

山崎和邦 週報「投機の流儀」 — 罫線資料版 —

— 2023年9月3日号 —

*それぞれの項目が「独立」して「読み切り」になっています。ご関心ある部分を拾い読みみくださるという方法もあります。しかし、強調しておきますが、政治・経済・文化・社会風俗、この世に在りて在るもの、森羅万象が相場に無関係なものはありませんから、出来るだけ広く述べるようにしております。

【 今週号の目次 】

■ 第1部；当面の市況

- (1) 市況コメント
- (2) 日・欧・米が揃って、29日（火）～30日（水）に25日移動平均線を抜いた。
- (3) 「冴えない8月」「夏枯れの8月」「甲子園野球が始まったら株はあかん」—正確な満月の夜を以て、8月の終わり
- (4) 小型株指数が算出開始以来の最高値を8月29日（火）に付けた。
- (5) 小幅なボックス相場は近日中に調整に入ろうが、長期的に見ればバイ&ホールドの場面
- (6) 再び、決算相場が来るか？
- (7) 「ぶりぶり高値」の銘柄が相次ぐ。
- (8) 米FRBは利上げを継続する構えを見せ、欧州ECBは利上げを止める。
- (9) 実効為替レートたる「円の実力」が53年ぶりの低水準
- (10) 「使う力」と「値上げする力」

■ 第2部；中長期の見方

- (1) 「岸田首相に迫る『野党転落』の現実味」
- (2) 米経済のソフトランディングは有り得るのか？
- (3) 適度なインフレとそれを上回る賃上げの継続、これが市場経済の成長の姿だ。
- (4) ジャクソンホール会議で、パウエル議長はインフレ抑制への金融引き締めを続ける考えを強調
- (5) 本格的な金融政策修正はいつになるのか？
- (6) ESGを揶揄したが・・・
- (7) 高度成長期の終末から終了直後の「一億総中流」という「みんな一緒幻想」が流行った。アメリカはその成功に囚に乗って、多くの誤りを地球上で犯してきた。
- (8) 日銀の人事に異変
- (9) 色々なところに火が点くという、日本の未来は大変明るい。
- (10) 今年3月、上場企業への東証の要請は効いた。
- (11) 進取の精神も、巨大なGPIFの一部にあって良いと思う。
- (12) 小池百合子東京都知事が17年に策定した「国際金融都市・東京」は構想倒れ

■ 第3部；半導体企業の今日までの経緯

- (1) 半導体の歴史の主な出来事
- (2) 半導体大国を築いた日本の当時の経緯と最近の台湾
- (3) 日本半導体産業の復権とは何か？ TSMCが世界的な企業として躍進する契機
- (4) 半導体業者の主役交代

※ 先週の本稿でお知らせした拙論集の販売締め切りのお願い

お陰様で意外な売れ行きでしたので、送信担当者が苦勞していました。諸般の事情に鑑みて、今週水曜日（9月6日）のお申し込み、木曜日（7日）のご入金を最終日として、小論文10編の販売を締め切らせていただきます。

何卒ご了承賜りたく、宜しくお願い致します。

■ 第1部；当面の市況

(1) 市況コメント

先週末の米国市場は、9月4日（月）レーバーデーの三連休を前に薄商いで、NYダウは反発し34837ドル前日比115（0.3%）高、一方でナスダック指数は反落し14031ポイント前日比3（0.0%）安となった。

夜間取引での日経先物の終値は32760円と、週末現物値（32710円）より50円程度高い水準で取引を終えた。

■ 日経平均株価の調整（値幅・騰落レシオのボトム）－現在でのメイン想定



一足一刀の間境局面

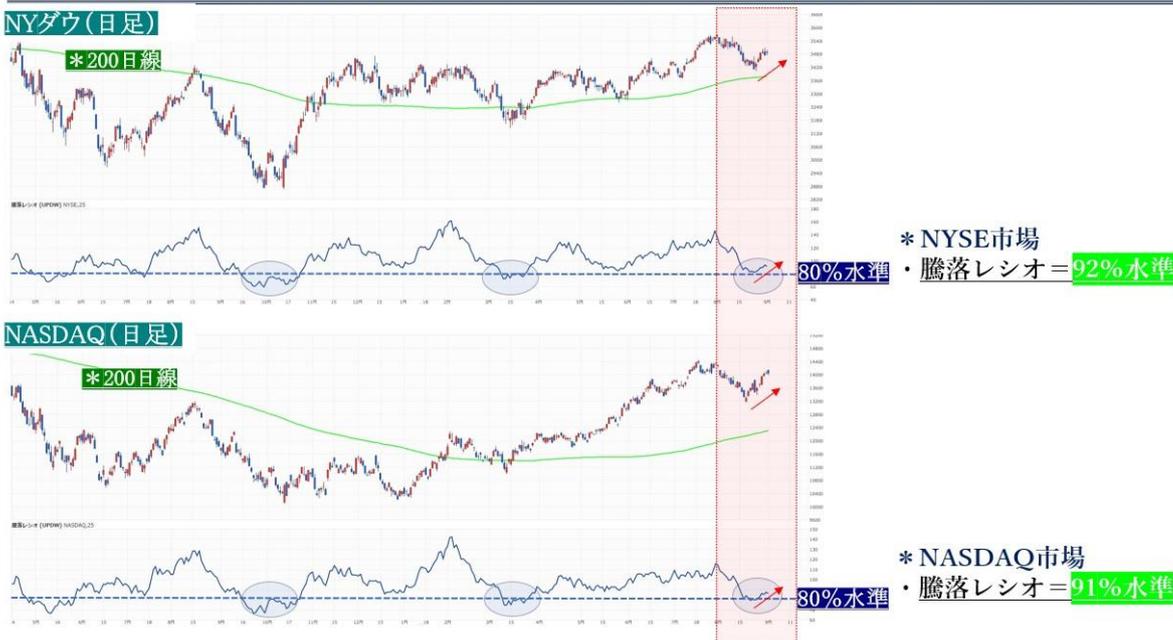
1. 「勝負事」か「投資事」か？
2. 「投下金額」は？
3. 「何回」に分けて？
4. 「どの水準」に指値を入れてゆく

*対象: 1570日経レバレッジETF or 1320日経225ETF

2023.9.3－資料（罫線資料版）

16

■ NYSE市場・NASDAQ市場 共に騰落レシオ(25日)は80%水準到達し、ボトムアウト傾向に



(2) 日・欧・米が揃って、29日(火)～30日(水)に25日移動平均線を抜いた。

日本市場は先々週末に600円超という今年2番目の下げ幅を為したが、3営業日で下落分を取り戻し、25日線を抜いた。今まで25日線が上値抵抗線になっていたが、今後は下値支持線になるのか、或いは掠めただけの「だまし(★註)」で終わるかは定かでない。

今週金曜日(8日)は3ヶ月に1回のメジャーSQの清算日だ。これに向かって高い(安い)ということが時々あった。メジャーSQは、超短期的にはトレンド変化の日になってきたということが屢々あった。

海外勢が2週間連続で売り越しになった。年初来高値が232銘柄出て、1ヶ月ぶりの多さとなった。米金利の上昇・中国景気の懸念、これらによって相場全体は重いが個別銘柄が賑わい、本稿で述べてきた日本製鉄(5401)や神戸鋼(5406)のような古い大型株が仕手株のごとく乱舞した。

9月末の配当取りの買いだと言われているが、筆者はこの分だと配当落ち分は埋めないと思うから、配当付で利食いしてしまおうと考えている。

(★註) 1960年代半ばに米人グランビル氏により、移動平均法が日本市場に流行した。従来のロウソク型罫線に加わって、強力な指標となった。「だまし」とは日本型罫線の古い言葉であったが、「グランビルの法則」によれば「短期的技術的修正」と訳された。

■ 先進国 各指数

★米国市場は切り返し動き。TOPIXは高値更新



(3) 「冴えない8月」「夏枯れの8月」「甲子園野球が始まったら株はあかん」——正確な満月の夜を以て、8月の終わり

8月相場は冴えないというのが従来のジンクスだった。実際に月別のパフォーマンスを調べると、8月はワースト2位である。今年も月足で言えば、2か月連続の陰線だった。週末は5日線（週末で32412円）、25日線（同・32252円）、75日線（同・32322円）を僅かであるが、上に抜けて終わった。

もう一つの日本の8月の印象は「波乱」である。1971年のニクソンショック、1993年のイラクのクウェート侵攻、1998年のLTCM（アメリカの超大型ファンドでノーベル経済学賞受賞者が取締役だった）の破綻、1998年のロシア財政危機、2006年8月のパリバショック。

このように、波乱相場となった大きな出来事は8月に起きた。そこへもってきて、恒例の通称ジャクソンホール会議が8月にあった。ここで中央銀行幹部の発言によって、株や為替などの金融市場が大きく動いたことは何度もあった。そういう歴史から言えば、今年の8月は月足で見ると陰線だが、ショックと言えるほどの事件はなかった。

■ 2023年9月スケジュール

季節性



■ 9月アノマリー・傾向

- ・9月28日(水) - 中間配当 権利確定日
- ・9月下旬に株価底入れしやすい「波乱」のアノマリー
- ・2001年9月11日 - 米国同時多発テロ発生
- ・2008年9月15日 - リーマン・ショック発生

* [Self in May and go away.
But remember come back in September.]
[But remember come back in September (9月に再び市場に戻ってくることを忘れるな)] という説きが道安で、
株価が上昇相場時の急上昇となる月別の定額時に再び市場に戻ってくることを忘れないように、としている。



(4) 小型株指数が算出開始以来の最高値を8月29日（火）に付けた。

TOPIX採用銘柄のうち、時価総額上位500社を除いた銘柄で構成するTOPIXスモール指数が算出開始以来の最高値を付けた。このスモール指数は1998年4月に算出を開始した。それ以来の最高値である。

1998年の算出当時は前年に証券大手2社と都銀大手北海道拓殖銀行が破綻し、アジア金融危機の年であったし、ロシアのデフォルトの年でもあった。その時に外部の影響を受けない小型株が最高値を付けたが、それ以来の最高値を8月29日（火）に付けた。

日経平均は8月2日に33000円を割って以来、31000円と32000円の間で推移している小幅なボックス相場であるが、次の発表まで上値を追う材料には乏しく、しばらくはボックス圏で推移するであろう。その間に、外部の影響の少ない小型内需株に資金が集まったということであろう。

(5) 小幅なボックス相場は近日中に調整に入ろうが、長期的に見ればバイ&ホールドの場面

日経平均で言えば、25日線と5週線と13週線が32300円から32400円辺りに集中しており、ここが因縁場である。しかし、基本的には日柄整理だと思って突っ込みは買い、短期的な予定の場合は吹き値売り、あるいは俗に言うところの「利確売り」を小まめにやっていくのが賢明であるが、長期に見ればこの辺は所謂バイ&ホールドの場面であろう。

先週週初の日経平均545円高は、短期筋の買い戻しを中心とする日柄整理中の中間反騰だと思っていた方が無難であろう。

(6) 再び、決算相場が来るか？

3月期決算企業にとって4～6月期は最初の四半期であり、序盤戦だった。4～6月期に予想を変えなかった企業は3割ほどに過ぎない。早々に上方修正した企業は余力を残していることも多く、その後の上振れが期待しやすい。その場合、企業が業績予想の前提としている為替レートなどを把握し、さらなる上振れが期待できるかどうかを見極める材料にしたい。

東証は上場企業に対して、業績修正の公表が必要になる条件を定めている。売上高は新たな予想値が上下1割にずれると、直ちにその内容を開示しなければならないと定めている。営業利益と経常利益は上下3割にずれした場合、直ちに発表しなければならないと定めている。

4～6月期の営業利益の進捗率が高い企業は、圧倒的に私鉄株が多い。上位30銘柄のうち8銘柄が私鉄株であった。元々コロナ禍が過ぎれば、必ず復活するのは鉄道株と航空株であると予想されていた。

(7) 「ぶりぶり高値」の銘柄が相次ぐ。

不良債権に悩んだ「失われた13年」の終わり頃、筆者が或る市の商工会議所の講演で、視聴者に判りやすく「何年ぶりの何々ということで『ぶりぶり』が連続して20項目くらい出てきている。こういう時には、たいてい景気も相場も基調の大変化の寸前である」と断定した。2003年4月を大底として2倍半になった不良債権脱出相場（小泉郵政改革相場）を的中させた時に、会場では「ぶりぶり相場観は的中した」などと、半ば揶揄を込めて言われたものだ。

しかし「ぶりぶり」「何々以来」が続くと、やはり基調の変化の前兆と見た方がいい。今回何年ぶり高値というのを拾い出すと、主なものはトヨタ（1年7ヶ月ぶり高値を更新）、ホンダ（16年半ぶりの高値）、凸版印刷（25年8ヶ月ぶりの高値）、小型株指数が算出開始以来の最高値、神戸製鋼（8年ぶりの高値）などが並ぶ。

中でも異色なのは凸版印刷だ。これは4～6月期決算減益だった。にもかかわらず、それは特殊要因だったために挽回が可能で、これに期待をかけて25年8ヶ月ぶりの高値を示現した。この考え方、この高値示現の仕方、これが株式相場の本質であっただろう。

(8) 米FRBは利上げを継続する構えを見せ、欧州ECBは利上げを止める。

欧米では、9月4日の米国レーバーデー明けから市場参加者が戻って、長い夏休みの市場材料を消化する事となる。今年のジャクソンホールで、パウエルはグローバル経済の構造変化は米国経済の強さと欧州経済の弱さのコントラストを浮き立たせたことになった。

同じ様に欧米で、景況の違いは明白だ。景況が違うから金融政策も異なる。米FRBは利上げを継続し、欧州ECBは利上げ止めする。

米国で求人数が予想以上に減少したことで、失業率上昇などの景気悪化はなく、賃金物価が鈍化するという見通しが高まったようである。したがって、米国での景気後退のハードランディングひとまずは否定されたということで良いだろう。しかし、インフレに神経質なFRBは利上げの継続を否定しない。

(9) 実効為替レートたる「円の実力」が53年ぶりの低水準

ドルやユーロなどの通貨に対する円の総合的な購買力を示す実効為替レートは所謂「円の実力」であるが、これが53年ぶりの低水準に沈んだという。

53年前と言えば1970年であり、これは時の米大統領ニクソンが戦後25年間続いてきた固定為替レート360円を一方向的に中止させて、変動為替相場によるレートにしようとしたそ

の前年である。つまり、360円の固定為替制度の時代である。実質的には360円の固定為替制度以来だという。

その要因をひとこと言え、デフレと金融緩和だ。エネルギーなどの輸入価格の上昇につながって、この2年間の家計の負担増は20万円だという。この円の購買力を取り戻すには、物価上昇と賃金上昇の好循環を軌道に乗せる必要がある。岸田政権の標榜する「成長と分配の好循環」の見せ所である。

1971年8月15日（敗戦の日）にニクソンは360円だった為替制度をいきなりやめて変動為替相場にするといい出したので、円は360円だったものがたちまち300円台になり、日本は大いに慌てた。これが所謂「ニクソンショック」だ。

そして、その年の12月8日（真珠湾攻撃の日）の日米開戦の日に米スミソニアン博物館に緊急に集まって、308円と臨時に決めた。これが所謂「スミソニアン体制」である。その時以来の円の実力だという。

ニクソンショックが8月15日（敗戦の日）に出たし、それを収めるためのスミソニアン体制はその年の12月8日（真珠湾攻撃の日）に出た。これが偶然だとすれば、365分の1の自乗だから13万3千分の1の確率になる。偶然ではなく、アメリカが意図的にやったものではないかと筆者は勝手に勘繰っていたが、連合軍を率いるアメリカがA級戦犯7人の死刑を執行したのは12月23日（当時の皇太子の誕生日）であった。この三つが重なる確率は4862万分の1である。365分の1の3乗だから4862万分の1となる。

そうすると、これはもはや偶然ではなく、日本の意味のある日に敢えてぶつけてくるアメリカの意図が感じ取れる。

（10）「使う力」と「値上げする力」

「30年ぶりの賃上げ」を継続させてインフレ率以上の消費力を付けさせ、一方で供給者は値上げする力を付ける、これが「成長と分配の好循環」の第一歩であることは言うまでもない。

昨今、物価高が長期化する中で、大胆な値上げを推進しているのは鉄鋼やパルプといった素材産業が多い。かつては構造不況業種の一角とされていたものが、日本株を底上げする可能性を秘めるようになった。

280円台だった三菱製紙が2ヶ月で650円になったことなどは、その好例だろう。何故堅調か？想定を上回る値上げが実現しているからだ。値上げしても売れる。これが今後の企業の実力となる。

安く沢山売って成長するというビジネスモデルを説き続けてきたファミレスのサイゼリヤは2020年8月期以降、営業赤字が続いている。値上げせずに客数をさらに増やすという方針はイ

インフレマインドへのメガトレンドが起きつつある今日、今のところは失敗に帰してきたサイゼリヤの苦境である（日経新聞8月26日号にその内容が詳しく出ている）。

供給側は値上げしてでも売れる、消費者側は「30年ぶりの賃上げ」を継続することによって「使う力」を上げる。それで消費が増えればGDPの6割を占める部分が増えるわけだから、GDPは増える。GDPが増えることを経済成長と言ってきた。

少子高齢化が加速する日本で、値上げしてでも売れる鉄鋼や製紙会社のようなビジネススタイルは増えるであろう。サイゼリヤは元来、理系の経営者が合理的に「コスト削減・売値を下げる」これを金科玉条としてきた感がある。これは今後もインフレマインドの中では抜けないであろう。そこにサイゼリヤの敗因があった。

一方、ゼンショーは値上げして売れている（一見値上げしないで売っているが、量が劇的に少量化したから実質的には値上げである）。創業者が東大中退の苦労人である。これがメガトレンドの変化を読み取ったのであろう。

■ 第2部；中長期の見方

(1) 「岸田首相に迫る『野党転落』の現実味」

標題の文言は塩田潮氏が週刊東洋経済誌9月2日号に寄稿している「フォーカス政治」欄の見出しである。

平成の世になって、まず我々が最初に経験したのはバブル崩壊である。その時点から2012年の安倍政権誕生までの約20年間で4回の政権交代があった。不良債権の下でデフレ・スパイラルが続いていた時代、政権交代が4回もあったことが、デフレ・スパイラルの重圧から比べるとあまり意に解していない場合が市場には多かったが、実は4回あった。

1. 1993年の自民党以外の8党連立による細川内閣の成立
2. 1994年の自民党・社会党・さきがけの3党連立による自民党の政権奪回
3. 2009年の民主党の政権奪取と自民党の野党への再転落（これで自民党は平成の世になって二度野党に転落した）
4. 2012年の安倍政権による自民党の与党復帰

それと連動して、民主党政権の崩壊というプロセスをたどった。

政権交代がない政治は「安全運転と安定的成功の時代」であり、政権交代は「激動と不安定の時代だ」とされてきたが、故安倍元首相は岸田政権が誕生した翌日のインタビューで「何故、岸田支持を決めたか？」を訊かれたところ、それは安定第一だと言った。

平成になって政権がコロコロ変わったが、政権と官僚の関係も大きく変わった。

1. 1998年からの橋本内閣の行政改革で実現した省庁再編
2. 小泉元首相の首相官邸主導
3. 民主党政権による政治主導の失敗に終わった実験
4. 安倍政権の官邸主導による官僚の弱体化

これらのプロセスを経て、政策の立案とその遂行の権力の基本構造が塩田潮氏の言葉を借りれば「官高政低」から「政高官低」激変したということになる。

ところで、宏池会の基本的な発想は吉田茂から始まったリアリズムである。「時代に即した現実主義」である。リアリズムは現実に沿っているのだから政策も立てやすいし、その遂行も用意だろうという意見もあるが、それは違う。常に現実の鏡に照らされて、現実の鏡からの批判を受ける。したがって「時代に即した現実主義」は吉田茂の言葉であったが、これを引き継いだように見える宏池会の伝統的スタンスは、極めて知的で賢明でなければというものである。

筆者も、投資家としても、一個人としても、岸田政権を応援したい立場であるが、いくつかの支持率を落とすマイナス要因を抱えようになったことは事実だ。

1. 自公関係の修復を巡る指導力の欠如
2. 解散見送りの優柔不断
3. 岸田政権の責任ではないが、物価高騰
4. 岸田政権の責任に帰するが、マイナンバーカードを巡るデジタル庁の失態
5. 木原官房副長官の私生活の問題（こういう小さな問題を票田は大きく取り上げたがる）

これらのマイナス要因が重なって、在任2年間で変革力と創造力という点では見るべきものはない。そこへ行くと、安倍政権時代は在任2年間で75円の円高を125円に持って行って大いに輸出産業を潤し、在任2年で株価を約2倍にして、少なくとも経済的には現実に目に見える効果があった。

岸田政権の「新しい資本主義」も細かく分け入って見れば、効果を出しているものも少なくない。

1. SBI証券などが手数料無料を打ち出したのは個人投資家を自社に囲い込もうという意図ではあろうが、結果的には岸田田政権の「新しい資本主義」の理念のもとに参じたこととなる。
2. NY株価を30倍にした底辺に401K法があったが、それに匹敵するNISAの変革と充実
3. 東証と一緒にになった企業変革
4. 30年ぶりの賃上げ
5. 黒田元総裁が10年間取り組んできた2%目標を、結果的には到達しつつある。

しかし、平成になって自民党が野党に転落したことが二度ある。塩田潮氏は二度あることは三度あると言う。

(2) 米経済のソフトランディングは有り得るのか？

F RB議長は市場が思っていたほど引き締め派ではないという受け止め方をされ、買い安心感が広がったものと思われる。しかし、ここで市場が楽観に傾きすぎれば「梯子をはずされた」ということになる可能性は充分にある。

F RBが景気を冷やすまで金融引き締めを続けるというならば、米経済の軟着陸は極めて難しい。トレンドを上回る経済成長が続くということが確かになってくれば、インフレのリスクが高まるから、一段の金融引き締めは正当化される。

F R B 議長は「政策はデータ次第だという姿勢は続ける」として、中立の立場の発言を繰り返している。これは「もし、米景気が過熱しているようならば、一段の引き締めが必要になるかもしれない」という前触れにも聞こえる。F R B 議長はインフレ再燃の芽を摘み取ろうとしている。一年ほど前に、インフレを軽視したことを後悔していると思う。インフレ率が低下する中でも政策金利が高止まりすれば、実質金利（名目金利からインフレ率を差し引いたもの）は上昇が続くことになる。

実質金利の上昇は株価を押し下げて、景気を冷やすという経路をたどる。

（3）適度なインフレとそれを上回る賃上げの継続、これが市場経済の成長の姿だ。

主婦はインフレを嫌うが、実は標題の文言の通りである。先進国は長らくインフレとは無縁だった。ところが、昨年から米国に始まり、ドイツは15ヶ月連続で食品が10%超値上げ、英国も14%を超える。

値上げしても売れるということだ。本当は、これは結構なことなのである。欧州インフレの要因は企業利益の増加が占めてきたという分析結果をIMFは発表した。長期に亘る賃金と物価の低迷は、特に日本では海外との購買力の差を広げてデフレマインドに走らせた。「安い日本」に陥ってきたというプロセスが30年続いたが、これをようやく脱しつつある。

最近、本稿が繰り返し語る「デフレマインドからの脱却」「インフレへのメガトレンドの変化」だ。これは基本的には市場経済の成長の姿であり、長期株高の基本である。それでも主婦を始めとして消費者はインフレを嫌う。

しかし、高度成長期（1955年からの18年間）は10%前後のGDPの成長と高インフレが継続した。これの好循環が続いたのだ。その時にも、やはりスーパーダイエーは「インフレと戦う主婦の店」を謳い、城山三郎の名著「小説 日本銀行」の日銀は一貫して「インフレファイター」であった。

ところが、安倍政権の7年と黒田日銀総裁の10年間はインフレファイターどころか、デフレファイターであり「2%インフレ」を目標にした。何をおいても「やれることは何でもやる」「躊躇なく直ちにやる」ということで、インフレ化を目標にしたのだ。それがようやく実現しつつある。

日経新聞8月27日号の第一面の記事は「強欲インフレ」という言葉を使って「企業が不当に販売価格を引き上げている疑いが浮上した」とあるが、何が不当で何が正当なのか？また、何が強欲で何が適正なのか？強欲とはG r e e dの訳であり、これは市場経済発展のための原始的な

淵源でもある。ただ、インフレ率に対して、賃上げ率が追いつかないとこれはまずいことになる。

OECDが発表した先進8ヶ国の企業利益と労働コストとの比率は、フランス以外は全部企業利益の伸びの方が労働コストの伸びよりも大きい（米国だけが両者ともに同じぐらいだ）。それ以外は、全て企業利益の伸びの方が労働コストの伸びよりも大きいということは「値上げしても売れる」「値上げされてでも買える能力を消費者が持った」ということで、本当は市場経済には望ましいころなのだ。

（４）ジャクソンホール会議で、パウエル議長はインフレ抑制への金融引き締めを続ける考えを強調

利上げ効果が経済全体に浸透するまでには、なお時間がかかると見ているためだ。25日の経済シンポジウムのジャクソンホール会議では、インフレの鈍化傾向は歓迎すべきだが、まだ高すぎるとパウエル議長は判断し「さらに利上げする用意がある」と述べた。

7月の記者会見では、来年に利下げに転じるシナリオにも言及していたが、ジャクソンホール会議ではそれには触れなかった。背景にはインフレ再燃への懸念がある。

（５）本格的な金融政策修正はいつになるのか？

日銀はYCCの下で0%を目標値とする10年国債利回りの許容変動幅を「プラスマイナス0.5%程度」としてきたが、7月28日の決定会合で10年国債利回りが0.5%の上限を超えることを容認することに決めた（日銀は、今までは10年国債利回りが上限を超えることを容認してこなかった）。

植田総裁は「金融緩和の継続が妥当である」と繰り返し述べているが、これを「異常な金融緩和は修正されずに今後も続く」と思い込むのは誤解であろうと筆者は思う。ここで言う「金融緩和の継続」とは政策金利を上げるなどの修正を全く行わないという意味ではない。金融緩和の状態を続けるという意味である。

例えば、現在マイナス0.1%の短期の政策金利を0%に引き上げたとすれば、これはマイナス金利政策を解除するといった政策修正を行ったことになるが、歴史的な低金利の水準は維持され、金融緩和の状態は続くのだ。植田総裁の言う金融緩和の継続は、そういう意味で解釈しておいた方がいいと思う。

来年の春闘で賃上げ上昇率が期待されたほどに行われないとすれば、日銀は来年4月に先行きの物価見通しを下方修正することが予想される。

その場合でも、マイナス金利の解除とYCC撤退などという本格的な政策修正はすぐに始まるわけではないだろう。したがって、金融緩和の状態は続く。日銀が本格的な政策修正に着手するのは、早くても来年後半以降になるだろう。

(6) ESGを揶揄したが・・・

筆者が本稿で今流行りの「ESG」のことを、多少揶揄を込めて述べたことがある。ご記憶だろうか？

ところが、最近世界最大の資産運営会社である米ブラックロックのCEOが「ESGという用語はもう使わない」と述べたという（日経ヴェリタス紙8月27日号）。

所謂ESG投資は「社会正義に覚醒した資本主義のことであり、運用会社の役割を越えている」という。筆者も全くそう思う。環境対策は投資家としての役割ではない。一個人の役割であり、政治の役割だ。

(7) 高度成長期の終末から終了直後の「一億総中流」という「みんな一緒幻想」が流行った。アメリカはその成功に凶に乗って、多くの誤りを地球上で犯してきた。

世間では、これを揶揄して批判的に使っていた。しかし、筆者は当時から「我も彼も皆平等だ」という思いはたとえ幻想にしても、戦後民主主義下で発展した日本経済の成長の輝かしい成果であると思っていた。

ところが、「一億」と付くと概ね良い意味では使われてこなかった歴史が日本にはある。戦時中の「一億火の玉」「一億玉砕」、敗戦の日の玉音放送に対してNHKのアナウンサーが「一億等しく感涙致しました」と言ったりしたことなどである。

筆者は当時小学校2年で「一億等しく感涙～」という言葉が判らなかったので、母親に訊いたことがある。玉音放送の意味も理解できていなかったから、当然である。

その後は「一億総懺悔」と来た。その後テレビが普及し、大宅壮一が「一億総白痴化」と言い出した（事実として、ある意味では的中している）。

そしてその後が「一億総中流」である。筆者は「一億総中流」は民主主義下で高度成長した日本経済の輝かしい成果であると同時に当時から主張していたし、今でもそう思っているが、これは戦後のGHQが戦前のシステムとの連続性を遮断したからできたことだ。つまり、財閥解体、株式資

本は創業者資本による企業支配ではなく、銀行による間接資本で生産させる。そして、日本の高度成長が遂げられた。

もし、創業者の株式資本で生産されていたならば「経営者＝企業の所有者＝資産家」となり、企業を支配し、経済成長によった株式価値は創業経営者のものになり「一億総中流」にはならなかったと思う。それこそ貧富の差が極端に拡大したと筈だった。戦前と戦後の株式会社のあり方が創業者の資金で調達されるのではなく、銀行によって間接金融で調達されるという戦前と戦後の非連続をGHQがとらせたから「一億総中流」を生んだのだ。

GHQのやり方は何でも批判するのが流行りであるが、この点はGHQ賢明であったと思う。

戦前と戦後の「断絶」(★註)を図った結果である。現在の日本の株式市場は一時的にせよ世界一になり、今でも世界で21位である。何も1位でなくてもいい。それで良いと思う。これは戦前からの非連続をGHQがとらせたからだ。

アメリカがこの成功で図に乗って、朝鮮戦争・ベトナム戦争・湾岸戦争・イラク侵攻などとあらゆるところに手を出して、全てに失敗した。筆者がよく言うように「投資家は市場での失敗から学ぶ。成功は毒になることさえある」と言ってきたように、アメリカはまさしくそれである。

日本の民主化と経済大国化に成功したアメリカは調子に乗ってあらゆるところに手を出し、軍産複合体はそこで栄えて、アメリカ経済は潤った。イラクに核兵器と細菌兵器があると断定し、イラクを破壊して国際機関がそれを調べたが、核兵器も細菌兵器もなかった。それでもアメリカの破壊行為が黙認されているのは、アメリカはロシアと違って、朝鮮にもベトナムにもイラクにも湾岸にも領土的野心がないからという一点に尽きる。

フセインの下で収まっていた連中がアメリカで破壊されて、ならず者と化して、テロを誘発させた。テロは「国権の発動(日本国憲法の第9条の言葉)としての戦争」ではないから「犯罪」である。犯罪を取り締まるのは本来FBIの務めであるが、アメリカがこれに対して軍事力をふんだんに使って、軍産複合体を潤したアメリカほど悪い国はない。

ところが、アメリカの世紀は少なくとも半世紀やその辺は必ず続くであろう。大国の衰亡は主として経済要因から来る。このことは古代ローマ以来、例外がない。アメリカにはそれがいいからだ。そしてヒラリー・クリントンが使ったところの「ソフトパワー」を持って、それでリードしているからだ。したがって、アメリカの世紀は続くを見た方がいい。アンチ米国という見方からは、株式市場での利益は得られないだろう。

(★註) 高度成長期の中頃「断絶の時代」というP. F. ドラッカーの著書が大流行した。これの原題は「The age of discontinuity」であり、つまり「非連続性の時代」であったが、訳者が「断絶の時代」と訳したことによって強烈なイメージを与えたために、大いに流行ったという結果である。内容はたいした話しではない。

(8) 日銀の人事に異変

夏の日銀の人事では、企画局長の交代があった。金融政策の企画・立案を担う重要なポストだ。企画局長というポストは日銀で一旦廃止されたが、20年前に復活した。黒田元総裁の前任者である白川総裁時代に異次元緩和の原型と言われる「包括緩和」を始めた時に、今度新局長に就任する正木一博氏は企画課長だった。その企画局長だった正木氏が新企画局長に就任した。これは金融政策の正常化に向けた準備を本格化するための布石だという見方がある。筆者もそう思う。

(9) 色々なところに火が点くという、日本の未来は大変明るい。

日経ビジネス（8月28日号）のトヨタ自動車の佐藤社長と川崎重工業の橋本社長の対談「水素ビジネス点火 みんなを巻き込む」から感ずることである。

トヨタ 佐藤社長

「積み上げてきた自動車産業の技術を生かせない未来でいいのか」

「水素はエネルギーセキュリティーでも重要。カギをにぎるのがモビリティだ」

川重 橋本社長

「答えがない世界でも、技術者は目標にコミットしなければならない」

「水素は日本の技術が勝っている。国際標準づくりにどんどん入るべき」

記事を書いた上阪欣史氏は「水素技術は断トツ、輸送の効率性が課題」とあった。日本は水素関連の特許出願は世界首位という。また、政治家や役所関係も動き始めてくれるそうだ。水素は技術的に扱うのは難しいが、世の中を大きく変えられるという。

色々なところに火が点くという、日本の未来が大変明るい話である。

(10) 今年3月、上場企業への東証の要請は効いた。

今年3月に東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を上場企業に要請した。その背景には、プライム市場の半数の自己資本利益率（ROE）が8%未満で、PBR（株価純資産倍率）が1倍割れという現状であった。PBRが1倍割れというのは、企業の解散価値が株価より高いという意味だ。つまり、株主は事業をやめて、会社を解散して、資産を分けてもらった方がトクになるということで、これは異常である。

上場企業全体で見ると、1980年から90年前半バブル崩壊まではPBR 1倍割れの企業が1割前後だった。ところが、デフレ・スパイラルに陥った30年間の間に上場企業の半数近くがPBR 1倍割れとなった。“This is Japan.” というような銘柄、例えばトヨタ・日本製鉄・日本郵船なども全てPBRが1倍割れだった。これは実に妙な現象である。

また、日本の株式市場のPBRは世界的に低く、PERも先進国平均よりも低く、利回りは平均よりも高いということで日本株が割安だということになっていて、これは事実である。

しかし一方で、自己資本利益率ROEは先進国中で最も低い方に属する。ROEはPBRをPERで割ったものに等しい($PBR/PER=ROE$)。したがって、PBRが小さいということは、純資産倍率から見れば株価は割安であるが、ROEが低くなる勘定だ。

株主にとって大事なことは、自己資本利益率ROEだ。解散価値よりもこちらの方が大事だろう。この自己資本利益率ROEが8%ということは、先進国にとって非常に魅力が薄れる。資産を海外に移した企業は円安で包括利益が増えて功を奏したが、海外純資産も含んだのでPBRは改善されないという構図になった。

PBR 1倍割れの解消という言葉は、或る意味では誤解を招く恐れがある。自社株買いや増配で短期的にPBRを高めるのは東証の要請の主旨とは異なるであろう。PBRの持続的向上の基本は資本コストの水準を把握することと、適切なROE目標の設定とその実現であり、既存事業から資金を将来の投資に有効活用するという順に進めるべきものであろう。

(11) 進取の精神も、巨大なGPIFの一部にあって良いと思う。

巨大投資信託の代表に、日本のGPIFとノルウェー銀行ファンドとアメリカのテキサス州のカルパスがあることをご承知であろう。その中で日本のGPIFは国民の年金を増やすことが使命であるから、運用対象会社を育成することが目的ではないと言い切っている。これはこれで一つの見識であろうが、ノルウェーの投資系ファンド（運用資金約200兆円）は創業後3年未満の会社に数十年後に光り続ける会社になって欲しいとのことで投資したという（日経新聞8月23日号）。

ノルウェー銀行は二十数年前から日本の小型株を選びを選んで、投資したという経歴がある。「ひふみ投信」を運用するレオス・キャピタルワークス株式会社などがその例である。

日本の大型投信の大半は指数連動型のパッシブ運用に投じている。巨大ファンドの運用方針はそこに基本的な哲学があるであろうが、そのような進取の精神も巨大なGPIFの一部にあって良いと思う。

(12) 小池百合子東京都知事が17年に策定した「国際金融都市・東京」は構想倒れ

元々「国際金融都市」の定義も曖昧だった。今年3月、英シンクタンクが発表したところによると、東京は国際金融都市としては21位だった。日本より上には米国が5ヶ所入り、中国が3ヶ所入っている。

東京は33年前、バブルの真っ最中の時には世界一だった。例えば、上場時価総額はニューヨークとロンドンを合わせたよりも圧倒的に東京の方が大きかった。銘柄別には時価総額上位10社のうちの7社までが日本企業だった。当時は大いに異常な面もあったが、今回「国際金融都市」の定義も曖昧なままに「国際金融都市・東京」の構想をぶち上げた小池百合子は完全に掛け声倒れとなった。彼女は目立ちたがり屋で特異な存在であっただけに、誰もその掛け声倒れは話題にしない。

しかし、この金融都市のランキングは筆者に言わせれば、たいした問題ではない。バブルの頃に世界一で、今21位だと言っても、バブルの頃はPERの平均が60倍だということが当たり前だった日本が、今はPER・PBR・利回りから見て国際的に割安なレベルにいます。

国際金融都市の序列などは、たいした問題ではないと筆者は思っている。事業環境や人的資本やインフラや金融セクターの発展などで決めるのであろうが、例えば成田で外国投資家がタクシーに乗った時、兜町の証券取引所と霞ヶ関の金融庁へ回ってくれと言われた時に「どちらを先にしますか？」と対応できる運転手は何人いるだろう。そういうことまで含めれば、国際金融都市の世界順位などはたいした問題ではない。

日本の金融都市の順位が30年間で1位から21位に落ちたと言っても、そんな自虐趣味に陥ることはない。バブル絶頂期の2年前に国土庁が「国際金融都市にするためには、霞ヶ関ビルに相当するビルが都心に50本必要だ」というレポート出し、これが都心価格の強烈なバブルを招いた一つの原因にもなった。

話題としては分かりやすい話しであるが、何度も言うようにたいした問題ではないと筆者は思う。

上場株式の取引の6～7割を海外勢が占めるということ自体、十分に国際金融都市であり続けていることになる。

■ 第3部：半導体企業の今日までの経緯

半導体関連銘柄と「“昔の名前で出ています”銘柄（★註）」との循環相場だから、半導体銘柄の理解がなければ、相場観測はできない。

（★註）高度成長期の終わり1975年に小林旭が唄った古い歌謡曲。オールドエコノミー銘柄で歴史ある銘柄。例えば、日本製鉄の3倍、神戸製鋼の3倍、大阪チタニウムの800円から4500円、海運御三家、等々。オールドエコノミー銘柄で歴史ある「大通り銘柄」。

（1）半導体の歴史の主な出来事

- 1977年 世界初のパーソナルコンピューターApple IIの発売
- 1985年 NECが半導体製造で世界一になった。
→アメリカ勢による日本半導体メーカーに対するダンピング提訴が相次いだ。
- 1986年 日本の半導体シェアがアメリカを抜いて世界1位になった。
→日米が「第一次半導体協定」を締結（中曽根首相とレーガン大統領）
- 1993年 半導体の世界シェアトップが日本からアメリカへ移った。
- 1996年 日本メーカー10社が半導体コンソーシアムを設立
- 1996年 10年に渡る日米半導体協定が終結
- 2022年 アメリカで国内での半導体製造強化を図る法案が成立
トヨタ、ソニー、NTTなどが次世代半導体の国産を目指す新会社を設立
熊本県で台湾のTSMCの新工場の建設開始

（2）半導体大国を築いた日本の当時の経緯と最近の台湾

1. 70年代まで日本はアメリカの半導体メーカーのサプライチェーンに組み込まれていたが、70年までにNECや東芝などの企業が独自の半導体製造に乗り出した。
- ②こうした動向を見た日本政府は日本を世界のエレクトロニクス産業に欠かせない半導体大国への志向を決意した。
国内メーカーを外国企業との競争から守り、研究開発に莫大な資金を投入し、企業間の協力を促進するなど、全面的な支援に政府が乗り出した。
- ③日本の半導体業界は、円安・安い労働力と低金利・企業の旺盛な設備投資・米市場へのアクセス、こういう好条件に支援された。
- ④日本の半導体製造量はアメリカを抜いて世界一位になった。
キャノンやニコンなど半導体製造装置で世界を席卷する企業も現れた。日本製の半導体はアメリカ製よりも信頼性が高く、かつ、安価だった。

- ⑤（1970年までは日本がこぞってアメリカを訪れて半導体工業を学ぼうとしたが）、1980年になるとアメリカ人が日本にやってきて、その効率的な半導体工業を学ぼうとする動向に変わった。
- ⑥1990年代の日本は不良債権不況という金融市場のハンデとバブル崩壊とデフレマインドへの転換とで暗い雰囲気覆われていた。この時期に今まで固く閉ざしていた市場を解放し始めたのが中国だった。これによって、タイ・台湾・韓国などの東アジア諸国に急成長をもたらしてきた基礎的な製造業や組み立て業が中国に拠点を移し始めた。
- ⑦そこで台湾では多くの産業が競争力を失うというピンチに陥った。台湾企業は中国の低価格製品に押されるようになり、台湾政府もそれに気が付いた。
- ⑧このため、台湾政府は台湾の豊かさを守る新しい産業を探し始めた。そこで台湾政府が目をつけたのが半導体市場での役割の拡大であった。
台湾TSMCはサプライヤーと連携して半導体産業が指針とする基準の多くを打ち立ててきた。
- ⑨そこで台湾の半導体産業が自国のGDPに占める比率は、昨年度は約15%にまでなった。半導体産業はこの数年間、台湾の歳入に大きく貢献するようになっていた。
- ⑩世界トップの半導体産業を築き上げようとした中国はすぐに台湾のTSMCの模倣を常套手段とするようになった。

（3）日本半導体産業の復権とは何か？TSMCが世界的な企業として躍進する契機

「復権」とはシェアの増大を言うのか、利益率の向上を言うのか、技術力の増強を言うのか、その数値目標は何なのか、最初から「成功の定義」がない。それでは「成功」はおぼつかない。そして、そこから10年の時を経て、予想せぬ半導体ブームが到来した。

この突然の半導体ブームの到来は2020年にコロナ感染が世界に拡大し、2021年に世界的に半導体が不足して、動車などが作れなくなったことによる。そのため自動車を国の基幹産業とする日・米・ドイツの政府は台湾政府を経由してTSMCに自動車用半導体の増産を要請する事態となった。ここで台湾のTSMCが世界的な企業として躍進した。

半導体産業の40年間の歴史で最も重大な変化は、アメリカでもなく日本でもなく韓国でもなく、それは資源の最も少ない、出遅れて出た台湾で生じたということであった。

台湾のTSMCが世界一位になる上で重要なポイントは、製造業をサービス業に変えて顧客を尊重しサービス業の本質をビジネスモデルとしたことだという。これは半導体調査に対する専門家の意見を筆者の受け売りしたに過ぎない。これがTSMCの一つの成功のカギだったそうである。

以上、中国も黙るTSMCの実力、何故台湾にTSMCが生まれ成長したのか、何故TSMCが日・米・ドイツ・中国が頼りにするような企業になったのかというプロセスを要約した。

世界トップの半導体産業を築き上げようとした中国はTSMCの模倣を常套手段とするまでになった。突然の半導体ブームの到来の背景を要約すると以上である。

そして台湾のTSMCは日本の熊本県に新工場の建設を開始した。それらの動きは株式市場の半導体銘柄の株価に象徴されている。

(4) 半導体業者の主役交代

かつては米インテルがITの世界を席卷していた。ところが、2017年3月、台湾のTSMCがインテルの時価総額を上回った。TSMCの時価総額はインテルの3.3倍になった（インテルはダウ工業30種平均に採用されている、NYダウに採用されている半導体株はインテルだけだ）。

ここからは日経ヴェリタス紙8月27日号の記事の抜粋である。「今から5年前にインテルの株に投資した人は今年8月11日でマイナス18%の損失。

一方、5年前に台湾のTSMCに投資した人は現在2.5倍のリターンを享受できている。インテルの創業は1968年だった。その後11年目で社長に就任したアンドリュー・S・グローブ氏は自分で「パラノイアだけが生き残る時代の転換点をきみはどう見極め、乗り切るのか」

（アンドリュー・S・グローブ著、小澤隆生・佐々木かをり訳、2017年刊）という本を著した。パラノイアとは偏執病のことである。戦略転換点に対して偏執病的に神経質になっていなければならないと説いた。企業の生涯において根本的変化が起こる戦略的転換点の到来を見逃すと命取りになるという意味である。

半導体市場の動向①—半導体株動向は今後の相場への影響度高い

世界半導体市場統計(WSTS)

<2023年6月6日(火) 15:00 公表文>

2. WSTS 2023年春季半導体市場予測の結果

- 世界の半導体市場動向

2022年の世界半導体市場は前年比+3.3%であった。いわゆる在宅特需の一巡に加え、世界的なインフレ、ロシアによるウクライナ侵攻の長期化に代表される地政学的リスクの高まりなどが個人消費や企業の設備投資等に影響し、半導体需要も年途中から多くの用途・製品で需要が失速した。

2023年は前年比-10.3%と2019年以來4年ぶりのマイナス成長を予測した。景気の先行きが見通しにくい中、2022年途中から続く下押し要因が当面は継続すると見込んだ。特に、スマートフォンやパソコン、民生機器などの需要低迷が影響し、メモリを筆頭にマイナス成長を予測した。但し全方位的な低迷を想定しておらず、電動化の進む自動車用途や再生エネルギー関連用途は引き続き需要が強いと見ている。これに伴って製品別では特にパワー・ディスクリートの成長が継続する見込みである。また急激に需要が高まっている生成AIも一部のロジック半導体需要を押し上げるものと予測した。

2024年は前年比+11.8%と市場が再び拡大すると予測した。2023年の下支え要因に加え、世界景気も回復に向かうという前提の下、殆どの用途・製品でプラス成長を見込んだ。

なお為替レートは、USD1に対して2022年:131.4円、2023年以降:132.4円を前提としている。
- 製品別市場動向(世界市場)

2023年における製品別のドルベースでの市場は、ディスクリートは前年比+5.6%、市場規模359億ドル、オプトは同+4.6%、市場規模459億ドル、センサ&アクチュエータは同-6.3%、市場規模204億ドル、IC全体は同-13.0%、市場規模4,128億ドルと予測した。ICの製品別では、メモリは前年比-35.2%、ロジックは同-1.8%、マイクロは同-9.6%、アナログは同-5.7%と予測した。

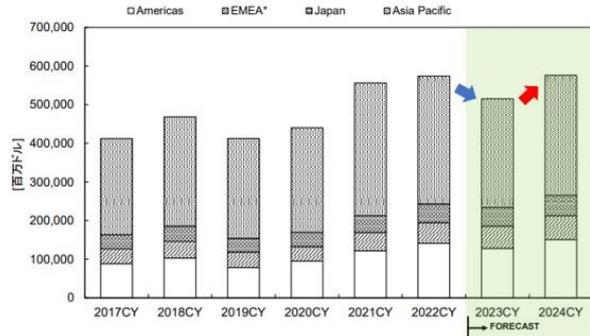
2024年には、ディスクリートは前年比+6.4%、市場規模382億ドル、オプトは同-0.1%、市場規模459億ドル、センサ&アクチュエータは同+5.7%、市場規模216億ドル、IC全体は同+13.9%、市場規模4,703億ドルと予測した。ICの製品別予測では、メモリは前年比+43.2%、ロジックは同+6.8%、マイクロは同+6.1%、アナログは同+6.0%と予測した。
- 日本の半導体市場動向(円ベース)

2022年の日本の半導体市場は、前年比+31.7%、金額では約6兆3,264億円であった。

2023年は同+1.9%とプラス成長を継続し、市場規模は約6兆4,494億円になると予測した。自動車用途などが下支えするものとみた。

2024年は同+7.8%と成長が再加速し、市場規模は約6兆9,537億円になると予測した。

世界地域別市場予測



	2017CY	2018CY	2019CY	2020CY	2021CY	2022CY	2023CY	2024CY
Worldwide(M\$)	412,221	468,778	412,307	440,389	505,893	574,084	515,095	575,997
Americas	88,494	102,997	78,619	95,366	121,481	141,136	128,236	150,989
EMEA*	38,311	42,957	39,816	37,520	47,757	53,853	57,253	61,637
Japan	38,595	38,961	35,993	38,411	43,687	48,158	48,724	52,534
Asia Pacific	248,821	282,863	257,879	271,032	342,967	330,937	280,881	310,838
Japan(円ベース) 億円	41,041	44,126	39,187	38,934	48,038	63,264	64,494	69,537
Growth Rate(%)								
Worldwide	21.6%	13.7%	-12.0%	6.8%	28.2%	3.3%	-10.3%	11.8%
Americas	35.0%	16.4%	-23.7%	21.3%	27.4%	16.2%	-9.1%	17.7%
EMEA*	17.1%	12.1%	-7.3%	-5.8%	27.3%	12.8%	6.3%	7.7%
Japan	13.3%	9.2%	-9.9%	1.3%	19.8%	10.2%	1.2%	7.8%
Asia Pacific	19.4%	13.7%	-8.6%	5.1%	26.5%	-3.5%	-15.1%	10.7%
Japan(円ベース)	17.0%	7.5%	-11.2%	-0.6%	23.4%	31.7%	1.9%	7.8%
円=ドル	112.1	110.4	108.9	106.8	110.0	131.4	132.4	132.4

2023.7.23—資料 (罫線資料版)

21

半導体市場の動向②—世界の半導体売上高(前年比)



2023.7.23—資料 (罫線資料版)

22

【 本文 】 山崎 和邦
【 罫線・資料作成 】 石原 健一（大和証券・投資情報部 テクニカルアナリスト班 出身）

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』

▶ M a i l : info@yamazakikazukuni.com

『 山崎和邦オフィシャルサイト YAMAZAKI KAZUKUNI Official site 』

▶ U R L : <https://yamazakikazukuni.com>

『週報』をご高覧頂き、誠に有り難うございます。ご質問やご要望等ございましたら、お問合せ下さい。