

ストラテジーブレティン (350号)

史上最高値、妥当株価はハイテク産業大復活により飛躍する
～鍵は日台産業協力だ～

Q)日経平均が先週末 2月22日に史上最高値を更新しました。武者リサーチは今年
は難なく4万円を超えと言ってきました。この史上最高値の意味するところは
何なのか、この先どうなるでしょうか。

A)株価は経済の最先行指標。これが高値を更新したということは日本の新時代、新しい
繁栄の出発と考えることができる。今が登山のピークなのではない。むしろ壮大
な株価上昇が始まる。ひょっとするとすぐに5万、6万となり、5～10年以内に10
万円になる可能性がある。最高値を更新したことで市場参加者が妥当株価を測る物
差しがなくなった。

Q)妥当株価をどのように測ればいいのでしょうか。武者リサーチはどう計算してい
ますか。

A)2013年のアベノミクス登場以降の10年間、日経平均のPERは12～18倍の間で推
移してきた。その中間値15倍(益回りは6.7%)がコンセンサスで見た妥当株価と考え
られている。であれば今年の実績EPS2500円と見て、40,000円が妥当株価となる。
しかし妥当PERは歴史的に大きく変化してきた。長期的に見て日本も米国も《妥当
な株式益回りは長期国債利回りと同水準》と見てよいのではないか。

図表1、2によって日米の株式益回りと国債利回りの長期推移を振り返ると、両者
のスプレッドは大恐慌やバブル崩壊後のリスク回避心理の局面で大きく上昇し、市
場心理の回復とともに縮小しリスクテイクが強まった局面ではマイナスが続いてき
たことが確認できる。米国の場合リーマンショック直後の大幅なスプレッドがほぼ
解消し、現在は《株式益回り=長期国債利回り》の水準にある。FRBはかつて《株
式益回り=長期国債利回り》を妥当株価としたフェアバリューモデルを試算してい
たが、今の米国はそこに戻っている。

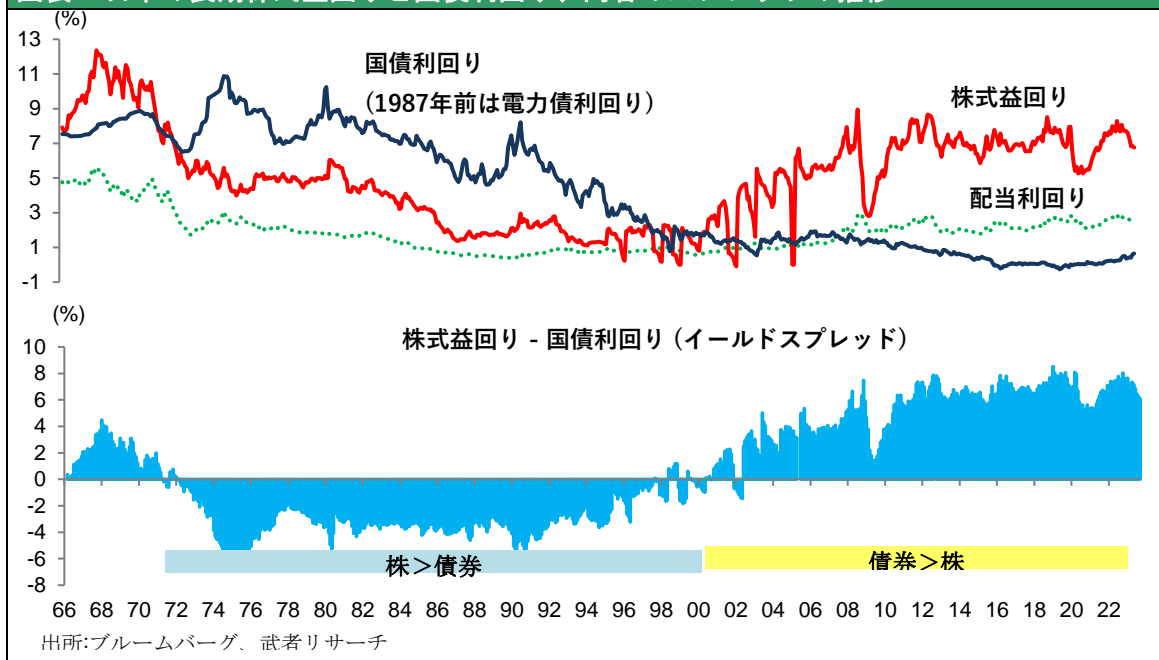
では日本はと見れば、1970～1990年代までのリスクテイク旺盛な時期には、日本
の株式益回りは、恒常的に債券利回りを下回り続けていた。しかし2000年代に入り
リスク回避姿勢が深刻化し、現在は大恐慌直後の米国のように、株式益回りが国債
利回りを極端に上回る水準にある。今後市場心理が改善し、米国のように益回りは
長期国債利回りの水準に向かって低下していき、どこかの時点で《株式益回り=長期
国債利回り》と言う均衡水準に行きつくのではないだろうか。では日本の長期金利
はどこまで上がるのか。2%インフレが定着し日銀の超金融緩和政策が終わる時点で
3%まで上昇したとしよう。となると益回り3%、PER33倍が妥当株価となる。こ
のように考えれば今の企業業績(EPS)のままでも妥当株価は、日経平均8万円とい
う水準が正当化されることになる。日経平均株価が史上最高値を突破したことによ
って、市場心理凍結時代の株価尺度が投げ捨てられれば、日本株式は糸の切れた
凧のように大きく舞い上がる可能性があり得る。日経平均10万円は遠い将来の話
ではなく、今そこにある現実なのかもしれない。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

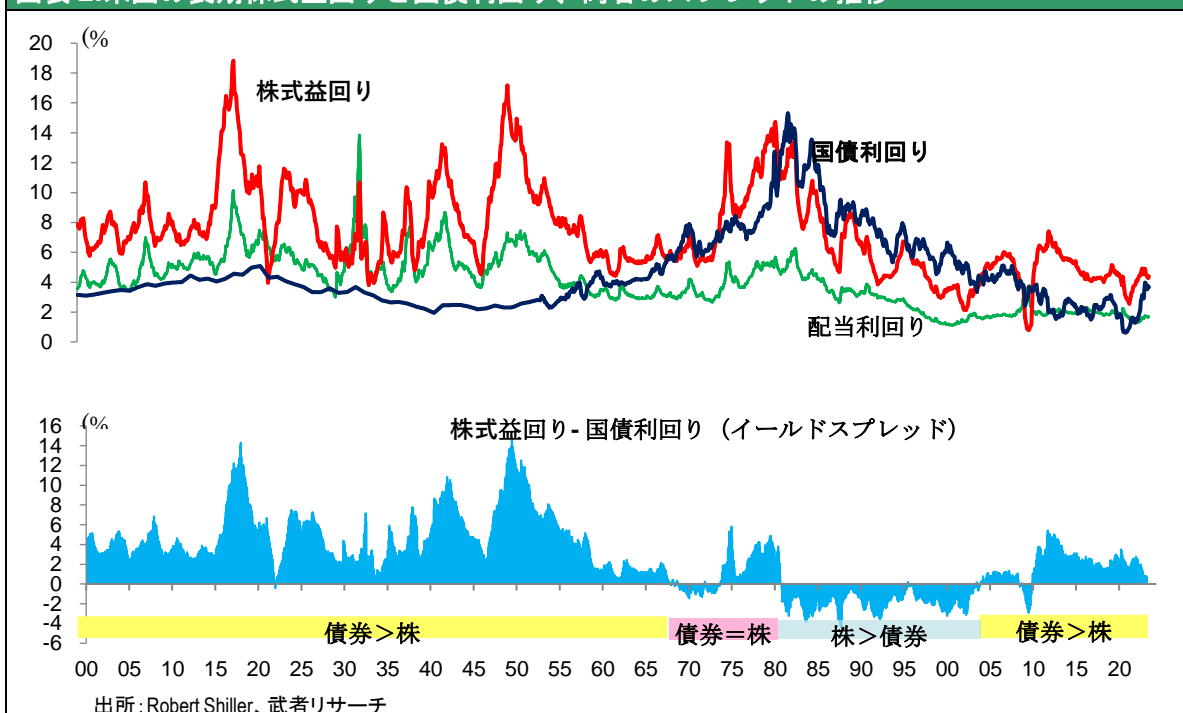
〒108-0075
東京都港区港南 2-16-7

図表 1:日本の長期株式益回りと国債利回り、両者のスプレッドの推移



S

図表 2:米国の長期株式益回りと国債利回り、両者のスプレッドの推移



Q)日本の新たな繁栄の時代とはイメージがわかりませんがどのような形の国になるのでしょうか。

A)日本はハイテクの生産強国になるだろう。東アジアにおけるハイテク製造業のハブは、30年前に日本から中国、韓国、台湾に移った。これが日本に戻ってくるというイメージがほぼ確かになっている。今の半導体ブームはその前兆と見て良い。現在の日本景況の改善をもたらした半導体ブームと円安などはかねてから説明しているように、米中冷戦という地政学環境の変化抜きには考えられない。米国筋書きの世界サプライチェーンからの中国排除、日本産業復活が進行しているということである。

Q)米国政府の筋書きはその通りだとしても、採算・経済合理性ベースで行動する民間企業がついていくのでしょうか。

A)経済合理性は後からついてくる。政府補助、為替の円安がそれを促進する。台湾、韓国のハイテク企業は日本での投資が今後の勝負を決すると考え、対日投資を活性化させている。台湾 TSMC、韓国サムスン、SKハイニックス、台湾力晶半導体等がすでに投資を表明している。

日本政府の手厚い補助に加えて、今後の半導体技術のブレークスルーをもたらすと考えられている後工程に関して日本のプレゼンスは高い。後工程系の装置、素材等の関連技術企業が日本に集中している。TSMC は唯一の海外開発拠点を筑波に設けており、サムスンも横浜に先端パッケージ技術の研究拠点を建設中である。世界半導体投資が日本に集中し始め、投資が投資を呼ぶという好循環が期待できそうな環境である。

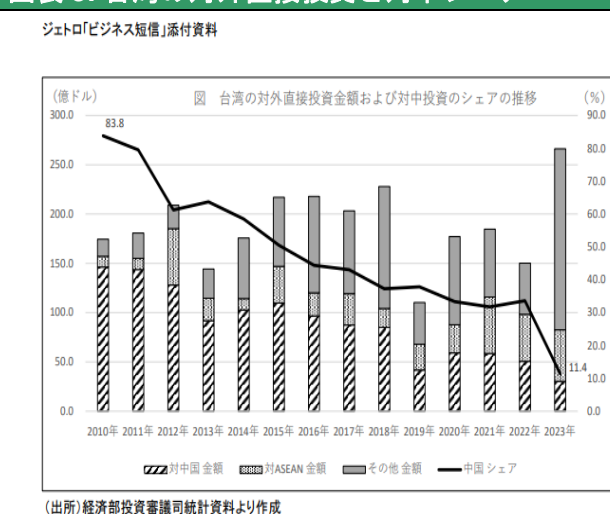
Q)中国から安全なところに生産拠点を移さなければならないとなると、韓国、台湾企業は日本という選択肢ががぜん重要になってきますね。

A)特に台湾企業の対日投資の大きなうねりが期待できそうである。日本貿易振興機構(JETRO)調査によると台湾の対外直接投資の大半を占めていた対中投資が激減している。他方で台湾の対日投資が急増している。台湾の対中直接投資は 23 年に前年比 39.8%減少し、30.4 億ドル (4560 億円) だった。一方、日本の財務省によると、台湾の対日投資は 2697 億円と前年比 46.9%の急増となった。

台湾の中国向け投資が激減した要因は、中国経済減速に加え、米中対立が本格化し米国が着々と中国排除の外堀を埋めつつあるからである。トランプ政権による中国製品への制裁関税に始まり、ファーウェイなどに対する先端半導体輸出規制、等により台湾企業の中国大陸での事業環境は一変した。次期大統領に最も近いとされるトランプ氏は対中輸入関税を一律に 60%に引き上げると言っている。今は特定の先端品だけにとどまっている米中の通商障壁は大きく高まり、いずれ壊滅的な打撃をこうむるだろう。そうなる前に企業は行動しなければならない。

中国のハイテク製造業はアップルのスマートフォン生産を一手に引き受けてきたホンハイ等、台湾企業によって培われてきた。2010年には台湾企業による対中直接投資額はほぼ 150 億ドルで総投資額の 83.8%を占めていた。それが 2023年には海外直接投資額が 270 億ドルと急増する中で、対中投資は激減し、全体に占める比率は 11.4%へと低下した。この脱中国の代替地として、日本に投資が及んできているのである。

図表 3: 台湾の対外直接投資と対中シェア



出所:JETRO

図表 4: 台湾の対中投資額、対中投資のシェア推移



日経新聞 12.29.23

台湾企業の対日投資に地殻変動的動きがみられ始めた。

台湾積体回路製造(TSMC)は熊本第一期(1.29兆円内政府補助4670億円)が完成し、第二期(2.08兆円、政府補助7320億円)が決まった。創業者モーリス・張氏は2月24日の開所式で、「熊本工場が日本の半導体産業のルネサンスになる」と表明した。かつてモーリス・張氏は米国アリゾナ工場の建設進展が不本意であることを表明し、「米国は自国での半導体生産を拡大しようとしているが、米国には製造業の人材が既になく、台湾製よりも50%もコストが高くもう昔のような(半導体が強い)国に戻ることは不可能だ」と述べていた(2022年4月)。この事と重ね合わせると、氏の日本への期待の高さがうかがわれる。

そのほか、力晶半導体(PSMC)宮城県大衡村(SBIと共同で8000億円投資)、アルチップ・テクノロジーズ(用途ごとに異なるカスタム半導体の設計会社)、グローバル・ユニチップ・コーポレーション(TSMCが約35%の株式を持つ設計会社)、イーメモリー・テクノロジー(メモリー半導体回路の設計開発を支援)などが日本進出を決定。さらに多くの台湾企業が日本での事業開始に向けて検討中だという。アルチップは22年時点で大半の技術者を中国に置いていたが、中国国外へ移し始めており、異動先の多くが日本だという。日本政府がポスト5G、AIなどを積極的に支援しており、「新しいプロジェクトが次々と生まれ商機が広がっている」、との関係者のコメントをロイターは報じている。

台湾ハイテク人脈との連携が強まる期待がある。今最も成長力が高いのがファブレス半導体企業、エヌビディア、ブロードコム、クアルコム、メディアテックなどであるが、このファブレス企業の競争力の源泉がTSMCの優れた生産能力にある。そしてこれらのファブレス企業の大半は台湾人が経営を担っている(図表6)。TSMCを頂点とする台湾系の半導体産業ピラミッドに日本が絡んでいくことの意義は大きいと想像される。ホンハイ傘下に入ったシャープも生産拠点としての役割を強めていこう。(ストラテジーブレティン305号、2022年5月6日「TSMCの日本拠点強化と日台産業協力がカギに～日本産業復活の神風、円安がやってきた!!」参照)

https://www.musha.co.jp/short_comment/detail/305

図表5: 半導体関連世界市場規模と世界シェア

	世界市場規模 (億ドル)	(2020年、出所: OMDIA)						
		各国シェア (%)						
		日本	中国	他アジア	韓国	台湾	米国 欧州等	
半導体需要	4734	7	40	33		10	10	
半導体供給(メーカー別)		9	5		19	7	51	9
半導体生産		19	19		21	20	11	10
半導体製造装置	620	32	8		2	1	38	19
半導体材料	175	56	2		10	14	5	14

出所: OMDIA

図表6: ファブレス半導体企業トップテンの変遷と台湾人脈

順位	半導体設計企業(ファブレス)の売上高ランキング		
	2011年	2021年	経営トップ
1	米クアルコム	米クアルコム	クリスチャーノ・アモン(ブラジル)
2	米ブロードコム	米エヌビディア	ジェンシン・ファン(台湾)
3	米AMD	米ブロードコム	ホック・タン(マレーシア)
4	米エヌビディア	台湾メディアテック	蔡力行(台湾)
5	米マーベル	米AMD	リサ・スー(台湾)
6	台湾メディアテック	台湾ノバテック	何泰舜(台湾)
7	米サイリンクス	米マーベル	マット・マーフィー(米国)
8	米アルテラ	台湾リアルテック	邱順建(台湾)
9	米LSI	米サイリンクス	ビクター・ベン(台湾)
10	シンガポール・アバゴ	台湾ハイマックス	呉炳昇(台湾)

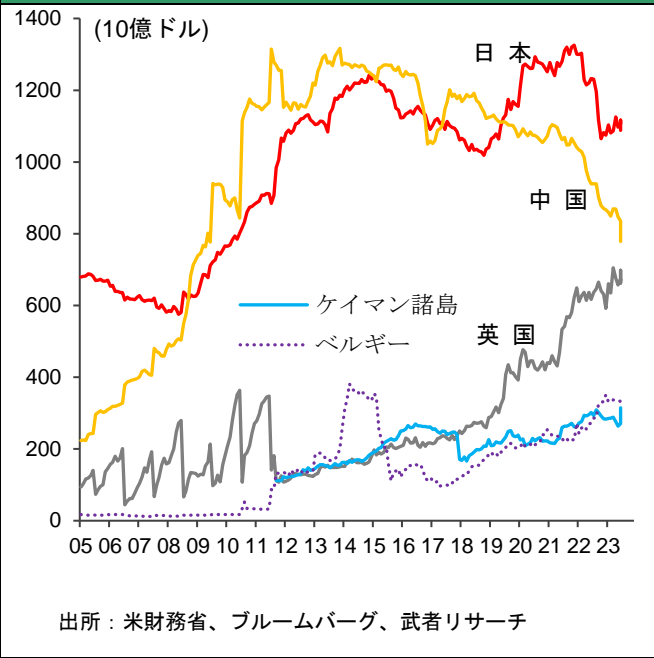
(注)米ICインサイツ、台湾トレンドフォース、カッコは出身地、各社発表資料を基に日経が作成

出所: 日本経済新聞

Q)それにしても日本政府の起業支援は太っ腹ですね。巨額の産業支援を推進していますが、よく財務省が認めていますね。

A)財務省も米国からの要請、国家安全保障マターとなると俄然、気前は良くなる。AAA主唱の半導体振興策は、いわば天の声、逆らうことはできない事項。加えて日本政府には巨額の含み益、言わば埋蔵金がある。第一に日銀のETF投資収益が30兆円を超えている。第二に米国財務省証券保有による膨大な為替益がある。保有残高1.1兆ドル、1ドル110円での取得だとすると、150円で44兆円の巨額の為替換算益があると計算される。これらは容易に国家起死回生のプロジェクト資金として投入できる。

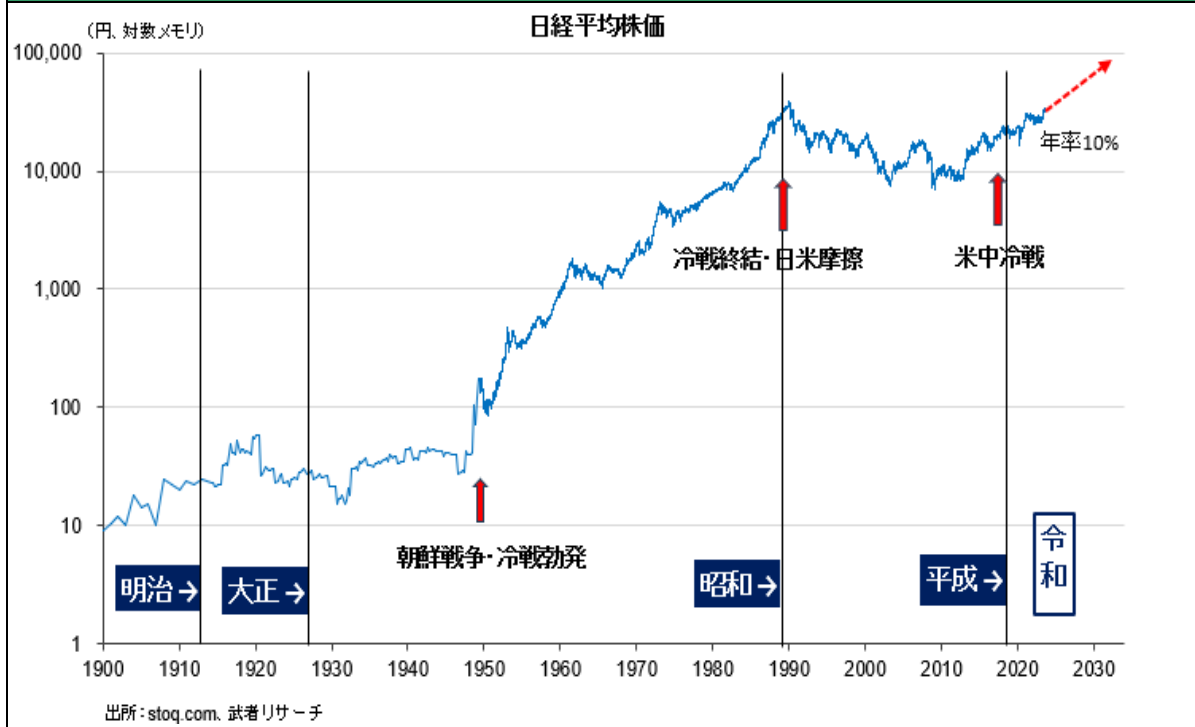
図表 7: 主要国米国国債投資残高



S Q)となると日本が再び世界の高度のハイテク産業の拠点になるという姿が見えてきますね。今の株高はそのような明るい将来の予兆を示していると言えるのですか。

A)地政学が明確に経済活力の起点になった先例は朝鮮戦争、単なる特需に止まらずその後国際分業における日本の地歩の向上をもたらした。今回も類似している。そもそもかつて世界の半導体大国、最先端のハイテク産業集積を誇った日本の凋落も、米国による日本たたきにとその手段である超円高によるもの。これが大逆転したことの意味は、朝鮮戦争勃発に匹敵するほどの意味を持つかもしれない。

図表 8: 日本の株価(日経平均)と地政学レジーム



著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。