

7・26 講義資料(株式市場—AI+1市場) —安全保障環境、経済構造と人口動態から読み解く有望市場

<2024年時価総額—流動性・ボラ>

No.	取引所名	所在地	時価総額(米ドル)
1	ニューヨーク証券取引所(NYSE)	アメリカ合衆国	約 29.7 兆ドル
2	ナスダック US(Nasdaq)	アメリカ合衆国	約 28.1 兆ドル
3	上海証券取引所(SSE)	中国	約 7.1 兆ドル
4	日本取引所グループ(JPX)	日本	約 6.3 兆ドル
5	ユーロネクスト(Euronext)	ヨーロッパ	約 5.5 兆ドル
6	インド国立証券取引所(NSE)	インド	約 5.2 兆ドル
7	深圳証券取引所(SZSE)	中国	約 4.6 兆ドル
8	香港証券取引所(HKEX)	香港	約 4.5 兆ドル
9	トロント証券取引所(TSX)	カナダ	約 3.4 兆ドル
10	サウジ証券取引所(Tadawul)	サウジアラビア	約 2.6 兆ドル

オーストラリア証券取引所 約1兆5,133億ドル

ニュージーランド 約911億米ドル

オーストリア 不明

アイルランド(2023/2) 約1576億ドル

パレスチナ承認 アイルランド スペイン ノルウェー

<外交ミドルパワーと中立国を中心に抽出>

	人口	失業率	競争力	平和度	一人あたりGDP	格付け	世界遺産	合計特殊出生率	移民比率	幸福度	貿易	ジニ係数
オーストラリア	2700万	4.03	16位	19位	66000ドル	1位	20(14位)	1.63(133位)	29%(19位)	10位	中日米	0.343(94位)
ニュージーランド	530万	4.73	19位	4位	48000ドル	11位	3(86位)	1.66(131位)	29%(19位)	11位	AZ	0.33(15位)
カナダ	4100万	6.38	14位	11位	55000ドル	10位	20(14位)	1.33(175位)	21%(27位)	15位	米	0.317(126位)
インド	14億	5	68位	116位	2700ドル	42位	40(6位)	2(101位)	0.35%(187位)	126位	米中アラブ	0.328(115位)
スイス	900万	2.45	5位	6位	100000ドル	1位	13(24位)	1.39(169位)	29%(19位)	9位	独>米	0.337(103位)
オーストリア	900万	5.42	21位	3位	57000ドル	14位	12(26位)	1.41(165位)	19%(31位)	14位	ドイツ	0.307(134位)
アイルランド	540万	4.3	24位	2位	106000ドル	15位	2(107位)	1.70(125位)	17.6%(34位)	17位	英米(計40%)	0.301(135位)
アメリカ	3億4000万	4	2位	132位	86000ドル	12位	24(12位)	1.67(130位)	15.3%(43位)	23位		0.413(40位)
						米12、日本25、中26						

世界銀行の統計データによる世界のジニ係数ランキングは、1位が南アフリカ(ジニ係数0.630)、2位がナミビア(ジニ係数0.591)、3位がコロンビア(ジニ係数0.548)、4位がエスワティニ(スワジランド)(ジニ係数0.546)、5位がボツワナ(ジニ係数0.533)、6位がベリーズ(ジニ係数0.532)、7位がブラジル(ジニ係数0.520)、8位がザンビア(ジニ係数0.515)、9位がアンゴラ(ジニ係数0.513)、10位がモザンビーク(ジニ係数0.503)となっています。

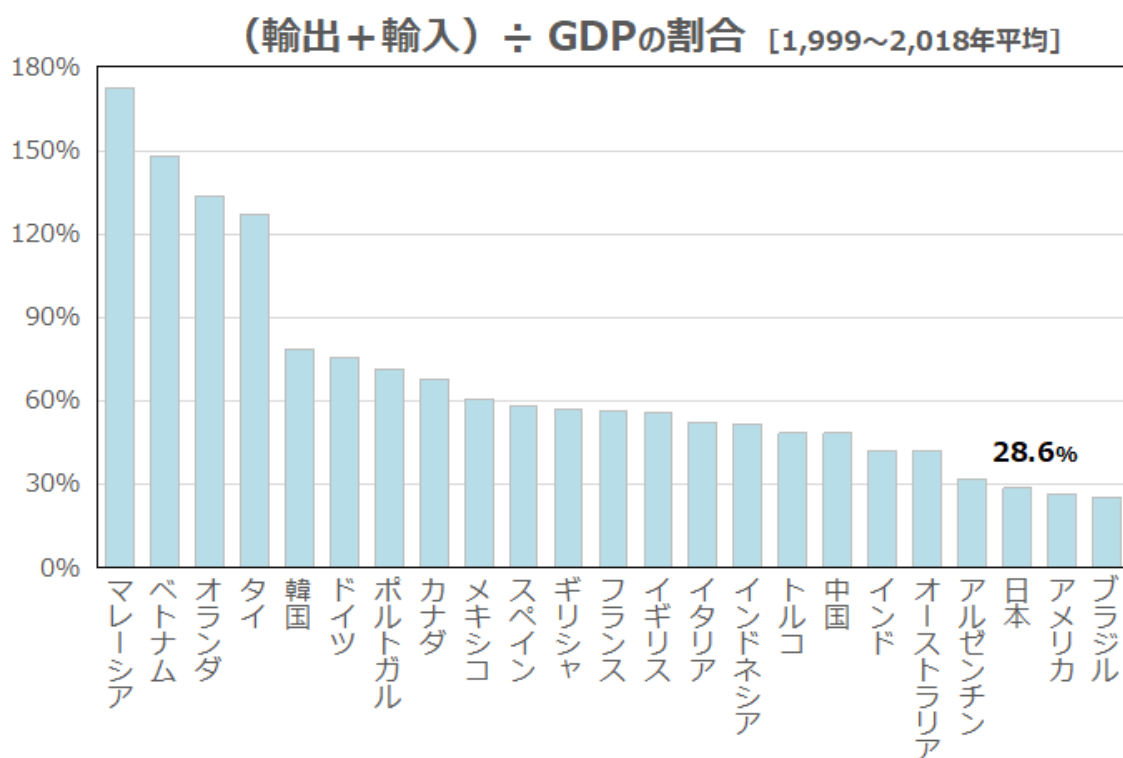
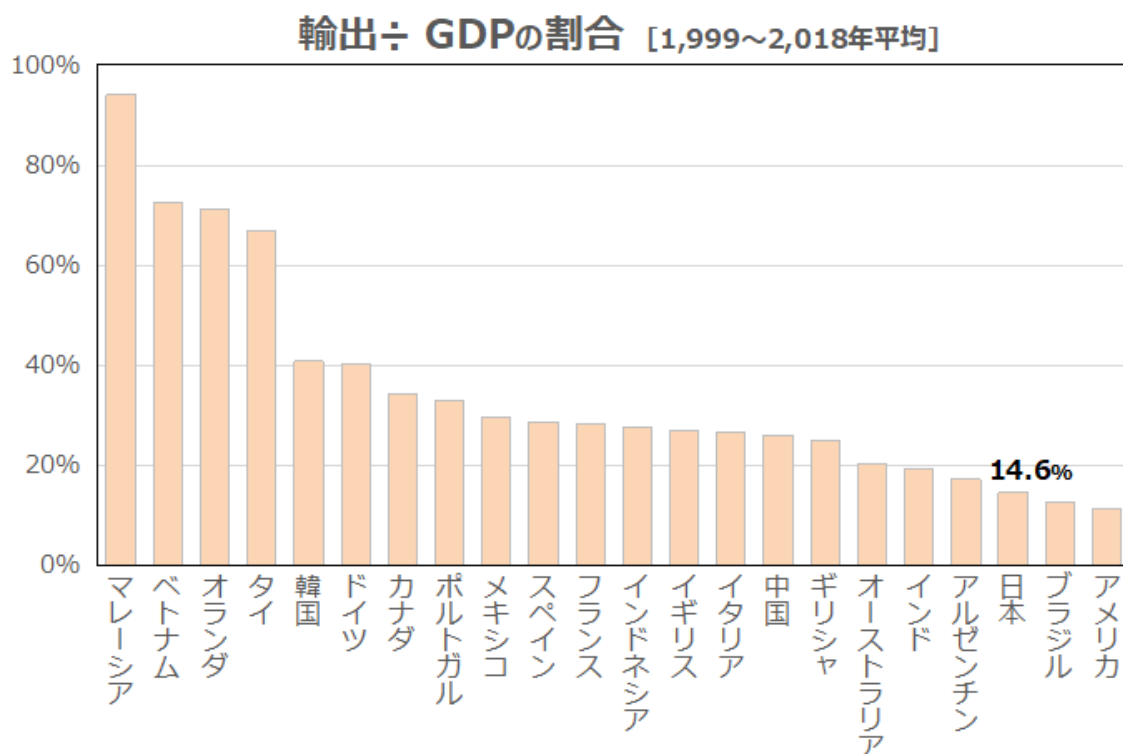
世界銀行の統計データによれば、ジニ係数が世界一高いのは南アフリカで、南アフリカのジニ係数は0.630と世界で唯一0.6以上となっています。

一般的には、ジニ係数が0.5を超えると「格差が大きすぎるために暴動が起こりやすい」と言われていますが、世界で唯一0.6を超える南アフリカは極めて格差が大きく、危険なレベルにあるといえます。

日本のジニ係数は0.329であり、世界111位(169の国・地域中)です。

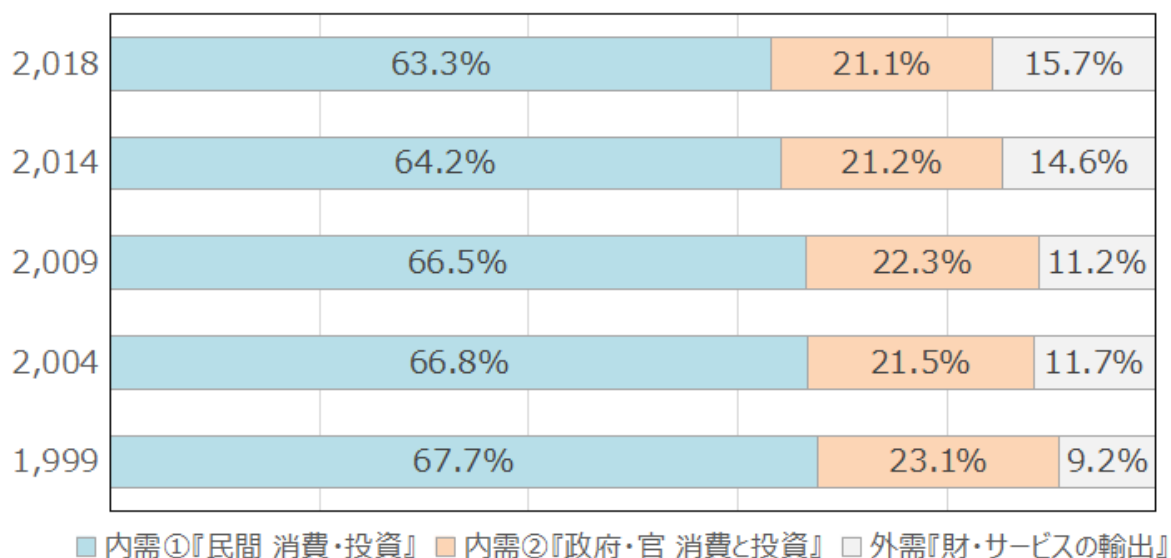
ジニ係数が低い(格差が小さい)ランキングに置き換えると、日本のジニ係数の低さは世界59位(169の国・地域中)となり、日本は世界でも比較的格差が小さい状態となっています。

<内需経済か？>



出典: 国連『政府支出,米ドル換算名目GDP』1999～2018年のデータを基に作成

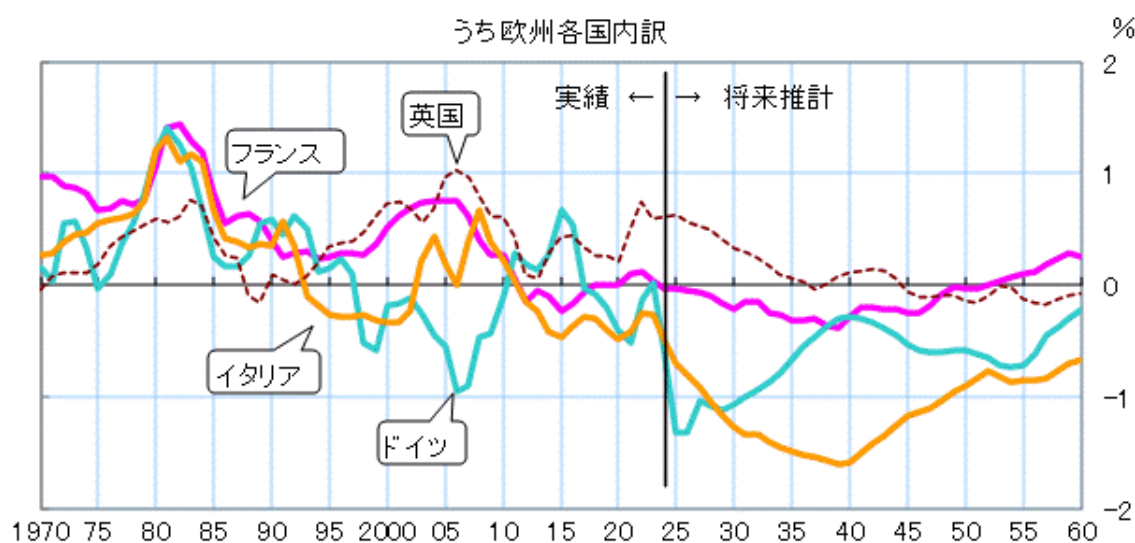
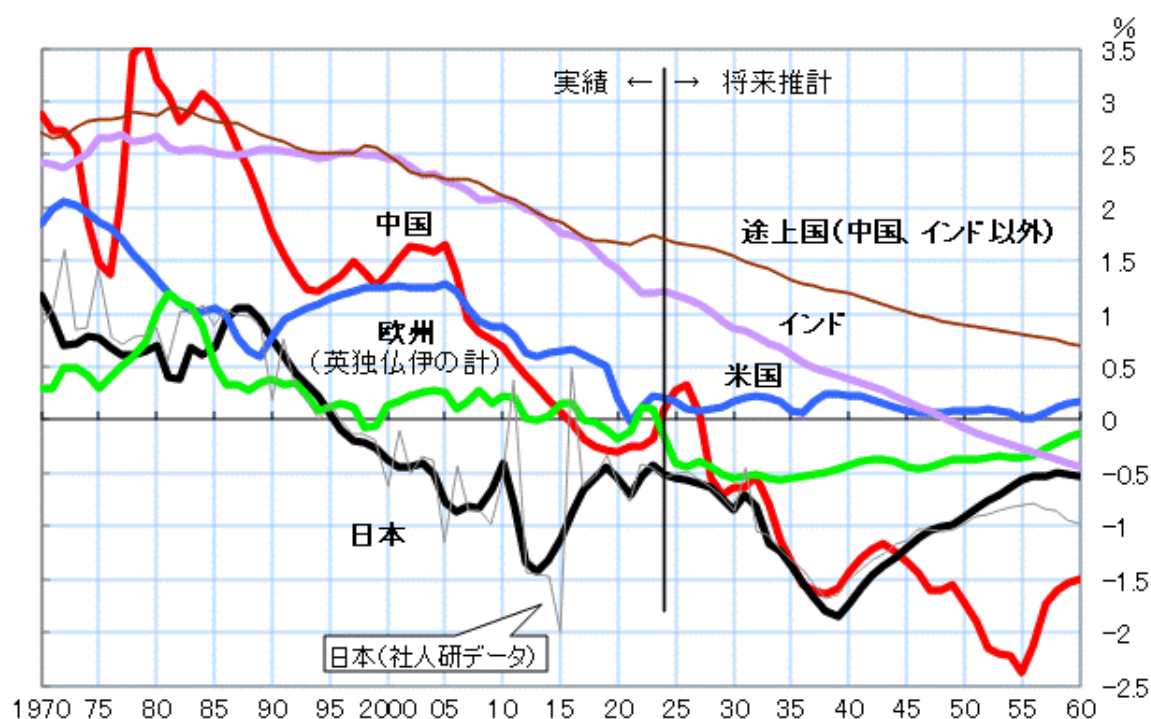
内需+輸出(=GDP+輸入)に占める輸出の割合(%)



出典:内閣府『名目GDP暦年』参照、以下の通り計算して作成。民間(公的)の消費と投資 = 民間(政府)最終消費支出 + 総固定資本形成 民間(公的) + 在庫変動 民間(公的)

<生産年齢人口の推移>

主要国における生産年齢人口増減率の長期推移

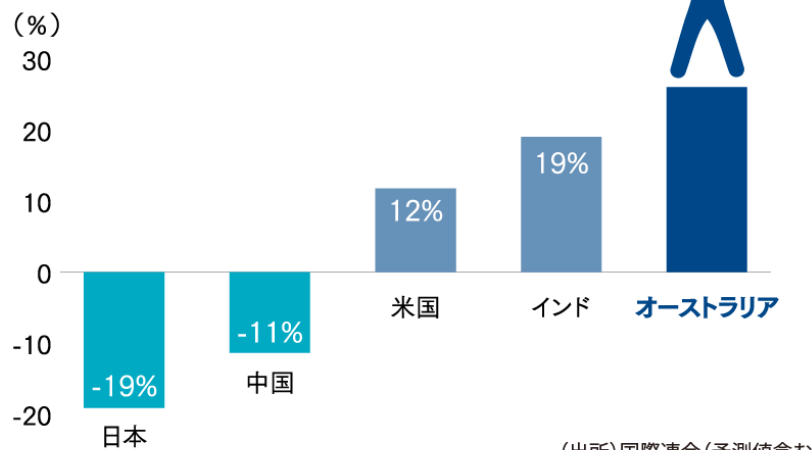


（注）年次（7月1日）ベース。実績には見込みを含む。日本（社人研データ）は国調ベースの実績値および推計値

（資料）国連人口推計（2024年改訂）、社会保障人口問題研究所「日本の将来推計人口（令和5年推計）」（推計値は出生中位（死亡中位）推計）

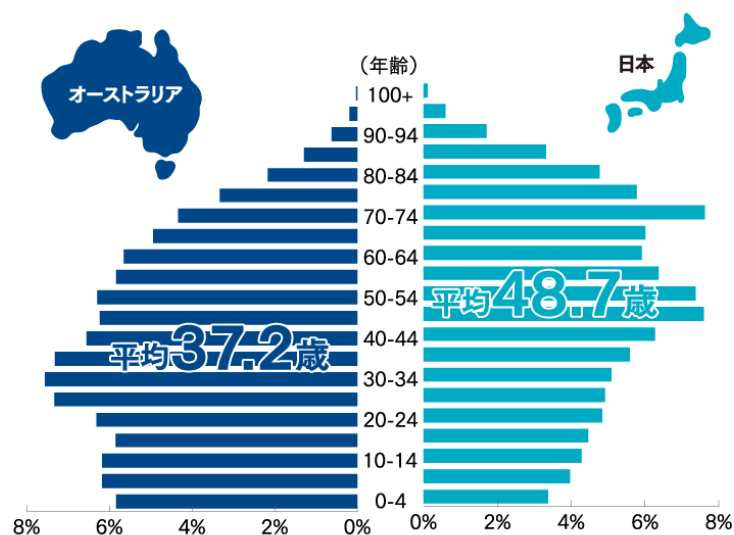
主要国の予想人口増減率の比較

※2022年と2055年の比較



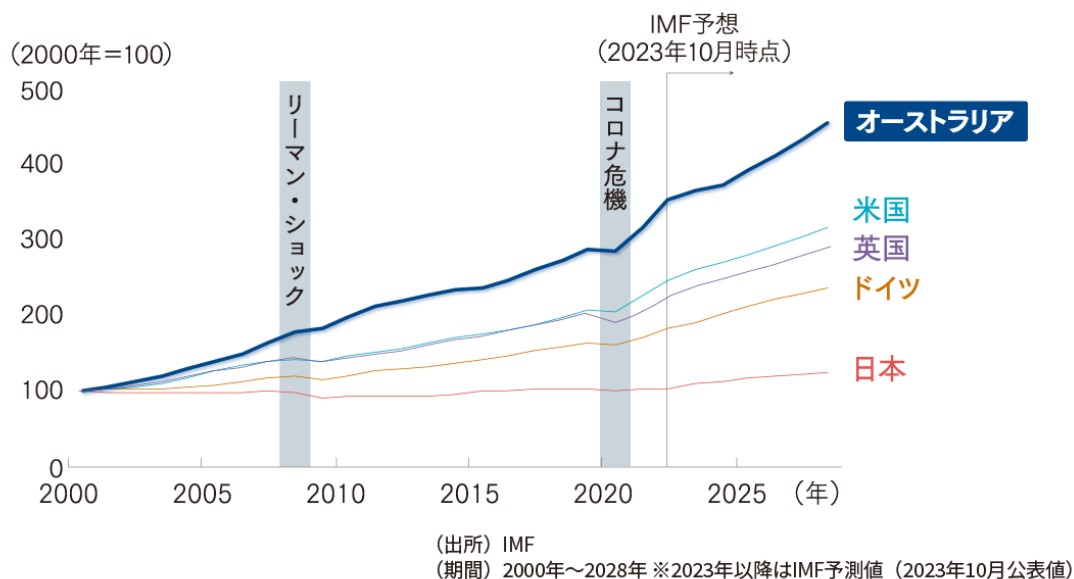
(出所) 国際連合 (予測値含む)、2022年7月時点

オーストラリアと日本の人口構成の比較



(出所) 国際連合、2022年推計値、平均年齢は中央値ベース

主要国の名目GDP推移の比較



メインボードには中国資本の香港企業であるレッドチップ銘柄
中国資本の中国企業であるH株等
外国人投資家が取引できる市場は、上海B株市場と深センB株市場に限られています。

香港証券取引所には、中国本土の企業が数多く上場しています。

中国本土企業は中国の経済動向により収益が上下するため、ハンセン指数も中国経済の影響を受けると考えられます。

また、中国政府の政策や規制も企業業績に影響するため、中国政府の動向への注意も必要です。

香港ドルと米ドルはペッグ制を採用しており、米ドル/香港ドル＝7.75～7.85HKDで固定されています。

米国の金融政策が香港ドルに直接的に反映されると考えられ、香港株の動きの理由として米国の金利動向が指摘されることがあります。

<ダイヤモンド 2023>

中国経済を見るには「香港のハンセン指数」

中国の株価には、上海総合指数のように中国本土の証券取引所が算出している株価インデックスだけでなく、香港のハンセン指数のようにイギリス統治の時代から連綿と算出され続けている株価インデックスもあります。

このうち私自身も、中国経済の実態を反映しているだろうと考えて、中国経済を見るときに使っているのが、香港のハンセン指数です。

ハンセン指数は2018年1月に3万3484ポイントの史上最高値をつけた後、20年3月にコロナショックで2万1139ポイントまで低下し、21年2月には3万1183ポイントまで戻したものの、そこから下げが続き、22年10月には1万4597ポイントまで下落。史上最高値から見て56.40%の下落です。

金融危機が生じる際、株価指数は高値から半値以下まで下がるというのが、過去のマーケットにおける経験則です。それから考えると、香港のハンセン指数は中国において重篤な金融危機が起きている証左であると考えられます。

ちなみに、なぜ上海総合指数ではなく、香港のハンセン指数を見るのかというと、これはマーケットの信頼度の問題です。

中国は確かにGDPの規模では世界第2位ですが、本土の金融市場はまだそれほど整備されていません。上海総合指数は本土マーケットの株価動向を示す株価インデックスですが、上海や深セン（シンセン）にある株式市場は、グローバルな投資家が自由に株式を売買できない制約があります。

その点、香港の株式市場は、外から中国経済に自由にアクセスするための玄関口みたいなところなので、どのような投資家にも門戸を開いています。だからこそ、そこで形成される株価は、中国政府の介入を受けることなく、世界が考える中国経済に対する評価が、比較的素直に反映されていると考えられるのです。

<東洋経済>

実際、1990年代～2000年代、中国の実質GDP成長率が2桁の高成長を続けていたにもかかわらず、北京オリンピック開催直前のバブル相場を除いて、上海株の上昇局面はほとんど続かなかった。上海株と中国景気の相関がないとは言い切れない。だが、少なくとも、経済の鏡としての役割が果たされていないことは指摘したい。ではなぜ中国では実体経済と株式市場の間で乖離が生じるのだろうか。

その理由の1つは、「性悪説」で説明できるだろう。日本では、上場企業は優良企業の代名詞であり、上場企業の社員も社会的地位が高いのが一般的だ。しかし、中国では上場企業の存在感は決して高いとは言えない。

独占的な地位を得ている大型の国有企業の存在感が大きいことが1つ目の理由だが、もう1つの理由は、株式上場を「タダで資金を手に入れる千載一遇のチャンスだ」と捉えている企業が、あまりにも多すぎるのが挙げられる。

これが、いわゆる上海市場の「性悪説」である。中国政府が1990年に上海証券取引所を復活させた背景には、株式制度の導入によって、行き詰まった国有企業改革を加速させる意図があった。確かに、数多くの国有企業が株式制度を導入し、少なくとも制度設計上は、アメリカや日本の上場企業に比べても遜色ない立派な株式会社に「変身」した。

しかし、株式制度という、外見は西洋式のスーツに着替えても、魂は人民服を着た国有企業のままだった企業は少なくない。なかには、銀行から融資を断られた“負け組”の国有企業が財務諸表を粉飾し、地方政府の協力で上場を果たした例すらあった。

現在、上海市場にはこうした数多くの「ゾンビ企業」が生き残っているが、そのほとんどは1990年代当初、株式制度の導入に便乗して上場を果たしたものだ。これらの企業が本当に上場企業としての役割を果たしているのか。経営から財務状況まで誰よりも理解しているのは、おそらく従業員や地元の人たちだろう。個人投資家が大半を占めている中国では、身近にある上場企業に対する不信感が強く、証券市場の低迷につながっていると考えられる。

一方、近年中国ではアリババやテンセントをはじめ、数多くの優良企業が誕生している。しかし、こうした中国を代表する成長性の高い企業が上海や深圳といったホームマーケットではなく、香港やニューヨークなど中国本土以外の証券市場に上場しているのは、世界でも類を見ない珍しいパターンだ。

例えば、日本の読者もお馴染みの青島ビールやテンセントは香港証券取引所に、アリババや京東（ジンドン）集団はニューヨーク証券取引所にそれぞれ上場している。IT企業や大型商業銀行の資金調達規模は巨大だ。もし上海市場や深圳市場に上場すれば、流動性を一気に枯渇させかねない。そのため、中国政府は優良企業の海外上場を積極的に推進してきた。

グローバル投資家を呼び込みたい外資系投資銀行の指南もあって、中国を代表する「優等生」が相次いで海外市場へのデビューを果たしたわけだ。

上海や深圳市場の成長段階から考えれば、より多くの中国企業に上場のチャンスを与えたうえ、海外の投資家にも中国株投資のチャネルを確保させたこの戦略は大成功だったと評価できる。問題は、中国国内の投資家が「優等生」に投資するチャンスに恵まれず、重厚長大の問題が多い「劣等生」と付き合わざるをえない、いわゆる国内証券市場の空洞化をもたらした副作用があったことだ。

ここ数年、証券当局が海外上場の大型企業の国内上場を促し一定の成果を上げたが、2000年代初期、中国のWTO（世界貿易機関）加盟を契機に海外市場で始まった中国株ブームの恩恵を享受できなかったことは、国内投資家にとって大きな機会損失だったと言える。

このように、日本の投資家が気にする上海総合指数は、中国の上場企業の本当の姿を反映しておらず、むしろオールドエコノミーや劣等生企業の鏡となっている可能性がある。

今後、中国が過剰生産能力やゾンビ企業の淘汰を加速すれば、より多くの上場企業が受難の時代に突入するだろう。それでも、上海総合指数の動きに一喜一憂すれば、日本の投資家の目線も「劣等生」と同じものになってしまう。だから、筆者は上海総合指数に基づいて中国経済を判断するのは時代遅れだと言い続けてきた。

最後に、1つのエピソードを紹介しよう。現在、中国で約10億人が使っている人気SNS「We chat」を提供しているテンセントは2004年に香港上場を果たした。記憶ではIPO（新規株式公開）価格

は3〜4香港ドルで、証券系シンクタンクの香港現地法人に駐在していた筆者は営業やアナリストらと一緒に、東京の機関投資家にテンセント株を推奨していた。

当時、ほとんどの資産運用者から聞かれたのは、国有企業改革や不良債権処理、不動産バブルといった質問で、テンセントという会社のビジネスモデルや成長性にほとんど興味を示さなかった。しかし、その後の同社の株価上昇や事業の成長を予見できた投資家がはたしてどれだけいたのか、疑問だ。

念のために筆者はテンセント株を推奨する意図はまったくないと断っておくが、現在でも中国経済について当時と同じような質問をしてくる投資家が少なくない。上海総合指数へのこだわりを断ち切らなければ、次のテンセントを見逃す二の舞いを演じかねない。

Irish Stock Exchange Overall Index

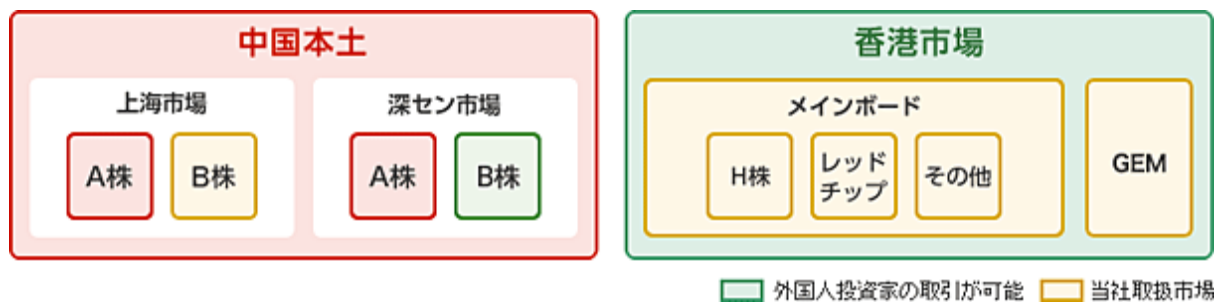


source: tradingeconomics.com

Irish Stock Exchange Overall Index



source: tradingeconomics.com



Hong Kong Stock Market Index (HK50)



source: tradingeconomics.com

Hong Kong Stock Market Index (HK50)



source: tradingeconomics.com

Shanghai Stock Exchange Composite Index



source: tradingeconomics.com

Shanghai Stock Exchange Composite Index



source: tradingeconomics.com

Switzerland Stock Market Index (CH20)



source: tradingeconomics.com

Canada Stock Market Index (TSX)



source: tradingeconomics.com

Canada Stock Market Index (TSX)



source: tradingeconomics.com

Vienna Stock Exchange Austrian Traded Index



source: tradingeconomics.com

US Dollar Swiss Franc



source: tradingeconomics.com

Australia Stock Market Index (AU200)



source: tradingeconomics.com

Australia Stock Market Index (AU200)



source: tradingeconomics.com

Euro Area Stock Market Index (EU50)



source: tradingeconomics.com

NZX 50 INDEX GROSS



source: tradingeconomics.com

NZX 50 INDEX GROSS



source: tradingeconomics.com

インドSENSEX

単位:ポイント



単位:ポイント



欧州株式市場のポイント

「ヒト、モノ、カネ、サービス」の自由化によって国際競争力を高めています。

ドイツのシーメンスやフォルクスワーゲン

フランスのLVMH モエ・ヘネシー・ルイヴィトン

欧州地域には伝統がありブランド力の高い国際的に活躍する企業が多く

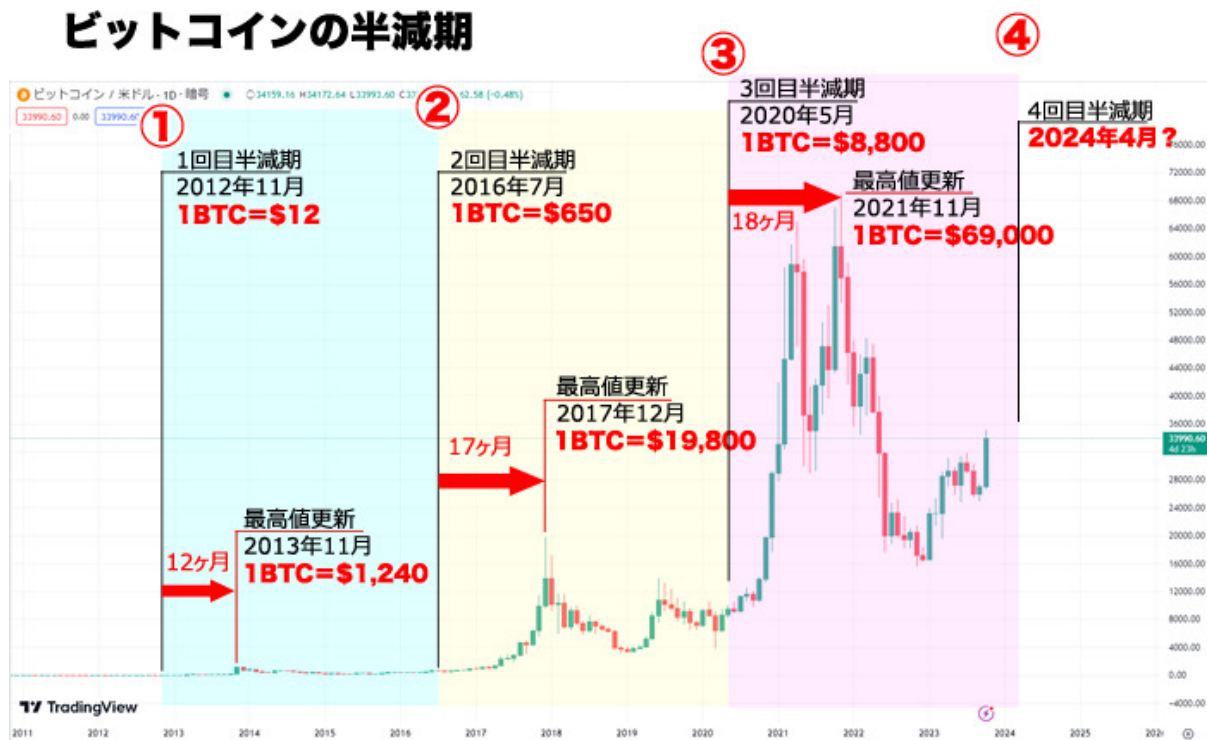
<ビットコインは金の受け皿になりうるか？ー検討>

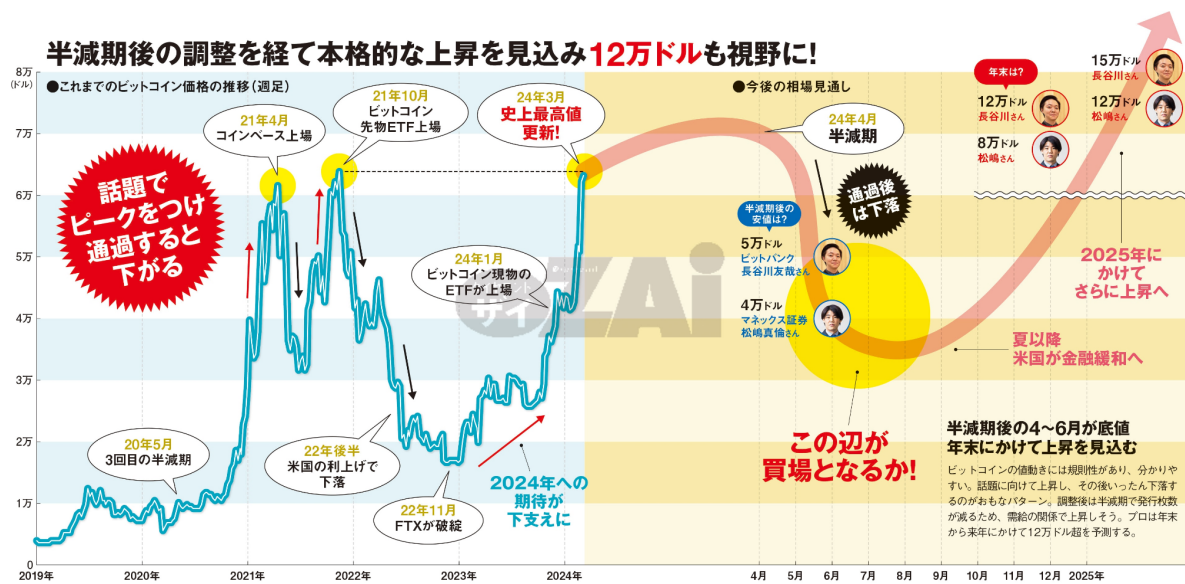
過去の金価格・金相場



<半減期と等比数列>

ビットコインの半減期





<金とビットコインの相関係数—有事に順相関へ>



【A】世界の中央銀行による金の購入量*

(2010年～2024年、年次)



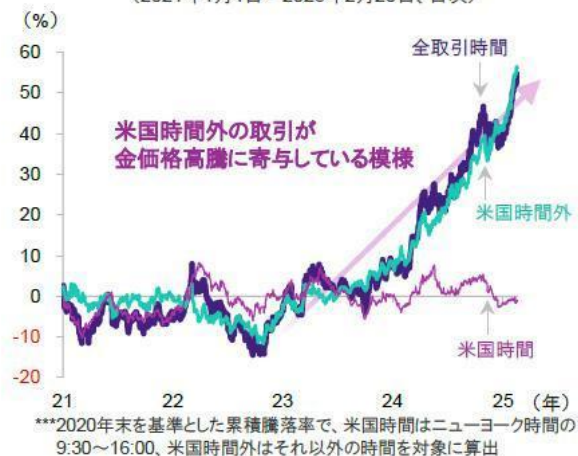
【B】米国以外の中央銀行が保有する米国債の残高**

(2021年1月6日～2025年2月19日、週次)



【C】取引時間別の金の累積騰落率***

(2021年1月4日～2025年2月20日、日次)



Bitcoin, Gold Printed Rare Simultaneous Records on Tuesday



<おまけー半導体SOX>

Vol.1959

2024年01月24日

PDFをダウンロード

日興アセット

半導体市場好転の中、SOX指数の上昇余地を考える

～シリコンサイクルとともに注目される半導体のスーパーサイクル～

世界の半導体市場は、2022年後半以降、コロナ禍でのテレワーク普及や巣ごもり消費による電子製品特需の反動などから軟調に推移しました。しかし、足元では、2023年11月の世界の半導体売上高が1年2ヵ月ぶりに前年同月比でプラスを記録するなど、明るい材料がみられます。そこで本稿では、世界の半導体市場と、米国に上場する半導体関連株式で構成されるSOX指数について、短中期的・長期的、双方の視点から今後を展望してみます。

シリコンサイクル好転はSOX指数堅調を裏付け

短中期的視点でみると、世界の半導体売上高の伸び率(前年同月比)は、3～4年周期で好・不

調が入れ替わる傾向があります(左下グラフ)。これは、一般にシリコンサイクルと呼ばれており、技術革新の速い半導体産業では設備投資のタイミングや在庫管理が難しく、しばしば供給過多や需要不足が起きることが原因とされています。

このシリコンサイクルに対し、SOX指数の伸び率(前年同月比)は、先行性を伴いながら同様のサイクルを描いており、直近のサイクルでは、2023年の前半から、半導体市場の回復期待を織り込む動きが進んでいたことが読み取れます。

そのため、世界の半導体売上高の改善は、期待先行によるSOX指数上昇を実体面で裏付けるものとみられ、過去のシリコンサイクルの傾向に照らせば、半導体市場とSOX指数ともに、しばらく堅調な推移が続くと期待されます。

スーパーサイクルによる長期的な上昇に期待

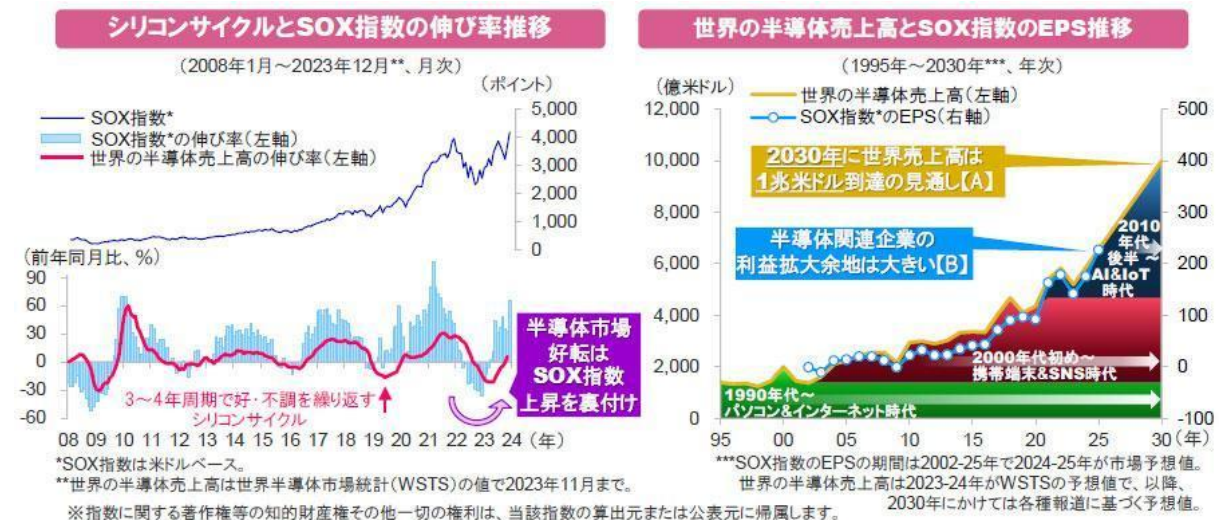
長期的視点でみると、半導体市場は現在、需要が増加基調を辿るスーパーサイクルにあるとみられます。

なぜならば、AI(人工知能)やIoT(モノのインターネット化)などが産業や社会を大きく変える中、高速処理が可能な演算装置や各種センサーといった半導体への需要が増えているためです。また、データセンター向けのメモリ(記憶装置)に加え、脱炭素の流れからEV(電気自動車)や省エネ化に不可欠なパワー半導体(電力効率向上に寄与)への需要拡大も予想されています。

こうした背景から、複数の民間機関が世界の半導体売上高は2030年には1兆米ドルに達すると予測しており(右下グラフ【A】)、2020-30年の10年間の同売上高の増加率は年率+8.7%と、2000-20年の同+3.9%から加速度的なペースでの成長となる見込みです。これは、シリコンサイクルが今後、低迷に向かう場合でも、調整幅が従前より浅くなる可能性を示唆しています。

他方、SOX指数に目を向けると、同指数のEPS(1株当たり利益)は世界の半導体売上高の動きに概ね沿った拡大が続いています(右下グラフ【B】)。

半導体株はシリコンサイクルや株式市場の動向に影響される点には留意が必要ではあるものの、上述のスーパーサイクルを背景に半導体株のEPSがさらに拡大すれば、SOX指数の長期的な上昇が期待されます。



信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成

上記は過去のもの及び予想であり、将来を約束するものではありません。

ん。

2020/12/31			2024/7/10		
	銘柄名	ウェイト		銘柄名	ウェイト
1	ブロードコム	8.3	1	エヌビディア	12.9
2	クアルコム	7.9	2	ブロードコム	11.4
3	インテル	7.9	3	AMD	7.7
4	テキサス・インスツルメンツ	7.8	4	TSMC	4.4
5	エヌビディア	7.4	5	ラムリサーチ	4.2
6	マイクロン・テクノロジー	4.5	6	アプライド・マテリアルズ	4.1
7	TSMC	4.3	7	KLA	4.1
8	アナログ・デバイセズ	4.1	8	ASML	4.0
9	アプライド・マテリアルズ	4.0	9	インテル	3.9
10	ラムリサーチ	4.0	10	マイクロン・テクノロジー	3.8
11	KLA	3.8	11	マーベル・テクノロジー・グループ	3.8
12	NXPセミコンダクターズ	3.8	12	テキサス・インスツルメンツ	3.6
13	AMD	3.8	13	NXPセミコンダクターズ	3.6
14	ASML	3.5	14	クアルコム	3.6
15	マイクロチップ・テクノロジー	3.4	15	アナログ・デバイセズ	3.5
16	ザイリンクス	3.3	16	マイクロチップ・テクノロジー	3.4
17	マーベル・テクノロジー・グループ	3.1	17	モノリシック・パワー・システムズ	3.2
18	スカイワーク・ソリューションズ	2.4	18	オン・セミコンダクター	2.5
19	テラダイン	1.9	19	グローバルファウンドリーズ	2.3
20	コルボ	1.8	20	テラダイン	1.9
21	モノリシック・パワー・システムズ	1.6	21	インテグリス	1.7
22	オン・セミコンダクター	1.3	22	スカイワーク・ソリューションズ	1.4
23	インテグリス	1.2	23	コルボ	0.9
24	クリー	1.1	24	コヒレント	0.9
25	インファイ	0.8	25	アムコー・テクノロジー	0.8
26	MKSインスツルメンツ	0.8	26	ラティスセミコンダクター	0.6
27	ラティスセミコンダクター	0.6	27	ラムバス	0.5
28	シリコン・ラボラトリーズ	0.5	28	アレグロ・マイクロシステムズ	0.5
29	ブルックス・オートメーション	0.5	29	アクセリス・テクノロジーズ	0.4
30	CMCマテリアルズ	0.4	30	ウルフスピード	0.2
		100.0			100.0

SOX指数長期チャート
1994年5月末～2025年1月



- ITバブルが発生した2000年前後に大きく上昇しています。1998年8月末193ポイントから2000年3月末は1181ポイントと約1年半で約6倍の上昇となっています。ただし、2002年9月には238ポイントとなり、こちらは約1年半で逆に約1/6となりました。【1年半で6倍の後、1年半で1/6】
- リーマンショック前の2003年～2007年の株価上昇局面でも半導体関連銘柄は上昇しましたが、2000年前後や2010年代ほど極端な上昇とはなりません。当時はBRICsをはじめとする新興国株式ブームで、先進国株式でも新興国に関連した銘柄が大きく上昇したマーケットでした。
- リーマンショック後の最安値は2009年2月末の199ポイントです。
- リーマンショック後から右肩上がりですが、特に2016年以降の上昇が大きくなっています。
- 2016年以降は5G・AI・IoT・クラウドなどで半導体の需要が莫大に増え、半導体サイクルがなく継続的に成長していくスーパーサイクルに入るとも言われ期待感が高まりました。
- ただし、特に2018年～2019年は米中貿易戦争の影響を大きく受け、変動率(ボラティリティ)が大きい展開となりました。
- 新型コロナウイルスの影響で2020年3月末には1,510ポイントまで下落しましたが、その後は大きくリバウンドしました。
- 2021年1月14日には初めて3,000ポイントを超え、2021年12月には4,068ポイントまで上昇しています。
- 2022年に入り、金利上昇の影響で成長株が多いSOX指数は下落しました。2022年9月には2,300ポイント前後まで下落しました。
- その後リバウンドし、2024年7月10日には5,904ポイントまで上昇しました。

こちらではSOX指数に関連する投資商品を紹介します。

まず、最もシンプルなのがSOX指数をベンチマークとするETFの「iシェアーズPHLXセミコンダクターETF(SOXX)」です。

しかし、金融庁登録を行っていないため、日本国内では取扱いできません。

iシェアーズは多くのテーマ型ETFを国内で取扱いしているのでブラックロックには手続きをお願いしたいものです。

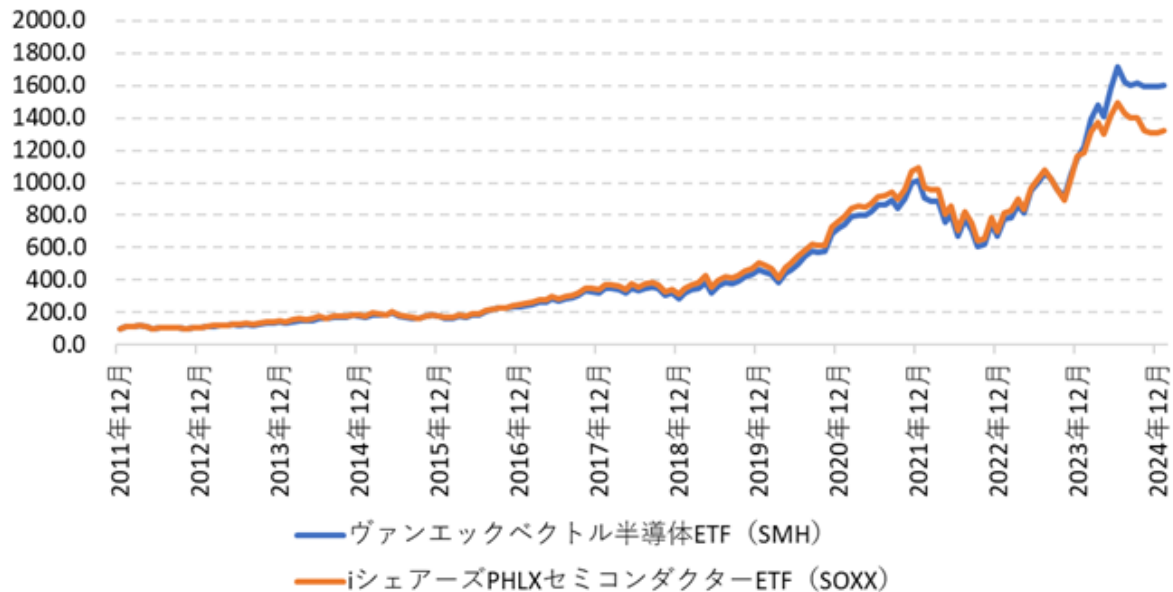
他のETFではSOX指数がベンチマークではありませんが、ほぼ同様の動きをする「ヴァンエックベクトル半導体ETF(SMH)」というETFがあります。

ベンチマークは「マーケット・ベクトル米国上場半導体25インデックス」です。

こちらは金融庁登録されており、日本国内からも売買が可能です。

参考までに「ヴァンエックベクトル半導体ETF(SMH)」とSOX指数がベンチマークである「iシェアーズPHLXセミコンダクターETF(SOXX)」の比較チャートを掲載します。

半導体関連ETF (SMHとSOXX) の比較チャート
2011年12月～2025年1月



ベンチマークは異なりますが、これだけパフォーマンスが類似していれば「ヴァンエックベクトル半導体ETF (SMH)」をSOX指数の代替として活用できそうです。

ただし、2024年のように乖離することもあります。(2024年の乖離はエヌビディアの保有比率の違いが主な要因です)

また、下記の3倍ブルベアETFも売買が可能です。

- Direxion デイリー半導体株ブル3倍ETF (SOXL)
- Direxion デイリー半導体株ベア3倍ETF (SOXS)

ただし、ブルベア型ETFについては長期で保有するとパフォーマンスの乖離(減価)が大きくなるため注意が必要です。

- ブルベアファンドの問題点についてはこちらを参照: [ブルベアファンドの仕組みと問題点](#)

また、資金的に余裕がある方は、SOX指数構成銘柄の上位10銘柄程度をまとめて購入しても良いでしょう。

それでもSOX指数とほぼ同じパフォーマンスを享受することができます。