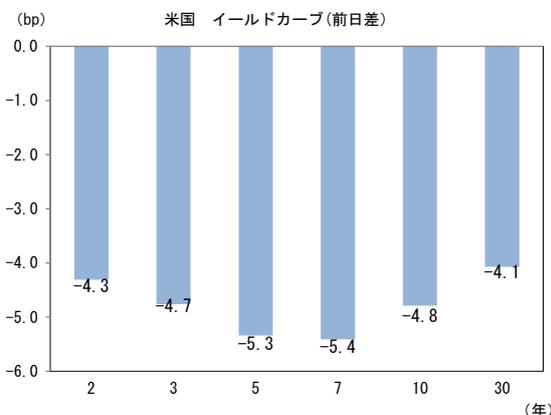
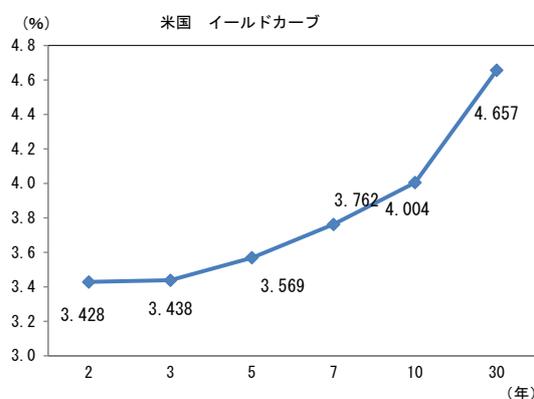
## 半導体需給は引き締めまり株価上昇を正当化(26年1月鉱工業生産)

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57,000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
- ・日銀は利上げを続け、政策金利は26年7月に1.0%、27年7月に1.5%超となろう
- ・FEDはFF金利を26年6月に3.5%まで引き下げた後、様子見に転じるだろう

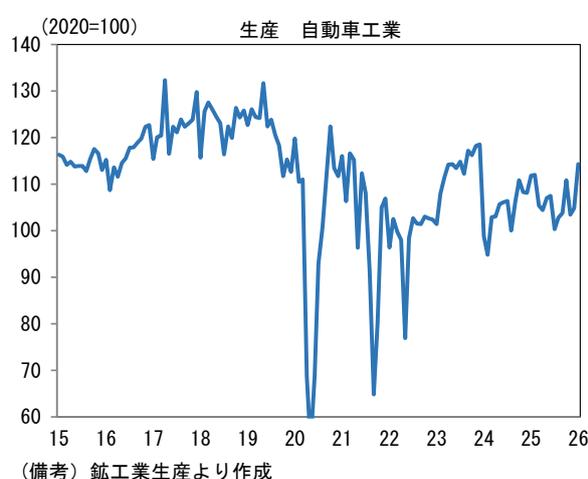
### <金融市場>

- ・前営業日の米国市場は、S&P500が▲0.5%、NASDAQが▲1.2%で引け。VIXは18.6へと上昇。
- ・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2.285%(▲0.5bp)へと低下。実質金利は1.717%(▲4.4bp)へと低下。長短金利差(2年10年)は+57.0bpへとプラス幅縮小。
- ・為替(G10通貨)はJPYが堅調。USD/JPYは156前半で推移。WTI原油は65.2ドル(▲0.2ドル)へ低下。銅は13304.5ドル(▲18.0ドル)へ低下。金は5194.2ドル(▲12.2ドル)へ低下。



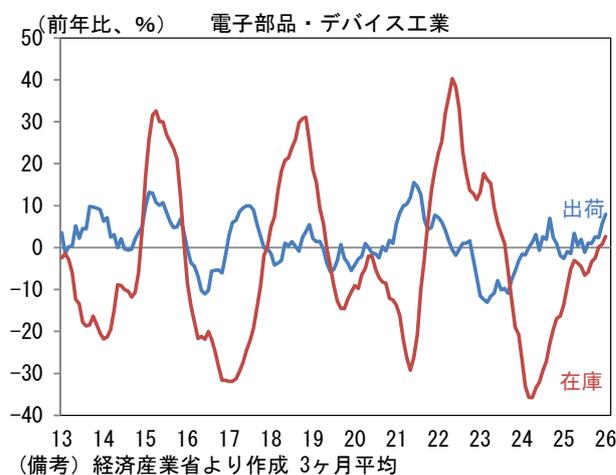
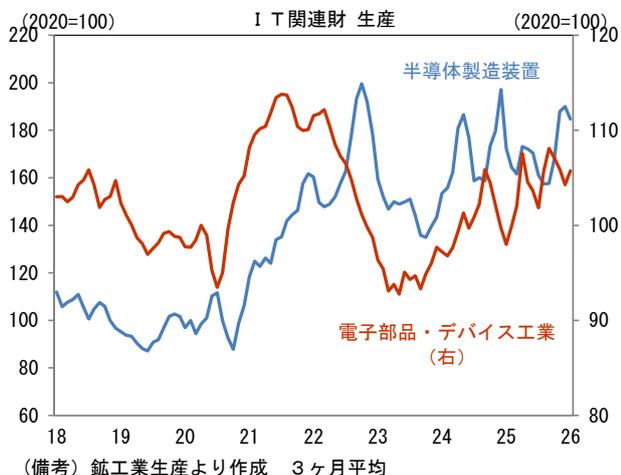
### <注目点・経済指標等>

- ・筆者が日本経済と株式市場の行方を読む上で定点観測している日本の**鉱工業生産**は2026年1月に前月比+2.2%となった。単月の伸びとしては強いものの、市場予想（同+5.5%）を遥かに下回っており、経産省の予測補正值（同+7.2%）との比較でも失望的な結果であった。増産は、自動車工業やプラスチック製品工業など13業種。減産は生産用機械工業、パルプ・紙・紙加工品工業の2業種であった。
- ・2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2月に前月比▲0.5%となった後、3月は同▲2.6%と減産が見込まれている。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予測値でみると、2月の生産は同▲1.9%と減産に転じる見込みであり、生産の基調は足踏み状態となる見込み。生産活動全体の方向感を決める輸送用機械工業は2月に同▲0.6%となった後、3月は同▲4.2%の減産見込みであり、基調的な強さは感じられない。

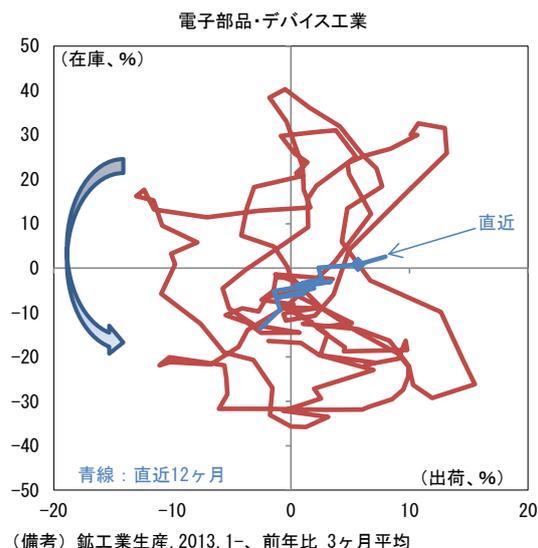
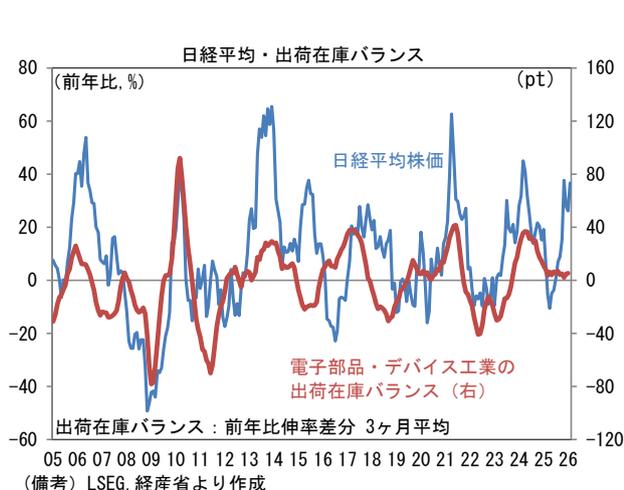


- ・ちなみに鉱工業生産指数は生産の「数量」に重きを置いて生産高を計測する統計であり、「付加価値」を直接捕捉する性格のものではない。例えば、高付加価値を狙った品質向上によって生産数量（あるいは重量）が減少する場合、鉱工業生産統計はそれを減産と見做し、付加価値を過小評価してしまうこともある。したがって、鉱工業生産統計が示すほど日本経済（製造業）の付加価値創出力が停滞していない可能性を念頭に置く必要がある。事実、過去数年は付加価値の合計である実質GDPと鉱工業生産指数の水準・方向感の乖離が大きくなっている。
- ・株式市場における重要度が高い半導体関連については、電子部品・デバイス工業が前月比+1.8%の増産となった。ICの増産は一服感がみられる一方で、コンデンサや電子回路基板などで増産の動きがみられる。この間、生産用機械に分類される半導体製造装置は12月に同▲14.4%の減産となった後、1月も同▲12.7%となり、3ヶ月平均値でも同▲2.8%と減少に転じた。もっとも、個別企業の業績予想などから判断すれば、先行きは持ち直しが期待できる。

- 電子部品・デバイス工業の動向を仔細にみると、1月は出荷が前年比+15.0%と2ヶ月連続で2桁増となる一方、在庫は同+0.3%に留まったことから、出荷・在庫バランス（両者の前年比差分から算出）は+14.8ptへと上昇した。3ヶ月平均でも+5.4ptとプラス幅を拡大しており、製品需給の安定化が示唆されている。



- 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事実を再確認したい。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ものの、半導体製造装置、電子部品、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、直近12ヶ月は、中心点付近で渦を描いてきたが、最近では右方向への動きが明確化している。過去の経験則に従えば、今後は右上領域（在庫増・出荷増）に向けて力強く歩み出すと予想される。こうした動きは半導体関連銘柄が主導してきた現在の株価上昇を正当化する。



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。