

今後の世界経済・市場展望

～2023年前半は暗雲、後半は好天へ

2023年1月31日

ブーケ・ド・フルーレット（略称：B d フルーレット）

代表 馬淵 治好

ブーケ・ド・フルーレット ホームページ <http://bd-fleurettes.eco.coocan.jp/>



ご注意事項

本資料は、勉強会の為に作成されたものであり、有価証券の取引、その他の取引の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料及び資料にある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本資料及び資料にある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありません。

本資料で記載しております価格、数値、金利等は概算値または予測値であり、諸情勢により変化し、実際とは異なる場合がございます。また、本資料は将来の結果をお約束するものではなく、お取引をなさる際に実際に用いられる価格または数値を表すものでもございませんので、予めご了承くださいませようをお願いいたします。

国内株式のリスクと費用について

■ 国内株式 国内ETF／ETN 上場新株予約権証券（ライツ）

【株式等のお取引にかかるリスク】

株式等は株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。上場投資信託（ETF）は連動対象となっている指数や指標等の変動等、上場投資証券（ETN）は連動対象となっている指数や指標等の変動等や発行体となる金融機関の信用力悪化等、上場不動産投資信託証券（REIT）は運用不動産の価格や収益力の変動等、ライツは転換後の価格や評価額の変動等により、損失が生じるおそれがあります。※ライツは上場および行使期間に定めがあり、当該期間内に行使しない場合には、投資金額を全額失うことがあります。

● レバレッジ型、インバース型ETF及びETNのお取引にあたっての留意点

上場有価証券等のうち、レバレッジ型、インバース型のETF及びETN（※）のお取引にあたっては、以下の点にご留意ください。

- ・ レバレッジ型、インバース型のETF及びETNの価額の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資成果が得られないおそれがあります。
- ・ 上記の理由から、レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、中長期間的な投資の目的に適合しない場合があります。
- ・ レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、投資対象物や投資手法により銘柄固有のリスクが存在する場合があります。詳しくは別途銘柄ごとに作成された資料等でご確認いただく、またはコールセンターにてお尋ねください。

※ 「上場有価証券等」には、特定の指標（以下、「原指数」といいます。）の日々の上昇率・下落率に連動し1日に一度価額が算出される上場投資信託（以下「ETF」といいます。）及び指数連動証券（以下、「ETN」といいます。）が含まれ、ETF及びETNの中には、原指数の日々の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じて算出された数値を対象指数とするものがあります。このうち、倍率が+（プラス）1を超えるものを「レバレッジ型」といい、-（マイナス）のもの（マイナス1倍以内のものを含みます）を「インバース型」といいます。

【信用取引にかかるリスク】

信用取引は取引の対象となっている株式等の株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。信用取引は差し入れた委託保証金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。その損失額は差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。

【株式等のお取引にかかる費用】

国内株式の委託手数料は「超割コース」「いちにち定額コース」の2コースから選択することができます。



国内株式のリスクと費用について

〔超割コース（現物取引）〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引金額	取引手数料
5万円まで	50円 (55円)
10万円まで	90円 (99円)
20万円まで	105円 (115円)
50万円まで	250円 (275円)
100万円まで	487円 (535円)
150万円まで	582円 (640円)
3,000万円まで	921円 (1,013円)
3,000万円超	973円 (1,070円)

※ () 内は税込金額

超割コース大口優遇の判定条件を達成すると、以下の優遇手数料が適用されます。大口優遇は一度条件を達成すると、3ヶ月間適用になります。詳しくは当社ウェブページをご参照ください。

〔超割コース 大口優遇（現物取引）〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引金額	取引手数料
10万円まで	0円
20万円まで	100円 (110円)
50万円まで	238円 (261円)
100万円まで	426円 (468円)
150万円まで	509円 (559円)
3,000万円まで	806円 (886円)
3,000万円超	851円 (936円)

※ () 内は税込金額

〔超割コース（信用取引）〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引金額	取引手数料
10万円まで	90円 (99円)
20万円まで	135円 (148円)
50万円まで	180円 (198円)
50万円超	350円 (385円)

※ () 内は税込金額

〔超割コース 大口優遇（信用取引）〕

約定金額にかかわらず取引手数料は0円です。

国内株式のリスクと費用について

【いちにち定額コース】

1日の取引金額合計（現物取引と信用取引合計）で手数料が決まります。

1日の取引金額合計	取引手数料
50万円まで	0円
100万円まで	858円（943円）
200万円まで	2,000円（2,200円）
300万円まで 以降、100万円増えるごとに1,100円追加。	3,000円（3,300円）

※（）内は税込金額

※1日の取引金額合計は、前営業日の夜間取引と当日の日中取引を合算して計算いたします。

※一般信用取引における返済期日が当日の「いちにち信用取引」、および当社が別途指定する銘柄の手数料は0円です。これらのお取引は、いちにち定額コースの取引金額合計に含まれません。

- カスタマーサービスセンターのオペレーターの取次ぎによる電話注文は、上記いずれのコースかに関わらず、1回のお取引ごとにオペレーター取次ぎによる手数料（最大で4,950円（税込））を頂戴いたします。詳しくは取引説明書等をご確認ください。
- 信用取引には、上記の売買手数料の他にも各種費用がかかります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。
- 信用取引をおこなうには、委託保証金の差し入れが必要です。最低委託保証金は30万円、委託保証金率は30%、委託保証金最低維持率（追証ライン）が20%です。委託保証金の保証金率が20%未満となった場合、不足額を所定の時限までに当社に差し入れていただき、委託保証金へ振替えていただくか、建玉を決済していただく必要があります。レバレッジ型 E T F 等の一部の銘柄の場合や市場区分、市場の状況等により、30%を上回る委託保証金が必要な場合がありますので、ご注意ください。

国内株式のリスクと費用について

【貸株サービス・信用貸株にかかるリスクおよび費用】

(貸株サービスのみ)

●リスクについて

貸株サービスの利用に当社とお客様が締結する契約は「消費貸借契約」となります。株券等を貸付いただくにあたり、楽天証券よりお客様へ担保の提供はなされません（無担保取引）。

(信用貸株のみ)

●株券等の貸出設定について

信用貸株において、お客様が代用有価証券として当社に差入れている株券等（但し、当社が信用貸株の対象としていない銘柄は除く）のうち、一部の銘柄に限定して貸出すことができますが、各銘柄につき一部の数量のみに限定することはできませんので、ご注意ください。

(貸株サービス・信用貸株共通)

●当社の信用リスク

当社がお客様に引渡すべき株券等の引渡し、履行期日又は両者が合意した日に行われない場合があります。この場合、「株券等貸借取引に関する基本契約書」・「信用取引規定兼株券貸借取引取扱規定第2章」に基づき遅延損害金をお客様にお支払いいたしますが、履行期日又は両者が合意した日に返還を受けていた場合に株主として得られる権利（株主優待、議決権等）は、お客様は取得できません。

●投資者保護基金の対象とはなりません

貸付いただいた株券等は、証券会社が自社の資産とお客様の資産を区別して管理する分別保管および投資者保護基金による保護の対象とはなりません。

●手数料等諸費用について

お客様は、株券等を貸付いただくにあたり、取引手数料等の費用をお支払いいただく必要はありません。

●配当金等、株主の権利・義務について（貸借期間中、株券等は楽天証券名義又は第三者名義等になっており、この期間中において、お客様は株主としての権利義務をすべて喪失します。そのため一定期間株式を所有することで得られる株主提案権等について、貸借期間中はその株式を所有していないこととなりますので、ご注意ください。（但し、信用貸株では貸借期間中の全部又は一部においてお客様名義のままの場合もあり、この場合、お客様は株主としての権利義務の一部又は全部が保持されます。）株式分割等コーポレートアクションが発生した場合、自動的にお客様の口座に対象銘柄を返却することで、株主の権利を獲得します。権利獲得後の貸出設定は、お客様のお取引状況によってお手続きが異なりますのでご注意ください。

貸借期間中に権利確定日が到来した場合の配当金については、発行会社より配当の支払いがあった後所定の期日に、所得税相当額を差し引いた配当金相当額が楽天証券からお客様へ支払われます。

国内株式のリスクと費用について

● 株主優待、配当金の情報について

株主優待の情報は、東洋経済新報社から提供されるデータを基にしており、原則として毎月1回の更新となります。更新日から次回更新日までの内容変更、売買単位の変更、分割による株数の変動には対応していません。また、貸株サービス・信用貸株内における配当金の情報は、TMI（Tokyo Market Information；東京証券取引所）より提供されるデータを基にしており、原則として毎営業日の更新となります。株主優待・配当金は各企業の判断で廃止・変更になる場合がありますので、必ず当該企業のホームページ等で内容をご確認ください。

● 大量保有報告（短期大量譲渡に伴う変更報告書）の提出について

楽天証券、または楽天証券と共同保有者（金融商品取引法第27条の23第5項）の関係にある楽天証券グループ会社等が、貸株対象銘柄について変更報告書（同法第27条の25第2項）を提出する場合において、当社がお客様からお借りした同銘柄の株券等を同変更報告書提出義務発生日の直近60日間に、お客様に返還させていただいているときは、お客様の氏名、取引株数、契約の種類（株券消費貸借契約である旨）等、同銘柄についての楽天証券の譲渡の相手方、および対価に関する事項を同変更報告書に記載させていただく場合がございますので、予めご了承ください。

● 税制について

株券貸借取引で支払われる貸借料及び貸借期間中に権利確定日が到来した場合の配当金相当額は、お客様が個人の場合、一般に雑所得又は事業所得として、総合課税の対象となります。なお、配当金相当額は、配当所得そのものではないため、配当控除は受けられません。また、お客様が法人の場合、一般に法人税に係る所得の計算上、益金の額に算入されます。税制は、お客様によりお取り扱いが異なる場合がありますので、詳しくは、税務署又は税理士等の専門家にご確認ください。

外国株式のリスクと費用について

■外国株式 海外ETF/ETN/REIT

【外国株式等の取引にかかるリスク】

外国株式等は、株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、為替相場の変動等により損失（為替差損）が生じるおそれがあります。上場投資信託（ETF）は連動対象となっている指数や指標等の変動等、上場投資証券（ETN）は連動対象となっている指数や指標等の変動等や発行体となる金融機関の信用力悪化等、上場不動産投資信託証券（REIT）は運用不動産の価格や収益力の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

●レバレッジ型、インバース型ETF及びETNのお取引にあたっての留意点

上場有価証券等のうち、レバレッジ型、インバース型のETF及びETN（※）のお取引にあたっては、以下の点にご留意ください。

- ・ レバレッジ型、インバース型のETF及びETNの価額の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資成果が得られないおそれがあります。
- ・ 上記の理由から、レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、中長期間的な投資の目的に適合しない場合があります。
- ・ レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、投資対象物や投資手法により銘柄固有のリスクが存在する場合があります。詳しくは別途銘柄ごとに作成された資料等でご確認いただく、またはコールセンターにてお尋ねください。

※「上場有価証券等」には、特定の指標（以下、「原指数」といいます。）の日々の上昇率・下落率に連動し1日に一度価額が算出される上場投資信託（以下「ETF」といいます。）及び指数連動証券（以下、「ETN」といいます。）が含まれ、ETF及びETNの中には、原指数の日々の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じて算出された数値を対象指数とするものがあります。このうち、倍率が+（プラス）1を超えるものを「レバレッジ型」といい、-（マイナス）のもの（マイナス1倍以内のものを含みます）を「インバース型」といいます。

外国株式のリスクと費用について

【米国株式の信用取引にかかるリスク】

米国株式信用取引の対象となっている株式等の株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。米国株式信用取引は差し入れた委託保証金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。その損失額は差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。また、米国株式信用取引は外貨建てで行う取引であることから、米国株式信用取引による損益は外貨で発生します。そのため、お客様の指示により外貨を円貨に交換する際の為替相場の状況によって為替差損が生じるおそれがあります。

【外国株式等の取引にかかる費用】

〔現物取引〕

分類	取引手数料
米国株式	約定代金の0.495%（税込） ・最低手数料：0米ドル ・上限手数料：22米ドル（税込）
中国株式	約定代金の0.55%（税込） ・最低手数料：550円（税込） ・上限手数料：5,500円（税込）
アセアン株式	約定代金の1.10%（税込） ・最低手数料：550円（税込） ・手数料上限なし
分類	取引手数料

※当社が別途指定する銘柄の買付手数料は無料です。

※米国株式の売却時は上記の手数料に加え、別途SEC Fee（米国現地取引所手数料）がかかります。詳しくは当社ウェブページ上でご確認ください。

※中国株式・アセアン株式につきましては、カスタマーサービスセンターのオペレーター取次ぎの場合、通常の取引手数料に2,200円（税込）が追加されます。

外国株式のリスクと費用について

〔米国株式信用取引〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引手数料
約定代金の0.33%（税込） ・最低手数料：0米ドル ・上限手数料：16.5米ドル（税込）

※当社が別途指定する銘柄の新規買建または買返済時の取引手数料は無料です。

※売却時（信用取引の場合、新規売建/売返済時）は上記の手数料に加え、別途SEC Fee（米国現地取引所手数料）がかかります。詳しくは当社ウェブページ上でご確認ください。

●米国株式信用取引には、上記の売買手数料の他にも各種費用がかかります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

●米国株式信用取引をおこなうには、委託保証金の差し入れが必要です。最低委託保証金は当社が指定する30万円相当額、新規建て時に最低必要な委託保証金率は50%、委託保証金最低維持率（追証ライン）が30%です。委託保証金の保証金率が30%未満となった場合、不足額を所定の時限までに当社に差し入れていただき、委託保証金へ振替えていただくか、建玉を決済していただく必要があります。

外国株式のリスクと費用について

■米国株式 海外ETF/ETN/REIT

【米国株式の取引にかかるリスク】

米国株式は、株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、為替相場の変動等により損失（為替差損）が生じるおそれがあります。上場投資信託（ETF）は連動対象となっている指数や指標等の変動等、上場投資証券（ETN）は連動対象となっている指数や指標等の変動等や発行体となる金融機関の信用力悪化等、上場不動産投資信託証券（REIT）は運用不動産の価格や収益力の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

●レバレッジ型、インバース型ETF及びETNのお取引にあたっての留意点

上場有価証券等のうち、レバレッジ型、インバース型のETF及びETN（※）のお取引にあたっては、以下の点にご留意ください。

- ・レバレッジ型、インバース型のETF及びETNの価額の上昇率・下落率は、2営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資成果が得られないおそれがあります。
- ・上記の理由から、レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、中長期間的な投資の目的に適合しない場合があります。
- ・レバレッジ型、インバース型のETF及びETNは、投資対象物や投資手法により銘柄固有のリスクが存在する場合があります。詳しくは別途銘柄ごとに作成された資料等でご確認いただく、またはコールセンターにてお尋ねください。

※「上場有価証券等」には、特定の指標（以下、「原指数」といいます。）の日々の上昇率・下落率に連動し1日に一度価額が算出される上場投資信託（以下「ETF」といいます。）及び指数連動証券（以下、「ETN」といいます。）が含まれ、ETF及びETNの中には、原指数の日々の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じて算出された数値を対象指数とするものがあります。このうち、倍率が+（プラス）1を超えるものを「レバレッジ型」といい、-（マイナス）のもの（マイナス1倍以内のものを含みます）を「インバース型」といいます。

【米国株式の信用取引にかかるリスク】

米国株式信用取引の対象となっている株式等の株価（価格）の変動等により損失が生じるおそれがあります。米国株式信用取引は差し入れた委託保証金を上回る金額の取引をおこなうことができるため、大きな損失が発生する可能性があります。その損失額は差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。また、米国株式信用取引は外貨建てで行う取引であることから、米国株式信用取引による損益は外貨で発生します。そのため、お客様の指示により外貨を円貨に交換する際の為替相場の状況によって為替差損が生じるおそれがあります。

外国株式のリスクと費用について

【米国株式の取引にかかる費用】

〔現物取引〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引手数料

約定代金の0.495% (税込)
・最低手数料：0米ドル
・上限手数料：22米ドル (税込)

※当社が別途指定する銘柄の買付手数料は無料です。

※売却時は上記の手数料に加え、別途SEC Fee (米国現地取引所手数料) ががかかります。詳しくは当社ウェブページ上でご確認ください。

〔米国株式信用取引〕

1回のお取引金額で手数料が決まります。

取引手数料

約定代金の0.33% (税込)
・最低手数料：0米ドル
・上限手数料：16.5米ドル (税込)

※当社が別途指定する銘柄の新規買建または買返済時の取引手数料は無料です。

※売却時 (信用取引の場合、新規売建/売返済時) は上記の手数料に加え、別途SEC Fee (米国現地取引所手数料) ががかかります。詳しくは当社ウェブページ上でご確認ください。

●米国株式信用取引には、上記の売買手数料の他にも各種費用がかかります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

●米国株式信用取引をおこなうには、委託保証金の差し入れが必要です。最低委託保証金は当社が指定する30万円相当額、新規建て時に最低必要な委託保証金率は50%、委託保証金最低維持率 (追証ライン) が30%です。委託保証金の保証金率が30%未満となった場合、不足額を所定の時限までに当社に差し入れていただき、委託保証金へ振替えていただくか、建玉を決済していただく必要があります。

2023年前半は悲観、後半は楽観

- 2023年前半は、利上げの累積的な効果により、米経済が後退色を強めよう。それが世界的に景気を悪化させ、株安(逆業績相場)、(政策金利・短期金利は、インフレ率の低下が遅いため、まだ上がろうが)米長期金利低下、米ドル安・円高(他の主要通貨に対しても円高)が進むだろう。国際商品市況も、ほぼ全面的に下落しよう(米ドル建ての金価格は相対的に堅調に推移する可能性があるものの、円建ての金価格は米ドル安・円高を相殺し切れるかどうか不透明)。
- ただし、日米等の株価の2023年の安値は、2022年の安値(終値ベースで、日経平均は24717.53円、ニューヨークダウは28725.51ドル)と比べ、大きく底抜けはしない(割り込んでも小幅な)程度だと予想する。それは、システム的な危機の芽が見出しがたいことや、米国の個人消費が底固く深刻な景気後退にはなりにくいこと、米景気悪化の主因が明確(利上げによるもの)であり対応策が想定しやすいこと、などによる。
- 2023年後半になると、緩やかとはいえインフレ率の低下が進むことから、米連銀などが景気や株価の悪化に対応するための再緩和に踏み切ることができるだろう。それが転機となって、長期的な株高、外貨高基調に向かうものと見込んでいる。
- 上記が、悪い方向(株安)に崩れるリスクを挙げると、1)債券市場発の混乱と、2)「中国リスク」。良い方向はウクライナ侵攻の早期終結や想定外の世界経済の堅調推移。
- 日本株については、当面は割安で、企業業績も底固い。しかし長期的には(日本株は上昇していこうが)米国株などに劣後すると考える。国際分散投資が重要。

主要市場見通し

主要市場見通し(2023年1月5日時点)

	直近値(1/4)	2023年6月末まで	2023年12月末まで
国内株価			
日経平均(円)	25716.86	24000~27000	24000~32000
国内長期金利			
日10年国債利回り(%)	0.432	-0.1~0.5	-0.2~0.5
米国株価			
ニューヨークダウ(ドル)	33269.77	30000~35000	30000~36000
米国長期金利			
米10年国債利回り(%)	3.69	2.5~3.8	2.5~3.5
外国為替相場(対円)			
米ドル(円)	132.03	125~138	125~140
ユーロ(円)	140.00	130~145	130~145
豪ドル(円)	90.49	82~93	82~100

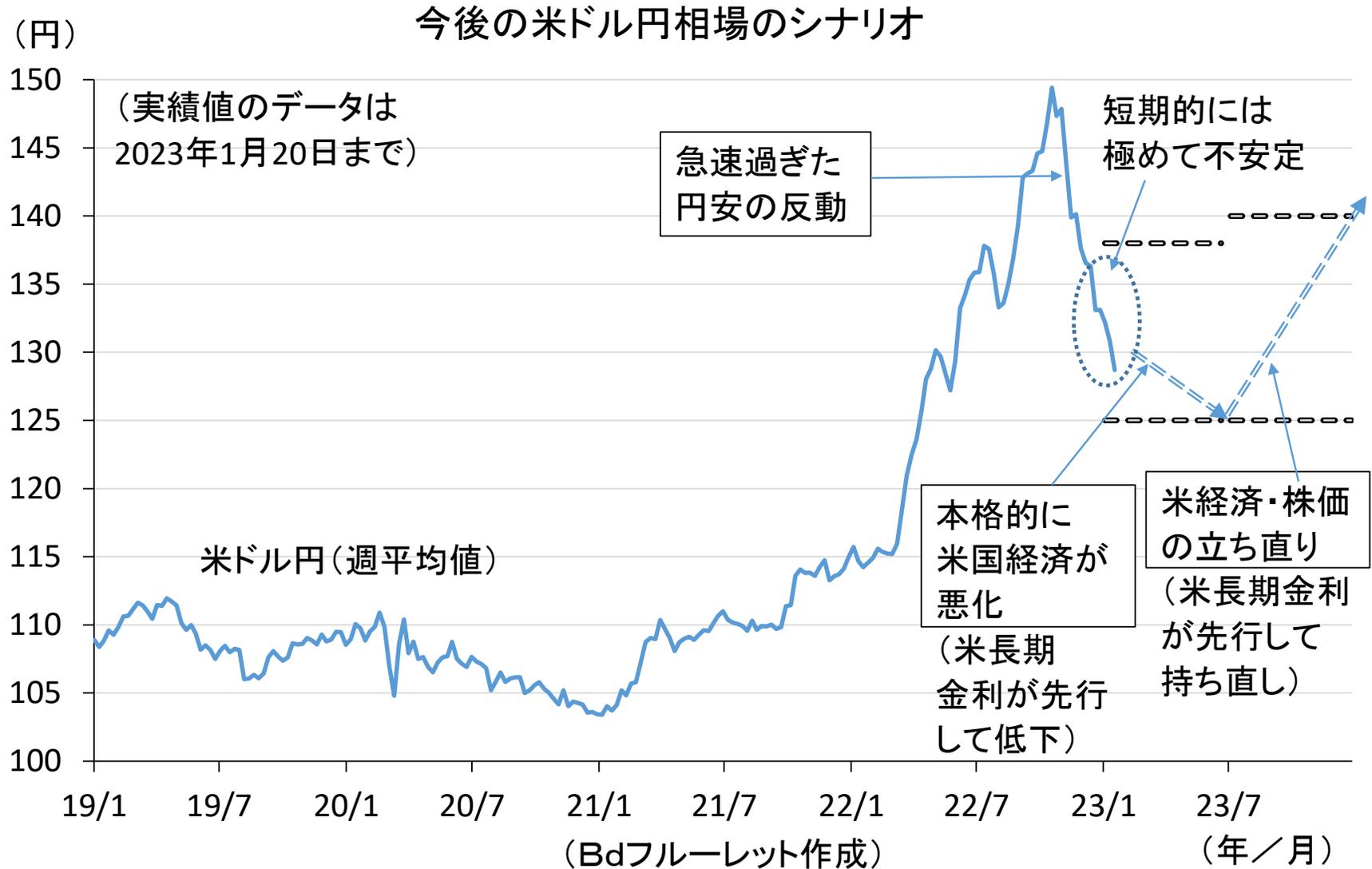
(Bdフルーレット作成)

今後の日経平均株価のイメージ図

今後の日経平均株価のシナリオ



今後の米ドル円相場のイメージ図



各市場の方向性の総括図

2023年末に向けてのシナリオ整理

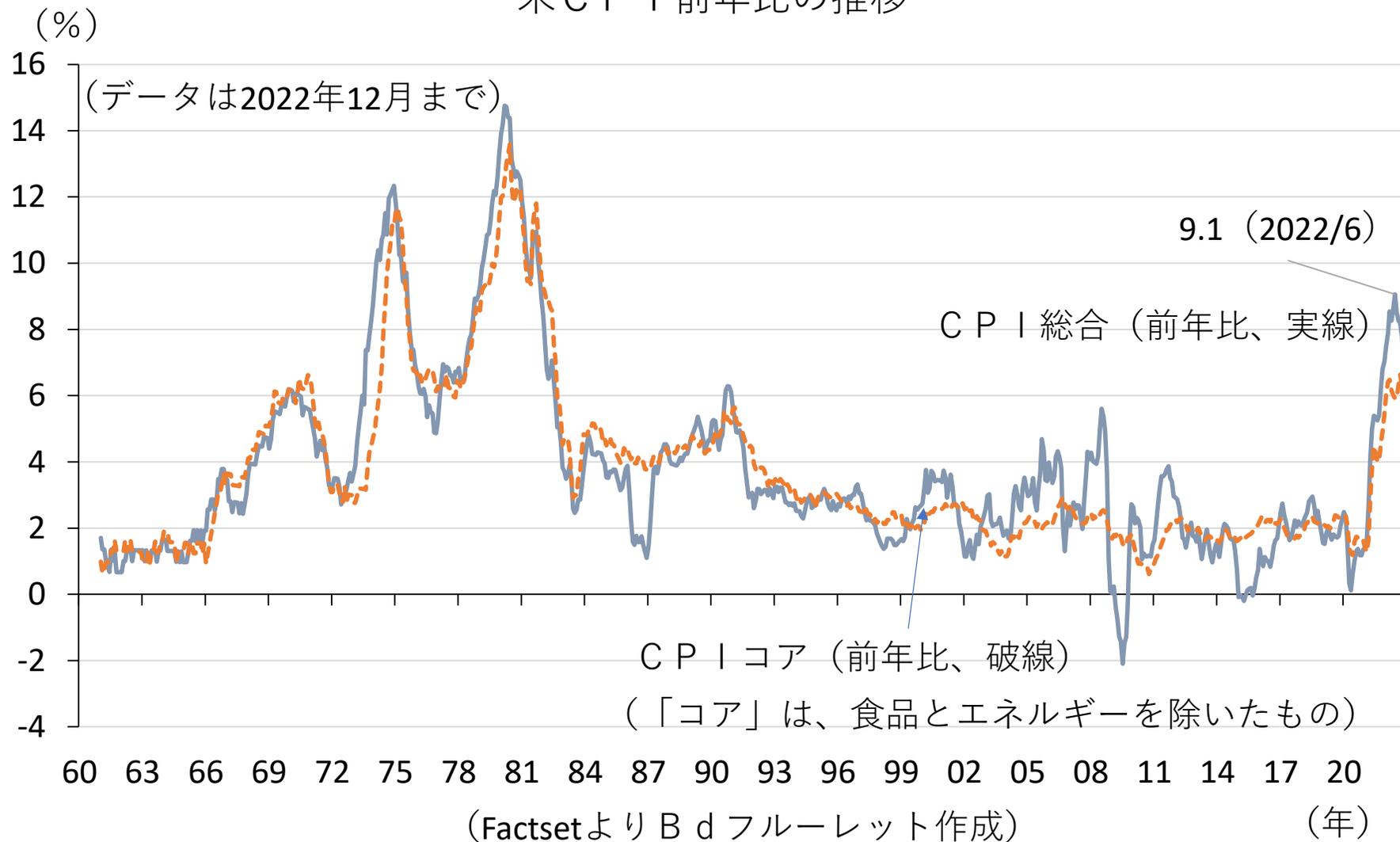
	～2022/10	～2022/12	～2023/6	～2023/12	長期
相場の様相	過度のインフレ懸念（逆金融相場）	過度の懸念の剥落（中間反騰）	米国経済の本格的な悪化（逆業績）	米金融政策の緩和への転換	投資家がリスク追及へ
投資環境	インフレ率上昇も、市場の懸念が実態より行き過ぎ	インフレ率のピークアウト観測	景気悪化、インフレ率はまだ高め	インフレ率が十分低下、緩和余地発生	世界的な経済拡大
米国短期金利					
米国長期金利					
米国株					
米ドル					
日本株					

（B d フルーレット作成）

インフレは改善し続けているが、極めてゆっくりと
金利騒ぎは一巡も、これからは景気悪化に焦点が

消費者物価上昇率は高水準も、今後落ち着きへ

米CPI前年比の推移

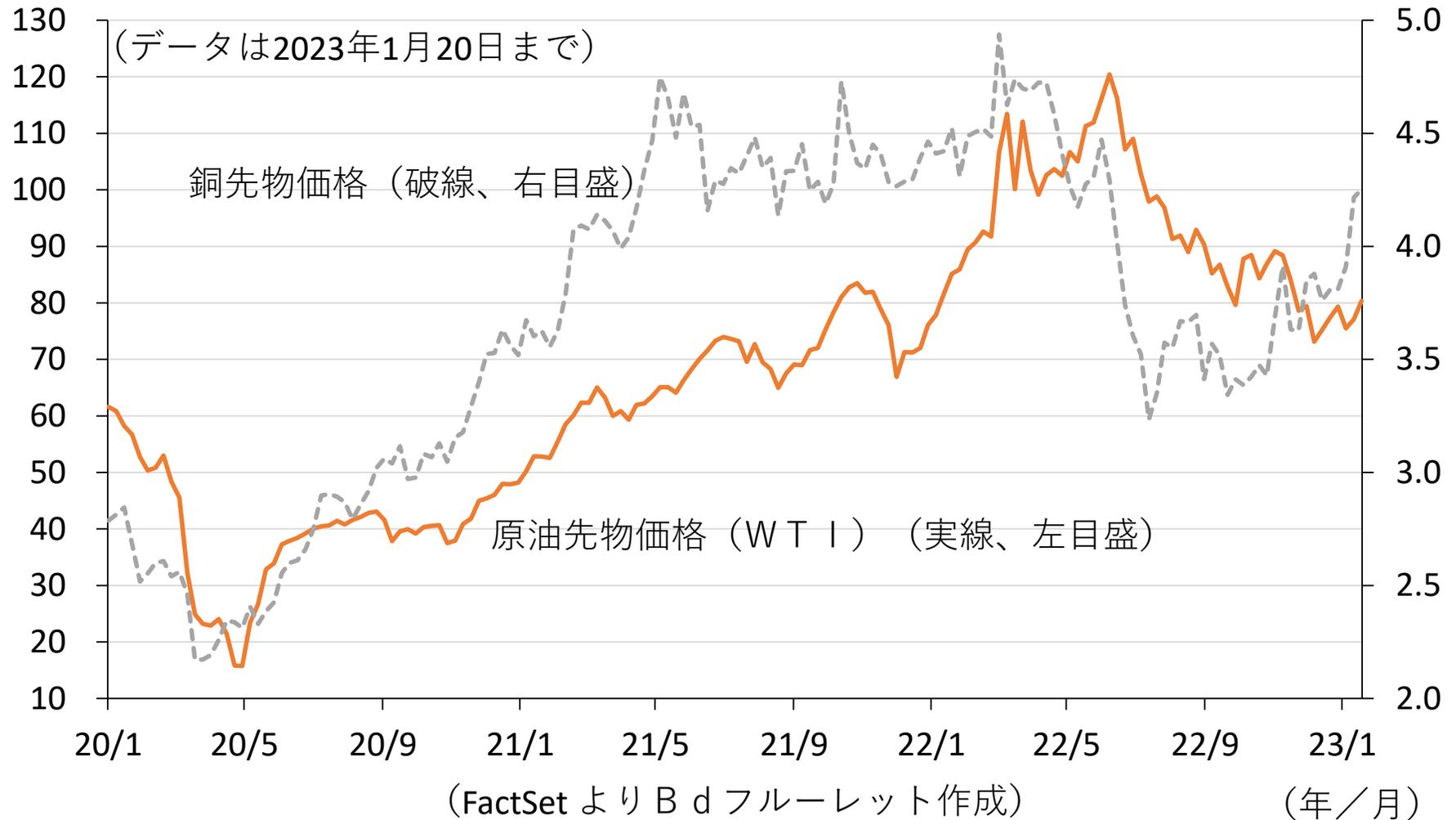


国際商品市況はピークアウトの様相

原油先物と銅先物の価格（週平均値）推移

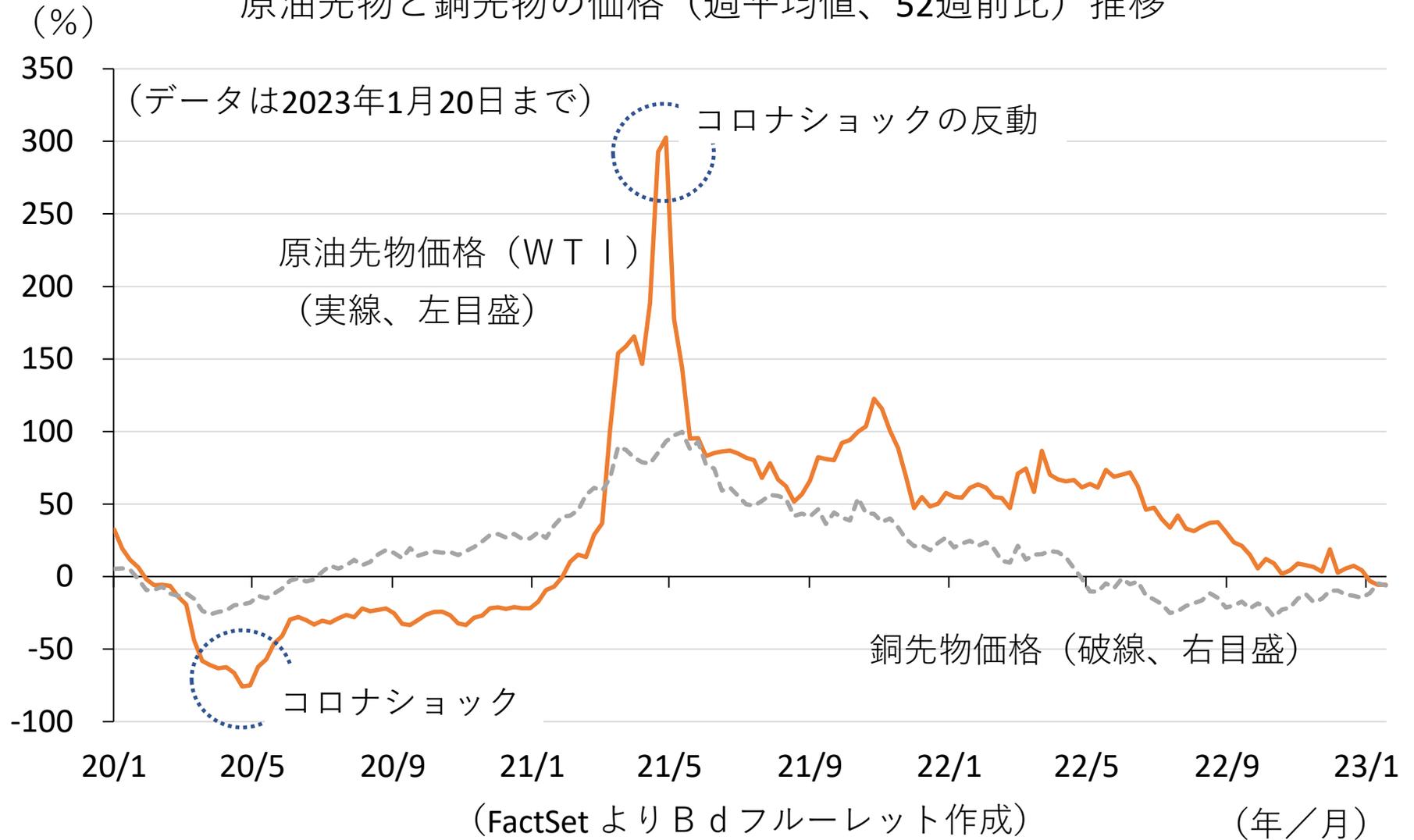
（ドル／バレル）

（ドル／ポンド）



国際商品市況の前年比は既にマイナス

原油先物と銅先物の価格（週平均値、52週前比）推移



北米でのエネルギー増産は進んできたが一休みか

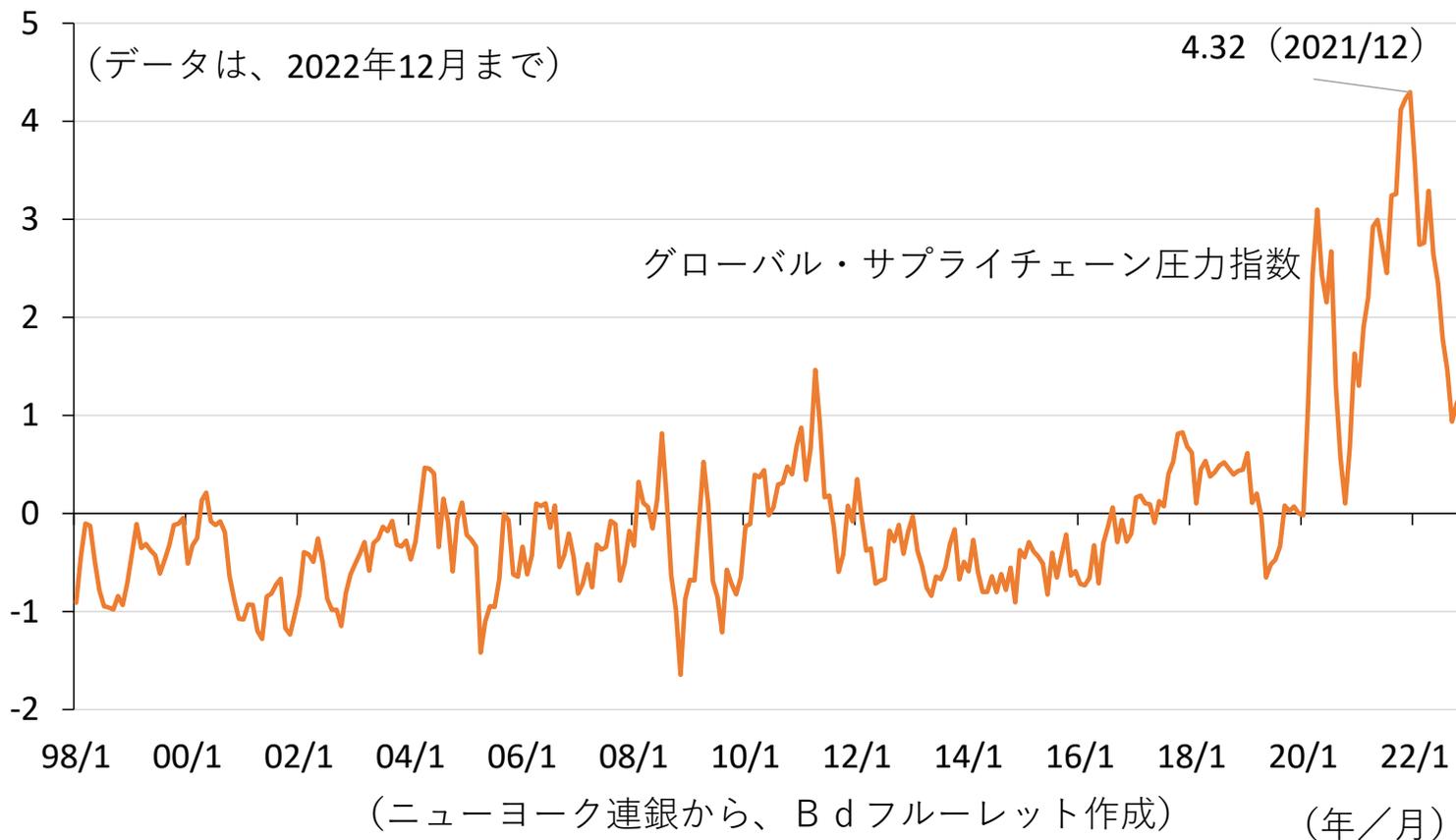
原油先物価格と北米稼働リグ数の推移



(Baker Hughes および FactSet より B d フルーレット作成) (年/月)

世界的な供給の混乱はまだ高水準も、緩和気味

グローバル・サプライチェーン圧力指数の推移



ブーケ・ド・フルーレット

グローバル・サプライチェーン圧力指数(Global Supply Chain Pressure Index)は、ニューヨーク地区連銀が算出している、供給への圧迫度合いを推し量るデータ。データは、海運及び空運の運賃データと、7か国・地域(米国、日本、英国、ユーロ圏、韓国、中国、台湾)の出荷遅延や受注残、在庫水準などを推察するデータを、組み合わせて総合的な数値を得る。その後、その総合的な数値の長期平均を計算し、さらに毎月その長期平均値から標準偏差の何倍乖離しているかを、最終的な指数として公表している。

求人数は極めて高水準だが、頭打ちの気配も

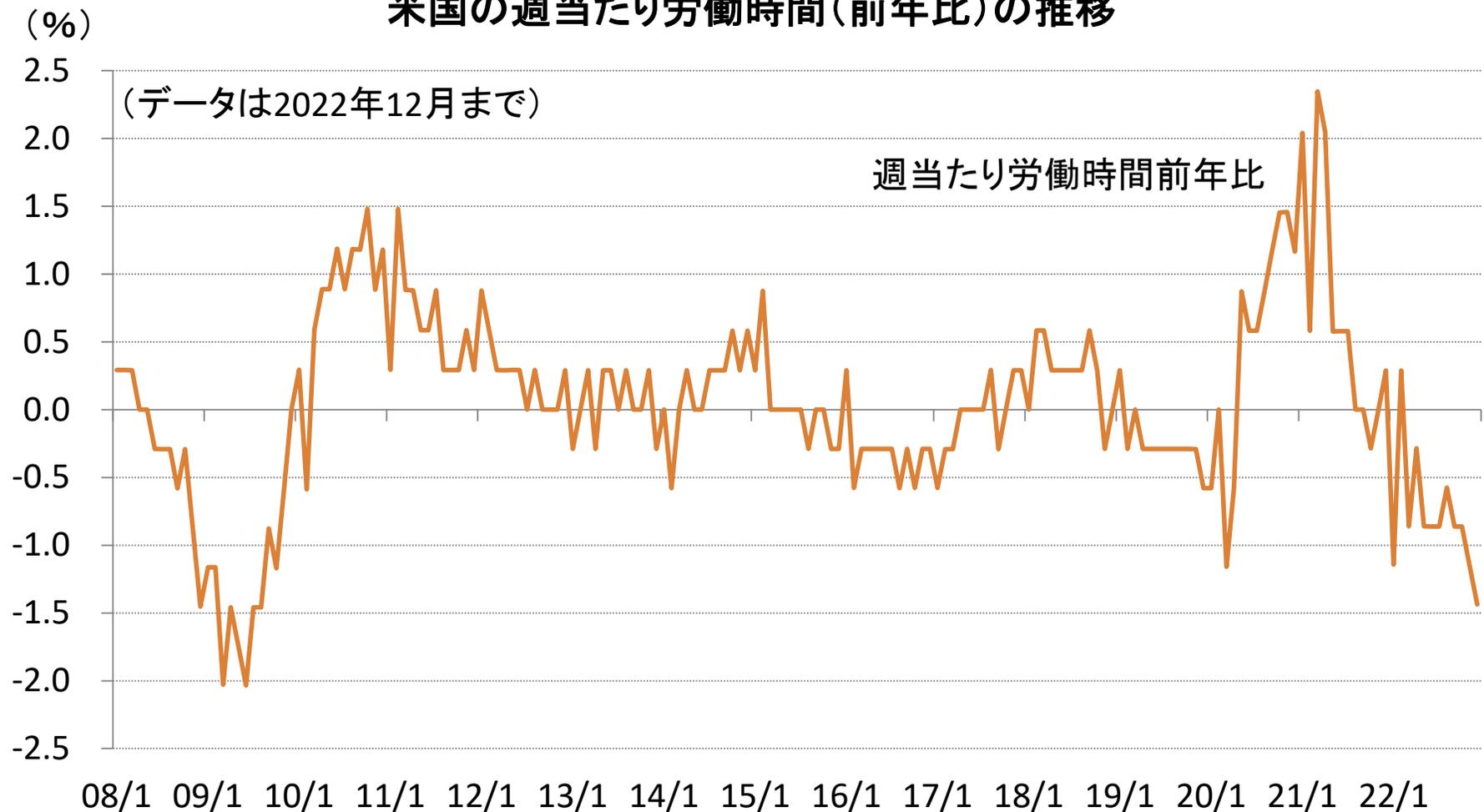
米国求人数の動向



B d フルーレット作成)

足元の労働時間の減少が、雇用需給緩和を示唆？

米国の週当たり労働時間(前年比)の推移



(United States Department of Labor, Bureau of Labor Statistics より (年/月)

Bdフルーレット作成)

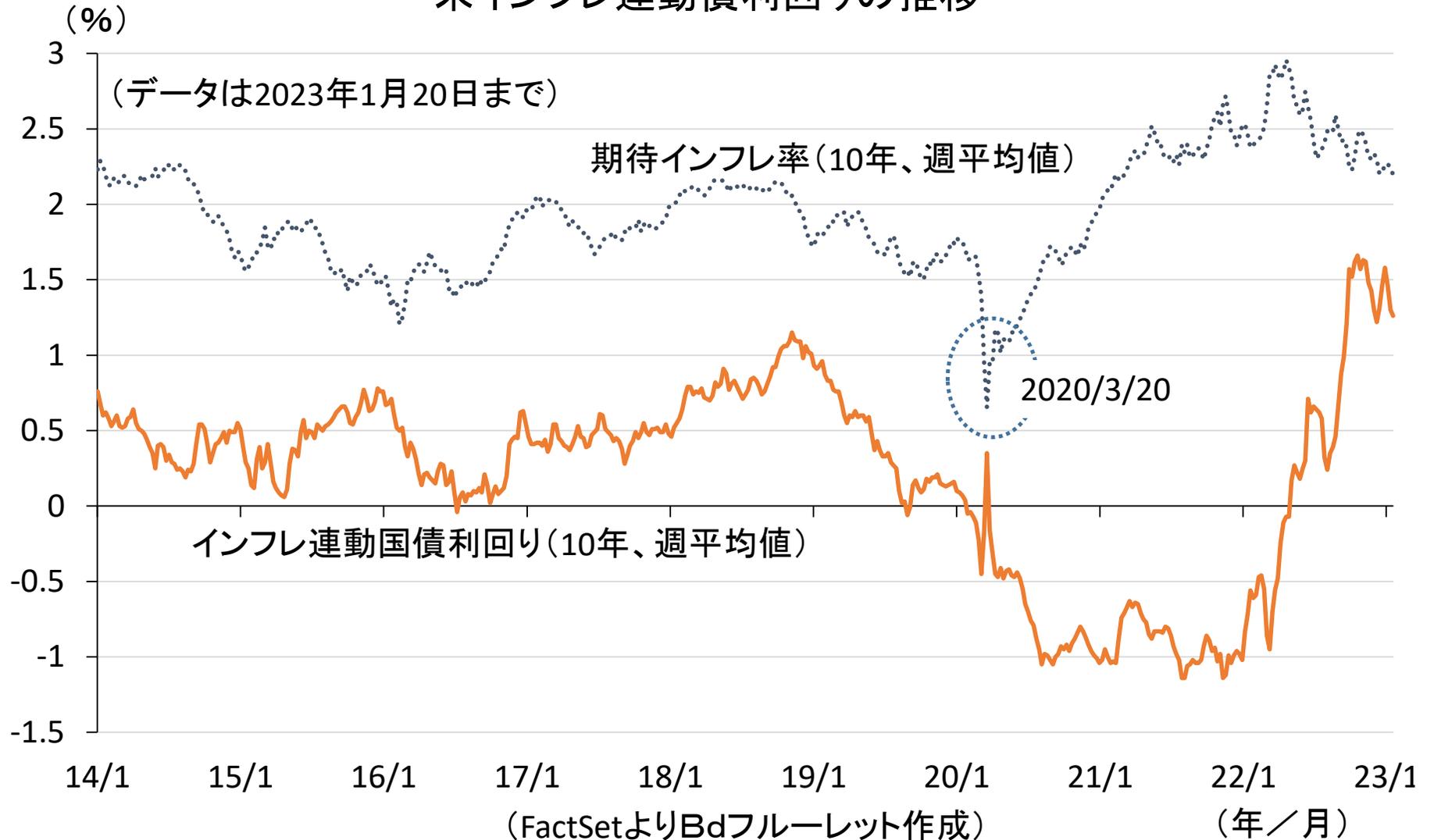
米10年国債利回りは頭打ち

米10年国債利回りの推移



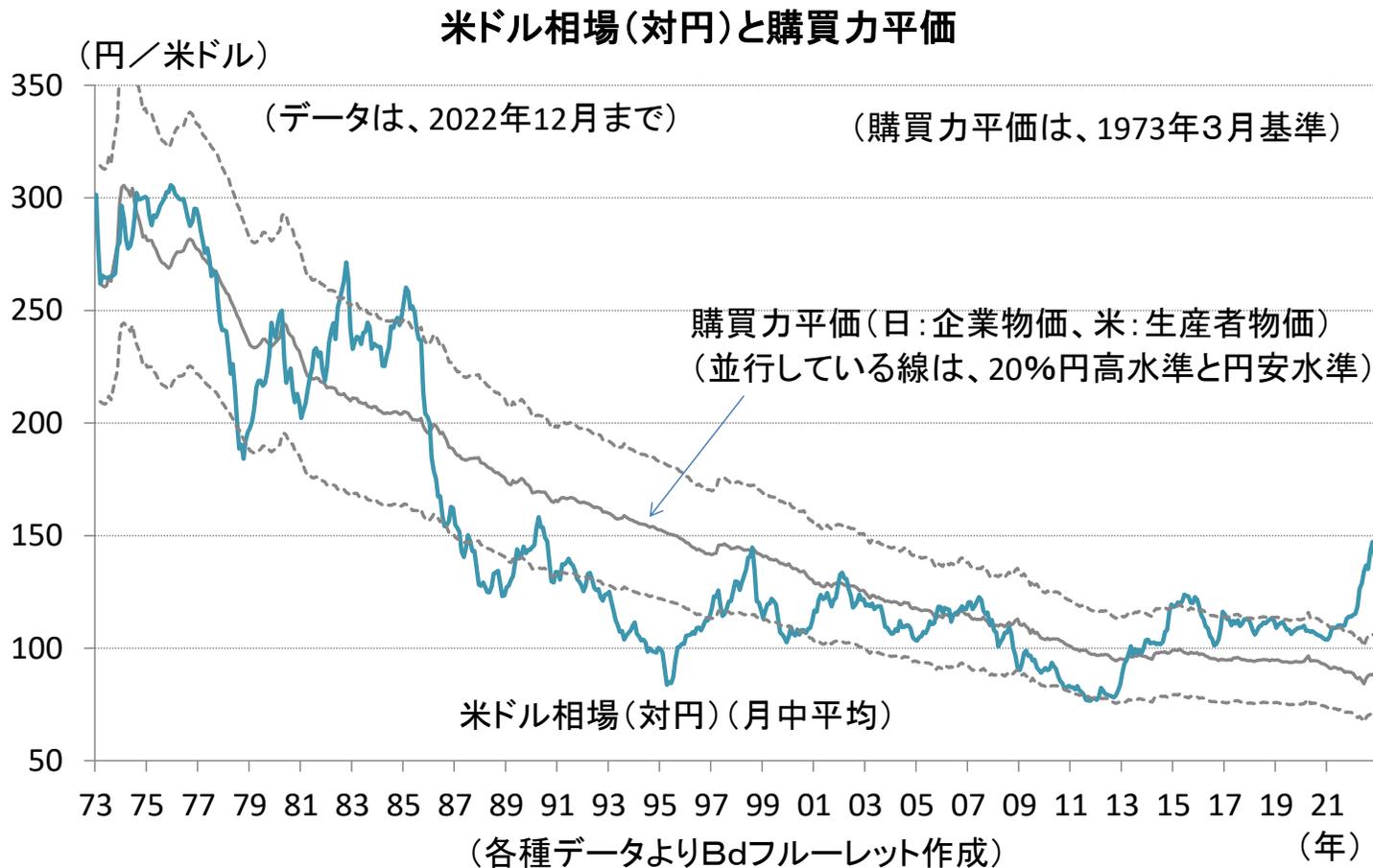
米長期債市場は、インフレ鎮静化に舵を切っている

米インフレ連動債利回りの推移



当初の米ドル安・円高は、行き過ぎの修正
今後は米景気悪化に沿った米ドル安・円高へ

購買力平価からみると、米ドル円の上値は重い？



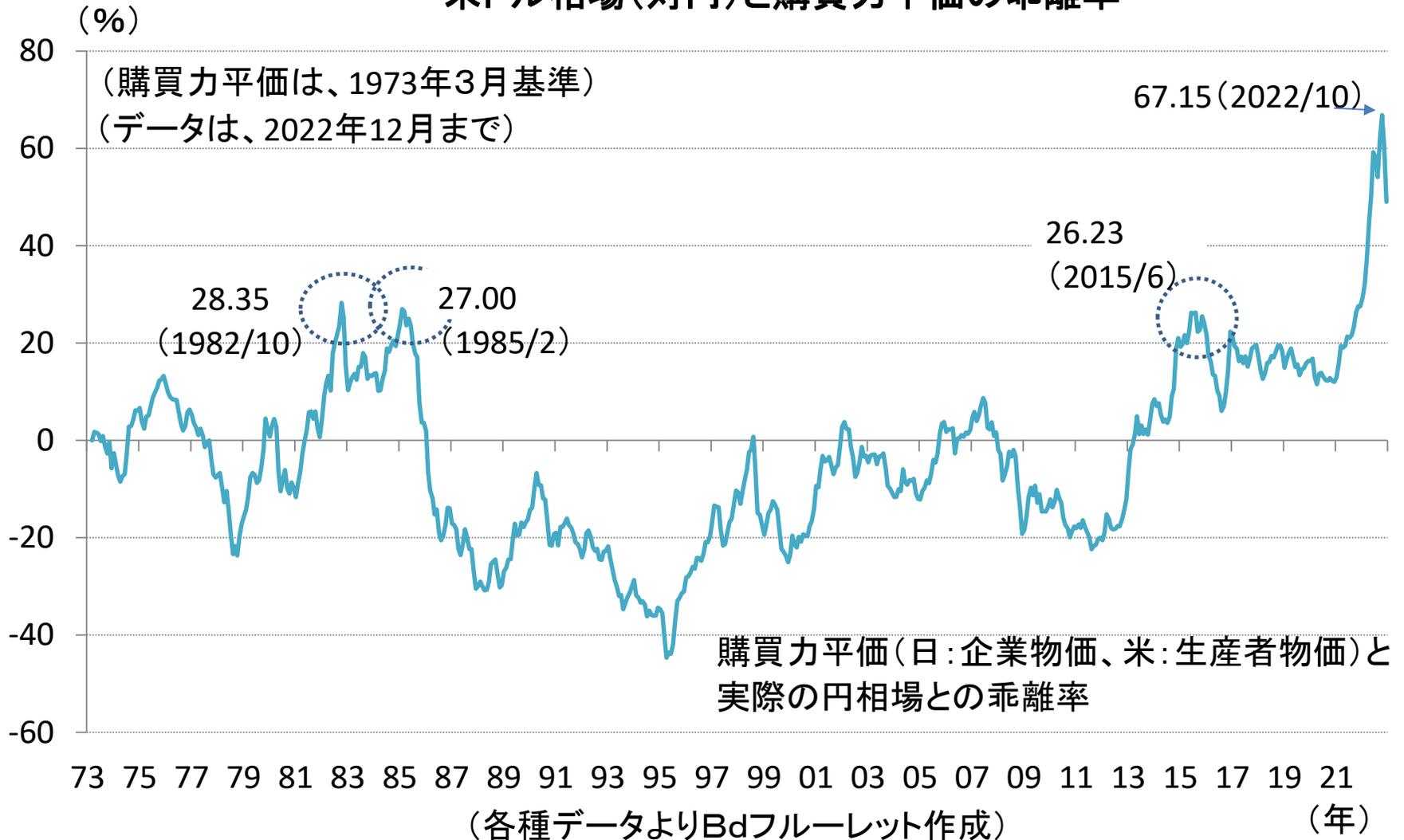
- 2カ国の物価水準から、妥当な通貨相場を算出したものが購買力平価だ。これと実際の為替相場(米ドル対円)を比較すると、長期的には円相場は、購買力平価±20%の間で、概ね動いてきたことがわかる。
- 2022年12月時点では、購買力平価は90.50円、その20%円高水準は72.40円だ。購買力平価の20%円安水準は108.60円。
- 購買力平価が長期円高傾向なのは、相対的に日本の物価上昇率が低迷していることによる。ただしごく直近は上昇している。



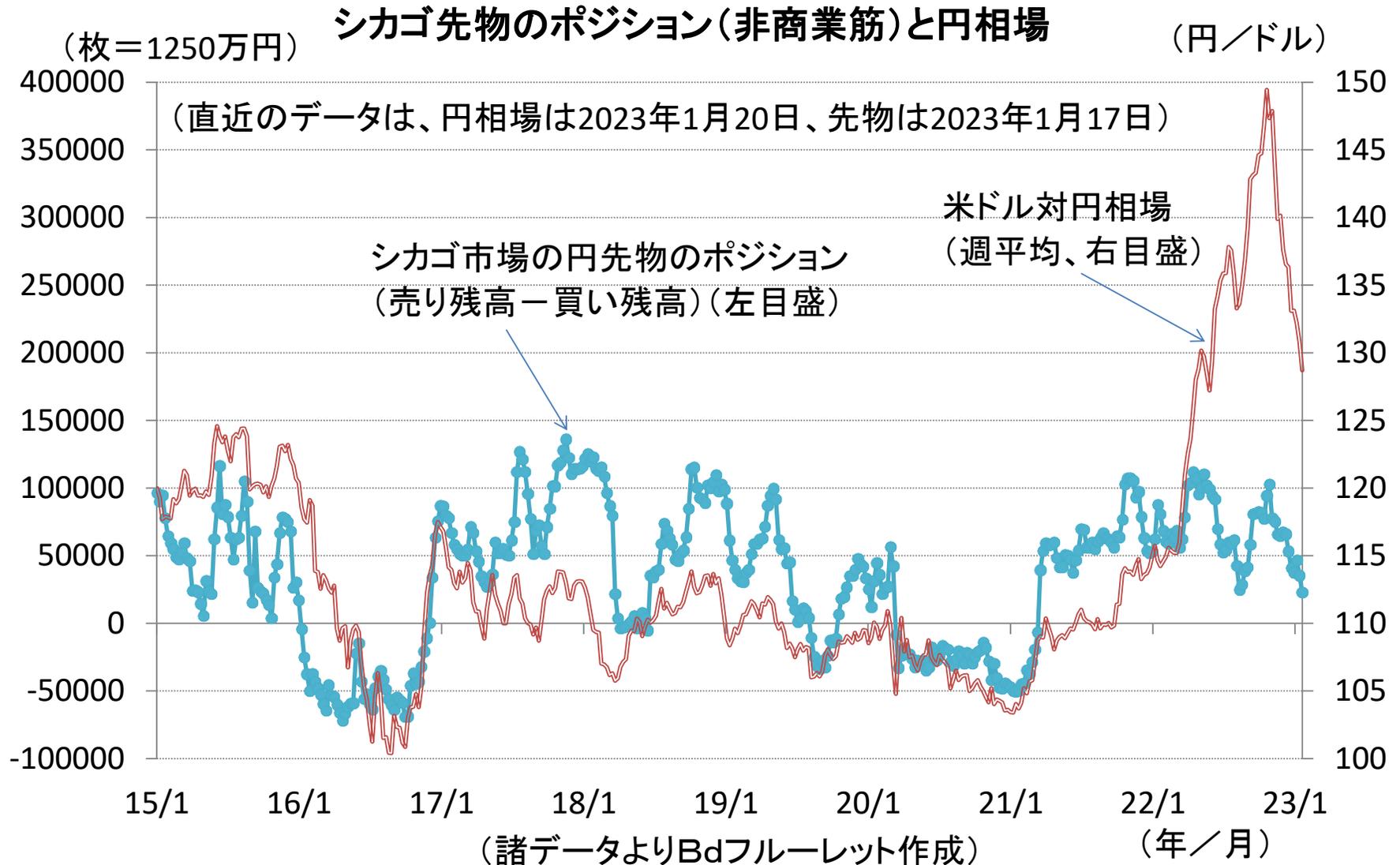
上図では、日本の企業物価指数(旧「卸売物価指数」と米国の生産者物価指数を用い、変動相場制に移行した1973年2月14日の直後の1973年3月を基準としている。

購買力平価との乖離率は何を意味するか

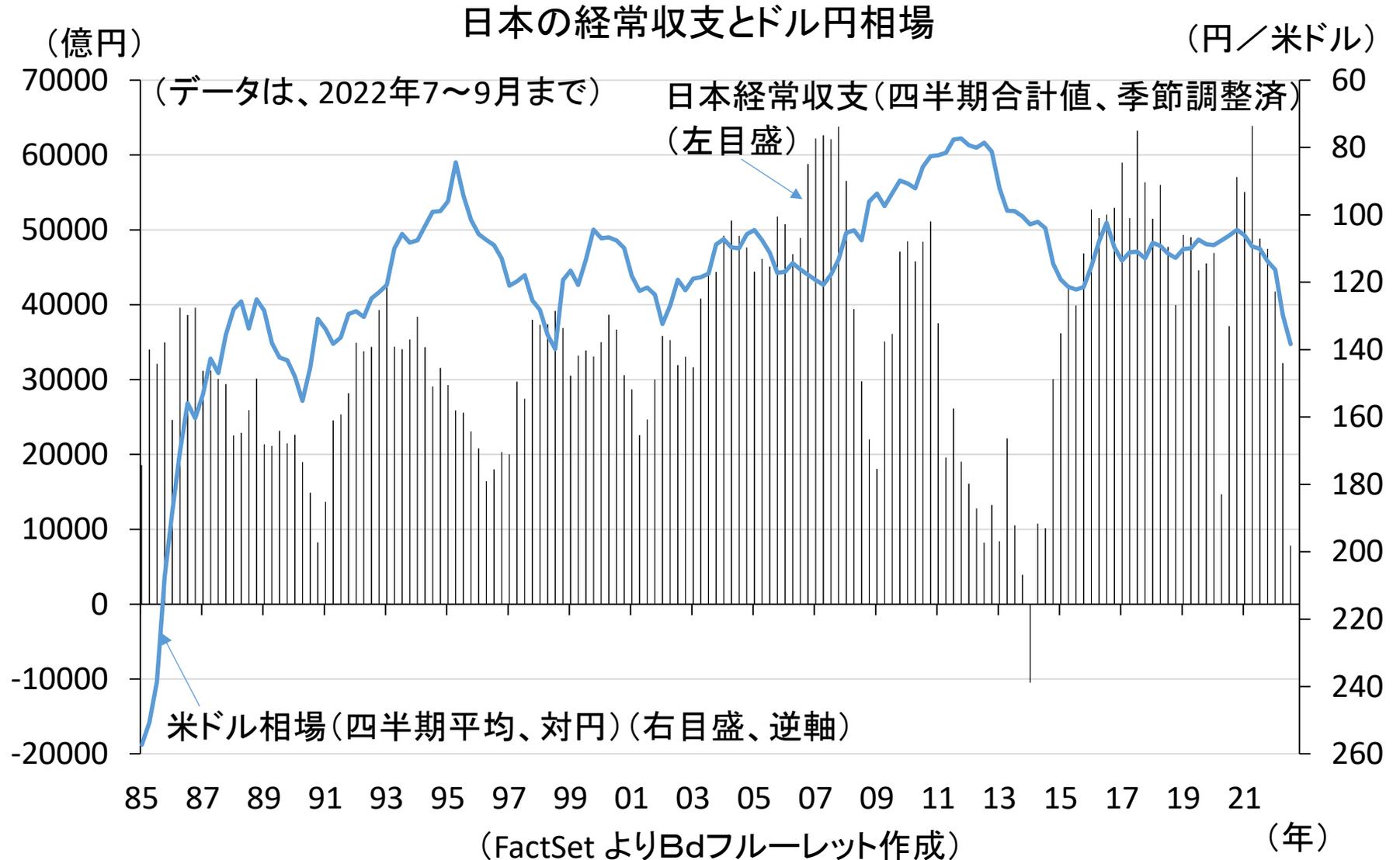
米ドル相場(対円)と購買力平価の乖離率



先物の動向から乖離した円安が進行した



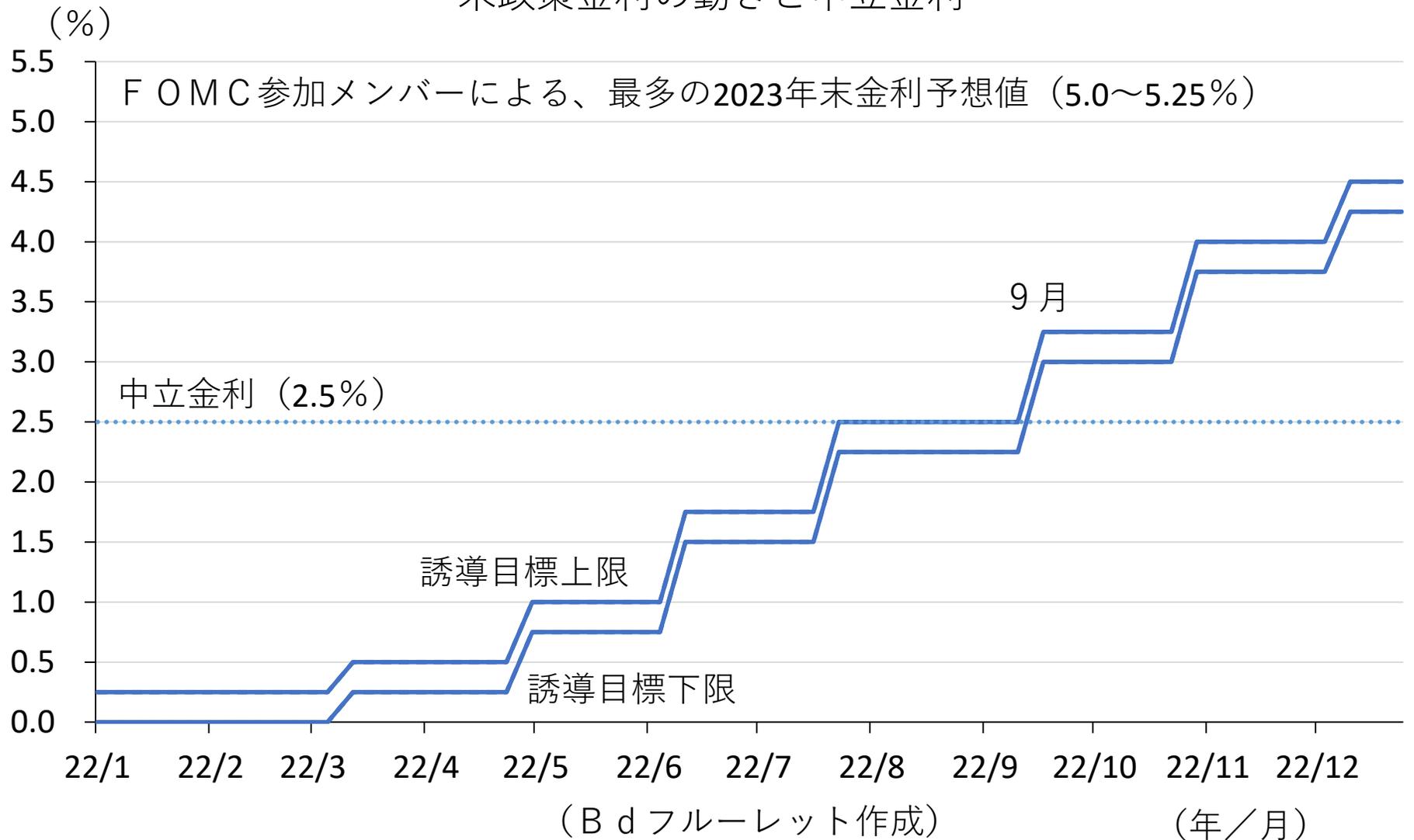
日本の経常収支が最近縮小



2023年前半は、米景気悪化が世界市場を支配

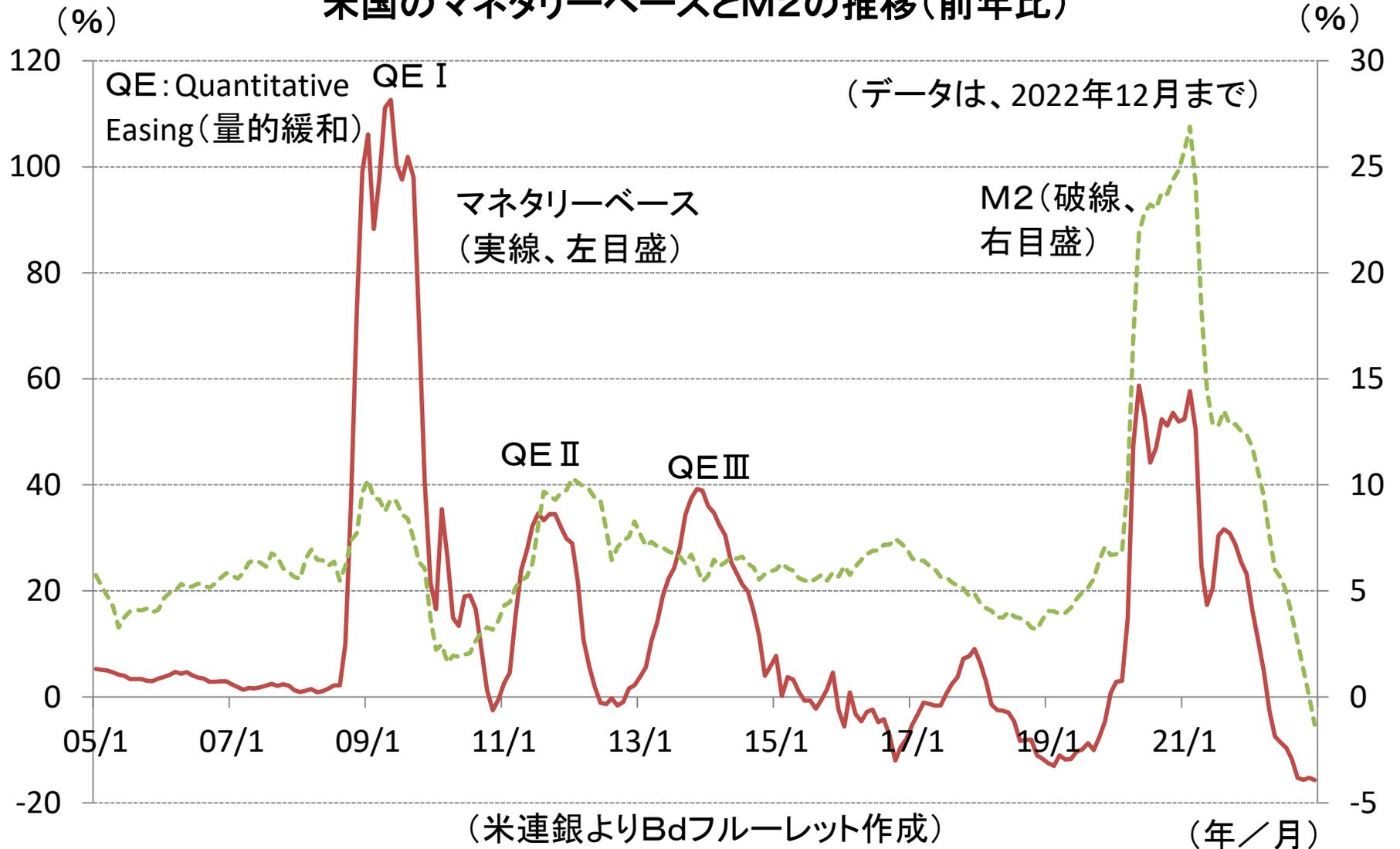
2022年の米政策金利と中立金利

米政策金利の動きと中立金利



足元ではようやく「量的引き締め」の効果が表れた

米国のマネタリーベースとM2の推移(前年比)



日本は本当に量的緩和継続中なのか？

日本のマネタリーベースとM2の推移(前年比)

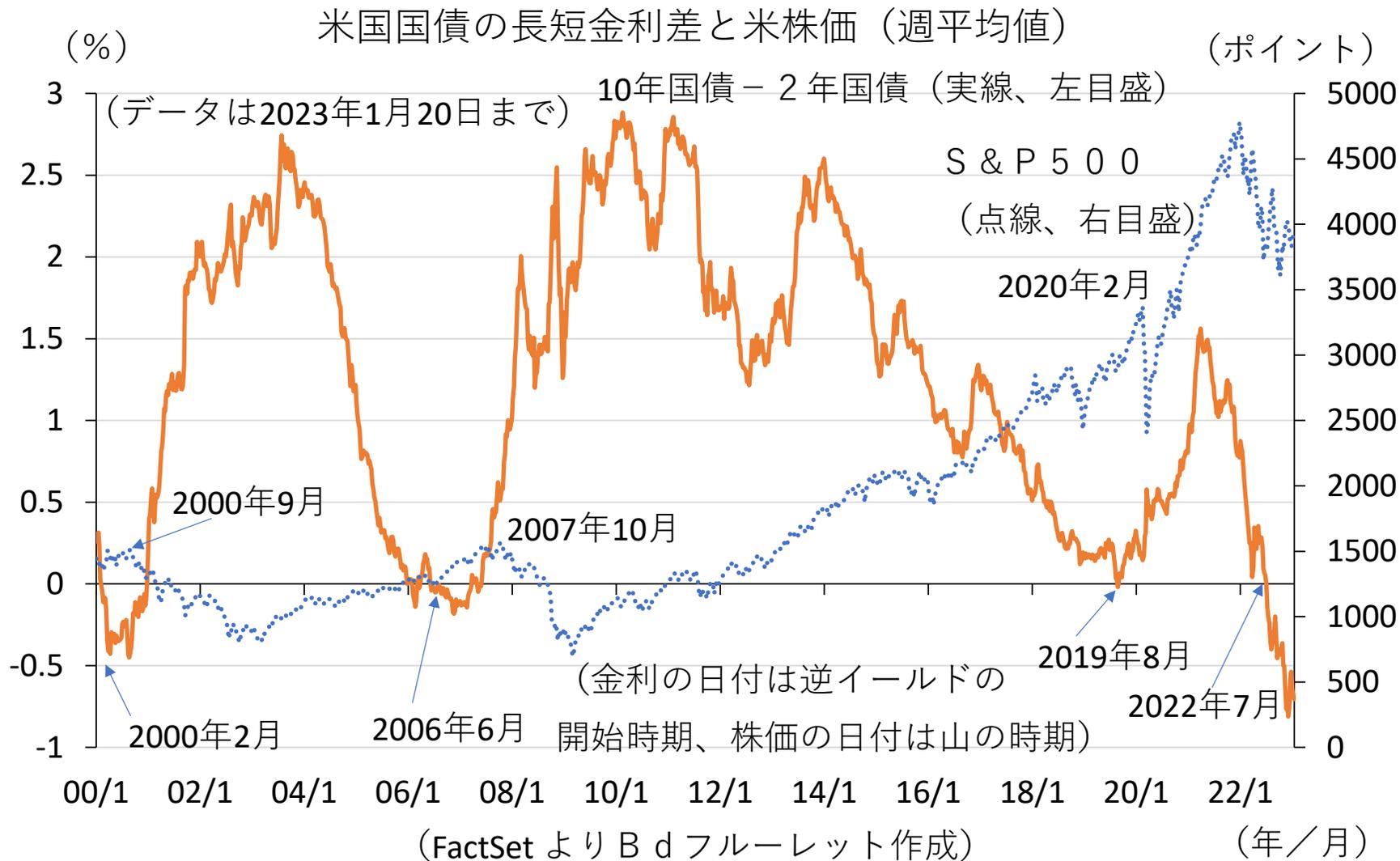


長短金利差逆転は、概ね1年後の景気後退を示唆

米国国債の長短金利差（週平均値）



長短金利差の逆転は、その後の株価下落を示唆



景気悪化と株価下落は、2023年のどこから

逆イールドの開始時期と、景気や株価の山の時期

逆イールド	景気の山	差	株価の山	差
2000年2月	2001年3月	1年1か月	2000年9月	7か月
2006年6月	2007年12月	1年6か月	2007年10月	1年4か月
2019年8月	2020年2月	6か月	2020年2月	6か月
2022年7月 最短	2023年1月	6か月	2023年1月	6か月
最長	2024年1月	1年6か月	2023年11月	1年4か月

(B d フルーレット作成)

(株価は S & P 5 0 0 指数)

イールドレシオの周期性は、2023年の不振を示唆

(倍) S&P500指数のイールドレシオ(週平均、12か月先予想ベース)



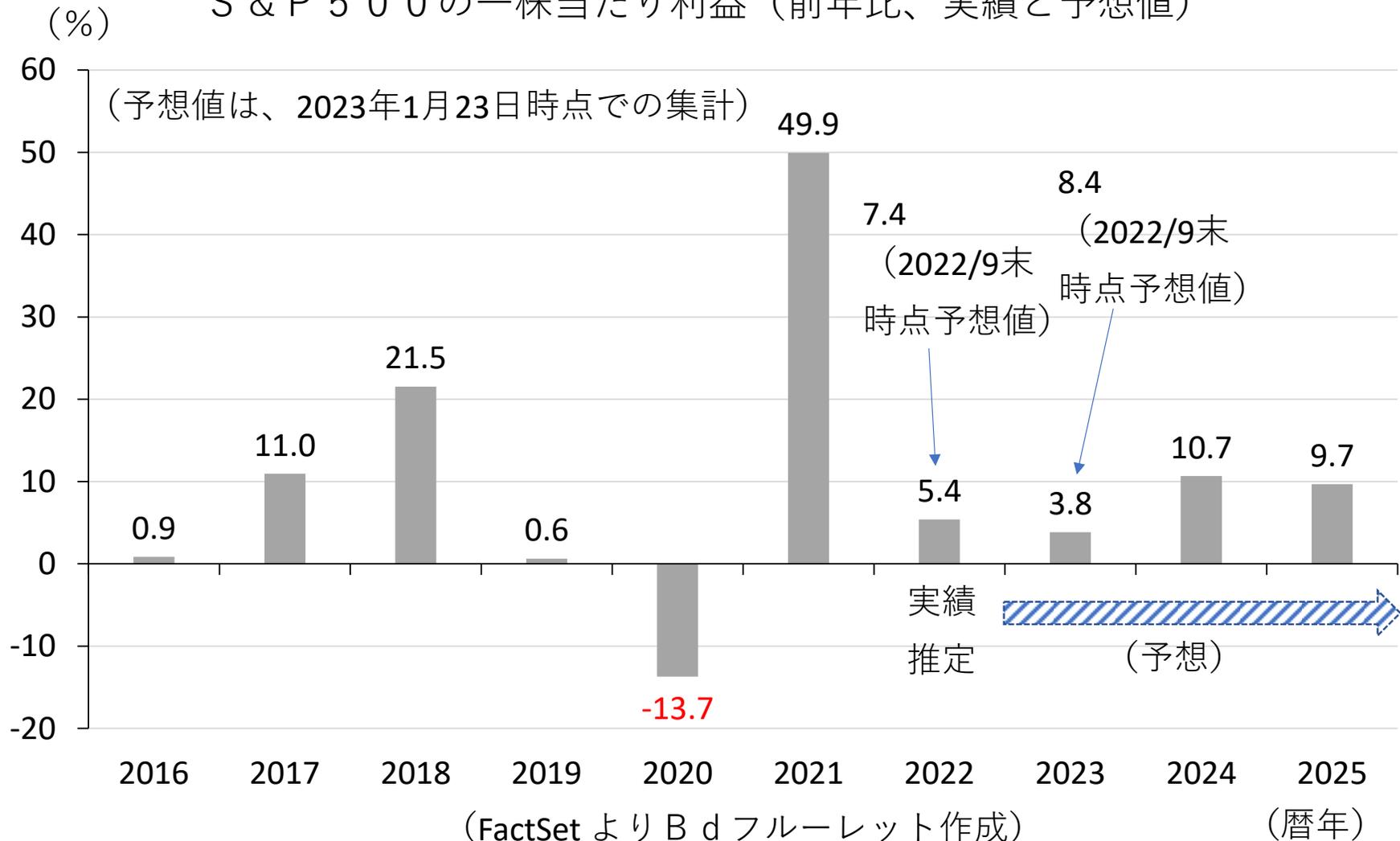
米国株は概ね利益に見合った水準



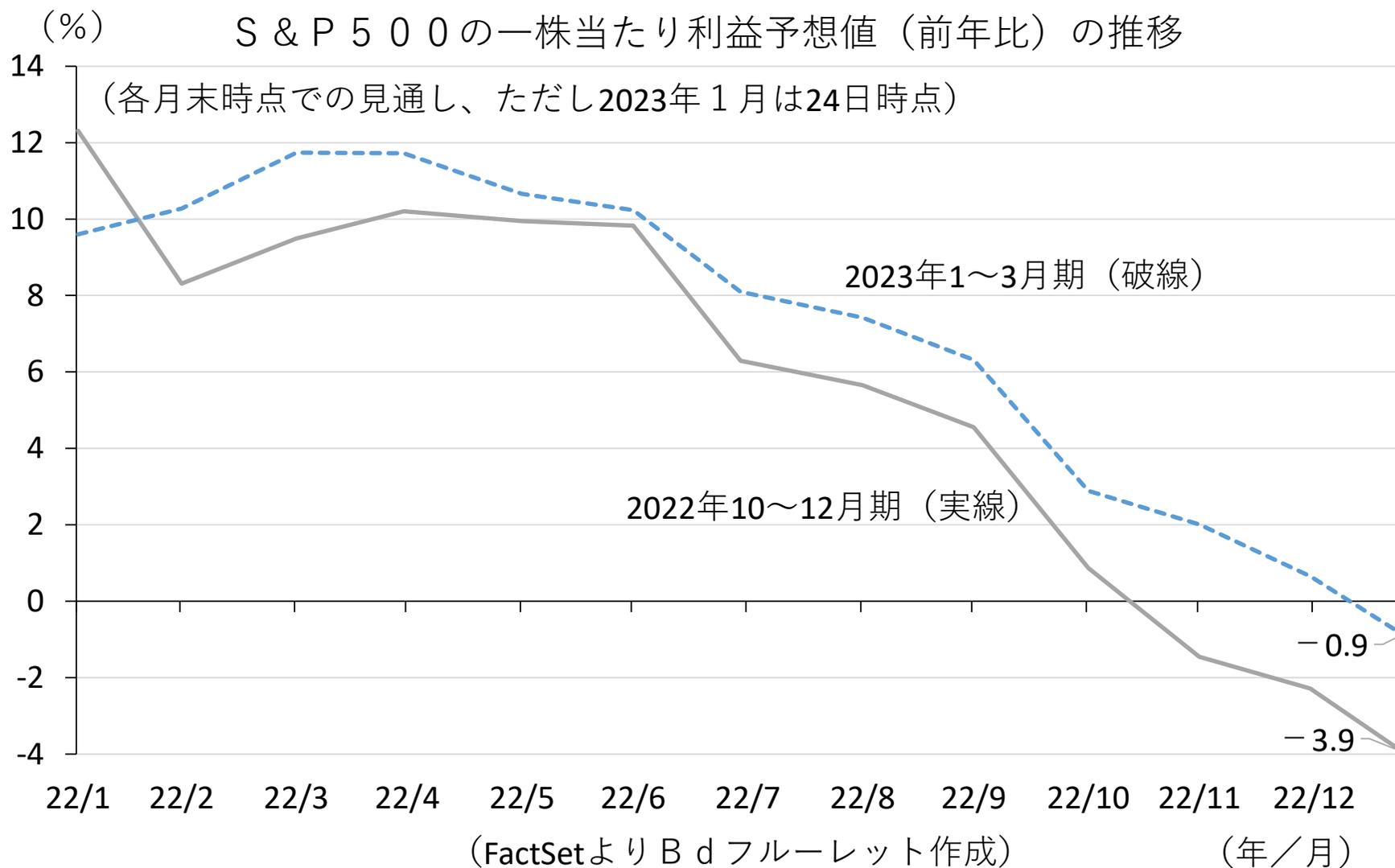
PER (Price-to-Earnings Ratio) = 株価 ÷ 一株当たり利益 = 時価総額 ÷ 利益総額、時価総額 = 株価 × 発行済み株式数
EPS (Earnings Per Share、一株当たり利益)の予想期間は、当該日の翌月初日から12か月間の利益で、1年間の利益予想値を月数で案分して合計する。たとえば、12月本決算企業の場合、1/20(金)時点のEPSは、2023年2月～2024年1月の1年間が対象期間で、2023年12月期の予想利益の11/12と2024年12月期の予想利益の1/12を合算する。

米国ではまだ暦年で増益が予想されているが

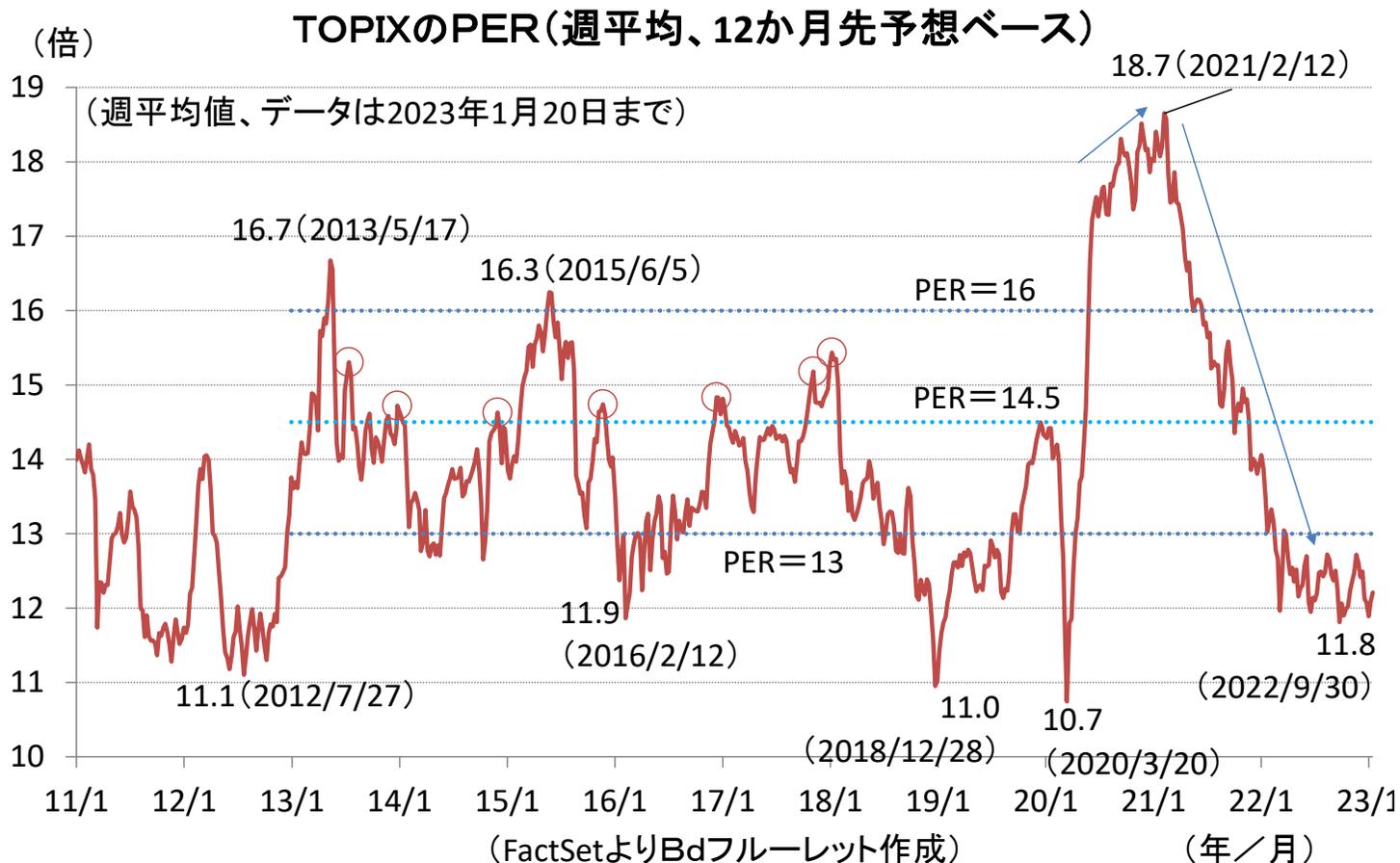
S & P 5 0 0 の一株当たり利益（前年比、実績と予想値）



足元の四半期収益予想値は下方修正続く



最近の日本市場の予想PER

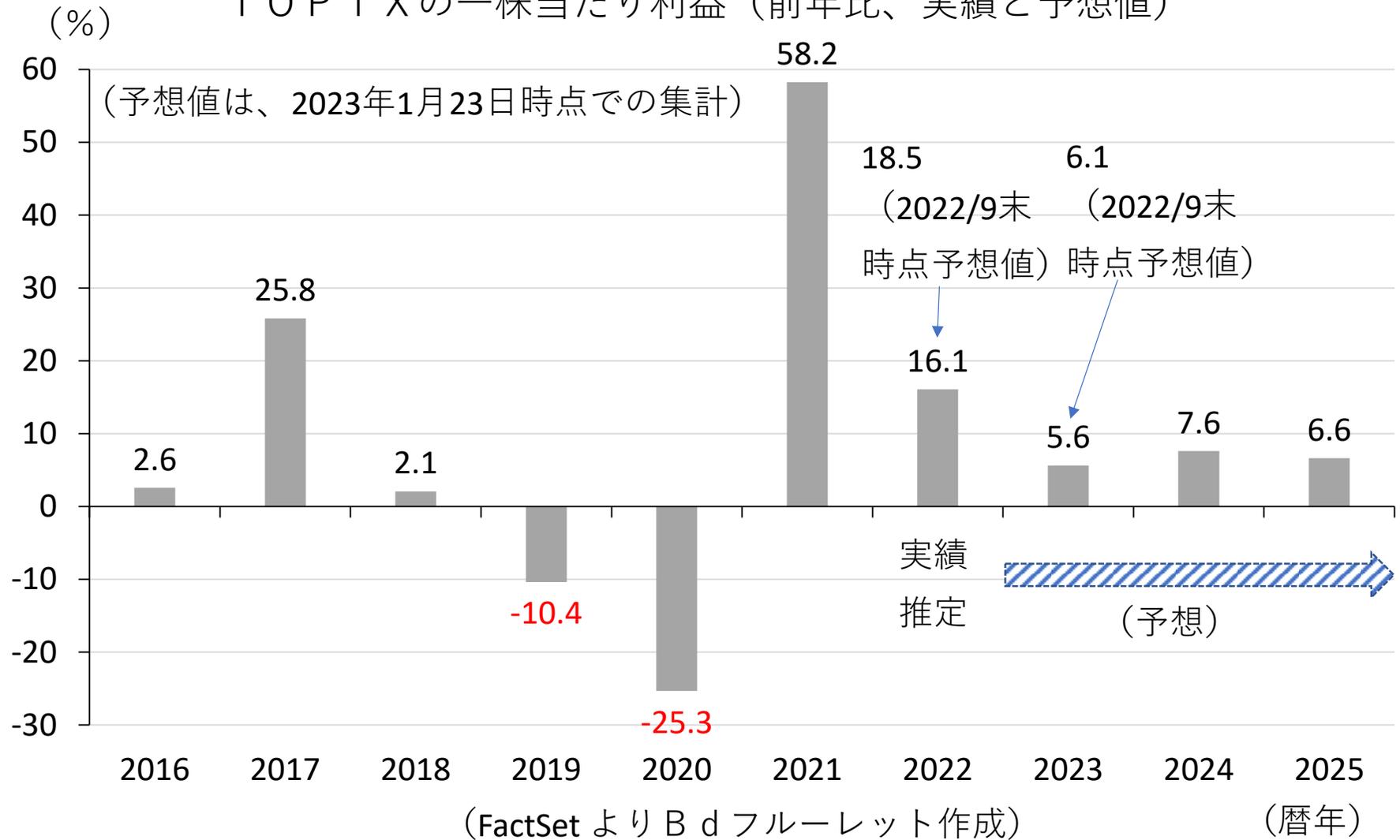


ブーケ・ド・フルーレット

PER (Price-to-Earnings Ratio) = 株価 ÷ 一株当たり利益 = 時価総額 ÷ 利益総額、時価総額 = 株価 × 発行済み株式数
 EPS (Earnings Per Share、一株当たり利益)の予想期間は、当該日の翌月初日から12か月間の利益で、1年間の利益予想値を月数で案分して合計する。1/20(金)時点のEPSは、2023年2月～2024年1月の1年間が対象期間で、たとえば、3月本決算企業の場合、2023年3月期の予想利益値の2/12と2024年3月期の予想利益値の10/12を合計する。

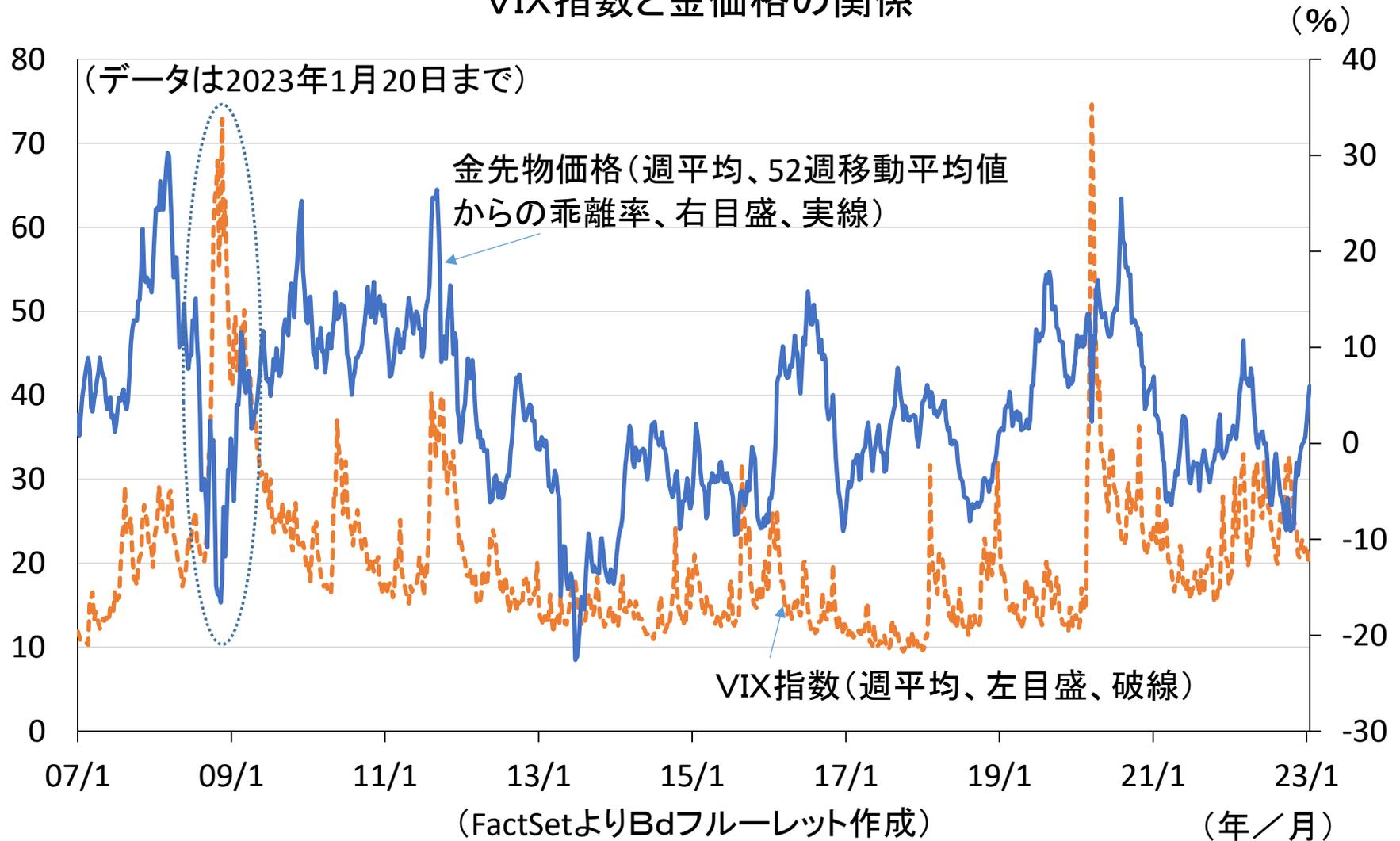
日本でも、増益見通し

TOPIXの一株当たり利益（前年比、実績と予想値）



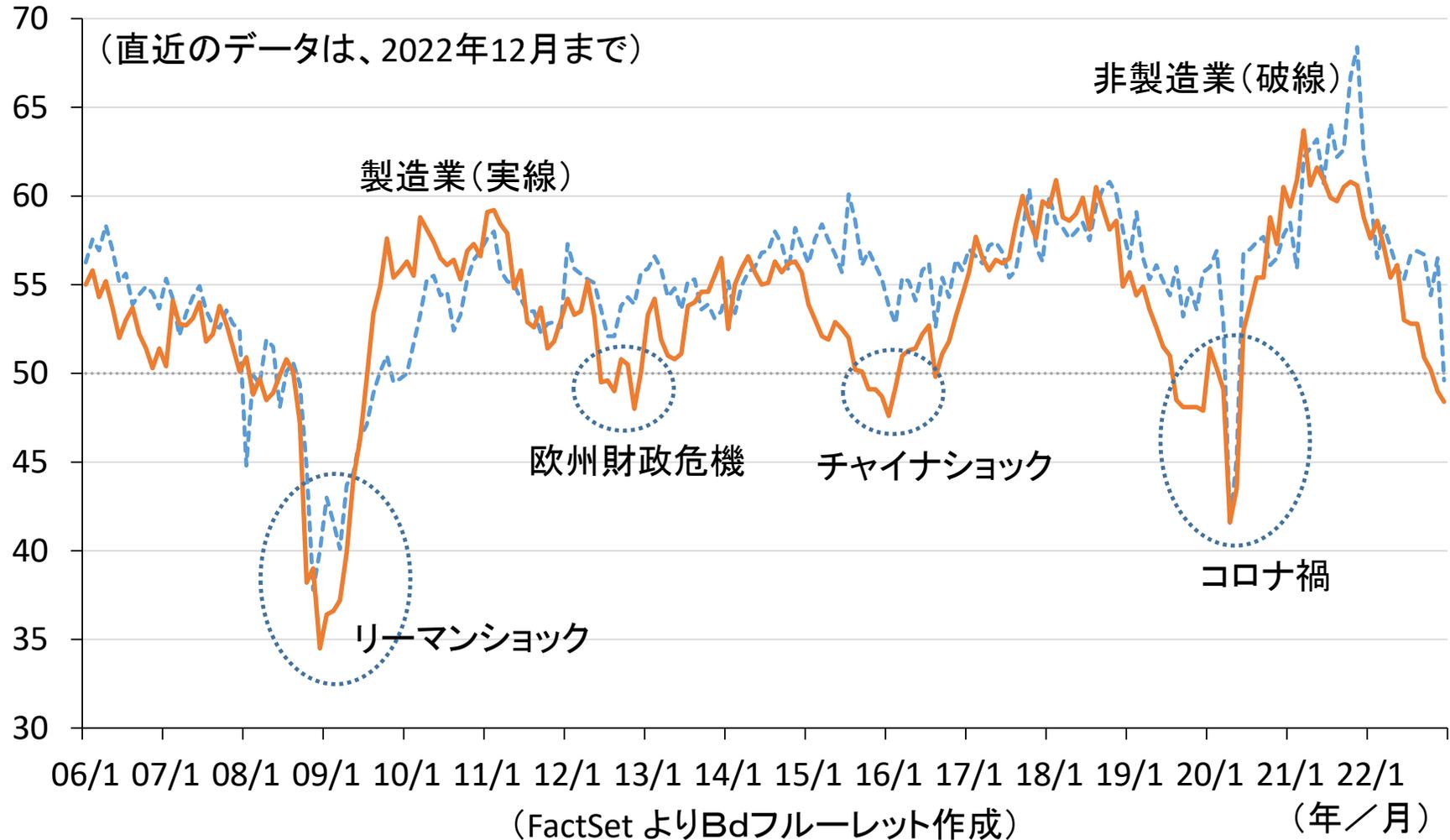
リスクが高まると金が買われる傾向

VIX指数と金価格の関係



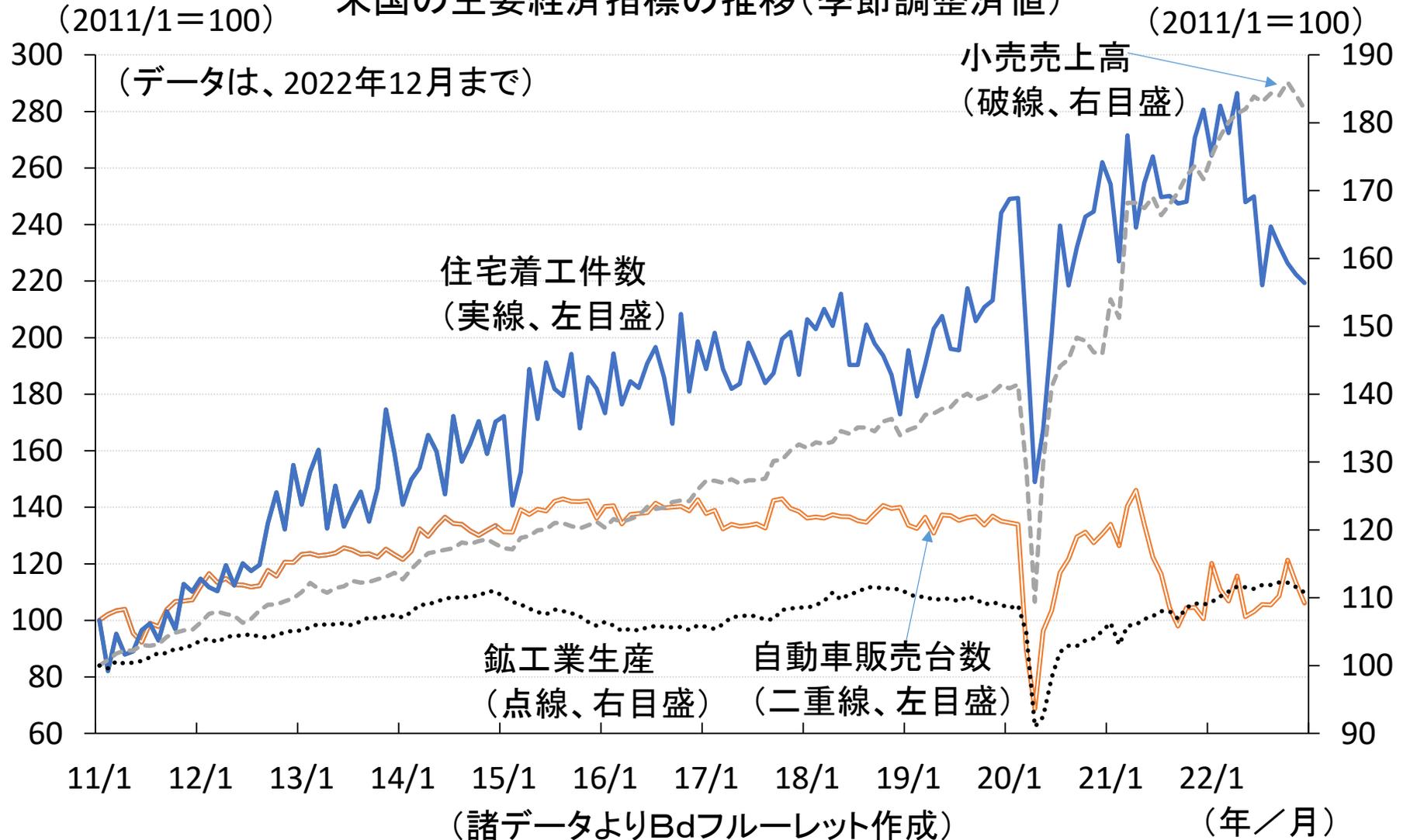
ISM指数は2つとも50を割れた

ISM指数の推移

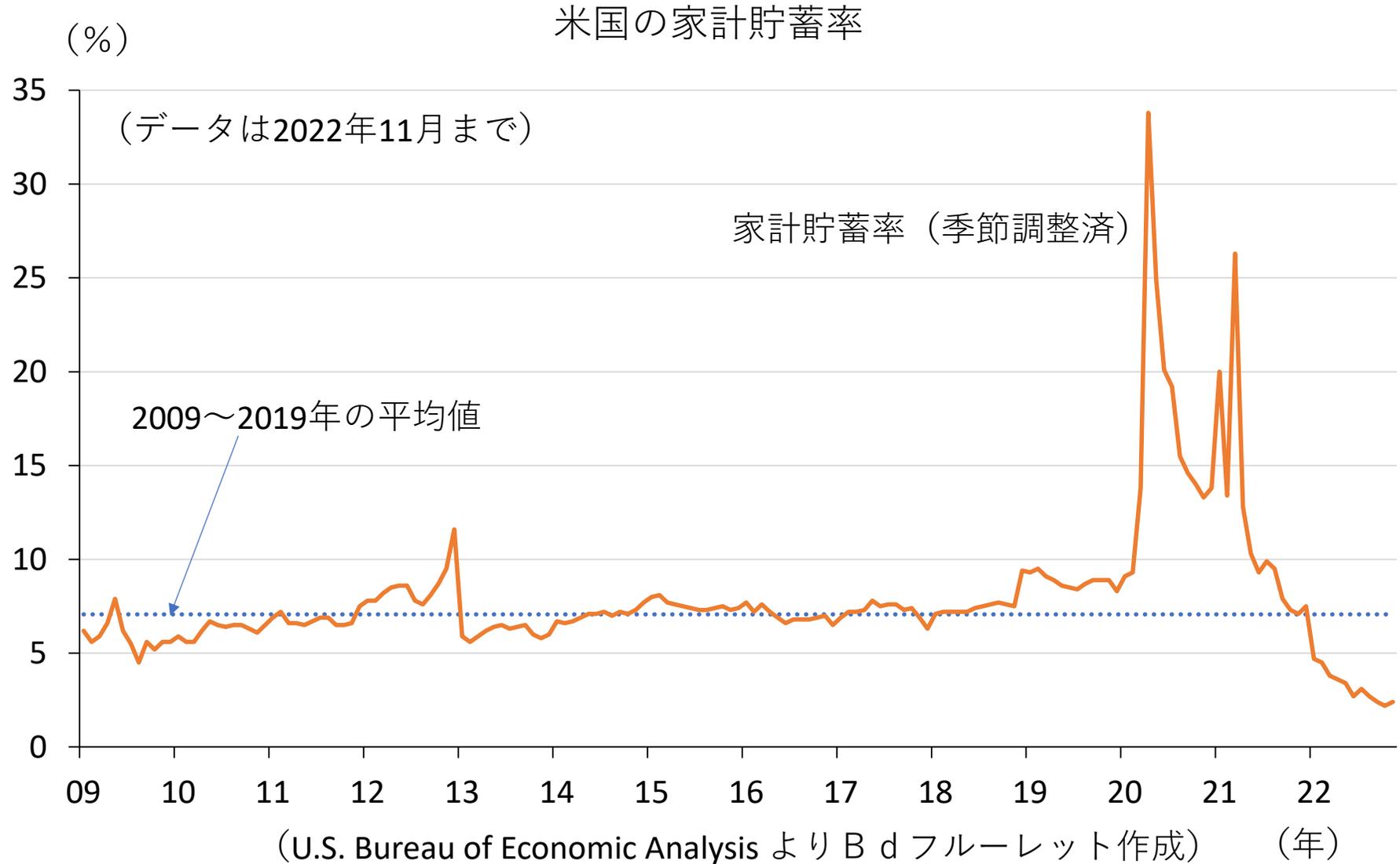


米個人消費は堅調ながら陰りも、住宅は不振

米国の主要経済指標の推移(季節調整済値)

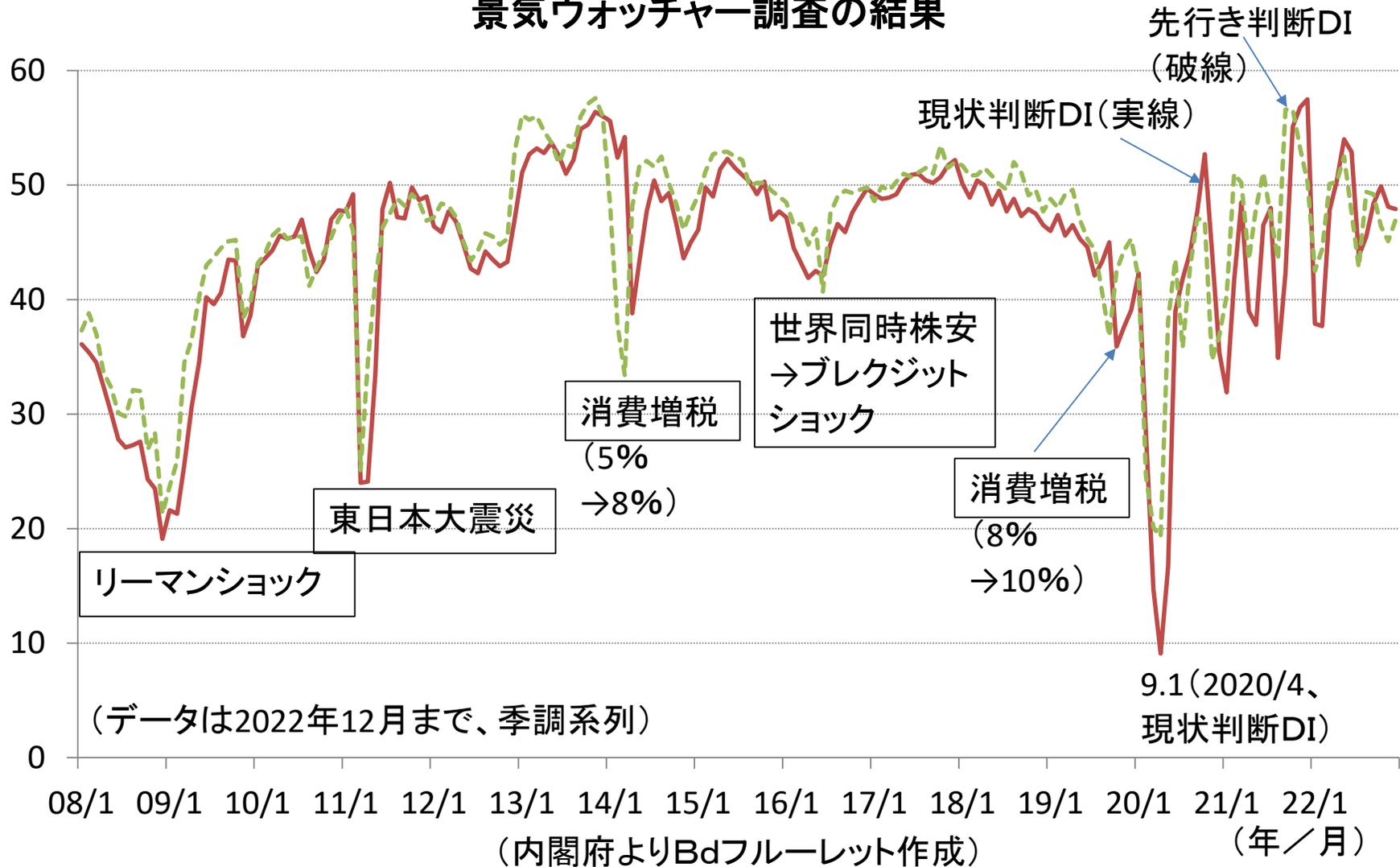


積み上がった貯蓄の取り崩しが、どこまで続くか



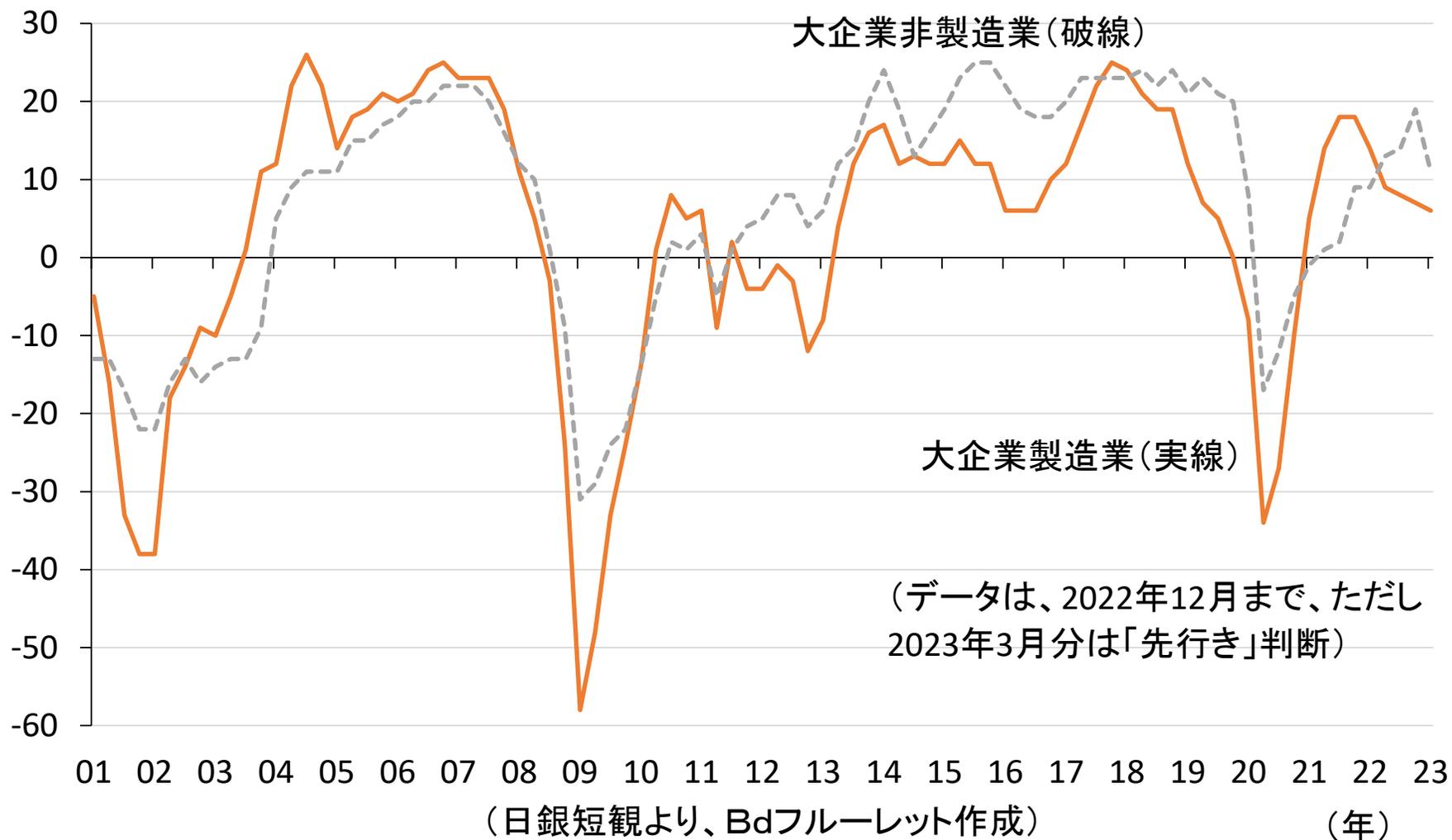
景気ウォッチャー指数は乱高下

景気ウォッチャー調査の結果



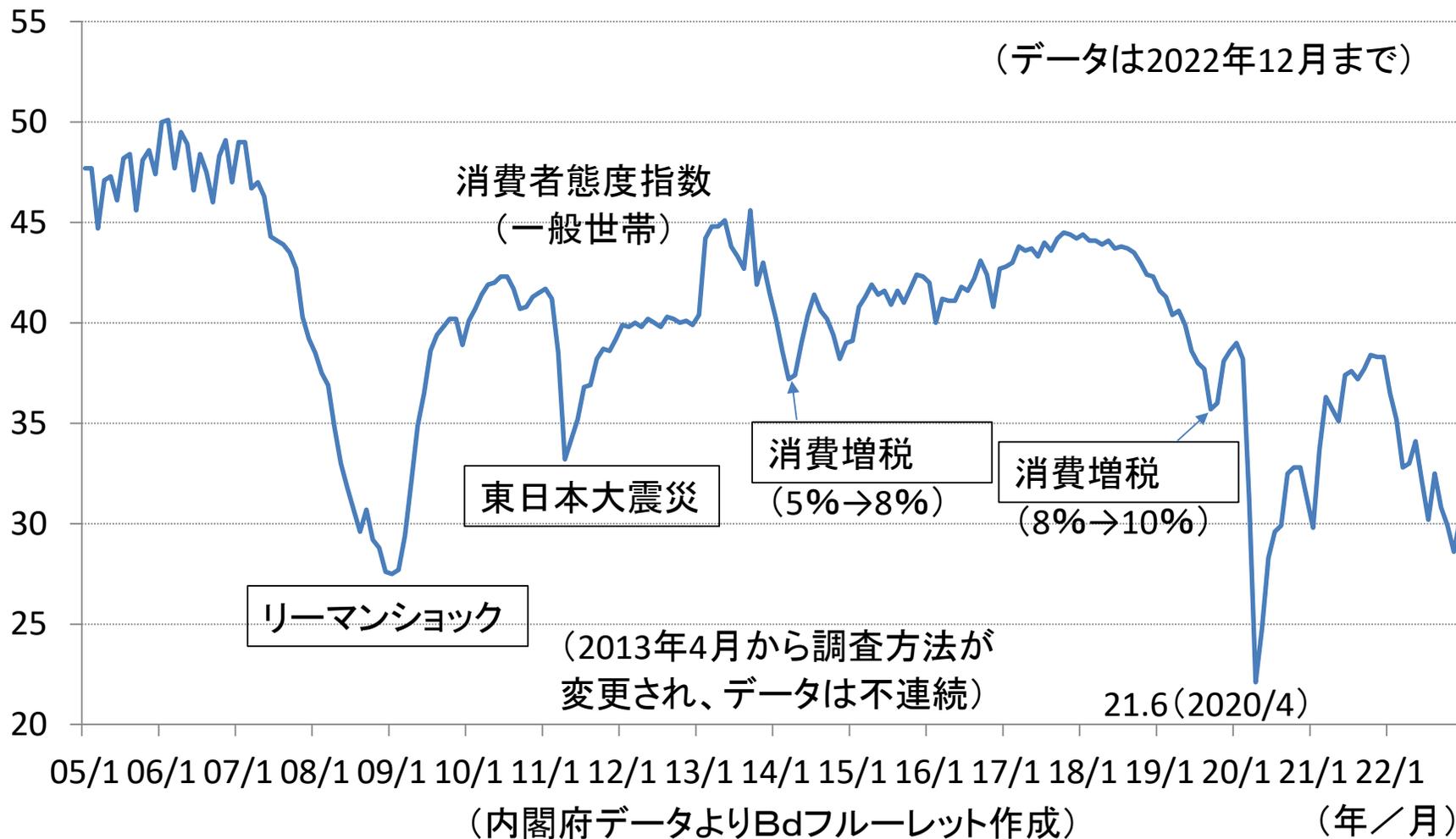
日本企業の景況感は、回復はしたが足踏み

日銀短観業況判断DI(最近)の推移



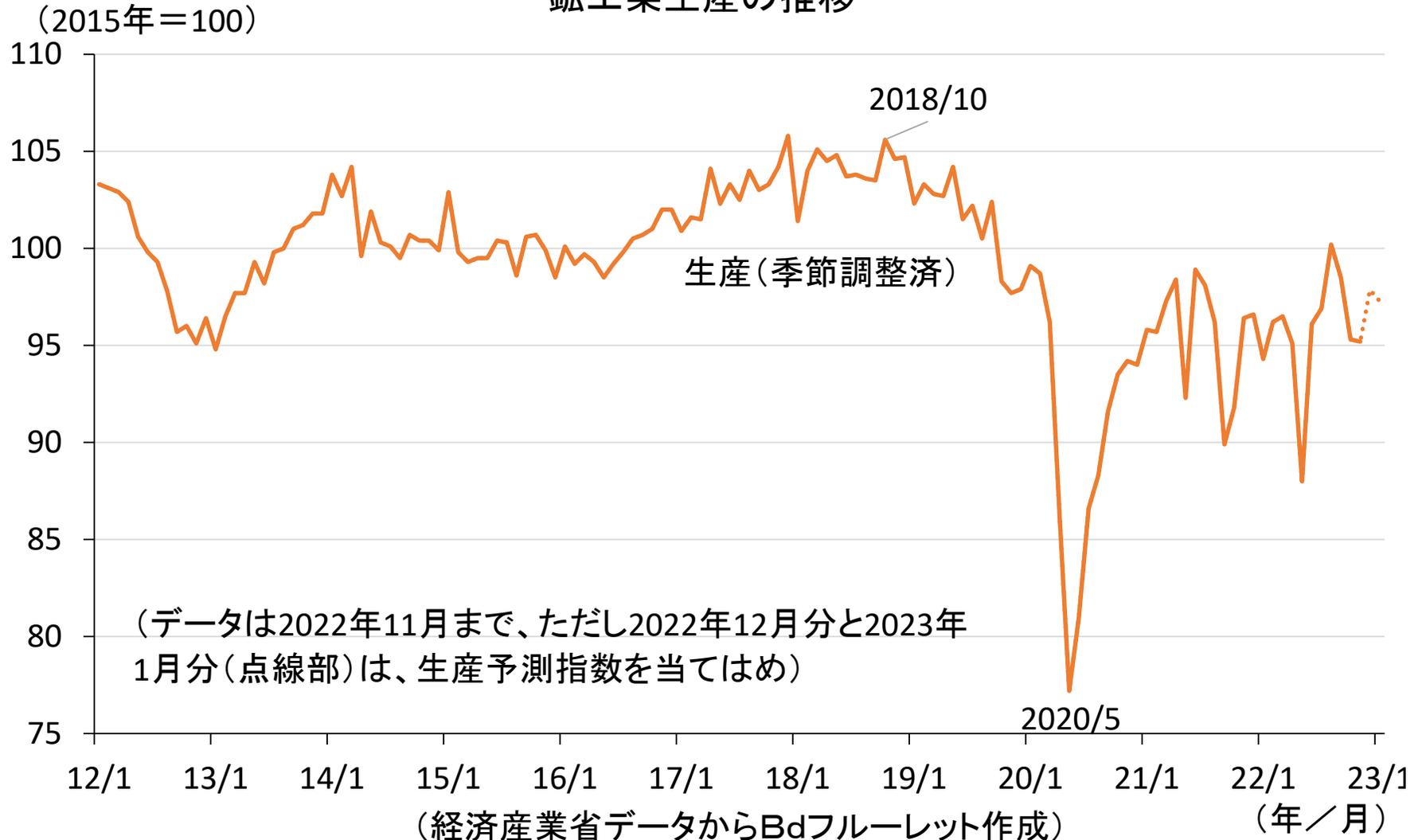
日本の消費者心理は、最近急速に悪化

消費者態度指数の動き

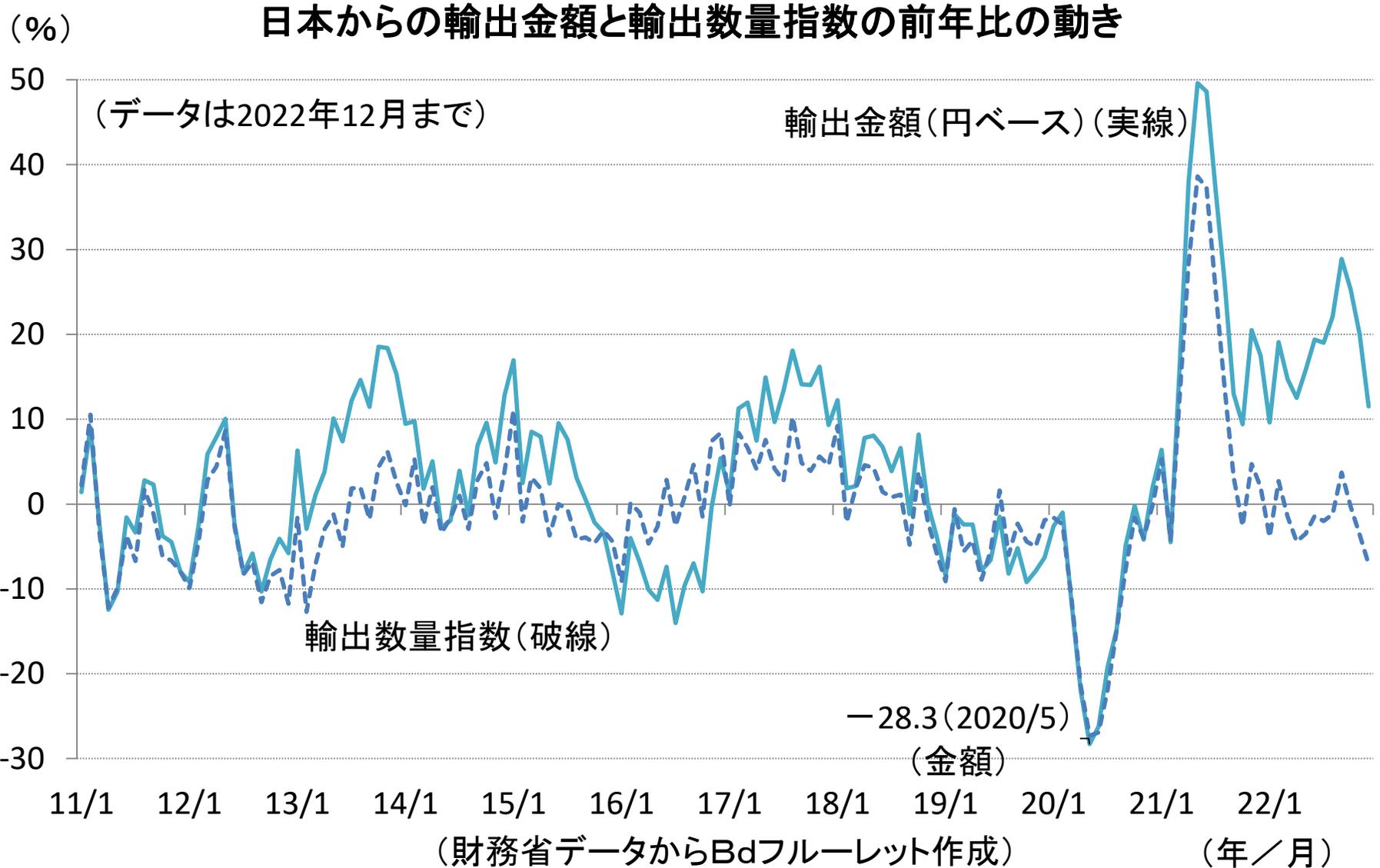


日本の生産水準は、回復の勢いに欠ける

鉱工業生産の推移



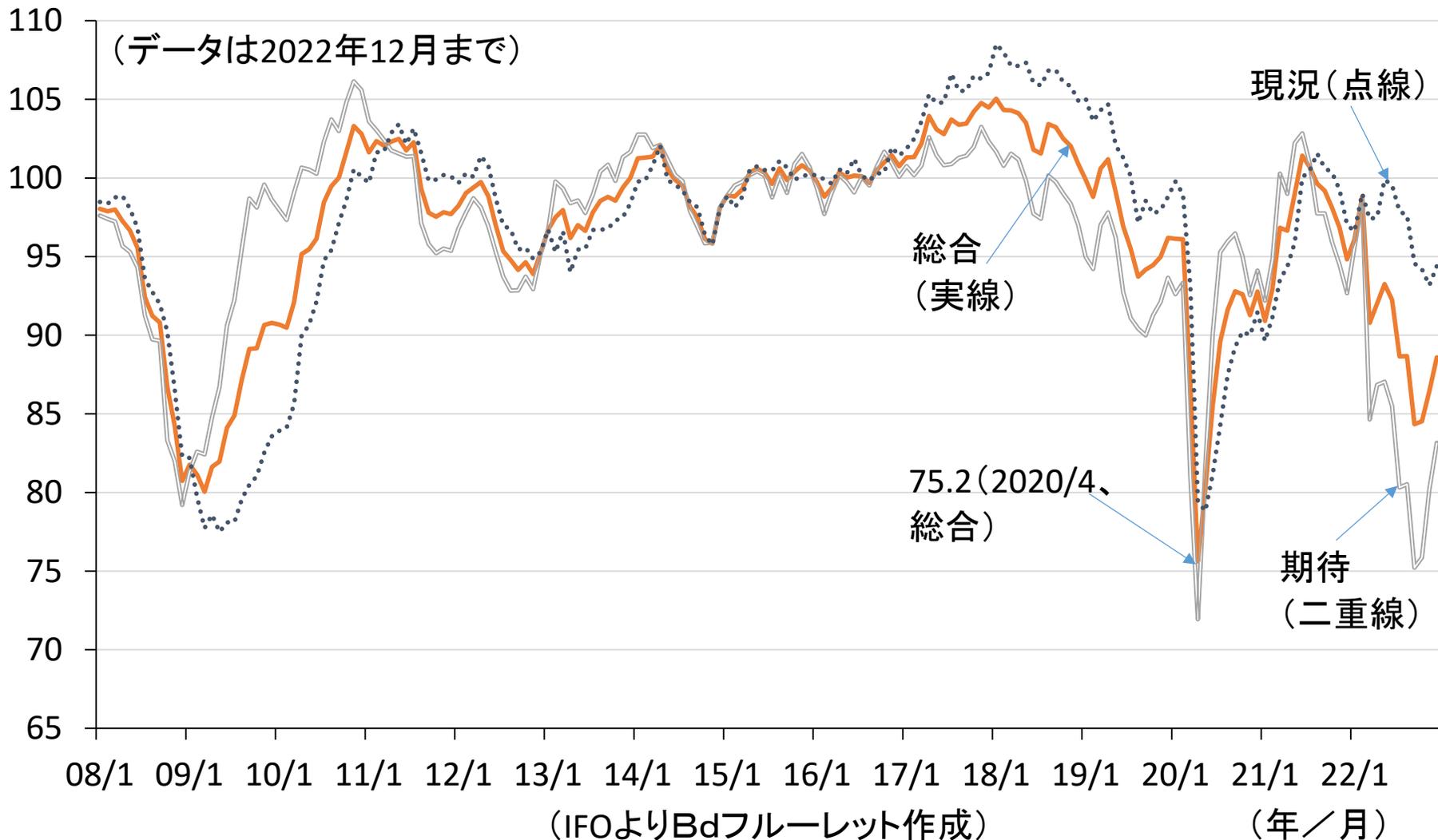
日本からの輸出は数量ベースでは、はかばかしくない



ドイツ企業の景況感は、先行きへの期待が低水準

IFO指数(季節調整済)の推移

(2005年平均=100)

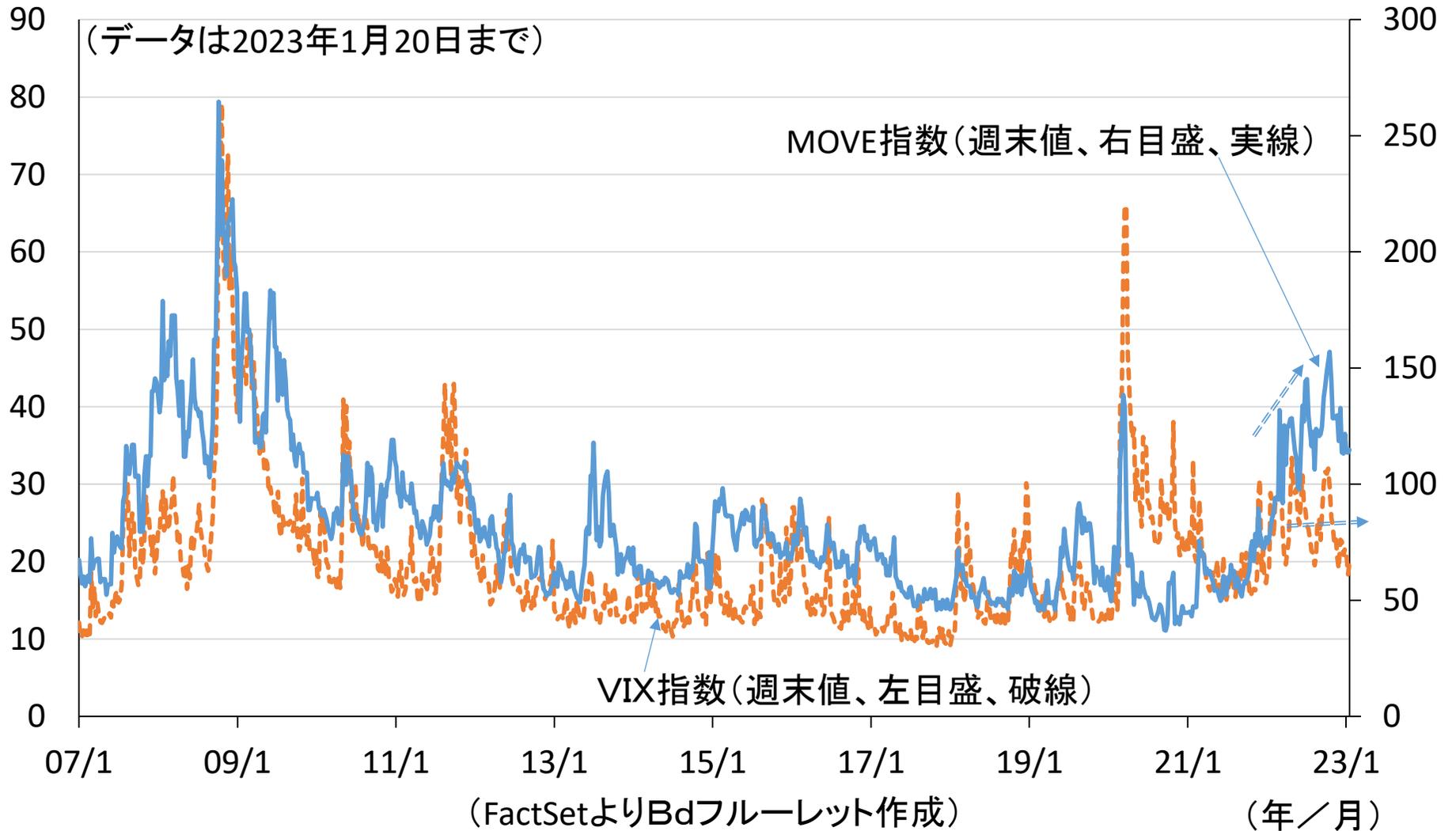


リスク1:債券市場の混乱

「ゼロ金利」の世界が終焉して

足元は、MOVEが上昇気味

VIX指数とMOVE指数の関係



債券市場が波乱の火元に？

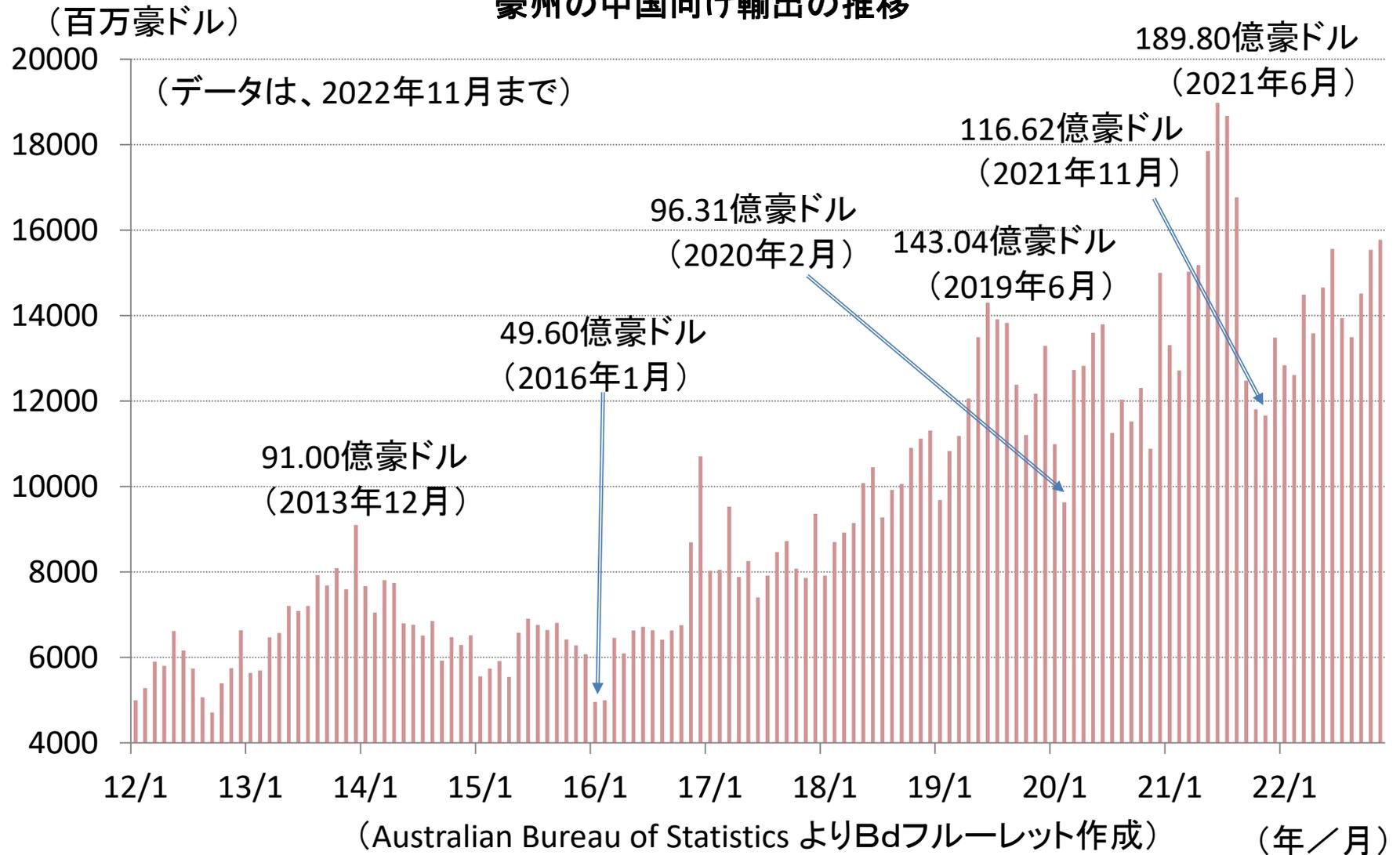
- 2022年9月下旬に、英国の前トラス政権が、財源の裏付けがない減税策を打ち出し、国債増発懸念から英債券市場が混乱した。最終的には英中銀が国債の買い支えを行ない、トラス前首相は辞任に追い込まれた。この騒ぎは、単に国債の需給悪化が懸念されたわけではなく、英国の年金基金の財務悪化不安が大きかった、と言われる。
- これまで低金利が続いたことから、多くの諸国の投資家が、より高い利回りを求め、リスクの高い債券取引を行なってきたと推察される。そうした高リスク取引とは、具体的には、以下のようなものだ。
 - 1) CLO (Collateralized Loan Obligation、ローン担保証券) やジャンク債 (低格付け債) など、デフォルトリスクが高い債券関連商品への投資。→景気後退時にリスク高まる。
 - 2) 短期金利より長期金利が高い状況にあったことを背景とした、短期借り・長期運用による「さや抜き」(短期金利による借入れを乗り換えていくため、変動金利による借入れと同様、運用は長期債)。→長短金利逆転 + 担保に使っている長期国債の価値下落 (証拠金差し入れに追い込まれた)
- 米年金基金などは、1) 2022年は株価と債券価格の両方が大きく下落し、資産分散が働かなかった (今後も働くかどうか保証がない)、2) 確定給付型年金の場合、CPI上昇率 + α を給付利回りとしているところが多く、現状のような金利水準がCPI上昇率を下回る事がどのくらい続くかわからない、という状況で、頭を抱えている。このため、引き続き運用で「無理」をせざるを得ず、債券市場での運用失敗が他市場にも波及するおそれ。

リスク2:「中国リスク」

日本企業の「危機ばね」は働くか

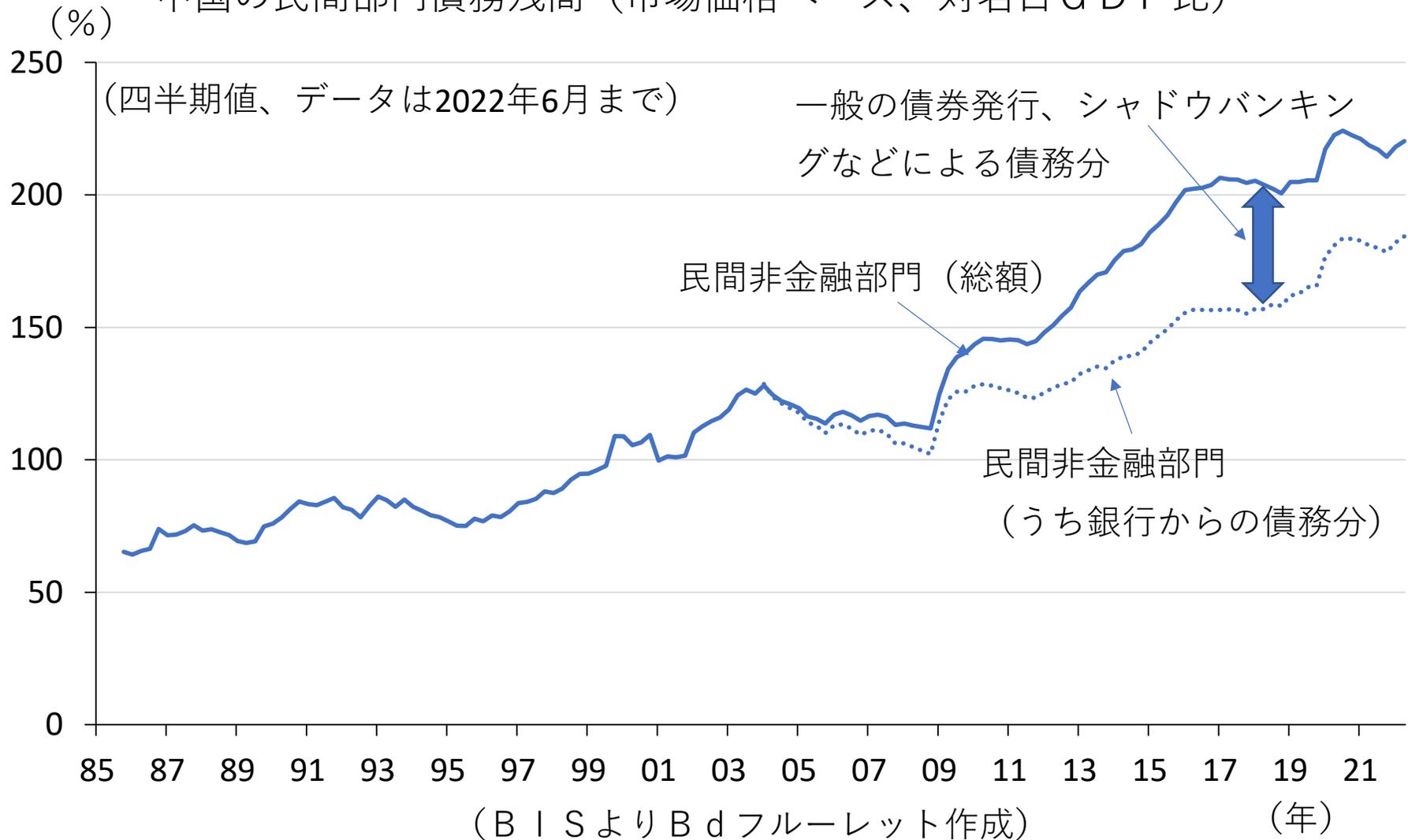
豪州の対中輸出から中国景気を推し量ると

豪州の中国向け輸出の推移



中国では民間部門の債務が膨張

中国の民間部門債務残高（市場価格ベース、対名目GDP比）



経済政策も米中対立を反映

- 米国の対中制裁は、具体的には下記の4つの類型が発動されている。
- 【1 中国企業の米国内でのビジネスを制約】2021年11月に、ファーウェイなどを対象として、国家安全保障上問題と判断した通信機器・サービスの米国での認証禁止(販売禁止)を定めた法律が、発効した。直近でも販売禁止リストが拡充されている。
- 【2 中国企業に対して米国企業がモノやサービスを販売することを禁止】2021年11月に米商務省は、中国企業8社について、米国の技術を利用して中国の軍事開発に関わったとして、禁輸リスト(米国企業がリスト上の企業に対し、部品やソフトウェアなどを販売できない)に追加した。2022年8月にはエヌビディアが、一部半導体製品の対中輸出を制限されたと発表した。(日本企業にも半導体製造装置で要請との報道あり)
- 【3 米国の投資家が中国企業へ投資することを制約】米政府は、中国が監視により人権侵害しているとの見解から、2021年12月に、画像認識大手のセスタイムやドローン大手のDJIを、(他の中国企業とともに)米国投資家の投資を禁ずるリスト(「中国軍産複合体企業」リスト)に追加した。日本の大手証券などでは、顧客が米国人ではないと判断しきれないとして、一部の中国銘柄や関連指数商品の売買を全面停止している。
- 【4 中国で生産する世界の企業に対する制約】米議会は2021年12月に、企業が強制労働による生産ではないとの論拠を示せない場合、新疆ウイグル自治区製品を輸入できない、との法案を可決した(禁輸実施は2022年6月)。この法律は、米国に製品を輸出・販売するすべての国の企業(日本企業を含む)に適用される。

「中国リスク」に、日本はどう対応する？

- 米国は内需主導であるのに対し、日本は外需のウエイトが高い。輸出依存度(輸出額÷名目GDP)は、米国は7.9%、日本は14.3%(総務省「世界の統計2021」による)。日本は2021年の輸出総額のうち22%が中国向け(仕向け先国別で第1位)。
- SDGsや人権問題に関心が高い投資家は、主要国の企業に圧力をかけている。米国の機関投資家団体ICCR(the Interfaith Center on Corporate Responsibility)は2021年3月に、新疆ウイグル自治区の強制労働などに関わっていると思われる47社に、取引先の詳細などの開示を求めた。
- 東証が、2021年6月に、人権尊重規定を企業統治指針(コーポレートガバナンス・コード)に盛り込んだ。日本企業は形式要件でお茶を濁そうとする恐れ。
- 日本は「いつまでも黙って嵐が過ぎるのを待てばよい」「都合の悪いことは起こらないようにお祈りしている」というわけにはいきまい。「どちらにも良い顔をする」は無理だろう。海外投資家は、現状の変化に対応できないかもしれない日本企業の経営の質を懸念。重要なのは「説明責任」。
- 2022年7月の日本経済新聞によるアンケート(アンケートの対象は131社の日本企業の社長)によれば、55.7%の企業が中国リスクが上昇している、と回答した。しかしその対応については、「今後10年で中国ビジネスの比重は」と尋ねられ、比重を上げるが17.7%、現状維持が33.9%、下げるが3.2%、今は中国ビジネスがないがこれから始めるが0.8%で、合計は55.6%に過ぎない。残りの44.4%は「わからない」との回答だ。
- ただし、「危機ばね」を活かし、日本企業が中国での販売や生産の比重を低下させ、その分の収益を日本を含めた他国でカバーできるのなら、かえって当該企業の株式への見直し買いの好機だ、との海外投資家の声もある。(ただし、SDGsも含め、欧米に梯子を外されない必要はある。)

補論：

長期的な日本についての懸念要因

日本株は長期的に対米劣後も、短期巻き返しか？



日本のPBRは、過去何度か1倍を割れた

TOPIXのPBRの推移



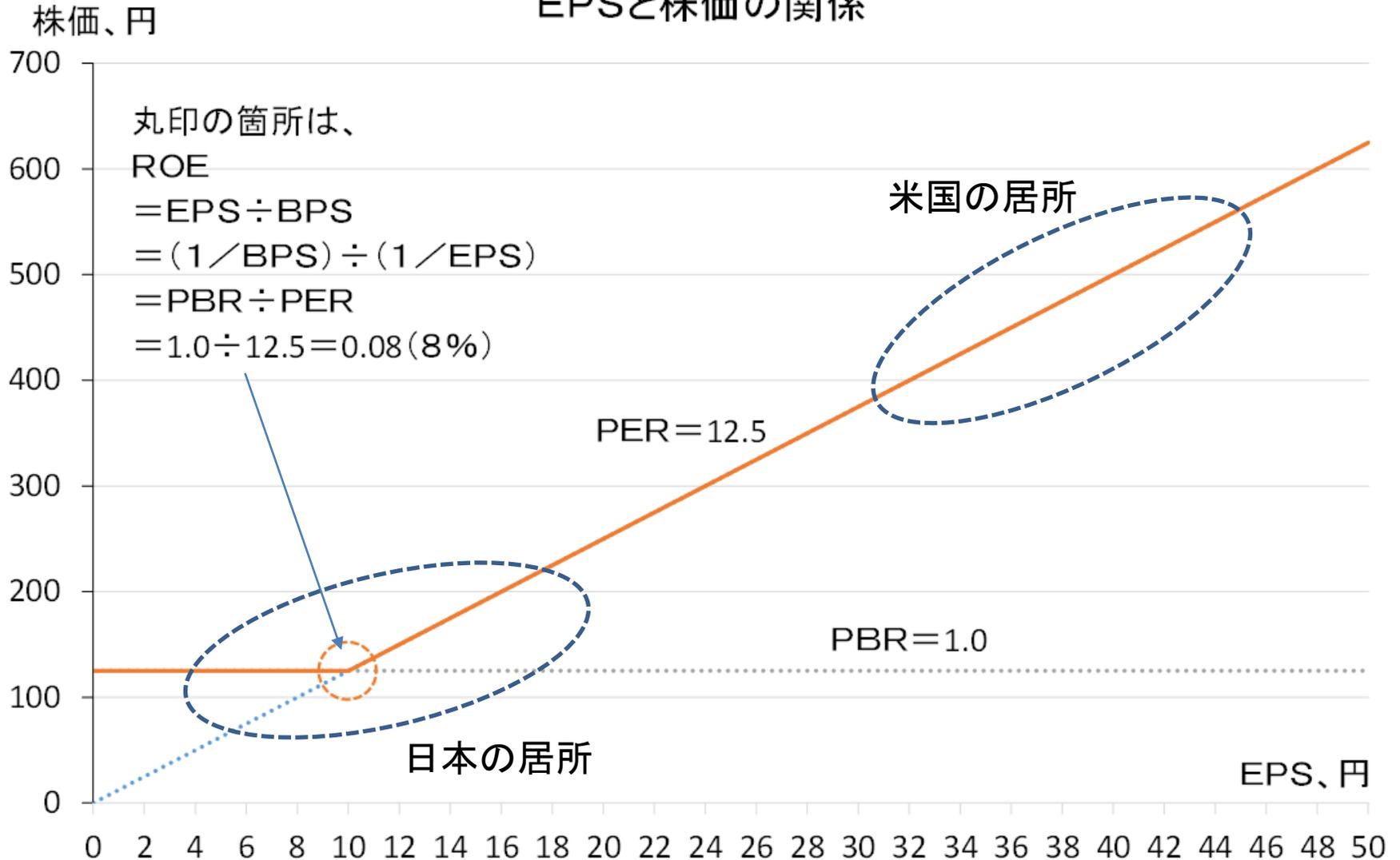
米国のPBRは、1倍とはほど遠く高い

米国株のPBRの推移



日米企業収益と株価指標の関係

EPSと株価の関係



改革への期待を裏切らず、実行できるか？

- 東京証券取引所が、昨年12/28(水)に第5回の市場再編フォローアップ会議を開催し、日本企業のROEとPBRの水準の低さについて議論があったと報じられている。まだ具体策は未定だが、水準が低い企業に改善策の立案を求め、期限までに改善がない場合、プライム市場からの降格や株価指数からの除外、などが打ち出されることが想定される。
- 海外投資家からも、現在の日本の株価水準は日本企業がほとんど改革をしない、という前提で形成されており、経営改革が「行なわれれば」買い材料だ、との声は聞く。海外投資家の注目点は、1)企業が様々な課題について、具体的にどう対応するのか(対応しない、という決定も含む)、2)その根拠を、具体的な数値なども含めどう投資家に説明するか、だ。
- 現状では、海外投資家から、「日本企業からの、先行きどうするのか、その根拠は何か、といった説明が乏しく、買いか売りかということを判断するためのスタートラインにも立っていない」との批判がある。その批判に対し、「きちんと対応すれば」日本株の将来は明るいだらう(きちんと対応しない企業が消えてなくなり、対応した企業だけが残る、ということでもよい)。

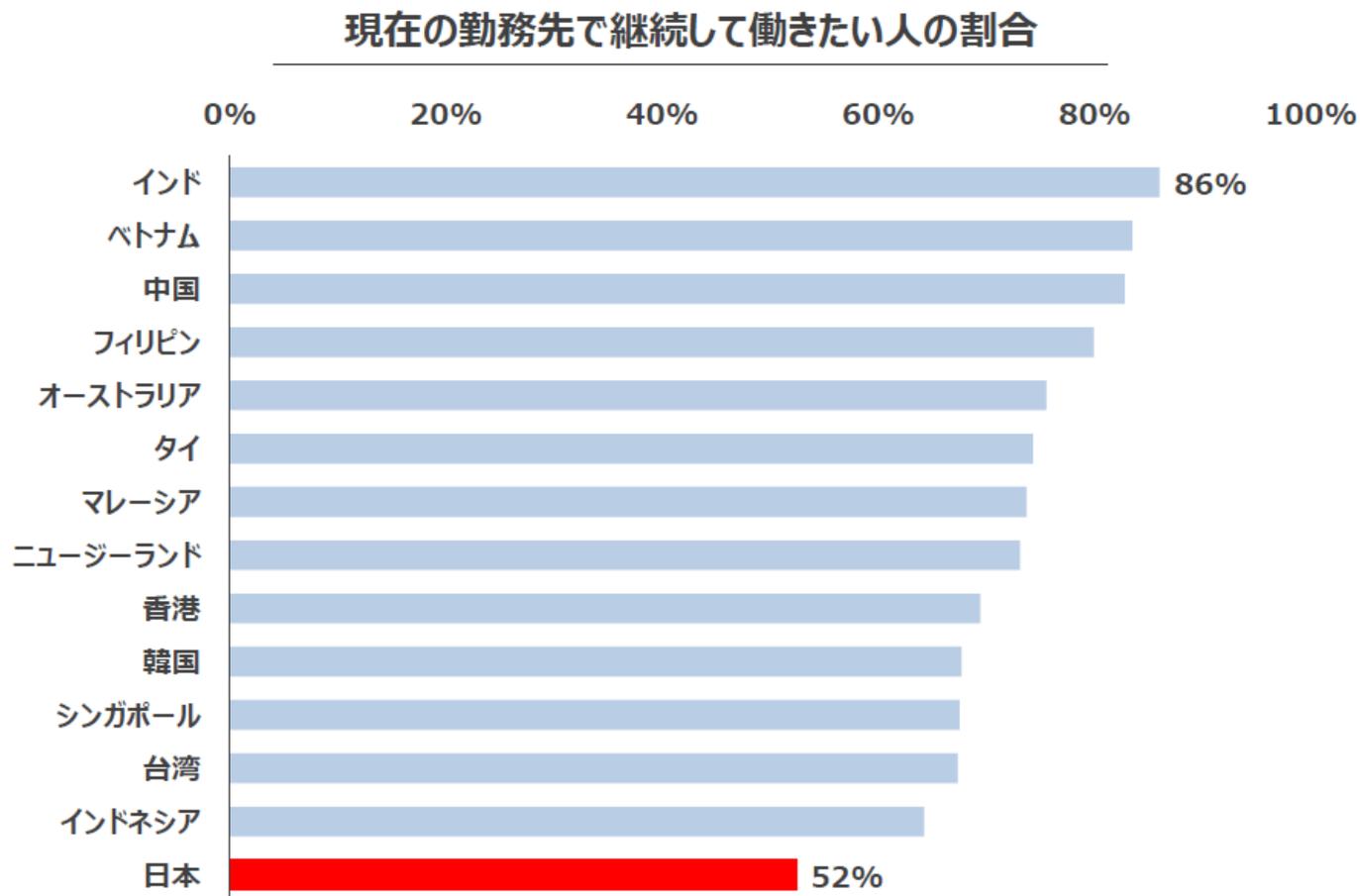
日本の企業経営は大丈夫か？

- 海外投資家から日本について最も多く寄せられる苦言は、「経営がダメ」だ。その具体的な指摘は、下記のようなものだ。
- リスクを取らない(現金を抱えたまま、合議制の経営判断で責任の所在が不明確、前例の有無にこだわる、など)。
その割に無謀な海外M&Aで大失敗する(何のためにM&Aするのか、その目標をどう測るか、どう撤退するかの具体的な計画がない??)。
プロダクトアウト(品質の良い機能が豊富なモノづくり)にこだわりすぎてマーケットイン(ユーザーが欲しいものを作る)の発想が欠けている。
- サラリーマン社長が経営者になっている最大の理由は「社内競争に勝ったから」。
外部環境(内外の景気、経済政策、為替動向など)に頼り過ぎ。
- 静かに今まで通りにしていれば、いずれ何とかかなるとの発想。「経営改革を誰がやるのか？」という問いに対し、「次世代を担う若手が」と答える現役経営者が多い。現在の報酬は、これまでの出世競争に勝ったご褒美との考え方で、現職務に対する報酬との思考が欠如。そうした人が改革を行なうのは無理。早くいなくなるのを待つしかない。
- 耳に痛い正論を聞きたがらない。投資家から提言されると「貴重なご意見を、ありがとうございました」と口で言うだけで、何もしない。社外取締役はお飾りで居続けて欲しい(三井住友トラストグループの調査(2021年)では、社外取締役と対話したいとする機関投資家は全体の84%だが、対話させたい企業はプライム全体の21%)。

日本の問題は、経営だけではない？

- 企業経営を取りまく社会環境が劣後している：
成功することより失敗しないことをよとする文化、それを背景とした減点主義。
「空気を読む」文化、出る杭を叩くことが多い。
統一的な基準にすぎり(言い訳のため)、説明責任を果たすことを避ける。
→他社と同じことをしていれば大丈夫、経営者より高い報酬を現場の社員に払わない(そうする説明をしたくないから)、新卒一括採用中心で、口では「異能を求めると言いながら、実際にはそうした人材を排除する。学歴重視は、人事部が非難されたくないため。
- 起業の少なさ：
起業して失敗したらまたやり直せばよい、という文化の欠如、安定した就職先に就けば「上がり」との発想(ベンチャー企業も上場がゴール)。
安定を求める就活生、海外に留学・赴任したくない若い人たち(総合商社が第一志望で、海外赴任したくない?)。英語のサイトを作らないベンチャーの若い経営者。
起業者に資金供給するパイプの細さ(投資も融資も)。
- 仕事が楽しくないのが当たり前。給料などの報酬が「我慢代」になっている。今の職場で働きたくない、と言いながら、転職のために自分を磨くことをしていないし、具体的な転職・起業行動も起こさない(2022/4、経済産業省「未来人材ビジョン」調べ、以下56～58ページ図)。
- 「職場がホワイト過ぎて、育ててくれない」と不満の若手従業員多い(2022/12/15付日本経済新聞)。「企業に依存せず、自律的なキャリア形成が必要」と回答した人が全体の49%しかいない(2020年ビズリーチ調査)。
- 安易な「FIRE」(Financial Independence, Retire Early)ブーム。

今の会社で働き続けたくない人が多い



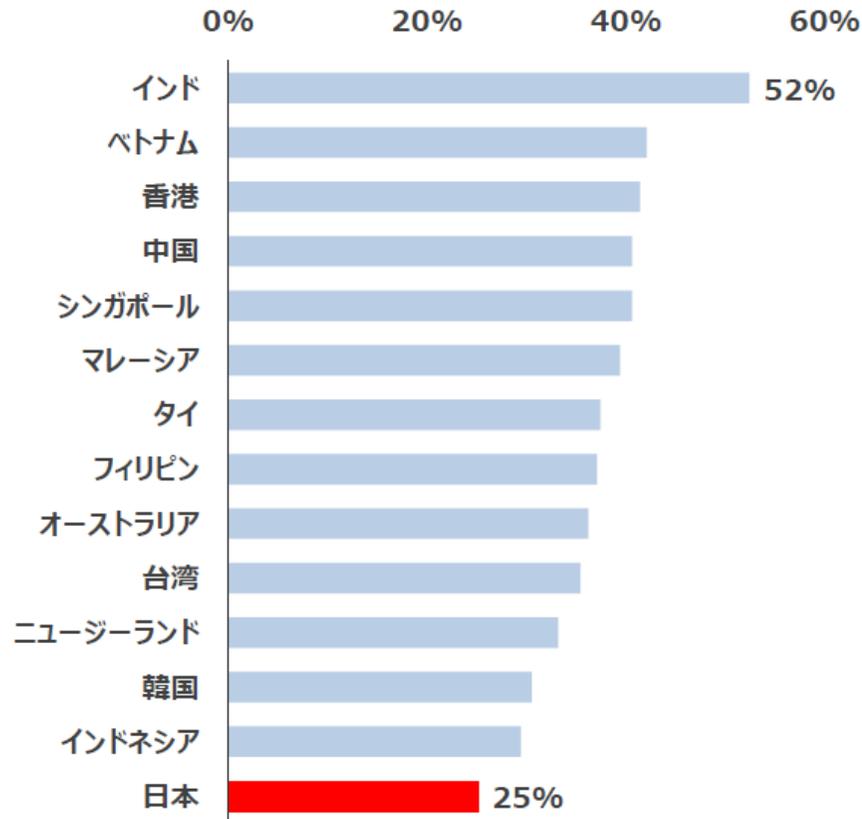
(注) 対象地域は、中国、韓国、台湾、香港、日本、タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、シンガポール、ベトナム、インド、オーストラリア、ニュージーランド（各国1,000サンプル）。
調査対象は、20～69歳男女で、就業しており、対象国に3年以上在住している者。

なお、日本は、別途実施した「働く1万人の就業・成長定点調査2019」から東京、大阪、愛知のデータを抽出して利用。

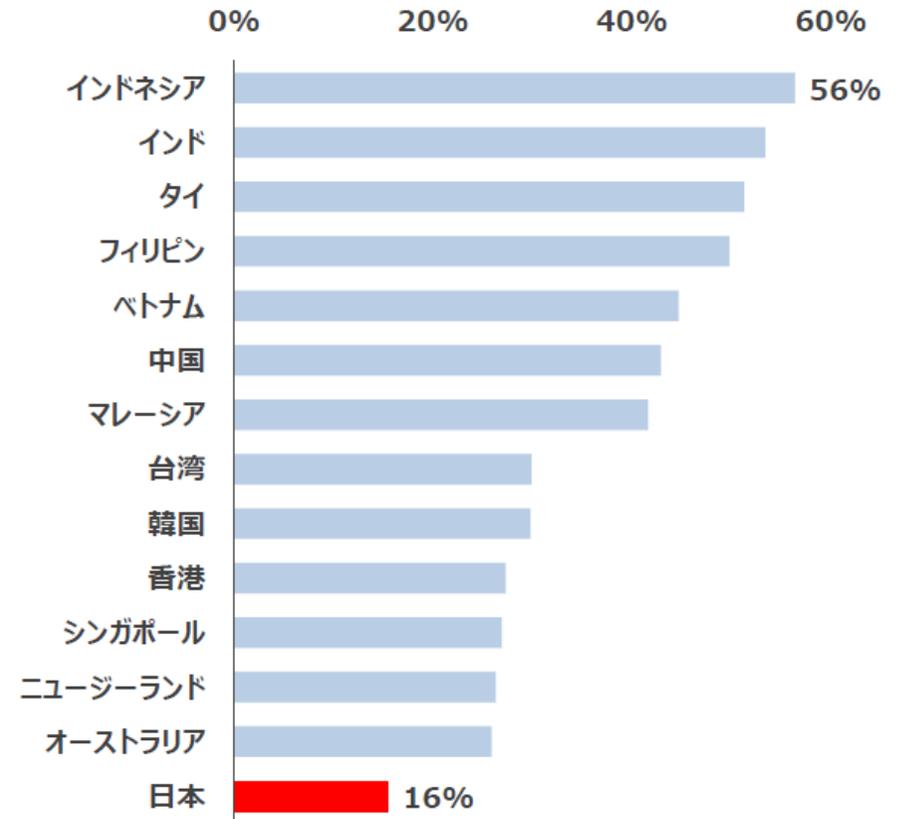
(出所) パーソル総合研究所「APAC就業実態・成長意識調査（2019年）」を基に経済産業省が作成。

しかし転職も起業もしたくない

転職意向のある人の割合



独立・起業志向のある人の割合



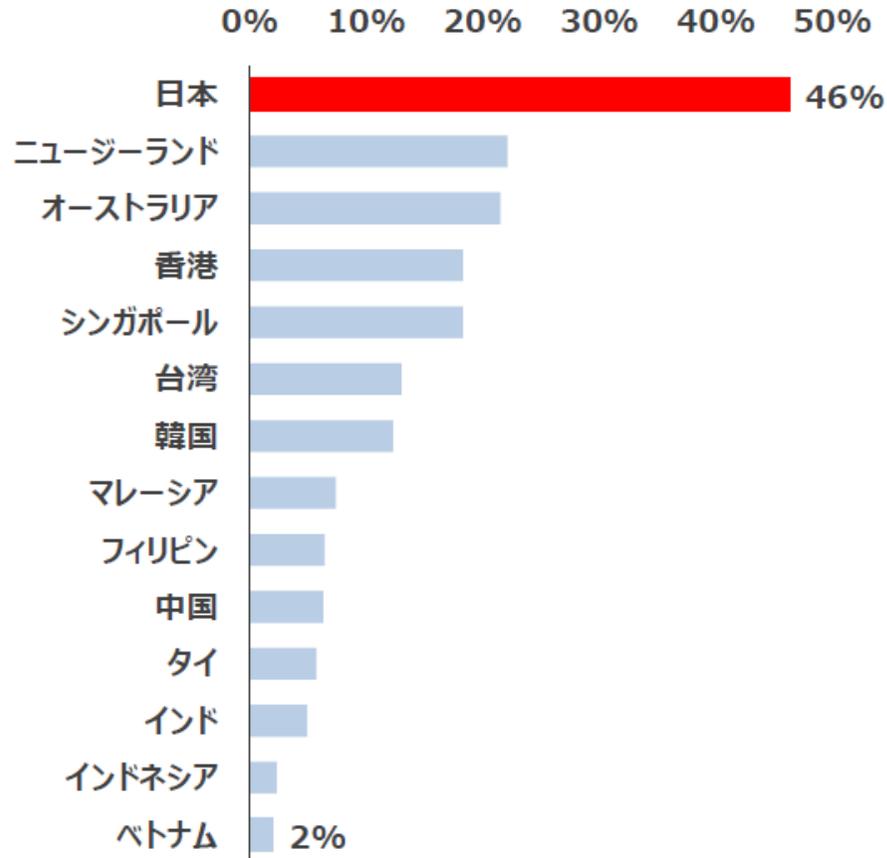
(注) 対象地域は、中国、韓国、台湾、香港、日本、タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、シンガポール、ベトナム、インド、オーストラリア、ニュージーランド（各国1,000サンプル）。
調査対象は、20～69歳男女で、就業しており、対象国に3年以上在住している者。

なお、日本は、別途実施した「働く1万人の就業・成長定点調査2019」から東京、大阪、愛知のデータを抽出して利用。

(出所) パーソル総合研究所「APAC就業実態・成長意識調査（2019年）」を基に経済産業省が作成。

自己投資を行なって自分を磨く気もない

社外学習・自己啓発を行っていない人の割合



(出所) パーソル総合研究所「APAC就業実態・成長意識調査 (2019年)」
を基に経済産業省が作成。

当資料は、講演会等における資料として、ブーケ・ド・フルーレット(略称:Bdフルーレット、以下「当事務所」)が無償で配布しているものです。

著作権は当事務所並びに代表の馬淵治好にあり、著作権法により保護されています。全部あるいは一部を無断で引用することは、当事務所としては差し支えありませんが、当事務所作成資料からの引用である旨を明記してください。複製や電子メール等による受領者以外への送付も当事務所としては構いませんが、内容を一切変更しないでください。また、①当資料の複製により、あるいは②当資料の送付により、もしくは③当資料からの引用を大半とした資料の販売により、利益を得ることを禁じます。

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の商品や取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼に足ると考える情報に基づいて作成されていますが、当事務所がその情報の完全性や正確性を保証するものではありません。当資料の情報を利用する場合は、すべて利用者の責任においてご利用ください。その結果生じたすべての帰結について、当事務所は一切責任を負いません。当資料は、資料作成時点での当事務所の見解に基づいて作成されていますが、当事務所は、今後予告なしに当資料の内容を変更することがあります。また内容を変更しても、その旨を広く知らせるわけではありません。

当事務所並びに代表馬淵治好は、何らかの有価証券・金融商品・動産・不動産等やそれらの派生商品を保有していることがあります。