

【C&A Monthly Report】

| Title |

勢い度分析による産業景気と株価

| Ver |

2023年5月号

C&A Investment Research
主席シニアアナリスト

Senior Analyst

黒澤 真

Makoto Kurosawa

| Date of Issue |

5/1/2023

Ver : 20230524-1k

C&A

C&A Investment Research

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5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、関連セクターの収益・関連市況のモメンタムの動向を分析する。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～6セクターの勢い度が前月比上昇に

勢い度分析 2023年5月号でのセクター別の勢い度(鉱工業23年3月速報をベースに算出)は景気敏感な大型素材の出荷の持ち直しの動きが鮮明となってきたことを受け、全8セクター中6セクターの勢い度が前月比上昇となった。

素材では化学、鉄鋼、非鉄金属、窯業土石のセクター勢い度が前月比上昇となり、繊維、紙パルプが前月比低下となった。加工組み立てセクターでは電機・精密セクターの勢い度は続伸となるも、機械・輸送用機器のセクター勢い度は自動車関連の回復も産業機械の反落となったことが響き低下となった。

セクターの勢い度が50超となっているのは前月の3セクターに対し鉄鋼セクターだけとなり、需要の回復には力不足を感じる状態にある。中国のゼロコロナ政策の解除後の需要に力強さがかげ、半導体の在庫調整が予想以上に長引く懸念が高まっており、半導体製造装置の出荷も伸び悩み基調となっている。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5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
Jul-20	14.3	20.0	20.4	18.8	30.4	20.0	13.0	43.9	180.8
Aug-20	14.3	10.0	18.4	68.8	30.4	15.0	21.7	34.1	212.7
Sep-20	14.3	30.0	40.8	25.0	43.3	25.0	34.8	43.9	257.3
Oct-20	14.3	50.0	51.0	75.0	47.8	40.0	56.5	63.4	398.1
Nov-20	7.1	40.0	59.2	75.0	52.2	35.0	43.5	58.5	370.5
Dec-20	42.9	60.0	57.1	75.0	65.2	55.0	65.2	63.4	483.8
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

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5月号

＜産業景気の勢い度＞

2 ヶ月連続の前月比上昇に

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299.3、前月比24.2ポイントの上昇となった。産業景気の勢い度は前月3ヵ月ぶりに前月比上昇となったが、当月は2ヵ月連続の上昇となりモメンタムが底打ちから改善基調に入ったことを示している。

鉱工業出荷・在庫指数(原指数、前年同月比)は0.2%減、3.2%増となっている。出荷指数は再びマイナスとなり、在庫も19ヵ月連続の増加となり、出荷・在庫循環では調整懸念の象限Vから本格調整循環の象限VIに戻った。自動車の出荷が回復基調にある半面、電子部品・デバイス、半導体製造装置など産業機械の出荷が昨年前半まで好調であった反動もあり低迷している。コロナ禍、ロシアのウクライナ侵攻など地政学的なリスクを考慮し、サプライチェーン全体で適正在庫水準を引き上げる動きもあり、在庫が前年比減少に転じにくいことも影響している。その為、勢い度の改善は緩やかとなり、出荷増・在庫減の回復・拡大サイクルに戻るパターンが想定される。

製造工業生産予測指数では3月の実現率が▲0.2%と予想値からの乖離が縮小した。特に産業機械、情報通信機器、輸送用機器が上振れとなった点はポジティブな動きになる。今後の生産予測指数でも4月が前月比+4.1%、5月が同▲2.0%と堅調な動きが見込まれる。これまで回復の遅れもあり低迷してきた電子部品・デバイスが4月に前月比+16.8%が予想されているのを筆頭に、情報通信機が同7.2%増、輸送用機器が同+7.2%、化学が同+5.3%と大きな上昇が見込まれている。

なお、3月統計で生産・出荷が前年同月比プラス転換をした製品を挙げると、プラスチック製に日用・雑貨、合成アセトン、塩ビ樹脂、ポリカーボネート、工業用ゴム製品、乗用車用タイヤ、電力用・電線ケーブル、ダイカスト、電気用陶磁器、FPD製造装置、小型乗用車、乗用車用エアコン、鉛蓄電池、太陽光モジュールなどとなる。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5月号

<ポジティブ製品>

光ファイバー、LiB が好調持続、石化製品の一部で持ち直し

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、プロピレン、合成アセトン、ポリカーボネート、水系合成樹脂塗料、プラスチック製パイプ、鋼半製品、普通鋼冷延電気鋼帯、ばね、スチール・ステンレス製建具、ガスコンロ、電気用陶磁器、不定型耐火物、炭素繊維、遠心力鉄筋コンクリート管、乗用車用エアコン、小型トラック、サーバー用パソコン、冷凍・冷蔵ショーケース、セパレート形エアコン、電動工具、蛍光灯器具、鉛蓄電池、太陽光モジュールなどとなる。

そうした中で、生産・出荷が前年比増加(10%超)となった製品をピックアップすると、鋼半製品、大型形鋼、鋳鋼製品、輸送機器用電線、光ファイバー製品、エチレン、プロピレン、ブタジエン、酢酸ビニルモノマー、フッ素樹脂、FPD 製造装置、電子実装基板、スイッチング電源、プログラマブルコントローラー、基地局通信装置、リチウムイオン蓄電池(LiB)、太陽光モジュール、デスクトップパソコン、外微記憶装置、モニター、航空機用機体部品などが挙げられる。

<ネガティブ製品>

電子部材、切削工具関連は2桁の出荷減を継続

出荷・在庫サイクルで調整循環に後退した製品は、織物製外衣、新聞用紙、カプロラクタム、ビスフェノールA、普通鋼鋼板、セメント、ガラス短繊維製品、建設用クレーン、研削盤、機械プレス、飲料用自動販売機、デジタルカメラ、精密測定器、電子応用玩具、システムキッチン、繊維版・パーティクルボードなどが挙げられる。

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、銑鉄、鋼矢板、特殊鋼熱間圧延鋼材、特紙鋼磨棒鋼、ブリキ、ティンフリースチール、亜鉛、伸銅製品、アルミはく、超硬チップ、ガラス長繊維製品、無アルカリガラス基板、ファインセラミックス(パッケージ)、ファインセラミックス(圧電機能素子)、研削砥石、エチレングリコール、二塩化エチレン、アクリロニトリル、フェノール、パラキシレン、ポリビニルアルコール、ポリアミド樹脂成形材料、界面活性剤、プラスチック製フィルム・シート、塗工印刷用紙、紙器用板紙、乳幼児用紙おむつ、ムーブメント、建設用クレーン、特殊鋼切削工具、コンベヤ、軸受、カメラ用交換レンズ、メモリー半導体、固定コンデンサ、水晶振動子、コネクタ、発光ダイオード、電気掃除機、薄型テレビなどとなる。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5月号

<勢い度のサイクルと株価>

金融リスク、半導体の調整リスクが残る

産業景気の勢い度が23年3月統計で2ヵ月連続の上昇となり底打ちから回復基調に入る動きが期待される。ただ、米国が物価上昇と金融引き締めによる景気減速リスクを抱えたままであり、中国の回復期待もあり、アジア開発銀行(ADB)は2023年のアジア・太平洋地域の経済成長率は4.8%と、22年の4.2%から上昇するとの見通しにあるが、「最近の欧米の銀行セクターをめぐる混乱などに見られる金融リスクの増大は世界経済の回復を阻害する恐れがある」(ADBの年次総会での鈴木財務相の演説)。米国、EUの金融引き締めは新興国にとって自国通貨の下落圧力となり、過剰債務に陥っている途上国を含め景気減速の懸念が高まる。

実際、フィラデルフィア連銀の4月の米製造業景況感指数は31.3と前月比8.1ポイントの大幅な悪化(8か月連続)となり、企業活動に急ブレーキがかかり20年5月以来の低水準まで低下している。中国の23年1~3月の経済成長率は4.5%と目標とする5%前後に届かず、旧正月明けも内需の盛り上がりには欠ける状況が続いている。

このような状況を反映する格好で、OPECプラスが5月から追加減産を発表したものの原油市況は弱含みでの展開となっており、輸出動向を占う国際航空貨物の取扱量は3月に前年同月比29%減となったが、欧米や中国向けの荷動きの回復感が乏しい状況にあり、4月以降も鈍化基調が続く見通しにある。また、半導体の在庫調整もこれまで6月前後には底打ちとの見方であったが、1月~3月の落ち込みが大きく秋以降に後退し、本格回復は来24年以降との見方に修正されている。

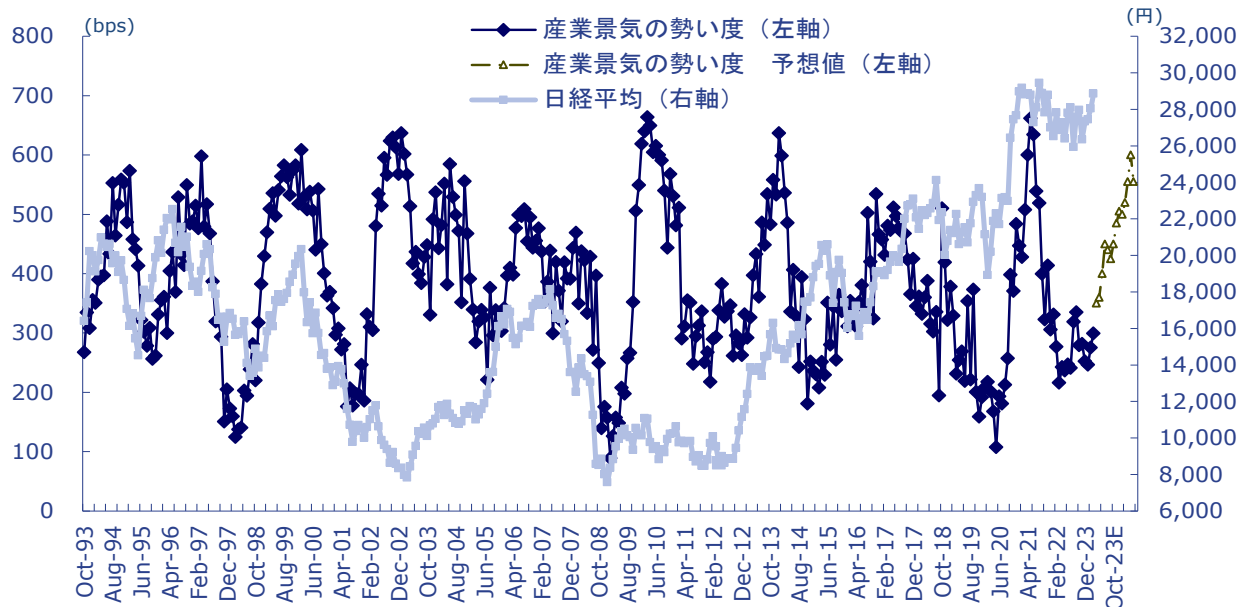
欧米の物価上昇率はピークアウト感があるが、金融リスクに伴う資金供給による物価上昇圧力が再び高まり、中央銀行にとってはインフレの抑制と金融リスクへの対応の両にらみの難しい政策運営が続くことになる。財政状況が厳しさを増す中で金融政策だけでは物価と景気の両面をコントロールすることは難しい。一歩間違えばスタグフレーションに陥るリスクを内包していると言っても良い状況にある。

産業景気の底打ちはしたもの、当面は緩やかな回復となり、中長期的にはスタグフレーションのリスクが残る状況となろう。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5月号

<産業景気の勢い度と株価>



(出所) C&A、日本経済新聞

<勢い度分析による投資戦略>

株価は予想通り 4月～6月が反転・上昇のタイミングに

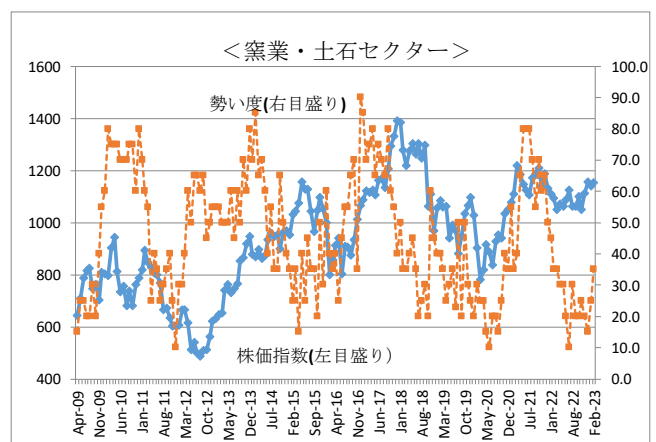
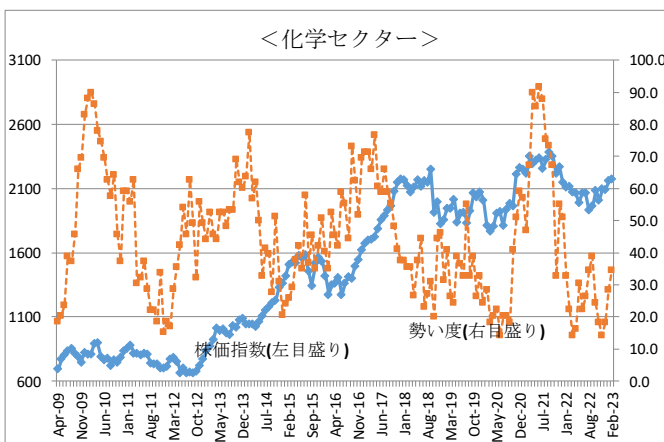
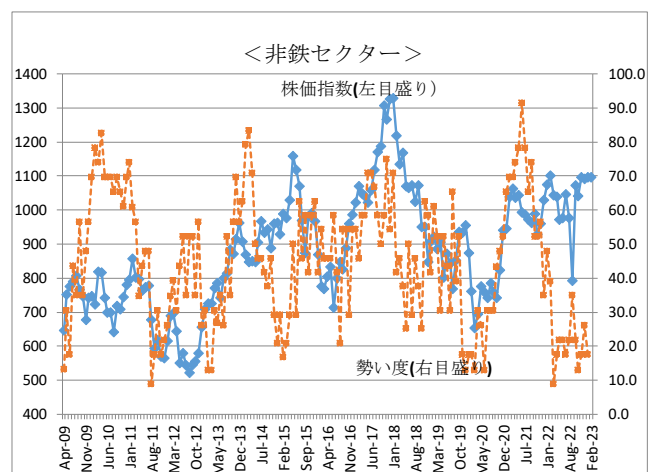
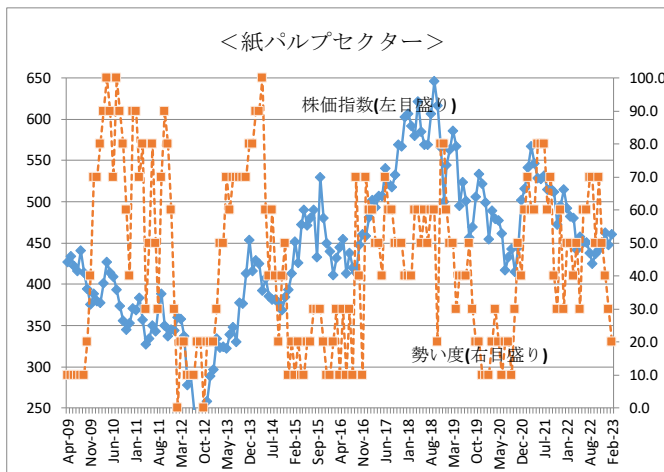
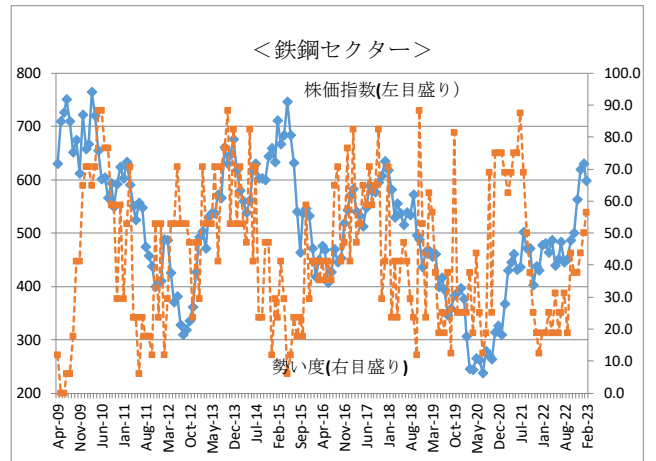
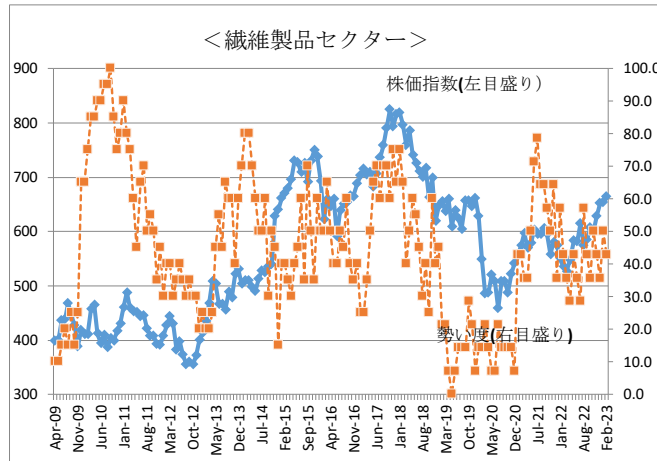
“勢い度分析”は数量ベースの出荷・在庫及びそのバランスから収益モメンタムの立ち位置を確認し、その方向性と相対株価との関係性から投資判断を行っている。当分析で株価は景気のサイクルに対し3～4ヵ月先行するとの法則を当てはめると、ファンダメンタルズの回復時期は7月～9月となり、株価の本格反転の時期は23年4月～6月となる見方をとってきたが、まさに当月はその最中になる。

下図の様にセクター勢い度とTOPIX業種別株価との相対比較では、鉄鋼が株価にポジティブに反応している。市況産業はインフレに対して相対的に対抗性が高く、その典型的なものが石油、非鉄となるが、前述の様に石油市況は追加減産も弱含みにあり、非鉄はウクライナ侵攻後の余波で上昇力が乏しい状況にある。そうした中で化学、窯業・土石の勢い度に底入れ感が確認でき、株価もこれに反応し始めている。一方、繊維、紙パルプが勢い度の上昇余力に乏しい状況にあり、株価の面ではネガティブセクターとなる。

勢い度分析による産業景気と株価

2023年5月号

＜セクター勢い度と株価指数＞

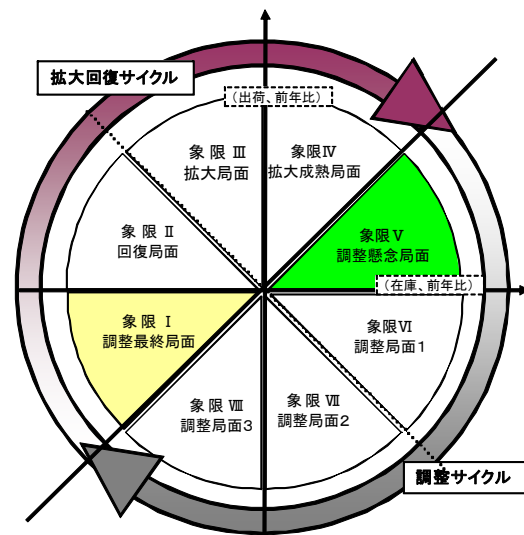


勢い度分析による産業景気と株価

2023年5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の分類し、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立が高い状況で、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, CMA）

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もありません。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C&A 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。