



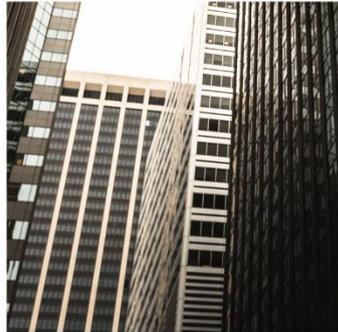
# AIZAWA GLOBAL MONTHLY

アイザワ・グローバルマンスリー

2023 5月号

(2023年5月15日発行)

審査番号：230510-A1





## グローバル展望：米金利高止まりで日本株に脚光

4月12日に発表された米国の3月の消費者物価指数（CPI）は前年同期比+5.0%と前月（+6.0%）から伸びが鈍化したものの、食品やエネルギーを除くコアベースで同+5.6%と高止まりしており、タイトな雇用情勢がサービス価格を押し上げている構図が続いている。根強いインフレ圧力が続く中、米FRBは3月のシリコンバレー銀行とシグネチャー銀行、5月のファースト・リパブリック銀行の相次ぐ破綻に対処しつつ、5月3日のFOMCで政策金利のレンジ上限を5.00%から5.25%に引き上げた。足元、米国のISM製造業・非製造業景況感指数の低下、1~3月の実質GDP成長率の減速、マネーサプライ（M2）のマイナス成長など複数の経済指標が悪化しているほか、FRBのスタッフは3月のFOMC議事録で年後半から緩やかな景気後退を想定していると明らかにした。

米国の信用収縮と景気後退懸念をよそに、米国株式市場はFRBの利上げ打ち止めを織り込む形で底堅く推移しているものの、見通しが不透明な展開が続いている。そうした中、著名投資家のウォーレン・バフェット氏は4月11日に日経新聞の単独インタビューで「日本株の追加投資を検討したい」と発言、米金利が高止まりする中で割安感が目立つ日本株を再評価する機運が高まった。これに加え、植田新総裁による金融緩和維持とデフレ脱却期待、東証による資本コストと株価を意識した経営の要請なども株価の追い風になり、今後は日本の金融や商社、資本財、情報サービス、インバウンド関連銘柄を物色する動きが広がりそうだ。一方、アジア新興国では脱コロナを進める中国が金融緩和基調、ASEAN諸国が金融引き締めを終了を模索するという構図となっている。その中で、中国の不動産市況低迷や若年層失業問題、ASEANの輸出減速などに留意しつつ、割安・好業績銘柄に的を絞って注目したい（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 4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 (4月末)
NYダウ工業株30種	-8.78%	34,098.16	2.87%	19.72	17.48	43,741,768	1米ドル= 136.300 円
日経平均株価指数	-9.37%	28,856.44	10.58%	23.72	17.11	5,662,467	—
上海総合指数	-15.13%	3,323.28	7.58%	15.20	11.40	10,721,434	1元= 19.678 円
香港ハンセン指数	-15.46%	19,894.57	0.57%	11.35	9.56	5,527,621	1香港ドル= 17.354 円
ハンセン中国企業指数	-18.59%	6,702.15	-0.04%	9.77	8.60		
韓国総合株価指数	-24.89%	2,501.53	11.86%	12.77	14.35	1,725,798	100ウォン= 10.178 円
台湾加権指数	-22.40%	15,579.18	10.20%	13.27	15.88	1,788,577	1台湾ドル= 4.421 円
シンガポールST指数	4.09%	3,270.51	0.59%	13.13	10.78	416,990	1シンガポールドル= 102.055 円
FTSEブルサマレーシアKLC指数	-4.60%	1,415.95	-5.32%	14.88	13.00	366,591	1リンギット= 30.496 円
タイSET指数	0.67%	1,529.12	-8.36%	18.73	15.07	546,528	1バーツ= 3.992 円
ジャカルタ総合指数	4.09%	6,915.72	0.95%	16.05	14.02	663,606	100ルピア= 0.928 円
フィリピン総合指数	-7.81%	6,625.08	0.89%	14.60	12.55	236,015	1ペソ= 2.451 円
ベトナムVN指数	-32.78%	1,049.12	4.17%	14.09	10.16	230,199	100ドン= 0.579 円
イスラエルテルアビブ35種指数	-9.16%	1,751.19	-2.54%	8.72	8.00	213,027	1シケル= 37.558 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]

## 5月のタイムテーブル

日程	国内	海外
1日(月)		米4月ISM製造業景況指数
2日(火)	4月マネタリーベース	米3月製造業受注
3日(水)	休場(3日~5日)	米金融政策会合 米4月ISM非製造業景況指数 マレーシア金融政策発表
4日(木)		米3月貿易収支 ユーロ圏金融政策会合
5日(金)		米4月雇用統計 インドネシア1Q GDP
9日(火)	3月家計支出	
10日(水)	3月景気動向指数(速報)	米4月消費者物価指数(CPI)
11日(木)	3月経常収支(速報) 4月景気ウォッチャー調査	米4月生産者物価指数(PPI) 英国金融政策会合 中国4月消費者物価指数(CPI) フィリピン1Q GDP
12日(金)	4月マネーストック	米5月ミシガン大学消費者マインド(速報) マレーシア1Q GDP
15日(月)	4月国内企業物価指数	タイ1Q GDP
16日(火)		米4月小売売上高 米4月鋳工業生産指数 中国4月小売売上高
17日(水)	1Q GDP(1次) 3月鋳工業生産(確報)	米4月住宅着工件数
18日(木)	4月貿易収支(速報)	米4月中古住宅販売件数 フィリピン金融政策会合
19日(金)	4月全国消費者物価指数(CPI)	
22日(月)	3月機械受注	
23日(火)		米4月新築住宅販売件数
24日(水)		米FOMC議事録公表
25日(木)		米1Q GDP(2次) 米1Q個人消費(2次) インドネシア金融政策会合 韓国金融政策会合
26日(金)		米5月ミシガン大学消費者マインド(確報) 米4月PCEデフレーター
29日(月)		米休場
30日(火)	4月失業率 4月貿易収支(確報)	米3月S&Pケースシラー住宅価格指数
31日(水)	4月鋳工業生産(速報)	タイ金融政策会合 中国5月製造・非製造業PMI 台湾1Q GDP

※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。

[出所：Bloomberg、各資料よりアイザワ証券作成]



## 日本経済・マーケット動向

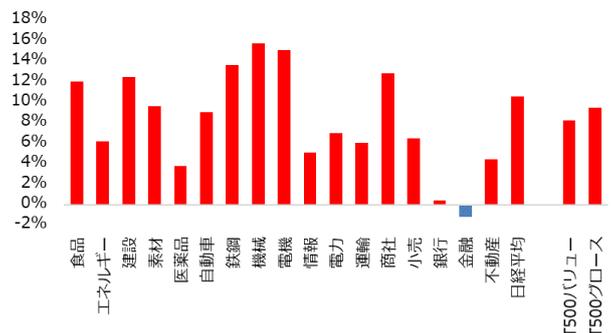
### 日経平均は4か月続伸

4月の日経平均は月間を2.9%の上昇で終えた。今年に入ってからの日経平均は全ての月を上昇で終えており、昨年末からの上昇率は10.5%である。業種別騰落率では、鉄鋼、電機、商社が上位に顔を出し、下落業種はわずかに金融（除く銀行）のみである。今年の相場の特徴は、バリュー株が昨年を引き続き強いことに加え、昨年は下落が目立ったグロース株が買われている。バリュー株の強さは内需の回復期待があるが、2023年2月期の主要小売企業の決算では、イオン、セブン&アイ・ホールディングスの営業収益としまむらの売上高は過去最高を記録した。今期の内需は新型コロナによって落ち込んだ人の動きの本格回復に加え、今年の春闘では連合組合員平均で3.7%増（4月11日時点）の賃上げ回答など、消費の盛り上がり期待される。世界的なインフレによって国内消費者には値上げを受け入れる土壌が整いつつあるといえ、今までの値下げ競争による負のスパイラルから値上げと収益改善、賃金上昇といった正のスパイラルが期待できる環境が整いつつあるといえよう。

### 4月の日銀政策決定会合

4月の日銀政策決定会合では、従来の大規模な金融緩和の継続が決定された。今回の決定内容はほぼ市場予想の範囲内であったが、同時に発表された経済・物価情勢の展望（2023年4月）ではCPI（除く生鮮食品）の見通しが2025年度は1.6%増～1.9%増と政府・日銀の目標である2.0%増を下回る予想が示された。これにより市場関係者の間では日銀の金融政策の変更は当面ないとの判断が強まり、発表当日の金融市場では引けにかけて円安ドル高、日経平均株価の上昇が進み、10年国債利回りの終値は、日銀の誘導目標である上限0.5%程度に張り付くどころか前日比0.07%低下の0.385%となった。

業種別騰落率（2022年末～2023年4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】

### 内需の回復期待に加えてグローバル企業も期待が高まる。

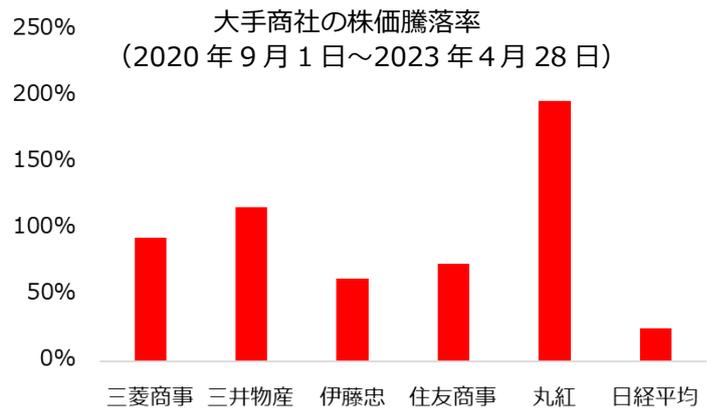
4月の展望レポートの発表前は、市場関係者の間では日銀は早ければ6月にも政策変更を行うとの見方が強く、このことが潜在的な円高ドル安懸念となって日経平均の上値を抑えていた。このため、6月変更の可能性が遠いたことは日経平均に追い風であろう。今期の企業業績の見通しについて、年初は通期で1ドル120円～125円程度もありうる想定していたが、足元では1ドル130円を上回る可能性が高まってきた。為替レートの円高トレンドが落ち着いてきたことから、5月の日経平均の上値目途については4月の2万9000円から800円上昇の2万9800円に引き上げたい。もっとも今年3月の全国CPI（除く生鮮食品）は前年同期比3.1%増、東京都の今年4月のCPI（除く生鮮食品）は同3.5%増と今年3月の同3.2%増から上昇している現状を考えると、展望レポートのCPI見通しは上振れる可能性が高く、足元の賃上げの動きなどから日銀は年内になんらかの金融政策変更を行う可能性は依然として高いという見方は継続したい。金融政策変更のタイミングが単に後ろにずれた印象である。（横山泰史）



## 日本関連トピックス

### 日本株へ追加投資の意欲を示すバフェット

投資の神様として知られ、日本の個人投資家の間でも人気が高いバフェット氏が今年4月に来日し、自身が率いるバークシャー・ハサウェイを通じて日本株へ追加投資する意欲があることを示した。バークシャー・ハサウェイによる日本株投資は、2020年に大手商社株式を5%程度の取得をしていることが公表されて以来、世の中に広く知れ渡るようになった。2020年9月1日から2023年4月28日までの大手商社株の株価上昇率をみると、丸紅（197%高）を筆頭に、三井物産（117%高）、三菱商事（94%高）など、全ての銘柄が日経平均（25%高）の上昇率を上回っており、現時点ではバークシャー・ハサウェイの日本株投資としては成功しているといえよう。バフェット氏の日本株投資はグローバルで日本株が見直される良い機会となるだろう。



[出所：Quick、アイザワ証券作成]

### 見直される日本株投資

バフェット氏のように日本株を再評価する投資家は、日本経済及び日本企業の将来を前向きにみており、足元の変化を察して投資のチャンスと捉えている。変わる日本経済、日本企業といっても実感が沸かない投資家も多いだろうが、企業の利益水準を過去と比較すると、足元の日経平均の予想EPS（一株当たり利益）はBRICsと呼ばれ新興国の台頭によって世界経済が好景気を謳歌した2007年の2倍以上となっている。今年の国内消費については今年の春闘ではおよそ30年ぶりの賃上げ、インバウンドが回復する動きが顕著なことから活性化が期待できよう。



[出所：Quick、アイザワ証券作成]

### 西側諸国の一員として再評価

製造業の大きな転換点としては、先端技術をめぐる米中摩擦の激化があげられる。新たなサプライチェーン構築の動きによって、九州が半導体の生産拠点として注目度が高まっているが、昨年は次世代半導体の国産化を目指してトヨタ、NTTなどが出資したラピダスが旗揚げされ、2027年に2ナノプロセス適用半導体の量産化を計画している。為替レートが円安のトレンドを形成し、グローバルサプライチェーンが再構築される動きの中で、数年前は考えも出来なかった動きが起こっているが、日本の製造業は西側諸国の一員として復活の狼煙をあげつつあるといえよう。（横山泰史）

## 東日本旅客鉄道 — 横山 泰史

East Japan Railway co.

業種：陸運

## 事業セグメント

同社グループは、主力事業である運輸事業（鉄道、旅行等）を中心に、流通・サービス事業（小売、飲食等）、不動産・ホテル事業（ショッピングセンターの運営、オフィスビルの貸付等）、その他（クレジットカード、Suica等）といった4つのセグメントから構成されている。売上高の構成は運輸事業が67%、流通・サービス事業が14%、不動産・ホテル事業が16%、その他が3%であった（2023年3月期実績）。

## 決算概要&amp;見通し

2023年3月期の通期決算は、売上高が前期比21.6%増の2兆4055億円、営業利益は1406億円の黒字（前期は1539億円の赤字）であった。新型コロナウイルスによって営業利益は3期ぶりとなる黒字を達成したものの、セグメント別では主力事業である運輸事業が240億円もの赤字を計上するなど課題を残す内容であった。2024年3月期通期の会社予想では、売上高は前期比12.1%増の2兆6960億円、営業利益は同92.0%増の2700億円である。営業利益が大幅な増益となる会社予想では、前期に赤字であった運輸事業の黒字化が織り込まれている。

## 数値目標

2023年4月27日に、従来の「変革2027」をアップデートさせた数値目標が発表された。発表内容は、2028年3月期の目標数値として、売上高3兆2760億円、営業利益4100億円が新しく設定されており、財務面ではネット有利子負債（有利子負債－現金及び現金同等物）／EBITDA（営業利益＋減価償却費）を中期的に5倍程度（2023年3月期実績は8.6倍）とする目標数字が掲げられた。新型コロナウイルスから業績が回復する予想のなかで、有利子負債の削減を目標としている意思表示が示されている。

## 株式データ

2023/5/2 現在

株価	7865円
売買単位	100株
時価総額	2兆9724億円
予想 PER	21.6倍
ROE	4.07%
52 週高値	8280円
52 週安値	6510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	19,789	12.1%	-949	—%	—	100.0
'23/3	24,055	21.6%	992	—%	263.3	100.0
'24/3予	26,960	12.1%	1,370	38.1%	363.7	110.0

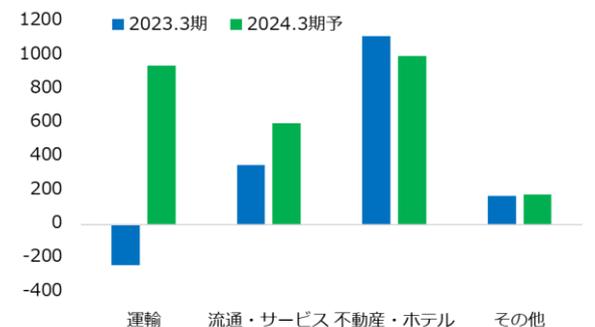
単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

## 株価チャート(週足2022年5月20日～2023年5月5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]

## セグメント別営業利益(億円)



※予は会社予想、連結調整前 [出所：会社資料、アイザワ証券作成]

# しまむら — 横山 泰史

Shimamura Co., Ltd.

業種：小売

## ローコストオペレーションが強み

同社は、お手頃価格で品質の良い衣料品などの販売を手掛けることで知られる。店舗の形態は、コア事業であるファッションセンター「しまむら」に加え、若者向けカジュアル&シューズ「アベイル」、赤ちゃんや子供向け「パースデイ」、素材にこだわった服や雑貨を扱う「シャンブル」、ファッション&靴「ディバロ」、などを展開している。店舗のローコストオペレーションが強みで、出店はドミナント出店を基本としている。成長とともに出店戦略に変化がみられ、1980年代までは埼玉県を中心とした出店であったものが、1990年代からは全国展開を目指して郊外のロードサイドを中心とした出店、2000年代に入ってから前半が商業施設内にテナントとして出店、後半がグループ各事業の店舗を複合させたファッションモール形式での出店に注力している。海外では台湾、ECも展開している。

## 各事業の概要

しまむら：ターゲット（20代～60代の女性とその家族）、標準売場面積（1000㎡）、店舗数（1418店舗）、取扱アイテム数（約4万点）。アベイル：ターゲット（10代～40代の女性・男性）、標準売場面積（1000㎡）、店舗数（313店舗）、取扱アイテム数（約2万点）。パースデイ：ターゲット（出産前～小学生の子を持つ親、祖父母）、標準売場面積（1000㎡）、店舗数（313店舗）、取扱アイテム数（約7万点）。シャンブル：ターゲット（10代～60代の女性）、標準売場面積（1000㎡）、店舗数（113店舗）、取扱アイテム数（約5万点）。ディバロ：ターゲット（20代～50代の女性とその家族）、標準売場面積（500㎡～1000㎡）、店舗数（16店舗）、取扱アイテム数（約8千～2万点）。

## 長期目標

2023.2期通期の実績は、売上高、営業利益ともに会社予想を上回る着地となって、売上高、営業利益ともに過去最高を達成した。2023.2期通期の営業利益率は8.7%であったが、主力事業のしまむらを中心に営業利益率の改善が確認される。同社は長期目標として、2030年2月期に売上高8000億円、営業利益率10.0%、ROE8.0%以上を掲げている。

## 株式データ

2023/5/2 現在

株価	12510円
売買単位	100株
時価総額	4617億円
予想 PER	11.6倍
ROE	8.93%
52 週高値	13760円
52 週安値	10430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
'22/2	5,836	7.6%	354	35.4%	964.0	240.0
'23/2	6,161	5.6%	380	7.3%	1,034.5	260.0
'24/2予	6,350	3.1%	395	3.9%	1,075.4	270.0

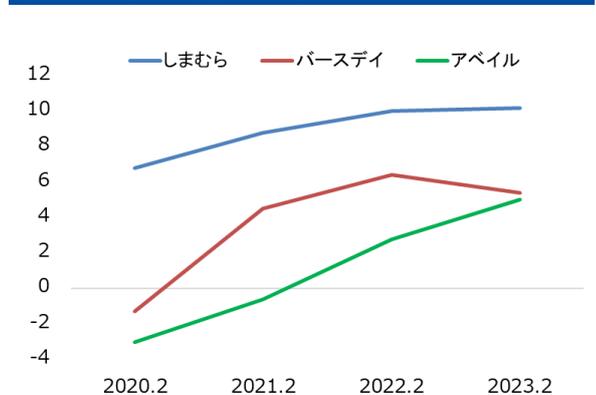
単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円。

## 株価チャート(週足2022年5月20日～2023年5月5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]

## 各事業の営業利益率の推移(%)



[出所：会社資料、アイザワ証券作成]

## 竹内製作所 — 横山 泰史

Takeuchi mfg.co., Ltd

業種：機械

## 高い海外売上比率を誇る

ミニショベル、油圧ショベル、クローラーローダーといった建設機械の製造販売を手掛ける。同社の製品は機動性が高く小回りが利くことで大手他社製との差別化が図られており、大型の建設機械が使用できない居住地域における土木工事や小規模工事で使用される傾向が強く、住宅建設の基礎工事、ガス管、水道管、道路などの生活インフラ工事、工場、商業施設などの建設現場で活躍している。海外売上高比率が99%程度と売上高の多くが海外で、北米の売上高構成比は55%、欧州が41%とこの2地域で売上高全体の96%を占める（2023年2月期実績）。

## 決算実績 &amp; 見通し

2023年2月期通期の決算は、売上高が前期比27.0%増の1789億円、営業利益は同19.5%増の212億円と前期比で2桁の増収増益となっており、売上高、営業利益ともに過去最高を達成した。2024年2月通期の会社予想では、売上高が前期比5.6%増の1890億円、営業利益が同13.1%増の240億円と過去最高の決算を更新する見通しとなっており、一株当たりの配当金は前期比17円増となる115円が予定されている。会社予想の前提となる通期の想定為替レートは1ドル127円（前期は133.12円）、1ユーロ136円（同139.81円）となっている。

## 生産能力を強化

同社の製品に対する需要が旺盛なことから、生産能力の増強をおこなっており、昨年9月からは米国工場が稼働を開始してクローラーローダーをセミロックダウン方式（日本の本社工場で製品が自走できる状態まで組み立てて、残りを米国工場でおこなう生産方式、将来的には全工程を米国工場でおこなうコンプリートロックダウン方式が目標）で生産している。今年9月には国内の青木工場で新たに油圧ショベルの生産が開始する計画となっており、来期（2025年2月期）から両工場からの生産品が売上高に大きく貢献する見通しとなっている。

## 株式データ

2023/5/2 現在

株価	3735円
売買単位	100株
時価総額	1830億円
予想PER	10.3倍
ROE	14.14%
52週高値	3800円
52週安値	2202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
'22/2	1,408	25.5%	133	36.7%	279.9	68.0
'23/2	1,789	27.0%	159	19.7%	335.1	98.0
'24/2予	1,890	5.6%	172	7.6%	360.8	115.0

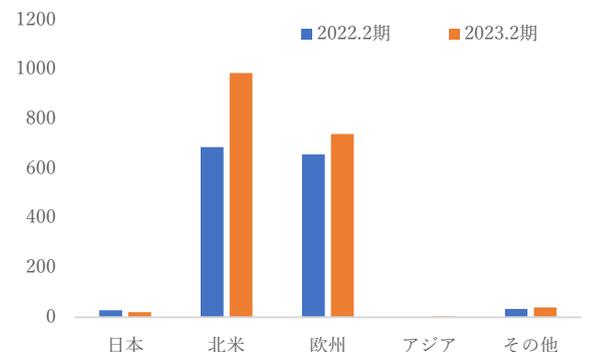
単位：億円、ただし1株利益、1株配当は円

## 株価チャート（週足2022年5月20日～2023年5月5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（億円）



[出所：会社資料、アイザワ証券作成]



## 宇宙産業のパラダイムシフト

以新伝心

宇宙開発が変革期を迎えている。日本では最近、宇宙スタートアップ会社「ispace（アイスペース）」が民間企業として世界初の月面着陸を挑み、注目を集めた。件の月面探査プログラムは、設定された10段階の工程のうち9つ目「月面着陸」で惜しくも失敗し、2024年への持ち越しとなったものの、事前に「月の砂」の売買契約が結ばれるなど、月面初の商業取引が実施される予定もあった。一方、米国では1960年代から70年代前半にかけて実施された「アポロ計画」以来、約半世紀ぶりとなる有人月面探査計画「アルテミス計画」が進行中。米航空宇宙局（NASA）主導の同計画では、イーロン・マスク氏率いるスペースX社をはじめ、多くの民間企業が参画。かつて政府だけが宇宙開発に携わっていた時代は終わりを遂げ、今や民間ビジネスへと移り変わりつつある。

急速な宇宙開発を可能にした要因の一つとして、ITによる産業革命の宇宙分野への波及が挙げられる。ビッグデータやAIの活用は宇宙開発の高速化やコスト低下をもたらし、参入障壁が下がったことで多くのスタートアップが生まれ、産業の急成長につながった。昨年は宇宙への民間投資が拡大していることを受け、米連邦通信委員会（FCC）が「宇宙局」を創設。日本でも、宇宙産業の利用推進のため「宇宙産業ビジョン2030」が策定されるなど、「民」を巻き込んだ世界的な宇宙開発が活発化。米モルガン・スタンレー社の予想によると、宇宙産業全体の市場規模は2040年に1兆ドル（約137兆円）超と現在の3倍に増加する見通しとなっており、今後も拡大が見込まれている。

宇宙ビジネスの商用化例としては、衛星データの活用による現産業の生産性向上が挙げられる。気象データの解析は、天候予測から農林水産物など気象変動に左右されやすい製品の生産効率を上げる。また、衛星ネットワークの拡大は、現在インターネットにアクセスできない地域（山間部等）での通信を可能にし、新規利用者の増加をもたらす。このように、まずは現行ビジネスへの応用がなされ、その後は資源採掘を目的とした惑星探査や宇宙旅行・居住など、資源エネルギー・観光・不動産などへの発展も期待される。

### 【主な宇宙ベンチャー企業】

会社名	国籍	主な事業内容
SpaceX	アメリカ	ロケットの製造・打ち上げ、衛星通信
Blue Origin	アメリカ	ロケットの製造・打ち上げ、準軌道飛行
Relativity Space	アメリカ	ロケットの製造
Astranis	アメリカ	通信衛星の製造・運営
LandSpace	中国	ロケットの製造
Kymeta	アメリカ	衛星通信アンテナの開発
iSpace China	中国	ロケットの製造・打ち上げ
Astrobotic Technology	アメリカ	宇宙ロボットの開発・設計・製造
Astroscale	日本	スペースデブリの除去
Isar Aerospace	ドイツ	ロケットの製造・打ち上げ
Reaction Engines	イギリス	ロケットエンジンの開発
HawkEye 360	アメリカ	地理的データの解析
Icye	フィンランド	小型衛星の製造、データ解析
Axiom Space	アメリカ	宇宙ステーションの設計・製造
Orbital Insight	アメリカ	地理的データの解析

※いずれも非上場銘柄（作成時点）[出所：Bloomberg等、アイザワ証券作成]

既に、スペースX社は衛星インターネットサービス「スターリンク」事業を展開。小型惑星を介したネットワーク（コンステレーション）は、地球全体でのネットアクセスを可能にする。日本でも2022年10月から同サービスは開始され、商用的な宇宙利用は進む。他にも、右表をはじめとした数多の宇宙ベンチャー企業が名を連ねており、今後、これらの企業が株式市場に上場すれば、我々に魅力的な投資機会を提供することになりそうだ。  
(加茂成門)

「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

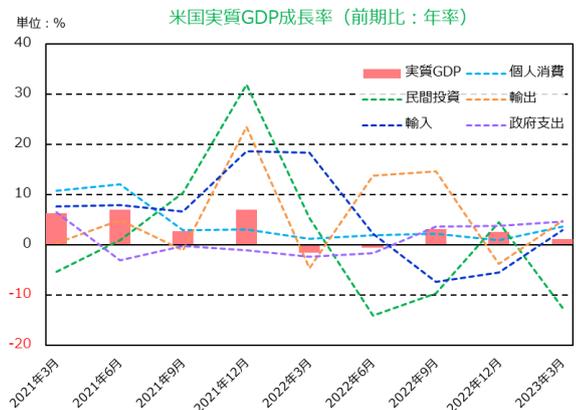
### 米国経済の動向

高水準にある物価上昇を抑えるべく行ったFRB（連邦準備理事会）による利上げを背景に米国経済の成長ペースは減速しつつあると言われている。4月27日に発表された2023年第1四半期（1月～3月）の実質GDP成長率（速報値）は前期比年率1.1%上昇とプラス成長を見せたものの、エコノミスト予想の中央値であった1.9%を下回り、前期の2.6%上昇からは伸び率の鈍化が見られた。項目別では米国GDPの約7割を占めると言われる個人消費部門は、同3.7%増と前期の1.0%増から伸びを加速させ、堅調さを見せた。一方で民間投資部門は同12.5%減と低下しており、機器や在庫等にも減少が見られ、企業活動の減速がみられる。景気動態に先行するISM製造業景気指数は昨年11月から景気拡大・後退の節目とされる50を割り込む水準で推移しており、米製造業の景況感悪化が示されている。一方、4月のISM非製造業景気指数は51.9ポイントと景況感の分れ目を上回る水準を維持している。

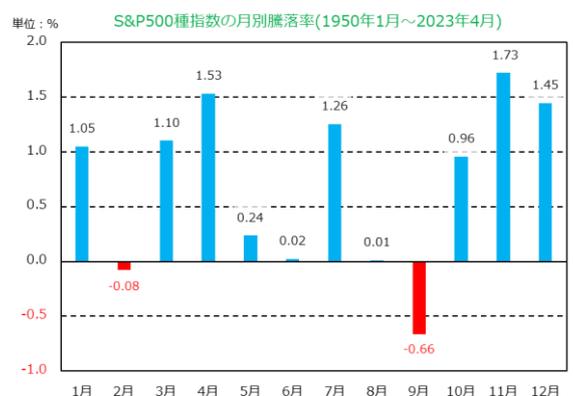
こうした環境を踏まえ、FRBは引き続きインフレを抑えることを最重視し、5月2日～3日に行ったFOMC（連邦公開市場委員会）で0.25%の利上げを行い、政策金利の誘導目標上限を5.25%に設定している。FOMC参加者の3月の金利予測中央値は23年末時点で5.1%としており、今回の利上げで目標にほぼ到達した感がある。そうした見方から市場筋は今回の利上げが最後の利上げになると予想している。実際、今回のFOMC声明文では「追加引き締めが適切となる可能性を見込む」との文言が削除されており、FRB側も利上げサイクルを停止する可能性を示唆したと受け止められている。（石塚博規）

### 米国株式市場の動向

4月の米国株式市場は、S&P500種指数の月間値幅が約3%内に収まる比較的値動きの少ない展開となった。5月に入ってから銀行懸念が再燃、5日現在まででは景気悪化の警戒感からか銀行株やエネルギー株の下落が目立つ展開となっている。右のグラフは1950年以降の米国を代表する株価指数S&P500種指数の月間平均騰落率を表している。過去の統計では5月は低調な株価の動きになることが伺える。5月は「Sell in May（セル・イン・メイ）」というアノマリー（経験則）が知られており、5月近辺に高値を付け、その後株価が崩れやすいとも言われている。現在の株式市場は2000年のITバブルや2008年のリーマンショック等の過去の景気後退直前の株価水準と比較し、株式バリュエーションが高水準にあることから、目先の株式市場の堅調さよりも高金利の米国債券の投資機会に活路を見いだす動きが本格化すると思われる。（石塚博規）



出所：Bloomberg よりアイザワ証券作成



出所：Bloomberg よりアイザワ証券作成



## 銀行破綻よりも余波を懸念

米国では、3月にシリコンバレー銀行（SVB）とシグネチャー銀行の破綻が相次いで発表され、株式市場ではリーマンショック時の様な金融不安が起きるのではないかと懸念が広がった。

米国で資産規模16位のシリコンバレー銀行が破綻し、リーマンショックの発生した2008年に破綻したワシントン・ミューチュアルに次ぐ大型破綻と云われ、日を置かずに同29位のシグネチャー銀行も破綻し、連鎖的に金融不安が派生するとの懸念から、米国の主要地方銀行24行以上で構成されるKBW銀行株指数は3月以降約25%下落した水準で推移している。

銀行業は、預金など低利で調達した資金を、融資又は資産運用を通じてより高い収益を稼ぐビジネスモデルに立脚し、預貸の利回り差（利ザヤ）が収益源である。シリコンバレー銀行は、低金利時代に高金利で25万ドル以上の大口預金を集め、テクノロジー業界への融資や米国債を中心とした運用をしていた。しかしながら、SNS（ソーシャルネットワーク）を通じて昨年のFRBの急激な利上げにより運用資産が劣化した状況が広まり、短期間に大量の預金が引出され破綻に至った。またシグネチャー銀行は仮想通貨絡みの取引先が預金・融資の両面で絡み破綻に至っている。そして5月1日に同じく預金の流出が懸念されていたファースト・リパブリック銀行が106億ドルで大手銀行のJPモルガンに救済合併されることが決まった。米連邦預金保険公社（FDIC）による25万ドルまでの預金保護制度や、大銀行による救済合併が功を奏し、目先の金融不安は短期的には後退した感がある。米国は90年代に多くの銀行や貯蓄投資組合（S&L）が破綻した経験を持ち、金融当局が積極的な介入を行うようになった2000年代以降は銀行の数と破綻件数が劇的に減少している。

しかしながら長期的な目線で今回の銀行危機を俯瞰すると、利上げが始まる前まで運用規模を積極的に拡大していた銀行が破綻している感がある。実際トランプ政権の金融緩和政策により業績が拡大していた2019年の行員一人当たり報酬の高い銀行の第1位はシリコンバレー銀行、第2位はファースト・リパブリック銀行、第3位はシグネチャー銀行である。金融緩和がもたらした長期間の低金利が、預金者や銀行が少しでも高い運用収益を求める動機となり、銀行預金に限られず、株式や不動産、商品、或は暗号資産などの形式で普及し金融商品の価格を押し上げてきた。

金融が引締め局面に転じた今、一連の銀行破綻に瀕した米国の預金者は、収益性の高い地銀から安全性の高い大銀行に預金を移し替える動きが見られ、地銀は融資を手控え、商業用不動産ローン（CMBS）市場に悪影響をもたらす懸念が浮上し、短期的に危機は終息しても先行きの不透明感は拭えない。

そんな不確実性が高まる中で、著名投資家ウォーレン・バフェット氏が率いる米投資会社バークシャー・ハサウェイの一連の銀行破綻に対する動きに注目している。同社は直近の開示では、銀行危機の直前に長期間保有していた米地銀のUSバンコプの保有割合を大幅に縮小していたことが判明し、逆に大手銀行のバンク・オブ・アメリカの保有割合を高めていた。バークシャー・ハサウェイは、長期間の金利サイクルに基づく投資には定評があり、実際2008年のリーマンショック時にバンク・オブ・アメリカやゴールドマン・サックスなどの銀行・投資銀行の株式を安値又は非常な好条件で取得していた。バークシャー・ハサウェイの日本の商社株の保有割合増も注目に値するが、同社の投資ポジションの変更からは今回の銀行危機を乗り越える示唆を与えてくれると考えている。（今井正之）

## MSFT(マイクロソフト) — 高田 仁美

MICROSOFT CORPORATION

業種: 情報技術

## 企業概要

マイクロソフト（以下、同社）は世界最大級のソフトウェア企業。現在、PC向け基本ソフト（OS）の「Windows」とビジネス向けソフトウェアの「Office」で圧倒的シェアを誇る。ゲーム機・コンテンツや検索エンジンの「Bing」、クラウドプラットフォームの「Azure」、サブスクリプションサービスの「Office365」、クラウドERPの「Dynamics 365」なども展開。また同社は「LinkedIn」、「GitHub」、「Nuance」などを傘下に収め事業を拡大。2019年から対話型人工知能「ChatGPT」を開発したOpenAI社に出資しており、生成AIの開発に注力している。

## 直近の業績動向: 堅調な法人需要により増収増益

2023年3Q（23年1～3月）決算は、売上高が前年同期比7.1%増の528.6億ドル、純利益が同9.4%増の183.0億ドル、調整後EPSが2.45ドルと増収増益。部門別の売上高は、個人向け部門（Windowsなど）が同9.1%減の132.6億ドル、ビジネス向け部門（Officeなど）が同10.9%増の175.2億ドル、クラウド部門（Azureなど）が同16.3%増の220.8億ドル。PC需要の低迷によりWindowsの収入（OEM向けは同28%減）と大きく減少した一方、ビジネス部門とクラウド部門は堅調な法人需要に支えられて全体の増収増益に寄与した。製品・サービス別の売上高は、「Azure」とその他クラウドサービスが同27%増収、業務用ソフトの「Dynamics365」が同25%増収、「Office365」が同14%増収と、為替の逆風などにより伸び率が低下したものの、ビジネス・クラウド向け製品を中心に二桁以上の成長を維持した。

## 今後の株価の見通し

同社はクラウド基盤のAzureや検索エンジンに、ChatGPTなどの生成AIの機能を取り込む戦略に注力している。23年1月には「Azure OpenAI Service」を提供開始。Azureを通じてOpenAIの技術を直接利用できるよう開放した。また3月末には、オフィスアプリケーションにGPT-4をベースにした対話型AI「コパイロット」をマイクロソフト365に搭載した。足元、ChatGPTのデータ収集方法や情報の不確実性、プライバシー侵害などを問題視する動きもあるものの、今後生成AIの完成度がより高まり、応用分野が広がれば同社にとって新たな成長エンジンに育つ可能性が考えられる。

## 株式データ

2023/5/5 現在

株価	310.65ドル
売買単位	1株
時価総額	2兆3098億3422万ドル
予想PER	32.46倍
ROE	38.6%
52週高値	311.97ドル
52週安値	213.43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
'20/6	143,015	13.6%	44,281	12.8%	5.76	2.04
'21/6	168,088	17.5%	61,271	38.4%	7.97	2.24
'22/6	198,270	18.0%	72,738	18.7%	9.21	2.48

単位: 百万ドル、ただし1株利益、1株配当はドル

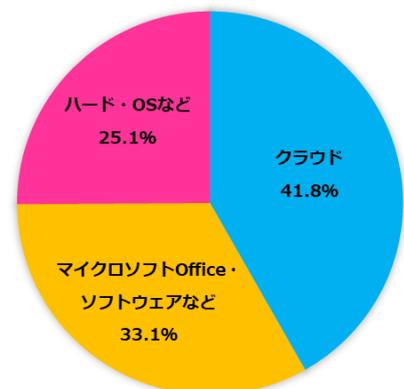
※1株利益は調整後ベース、1株配当は各決算期分をベースに行ったもの。

## 株価チャート(週足2022年5月20日～2023年5月5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]

## 売上構成比(2023年1月～3月期)



[出所: 会社発表資料、アイザワ証券作成]

# CDNS(ケイデンス・デザイン・システムズ) – 石塚 博規

Cadence Design Systems

業種:ソフトウェア

## EDA大手3社の1角

ケイデンス・デザイン・システムズは電子部品や半導体、集積回路(IC)などの設計作業を自動化するソフトウェアやハードウェアなど(EDA:Electronic Design Automation)のツール・ソリューションを提供する米国企業。以前はEDA分野を自社開発する企業が多かったが、半導体技術が複雑化したことで自社での開発が難しくなり、開発業者への移行が進んで来た。現在は同社を含む大手3社が業界シェアの大部分を占めると言われている。

同社製品・サービスを利用することで生産性の向上やコスト削減、開発期間の短縮が期待でき、スマートフォンやコンピュータ、自動車、航空宇宙、サーバー、データセンター、消費者向け製品など幅広い分野で使われている。

## 2023年第1四半期決算概要

4月下旬に発表された2023年1月～3月決算は、売上高が前年同期比13.3%増の10.2億ドル、純利益は同2.7%増の2.4億ドル、調整後1株利益は同10.3%増の1.29ドルとなり、売上高・調整後1株利益共に市場予想(10.1億ドル・1.25ドル)を上回った。顧客が設計した回路などの検証ビジネスが前年比31%増と好調だったことが売上増加に貢献した。

今回発表された2023年の見通しでは、第2四半期の売上高を9.6～9.8億ドル、調整後1株利益を1.15～1.19ドルと予想。通期では売上高を40.3～40.7億ドル、同1株利益を4.96～5.04ドルと予想し、従来予想(売上高40.0～40.6億ドル、同1株利益4.90～5.00ドル)から上方修正している。

## EDA業界の成長は今後も続くと期待される

銀行の5Gやデータセンターなどのハイパースケールコンピュータ、人工知能(AI)・機械学習(ML)などのトレンドは、半導体・システム分野の成長を後押ししており、今後も成長する事が期待されている。それに伴い、半導体設計に使われるEDAツールへの需要も高まり恩恵を受けると考えられる。ただ、近年の米中対立によって半導体技術に対する規制は強まる傾向にある。そうした規制強化が同社業績へ影響する可能性は考えられる。

### 株式データ

2023/5/5 現在

株価	205.24ドル
売買単位	1株
時価総額	559億6570万ドル
予想 PER	40.84倍
ROE	30.95%
52 週高値	217.67ドル
52 週安値	132.315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	2,683	14.9%	591	-40.2%	2.11	—
'21/12	2,988	11.4%	696	17.8%	2.50	—
'22/12	3,562	19.2%	849	22.0%	3.09	—

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

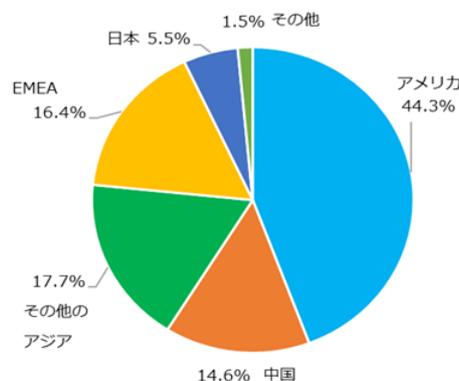
### 株価チャート(週足2022年5月20日～2023年5月5日)



[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

#### 地域別売上高(2022年)



[出所:会社発表資料、アイザワ証券作成]

## MBLY(モービルアイ・グローバル) – 石塚 博規

Mobileye Global Inc

業種:自動車部品

## 自動車の運転支援システムを手掛ける会社

モービルアイは車載カメラを使った先進運転支援システム(ADAS)を提供するイスラエルの企業。独自に開発した画像認識半導体チップ(EyeQ)や走行データから高精度な地図を生成するシステム(REM)などの技術開発を行う。同社技術はフォルクスワーゲンやBMWなど世界中の自動車メーカーで採用されており、2022年末までに約800モデル、1億3500万台に搭載されている。

同社は元々ニューヨーク市場に上場していたが、2017年に米半導体企業のインテル(INTC)に約153億ドルで買収され、非上場化していた。2022年にインテルからスピンオフ(分離・独立)し、ナスダック市場に再上場している。

## 2023年第1四半期決算概要

4月下旬に発表された2023年1月～3月期の決算では、売上高が前年同期比16.2%増の4.58億ドル、純利益は赤字拡大の-0.79億ドル、調整後1株利益は同12.5%減の0.14ドルとなり、売上高・調整後1株利益共に市場予想(4.55億ドル・0.12ドル)を上回った。EyeQ関連と運転支援システム「スーパービジョン」関連の成長が売上増に貢献。

今回発表された2023年通期の見通しでは、中国のEV購入補助金の削減などによりスーパービジョンの販売量減少を見込み、売上高を従来予想の21.92億ドル～22.82億ドルから20.65～21.14億ドルに引き下げた。

## 同社のチップ・マップ技術について

自動運転技術には運転支援のレベル1から完全自動運転のレベル5までの段階がある。今まで高レベルの自動運転技術には複数枚のチップが必要としていたが、同社は1枚のチップでレベル4(限定された条件下でシステムが全ての運転操作を実施し、ドライバーが運転席から離れることが出来るレベル)以上向けの自動運転システムを構築するEyeQ Ultraを発表し、省電力・低コスト化を目指している。また、チップと共に注目されている同社REMはユーザーの走行データを匿名データとして収集し、高精細なマップを作成・更新することで、日々変化する道路状況や地域性に対応した最新マップを提供する。

## 株式データ

2023/5/5 現在

株価	37.61ドル
売買単位	1株
時価総額	301億5990万ドル
予想PER	58.77倍
ROE	-0.53%
52週高値	48.11ドル
52週安値	24.85ドル

## 業績推移

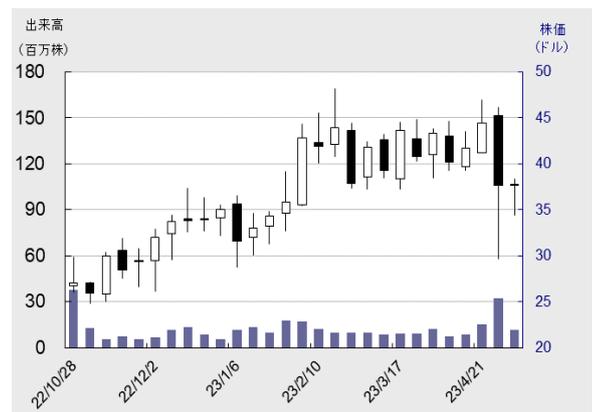
【連結】

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	967	10.0%	-196	赤字縮小	-0.26	—
'21/12	1,386	43.3%	-75	赤字縮小	-0.10	—
'22/12	1,869	34.8%	-82	赤字拡大	-0.11	—

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

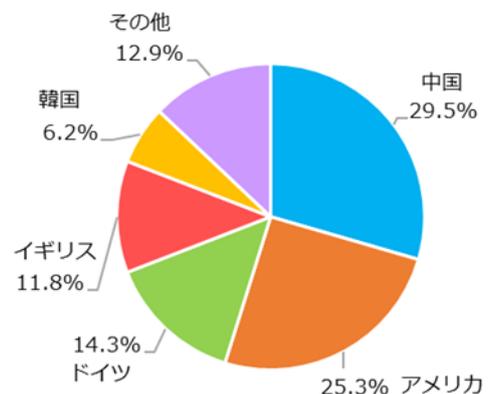
## 株価チャート(週足2022年10月28日～2023年5月5日)



[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

## 地域別売上高(2022年)



[出所:会社発表資料、アイザワ証券作成]



## タイのメークロン市場に行ってみた

### 亜州潮流

昨年からタイでは外国人観光客数の回復が目立ち、コロナ前の半数（約54%）まで戻ってきている。経済正常化による、本格的な回復が見込まれている中、筆者もタイに渡航。定番観光地の1つである、メークロン市場に行ってみた。

首都バンコクから南西に車で1時間ほどの距離に、鉄道線路両脇に並ぶ商店が特徴であるメークロン市場がある。列車が行き来する度、日よけ用のテントやパラソルをたたみ、通り過ぎると素早く広げ直し商売を再開する。その珍しい光景から「傘をたたむ市場」という呼び名でも知られている。

写真：アイザワ証券撮影



目の前を列車が通る際（右上の写真）、列車まで50センチもないほどで、簡単に手が届くような近さだった。その近さゆえ、列車が近づいてくる時の迫りに圧倒されるかと思いきや、意外にも人が歩いているような速度で安全運転を心がけていた。



このように線路側に商店が並ぶこととなったのは、タイ鉄道が国営化されたことが背景にある。国営化に伴い、貧しい人々が国有地（線路脇の土地）に家を建て、商売を始めたのだ。不法占拠ではあるが、政府は立ち退かせても別の国有地に移り住むことが目に見えているため、黙認状態が続いているようだ。



メークロン市場のあるサムットソクラーム県では、タイ港に面したメークロン川の河口があり、生魚が多く並んでいる。中でも、プラトウ（サバの仲間）という魚がメークロン市場の名物の1つとなっている（右下の写真）。地元民向けの市場は活気があり、新興国である同国の雰囲気存分に味わうことが出来た。世界でも中々見ることのできない光景は印象的で、今後タイへ渡航される方には是非お勧めしたいスポットである。（大谷拓史）



「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

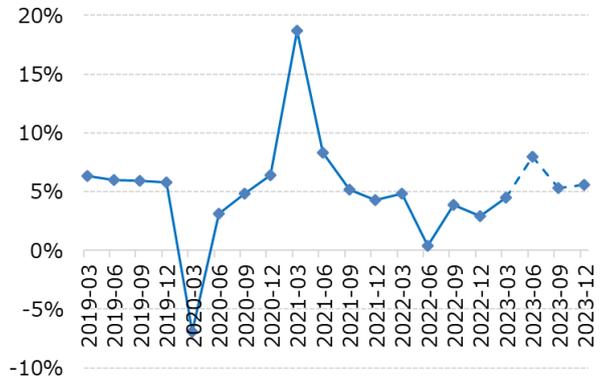
中国の1～3月のGDP成長率は、前年同期比+4.5%と市場予想を上回った[右図参照]。第3次産業の成長寄与度が約7割に達し、ゼロコロナ政策の終結に伴ってサービス部門を中心としたペントアップ需要及びベース効果の影響が大きかったためだ。また、輸出(人民元ベース)は1～3月に同8.4%増と貿易黒字を44%押上げ、予想外の健闘を見せた。一方、消費者物価(CPI)は1%を割り込み製造業受注も冴えないほか、住宅市場は持ち直すも底這い状態を脱していない。こうした業種・地域間の景況感に落差が生じ、内需がなお力不足であることを示している。

ただ、中国の景気循環では、金利や政策に敏感な投資と産業界部門に比べて個人消費は遅行指標である。ゼロコロナの傷跡を修復するのに時間がかかるほか、住宅市場の回復初期段階において家計に消費支出が抑えられる傾向もある。家計向け中長期ローンは3月に6,348億元と1年3か月ぶりの高い伸びを見せ、貯蓄志向を強めた家計部門のバランスシート調整が終結に向かうことが示唆される。一連の緩和策や経済再開の進捗により経済の再循環を実現すれば、雇用・所得見通しは改善に向かい、それに伴って個人消費の全面回復も段階的ながら時間の問題であろう。

4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-2.5%となった。本土市場の日々の売買代金は4月を通して1兆元の大台を下回ることなく活況を呈していた。リフレ政策の下で景気は循環的に上向いており、株式投資にとって非常に好ましい環境といえる。だが市場では、今般の景気回復は従来のような不動産主導ではないということを強く意識しており、その不透明さから不動産や素材・建材など景気敏感セクターが敬遠されている。その一方、ChatGPTの登場や半導体の国産化を起爆剤にAI(人工知能)や半導体、ソフトウェアなど関連セクターに資金シフトが起こり、その関連指数はバリュエーションが年初からほぼ2倍にまで押し上げられている。

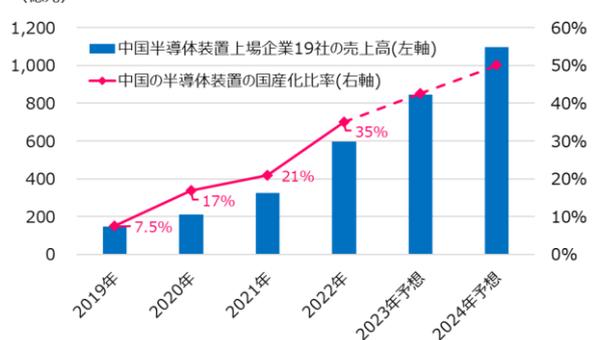
デカップリング(中国との切り離し)を背景に海外製品を代替する中国の国産化ニーズが巨大なため、半導体など中国テック株には独特な株価バリュエーション体系が形成される可能性を秘める。例えばローカル系の新設ファブ(半導体工場)からの受注急拡大を追い風に、北方華創(ナウラ・テクノロジーグループ、深センA:002371)など中国半導体装置上場企業19社の売上高は2022年に約600億元(1.2兆円)と前年比8割増加し、下降局面に突入した世界のシリコンサイクルとは一線を画した(右上図参照)。足元では中国経済再開の進捗はバランスを欠くものの、新興産業の出現を軸としたこうした「産業の高度化」の動きがどこまで景気回復を先導する役割を果たすかは注目されている(柳林)。

中国の実質GDP成長率(前年同期比、四半期)



※点線はWIND予想 [出所:ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

中国半導体装置企業の売上高と国産化比率



※1元=19.8円、国産化率は中国系新設ファブの設備稼働台数で計算 [出所: WINDなど、アイザワ証券作成]



## 「上海モーターショー2023」に見る中国メーカーの台頭

4月18日から27日にかけて、中国・上海で「上海モーターショー2023」が開催され、ゼロコロナ政策の解除に伴って海外メーカーは一斉に世界最大の自動車市場に戻ってきた。若年層を中心に来場者が100万人を超え、150以上の新モデルのうち、3分の2以上を新エネルギー車が占めた。ガソリン車がEVかという長年の論争は終結し、出遅れた海外勢もついにEV化の流れに舵を切ったのは明白だ。パンデミックを経て、中国企業はBYD（香港：1211）や吉利汽車（香港：175）など民間メーカーを中心に技術力を磨きながら、バッテリーや電機などサプライチェーンの垂直統合を図ってきた。スケールメリットや消費者体験、走行ビッグデータの蓄積、斬新なデザイン性、スマート化技術の積極応用などを通じて、ブランド認知度を飛躍的に向上させている。中国の消費者は国内メーカーの先進性を認め始めており、昨年BYDの新車販売平均価格は初めてフォルクスワーゲンを上回った。



〔写真〕 活気溢れる上海モーターショーの様子 アイザワ証券上海事務所撮影

BYDへのユーザーの関心度は非常に高く、同社の超高級モデルの「仰望」（109.8万元≒約2140万円）を見るために長蛇の列ができるほどだ。半導体の内製化により高性能かつ低価格化を実現した同社のEV戦略車、「シーガル」（航続距離305～405Km、7万元台≒約136万円台）が新たな国民車になるかにも大きな注目が集まった。また、長城汽車（香港：2333）や二オ（香港：9866）、広州汽車集団（香港：2238）など有力メーカーは大規模なブースを構え、自動運転プラットフォームや800V充電システム、一体化車体プレス技術、四輪駆動のパワートレインなどの技術を披露した。さらに、車載バッテリーの世界トップであるCATLも大規模な出展を行っており、バッテリーの高速充電・交換など次世代技術をアピールして業界規格の覇権を狙う意図が伺える。



〔写真〕 BYDのコンパクトEV「シーガル」 アイザワ証券上海事務所撮影

一方、BMWやベンツ、レクサスなど欧州・日本ブランドは新型EVや中国専用車を次々と投入するなど、ブランド力を武器に巻き返しを図ろうとしている。特に中国依存度の高いポルシェやマセラティ、ベントレーなど高級車ブランドは豪華なラインナップを披露するなど中国市場重視の姿勢を鮮明にし、EV化の流れに合わせたモデルの投入を加速させている。中国消費者は総じて若年層が多く、先進技術への受容度が高いため、クルマのEV化やスマート化が急速に進んで世界の潮流をリードする可能性を秘めている。今年中国の新エネルギー車の販売台数は850～900万台と全体の35%超を占めると見込まれており、市場規模が拡大して多様性も増す中で、これから世界級の自動車・部品メーカーが出てくるかどうか中国市場からますます目を離せない（柳林）。



## ASEAN 経済・マーケット動向

ASEAN新興国に限定したニュース、トピックは少ないが、直近の動きをみるかぎり、おおむね各国のコロナ禍は収束、経済は落ち着きを取り戻してきていると見てよい状況だ。しかし、米国での中堅銀行の破たんや、ASEANに影響力の大きい中国経済の低迷など、不安材料は多い。世界的なクラッシュ（金融不安）などが起これば、ASEAN経済は大きなダメージを受ける可能性はある。現状を踏まえた上で、当面の注目点などについて考えてみたい。

18ページに書いている通り、これまで世界の半導体業界の中の勝ち組企業としてアジア、世界を牽引してきた企業である韓国の「サムスン電子」や台湾の「TSMC」に陰りがみられることだ。これらの2社はASEANの銘柄ではないが、両社からの受注を受けるケースが多いため、ASEANも無傷とはいえない、ASEANの先行きをみるうえで、これら2社を含めて世界的な企業の動向をみておくことが重要といえよう。

まず、ASEANのなかで注目されるのがタイだ。タイは他国が物価高に苦しんでいた時期でも比較的低位インフレの傾向で推移していた。直近4月のCPIも前年同月比+2.67%で、3カ月連続で水準は低下している。インフレ対策として利上げせざるを得ない、という負の連鎖は、ほぼ断ち切れているといえよう。今後、5月15日に発表される23年1-3月のGDP成長率、5月31日の金融政策委員会の決定などに注目していきたい。タイでは観光関連収入がGDPの約2割程度と重要な産業であるが、そのなかで最も比重が高いのが、中国からの観光客だ。23年1月8日から、中国政府が一般市民の海外旅行を段階的に解禁しており、今後、中国人観光客が戻ってくるかどうか、タイ経済の先行きをみるうえで最大の注目点といえる。

次に、ASEANのなかでは、ベトナムにも注目したい。ベトナムは、他の国以上にインフレが一方向に進みやすい傾向があるが、タイと同じく直近のインフレ動向には鎮静化がみられ、他国に先駆けて利下げに踏み切った。こここのところ低迷が目立っている不動産の業界を救済する、という側面もあったと思われるが、ベトナム経済全体に対する後押し、という点では直近の利下げは、評価できる。直近は、利下げ→景気回復→銀行株高という流れが強まっており、当面は、金融緩和、経済正常化期待が株式市場を下支えする、という流れが続くとみている。

最後に、インドネシアにも注目したい。同国はここ1~2年、ニッケル、ボーキサイト、銅など鉱石の輸出禁止を行っており、世界経済に大きな影響を与えている。今後、同国がどのような資源関連政策を打ち出してくるか、引き続き注目していきたい。（明松真一郎）

2022年5月からのアジア主要国のCPI推移（前年同月比：%）

国	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
中国	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	—
マレーシア	2.8	3.4	4.4	4.7	4.5	4.0	4.0	3.8	3.7	3.7	3.4	—
タイ	7.10	7.66	7.61	7.86	6.41	5.98	5.55	5.89	5.02	3.79	2.83	2.67
インドネシア	3.55	4.35	4.94	4.69	5.95	5.71	5.42	5.51	5.28	5.47	4.97	4.33
フィリピン	5.4	6.1	6.4	6.3	6.9	7.7	8.0	8.1	8.7	8.6	7.6	6.6
ベトナム	2.86	3.37	3.14	2.89	3.94	4.30	4.37	4.55	4.89	4.31	3.35	2.81

[出所:ブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

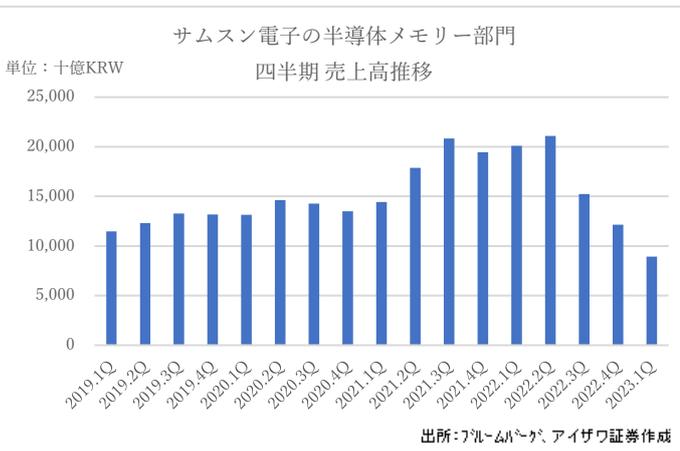
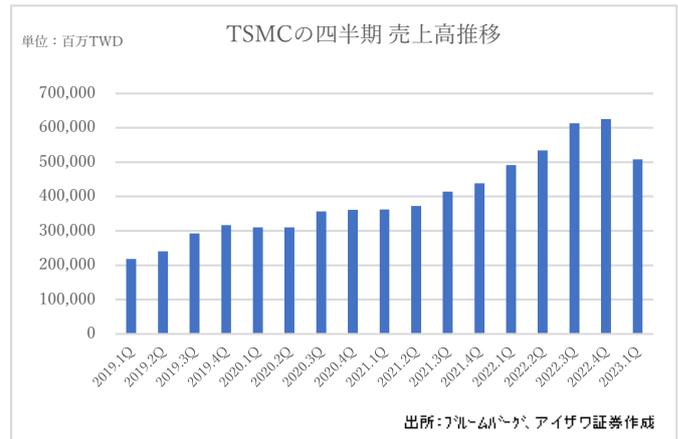


## 企業業績で見る半導体市場の先行き

半導体の受託生産（ファウンドリ）の世界最大手である台湾セミコンダクター（台湾：2330 以下、TSMC）が4月20日、23年第1四半期（1～3月）の業績を発表した。台湾ドルベースの売上高が、前年同期比4%の増収、純利益は同2%の増益で、増収増益。在庫の高まりによる需給見通しの悪化により、先に見通しが引き下げられていたが、結果的にそれは上回り、市場参加者からは一部安堵する声も聞かれた。

しかし、四半期の売上高が前期比ベースで減少したのは2020年の第1四半期以来11期ぶりだ。コロナ禍から始まった半導体特需ともいわれる高成長のペースはここで一旦終了したとみられ、一つの節目を迎えたと言えよう。また、今回の決算発表と同時に発表した、第2四半期の見通しは今四半期を下回る厳しいもので、23年通期の成長率については、2009年以来14年ぶりとなるマイナス成長となる見通しを示した。

先にも書いた通り、TSMCはアップルやエヌビディア、クアルコム、AMDなど名立たる企業へ製品を供給する世界最大のファウンドリで、同社の動向はその影響力から半導体業界の動向とも受け止められる。今回の見通し引き下げにより、警戒感が高まっている。



アジアには先端半導体の生産が集中しており、半導体メモリーの分野では、サムスン電子（韓国：005930）が世界最大手だ。同社が4月7日に発表した第1四半期（1～3月）の連結決算は、売上高が前年同期比18.0%減の63.7兆ウォン、営業利益は同95.5%減の0.6億ウォン、純利益は同87.4%減の1.4兆ウォンと、いずれも市場予想平均を下回るものだった。

景気低迷を背景に、幅広い製品で需要が落ち込み、主力の半導体メモリーの販売が不振で、同部門が4兆ウォンを超える損失を計上したことが大きく影響した模様。加えて、具体的な言及を避けたものの、決算発表と同時にメモリー生産量の下方修正を発表するなど、苦しい状況が見受けられた。

TSMC、サムスン電子両社は、年内の厳しい見通しを示したが、今の半導体業界は3～4年周期で好不況が訪れる半導体業界特有の「シリコンサイクル」の下降局面に入っていると考えられ、早期の需給好転は見込み辛い。半導体需給は景気の先取り指標としても知られており、両社が発表した決算（見通し）は業界の苦境を示している。金利・物価の上昇が高止まりする現状、リセッションに対する警戒感が高まっている。（中上裕介）

# 順豊控股 [SFホールディング] - 柳林

S.F.Holding Co., Ltd.

業種：物流

## 中国の民間物流大手、強固なネットワークが強み

順豊控股「SFホールディング」（以下、同社）は中国の民間物流大手。主にSFエクスプレスを通じて中国EC大手の物流業務を受託するほか、企業向けのサプライチェーン管理や倉庫運営も手掛ける。同社は中国本土に20.8万か所のサービス拠点（含共同運営）と379か所の物流センター、2071か所の倉庫を展開しており、自社保有の車両(9.5万台)と貨物機(97機)を駆使して98か国と地域をカバーする強固なサービスネットワークを構築している。配達員数は43万人。

## 2022年は業務効率化が奏功し大幅増収増益

2022年通期決算は、売上高が前年比29.1%増の2674.9億元、純利益が同44.6%増の61.7億元と大幅増収増益。宅配件数は同5.5%増の110.7億件に留まったものの、業務合理化やITを駆使したコスト管理の効率化が奏功した。配達単価は1件当たり15.73元に増加し、粗利益率の低下に終止符が打たれた。政府補助金及び資産売却益、市内配達部門の赤字縮小も増益に寄与した。事業別の売上構成は、主力の宅配業務が65.2%（うちタイムサービスは39.5%）、サプライチェーン・国際業務が32.8%、その他が2%。宅配部門は利益全体の約7割を占め、ケリー・ロジスティックスの買収効果によってサプライチェーン・国際業務は同124.1%増収となった。新型コロナの影響で効率的なタイムサービスは浸透し、登録個人会員数は5.85億人と前年より19%増えた。

## 1～3月は大幅増益、ゼロコロナ解除で成長軌道に回帰

2022年の中国の宅配取扱件数は、ゼロコロナ規制によって前年度の30%増から2%増に大きく鈍化した。ところが昨年末のコロナ規制解除を受け、今年1～3月は11%増と一転して回復基調を強めた。同社の2023年の1～3月の売上高は前年同期比3.1%減の610.5億元、純利益は同68.3%増の17.2億元と、国際便の運賃下落は響いたものの、配達件数の増加と配達単価の上昇に伴って粗利益率は前年末の12.5%から13.9%に改善した。今後、価格競争や消費不振の可能性に留意する必要があるものの、中国の経済再開を追い風にコロナ禍で失速した宅配業務は個人消費の回復に伴って再び成長軌道に戻る展開が想定される。

### 株式データ

2023/5/5 現在

株価	54.47人民元
売買単位	100株
時価総額	2666億4167万人民元
予想 PER	31.02倍
ROE	7.30%
52 週高値	61.67人民元
52 週安値	44.03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	153,987	37.3%	7,326	26.4%	1.64	0.33
'21/12	207,187	34.5%	4,269	-41.7%	0.93	0.18
'22/12	267,490	29.1%	6,174	44.6%	1.27	0.25

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

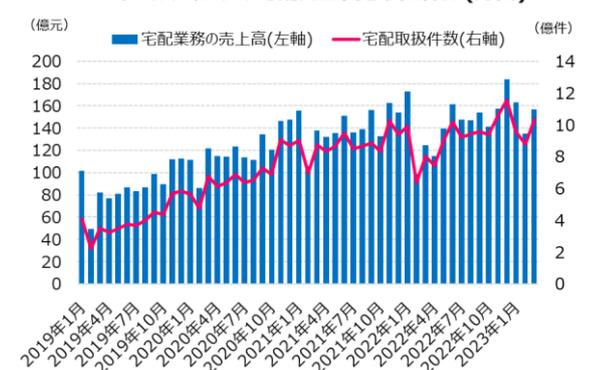
### 株価チャート(週足2022年5月20日～2023年5月5日)



[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

#### SFホールディングの宅配売上高と取扱件数(月間)



[出所：WIND、アイザワ証券作成]

# 東方電気 — 王 曦

Dongfang Electric Corporation Ltd

業種：産業用設備

## 中国の国有大手発電設備メーカー

東方電気（以下、同社）は、中国の国有大手発電設備メーカー。発電効率が高い超々臨界圧発電や原子力発電設備に強みを持ち、水力や風力発電設備などの製造販売も手掛ける。各種発電設備の生産量は世界有数の規模。2022年の売上構成は、再生可能エネルギー（水力・風力発電）設備が26.9%、高効率クリーンエネルギー（火力・原子力発電）設備が26.5%、燃料電池や環境保護製品、電力システムなど新興成長産業が19.8%、エンジニアリング・貿易が19.0%、発電所メンテナンスや金融関連など現代製造サービス業が7.7%。

## 2022年通期決算は増収増益、火力発電設備が寄与

2022年通期決算は、売上高が前年比15.8%増の553.5億元、純損益が同24.7%増の28.6億元と増収増益。セグメント別の売上高は、再生可能エネルギー設備が同1.5%減の149.1億元、高効率クリーンエネルギー設備が同14.8%増の146.8億元、新興成長産業が同34.3%増の109.8億元、エンジニアリング・貿易が35.9%増の105.4億元、現代製造サービス業が6.9%増の42.4億元。風力や水力など再生可能エネルギー設備の売上高が減少した一方、火力など高効率クリーンエネルギーと新興成長産業、エンジニアリング・貿易の売上高が大幅に増加した。新規受注額は同16.3%増の655.8億元だった。費用面では売上原価が同16.9%増加したことで、全体の粗利益率は前年の18.9%から18.1%にやや低下したものの、販管費の伸びが限定的で為替差益や減損戻し入れも生じたため、純利益は大幅増益になった。

## 最大で50億元の第三者割当増資を発表

同社は発電設備分野での競争力を高めるために、4月4日に第三者割当増資を発表した。最大で発行済み株数の約8.8%に相当する新株（2.7億株の本土A株）を発行して50億元を調達し、同社の親会社である東方電気集団から発電設備関連資産の買収と研究開発・デジタル化、運転資金などに充てる予定。直近2年間、中国では深刻な電力不足を背景に発電設備向けの投資が拡大しており、今回の増資は同社の成長を後押しすることになりそうだ。一方、同社のリスク要因として、政策の変化や電力投資の減少などに留意したい。

## 株式データ

2022/5/5 現在

株価	11.24香港ドル
売買単位	200株
時価総額	598億9991万香港ドル
予想 PER	8.22倍
ROE	8.46%
52 週高値	15.46香港ドル
52 週安値	7.80香港ドル

## 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	37,283	13.5%	1,862	45.7%	0.60	0.18
'21/12	47,819	28.3%	2,289	22.9%	0.73	0.23
'22/12	55,353	15.8%	2,855	24.7%	0.92	0.34

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

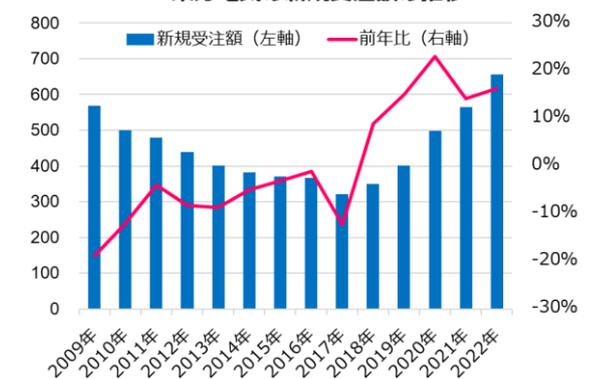
## 株価チャート（週足2022年5月20日～2023年5月5日）



[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

### 東方電気の新規受注額の推移



[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]

## バンコク・ドゥシット・メディカル・サービシズ — 明松 真一郎

Bangkok Dusit Medical Services Public Company Limited

業種：病院

### タイ最大の民間病院グループ

バンコク・ドゥシット・メディカル・サービシズ（以下、同社）は、タイ最大の民間病院グループで、2022年12月末時点で、バンコク病院、サミティベート病院など、6つの病院グループを含む50以上の病院や、13の富裕層向けクリニックなどを運営している。医療技術の高さが国内外から高く評価されており、日本や欧米、ASEANなどタイ国外からの患者も多い。2022年の地域別売上比率は、タイ国内：76%、タイ国外：24%。

### 2022年1～12月は大幅増収増益に

2022年1～12月期決算は、売上が前年同期比23.5%増の919.3億バーツ、純利益は同58.9%増の126.1億バーツと大幅増収増益であった。直近は、コロナウイルス問題や、世界的な金融引き締めなど、様々な悪材料が山積しているものの、最悪期からは改善している感があり、同社の収益環境にも追い風となっている。また、コロナ患者増加などによって医療用ベッドの使用率が前年の60%から73%にまで高まっており、収益拡大の一因となった。

### 高齢化が深刻なタイで、同社がアセアンを牽引？

タイは2015年あたりから「タイランド4.0」と名付けたデジタル産業強化に取り組んでおり、そのひとつが、「医療・健康ツーリズム」の分野だ。タイの高齢化は深刻で、タイはアセアン域内では、シンガポールに次ぐ高齢化国といわれている。その中で、同社は電子カルテやオンライン診療など先進分野の強化に取り組んでおり、2022年の販管費は176.5億バーツと過去最高であった。

22年11月には、同社傘下のサミティベート病院が、IT技術やスポーツ医学、栄養学などを融合した新しい医療アプリ「Well」を開発した、と発表した。AI技術の活用を強化する、という同社の姿勢がうかがえる。また、23年11月には同社と日本の国立がん研究センター中央病院が、MOU（基本合意書）の署名式を行った。このMOU締結を機に、同社はがん医療の分野で、アジア太平洋地域における主要医療機関になろうとしている。AI技術の導入、高度医療の強化など先進的な取り組みによって、今後の同社のさらなるレピュテーション向上が期待出来そうだ。

### 株式データ

2023/5/5 現在

株価	29.50バーツ
売買単位	100株
時価総額	4727.9億バーツ
予想PER	35.84倍
ROE	14.5%
52週高値	32.0バーツ
52週安値	24.0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	68,074	-17.7%	7,214	-53.5%	0.45	0.55
'21/12	74,451	9.4%	7,936	10.0%	0.50	0.45
'22/12	91,934	23.5%	12,606	58.9%	0.79	0.60

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5月20日～2023年5月5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】

### タイの医療ツーリズム

#### 主要な手術費用の目安

	米国	シンガポール	タイ	マレーシア
心臓バイパス手術	123,000	17,200	15,000	12,100
心臓弁置換手術	170,000	16,900	17,200	13,500
膝関節置換手術	35,000	16,000	14,000	7,700
体外受精	12,400	14,900	4,100	6,900

※単位：米ドル（ドクターフィー除く）

【出所：BDMS会社資料、アイザワ証券作成】

## アジア各国の経済統計（2023年4月30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
	2023年 1月	2023年 2月	2023年 3月												
消費者物価指数 (%)	4.30	3.30	3.20	2.10	1.00	0.70	3.04	2.43	2.35	5.20	4.80	4.20	6.60	6.30	5.50
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.750	1.750	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		
	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
	2023年 1月	2023年 2月	2023年 3月												
消費者物価指数 (%)	5.02	3.79	2.83	3.70	3.70	3.40	5.28	5.47	4.97	8.70	8.60	7.60	4.89	4.31	3.35
政策金利 (%)	1.50	1.50	1.75	2.75	2.75	2.75	5.75	5.75	5.75	5.50	6.00	6.25	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4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	VPB	ベトナム繁栄商業銀行 [VPバンク]	19900	ベトナム	11.2%	1	981	中芯国際集成电路製造 [SMIC]	22.55	香港	34.9%
2	VRE	ピンコム・リテール	27700	ベトナム	5.3%	2	HPG	ホアファットグループ	21650	ベトナム	20.3%
3	KBC	キンバックシティグループ	25800	ベトナム	6.6%	3	9988	アリババ・グループ・ホールディング	82.05	香港	-4.9%
4	1211	比亞迪 [BYD]	236.00	香港	22.5%	4	902	華能国際電力 [フアン・パワー]	4.88	香港	32.2%
5	MSN	マッサングループ	73100	ベトナム	-21.4%	5	TTCL-R	TTCL	4.02	タイ	-11.1%
6	SSI	SSIセキュリティーズ	21550	ベトナム	21.8%	6	799	IGG	6	香港	123.1%
7	PHR	フオックホアコム [フオックホア・ラバー]	41250	ベトナム	4.7%	7	SSI	SSIセキュリティーズ	21550	ベトナム	21.8%
8	DPM	ベトロベトナム化学肥料 [ベトロベトナム・ファーマイザー・アンド・ケミカル]	33600	ベトナム	-21.8%	8	6889	ダイナムジャパンホールディングス	4.90	香港	-17.2%
9	002049	紫光国芯微电子 [ユニグループ・ケイオンマイクロエレクトロニクス]	106.00	中国	-19.6%	9	1024	クアイショウ・テクノロジー	51.30	香港	-27.8%
10	9988	アリババ・グループ・ホールディング	82	香港	-4.9%	10	HDB	HDバンク	18800	ベトナム	17.9%
11	HPG	ホアファットグループ	21650	ベトナム	20.3%	11	KBC	キンバックシティグループ	25800	ベトナム	6.6%
12	1398	中国工商银行	4.22	香港	5.0%	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	13900	ベトナム	33.3%
13	FCN	フェコン	11250	ベトナム	19.7%	13	119	保利置業集団 [ホリー・プロパティ・グループ]	2.04	香港	16.6%
14	6889	ダイナムジャパンホールディングス	4.90	香港	-17.2%	14	FCN	フェコン	11250	ベトナム	19.7%
15	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	90500	ベトナム	13.1%	15	1211	比亞迪 [BYD]	236.00	香港	22.5%

※終値は現地通貨、騰落率は年初来

(2023年4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

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。