

【CP&X Monthly Report】

| Title |

勢い度分析による産業景気と株価のサイクル

・

| vol |

2023年12月号

CP&X Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

12/5/2023

Ver : 20231205-1

CP&X

CP&X Investment Research

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

勢い度分析は鉱工業統計に採用される製品の出荷と在庫の循環を前年同月比でみることにより、関連セクター・企業の収益、関連市況のモメンタムの動向を分析するものです。これに合わせて株価の位置を相対的に割高か割安かも比較することでセクターアロケーション、更には銘柄ピックアップの一助となることを目標としています。

<8セクターの勢い度>

2セクターが上昇、4セクターが下落に

勢い度分析 23年12月号でのセクター別の勢い度（鉱工業23年10月速報をベースに算出）は、全8セクターの中で前月比上昇したのは非鉄金属と窯業・土石の2セクターであるが、繊維、電機・精密の2セクターが同横ばいとなり、紙パルプ、鉄鋼、化学、機械・輸送用機器が前月比下落となった。窯業・土石のセクター勢い度が前月比5割上昇の50.0と22ヵ月ぶりに50割超となった。この結果、勢い度が50超となるセクターが3と前月から1セクター増加し、産業景気の回復感を高める格好にある。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

〈セクター勢い度と産業景気の勢い度の推移〉

	繊維	紙パルプ	化学	鉄鋼	非鉄金属	窯業・土石	機械・輸送 機器	電機・精密	産業景気
Jan-21	42.9	70.0	46.9	68.8	69.6	35.0	47.8	65.9	446.8
Feb-21	35.7	60.0	67.3	62.5	69.6	40.0	39.1	53.7	427.9
Mar-21	35.7	60.0	89.8	68.8	73.9	65.0	60.9	53.7	507.7
Apr-21	50.0	80.0	85.7	75.0	78.3	80.0	82.6	68.3	599.9
May-21	71.4	80.0	91.8	75.0	91.3	80.0	87.0	85.4	661.9
Jun-21	78.6	80.0	87.8	87.5	78.3	80.0	73.9	68.3	634.3
Jul-21	64.3	60.0	75.5	68.8	65.2	70.0	73.9	61.0	538.7
Aug-21	64.3	70.0	73.5	50.0	73.9	55.0	73.9	58.5	519.1
Sep-21	57.1	40.0	67.3	37.5	52.2	70.0	43.5	31.7	399.3
Oct-21	50.0	30.0	32.7	25.0	52.2	60.0	43.5	29.3	322.6
Nov-21	64.3	60.0	55.1	18.1	56.5	65.0	47.8	46.3	413.8
Dec-21	35.7	30.0	51.0	12.5	34.8	50.0	47.8	43.9	305.7
Jan-22	57.1	50.0	32.7	18.8	47.8	45.0	47.8	31.7	330.9
Feb-22	42.9	50.0	22.4	18.8	39.1	35.0	39.1	29.3	276.6
Mar-22	35.7	40.0	14.3	25.0	8.7	35.0	8.7	26.8	216.0
Apr-22	28.6	50.0	16.3	18.8	17.4	30.0	52.2	29.3	242.5
May-22	42.9	30.0	30.6	31.3	21.7	30.0	30.4	19.5	236.4
Jun-22	35.7	60.0	22.4	18.8	21.7	20.0	39.1	29.3	247.1
Jul-22	28.6	60.0	26.5	25.0	17.4	10.0	39.1	34.1	240.8
Aug-22	57.1	70.0	34.7	31.3	21.7	30.0	34.8	39.0	318.6
Sep-22	42.9	70.0	38.8	18.8	34.8	20.0	60.9	48.8	334.8
Oct-22	35.7	50.0	24.5	43.8	21.7	20.0	56.5	26.8	279.0
Nov-22	50.0	70.0	18.4	37.5	13.0	25.0	43.7	24.4	281.8
Dec-22	42.9	50.0	14.3	37.5	17.4	20.0	43.5	26.8	252.3
Jan-23	35.7	40.0	18.4	43.8	26.1	15.0	47.8	19.5	246.3
Feb-23	50.0	30.0	28.6	50.0	17.4	25.0	52.2	22.0	275.1
Mar-23	42.9	20.0	34.7	56.3	26.1	35.0	47.8	36.6	299.3
Apr-23	28.6	20.0	22.4	68.8	26.1	20.0	26.1	22.0	233.9
May-23	28.6	40.0	38.8	75.0	34.8	30.0	39.1	39.0	325.3
Jun-23	38.5	10.0	38.8	50.0	30.4	25.0	39.1	29.3	261.1
Jul-23	30.8	0.0	26.5	75.0	26.1	21.7	39.1	26.8	259.3
Aug-23	23.1	10.0	34.7	50.0	30.4	45.0	26.1	39.0	258.3
Sep-23	38.5	20.0	55.1	75.0	30.4	45.0	39.1	43.9	347.0
Oct-23	38.5	10.0	51.0	68.8	43.5	50.0	34.8	43.9	340.4

〈産業景気の勢い度〉

前月比微減、先行きは産業機械、化学、非鉄金属が相対的に強気の見方

8セクターの勢い度を単純合算した産業景気の勢い度は340.4と前月比6.6ポイントの下落となった。産業景気の勢い度は前月に23年5月統計以来4ヵ月ぶりの300ポイント乗せとなり、当月は前月比下落となるも2ヵ月連続で300ポイントを維持している。産業景気の勢い度は23年2月統計、3月統計での底打ちから持ち直し基調にあるも、緩やかな回復パターンであったが、9月、10月統計では産業景気の勢い度は回復基調を高める方向にあると言える。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

鋳工業出荷・在庫指数は原指数、前年同月比では1.0%増、1.2%増となった。在庫指数は26ヵ月連続の増加となるも、出荷指数は4ヵ月ぶりにプラスとなった。輸送用機器、情報通信機器、プラスチックの3セクターが出荷指数のプラスに貢献している。出荷・在庫循環では調整局面内にとどまるも象限Ⅶから象限Ⅴに戻る格好での改善となった。なお、生産指数では電子部品・デバイスとプラスチックが前年同月比プラスに転換した。

製造工業生産予測指数から今後の動向をみると、10月の予測指数の実現率が▲2.9%と9月の▲1.0%に対し、予想値からマイナスの乖離が拡大した。予想を上回ったセクターは無いが、情報通信機器、輸送用機器、紙パルプが実現率の悪化の主因となっている。

今後の生産予測指数は11月が前月比▲0.3%となるも、12月が同+3.2%と堅調な見通しにある。産業機械、化学、非鉄金属が相対的に強気の見方にある。

<ポジティブ製品>

プラスチック製品、光ファイバ製品が好転

出荷・在庫サイクルで好循環の象限に移った良化製品を挙げると、染色整理、不織布、アンモニア、ブタジエン、ウレタンフォーム、水系合成樹脂塗料、プラスチック製フィルム・シート、プラスチック製パイプ、発泡プラスチック製品、工業用ゴム製品、特殊鋼冷間仕上げ鋼材、電気銅、アルミニウム板製品、アルミはく、光ファイバ製品、電気用陶磁器、不定型耐火物、乗用車用エアコン、電動工具、カーナビゲーション、アルカリ畜電池、カメラ用交換レンズなどとなる。

そうした中で、生産・出荷が前年比増加（7.5%超）となった製品をピックアップするとウレタンフォーム、ポリビニルアルコール、仕上げ用化粧品、プラスチック製機械器具部品、鋼半製品、普通鋼大中小型形鋼、輸送機器用電線、光ファイバ製品、ダイカスト、アルミ鋳物、ばね、安全ガラス、無アルカリガラス基板、ファインセラミックス（圧電機能素子）、建築用クレーン、印刷機械、化学機械、機械プレス、カメラ用交換レンズ、固定コンデンサ、水晶振動子、電子回路実装基板、セパレートエアコン、自動車用照明器具、半導体・IC計測器、レーダ装置、デスクトップPC、軽乗用車、普通乗用車、航空機用機体部品、航空機用発動機部品などが挙げられる。

<ネガティブ製品>

炭素繊維、伸銅製品、炭素製電極、超硬チップなどが調整継続に

出荷・在庫サイクルで調整循環に後退した製品は、合繊短繊維織物、織物製外衣、乳幼児用紙おむつ、純ベンゼン、プロピレン、フェノール、エチレングリコール、二塩化エチレン、合成アセトン、アクリロニトリル、ポリカーボネート、ポリエチレン、合成洗剤、普通鋼熱間鋼管、特殊鋼熱間鋼管、電気金、気泡コンクリート製品、炭素製電極、軽乗用車、二輪車、カーオーディオ、中小型液晶素子、工業用計重機、精密測定器、電子応用玩具などが挙げられる。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

そうした中で、生産・出荷が前年同月比10%超の減少となった製品を挙げると、再生・半合成繊維、合繊長繊維、炭素繊維、新聞紙、非塗工印刷用紙、塗工印刷用紙、か性ソーダ、合成アセトン、アクリロニトリル、酢酸ビニルモノマー、フェノール、ビスフェノールA、エポキシ樹脂、ポリカーボネート、複合肥料、鋼矢板、H形鋼、中形棒鋼、特殊鋼磨帯鋼、普通鋼熱間鋼管、伸銅製品、ファインセラミックス（パッケージ）、合成洗剤、触媒担体・セラミックフィルタ、炭素製電極、ガス湯沸器、ガス給湯暖房機・風呂がま、超硬チップ、FPD製造装置、特殊鋼切削工具、コンベヤ、精密測定器、ロジック半導体、メモリー半導体、混成IC、トランジスタ、大型液晶素子、コネクタ、電子回路基板、プログラマブルコントローラ、冷蔵庫、洗濯機、掃除機、自然冷媒ヒートポンプ式給湯器、リチウムイオン蓄電池、フォークリフトトラック、ムーブメントなどとなる。

<勢い度のサイクルと株価>

勢い度分析からも強気相場を支持

これまで低迷してきた生産・出荷については、前年の水準が低かったこともあり、一部の製品で前年同月比プラスとなる製品が出始めている。10月の生産・出荷がプラス転換（前年同月比）した製品にはブタジエン、フェノール樹脂、ポリスチレン、ポリプロピレン、合成ゴム、プラスチック製パイプ、プラスチック発泡製品、自動車用タイヤ、光ファイバ製品などが挙げられる。また、在庫調整が進展し、出荷・在庫循環の象限Ⅰに入った製品には染色整理、不織布、プラスチック製フィルム・シート、特殊鋼熱間圧延鋼材、アルミ板製品、アルミはく、電動工具などがあり、川上の製品から川中の中間加工製品の改善の動きに入っており、これまでの低迷の要因であった中国関連需要に底打ち感が出始め、流通在庫の調整も進展した表れとも推察できるポジティブな動きにある。

半導体・電子部品の改善にも進展がみられる。固定コンデンサの生産、ファインセラミックス（圧電機能素子）の出荷が3ヵ月連続で前年同月比プラスとなり、水晶振動子の出荷も2ヵ月連続で前年同月比プラスとなった。

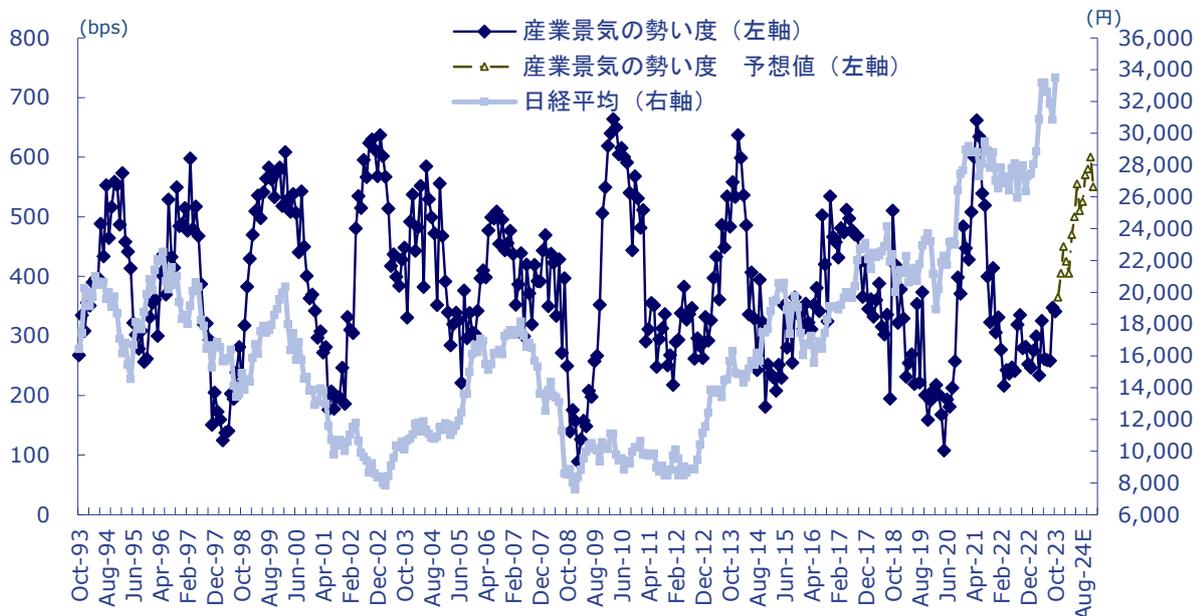
在庫調整にある半導体についても、9月の世界の半導体出荷販売額（SIA、米国半導体工業会）が前年同月比4.5%減となるも、前月比では7ヵ月連続で増加となり、着実に24年の回復に向けての動きにある。10月の台湾TSMCの売上も前年同月比15.7%増と8ヵ月ぶりの増加に転じている。またWSTS（World Semiconductor Trade Statistics、世界半導体市場統計）では23年の世界の半導体出荷金額を前年比9.4%減と6月の予想から0.9%上方修正し、24年の出荷金額見通しも13.1%増と前回見通しから1.5%上方修正している。これは生成AI関連でメモリー半導体が44.8%の大幅な増加を見込むためだ。

このようなファンダメンタルズの先行きに対してのポジティブな動きに加え、米国のインフレ期待の後退に伴う金融引き締め打ち止め期待の高まりと相まって、日経平均株価が90年3月のバブル崩壊後の高値を再度更新する強気の相場が形成されている。この基調は当勢い度分析からも支持できる格好にあり、その持続性は高いと言えよう。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

<産業景気の勢い度と株価>



(出所) CP&X、日本経済新聞

<勢い度分析による投資戦略>

先端半導体・電子部材関連に要注目

“勢い度分析”は数量ベースの出荷・在庫循環及びそのバランスから収益モメンタムの立ち位置を確認し、その方向性と相対株価との関係性から投資判断を行っている。当分析での株価は景気のサイクルに対し3~4ヵ月先行するとの経験則を当てはめると、株価の反転時期は23年4月~6月にあった。その後の株価上昇が急速であり、産業景気の回復が緩慢であったことから中だるみを経ての上昇パターンとなっている。勢い度サイクルの循環期間から株価の方向性を判断すると株価のサイクルは最短でも9ヵ月継続する。この経験則を当てはめると24年4月~6月までは強気相場が続くとこのこれまでの見方が確信に変わりつつある。

セクター勢い度の最も強い鉄鋼セクターが株価上昇の先導役となってきたが、11月は業種別TOPIXでは素材全セクターの株価指数が前月比、前年同月比の双方でプラスという極めて希な動きとなった。この動きは当分析などファンダメンタルズの動きだけでは説明し難い。中国景気の伸び悩みからグローバル投資家が日本株に対して久しぶりに強気のスタンスを取っていることも背景にある。

外国人投資家の日本株への注目の背景は、当分析で指摘してきた日本株の世界株に対するリスクプレミアムの上乗せ幅と海外勢動向の関係に起因する。そうした中で、日本の製造業は化学、非鉄、金属、窯業・土石の各素材セクターにPBR1倍割れ、高配当利回り銘柄が混在する。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

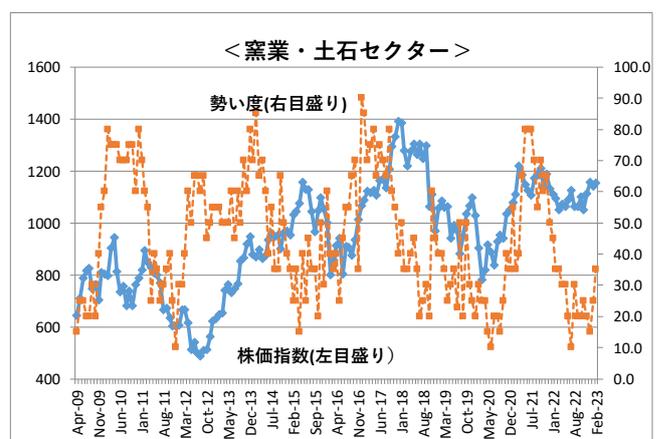
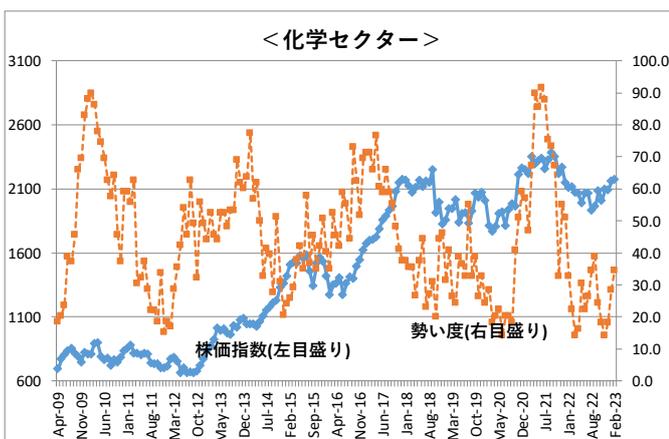
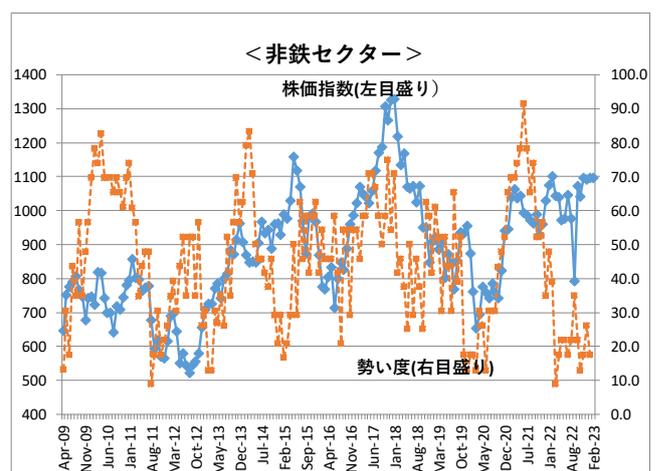
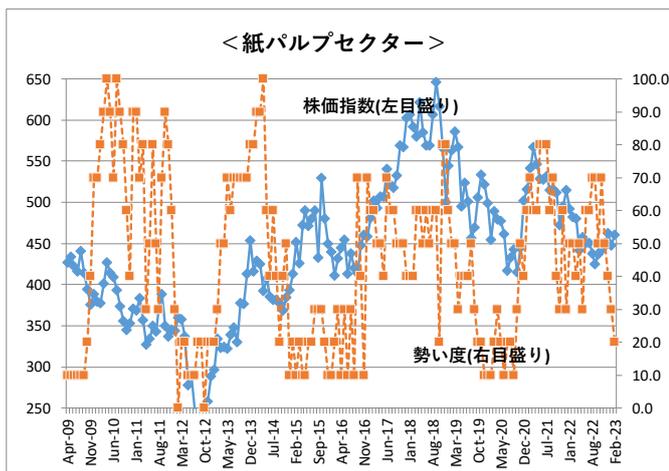
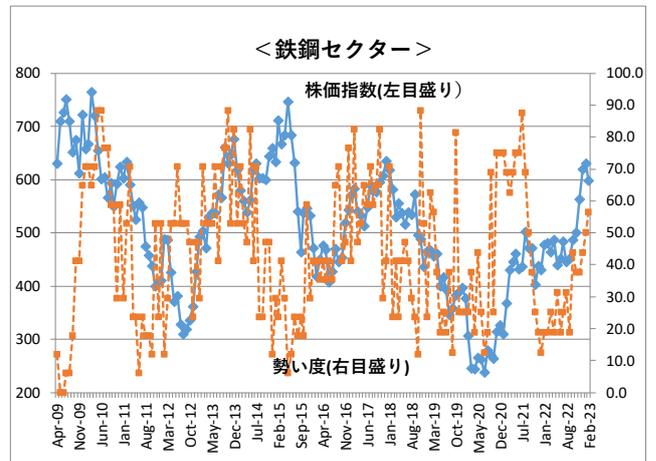
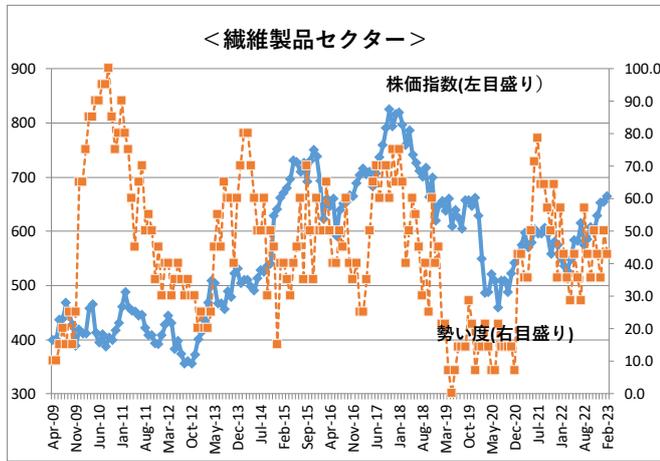
益回り（PERの逆数）、利回りスプレッド（益回り－長期金利）の面からは、バリュエーション修正による出遅れ是正の途上にある。

この株価上昇の持続性は、個別要因としてはROEを引き上げることが出来るかがポイントとなるが、その源泉となる利益拡大のけん引役があるかどうかにかかってくる。幸いなことに日本の製造業には生成AI、ADASや6Gなどの次世代通信技術に欠かせない先端半導体や電子部品の製造に必要な材料や製造装置で世界シェア6割超を有しているという強みがある。これらに関連して収益貢献度の高まる企業には要注目だ。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

＜セクター勢い度と株価指数＞



(出所) CP&X、日本経済新聞

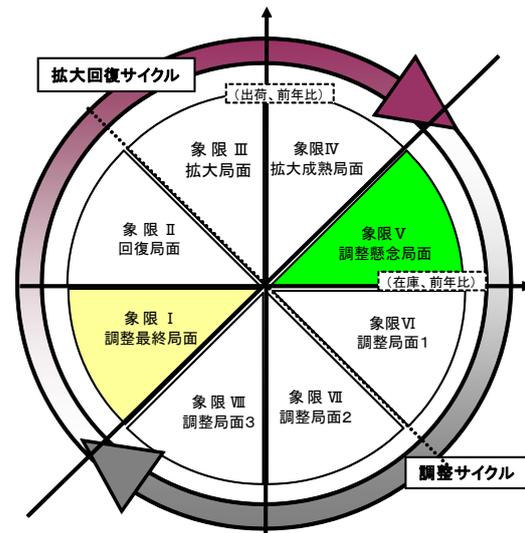
勢い度分析による産業景気と株価

2023年12月号

補足：“勢い度”分析とは

鉱工業統計の算出対象製品の出荷・在庫の前年同月比の相関関係を8つの象限に分け、製品需給による収益モメンタムを推計。その8つの象限と市況、株価との相関関係を見ることで素材セクターへの投資タイミングを計ることを目的に開発した。

縦軸に出荷の前年比、横軸に在庫の前年比をとり出荷と在庫の相関関係を象限Ⅰ～Ⅷに分類し、関連企業の株価、製品市況との関係性を検証。その結果、象限Ⅰ（出荷の前年比減少率<在庫の前年比減少率）は在庫調整が完了し、市況が下げ止まりから値上げが可能な環境が整い、収益モメンタムも底打ちとなり、株価も底打ちの可能性が高まる。回復・拡大サイクルのボトムとなる。



一方、象限Ⅴ（出荷の前年比増加率<在庫の前年比増加率）は意図しない在庫の積み上がりにより、収益モメンタムがピークアウトの確率が高い状況で、株価もピークとなる確率が高い。以上のような手法から、象限Ⅰ～Ⅳが底打ちからピークの好循環、その反対側に位置する象限Ⅴ～Ⅷが調整サイクルと定義する。セクター勢い度は各セクターのサンプル製品の中で、象限Ⅰ～Ⅳに入っている製品の単純な構成比で表わされ、各セクターの勢い度は温度計のようにゼロ～100の間で変動、その数値の高いほどモメンタムが強いことを示す。当分析では素材6セクターと加工・組立産業を機械・輸送機器と電機・精密の2セクターに大別し、合計8つのセクターの勢い度を毎月算出している。

8つのセクター勢い度の単純合算値を産業景気の勢い度として算出（0～800の間で変動）し、製造業全体の勢い度として株価指数全体との比較に使用している。

（分析、筆責：黒澤 真、CP&X）

留意事項

本資料は、情報提供のみを目的として各種のデータに基づき作成したもので、投資勧誘を目的としたものではありません。また、この資料に記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。この資料に記載された意見や予測は、資料作成時点の見通しであり、予告なしに変更することがあります。この資料の著作権は CP&X Investment Research に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送、配布、配信等を行わないようお願いいたします。