



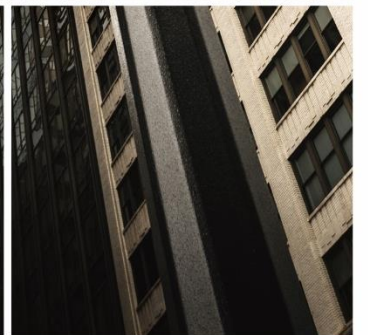
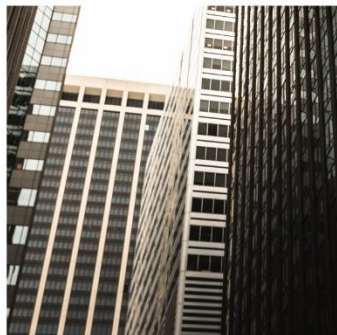
# AIZAWA GLOBAL MONTHLY

アイザワ・グローバルマンスリー

2023 4月号

(2023年4月10日発行)

審査番号：230404-A1





## グローバル展望：SVBの破綻で米軟着陸シナリオに変調

3月10日に起きたシリコンバレー銀行（SVB）の破綻をきっかけに、米国経済の軟着陸シナリオに変調が生じ始めている。同行が破綻した直接の原因は、大量の要求払預金で満期保有目的の有価証券（米国債やMBS）を購入して含み損が膨らんだところに、取引先であるスタートアップ企業の現金燃焼によって預金が急速に流出して流動性が枯渇したためだが、本質的には金利の急上昇が誘発した資産と負債のミスマッチと捉えるべきだろう。米ウォールストリート・ジャーナルの報道によると、SVBと同様なリスクを抱えている米銀は186行に上り、多数の中小銀行が預金の急速な流出に見舞われ、米金融当局はその対応に追われている。また米国発の金融不安は欧州にも飛び火し、大手金融機関の信用不安を増幅させ、UBSによるクレディ・スイスの買収を早める結果となった。

金融不安の収束が見えない中、FRBは3月のFOMCで政策金利のレンジ上限を4.75%から5.00%に引き上げ、ターミナルレートの予想上限を5.15%に据え置いた。足元米国のインフレ率は依然6%台と高止まりしているため、FRBはインフレ退治と金融リスク防止の両睨みという難しい舵取りを迫られそうだ。株式市場では高金利・QT維持によるPERの低下に加え、企業業績の減速に伴うEPSの低下が見込まれ、当面バリュー株優位の相場展開を想定している。また、リスクシナリオへの備えとして、米国債や金など安全資産にも注目したい。アジア新興国に目を向けると、中国は3月の全人代で5%前後の経済成長率目標を定め、ゼロコロナ政策で落ち込んだ経済の立て直しに注力していく構えだ。ASEAN諸国は米国の金融政策を睨みながら引締めサイクルの終了を検討する段階にきているものの、物価高止まりと輸出減速などを考えると経過観察を要する。アジア新興国の物色対象として、割安な銀行や資本財、脱コロナで業績の回復が見込まれる小売、観光関連銘柄に注目したい。（王曦）



## 主要市場の株価騰落率

主要株価指数	2022年 騰落率	2023年 3月末	年初来 騰落率	実績 PER	予想 PER	市場の時価総額 (百万米ドル)	為替レート (3月末)
NYダウ工業株30種	-8.78%	33,274.15	0.38%	19.79	17.11	43,145,405	1米ドル= 132.860 円
日経平均株価指数	-9.37%	28,041.48	7.46%	23.05	17.04	5,657,506	—
上海総合指数	-15.13%	3,272.86	5.94%	14.29	12.81	10,951,614	1元= 19.302 円
香港ハンセン指数	-15.46%	20,400.11	3.13%	13.13	9.69	5,411,757	1香港ドル= 16.918 円
ハンセン中国企業指数	-18.59%	6,968.86	3.94%	9.95	8.83		
韓国総合株価指数	-24.89%	2,476.86	10.75%	12.59	13.90	1,757,105	100ウォン= 10.204 円
台湾加権指数	-22.40%	15,868.06	12.24%	13.43	15.15	1,834,519	1台湾ドル= 4.374 円
シンガポールST指数	4.09%	3,258.90	0.23%	13.10	10.72	419,156	1シンガポールドル= 99.757 円
FTSEブルサマレーシアKLCI指数	-4.60%	1,422.59	-4.87%	14.99	13.01	369,230	1リンギット= 30.207 円
タイSET指数	0.67%	1,609.17	-3.57%	19.56	15.59	576,035	1バーツ= 3.889 円
ジャカルタ総合指数	4.09%	6,805.28	-0.66%	15.08	13.40	629,455	100ルピア= 0.886 円
フィリピン総合指数	-7.81%	6,499.68	-1.02%	14.03	12.29	238,383	1ペソ= 2.449 円
ベトナムVN指数	-32.78%	1,064.64	5.71%	13.96	10.24	232,676	100ドン= 0.566 円
イスラエルテルアビブ35種指数	-9.16%	1,739.11	-3.22%	8.13	8.23	214,320	1シエケル= 36.917 円

※時価総額は各国・各地域の市場全体の時価総額を記載 [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最終ページに記載させていただきました。ご確認の程、宜しくお願いいたします。

## 4月のタイムテーブル

日程	国内	海外
3日(月)	1Q日銀短観	米3月ISM製造業景況指数
4日(火)	3月マネタリーベース	米2月製造業受注
5日(水)		米3月ISM非製造業景況指数 米2月貿易収支
7日(金)	2月家計支出 2月景気動向指数(速報)	米休場 米3月雇用統計
10日(月)	2月経常収支 3月景気ウォッチャー調査	
12日(水)	2月機械受注 3月国内企業物価指数	米3月消費者物価指数(CPI)
13日(木)	3月マネーストック(速報)	米FOMC議事録公表 米3月生産者物価指数
14日(金)		米3月小売売上高 米3月鉱工業生産指数 米4月ミシガン大学消費者マインド(速報)
18日(火)		米3月住宅着工件数 中国1Q GDP
19日(水)	2月鉱工業生産(確報)	英国3月消費者物価指数(CPI)
20日(木)	3月貿易収支(速報)	米地区連銀経済報告 米3月中古住宅販売件数
21日(金)	3月全国消費者物価指数(CPI)	米4月製造業PMI
25日(火)		韓国1Q GDP
26日(水)		米3月耐久財受注
27日(木)		米1Q GDP 米1Q個人消費
28日(金)	日銀金融政策決定会合 3月失業率 3月鉱工業生産(速報)	米4月ミシガン大学消費者マインド(確報) ユーロ圏1Q GDP 台湾1Q GDP
30日(日)		中国4月製造業PMI

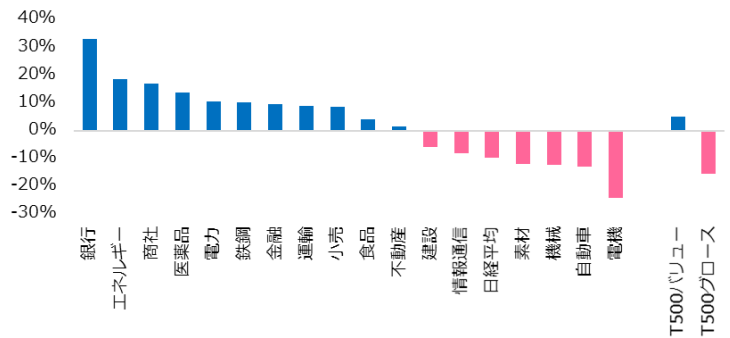


## 日本経済・マーケット動向

### 昨年はバリュー株相場

昨年、東証は投資家にとって魅力的で分かり易い株式市場に生まれ変わることを目指して、市場区分を新しくプライム、スタンダード、グロースという3つに変更した。ニューヨーク、ロンドン、香港などともに、グローバルな資金の呼び込みを狙った市場改革であったが、2022年を振り返ると主要国の株式市場が冴えないなか、日経平均の年間騰落率も9.4%安であった。しかし、中身をみると意外にも上昇した業種が多く、バリュー株に至っては5.4%高であった。

業種別騰落率（2022年の1年間）



※業種別は東証業種別株価指数・TOPIX17シリーズ、T500バリュー、グロースは東証 TOPIX500バリュー、グロース。[出所：Quick]

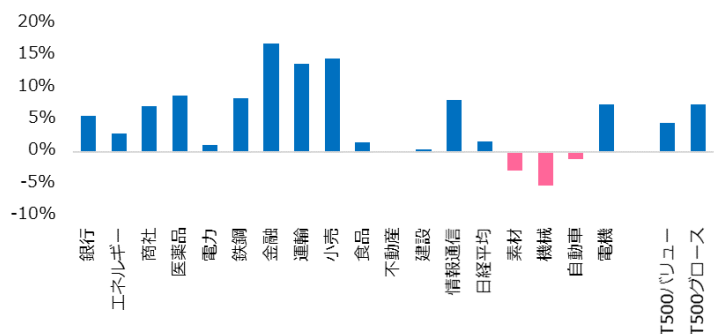
### 東証の取り組みがバリュー株相場の後押し

バリュー株が見直された背景には、東証は市場区分の見直しのみならず、上場企業に対して資本コストを意識した経営の推進など、中長期で企業価値の向上に向けた取り組みを要求していることがある。簡単に言えば、バリュー株への挺入れを打ち出す方針である。フォローアップとして、東証が上場企業に改善を要求する指標はPBR1倍以下の株価である。PBRは（株価／一株当たりの自己資本）によって計算され、PBRが1倍以下の企業は、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないと言える。投資家にとって東証のPBRの改善要求は、投資家に代わって東証が企業に株価へのプレッシャーをかけることになることが期待される。PBRは株価の上昇か一株当たりの自己資本の減少が必要となるが、株価上昇への取り組みについては、魅力的な事業計画の発表、IRの強化など投資家へのアプローチがあり、自己資本の減少については利益を内部留保として蓄えず、株主還元（配当）の充実などが考えられる。つまり、上場企業は東証によってより株主の方向を向いた経営が求められ、最近のバリュー株相場にはこの動きを期待したものといえる。

### グロースにも資金が流れ始めてきた

一方で、2023年の業種別騰落率をみると、2022年を年間プラスで終えた業種が引き続き堅調に推移しているなか、2022年の年間騰落率がワーストであった電機がプラスとなっており、バリュー株とグロース株についてもパフォーマンスは逆転している。4月からスタートする新年度の相場では、昨年のバリュー株相場に加え、昨年はずぶっていたグロース株が出番となりそうな雰囲気となっており、2023年はバリュー株、グロース株ともに株価が再評価される期待が高まろう。（横山泰史）

業種別騰落率（2022年末～2023年3月末）



※業種別は東証業種別株価指数・TOPIX17シリーズ、T500バリュー、グロースは東証 TOPIX500バリュー、グロース。[出所：Quick]



## アフターコロナでインバウンド需要に回復期待

### 世界中で動き出す人 ～アフターコロナ銘柄を狙え

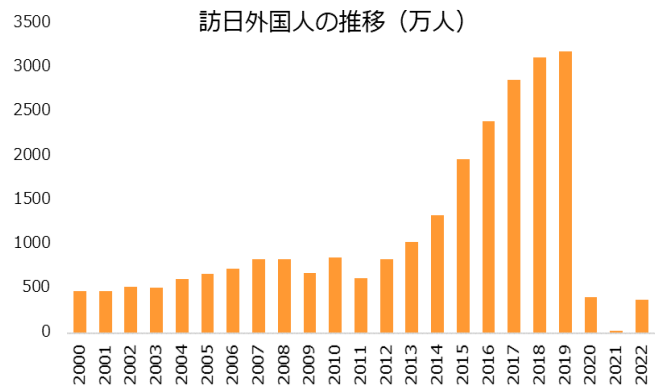
新型コロナ騒ぎが始まっておよそ3年が経過した。一時は猛威を振るった新型コロナであるが、今年3月には屋内でもマスクの着用は原則個人の判断となり、5月には感染症法上の分類が5類に引き下げられてインフルエンザと同じ扱いとなる予定、人々の日々の暮らしはようやく通常に戻りそうである。ここで株式市場として期待したいのは、新型コロナによって苦境に直面していた業界のV字回復である。東京の街を見渡すと、様々な場所で一時はゴーストタウンとなっていたことが嘘かのように、賑わいを感じられる。なかでも特徴的なことは、海外からの観光客が目立つことだろう。下のグラフは、日本を訪れた外国人旅行者の推移であるが、ピークであった2019年には3200万人弱にまで迫った年間の外国人旅行者数が、新型コロナの影響によって、大きく落ち込んだことがみてとれる。新型コロナの落ち着きによって、海外からの旅行者数は2019年のレベルを目指して回復することが予想される。

### いまや買い物天国の日本

日本の物価はバブル崩壊後の長期間に渡るデフレと最近の円安ドル高によって、諸外国からみて魅力的な水準となっている。昨年末、自国と日本における販売価格差に目をつけた外国人転売業者の爆買いが報道されたが、その内容は、外国人が日本で消費税が免除される免税でiPhoneを大量に購入、その消費行動に対して国税庁は個人使用の免税に該当しないと指摘して、アップル日本法人が追徴課税されたというものである。外国人からみて日本は単に観光で訪れるのみではなく、安く買い物をする位置付となっており、これらを総合的に考えると外国人旅客者数はピークの2019年を超えて、新たなステージ入りとなっても不思議ではないだろう。

### アフターコロナで電鉄株に恩恵か

そこで注目したいのが電鉄株である。電鉄株の株価を2019年12月30日と比較してみると、多くの銘柄がマイナスとなっている。電鉄株は新型コロナによって大きな影響を被った業界の一つだが、コロナの落ち着きにより街中や観光地が賑わいをみせるなか、業績V字回復への期待が高い業界であろう。業績とともに株価の回復にも期待したい。(横山泰史)



[出所: JNTO、アイザワ証券作成]

### 電鉄株の株価・予想 PER・PBR・騰落率

銘柄	株名	株価(円)	PER(倍)	PBR(倍)	騰落率
9001	東武	3170	26.2	1.36	-19.8%
9003	相鉄HD	2268	40.3	1.53	-23.5%
9005	東急	1762	49.2	1.47	-12.7%
9006	京急	1259	23.1	1.28	-40.3%
9007	小田急	1720	17.1	1.75	-32.6%
9008	京王	4645	60.3	1.61	-29.7%
9009	京成	4075	26.5	1.74	-3.9%
9010	富士急	4390	160.7	9.26	3.9%
9020	JR東日本	7335	46	1.12	-25.6%
9021	JR西日本	5457	22.7	1.28	-42.2%
9022	JR東海	15810	22	0.83	-28.1%
9041	近鉄GHD	4265	10.6	1.82	-28.0%
9042	阪急阪神	3925	21	1.03	-16.1%
9044	南海電鉄	2925	32.7	1.28	-1.4%

※株価・予想 PER・PBR は 2023 年 3 月 31 日現在の株価、予想 PER は 2022 年度の Quick 予想、騰落率は 2019 年 12 月 30 日～2023 年 3 月 31 日。

[出所: Quick、アイザワ証券作成]

# 日立製作所 — 横山 泰史

Hitachi Ltd

業種：電気機器

## グローバルなDX、GX銘柄

同社は、様々な事業や子会社を抱える巨大なコンглоメリット企業的印象が強いが、過去数年間ではノンコア事業は売却、成長分野のコア事業に経営資源を集中するなど選択と集中を進めている。なかで、DX（デジタルトランスフォーメーション）、GX（グリーントランスフォーメーション）がグローバルな成長分野として注目度が高い。DXでは1兆400億円でグローバルロジックを買収、グローバルなDX企業に名乗りを挙げ、GXではスイスのABBからパワーグリッド事業を約7500億円で買収、世界最大級のパワーグリッド企業となっている。事業の選択と集中、成長ドライバーの姿が現在の日立である。

## 決算見通し

2023年3月期通期の会社予想は、売上高が前期比2.8%増の10兆5500億円、調整後営業利益は同2.0%増の7530億円となっている。グローバル経済に減速感がみられ、資源価格の高騰やサプライチェーン問題などによる原材料価格の高騰といったマイナス材料があったものの、主要通貨に対する円安やグローバル経済の新型コロナからの回復によって、増収増益となる見通しになっている。

## M&Aや輸出拡大を通じた持続的な成長に期待

足元では受注が好調に推移している。第3四半期（22年10-12月の3カ月）の受注状況は、デジタルシステム&サービスが前年同期比22%増の6513億円、旧ABBのパワーグリッド事業が含まれる日立エナジーは同15%増の5544億円と2桁の伸び率となっており、日立エナジーの2022年12月末の受注残高は過去最高となる約2.5兆円であった。鉄道の受注も前年同期比135%増の6665億円と好調に推移しており、2022年12月末の同事業の受注残高は約3.9兆円にまで拡大した。3月には自動車部品事業を手掛ける傘下の日立Astemoの一部株式をホンダなどに売却を発表している。

## 株式データ

2023/3/31 現在

株価	7252円
売買単位	100株
時価総額	6兆8029億円
予想 PER	10.7倍
ROE	14.83%
52 週高値	7463円
52 週安値	5665円

## 業績推移

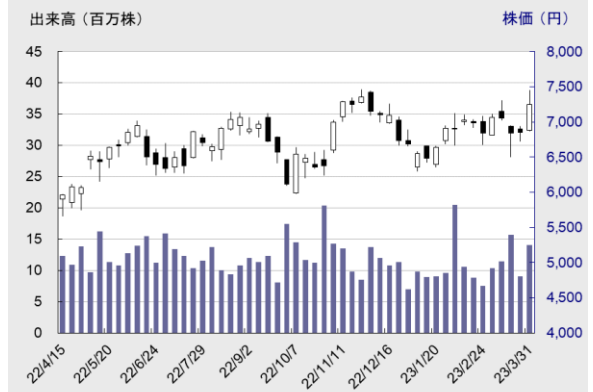
【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'21/3	87,292	-0.4%	5,016	472.6%	519.2	105.0
'22/3	102,646	17.6%	5,834	16.3%	603.8	125.0
'23/3予	105,500	2.8%	6,300	8.0%	664.3	未定

単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

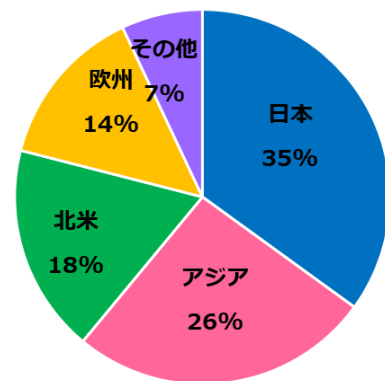
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

## 株価チャート(週足2022年4月15日～2023年3月31日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## 地域別売上高構成比(2022年3月期)



[出所：会社資料、アイザワ証券作成]

# 東京エレクトロニクス — 横山 泰史

Tokyo Electron Ltd

業種：電気機器

## 半導体製造装置で世界トップ4の一角

半導体製造装置の分野では、売上規模で世界トップ4の一角を占める。2022年3月期通期の決算では、売上高が2兆38億円と同社としては初めて2兆円の大台を突破した。半導体の製造工程は前工程と後工程に大きく分かれているが、東京エレクトロニクスは前工程の製造装置に強みを持ち、なかでも最先端の分野に注力している。半導体製造装置以外ではフラットパネルディスプレイ製造装置（FPD）も扱っているが、売上高のうち、9割以上が半導体製造装置（SPE）である。SPEの売上高には新品以外にフィールドソリューションと呼ばれる中古機器やアフターサービスがあり、フィールドソリューションの売上高は売上高全体の22.8%を占めた。半導体製造装置の売上高は53%がロジック半導体向けで、47%がメモリ半導体向けであった（2022年3月期通期実績）。

## 2023年3月期の見通し

2023年3月期通期の会社予想は、売上高は前期比8.3%増の2兆1700億円、営業利益は同3.2%減の5800億円、純利益は同0.9%減の4330億円となっている。営業利益、純利益は減少する見通しであるものの、一株当たりの通期の配当金については1588円（含む記念配200円）と増配の予想。これは、今後の業績に対する会社側の自信の表れであるととらえている。株式については、個人投資家が購入しやすいように3月31日を基準日として1株を3株とする株式分割を実施している。

## M&Aや輸出拡大を通じた持続的な成長に期待

足元では経済安全保障上の問題から、最先端の半導体製造装置について、米国の中国に対する輸出規制の圧力が高まっており、日本政府は米国に追従する姿勢を表明している。このため、何らかの形で中国向けビジネスが減少することは避けられない状況となつてはきているが、既に2023年3月期に業績には規制の影響の多くが織り込まれており、一方で半導体投資は米国、欧州、韓国、台湾、日本など新たなサプライチェーンの枠組みとして構築される地域に向かうことが予想され、今後も成長が期待できるであろう。

### 株式データ

2023/3/31 現在

株価	16040円
売買単位	100株
時価総額	7兆5649億円
予想 PER	17.3倍
ROE	37.22%
52週高値	20338.8円
52週安値	11469円

### 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'21/3	13,991	24.1%	2,429	31.2%	521	260
'22/3	20,038	43.2%	4,371	79.9%	936	468
'23/3予	21,700	8.3%	4,330	-0.9%	925	529

単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

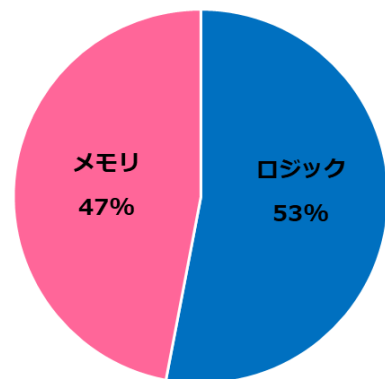
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

### 株価チャート（週足2022年4月15日～2023年3月31日）



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

### 半導体製造装置の売上高構成比（2022年3月期）



[出所：会社資料をもとにアイザワ証券作成]

# Macbee Planet — 横山 泰史

Macbee Planet, Inc

業種：サービス

## インターネット広告支援を展開

Macbee Planetは2015年に設立されたウェブマーケティング支援企業である。インターネット社会の到来によって高まっているインターネットマーケティングの重要性を追い風に事業を急拡大させている。2020年3月には株式を上場、設立7年目となった前期の決算では売上高144億円を達成している。成長戦略として、M&Aで2021年にAlpha、2023年にはインターネットマーケティングを手掛けるネットマーケティングを買収しており、来期の決算ではネットマーケティングの売上高が本格的に寄与する見通しである。

## データ分析精度の向上で成功報酬は増加

2023年4月期第3四半期累計（2022年5月～2023年1月の9カ月）の決算は、売上高が前年同期比30.5%増の140億円、営業利益は同68.9%増の15億円であった。第3四半期累計の決算が想定以上に好調に推移したことから、2023年4期通期の業績予想の上方修正を発表しており、売上高は従来の170億円をから+20億円となる190億円、営業利益は従来の16億円から+4.5億円となる20.5億円に引き上げられた。業績予想の上方修正をおこなった背景には、テクノロジーの活用によるデータ分析精度の向上による成果報酬の増加があり、成功報酬の増加によって売上高と粗利益率は改善傾向、これによって営業利益の見通しは上方修正された。

## ネットマーケティングを買収

トピックとしては、2023年3月に主にアフィリエイト広告を手掛ける事業を展開していたネットマーケティングを完全子会社化（同社が運営していたメディア事業は既に分社化済）した。ネットマーケティングは事業規模としては売上高が約117億円（22年6月期の総額表示）の企業で、買収金額は53.7億円であった。売上高、利益への貢献（連結化）は2023年5月から、資産・負債等の連結化は2023年4月からを予定しており、今期業績への影響は軽微であるが、来期からの貢献が期待される。

### 株式データ

2023/3/31 現在

株価	20260円
売買単位	100株
時価総額	658億円
予想 PER	47.0倍
ROE	33.05%
52 週高値	20640円
52 週安値	5130円

### 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'21/4	98	51.2%	5	107.4%	173.2	0.0
'22/4	144	47.5%	7	41.3%	235.8	0.0
'23/4予	190	31.7%	14	84.1%	431.4	0.0

単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

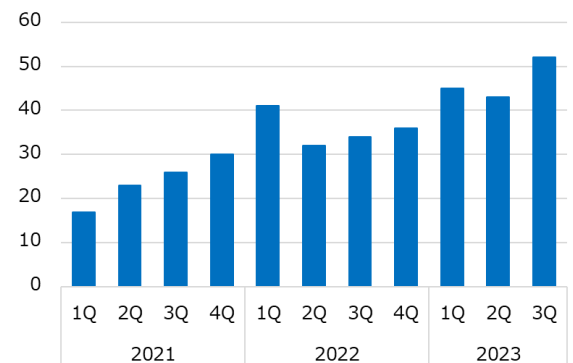
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

### 株価チャート（週足2022年4月15日～2023年3月31日）



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

### 四半期(3ヵ月)売上高の推移(億円)



※1Qは5-7月、2Qは8-10月、3Qは11-1月、4Qは2-4月

[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]





## 生成 AI ブームで注目されるユニコーン企業

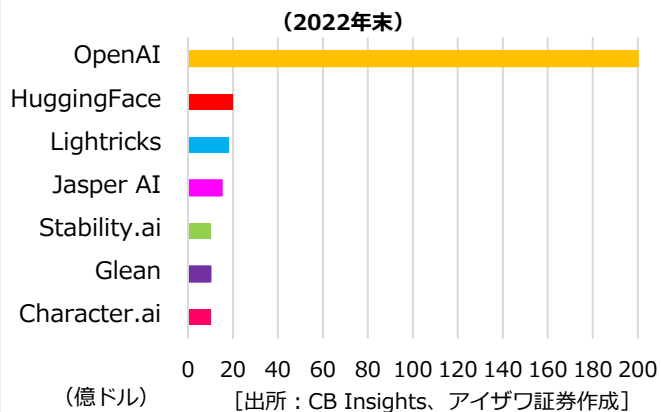
以新伝心

2022年末に米OpenAIが発表した高性能対話AI「ChatGPT」によって、世界中が生成AIに注目しており、関連記事やニュースを目にしない日はないと言っても過言ではない。今年の3月中旬、同社は次世代大規模言語モデル「GPT-4」を発表、ChatGPTでも有料会員向けに提供を始め、さらなる盛り上がりを見せている。

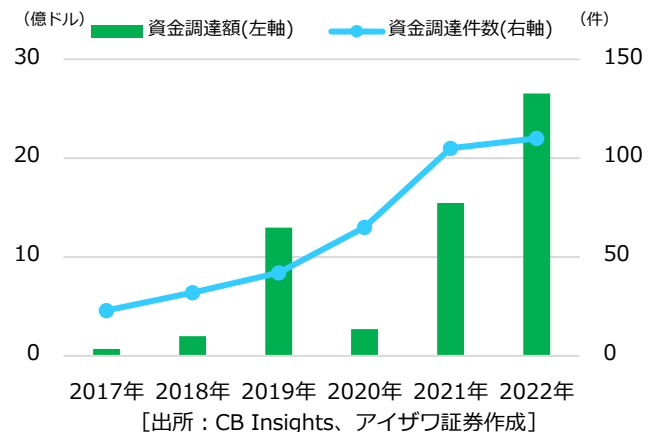
生成AIは今後のネット検索のあり方を大きく変える可能性を秘めている。画像処理や文章などの自動生成技術を持つAI技術の多くをスタートアップ企業が担っており、この技術を持っている企業に目を付けた大手テック企業などが相次いで出資をしている。2022年は特に生成AIスタートアップへの投資が急増した年で、資金調達額は110件、総額26億ドル（約3500億円）と2020年の10倍以上に拡大した。マイクロソフト（MSFT）が投資するOpenAIを筆頭に多くのスタートアップが巨額の資金調達に成功。資金調達額などから推計される世界の生成AI企業の価値は、主要な約100社の合計で480億ドル（約6.5兆円）とわずか2年で6倍に拡大した。生成AI開発企業全体の約6割を占めるOpenAI（約290億ドル）以外にも、複数の企業が10億ドル以上の「ユニコーン企業」に成長し、今後各社サービスの市場投入と本格利用拡大が期待できそうだ。

例えば、OpenAIの研究者が設立し、アルファベット（GOOGL）が出資している約29億ドルの企業価値を誇る「アンソロピック」（米国・未上場）、AI・機械学習に特化したプラットフォームを手掛け、AWSとも提携している「Hugging Face」（米国・未上場）、文章作成支援を含む生産性向上ツールである「Jasper AI」（米国・未上場）、文章を基に精巧な画像を生み出すソフトを開発している「Stability AI」（英国・未上場）などがある。生成AIの技術開発が加速すれば利用の裾野も広がり、多くの業界で実用化も期待できる。一方で、AIの生成した文章には誤りが含まれ、情報の不確実性など実際に利用を進めるには課題も多い。こうした課題を乗り越えられれば、様々な分野でスタートアップ企業が次世代技術の旗手を担う日も近いかもしれない。（高田仁美）

生成AIスタートアップの企業価値ランキング



生成AIスタートアップへの投資額・投資件数



「以新伝心」は、新しい出来事に着目し、心に伝えることをコンセプトにしたコラムです。投資の推奨を目的としたものではありません。



## 米国経済・マーケット動向

### 米国の経済動向

3月14日に発表された2月のCPI（消費者物価指数）は前年比6.0%上昇と市場予想とも一致し、前年比ベースでは8ヶ月連続の鈍化となった。変動の大きいエネルギーと食料品を除いたコアCPIは同5.5%上昇とこちらも市場予想通りとなり、5カ月連続の低下を見せている。項目別では、ガソリン価格が同2%下落、エネルギー全体では同5.2%上昇と引き続き伸び率の鈍化が見られ、食品・エネルギーを除いた商品全体では同1.0%上昇となった。一方でサービス価格（除エネルギーサービス）は同7.3%上昇（前月：7.2%）と上昇率の加速は続いており、構成比率の高い住居費も同8.1%上昇（前月：7.9%）とこちらも引き続き伸び率の加速が見られる。ただ、住居費については、先行指標とされるケースシラー住宅価格指数がピークアウトしていると言われており、2023年半ば頃の鈍化が期待されている。

22日のFOMCでは0.25%の利上げが全会一致で決定され、金利誘導目標上限を5.0%に設定した。利上げ幅は大方の市場予想と一致。会見では銀行業界の混乱を受けて利上げ休止を検討したものの、利上げを支持するコンセンサスは強かったと説明しており、インフレ率の低下に重点を置いている旨が示された。今回問題となった銀行破綻については、米国の銀行システムは高い流動性と資本を有しているため健全であり、安定性を保つためにあらゆる手段を行使する用意があるとの旨が示された。今回発表されたFOMC参加者による今後の見通し（ドットチャート）では23年末の金利予測中央値は5.1%と前回から予測を維持しており、24年末は4.3%と前回（4.1%）から引き上げている。（石塚博規）

### 米国の株式市場動向

3月の米国株式市場はシリコンバレー銀行等の破綻を受けて急落する場面も見られたが、その後に破綻銀行の預金救済策などが示されたことで警戒感も後退し、米国を代表する企業で構成されるS&P500種指数は3月に約3.5%上昇した。また、ハイテク企業の比率が高いナスダック総合指数は3月に約6.7%上昇、大型ハイテク株で構成されるナスダック100指数は昨年12月の安値から20%以上の上昇となったことから強気相場に入ったと言われている。ハイテク株の上昇は今回の米銀行の破綻を受けて米国債利回りは低下しており、割高感の薄れた高PER（株価収益率）の銘柄等が物色されたと思われる。

現在の株式市場は利上げサイクルの終了や将来的な利下げを期待した楽観的なムードがあるように感じられる。4月は第1四半期の決算発表時期となるが、現状ではS&P500種指数の利益成長予想は前年同期比4~5%程度の減少が見込まれているため、今後の業績見通しによっては下落する可能性が考えられ、注意が必要かもしれない。また、米国外でも懸念されるデータが見受けられる。2月のユーロ圏消費者物価は前年同月比8.5%とピーク時より鈍化は見られるものの、依然として高水準であり、ドイツやフランスなどの国では再びインフレ率が上昇する動きなども見られている。その様な環境下で利下げが議論されるのはまだ先だと考えられ、欧州景気の悪化が米国へと波及する可能性も考えられる。ただ、為替面而言えば、今後はユーロ高ドル安の方向に動く可能性もあるため、欧州売上比率の高い企業にとっては為替がプラスに働く可能性は考えられる。（石塚博規）



## 米国の銀行破綻問題について

米国では3月に相次いで銀行の破綻が発表された。破綻したのは資産規模で米銀行16位であったシリコンバレー銀行（2022年末の資産規模：約2090億ドル）と同29位のシグネチャー銀行（同：約1104億ドル）等で、シリコンバレー銀行の破綻はリーマンショックの起きた2008年に破綻したワシントン・ミューチュアルに次ぐ銀行破綻だと言われている。今回の破綻を受けて米銀行株は下落をみせており、米銀20行以上で構成されるKBW銀行株指数は3月に約25%の下落を見せた。

この2行が破綻した原因は預金の引き出しによる資金不足によるものだが、背景にはFRB（連邦準備理事会）による急速な金利引き上げが影響していると言われる。シリコンバレー銀行はスタートアップ企業（新興企業）向けの融資に特徴のあった銀行で、ベンチャーキャピタルが出資する米テクノロジー企業や生命科学系企業の半数近くと関係があったと言われていた。金利が上昇することで借入の支払い利息も増加するため、企業は借入が難しくなっており、また、株式市場が低迷していたことで公募などによる資金調達も圧迫されていた。そうした事から顧客企業の預金の引き出し需要は増加、手元の資金で対応しきれなくなったシリコンバレー銀行は金利上昇によって含み損となっていた債券等の売却や増資による資本調達を行い、何とか資金調達をしようとしていた。しかし、こうした動きがSNS等で拡散されることによって信用不安が拡大、また、ベンチャーキャピタルやヘッジファンドが同行からの資金引き揚げを勧告したこともあり、更なる預金の引き出しに拍車がかかった。1日で約420億ドルの預金が流出したと言われており、破綻に至った。

シグネチャー銀行はシリコンバレー銀行の問題を受けた3月10日に多額の預金が引き出されたことで連鎖的な破綻に追い込まれたと言われている。シグネチャー銀行へ波及した要因としては、暗号資産関連企業との取引が不安視されたことなど挙げられる。暗号資産業界は暗号資産取引所大手のFTXが昨年経営破綻したことで業界全体に不安が広まっていたことや、3月8日に暗号資産ビジネスに注力していたシルバークラウド・キャピタルが銀行業務を終了させ任意清算に入るとの発表をしていたことが波及を加速させた要因だと考えられる。

パウエルFRB議長は今回の破綻を2行の固有の問題で金融システム全体の問題ではないと評価している。両行とも特定の業種に偏る傾向がみられたことや利上げ局面での資産や負債の管理のずさんさが指摘されており、通常の銀行と比べれば「外れ値」だと説明している。今回の破綻を受けて、米国政府やFRBは2行に預けられていた預金の全額保護を発表。本来米国の預金保護は25万ドルまでで、それ以上は状況次第で基本的には保護されないことが多い。両行の場合、この保護範囲外の預金が全体の約9割を占めていたこともあり、今回の決定は安心感を与えたと思われる。今回全額保護に至った背景にはリーマンショックのような金融危機を再び起こしたくないとの政府や金融当局の意思が見られる。

因みに、シリコンバレー銀行の破綻を巡っては複数の気になる点も指摘されている。同行が破綻する前の2022年10月～12月に行った役員や主要株主などの内部関係者への融資は、同年7～9月に比べて3倍程度増えていたとのデータもあり、不正融資の可能性も浮上している。また、同行役員が破綻前に株式を売却していたとの情報もあり、今後の調査の中で注目されるかもしれない。（石塚博規）

# DIS (ウォルト・ディズニー・カンパニー) — 高田 仁美

The Walt Disney Company

業種:メディア

## 企業概要

ウォルト・ディズニー・カンパニー（以下、ディズニー）は世界中で複数事業を展開する総合エンターテインメント企業。2021年に事業構成を「ディズニーメディア&エンターテインメント・ディストリビューション」(DMED)部門と「ディズニーパーク・エクスペリエンス・プロダクト」(DPEP)部門の2部門に再編した。前者は有料テレビや「Disney+」、「ESPN+」、「Hulu」などのストリーミング・サービス、映画・コンテンツ、ライセンスなどの事業を、後者はディズニーランドなどのテーマパークやリゾート、消費者向け商品などの事業を手掛ける。

## 直近の業績動向:パーク&リゾート好調で増収増益

2023年1Q(10~12月)決算は、売上高が前年同期比7.8%増の235.1億ドル、純利益が同15.9%増の12.8億ドル、調整後EPSは0.99ドル。事業別の売上高は、DMED部門が同1.3%増の147.8億ドル、DPEP部門が同20.8%増の87.4億ドル。有料テレビ事業が同5%の減収だった一方、テーマパークやグッズ事業が全体の増収に寄与した。全体の粗利益率は、前年同期の33.2%から30.3%に低下した。ディズニーが注力している「Disney+」の有料会員数は前四半期比240万人減の1.62億人、クリケットに関する放映権を失ったことで、インドで「ディズニー+ホットスター」の解約が増えて純減になった。「Hulu」や「ESPN+」の会員数を合わせると2.35億人だった。ストリーミング・サービス事業はコンテンツ制作費などの増加により営業赤字が前年同期の5.9億ドルから10.5億ドルに拡大したものの、予想よりも小幅にとどまった。

## 今後の株価の見通し

アイガー最高経営責任者(CEO)は決算後の会見で、収益性とコスト最適化を目的に、合計55億ドル規模の大規模なコスト削減策を発表、今年の3月末から7000人の人員削減を開始した。これに加えて業務の合理化・効率化を図るため、主要事業をエンターテインメント部門(ストリーミングやテレビ、映画事業)、ESPN部門(スポーツネットワーク)、テーマパーク部門の3部門に再編する予定。同氏の取り組みによってディズニーの収益性が大きく改善すれば、今後株価も回復していく展開が想定される。

## 株式データ

2023/3/31 現在

株価	100.13ドル
売買単位	1株
時価総額	1829億1999億ドル
予想PER	24.71倍
ROE	3.6%
52週高値	139.261ドル
52週安値	84.07ドル

## 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	65,388	-6.1%	-2,864	赤字転落	3.23	0.88
'21/9	67,418	3.1%	1,995	黒字転換	2.29	0.00
'22/9	83,745	24.2%	3,145	57.6%	3.53	0.00

単位:百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

※1株利益は調整後ベース、1株配当は各決算期分をベースに行ったもの。

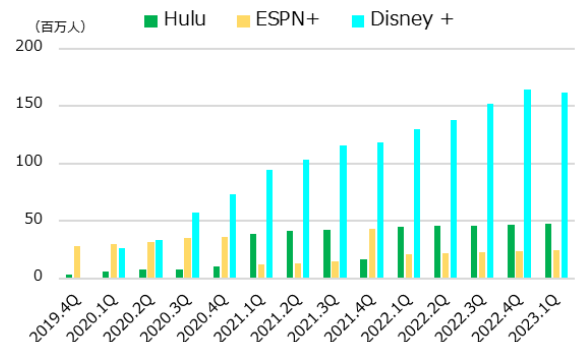
## 株価チャート(週足2022年4月15日~2023年3月31日)



[出所:株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

### 各動画配信サービスの有料会員数



[出所:会社発表資料、アイザワ証券作成]

## C(シティグループ) - 石塚 博規

Citigroup Inc

業種: 銀行

## 米国トップクラスの大手銀行

シティグループは1812年に創業した米国の大手総合金融サービス会社。法人・個人向け銀行ビジネスや投資銀行業、証券仲介業務などのサービスを提供しており、160近い国と地域に展開、約2億口の顧客アカウントを保有している。2022年末時点の総預金額は約1.4兆ドル、資産額では米国銀行で3位の規模を誇る。近年、同社は海外のリテール（個人向け）事業からの撤退に取り組んでおり、法人向けや富裕層向けへ事業へと注力している。

## 2022年第4四半期決算概要

1月中旬に発表された2022年第4四半期（10～12月）の決算では、営業収益が前年同期比5.8%増の180.1億ドル、純利益が同20.8%減の25.1億ドル、希薄化後1株利益は同20.5%減の1.16ドルとなった。営業収益は市場予想（179.6億ドル）を上回った一方で、1株利益は市場予想（1.18ドル）を下回った。営業収益の伸びは正味受取利息の増加が主な要因であり、FRB（連邦準備理事会）による利上げと米個人・富裕層のローンの伸びが影響した。一方で、M&AやIPOを行う投資銀行業務は同58.5%減の6.5億ドルと不振となった。純利益の減少は貸倒引当金の積み増しが影響している。

同社による2023年通期の見通しでは、営業収益は780～790億ドル、費用は540億ドル程度を見込むとしている（複数地域でのリテール事業の撤退等の影響を除く）。

## 受取利息収入の改善は続く可能性

銀行のビジネスモデルは顧客から集めた預金を貸し付けることによる金利収入がメインとなっている。FRBによる金利引き上げや引き上げ後の水準維持が予想されている中では、受取利息収入の改善傾向は続くと考えられる。一方で懸念される点としては、金利上昇に伴う債券の含み損や将来的な景気減速による融資の伸び悩み、不良債券問題などが挙げられる。この内、含み損については今後金利が下落してくれば徐々に解消される問題だと思われる。

今回破綻した銀行は特定の業界に偏っていた傾向もあり、預金流出等の問題が生じたと思われる。シティの様な大手銀行が同様の状況になる可能性は低いと考えられる。

## 株式データ

2023/3/31 現在

株価	46.89ドル
売買単位	1株
時価総額	912億6970万ドル
予想 PER	8.14倍
ROE	7.50%
52 週高値	54.56ドル
52 週安値	40.005ドル

## 業績推移

【連結】

決算期	営業収益	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	75,501	0.6%	11,047	-43.1%	4.72	2.04
'21/12	71,884	-4.8%	21,952	98.7%	10.14	2.04
'22/12	75,338	4.8%	14,845	-32.4%	7.00	2.04

単位: 百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

※1株利益は希薄化後、1株配当は株式分割・併合等調整済み

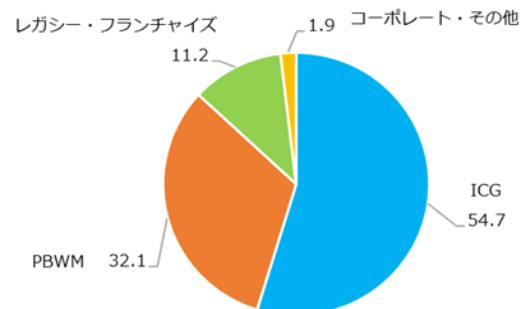
## 株価チャート(週足2022年4月8日～2023年3月31日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

## 2022年の部門別売上高比率(%)

\* ICG: 法人向け銀行・投資銀行・証券サービス等  
PBWM: 米国個人向け銀行・富裕層向けビジネス等

[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]

# PAAS(パン・アメリカン・シルバー) – 石塚 博規

Pan American Silver Corporation

業種: 貴金属

## 銀の採掘大手

パン・アメリカン・シルバーは金や銀などの鉱物資源の採掘を行うカナダの企業。メキシコやペルー、カナダ、アルゼンチン、ボリビアなどに鉱山を保有しており、銀や金を中心に亜鉛や鉛、銅の生産も行っている。

2022年6月末時点の同社鉱山の推定埋蔵量は銀が約5億1490万オンス(約1.46万トン: 1オンス=約28.35グラム)、金は約360万オンス(約102トン)。2022年の銀の生産量は約1845.5万オンス(約523.2トン)、金は約55.3万オンス(約15.7トン)で精錬された銀と金を合わせた売上高は同社売上高の約7割以上を占めている。

## 2022年通期業績概要

パン・アメリカン・シルバーの2022年業績は、売上高が前年比8.5%減の14億9472万ドル、▲3億4175万ドルの純損失、LPS(1株損失)は▲1.62ドル、調整後EPS(1株利益)は0.09ドルとなった。会社側は、減益の理由を生産量減少とインフレによるコスト上昇を挙げている。このうち生産量減少については2022年2月からモロコッチャ鉱山がメンテナンスの為に操業を停止し、総生産量が銀は約1845万オンス(21年は1917万オンス)、金は約55.3万オンス(同57.9万オンス)に減少している。また世界的なインフレによりディーゼル燃料、シアン化物、鉱業用爆薬、鋼材など価格が軒並み上昇しており、採掘コストは銀が1オンス当たり16.48ドル(21年は15.62ドル)、金が1オンス当たり1649ドル(同1214ドル)と採算性が悪化した点が挙げられる。尚、2022年は銀の平均販売価格が1オンス当たり21.59ドルと21年の同25ドルから低下したのに対し、亜鉛価格が1トン当たり3472ドルと2割弱上昇し、部分的に相殺している。

## 利上げの終了・利下げは貴金属にプラスの可能性

金など金利が付かない貴金属価格はドルと逆相関の関係にあると言われる。金利が付かないため、利上げサイクル時には貴金属の相対的な魅力が低くなり、ドルは高くなりやすくなる傾向がある。現在、米国の利上げサイクルは終盤に入っていると見られ、近々の利上げ停止と将来的な利下げが見込まれる。そのような状況になれば、金銀価格にはプラスに働き、同社は恩恵を受けると考えられる。

## 株式データ

2023/3/31 現在

株価	18.20ドル
売買単位	1株
時価総額	38億3440万ドル
予想PER	28.71倍
ROE	— %
52週高値	30.56ドル
52週安値	13.40ドル

## 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	1,339	-0.9%	178	60.6%	0.85	0.22
'21/12	1,633	22.0%	97	-45.2%	0.46	0.34
'22/12	1,495	-8.5%	-342	赤字転換	-1.62	0.45

単位: 百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

※1株利益は希薄化後、1株配当は株式分割・併合等調整済み

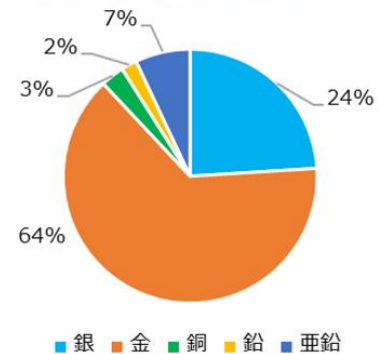
## 株価チャート(週足2022年4月8日~2023年3月31日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

### 金属別収入割合(2022年)



※各金属の2022年平均実現価格を基にした割合

[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]



## EV メーカー テスラに次ぐ世界2位はアジア企業

### 亜州潮流

日本は世界一の自動車メーカー「トヨタ（東証：7203）」を有する自動車大国である。高い技術力を持ち、昨今の厳しい環境規制もクリアできる高性能な自動車を作っている。トヨタが作るハイブリッド自動車の“プリウス”は、ハリウッドのセレブも愛用するなど、世界も認める環境対応車の先駆者だ。

しかし、日本においてピュアEV(モータ駆動のみの自動車)の開発と普及は他国に比べて遅れている。諸々の問題もあろうが、ユーザー側からも「電気のみ」のリスクや、利便性低下への抵抗感を耳にする。私もその中の一人だ。しかし、アメリカのEVメーカー「テスラ（米国：TSLA）」が日本に上陸して久しく、街中でもその姿をよく見るようになった。日本メーカーも“軽自動車規格”のEVを販売する等、EVは着実に増えてきている。

そんな中、今年2023年2月1日より中国の電気自動車メーカー「BYD（香港：1211）」の電気自動車が日本国内で販売開始された。厳密にいうと、同社のEVは2015年から“路線バス”としてすでに日本に上陸している。一般車の販売が今回始まったということだ。

BYDはもともと電池を作っていたメーカーで、ノキアなどへ携帯バッテリーを供給していた。同社EVには“リン酸鉄リチウムイオン電池”という、リチウムイオン電池の種類の中でも安全性が高いものが採用されている。ニッケル・コバルト・アルミニウム（NCA）などを使用するものに比べ、密度（容量）の点で劣るものの、安価に提供できるという利点がある。しかし、同社は「ブレードバッテリー」を開発することで容量の問題をクリア、安全性・価格・容量のバランスを成功させている。バッテリーの造詣が深く、EVの分野ではエキスパートだと言える同社は、EVの“販売台数”でテスラに次いで世界2位、“PHEVを含む電動自動車市場では販売台数世界1位”である。3月末時点の同社HPによると、日本における拠点は37(開業準備室含む)で、2025年までに、100店舗以上の販売ネットワークを構築するとしており、販売顧客へのサービス体制も含め日本市場への積極攻勢の姿勢を見せている。

その他、アジアのEVメーカーで最近注目されているのは、ベトナムの「ビンファースト（未上場）」がある。ベトナムの大手複合企業ビングループ傘下の同社は、ベトナム国内での車体販売に加え、バッテリーをサブスクリプションで提供する面白いビジネスモデルを取っている。22年11月にはアメリカ向けに999台を輸出しており、米国株式市場への上場を計画する等、同社も海外戦略へ積極的だ。

日本は高度経済成長期、安価な労働力・高い技術力・発想力で自動車業界の世界一となった。状況は昔と異なるも、内燃機関車からEVへの世界的シフトの流れが大きなものであることは確かだ。アジアのEV企業によるゲームチェンジは起こるのだろうか、今後の業界図の変化にも注目だ。

（中上裕介）。

「亜州潮流」は、アジア新興国のトレンドを解説したコラムです。投資の推奨を目的としたものではありません。



## 中国経済・マーケット動向

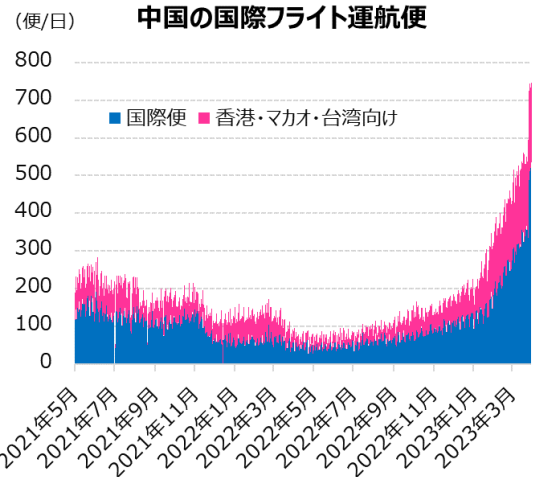
中国の1～2月の経済指標は、ゼロコロナ政策の終結に伴って景気の底入れがほぼ確認された。小売売上高は反動要因があった自動車を除けば前年同期比5%増と持ち直し、そのうち飲食業が同9.2%増となった。また、新築住宅販売金額は同3.5%増と昨年の28%減から約1年ぶりにプラスに転換し、販売価格も3ヶ月連続で改善した。足元では、感染拡大の終息に伴って経済・社会の正常化は急ピッチで進んでいる。国際航空フライトがコロナ規制解除前の7倍以上に急回復するなど、海外との人の往来も活発化している（右上図参照）。

ただ、国内需要の持ち直しは地域・業種間のばらつきが目立っている。このため、景気は依然として回復の初期段階にあり、経済再循環を通じて雇用・所得の見通しが改善し、それを原動力とした家計支出の本格回復にはまだ時間がかかりそうだ。

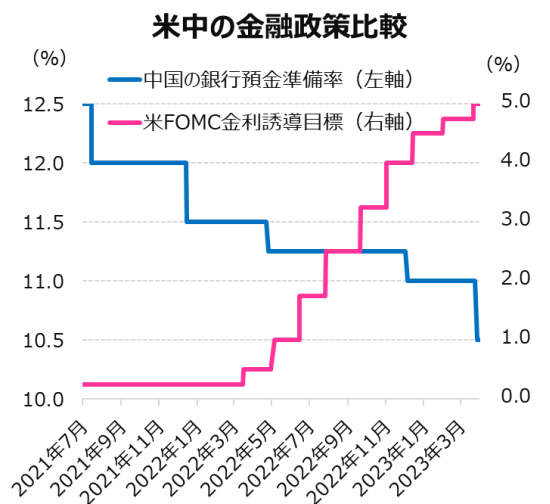
こうした中、中国金融当局は主要銀行の預金準備率を3月27日から0.25%引き下げると発表した（右中図参照）。米シリコンバレー銀行（SVB）の破綻を契機に世界経済の減速懸念が強まり、国内景気の回復や金融システムへの流動性供給を一段と強化する必要があると当局は判断しただろう。また、米利上げ慎重論の台頭により米中金融政策のデカップリングはピークに達しつつある可能性もある。米中金融政策発表後、人民元相場と資本フローが安定的に推移したのもこのためと思われる。

3月の中国本土・香港株式市場では、CSI300指数と香港ハンセン指数はそれぞれ-0.5%と+3.1%とまちまちの展開だった。全人代（国会に相当）で今年の成長目標（5%前後）はやや低めに設定されたため、景気回復に対する楽観的な見方は後退したほか、米国発の金融不安も投資家のリスクオフに繋がったと思われる。ただ、中国金融システムの安定性や景気回復期待を反映して、香港ハンセン中国本土金融指数は3月に+2%と急落した米欧の金融株と一線を画した。

セクター別では、昨年末のゼロコロナ解除後に大きく買われた不動産や建機、素材、エネルギーなどの景気敏感株及び消費関連株は反落し、年初から空前の値引き競争に突入した自動車セクターも値を下げた。その一方、今年の政府活動報告で技術自立及びデジタル経済に対する言及が大幅に増えたことを受け、半導体や通信など国産化関連のハイテク銘柄を中心としたグロース（成長株）へのシフトが強まり、対話型AI新技術の登場はこうした物色の流れはさらに加速した。中国本土市場の日々の売買代金が連日で1兆元の大台を回復するなど、中国株は景気回復の進捗状況を睨みながら、引続き堅調に推移し、経済再開以来のアウトパフォーム傾向を続ける可能性が高いと考える（柳林）。



【出所：WIND、アイザワ証券作成】



【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】





## 全人代で示された中国経済の方向性

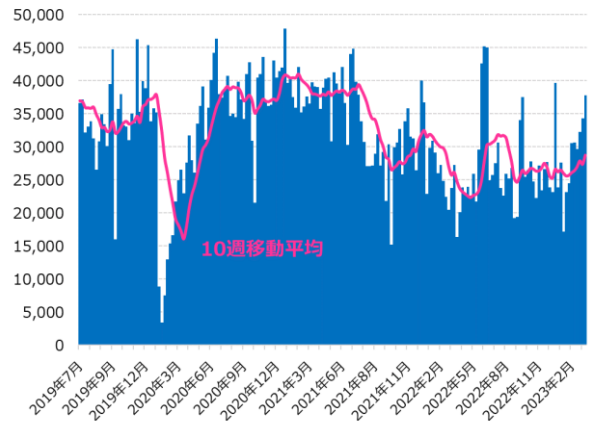
今年中国の経済成長目標は低めの「5%前後」に設定され、その達成について李強首相が「容易ではない」と述べた。欧米諸国はスタグフレーションの危機に立たされる中、中国では不動産市況低迷はなお続いており、力強いけん引役の不在がその背景にある。

過去30年間、金融緩和サイクルが始まる途端に波及効果の大きい不動産部門が先駆けて急回復し、景気全体をけん引するというのがいつもの景気循環パターンだった。ところが不動産主導の時代は過ぎ去り、2年前から中国当局は本格的にデレバレッジ（不動産依存脱却）に舵を切った。ゼロコロナ政策の煽りと相まって、それは効き過ぎるぐらい需給両面において住宅市場を大きく冷え込ませ、家計部門はバランスシート調整を強いられている。全人代で決定した今年の政策方針でも追加不動産刺激の政策オプションが除外された。足元では、新築住宅販売はコロナ前の7~8割とほぼ底這いに推移しており、それは仮需剥落後の実需ベースに沿った持続可能な水準で、中国当局としても概ね満足できるものと思われる（右上図参照）。

中国当局は資源配分の歪みを拡大してきた不動産神話を崩壊させた一方で、今年の全人代で大規模な政府機構改革の断行を発表するなど、科学技術のイノベーションにあらゆるリソースを集結させる「新型拳国体制」を鮮明に打ち出した。「中所得国の罫」脱却を目前に少子高齢化の到来に対応するために、中国は労働生産性を上げる技術進歩を迫られている。

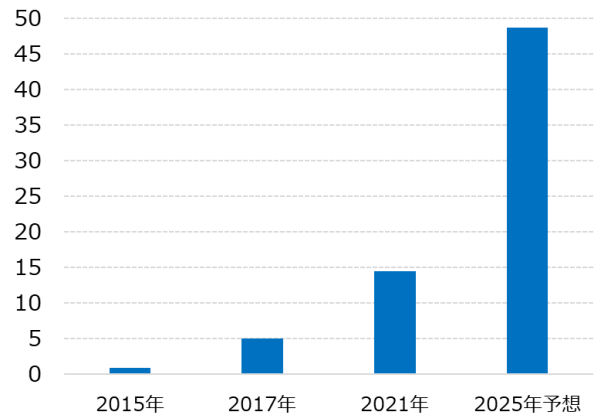
具体的には、基礎研究から製造現場、産業政策、人材育成等まで統括する科学技術省を新たに設置し、コア技術のブレークスルーによりサプライチェーンの安全性を確保する取り組みを一段と強化する。また、「国家データ局」を新設したのは、中国が持つビッグデータの優位性を最大限に発揮し、デジタル経済の成長を原動力にして国家競争力の構築を目指す戦略的な布陣である。米調査会社IDCは、中国のデータ生成量は2025年までに米国を抜き全世界の28%を占めると予想している（右中図参照）。それをベースに人工知能（AI）の技術革命は既にあらゆる産業部門に浸透・拡散しており、大規模な社会実装を通じて中国経済に大きな変化を起こしつつある。パンデミックを経て、中国経済は経済構造転換を迎えるかどうかという新局面に差し掛かっている。今年の中国経済を占う上で、景気回復の進捗は様々な構造変化を伴いながら、これまでと異なるパターンとなることを念頭に置く必要がある（柳林）

中国主要30都市の新築住宅成約販売戸数



※連休除く [出所：WIND、アイザワ証券作成]

中国のデータ生成量



※2025年はIDC予想 [出所：WIND、IDC、アイザワ証券作成]



## ASEAN 経済・マーケット動向

ASEAN新興国を含め、世界的にロシア問題やインフレ、利上げ連鎖など相次いでいる幾つかの問題に対する耐性ができつつあり、経済正常化にむけた政策運営が目立ってきた。いずれの問題も解決しているわけではないが、おおむね各国はアフターコロナに向けて前向きな政策を取り始めているといえるだろう。

昨年来、世界各国では金融引き締め動きだったが、ほぼ最終局面とみられており、利上げの終了、利下げへの転換、の動きが強まってきた。アジアのなかで、利下げに転じてきたのがベトナムだ。ベトナムは22年9月、10月と2ヶ月連続で利上げを行っていたが、23年3月に主要政策金利の引き下げを実施した。アジアの中では中国に次ぐ政策転換といえる。どちらの国も、他国にくらべて経済活動の正常化が進捗しており、企業の生産活動も落ち着きを取り戻しつつある。ベトナムでは、22年後半あたりから23年はじめあたりまで、不動産関連の不祥事が顕在化、国内景気を不安定化させる要因のひとつとなった。国内経済、不動産業界はこれまで高金利に苦しめられていたため、このたびの金融政策転換は大きいといえる。また、ベトナムでもうひとつ注目されるのが、政局の安定だ。23年1月にフック国家主席が解任されたことで、3月2日にトゥオン氏が国家主席への就任が発表された。主要ポストが確定したことで、ベトナム経済の安定につながると思われる。金融緩和に転じてきたこと、主要ポストが確定したことは、ベトナムの経済環境にとってプラスにはたらきそうだ。

また、ASEANのなかで注目されるのがタイだ。タイはベトナムとは違い、3月の金融会合で利上げを決定するなど金融引き締め動きが続いているが、その反面、23年2月の外国人入国者数は前年同月比13.8倍の211.4万人になるなど観光客はもどりつつある。タイ経済にとってGDPに占める観光業の比重は大きいので、観光需要の回復はタイ経済にとって追い風だ。おりしも、23年は5月あたりまでにタイ下院選挙が実施されている。観光需要の回復と政局の綱引きが続くと予想される。

そして、もうひとつの注目が、インドネシアだ。インドネシア経済では「首都機能を現在のジャカルタからスマトラ島まで移転させる」という「首都機能移転構想」が進められている。土地収用によってスケジュールが遅れがちではあるものの、ジョコ政権の集大成としてなんとしてでも実現させる方針だ。移転に伴って、新しい都市機能、都市インフラ、インフラ整備に付随する資材など、関連する需要が増加する余地は大きい。不動産、インドネシア経済に与える影響は大きいと思われる（明松真一郎）。

アジア主要国の四半期GDP成長率(前年同期比:%)

国	4四半期前	3四半期前	2四半期前	前四半期	2022年10-12月
中国	4.3	4.8	4.0	3.9	2.9
韓国	4.2	3.0	2.9	3.1	1.3
台湾	5.23	3.87	2.95	3.64	▲0.41
タイ	2.0	2.2	2.5	4.60	1.4
インドネシア	5.03	5.02	5.46	5.73	5.01
フィリピン	7.8	8.2	7.5	7.6	7.2
ベトナム	5.22	5.03	7.72	13.67	5.92

[出所:ブルームバーグ等、アイザワ証券作成]



## 相次ぐ米国の銀行破綻とアジア新興国への影響

3月10日、米連邦預金保険公社（FDIC）はスタートアップ企業向け融資を中心に行う米シリコンバレーバンク（SVB）を管理下に置き、事実上の破綻を宣告した。SVBの破綻によって、信用不安が広がったことから、暗号資産関連の企業向け融資で知られる米シグネチャーバンクも多額の預金が引き出され、流動性不足に陥り、経営破綻となった。米銀行の破綻では、2008年の米ワシントン・ミューチュアルの破綻に次ぐ2番目（SVB）、3番目（シグネチャーバンク）の規模となり、2008年のリーマンショックの様にアジア新興国でも影響が広がるのではないかと不安が募る。

リーマンショック時を振り返ると、アジア新興国の株価は大きく下落した。2008年9月～11月の2カ月でタイSET指数（約-39%）、フィリピン総合指数（約-27%）、ジャカルタ総合指数（約-42%）、ベトナムVN指数（約-36%）と各国大きな下落となった。これは、金融危機を受けて、新興国株式等のリスクの高い資産から、安全性の高い資産へと乗り換えが起こったと考えられる。

相次ぐ銀行破綻による金融不安の高まりで、アジア新興国の銀行株は下落したものの、その他業種においては大きな動きが見られない。むしろ、直近の株式市場は戻し基調となっている。市場は今回の相次ぐ銀行破綻がリーマンショック級につながる可能性は低いと見ているようだ。

不安視されていない背景には、預金の多くを不動産担保証券（MBS）や米国債券につぎ込んだことで、ALM（資産と負債のリスク管理）が十分にできていなかったという固有の事情が主因であると言われているからだ。

SVBの2022年第4四半期のバランスシートを見てみると、満期保有有価証券は913億ドルと、総資産2118億ドルの約4割、総預金1731億ドルの52%で、流動性の低い資産を多額に保有していたことが分かる。また、2008年のリーマンショック時は、米国の住宅価格の急落に伴う不良債権の拡大により金融危機が起こったが、今回の米銀行破綻は金利上昇により保有債券の含み損が生じているものの、不良債権比率が拡大しているわけではなく、やはりALMが不十分であったことが大きな要因だと思われる。

今回の相次ぐ銀行破綻により、当局による中小銀行への監視・規制強化の流れとなろう。信用不安から、貸し渋りを招き、景気を悪化させる可能性もある。そうなれば、アジア新興国の輸出企業にとっては外需の減少から業績が伸び悩むかもしれない。しかし、複数の銀行が破綻したことで、FRBは政策金利の引上げに慎重にならなければいけなくなった。その結果、利上げ観測が後退、米銀行セクターの懸念も相まって、SVBが破綻した3月10日以降、米ドル安（アジア新興国通貨高）のトレンドが見られている。

アジア新興国企業は海外からの資本に依存しているケースが多く、自国通貨高は外貨建て負債の実質的な軽減に繋がるなど、メリットが大きい。また、米国の利上げが停止すれば、通貨価値を維持するために自国の政策金利を引き上げる必要がなくなるなど、プラスの見方もできるのではないだろうか。（大谷拓史）

# 杭州海康威視数字技術 [ハイクビジョン] — 柳 林

Hangzhou Hikvision Digital Technology Co.,Ltd

業種: 電子機器

## 中国の防犯カメラ大手メーカー

主に杭州海康威視数字技術[ハイクビジョン] (以下、同社) は、浙江省杭州市に本社を置く中国の大手防犯カメラメーカー。親会社は中央政府直轄の中国電子科技集団。同社は「HIKVISION」ブランドの防犯カメラとレコーダーを製造・販売しており、政府や公共施設、教育、金融、交通などの業界に提供している。調査機関によると、同社の2019年の世界シェアは27%と11年連続世界トップを誇る。全世界に10の研究開発センターと7カ所の生産拠点を構え、ロボットや工業用センサー、スマートホーム、自動車電子などの分野にも進出。海外売上比率は約30%。

## 2022年は上場来初の減益、ゼロコロナ政策が響く

同社の決算速報によると、2022年の売上高は前年比2.2%増の831.7億元、純利益は同23.7%減の128.3億元と上場来初の減益となった。上海ロックダウンなどゼロコロナ政策の影響や不動産投資の落ち込みを受け、政府及び企業向けを中心に多くのプロジェクトがストップもしくは延期となり、昨年第2四半期から3期連続で2桁の減益を余儀なくされた。一方の海外では、アジアや南米を中心に増収基調が続いており、海外売上高比率は30%に向上していると見られる。また、ロボットや工業用センサー、自動車電子向け等の新規事業は高成長を維持し、イノベーション部門 (本業以外) は売上全体の2割に迫る勢いだ。昨年12月にリテール向けのスマートホーム部門を上海科创板にスピノフ上場させたのに続いて、工業インターネットやスマート製造に取り組むロボット部門の上場も今年前半に予定されている。

## AIとデジタル関連の需要拡大は業績回復を後押し

昨年の党大会や今年の全人代(国会に相当)で国家安全を重視し、ビッグデータの活用と社会・産業のデジタル化を原動力に国家競争力の構築を目指すという中国経済の進む方向性が示された。経済再開に伴って昨年停滞した製品の発注・納入は今年の業績貢献に繰り越されるほか、人工知能 (AI) 技術の浸透とともに中国の防犯カメラ市場はコロナ後も成長を続ける可能性が高いと思われる。また、同社は様々な新規事業を通して企業のデジタル・トランスフォーメーション (DX) 化に対応できるプラットフォームを構築しており、デジタル関連需要の拡大からも恩恵を受けそうだ。

## 株式データ

2023/3/31 現在

株価	42.66円
売買単位	100株
時価総額	3994億6538万円
予想 PER	30.04倍
ROE	28.66%
52 週高値	46.34円
52 週安値	26.80円

## 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	63,503	10.1%	13,386	7.8%	1.45	0.80
'21/12	81,420	28.2%	16,800	25.5%	1.81	0.90
'22/12	83,174	2.2%	12,827	-23.7%	1.37	未定

単位: 百万元、ただし 1 株利益、1 株配当は元

※1 株配当は株式分割・併合等調整済み

※22/12 決算は速報ベース

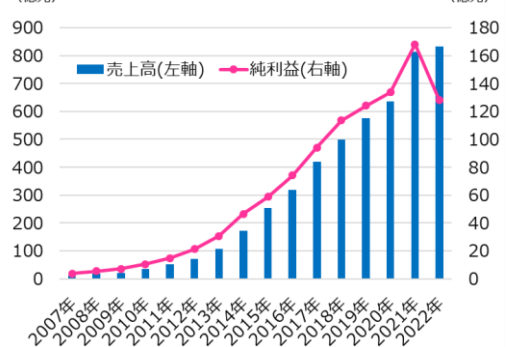
## 株価チャート (週足2022年5月6日~2023年3月31日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

### ハイクビジョンの売上高と純利益



※2022年は速報ベース [出所: WIND、会社発表資料、アイザワ証券作成]

# 中国平安保険(集団) [ピンアン・インシュアランス] — 王 曦

Ping An Insurance (Group) Company of China Limited

業種：保険

## 中国の大手保険会社

中国平安保険（以下同社）は中国最大の保険会社。同社は1988年に設立された企業で、生命保険を中核事業として、損害保険と銀行、証券・資産運用業なども展開。近年はオンライン医療やフィンテック事業に注力しており、平安ヘルスケア・アンド・テクノロジー（香港：1833）や陸金所（米国：LU）、ワンコネクト・ファイナンシャル・テクノロジー（香港：6638、米国：OCFT、※当社取り扱い外）などの新興企業を傘下に擁する。2022年の事業別純利益の構成は、生命保険・健康保険が52.3%、損害保険が9.5%、銀行が28.4%、信託が1.3%、証券が4.6%、フィンテック・医療技術が3.9%（事業間取引消去前、赤字事業を除く）。

## 2022年本決算は減収減益、投資収益の大幅響く

2022年本決算は、営業収益が前年比5.2%減の1兆2214億元、純利益が同17.6%減の837.7億元と減収減益。事業別の純利益（事業間取引58.4億元を含む）は、生命保険・健康保険が同18.5%減の484.9億元、損害保険が同45.2%減の88.4億元、銀行が同25.3%増の263.8億元、信託が同5.2倍の11.8億元、証券が同18.8%増の42.9億元、その他資産管理が31.8億元の赤字（前年同期は83.8億元の黒字）、フィンテック・医療技術が36.1億元の黒字（前年同期は19.6億元の赤字）。ゼロコロナ政策の影響で生命保険と損害保険の正味保険料収入が同0.3%増にとどまったほか、全体の投資収益も同96.4%減少して業績を圧迫した。一方、銀行は貸出の増加と減損損失の縮小により増益と業績を下支えた。

## 新契約価値は足元改善の兆候、割安株として注目

2020年以降、同社の生命保険・健康保険事業の新契約価値（NBV、新契約から生じる未実現の将来利益の見込額）は3年連続で大幅なマイナス成長を記録したが、足元改善の兆候が見られた。同社経営陣によると、今年1～2月のNBVはプラス成長に転換し、今年の1～3月と通期も改善基調が続く見通し。また、同社は増配や自社株買い（A株）を通じて株主還元を強化しており、今後業績が持続的に改善すれば割安なバリュエーション（PER6倍台、PBR1倍未満、実績配当利回り5%超）が再評価されそうだ。一方、主なリスク要因としては、マクロ経済の低迷や金利の大幅低下などが考えられる。

## 株式データ

2022/3/31 現在

株価	51.10香港ドル
売買単位	500株
時価総額	9446億6890万香港ドル
予想PER	6.25倍
ROE	10.03%
52週高値	65.10香港ドル
52週安値	31.30香港ドル

## 業績推移

【連結】

決算期	営業収益	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	1,321,418	3.8%	143,099	-4.2%	8.10	2.20
'21/12	1,287,675	-2.6%	101,618	-29.0%	5.77	2.38
'22/12	1,221,351	-5.2%	83,774	-17.6%	4.80	2.42

単位：百万元、ただし1株利益と1株配当は元

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

※業績推移は香港会計基準の数値

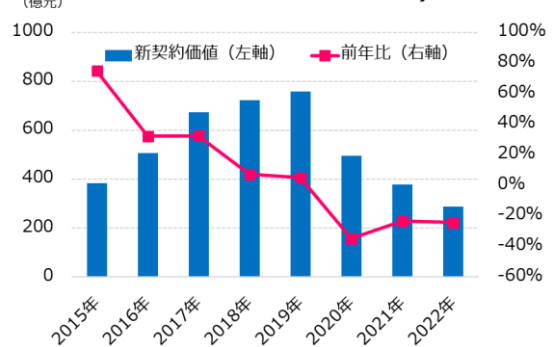
## 株価チャート(週足2022年4月15日～2023年3月31日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

## その他

### 中国平安保険の新契約価値 (NBV) の推移



※生命保険と健康保険のNBV [出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]

## LTグループ — 中上 裕介

LT Group Inc

業種: コングロマリット

### フィリピン大手財閥の一角 たばこ市場トップ

1937年に設立されたマニラ ワイン マーチャントが前身のコングロマリット企業。ホールディングス化と3度の商号変更を経て、現在のLTグループ（以下、同社）となった。創業者のルシオ・タン氏が管理する、非上場企業Tangent Holdings Corpが発行済み株式数の70%超を保有している。傘下企業に、たばこ事業のフォーチュン・タバコ、アルコール製造のアジア・ブリュワリー、不動産のイトン・プロパティーズ・フィリピン、銀行のフィリピン・ナショナル・バンク（PNB）などを持つ。

主力のたばこ事業では、フォーチュン・タバコと米フィリップ・モリス・インターナショナル（PM）との合併会社、フィリップ・モリス・フォーチュン・タバコがある。持ち株比率は49.6%（同社21年年次報告書）で、フィリピン国内で「マールボロ」を始めとしたブランドを販売するほか、2020年からは加熱式たばこ「iQOS（アイコス）」を国内で展開している。

### 22年通期増収増益も、主力のたばこ部門は減速

22年通期業績は、売上高が前年比10.6%増の1,008.7億ペソ、純利益は同24.1%増の251.4億ペソ、一株利益は2.32ペソと増収増益。銀行・アルコール飲料・清涼飲料水部門が好調であった。一方、不動産事業の他、主力事業であるたばこ部門は減速基調。同部門の通期純利益は、前期比12%減少の153.4億ペソ、販売本数はおよそ518億本で、前期比34億本の減少としている。たばこ税が2022年1月より1箱5ペソ引き上げられ、販売価格へ転嫁したことが主因としている。

### 増税・健康リスクも、金融不安時は配当銘柄に妙味か

同社利益の約6割がたばこ事業によるもので、昨今の健康志向の高まりや増税は逆風下にあると言える。一方、愛用者には生活必需品と捉えられる側面もあることから、引き続いて一定数の需要があると考えられる。

たばこ関連企業は株主還元にも積極的な面でも知られている。同社の22年通期の配当は、1株1.40ペソと過去最高であった。直近5年の配当成長率は約50%と増配を続けている。現在、米国発の金融不安により、安定配当銘柄に注目が高まっている。今後の政策変更や健康被害からの訴訟などリスクはあるものの、投資先として一考する価値はあろう。

#### 株式データ

2023/3/31 現在

株価	9.90ペソ
売買単位	100株
時価総額	1,071億3,175万ペソ
予想 PER	3.88倍
ROE	12.90%
52 週高値	10.407ペソ
52 週安値	6.99ペソ

#### 業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/12	94,428	0.29%	21,022	-9.07%	1.94	0.81
'21/12	91,173	-3.45%	20,246	-3.69%	1.87	1.08
'22/12	100,872	10.60%	25,137	24.1%	2.32	1.40

単位: 百万ペソ、ただし1株利益、1株配当はペソ、配当は支払い年

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

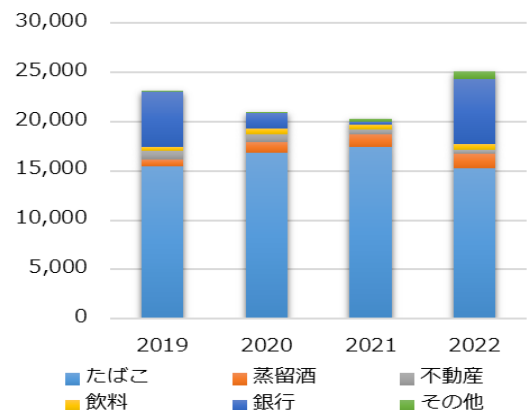
#### 株価チャート(週足2022年4月8日～2023年3月31日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

#### その他

##### 直近4年間の利益内訳



[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]

## アジア各国の経済統計（2023年3月31日現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
実質GDP成長率 (%)	-0.24	-4.50	1.62	6.0	2.2	8.1	3.1	3.4	6.3	2.2	-0.9	4.0	1.1	-4.1	7.6
1人当りGDP (米ドル)	40,590	40,048	39,339	10,170	10,525	12,359	25,903	28,405	33,775	31,937	31,638	34,801	65,833	60,728	72,795
経常収支 (億米ドル)	1,759	1,488	1,417	1,029	2,488	3,173	652	950	1,161	597	759	883	543	581	719
	2022年 12月	2023年 1月	2023年 2月	2022年 12月	2023年 1月	2023年 2月	2022年 12月	2023年 1月	2023年 2月	2022年 12月	2023年 1月	2023年 2月	2022年 12月	2023年 1月	2023年 2月
消費者物価指数 (%)	4.00	4.30	3.30	1.80	2.10	1.00	2.71	3.04	2.43	5.00	5.20	4.80	6.50	6.60	6.30
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.750	1.750	1.750	3.25	3.50	3.50	4.25	4.25	4.19
	タイ			マレーシア			インドネシア			フィリピン			ベトナム		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
実質GDP成長率 (%)	2.2	-6.2	1.6	4.4	-5.6	3.1	5.0	-2.1	3.7	6.1	-9.6	5.6	7.2	2.9	2.6
1人当りGDP (米ドル)	7,816	7,168	7,336	11,235	10,351	11,399	4,196	3,923	4,357	3,512	3,323	3,572	3,398	3,521	3,725
経常収支 (億米ドル)	380	212	-109	123	143	141	-303	-47	-3	-30	116	15	122	151	-2
消費者物価指数 (%)	5.89	5.02	3.79	3.80	3.70	3.70	5.51	5.28	5.47	8.10	8.70	8.60	4.55	4.89	4.31
政策金利 (%)	1.25	1.50	1.50	2.75	2.75	2.75	5.50	5.75	5.75	5.50	5.50	6.00	6.00	6.00	6.00

※データは一部予想値を含む

[出所: IMF、ジェトロ、アイザワ証券作成]

## アイザワ証券 アジア株月間売買代金上位ランキング（2023年3月）

アジア株式(買い手口)						アジア株式(売り手口)					
順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率	順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率
1	1211	比亞迪[BYD]	229.80	香港	19.3%	1	VRE	ビンコム・リテール	26500	ベトナム	0.8%
2	DPM	ベトロベトナム化学肥料 [ベトロベトナム・ファertilizer・アクト・ケミカル]	33300	ベトナム	-22.5%	2	HPG	ホアファットグループ	20800	ベトナム	15.6%
3	DELTA-R	デルタ電子(タイ)	1142.00	タイ	37.6%	3	5278	Sunfun Info Co Ltd.	178.00	台湾	-7.8%
4	KBC	キンバックシティグループ	24250	ベトナム	0.2%	4	DELTA-R	デルタ電子(タイ)	1142.00	タイ	37.6%
5	SSI	SSIセキュリティーズ	21500	ベトナム	21.5%	5	STA-R	シートラン・アグロインダストリー	22.90	タイ	8.5%
6	DXG	ダットサイン不動産建設	12550	ベトナム	-1.6%	6	6889	ダイナムジャパンホールディングス	5	香港	-12.2%
7	VPB	ベトナム繁栄商業銀行 [VPバンク]	21050	ベトナム	17.6%	7	1211	比亞迪[BYD]	229.80	香港	19.3%
8	STA-R	シートラン・アグロインダストリー	22.90	タイ	8.5%	8	175	吉利汽車控股 [ジーリー・オートモビルHD]	10.10	香港	-11.4%
9	FCN	フェコン	11500	ベトナム	22.3%	9	9988	アリババグループ・ホールディング	100.40	香港	16.4%
10	9988	アリババグループ・ホールディング	100	香港	16.4%	10	VHM	ビンホームズ	51500	ベトナム	7.3%
11	6889	ダイナムジャパンホールディングス	5.20	香港	-12.2%	11	DGC	ドウックザン化学	51300	ベトナム	-12.9%
12	CMG	CMC技術グループ	39900	ベトナム	-0.2%	12	2333	長城汽車 [グレート・ウォール・モーター]	9.69	香港	-4.6%
13	DGC	ドウックザン化学	51300	ベトナム	-12.9%	13	1818	招金鉱業	11.92	香港	37.3%
14	LPB	Lien Viet Post Joint Stock [リエンベトポストバンク]	15400	ベトナム	17.6%	14	POW	PetroVietnam Power Corp	13200	ベトナム	23.9%
15	9923	イエーカー	23.35	香港	11.5%	15	VCB	ベトナム外商银行 [ベトナムバンク]	91400	ベトナム	14.3%

※終値は現地通貨、騰落率は年初来

(2023年3月31日現在)

※アジア株月間売買代金上位ランキングは、当社取扱いのすべてのアジア株式市場を対象としています

LINE 公式アカウントはじめました！  
ベトナムを中心としたアジア情報をお届けします  
友だち追加はこちらから！

ID: @aizawa



**各市場の取引時間（日本時間）**

 日本 (東証)	 アメリカ	 中国	 香港	 台湾	 ベトナム
09:00~11:30 12:30~15:00	22:30~05:00(夏時間) 23:30~06:00(冬時間)	10:30~12:30 14:00~16:00	10:30~13:00 14:00~17:00	10:00~14:30	11:00~13:30 15:00~17:00
 韓国	 インドネシア	 タイ	 フィリピン	 マレーシア	 シンガポール
09:00~15:30	月~木 11:00~14:00 15:30~18:00 金 11:00~13:30 16:00~18:00	12:00~14:30 16:30~18:30	10:30~13:00 14:30~16:30	10:00~13:30 15:30~18:00	10:00~13:00 14:00~18:00

**金融商品取引法に基づく表示事項**
**■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等**

商号等：アイザワ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会

当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：

特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

**株式投資の主なリスク**

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

**お客様にご負担いただく手数料等について**
**（1）国内株式**

対面口座：約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

インターネット口座「ブルートレード」：インターネット発注 最大 1,650 円、コールセンター発注 約定代金が 55 万円以下の場合は 1,650 円、約定代金が 55 万円超 3,000 万円以下の場合は 3,300 円、コンサルネット発注 約定代金に対し、最大 1.265%（最大 149,875 円、2,750 円に満たない場合は 2,750 円）

**（2）外国株式**
**①委託取引の場合**

外国株式の外国取引にあたっては、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます（最低手数料は買いの場合のみ 5,500 円）。

対面口座：売買代金の一律 2.20%

インターネット口座「ブルートレード」：インターネット発注 売買代金の 1.65%、コールセンター発注 売買代金の 1.98%、コンサルネット発注 売買代金の 2.20%

＊欧米株のインターネット発注は行えません。

**②国内店頭取引の場合（米国株）**

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として 2.20%（手数料相当額）となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

外国証券の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。お取引の際は、契約締結前交付書面等をよくお読みください。

**アイザワ証券 免責事項**

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者またはアイザワ証券と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。