



アジア株式市場の見通し

～中国恒大集団の債務問題とインフレ圧力の高まりに注目～

2021年10月号

アイザワ証券 市場情報部

2021年10月1日発行/審査番号：211001-A1

世界全体とアジア新興国の状況

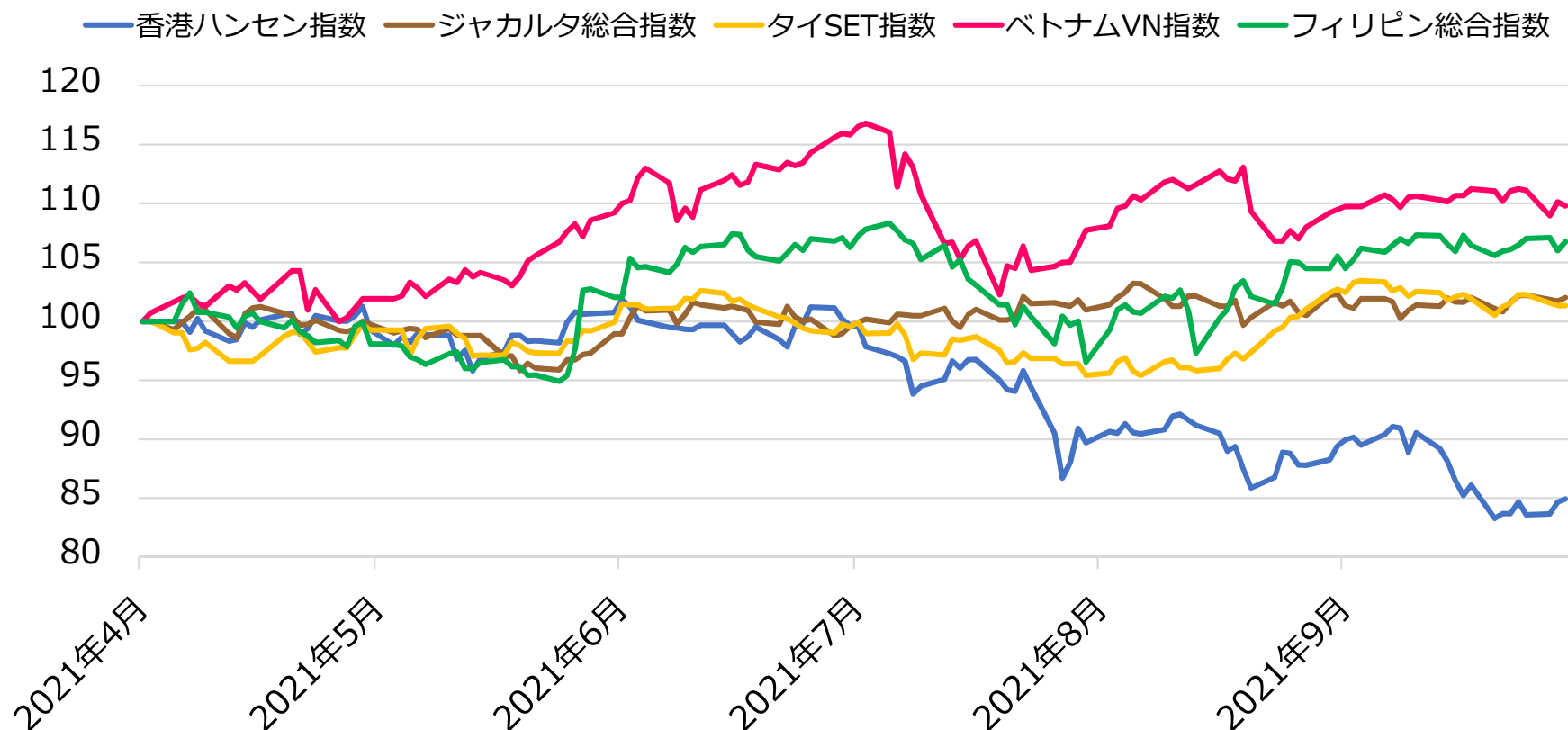
◀世界全体の状況▶

- 米連邦公開市場委員会（FOMC）は9月21、22日に開催した定例会合で、政策金利の誘導目標レンジを0%～0.25%に据え置くと決定した。また、債券購入プログラムの段階的な縮小を近く開始する可能性が高いことを示唆したほか、2022年に利上げを開始する方向に当局者らが傾きつつあることを明らかにした。これを受けて、経済や物価の状況次第で利上げ開始の時期が早まるとの見方が強まった。
- 米国の8月の消費者物価指数（CPI）と生産者物価指数（PPI）は、資源高や供給網の混乱などを背景に高止まりしているほか、長期金利の指標である米国10年国債利回りも8月末から9月末にかけて1.3%台から1.5%台に急上昇した。また、ユーロ圏や中国など他の主要地域でも物価の上昇が目立っており、世界的にインフレ圧力が高まっている。

◀アジア新興国の状況▶

- アジア新興国では、新型コロナウイルスの新規感染がピークアウトし始めているものの、各国の経済指標は依然弱いため、経済の本格回復に時間を要する見通し。中国では原材料価格の上昇が企業利益を圧迫しているほか、当局の規制によってITや教育、不動産などの産業が打撃を受けている。また、ベトナムでは厳格な感染防止対策により7～9月の実質GDP成長率が-6.17%と大幅なマイナス成長に陥った。
- 個別銘柄について、原材料やエネルギー価格の上昇で恩恵を受ける中国の石油、石炭、化学関連株と、新型コロナウイルス禍の悪影響を受けにくいベトナムの工業団地、鉄鋼、必需品関連株に注目。この中で中国の石油、石炭関連株は低バリュエーションで魅力があり、ベトナムの工業団地、鉄鋼関連株は外資による同国への生産拠点移転で中長期的な成長が見込まれる。

主なアジア新興国の株価指数の動き

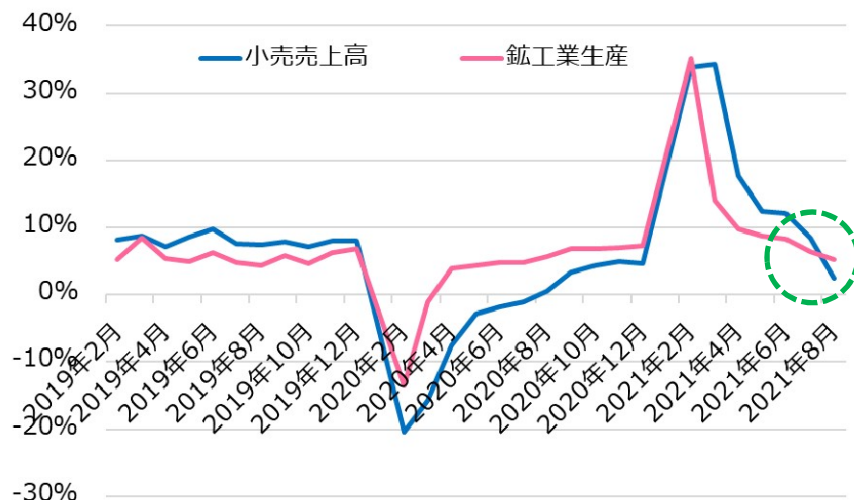


※2021年4月1日を100とする指数化チャート [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 直近6か月間のアジア新興国の株価指数は、中国当局による企業規制や不動産債務問題を背景に香港ハンセン指数が低迷した一方、ベトナムとフィリピンは堅調、タイとインドネシアはほぼ横ばいの状況となっている。今後、中国は当局の規制や景気減速が見込まれるほか、ASEAN各国も米テーパリングや新型コロナウイルスの感染対策（工場操業停止や消費低迷）などが相場全体の重石になる可能性がある。

中国の8月経済統計は減速、PPI高止まりの状況続く

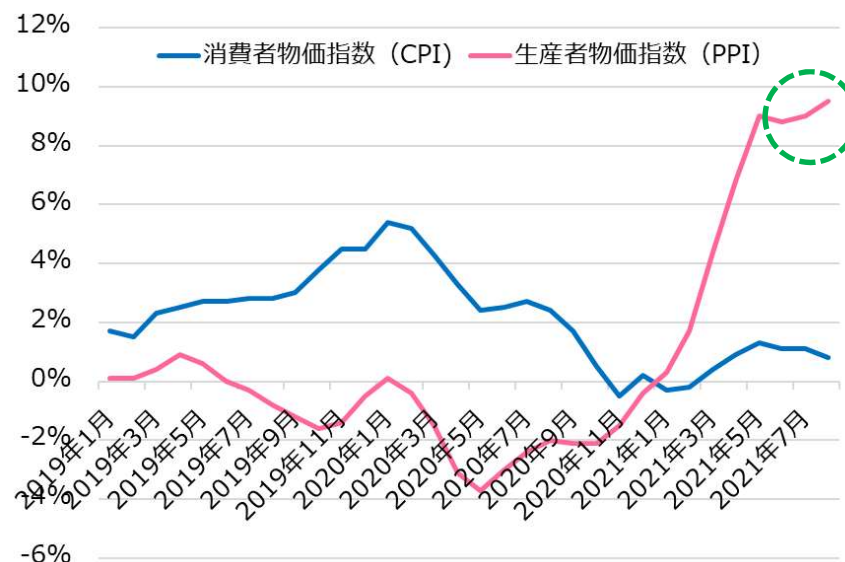
中国の小売売上高と鉱工業生産の伸び



※前年同期比の伸び率。旧正月の影響を考慮して、1~2月は合計値を使用。

[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

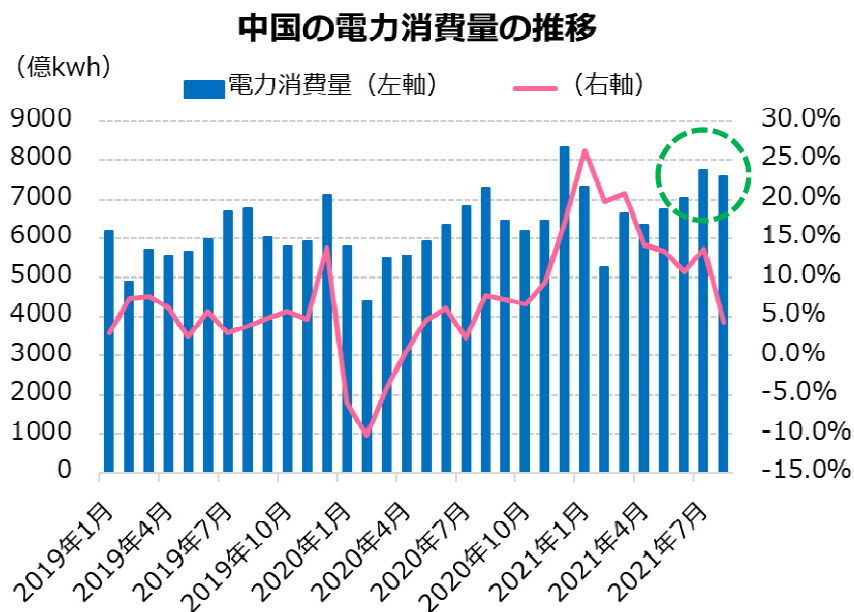
中国のCPIとPPIの伸び率の推移



※前年同期比の伸び率 [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 9月15日に発表された中国の8月の鉱工業生産は前年同期比+5.3%、小売売上高は同+2.5%、1~8月の固定資産投資は同+8.9%といずれもプラス成長を維持したものの、前月に比べて伸び率が大きく鈍化した。自動車の半導体不足や新型コロナウイルスの感染防止に伴う移動制限で、国内の経済活動が伸び悩んだ格好。一方、8月の輸出額（ドルベース）は同+25.6%と好調で、欧米のホリデーシーズン需要が輸出を後押ししたと見られる。
- 9月9日に発表された中国の8月の消費者物価指数（CPI）は前年同期比+0.8%と安定的だった一方、生産者物価指数は同+9.5%と上昇が加速した。足元、製造業や輸出関連企業を中心にコスト高や利益率の悪化懸念が高まっており、中国当局は景気下支えのために追加金融緩和を行う可能性がある。

環境規制や輸出好調を背景に中国の電力不足が深刻化



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 今年9月以降、中国で電力不足が深刻化しており、各地で停電が相次いでいる。その主な原因としては、①海外からの受注拡大・輸出好調で電力需要が新型コロナ前（2019年）を大きく回った一方、②当局による環境規制（二酸化炭素の排出削減）や③石炭価格の高騰などで電力の供給が制限されたことが考えられる。現在、電力不足によって鉄鋼やアルミ、セメントなどの産業で生産抑制措置が取られているため、今後中国の成長率鈍化や世界的な供給網のひっ迫につながる可能性がある。
- 近年、中国政府は再生可能エネルギーの利用拡大に注力しているものの、国内の電力供給に占める石炭火力の比率は約7割と依然高い状態。国内の電力不足を解消するために、国家発展改革委員会は需給やコストの変化を電力料金に反映させ（値上げ容認）、石炭の輸入を適度に増やす方針を示した。

中国恒大集団の破綻懸念と現状

■ 中国当局は昨年不動産企業に対して「3つのレッドライン」を設定

昨年後半、中国人民銀行と住宅・都市農村建設部は国内の大手不動産デベロッパーに対して、負債にかかわる「3つのレッドライン」と融資に関する厳格な監督管理を開始した。

「3つのレッドライン」とは、当局が設定した融資判断基準を指しており、具体的には①総資産に占める負債の比率（前受け金控除後）が70%以上、②純負債資本比率（ネットD/Eレシオ）が100%以上、③短期負債の現金カバー率が100%以上をクリアするように不動産企業に求めている。この「3つのレッドライン」をクリアできないデベロッパーは、クリアした項目の数によって緑（全項目クリア）、黄色（2つの項目クリア）、橙（1つの項目クリア）、赤（全項目クリアできず）など4つの色に分類され、赤色の場合は高リスク企業とみなされ、新たに有利子負債を増やすことができなくなる。

■ 中国恒大集団は資金繰り難で経営危機に

中国当局による「3つのレッドライン」の設定をきっかけに、業界の中で負債比率が特に高い中国恒大集団（香港：3333）や融創中国ホールディングス（香港：1918）、広州富力地産（香港：2777）などの不動産デベロッパーは経営難に陥った。この中で中国恒大集団は負債総額が約2兆元（34兆円）と大きいため、資金繰り難でデフォルト・経営破綻懸念が高まり、同社の株式と債券の価格は今年7～9月にかけて暴落した。また、財務状況の悪化を受けて、ムーディーズやフィッチなどの大手格付け会社は同社の発行体格付けを「C」に引き下げ、同社が今後デフォルトする可能性が高いとの見方を示した。

現在、中国恒大集団は2021年9月23日と29日のドル建て社債の利払いができておらず、期日から30日間の猶予期間に入っている。同社は2021年10月と11月、12月、2022年1月も毎月数千万～数億米ドルの利払いが迫っており、今後の対応や資産売却の進捗状況などが注目される。

中国恒大集団のバランスシートと今後の見通し

中国恒大集団のバランスシート

科目	金額 (10億円)	科目	金額 (10億円)
流動資産	33593	流動負債	27058
現金・現金同等物	1520	買掛金・未払い費用	19210 ①
売掛金・受取手形	717	短期債務	4130 ②
未請求収益	72	その他流動負債	3718 ③
⑤ 在庫	24496	固定負債	6775
その他流動資産	6788	長期債務	5707 ④
固定資産	7311	その他固定負債	1068
固定資産純額	4405	純資産	7072
長期投資	231	資本金	73
その他固定資産	2675	剰余金	1094
		その他持分	2116
		少数株主持分	3789
資産合計	40904	負債・純資産合計	40904

※2021年6月30日時点、すべて日本円に換算
[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

■ 資産売却で債務解消を図る見通し

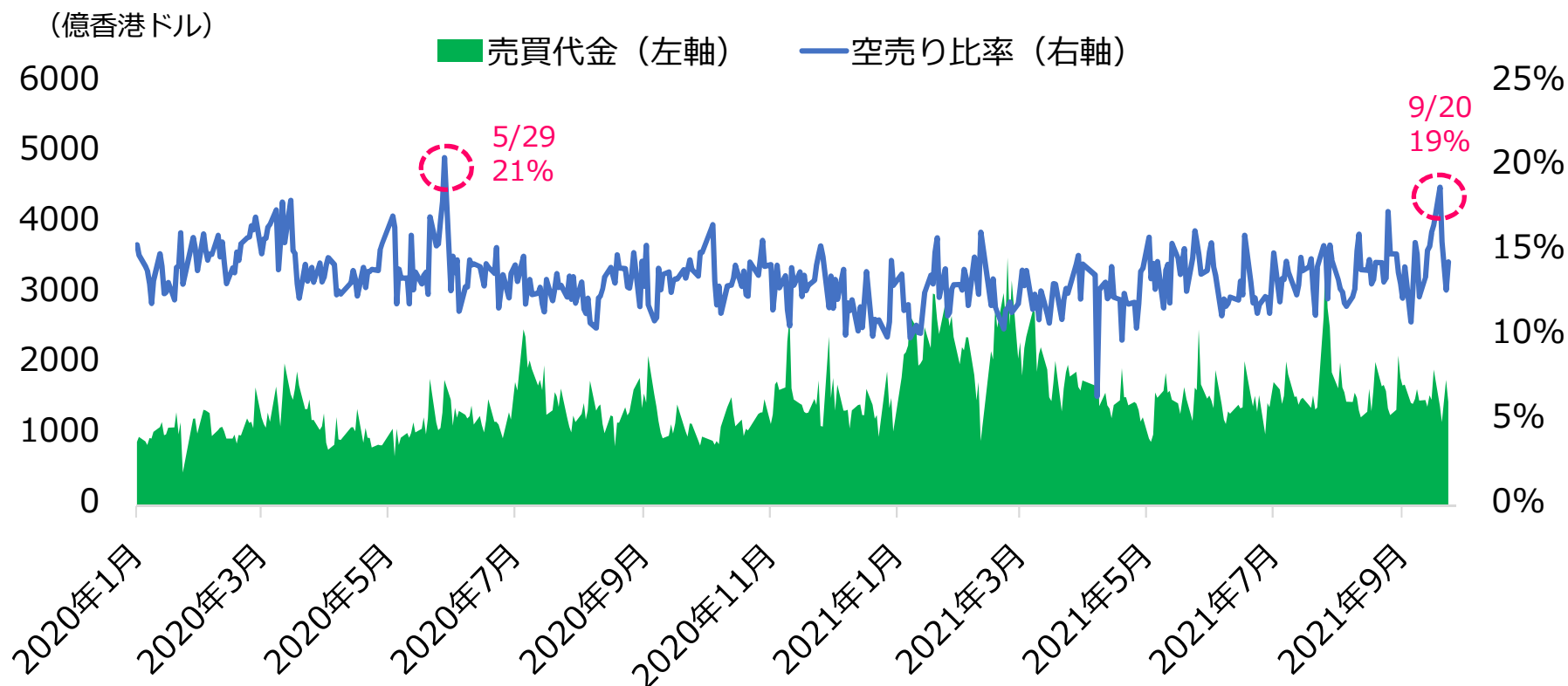
中国恒大集団のバランスシートを見ると、負債項目の①買掛金・未払い費用、②と④の短期・長期債務（借入・債券等）、③のその他流動負債（前受金等）が合計約33兆円となっている。

これらの債務を返還できなければ、取引先や銀行、債権者、住宅購入者などに負の連鎖が起きる可能性がある。

ただ、同社は⑤在庫（主に土地在庫）など33兆円の流動資産を保有しており、今後資産売却を通じて債務の解消を図っていく見通し。

中国恒大集団の資産売却が遅れてデフォルトになることも考えられるものの、既に中国当局は政府系の企業や不動産開発業者に同社の資産の一部を買い取るように促しており、同社が破綻しても深刻な経済危機につながる公算は小さいと思われる。

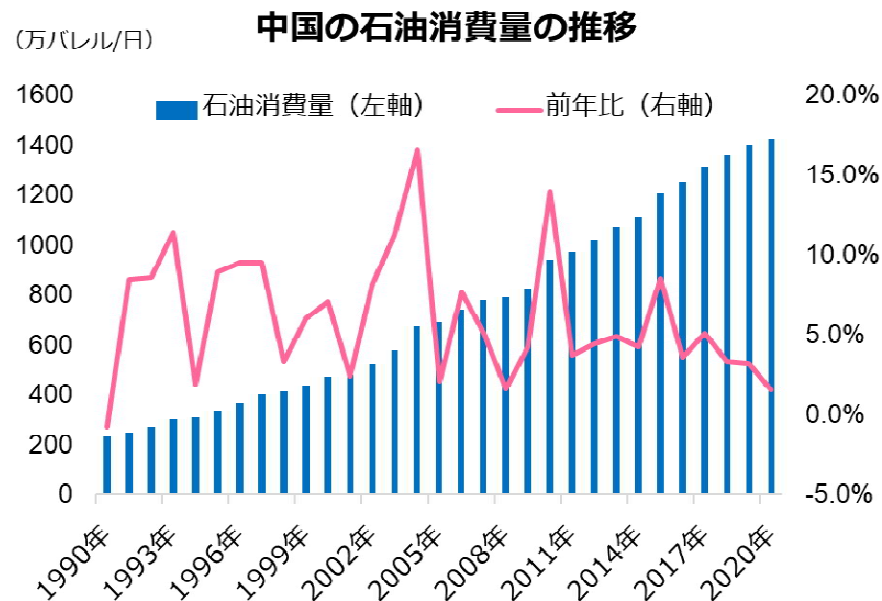
香港市場の売買代金と空売り比率の推移



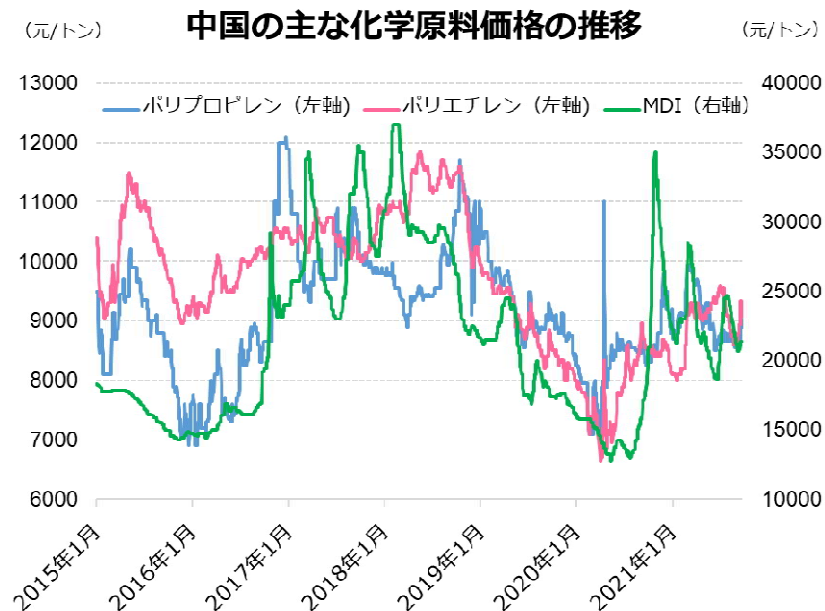
[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 9月の香港市場は、日々の売買代金が1200億～1900億香港ドルと商い低調だった中、中国当局によるIT企業への規制や中国恒大集団の破綻懸念を背景に、売買代金全体に占める空売りの比率は9月20日に19%と昨年5月29日（21%）以来の高水準をつけた。業種別に見ると、悪材料が多い「不動産」や「IT」に加えて、カジノ法改正に伴う規制懸念で「娯楽・カジノ」、利益確定売りで「鉄鋼」、「海運」などの株価下落も目立った。一方、エネルギーや石油需要の増加を追い風に「新エネルギー」や「電力」、「石油化学」関連銘柄の株価は比較的堅調に推移した。

中国の石油需要と化学原料価格の推移



[出所：ブルームバーグ、BP、アイザワ証券作成]



[出所：WIND、アイザワ証券作成]

- 近年、経済構造転換に伴って中国の石油消費量の伸びは鈍化しているものの、燃料や化学原料などの需要増加を背景に1日あたりの石油消費量は過去最高を更新した。中国の石油大手であるシノペックによると、中国の石油消費量は2026年前後に1日あたり約1600万バレルまで拡大し、石油はゆくゆくは燃料ではなく化学原料として主に使われることになると予想している。
- 世界的な景気回復に伴って、中国ではプラスチック製品や合成繊維など使われる化学原料（ポリプロピレン、ポリエチレン、MDI）の需要が増加し、化学原料の価格も2020年から大きく持ち直している。現在、世界的に石油と化学原料の需要が高まっている一方、供給面の制約が残っているため、今後ペトロチャイナや万華化学集団など石油・化学企業の業績成長が期待される。

中国株式市場の注目銘柄（香港上場）

エネルギーや原材料の需要増加と価格上昇などで恩恵を受ける銘柄に注目

■ ペトロチャイナ（香港：857）・・・石油需要の回復でバリュー株としての魅力高まる

中国の石油・天然ガス開発最大手。中国国務院（内閣）傘下にある国有企業で、石油の生産と精製を手掛けるほか、中国全土に2.2万カ所以上の給油所を展開している。2021年中間決算は、前年同期比29%増収、530億元の黒字に転換（前年同期は300億元の赤字）。石油需要の回復と製品価格の上昇が好業績に寄与。足元原油価格の高止まりで堅調な業績が見込まれているほか、予想PER6倍台、実績PBR0.4倍台、配当利回り6%台とバリュー株として魅力的。

■ 中国神華能源（香港：1088）・・・石炭価格の上昇と電力料金の引き上げ観測が業績の追い風に

中国の石炭採掘最大手。中国国務院（内閣）傘下にある国有企業で、石炭採掘のほかに自社で発電や鉄道、船舶輸送、石炭化学事業なども手掛ける。2021年中間決算は、前年同期比37%増収、同30%増益と好調。現在、中国の電力供給の約7割は石炭火力となっており、今後石炭価格の上昇で好調な業績が見込まれるほか、電力料金の引き上げ観測が高まっていることも業績の追い風になる見通し。

■ 龍源電力集団（香港：916）・・・カーボン・ニュートラルに向けて風力発電の利用拡大に期待

中国の大手風力発電会社。中国各地で風力と火力、その他再生可能エネルギーの発電所を運営し、2020年の風力発電容量は2.2万メガワットと世界最大規模を誇る。2021年中間決算は、前年同期比26%増収、同38%増益と好調。売上高全体の約72%を占める風力発電の収入増が好業績に寄与した。今後は二酸化炭素の排出量実質ゼロ（カーボン・ニュートラル）に向けて風力発電の利用拡大に期待。

中国株式市場の注目銘柄（本土上場）

■ 万華化学集団（上海A:600309）・・・MDIの需要増加と価格上昇で業績拡大を見込む

中国の大手ポリウレタンメーカー。ポリウレタンは日常生活に欠かせない素材で、自動車や建材、家電、アパレルなど幅広い業種で使用されている。同社はポリウレタンとその原料であるジフェニルメタンジイソシアネート(MDI)と石油化学製品、ファインケミカル及び新素材などの製造を手掛けており、このうちMDIの生産量は世界首位を誇る。2021年中間決算は、ポリウレタンの需要増加とMDIの価格上昇を背景に前年同期比119%増収、同377%増益と好調、今後も業績拡大を見込む。

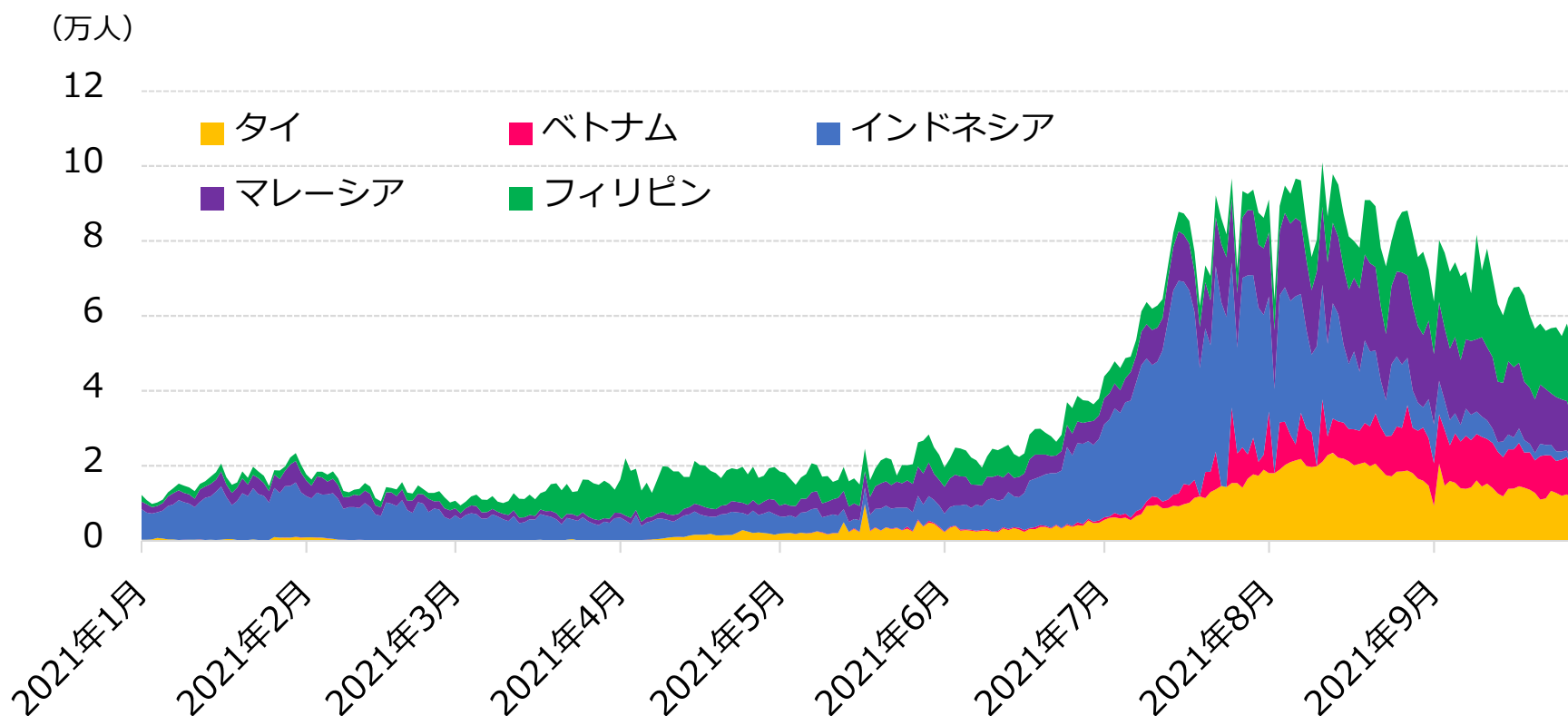
■ 宝豊能源集団（上海A:600989）・・・石油を原材料としない石炭化工技術に強み

中国の大手石炭化学メーカー。石炭の採掘や石炭からオレフィレンを生産する事業を手掛けており、主な製品は合成樹脂に使われるポリエチレン（PE）とポリプロピレン（PP）など。石炭化学以外では、太陽光発電で水素を製造する事業にも注力している。2021年中間決算は前年同期比39%増収、同78%増益と好調。PEとPPの価格上昇が寄与。今後は中国のカーボンニュートラル戦略や石炭の有効活用を追い風に、石炭化学と水素事業の成長が見込まれる。

■ ジェレー・オイルフィールド・サービシズ（深センA:002353）・・・ガス開発需要の増加で恩恵

中国の油田設備メーカー。水圧破碎装置や坑井のセメンチング装置、油田掘削リグ、コイルドチュービングなどの製造販売を手掛け、特にシェールガス開発用の設備に強み。中国のほかに北米など海外でも事業を展開。2021年中間決算は、前年同期比11%増収、同11%増益と堅調。世界的な景気回復に伴って石油や天然ガスの掘削需要が持ち直したことで、同社の新規受注は同13%増加した。今後は「第14次5カ年計画」に盛り込まれたシェールガス・オイルの開発強化や石油大手からの受注拡大、海外で掘削資材・装置に対する需要増加が業績の押上要因になる見通し。

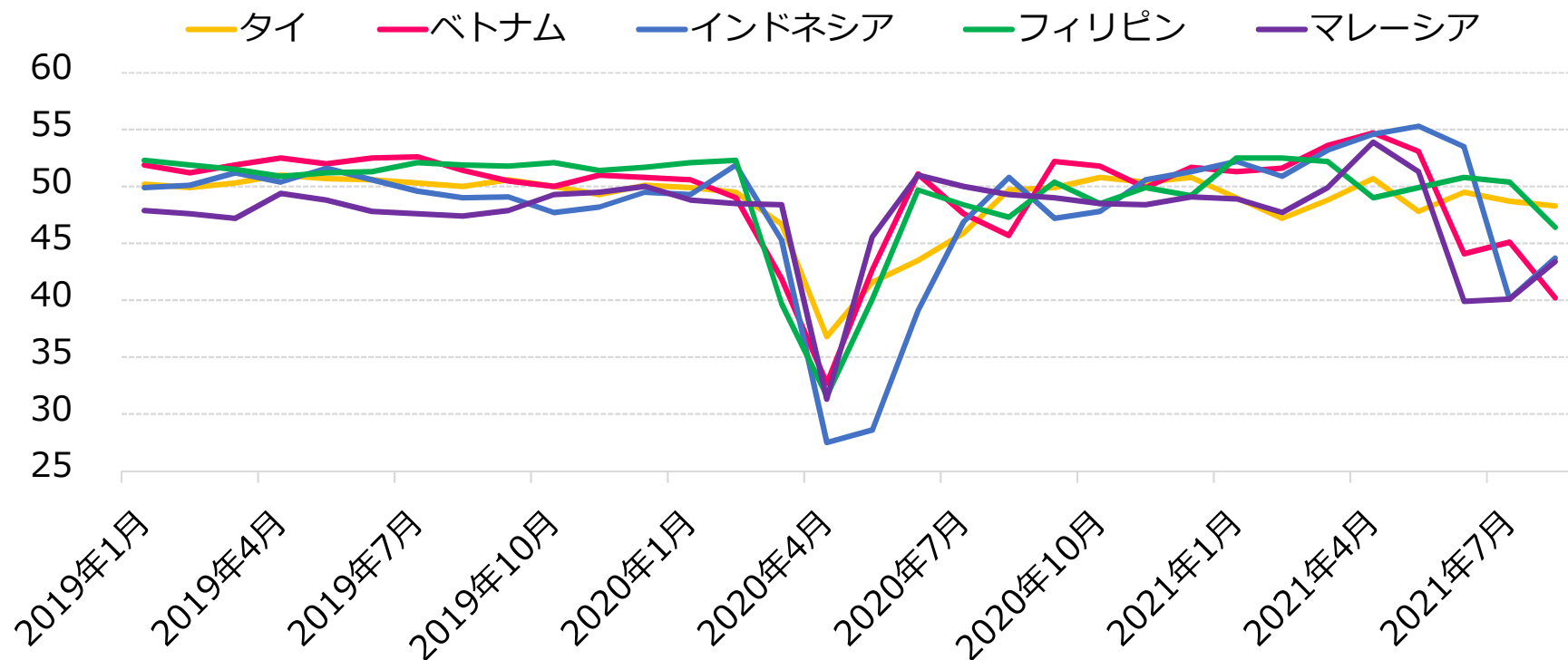
ASEAN各国の新型コロナ新規感染者は減少傾向



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 今年8月以降、ASEAN各国の新型コロナ新規感染者はピークアウトし始めており、その主な要因としては各国の感染対策やワクチンの接種率向上、流行の季節性などが考えられる。ASEAN各国の中で、インドネシアで新規感染者が7月のピークから9割以上減少したほか、タイとマレーシア、ベトナムの新規感染者もほぼ半減している。ただ、各国の経済指標（消費者信頼感指数やPMI等）はまだ軟調なデータが多く、新型コロナ禍から経済が完全に立ち直るまで時間を要すると思われる。

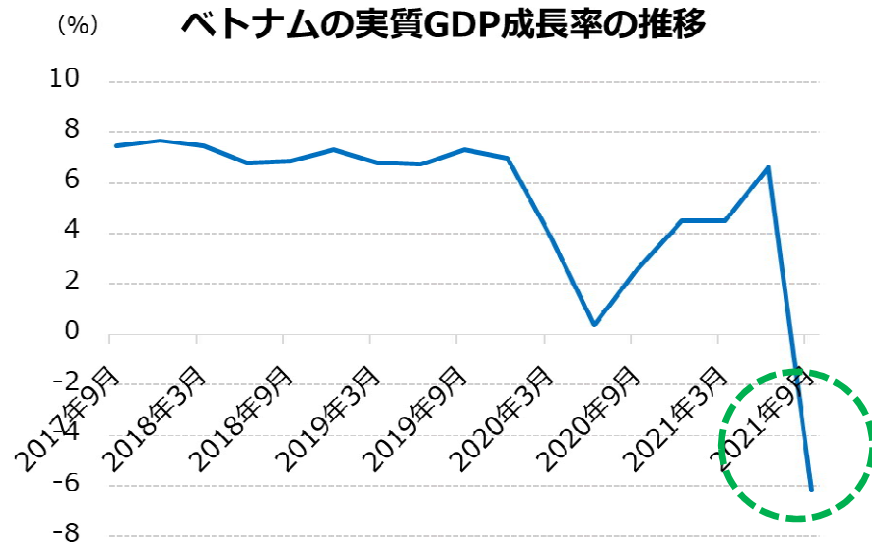
ASEAN各国の製造業PMIは感染防止措置等で低迷



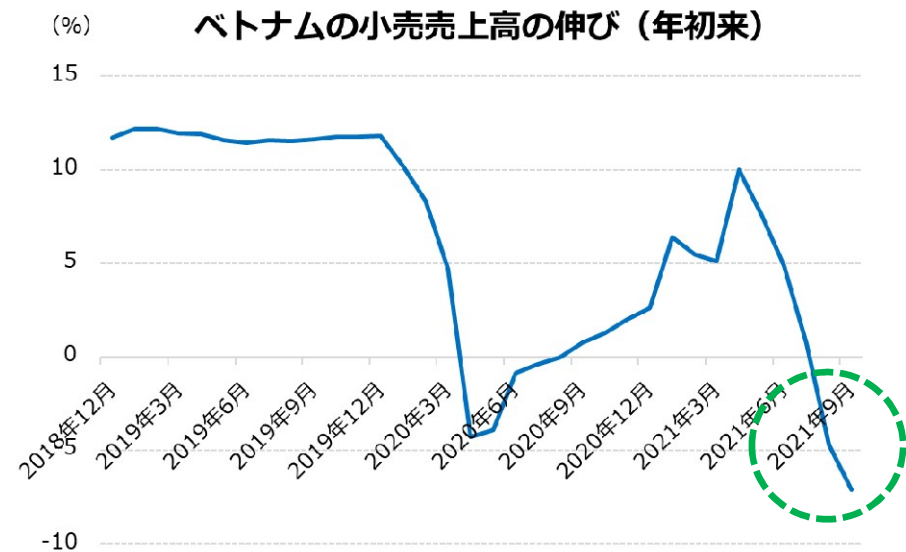
※いずれもIHSマークイットが算出するPMI [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 新型コロナ禍の感染防止措置などを背景に、ASEAN各国の製造業購買担当者景気指数（製造業PMI）はいずれも景気拡大・減速の目安である50を下回っている。ASEAN各国の中で、特にインドネシアとマレーシア、ベトナムの落ち込みが大きく、工場の操業停止や供給網の混乱などが響いたと思われる。足元、資源の輸出が好調なインドネシアを除くと、他の各国の輸出は概ね減速傾向にあり、今後新型コロナの感染状況や資源高に伴う貿易収支の悪化に留意する必要がある。

ベトナム：新型コロナの感染対策で経済の減速続く



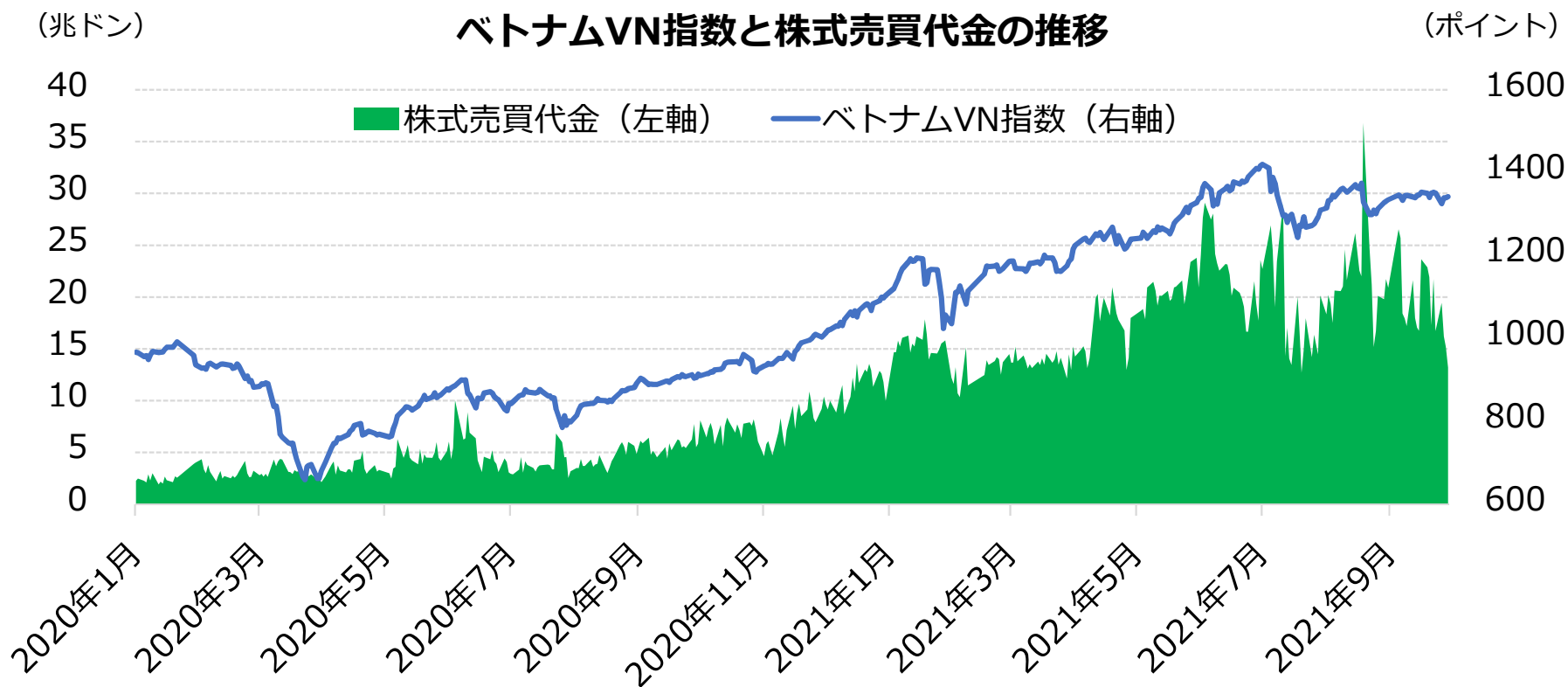
[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- ベトナム統計総局が9月29日に発表した7～9月の実質GDP成長率は、前年同期比-6.17%と4～6月（+6.61%）から大幅なマイナス成長に陥った。成長率が低迷した主な要因としては、7月頃からベトナム国内で新型コロナの新規感染者が急増し、当局が取った厳格な感染対策により生産と消費に悪影響が出たことが考えられる。足元、ベトナムの新規感染者はピークアウトし始めており、今後感染が沈静化すれば年末にかけて景気が持ち直す可能性がある。
- 具体的な経済指標を見ると、1～9月累計の小売売上高が前年同期比-7.1%、9月の輸出総額が同-0.6%、鋳工業生産が同-5.5%といずれもマイナス成長が続いている状況。この中で小売売上高はロックダウンなどによってホテル・レストランと観光関連の収入が大きく落ち込んでおり、鋳工業生産と輸出総額は新型コロナ対策に伴う工場の操業停止や供給網の混乱などが響いたと思われる。

ベトナム市場は指数高止まりの状況続く



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- ベトナムのVN指数は、7月以降株価の調整局面に入ったものの、相場全体の売買は依然活況で相場高止まりの状況が続いている。個別銘柄では、ビンググループ（ベトナム：VIC）やビンホームズ（ベトナム：VHM）などの銘柄が売られた一方、ホアファットグループ（ベトナム：HPG）やペトロベトナムガス（ベトナム：GAS）、マッサングループ（ベトナム：MSN）など新型コロナ禍の影響を受けにくい銘柄に資金が流入し、循環物色の流れが続いていることを示唆した。

ベトナム市場の注目銘柄

新型コロナ禍の悪影響を受けにくい工業団地や鉄鋼、必需品関連銘柄に注目。

■ キンバックシティグループ（ベトナム：KBC）・・・加工貿易の拡大を追い風に業績成長が加速

ベトナムの工業団地開発大手。バクニン省やバクザン省、ハイフォン市などベトナム北部を中心に工業団地の開発・運営を手掛け、サムスン電子やLG電子、キャノン、フォックスコンなどの企業が入居。2021年中間決算は売上高が前年同期の3.8倍、純利益が同12.6倍と好調。加工貿易の拡大を追い風に、世界のハイテク大手と工業団地の区画賃貸契約を締結したことが好決算に寄与した。2021年下期から来年にかけて複数の工業団地の賃貸収入を計上する予定で、今後業績の拡大が見込まれる。

■ ホアファットグループ（ベトナム：HPG）・・・旺盛な鋼材需要を追い風に持続的な成長を見込む

ベトナムの大手鉄鋼メーカー。粗鋼生産能力は約800万トン（高炉4基稼働後）と東南アジア有数の規模を誇る。2021年中間決算は、売上高が前年同期の1.7倍、純利益が同3.3倍と好調。建築用鋼材や亜鉛メッキ鋼板、熱延鋼板の販売拡大が好決算に寄与した。1～8月の各種鉄鋼販売量も同47%増と増加基調を維持しており、今後国内の旺盛な鋼材需要を追い風に持続的な成長が見込まれる。

■ マッサングループ（ベトナム：MSN）・・・新型コロナ禍にもかかわらず必需品ビジネスは堅調

ベトナムの食品・小売大手。複数の子会社を通じて調味料や即席麺、ビール、家畜用飼料、豚肉加工、鉱業、金融など様々な事業を手掛け、2019年末にビングループからスーパーマーケットとコンビニ事業を買収して小売事業にも進出した。2021年中間期決算は、前年同期比16%増収、純利益が同8.3倍と好調。販管費の減少と関連会社の収益増加が寄与。今後は必需品ビジネスの成長に期待。

金融商品取引法に基づく表示事項

■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等：アイザワ証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3283 号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会
当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関：
特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター（略称：FINMAC）

外国株投資の主なリスクと留意点

株価・為替の変動リスク

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

流動性リスク

流動性が低い銘柄の場合、市況または注文の規模により、望ましい価格での売買注文の執行が常に可能とは限らず、極端な場合、取引ができないことがあります。

カントリーリスク

投資対象国の経済的要因、政治的要因、社会情勢の混乱により、株式市況が影響を受けることがあります。
また、各国の慣習や文化などの違いにご注意ください。

お客様にご負担いただく手数料等について

外国証券の外国取引にあたっては、取引口座に応じて以下の委託手数料（税込）をいただきます（最低手数料は買いの場合のみ 5,500 円）。

対面口座：売買代金の一律 2.20%

インターネット口座「ブルートレード」：

インターネット発注 売買代金の 1.65%、コールセンター発注 売買代金の 1.98%、コンサルネット発注 売買代金の 2.20%

外国証券の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。

お取引の際は、契約締結前交付書面等をよくお読み下さい。

免責事項

本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。投資に関する最終決定は、お客様ご自身による判断でお決めください。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更することがあります。執筆担当者または弊社と本レポートの対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。このレポートの権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

LINE公式アカウント
はじめました！

ベトナムを中心としたアジア情報
をお届けします。

[友だち追加はこちらから！](#)



ID：@aizawa