

2024年の経済と市場展望

～日本株の歴史的な大相場が始まった～

- | | |
|--|--------|
| (1) 何故経験則が通用しないのか➡①米中対立(Nショックの帰結)、②新産業革命 | P1-7 |
| (2) 米中対決と日本復活、日本の時代始まる | P8-26 |
| (3) 日本株の時代は始まっている、異常割安の是正待ったなし | P27-42 |
| (4) 米国独り勝ちの秘密 | P43-58 |
| (5) 衰弱か崩壊か、世界のリスク中国 | P59-70 |
| (6) 欧州経済の困難、他 | P71-73 |

2024年2月17日ストックボイス

武者 陵司

1971年の2つのNixon Shockが創った50年が終焉

①米中国交回復

=中国参画の世界秩序8億の民(当時)が世界市場経済の一員に→米中対決で終焉

②ドル金交換の停止、変動相場始まる

=ドルの垂れ流しからGlobalization 始まる →財の国際分業は飽和点に

50年間の世界経済成長、米国債務増加による成長通貨供給

①米国輸入依存の消費拡大→消費/GDP比60%から70%へ、輸入依存度10%から90%へ

②対米輸出(グローバリゼーション)でアジア離陸、日本→アジアNIES→中国

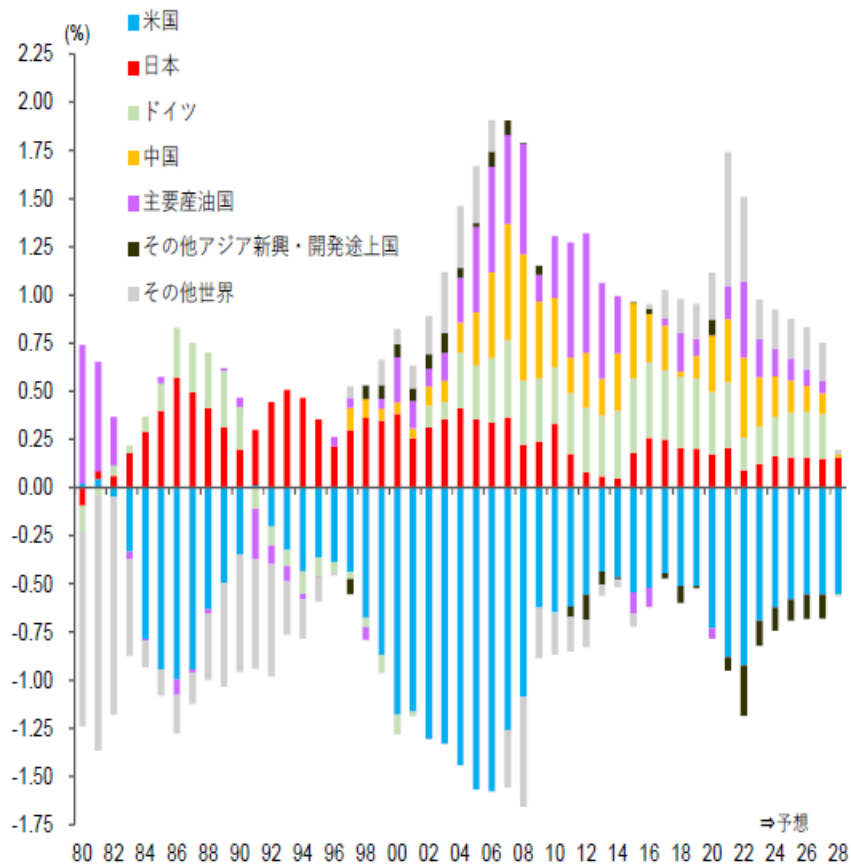
基軸通貨特権=米国に好都合すぎる変動相場制、更に強まる

①赤字と債務積み上がるのにドル暴落しない

②返済義務のない借金で国民生活向上

③貿易赤字頭打ちの一方、IP/サービス/投資所得等で米国対外所得増加

主要国・地域の経常収支対世界GDP比

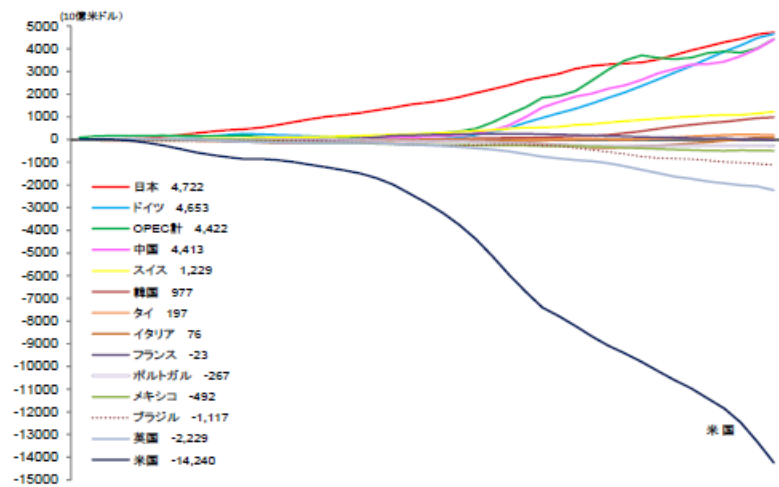


注：主要石油輸出国はアラブ首長国連邦、カタール、イラン、イラク、アフガニスタン、クウェート、リビア、モザンビーク、サウジアラビア、シリア、トルクメニスタン、UAEを含む

出所：IMF、武者リサーチ

➡米一極に積みあがる対外債務

主要国の経常収支累積 (1980-2022年)



80 81 82 83 84 85 86 87 88 89 90 91 92 93 94 95 96 97 98 99 00 01 02 03 04 05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22

注：OPEC計は、イラン、イラク、クウェート、サウジアラビア、カタール、アラブ首長国連邦、アフガニスタン、リビア、モザンビーク、サウジアラビア、シリア、トルクメニスタン、UAEを含む

出所：国際決済基金(IMF)、武者リサーチ

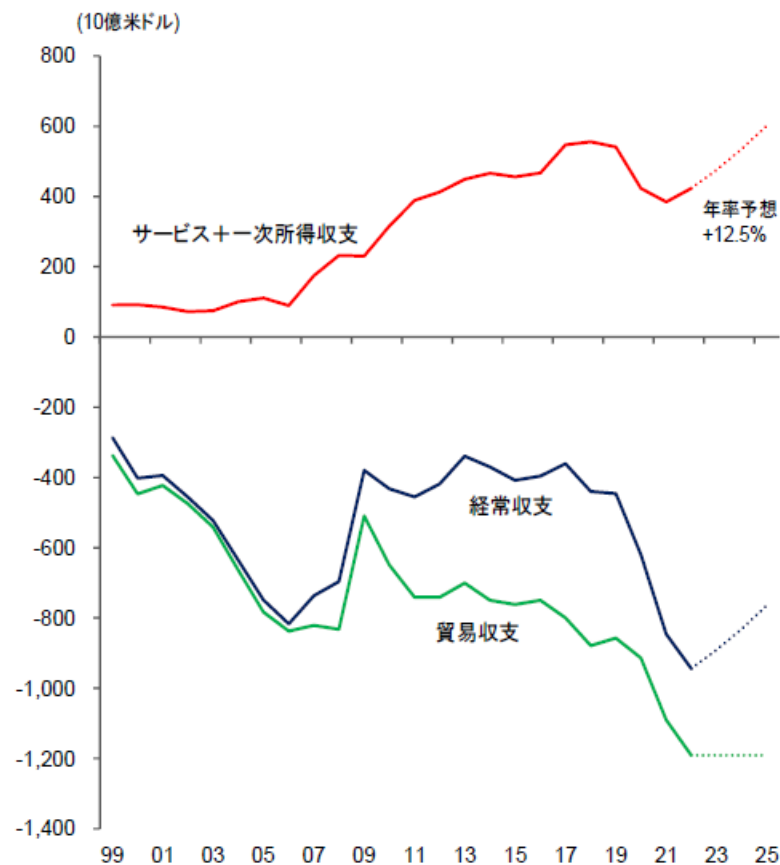
米国対外純資産残高(兆ドル)

Chart 1. U.S. Net International Investment Position
End of quarter, not seasonally adjusted



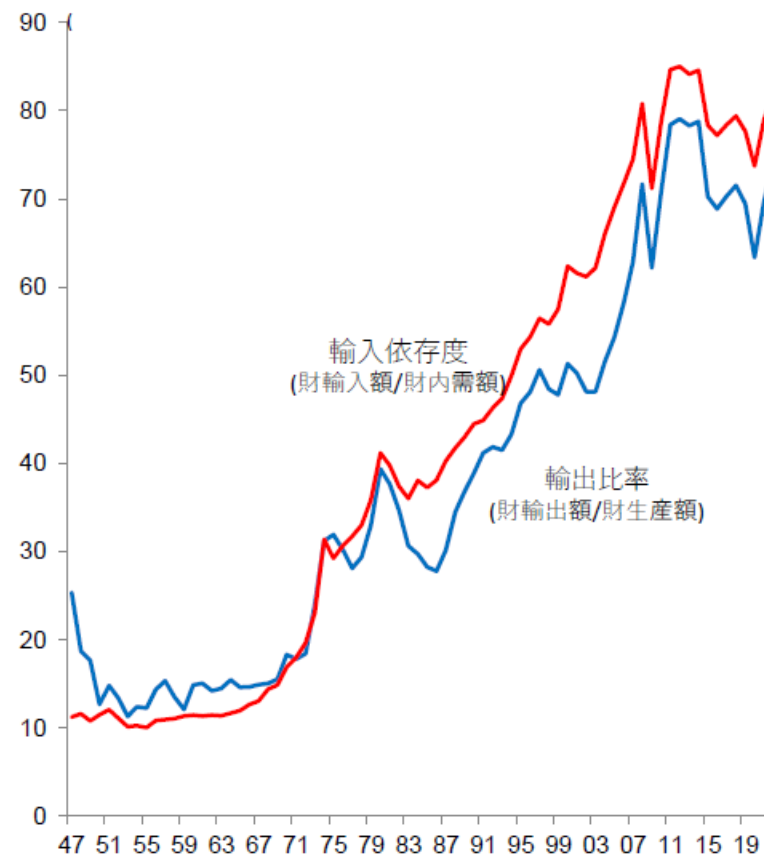
U.S. Bureau of Economic Analysis

米国経常収支、貿易収支、サービス+一次所得収支の推移と予想



出所: 米経済分析局、武者リサーチ

米国 輸出比率と輸入依存度の推移

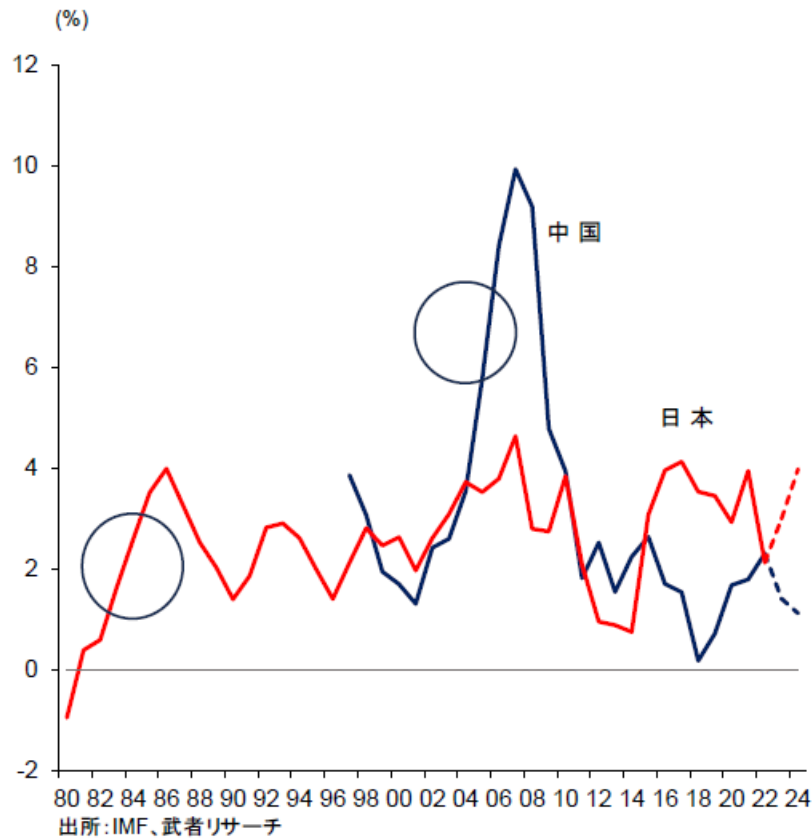


注: 財生産額=製造業付加価値額、財内需額=製造業付加価値額+財輸入額-財輸出額

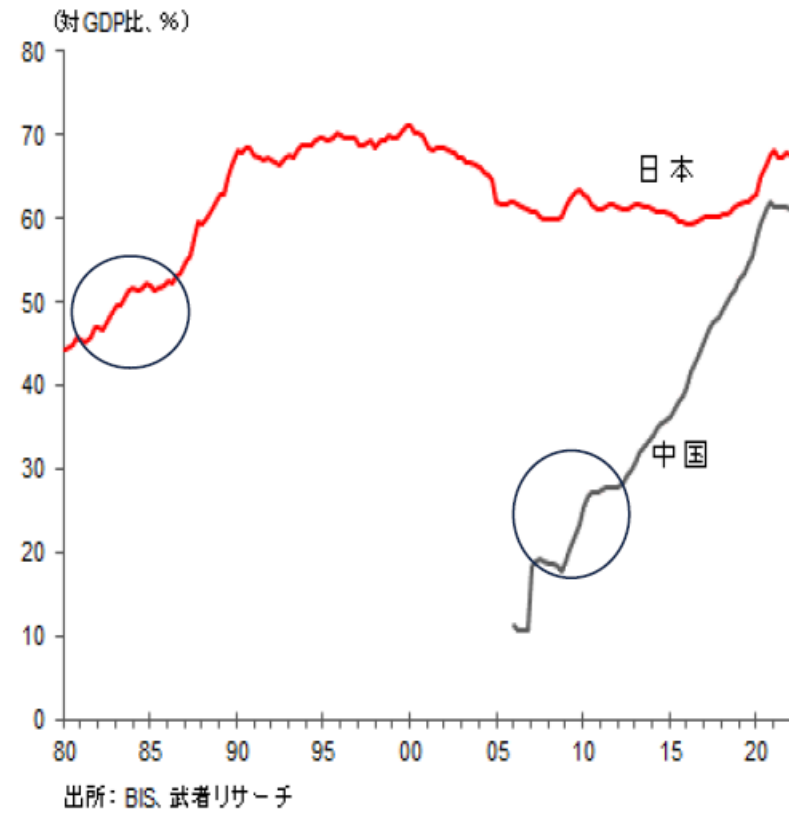
出所: 米国商務省、武者リサーチ

➡米財輸入依存10%から90%と上限へ。サービスと所得収支の黒字増加へ

日中経常収支/GDP推移

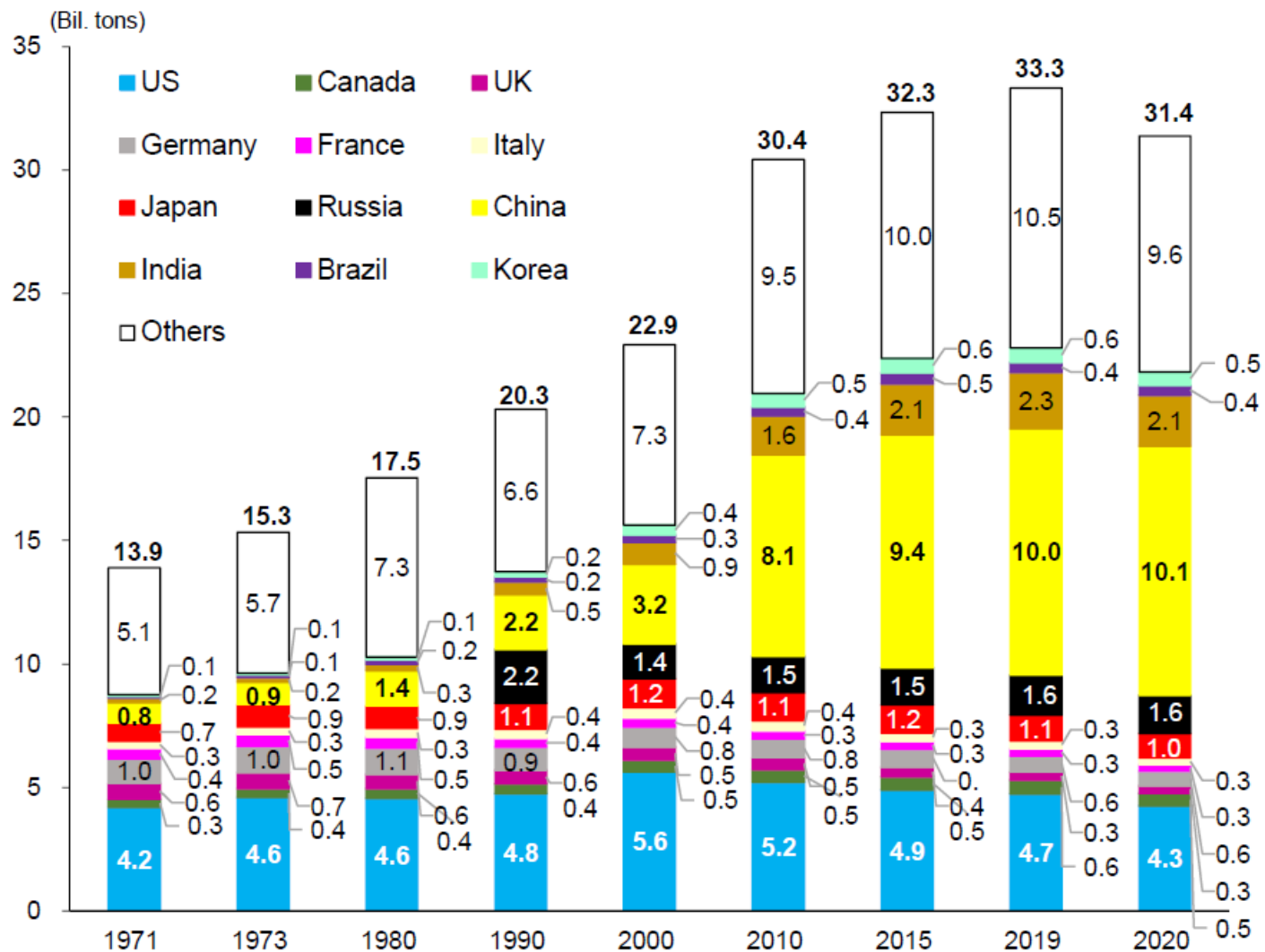


日中家計債務/GDP推移



➡日中のバブルの遠因はニクソンショックであった

CO₂ emissions by country

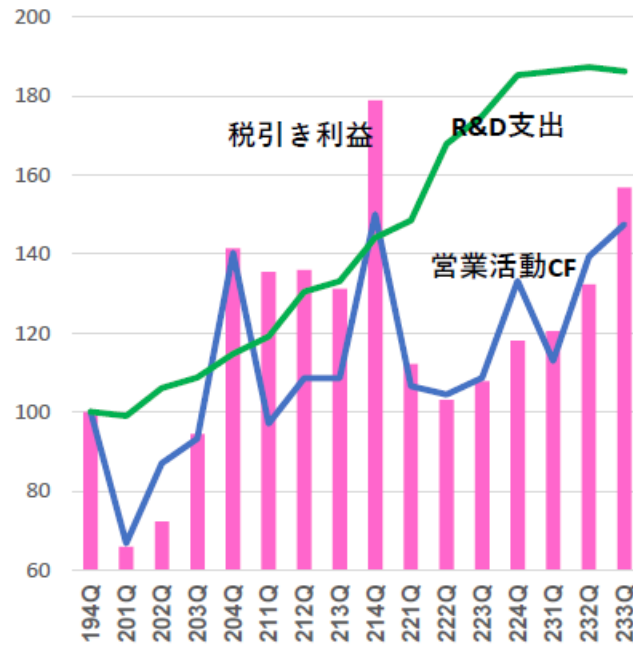


Note: No data for Russia for 1971, 1973, 1980.

Source: The Institute of Energy Economics, Japan (IEEJ), Mushi Research

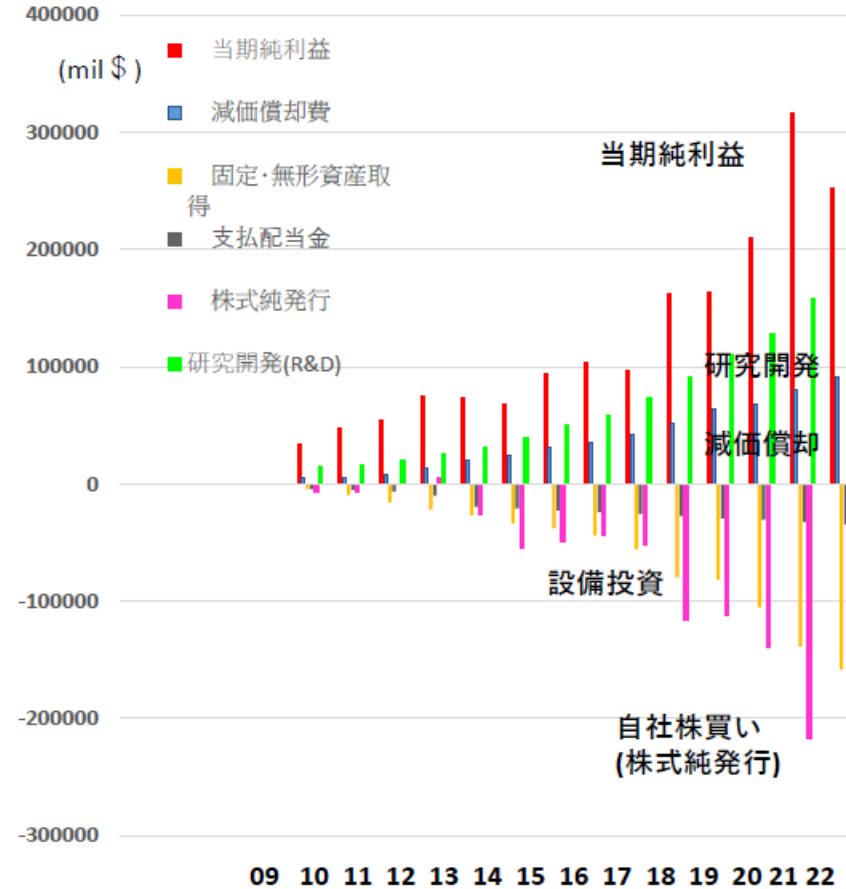
➡2000年以降の世界CO₂排出量増加、80%が中国

GAFAM純利益、R&D支出、営業CF推移 (20194Q=100)



出所:ブルームバーグ、武者リサーチ作成

GAFAMのキャッシュフロー指標推移



➡米で起きる新産業革命、世界最大のBright spot 第七大陸を支配する米国

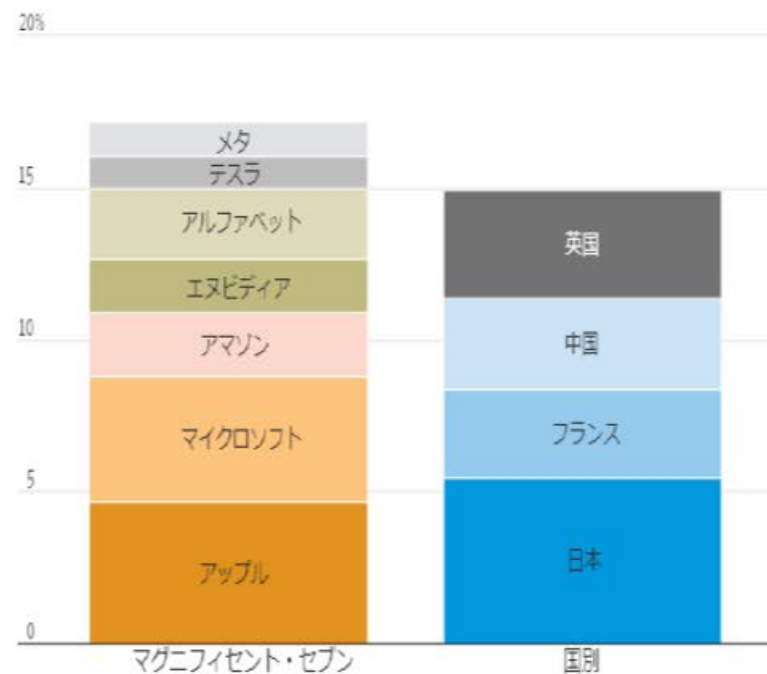
Magnificent7、493社、S&P株価推移



(出所:WSJ12.18)

MSCIAC指数の構成比(M7と主要市場)

MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックスに占める割合



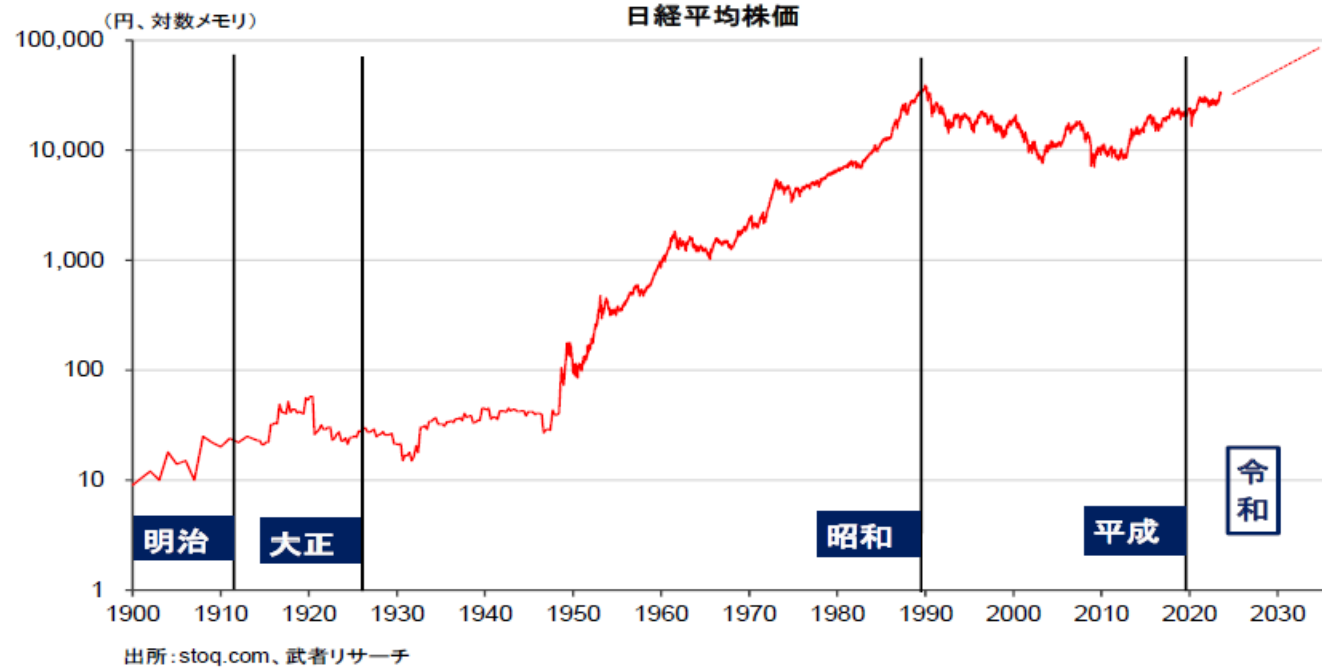
出所: MSCI、オールスプリング・グローバル・インベストメンツ

➡米国価値創造の新しい担い手誕生

近代日本の興亡と地政学レジーム

1870⇒1930	驚異の離陸	…… 明治維新体下、日英同盟(1902～1923)
1930⇒1940	大破局	…… 敗戦
1950⇒1990	奇跡の復興と成長	…… 日米安保体制 ①防共の砦
1990⇒2010	長期停滞	…… 日米安保体制 ②安保瓶のふた
2010年代		…… 日米同盟再構築 ③中国封じ込め

元号と株価の推移



➡近代日本の盛衰は地政学が基底にあった

急激に高まる日本の重要性

1980年代の Japan as Number one から

1990年代の Japan Bashing

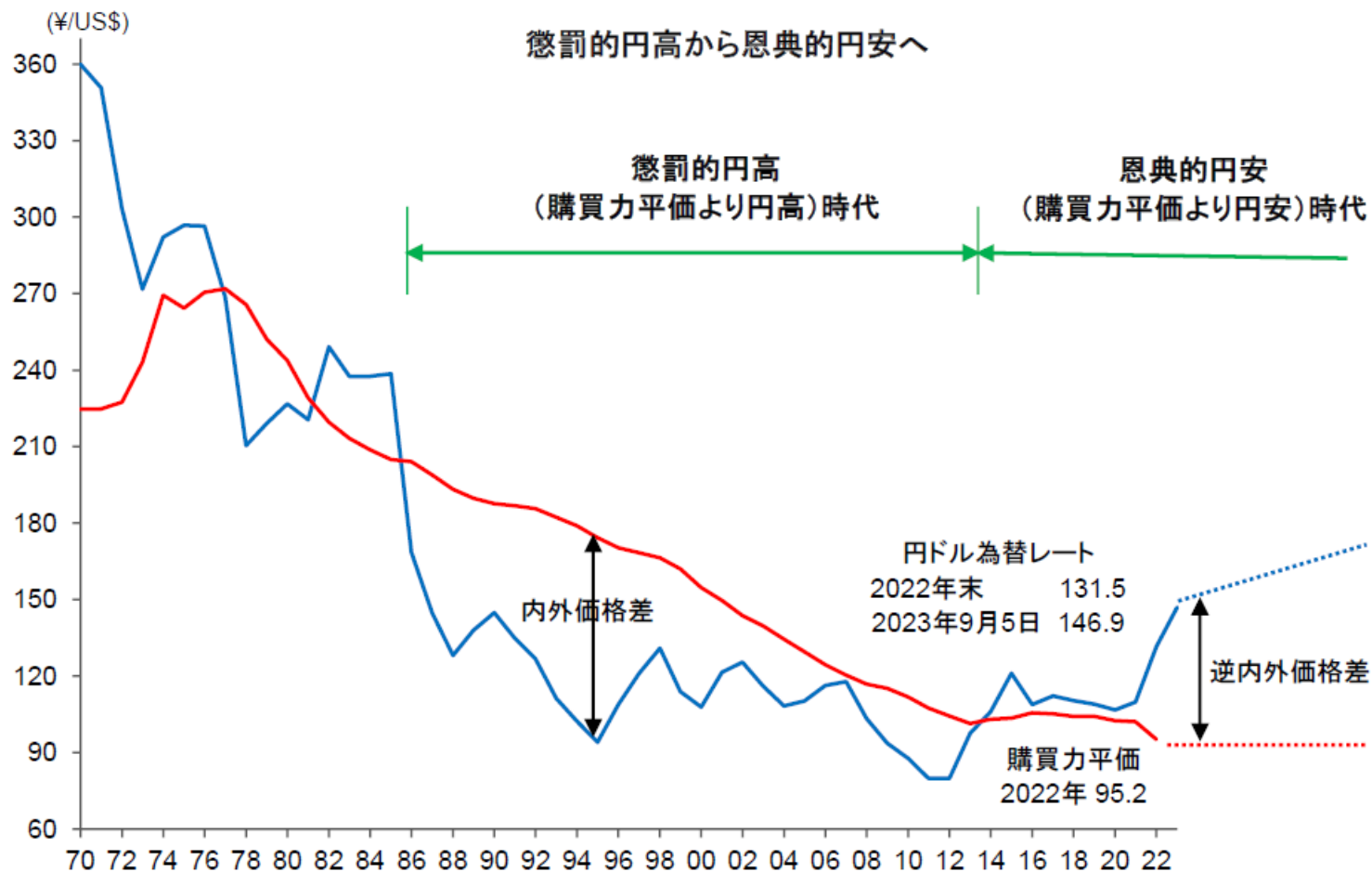
2000年代の Japan Passing

2010年代の Japan Nothing を経て、

2022年から Japan the most important ally

購買力平価とドル円レート推移

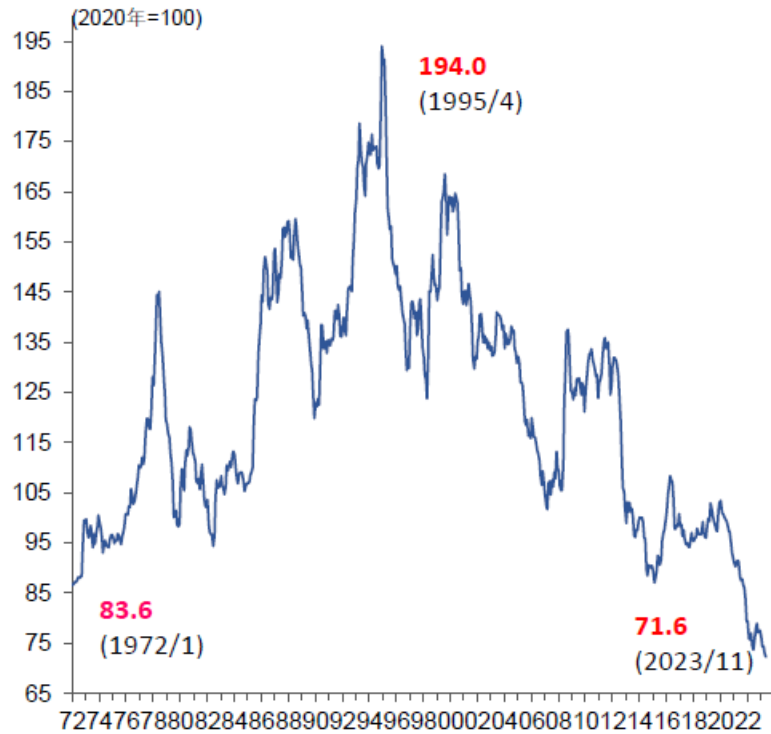
～ 内外価格差と逆内外価格差移 ～



出所: OECD、武者リサーチ

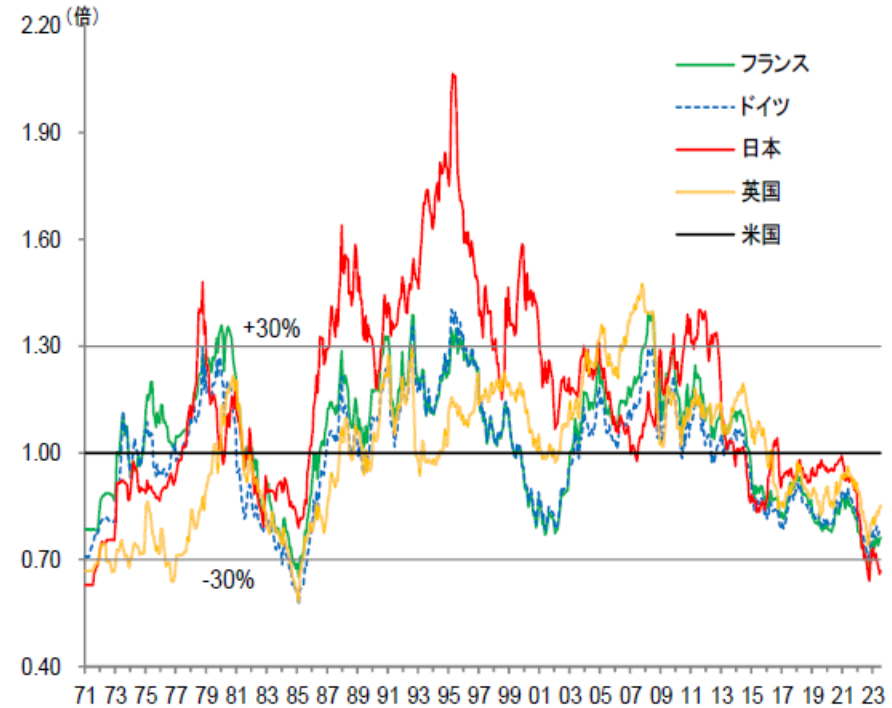
➡米に翻弄され続けた日本、手段は為替大変動であった

日本の実質実効為替レート推移



出所：日本銀行、武者リサーチ

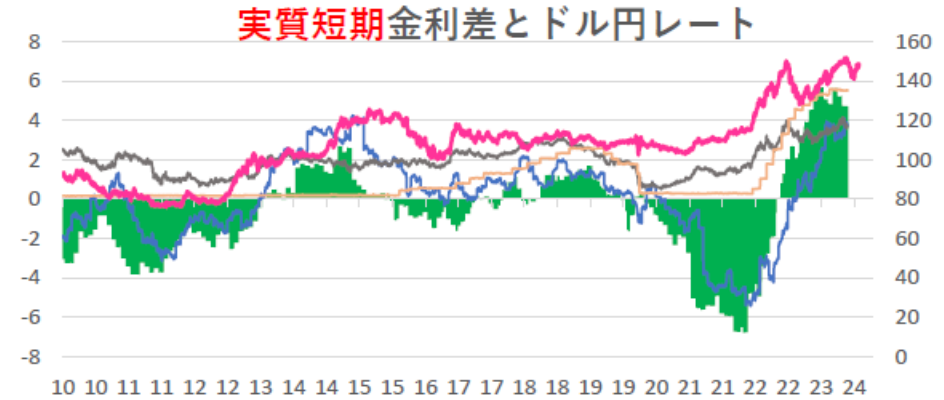
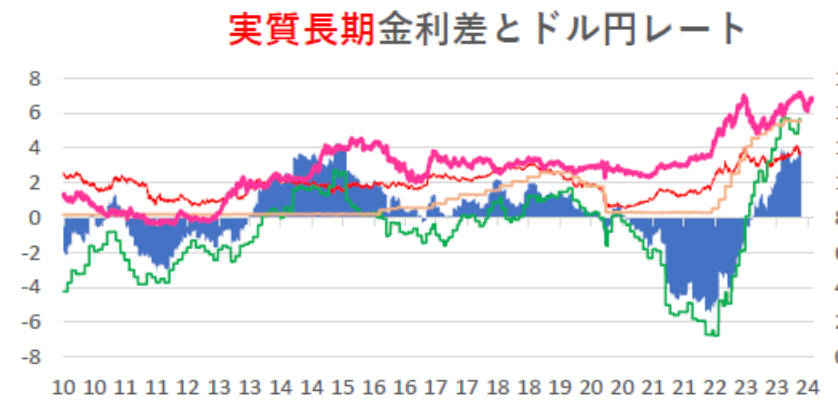
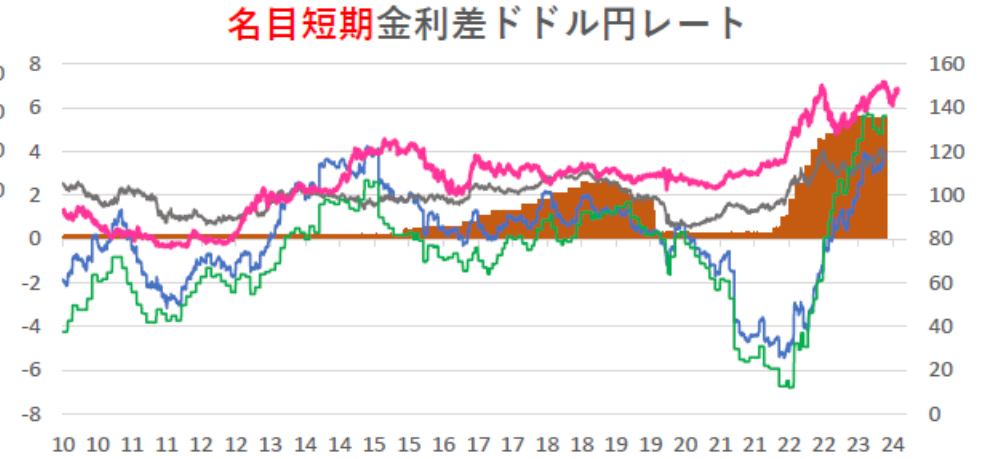
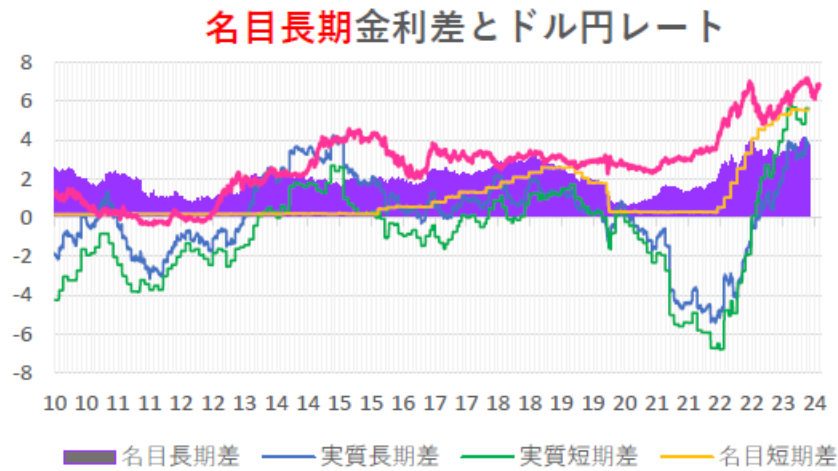
主要国通貨の購買力平価からの乖離率



注：2023年のOECDの購買力平価は2022年の値を使用
出所：経済協力開発機構(OECD)、ブルームバーグ、武者リサーチ

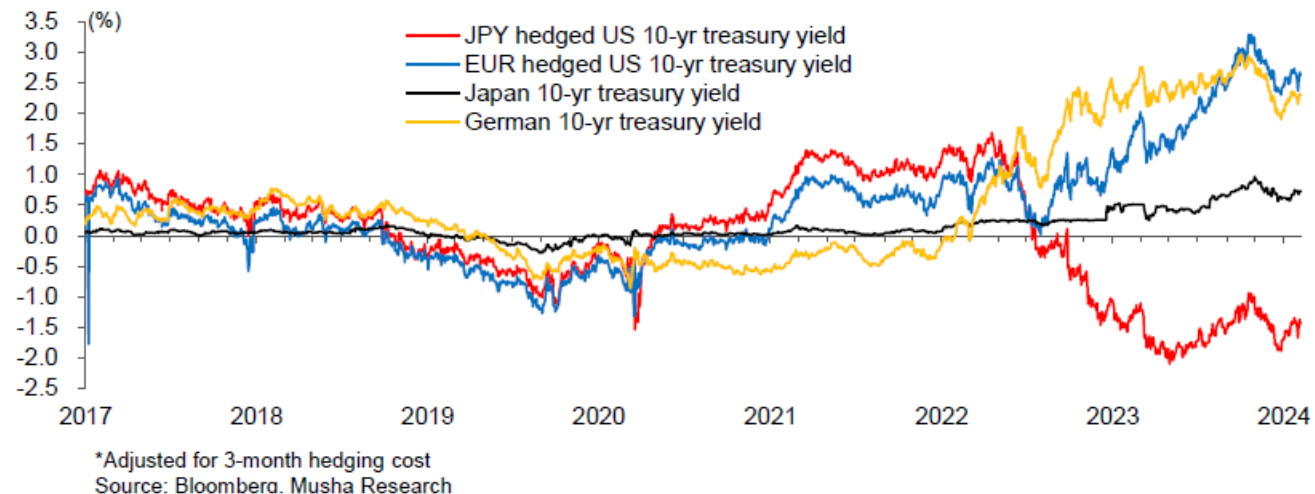
➡PPPからの乖離、日本は異常

ドル円レートと日米金利差推移

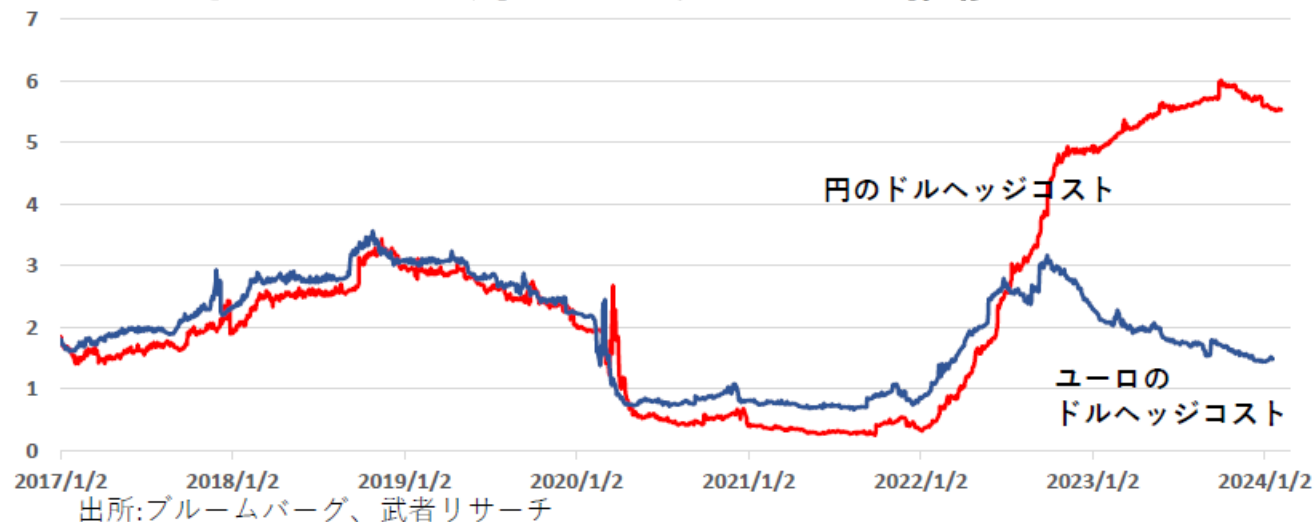


➡金利差の為替変動説明力50%

ヘッジ付き米国債投資のリターンと日独国債利回り



円とユーロの対ドルヘッジコスト推移



➡ 金融市場に定着する円先安観

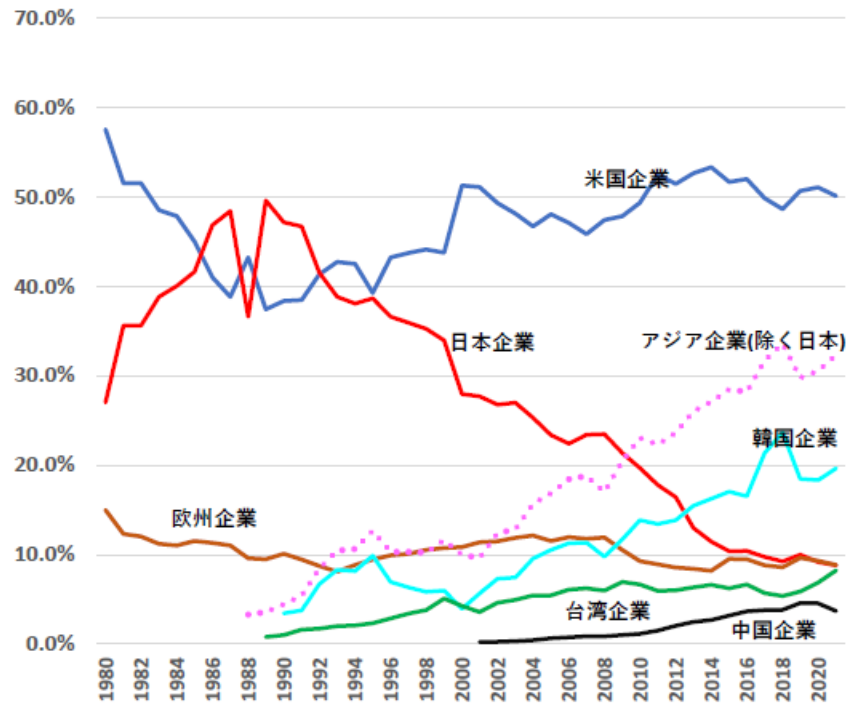
US Treasury – Currency Watch List

Table 2. Major Foreign Trading Partners Evaluation Criteria

	FX Intervention			Current Account			Bilateral Trade
	Net Purchases (% of GDP, Trailing 4Q) (1a)	Net Purchases (USD Bil., Trailing 4Q) (1b)	Net Purchases 8 of 12 Months† (1c)	Balance (% of GDP, Trailing 4Q) (2a)	3 Year Change in Balance (% of GDP) (2b)	Balance (USD Bil., Trailing 4Q) (2c)	Goods and Services Surplus with United States (USD Bil., Trailing 4Q) (3)
Canada	0.0	0	No	-0.4	1.6	-8	53
Mexico	0.0	0	No	-0.9	-0.5	-13	130
China	0.2 – 0.5 *	27 – 88	No	2.2	1.5	402	367
Japan	-1.5	-62	No	2.0	-1.4	85	68
Germany	0.0	0	No	4.3	-4.1	176	76
United Kingdom	0.0	0	No	-3.9	-1.1	-121	-23
Korea	-2.7	-46	No	1.8	-1.8	30	37
Ireland	0.0	0	No	9.0	28.7	48	5
India	-2.5	-85	No	-2.4	-1.3	-80	46
Switzerland	-2.8	-23	No	10.1	6.1	81	2
Taiwan	-1.7	-13	No	13.3	2.5	102	51
France	0.0	0	No	-2.1	-2.7	-58	15
Netherlands	0.0	0	No	4.4	-2.5	44	-52
Vietnam	-6.6 **	-27	No	-0.2	-3.9	-1	115
Singapore	15.6	73	Yes	19.3	3.2	90	-36
Brazil	-1.6	-31	No	-3.0	0.7	-57	-31
Italy	0.0	0	No	-1.2	-4.6	-24	43
Malaysia	-6.2 **	-25	No	3.0	-0.5	12	37
Thailand	-2.9 **	-14	No	-3.5	-10.5	-17	42
Australia	-0.2	-3	No	1.2	0.8	20	-27
Memo: Euro Area	0.0	0	No	-1.1	-3.4	-152	105

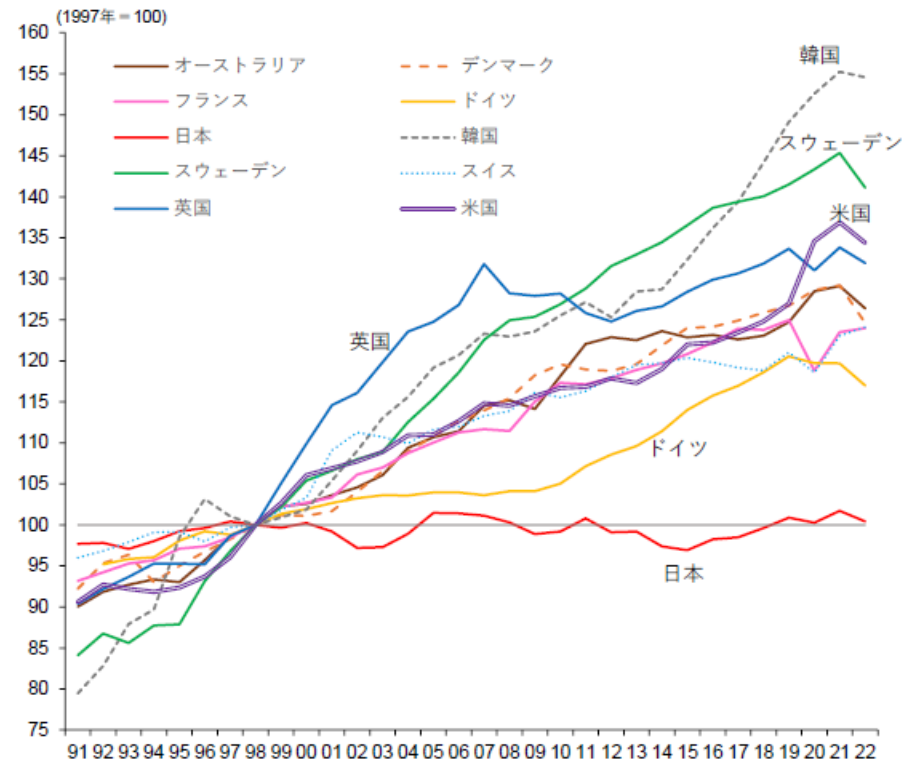
➡手前勝手の米国為替政策、突如日本を監視リストから削除

企業国籍別半導体出荷シェア



出所:ガートナー、OMDIA資料より武者リサーチ作成

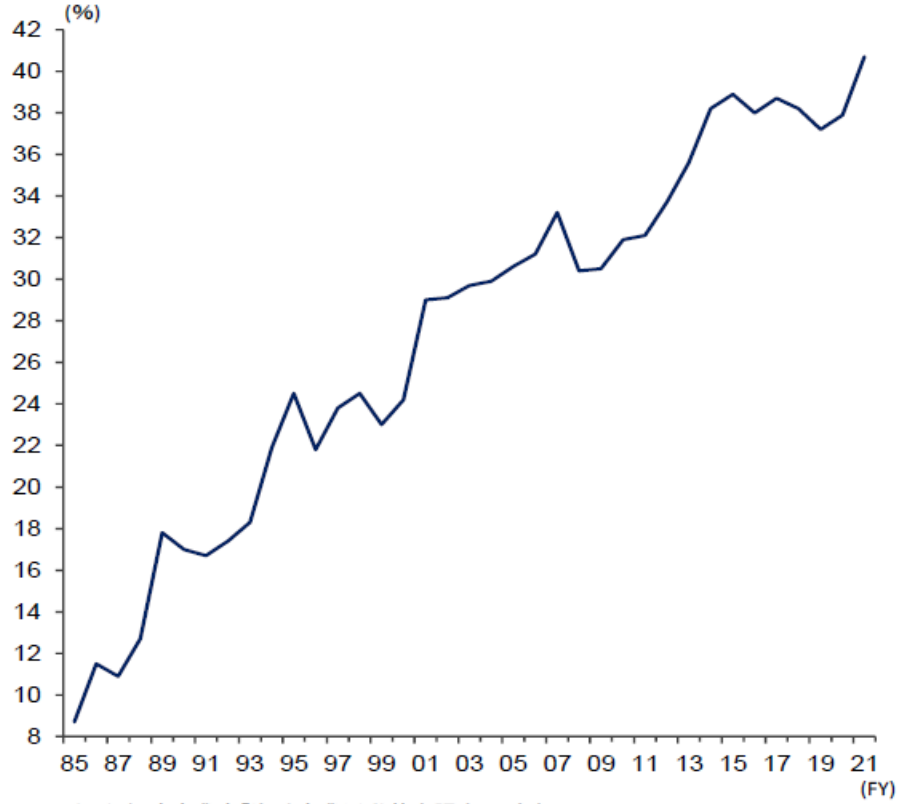
実質平均賃金推移国際比較



出所:OECD、武者リサーチ

➡日本の競争力衰弱とデフレは同根、超円高がもたらしたものの

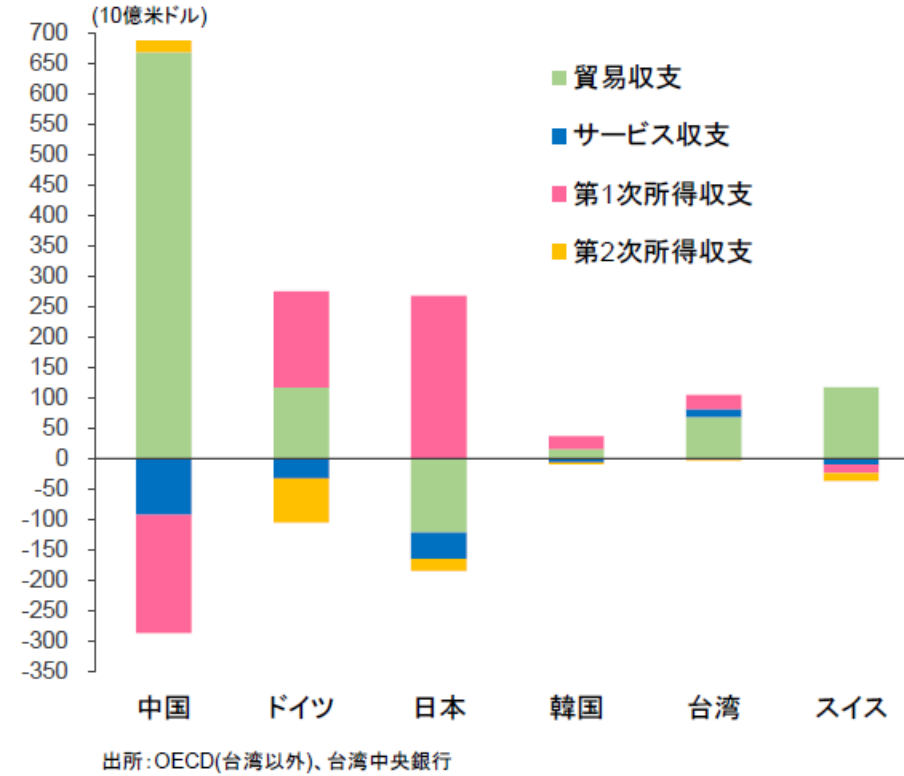
製造業海外生産比率の推移



経常収支内訳の比較

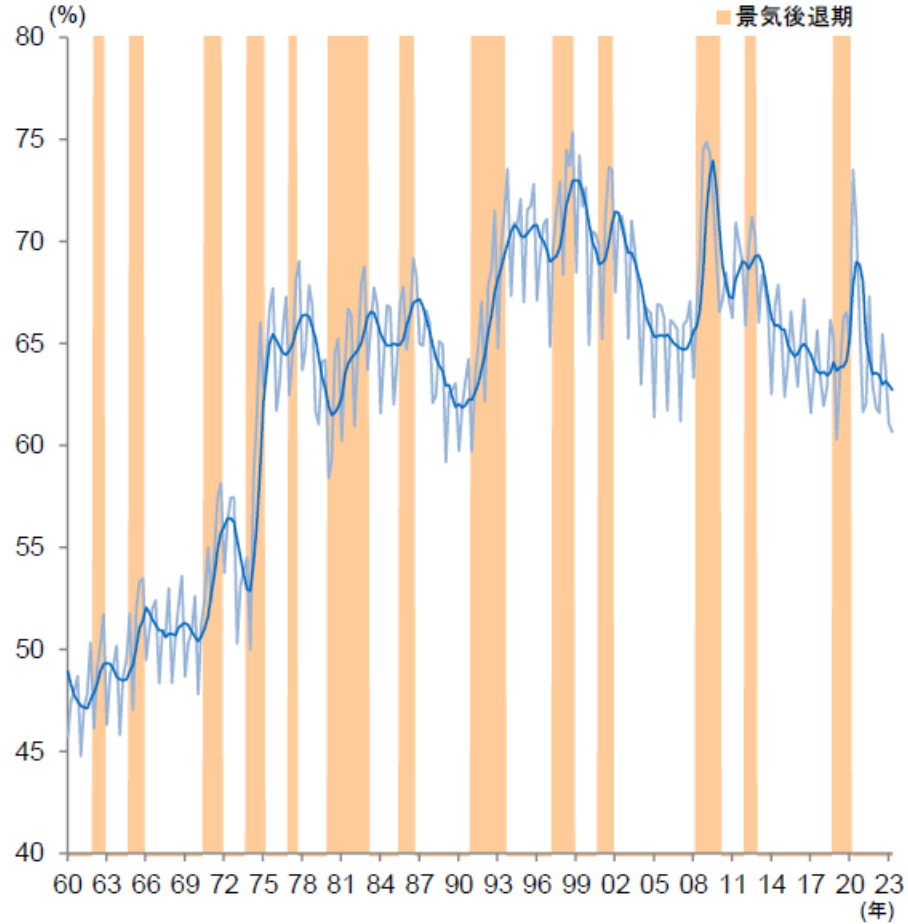
(2022年)

日本は第1次所得収支で黒字確保、
他5カ国は貿易収支が貢献

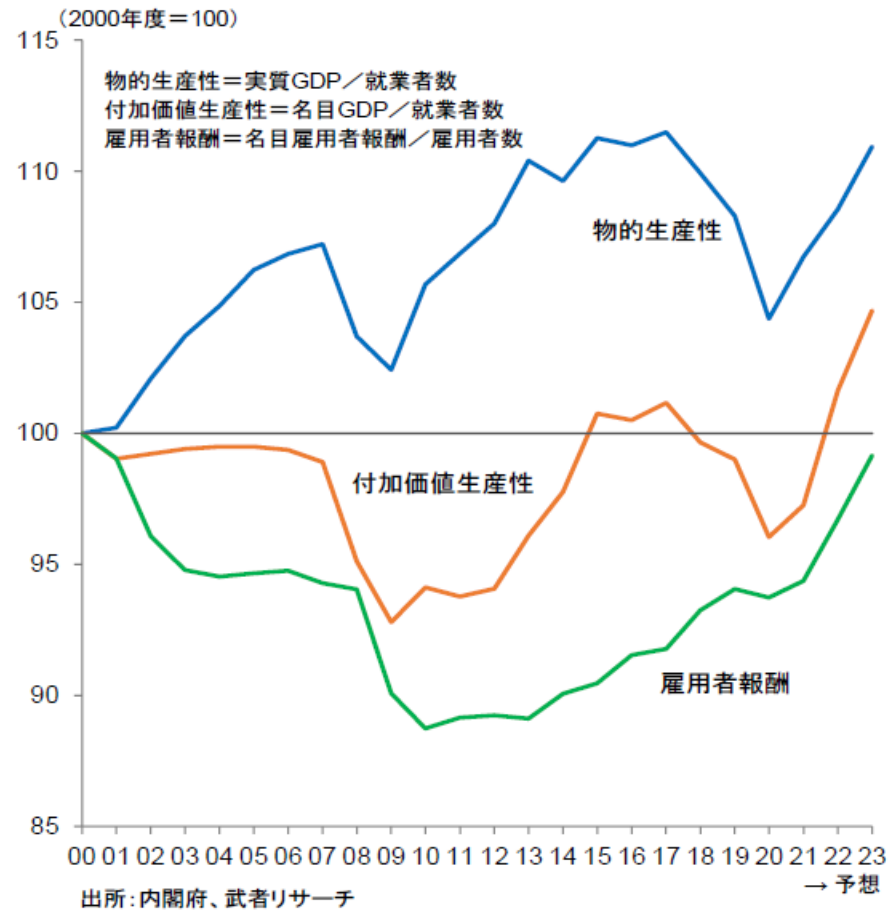


➡企業の海外移転・国内空洞化/日本のみ対外所得は貿易でなく所得収支で稼ぐ

労働分配率と景気の山谷

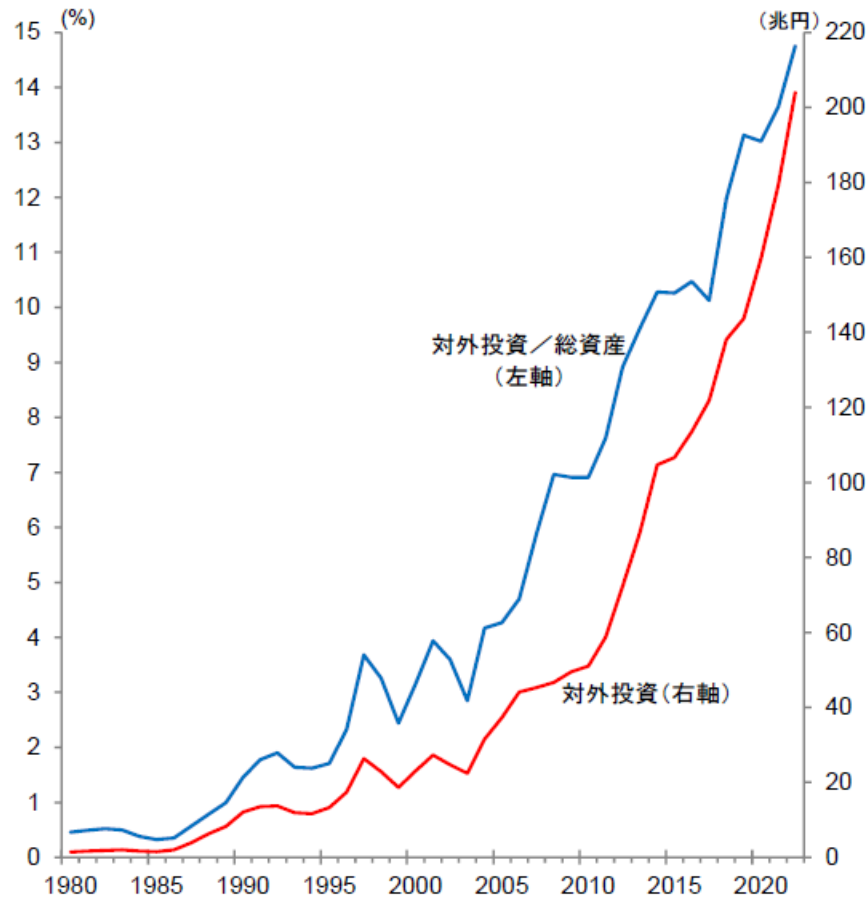


生産性と人件費の推移



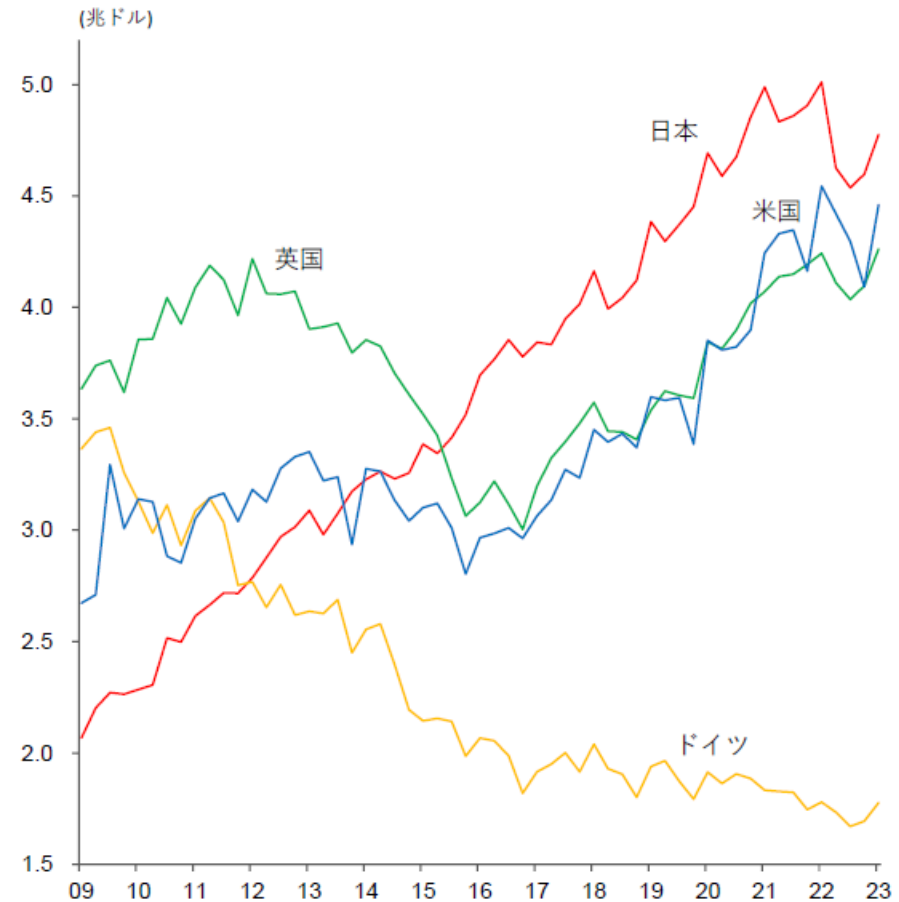
➡しわ寄せを受け続けた雇用報酬、労働分配率の低下トレンド是正が急務

日本企業の海外投資推移



出所：日本銀行、武者リサーチ

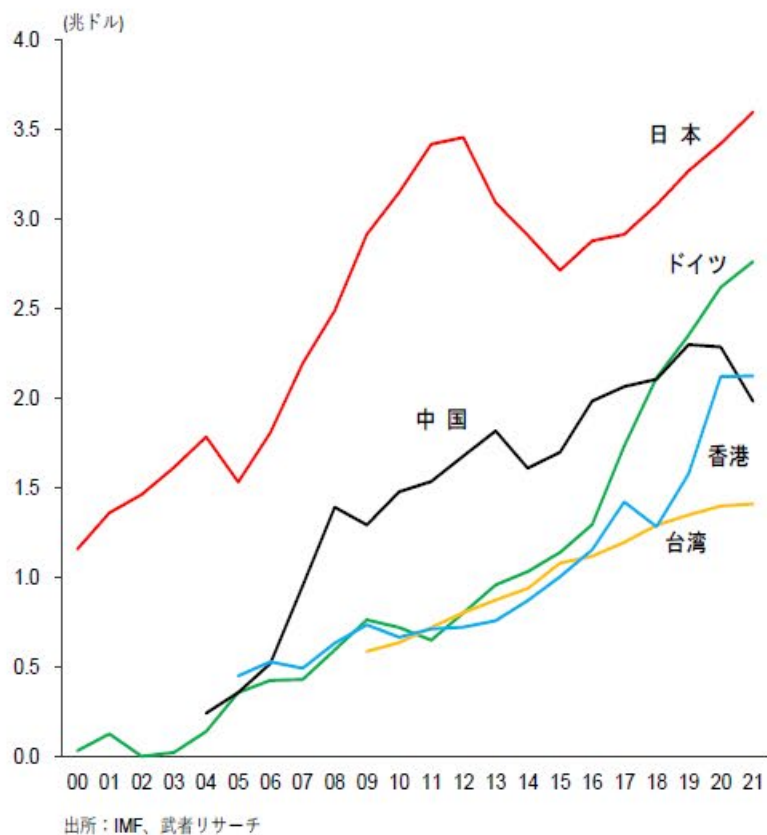
日米英独銀行対外投融資残高推移



出所：BIS、武者リサーチ

➡工場・雇用とともに資本も日本から流出した

対外純資産残高トップ5

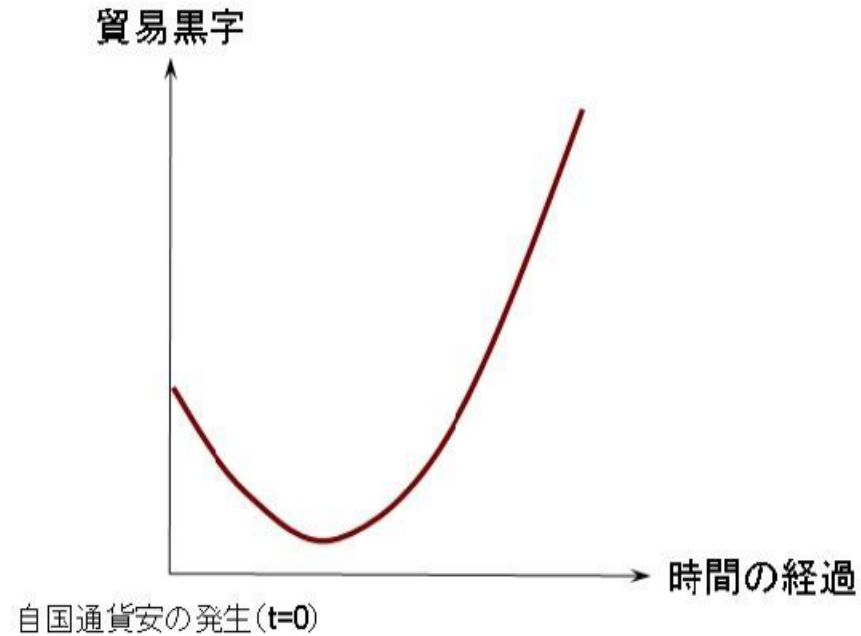


GDP&GNI トレンド(Nikkei9.15)



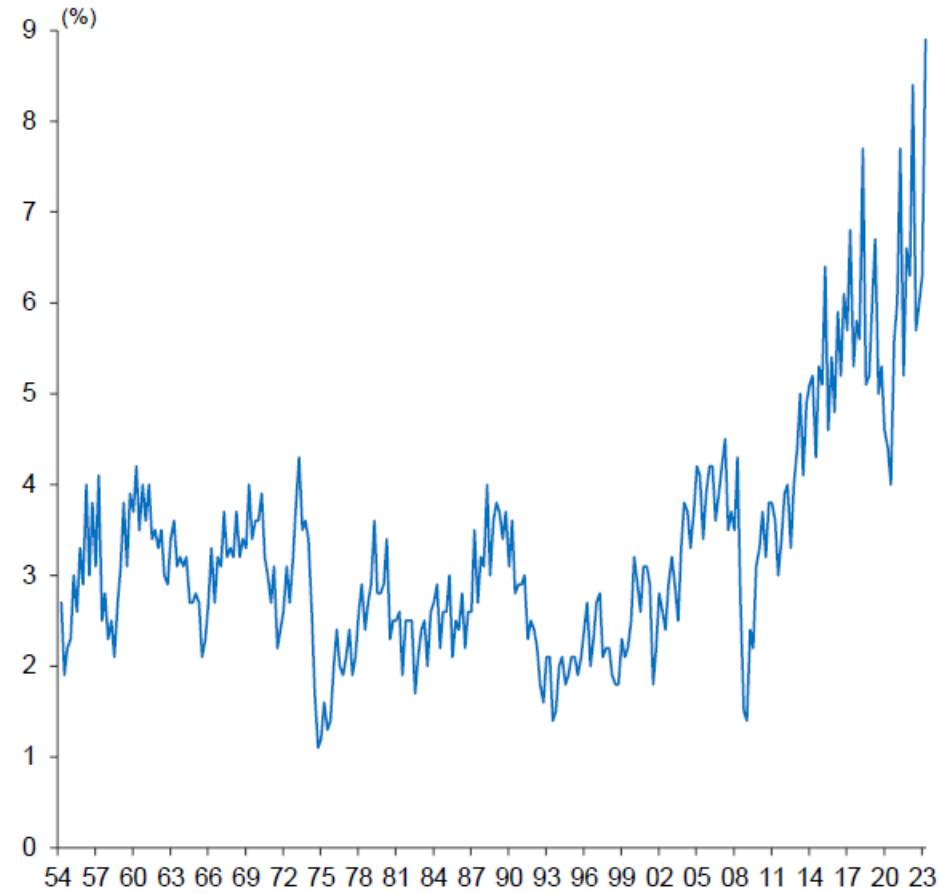
➡日本は世界最大の純資産国(=\$リッチ)、海外所得肥大化

Jカーブ効果



円安（自国通貨安）によって短期的に貿易収支の赤字が増えるが、その後反転し、貿易収支の黒字が増える。これがJの字のように見える。

日本企業の売上高経常利益率

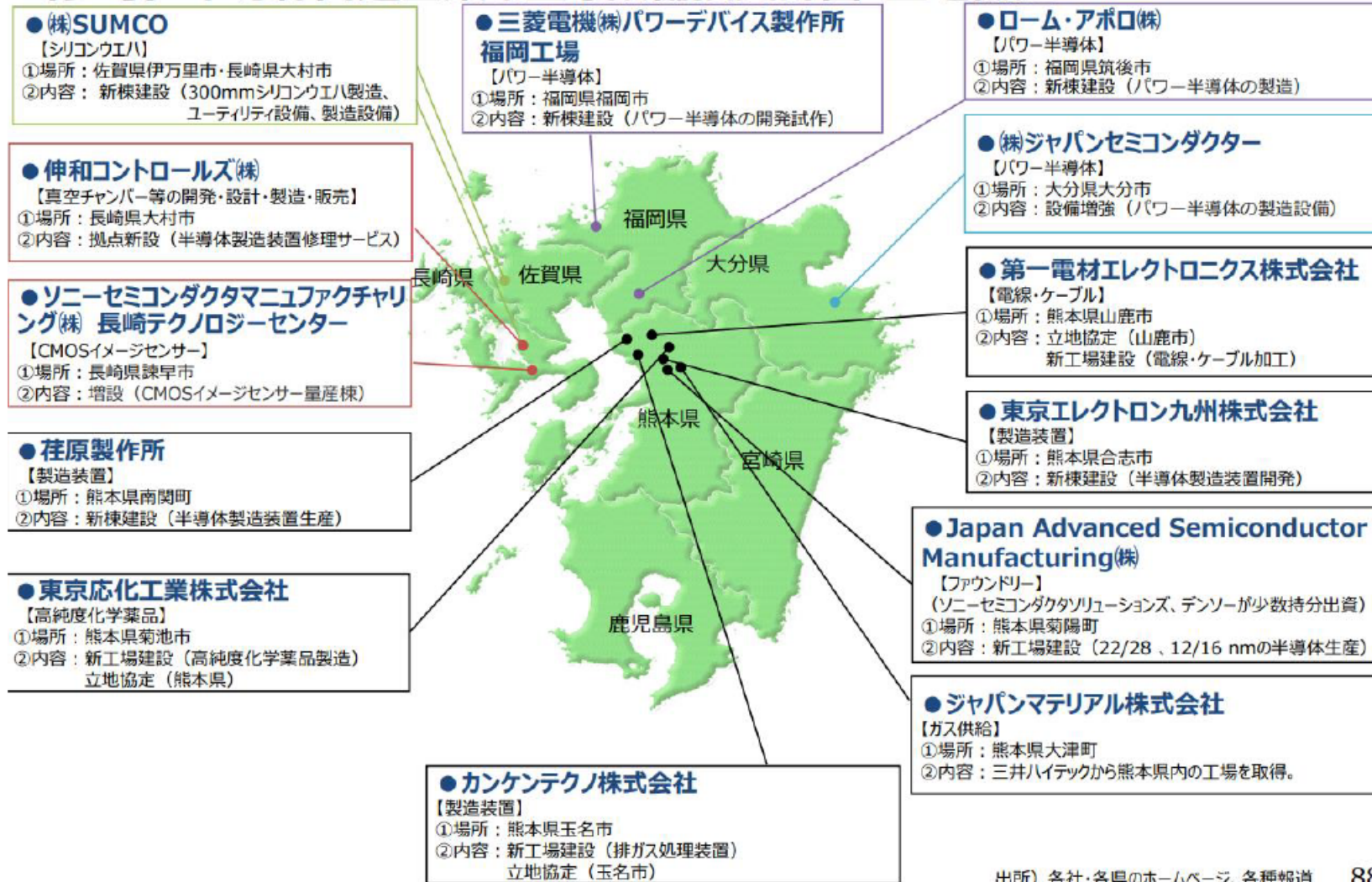


出所：財務省、武者リサーチ

➡円安の経済寄与Jカーブの後半甚大に、企業収益飛躍

九州シリコンアイランドでの投資波及効果(経産省)

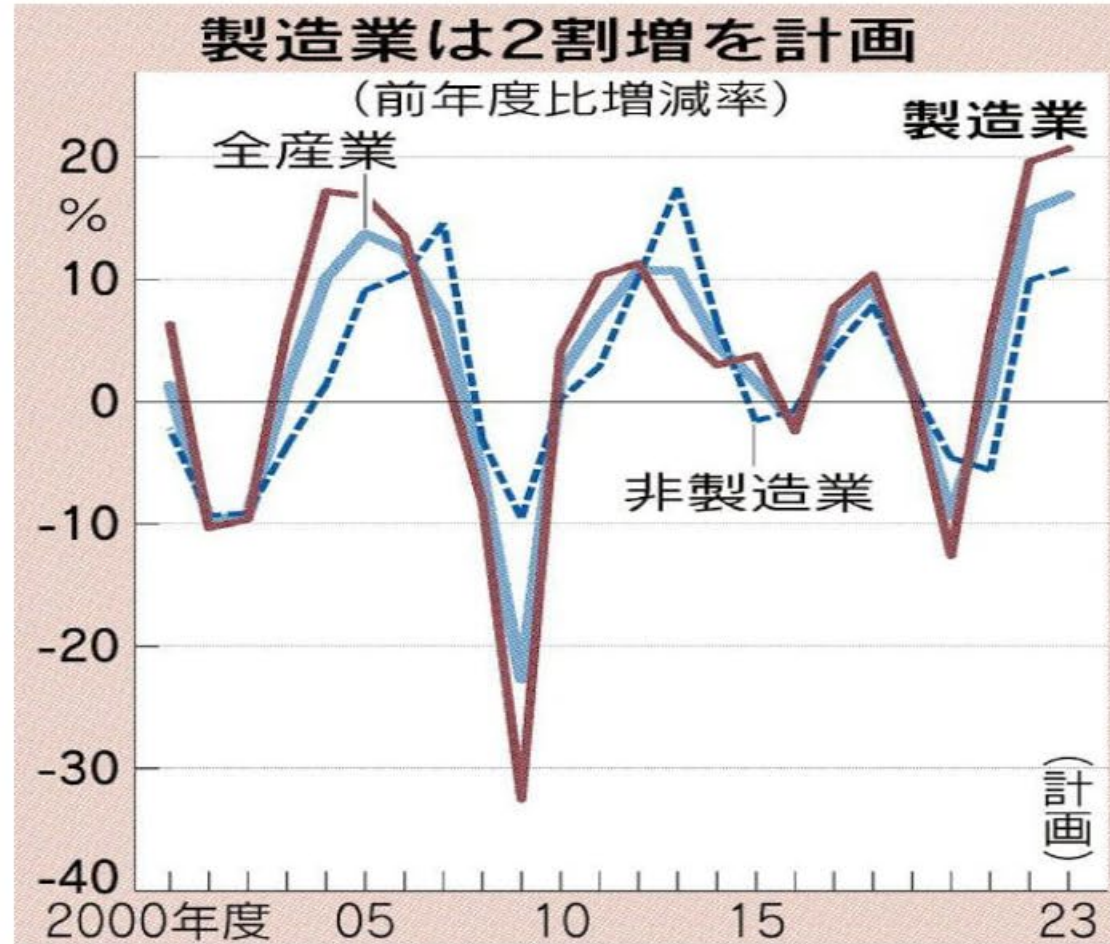
(参考) 半導体関連企業の主な設備投資計画・立地協定 (※JASM進出發表後に公表)



出所) 各社・各県のホームページ、各種報道 88

➡突如巻き起こった半導体投資ブーム

2023年度設備投資調査 (日経 6月23日)



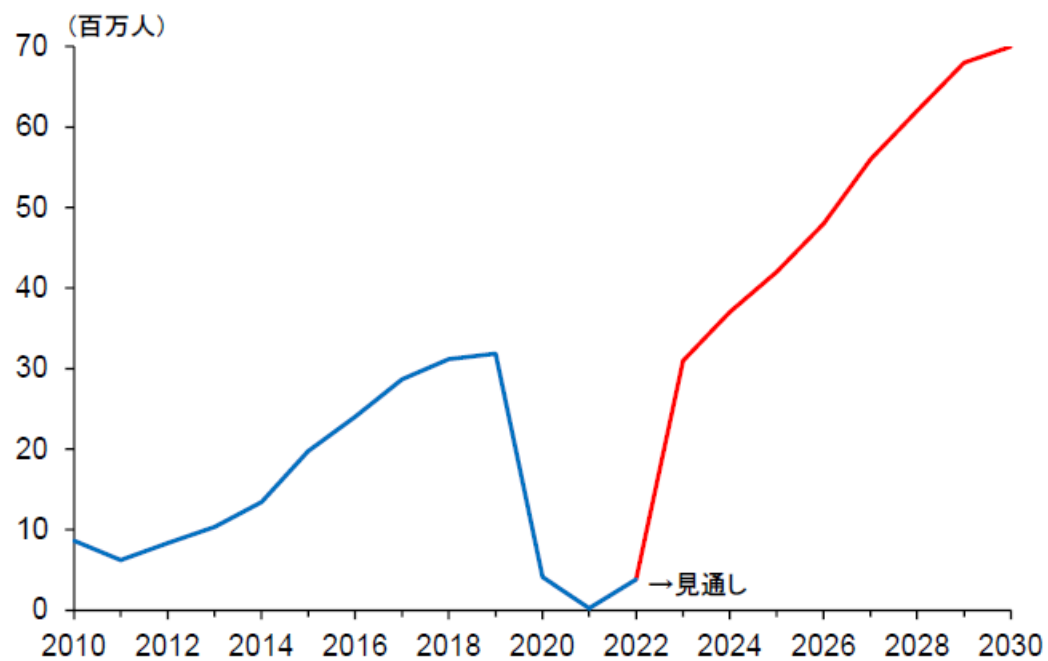
➡過去最高の設備投資ブーム

旅行・観光開発力ランキング (2021年)

1	日本
2	米国
3	スペイン
4	フランス
5	ドイツ
6	スイス
7	オーストラリア
8	英国
9	シンガポール
10	イタリア

出所：世界経済フォーラム

訪日外客数の見通し



出所：日本政府観光局、見通しは武者リサーチ

➡世界最高の観光資源を持つ日本、巨大基幹産業に

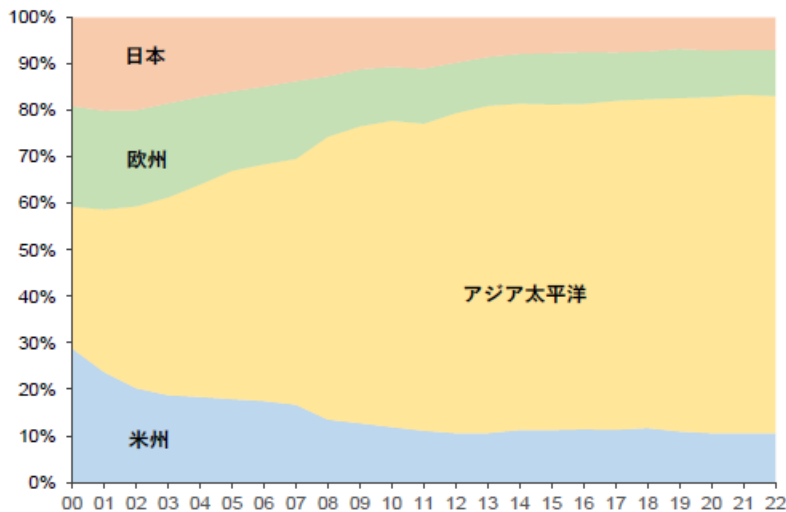
半導体関連世界市場規模と世界シェア (2021年)

	世界市場規模 (億ドル)	各国シェア (%)						
		日本	中国	他アジア等	韓国	台湾	米国	欧州等
半導体需要	5455	8	35	27			21.9*	9
半導体供給(メーカー国籍別)		6	4		22	9	54	6
半導体生産		15	16		23	21	11	5
半導体製造装置	1026	31	9		2	1	35	22
半導体材料	175	48	3		13	16	9	10

出所: SIA、WSTS、OMDIA、IC Insights、武者リサーチまとめ

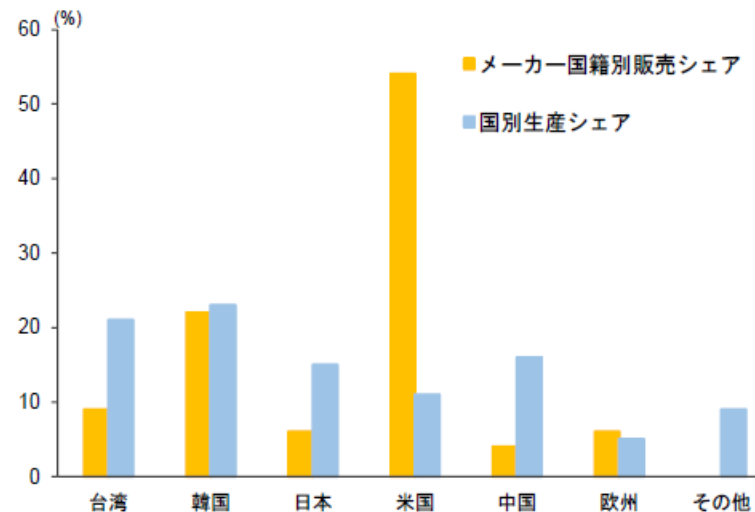
➡半導体関連技術集積、依然日本優位

国・地域別半導体生産推移



出所：英調査会社オムディア

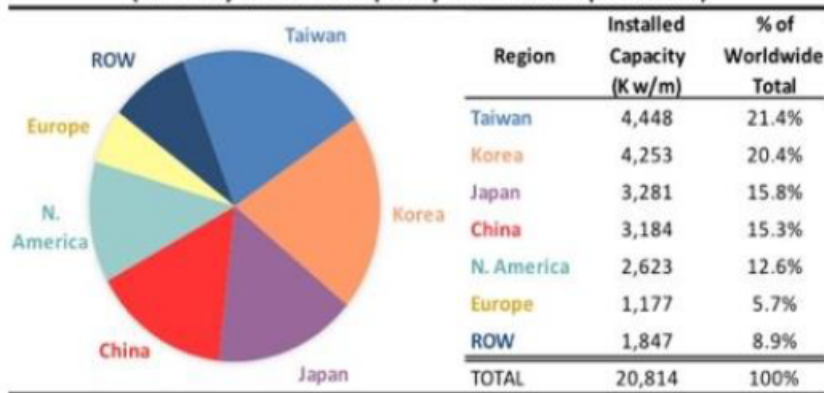
乖離する半導体シェア（2021年） メーカー国籍別販売・国別生産シェア



出所：SIA、IC Insightsより武者リサーチ作成

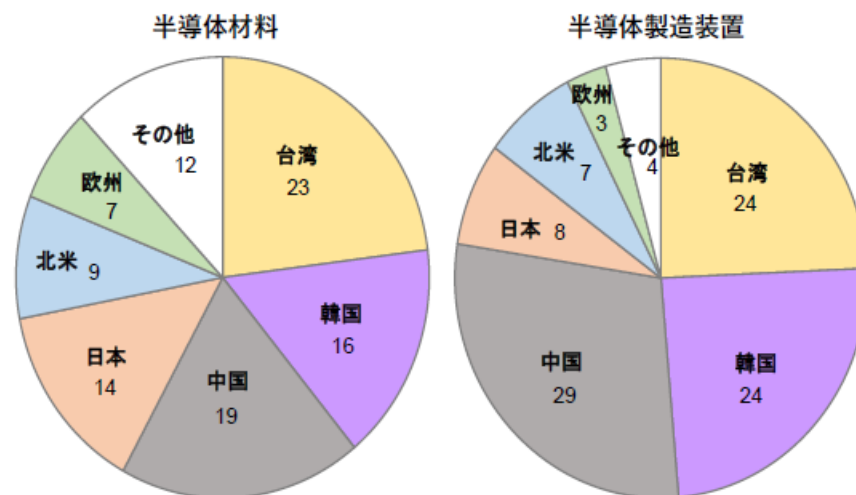
半導体ウェハー製造キャパシティ 国別世界シェア（2020年）

Wafer Capacity at Dec-2020 – by Geographic Region
(Monthly Installed Capacity in 200mm-equivalents)



Source: IC Insights

半導体材料・半導体製造装置 国別販売シェア（2021年）



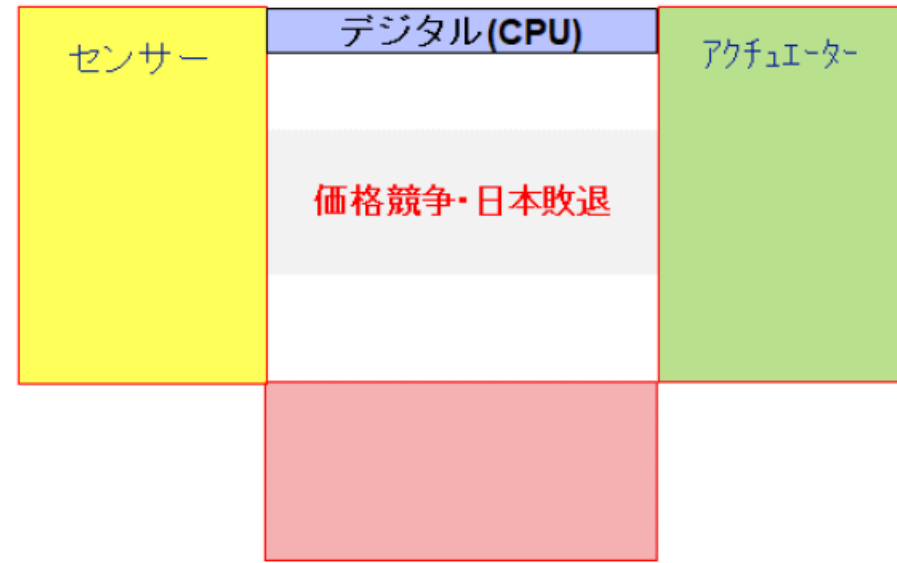
日本の特徴 B to C → B to B に特化

日本企業の新領域

脱価格競争・マンマシンインターフェースと周辺技術で差別化

マンマシンインターフェース(in put)

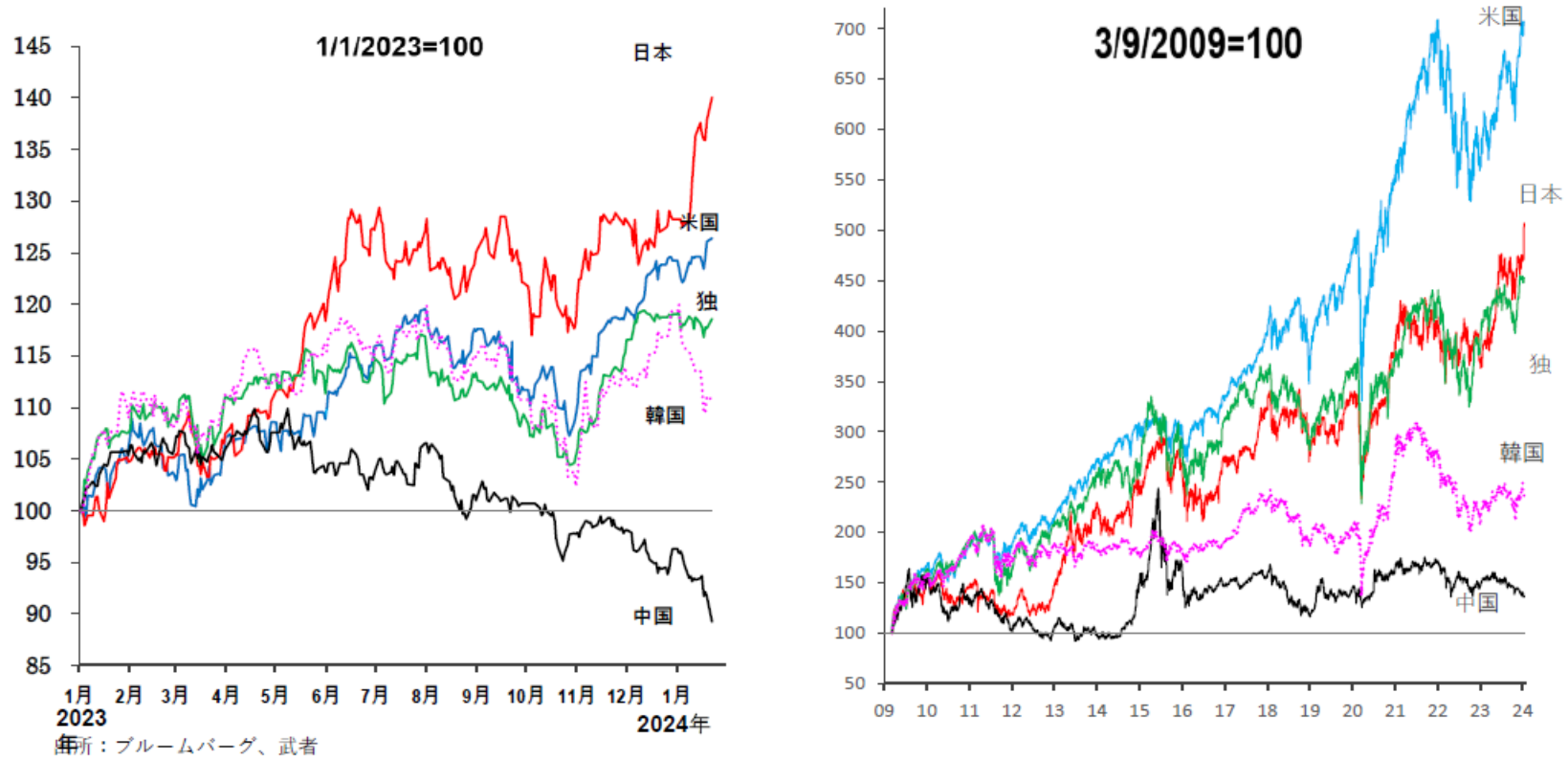
マンマシンインターフェース(out put)



素材・部品・装置

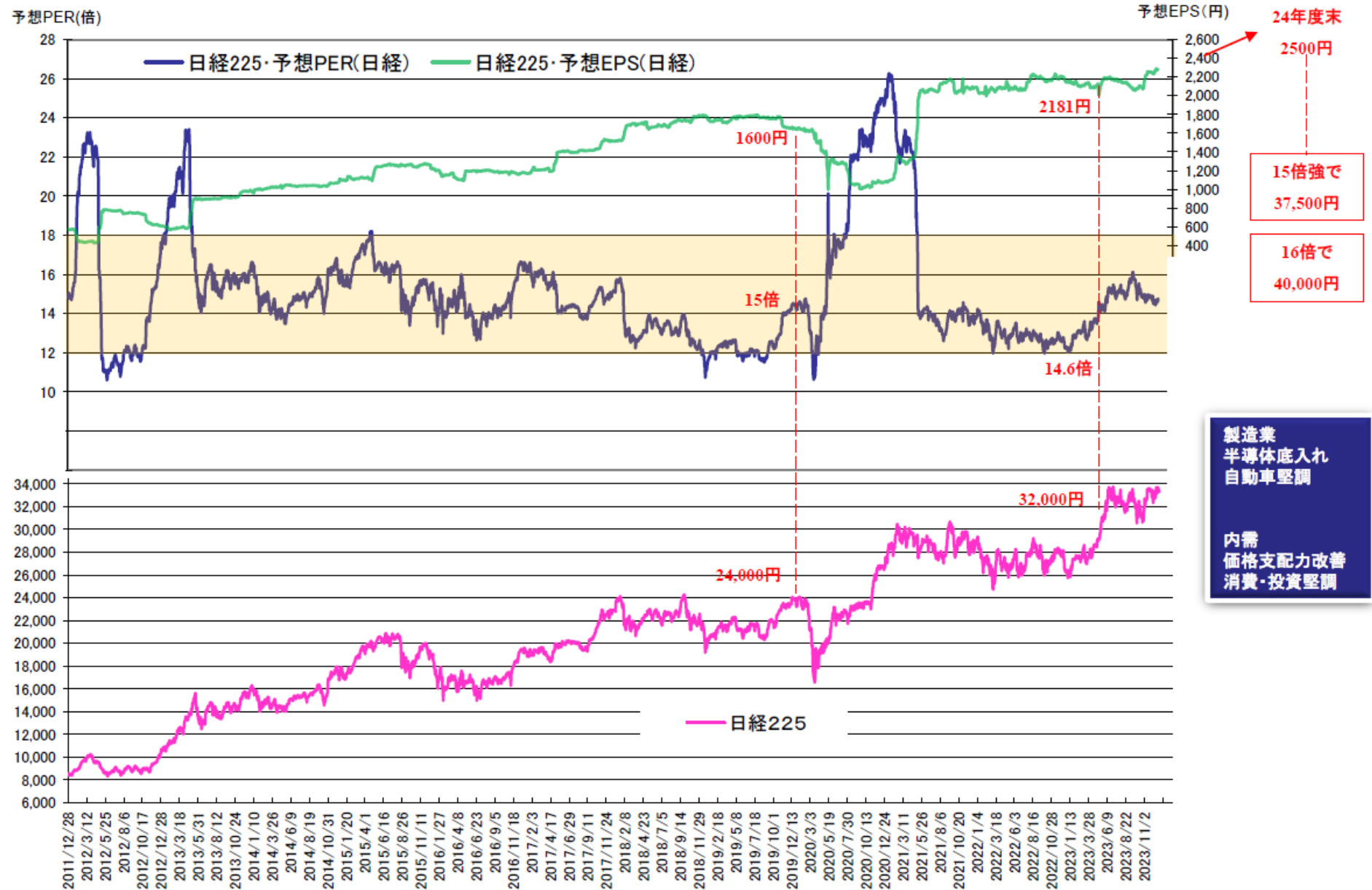
➡競争を回避しONLY ONEの周辺分野に特化、 B to Bは日本の得意領域

主要株価指数の推移 (日本株優位鮮明に)



➡いつの間にか日本株が勝ち組に

日経225 予想PERと予想EPS(Village Capital)



アベノミクスの大きな成果

	2000	2010	アベノミクス入口	アベノミクス出口	直近
名目 GDP	535兆	505兆	500兆(12)	558兆(19)	600兆(23e)
日経平均	13,785	10,228	8,664(12/12/25)	23,475(20/9/16)	31,950(23/11/2)
ドル円レート	107.7	87.7	84.7(12/12/25)	105.3(20/9/16)	149(23/11/3)
就業者数	6,462万	6,307万	6,280万(12年)	6,724万(19年)	6,787万人(23/10)
有効求人倍率	0.62	0.52	0.83(12/12)	1.63(18/12)	1.29(23/8)
最低賃金	659円	730円	749円	901円	1004円(23/9)
女性就業率	56.7	60.1	60.7	70.9	73.6(23/10)
企業経常利益	35.9兆	43.7兆	48.5兆(12年度)	71.5兆(19年度)	95.2兆(22年度)
公的年金累積運用益	-1.7兆円	11.4兆	25.2兆(12年度)	57.3兆(19年度)	108.4兆(22年度)
一般会計税収	50.7兆	41.5兆	43.9兆(12年度)	58.4兆(19年度)	71.13兆(22年度)
外国人観光客	476万	861万	835万(12年)	3,188(19年)	2600万(23e)

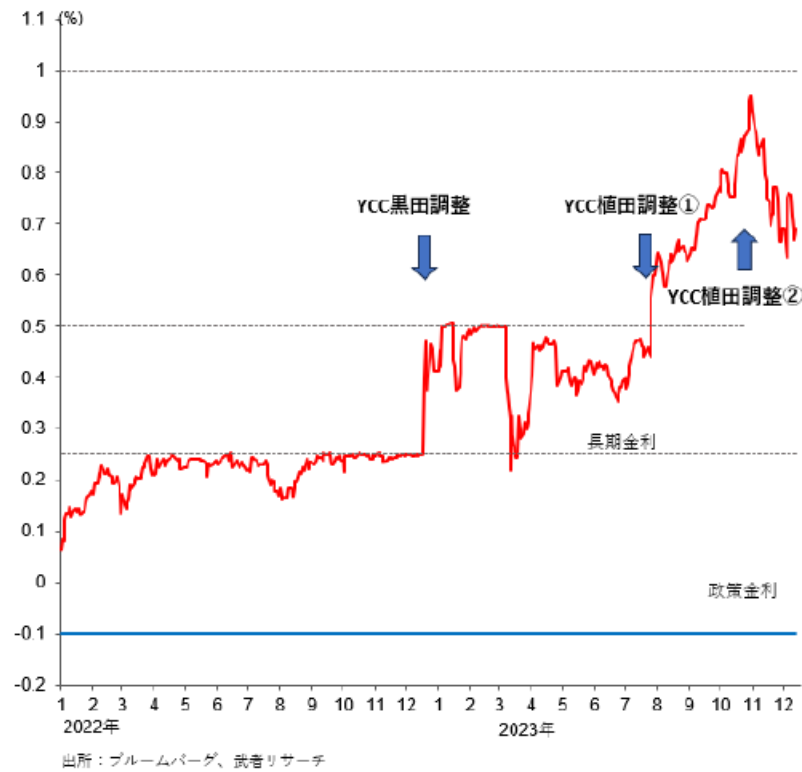
出所：各政府機関発表より武者リサーチまとめ

➡アベノミクスが転換させた日本のファンダメンタルズ

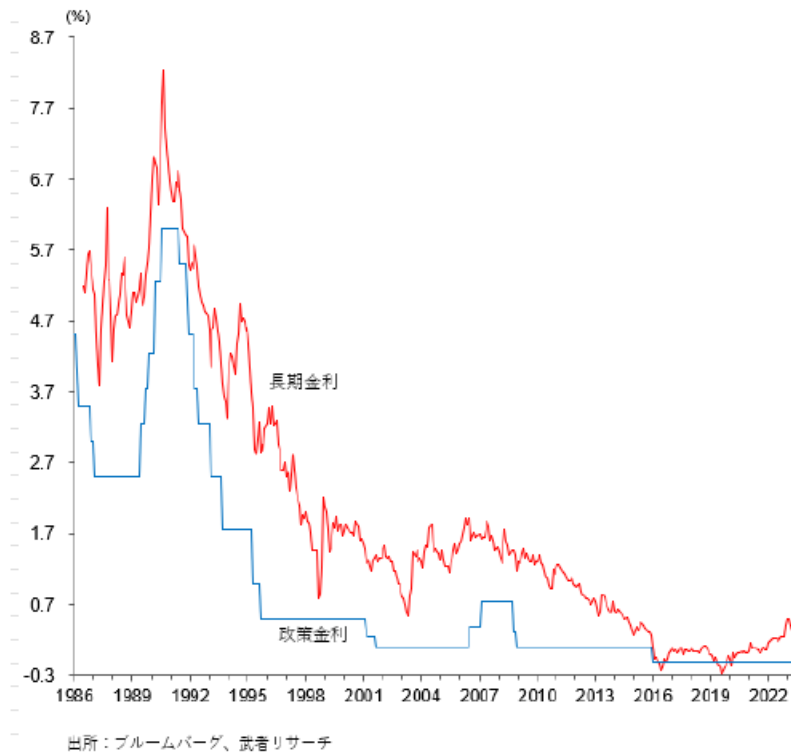
日本の政策金利と10年物JGB利回り推移

(着実に出口に向かう異次元金融緩和)

2022年以降日次推移



1986年以降月次推移



➡着実に進む異次元金融緩和・YCCからの転生

ハゲタカの主張「株価が企業評価の絶対的尺度」に同調する東証と金融庁

～経営者の上司は株主である～

東証は資本コストや株価を意識した経営実現の施策を上場企業に求め、PBRが1倍以下の企業に対して、是正策を求めた(1/31)。

鈴木金融大臣は、金融庁が株価評価が低い企業に対し、改善プランを求める方針であることを表明した(4/6)。

FT「日本が資本主義になる」というコラムを電子版に掲載(3/31)。

日本企業が株主価値の最大化に軸足をシフトさせ、株価上昇の期待が高まっている、という趣旨である。

「日本企業は、(円高デフレという)困難な中で、収益性を高めるという難しいことを成し遂げた。しかし、その利益を株主に還元するという簡単なことに手こずっている。日本企業の多くは、現金の山を抱えたまま、賃上げや自社株買いをほとんど行ってこなかった」が、それが劇的に変わるかもしれない。

大正解の株価政策大転換 岸田長期政権化のカギに

当初の分配重視の「新しい資本主義」の内容を換骨奪胎し「成長と分配の好循環」というアベノミクス路線に回帰。株価を軽視・無視していたスタンスから株価重視スタンスへの大転換

安倍元首相は2013年「Buy my Abenomics」NYで宣言
岸田首相も2022年5月「Invest in Kishida」とロンドンで日本株投資を呼びかけ

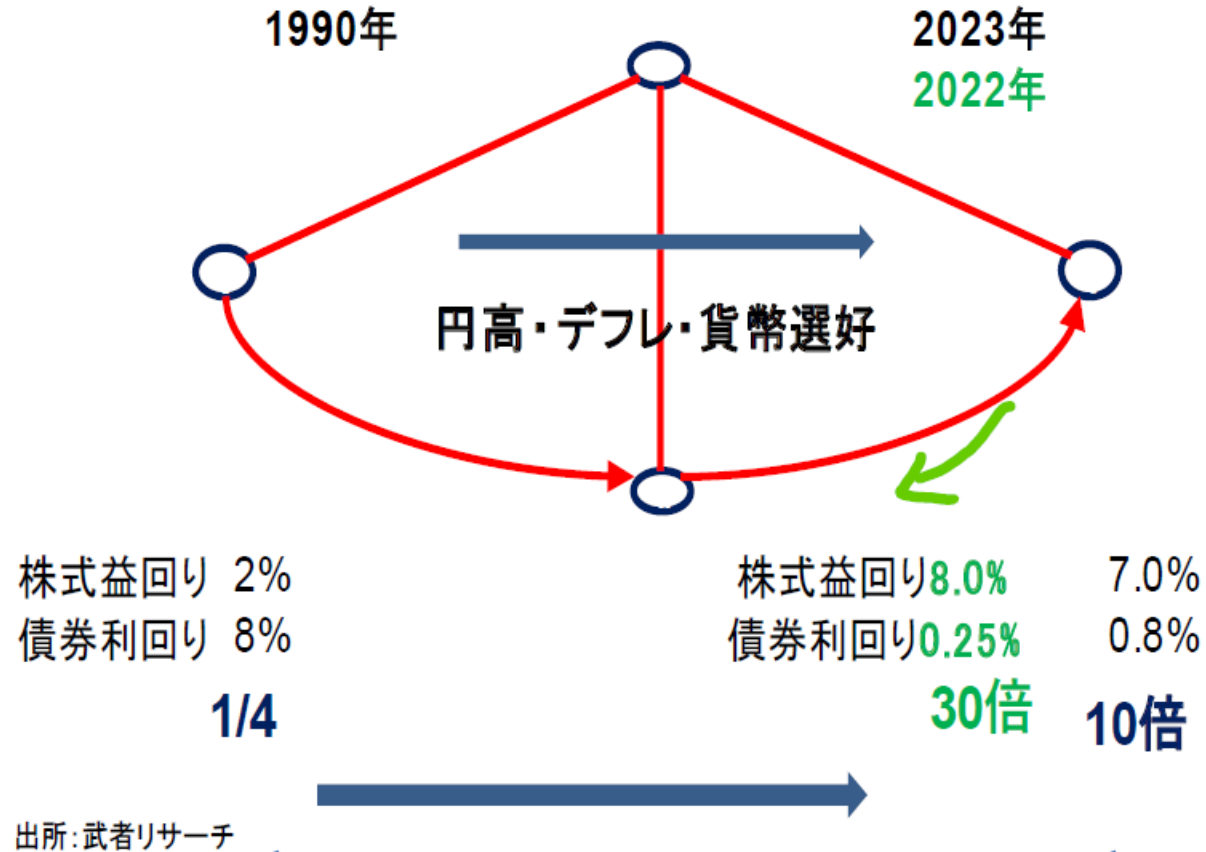
新しい資本主義実現会議資料(2022年6月7日)

「新しい資本主義においても、徹底して成長を追求していく。しかし、成長の果実が適切に分配され、それが次の成長への投資に回らなければ、更なる成長は生まれない。分配はコストではなく、持続可能な成長への投資である。我が国においては、成長の果実が、地方や取引先に適切に分配されていない、さらには、次なる研究開発や設備投資、そして従業員給料に十分に回されていないといった「目詰まり」が存在する。その「目詰まり」が次なる成長を阻害している。

積極的な政策関与によって、「目詰まり」を解消していくことが必要である。」として、①賃金アップ、②スキルアップによる労働移動の円滑化、副業兼業の推進、③貯蓄から投資への「資産所得倍増プラン」策定、等の具体策を提示した。

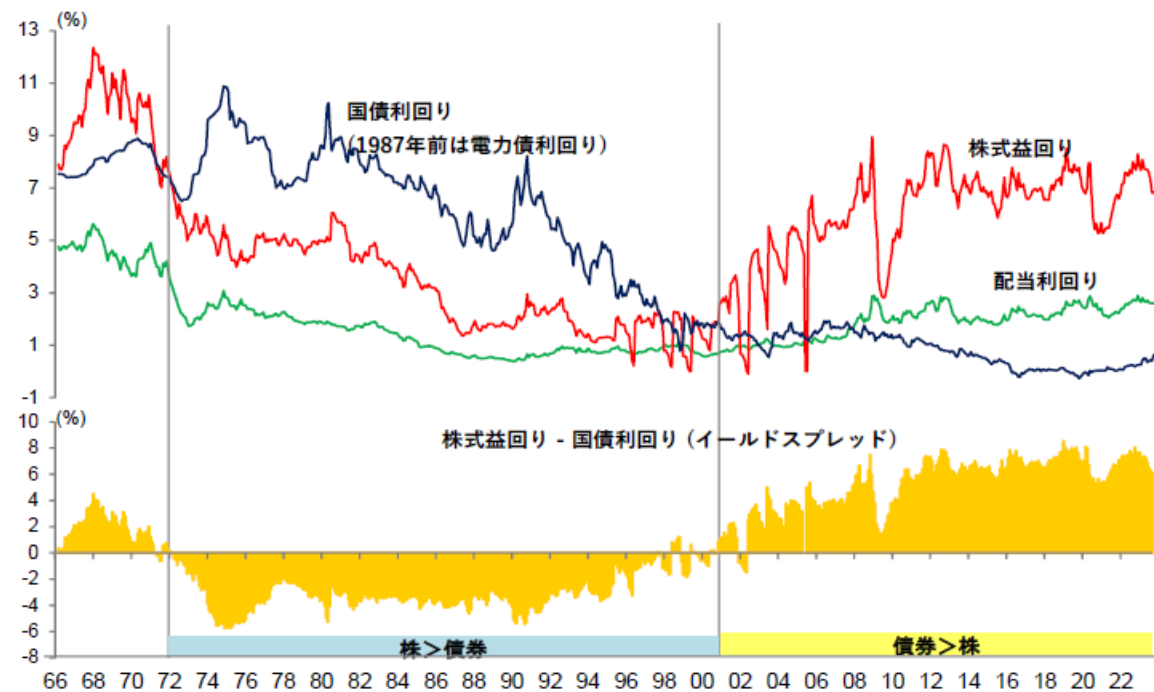
好循環が今、期待できるのはアベノミクスにより稼ぐ力が完全復活したから

極から極へと振れた 株式 対 債券利回り

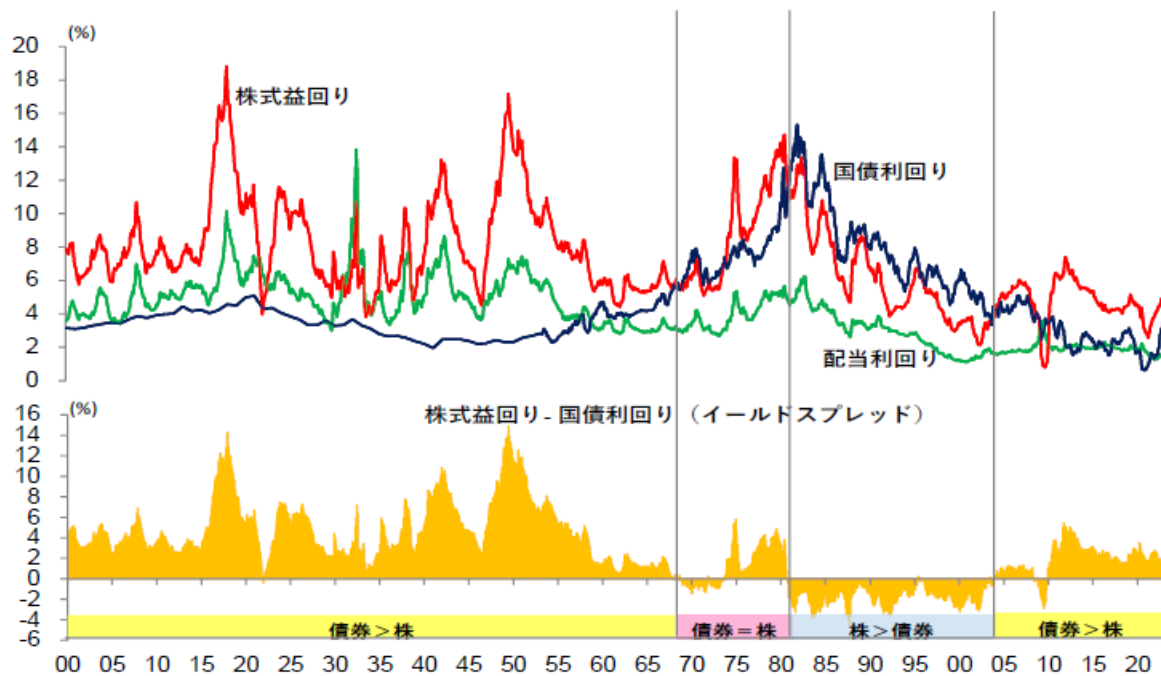


➡ バブル崩壊後負のバブルを作った日本、日銀のオウngoール

日本利回りの長期推移

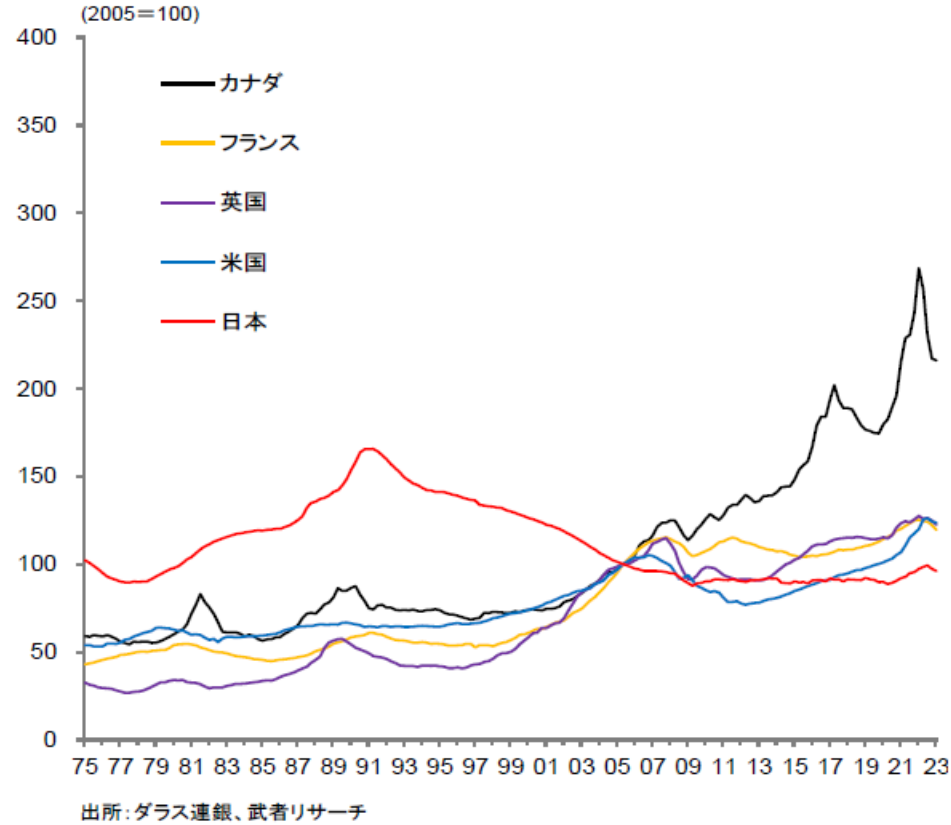


米国利回りの長期推移

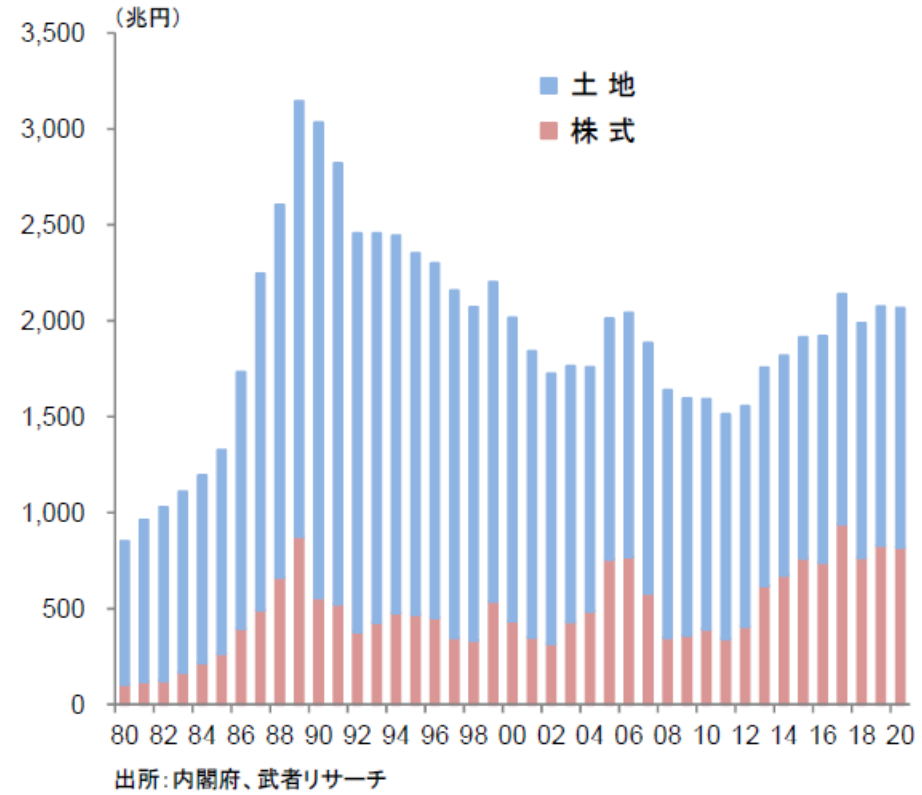


➡日米とも株価は理論値
から上下に乖離し続けた

唯一低迷続けた日本住宅価格(実質)

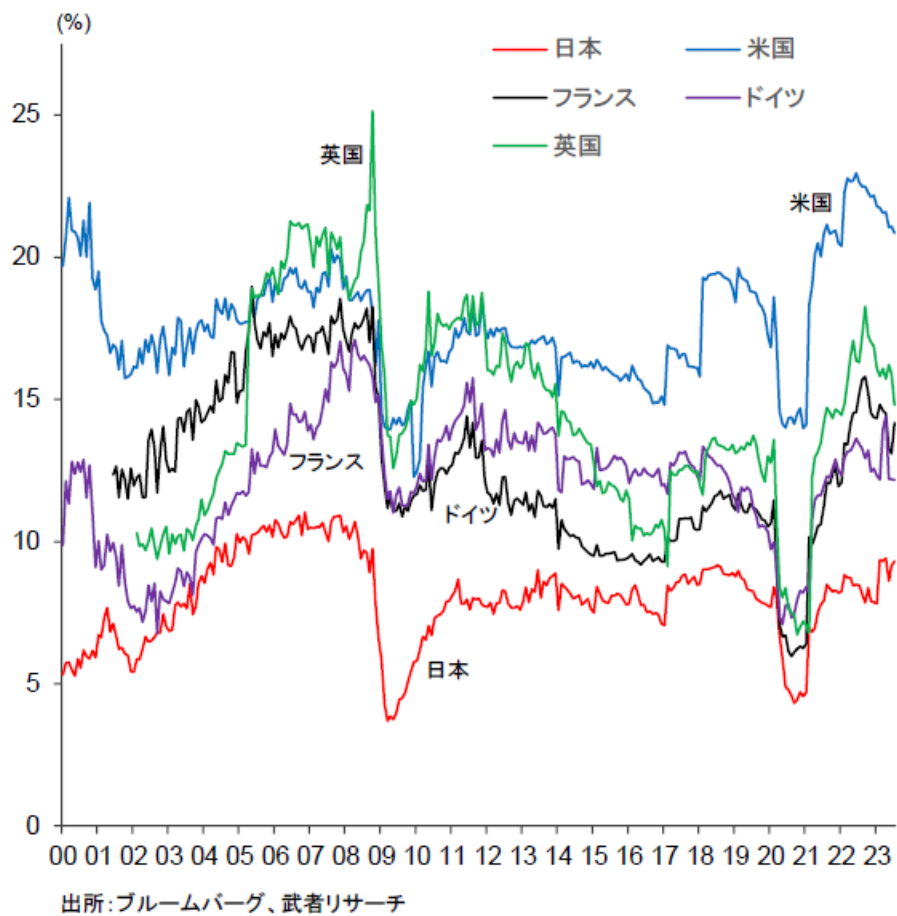


日本の土地+株式 時価推移

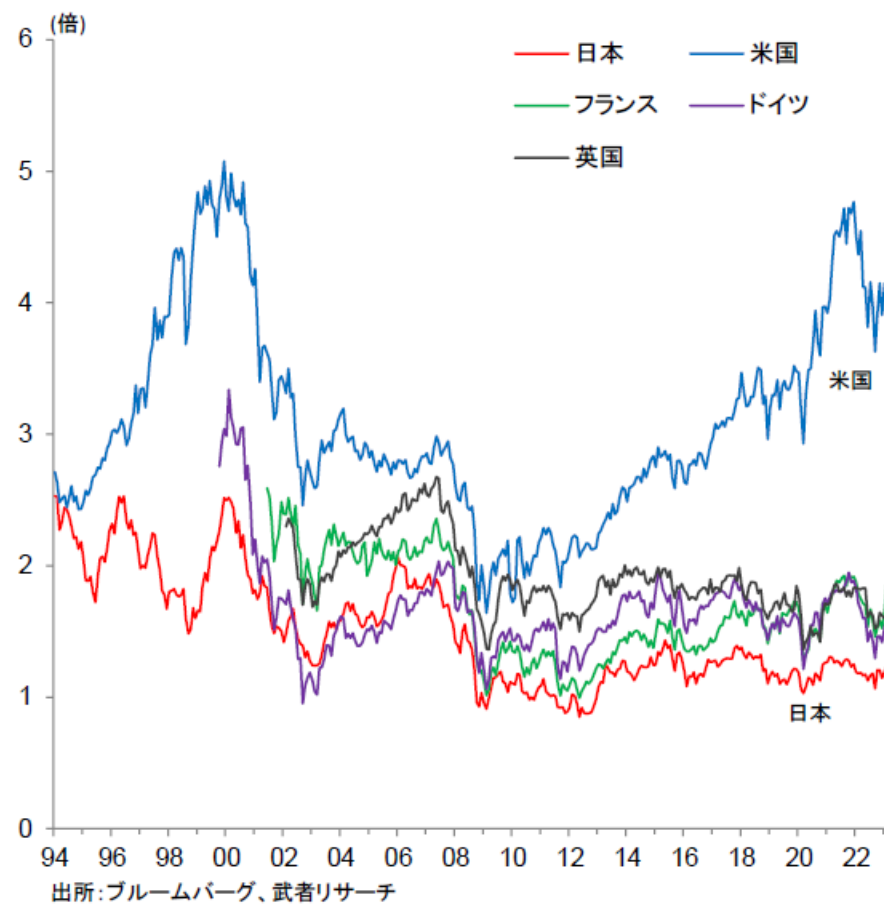


➡日本だけが正のバブル崩壊から負のバブルを生成した

主要国ROE推移

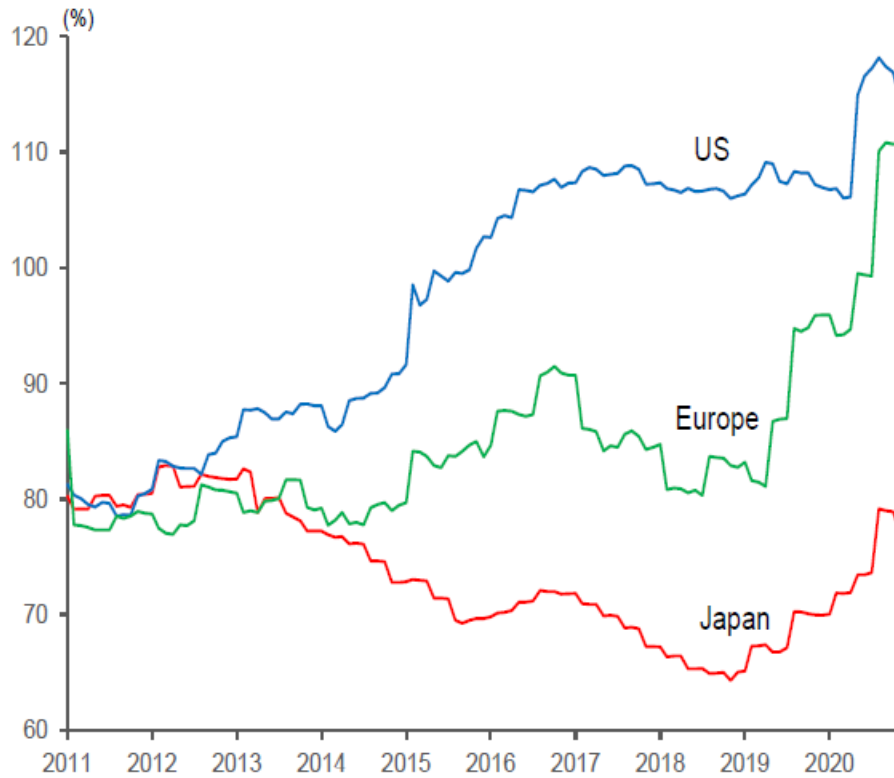


主要国PBR推移



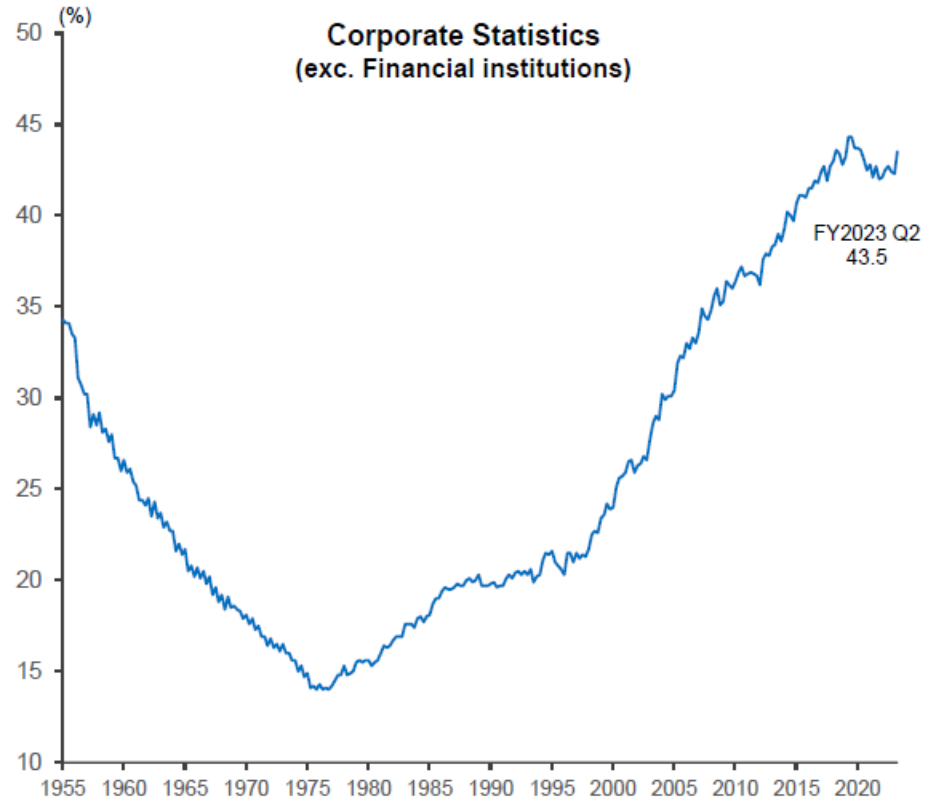
⇒日本の低ROE、PBR主因は過剰自己資本にある

**Total debt to total equity ratio
for all listed companies**



Source: Wall Street Journal, Original data: Factset

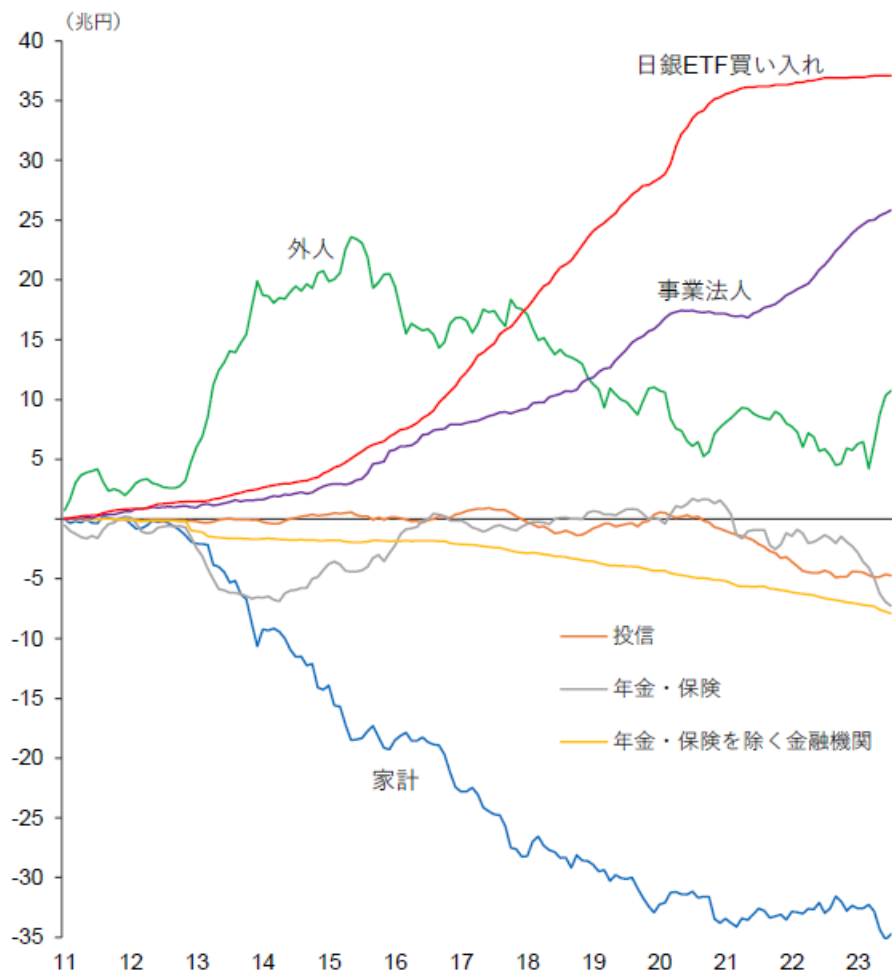
**Shareholders equity/Total asset
of Japanese corporation**



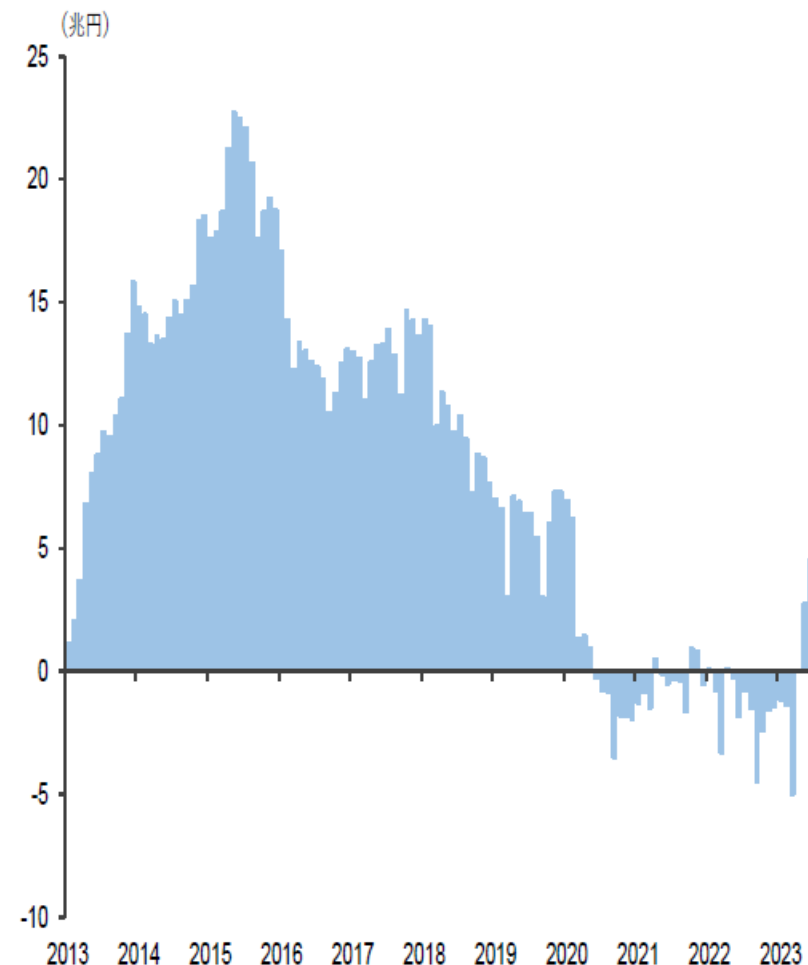
Source: MoF, Musha Research

➡以上に低い日本のレバレッジ、高い自己資本比率

日本株式投資主体別累積投資額



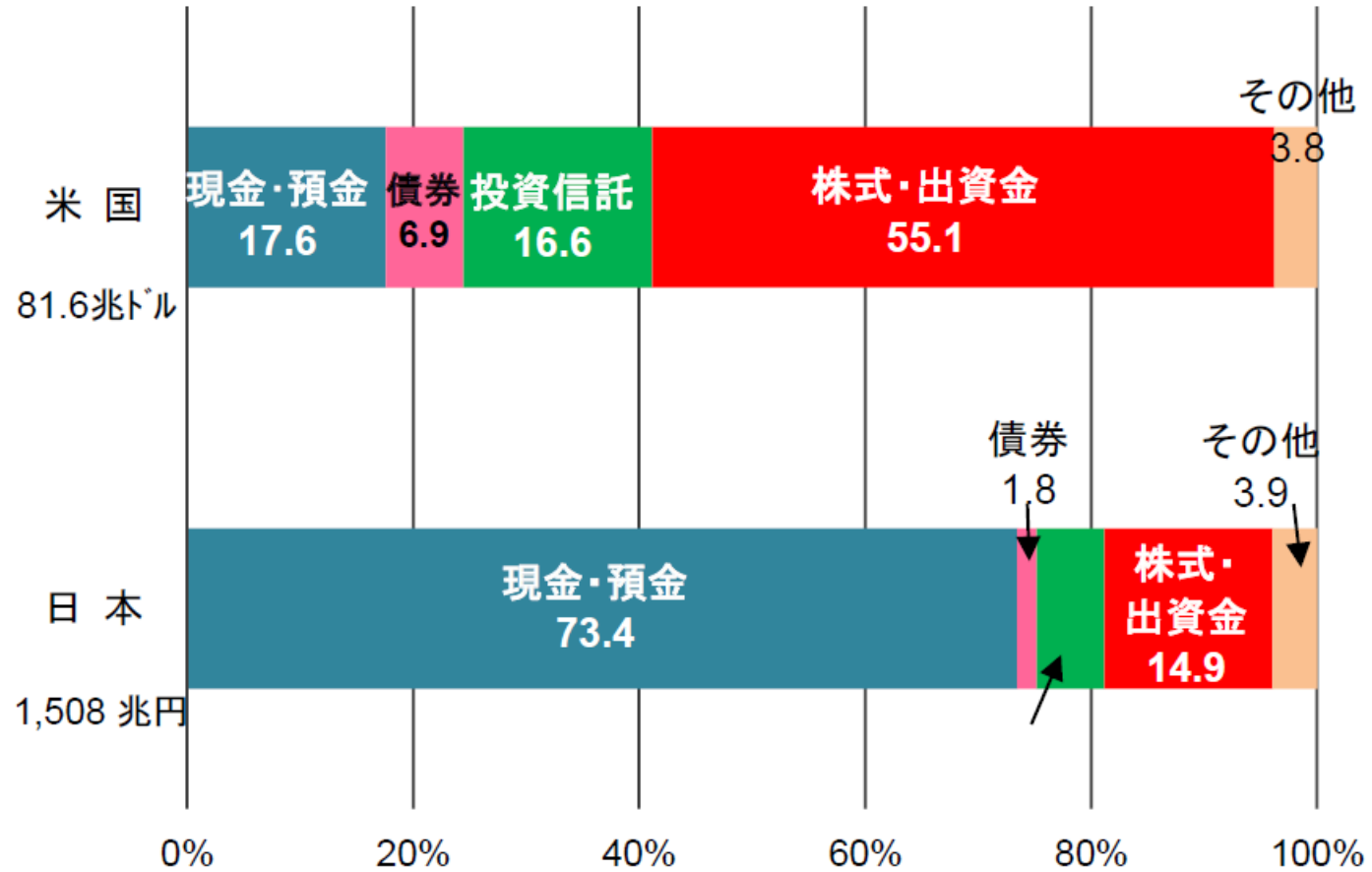
海外投資家日本株式累積投資額 (2013年以降)



➡今や全投資主体が株に殺到、日本株持たざるリスク

日米家計の資産配分比較

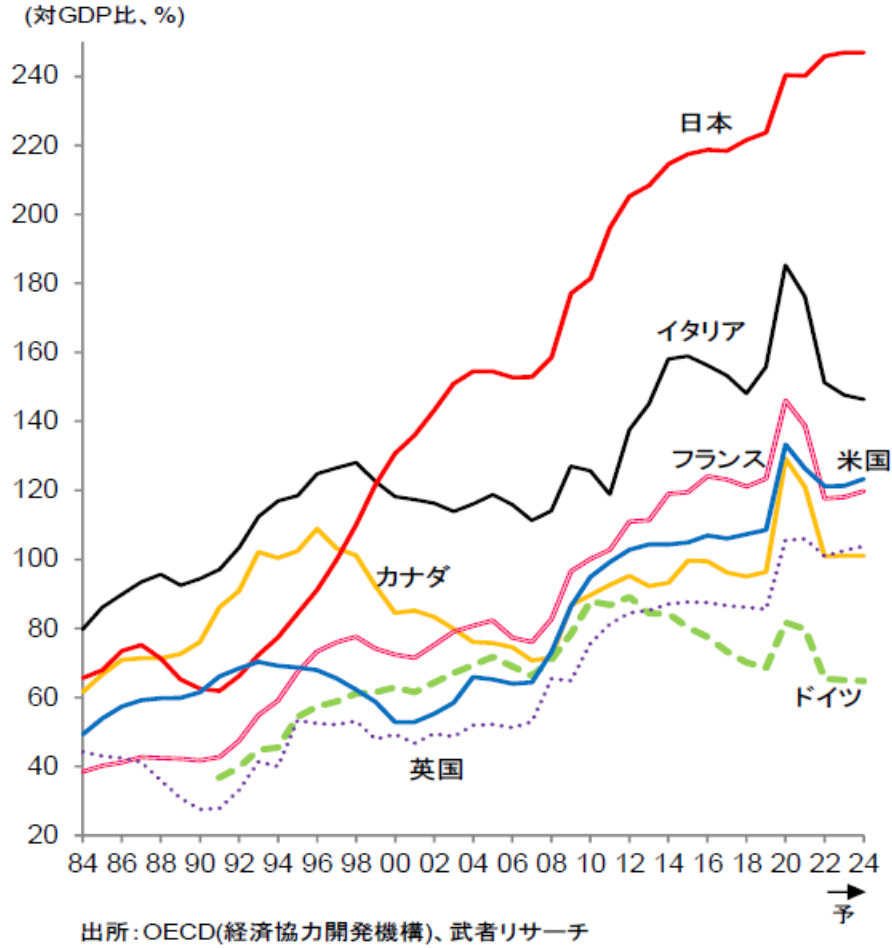
(除く保険・年金・定額保証金)



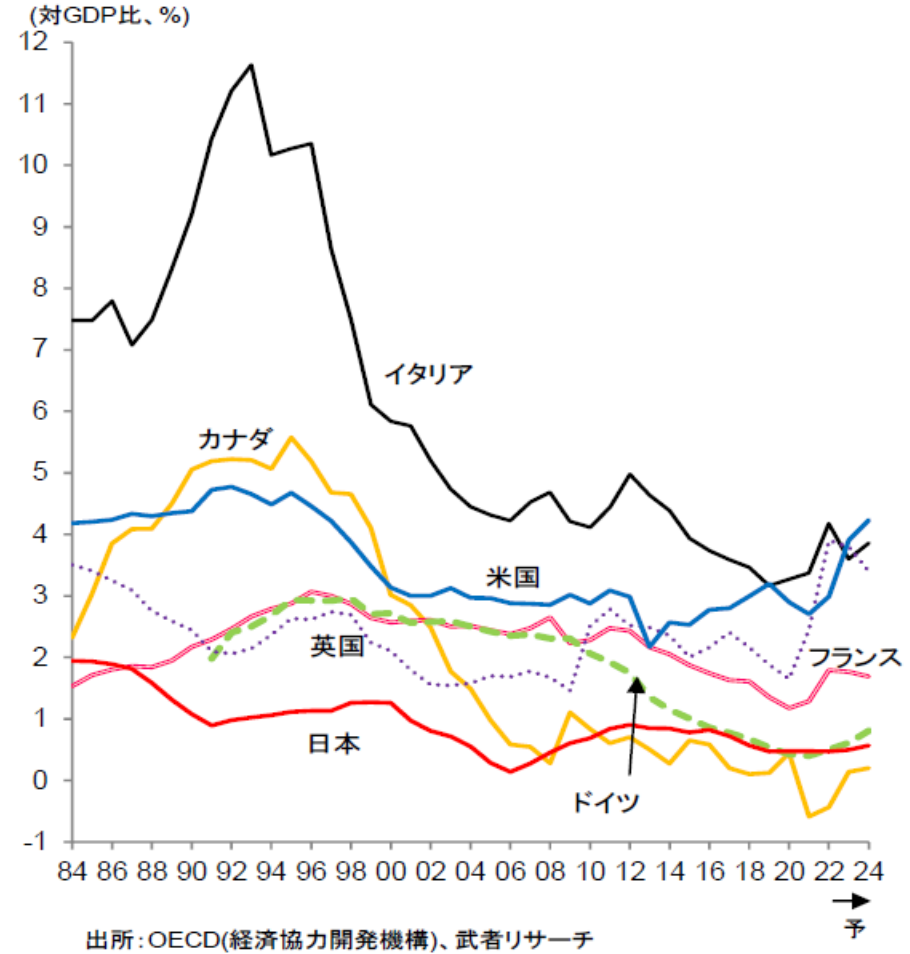
注: 2023年3月末現在、保険・年金・定型保証金を除く

出所: 日本銀行、武者リサーチ

G7 政府総債務残高 対 GDP比率



G7 政府純利払い 対 GDP比率



➡変、何故最大債務国が最小利子負担なのか

日本政府の統合バランスシート

(単位：兆円)

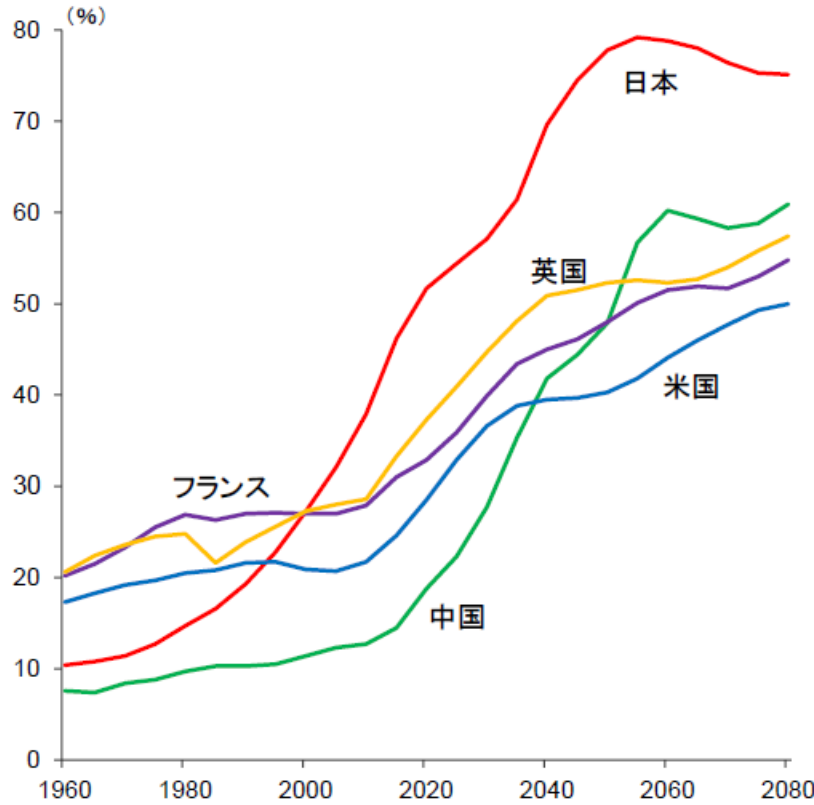
	FY2021	FY2022				FY2021	FY2022		
		日本郵政連結 (試算額)	日本政府	日本郵政以外の 前年比増減			日本郵政連結 (試算額)	日本政府	日本郵政以外の 前年比増減
< 資産の部 >					< 負債の部 >				
現金・預金	166.3	153.5	86.3	-18.8	政府短期証券	92.8	88.2	88.3	-4.5
有価証券	440.2	463.8	353.7	+22.4	公債	986.9	1,018.4	1,103.1	+29.8
うち外貨証券	117.9	-	122.7	-	独立行政法人等債券	57.6	57.2	63.9	-0.6
うちGPIF(売買目的) 運用資産	186.2	-	196.6	-	借入金	40.4	42.8	42.3	-0.3
貸付金	166.3	167.7	161.6	+0.3	預託金	2.2	1.9	1.9	-0.4
有形固定資産	280.2	282.8	280.1	+2.6	郵便貯金	187.9	191.7	0.6	-0.1
うち国有財産	69.5	-	69.4	-	責任準備金	90.0	85.3	28.8	+0.5
うち公共用財産	199.7	-	202.4	-	公的年金預り金	126.0	126.7	126.7	+0.6
出資金	19.3	21.2	22.3	+1.5	その他	77.4	92.5	58.8	+7.5
その他	48.7	54.7	38.8	+5.2					
資産合計	1,121.0	1,143.7	942.8	+13.3					
資産・負債差額	540.3	560.8	571.6	+19.3	負債合計	1,661.2	1,704.5	1,514.3	+32.5

出所：財務省、武者リサーチ

➡多額資産保有国、日本純負債対GDP比は100%で世界平均に近い

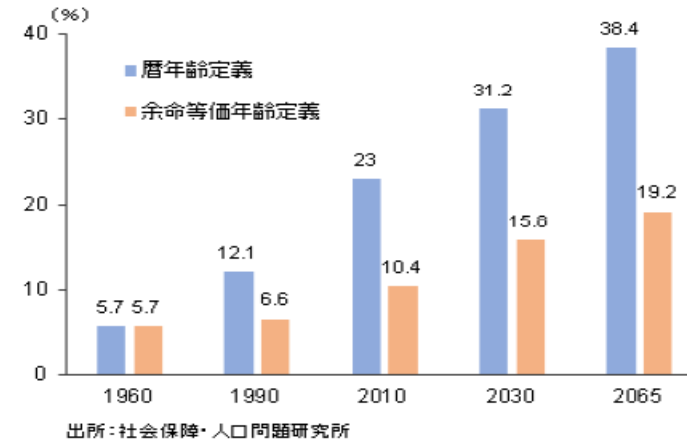
高齢化の急進展と従属人口

主要国の老年従属人口指数 (老年人口/生産年齢人口)

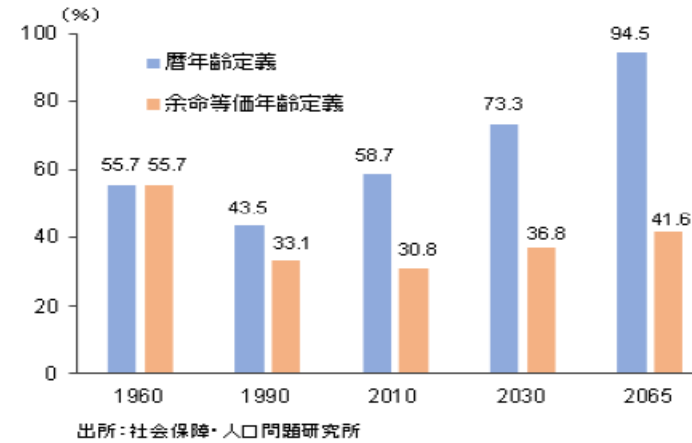


注: 生産年齢人口(20-64歳)に対する老年人口(65歳以上)
出所: United Nations、武者リサーチ

老年人口割合(高齢化率)

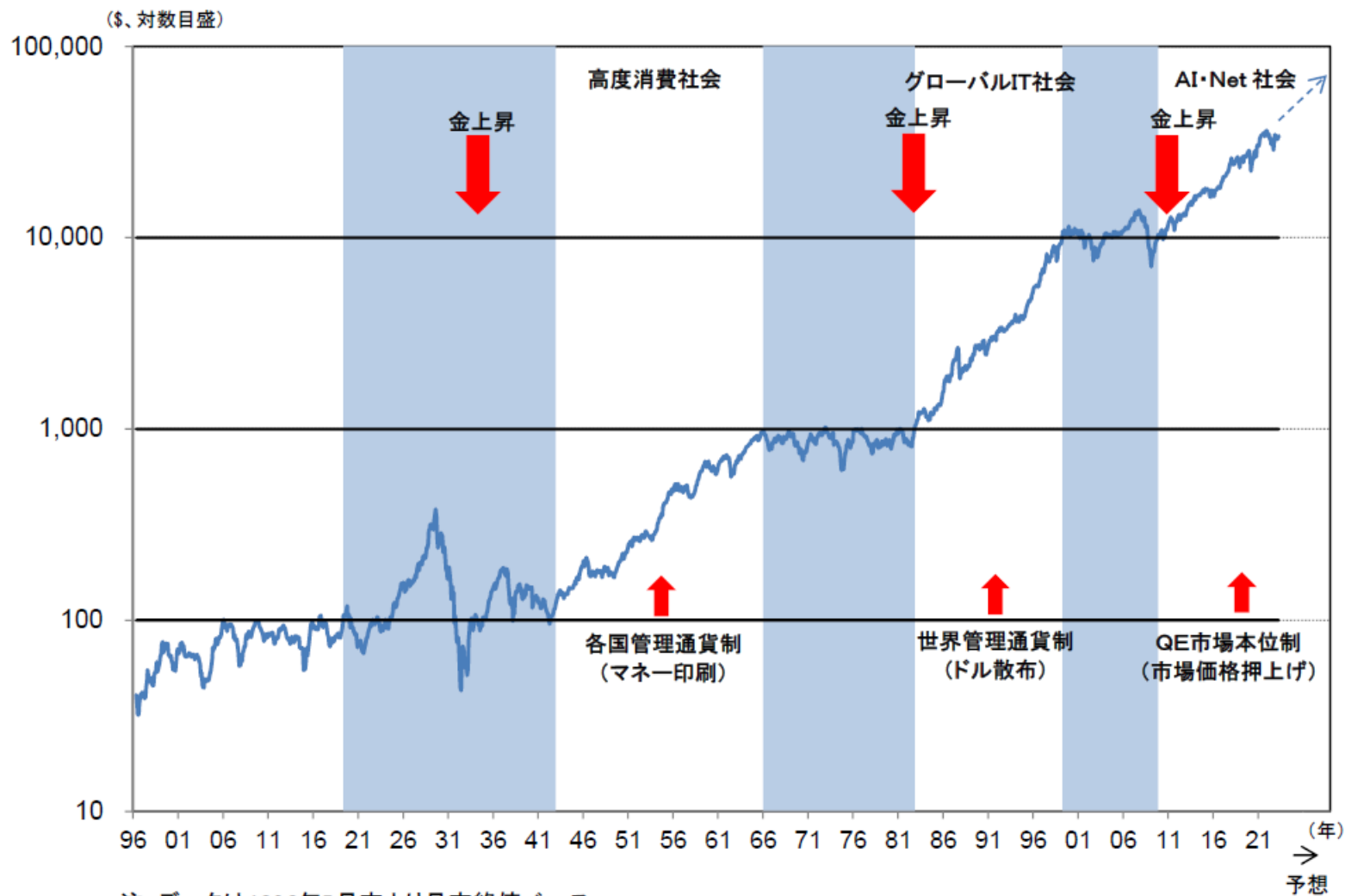


従属人口指数



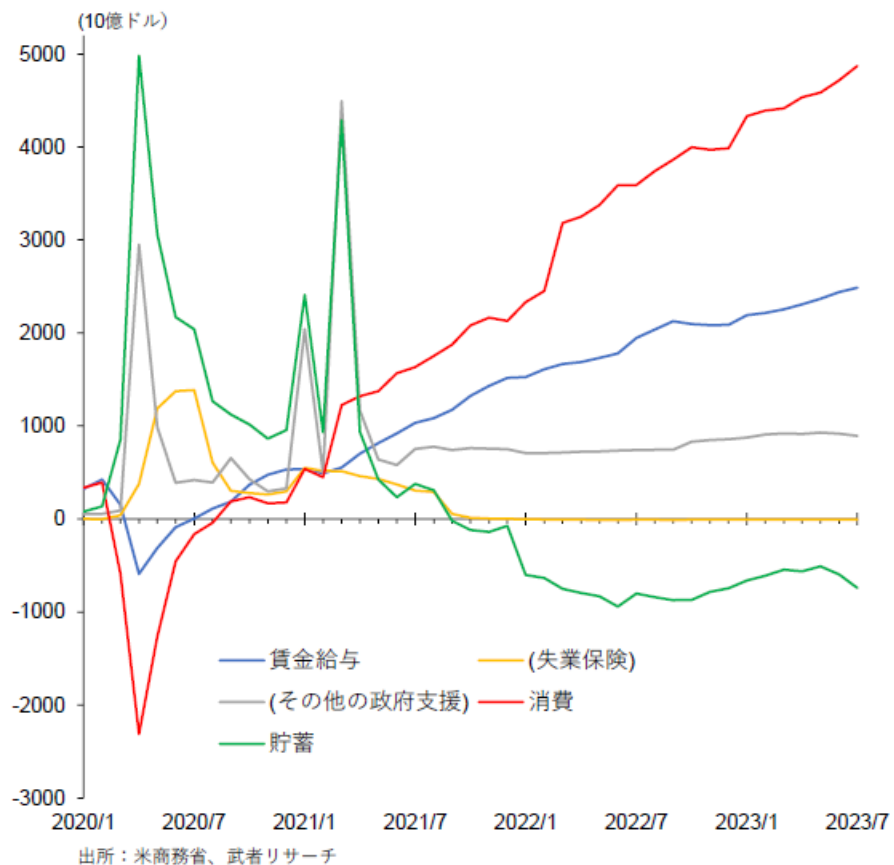
➡ 人類の願い不老長寿に最も近い日本、問題は高齢者=従属者という定義にある

NYダウ工業株指数の推移・貨幣創造・金価格上昇

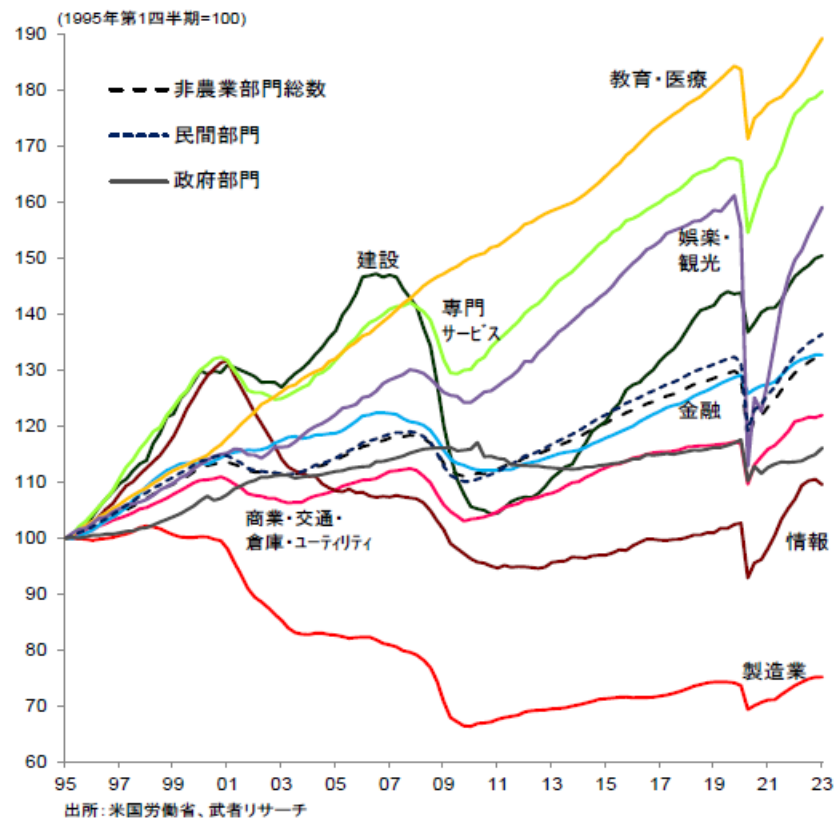


➡米国株長期上昇トレンドは何故、いつまで続くのか

米国家計収支月次動向 (2019年平均比増減)動向

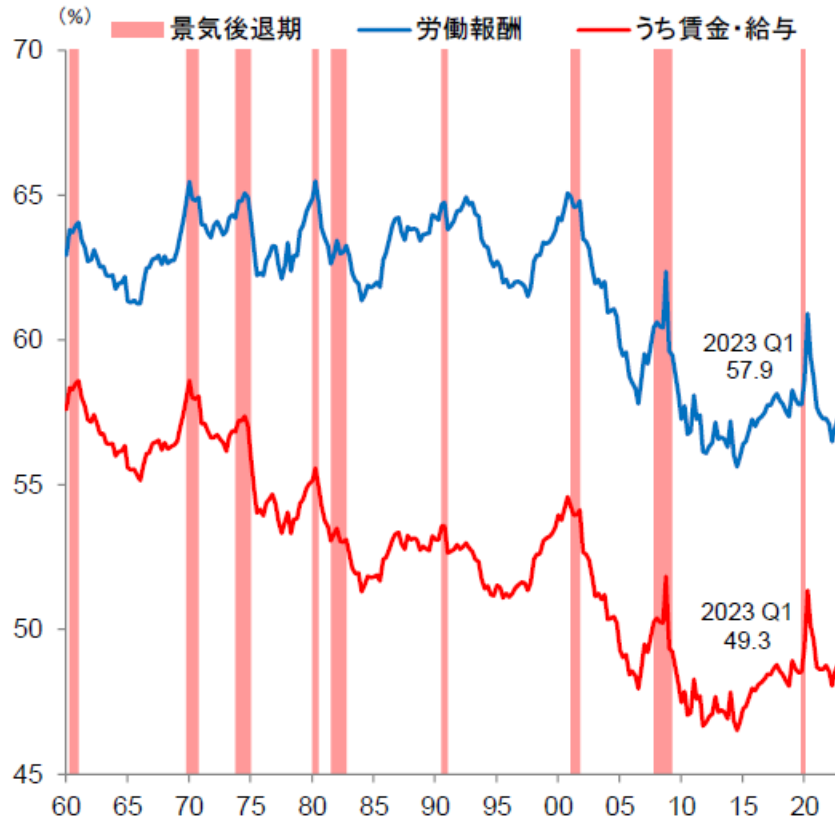


セクター別雇用者数の増減



➡雇用と消費の好循環なぜか

米国労働分配率と景気推移



出所:米商務省、武者リサーチ

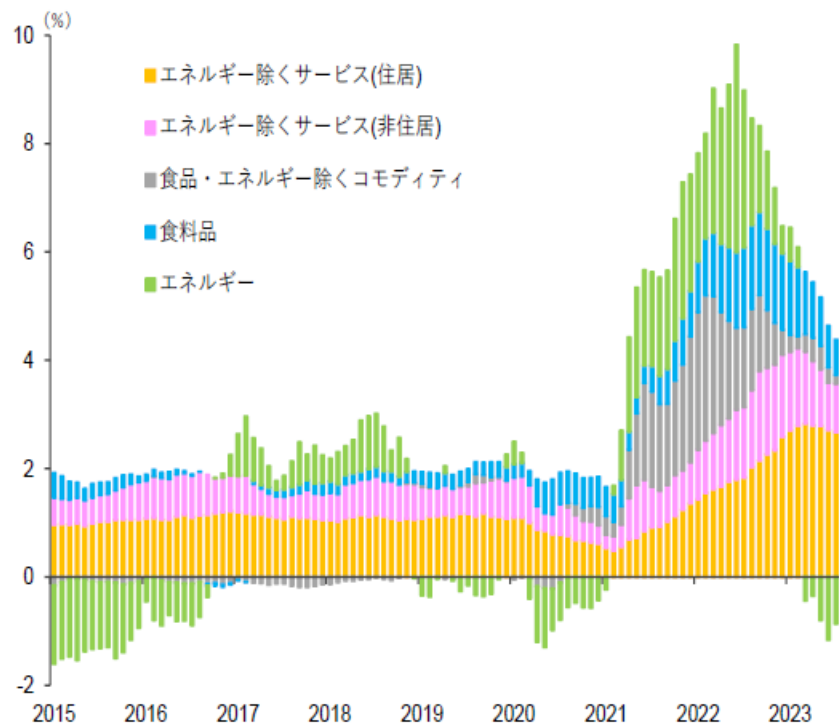
米国企業資金余剰 (フリーキャッシュフロー)



注: 資金余剰はキャッシュフローから設備投資を差し引いた額
出所: 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

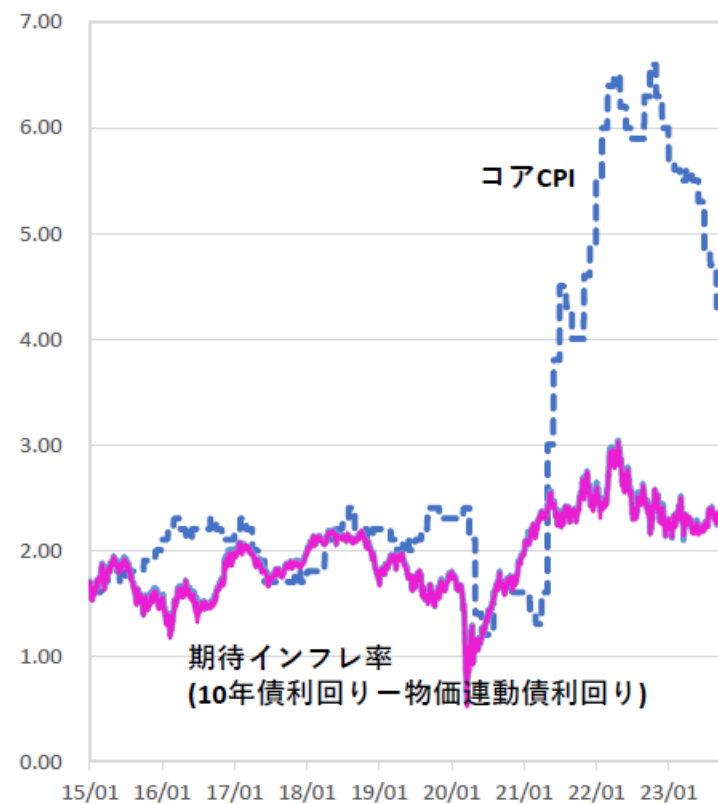
➡企業の貯蓄余剰常態化、低労働分配率定着化

米国物価上昇率(CPI)項目別寄与度推移



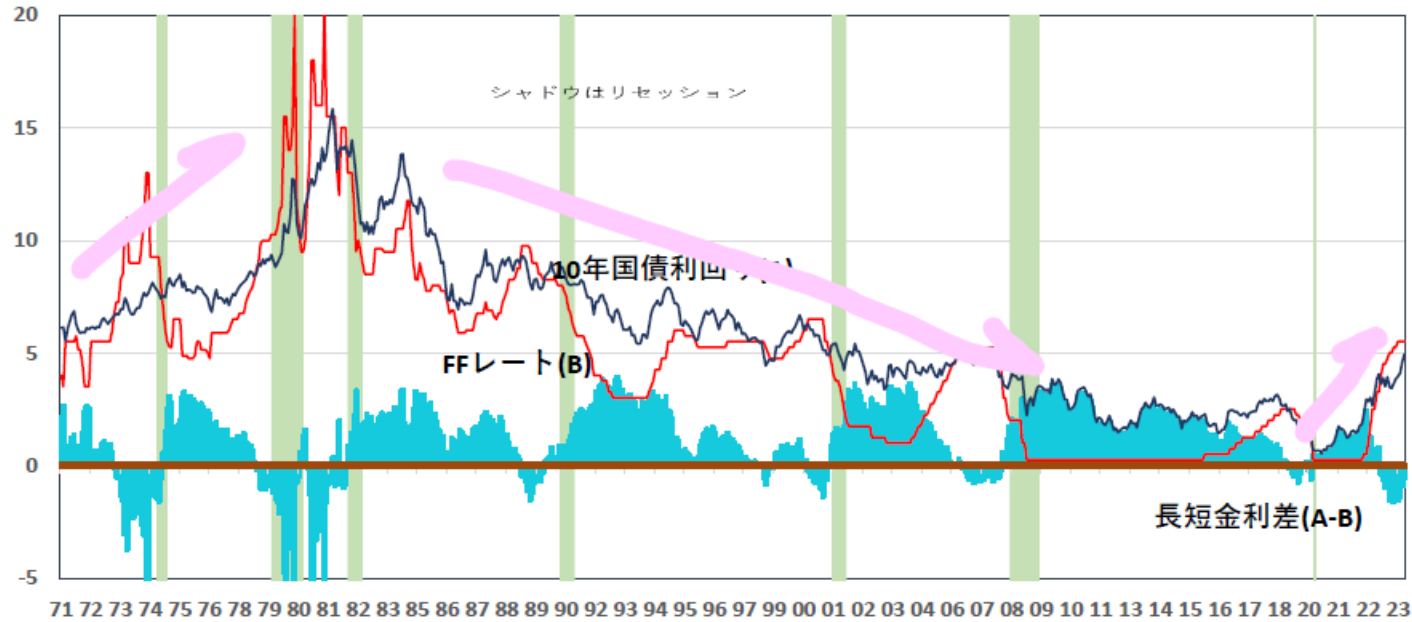
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

期待インフレ率と実現インフレ率



➡米インフレは一過性であった、ならばFRBは何を恐れて高金利を維持するのか

米国長短金利と金利差の推移

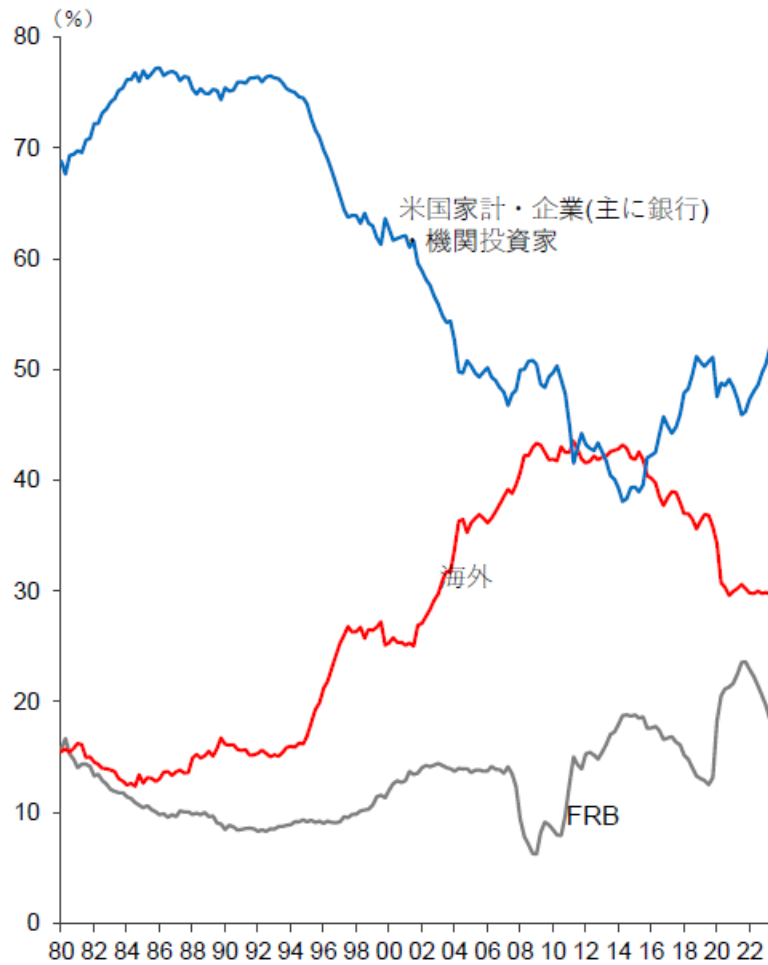


出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

	金利上昇	金利低下
良い (株高)	<ul style="list-style-type: none"> ・景気拡大 ・潜在成長率上昇 <p>→今?</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・貯蓄増加 ・インフレ低下 ・財政(国家)信認の向上 <p>→1980~2020</p>
悪い (株安)	<ul style="list-style-type: none"> ・貯蓄低下 ・インフレ上昇 ・財政(国家)信認の低下 <p>→1970年代</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・景気悪化 ・潜在成長率低下 <p>→'90,'01,'08リセッション時</p>

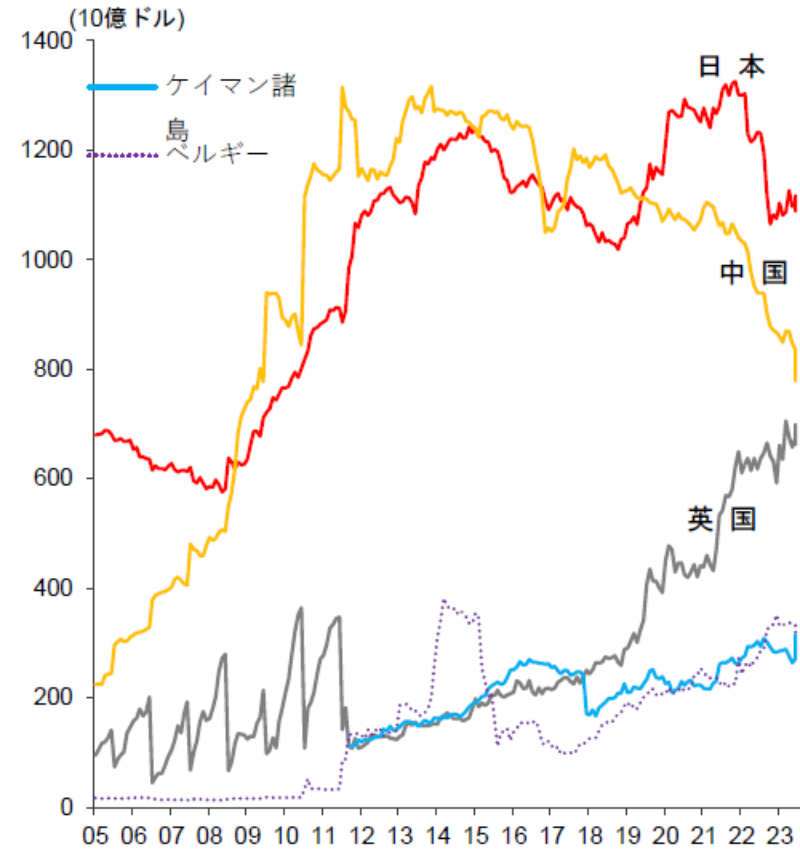
➡金利を軸とする継起的レジームチェンジ

米国国債保有比率推移



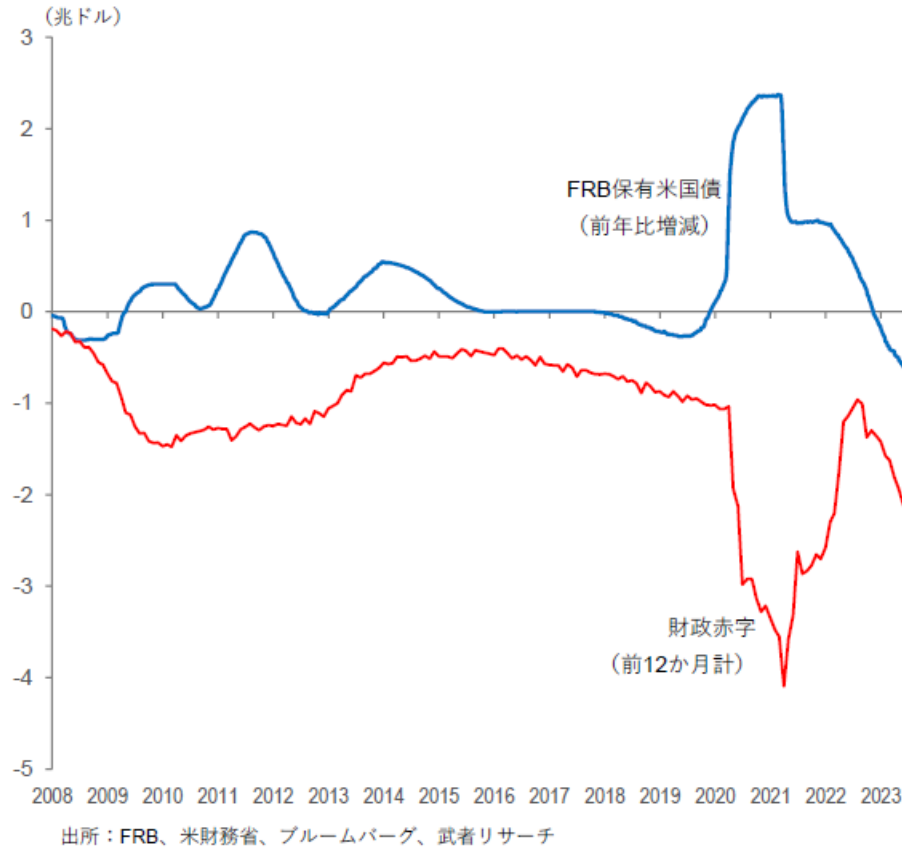
出所：FRB、武者リサーチ

主要国米国国債保有額

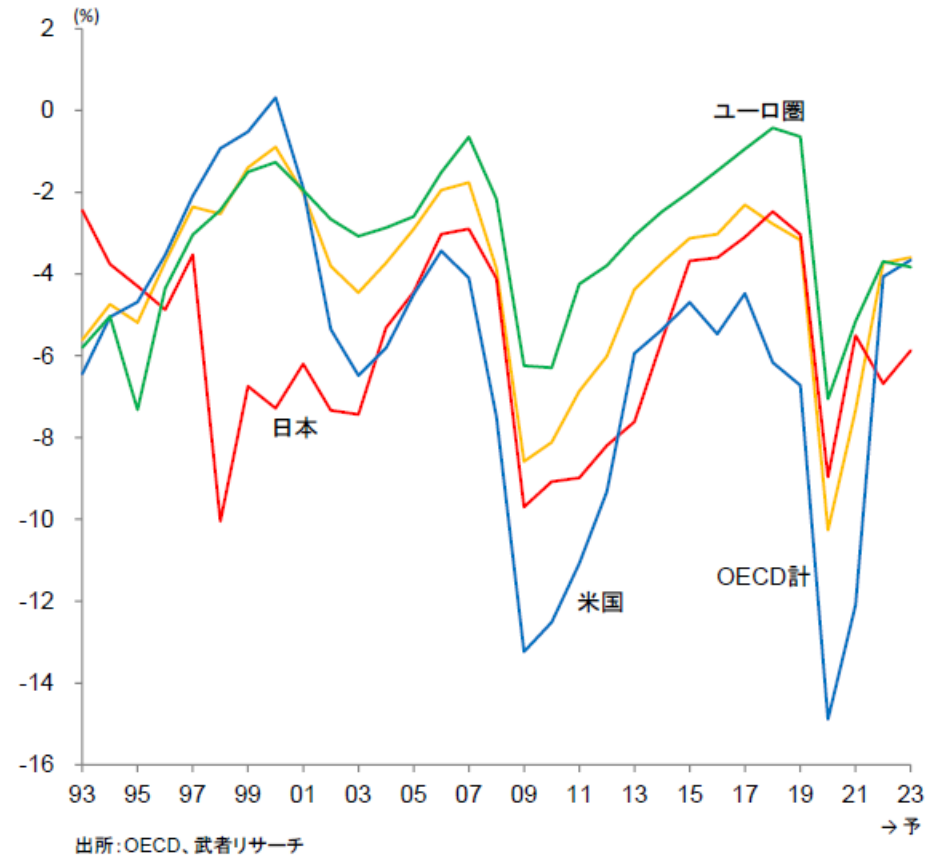


出所：米財務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

米国財政赤字とFRBによる国債保有の拡大



米国と主要国の財政収支(対GDP比)推移



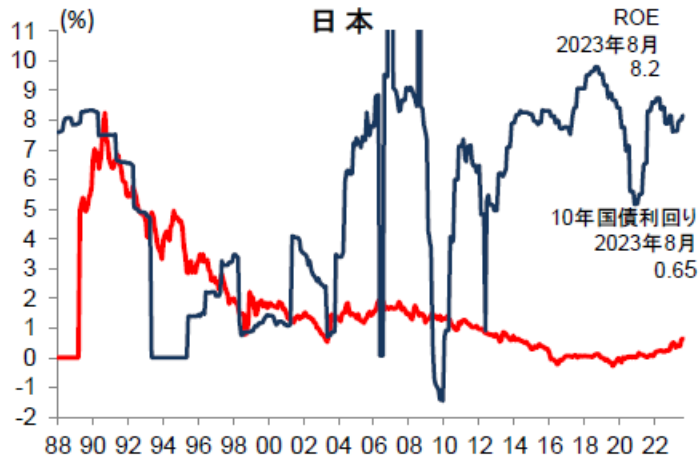
➡米国大きな政府時代へ

収斂した利子率と利潤率、株価はフェアバリューに



➡米株の利潤率・利子率乖離は収れんへ

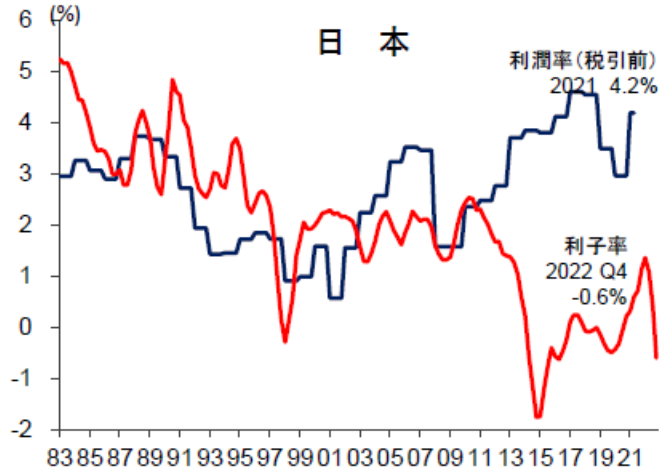
20年ぶりに収束に向かう利潤率と利子率の乖離



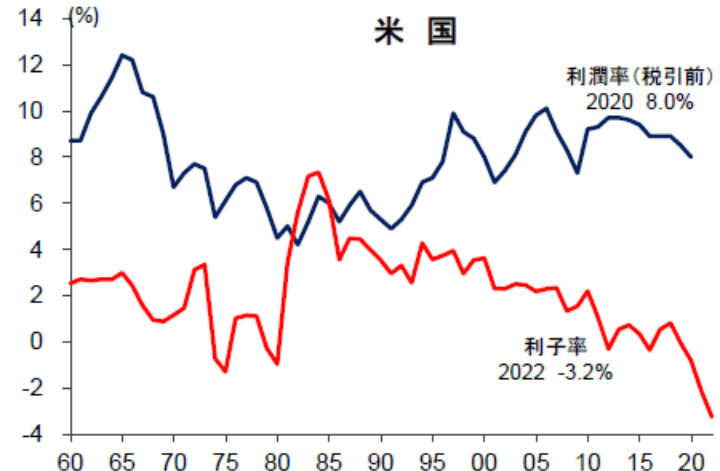
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ



出所:ブルームバーグ、武者リサーチ



利潤率:税引前利益/資産合計(法人企業統計、年度)、
利子率:10年債利回り/コアCPI上昇率



利潤率:非金融純税引前営業余剰/生産資産、利子率:10年債利回り/コアCPI上昇率

➡2000年頃から先進国に定着した利潤率と利子率の乖離

現在の米国(先進国)の基本矛盾 利潤率と利子率の乖離

(=供給力過剰・貯蓄過剰と需要不足経済の定着)

$$R_1 > G > R_2$$

$$\text{利潤率} > \text{成長率} > \text{利子率}$$

企業超過利潤

資本余剰・資本退蔵



トマ・ピケティの格差

グリーンズパンの”謎”

乖離から収束へのシナリオ

財政政策 → 余剰資本を有効需要に転化

金融政策 → かつては銀行信用による需要創造

→ 今は資産価格上昇による需要創造(資産効果)

(自社株買いはその最大の経路)

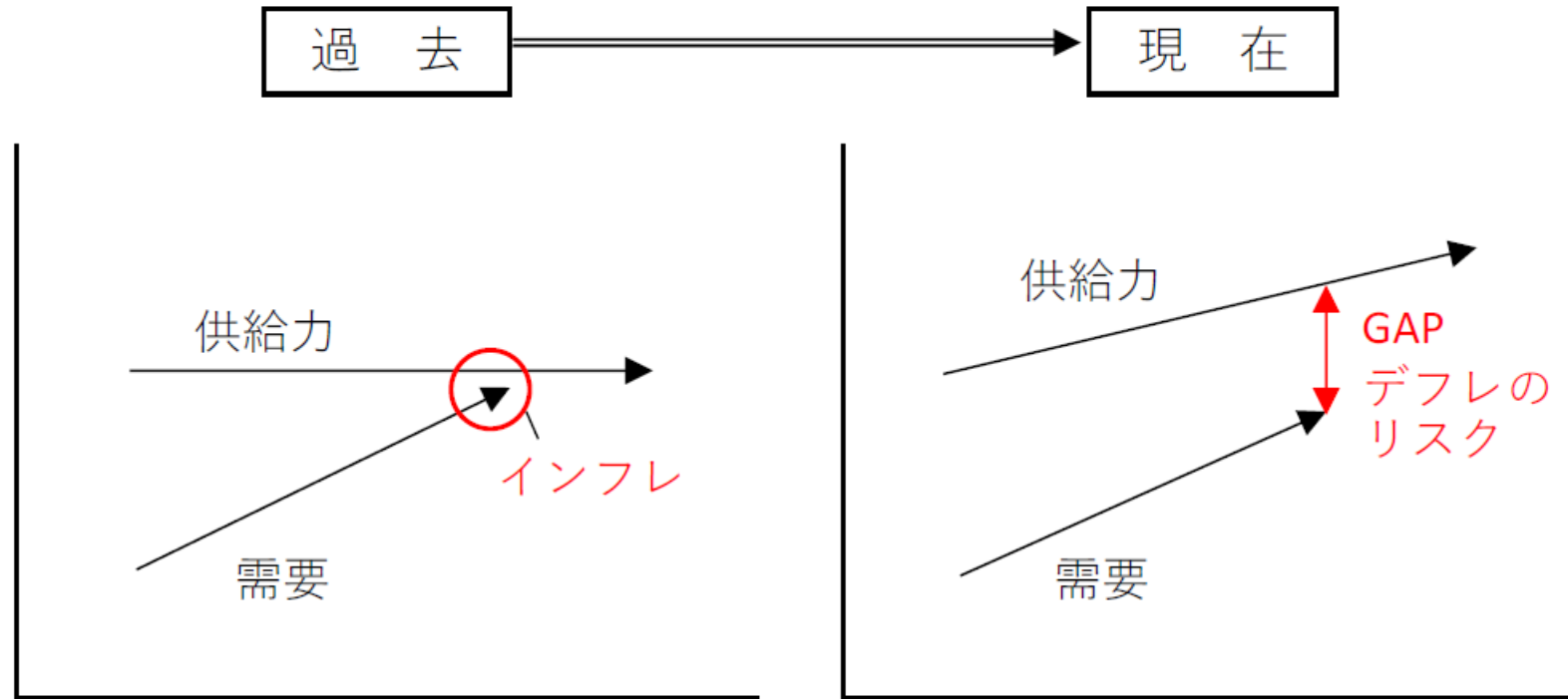
賃上げ政策 → 効率的市場、**高圧経済政策**

需要創造の2パターン

専制 → 戦争・侵略・植民地、巨大構築物(ピラミッド・長城・王宮)

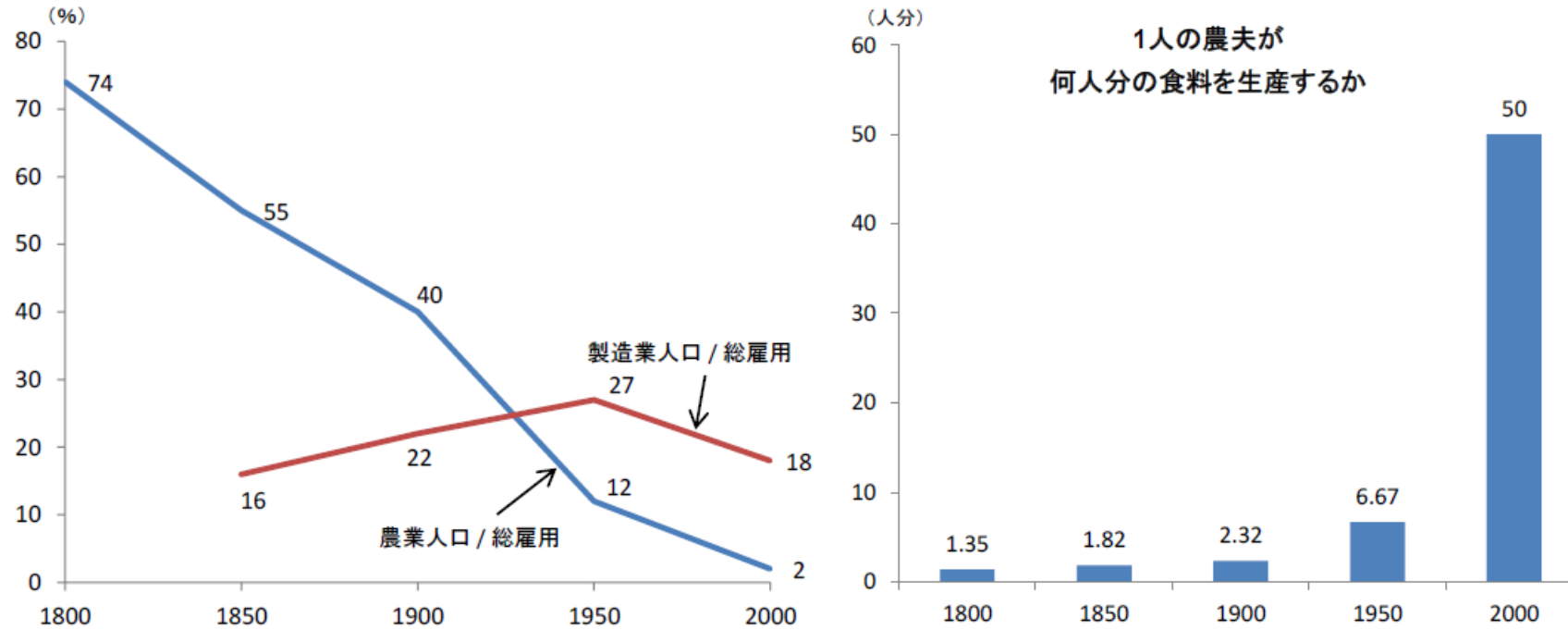
民主主義 → **万民の生活水準の向上** 🖐️ マルクス予見できず

新産業革命 = 生産性・供給力上昇がデフレと低金利の根本原因



出所：武者リサーチ

米国の農業の生産性推移



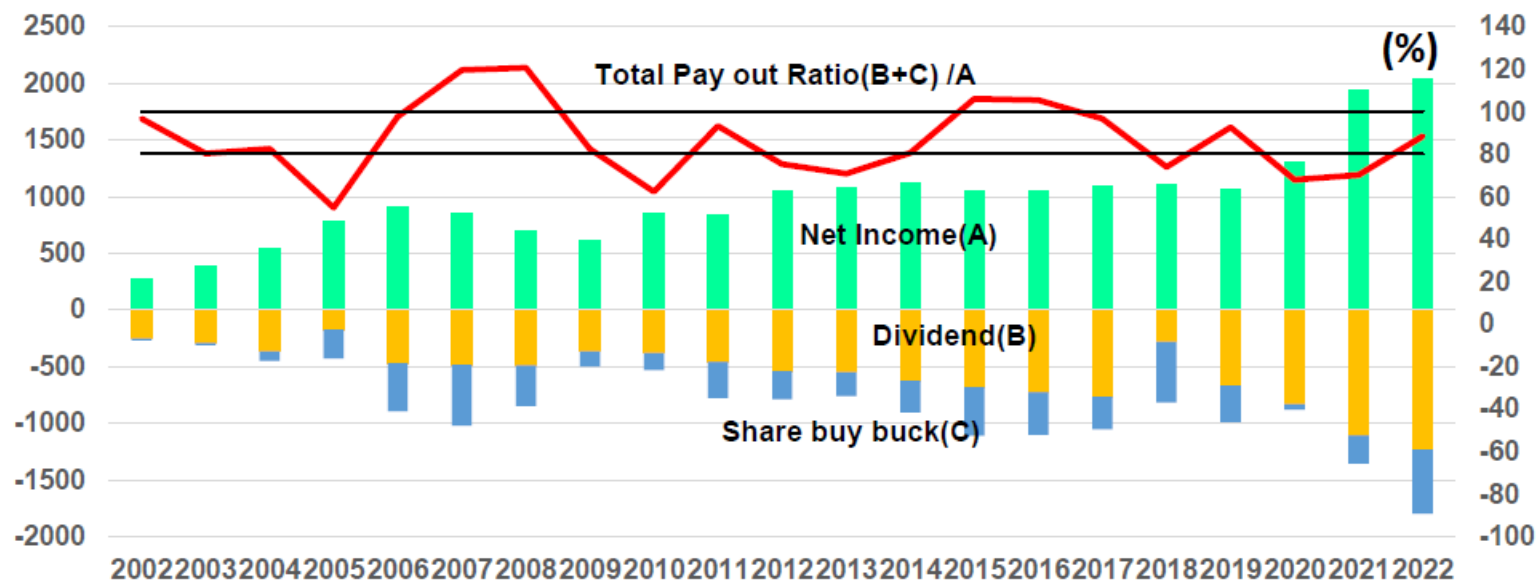
出所：武者リサーチ

➡歴史は生産性上昇、雇用創出と新需要創造を繰り返してきた

米国企業部門(非金融)資金フロー(10億ドル)

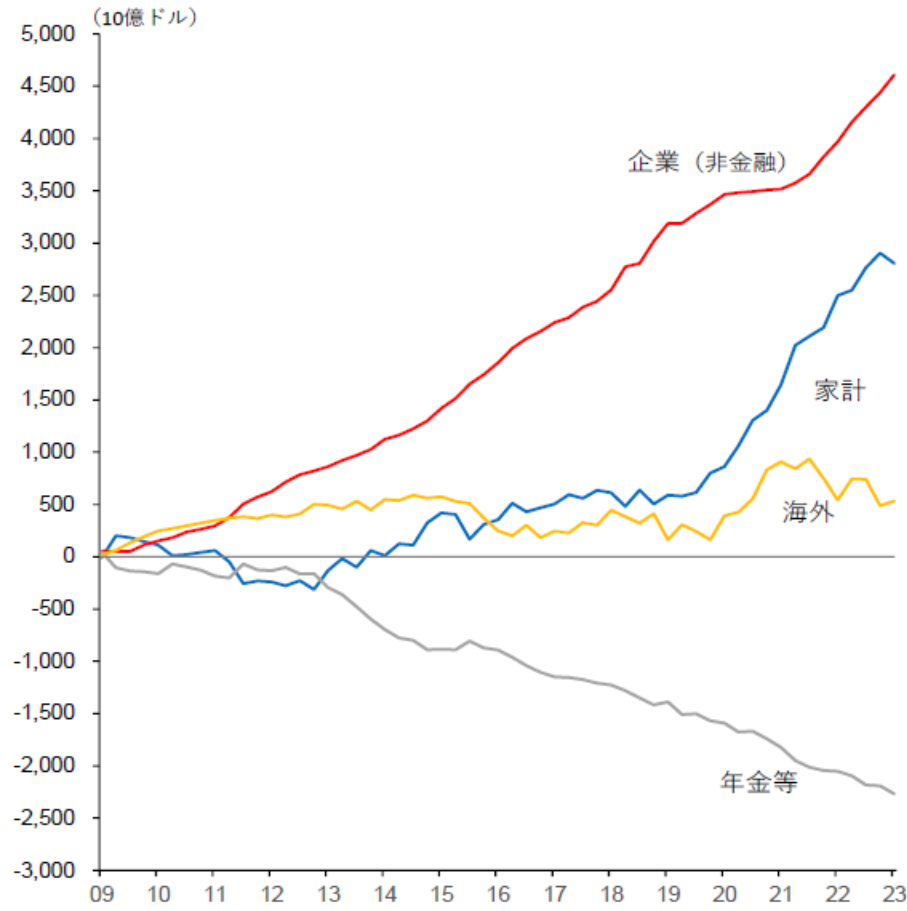
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	合計
税引き利益	1,046.1	1,090.8	1,105.2	1,069.9	1,302.1	1,936.1	2,034.6	9,584.8
株主還元	1,066.7	1,008.5	823.6	970.0	859.1	1,275.9	1,749.0	7,752.8
内配当	729.6	769.6	282.4	667.8	832.6	1,109.6	1,233.3	5,624.9
内自社株買い	337.1	238.9	541.2	302.2	26.5	166.3	515.7	2,127.9
債務調達	288.5	410.2	368.7	633.4	1,055.6	545.2	704.8	4,006.4
内借り入れ	-28.1	42.5	199.7	317.1	359.6	292.6	624.6	1,808.0
内負債証券	316.7	367.7	169.1	316.3	696.0	252.6	80.3	2,198.7
減価償却	1,382.1	1,516.1	1,694.1	1,796.2	1,702.6	1,811.3	1,866.9	11,769.3
設備投資	1,870.7	1,951.3	2,132.2	2,197.4	2,021.7	2,231.6	2,731.6	15,136.5

出所：米連邦準備制度（FRB）、武者リサーチ

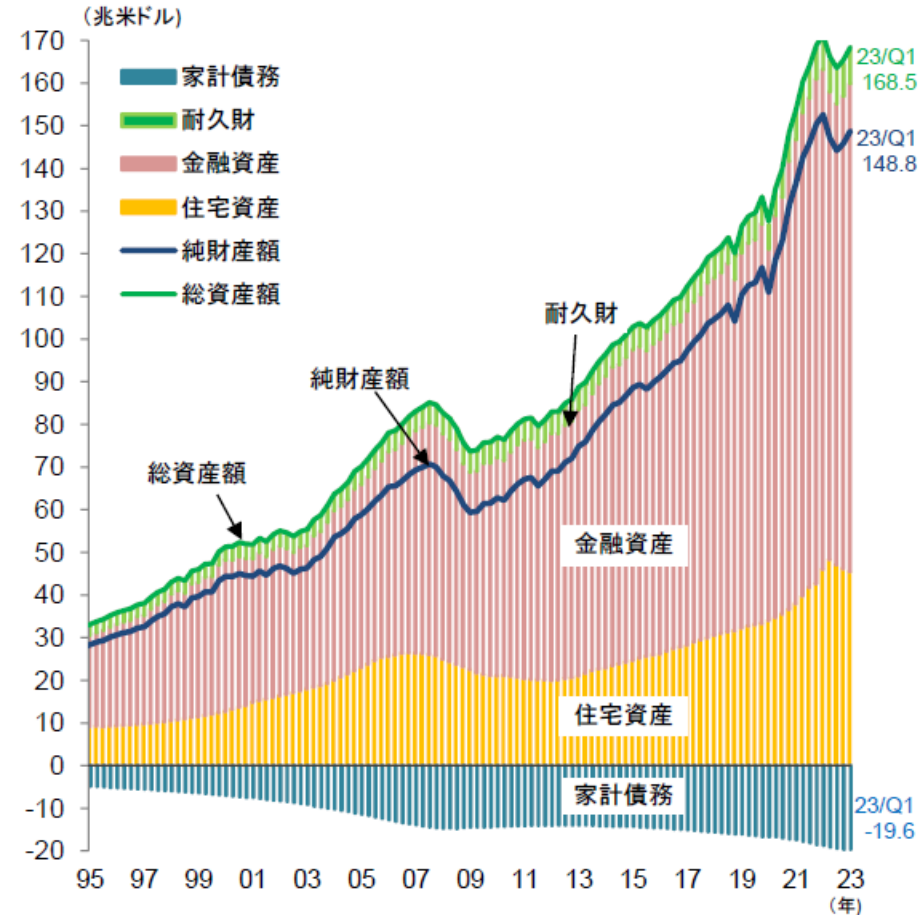


➡利益の大半を株主還元、そこから米国のマネーフローは始まる

米国株式投資主体別累積投資額

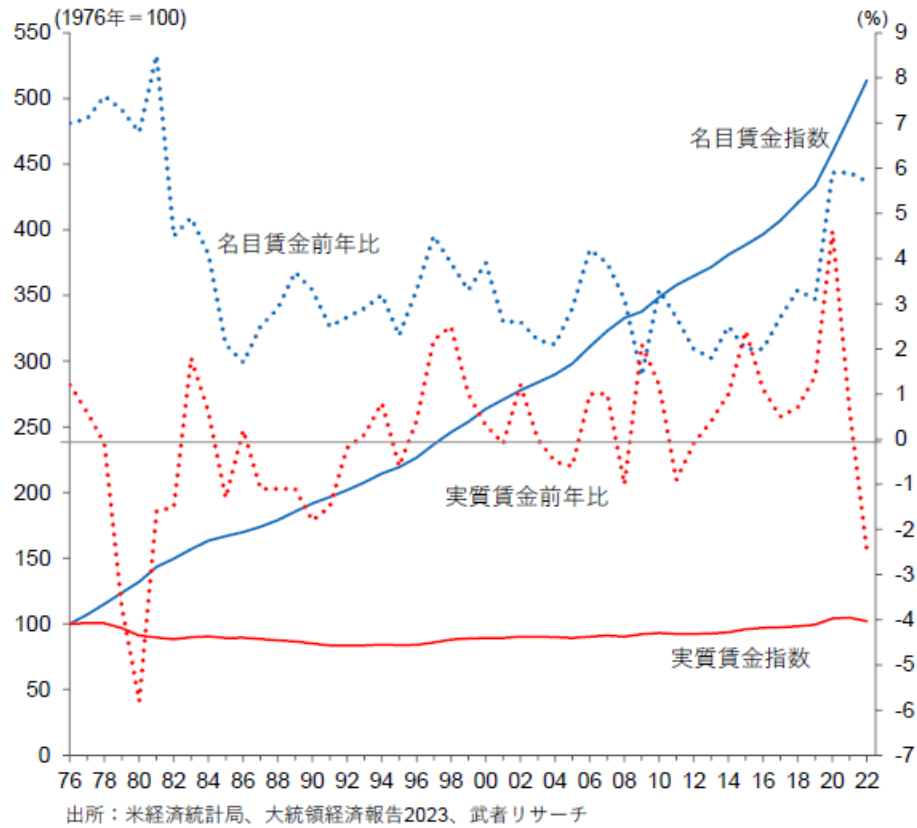


米国家計の資産、債務、純財産の推移

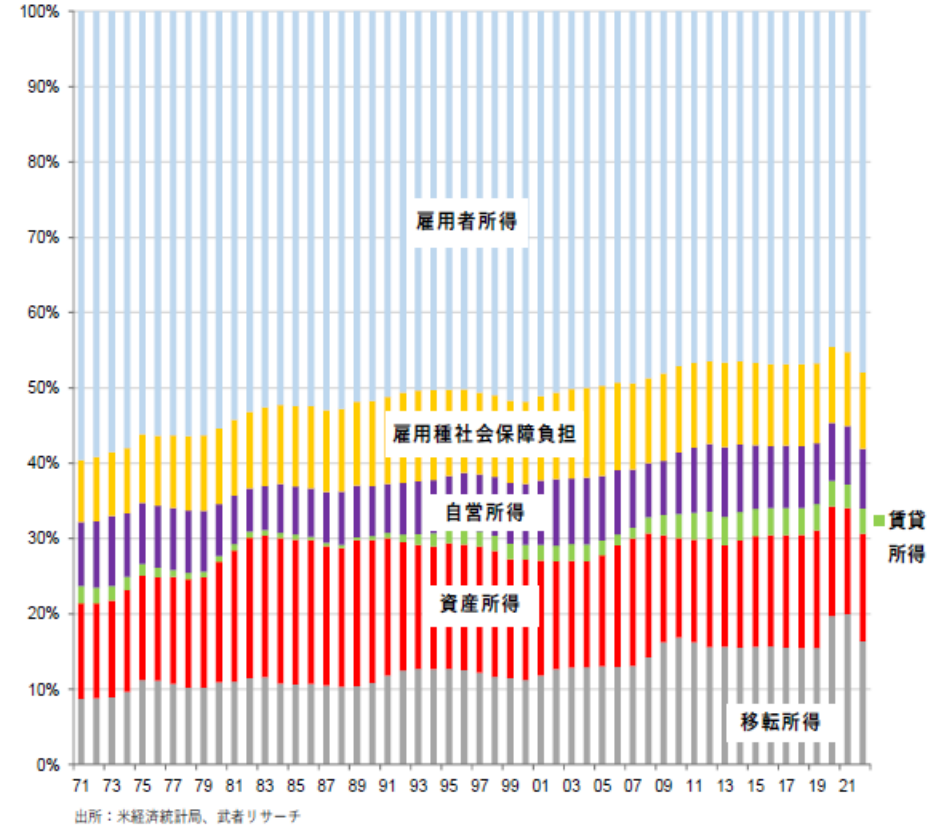


➡ 自社株買いが唯一の買い主体/家計資産所得増加が消費の源泉に

米国 非管理労働者・賃金(週平均)推移



米国 個人所得構成比推移



➡賃金収入長期停滞/家計の資産所得・移転所得依存進む

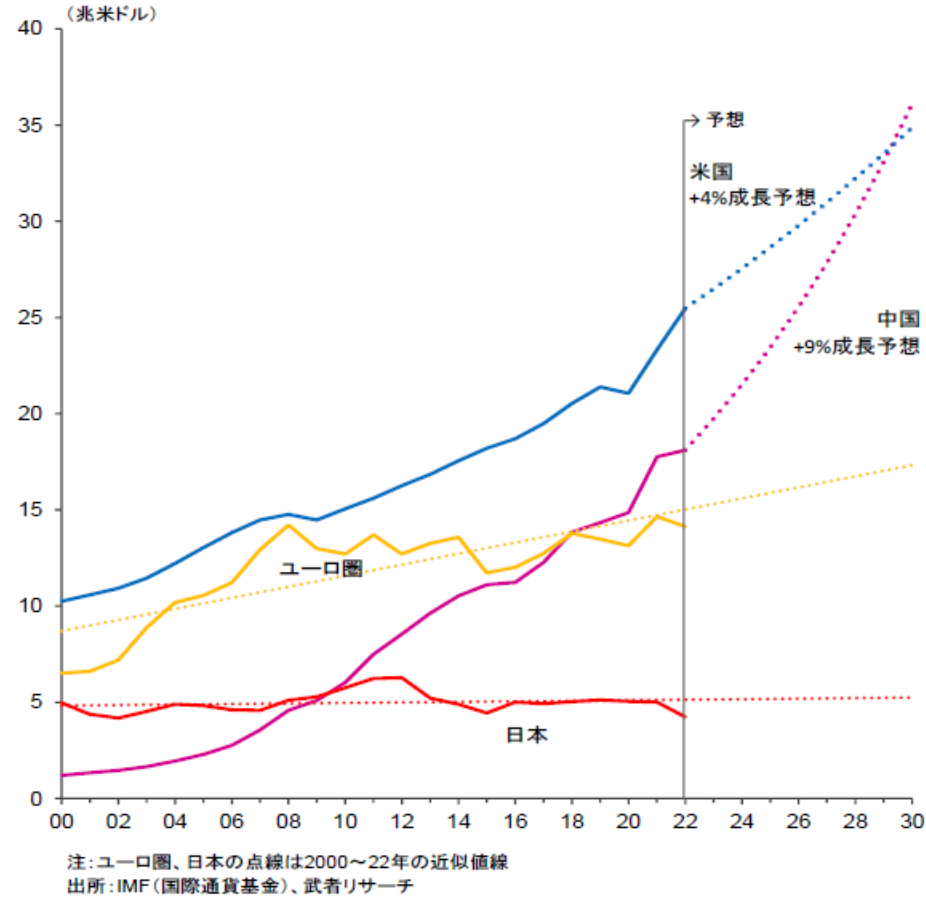
NYダウ実質株価推移



* ダウ実質株価 = ダウ平均株価 ÷ US CPI (1982年10月 = 1)
出所: ブルームバーグ、米労働統計局、武者リサーチ

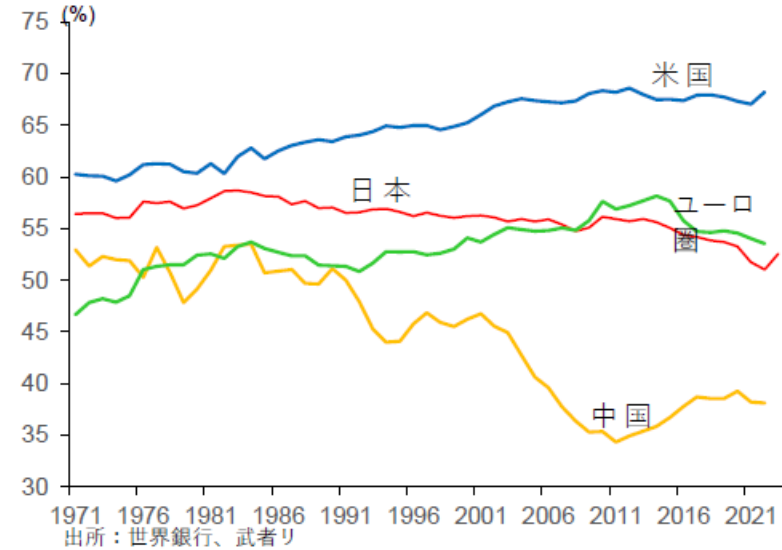
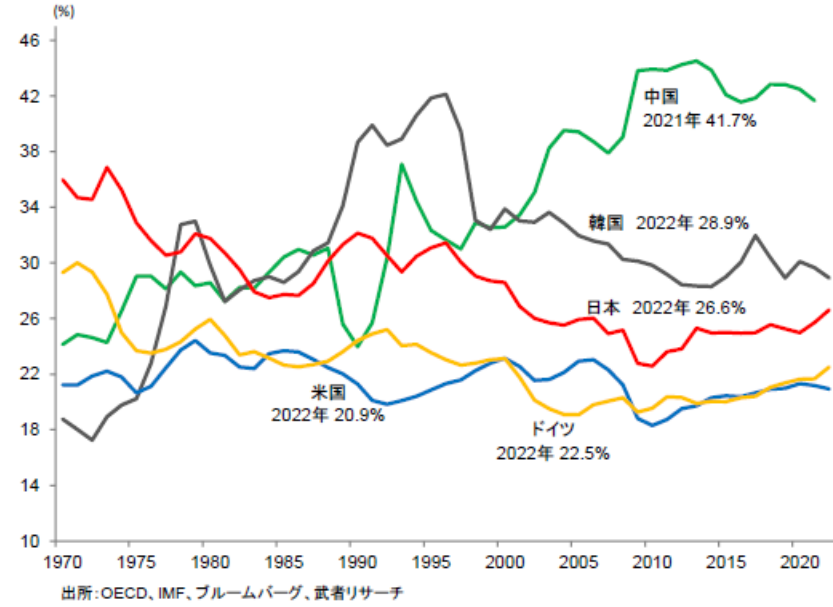
➡実質株価に反映されるレジームチェンジ、今の実質株価低下は何を意味するのか

米中日欧（ユーロ圏）のGDP推移 （名目ドルベース）と予想

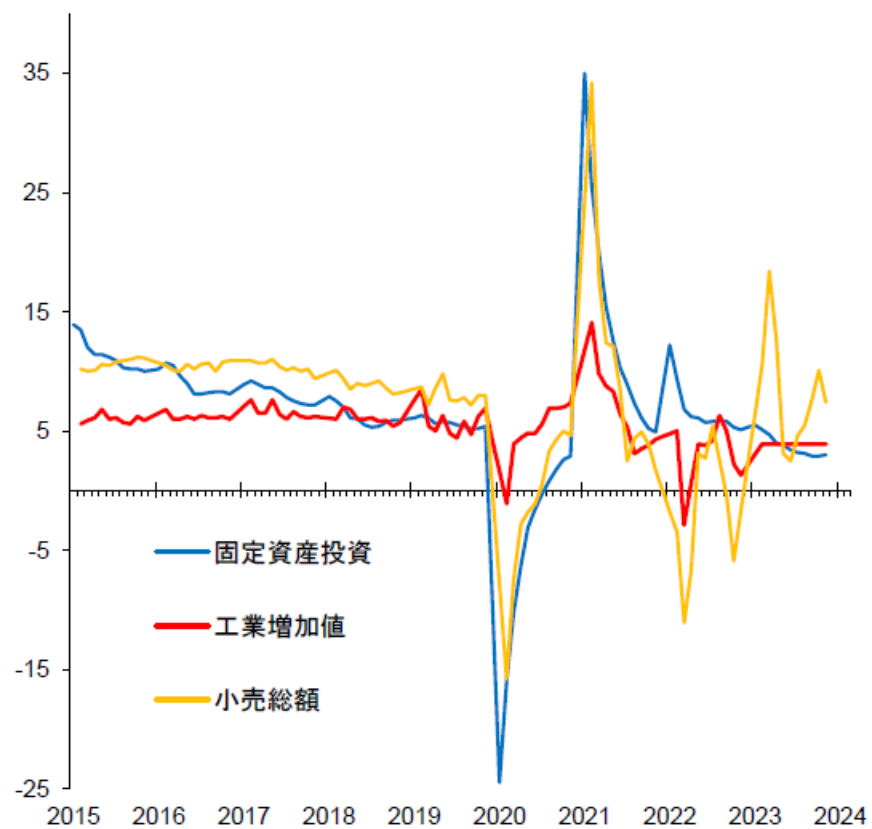


➡ 共産主義者による資本主義経営の結末

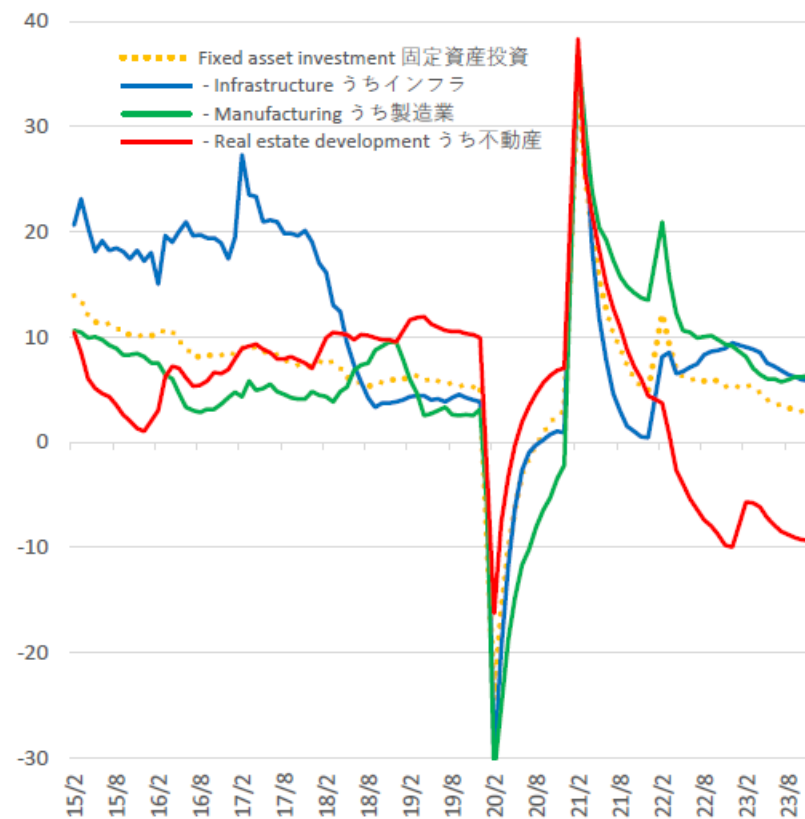
主要国総固定資本形成/GDP（名目）



中国 生産・消費・固定資産投資推移

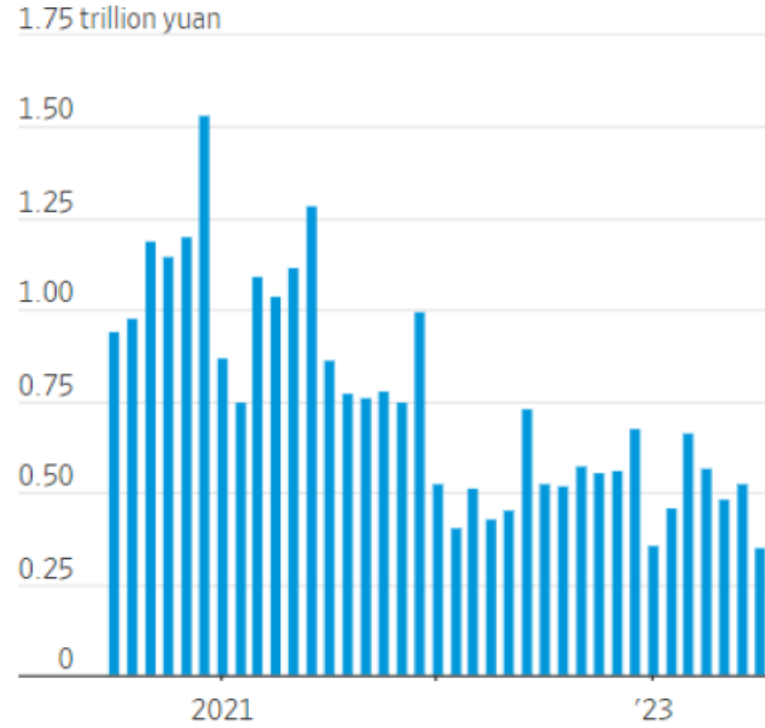


中国 固定資産投資3部門の推移



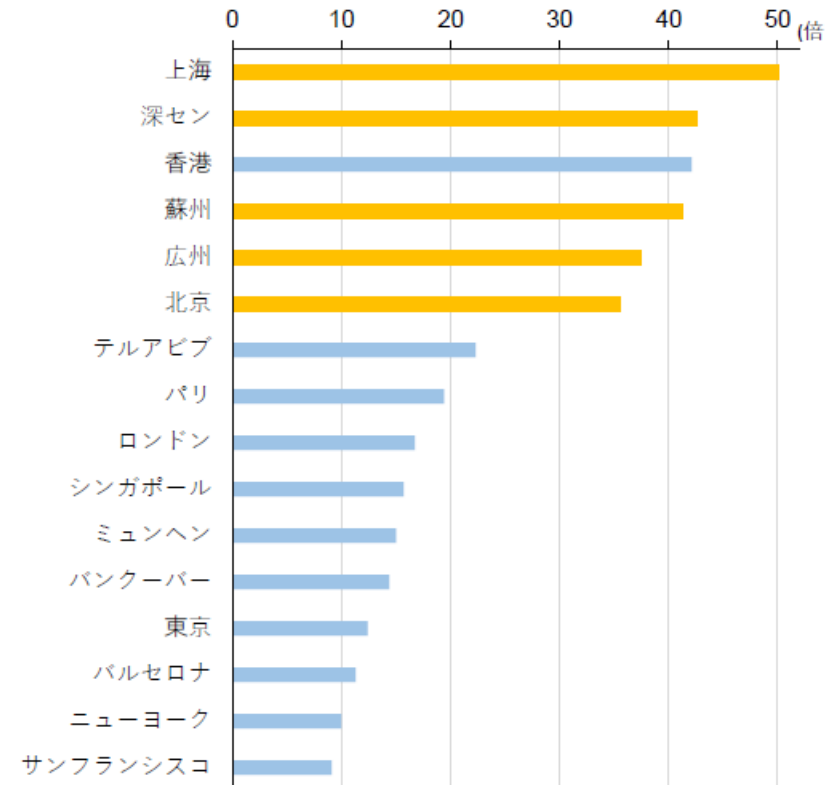
➡信ぴょう性に?中国の統計、でも不動産投資急収縮は隠せず

中国100大デベロッパー 新設住宅販売額



Note: 1 trillion yuan=\$138.6 billion
Source: China Real Estate Information Corp.

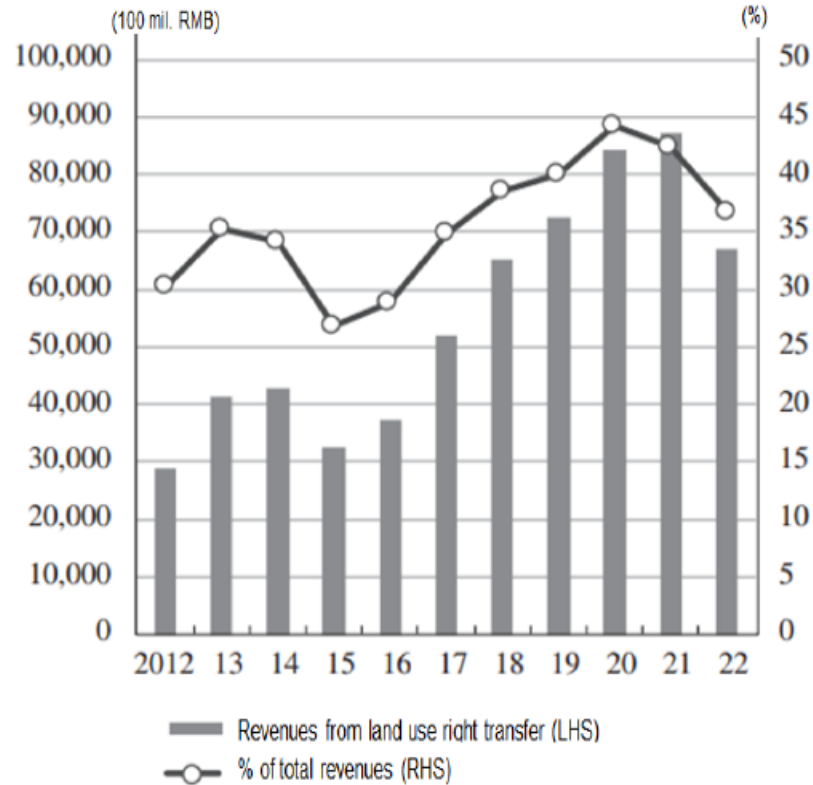
世界主要都市住宅価格年収倍率



出所: Numbeo、武者リサーチ

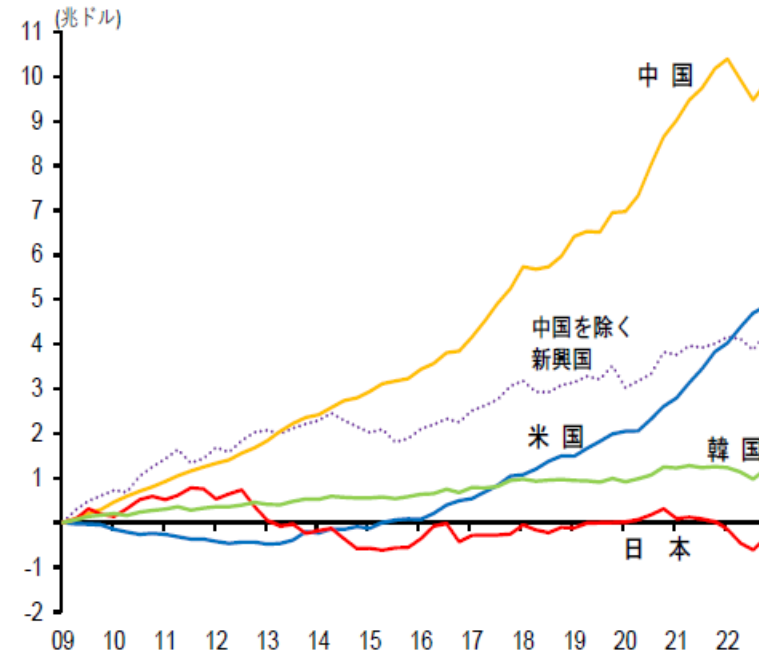
➡天文学的と言える中国不動産バブル

地方政府土地売却収入と総歳入比 (日本総研、億元)



Source: Japan Research Institute

米中韓日の家計債務の変化 (2009年Q1→2022年Q4)



出所: BIS、武者リサーチ

出所: BIS、武者リサーチ

➡不動産依存の地方政府収入、急増した家計不動産債務は限界に

地方融資平台債務残高と対GDP比推移 (IMF, 日本総研)

借入主体	兆人民元							対GDP比、%						
	2018	2018	2020	2022	2022	2023	2023-2018	2018	2018	2020	2022	2022	2023	2023-2018
非金融セクター債務	227	252	285	315	348	380	153	248	254	278	277	291	306	58
政府債務	74	85	101	115	132	151	77	80	86	98	101	112	121	41
一般政府債務	33	38	47	53	61	69	36	36	39	45	47	52	55	19
中央政府	15	17	21	23	26	29	14	16	17	20	20	22	23	7
地方政府	18	21	26	30	35	40	22	20	22	25	27	30	32	12
"隠れ"債務	41	47	54	62	71	82	41	44	47	53	54	60	66	22
LGFV	35	40	45	50	57	66	31	38	40	44	44	48	53	15
政府引導基金	6	7	9	12	14	16	10	6	7	9	10	12	13	7
民間セクター債務	153	166	184	199	215	228	75	167	168	180	175	180	184	17
家計	48	55	63	71	73	75	27	52	56	62	62	61	61	9
企業	105	111	121	128	142	153	48	115	112	118	113	119	123	8

出所：日本総研

➡IMFが暴いた中国の隠れ債務

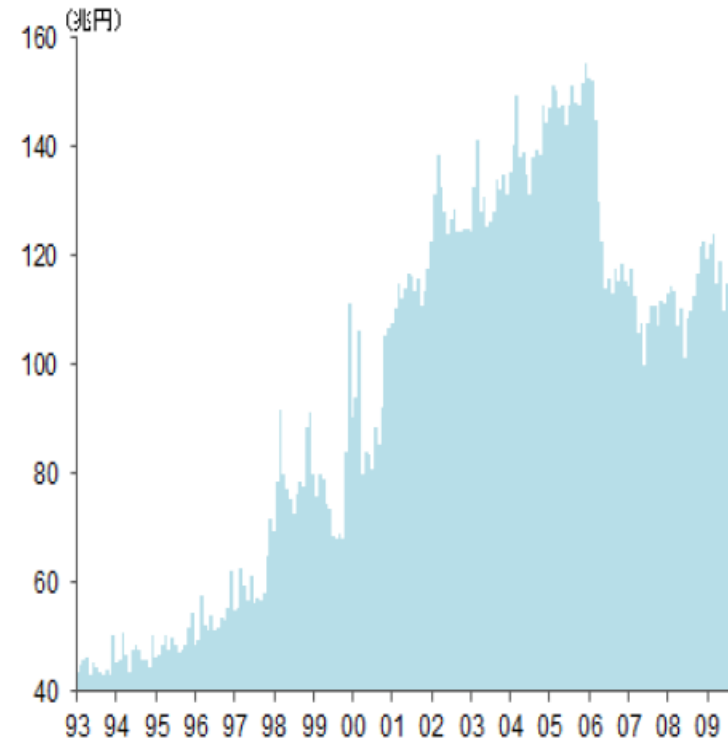
日本の不動産向け貸付額と貸付比率、対GDP比推移

(兆円)

	1980	1985	1990	1997	2005
総貸付 (a)	173	275	408	513	399
不動産	11	24	48	65	53
建設	10	16	21	32	17
ノンバンク	2	10	20	18	10
上記3セクター小計 (b)	23	50	89	115	80
(b)/(a)	13%	18%	22%	22%	20%
(b)/GDP	9%	15%	19%	21%	15%

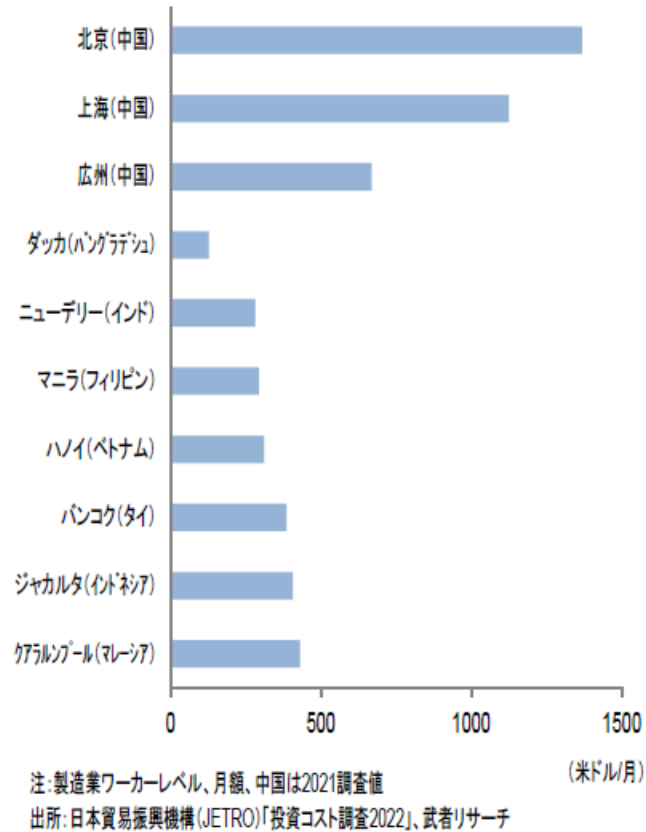
出所：武蔵リサーチ

不良債権処理と日銀総資産推移

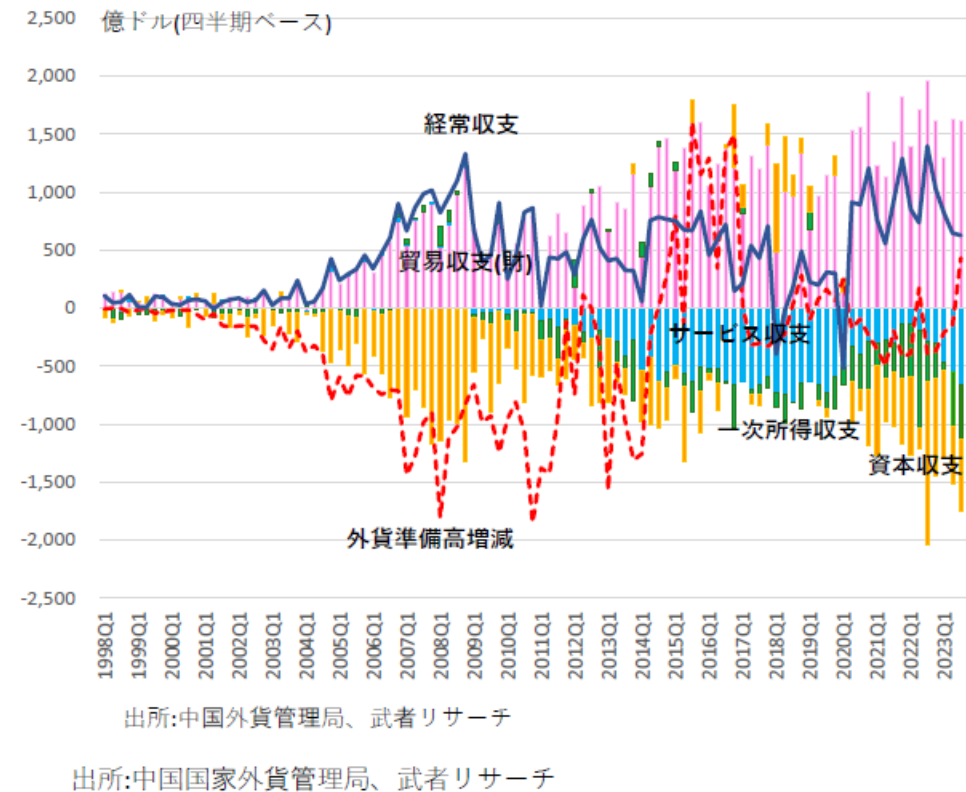


➡日本の不動産融資100兆円GDP比20%、不良債権処理額は日銀融資でカバー

割高化した中国賃金 (アジア各国との比較)



中国経常収支と資本収支推移(四半期ベース)



➡外貨事情悪化へ、輸出減少、資本流出加速

日本と中国の対外バランスシート(資産負債残高)比較、2022年末

日本

資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	2.07	20.5	直接投資	0.35	3.4
証券投資	4.01	39.7	証券投資	3.45	34.2
金融派生商品	0.58	5.7	金融派生商品	0.58	5.8
その他	2.21	21.9	その他	2.55	25.2
(内貸付)	1.36	13.5	(内借入)	1.67	16.6
			負債合計	6.93	68.7
外貨準備	1.22	12.1	純資産	3.16	31.3
資産合計	10.09	100.0	負債・純資産合計	10.09	100.0

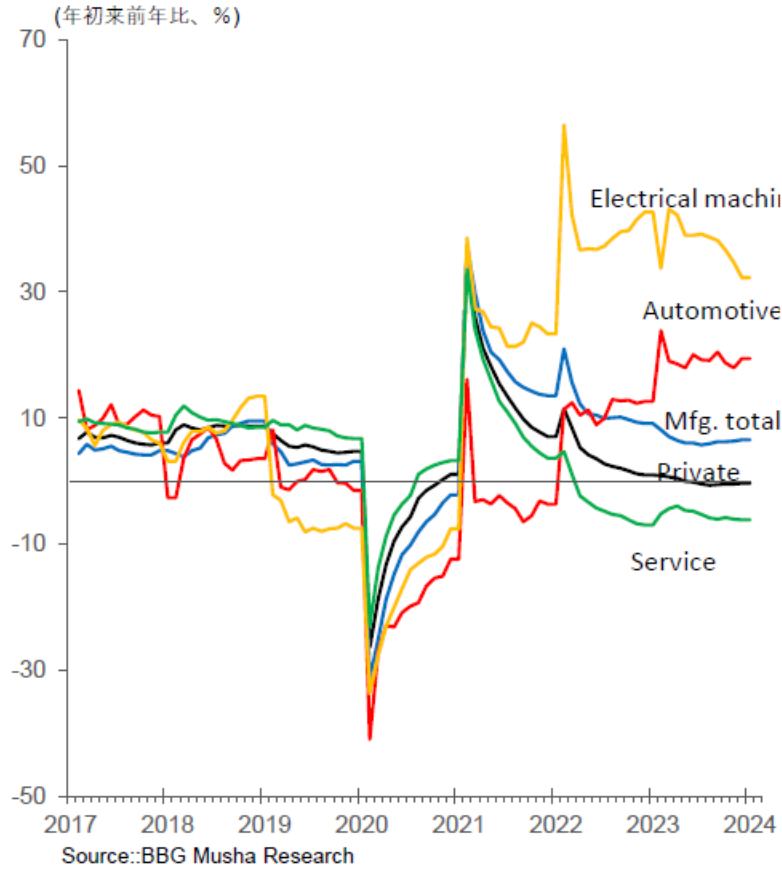
中国

資産	兆米ドル	%	負債・純資産	兆米ドル	%
直接投資	2.80	30.2	直接投資	3.50	37.8
証券投資	1.03	11.2	証券投資	1.78	19.2
金融派生商品	0.03	0.3	金融派生商品	0.02	0.2
その他	2.09	22.6	その他	1.43	15.5
(内貸付)	0.84	9.1	(内借入)	0.40	4.4
			負債合計	6.73	72.7
外貨準備	3.31	35.7	純資産	2.53	27.3
資産合計	9.26	100.0	負債・純資産合計	9.26	100.0

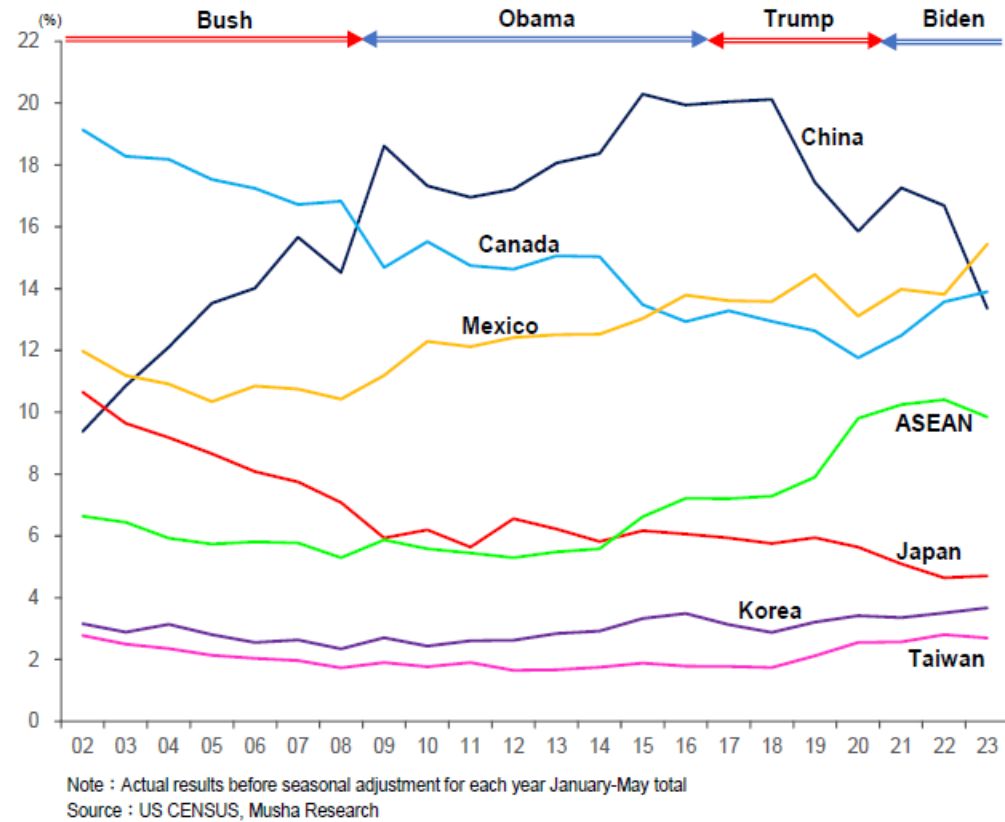
出所：財務省(OECD 2022年末レート¥132.65/\$で換算)、中国国家外貨管理局、武者リサーチ

➡日本と異なり外資依存の中国成長、対外純資産は外貨準備の2/3(日本は3倍)

中国分野別民間設備投資

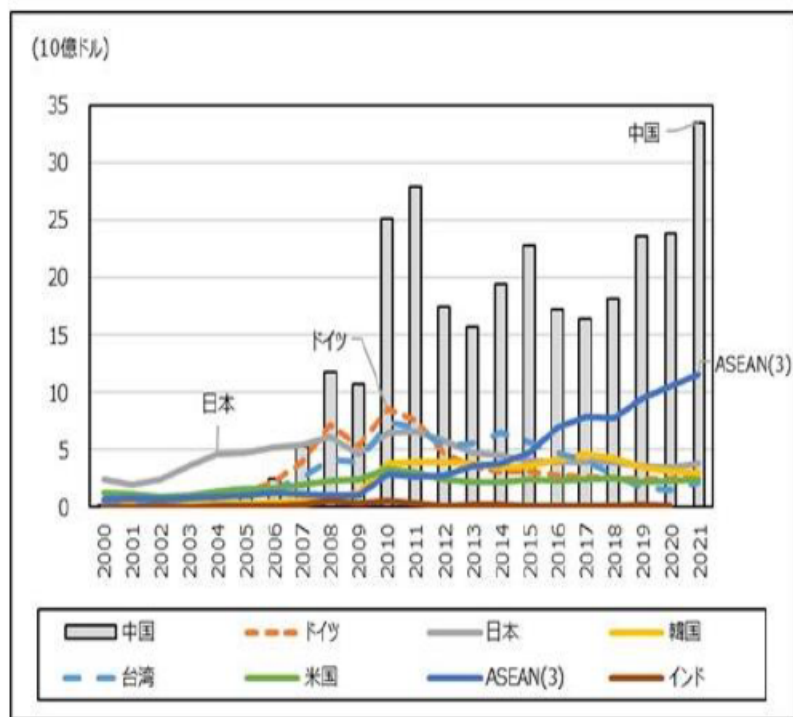


米国相手国別輸入シェア推移



➡エレクトロニクス、自動車、クリーンエネ偏重の投資、米国の対中輸入シェア急減

主要国のソーラパネル・セル輸出

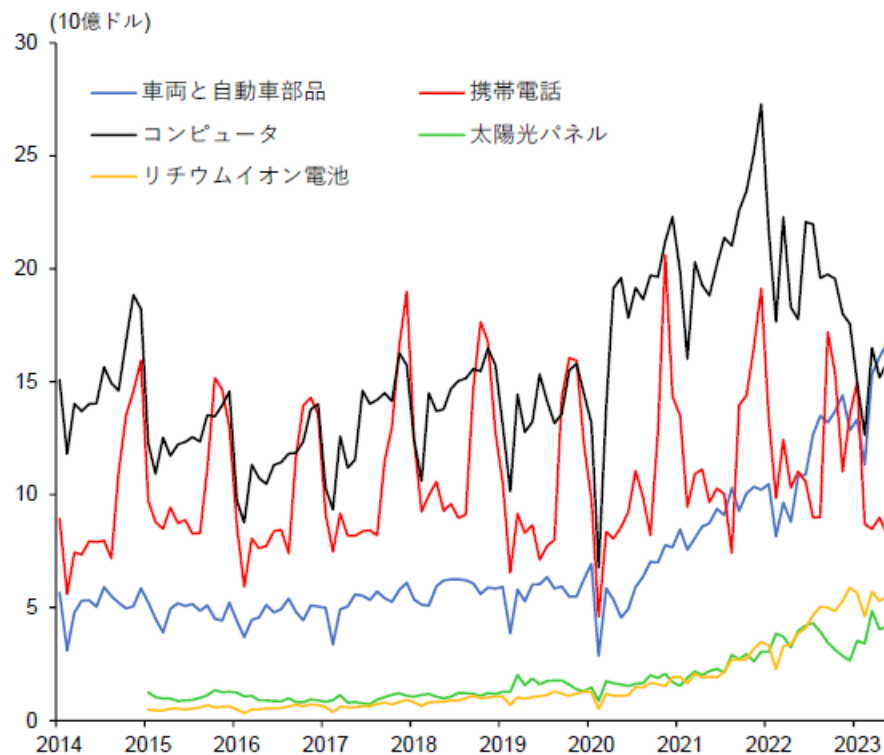


注1. 太陽光パネル・セルは、HS854140で定義

注2. ASEAN(3)：ベトナム、タイ、マレーシアの合計

資料：各国貿易統計（GTA）よりITI作成

中国ハイテク・クリーンエネ・EV関連輸出推移

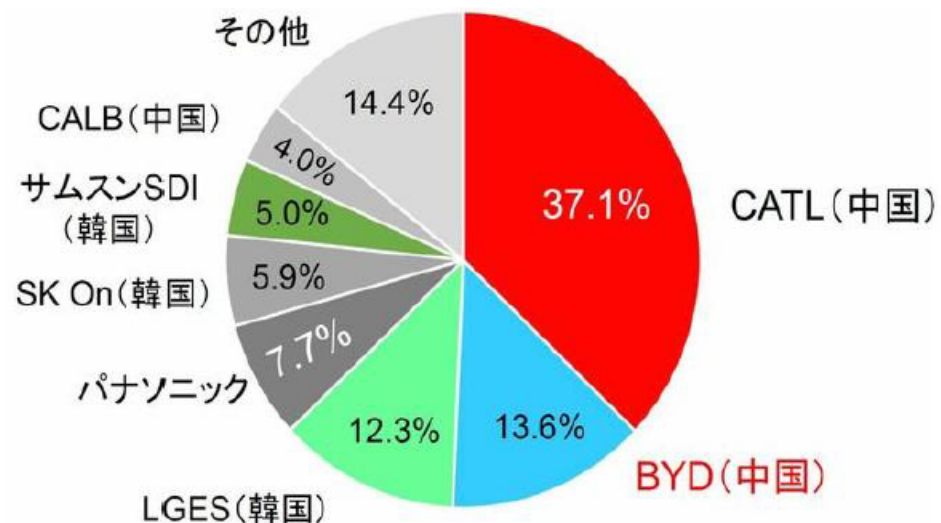


出所：中国税関総署、ブルームバーグ、武者リサーチ

➡ハイテク・クリーンエネ・EVに特化する産業戦略

バッテリー世界シェア

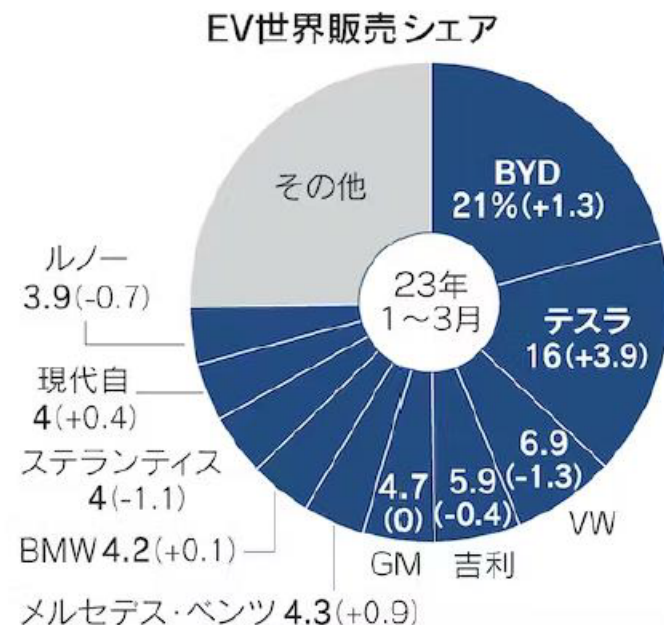
(2022年1~11月)



出所=韓国SNEリサーチ

EV世界シェア

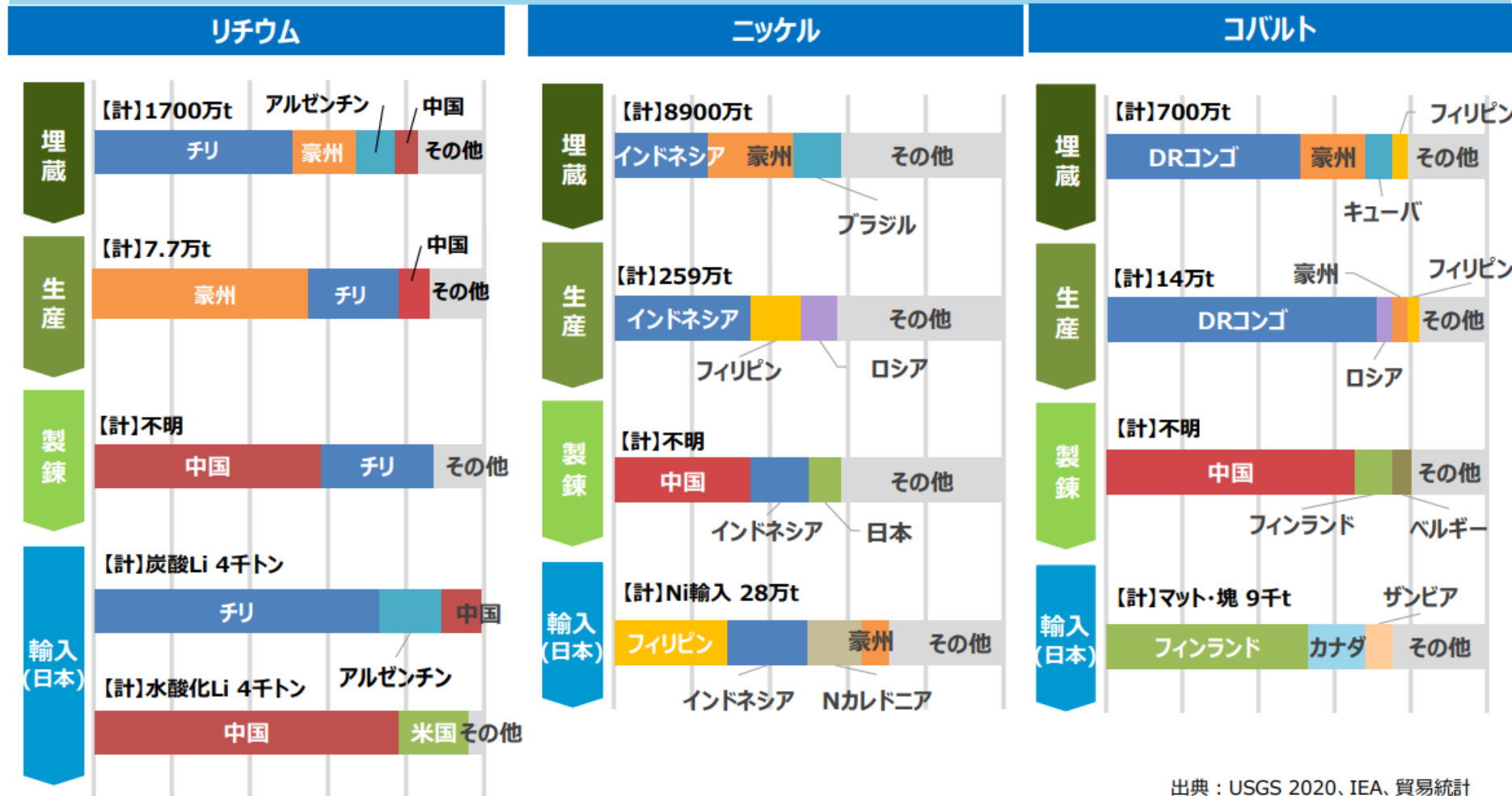
(2023年1~3月)



(注)カッコ内は前四半期との増減。出所はカウンターポイント

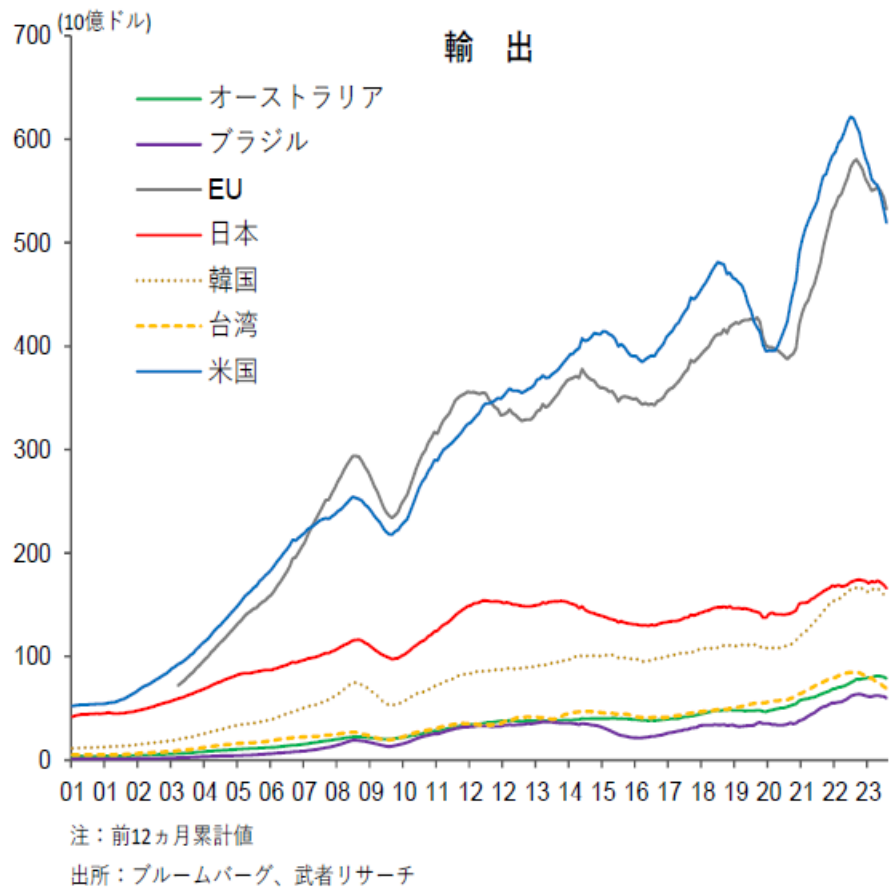
バッテリーメタルのサプライチェーン

- 蓄電池原材料の多くは、埋蔵量、生産量ともに特定国（豪州・南米・コンゴ民・尼等）に偏在。また、中流の精錬工程は、製造コストの低い中国に集中する傾向。
- 上流権益を押さえることに加えて、中流工程についても手当てしていくことが重要。

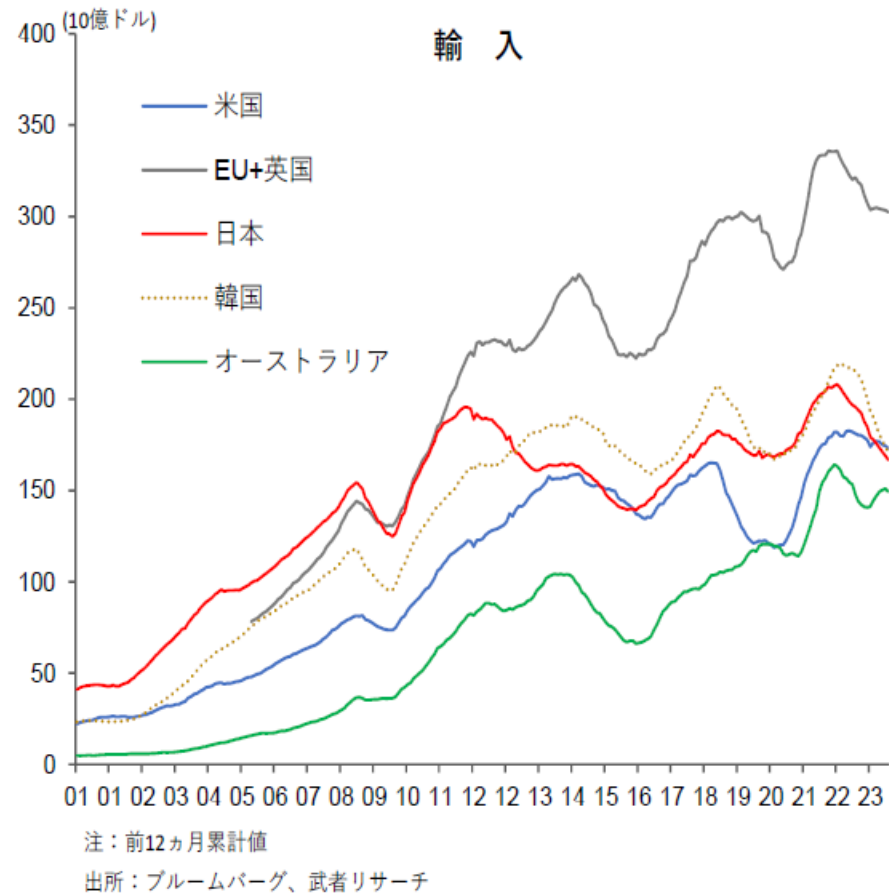


出典：USGS 2020、IEA、貿易統計

中国 国別輸出の推移

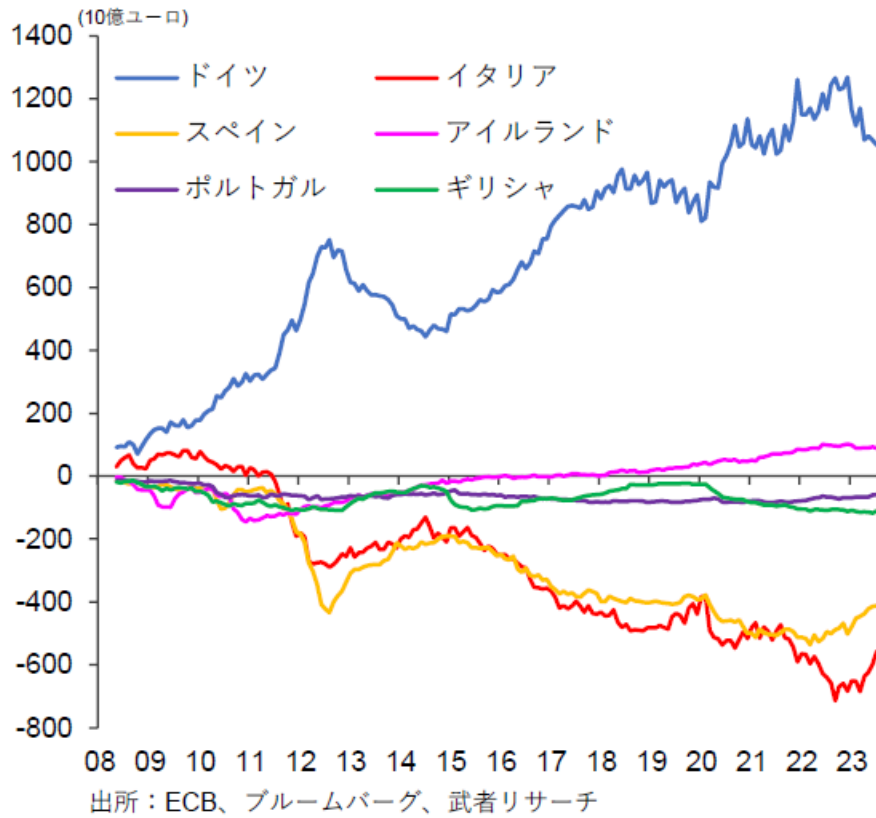


中国 国別輸入の推移

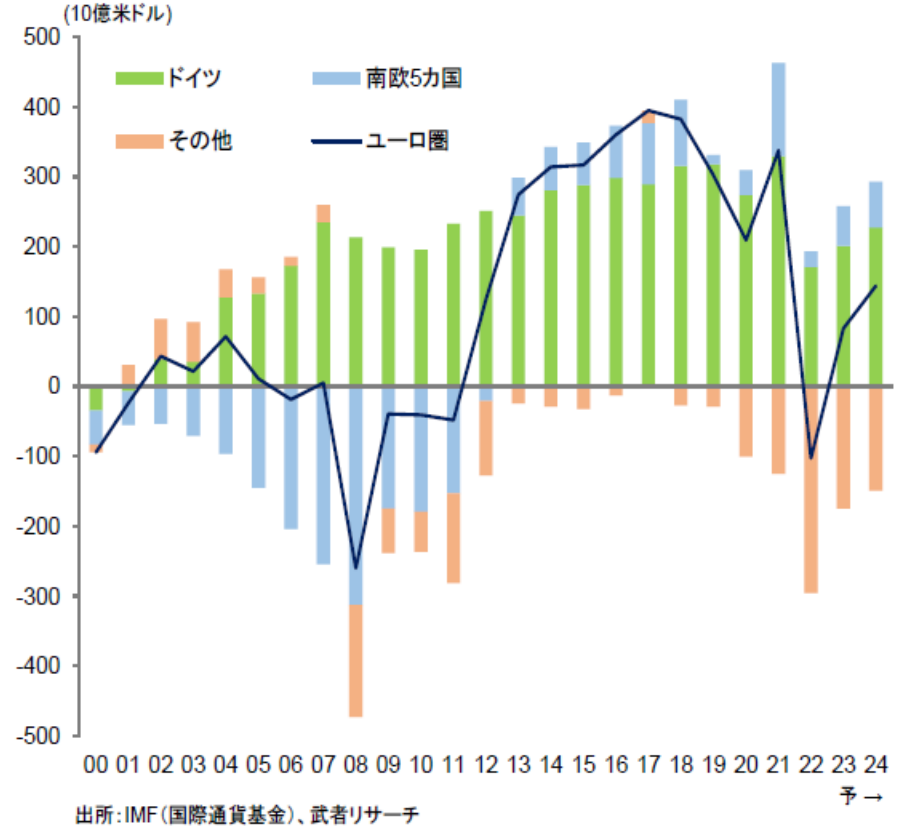


➡ユーロ圏の対中輸出依存、逆噴射し始める

ユーロシステム債権債務 (Target 2)

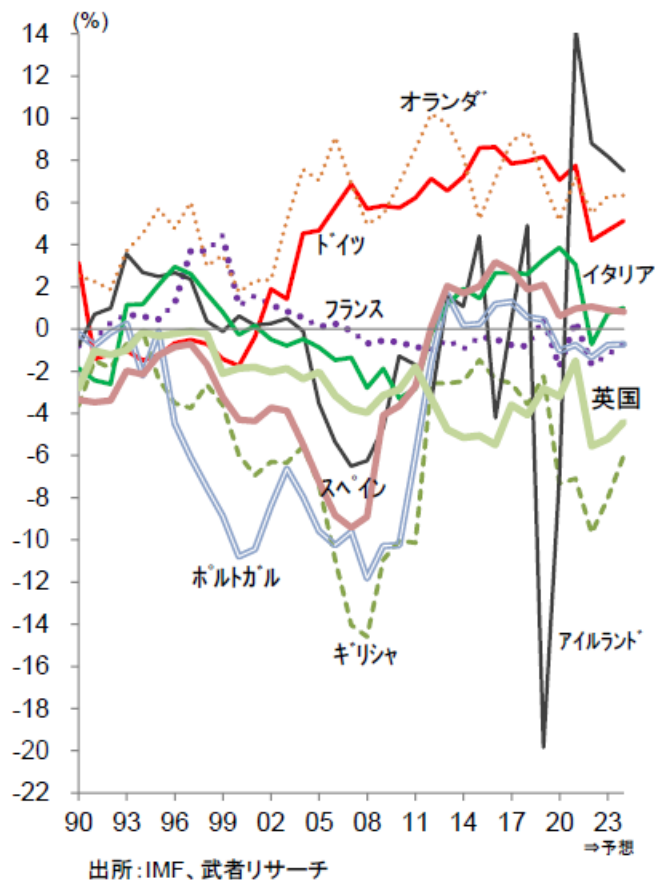


ユーロ圏の過剰貯蓄対中赤字で急減

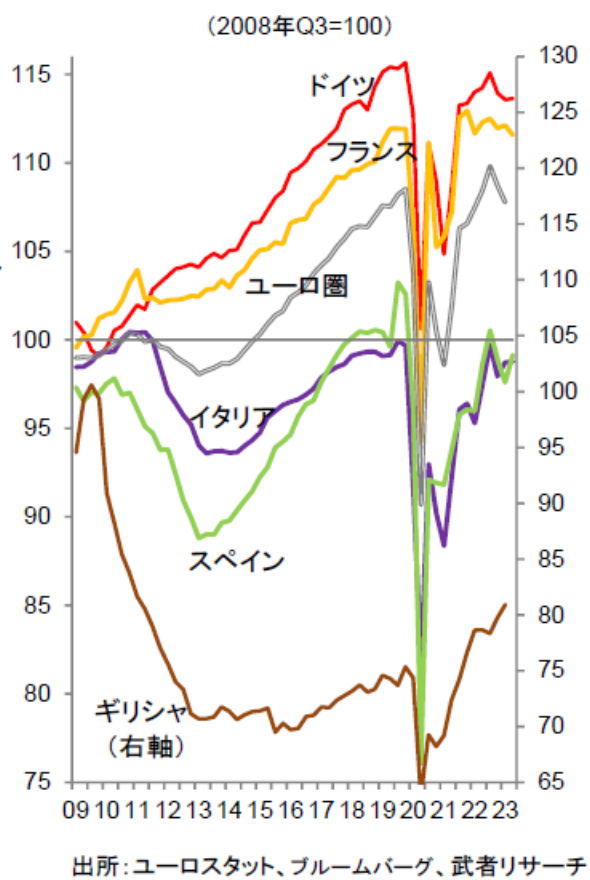


➡ドイツ黒字依存のユーロ体制、ドイツの赤字化で転機に

欧州各国の経常収支対GDP比率



ユーロ圏主要国個人消費



ユーロ圏失業率

