

## 生産循環と株価調整

発表日：6月1日(木)

### ～電子部品デバイスの在庫調整圧力と対日株式投資～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

電子部品デバイスの在庫循環をみると、夏場以降、調整局面に入る可能性がある。今回のハイテク循環の拡大期は、専ら台湾向け輸出に支えられてきただけに、過去よりもごく短く、盛り上がりには欠ける状況で終わることになる。過去、ハイテク循環の変化のタイミングで対日株式投資も手控えられているので、日本の株価は海外マネーのサポートが受けにくくなるかもしれない。

#### 電子部品デバイスの在庫調整の可能性

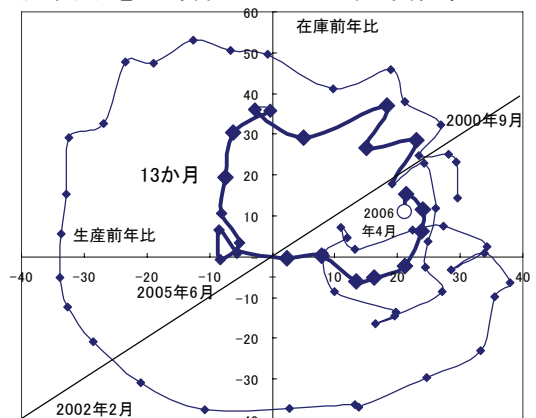
5月30日に発表された4月の経済産業省「鉱工業生産」では、電子部品デバイスの在庫調整方向の動きには歯止めがかかる格好になっていた。このデータは、すぐに在庫調整局面入りするという見方を後退させている。ここには以前、3月の鉱工業生産が発表されたときに、ハイテク生産の在庫循環図上で、あと少しで45度線を横切るかと思わせ、多くの人にハイテク生産の調整局面入りのタイミングが間近ではないかと心配させた経緯がある(図表1)。

今、先行きの弱気と強気のどちらが正しいかは見極めがつきにくい。筆者はトレンドとして、電子部品デバイスの在庫調整が遠くないと予想している。過去の流れを踏まえて、2006年7～9月以降には、在庫の伸び率が生産を上回り、在庫調整する可能性が高いと考えている。

過去の局面を振り返ると、今次、ハイテク循環の拡大局面は2005年8月に始まってから、まだ9か月しか経っていない。過去の在庫循環局面と比較すると、2002年初からの拡大期は27か月、1999・2000年のITバブル期は18か月、1996・1997年は16か月と少なくとも1年間は続いている。仮に、このまま2006年7～9月のどこかの時点で在庫調整入りをするならば、拡大期間はごく短く、

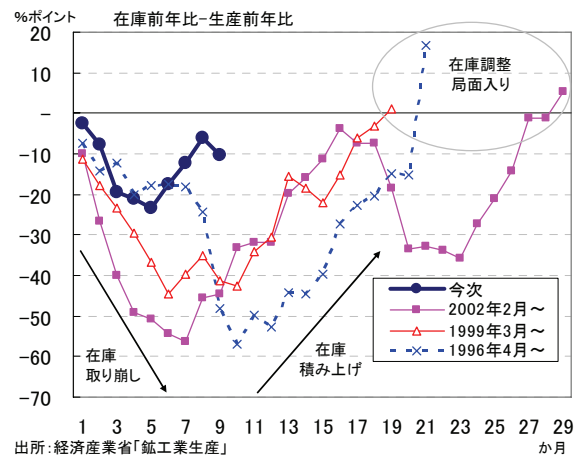
そして類をみないほど盛り上がりや欠いたものになる(図表2、3)。

(図表1) 電子部品デバイスの在庫循環



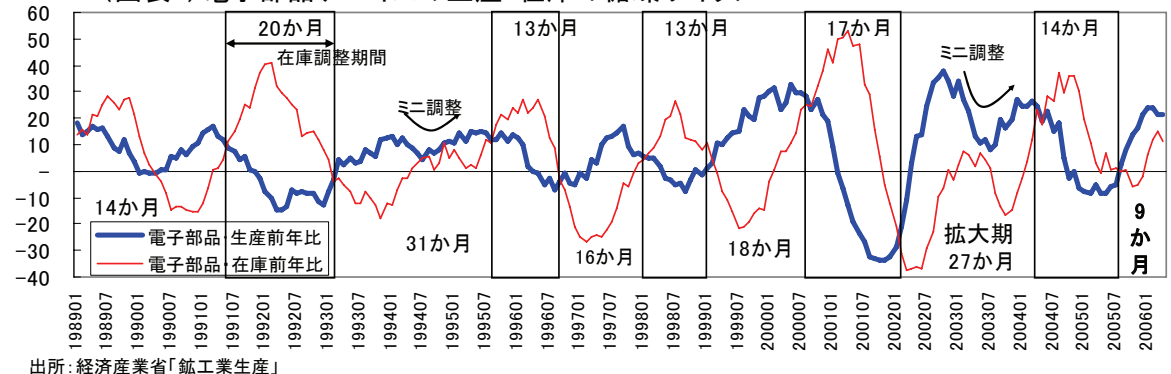
出所：経済産業省「鉱工業生産」

(図表2) ハイテク循環の局面比較



出所：経済産業省「鉱工業生産」

(図表3) 電子部品デバイスの生産・在庫の循環サイクル

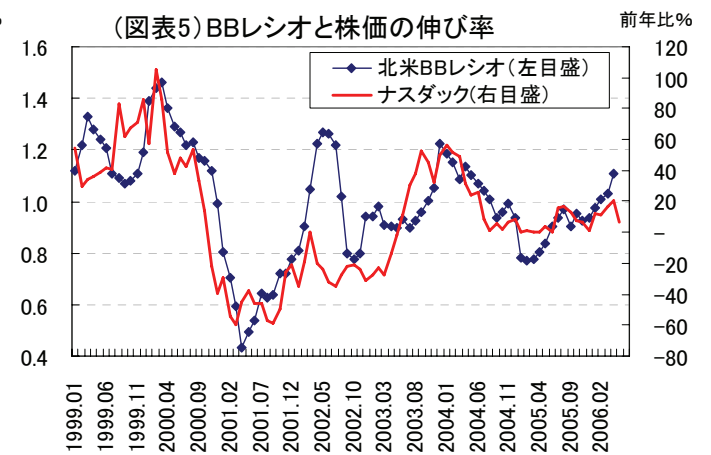
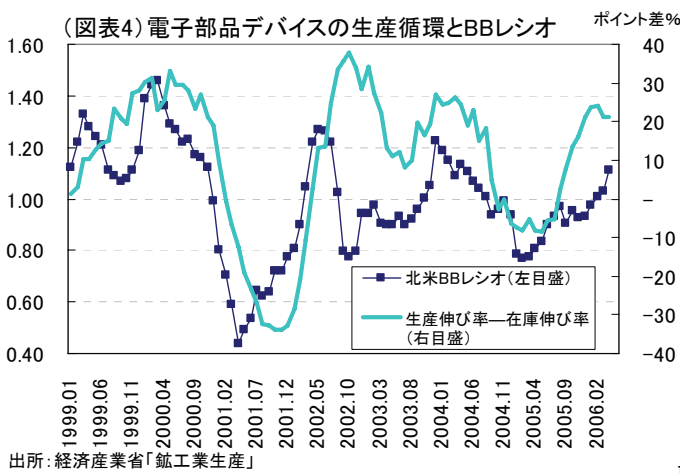


出所：経済産業省「鉱工業生産」

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経済調査部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。

ハイテク循環の先行きについては、弱いデータと強いデータの両方がみられる。弱いデータは、前述の在庫循環のトレンドが在庫調整方向に向かっていること以外に、電子部品デバイスの生産予測指数の予測修正率（翌々月見通し/翌月見通し）のマイナス幅が大きいことである。もともと電子部品デバイスの生産予測指数は高めであるが、調整色が濃くなると、この予測修正率のマイナス幅が大きくなる（4月予測修正率は $\Delta 4.4\%$ で2004年11月以来のマイナス幅）。予測修正率のデータは単月の振れが大きいことも確かであるが、トレンドは生産・在庫バランスの変化と概ね一致していて、今の流れはマイナス方向であろう。

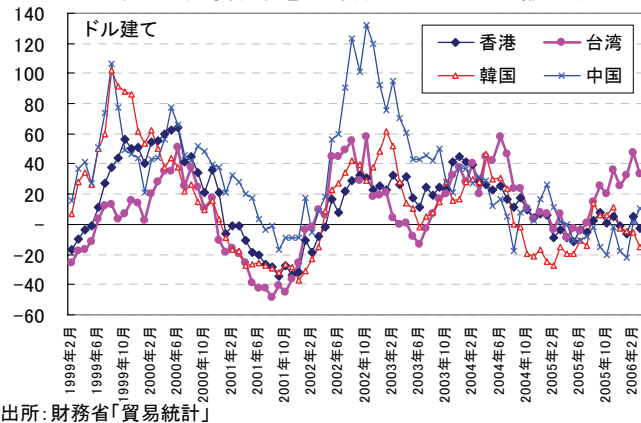
一方、先行きを見通すデータには強気を支えるものもある。北米BBレシオが2006年4月には上昇傾向を強めている点だ。BBレシオは先行きもっている指標であり、在庫循環を示す生産・在庫バランスの変化と概ね一致している（図表4）。BBレシオは米国株価の山谷とも一致してきた関係もみられる（図表5）。ポジティブなシナリオとしては、依然としてハイテク需要の腰が強く、生産統計の方が上方トレンドの中で一時的な踊り場を迎えているという見方もできる。その場合、2002・2003年のように底の再び拡大局面にスイッチして、逆に息の長い拡大局面になる可能性も残されていると考えられる。この見極めは、今後の焦点である。



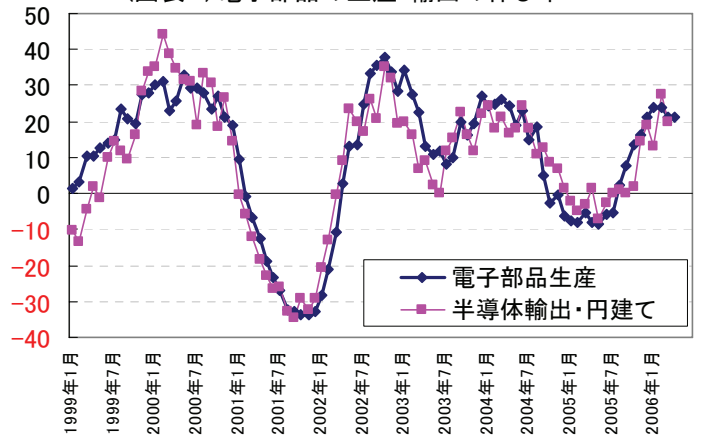
### アジア向け輸出の中で台湾向けだけが大きく伸びる

ところで、今回のハイテク循環の拡大がなぜ弱かったのだろうか。これまでの国内の電子部品デバイスの生産は、輸出と非常に密接な関係があった（図表6）。これは、国内生産がアジアに展開する生産拠点との間でグループ内貿易をしていることがある。そこで、アジア向けの半導体等電子部品の輸出動向を各国別にみてもと、

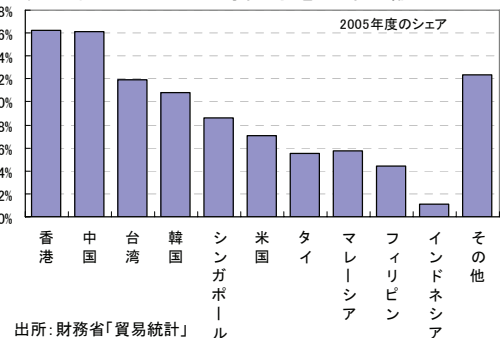
(図表7) 半導体等電子部品のアジア向け輸出動向



(図表6) 電子部品の生産・輸出の伸び率



(図表8) 国別にみた半導体等電子部品輸出



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経済調査部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。見通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。

専ら台湾向けが牽引役であり、韓国・香港・タイなどは低調なままであったという背景がある（図表7）。電子部品の台湾輸出のウエイトは1割足らずなので、全体への牽引力も限定的だったという見方ができる（図表8）。

なお、台湾のハイテク産業は、中国に現地工場を幅広く展開し、パソコン・携帯電話の部品供給を増やしているという特徴がある。これまで日系メーカーもグループ内取引以外でも受注を活発化させてきたのであろう。もっとも、台湾の統計には、これまで極めて高い伸びをみせてきたIT通信装置の輸出受注が減速感を鮮明にする動きがある（当研究所「アジア経済マンスリー（2006年5月）」（島田副主任エコノミスト）に詳しい）。輸出受注の伸び率は出荷の先行指標になっているので、台湾からの輸出拡大がピークアウトするという見方もできる。今後、台湾向けの牽引力が弱まると、日本のハイテク生産も弱くなるリスクがある。

### 株価動向とハイテク調整

最近の株価下落については、前述のようなハイテク循環とも関連がある。目下の株価調整は、単に世界的な金融引き締めの影響だけでなく、実体面で世界経済の悪化を先取りしているのではないかという見方である。

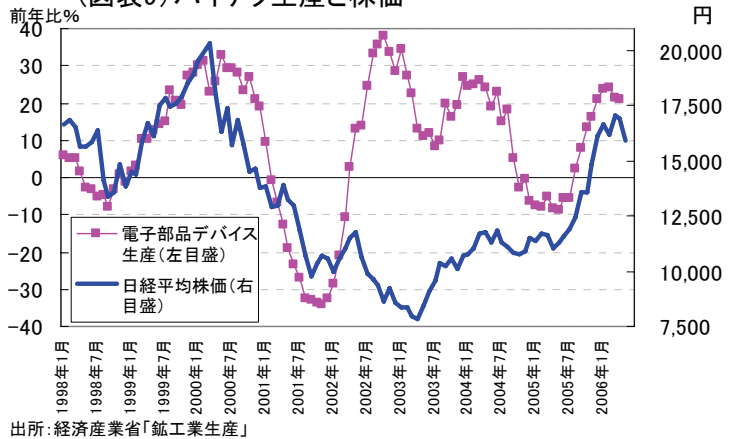
筆者は、景気全体と株価について明確な関係を見出すまでには至っていないが、分野をハイテク生産と株価変動に限って考えるとそうした議論は成り立つと考える。

注：電子部品デバイスの在庫調整は夏場以降に予想されるが、それが生産全体に波及するとは言い切れない。過去、ハイテク循環とそれ以外の循環は概ね一致していたが、最近は循環の位相がずれている。今は過去の経験則とは異なる生産循環であることに留意しなくてはならない。

過去の電子部品デバイスと株価のチャートを並べると、両者の密接な関係をもっていた時期があることが確認できる（図表9）。例えば、2000年のITバブルの崩壊は、電子部品デバイスの生産・在庫の関係が在庫調整入りする5か月前のタイミングで始まっており、その時点で在庫調整の可能性のある程度予想されていた。今も同じように、足元の電子部品デバイスの生産動向には在庫調整入りのシグナルが点滅しており、2000年のときに似ているとも言える。当時のイベントを思い出しても、2000年のシドニー五輪が開催された9月はちょうど電子部品デバイスが在庫調整局面入りしたタイミングと一致する。今は6月のワールドカップを控えているので、この点は不気味だ。

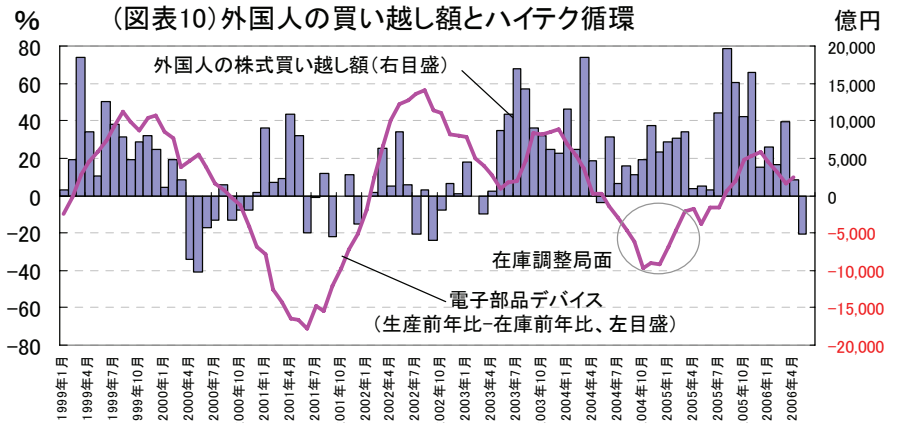
ハイテク生産と株価の関係については、電子部品デバイスの生産・在庫のバランスが、海外投資家の対日株式投資との間で関係がみられることが、両者を連動させていると考えられる（図表10）。電子部品デバイスが在庫調整に向かう流れになると、同時に対日株式投資のペースが落ちるという関係である。今後しばらくして電子部品デバイスの調整がこれから本格化するならば、そこで対日株式投資の減少は長引くかもしれない。筆者は、今後のハイテク循環は、前の山が低かった分、谷も低いので、調整局面は短期間で終了し、対日株式投資の再開も期待できると考える。

（図表9）ハイテク生産と株価



出所：経済産業省「鉱工業生産」

（図表10）外国人の買い越し額とハイテク循環



出所：東京証券取引所「投資部門別売買動向」、経済産業省「鉱工業生産」

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経済調査部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。