



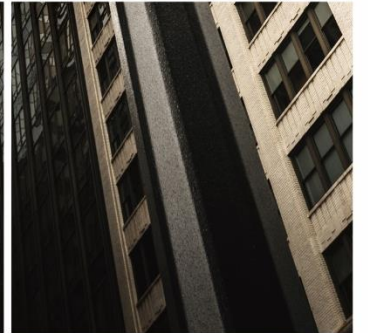
# AIZAWA GLOBAL MONTHLY

アイザワ・グローバルマンスリー

2023 7月号

(2023年7月10日発行)

審査番号：230705-A1





## グローバル展望： 欧米の金融引き締め長期化とその影響

6月13日～14日に開催されたFOMCで、米FRBは政策金利の上限を5.25%に据え置いた一方、同時に発表した金利・経済見通しで今年の実質GDP成長率予想を0%～0.8%から0.7%～1.2%に上方修正し、年内あと2回の追加利上げがある可能性を示唆した。足元、米国では信用収縮が懸念されているものの、雇用情勢は堅調でサービス価格が高止まりしているため、FRBの金融引き締めは当初予想よりも長期化する見通しだ。他方、欧州ではユーロ圏のリセッション入りが確認されるも景気の落ち込みは限定的で、域内で根強いインフレが続いていることから、ECBは7月以降も利上げを継続する姿勢を示した。

欧米の金融引き締め長期化を背景に、為替市場でユーロと米ドルの対円レートは年初来でそれぞれ12%と10%上昇し、円安を追い風に日本のデフレ脱却期待が高まり、日本株への資金流入も加速した。また、地政学上日本は米国が目指すサプライチェーン再構築の要となっており、円安はTSMCの熊本工場のように対日投資拡大の呼び水になるだろう。目下、欧米のハードランディングリスクは完全に消えたわけではないが、ソフトランディングと金融引き締め長期化の展開となれば、出遅れ感が際立つ日本株の相対優位は続きそうだ。米国株を見ると、マイクロソフトやアップル、エヌビディアなどの大手テック株は過去最高値を更新し、景気減速でも成長が見込まれる「大手テック7銘柄」(GAFAM+エヌビディア、テスラ)や「生成AI銘柄」に物色が集中している。これら銘柄は期待先行の側面が強く、行き過ぎた楽観や予期せぬリスクを意識して投資のタイミングを図りたい。一方、アジア新興国は欧米の金融引き締め長期化に伴う通貨安圧力や輸出の減少が経済の逆風となっており、株式市場の見通しも不透明のため政策関連など好業績銘柄に的を絞る必要があると考える(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 6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 (6月末)
NYダウ工業株30種	-8.78%	34,407.60	3.80%	19.26	18.90	46,717,685	1米ドル= 144.310 円
日経平均株価指数	-9.37%	33,189.04	27.19%	22.52	20.59	5,911,907	—
上海総合指数	-15.13%	3,202.06	3.65%	14.04	11.18	10,063,801	1元= 19.892 円
香港ハンセン指数	-15.46%	18,916.43	-4.37%	9.28	9.48	5,100,044	1香港ドル= 18.415 円
ハンセン中国企業指数	-18.59%	6,424.88	-4.18%	8.19	8.64		
韓国総合株価指数	-24.89%	2,564.28	14.66%	13.27	15.22	1,805,038	100ウォン= 10.951 円
台湾加権指数	-22.40%	16,915.54	19.65%	16.29	18.26	1,915,365	1台湾ドル= 4.644 円
シンガポールST指数	4.09%	3,205.91	-1.40%	12.05	10.57	401,112	1シンガポールドル= 106.712 円
FTSEブルサマレーシアKLC指数	-4.60%	1,376.68	-7.94%	12.53	13.22	341,332	1リンギット= 31.014 円
タイSET指数	0.67%	1,503.10	-9.92%	17.32	16.01	520,190	1バーツ= 4.091 円
ジャカルタ総合指数	4.09%	6,661.88	-2.76%	16.02	13.78	628,685	100ルピア= 0.958 円
フィリピン総合指数	-7.81%	6,468.07	-1.50%	13.92	12.19	232,307	1ペソ= 2.624 円
ベトナムVN指数	-32.78%	1,120.18	11.23%	13.76	11.47	244,774	100ドン= 0.612 円
イスラエルテルアビブ35種指数	-9.16%	1,749.22	-2.65%	8.49	7.45	214,669	1シェケル= 38.930 円

※日経平均株価指数のPERと予想PERはブルームバーグ基準で算出、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。

## 7月のタイムテーブル

日程	国内	海外
3日(月)	6月日銀短観	米6月ISM製造業景況指数
4日(火)	6月マネタリーベース	
5日(水)		米5月製造業受注 FOMC議事録
6日(木)		米5月貿易収支 米6月ISM非製造業景況指数 マレーシア金融政策会合
7日(金)	5月景気動向指数(速報) 5月家計支出	米6月雇用統計
10日(月)	5月経常収支(速報) 6月景気ウォッチャー調査	中国6月消費者物価指数(CPI) 中国6月生産者物価指数(PPI)
11日(火)	6月マネーストック	
12日(水)	6月国内企業物価指数 5月機械受注	米6月消費者物価指数(CPI)
13日(木)		米6月生産者物価指数(PPI) 中国6月貿易収支 韓国金融政策会合
14日(金)		米7月ミシガン大学消費者マインド(速報)
17日(月)	休場	中国2Q GDP 中国6月鉱工業生産 中国6月小売売上高
18日(火)		米6月小売売上高 米6月鉱工業生産
19日(水)		米6月住宅着工件数
20日(木)	6月貿易収支(速報)	米6月中古住宅販売件数
21日(金)	6月全国消費者物価指数(CPI)	
25日(火)		韓国2Q GDP(1次) インドネシア金融政策会合
26日(水)		FOMC
27日(木)		ユーロ圏金融政策会合
28日(金)	金融政策決定会合	米6月個人消費支出 台湾2Q GDP(1次)
31日(月)	6月鉱工業生産(速報)	中国7月製造業・非製造業PMI

(出所) Bloomberg、各資料よりアイザワ証券作成

※経済指標等の発表日に変更が生じる場合がございますので、ご了承ください。



## 日本経済・マーケット動向

### みえてきた史上最高値の背中

6月の東京株式市場は、第3週には投資部門別の海外投資家による日本株投資が12週連続の買い越しを記録するなど旺盛な海外投資家の買いによって、日経平均の月間騰落率は7.4%上昇となる3万3189円で終了、16日には年初来高値となる3万3772円をつけるなど、およそ33年ぶりとなるバブル崩壊後の高値を記録した。業種別騰落率をみると、商社、自動車といった業種が大きく上昇。日経平均の史上最高値は1989年12月に付けた3万8915円であるが、30年以上の年月を経て、ようやく史上最高値の背中がみえてきた印象である。日経平均は今年4月末から本格的な上昇相場を迎えているが、4月28日終値から6月16日高値までの上昇幅は4916円（+17.0%）である。短期での過熱感はあるだろうが、日経平均の予想PERは3万3500円でもまだ15倍程度である。参考までに、2012年から日経平均の予想PERの推移をみると、だいたい15倍程度で推移していることがわかる。現時点のバリュエーションは歴史的にみてまだ割高ではないといえようが、そもそも今期の業績予想に用いられている想定為替レートは1ドル130円程度と、現水準よりかなり円高水準だ。このことを考えると、グローバル企業を中心に業績の上振れ期待は高く、日経平均はモメンタム次第では3万8000円超えも視野に入ってくるだろう。

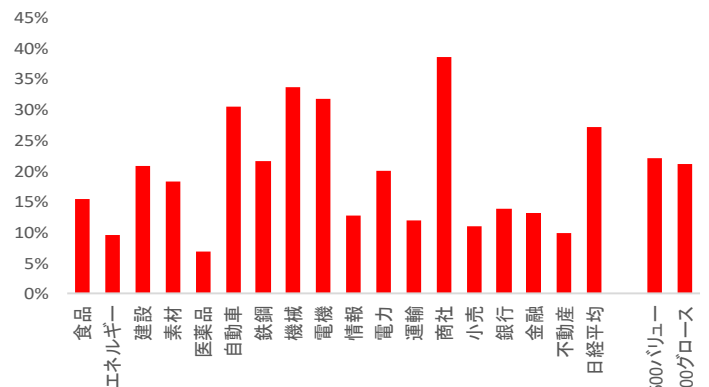
### とはいえ世界経済の減速懸念も燻る

とはいえ、世界経済に目を向けると景気減速の兆しがみられる中国、高金利政策の継続によって今後の国内景気への影響が懸念される米国など、依然として不透明要因が燻っている。期待と懸念が綱引きの状態となっているのが現在のマーケット環境であり、6月の日経平均は後半にかけて更なる円安ドル高となったものの、パフォーマンスが悪化した局面がみられたのはそのあたりを考慮してのことだろう。

### 政策金利の引き下げで対応可能だろう

仮に欧米主要国の景気が減速した場合だが、欧米の政策金利は既に高いことから、政策金利の引き下げによって対応可能だと考える。景気の減速は緩やかなものに留まる可能性が高く、調整局面は引き続き買い場であろうとみる。（横山泰史）

業種別騰落率（2022年末～2023年6月末）



出所：Quick、業種別は東証業種別株価指数・TOPIX17シリーズ、T500バリュエーション、グロースは東証 TOPIX500バリュエーション、グロース。

日経平均と予想PER（2012年～2023年6月末）



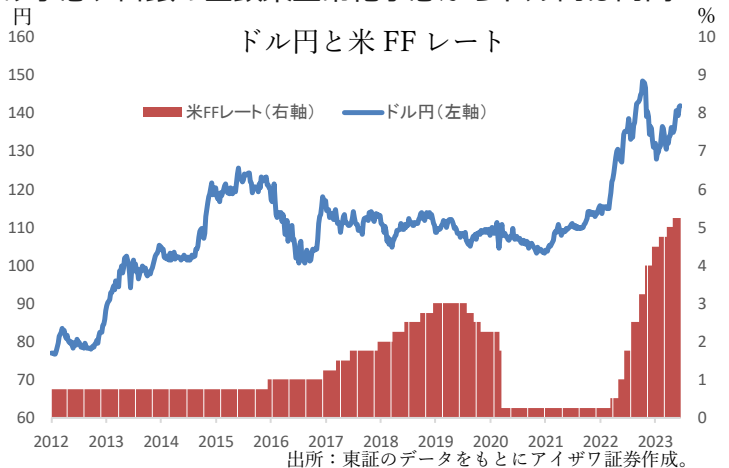
出所：Quick



## 日本関連トピックス

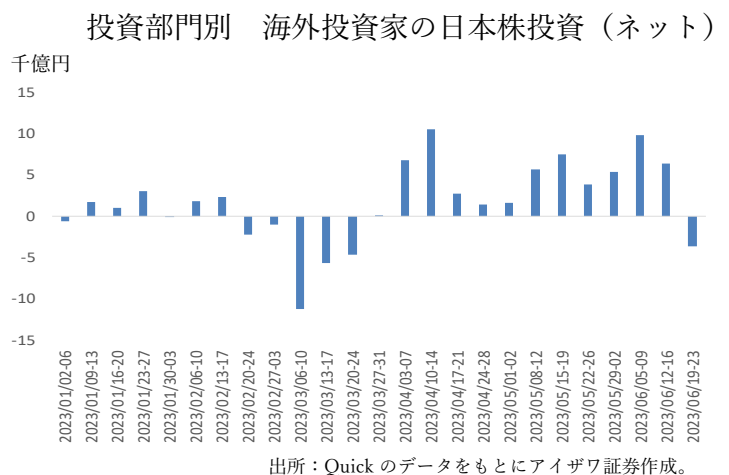
### 円安ドル高 風向きが変わったドル円

今回の日本株上昇のラリーは、グローバルな生成AIブームが発火点となって半導体やAIといった関連銘柄が買われる動きが形成され、他の業種にも買いの動きが広がった。この動きのなかで日本株独自の上昇要因として円安ドル高は見逃がせない。円安ドル高が企業業績の上振れ期待となって業績面の期待から株価を下支えしている側面があるからである。今年春先から円安ドル高の流れが生まれ、株価の上昇に一段の弾みができた。昨年末からの為替相場の動きを振り返ってみると、ドル円は昨年10月に1ドル150円台の円安となったあと、年初には1ドル120円台後半の円高となったが、現在は140円半ばと再度の円安で推移している。年初は米国の年内利下げ予想、日銀の金政策正常化予想からドル円は円高気味であったが、米国のインフレは思ったように鎮静化しておらず政策金利（FFレート）は高止まっている。日本では新しく日銀総裁に就任した植田総裁からはハト派発言が目立ち、従来の金融緩和政策が継続されている。ドル円相場は日米における金融政策の違いを素直に反映しているといえ、6月のFOMCでは年内に2回の追加利上げの可能性が示されていることから、更なる円安となる可能性も浮上している。



### 日銀政策決定会合、高まる決算への期待

このため、日米の金融政策に新しく何らかの動きがないことには為替の円安トレンドに根本的な変化はないだろう。米国の政策金利引き下げの動きはまだ先の話だろうが、日本では次回の日銀金融政策決定会合が7月27日～28日に開催される。その次の会合が9月21日～22日と先なことを考えると、次回の金融政策決定会合にて日銀が何らかの動きを見せる可能性もあろう。日本株の投資戦略については中長期ではグロース株の買いは継続、短期では日銀が動いた場合のストーリーとしてメガバンクに注目している。今月は下旬頃から23年4-6月期の決算発表が本格化する。現在のドル円相場を考えると自動車など円安関連銘柄に業績の上振れ期待が高まっている。他には、米国では政策金利の引き上げと金融不安があるなかで、5月の米住宅着工件数は市場予想を上回るなど、住宅市場は安定の兆しを示しており、米国住宅の関連銘柄として、住友林業、竹内製作所、信越化学などに注目している。(横山泰史)



## マツダ — 横山 泰史

Mazda Motor Corp.

業種：輸送用機器

## 会社概要

1920年に広島で創業した自動車会社。1960年代にはロータリーエンジンの実用化に成功して市場に投入するなどユニークな取り組みに特徴がある。2018年にはトヨタと合併で米国に自動車を生産する新工場の建設計画を発表（2022年1月からCX-50の生産を開始）、2020年には同社からは初となる量産EVのMX-30を欧州から販売を開始した。自動車のグローバル販売台数は111万台であった（2023年3月期末実績）。

## 見通し

2024年3月期通期の会社予想では、売上高が前期比17.6%増の4兆5000億円、営業利益が同26.8%増の1800億円である。純利益の見通しについては期末の想定為替レートを前期末よりも円高に設定していることから、営業外で為替評価損が発生することにより前期比9.0%減の1300億円となっている。事業環境としては、今期の想定為替レートは1ドル128円（前期は136円）、1ユーロ139円（同141円）、自動車のグローバル販売台数は前期比17%増の130万台である。米国で展開しているトヨタとの合併の自動車生産工場であるアラバマ工場では、昨年より自動車の生産を開始しているが、今年7月からは生産ラインは1ラインから2ラインでの生産となり、第3四半期（23年10-12月）から2ラインでフル生産に移行する見通しである。

## 電動化戦略

昨年に2030年までの電動化戦略を発表した。2030年までに期間を3つのフェーズに分け、第1フェーズ（2022-2024）は電動化時代に向けた開発を強化。第2フェーズ（2025-2027）は電動化へのトランジションとして位置づけ新ハイブリッドシステムを導入、中国市場にEV専用車、グローバル市場にバッテリーEVの投入を計画。第3フェーズ（2028-2030）では、バッテリーEV専用車の本格投入、電池への生産投資を視野に入れている。2030年時点におけるグローバルな自動車販売に占めるEV比率は25%~40%が目標である。今年6月にはパナソニックエナジーと車載用円筒型リチウムイオン電池の供給について中長期でのパートナーシップ構築に向けて検討することで合意している。

## 株式データ

2023/6/30 現在

株価	1393.5円
売買単位	100株
時価総額	8804億円
予想 PER	6.76倍
ROE	10.42%
52 週高値	1414.5円
52 週安値	924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
'22/03	31,203	8.3%	815	-	129.4	20.0
'23/03	38,267	22.6%	1,428	75.1%	226.7	45.0
'24/03予	45,000	17.6%	1,300	-9.0%	206.3	45.0

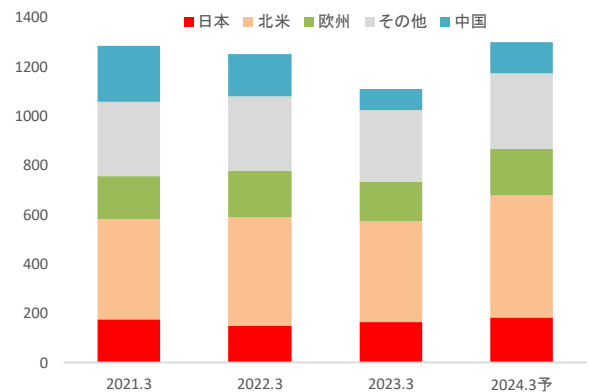
単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

## 株価チャート（週足2022年7月8日～2023年6月30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]

## グローバル自動車販売台数の推移（千台）



[出所：会社資料をもとにアイザワ証券作成、予は会社予想]

## 住友林業 — 横山 泰史

Sumitomo Forestry Co., Ltd.

業種：建設

### 「木」のプロフェッショナル

木のプロフェッショナルとして、国内外において山林経営・植林事業や住宅建設、グローバルネットワークによる木材・建材の調達、流通、製造、加工など、木に関わる事業を展開している。海外では2003年に米国で住宅事業を開始して以来、米国、豪州、アジア地域にて住宅、不動産事業を展開させており、海外住宅・不動産事業が売上高全体に占める比率は約半分の45%、経常利益に占める比率は約3/4の74%（2021.12期実績）。国内外の森林管理・保有等面積は、国内が約4.8万ヘクタール（日本国土の約1/800）、海外が約23.1万ヘクタールである（2020年12月末現在）。

### 海外事業が成長をけん引

2022年12月期通期の決算では、米国を中心とした海外の住宅・不動産事業が販売価格の上昇や円安の影響もあって好調に推移、経常利益、純利益ともに過去最高を達成した。2022.12期通期の経常利益は前期比で572億円の増加となる1950億円であったが、増加の主な内訳としては海外の住宅・不動産が306億円の増加、為替影響が266億円の増加であった。海外の戸建住宅事業は米国、豪州ともに販売戸数は前期比で減少したものの、販売単価の上昇によって両地域における販売金額は増加した。販売単価（現地通貨ベース）は米国が前期比22.8%増の50.8万米ドル、豪州が同11.3%増の38.3万豪ドルであった。為替レートは1米ドル131.52円（前期は109.85米ドル）、1豪ドル91.11円（同82.48円）であった。

### 成長ドライバーの米国新築住宅

2023年12月期通期の会社予想では、米国の住宅・不動産事業の減速や想定為替レートを前期よりも円高（1米ドルが130円、1豪ドルが90円）に設定されていることによって、減収減益となる見通しになっている。米国の新築住宅市場は比較的堅調に推移しているように思われ、為替レートも会社の想定レートよりも円安である状況を考えると、会社予想に上振れ期待が高まるといえよう。2023.12期通期の一株当たりの配当金は125円が予定されている。

### 株式データ

2023/6/30 現在

株価	3483円
売買単位	100株
時価総額	7052億円
予想 PER	9.04倍
ROE	19.4%
52 週高値	3566円
52 週安値	1920円

### 業績推移

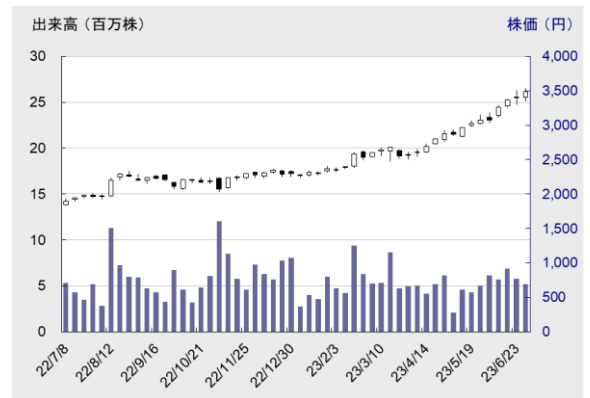
【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'21/12	13,859	—%	871	—%	457.6	80.0
'22/12	16,697	20.5%	1,086	24.7%	543.8	125.0
'23/12 予	15,980	-4.3%	770	-29.1%	385.3	125.0

単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円。

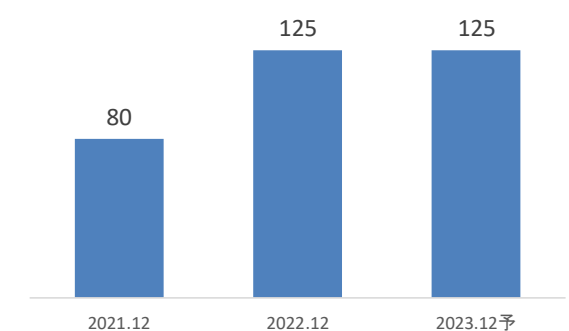
会計基準の変更にともない21.12期は前期と比較できず。

### 株価チャート（週足2022年7月8日～2023年6月30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】

### 一株当たり配当の推移（円）



【出所：会社資料をもとにアイザワ証券作成、予は会社予想】

## 三越伊勢丹ホールディングス - 大谷 拓史

Isetan Mitsukoshi Holdings Ltd.

業種：小売

### 350年の歴史を持つ老舗百貨店

三越伊勢丹ホールディングス（以下、同社）は、2008年に百貨店大手の三越と伊勢丹の株式移転により設立された持ち株会社。2022年度のセグメント別売上構成は、百貨店業が85.4%、クレジット・金融・友の会業が6.3%、不動産業が4.2%、その他が4.1%。主力の百貨店事業では、三越・伊勢丹・岩田屋・丸井今井の4つの暖簾を持ち、国内に20店舗、海外は中国・東南アジアを中心に28店舗を展開する（2022年9月時点）。

### 2023年3月期本決算は大幅な増収増益に

同社の2023年3月期の本決算は、外出機会の拡大や消費意欲改善により国内百貨店既存売上が高い伸びを示したことに加え、インバウンド需要が回復傾向であることから売上高は前年比16.5%増の4874億円となった。コスト面では、コロナ禍以降百貨店のスクラップ&ビルドによる店舗縮小、経費構造改革を行ったことで販売管理費が抑制。営業利益はコロナ禍前（2019年3月期）を上回る296億円となった。中でも総額売上高の約3割を占める伊勢丹新宿本店は3276億円と1991年のバブル時を上回る過去最高の売上高を記録した。

### 「マス」から「個」を重視する戦略が奏功

同社は、従来の一般大衆向けとする「マス」から上質で感度の高いものを提案する「個」を重視する戦略に転換。アプリやカード会員（識別顧客）の拡充に努めた結果、伊勢丹新宿本店・三越日本橋本店では、売上高全体に占める識別顧客のシェアは約50%（2020年3月期）から約70%（2023年3月期）に増加、年間1000万円以上を購買する顧客のシェアは2倍近い伸び（2020年3月期比）を示すなど改革の成果が見られた。

2024年3月期通期の会社予想では、売上高が前年比4.6%増の5100億円、営業利益は同18.2%増の350億円。国内百貨店既存売上計画は、22年度比103%を見込んでいる。中でも、三越伊勢丹単体では、インバウンドの売上高が同期比31%増を予想しており、コロナ禍前の18年度比80%まで回復する見通しだ。また営業利益は経費圧縮がグループ全体へ波及し、統合後過去最高益の350億円に達すると見込まれている。

### 株式データ

2023/6/30 現在

株価	1462円
売買単位	100株
時価総額	5803億円
予想 PER	19.95倍
ROE	6.11%
52 週高値	1543円
52 週安値	971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
'22/3	4,183	-48.7%	123	黒字転換	32.3	10.0
'23/3	4,874	16.5%	323	162.4%	84.8	14.0
'24/3予	5,100	4.6%	280	-13.5%	73.3	16.0

単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

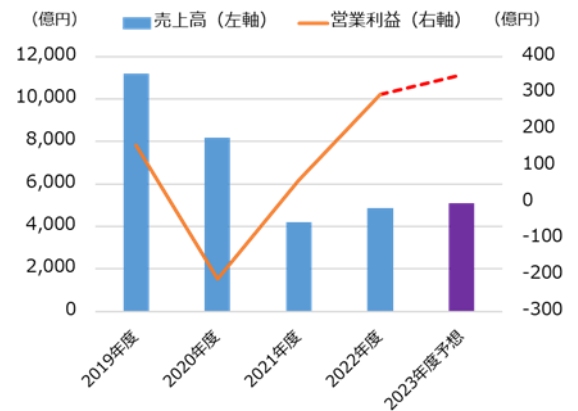
※予は会社予想

### 株価チャート(週足2022年7月8日～2023年6月30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】

### 同社の売上高と営業利益率推移



※23年度予想は会社予想【出所：会社発表資料よりアイザワ証券作成】





## ADAS ～先進運転支援システムの先～

以新伝心

コロナ禍、サプライチェーン問題を発端にした半導体不足で、自動車（新車）の納期に大幅な遅れが出ていたことはまだ記憶に新しい。その被害にあった方もおられるだろう。自動車なのに半導体？と思われた方も多いのではないだろうか。どうして半導体が必要なのだろうか。

ADAS（エーダス）という言葉をお聞きになったことはあるだろうか。ADASとは「Advanced Driving Assistant System」の略称で、先進運転支援システムを総称して指す。現在、多くの車に搭載されている衝突被害軽減装置もそれにあたる。車間距離の認識や車速制御などには多くの半導体を必要とするうえ、急発進防止装置など、ドライバーアシストを組み込めば組み込むだけ必要な半導体が増えていく。そう、今の車は動く半導体の塊なのだ。

日本におけるADASの歴史は古く、1991年には、国土交通省が交通事故減少を目的として、ASV（Advanced Safety Vehicle：先進安全自動車）推進計画なるものを発足しており、現在7期目が進行中。2020年には、欧州などに先行して「乗用車等の衝突被害軽減ブレーキに関する国際基準」導入を決定。国産の新型車は2021年11月以降、また、軽トラックを除く継続生産車は25年12月以降、それぞれ段階的に“衝突被害軽減制動制御装置”の搭載を義務化している（欧州は2024年7月に義務化予定）。自動車大国の日本は、ADAS分野でも先進国であると言えるだろう。

ASV推進計画

第1期 1991年～1995年度	<b>■技術的可能性の検討</b> ・開発目標の設定 ・事故削減効果の検証
第2期 1996年～2000年度	<b>■実用化のための条件整備</b> ・ASV基本理念の策定 ・ASV技術開発の指針等の策定 ・事故削減効果の検証
第3期 2001年～2005年度	<b>■普及促進と新たな技術開発</b> ・運転支援の考え方の策定 ・ASV普及戦略の策定 ・通信技術を利用した技術開発の促進
第4期 2006年～2010年度	<b>■事故削減への貢献と挑戦</b> ・交通事故削減効果の評価手法の検討及び評価の実施 ・通信利用型運転支援システムの基本設計書策定
第5期 2011年～2015年度	<b>■飛躍的高度化の実現</b> ・ドライバー異常時対応システムの基本設計書策定 ・歩車間通信システムの基本設計書策定
第6期 2016年～2020年度	<b>■自動運転の実現に向けたASVの推進</b> ・自動運転を念頭に置いた先進安全技術のあり方の整理 ・開発・実用化の指針を定めることを念頭においた具体的な技術の検討 ・実現されたASV技術を含む自動運転技術の普及
第7期 2021年～2025年度	<b>■自動運転の高度化に向けたASVの更なる推進</b> ・誰もが使用する技術となったASVの正しい理解・利用の徹底と効果的な普及戦略 ・ドライバーの操作に対してシステムの操作を優先させる安全技術のあり方の検討 ・通信・地図を活用した安全技術の実用化と普及に向けた共通仕様の検討 ・自動運転車が備えるべき安全の範囲・水準の探索のための考察

出所：自動車総合安全情報(<https://www.mlit.go.jp/idosha/anzen/01asv/index.html>)、国土交通省(<https://www.mlit.go.jp/>)等、アイザワ証券作成

ちなみに、一緒にされることが多いが、ADASは自動運転（AD：Auto Drive）とは本質的に違う。国土交通省が定める自動運転化レベルは、完全手動のレベル0～完全自動のレベル6まであり、ADASは1～2レベル、あくまでアシスト“支援”だ。日産の「ProPILOT 2.0」は、高速道路など条件を満たしたうえでハンズオフドライブを可能としているが、主体はあくまで人であり、レベルは2の範疇。自動運転とカテゴライズされるのはレベル3からで、その領域まではまだ遠い。

技術はもちろん、法律の整備等、乗り越えなければならない大きな壁がたくさんある。しばらく“運転支援”が続くだろうが、“支援”の幅は日々広がっており、今はADASからADへの変革の時期とも言えよう。まだMT車に乗る私は、昨今の車の変化に思うところはあるが、ADが実現すれば、もうそれは別のカテゴリーだろう、実に楽しみだ。今後の技術進歩に期待したい。（中上裕介）

「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

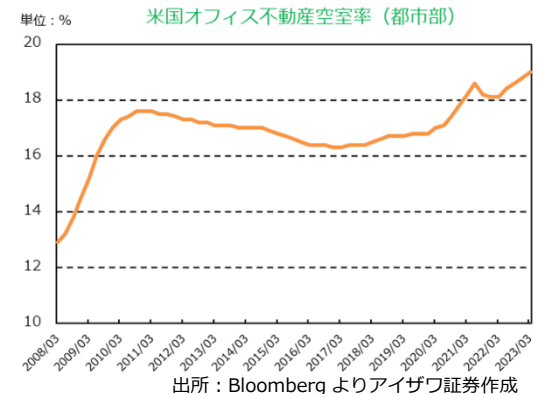
### 米国経済の動向

6月13～14日に行われたFOMC（連邦公開市場委員会）では金利誘導目標上限が5.25%に据え置かれ、2022年3月に利上げを開始して以降、初めての利上げ見送りとなった。ただ、今回で利上げを停止したのではなく、インフレを抑制するためには幾分か追加利上げが必要となる可能性がある旨を示した。同時に発表されたFOMCメンバーの予測中央値（右図）では、年内にあと2回程度の利上げを想定している旨が示唆された。6月29日時点の市場関係者の見解は7月の利上げを予想する比率が高く、年内1回と2回以上の利上げ回数を想定する割合が半々となっている。2023年末の経済成長率と雇用については前回の見通し（3月）から上方修正された。FOMCメンバーは利上げ想定にも関わらず、経済・雇用は予想よりも悪化しないというソフトランディング（景気の軟着陸）を予想しているように見られる。

FOMC予測中央値 (単位: %)		2023年末	2024年末	2025年末	長期
金利見直し	今回	5.6	4.6	3.4	2.5
	3月時点	5.1	4.3	3.1	2.5
実質GDP	今回	1.0	1.1	1.8	1.8
	3月時点	0.4	1.2	1.9	1.8
失業率	今回	4.1	4.5	4.5	4.0
	3月時点	4.5	4.6	4.6	4.0
インフレ率 (PCE: 米個人消費支出)	今回	3.2	2.5	2.1	2.0
	3月時点	3.3	2.5	2.1	2.0
コアインフレ率 (コアPCE)	今回	3.9	2.6	2.2	—
	3月時点	3.6	2.6	2.1	—

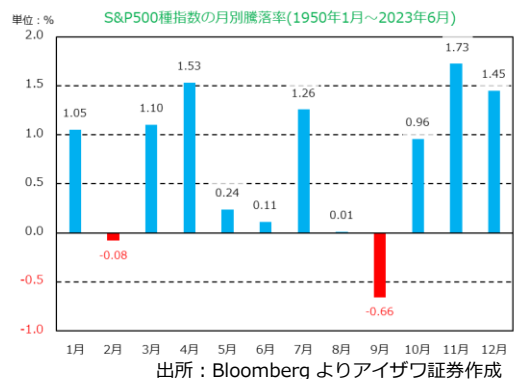
(GDP・インフレ率は前年4四半期からの変化。失業率は4四半期の平均。コアインフレ率は食品やエネルギーを除くもの)  
出所: FRBのHPよりアイザワ証券作成

米経済は予想よりも堅調さが見られる中、米国の商業不動産に問題が起きる可能性が浮上している。米国のオフィス空室率は新型コロナによる影響から一時的に改善したが、再び上昇傾向にあり、こうした空室率の上昇や商業用不動産の価格下落懸念、金利上昇による借入コスト高の影響から同業界で将来的に問題が広がる可能性が懸念されている。6月28日に行われたECB（欧州中央銀行）主催の討論会でも、パウエルFRB議長は商業用不動産について注意深く監視している旨のコメントを発している。



### 米国株式市場の動向

右図は1950年以降のS&P500種指数の月間平均騰落率を表したグラフである。例年5月・6月の株式市場は伸び悩む傾向が見られるが、今年の6月前半のS&P500種指数は利上げ停止期待などもあったことで好調に推移。昨年10月の安値から20%上昇しており、数字上は強気相場入りともされる。ただ、14日のFOMCで年内2回の利上げが示唆されたことで警戒感が広がり、月後半は利食い売りの姿勢も見られた。株式市場の先行きについては強気派・弱気派で意見が分かれている。強気派はソフトランディングの可能性やAIブームが一層膨らむ可能性、ハイテク関連から物色対象が広がる可能性などを指摘、一方で弱気派は余剰貯蓄の減少に伴う個人消費の減少懸念や利上げや融資厳格化の影響などから企業収益の悪化に繋がる可能性などを指摘しており、強弱入り混じることで結果的にレンジ相場を展開すると思われる。(石塚博規)

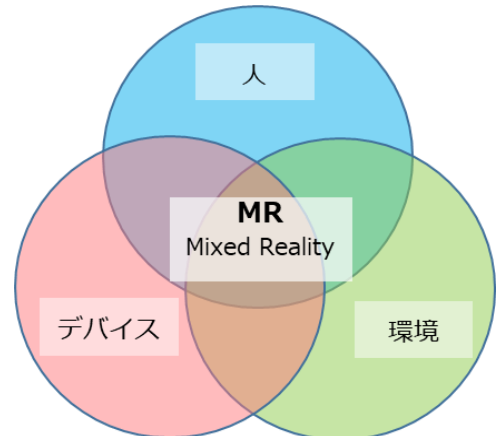




## アップルの新商品で注目される「MR」とは何なのか？

iPhoneやMacで知られるアップル（AAPL）が6月5日の世界開発者会議（WWDC）で、アップル・ウォッチ以来となる主要新製品のMRヘッドセット「Vision Pro（ビジョン・プロ）」の発表を行った。なので、今回は注目技術の一つであるMR技術とMRデバイスについて取り上げたいと思う。

まず、「MR」とはMixed Reality（複合現実）を指す言葉であり、「現実世界」と「仮想世界」を融合させることで、目の前に3Dホログラム（立体画像）を出現させたりすることが可能となる技術である。MRはAR（Augmented Reality：拡張現実）の進化版のようなイメージを持つと分かりやすいかもしれない。ARは現実世界に仮想情報を足すことで、現実世界を補完・補強する技術で、数年前に日本でも流行した「ポケモンGO」はこのAR技術を使ったスマートフォンゲームであった。ARでは画面上でポケモンを操作することは出来たが、自分の手（現実）でモンスター（仮想）に触ったりする操作や干渉は出来なかった。これがMRになると、自分の手でモンスターに触ったりする操作が可能となったり、自由な角度から観察することが出来るようになる。ビジネスの面では製造業や医療、建築などの立体画像との親和性が高そうな業界での実用化が期待されている。



MR の概念図。デバイスの処理能力や人の動きに対応できる高度な入力方法、センサー等による環境の認識といった要素が組み合わさることで複合現実が表現される。

今回アップルが発表した「Vision Pro」は、目の前の空間をまるでディスプレイのように利用できることから同デバイスを「空間コンピューター」と表現している。また、仮想世界と現実世界の継ぎ目の無い自然な融合を追求したことで価格は3499ドル、日本円で約50万円（1ドル=144円で換算）と個人では中々手の出しにくい価格設定になっている。個人へ普及するためには、低価格化が重要な要素と予想されるため、最初は例に挙げた製造業などの企業内で利用が広がっていく可能性が考えられる。

MR対応のデバイスとしてはアップル以外にも、マイクロソフト（MSFT）が2019年に企業向けに販売した「HoloLens 2（ホロ・レンズ）」や、メタ・プラットフォームズ（META）が今秋販売を予定している「Meta Quest 3（メタ・クエスト3）」がある。METAのデバイスはVR（Virtual Reality：仮想現実）利用を中心としたものと思われるが、MR体験も出来ると説明しており、高価格路線をいくアップルに対して個人の手が届くことを意識した価格帯（500ドル～：約7万2千円）となっている。今回アップルがヘッドセットデバイス分野に参入することで、今後同業界の競争が加速する可能性もあり、ハード面が盛り上がることでゲーム開発エンジンを手掛けるユニティ・ソフトウェア（U）などのソフト面にも盛り上がり波及していくことも考えられる。

今のヘッドセットは被り物感が強いが、より小型化・軽量化・バッテリーの長寿命化などの面が進歩してゆけば、自宅以外でもスマートフォンやパソコンの代わりに利用するのが当たり前の世の中が訪れるかもしれない。（石塚博規）

# TSLA(テスラ) — 高田 仁美

TESLA INC

業種:自動車

## 企業概要

テスラ(以下、同社)は、シリコンバレーのエンジニアが2003年に設立したEV(電気自動車)メーカー。2008年から2020年にかけて「ロードスター」や「モデルS」、「モデルX」、「モデル3」、「モデルY」などのモデルを投入し、スポーツ・高級車から一般大衆車までの製品ラインナップを充実させた。今後は電動ピックアップトラック「サイバートラック」と電動トラック「テスラ・セミ」などの新製品も投入する予定。近年は海外展開を加速させており、中国の上海工場、ドイツのベルリン工場が本格稼働。現在の生産能力は年間約200万台。20年7月、時価総額でトヨタ自動車を抜き業界トップに浮上、22年8月に1→3株の株式分割を実施。

## 直近の業績動向:大幅増収だが値下げにより減益

第1四半期(23年1~3月)決算は、売上高が前年同期比24.4%増の233.3億ドル、純利益が同24.3%減の25.1億ドル、調整後EPSが0.85ドル。EV納車台数は42万2875台と同36.4%増だった(うち約97%はモデル3とY)。一方、昨年からは中国、北米等で需要喚起や米国における購入補助金の対象車両の値下げ、資源価格の高騰などによって、全体の粗利益率は前年同期の29.1%から19.3%に低下した。在庫は、143.8億ドルと過去最高を記録した。

## 今後の株価の見通し

同社は、製品価格が今後も競争激化によって変動する見出しを出したものの、2023年12月期通期の販売台数見通しについて、180万台(前年比37%増)に据え置いた。イーロン・マスク最高経営責任者(CEO)は、不況下で販売台数を伸ばし、中国での競争激化に対応するためには、利益率を犠牲にすることもあり得ると説明。また、今の主力車種である「モデルY」に加えて、ピックアップEVの「サイバートラック」を新製品として打ち出す予定。納入開始は第3四半期の終わりごろ、来期から本格的な生産、出荷が始まる見込み。メキシコにEVの新工場を建設する予定もあり、さらに生産規模の拡大と新しい生産方式を通じてEVのコストダウンを図っていくほか、米国向けの輸出拡大と海外展開に注力していく構えだ。

## 株式データ

2023/6/30 現在

株価	261.77ドル
売買単位	1株
時価総額	8296億8117万ドル
予想PER	76.07倍
ROE	33.53%
52週高値	314.67ドル
52週安値	101.81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	31,536	28.3%	721	黒字転換	0.75	無配
'21/12	53,823	70.7%	5,519	665.5%	2.26	無配
'22/12	81,462	51.4%	12,556	127.5%	4.07	無配

単位:百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

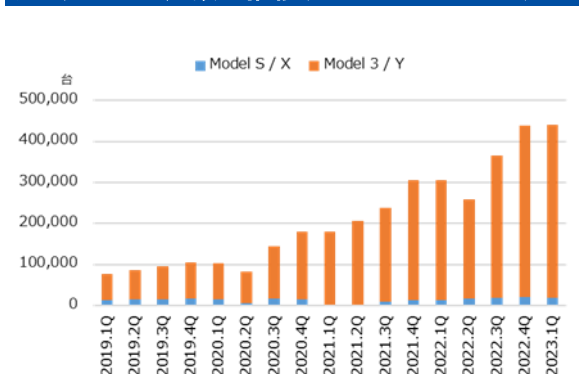
※1株利益は調整後ベース、1株配当は各決算期分をベースに行ったもの。

## 株価チャート(週足2022年7月8日~2023年6月30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]

## テスラのEV生産数の推移(2019.1Q~2023.1Q)



[出所:会社発表資料、アイザワ証券作成]

# MDLZ(モンデリーズ・インターナショナル) – 石塚 博規

Mondelez International Inc

業種:加工食品

## 世界トップクラスのお菓子会社

モンデリーズ・インターナショナルは世界的な飲食料  
品メーカー。チョコレートクッキーの「OREO (オレオ)」  
は同社の代表的な製品。ビスケット(クッキーとクラッカ  
ー含む)で世界1位、チョコレートで世界2位のシェアを  
誇り、近年は焼き菓子にも力を入れている。米国企業では  
あるが北米地域の売上は3割程度で、欧州での売上比率が  
大きい。

同社の設立母体は米食品大手のクラフトフーズ。2012  
年にクラフトフーズが北米向け食料品事業を分離上場さ  
せると同時に社名を現在の「モンデリーズ・インターナシ  
ョナル」に変更、菓子部門の集中を高めた。

## 2023年第1四半期決算概要

4月下旬に発表された2023年第1四半期(1月~3月)決算  
では、売上高が前年同期比18.1%増の91.66億ドル、純利益  
は同143.4%増の20.81億ドル、調整後1株利益は同9.9%増  
の0.89ドルの増収増益となり、売上高・調整後1株利益共に  
市場予想(84.73億ドル・0.80ドル)を上回った。販売数量  
の増加と商品の値上げが功を奏し、買収や為替の影響を除  
いたオーガニック売上高は同19.4%増となった。純利益の上昇  
は有価証券の評価益やウクライナ戦争により増加したコス  
トの減少が見られたことなどが要因。

今回発表された会社による2023年通期見通しでは、オー  
ガニック売上高成長率を10%以上と予想しており、従来予想  
(5~7%)から上方修正を行った。

## 10億ドル以上売れるお菓子ブランドを複数保有

同社は「OREO (オレオ)」をはじめ、クラッカーの「RITZ  
(リッツ)」やチョコレートの「milka (ミルカ)」など10億  
ドル以上の売上を誇るブランドを複数保有、その他にも各地  
域で愛されるローカルブランドも多数保有している。こうし  
た人気のあるブランドは高い価格決定力があると推測され、  
商品の値上げが受け入れられやすいと思われる。インフレ環  
境下ではコストの増加が懸念されるが、そうした部分をしっ  
かりと価格転嫁できる点は同社の強みと考えられる。

### 株式データ

2023/6/30 現在

株価	72.94ドル
売買単位	1株
時価総額	993億3360万ドル
予想 PER	22.83倍
ROE	9.85%
52 週高値	78.59ドル
52 週安値	54.72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	26,581	2.8%	3,555	-9.5%	2.47	1.20
'21/12	28,720	8.0%	4,300	21.0%	3.04	1.33
'22/12	31,496	9.7%	2,717	-36.8%	1.96	1.47

単位:百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

※売上高は純売上高。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

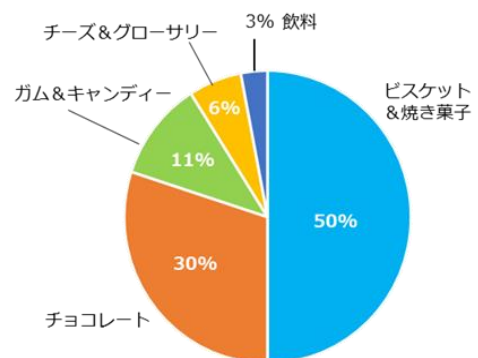
### 株価チャート(週足2022年7月8日~2023年6月30日)



[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年カテゴリー別純売上高比率



[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]

## WM(ウエスト・マネジメント) – 石塚 博規

Waste Management Inc

業種: 廃棄物処理

### 北米トップクラスの廃棄物処理会社

ウエスト・マネジメントは米国やカナダで事業展開するゴミ処理会社。家庭や事業所などのゴミ回収から埋め立て、ゴミから発生するガスによる発電やリサイクル事業なども行う。2000万を超える住宅や商業・産業関連、地方自治体などを顧客として抱え、サービスを提供している。

2020年10月に同業だったアドバンスド・ディスプレイ・サービスズを買収し事業規模を拡大。近年は再生可能天然ガス(RNG)による発電拡充や閉鎖した埋立地での風力・太陽光発電、リサイクル事業などへの投資を強化している。

### 2023年第1四半期決算概要

4月下旬に発表された第1四半期(1月~3月)決算によると、売上高は前年同期比5.0%増の48.92億ドル、純利益は同3.9%増の5.33億ドル、調整後1株利益は同1.6%増の1.31ドルの増収増益となり、売上高・調整後1株利益共に市場予想(48.56億ドル・1.28ドル)を上回った。価格設定やゴミ収集・処分量が同1.1%増となったことが売上増に寄与したと思われる。また、2022年後半に発生したハリケーンの後処理が継続したことで、埋め立て量などの増加も見られた。

同社予想による2023年通期の売上高成長率は、年初に予想した4~5.5%増を維持している。

### 不景気でも安定的な業績が期待される

米国ではインフレを抑制するために行った積極的な利上げの影響もあり、経済が減速・後退する可能性が懸念されている。しかし、不況下においてもゴミ排出量はそれほど大きく変わらないと考えられる点や、基本的に継続契約である点から、仮に不景気になったとしても同社は安定的な業績が期待される。また、ゴミ処理業界は参入障壁が高いと思われるため、そうした面でも安定性が高いと考えられる。

長期的な目線では、経済成長と都市ゴミ量には相関性があると言われていたため、米国経済の発展と共に同社の業績も拡大していくものと思われる。また、同社は自社株買いや増配などの株主還元も行っているため、長期に保有するメリットも考えられる。

### 株式データ

2023/6/30 現在

株価	173.42ドル
売買単位	1株
時価総額	705億4160万ドル
予想 PER	28.67倍
ROE	32.03%
52 週高値	175.98ドル
52 週安値	148.31ドル

### 業績推移

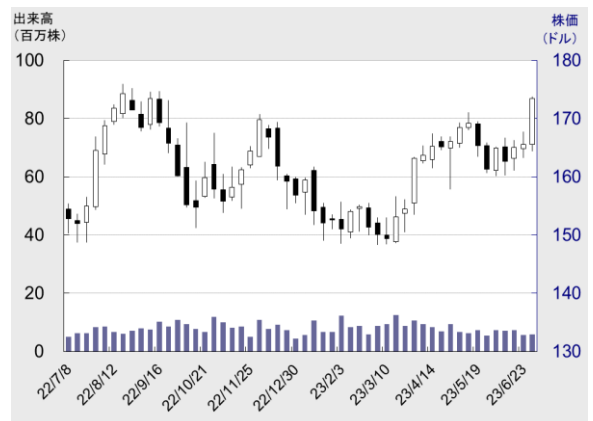
【連結】

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	15,218	-1.5%	1,496	-10.4%	3.52	2.18
'21/12	17,931	17.8%	1,816	21.4%	4.29	2.30
'22/12	19,698	9.9%	2,238	23.2%	5.39	2.60

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

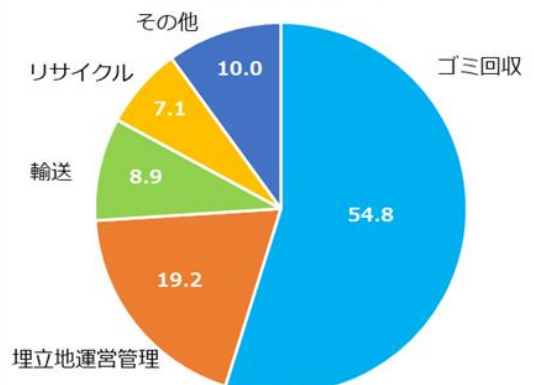
### 株価チャート(週足2022年7月8日~2023年6月30日)



[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

#### 売上構成(2022年)



各割合は内部取引を含めた比率。発表資料を基にアイザワ証券作成



## 半導体工場を誘致した加藤清正の遺産

### 亜州潮流

最近「半導体バブル」、「熊本バブル」という言葉を耳にしたことはあるだろうか？

2021年10月、世界最大手の半導体企業の「台湾セミコンダクター（TSMC：台湾積体回路製造）」が熊本へ進出し、ソニーグループ（6758）、デンソー（6902）と共同で総額86億ドルを投資し、最先端の半導体工場を建設すると表明した。投資額（約1兆円）のうち、約半分（最大4760億円）を補助金として日本政府が支給すると予想され、巨額の投資が降り注ぐ建設現場の菊陽町周辺の土地が高騰していることからバブルと言われているようだ。

6月初旬に熊本県菊陽町の建設現場を見る機会があった。菊陽町はソニーグループの半導体製造子会社の熊本TECが以前からあったが、その隣接した場所に21.3ha（ヘクタール）のTSMCの日本国内最初の工場JASM（TSMC Fab23）の先端半導体工場を、大手ゼネコン鹿島建設が24年3月の工場稼働を目指して建設している最中だった。

実際に工事現場を観察した第1印象は、半導体工場の大きさだ。右の画像でも規模のスケール感が少しは伝わると思うが、実際に目にするとう「とにかく大きい」の一言だ。これだけの施設である、近隣への影響について菊陽町の方に話を聞くと、台湾の人が急に増え、菊陽町や隣接の大江町（肥後）の不動産は、関係者や家族の人口流入を当て込み価格が3割程度上昇、加え、熊本空港にアクセスするバス車内も混み合っているとの事だった。



【出所：今井正之撮影】

半導体は、化学物質の洗浄過程で大量の水を使用する。新工場は1日1.2万立方メートルの地下水を採取する計画で、この量は熊本市と周辺の計11市町村の採取量3%弱に相当する。その為にJASMは工場で使用する7割の水をリサイクルする協定を結んでいる。また隣接する熊本TECでは、白川中流域の農家に協力金を払って作付け前後の農地に水を張り、地下水を浸透させる取組みを行っている。もともと白川の水面よりもかなり高地に位置する工場周辺は、本来は水の確保が難しい荒地であったが、約400年前に戦国武将の加藤清正が、白川の洪水対策と灌漑水路を整備し豊かな農地に変えたそうだ。さらに水田や畑で利用された水が循環し、下流の熊本市は水道を全て地下水でまかなう「日本一の地下水都市」となったそうだ。

TSMCは、近年の台湾における水不足から半導体生産が停滞した経験を持ち、熊本を選んだ理由の一つは水であると推察できる。莫大な補助金も魅力であるが、清正公の領国発展の努力が誘致に一役買ったともいえるそうだ。（今井正之 国際公認投資アナリスト）

「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5月の鉱工業生産は前月比でやや改善、自動車や半導体、デジタル産業などがけん引した。一方、不動産投資の落ち込み拡大に伴って、鉄鋼やガラスなど不動産関連業種の不振は続いた。個人消費も前月比で若干持ち直したものの、コロナ前の水準を下回る緩慢な回復ペースに止まっている。労働市場では、ここ数年需給のミスマッチなど構造要因で若年層の失業率上昇が目立ったが、経済再循環に伴って主力の25~59歳の失業率は順調に低下しており、コロナ前の状態に戻りつつある(右上図参照)。

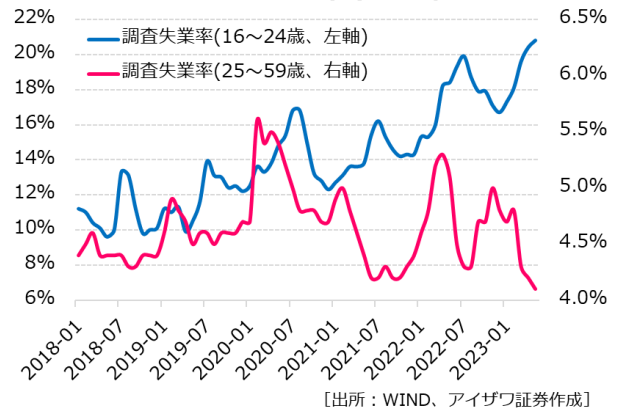
景気停滞観測が再び強まった主な要因として、経済再開後に雇用・所得環境の改善が遅れた上、不動産市場が長期低迷の様相を呈していることが挙げられる。これまで順調に増加していた中国の新築住宅販売は昨年以降「L字型」(コロナ前の7~8割に相当する年1000万戸程度)で推移しており、不動産をけん引役とした過去の景気サイクルとは根本的に異なっている(右中図参照)。

不動産依存から脱却するこの過程は1990年代の日本経済の「バランスシート不況」に類似する点が少なくないが、都市化や所得水準などに鑑みると今の中国に更なる発展の余地は大きいといえる。また、中国当局はより早い段階で素早くバブル抑制に動き、銀行中長期貸出に占める不動産(ローン+開発融資)の比率が10年前の水準に低下しており、金融面のリスクはすでに消化されつつあると思われる(右中図参照)。

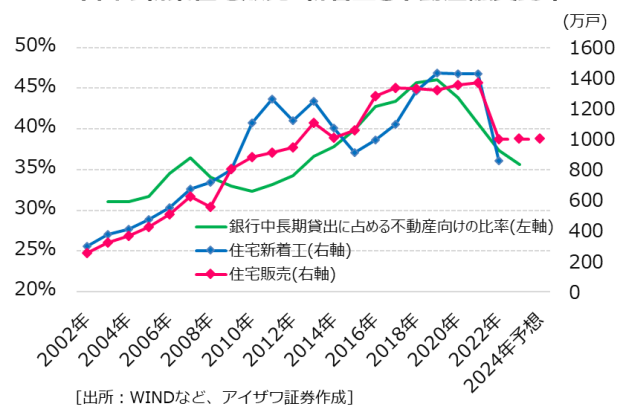
6月の中国本土・香港株式市場では、CSI300指数と香港ハンセン指数はそれぞれ+1.2%と+3.7%となったが、経済指標の悪化を受けて一時は年初来安値をつける場面もあった。ただ、追加利下げの実施や新エネルギー車購入税減免の延長など景気対策パッケージへの期待感から、景気二番底をいったん織り込んだ後に株価戻り歩調となった。また、5月の自動車販売は市場予想を上回り、半導体の国内生産が持ち直しつつあることなども株式市場に安心感を与えた。そしてAIブームに乗じてビッグデータの優位性を持つテンセントなど中国主要IT企業が次々と大規模な言語モデル開発を進めており、AI機能を統合した斬新なサービスが様々な分野で登場しようとしている。

株式市場では、不動産依存からの脱却と新経済の拡大が同時進行するという新旧経済の交代が強く意識された結果、不確実性を伴う不動産関連セクターを敬遠して新経済・テクノロジーを好むという傾向が一層強まった。今後、消費促進やハイテク国産化、新型インフラ整備、新エネルギー育成などが景気対策の中核として盛り込まれる可能性があり、当面はこうした二極化相場が続くそう(柳林)。

中国の調査失業率の推移



中国の新築住宅販売・新着工と不動産融資比率







## 中国の新たな景気対策パッケージの行方

景気減速を受け、中国人民銀行は6月中旬からリバースレポと中期貸出制度（MLF）の金利、そして実質上の政策金利であるローンプライムレート（LPR）を0.1%引き下げた。金融政策以外にも、当局は不動産の安定化や消費促進を含めた新たな政策パッケージを検討していることを明らかにした。ただ、今年の成長目標（5%前後）を低めに設定し、経済転換を優先する当局の決意に鑑みると、景気対策パッケージは大規模な不動産刺激を行わずに的を絞った小規模なものに止まりそうだ。

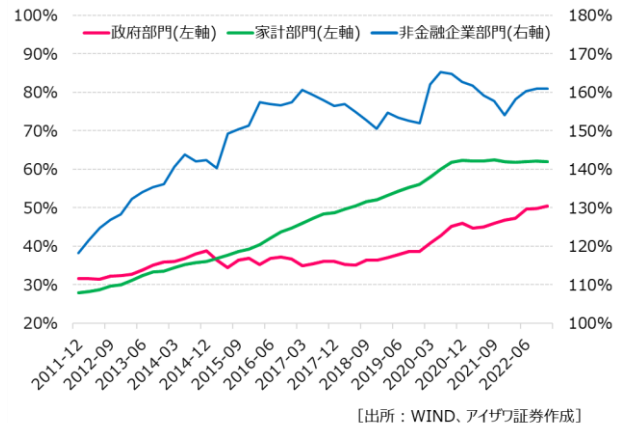
その理由について、まず、米中対立を背景に中国当局は半導体などの国産サプライチェーンへのリソース投入を優先させていること。次に、不動産刺激は資源・資本大量消費型の成長モデルに逆戻りして大きな金融リスクを孕むほか、「共同富裕」や「質的成長」といった中長期政策目標にも反していること。さらに、過剰債務問題や地方財政悪化への懸念から、コロナ禍後の財政発動余地は限られていることなどが挙げられる（右上図参照）。

新築住宅市場は当面低位安定し、不動産関連支援策は購入制限撤廃の対象都市拡大やデベロッパーに対する流動性支援、ローンの取得要件緩和、未完成プロジェクトの完工支援、都市再開発などの下支え措置に限定されよう。

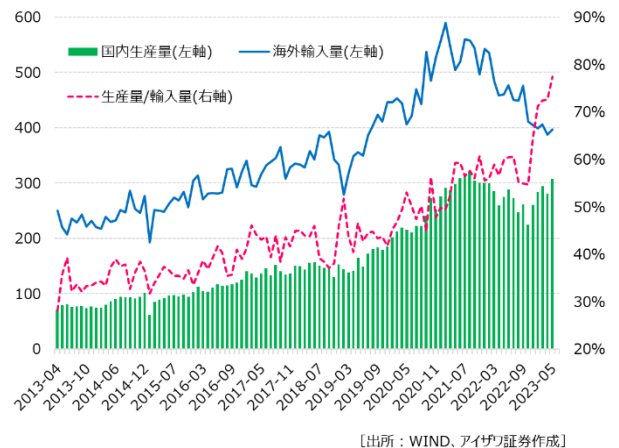
「不動産+土木インフラ」といった従来型の景気刺激策に取って代わって、半導体やAI・クラウド、新エネルギー・EV、新素材などの産業集積を後押し、国産サプライチェーンを量・質ともに強化していくといった「新型インフラ+輸入代替」は景気対策パッケージの中核を担う可能性がある。それは不動産不況の逆風を緩和すると同時に、中長期的な産業政策目標に沿った一石二鳥の策でもある。例えば国内半導体工場の増設・拡充によりIC（集積回路）の国産対輸入比率は80%近くと米中貿易戦が勃発した2018年の2倍に高まっている（右中図参照）。今年6月中旬、上海市は製造業に対して大規模なデジタル化改造やロボット導入を支援し、半導体やバイオ、AIを巡って世界級の産業集積を育成するなど「先進製造業振興三年行動計画」を公表しており、検討中の政策パッケージの中身を伺わせた。

政策の後押しに加えて在庫サイクルやPPIは下期にかけて底入れが加速し、景気は弱含みながらも「N字型」回復パターンを辿っていくシナリオが予想される。ただ、循環的な政策ツールだけでは構造問題の抜本解決にならないため、中国当局は7月の中央政治局会議と10月の共産党三中全会で民間企業の信頼感と投資意欲を高める大胆な市場化改革を打ち出せるか注目だ（柳林）。

中国の部門別債務の対GDP比(四半期)



中国のIC生産量と輸入量（月ベース）





## ASEAN 経済・マーケット動向

ASEAN各国は国によって格差はあるが、世界の他の地域と同様、GDPやインフレなど、各国ともに、おおむね落ちついた経済状況となっている。直近発表された各国の経済統計をみると、ベトナムのGDP成長率、インドネシアのCPIはともに予想を上回る結果であった。特に改善が目立っているのが物価で、直近数カ月のCPIをみると、各国ともにおおむね鈍化傾向となっている。まだ完全にコロナ前の経済状況まで回復しているとはいえないものの、確実にアフターコロナにむかって前を向き始めているといえよう。

なお、6月に実施された、金融政策委員会では、21日のインドネシア、22日のフィリピン、ともに政策金利が据え置きとなった一方、フィリピンは預金準備率が引き下げられた。また、ベトナムは直近リファイナンスレートなど主要金利の引き下げを行なっている。各国の金融政策にはばらつきがあるものの、おおむね各国ともに経済正常化、景気下支えを意識した政策運営を行なっているといえるだろう。

特に、前向きな政策運営が目立っているのが、インドネシアとベトナムだ。直近発表されているインドネシアのCPIは4カ月連続で伸びが鈍化、ベトナムも5カ月連続で伸びは鈍化している。6月のCPIは、それぞれ、3.52%、2.00%と、ほぼ政府目標レベルにまで落ち着いてきているといえるだろう。直近、両国はそれぞれ金融政策委員会を実施、インドネシアは金利据え置き、ベトナムは利下げを行うこととなった。これまで、金融政策を変更する際には、インフレの動向が大きな障害となっていたが、インフレを気にする必要がなくなり、おもいきった金融政策を行なえるようになってきた。

6月17～23日の日程で、日本の天皇・皇后両陛下が、インドネシアを訪問した。英国エリザベス女王の葬儀出席を別にすれば、御即位のあとはじめての外国親善訪問で、インドネシアから熱い歓迎を受けた。天皇は立場

上政治的な行為を行わない（行えない）ため、政治に絡む話はなかったが、今年、ASEANの議長国であるインドネシアにとって、このたびの天皇来訪は大きかったとみてよいだろう。（明松真一郎）

2022年7月からのアジア主要国のCPI推移（前年同月比：%）

国	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
中国	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	—
台湾	3.35	2.68	2.76	2.74	2.35	2.71	3.05	2.42	2.35	2.35	2.02	—
マレーシア	4.4	4.7	4.5	4.0	4.0	3.8	3.7	3.7	3.4	3.3	2.8	—
タイ	7.61	7.86	6.41	5.98	5.55	5.89	5.02	3.79	2.83	2.67	0.53	—
インドネシア	4.94	4.69	5.95	5.71	5.42	5.51	5.28	5.47	4.97	4.33	4.02	3.52
フィリピン	6.4	6.3	6.9	7.7	8.0	8.1	8.7	8.6	7.6	6.6	6.1	—
ベトナム	3.14	2.89	3.94	4.30	4.37	4.55	4.89	4.31	3.35	2.81	2.43	2.00

[出所：ブルームバーグ等、アイザワ証券作成]



## ベトナム ～バイク大国が迎える 2030 年問題～

ベトナムの現地紙ハノイ・タイムズ（電子版）は、「ハノイ市人民委員会が、2030年までの経済開発プログラムを承認した」ことを報じた。このプログラムには、ハノイ、ホーチミン、ダナンなどの5つの主要都市で、2030年以降バイクの通行を禁止するか、通行料金の徴収を行うといった方針が含まれている。ベトナムの主要都市部では長年、通勤時間帯の渋滞や多くの車両が排出する二酸化炭素による大気汚染や地球温暖化が問題視されている。ハノイ市においては2017年より計画が浮上していたが、現実的ではないことから先送りされていた。

この計画の肝となるのが、公共交通機関の整備だろう。ハノイ市では、2021年より都市鉄道2A号線（ハノイメトロ）が開業している。運用区間はハノイ市中心部のドンダー区から住宅開発が進むハドン区で、カットリン駅～イエンギア駅をつなぐ全12駅の高架鉄道だ。また、ホーチミン市では今年4月、都市鉄道1号線（ベントイン～スオイティエン）の試運転が実施された。全長19.7Kmの内、終点のスオイティエン駅からアンフー駅までの約12.3Kmの高架区間を往復するもので、同市はプロジェクトの完成時期を2023年内としている。多くの先進国でも都市部での交通の要とされる鉄道は、今回の問題解決策として最も期待されている。

一方、ハノイ市の2A号線区間の輸送力は、1日最大約22万人なのに対し、開業から1年間の平均乗客数は約3万人と、期待している利用者数に届いていない。運営会社は、2024年までに年間利用客を3,000万～4,000万人に引き上げることを目標としているが、周辺のインフラ整備やシステム整備に課題を抱えており、今後いかに対応できるかが注目されている。

ベトナムはバイク大国だ。同国の2016年以降の二輪車販売台数は、イレギュラーとなったコロナ禍の2019年と20年の2年間を除き、年間300万台を超えている（ベトナムモーターサイクル協会：VAMM）。1世帯当たりの保有台数は1.65台（ベトナム統計局、2022年データ）と、1台を超えており、まさに国民の足としての地位を確立している。また、細い路地裏や荒れた路面などの移動手段として、まだまだバイクが優位な点が多い状況だ。



[出所：JSI 撮影 バイクは生活の足として利用されている]

ベトナム当局は、他の新興国と同様に、環境保護の為に公共交通機関の利用促進を目指しているものの、国民生活の現状とはギャップがある。鉄道網の整備に加え、周辺インフラの整備など多くの問題がある中、2030年を目標とし、どこまで改革していくのが注目されている。（中上裕介）

## 美的集団[ミデア・グループ] - 柳林

Midea Group Co., Ltd.

業種：家電

### 中国の大手白物家電メーカー

美的集団「ミデア・グループ」(以下 同社)は、中国広東省を本拠地とする民営の大手白物家電メーカー。2022年の売上構成は、エアコンが44%、冷蔵庫と洗濯機、キッチン、小型家電などの一般家電が36%、ロボット・自動化システムが9%、その他が11%。同社は2016年に東芝の白物家電事業、2017年にドイツ産業ロボット大手であるクーカ社を相次いで買収して海外展開を加速したほか、オートメーションやIoT(モノのインターネット)、精密機械、新工ネ、昇降機など新規分野開拓で多角化に注力している。

### 2022年本決算は小幅増収増益、47%増配を予定

2022年本決算は、売上が前年比0.7%増の3457.1億元、純利益が同3.4%増の295.5億元で、一時的な損益を控除した調整後純利益は10.3%増となった。中国のゼロコロナ政策や不動産市況低迷の影響を受け、一般家電部門の売上高は同5%減と小幅減。その一方、製品のハイエンド化や輸出増でエアコン部門は6.2%増収だったほか、傘下のクーカ社の急回復でロボット・自動化システム部門も9.7%増収となった。ハイエンド家電ブランドの「COLMO」と東芝の中国売上高はそれぞれ同100%増と55%増と増収に寄与し、全体の粗利益率も同23.0%から24.6%に上昇した。同社は研究開発費を5%増の126億元、R&D従事者を2万人超にそれぞれ引上げ、革新主導の成長路線を強化した。また、生産自動化を示す同社のロボット密度は2022年末の500台/万人から、2年以内に先進国水準を上回る700台/万人に上げる方針。2022年度の配当案は同47%増配の2.5元/株を予定。

### 23年1Qは増収増益、グローバル戦略やM&Aを強化

2023年1~3月(1Q)の売上高と純利益はそれぞれ同6.5%増と12%増となり、工業技術(精密部品や半導体、新工ネルギー関連)、ビルディング(セントラルエアコンや昇降機など)、ロボット・自動化など企業向けがけん引した。中国の経済再開に伴って国内家電市場は徐々に持ち直していくことも期待される。また、グローバル戦略の一環として、同社はスウェーデン家電大手のエレクトロラックス社に買収を打診しており、今後海外展開の動きが加速する見通し。

### 株式データ

2023/6/30 現在

株価	58.92人民元
売買単位	100株
時価総額	4137億4692万人民元
予想 PER	12.33倍
ROE	22.07%
52 週高値	61.49人民元
52 週安値	40.09人民元

### 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	285,710	2.3%	27,223	12.4%	3.93	1.60
'21/12	343,361	20.2%	28,574	5.0%	4.17	1.70
'22/12	345,709	0.7%	29,554	3.4%	4.34	2.50

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

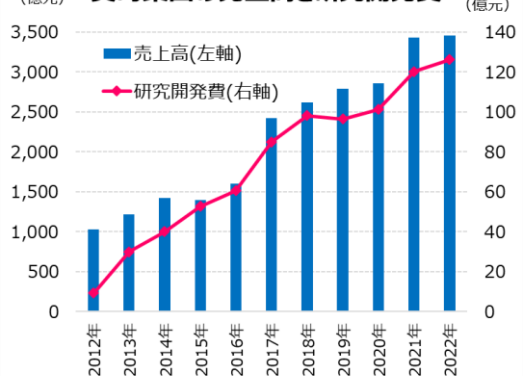
### 株価チャート(週足2022年7月8日~2023年6月30日)



[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

#### 美的集団の売上高と研究開発費



[出所：WIND、会社発表資料、アイザワ証券作成]

# 比亞迪 [BYD] - 王 曠

BYD Company Limited

業種：自動車

## 中国の自動車・電子部品メーカー、電池技術に強み

比亞迪 [BYD] (以下、同社) は、中国の自動車・電子部品メーカー。同社は1995年に深センで設立された民営企業で、創業当初は携帯電話向けにリチウムイオン電池を供給していたが、その後買収を通じて自動車分野に進出し、独自の電池技術を活かして中国を代表する新エネルギー車 (NEV) メーカーに成長した。ウォーレン・バフェット氏が2008年に投資し、2022年末時点の保有比率は5.6% (対A株とH株の総数比)。2022年の売上構成は、自動車及び関連製品が76.6%、携帯電話部品・組立サービス、その他製品、調整等が23.4%。

## 2022年は過去最高益、2023年1~3月も好調続く

2022年通期決算は、売上が前年比96.2%増の4240.6億元、純利益が同5.5倍の166.2億元とともに過去最高を更新。セグメント別の売上高は、自動車及び自動車関連製品が前年比151.8%増の3246.9億元、携帯電話部品と組立サービス、その他製品が同14.3%増の988.2億元、調整等が同23.8%減の55.4億元。同社のNEV販売台数は同3.1倍の186.3万台と急拡大したほか、携帯電話関連事業も需要の低迷にもかかわらず、顧客開拓と製品の付加価値向上で増収を維持した。全体の粗利益率は、NEVの販売比率上昇 (2022年3月より100%NEV化) により前年の13.0%から17.0%に改善して大幅増益に寄与した。足元同社の2023年1~3月決算は、前年同期比79.8%増収、純利益が同5.1倍と好調に推移している。

## NEVの価格競争は一服、「新能源汽车下乡」に注目

2023年以降、NEVに対する補助金制度が終了したことに加え、テスラなどメーカー同士の価格競争が激化したこともあって、中国のNEV市場を取り巻く逆風が強まっている。この影響によりBYDの1~3月のNEV販売台数の伸びは前年同期比89.5%増に鈍化し、粗利益率も昨年10~12月の19.0%から17.9%に低下した。しかし5月から同社の月間NEV販売台数は前月の21万台から24万台へと大幅に増加、価格競争一服と需要回復の兆候が見られた。また、中国政府は6月から12月にかけて農村部の新エネルギー車普及を狙う「新能源汽车下乡」キャンペーンを展開しており、こうした需要喚起策が奏功すれば同社の成長再加速が見込まれる。

## 株式データ

2022/6/30 現在

株価	250.0香港ドル
売買単位	500株
時価総額	7804億6585万香港ドル
予想 PER	28.46倍
ROE	16.12%
52 週高値	330.00人民元
52 週安値	161.70人民元

## 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	156,598	22.6%	4,234	162.3%	1.47	0.15
'21/12	216,142	38.0%	3,045	-28.1%	1.06	0.11
'22/12	424,061	96.2%	16,622	445.9%	5.71	1.14

単位：百万円、ただし1株利益と1株配当は元

※2022年より香港会計基準の開示を停止、中国会計基準に一本化。

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

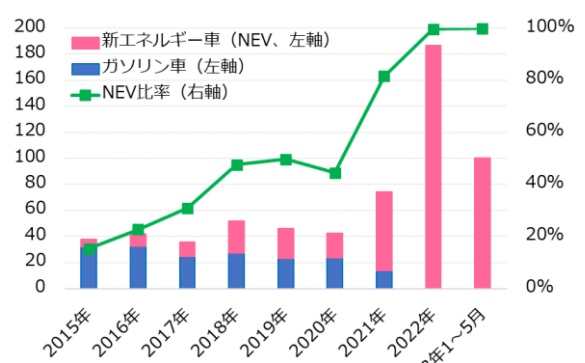
## 株価チャート (週足2022年7月8日~2023年6月30日)



[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

### BYDの自動車販売台数の推移



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

# CPアクストラ — 明松 真一郎

CP Axtra PCL

業種: 卸売・小売

## タイ最大の卸売・小売会社

CPアクストラ(以下同社)はタイ最大の卸売・小売会社で、CPグループの中核会社のひとつ。品揃えの豊富さや安さから「タイのコストコ」といわれている。13年に、CPオールが同社を買収したほか、20年には、同社がスーパー「テスコ・ロータス」を買収、小売市場の再編が進められている。22年末の店舗数は、タイ国内2730、国外75の計2805店であった。2023年6月にサイアム・マクロから商号変更を行った。

## 2023年1～3月は増収増益に

2023年1～3月期決算は、売上高が前年同期比7.9%増の1202.2億バーツ、純利益は同5.7%増の21.7億バーツと増収増益であった。エネルギー価格の高止まりによって、配送コストが増加、粗利益率低下の主要因となった。その一方で、同社は財務体質の改善に注力しており、23年3月末の有利子負債は950.7億バーツと、22年12月末に比べて14.9%減少、1Qの金融費用は前四半期比14%減少した。店舗の出店・再編を行う中で、守りの経営も両立できているといえよう。

## 新業態店舗のオープンなどで、新たな発展段階に

タイでは、非常事態宣言が解除され、22年10月1日からタイへ入国の際の規制がなくなり、観光客の増加、消費の回復に期待が高まっている。23年の設備投資計画では、卸売部門が131億～141億バーツ、小売部門が119億～129億バーツの投資を計画している。今年2月に新規オープンした、ITを駆使した新業態の店舗が好評だったことで、今後も同業態店舗のオープンや、既存店舗からの転換などを進めていく。近年はオンラインでの販売などが増加傾向だが、デジタル投資によってオンラインでの販売拡充が期待出来そうだ。

23年5月31日には、MSCIがインデックス銘柄の入れ替えを実施。タイ市場では、1銘柄が新規採用(CPアクストラ)となった一方、2銘柄(タイ・ユニオン: TU)とJMTネットワーク: JMT)が削除された(JMTは、当社未登録銘柄)。MSCIインデックスは、ファンドなどのベンチマークにされることが多く、同インデックスへの新規採用は、同社にとって朗報だ。指数銘柄に採用されたことで、今後、ファンドを通じたインデックス買いが入る可能性が高いと思われる。

## 株式データ

2023/6/30 現在

株価	35.25バーツ
売買単位	100株
時価総額	3729億5639万バーツ
予想PER	32.85倍
ROE	2.66%
52週高値	43.5バーツ
52週安値	32.0バーツ

## 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	218,760	3.9%	6,461	5.1%	1.37	1.00
'21/12	266,367	21.8%	13,298	10.0%	2.38	0.72
'22/12	469,131	76.1%	7,682	58.9%	0.79	0.73

単位: 百万バーツ、ただし1株利益、1株配当はバーツ

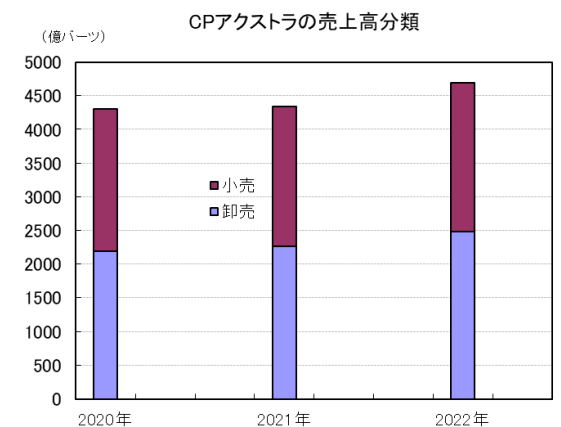
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

## 株価チャート(週足2022年7月8日～2023年6月30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]

## CPアクストラの売上高分類



[出所: 同社22年アニュアルレポート、アイザワ証券作成]

## アジア各国の経済統計（2023年6月30日現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
実質GDP成長率 (%)	-4.50	2.15	1.08	2.2	8.5	3.0	3.4	6.5	2.5	-0.9	4.1	2.6	-4.1	8.9	3.6
1人当りGDP (米ドル)	40,048	39,883	33,822	10,525	12,572	12,814	28,405	33,186	32,643	31,638	34,998	32,250	60,728	77,710	82,808
経常収支 (億米ドル)	1,488	1,973	900	2,488	3,173	4,176	950	1,146	1,017	759	852	298	581	764	902
	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月
消費者物価指数 (%)	3.20	3.50	3.20	0.70	0.10	0.20	2.35	2.35	2.02	4.20	3.70	3.30	5.50	5.70	5.10
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.875	1.875	1.875	3.50	3.50	3.50	—	—	—
	タイ			マレーシア			インドネシア			フィリピン			ベトナム		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
実質GDP成長率 (%)	-6.2	1.6	2.6	-5.6	3.1	8.7	-2.1	3.7	5.3	-9.6	5.7	7.6	2.9	2.6	8.0
1人当りGDP (米ドル)	7,168	7,227	7,651	10,351	11,450	12,364	3,923	4,362	4,798	3,323	3,576	3,623	3,521	3,753	4,087
経常収支 (億米ドル)	380	-106	-175	123	142	108	-303	35	132	-30	-59	-18	122	-79	-36
	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年3月	2023年4月	2023年5月
消費者物価指数 (%)	2.83	2.67	0.53	3.40	3.30	2.80	4.97	4.33	4.00	7.60	6.60	6.10	3.35	2.81	2.43
政策金利 (%)	1.75	1.75	2.00	2.75	2.75	3.00	5.75	5.75	5.75	6.25	6.25	6.25	6.00	5.50	5.00

※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6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	HPG	ホアファットグループ	26,150	ベトナム	45.3%	1	1211	比亞迪[BYD]	250.00	香港	29.8%
2	KBC	キンバックスシティグループ	29,350	ベトナム	21.3%	2	DGC	ドゥックザン化学	63,800	ベトナム	8.3%
3	FCN	フェコン	15,350	ベトナム	63.3%	3	5278	Sunfun Info Co Ltd.	184.00	台湾	-4.7%
4	DELTA-R	デルタ電子(タイ)	92.00	タイ	10.8%	4	DELTA-R	デルタ電子(タイ)	92.00	タイ	10.8%
5	DGW	Digiworld Corp[デジワールドコーポレーション]	41,600	ベトナム	10.2%	5	2330	台湾積体回路製造 [TSMC/台湾セミコンダクター]	576.00	台湾	28.4%
6	SSI	SSIセキュリティーズ	25,800	ベトナム	45.8%	6	GEX	ジェレックスグループ	19,350	ベトナム	56.0%
7	AAA	アンファット・バイオプラスチック	10,800	ベトナム	58.1%	7	CMG	CMC技術グループ	46,200	ベトナム	15.5%
8	VIC	ビングループ	51,000	ベトナム	-5.2%	8	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	100,000	ベトナム	25.0%
9	SSB	SOUTHEAST ASIA COMMERCIA	27,050	ベトナム	-1.1%	9	HPG	ホアファットグループ	26,150	ベトナム	45.3%
10	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	100,000	ベトナム	25.0%	10	SSI	SSIセキュリティーズ	25,800	ベトナム	45.8%
11	1211	比亞迪[BYD]	250.00	香港	29.8%	11	CPALL-R	シーピーオール ピーシーエル	62.50	タイ	-8.4%
12	IJC	ベカメックス・インフラストラクチャー・デベロップメント	13,950	ベトナム	33.7%	12	1024	クアイショウ・テクノロジー	53.55	香港	-24.6%
13	2202	万科企業	10.52	香港	-33.4%	13	KBC	キンバックスシティグループ	29,350	ベトナム	21.3%
14	DPM	ペトロベトナム化学肥料 [ペトロベトナム・ファertilizer・アンド・ケミカル]	34,750	ベトナム	-19.1%	14	9988	アリババグループ・ホールディング	81.20	香港	-5.9%
15	VND	VNダイレクト証券[VNダイレクト・セキュリティーズ]	18,900	ベトナム	40.0%	15	VND	VNダイレクト証券[VNダイレクト・セキュリティーズ]	18,900	ベトナム	40.0%

※終値は現地通貨、騰落率は年初来

(2023年6月30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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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 1,650 円、約定代金が 55 万円超 3,000 万円以下の場合 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。