
グローバル市場・経済の現状と今後の見通し

October 2023

JP モルガン・チェース銀行

市場調査本部長

佐々木 融^{AC}

tohru.sasaki@jpmorgan.com

J.P.Morgan

Agenda

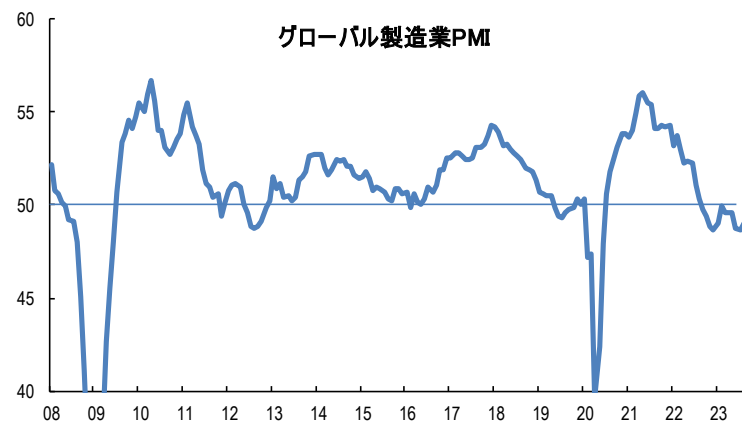
	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

GDP成長率・コアインフレ率予想 - 名目成長率にも注目する必要

	実質GDP成長率予想(%、前期比年率、季調済)						(%、前年比)			コア消費者物価指数(%、前年比)			
	2023/2Q	3Q	4Q	2024/1Q	2Q	3Q	2022	2023	2024	2023/2Q	4Q	2024/2Q	4Q
Japan	4.8	-1.2	0.0	0.6	0.6	0.8	1.0	1.7	0.6	2.7	3.0	2.2	2.1
U.S.	2.1	3.5	1.5	0.5	0.5	1.0	1.9	2.3	1.2	5.2	3.9	2.9	2.7
Euro area	0.5	0.0	0.5	0.8	0.8	1.0	3.4	0.5	0.6	5.5	3.9	2.8	2.5
U.K.	0.8	0.0	1.0	0.8	0.0	-1.0	4.3	0.6	0.2	6.9	5.4	3.4	3.4
Sweden	-3.3	-1.0	0.5	0.8	0.8	1.3	2.9	-0.5	0.3				
Australia	1.4	1.3	1.5	2.6	2.3	2.6	3.7	1.9	2.1	5.8	3.7	3.5	3.3
Canada	-0.2	0.8	2.8	1.5	2.0	2.5	3.4	1.4	1.8	4.0	3.2	2.0	2.0
China	-0.6	5.3	4.9	4.5	4.5	0.1	3.0	5.0	4.4	0.6	1.1	2.0	2.4
Global	1.4	2.6	2.0	1.9	1.9	2.1	2.9	2.5	2.0				
Developed	1.6	1.5	1.1	0.7	0.7	1.0	2.6	1.5	1.0				
Emerging	1.1	4.1	3.3	3.5	3.6	3.6	3.5	3.8	3.5				

Source: J.P.モルガン

- 当初の悲観的な見方にも拘わらず、2023年前半の世界の成長率は、潜在成長率並みの成長。米国の今年4Q以降のマイルドリセッション入りシナリオも変更。
- 金融引き締めによるネガティブな影響は、サプライショックからの回復が相殺。サービス支出が製造業の低迷を相殺。
- グローバル製造業PMIは約1年間50以下で燻ぶった後、反発の兆し？ 2023年後半の世界の生産は年率+2～3%の伸びを予想。
- 米国の2023年名目成長率予想は+6.0%。2013～19年の平均と比べると、実質は0.1%pt程度低い、名目は2.0%pt程度高い。

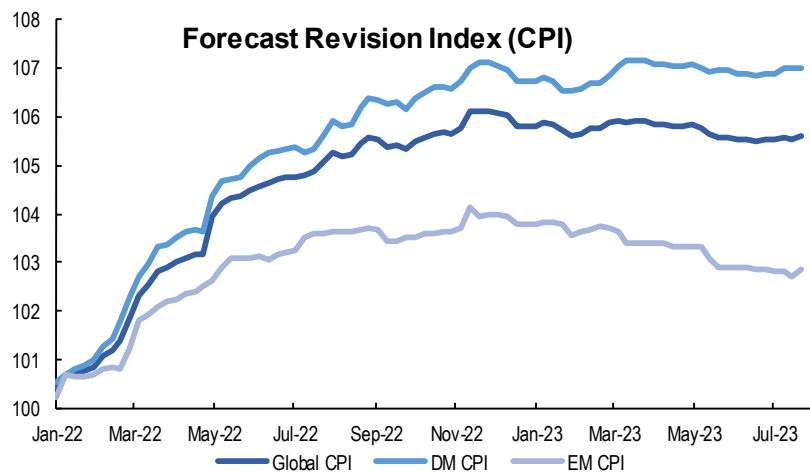


Source: J.P.モルガン

J.P.Morgan

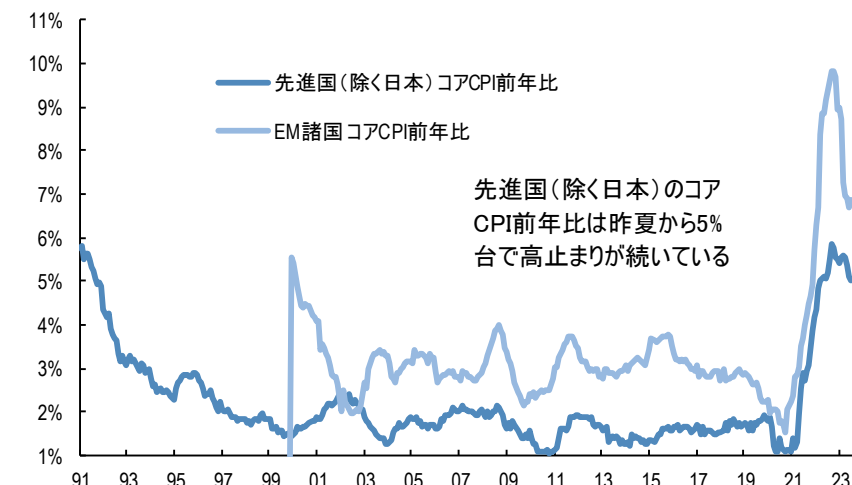
先進国(除く日本)のコアCPI前年比は5%台半ばで高止まりが続いている。 サービス価格の上昇がキーポイント

Forecast Revision Index (CPI)



Source: J.P. Morgan

先進国(除く日本)とEM諸国のコアCPI前年比



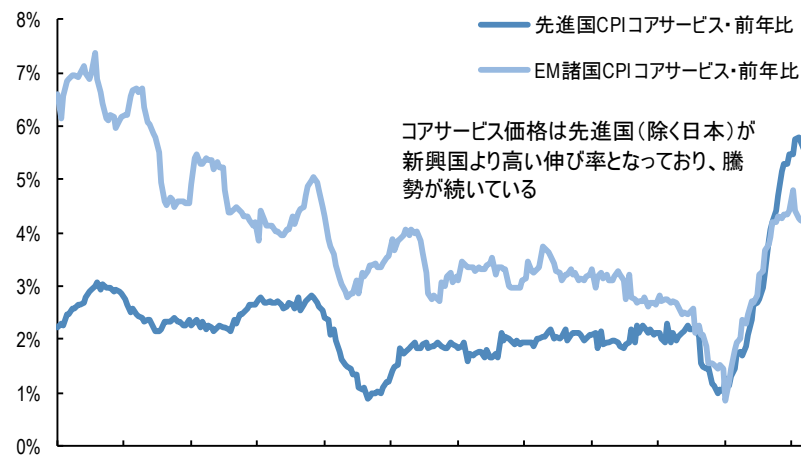
Source: J.P. Morgan

先進国(除く日本)と日本のCPI前年比の差



Source: J.P. Morgan

先進国(除く日本)とEM諸国のコア・サービスCPI前年比



Source: J.P. Morgan

過去30年間のデスインフレ時代は終了、今後はインフレ率高止まりの時代に。。。。

<デスインフレ時代が終了し、インフレの時代が来る可能性を示唆する要素>

1. 人口動態の変化(The Great Demographic Reversal) : 労働者が豊富だった時代から、不足する時代へ

- 1989年のベルリンの壁崩壊により、90年代は東欧の安い労働力が使えるようになった。
- 2001年の中国WTO加盟により、2000年代以降は中国の安い労働力も使えるようになった。
- 1990年代～2000年代は、先進国ではベビーブーマーの多くが 30歳代～40歳代
- しかし、東欧や中国の規模で安い労働力が新たに使えるようになる見込みはない。
- 先進国ではあと数年でベビーブーマーは全て60歳代となる

1990年代～2000年代は労働力が豊富だった

今後は労働力が不足する

2. 新型コロナウイルス感染拡大が高齢者の退職を早めるなどして、上記の動きを加速させた可能性も

3. 保護主義や閉鎖的な政策の拡大

- 米国でも生産年齢人口は2019年にピークをつけた可能性。トランプ前米大統領就任以降、2017年から2021年までの移民(大部分は生産年齢)流入は、従来トレンドと比べ累積300万人少ないと推計される。
- 英国のBrexitもその典型。

4. 脱炭素化: 原油等化石燃料に対する過少設備投資で必要な増産ができない一方、需要は依然として増加。今後数年間は需給ひっ迫へ。

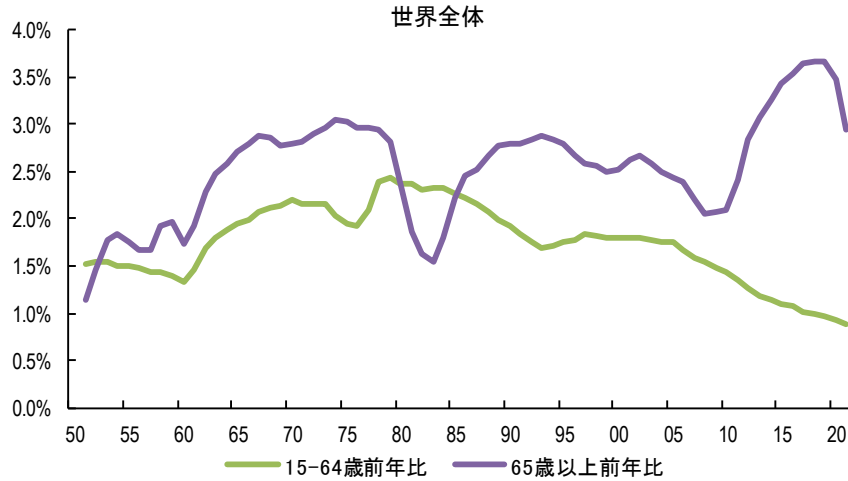
5. 新型コロナウイルスの世界的感染拡大の副産物 = マネーストックの急拡大。

不換紙幣を使い始めた歴史的結末

経済合理性が優先される世界から、『目先の利益以外のもの』が優先される世界へ → コスト高

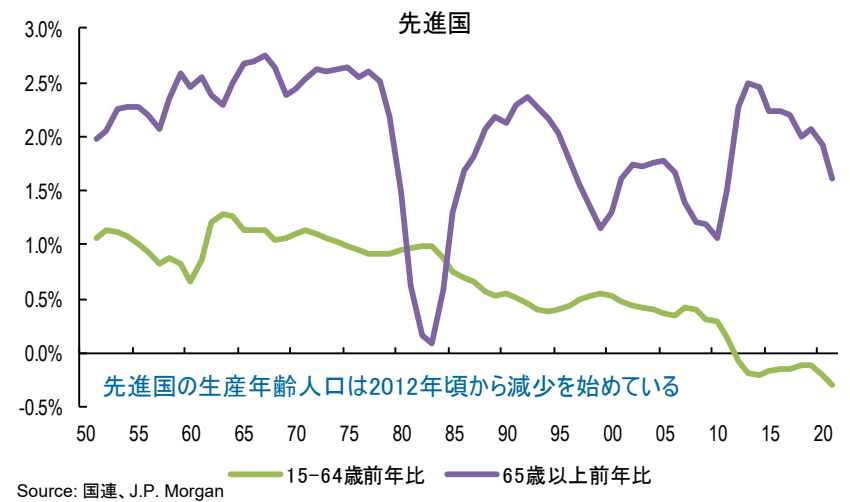
世界の人口動態

世界全体の生産年齢人口と高齢者層の人口・前年比



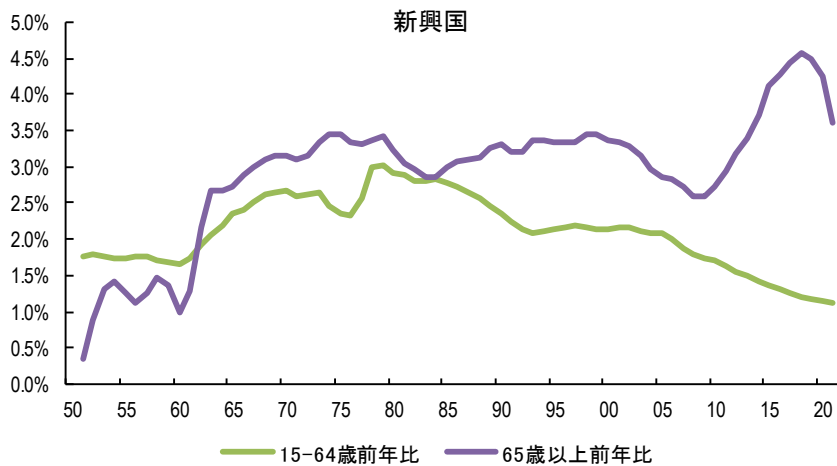
Source: 国連、J.P. Morgan

先進国の生産年齢人口と高齢者層の人口・前年比



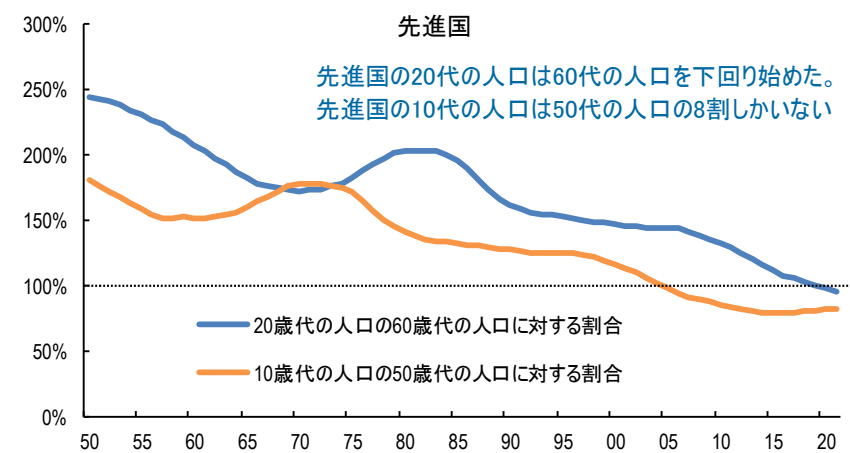
Source: 国連、J.P. Morgan

新興国の生産年齢人口と高齢者層の人口・前年比



Source: 国連、J.P. Morgan

先進国の世代別人口比率



Source: 国連、J.P. Morgan

米国/英国と日本の物価比較 (J.P.モルガン調べ)

マンハッタン		USD/= 140			
	米ドル	チップ20%込み	円	日本の値段	USD/JPY 購買力平価
一風堂					
白丸元味	20.00	24.00	3,360	850	35
赤丸新味	21.00	25.20	3,528	920	37
マクドナルド					
ハンバーガー	2.59		363	170	66
ビッグマック	6.19		867	450	73
ビッグマックミール (medium)	10.69		1,497	750	70
スターバックス					
ドリップコーヒー(Grande)	3.65		511	435	119
カフェラテ(Grande)	5.65		791	536	95
カフェモカ(Grande)	6.25		875	575	92
レストラン日本					
ゴジラカレー (松井カレー)	29.00	34.80	4,872		
オハイオ州		USD/= 140			
	米ドル	チップ20%込み	円	日本の値段	USD/JPY 購買力平価
ガソリン (1ガロン)	3.32		465	1リットルあたり119円	
レストラン @ Toreda & Stow					
ラーメン (中華料理屋)	14.95	17.94	2,093		
チーズバーガー	12.00	14.40	1,680		
テリヤキチキン	12.50	15.00	1,750		
Meijer (スーパー) @ Stow					
菌磨き粉 (コルゲート145g)	5.19		727		
リステリン(500ml)	5.19		727	547	105
Kraft ドレッシング(454g)	3.49		489		
Heinzケチャップ(907g)	5.39		755	526	98
牛肉 (サーロイン、453g)	9.99		1,399	100gあたり298円	

英国・イーストポーン		GBP/= 173			
	英ポンド	円	日本の値段	GBP/JPY 購買力平価	
マクドナルド					
ビッグマック	4.19	725	450	107	
ビッグマックミール (medium)	5.69	984	750	132	
スターバックス					
カフェラテ(Grande)	3.70	640	536	145	
カフェモカ(Grande)	4.25	735	575	135	
M&S 等 (スーパー)					
コーラ (500ml)	1.75	303			
菌磨き粉 (コルゲート125ml)	4.50	779			
牛肉 (サーロイン、100g)	3.30	571			
アスパラガス (100g)	1.10	190			
単三乾電池 (8個入り)	6.00	1,038			
Under Armourの靴下	7.99	1,382			
英国・ロンドン					
オフィス1Fのイタリアンレストラン					
Aperol Spritz	13.00	2,249			
ダイエットコーク	4.00	692			

労働市場の逼迫＋新型コロナウイルス感染拡大の副産物 = 量的緩和では増えなかったマネーストックが急拡大 = 不換紙幣を使い始めた歴史的結末

マネーストック = ベースマネー × 信用乗数

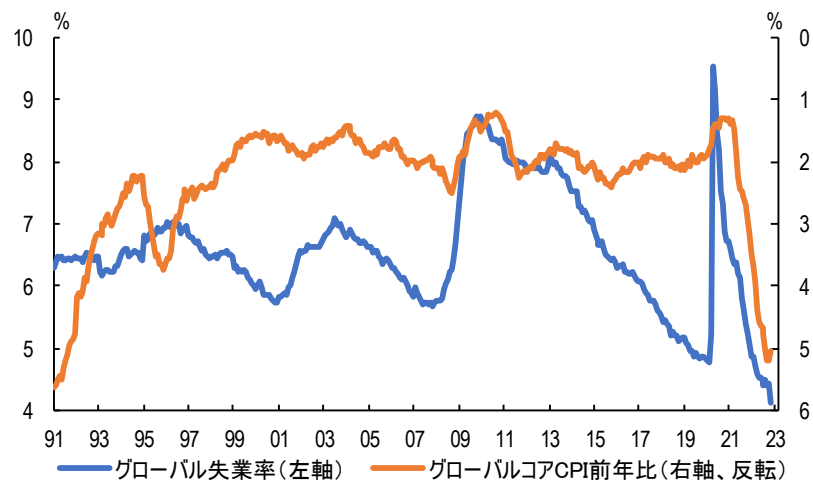
- ✓ これまでは、量的緩和政策を行っても、信用乗数が低下し、マネーストックは伸びなかった。
- ✓ また、通常の財政支出拡大だけではマネーストックは増加しない。
- ✓ しかし、中銀がファイナンスして財政支出拡大すると、マネーストックを直接増やすことができる。

マネーストック × 貨幣の流通速度 = 価格 × 実質GDP

- ✓ 貨幣の流通速度が急減速せず、実質GDPも大きく変わらなければ、マネーストックの急増はインフレ(通貨価値下落)に繋がる。

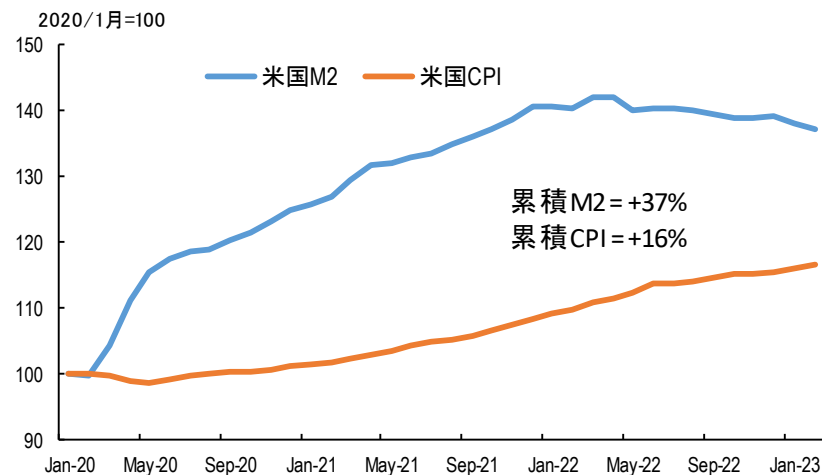
- 世界の失業率は過去最低を更新し4.1%まで低下している。

グローバル失業率とグローバルコアCPI前年比



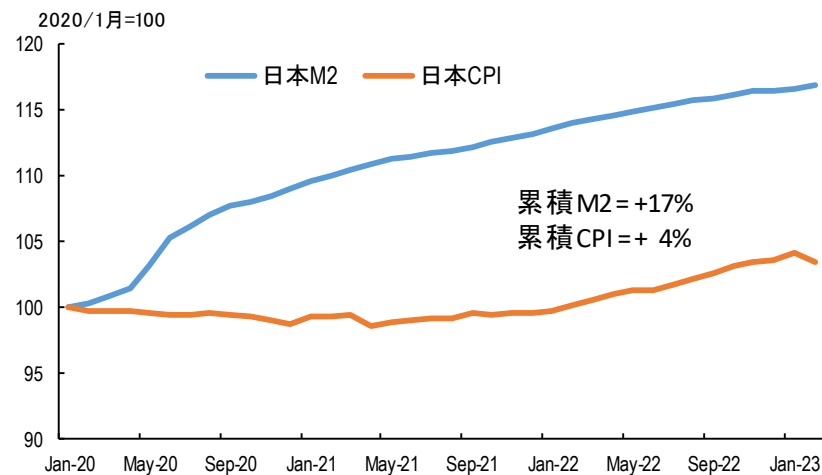
Source: J.P. Morgan

米国のM2とCPIの累積変化率(2020年1月以降)



Source: J.P. Morgan, Fed

日本のM2とCPIの累積変化率(2020年1月以降)



Source: J.P. Morgan, BoJ

J.P. Morgan

Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

J.P.モルガンの為替相場予想

為替相場、コモディティ、株価予想				
	2023/Q4	2024/Q1	2Q	3Q
USD/JPY	152	153	153	149
EUR/USD	1.05	1.08	1.08	1.12
EUR/JPY	160	165	165	167
GBP/USD	1.20	1.20	1.24	1.29
GBP/JPY	182	184	190	192
AUD/USD	0.68	0.70	0.69	0.69
AUD/JPY	103	107	106	103
NZD/USD	0.62	0.62	0.61	0.61
NZD/JPY	94	95	93	91
USD/CAD	1.35	1.35	1.35	1.35
CAD/JPY	113	113	113	110
USD/CHF	0.89	0.90	0.89	0.86
CHF/JPY	171	170	172	173
USD/SEK	11.62	11.43	10.93	10.54
EUR/SEK	12.2	12.3	11.8	11.8
USD/CNY	7.35	7.40	7.40	7.25
CNY/JPY	20.68	20.68	20.68	20.55
USD NEER	132.90	133.80	133.40	131.80
DXY	107.10	107.20	104.80	101.50
USD/MXN	17.00	17.20	17.50	17.80
USD/BRL	4.85	5.00	5.00	5.20

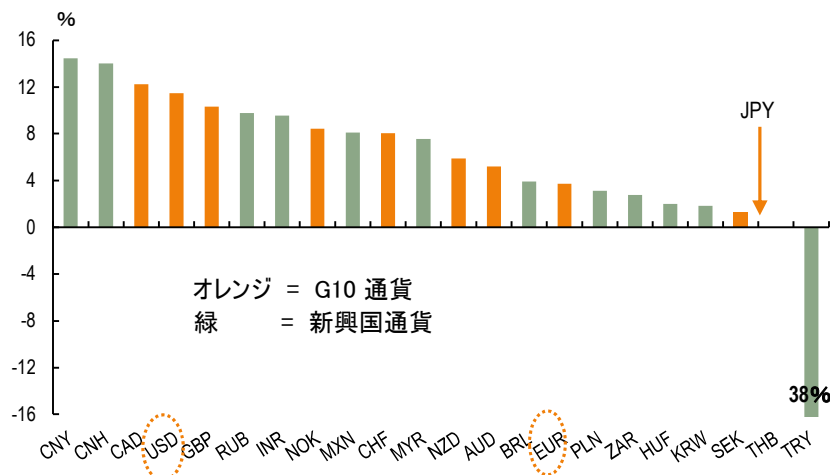
	Q4	2024/Q1	2Q	2Q
原油(WTI)	89	88	92	92
原油(ブレント)	94	92	96	96
金	2045	2080	2110	2110
S&P500	4200			
TOPIX	2400			

- 2023年後半は『ドル高・円安』でUSD/JPYは一段と上昇すると予想。
- 2024年前半は『ドル安・円安』でUSD/JPYはレンジ取引の一方、クロス円が大きく上昇すると予想。
- 円が構造的に弱いことを前提にすれば、USDが過去2年間同様強い通貨となるかどうかで、USD/JPYとクロス円のどちらが大きく上昇するかが決まる。

Source: J.P. Morgan

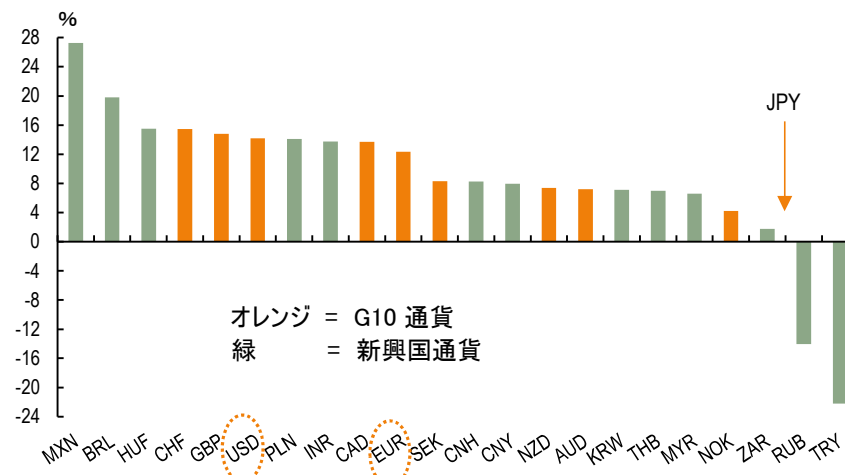
2021年・2022年は『ドル高・円安』、2023年も『円安』は継続

2021年中の主要通貨・主要EM通貨対円騰落率



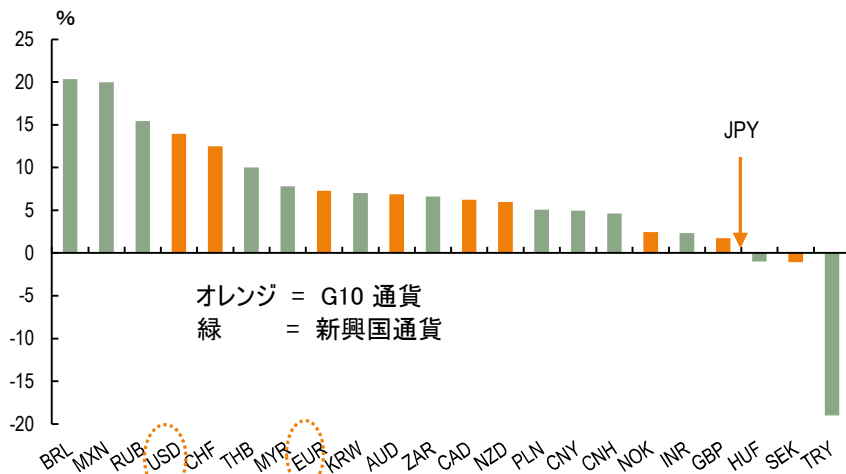
Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

2023年初来の主要通貨・主要EM通貨対円騰落率



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

2022年中の主要通貨・主要EM通貨対円騰落率

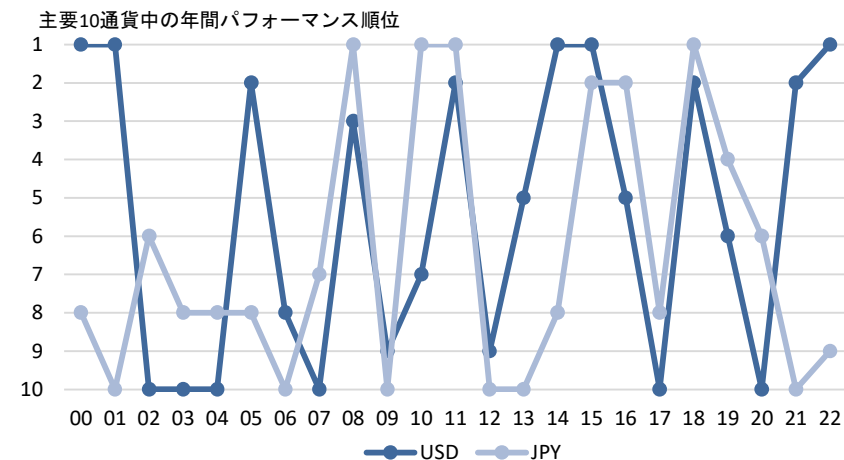


Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

- 2021～2022年は『ドル高・円安』。ドルと円のパフォーマンスがこれほど乖離するのは珍しい。
 - 『ドル高』は循環要因だが、『円安』は循環要因に加え、構造要因も強く影響している。
- 2023年は『ドル高』の循環要因が弱くなり始めている一方、『円安』の循環要因・構造要因は健在で、円は今年も主要通貨内では最弱通貨。

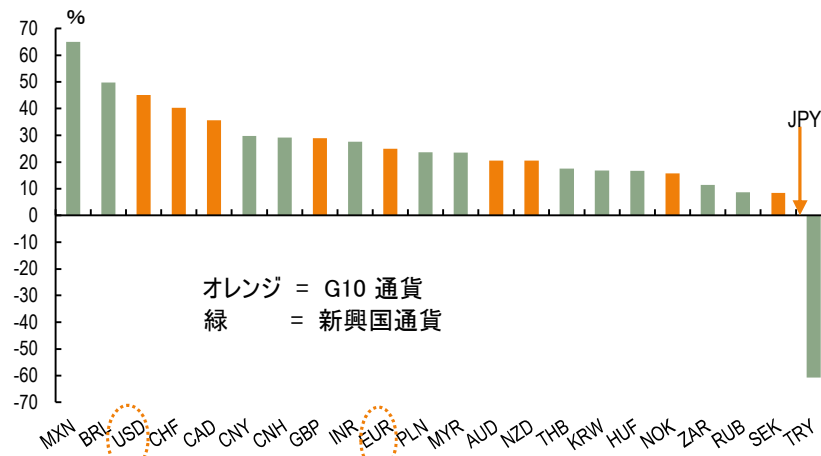
3年続けて最弱通貨グループに入っているのは、円とトルコ・リラ

USDとJPYの順位が2年続けて大差になるのは2000～01年以来。それ以外でも差が大きかったのは2005年、2014年くらい。



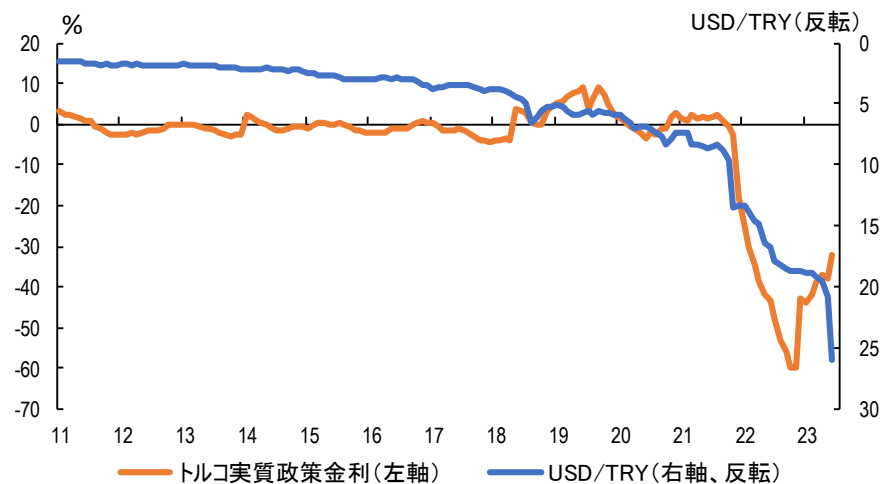
Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

2021年以降2年半の主要通貨・主要EM通貨対円騰落率



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

トルコの実質政策金利とUSD/TRY

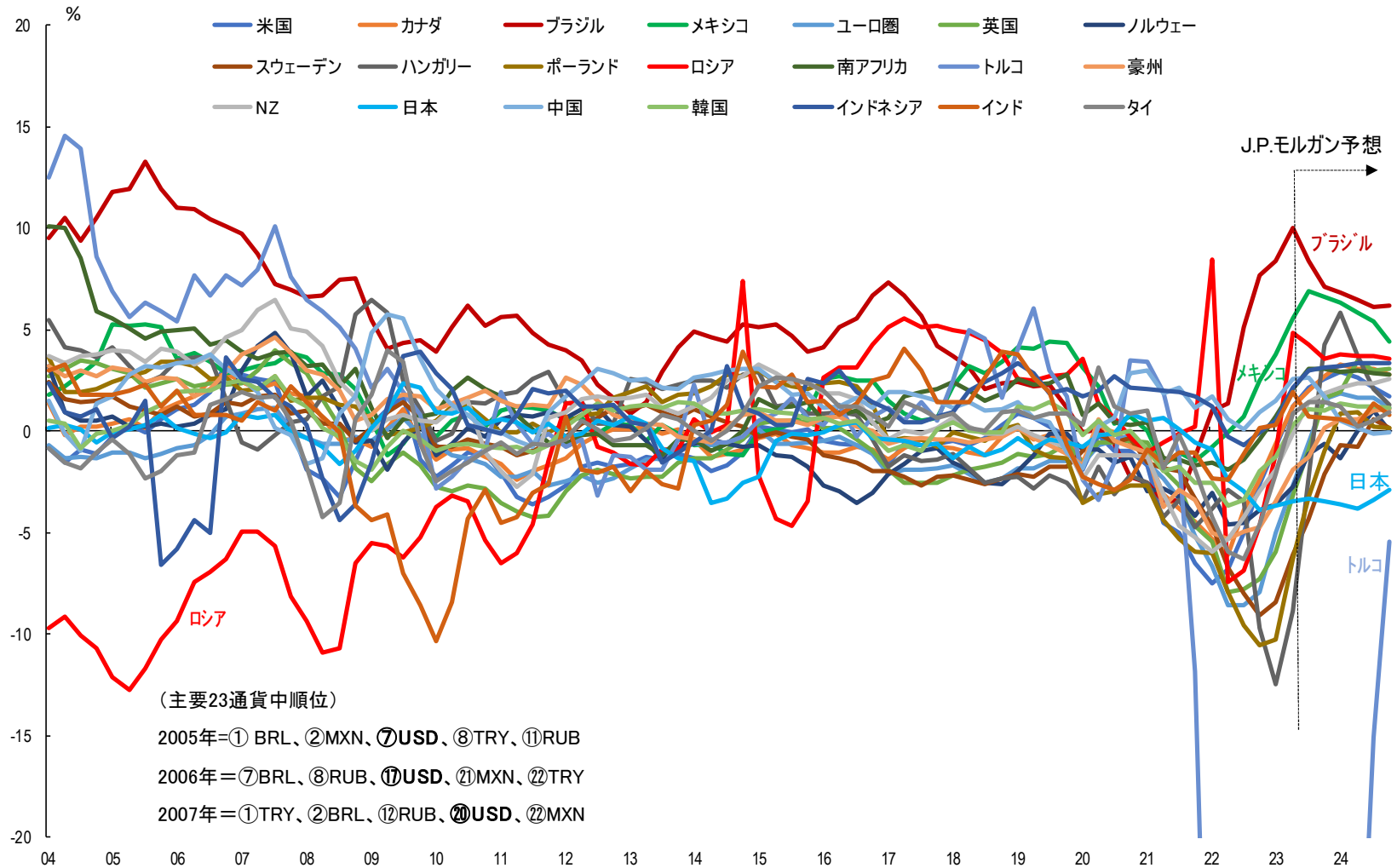


Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

- 今年はまだ半分強しか経過していないが、2021年、2022年、2023年初来でみて、3年連続で最弱通貨グループなのは、円とトルコ・リラだけ。
- これが両通貨の弱さが『循環的』なものではなく、『構造的』な弱さであることを示唆している。
- 日本とトルコは実質金利が大幅マイナス(トルコの方が度合は大きい)となっている点が共通点。トルコの株価指数(イスタンブール100種指数)は2022年初と比べて3.5倍程度に上昇している。

BRL、MXNが強く、TRY、JPYが弱いのは理由がある

各国の実質政策金利推移（実質政策金利＝政策金利－CPI前年比）



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

J.P.モルガンの金利予想：結局、他中銀のターミナルレートは引き上げられていく

各国金利予想(%)						
	Current	last change	2023/Q4	2024/Q1	Q2	Q3
Global	4.88		4.90	4.85	4.86	4.67
Japan	-0.10	Jan-16	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
(10yr ceiling)	1.00		1.00	exit	exit	exit
(10yr)	0.78		0.75	0.80	0.90	1.00
US-JP10yr gap	386		345	325	300	280
(30yr)	1.77		1.75	1.80	1.90	1.95
U.S.	5.50	Jul-23	5.50	5.50	5.50	5.25
(2yr)	5.11		4.90	4.70	4.45	4.20
(10yr)	4.64		4.20	4.05	3.90	3.80
(30yr)	4.76		4.35	4.25	4.20	4.15
Euro area	4.00	Sep-23	4.00	4.00	4.00	3.75
(Bunds 10yr)	2.87		2.20	2.00	1.90	1.80
U.K.	5.25	Aug-23	5.25	5.25	5.25	5.25
(10yr)	4.48		4.30	4.05	3.90	3.75
Australia	4.10	Jun-23	4.35	4.35	4.35	4.35
(10yr)	4.49		4.00	3.90	3.80	3.80
NZ	5.50	May-23	5.50	5.25	4.75	4.50
(10yr)	5.37		4.40	4.20	4.20	4.00
Sweden	3.75	Apr-23	4.00	4.00	3.75	3.50
(10yr)	3.01		2.35	2.10	1.95	1.80
Norway	4.25	Sep-22	4.25	4.25	4.00	3.75
(10yr)	4.09		3.60	3.40	3.25	3.00
Canada	5.00	Jul-23	5.25	5.25	5.00	5.00
Mexico	11.25	Mar-23	11.25	11.00	10.75	10.50
China	2.50	Aug-23	2.50	2.50	2.50	2.50

Source: J.P. Morgan

昨年11月の時点では、ほぼ全ての主要中銀のターミナルレートはQ1との予想だったが、追加利上げ予想が続く。

日本と世界の政策金利差は500bp程度まで拡大することになる。

<日銀> 10月にフォワードガイダンス修正を予想

- 7月会合で、YCCの枠組みは目途として据え置いたが(0%±50bp)、10年国債指値オペの水準を1.0%に引き上げ。
- インフレ率予想はまだ控えめ(BoJコア2024年度=+1.7%、2025年度=+1.8%)で、政策金利引き上げにはほど遠い。
- 10月会合でフォワードガイダンスを修正、24/1QにYCC撤廃、3Qにマイナス金利解除と予想。

<FRB> ターミナルレートに到達と予想

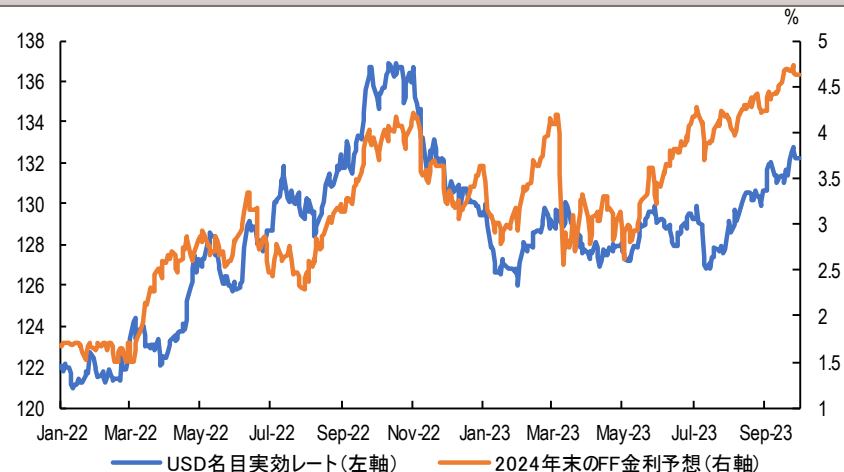
- 2024年2Qの利下げ予想を撤回。
- フィッチは8月1日、米国債格付けをAAAからAA+に引下げ。S&Pは2011年8月5日に既に引下げ済。当時は米債務上限問題が一段落した後も、欧州周辺国の債務問題がリスクオフムードを強めていた。米長期金利はそうした中で低下基調を継続。もっともUSDは底堅く推移し、約1か月後から上昇基調。USD/JPYは80円以下で介入が下支え。

<ECB> ターミナルレートに到達と予想

USDが強くなる時の条件

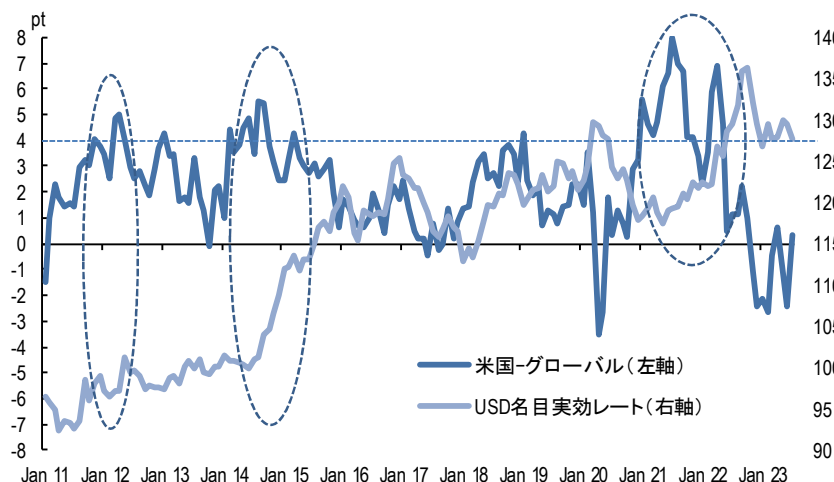
1. Fedによる利上げ期待の急速な高まり(2022年のUSD高要因)
 - リスクオンの際にはUSDは弱くなる傾向があるが、Fedの利上げ期待が高まっている最中は上昇する傾向がある。
2. 米国経済の独り勝ち(2021年のUSD高要因)
 - 米国製造業PMIがグローバル製造業PMIを4ポイント以上上回る程の米国経済独り勝ちとなると、USDは上昇する傾向。2021年中のUSD上昇のメインドライバー。
3. リスクオフ時(短期的反応)
 - 以前はリスクオフの時には円の方が強くなったが、今の円はそこまで強くなれないため、USD高が目立つ。

Fedの金融政策織り込み度合いとUSD名目実効レート



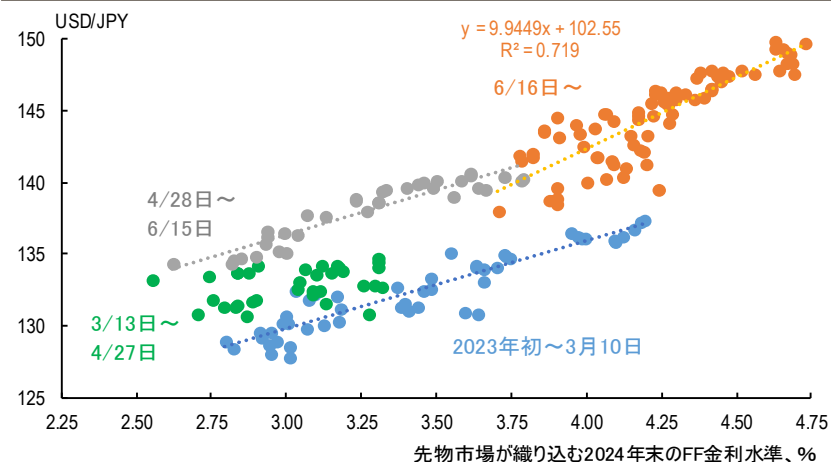
Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

製造業PMI(米国-グローバル)とUSD名目実効レート



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

Fedの金融政策織り込み度合いとUSD/JPY相場の相関関係



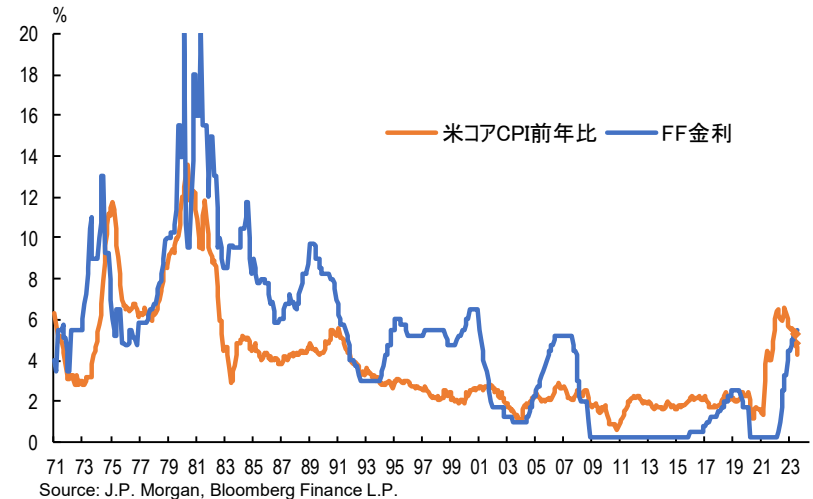
Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan

J.P.Morgan

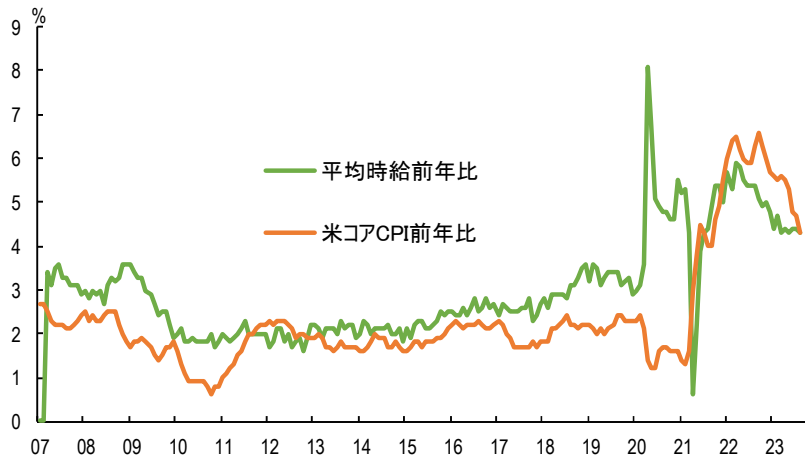
Fed利上げ時のターミナルレートは、通常コアCPI前年比を上回る

- FF金利は近年コアCPIを下回って推移することが多かったが、少なくとも利上げ局面でコアCPIを下回った水準で利上げが終了したことはない。
- 8月のコアCPI前年比+4.3%、FF金利ターゲット(上限)5.50%。
 - 2016/12月～の利上げ局面＝最大50bpの差
 - 2004/6月～の利上げ局面＝最大315bpの差
 - 1999/6月～の利上げ局面＝最大410bpの差
 - 1994/2月～の利上げ局面＝最大300bpの差

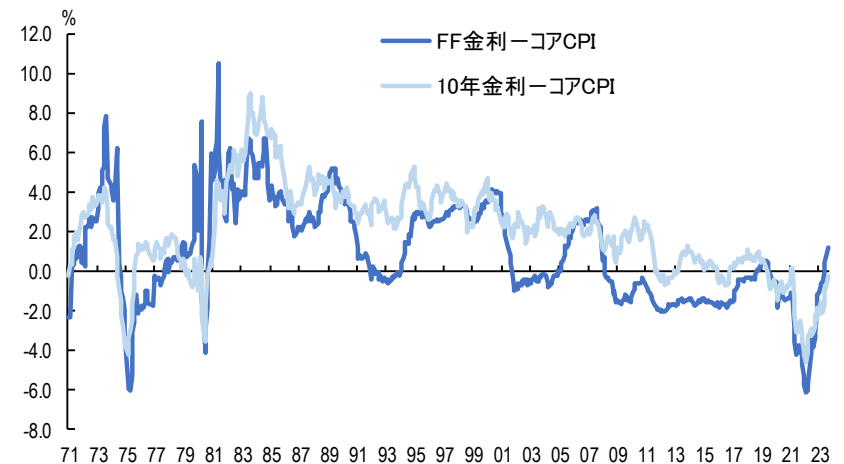
米コアCPI前年比と米国長短金利



米コアCPI前年比と米平均時給前年比



米実質金利



Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P.

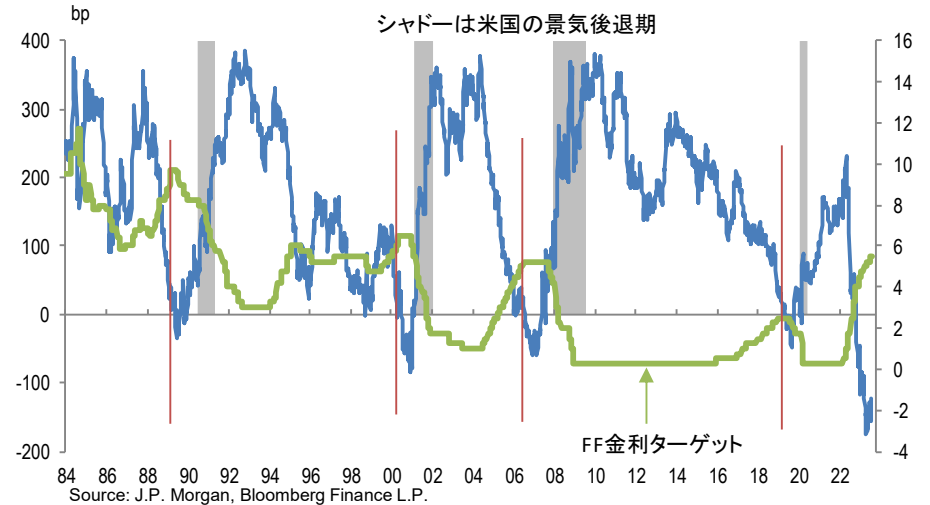
Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P.

J.P. Morgan

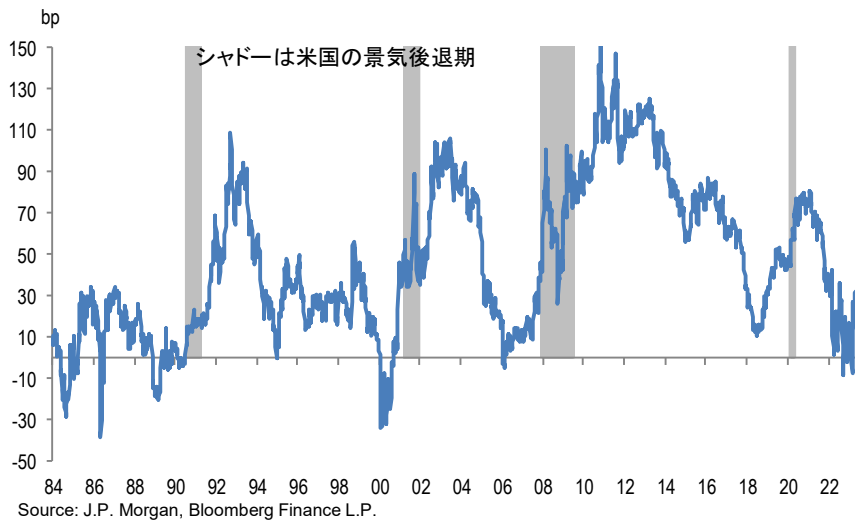
米景気後退懸念と米イールドカーブ

- 景気後退入りを見極めるには3ヶ月/10年のイールドカーブの方が適している。
- 過去を見ると、イールドカーブが逆転するタイミングでは利上げは終了している。
- ただし、ディスインフレの時代とインフレの時代では、逆イールドになることのインプリケーションが異なる可能性も。

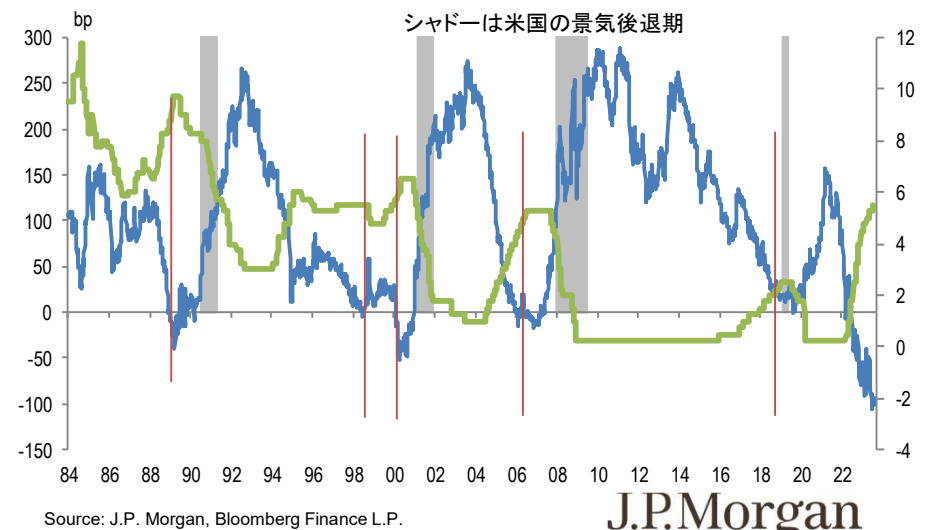
米イールドカーブ：10年 - 3ヶ月金利差 (シャドーは景気後退期)



米イールドカーブ：30年 - 10年金利差 (シャドーは景気後退期)



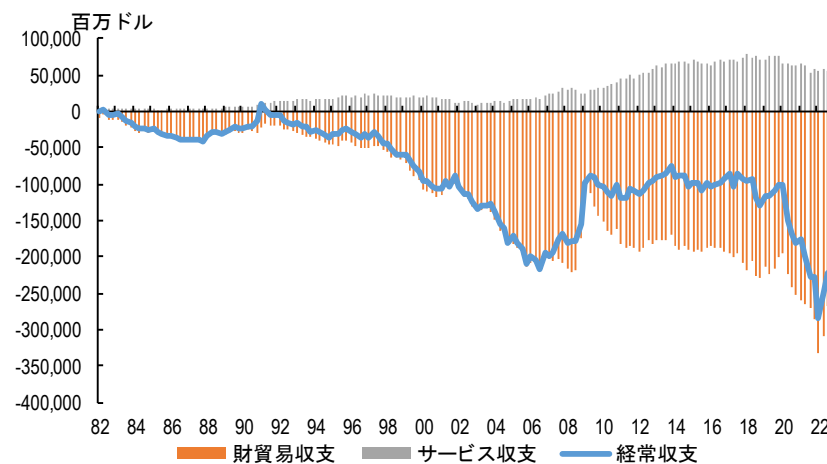
米イールドカーブ：10年 - 2年金利差 (シャドーは景気後退期)



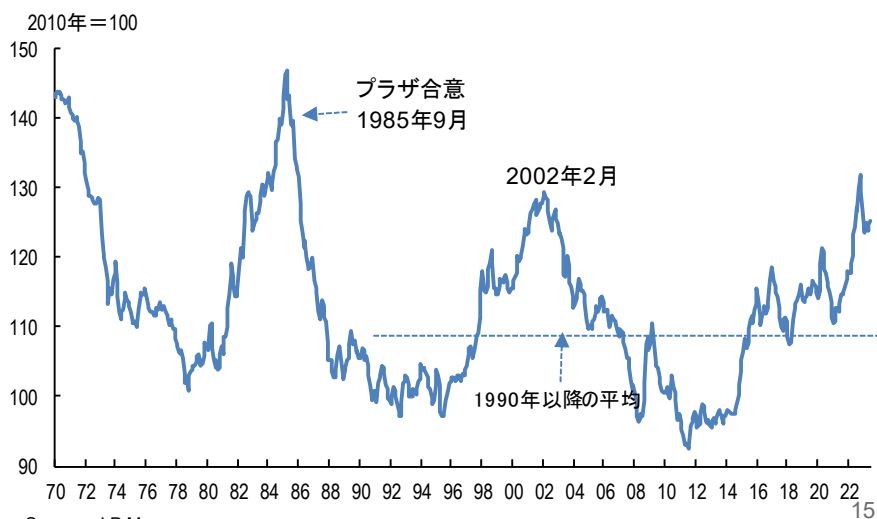
USDは構造的に強い通貨ではない: 引き続き巨額の貿易赤字

- 米国の財の貿易赤字は2022年1Qに過去最大を記録し、経常赤字対GDP比は4%台後半にまで拡大。もっともその後は縮小傾向。
- USD実質実効レートは昨年10月に1985年11月以来37年ぶりの高水準まで上昇。現在も1990年以来の平均から15%程度割高水準。
- 米貿易赤字から発生するUSD売りは常に存在している。それ以上の米国への投資資金の流入があるからUSDは上昇する。資金流入が細り、米貿易赤字から発生するUSD売りの方が大きくなるとUSDは下落を始め、貿易赤字が注目される結果となる。

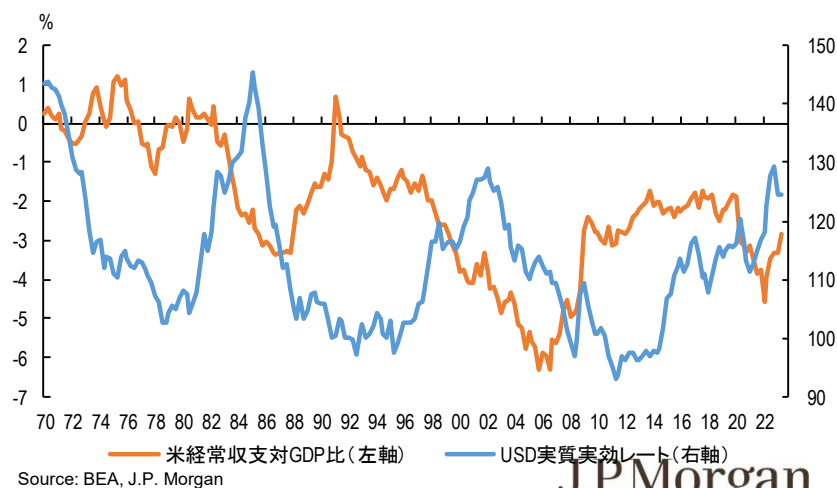
米国経常収支と財貿易収支



USD実質実効レート

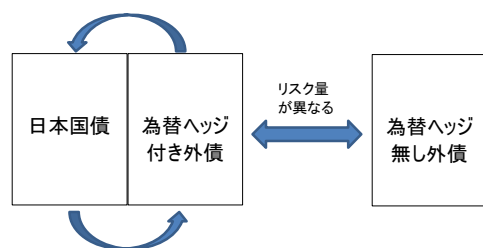


米国経常収支対GDP比とUSD名目実効レート

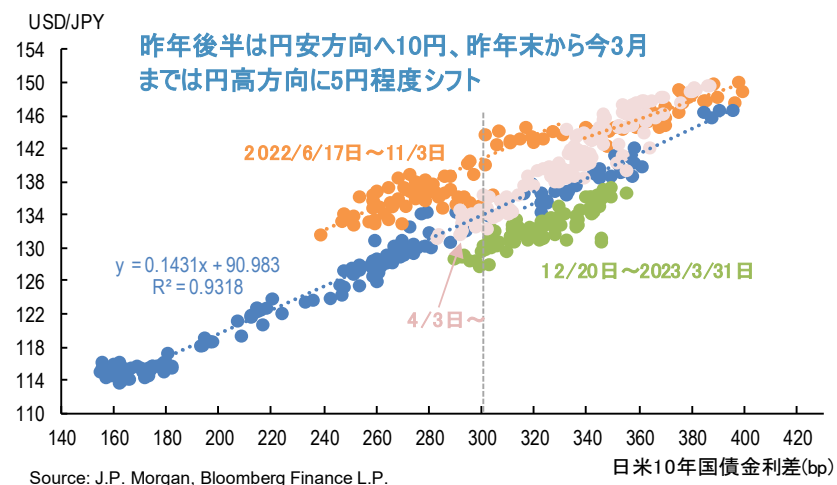


日銀がYCCを解除し、日本の長期金利が多少上昇しても、円高は一時的に終わると予想する理由

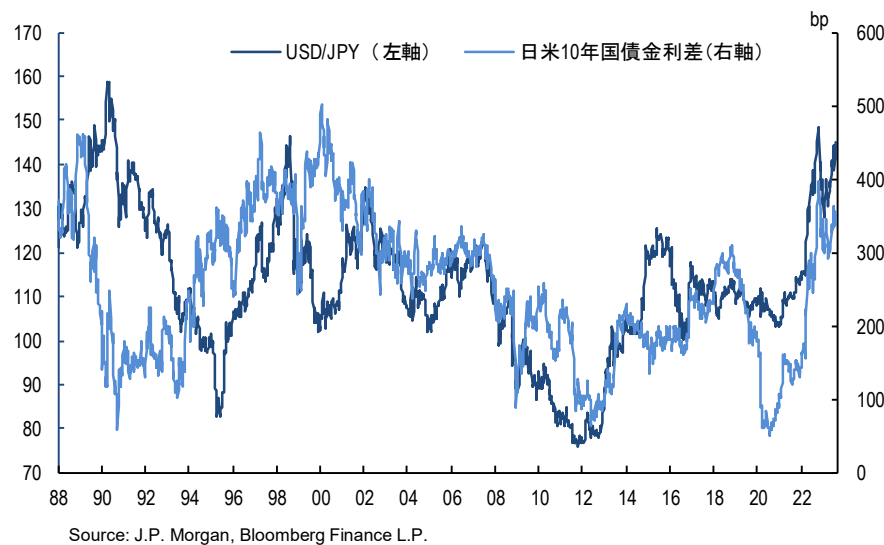
1. 日米長期金利差とUSD/JPYの相関は短期的には強いことが多いが、頻繁に上下にシフトする。
2. 日本の長期金利が上昇したら、本邦投資家のレパトリに対する思惑で、米長期金利も上昇し、金利差は縮小しない。
3. 本邦投資家が売却する米債は殆どヘッジ付き外債の可能性。



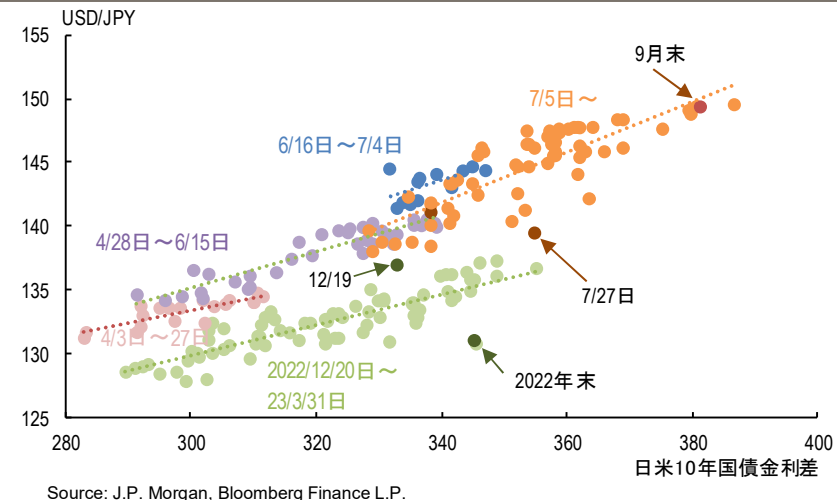
日米10年金利差とUSD/JPY相場の相関関係 (2022年初来)



日米10年債利回り差とUSD/JPY(長期)



日米10年国債金利差とUSD/JPY相場の相関関係 (2022年12月19日以降)



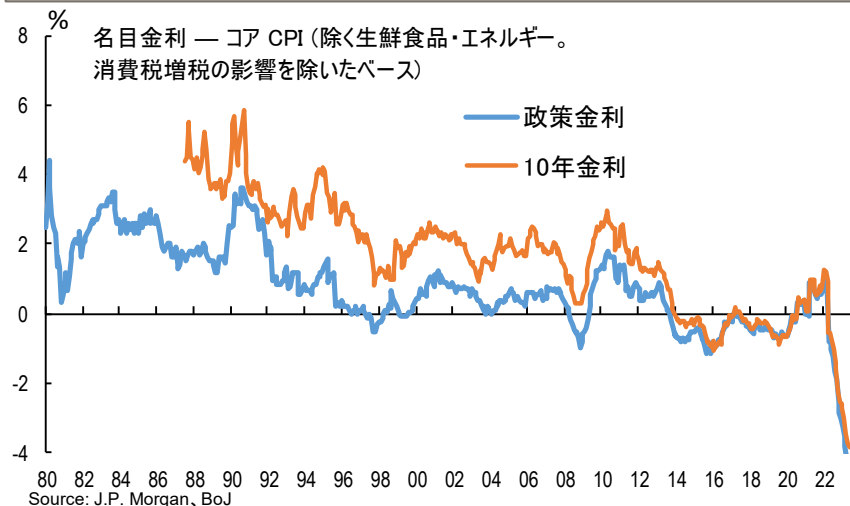
Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

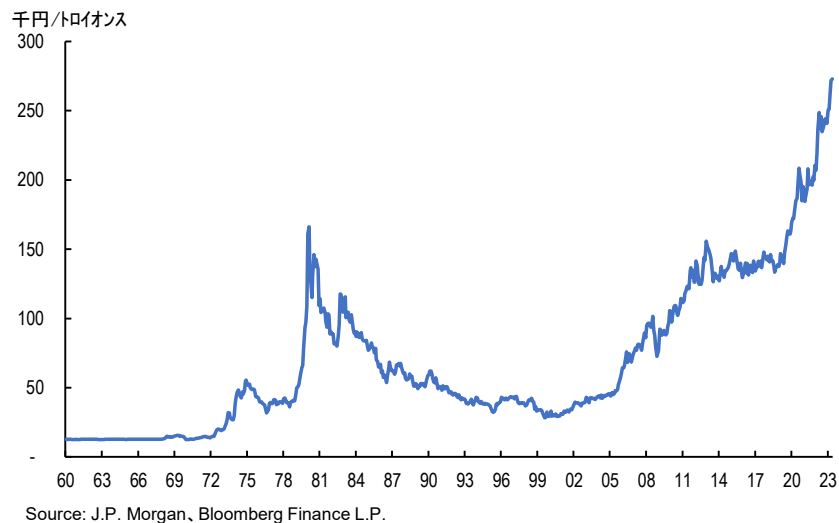
構造的円安要因①: 大幅にマイナスとなっている実質金利

- 日本はインフレ率が上昇する中、名目金利が上昇しないため、昨年後半以降、急速に実質金利のマイナス幅が拡大。
- FedやECBはマイナスの実質金利を解消すべく、急速な利上げを進めてきた。
- 日本のインフレ率は今後も一定レベルで高止まりする可能性が高い一方、金利の大幅引き上げには動けない。
- 当面、日本の実質金利は大幅なマイナス圏で推移する可能性があり、円の価値が下落し続けるリスクが高くなる。

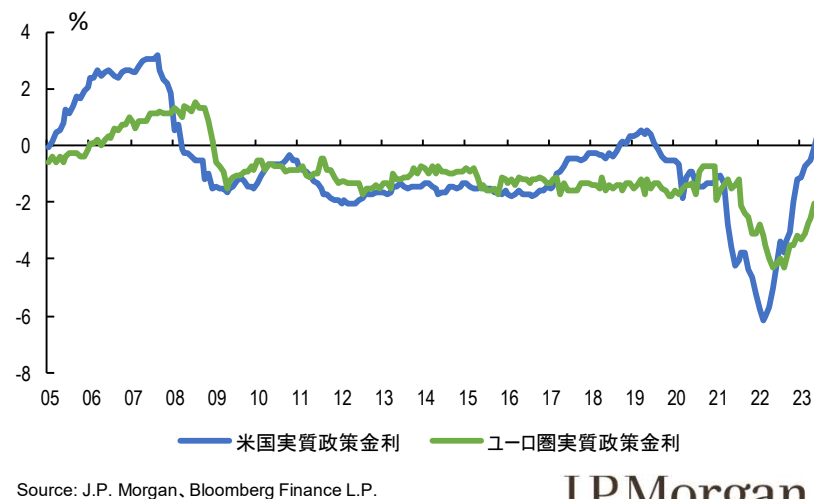
日本の実質金利



金の円建て価格 - 5年間で倍に。。。円の価値が金に対して半分に

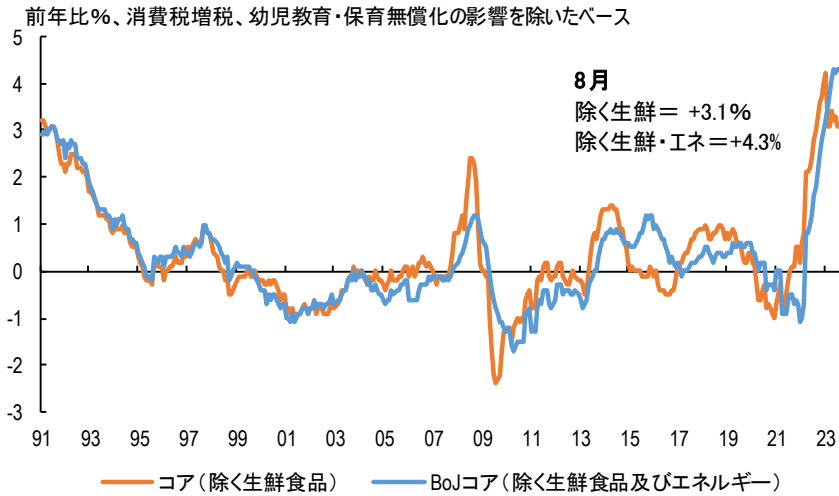


米国とユーロ圏の実質金利



日本のコアインフレ率は40年以上ぶりの上昇率

日本のコア消費者物価指数・前年比（消費税増税等の影響を除くベース）



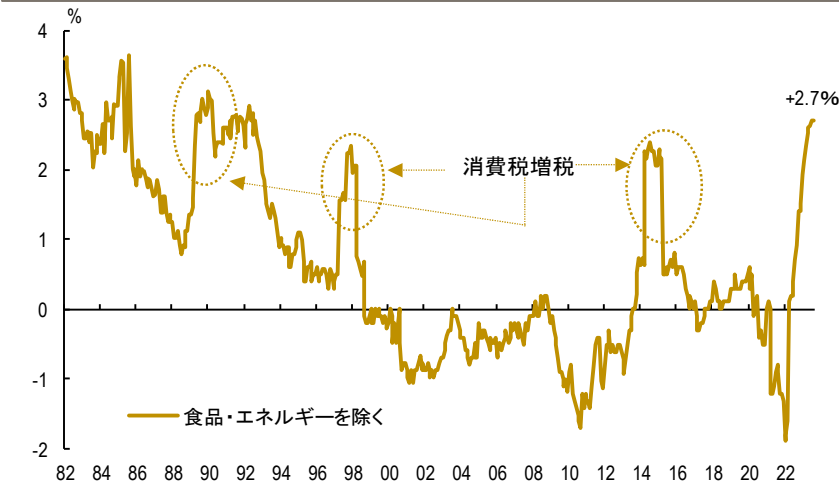
Source: 総務省、J.P. Morgan

日本の10年ブレイク・イーブン・インフレーションレート



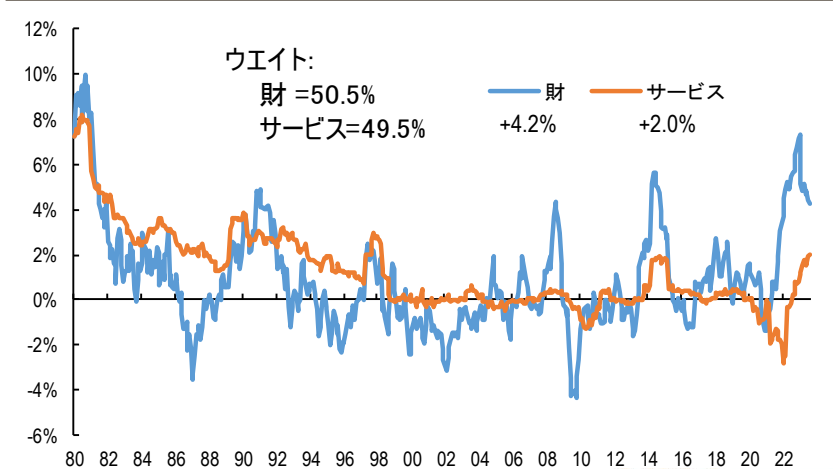
Source: J.P. Morgan、Bloomberg Finance L.P.

食品・エネルギーを除いた日本のCPI前年比



Source: 総務省、J.P. Morgan

日本のCPI: 財とサービス



Source: 総務省、J.P. Morgan

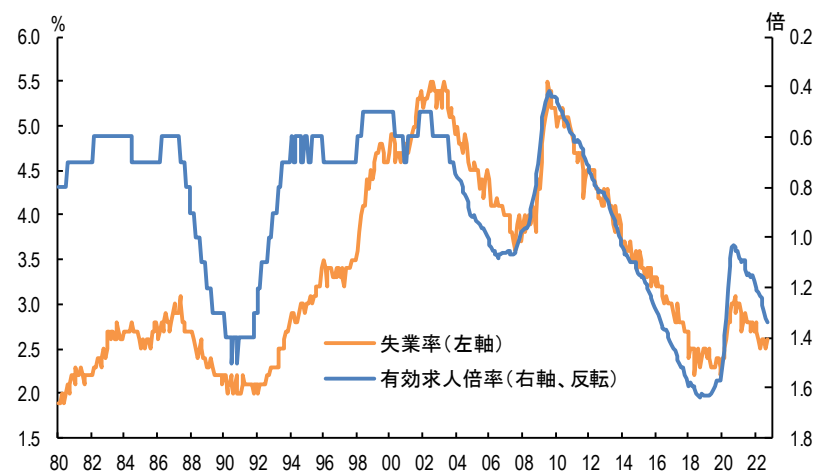
J.P. Morgan

日本企業は賃金を引き上げる必要に迫られ、結果的に価格を上げざるを得ない

■ 今度こそ日本の賃金は上昇基調を維持する可能性が高い理由

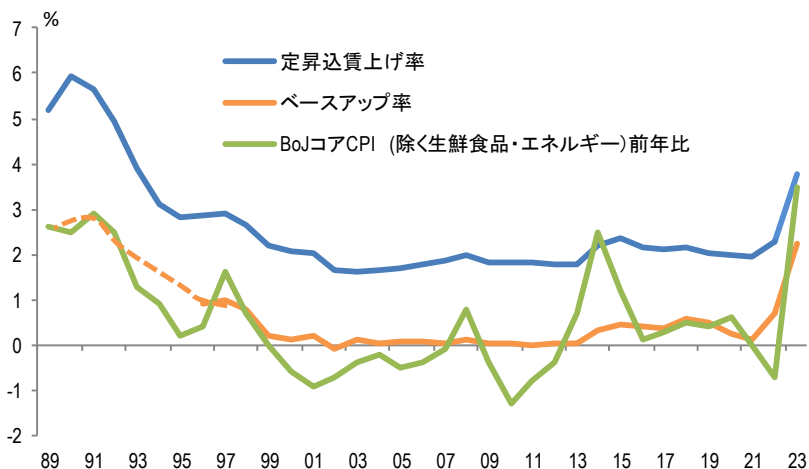
1. 少子高齢化の加速＝現在20代の人口は60代の83%だが、10代の人口は50代の64%、10歳未満は40代の53%しかない。2022年の出生数は初の80万人割れ。1960年代以降のピークの1973年は209万人。
 2. 女性の就業率が上昇し、同ペースでの上昇が見込めない。
 3. 円安と賃金安で海外からの労働者確保が困難となる。
 4. 海外からの観光客が増加していく中、人手不足が深刻となる。
- ⇒ 賃金を上げるために価格も上げざるを得なくなる。

日本の失業率と有効求人倍率



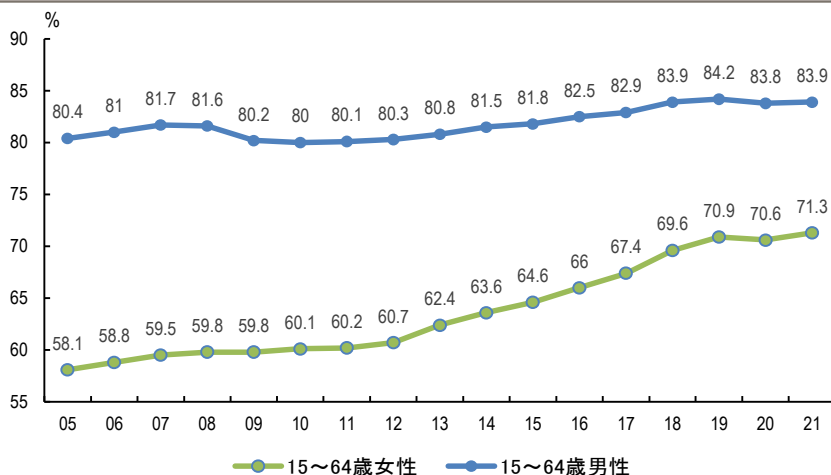
Source: 厚生労働省、J.P. Morgan

民間主要企業における春季賃上げの状況



Source: 厚生労働省、総務省、連合、J.P. Morgan

男女別就業率(15歳～64歳)

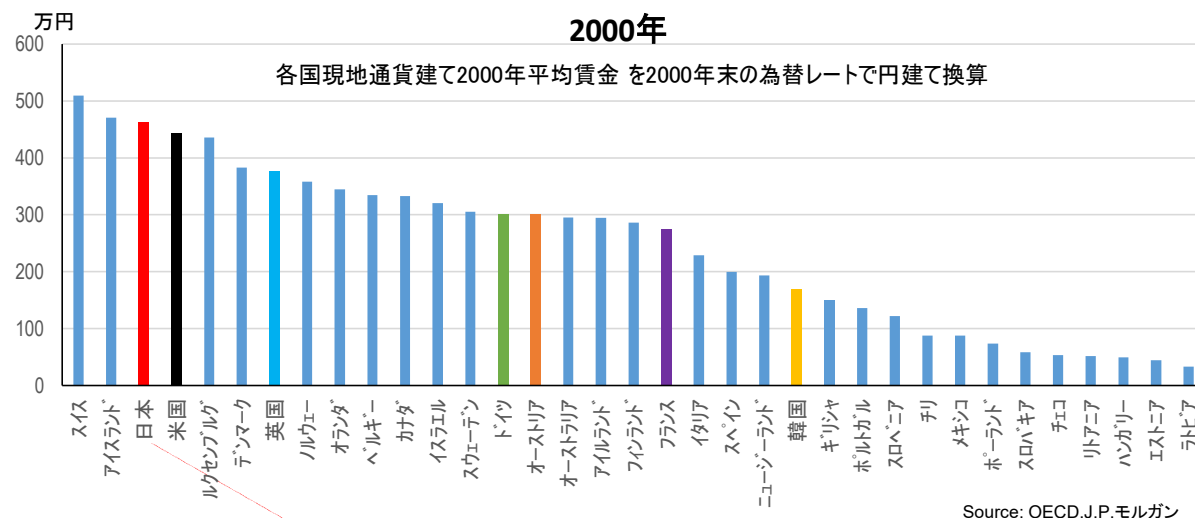


Source: 内閣府

J.P. Morgan

日本の平均年収は約20年間で、世界で3位から23位まで大きく後退。20年前は日本の半分以下だった韓国よりも10%も低い水準。

各国の円建て平均年収・2000年と2021年(為替レートは直近)の比較



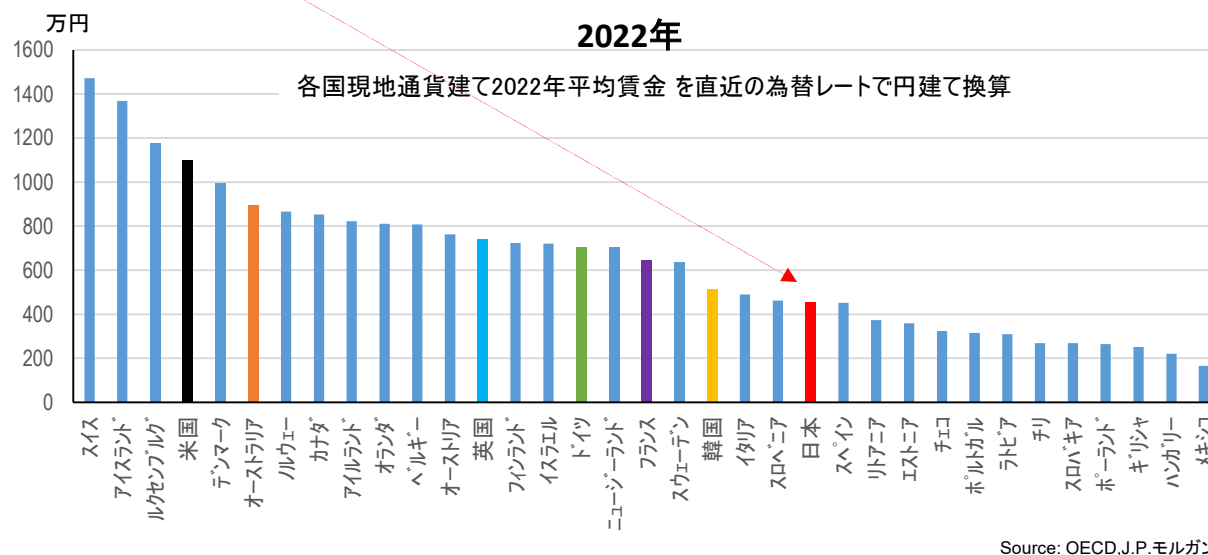
他国は現地通貨建ての平均年収が増加

+

殆どの国の通貨に対して大幅円安

結果的に、日本の平均年収は約450万円前後で変わらないが、世界の主要国の中で相対的な水準としては大きく後退している。

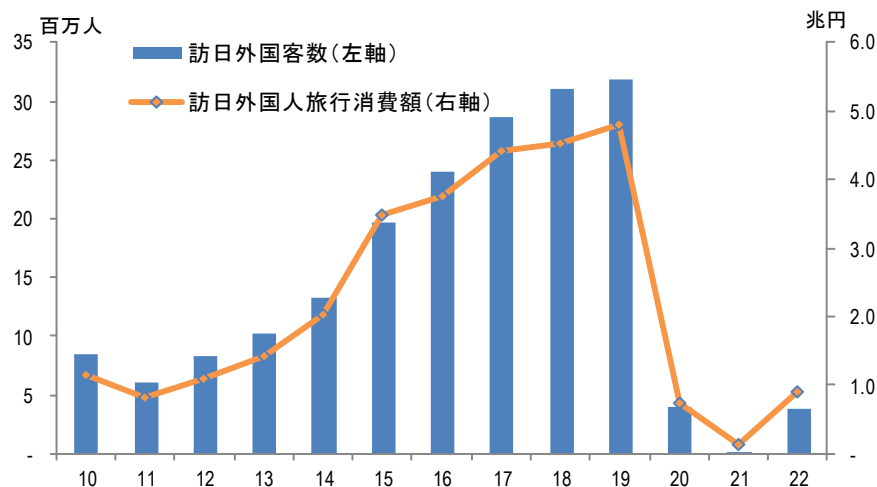
日本人の購買力は大きく低下している。



訪日客の増加は、物価も賃金も押し上げる。円買い規模は国際収支悪化で影響は限定的に

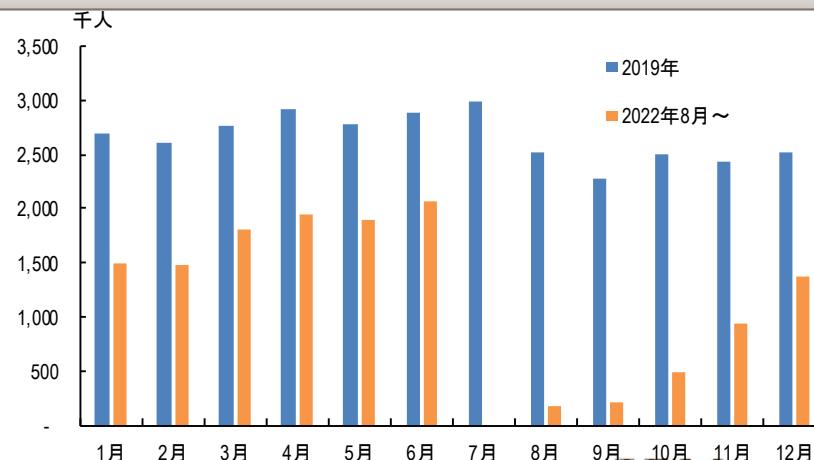
- 2022年10月11日からビザなし渡航・個人の観光旅行を解禁。唯一、割安な円・日本を買ってくれる訪日客増加が期待される。
- 2023/3月以降の訪日客数は、2019年の7割程度まで回復。但し、中国からの訪日客は依然として全体の10%程度に止まっている。
- 2019年の訪日外国人のうち、30%が中国からだったため、中国の国境規制の緩和も必要(その他の入国者の内訳は、韓国18%、台湾15%、香港7%)。
- 平均年収が日本の1.5倍～2.5倍の国の人々が日本を訪れるため、日本の物価を押し上げることが予想される。
- 2019年には3,200万人が日本を訪れ、4.8兆円の支出(円買い)を行っていた。

訪日外国客数と旅行消費額 (年間データ)



Source: 政府観光局、観光庁、J.P.モルガン

訪日外国客数・月次データ・2019年と2022年の比較



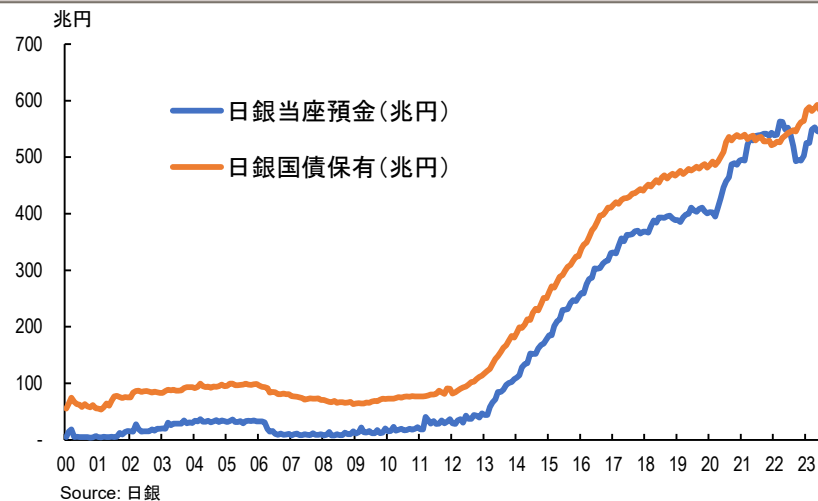
Source: 政府観光局、観光庁、J.P.モルガン

J.P. Morgan

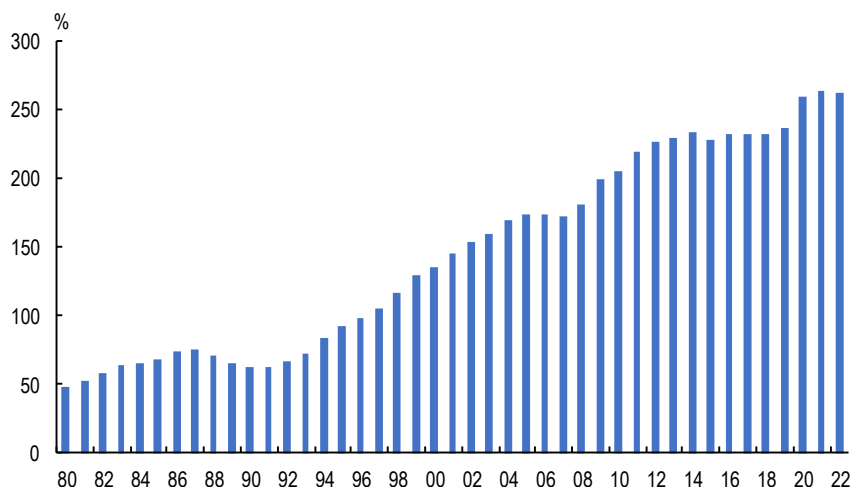
日本は待望のインフレ率上昇となったものの、金利が上げられない。。。その結果、実質金利の大幅マイナスは続く

- 2013年3月の黒田総裁就任時は、日銀の国債保有額は93兆円、残高全体の11%程度だったが、2023年6月時点では保有額583兆円、残高全体の52%程度にまで激増している。
- それに伴い、日銀当座預金の規模も、2013年2月の44兆円から550兆円に急増している。仮に政策金利を+1.0%に引き上げたら、5.5兆円の利払い負担となり、日銀は赤字となり(2022年度の当期剰余金=2.1兆円、純資産5.5兆円)、財政負担が増える。
- 政府債務も多額となっているため、財務省の試算では、想定する金利より更に2%金利が上昇した場合、2025年度の国債費は想定よりも7.5兆円増加する。

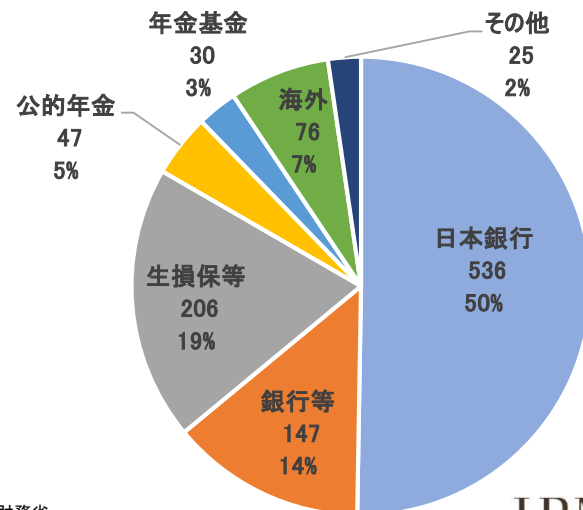
日銀当座預金と国債保有額



日本の政府債務対GDP比



国債の保有者別内訳(兆円、2022年9月末)

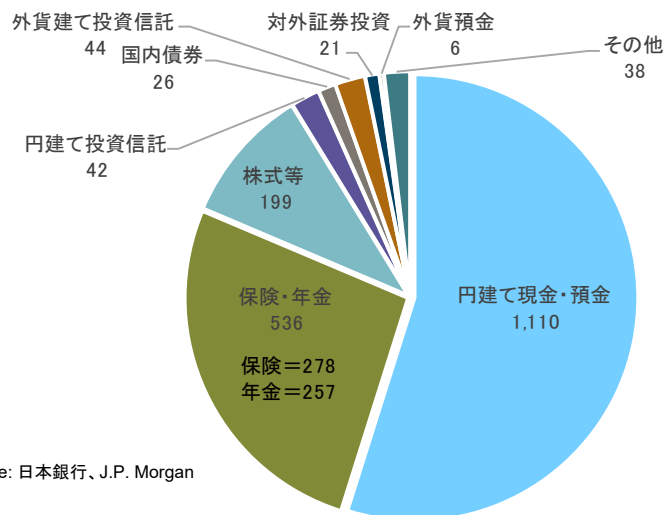


J.P.Morgan

今度は家計によるキャピタルフライトを警戒すべき：今回は実質金利の大幅マイナスにより、実際にオオカミがやってくる可能性を警戒すべきかもしれない

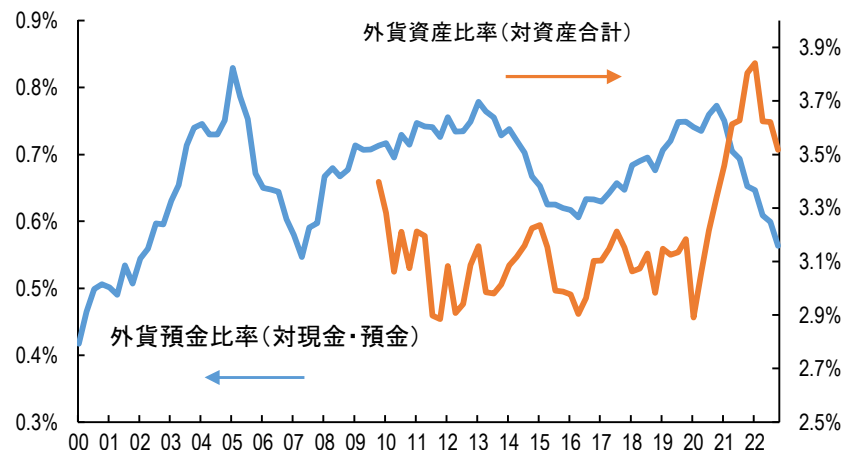
- 日本の家計は保有する金融資産の半分、1,100兆円を未だに円建て現金・預金で保有。「このうちの1%でも外貨にシフトしたら大幅な円安になる」と、ずっと言われてきたが、全く実現しなかった。しかし、今回は違うかもしれない。
 - I. 家計がこれまで円建て預金を多額に保有していたのは、それが正しい選択だったから。しかし、今やそれは実質金利の大幅マイナスで正しい選択では無くなっている。
 - II. 上がらない給料と円安で日本人は明らかに以前に比べ貧しくなり、国民はそれを実感している。エネルギー・食品価格の高騰や、海外旅行の値上がりを受けて、多くの日本人が外貨保有に興味を持つかもしれない。
 - III. 外貨投資のハードルは以前より圧倒的に低い。以前のように銀行の営業時間中でなくてもスマホで外貨預金ができる。コストも以前に比べると大幅に下がっている。
 - IV. 預金の大半を保有しているのは高齢者だが、今の高齢者は昔の高齢者とは違う。家計の金融資産の半分を保有しているのは70代と80代。

家計の金融資産 (2022年末、兆円)



Source: 日本銀行、J.P. Morgan

家計の外貨資産・外貨預金保有比率

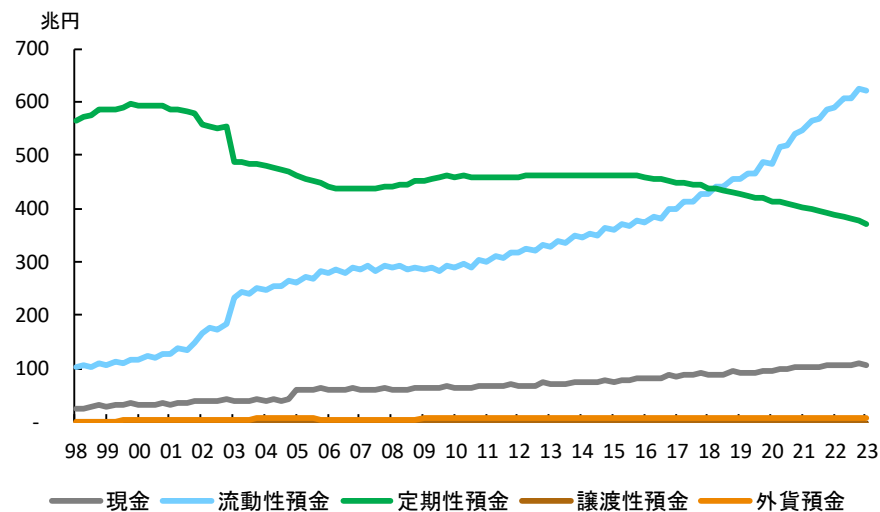


Source: 日本銀行、J.P. Morgan

家計のキャピタルフライトが発生したらどの程度の規模になるのか？

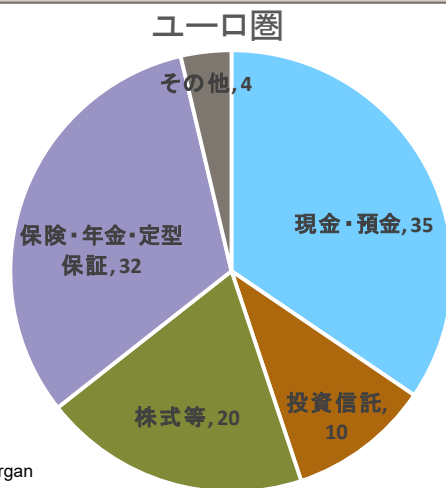
- 日本の家計が保有する現金は107兆円(2023年3月末)。2019年末と比べて10兆円増加。同期間で円建て流動性預金は136兆円増加。数十兆円規模のキャピタルフライトは発生し得る。
- 日本の家計の金融資産に占める円建て『現金・預金』の比率は53%。米国は14%でユーロ圏は35%。
- 仮に日本の家計の『現金・預金』比率がユーロ圏並みまで低下したとすると、約400兆円分の円建て『現金・預金』が他の資産に流出することになる。
- 日本の家計の『株式』比率は11%(2023年3月末)なので、これがユーロ圏並みまで増加したら、約180兆円分の株式へのシフトが発生することになる。2024年から始まる新NISAも好タイミング。

家計の外貨資産・外貨預金保有比率



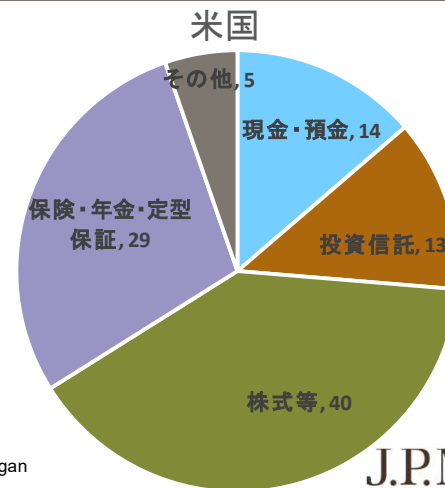
Source: 日本銀行, J.P. Morgan

ユーロ圏家計の金融資産の全体に対するシェア(%, 2022年3月末)



Source: 日本銀行, J.P. Morgan

米国家計の金融資産の全体に対するシェア(%, 2022年3月末)



Source: 日本銀行, J.P. Morgan

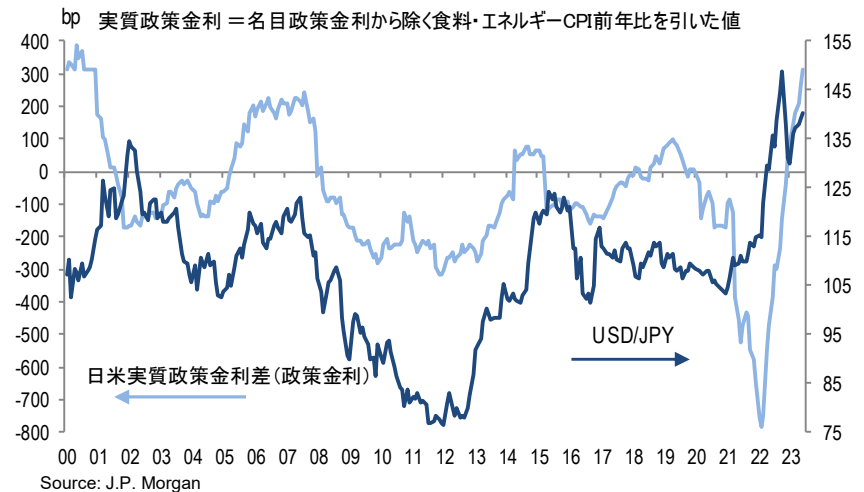
J.P.Morgan

日米実質金利差とUSD/JPY

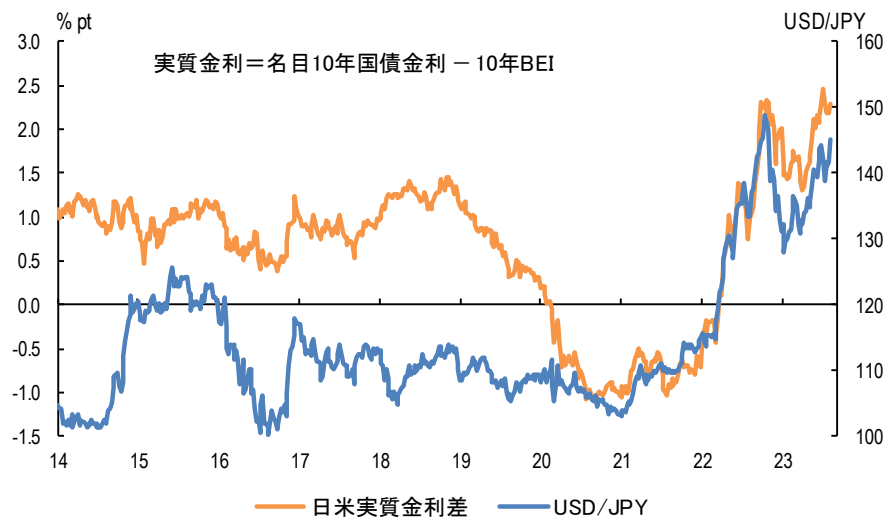
米国 = 期待インフレ率の落ち着き + タカ派姿勢を崩さないFRB → 実質金利が上昇し易い

日本 = 期待インフレ率に一段の上昇余地あり + ハト派姿勢を崩さない日本銀行 → 実質金利が低下し易い

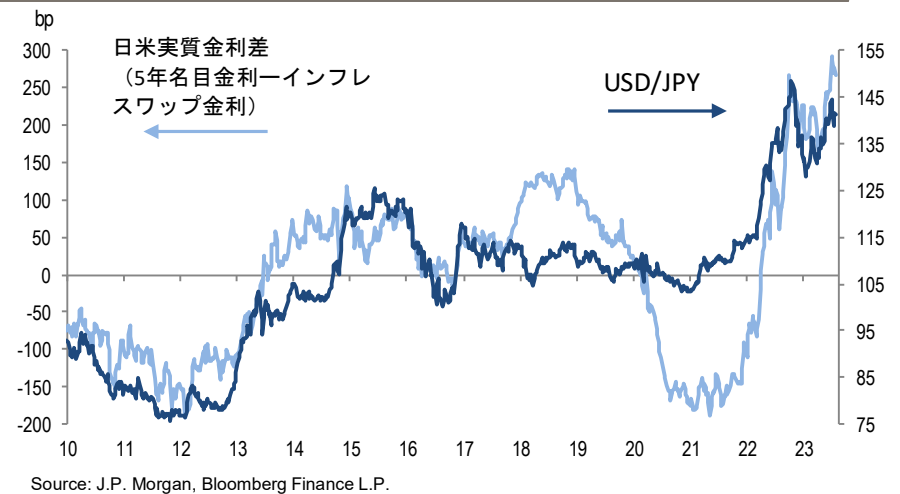
日米実質政策金利差とUSD/JPY (月次データ)



日米実質金利差とUSD/JPY (週次データ)



日米5年実質金利差とUSD/JPY (週次データ、インフレスワップを使用)



J.P.Morgan

Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

円安の背景：日本企業によるキャピタルフライトと貿易構造の変化

1. 日本企業は2013年以降対外直接投資を急増させた

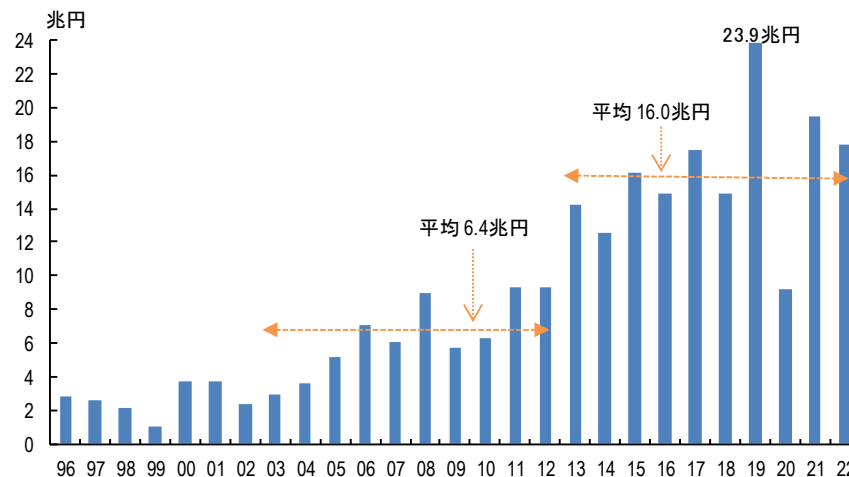
- 2011年3月の東日本大震災を受けたサプライチェーンの変更。欧米の保護主義、環境規制なども影響？
- 2013～22年の10年間の対外直接投資は合計161兆円でその前の10年間の倍以上。
- 今や日本の方が製造コストが割安でも、日本企業は日本に戻ってこない。

日本企業によるキャピタルフライト

2. 円安でも貿易黒字が増えない経済構造に変化してしまっている。

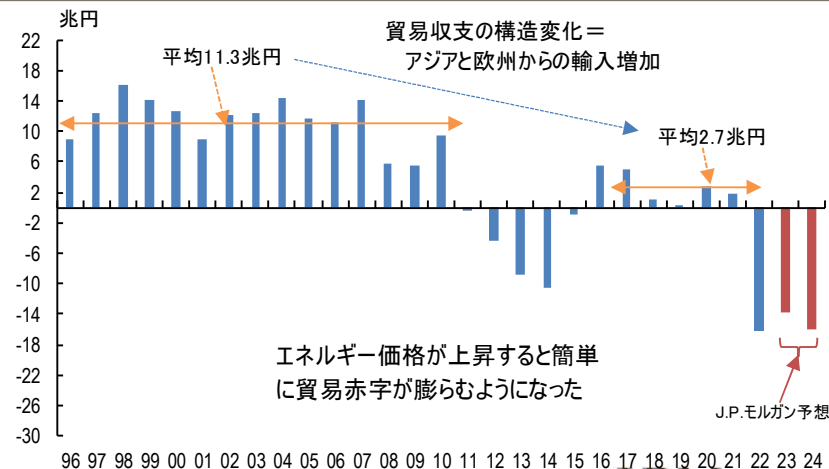
- 海外生産移管の影響もあり、アジアと欧州からの輸入が増加し、貿易黒字が増えなくなった。約10兆円程度の日本の貿易収支の構造変化。
- そうした中で、エネルギー・コモディティ価格が上昇すると、簡単に貿易赤字が膨らむようになっている。
- 2022年の貿易赤字は15.8兆円となり、これまでの過去最大(2014年:10.5兆円)の赤字を大きく上回った。2023年も貿易赤字は同程度となると予想。

日本のネット対外直接投資（年間データ）



Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の財の貿易収支（国際収支ベース、年間データ）



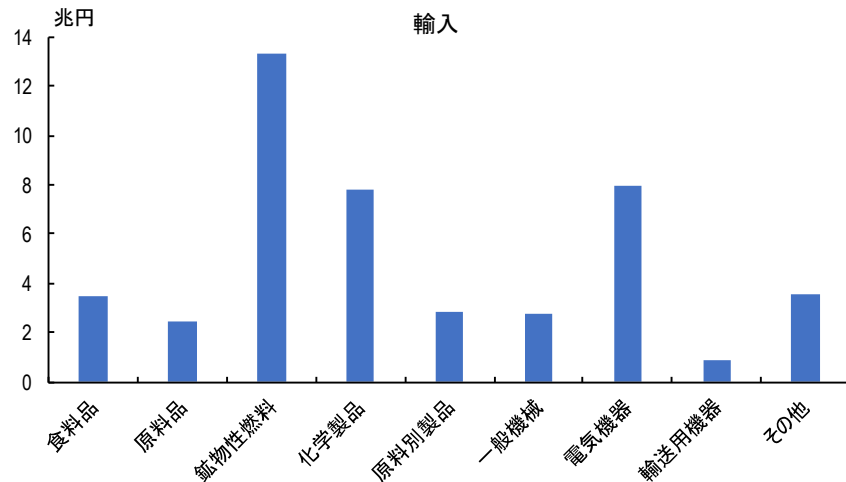
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P. Morgan

日本の貿易構造の変化 : 2007年との比較 (通関ベース)

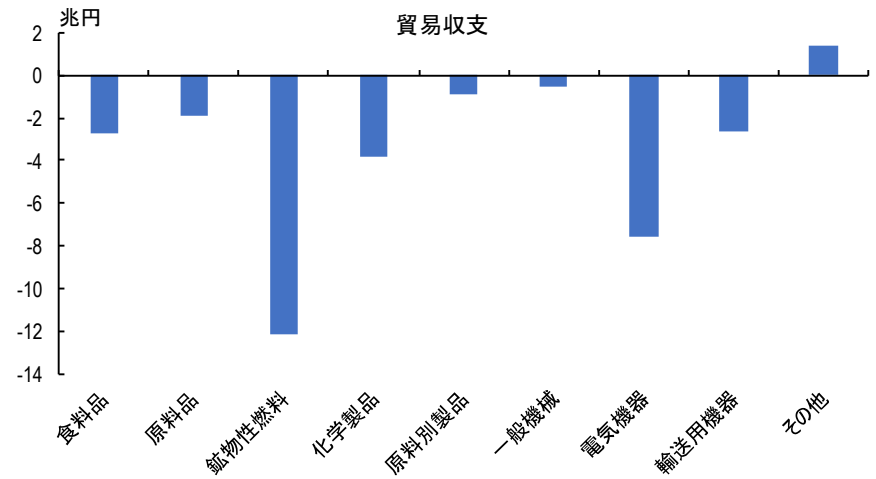
- 日本の貿易収支が最後に10兆円台を維持していた2007年と2022年の貿易収支(通関ベース)の内容を比較。
- 2007年から2022年で貿易収支は10.8兆円の黒字から20.0兆円の赤字まで30.8兆円悪化。
- 最も悪化に貢献したのは鉱物性燃料(13.3兆円)だが、主要品目はおおむね収支が悪化。
- 特に目立つのは電気機器(7.6兆円)、化学製品(3.8兆円)、食料品(2.7兆円)、輸送用機器(2.6兆円)。
- 特に電気機器、化学製品は輸入の増加が目立ち、それぞれ、8.0兆円、7.8兆円増加している<USD/JPYは10%円安になっているので、円安で説明可能なのはそれぞれ、0.9兆円、0.6兆円>。

日本の輸入・2022年と2007年の差



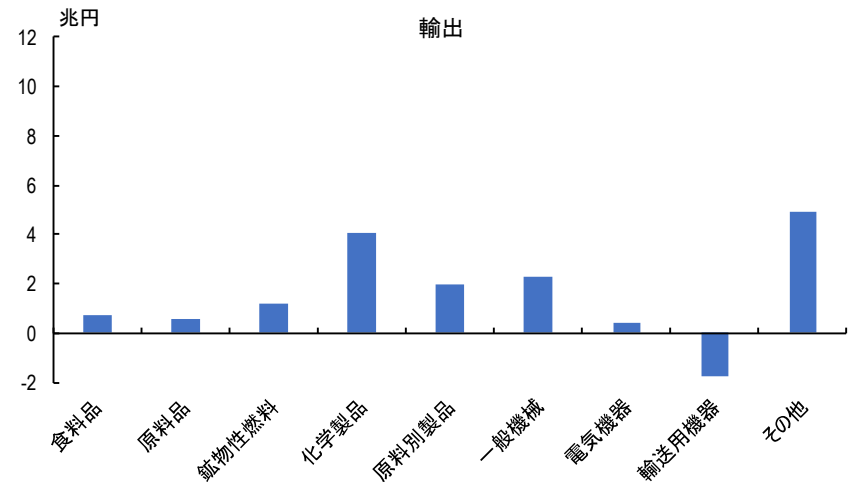
Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の貿易収支・2022年と2007年の差



Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の輸出・2022年と2007年の差

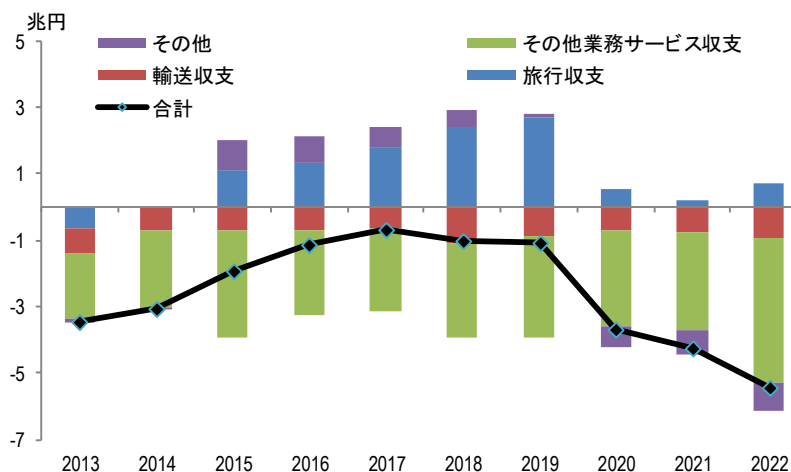


Source: 財務省、J.P.モルガン

ミレニアル以降の世代が主導するサービス輸入・第二次所得収支の赤字も増加基調

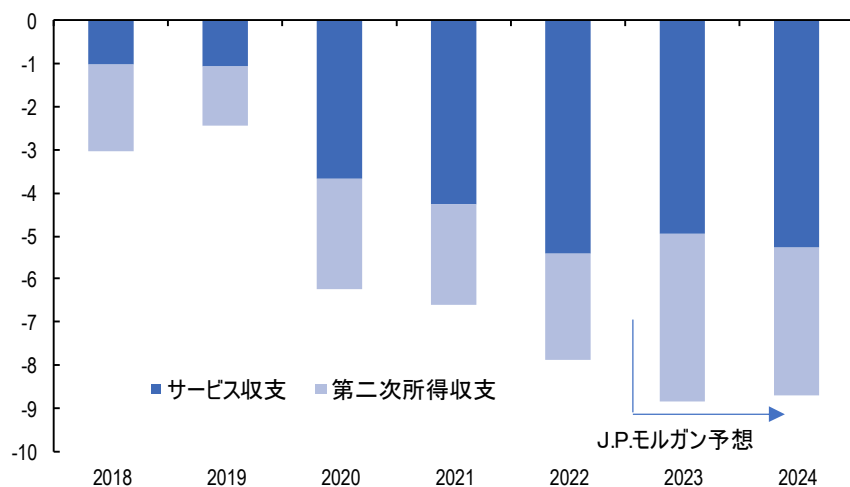
- ここ数年、サービス収支の赤字拡大もある程度円安に影響を与えていると考えられる。半分は旅行収支の悪化が理由だが、残りの半分は新しい時代のサービス輸入増加が影響している。
- 近年、旅行収支の悪化以外でサービス収支赤字拡大に寄与しているのは、インターネット広告料の支払いや、ゲーム等のサブスクリプション契約、クラウドサービスやウェブ会議システムの利用料等。
- 以前はモノの輸出で貿易黒字を稼いでいた日本は、対外直接投資の増加等を通じてそのかなりの部分を失い、今度はサービスの輸入を増やし始めている。

日本のサービス収支



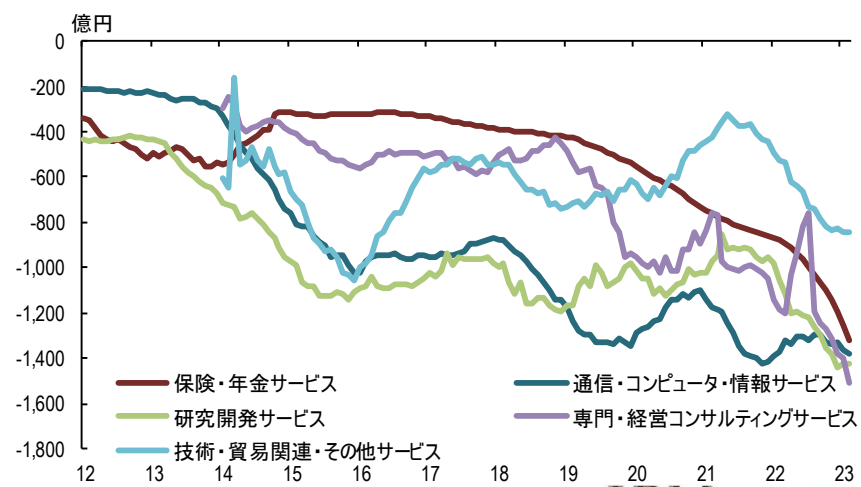
Source: J.P. Morgan、財務省

日本のサービス収支と第二次所得収支



Source: J.P. Morgan、財務省

その他業務サービス収支の内訳 (月次データ、12か月移動平均)



Source: J.P. Morgan、財務省

J.P. Morgan

国境を超える実際のフローの観点からは、日本は既に経常赤字国

- アジアと欧州からの輸入が増加。そこにコモディティ価格の上昇で財の貿易赤字急増。また、サービス収支、第二次所得収支赤字も増加基調。
- 2022年は貿易・サービス収支+第二次所得収支の赤字が24兆円にも上った。
- 一方、第一次所得収支の黒字が35兆円だったため、経常収支は11兆円の黒字を維持。
- もっとも、第一次所得収支のうち、12兆円は直接投資の「再投資収益」で日本には戻ってきていない。また、9兆円は「債券利子」であるため、これも大部分は日本に戻ってきていないと考えられる。
- 国境を超える(円の売買を伴う)実際のフローの観点からは、日本の経常収支は6兆円程度の赤字と試算することもできる。

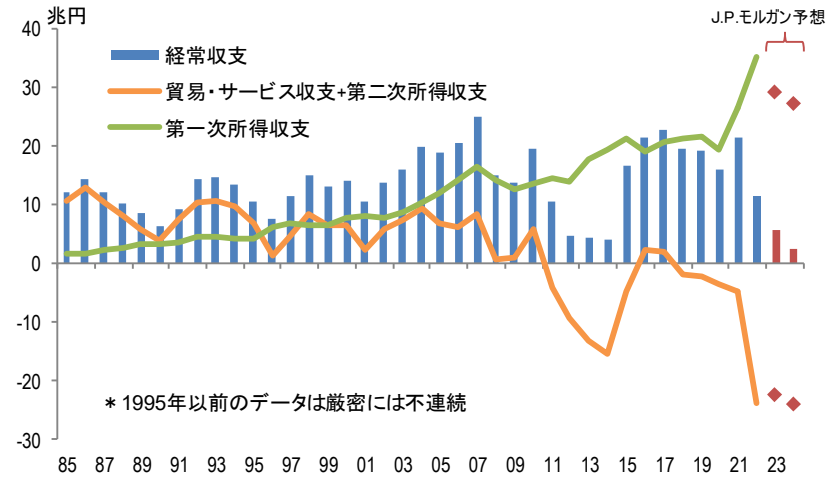
製品別貿易収支の変化 (対GDP比)

2002~2011年と2012~2021年の比較

	合計	化学品	電子部品	自動車	製造品
アジア	-0.63	0.07	-0.63	0.10	-0.15
欧州	-0.67	-0.15	-0.14	-0.16	-0.01
米国	-0.06	-0.04	-0.03	0.01	0.02

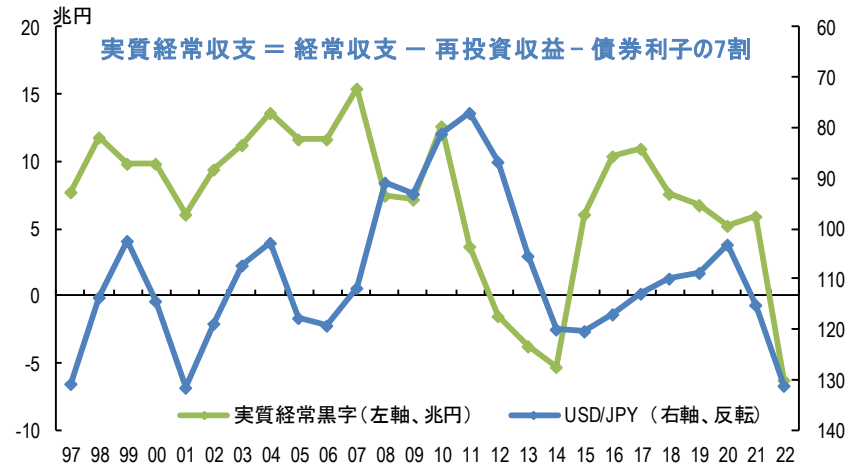
Source: J.P. Morgan, 財務省

日本の経常収支とその内訳 (年間データ)



Source: J.P. Morgan, 財務省, Bloomberg Finance L.P.

実質経常収支とUSD/JPY相場



Source: J.P. Morgan, 財務省, Bloomberg Finance L.P.

J.P.Morgan

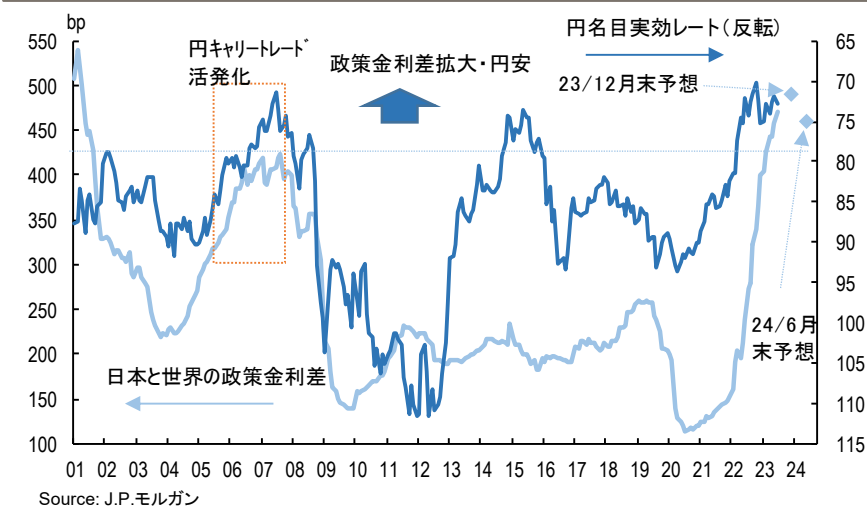
Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

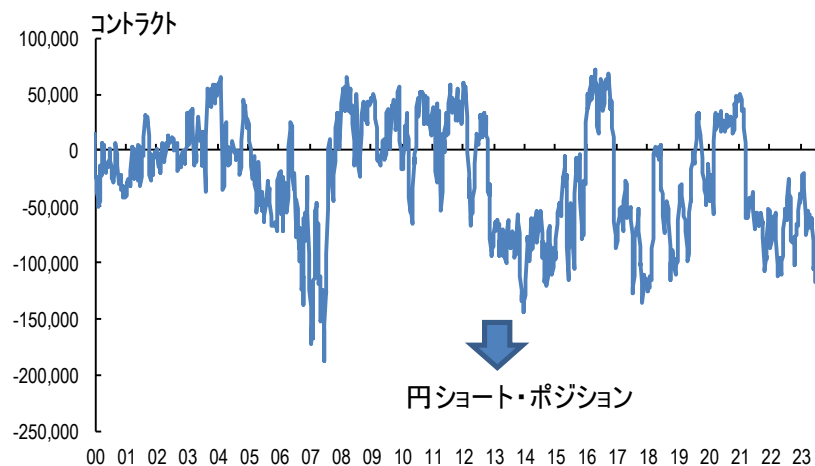
世界との名目金利差は22年ぶりの水準まで拡大。円キャリー・トレードが活発化する可能性も

- 日本と世界の政策金利の差は今年末には490bp程度まで拡大するとの予想。2024年央には460bpまで縮小するとの予想だが、それでも円キャリー・トレードが活発化した2005～2007年のピーク時よりも金利差は大きい。
- 円キャリー・トレードの規模はまだピークだった2007年2月の半分以下に止まっていると考えられる。
- 円の投機的ポジションも傾きは大きくない。
- 市場のボラティリティがもう少し低下すると、円キャリートレードが活発化する可能性が高い。

日本とグローバル政策金利との差とJPY名目実効レート



IMMを通じた円の投機的ポジション



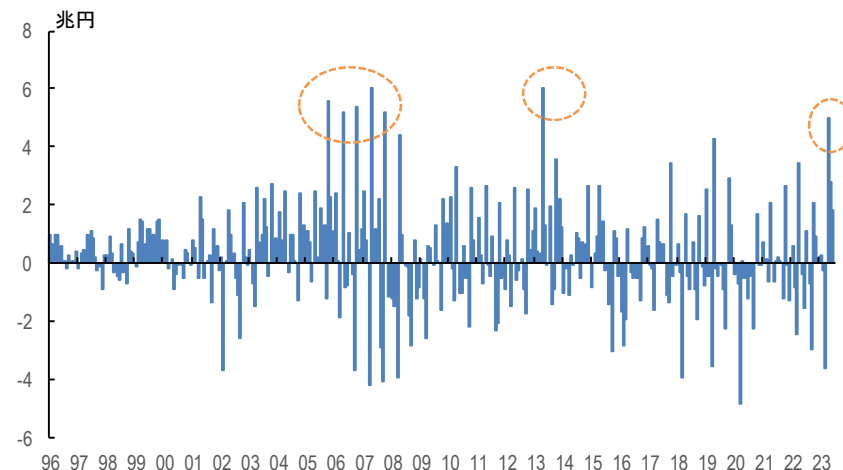
外国銀行在日支店・本支店勘定・資産



海外投資家の日本株買いも円キャリートレードと組み合わせ

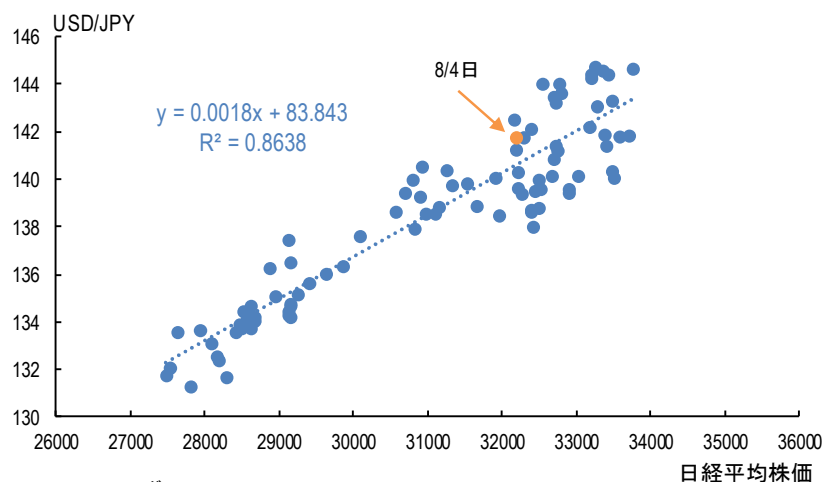
- 海外投資家は4月以降、日本株を9兆円以上買い越し。
- ここまでの多額の買い越しは2005年の小泉元首相が郵政解散で勝利した以降と、2013年4月の黒田元日銀総裁がQQEを開始した時のみ。
- 以前同様、今回も円をヘッジして日本株を購入していると考えられる。海外投資家にとってみれば、日本株投資と円キャリートレードの組み合わせ。
- 今後、再び日経平均株価とUSD/JPYが相互に作用して、相関が強くなる可能性がある。

海外投資家の日本株買い（月次ベース）



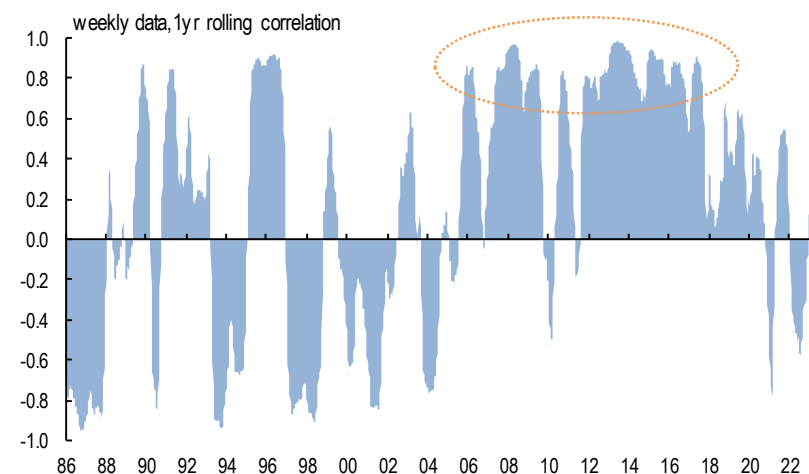
Source: J.P.モルガン、財務省

日経平均株価とUSD/JPYの相関関係（4月以降）



Source: J.P.モルガン、Bloomberg

日経平均株価とUSD/JPYの相関関係



Source: J.P.モルガン、Bloomberg

9.2兆円(600億ドル、外貨準備の5%)のドル売り・円買い介入を実施。

- 2022年9月22日、10月21日、24日に合計9.2兆円(約600億ドル)の円買い介入を実施。
- 「円買い介入」は「円売り介入」より慎重にならざるを得ない
 - 「円売り・ドル買い介入」に必要な円資金は、財務省が政府短期証券を発行して市場から調達する。つまり、円売りを行うための円資金は比較的調達し易いし、大げさに言えば無限に調達できる。一方、「円買い・ドル売り介入」に必要な米ドルは、外貨準備を取り崩して調達する。つまり限りがある。
- 約160兆円の外貨準備は、家計の円建て現金・預金保有額の約15%、年間の貿易・サービス赤字の約8年分。
- 日本は変動相場制の国に分類され、為替介入にはルールがある。IMFによる為替介入のルールでは…
 - 介入は過去6か月間で最大3回まで。
 - それぞれの介入は3営業日以内。

日本の外貨準備

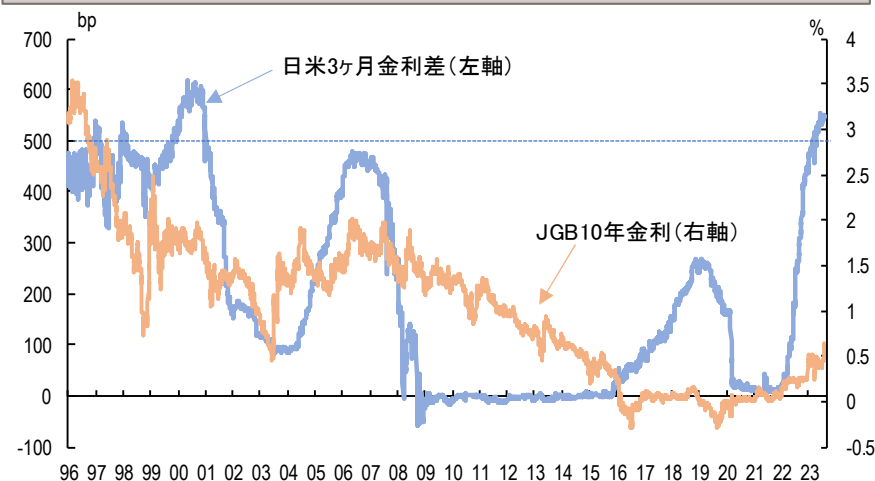
	10億ドル			1\$=140円で計算 兆円
	2022年8月末	2023年4月末	変化	
外貨準備	1,292	1,265	-27	177
外貨	1,173	1,137	-36	159
証券	1,037	1,000	-36	140
預金	136	137	0	19
IMFリザーブポジション	10	11	1	2
SDR	58	58	0	8
金	47	54	7	8
その他	4	5	1	1

Source: 財務省、J.P.モルガン

日米短期金利差が拡大することの影響は大きい: 外債投資は為替リスクを取る必要がある

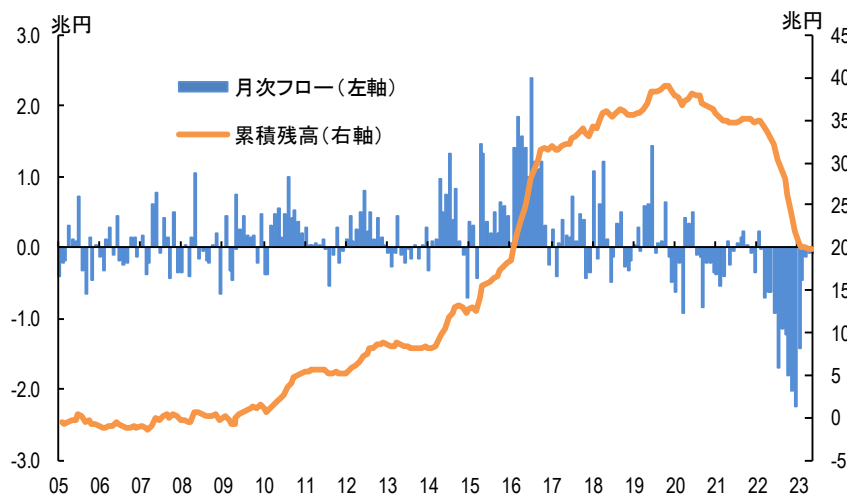
- ヘッジコスト・外貨ファンディングコスト上昇で、外債買い戻し時は為替ヘッジが行いにくくなり、円売りを伴う外債投資を行う必要性が高まっている。
- 2000年に現状レベルまで日米3ヶ月金利差が拡大した時のJGB10年債金利は1.7~1.9%。
 - 銀行は2022年中に13兆円の外債を売り越した後、2023年前半だけで12兆円買い戻している。
 - 生保は2022年中に13兆円の外債を売り越した後、2023年前半も2兆円程度を売り越し。累積残高でみると、2016年以来の低水準。
 - 売却はヘッジ付き外債が多かったと考えられるが、買い戻す時は為替リスクを取るしかない。

日米3ヶ月金利差とJGB10年金利



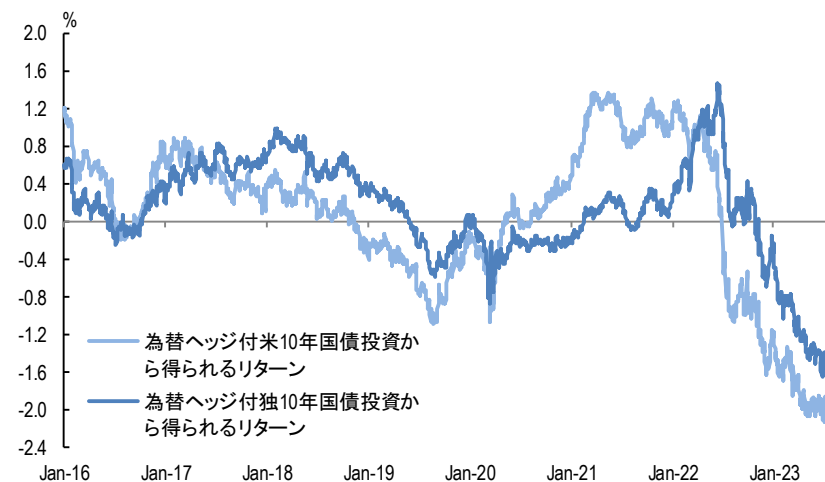
Source: J.P.モルガン、Bloomberg Finance L.P.

生保の外債投資フローと2005年1月からの累積残高



Source: 財務省、J.P.モルガン

為替ヘッジ付米独10年国債投資から得られるリターン



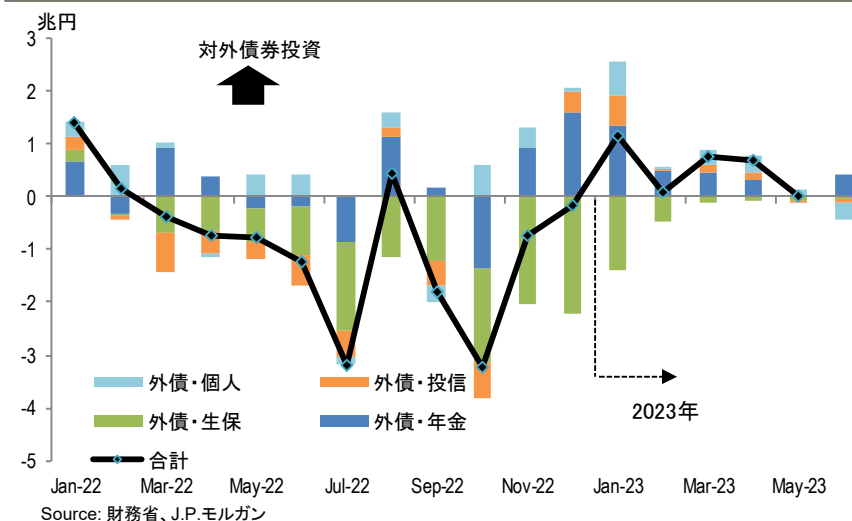
Source: Bloomberg Finance L.P., J.P.モルガン

J.P. Morgan

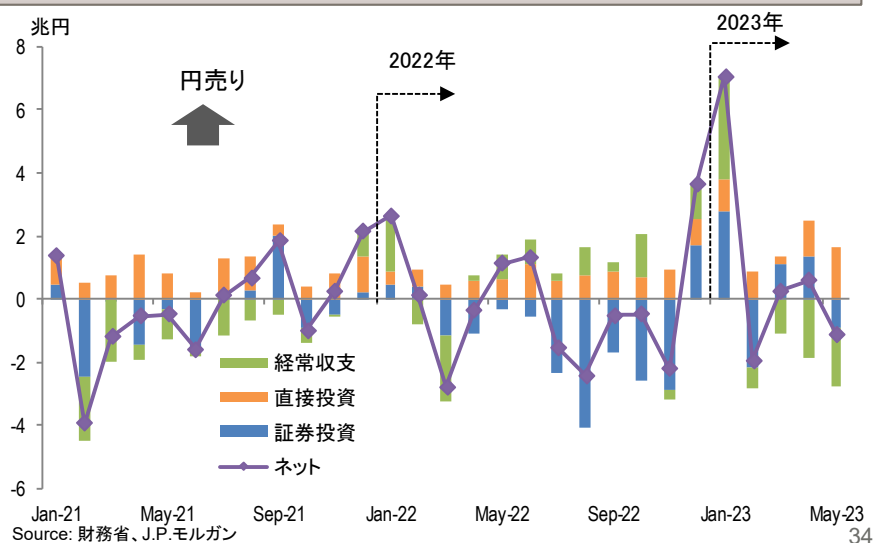
ベーシックバランスと本邦投資家の対外証券投資

- 昨年から生保の外債売却が続いている。
 - 生保のポートフォリオ構成(2023年3月末、生命保険協会調): **国債**=165兆円、**社債**=25兆円、**国内株式**=24兆円、**外国債**=19兆円、**外国社債**=49兆円、**外国株式**=4兆円、**その他外国証券**=23兆円。
- 但し、今年2月以降の銀行以外の投資家による外債投資は、買いも売りも小規模な状態が続いている。
- 年金基金は今年入り後、外株を1.5兆円売り越し、外債を3.1兆円買い越している。

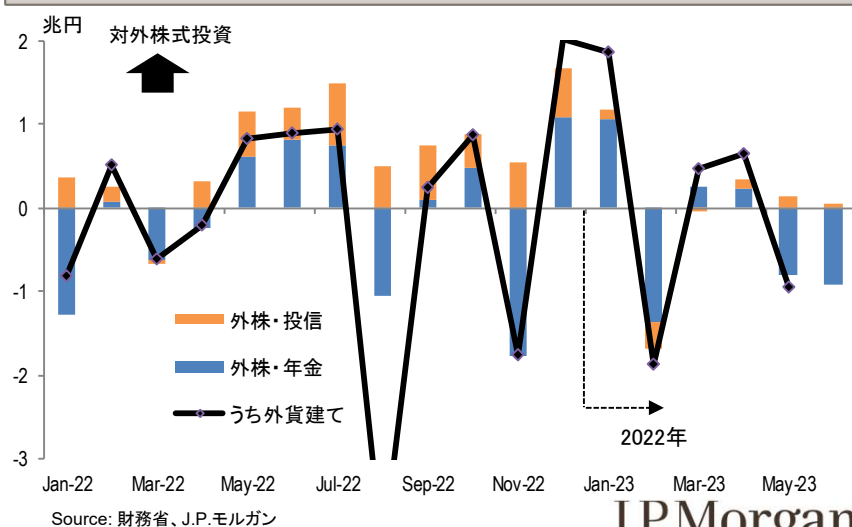
本邦投資家の外債投資フロー(除く銀行)



日本のベーシックバランス



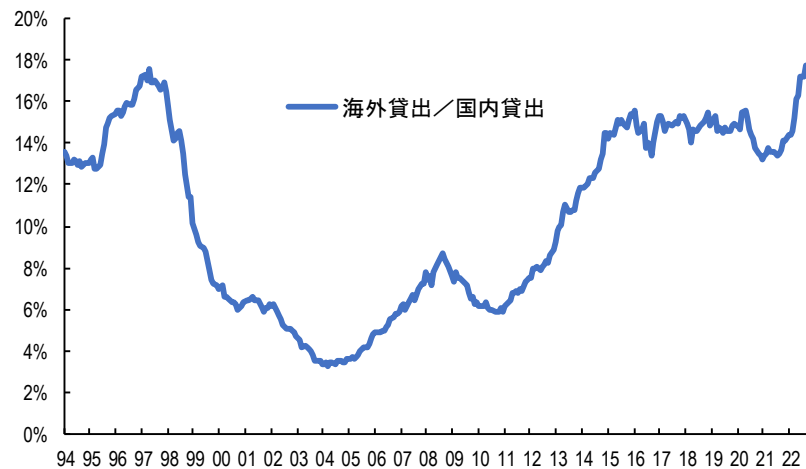
本邦投資家の外株投資フロー



日米短期金利差が拡大することの影響は大きい: 海外での貸出しが急増しており、ファイナンスが困難化するリスク

- 邦銀の海外店貸出しが急増しており、日本の格付けが引き下げられた場合、ジャパンプレミアムが発生し、外貨調達が困難化する可能性も。
 - 本邦銀行の海外店貸出しは急増。過去2年で約30兆円も増加し、足元初めて100兆円台に乗せた。海外店貸出の国内貸出に対する割合は日本の金融危機が広がった1997～98年当時と同水準となっている。
 - 外貨証券・海外店貸出の合計額は急増し、160兆円台に乗せた。
 - 銀行が外貨ファンディングの為に外貨預金獲得を進める可能性があり、それがそのまま家計によるキャピタルフライトに繋がるリスクも。

本邦銀行・海外店貸出／国内貸出



Source: 日本銀行、J.P.モルガン

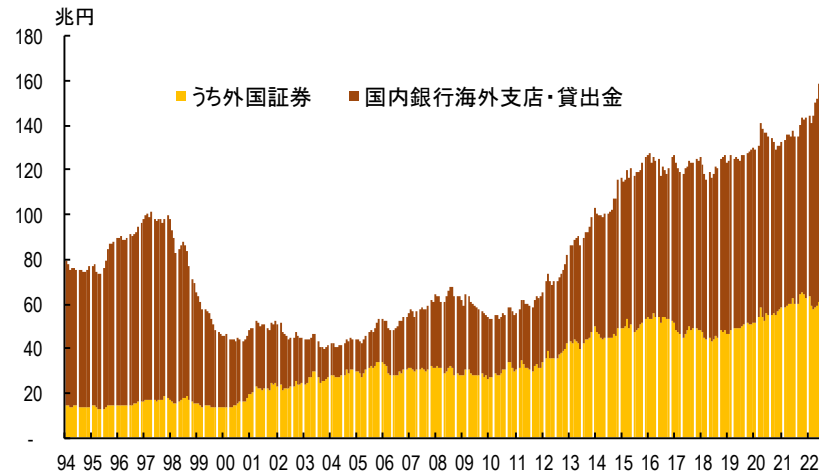
本邦銀行の負債・外貨預金



外貨預金 = 27兆円
海外貸出し = 103兆円

Source: 日本銀行、J.P.モルガン

本邦銀行の外貨証券・海外店貸出金残高

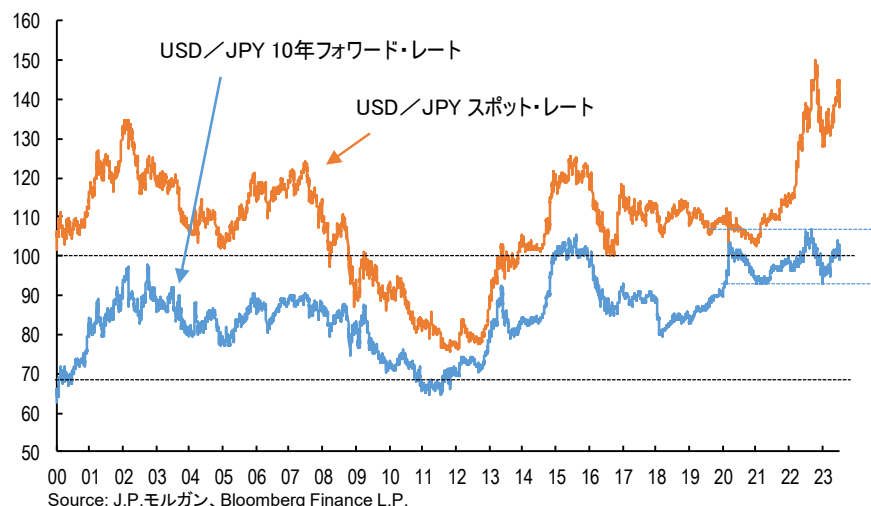


Source: 日本銀行、J.P.モルガン

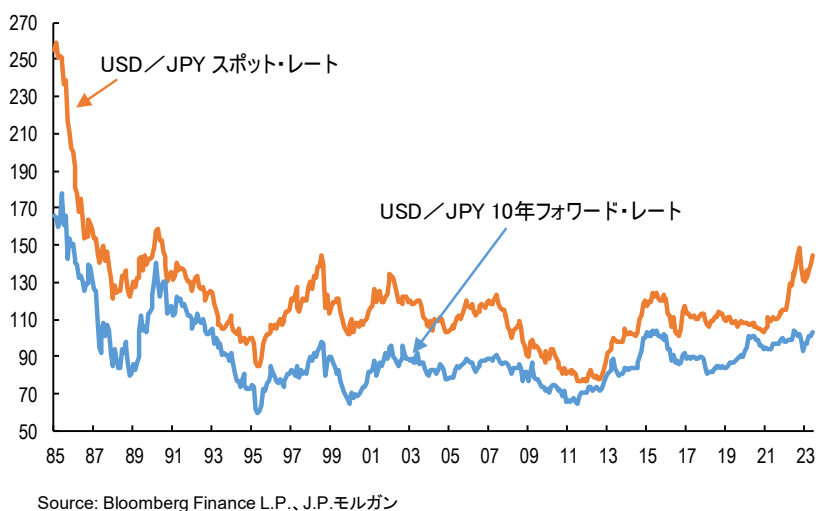
USD/JPY10年フォワード・レート

- 過去20年前後で見ると、USD/JPYの10年フォワードレートは概ね70円～100円台で推移している。
- コロナ感染拡大以降の10年フォワードレートは、90円～110円のレンジ内で推移。現状は概ねレンジの中間レベル。
- プラザ合意前のUSD/JPYフォワード・レートは170円台に乗せていた。

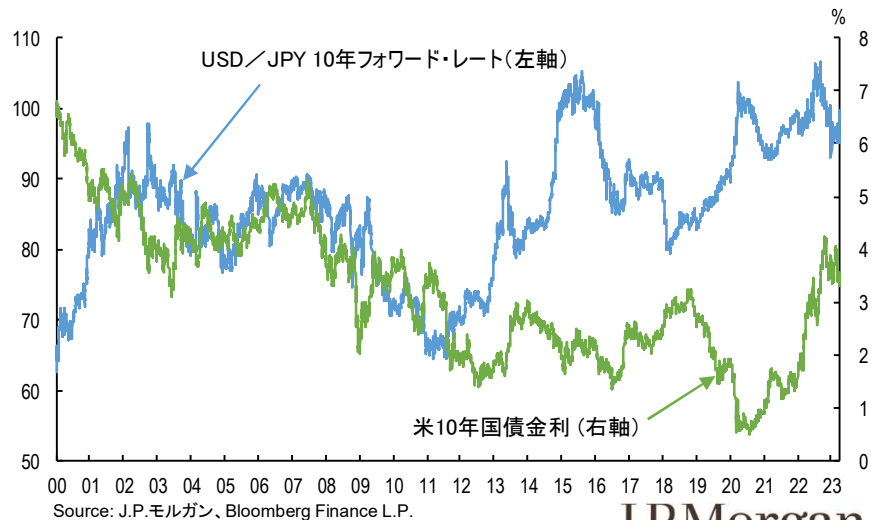
USD/JPY10年フォワード・レートとUSD/JPYスポット・レート(日次データ)



USD/JPY10年フォワード・レートとUSD/JPYスポット・レート(月次データ)



USD/JPY10年フォワード・レートと米10年国債金利(日次データ)



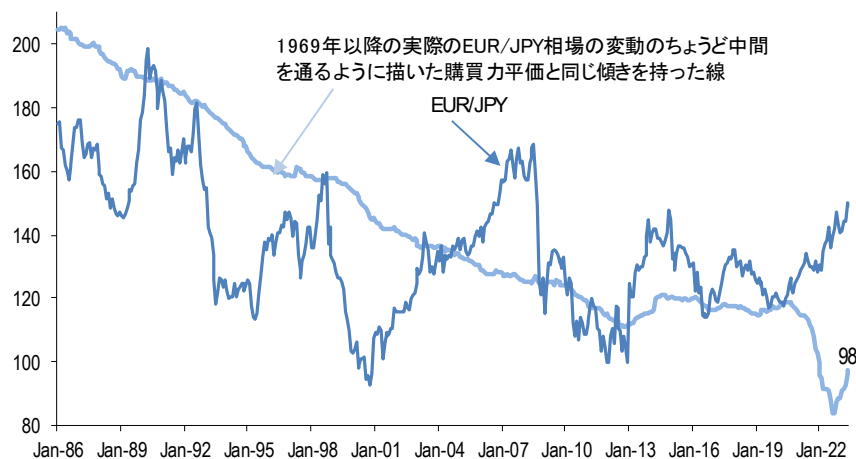
Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点: 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

円の実質的価値は1970年以来の超円安 : 購買力平価から大きく乖離

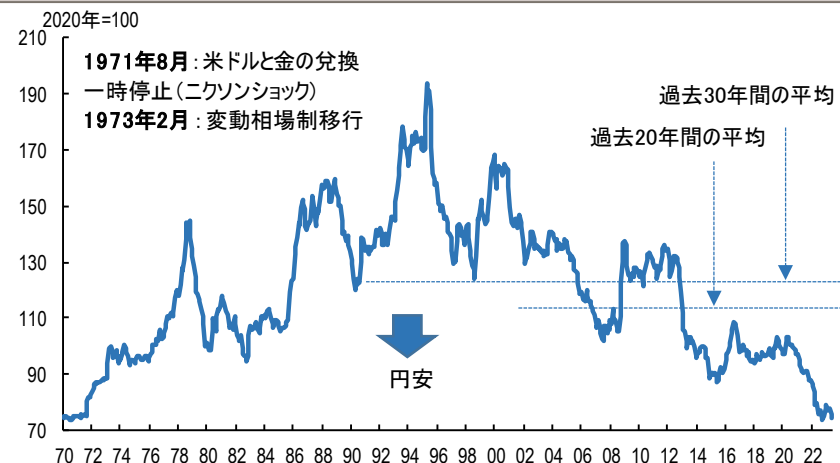
- なぜ、歴史的な円安水準なのか？
 - 他国の物価が日本より大幅に上昇しているのに、それが円相場に反映されず、調整が行われなくなっている。つまり、誰も安い円・安い日本を買わない。。
- 購買力平価やフェアバリューは、人々が経済合理性に基づいて行動することを前提にしている。近年は、経済合理性よりもイデオロギーが優先される社会になっており、円はその犠牲になっている。
 - これだけ日本の物価や賃金が安くなっていれば、日本企業が日本に戻って生産・輸出を再開するはずだが、そうした動きは一部に止まっている。

EUR/JPY相場と均衡レート：均衡レートは100円



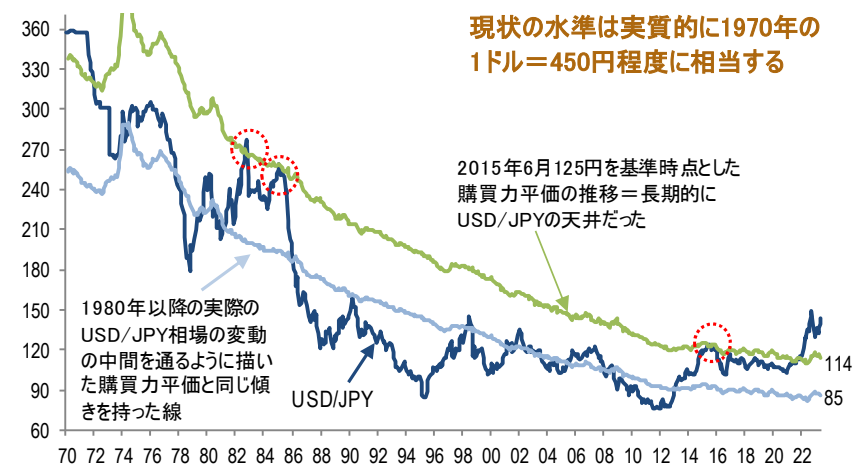
Source: J.P.Morgan

円の実質実効レート：1970年8月以来52年ぶりの円安水準



Source: 日本銀行、BIS

50年間のUSD/JPY相場と均衡レート：均衡レートは80円台



Source: J.P.Morgan

実質実効レートはどのように反転上昇に向かうのか？

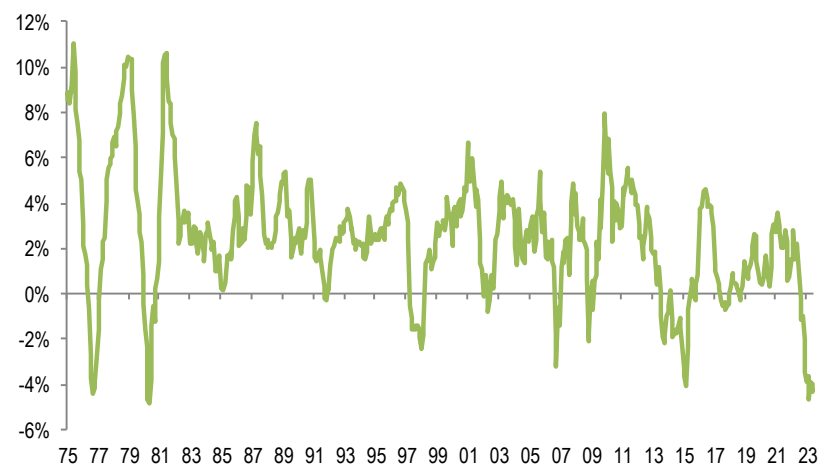
- 実質実効レートは平均回帰するはずなので、いずれ反転上昇に向かう。反転上昇するパターンは2通り考えられる。
 - 1) 単純に名目レートが円高になり購買力平価に収斂する。
 - 2) 日本の物価水準が米国に近づいていき、購買力平価が名目レートに収斂する。
- PPIは今年に入ってから、日本の方が米国を4%前後上回る状態が続いている。
- 6月はCPIも日本の方が米国の伸び率を上回った。
- 均衡するためには、USD/JPYもEUR/JPYも80円台まで円高が進むか、ビッグマックの値段が80%上昇するか。

ビッグマック指数 - 日本とベトナムがほぼ同価格

	米国 ドル	日本 円	購買力平価 1ドル=	実際のUSD/JPY
2000年4月 円建て価格	2.51 266	294	117	106
2023年8月 円建て価格	5.58 781	450	81	140
	ユーロ圏 ユーロ	日本 円	購買力平価 1ユーロ=	実際のEUR/JPY
2000年4月 円建て価格	2.56 252	294	115	99
2023年8月 円建て価格	5.28 818	450	85	155

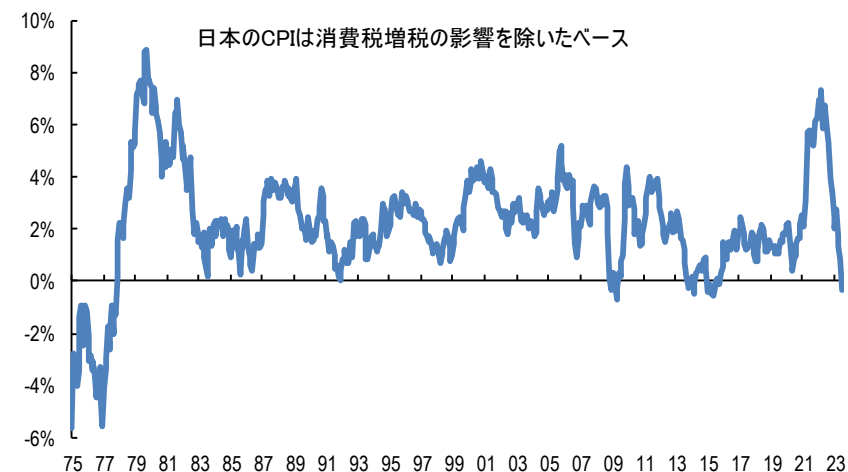
Source: The Economist, J.P.Morgan

日米PPI前年比の差 (米国-日本)



Source: J.P.Morgan

日米CPI前年比の差 (米国-日本)



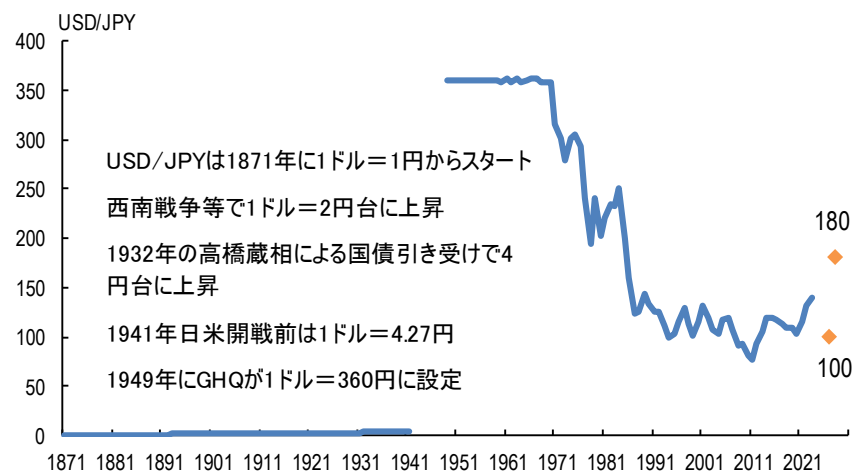
Source: J.P.Morgan

J.P.Morgan

たった70数年ほど前にUSD/JPYは4円台から360円に急騰している。円は大幅に価値を切り下げた歴史がある通貨。だから対ドル相場も3桁となっている

- 1871年に日本の通貨『円』が導入された時は1ドル=1円だった。
- 1932年3月、当時の蔵相の高橋是清氏は、デフレ脱却のため日銀が国債を引き受けると発表した。この発表直後に2.0円から4.86円に急上昇した。
- 日本がデフレ脱却に成功した後、高橋蔵相は日銀の国債引き受けを停止し、緊縮財政政策を導入しようとしたが、軍部の反感を買って暗殺された(2.26事件)。
- 日本は日銀による国債引き受けからの出口戦略に失敗し、政府の国債発行は制御不能となった。その後、日本は最終的に戦争を開始した。
- 戦後のハイパーインフレを受け、USD/JPY相場は1949年に1ドル=360円に設定された(1941年には1ドル=4.27円だった)。
- これはUSD/JPY相場が10年間で120円から1万円に急上昇するに等しい。

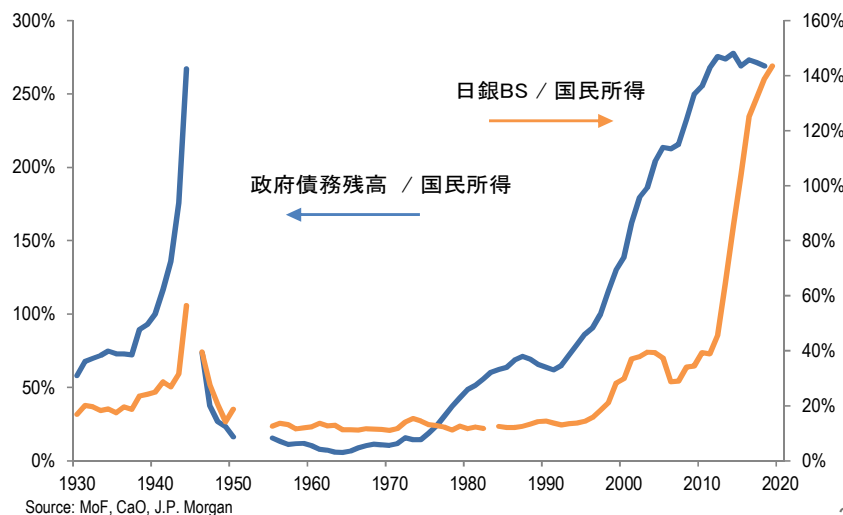
1871年に円が誕生して以降のUSD/JPY相場



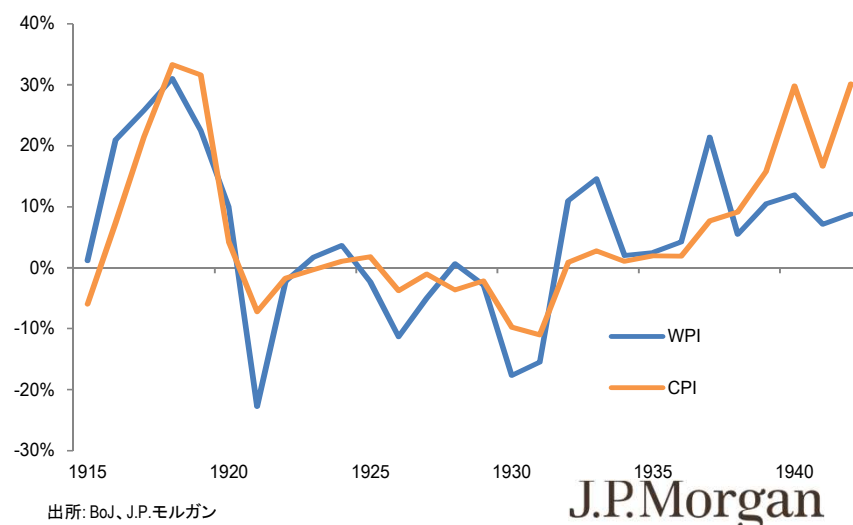
Source: BoJ, J.P.モルガン

円はそもそも大幅に価値を切り下げた歴史がある通貨

政府債務残高と日銀のバランスシート



20世紀初頭のインフレ率



J.P. Morgan

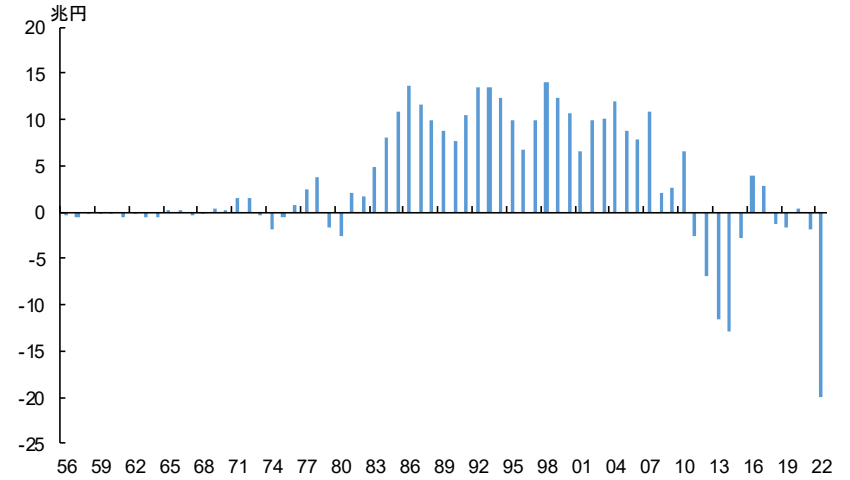
Agenda

	Page
1 各国の成長率・インフレ率見通し	1
2 金利、為替相場見通し - 2年間続いた『ドル高』・『円安』。2023年も円安は続く。。。	7
3 構造的な円安要因 1: 過去に例を見ないほど大幅にマイナスとなっている実質金利	17
4 構造的な円安要因 2: 過去に例を見ないほど悪化している日本の国際収支	26
5 循環的な円安要因 : 22年ぶりの水準まで拡大している他国との名目短期金利差	30
6 長期的視点 : 10年後、20年後の円相場	37
7 (参考) 日本のエネルギー危機と貿易赤字の急拡大	40

日本の貿易赤字(通関ベース)は20兆円、対GDP比は65年ぶりの3%台半ば

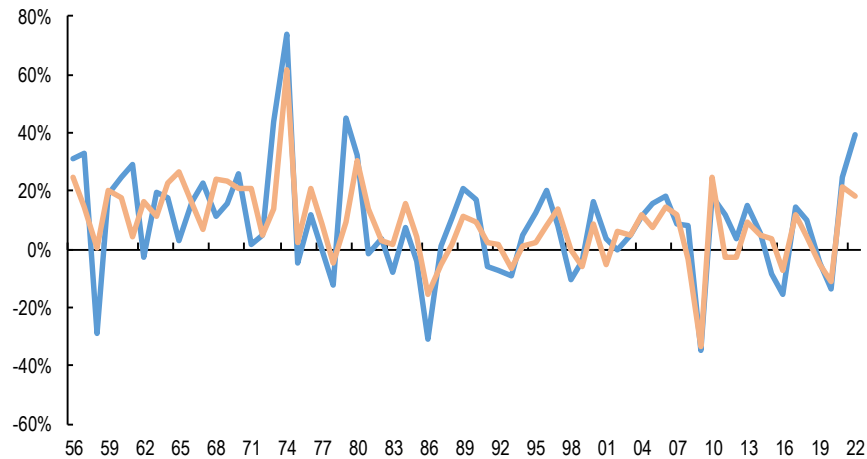
- 2022年通年の日本の貿易収支(通関ベース)は19.97兆円の赤字と、金額としては過去最大の赤字額を記録。
- 貿易赤字額は既に昨年9月時点で年間の最大赤字額(2014年の12.8兆円)を上回っていた。
- 対名目GDP比では3%台半ばとなり、1957年以来65年ぶりの赤字幅となる。
- 2022年年間輸入総額は118兆円と初めて100兆円を超えた。前年比39%増は1979年に記録した同+45%以来。

日本の貿易収支 (通関ベース)



Source: 財務省、J.P.モルガン

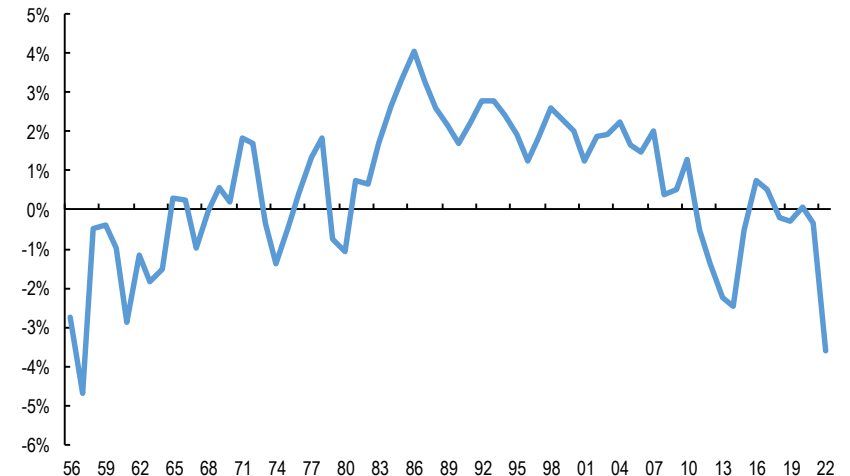
日本の輸出・輸入総額前年比 (通関ベース)



Source: 財務省、J.P.モルガン

— 輸入前年比 — 輸出前年比

日本の貿易収支 (通関ベース)対名目GDP比



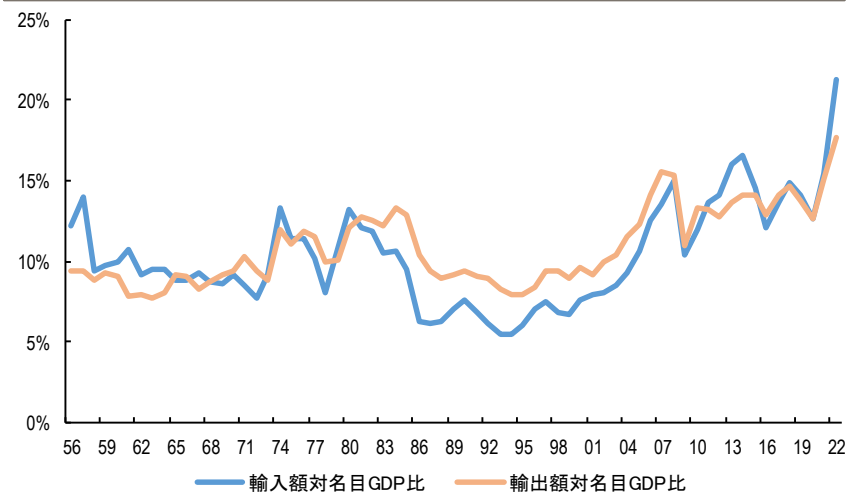
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P.Morgan

中東と豪州に対する赤字増加が目立つ。日本の貿易赤字の半分は対豪州

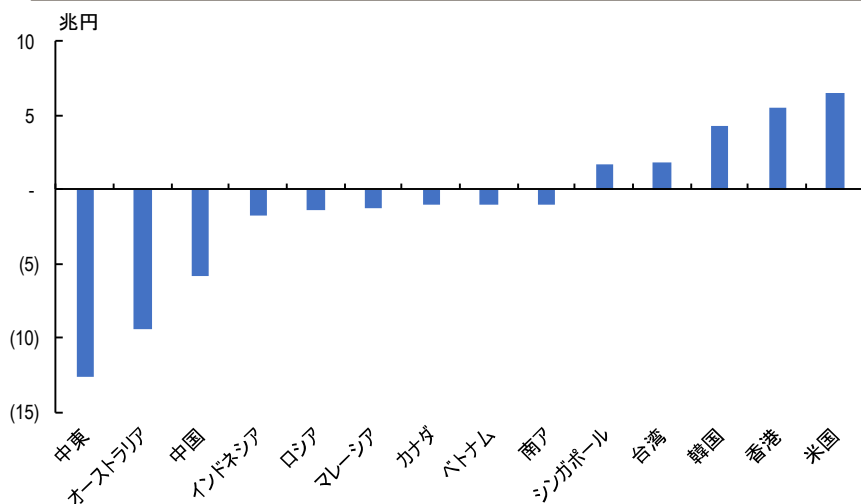
- 輸入の対名目GDP比は20%を超え、データが遡れる1950年代後半以降でこれほどの水準に高まったことは無い。
- 輸出の対名目GDP比も18%程度に達し、これも1950年代後半以降で最高水準。日本経済は過去に見られなかったほど貿易依存度を高めている。
- 中東諸国とオーストラリアに対する貿易赤字の増加が目立つ。日本の貿易赤字の47%は対オーストラリアの赤字(9.5兆円)。
- 対中国の赤字(5.8兆円)も大きい。対香港の黒字(4.2兆円)と合わせると、赤字額は小さくなる。
- 対米国の黒字(6.5兆円)が最も大きく、前年比でも10%増えている。

日本の輸出・輸入額(通関ベース)対名目GDP比



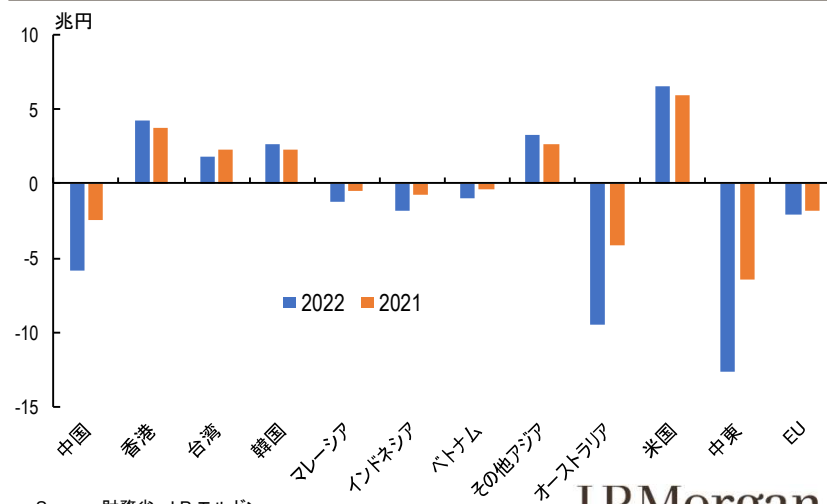
Source: 財務省、J.P.モルガン

2022年の国・地域別貿易収支



Source: 財務省、J.P.モルガン

国・地域別貿易収支 / 2022年と2021年の比較



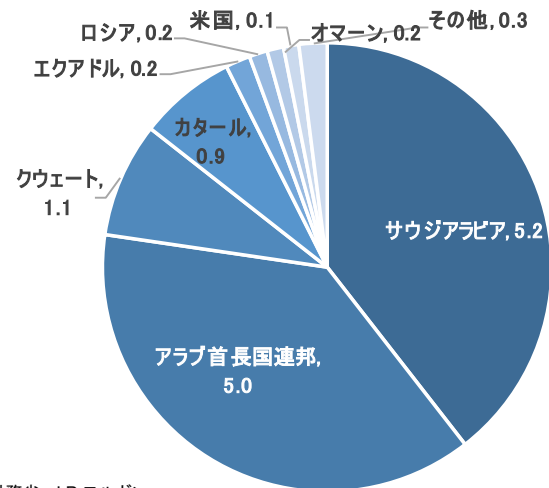
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P. Morgan

豪州からの石炭輸入額はサウジアラビアからの原油輸入額よりも大きい

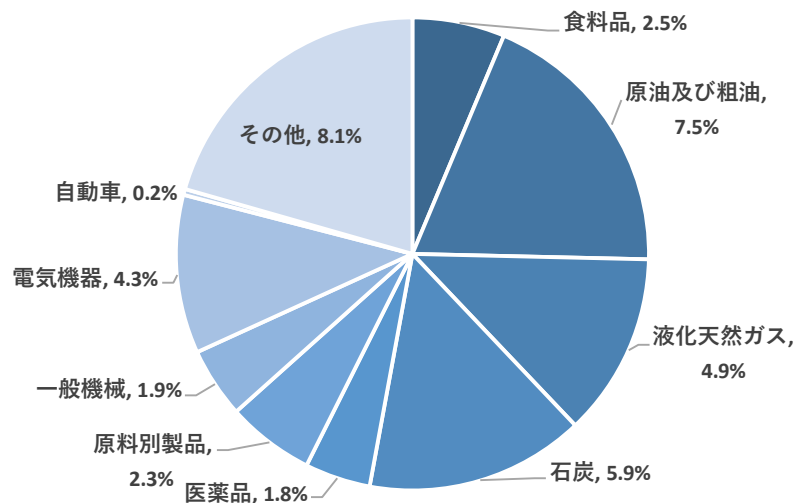
- 日本の原油輸入はサウジアラビアとUAEにそれぞれ4割弱頼っているが、昨年の合計額でみると、サウジアラビアとUAE両国からの原油輸入額の合計(10.2兆円)は、オーストラリア一国からの液化天然ガスと石炭輸入の合計額(8.9兆円)に比べて15%程度多いだけである。
- オーストラリアからの石炭輸入額は5.3兆円と、サウジアラビアからの原油輸入額(5.2兆円)よりも大きい。
- 2022年の輸入総額増加の半分は鉱物性燃料の増加で説明可能。

2022年中の輸入相手先国別原油輸入額(兆円)



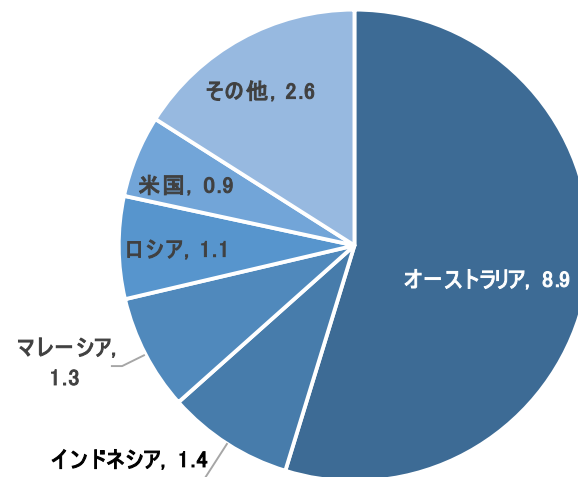
Source: 財務省、J.P.モルガン

2022年の輸入総額前年比+39%に対する品目別寄与度



Source: 財務省、J.P.モルガン

2022年中の輸入相手先国別 LNG + 石炭 輸入額(兆円)



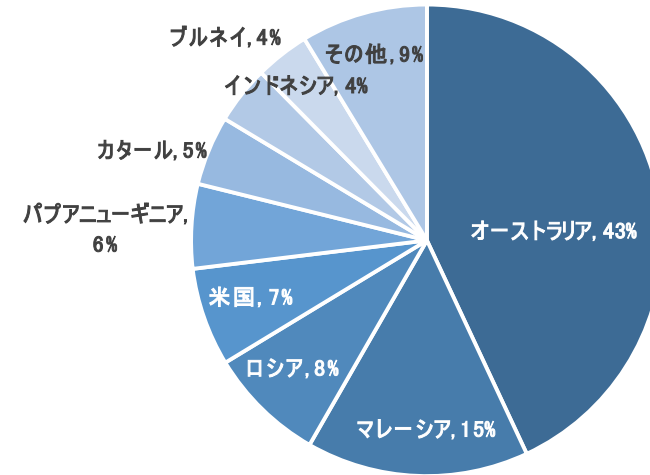
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P.Morgan

日本のエネルギー危機はLNGから？

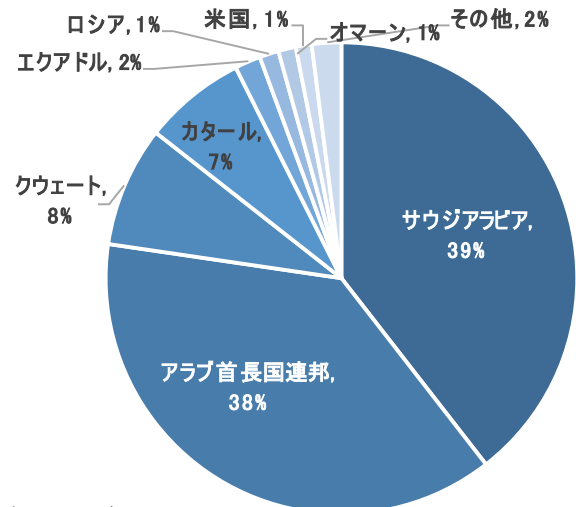
- 世界のLNG供給量は約4億トンで、そのうち約3億トンが長期契約で既に関手が決まっている。スポット玉は約1億トン。
- 欧州がロシアから輸入するガスを全量LNGに転換すれば約1億トン。
- 中国のLNG輸入が増加基調を辿る中、2021年には中国が初めて輸入量で日本を上回り世界トップとなった。中国の輸入量は2020→2030年の間に1.3倍、インドは1.6倍に増える見通し。
- 昨年12月、三井物産、伊藤忠商事、JERAはオマーンと10年程度の長期契約を結び、2025年以降、年間235万トン程度を輸入することで合意(昨年の輸入総量は約7,200万トン)。

2022年中の輸入相手先国別LNG輸入比率



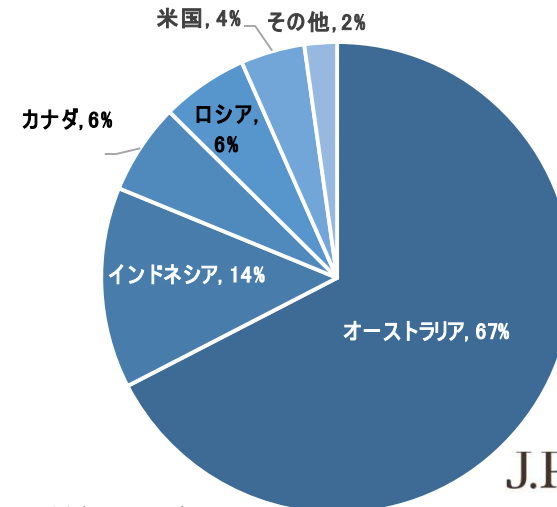
Source: 財務省、J.P.モルガン

2022年中の輸入相手先国別原油輸入比率



Source: 財務省、J.P.モルガン

2022年中の輸入相手先国別石炭輸入比率

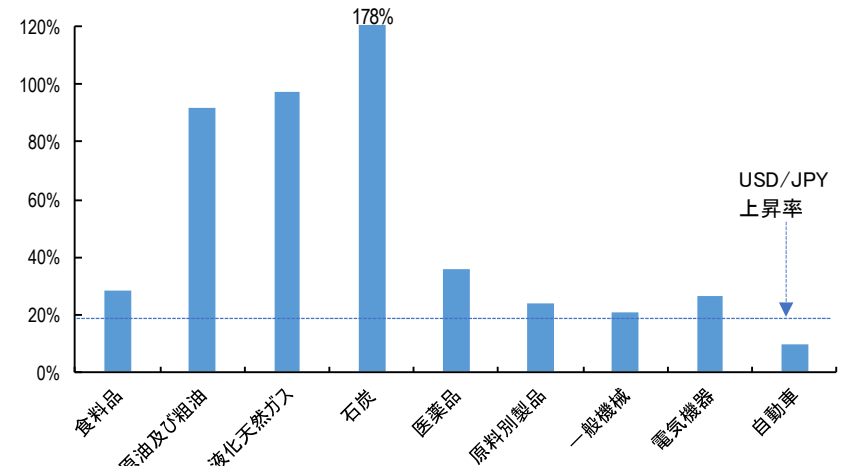


Source: 財務省、J.P.モルガン

今年のUSD/JPYは既に昨年の平均値に比べると大幅円安水準

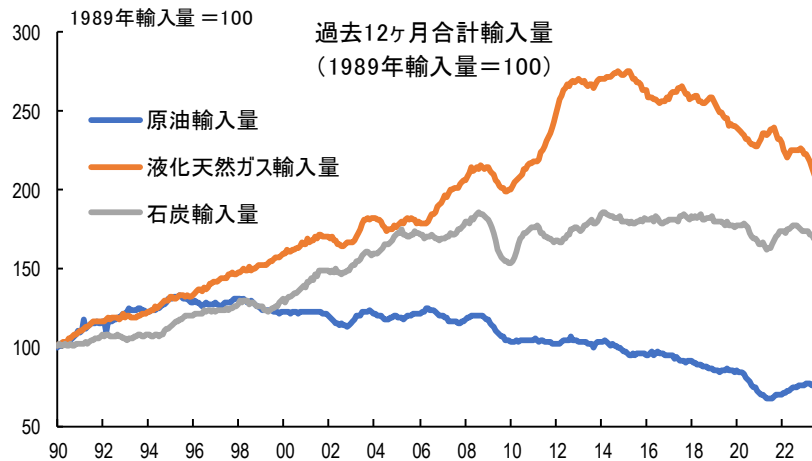
- 2022年の貿易収支の前提になっているUSD/JPYレート(税関長公示レート)は130.77円。2023年中の平均は今の所135円台。
- 2022年のUSD/JPY公示レートは前年比+19.5%であるため、自動車や一般機械などは輸入額の増加は殆ど円安で説明できるが、鉱物性燃料は明らかにUSD建て価格の上昇が大きく影響。
- 鉱物性燃料は輸入量が大きく増加している訳ではない。2022年の輸入量は、原油:前年比+8.5%、液化天然ガス:同-3.1%、石炭:同+0.2%。

2022年の日本の品目別輸入額前年比



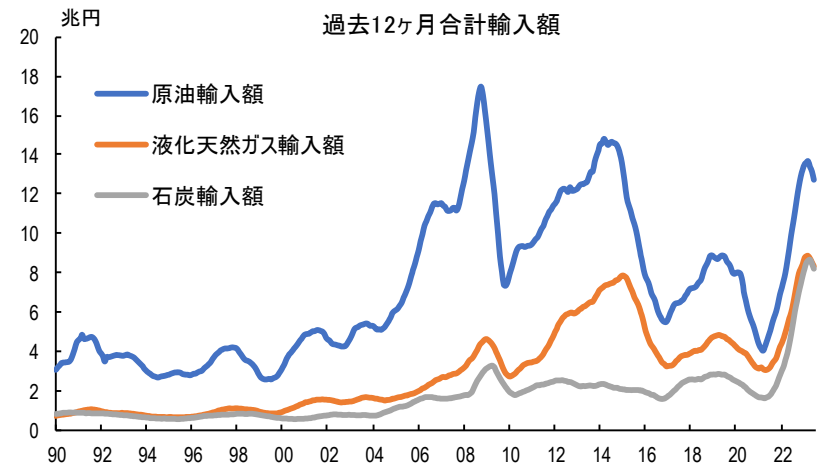
Source: 財務省、J.P.モルガン

原油・液化天然ガス・石炭の輸入量 (過去12ヶ月間の合計・月次データ)



Source: 財務省、J.P.モルガン

原油・液化天然ガス・石炭の輸入額 (過去12ヶ月間の合計・月次データ)



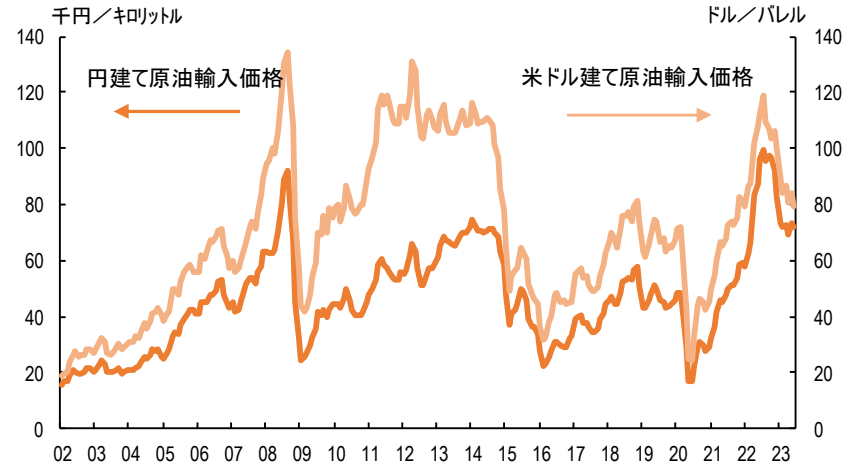
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P.Morgan

鉱物性燃料の輸入単価(円建て&ドル建て)

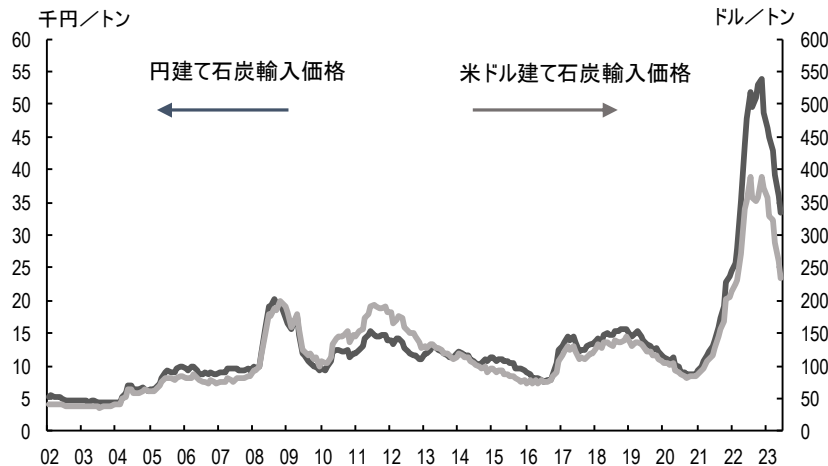
- **原油** : 2022年の平均円建て原油輸入単価は8万5千円/KLだった。今年6月の輸入単価は7万2千円/KLで、前年平均比-15%。
- **液化天然ガス(LNG)** : 2022年の平均円建て液化天然ガス輸入単価は11万7千円/MTだった。今年6月の輸入単価は8万7千円/MTで、前年平均比-26%。
- **石炭** : 2022年の平均円建て石炭輸入単価は4万3千円/MT。今年6月の輸入単価は3万4千円/MTで、前年比-21%。

日本の**原油**輸入価格 (米ドル建て・円建て・月次データ)



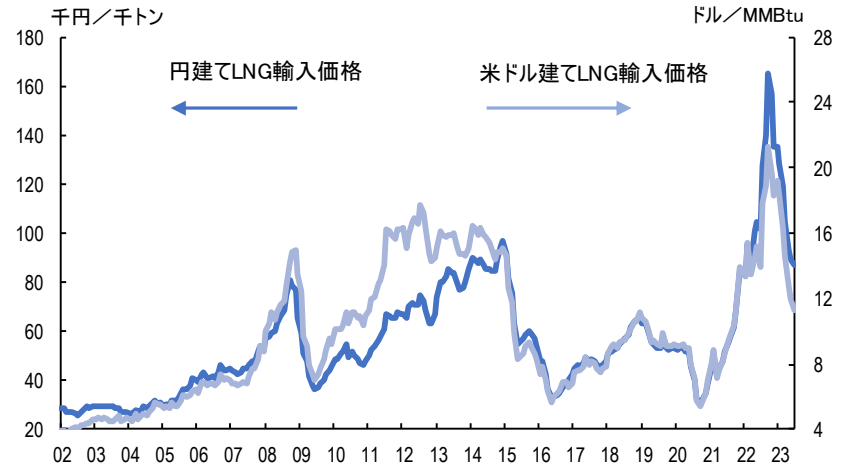
Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の**石炭**輸入価格 (米ドル建て・円建て・月次データ)



Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の**液化天然ガス**輸入価格 (米ドル建て・円建て・月次データ)



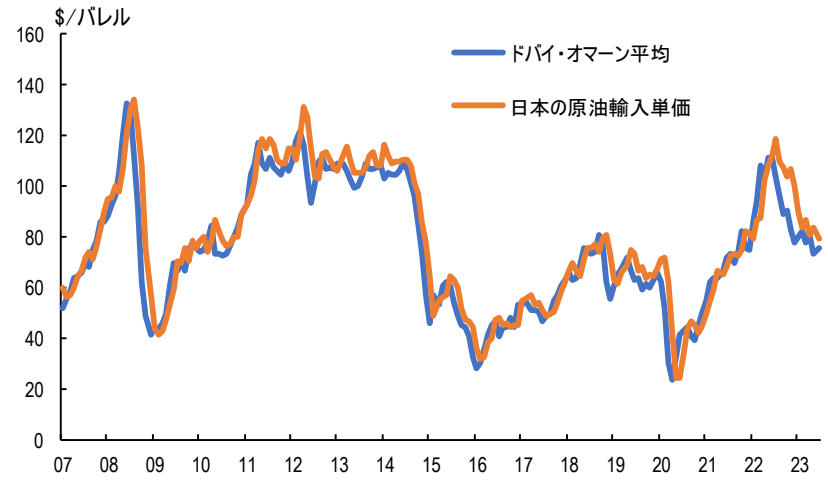
Source: 財務省、J.P.モルガン

J.P. Morgan

一般的な先物価格の動きだけからはわからない、日本のエネルギー危機

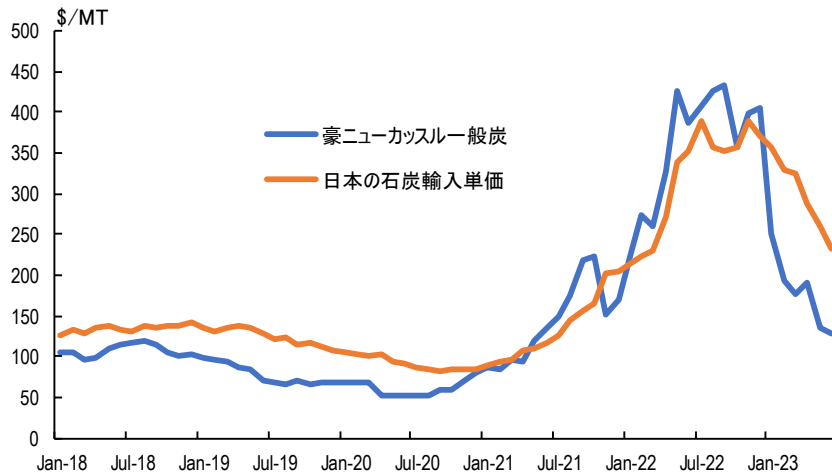
- 日本を含むアジア市場でのサウジ原油の価格は、プラッツ誌が算出する、ドバイ原油とオマーン原油の1カ月間のスポット価格を平均し、これにサウジアラビアが調整金を加減して設定される。
- 液化天然ガスは長期契約が多いため、現在でも日本の輸入単価は20ドル/MMBtuを下回っている。先物価格は最近急激に下落し、日本の輸入価格を下回ったが、日本の輸入価格の動きは緩やか。
- 石炭の先物価格も最近急落し、日本の輸入価格を大幅に下回り始めたが、日本の輸入価格の動きは緩やか。

日本の**原油**輸入価格と市場価格（月次データ）



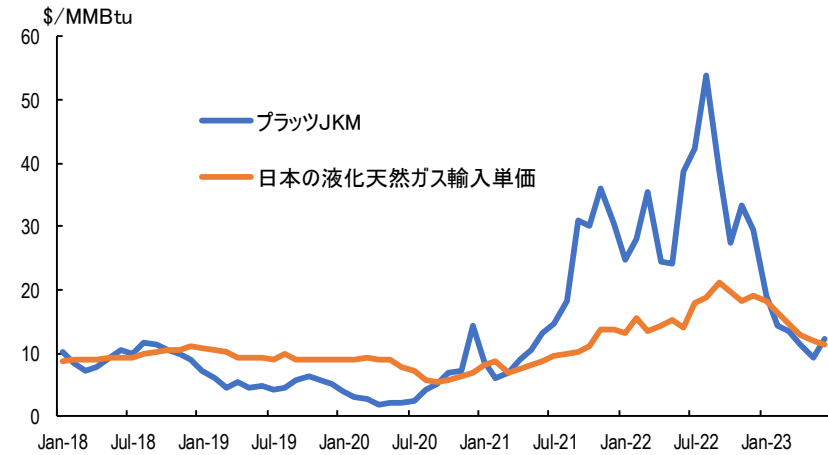
Source: J.P.モルガン、Bloomberg Finance L.P.

日本の**石炭**輸入価格と市場価格（月次データ）



Source: 財務省、J.P.モルガン

日本の**液化天然ガス**輸入価格と市場価格（月次データ）

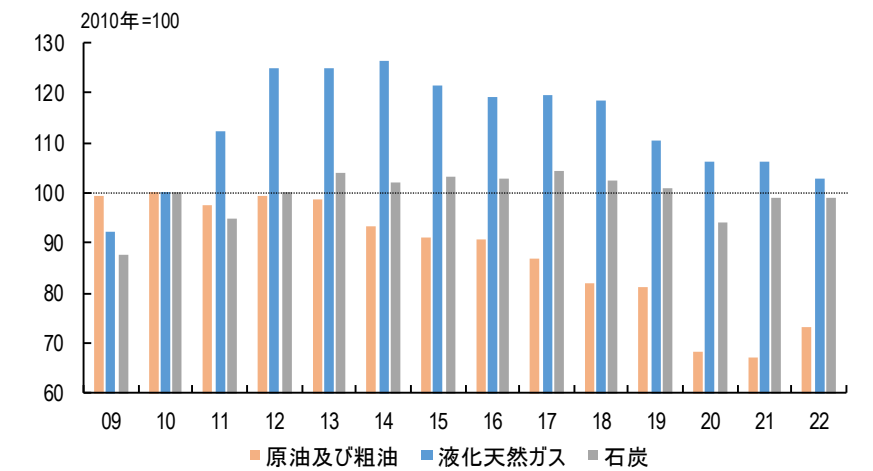


Source: J.P.モルガン、Bloomberg Finance L.P.

日本の発電は約7割をLNGと石炭に頼っている

- 日本は天然ガス需要の殆ど(97.7%)を輸入に頼っている。全量を液化天然ガス(LNG)にして輸入。
- 近年日本は化石燃料の輸入量を少しずつ減少させており、特に原油の輸入量は目立って減少。LNG輸入量もここ数年減少傾向だが、2011年の大震災前と比べると、まだ2022年の輸入量の方が多い。
- 輸入されたLNGは約7割が火力発電所の燃料、残り3割程度が都市ガス用として使われている。日本の電源構成の中で、LNGは約4割と最大のシェアとなっている。
- 東京電力の電気料金は2023年8月分まで12ヶ月連続で引き上げられ、前年比31%となった後、上限に達した。

日本の化石燃料の輸入量 (2010年=100)



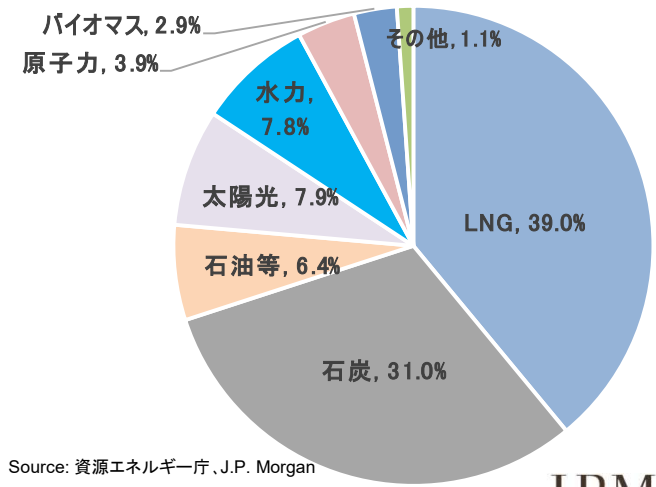
Source: 財務省、J.P. Morgan

東京電力の平均モデル電気料金



Source: TEPCO、J.P. Morgan

日本国内の電源構成(2020年度の年間発電電力量)



Source: 資源エネルギー庁、J.P. Morgan

Disclosures

アナリストによる保証: 本リサーチの表紙において“AC”と表示されたリサーチアナリストは、次のことをここに保証します。(複数のリサーチアナリストが本リサーチの主たる責任者である場合は、表紙もしくは本リサーチ内において“AC”と記載されているアナリストが、本リサーチ内でカバーするそれぞれの有価証券または発行体について、個別に、次のことをここに保証します。)(1)本リサーチにおいて示された全ての意見は、当該有価証券或いは発行体のありとあらゆる点に関するリサーチアナリスト個人の見解を正確に反映するものであること(2)リサーチアナリストへの報酬は、現在、過去、未来において、直接間接を問わず、本リサーチにおいて示された特定の推奨或いは意見とは一切関連のないものであること。冒頭表紙に韓国をベースとするアナリストが記載されている場合はKOFIAの要件に基づき、不当な影響や干渉のない状態で、誠意をもって作成された分析及びアナリスト自身の見解を反映した意見であることを併せて保証します。

本レポート内に名前を記載されたすべての執筆者は、特に別の記載がない限り、すべて独自のリサーチを作成するリサーチアナリストです。欧州においてはSector Specialist(セールス及びトレーディング)が連絡先として表示される場合がございますが、レポートの執筆者やリサーチ部門の一員ではございません。

重要なディスクロージャー

個別銘柄に関するディスクロージャー: 要約レポート、J.P.モルガンがカバレッジを行っている全銘柄、及びカバレッジを行っていない一定の銘柄に対する株価チャートやクレジットオピニオン履歴を含む重要なディスクロージャーは、<https://www.jpmm.com/research/disclosures>にてご覧になれます。もしくは、1-800-477-0406/米国またはresearch.disclosure.inquiries@jpmorgan.comへお問い合わせ下さい。

過去12ヶ月間のJPモルガンによる投資判断は <http://www.jpmm.com/markets> のResearch & Commentaryページにてアクセス可能で、アナリストの名前、セクター、又は金融商品にて検索できます。

アナリスト報酬: 本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

その他のディスクロージャー

J.P.Morgan は、J.P. Morgan Chase & Co.およびその全世界における子会社および関連会社のインベストメント・バンキング・ビジネスのマーケティングネームです。

英国MIFIDにおけるFICCリサーチアンバンドリング規制の免除: 英国のお客様は[UK MIFID Research Unbundling exemption](#)にてJ.P.モルガンにおけるFICCリサーチの免除及び分類のガイダンスに関する詳細をご覧ください。

本資料における中国; 香港; 台湾; マカオはそれぞれMainland China; Hong Kong SAR, (China); Taiwan, (China); 及びMacau SAR, (China)を指します。

J.P.モルガンの調査レポートでは随時、米国、欧州、英国または他の当該国・地域の政府当局が課す、もしくは実行する経済・金融制裁の対象となる発行体もしくは証券(制裁対象証券)に関して述べる場合があります。こうしたレポートのいかなる内容も、かかる制裁対象証券への投資やディーリングの奨励、促進、推進、もしくは承認と理解、解釈されることを意図するものではありません。お客様は投資判断を下す際にご自身の法的およびコンプライアンスの順守義務についてご理解下さい。

本レポート内で説明されているデジタル資産または暗号資産は、急速に変化する規制環境の影響を受けます。ビットコインやイーサリアムを含む暗号資産に関連する規制当局からの通知については、<https://www.jpmm.com/disclosures/cryptoasset-disclosure>を参照してください。

Disclosures

本レポートの執筆者は、お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります。認可されていない場合、そのように振る舞うものではありません。

Exchange-Traded Funds (ETFs): J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”)は、実質上全ての米国上場ETFについて認可された参加者になります。本レポートにETFが記載されている限り、JPMSはETFの分配に関連する手数料および取引ベースの報酬、空売りへの証券貸付等その他取引関連業務の手数料を取得する場合があります。JPMSは、ブローカーまたはディーラーを含む、ETF業務を行う場合があります。さらに、JPMSの関連会社は、信託、保管、管理、貸付、指数計算およびまたはメンテナンスその他業務を含む、ETF業務を行う場合があります。

オプションに関する調査資料: 本資料で提供する情報がオプションまたは先物に関する調査資料である場合、当該情報は適切なオプションまたは先物リスクディスクロージャー資料を受領した場合に限り、入手が可能となります。Option Clearing Corporation’s Characteristics and Risks of Standardized Optionsの資料入手に関しては、J.P.モルガンの担当者にご連絡いただくか、もしくは次のウェブサイト<https://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf>をご覧ください。また、Security Futures Risk Disclosure Statementの資料入手に関しては、次のウェブサイトhttp://www.finra.org/sites/default/files/Security_Futures_Risk_Disclosure_Statement_2018.pdfをご覧ください。

銀行間取引金利 (IBORs) 及びその他ベンチマーク金利の変更: 一部の金利ベンチマークは、国際、国内、その他規制ガイダンス及び改革の対象となる又は将来その可能性があります。詳細につきましてはhttps://www.jpmorgan.com/global/disclosures/interbank_offered_ratesをご覧ください。

信用格付のご利用にあたっての留意事項: 本書に信用格付が記載されている場合、日本格付研究所(JCR)及び格付投資情報センター(R&I)による格付は、登録信用格付業者が付与した格付です。JCR及びR&I以外の付与した格付で登録信用格付業者による旨の記載がない場合は、無登録格付を意味します。無登録格付のうち、無登録格付業者であるS&Pグローバル・レーティング、ムーディーズ・インベスターズ・サービス又はフィッチ・レーティングが付与した格付については、投資判断を行われる前に、別途お送りしている又はお送りする、対応する格付会社の「無登録格付に関する説明書」を十分にお読みください。

プライベートバンクのお客様: 貴社がJPモルガン・チェース・アンド・カンパニー及びその子会社が提供するプライベートバンキング業務（「J.P.モルガン・プライベート・バンク」）のお客様としてリサーチを受け取っている場合、リサーチはJ.P.モルガンの他の部門(JPモルガンのコーポレート&インベストメント・バンクやグローバル・リサーチ部門を含み、これに限定されません。)からではなく、J.P.モルガン・プライベート・バンクから貴社に提供されます。

本レポートの作成及び配布を担当した法人: 本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストの名前の下に記載された法人が、本レポートの作成を担当した法人です。本資料を執筆し“AC”と表示されたリサーチアナリストが複数おり、それぞれの名前の下に記載された法人が異なる場合は、それらの法人が本レポートの作成を共同で担当しています。J.P.モルガンの各関連会社のリサーチアナリストが本資料の作成に寄与している可能性があります。お客様の管轄区域における規制業務の遂行を認められていない可能性があります(そのように振る舞うものでもありません)。以下に特段の記載がない限り、本資料は作成を担当した法人が配布しています。ご質問がありましたら、お客様の管轄区域の担当リサーチアナリストまたは本リサーチ資料を配布したお客様の管轄区域の法人にお問い合わせ下さい。

Legal Entities Disclosures and Country-/Region-Specific Disclosures:

Argentina: JPMorgan Chase Bank N.A Sucursal Buenos Aires is regulated by Banco Central de la República Argentina (“BCRA”- Central Bank of Argentina) and Comisión Nacional de Valores (“CNV”- Argentinian Securities Commission” - ALYC y AN Integral N°51). **Australia:** J.P. Morgan Securities Australia Limited (“JPMSAL”) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No: 238066) is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is a Market, Clearing and Settlement Participant of ASX Limited and CHI-X. This material is issued and distributed in Australia by or on behalf of JPMSAL only to “wholesale clients” (as defined in section 761G of the Corporations Act 2001). A list of all financial products covered can be found by visiting <https://www.jpmm.com/research/disclosures>. J.P. Morgan seeks to cover companies of relevance to the domestic and international investor base across all Global Industry Classification Standard (GICS) sectors, as well as across a range of market capitalisation sizes. If applicable, in the course of conducting public side due diligence on the subject company(ies), the Research Analyst team may at times perform such diligence through corporate engagements such as site visits, discussions with company representatives, management presentations, etc. Research issued by JPMSAL has been prepared in accordance with J.P. Morgan Australia’s Research Independence Policy which can be found at the following link: [J.P. Morgan Australia - Research Independence Policy](#). **Brazil:** Banco J.P. Morgan S.A. is regulated by the Comissao de Valores Mobiliarios (CVM) and by the Central Bank of Brazil. Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com. **Canada:** J.P.

Disclosures

Morgan Securities Canada Inc. is a registered investment dealer, regulated by the Investment Industry Regulatory Organization of Canada and the Ontario Securities Commission and is the participating member on Canadian exchanges. This material is distributed in Canada by or on behalf of J.P.Morgan Securities Canada Inc. **Chile:** Inversiones J.P. Morgan Limitada is an unregulated entity incorporated in Chile. **China:** J.P. Morgan Securities (China) Company Limited has been approved by CSRC to conduct the securities investment consultancy business. **Dubai International Financial Centre (DIFC):** JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch is regulated by the Dubai Financial Services Authority (DFSA) and its registered address is Dubai International Financial Centre - The Gate, West Wing, Level 3 and 9 PO Box 506551, Dubai, UAE. This material has been distributed by JP Morgan Chase Bank, N.A., Dubai Branch to persons regarded as professional clients or market counterparties as defined under the DFSA rules. **European Economic Area (EEA):** Unless specified to the contrary, research is distributed in the EEA by J.P. Morgan SE (“JPM SE”), which is subject to prudential supervision by the European Central Bank (“ECB”) in cooperation with BaFin and Deutsche Bundesbank in Germany. JPM SE is a company headquartered in Frankfurt with registered address at TaunusTurm, Taunustor 1, Frankfurt am Main, 60310, Germany. The material has been distributed in the EEA to persons regarded as professional investors (or equivalent) pursuant to Art. 4 para. 1 no. 10 and Annex II of MiFID II and its respective implementation in their home jurisdictions (“EEA professional investors”). This material must not be acted on or relied on by persons who are not EEA professional investors. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to EEA relevant persons and will be engaged in only with EEA relevant persons. **Hong Kong:** J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE number AAJ321) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission in Hong Kong, and J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited (CE number AAB027) is regulated by the Securities and Futures Commission in Hong Kong. JP Morgan Chase Bank, N.A., Hong Kong Branch (CE Number AAL996) is regulated by the Hong Kong Monetary Authority and the Securities and Futures Commission, is organized under the laws of the United States with limited liability. Where the distribution of this material is a regulated activity in Hong Kong, the material is distributed in Hong Kong by or through J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited and/or J.P. Morgan Broking (Hong Kong) Limited. **India:** J.P. Morgan India Private Limited (Corporate Identity Number - U67120MH1992FTC068724), having its registered office at J.P. Morgan Tower, Off. C.S.T. Road, Kalina, Santacruz - East, Mumbai – 400098, is registered with the Securities and Exchange Board of India (SEBI) as a ‘Research Analyst’ having registration number INH000001873. J.P. Morgan India Private Limited is also registered with SEBI as a member of the National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange Limited (SEBI Registration Number – INZ000239730) and as a Merchant Banker (SEBI Registration Number - MB/INM000002970). Telephone: 91-22-6157 3000, Facsimile: 91-22-6157 3990 and Website: <http://www.jpmypl.com>. JPMorgan Chase Bank, N.A. - Mumbai Branch is licensed by the Reserve Bank of India (RBI) (Licence No. 53/ Licence No. BY.4/94; SEBI - IN/CUS/014/ CDSL : IN-DP-CDSL-444-2008/ IN-DP-NSDL-285-2008/ INBI00000984/ INE231311239) as a Scheduled Commercial Bank in India, which is its primary license allowing it to carry on Banking business in India and other activities, which a Bank branch in India are permitted to undertake. For non-local research material, this material is not distributed in India by J.P. Morgan India Private Limited. **Indonesia:** PT J.P. Morgan Sekuritas Indonesia is a member of the Indonesia Stock Exchange and is registered and supervised by the Otoritas Jasa Keuangan (OJK). **Korea:** J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch, is a member of the Korea Exchange (KRX). JPMorgan Chase Bank, N.A., Seoul Branch, is licensed as a branch office of foreign bank (JPMorgan Chase Bank, N.A.) in Korea. Both entities are regulated by the Financial Services Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS). For non-macro research material, the material is distributed in Korea by or through J.P. Morgan Securities (Far East) Limited, Seoul Branch. **Japan:** JPMorgan Securities Japan Co., Ltd. and JPMorgan Chase Bank, N.A., Tokyo Branch are regulated by the Financial Services Agency in Japan. **Malaysia:** This material is issued and distributed in Malaysia by JPMorgan Securities (Malaysia) Sdn Bhd (18146-X), which is a Participating Organization of Bursa Malaysia Berhad and holds a Capital Markets Services License issued by the Securities Commission in Malaysia. **Mexico:** J.P. Morgan Casa de Bolsa, S.A. de C.V. and J.P. Morgan Grupo Financiero are members of the Mexican Stock Exchange and are authorized to act as a broker dealer by the National Banking and Securities Exchange Commission. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to "wholesale clients" (as defined in the Financial Markets Conduct Act 2013). JPMSAL is registered as a Financial Service Provider under the Financial Service providers (Registration and Dispute Resolution) Act of 2008. **Pakistan:** J. P. Morgan Pakistan Broking (Pvt.) Ltd is a member of the Karachi Stock Exchange and regulated by the Securities and Exchange Commission of Pakistan. **Philippines:** J.P. Morgan Securities Philippines Inc. is a Trading Participant of the Philippine Stock Exchange and a member of the Securities Clearing Corporation of the Philippines and the Securities Investor Protection Fund. It is regulated by the Securities and Exchange Commission. **Russia:** CB J.P. Morgan Bank International LLC is regulated by the Central Bank of Russia. **Singapore:** This material is issued and distributed in Singapore by or through J.P. Morgan Securities Singapore Private Limited (JPMSS) [MCI (P) 060/08/2022 and Co. Reg. No.: 199405335R], which is a member of the Singapore Exchange Securities Trading Limited, and/or JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch (JPMCB Singapore), both of which are regulated by the Monetary Authority of Singapore. This material is issued and distributed in Singapore only to accredited investors, expert investors and institutional investors, as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Cap. 289 (SFA). This material is not intended to be issued or distributed to any retail investors or any other investors that do not fall into the classes of “accredited investors,” “expert investors” or “institutional investors,” as defined under Section 4A of the SFA. Recipients of this material in Singapore are to contact JPMSS or

Disclosures

JPMCB Singapore in respect of any matters arising from, or in connection with, the material. As at the date of this material, JPMS is a designated market maker for certain structured warrants listed on the Singapore Exchange where the underlying securities may be the securities discussed in this material. Arising from its role as a designated market maker for such structured warrants, JPMS may conduct hedging activities in respect of such underlying securities and hold or have an interest in such underlying securities as a result. The updated list of structured warrants for which JPMS acts as designated market maker may be found on the website of the Singapore Exchange Limited: <http://www.sgx.com>. **South Africa:** J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited and JPMorgan Chase Bank, N.A., Johannesburg Branch are members of the Johannesburg Securities Exchange and are regulated by the Financial Services Board. **Taiwan:** J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited is a participant of the Taiwan Stock Exchange (company-type) and regulated by the Taiwan Securities and Futures Bureau. Material relating to equity securities is issued and distributed in Taiwan by J.P. Morgan Securities (Taiwan) Limited, subject to the license scope and the applicable laws and the regulations in Taiwan. According to Paragraph 2, Article 7-1 of Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customers (as amended or supplemented) and/or other applicable laws or regulations, please note that the recipient of this material is not permitted to engage in any activities in connection with the material that may give rise to conflicts of interests, unless otherwise disclosed in the “Important Disclosures” in this material. **Thailand:** This material is issued and distributed in Thailand by JPMorgan Securities (Thailand) Ltd., which is a member of the Stock Exchange of Thailand and is regulated by the Ministry of Finance and the Securities and Exchange Commission, and its registered address is 3rd Floor, 20 North Sathorn Road, Silom, Bangkok 10500. **UK:** Unless specified to the contrary, research is distributed in the UK by J.P. Morgan Securities plc (“JPMS plc”) which is a member of the London Stock Exchange and is authorised by the Prudential Regulation Authority and regulated by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority. JPMS plc is registered in England & Wales No. 2711006, Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. This material is directed in the UK only to: (a) persons having professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) (Order) 2005 (“the FPO”); (b) persons outlined in article 49 of the FPO (high net worth companies, unincorporated associations or partnerships, the trustees of high value trusts, etc.); or (c) any persons to whom this communication may otherwise lawfully be made; all such persons being referred to as “UK relevant persons”. This material must not be acted on or relied on by persons who are not UK relevant persons. Any investment or investment activity to which this material relates is only available to UK relevant persons and will be engaged in only with UK relevant persons. Research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc’s policy for prevention and avoidance of conflicts of interest related to the production of Research which can be found at the following link: [J.P. Morgan EMEA - Research Independence Policy](#). **U.S.:** J.P. Morgan Securities LLC (“JPMS”) is a member of the NYSE, FINRA, SIPC, and the NFA. JPMorgan Chase Bank, N.A. is a member of the FDIC. Material published by non-U.S. affiliates is distributed in the U.S. by JPMS who accepts responsibility for its content.

一般:追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。本資料で提供している情報は信頼できると考える情報源から得たものであり、相当の注意を払って正確な事実が述べられていることおよび見解や予測が合理的かつ公平な判断に基づくものであることを確認しております。しかしながら、JPMorgan Chase & Co.または関連会社もしくは子会社(総称してJ.P.モルガン)は、J.P.モルガンおよびリサーチアナリストと本資料の対象となる発行体との関係を示すディスクロージャー以外について、掲載された情報の完全性あるいは正確性を表明または保証するものではありません。従って本資料に含まれる情報の正確性、公平性、完全性に依拠することのないようお願いいたします。この資料のデータおよび/または一部内容については、計算、調整、他言語への翻訳および/または該当する地域の規制制限等により、若干の不一致が生じる場合があります。なお、これら不一致は同資料で議論される可能性のある対象企業の全体的な投資分析、見解、および/または推奨事項に影響を与えるものではありません。関係当局および服する規制制度によって規定される責務に該当する場合を除き、J.P.モルガンは本資料および内容の使用から生じたあらゆる損失について一切責任を負わず、J.P.モルガンおよび役職員は内容について一切の責任を負いません。見解や予測は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。J.P.モルガンは企業の開発や発表事項、市場の状況あるいは公表された情報に基づき、企業および業界に関して定期的に情報のアップデートを提供する場合があります。見解や予測は起こりうる結果の一つであり、将来における結果や事象を保証するものではありません。見解や予測は不確実性、リスクおよび未実証の推定を伴うものであり、将来における結果や事象が大きく異なりうることをご了承ください。本資料で言及された投資の価値または投資からの収入は為替変動により変動または影響をうける場合があります。株価は、明記がない限り市場取引終了時点のものを示しています。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではなく、投資元本を割り込む可能性があります。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。本資料に掲載されている証券、金融商品、あるいは投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。本資料に掲載されている見解や推奨は各投資家の状況、目標、あるいはニーズを考慮したものではありません。特定の投資家に対し、特定の証券、金融商品、あるいは投資戦略を薦めるものではありません。本資料は仕組み証券、オプション、先物、その他のデリバティブに関する見解を含む可能性があります。これらは複雑な商品であり、高水準のリスクを伴う場合があり、そのリスクを理解して引き受けることが可能で、高度な知識を有する投資家のみに適した投資商品と言えます。本資料の受領にあたり、本資料に掲載されている証券または金融商品に関する判断は投資家ご自身で行い、必要に応じて第三者の金融、法務、税務の専門家にご相談いただくようお願いいたします。J.P.モルガンは当該リサーチアナリストの見解や調査に基づいた取引を行う場合や本資料と異なる見解に基づいた自己および顧客の取引に関与する場合があります。J.P.モルガンはこうしたコミュニケーションに関して本資料の受領者に報告する義務を負いません。ストラテジスト、セールスマまたは他のリサーチアナリストをはじめとするJ.P.モルガンの他の役職員は、本資料と異なる見解を有する場合があります。本資料の作成に関与していない役職員は本資料内で言及される有価証券(または当有価証券のデリバティブ)に投資を行っている場合があり、本資料の見解と異なる方法で取引を行う場合がございます。本資料はいかなる法域においても発行体、その商品若しくはサービス、またはその有価証券のための広告あるいは宣伝ではありません。

(「その他のディスクロージャー」2023年02月04日改訂)

Copyright 2023 JPMorgan Chase & Co. - All rights reserved. 本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。

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。

外国為替証拠金取引（FX）のリスクと費用等について

外国為替証拠金取引(FX)の取引にかかるリスク

外国為替証拠金取引（FX）は、取引通貨の価格変動や、スワップポイントの支払いにより、損失が生じるおそれがあります。また、外国為替証拠金取引（FX）は少額の証拠金で、その差し入れた証拠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。また、その損失額は差し入れた証拠金を上回るおそれがあります。

外国為替証拠金取引（FX）の取引にかかる費用等

外国為替証拠金取引（FX）の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各通貨の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは通貨ペアごとに異なります。

証拠金について

〔楽天FX口座〕レバレッジコースに応じて取引金額の4%～100%(最大レバレッジ25倍)の証拠金が必要となります。

(法人のお客様の場合は、取引金額に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

〔楽天MT4口座〕想定元本の4%以上の証拠金が必要となります。(法人のお客様の場合は、想定元本に当社が定める証拠金率(*)を乗じた金額以上の証拠金が必要となります。)

*当社は、金融先物取引業協会が算出した「為替リスク想定比率」以上となる証拠金率を通貨ペアごとに定めております。「為替リスク想定比率」とは、金融商品取引業等に関する内閣府令第117条第27項第1号に規定される定量的計算モデルを使い算出されるものです。

スプレッドについて【（例外あり）について】

通常時は広告表示のスプレッドでお取引いただいておりますが、為替市場における取引高の低下又は売買が一方向に集中しているなどの状況においてはスプレッドが広がる場合があります。

また、広告表示の値は実際の取引時のスプレッドを保証するものではなく、お客様の約定結果による実質的なスプレッドが広告表示の値と合致しない場合がありますのでご注意ください。

なお、スプレッドの拡大は、以下のような状況において発生する場合があります。

- 平日早朝時（概ね6時30分～7時30分※サマータイム期間中は一時間繰り上がります）
- 国内外の金融市場休場日（海外のクリスマス休暇や年末年始など）
- 主要経済指標の発表前後
- 震災などの天変地異や政変又は金融・経済関連の重大な出来事などの突発事象の発生時

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

店頭CFD取引にかかるリスクと費用等について

CFD取引にかかるリスク

CFD取引は、お取引の対象となる銘柄の価格変動、金利相当額、配当相当額、価格調整額の支払い、各国の経済、社会情勢、金融政策、金融指標等の変動により損失が生じるおそれがあり、投資元本が保証されたものではありません。また、CFD取引は差し入れた証拠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証拠金を上回るおそれがあります。

CFD取引にかかる費用等

CFD取引の取引手数料は無料です。なお、取引にあたっては各銘柄の売付価格と買付価格には差（スプレッド）があります。スプレッドは銘柄ごとに異なります。詳しくは取引説明書等をご確認ください。

証拠金について

株価指数CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して10%以上、商品CFDは個人口座、法人口座とも取引の額に対して5%以上の証拠金が必要となります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスクと費用等について

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかるリスク

当社の取扱う店頭通貨バイナリーオプションは満期時（判定時刻）に権利が自動行使されるヨーロピアンタイプのオプション取引です。取引対象である通貨の価格変動が予測通りとなった場合には利益が得られることもある反面、予想が外れ権利が消滅した場合、支払ったオプションの購入金額を全額失うこととなります。また、オプションの購入価格と売却価格には差（スプレッド）があり売却時に損失を被る可能性があります。

店頭通貨バイナリーオプション取引にかかる費用等

店頭通貨バイナリーオプション取引の取引手数料は無料です。

オプションの購入価格について

1枚あたりの最大購入価格は999円です。

商号等：楽天証券株式会社／金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第195号、商品先物取引業者

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会