



ASIA

MONTHLY

アジア・マンスリー

2023

新春特別号

(2023年1月23日発行)



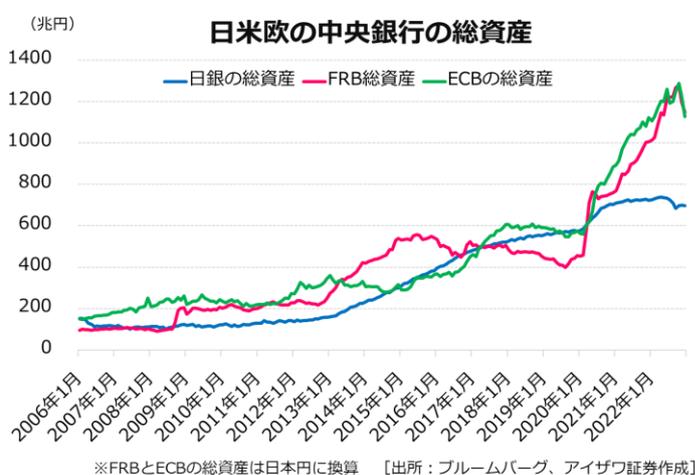
CONTENTS

- 2023年はアジア新興国にとって転機の年に…2～3
- 2023年の経済・株式市場見通し ……4～5
中国/ASEAN
- トピックス ……6～7
中国はポストコロナに向けて着実に前進
- 銘柄研究 ……8～13
アリババ・グループ・ホールディング
アンタ・スポーツ・プロダクツ
中国旅游集団中免
上海宝信ソフト
DHG 製薬
ウィルコン・デポ
- 統計データ ……14～15



● 欧米の金融引き締めが続くも、利上げサイクル終了観測高まる

昨年、欧米先進国では新型コロナ禍後の金融緩和と経済の正常化を背景にインフレ圧力が急速に高まったため、主要国の中央銀行はその抑制に向けて相次いで金融引き締めを開始した。その中で、米連邦準備理事会（FRB）は2022年3月に利上げを再開、政策金利であるFFレートを0.25%から4.50%に大きく引き上げたほか、同年6月に量的引締め（QT）を開始して中央銀行のバランスシート圧縮に乗り出した。また、欧州中銀（ECB）も同年7月に利上げを再開、2023年3月からQTを開始する予定だ。

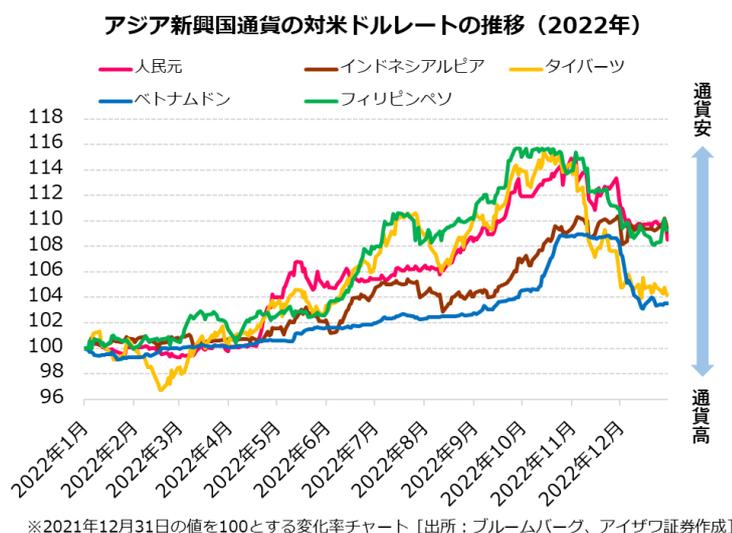


欧米先進国の金融引き締めを背景に、FRBとECBの総資産は2022年9～10月頃に頭打ち（右上図参照）になり、当局によるハイペースな利上げも相まって昨年欧米の金融市場は流動性の収縮（株安・債券安）に苦しむ波乱の一年となった。足元、米国とユーロ圏の12月の消費者物価指数（CPI）はそれぞれ前年同期比+6.5%と+9.2%と高止まりしているため、FRBとECBは年間を通して政策金利を高水準に維持し、同時にQTを進めていくことが予想される。金融引き締めが続くという点で昨年と同様だが、今年着目すべき点は見通しの変化だ。既に米国の政策金利（4.5%）は名目潜在成長率（約4.0%）を上回っており、高金利を維持すれば需要の減退や景気後退を招きかねず、FRBは利上げの終了時期と利下げの可能性について判断を迫られよう。仮に米国の利上げサイクルが終了すれば、米ドルに逃避した資金の一部はアジア新興国に還流し、今年アジア株式市場は転機の年を迎える可能性が考えられる。

● 米国の利上げ打ち止め期待でアジア新興国の通貨安圧力和らぐ

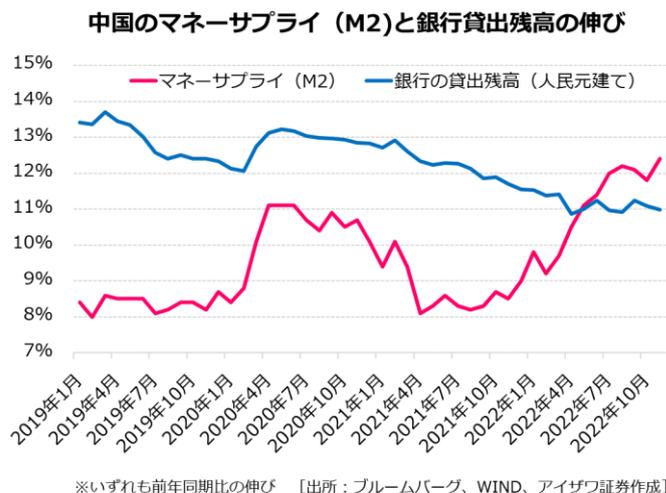
米国の利上げ打ち止め期待を背景に、アジア新興国通貨の対米ドルレートは昨年11月頃から底打ちし始めており、足元通貨安圧力が和らいでいる（右下図参照）。これに伴ってASEAN諸国の輸入インフレ圧力は弱まり、物価抑制のためにハイペースな利上げを行う必要性も薄れていることから、今年は各国の経済と株式市場にとって前向きな変化が期待できそうだ。

国際通貨基金（IMF）が昨年10月に発表した「世界経済見通し」によると、2023年の世界経済は先進国を中心に成長率の低下が見込まれている一方、中国とASEANは4%超、インドは6%超と比較的高水準の成長を維持する見通しで、欧米の景気後退（リセッション）が懸念される中でアジアの成長力を再評価する機運は高まっている。



● 中国でゼロコロナ、不動産不況、企業規制の3大リスクが大きく後退

アジア新興国の中で、今年前半に大きな変化が見込まれているのは中国だ。中国は今まで①IT・教育企業に対する事業規制、②不動産企業に対する融資規制、③ゼロコロナ政策の堅持などが景気の重石になり、中国人民銀行が2021年後半から複数回にわたってローンプライム・レート（LPR、事実上の政策金利）と預金準備率の引き下げを実施したにもかかわらず、2022年1～9月の実質GDP成長率は+3.0%と低迷した。実体経済に流通する貨幣の総量であるマネーサプライ（M2）の伸びを見ると、直近1年間で9%台から12%台に急拡大した一方、銀行の貸出残高の伸びは逆に減速しており、金融緩和が実体経済に浸透していないことを示唆している（右上図参照）。



国内景気の低迷を受けて、中国当局は昨年11月にゼロコロナ政策の緩和と不動産業界の救済に乗り出したほか、12月に開催した「中央経済工作会議」で「政策面で民営経済と企業の発展を支援し、民営企業の知識財産権と企業家の合法的な権益を保護する」と表明、これをきっかけに景気の重石になっていた「ゼロコロナ」と「不動産不況」、「企業規制」のリスクが大きく後退した。このような政策の大転換を背景に、中国当局は今年1月8日から新型コロナウイルスの感染症分類を「カテゴリー-A」から「カテゴリー-B」に引き下げ（法的強制措置を撤廃）、2020年11月に上場中止に追い込まれたアント・グループの子会社の増資を承認するなど、足元規制緩和の動きが相次いでいる。

中国の実体経済は、ゼロコロナ政策の撤廃に伴う感染者数急増によって2023年1～3月にかけて一時的な低迷が予想されるものの、中国本土と香港の株式市場では4～6月以降の景気回復を織り込む形で昨年末から反発基調を強めている。その中で、香港市場は昨年3月の上海ロックダウン、10月の共産党大会人事を巡って外国人投資家の資金引き揚げが目立ただけに、今年は前述した3大リスクの後退によって資金の回帰が期待できそうだ。今年株価の見直し余地が大きい業種として、政策転換の恩恵を受ける「IT」と「不動産」、「小売」、「航空」などに注目したい。

● ASEANは中国経済の回復で観光や航空、消費関連業種に注目

ゼロコロナ政策の「最後の砦」ともいべき中国の政策転換は、経済的に関わり深いASEANにも大きな影響を与えている。中国のオンライン旅行大手であるトリップ・ドットコム の発表によると、2023年の旧正月期間（1月21日～27日）の海外旅行予約数は前年同期の6.4倍、人気の渡航先の一つであるタイのバンコク行きは同10倍に急拡大した。今後、中国人観光客の流入はASEANの観光や航空、消費関連企業の業績回復に大きく寄与するほか、相互貿易の拡大による経済の押上効果も期待できよう。

足元、ASEAN各国の経済はウィズコロナ政策の浸透によって内需が堅調に推移する一方、通貨安とインフレ、欧米向けの輸出鈍化が懸念材料となっている。2023年は年前半までFRBの利上げ継続に合わせて金融引き締め基調が続くものの、年後半からFRBの利上げ打ち止めと中国経済の本格回復に伴って、ASEAN各国は金融引き締めを終了させ、経済が再び安定成長に向かうシナリオが想定される。その中で、観光業への依存度が高いタイと地域包括的経済連携協定（RCEP）発効で対中貿易の拡大が見込まれるインドネシア、ベトナムの動向に注目したい。

中国

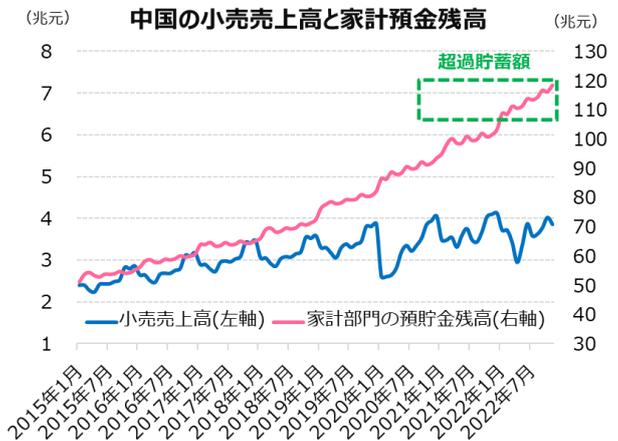
2023年の中国経済・株式市場見通し

● 柳 林

● 景気回復期待が高まる中、消費マインドの改善による超過貯蓄の解消が鍵

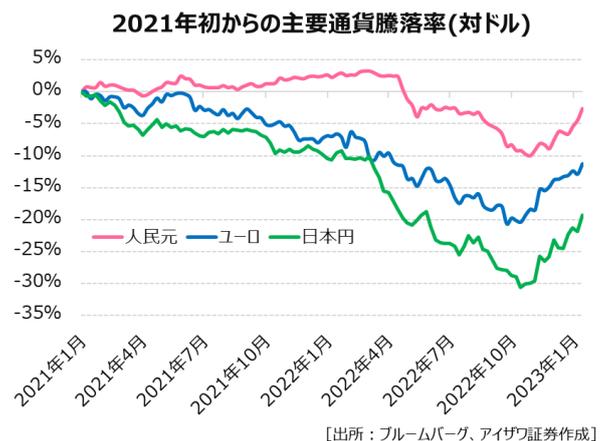
中国は昨年、北京冬季五輪の開催に成功した後、感染力の強いオミクロン株に対してゼロコロナ政策が機能しなくなり、ロックダウンを繰り返すことで安定成長シナリオに狂いが生じた。中国当局は党大会が閉幕した10月末頃から経済成長を重視する路線に舵を切り、ゼロコロナ政策の緩和・撤廃を急速に進めた。

2023年の経済政策方針について、内需拡大を筆頭に産業の高度化や民間企業支援、市場開放の加速、金融リスクの防止などが政策目標として挙げられている。ゼロコロナ政策の下で過去3年の中国の年平均成長率は4.5%程度にとどまった。ただ、ゼロコロナ政策の緩和・撤廃を受けて、足元の中国経済は予想を上回るペースで回復しており、今年は5%以上の成長が期待できそうだ。昨年、景気見通しが不透明なため、中国の家計部門は個人消費及び住宅ローンを減らした結果、過去3年間の超過貯蓄額は10兆元（約190兆円）以上に膨らんでいると推定される（右上図参照）。2023年の中国経済の行方を占う上で、経済の正常化や政策支援によって消費マインドが改善し、超過貯蓄が解消されてペントアップ消費と民間投資の活性化を引き起こせるかが鍵を握りそうだ。一方、2023年のリスク要因としては、不動産市況の回復遅れや米中対立などが上げられる。



● 各業界で見直し改善の動きが相次ぎ、株式市場は息の長いラリーになる可能性

2023年、欧米がスタグフレーションの瀬戸際に立たされる中、低インフレで経済再開に向かう中国の見通しは比較的明るいと言える。いうまでもなく、経済活動と市民生活を疲弊させるゼロコロナ政策の終結は最大の景気対策だ。足元、中国当局は国内IT大手に対する金融事業への是正措置はほぼ完了したと発表。不動産融資の正常化により一部開発業者に生じた流動性リスクが大幅に後退したことで、住宅・土地の取引が再び活発化して不動産市況の早期底打ちも期待できよう。さらに米利上げピークアウト観測によるドル高（人民元安）の終焉を追い風に、中国の政策緩和余地は広がり資本流入につながる可能性が考えられる（右図参照）。



株式市場の重石だったゼロコロナ政策やIT企業規制、不動産融資規制、ドル高といったリスク要因はそろって解消に向かっており、昨年末の政策転換をきっかけに始まった株式市場の「経済再開ラリー」は息の長いものになる可能性がある。また、昨年中国の自動車輸出台数はコロナ禍前の3倍にあたる300万台超に跳ね上がるなど、高付加価値化が進む中国製造業の躍進はまだ十分に織り込まれていないように思われ、遅かれ早かれ中国株のパフォーマンスに反映されよう。今後、株式市場で消費や不動産、素材など景気敏感株の上昇が一巡した後、脱炭素やITなど成長株への循環物色が予想される。



2023年のASEAN経済・株式市場見通し ● 明松 真一郎

● 2023年のASEAN経済と注目ポイント

2022年のASEAN市場は、コロナ問題、利上げ連鎖、インフレなどに振り回された一年であった。世界を見渡すと、ASEAN以外の他の国々もほぼ同じ状況だったといえよう。コロナ対応によって、「コロナ封じに成功した国」と「失敗した国」が二極化しているが、おおむね、各国ともにウィズコロナの方針に転換し始めているといえよう。

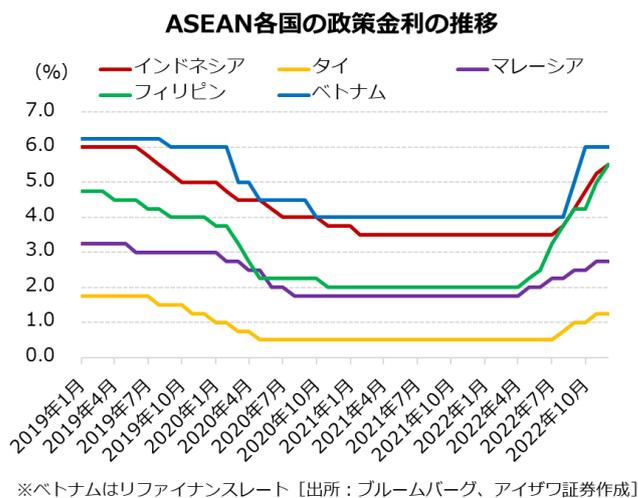
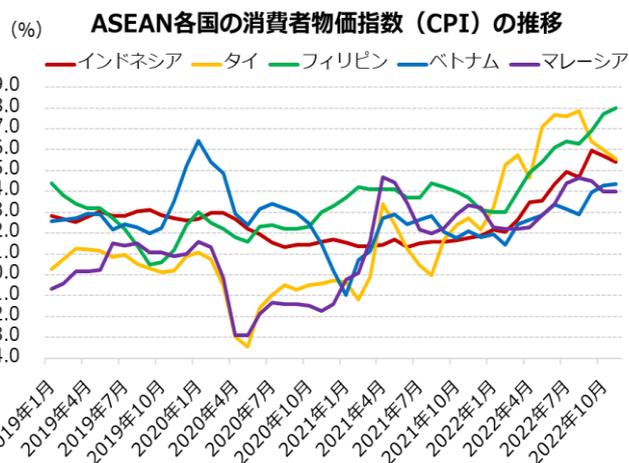
アジア各国ともに、インフレ、利上げの連鎖が目立ったが、そのなかでは、規制の緩和に積極的で、中国などからの需要増加などによって今後の景気回復が期待できるのがタイだ。なお、2022年はインドネシアでG20、タイでAPECと、相次いで国際会議が開催された。RCEPの発効なども含めて、ASEANの存在感が高まった一年であったといえよう。また、これらの国際会議の際に使用された車はEVが主流となっている。議長国として世界に向けてアピールするという側面はあると推測されるが、会議を機に、アジア新興国では、環境保護意識が高まってくると予想され、関連産業の成長が期待される。

また、ベトナムは、不動産市場の低迷、不良債権の拡大、輸出の不振に苦しめられた1年であった。とはいえ、発表されているGDP成長率はアジア新興国のなかで、最も高水準で、国内の経済指標はおおむね良好だ。今後は、経済の正常化、企業業績の改善などが、ベトナム株の下支えとなりそうだ。

一方、ASEAN各国の中で最も利上げを行なったのはフィリピンで、2022年年初からの利上げ回数は7回に達した。6月末にはマルコス氏が新大統領に就任したが、打ち出している政策は、ドゥテルテ前政権の政策をほぼ引き継いでいる。おおむね、フィリピンの政策方針はこれまでと大きく変わらないとみてよいだろう。2023年は、いつ利上げ連鎖が止まるか、という点が注目ポイントになりそうだ。

● 2023年9月の日越外交関係樹立50周年に向けて

2023年9月には、日本とベトナムのあいだで日越外交関係樹立50周年を迎える。現在ベトナム各地で、物産展や観光PRイベントが開催されており、今後は両国間の関係強化に向けて盛り上がってくると予想される。2023年は、ベトナムの観光や工業団地関連需要の回復などが期待できそうだ。





中国はポストコロナに向けて着実に前進 ● 柳 林

● 中国のゼロコロナ政策緩和・撤廃の背景

WHO（世界保健機関）によると、中国での新型コロナ感染再拡大はゼロコロナ政策の緩和前から既に進行していたことが分かった。また、中国当局が「感染封じ込めにかかる社会的コストの増大により、ゼロコロナ政策の継続が困難」と説明したように、昨年最大の政治イベントである共産党大会を終えてから感染対策を見直すことは既定の政策方針だったとも推測される。さらに、経済指標の悪化や過剰なコロナ規制に喘ぐ市民の不満拡大も当局の政策転換を早めたと考えられる。

今年1月から中国のゼロコロナ規制は出入国規制を含めてほぼ全面的に撤廃され、感染対策の方向転換を決断した以上、コロナ規制の緩和に時間をかければかけるほど経済的ダメージが大きいため、当局は一気に規制を撤廃して経済の早期回復を選択したのだ。

● 中国国民に対する当局の説明

中国のゼロコロナ政策はデルタ株が流行した頃まで効果的だったが、免疫を突破し、感染力が非常に強いオミクロン株となると無理であることが次第に認識されてきた。また、デルタ株が流行した時とオミクロン株に変異した初期に比べると、コロナウイルスの毒性が弱まり、致死率もインフルエンザと変わらないほど下がってきたことは中国と世界各国の調査で明らかになった。

これらのことを踏まえると、中国の感染対策の急転換についてその唐突さと拙速感は否めないものの、ウィズコロナが世界の流れとなる中、「3年間、政府が莫大な財源を費やし、ウイルスの毒性が十分に弱まるまで守ってきた。これからは自ら健康に気を付けながら正常な生活に戻ろう。」という当局の説明に、時間が経つにつれて国民が納得するはずだ。パンデミックから3年を経過した今、ゼロコロナ政策に疲弊した多くの人々は精神面でも金銭面でも限界に達しつつあり、当局の政策転換はできるだけ早く日常を取り戻したいという中国国民の総意を反映したもので後戻りすることはないだろう。

● 感染の拡大は旧正月後にピークアウトか

ゼロコロナ政策を実質上撤廃された昨年12月以降、薬品や病床不足などの混乱を伴って中国全土で感染が急拡大しており、今年1月上旬時点で国内の累計感染者数が9億人に達した調査結果も出ている（右の写真を参照）。今後、1月下旬の旧正月での人的移動に伴って都市部から農村部への感染拡散が予想されるものの、感染拡大は旧正月頃にピークを迎え、集団免疫の獲得に伴って春頃にかけてほぼ日常な状態に戻ると予想される。

中国はイブプロフェンなど解熱剤や抗原検査キットの生産大国であるため、生産体制の強化により薬品不足は既に解消されている。足元では、重症者治療による医療ひっ迫の状況が



〔写真〕 2022年12月末の上海市内瑞金病院の夜の様子
予約なしの受診待ち時間は4時間以上

〔アイザワ証券上海駐在員事務所撮影〕

続いているものの、感染による病院受診件数は昨年12月末をピークに既に下がり始めている。また、政府の末端組織である「居民委員会」や医療機関は繁忙なPCR検査から解放され、重症者治療に動員することで状況は徐々に沈静化していくと思われる。

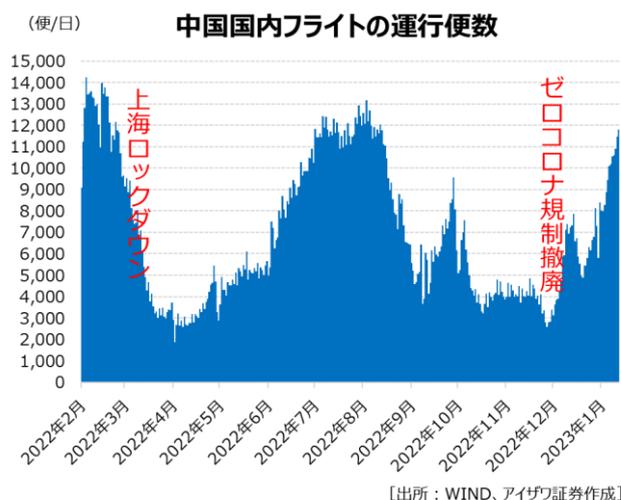
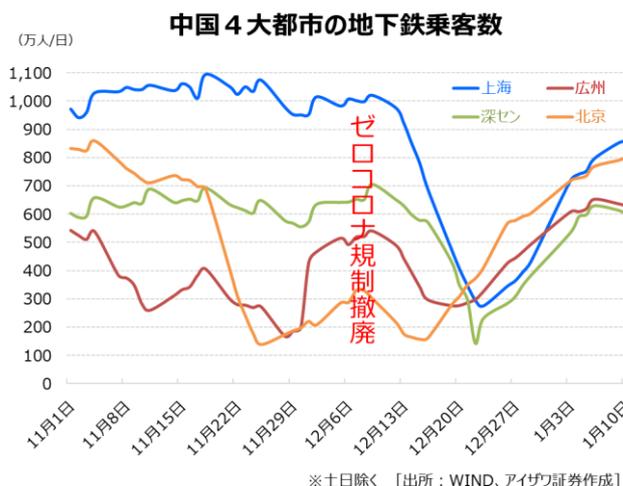
● 都市部では活気を取り戻しつつあり、ポストコロナに向けて着実に前進

中国本土よりも先にウィズコロナに移行した香港や海外の状況を見れば、地下鉄乗客数などの人出はコロナ規制緩和の直後から一時的に急減したものの、約3か月でほぼ平常通りに戻っている（右上図参照）。中国で最も早く感染が拡大した北京市では、一日当たりの地下鉄乗客数は12月初旬に大きく落ち込んだが、12月末の時点でほぼ解除前の水準まで回復している（右中図参照）。軽症者が多い広州や深セン、上海では2週間～1ヶ月程度に短縮されており、繁華街や観光地ではかつての活気を取り戻しつつある。

また、観光やビジネスニーズの増加に伴って中国国内の一日当たりのフライト運航便数は、11月末を底におよそ4倍の約12,000便と予想を遥かに上回るペースで回復している（右下図参照）。中国人社会はメンタルの切り替えが早いという強靭さと柔軟性が改めて示されたほか、3年にわたるゼロコロナ政策に疲弊しただけに、一日も早く日常を取り戻したいという人々の強い気持ちが反映したものである。

2023年の経済運営方針を決める中央経済工作会议では、内需拡大が最重要目標として挙げられており、政治目標が達成された党大会の後から経済成長を重視する現実路線への回帰が鮮明となっている。これまで経済成長の重石となったゼロコロナ政策の終結は最大の経済政策といっても過言ではない。経済の正常化まで紆余曲折も予想されるものの、中国社会・経済はポストコロナに向けて着実に前進しているように見える。

中国の政策転換を受け、11月から香港ハンセン指数は約48%上昇し、外人投資家による本土株の買越額が1600億元（約3兆円）を超えるなど、中国株もついに世界の流れに追随して「経済再開ラリー」に突入した。経済正常化に伴って政策と株式市場の好転は始まったばかりで、相場の上昇は息の長いものになる可能性がある。





アリババ・グループ・ホールディング

● 王 曦

Alibaba Group Holding Limited.

業種：IT

● 中国最大のEコマース企業

アリババ・グループ・ホールディング（以下同社）は、中国最大のEコマース企業。米国市場と香港市場に上場。同社は小売通販サイトの「タオバオ」と「Tモール」、卸売通販サイトの「アリババ」を運営しているほか、コンテンツ配信やクラウドサービスも手掛けている。このうち小売通販サイトの年間流通総額（GMV）は世界最大規模を誇る。2022年3月期本決算の売上構成は、中国商取引が69.5%、国際商取引が7.2%、ローカル消費者サービスが5.1%、物流が5.4%、クラウドが8.7%、デジタルメディア&エンターテインメントが3.8%、イノベーション&その他が0.3%。

● 2022年7～9月決算はコスト削減で収益性が改善

2022年7～9月（2Q）決算は、売上高が前年同期比3.2%増の2071.8億元、純利益が205.6億元の赤字に転落、株式報酬や投資評価損益など一時的な影響を除く調整後ベースでは同18.6%増の338.2億元。事業別売上高は、中国商取引が同0.5%減、国際商取引が同4.3%増、ローカル消費者サービスが同21.0%増、物流が同35.8%増、クラウドが同3.7%増、デジタルメディア&エンターテインメントが同3.8%増、イノベーション&その他が同44.6%減。売上高の大半を占める中国商取引は微減だったものの、ローカル消費者サービスや物流の増収が目立ち、販売・マーケティング費の削減（同22.5%減）により営業利益は同67.5%増加した。一方、営業外では投資損失が膨らんだため、純損益は赤字に転落した。

● 当局によるアントの増資承認、業務改善完了が好材料

2020年11月以降、アント・グループの上場中止をきっかけに、同社に対する独禁法違反の調査が行われ、その後株価も長らく低迷したが、足元好転の兆しが見え始めた。2023年1月、中国当局はアント傘下の消費者金融の増資を承認したほか、金融監督トップは「ITプラットフォームの金融事業の業務改善はほぼ完了した」と発言、これによりアリババ・グループに対する規制リスクは大きく後退した。足元、同社の2023年3月期の予想PER（調整後EPSベース）は15.8倍と他のIT大手に比べて割安感があり、今後業務正常化を追い風に業績回復と株価見直しの余地が大きいと見ている。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	112.70香港ドル
売買単位	100株
時価総額	2兆3870億香港ドル
予想 PER	16.02倍
ROE	6.57%
52 週高値	132.50香港ドル
52 週安値	60.25香港ドル

業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'20/3	509,711	35.3%	149,263	70.4%	7.10	0.00
'21/3	717,289	40.7%	150,308	0.7%	6.95	0.00
'22/3	853,062	18.9%	61,959	-58.8%	2.87	0.00

単位：百万元、ただし1株利益と1株配当は元

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

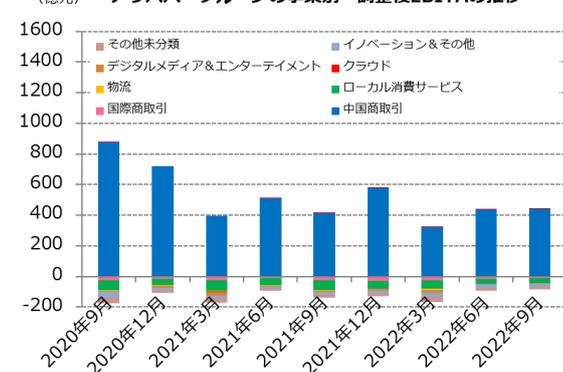
株価チャート(週足2022年1月28日～2023年1月13日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

その他

アリババ・グループの事業別 調整後EBITAの推移



[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]

※調整後EBITAは利払い前・税引き前・無形固定資産償却前利益(EBITA)から株式報酬と独禁法違反の罰金等の影響を除いたもの。



安踏体育用品 [アンタ・スポーツ・プロダクツ]

● 王 曦

ANTA Sports Products Limited

業種：小売

● 中国の大手スポーツアパレルメーカー

安踏体育用品 [アンタ・スポーツ・プロダクツ] (以下、同社) は中国の大手スポーツアパレルメーカー。同社は1991年に設立された企業で、主にスポーツウェアやシューズ、アクセサリーの製造販売を手掛ける。自社ブランドの「アンタ」に加えて、買収や合併などを通じて「フィラ」や「デサント」、「コロソ・スポーツ」などのブランドを中国で展開。2019年3月に「アークテリクス」や「サロモン」を擁するフィンランドの同業であるアメアスポーツを買収し、マルチブランド戦略を加速。2022年上半期の売上構成は、スポーツウェアが54.1%、スポーツシューズが42.8%、アクセサリーが3.1%。

● 2022年中間期決算はロックダウンなどで増収減益

2022年中間（1～6月）期決算は、売上高が前年同期比13.8%増の259.7億元、純利益が同6.6%減の35.9億元と増収減益。ブランド別の売上高は、「アンタ」が前年同期比26.3%増、「フィラ」が同0.5%減、その他が同29.9%増。新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウンを背景に大都市で実店舗を多く展開する「フィラ」は減収になったものの、自社チャネルで消費者に直接販売するDTC（ダイレクト・トゥ・コンシューマー）やEコマース経由の売上増加で「アンタ」と「デサント」、「コロソ・スポーツ」が業績をけん引した。費用面では、原材料価格の上昇や値引きにより全体の粗利益率は前年同期の63.2%から62.0%に低下、DTC推進で販売費用も同24.9%増加したため、純利益は減益になった。

● ゼロコロナ撤廃で恩恵、アメア分社化上場の可能性も

同社の開示によると、7～9月の主要ブランドの小売販売額（提携業者販売分含む）は、「アンタ」が1ケタ台半ばの増収、「フィラ」が10%台前半の増収、その他が40%～50%の増収と成長を維持。「デサント」、「コロソ・スポーツ」など高価格帯ブランドの出店が加速する見通し。足元、中国当局は11月からゼロコロナ政策の緩和・撤廃に踏み切ったことから、2023年から同社の実店舗売上高が回復し、DTC戦略の進展を追い風に業績成長再加速の展開が期待できよう。また、同社が買収したアメアスポーツの赤字は縮小し続けており、今後損益面の改善に伴って分社化上場の可能性が考えられる。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	112.30香港ドル
売買単位	200株
時価総額	3047億3991万香港ドル
予想 PER	35.06倍
ROE	29.17%
52週高値	134.20香港ドル
52週安値	67.85香港ドル

業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	33,928	40.8%	5,344	30.3%	1.99	0.67
'20/12	35,512	4.7%	5,162	-3.4%	1.92	0.68
'21/12	49,328	38.9%	7,720	49.6%	2.87	1.58

単位：百万元、ただし1株利益、1株配当は元

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

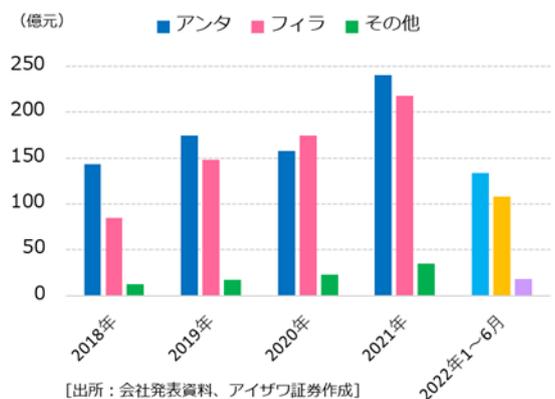
株価チャート(週足2022年1月28日～2023年1月13日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

その他

アンタ・スポーツのブランド別売上高



[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]



中国旅游集团中免 ● 柳林

China Tourism Group Duty Free Corporation Limited

業種：小売

● 中国最大の免税店運営企業

中国旅游集团中免（以下、同社）は、中国中央政府直轄の大型国有企業である中国旅游集团の傘下企業。前身は1984年に設立した中国免税店公司。2011年から海南離島免税政策（※）の実施に伴って、海南島に大規模な免税店ネットワークを展開。2017年から2018年にかけて中国2大ハブ空港である北京・上海国際空港の免税店部門を子会社化し、香港・マカオにも進出。2021年の同社の販売収入は中国国内免税店市場の約86%を占め、うち離島免税店は7割強。2009年に上海（上海A：601888）、2022年に香港で株式上場。

● 2022年1～9月は大幅減収減益、コロナ感染拡大響く

2022年1～9月期決算は、売上高が前年同期比20.5%減の393.6億元、純損益が同45.5%減の46.3億元と大幅減収減益。免税購入限度額が1人当たり年間最大10万元まで引き上げられた新離島免税政策を受けて、売上高が大きく増加した2021年から一転した。業績は新型コロナウイルスの感染拡大による上海ロックダウン（3月末にかけて約2か月）の後一時的に急回復したものの、海南島ロックダウン（8月にかけて約1か月）により再び打撃を受けた。4～6月期と7～9月期はそれぞれ同38%と16%の大幅減収と業績が低迷。実店舗の大幅減収とオンライン販売比率の増加などにより、1～9月の粗利益率は31.2%と昨年より2.5ポイント低下した。

● 新規店舗続々、ゼロコロナ撤廃が業績回復の追い風に

昨年12月から、3年にわたって人の移動を厳しく制限するゼロコロナ政策は完全に撤廃され、旅行者の海外渡航も今年1月から正常化した。それを受け、離島免税店では再び活気を取り戻しつつあり、コロナ禍で客足が途絶えた空港免税店の業績回復期待が膨らんでいる。昨年10月末、建築面積で世界最大のモールを誇る海口国際免税城（世界2位は同社傘下の三亜国際免税城、海南離島免税店11カ所のうち同社は6つを所有）は開業し、初日で4.4万人が来訪した盛況ぶりだ。今後、三亜国際空港の拡充や三亜国際免税城の3期目建設などに伴って同社にとって市場シェア拡大が見込まれるほか、市内免税店の解禁も新たな追い風となりそうだ。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	238.00香港ドル
売買単位	100株
時価総額	5477億181万香港ドル
予想 PER	62.74倍
ROE	37.71%
52 週高値	255.20香港ドル
52 週安値	120.00香港ドル

業績推移

【連続】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	48,013	-	4,498	-	2.30	0.72
'20/12	52,598	9.6%	5,931	31.9%	3.04	1.00
'21/12	67,676	28.7%	9,727	64.0%	4.98	1.50

単位：百万元、ただし1株利益と1株配当は元。

※1株配当は株式分割・併合等調整済み、

※「-」部は香港上場前のため、香港会計基準で未開示

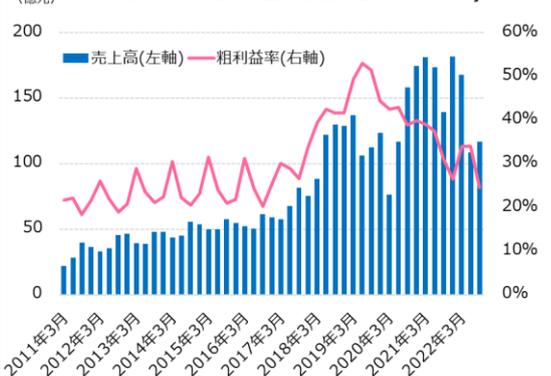
株価チャート(週足2022年8月26日～2023年1月13日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

その他

中国旅游集团中免の売上高と粗利益率（四半期）



[出所：WIND、会社発表資料、アイザワ証券作成]

(※)海南離島免税政策は、航空機などで海南島を離れる予定者(出国除く)に対して免税品の販売を認める政策



上海宝信ソフト ● 柳 林

Shanghai Baosight Software Co.,Ltd.

業種:IT

● 中国の大手情報ソリューション企業

上海宝信ソフト（以下、同社）は、中国の大手情報ソリューション企業。同社の前身は宝山鋼鉄の情報システム部門で、冶金や運輸、医薬品、化学などの業種向けに自動化及び情報システムの開発などに従事。MES（生産実行システム）やSCADA（産業制御システム）などの基本工業ソフトから大型PLC（プログラマブルロジックコントローラ）などの制御機器まで鉄鋼プラントの生産・運営ソリューションを提供。また、IDC（インターネットデータセンター）サービスでも業界トップクラスを誇る。このほか、工業インターネットプラットフォームやスマートシティの開発などにも取り組んでいる。

● 2022年1～9月は小幅増収増益、3Qから回復傾向

2022年1～9月期決算は、売上が前年同期比3.4%増の76.5億元、純利益が同8.1%増の15.3億元と増収増益を確保。上海ロックダウンなどの影響で受注交付期間が長くなり売上計上に響いたが、7～9月（3Q）は同14.6%の増益と回復傾向をたどった。旺盛な需要やソフトウェア部門の収益力向上を反映して、1～9月の粗利益率は37.0%と同2.5ポイント上昇し、営業キャッシュフローは同22.9%増えた。同社の研究開発費は15.8%増の8.5億元に引上げられ、産業サプライチェーン及び工業インターネットを中心とした鉄鋼・冶金業界エコシステムの構築を加速している。また、2026年までに産業ロボット1万台を導入し、大型PLC開発で海外独占を打破するなど、スマート製造にも力を入れている。

● 親会社主導の業界再編やデジタル化が業績を後押し

鉄鋼業界は中国のCO2排出量の約16%を占めており、脱炭素目標の実現には一段の集約度向上やDX化による生産性向上が不可欠だ。2022年、親会社である宝武グループは鉄鉱石などや貿易、鉄鋼生産設備に注力した中鋼集団及び地方鉄鋼メーカーの新鋼集団を傘下に統合し、年生産能力が2億トンの目標に近づいた。また、中国東部のデータを西部で演算処理する「東数西算」国家プロジェクトが立ち上げられるなど、IDCはデジタル経済の基盤としてその建設・投資が急ピッチで進められている。同社はDXや工業インターネット、クラウド、IDCの需要増から大きな恩恵を受けそうだ。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	45.95 人民币元
売買単位	100株
時価総額	776億7477万 人民币元
予想 PER	38.94倍
ROE	21.50%
52 週高値	50.29 人民币元
52 週安値	29.81 人民币元

業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	7,453	-	900	-	0.61	0.31
'20/12	10,225	37.2%	1,338	48.7%	0.91	0.69
'21/12	11,759	15.0%	1,819	35.9%	1.22	1.00

単位: 百万元、ただし 1 株利益と 1 株配当は元

※1 株配当は株式分割・併合等調整済み

※買収の影響により19/12の売上高と純利益の前年比は記載せず

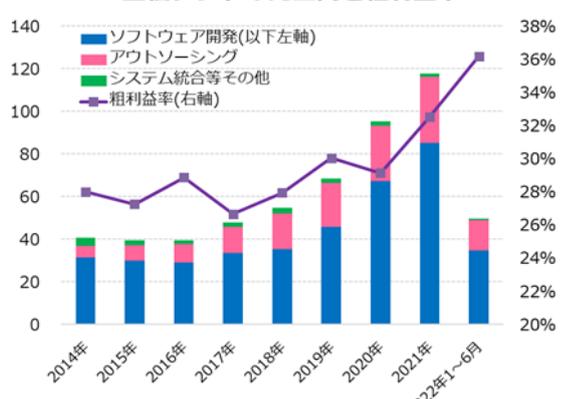
株価チャート(週足2022年1月28日～2023年1月13日)



[出所: 株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

その他

宝信ソフトの売上高と粗利益率



[出所: WIND、会社発表資料、アイザワ証券作成]



DHG製薬 ● 大谷 拓史

DHG PHARMACEUTICAL JSC

業種：製薬

● ベトナム最大の製薬会社

同社は、抗生物質や解熱・鎮痛剤、サプリメント、化粧品などの生産・販売を手掛ける大手製薬会社。国内では最も信頼性の高い製薬会社として知られる。2019年に大正製薬が同社株の51%を取得し、連結子会社となったことで専門的な支援やアドバイスを受け、技術改良に繋げている。

2021年の売上構成は、医薬品が82%、サプリメント・化粧品が13%、その他が5%。主に国内の薬局や病院、スーパーやドラッグストアに向けて販売する。

同社の特徴として、総売上の88%が自社製品が占めており、その自社製品の半数以上を抗生物質や解熱・鎮痛剤が占めている。また、新製品の研究開発に多くの予算を当てず、ジェネリック医薬品に注力しているのも特徴の一つだ。

● 2022年第3四半期は大幅な増収増益に

同社の第3四半期（7～9月期）の決算は、売上高が前年同期比23.0%増の1兆1617億ドン、純利益が同30.3%増の2624億ドンと大幅な増収増益であった。粗利益率は、49.8%と前年四半期（48.6%）から改善した。1～9カ月累計では売上高は3兆3460億ドンとなり、年間計画の79.3%の水準。同税引き前利益は8360億ドンで、年間計画の98%を達成した。同社の説明では、流通網の改善や在庫管理を効率的に行うことで事業効率を高めた結果であるとしている。

また、ハパコルなどの解熱・鎮痛剤をはじめ、新型コロナウイルスに関連した製品の需要が引き続き旺盛だったことが増収に繋がったと思われる。

● 健康志向の高まりが同社の追い風に

ベトナムでは近年、所得水準の上昇や高齢化の加速などから健康志向が高まり、製薬市場の拡大が予想されている。英国の調査会社によると、ベトナムの医薬品市場規模は2021年の77億ドルから2026年には161億ドルと5年間で2倍強に拡大すると予想している。一方で、近代的な海外の医薬品が好まれる傾向にあり、国産の医薬品の市場シェアは50%にとどまっている。政府は、同市場シェアを70%に高める方針で、今後は、ベトナム国内での旺盛な医薬品需要、シェア拡大によって同社の業績拡大に繋がることに期待したい。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	87700ドン
売買単位	100株
時価総額	11兆5057億ドン
予想 PER	12.08倍
ROE	15.20%
52 週高値	121300ドン
52 週安値	78000ドン

業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'18/12	27,270	23.0%	3,963	25.5%	1.26	0.40
'19/12	23,802	-12.7%	3,068	-22.6%	0.98	0.40
'21/12	29,888	25.6%	4,227	37.8%	1.34	0.45

単位：10 億ドン、ただし 1 株利益、1 株配当はドン

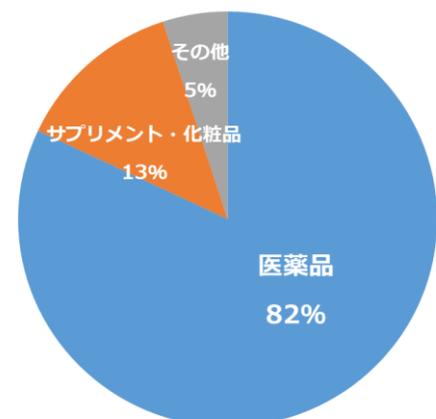
※1 株配当は株式分割・併合等調整済み

株価チャート(週足2022年1月21日～2023年1月13日)



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

2021年の同社の売上構成



[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]



ウィルコン・デポ ● 中上 裕介

Wilcon Depot Inc.

業種：一般消費財

● フィリピン最大のホームセンター

ウィルコン・デポ（以下、同社）は、大手ホームセンター。主に住宅建材や家具、家電、工具、日用品などを取り扱っている。1977年、ケソンアベニュー（マニラ）の60平方メートルの1つの小さな店舗から始まった同社は、現在、主に面積10,000平方メートル規模の大型店舗であるデポ（倉庫、販売・物流拠点の意）型の店舗展開を採用し、国内80店舗を有するフィリピン最大手のホームセンターとなった（2022年9月末現在）。フィリピン証券取引所への上場は2017年で、同業種で上場するのは同社が最初。IPOで得た資金の多くを新規出店の費用に充てるなど、積極的な店舗展開を行っており、2025年までに100店舗を目指すとしている。19年にはネットショッピングサービスを開始しており、より良い製品とサービスを提供し、顧客満足度を高めることを目標とするとしている。

● 3Q大幅増収増益 行動規制解除に伴い消費が拡大

2022年第3四半期決算は、売上高が前年同期比32.6%増の87.8億ルピア、純利益は同77.5%増の11億ルピアと大幅な増収増益。新型コロナウイルスの影響で打撃を受けていた首都圏店舗の売り上げが回復したことに加え、当該期間中にオープンした4店舗の売り上げ寄与が主な理由。また、利益率の高い自社製品の売上高比率が49%から51%に拡大し、それに伴う粗利益率の改善も収益の拡大に寄与した。

● 新規出店計画は順調 ターゲットを絞った出店も

同社は、主力展開するデポ型店舗の他、モール型店舗の小売店「Home Essentials」（以下、エッセンシャルズ）を持つ。こちらは、日本の一般的なホームセンターに近く、プロ向けの店舗形態である“デポ”より一般消費者に親しみやすい店舗となっている。今期の新規出店の実績は、9月末時点で7店舗（通期の出店目標は8店舗）、内1店舗がエッセンシャルズだ。同部門の売上高に占める割合は、21年度実績で約2%と存在感は薄いですが、ターゲットを絞った同社戦略の今後の展開に注目したい。

フィリピン国内における消費は良好で、コロナ禍からの反動も消費押し上げに寄与すると考える。世界的な景気減速懸念や金利の上昇、インフレ、通貨安は気になるところではあるが、同国の発展とともに同社の成長も期待できよう。

株式データ

2023/1/13 現在

株価	32.10ペソ
売買単位	100株
時価総額	1,316億114万ペソ
予想 PER	33.93倍
ROE	20.10%
52 週高値	33.40ペソ
52 週安値	21.05ペソ

業績推移

【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	24,476	16.33%	2,125	15.80%	0.52	0.16
'20/12	22,629	-7.55%	1,449	-31.81%	0.35	0.18
'21/12	27,513	21.58%	2,561	76.74%	0.62	0.12

単位：百万ペソ、ただし1株利益、1株配当はペソ、配当は支払い年

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

株価チャート（週足2022年1月21日～2023年1月13日）



[出所：株式データ、業績推移、株価チャートともにブルームバーグ等、アイザワ証券作成]

その他



[出所：同社年次報告書、Bloomberg を基にアイザワ証券作成]



● アジア主要国の経済統計（2022年12月末現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)
実質GDP成長率 (%)	-4.6	1.7	1.7	2.2	8.1	3.2	3.4	6.6	3.3	-0.7	4.1	2.6	-4.1	7.6	3.0
1人当たりGDP (米ドル)	39,981	39,301	34,358	10,525	12,562	12,970	28,405	33,143	35,513	31,728	35,004	33,592	60,728	72,794	79,426
外貨準備高 (億米ドル)	13,947	14,058	12,276	33,565	34,269	33,065	5,299	5,484	5,522	4,431	4,631	4,161	3,623	4,179	2,913
経常収支 (億米ドル)	1,469	1,422	581	2,488	3,173	3,296	948	1,147	1,226	759	883	553	581	719	541
時価総額 (億米ドル)	68,091	66,197	54,568	174,222	190,671	153,612	17,819	22,844	16,088	21,037	21,509	16,046	4,456	4,451	4,160

	タイ			マレーシア			インドネシア			フィリピン			ベトナム		
	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)	2020	2021	2022 (予)
実質GDP成長率 (%)	-6.2	1.5	2.8	-5.5	3.1	5.4	-2.1	3.7	5.3	-9.5	5.7	6.5	2.9	2.6	7.0
1人当たりGDP (米ドル)	7,160	7,232	7,631	10,361	11,408	13,108	3,931	4,361	4,691	3,326	3,576	3,597	3,514	3,718	4,163
外貨準備高 (億米ドル)	2,581	2,460	2,166	1,076	1,171	1,146	1,359	1,449	1,372	1,048	1,088	951	944	1,074	841
経常収支 (億米ドル)	212	-110	-26	141	142	70	759	883	553	116	-69	-176	151	-72	11
時価総額 (億米ドル)	5,224	5,794	5,862	4,329	4,116	3,765	4,926	5,753	6,089	2,672	2,747	2,310	2,295	3,398	2,204

※データは一部予想値を含む

[出所：IMF、ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

● アジア主要市場の時価総額トップ5（2022年12月末現在）

香港 (単位：億円)				台湾 (単位：億円)				韓国 (単位：億円)			
ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額	
1	700	テンセント	537,378	1	2330	TSMC	498,824	1	005930	サムスン電子	452,242
2	939	中国建設銀行 [チャイ・コンストラクション]	207,782	2	2317	メディアテック	59,402	2	373220	LGエナジーソリューション	92,269
3	1288	中国農業銀行	190,355	3	2454	鴻海精密工業	42,877	3	207940	三星バイオロジックス	60,075
4	941	中国移动 [チャイモバイル]	120,572	4	2412	チョンホア・テレコム	37,599	4	000660	SKハイニックス	57,805
5	3690	美团点评	181,660	5	6505	フォルモサ・ペトロケミカル	32,810	5	051910	LG化学 [エルジー・ケミカル]	48,521

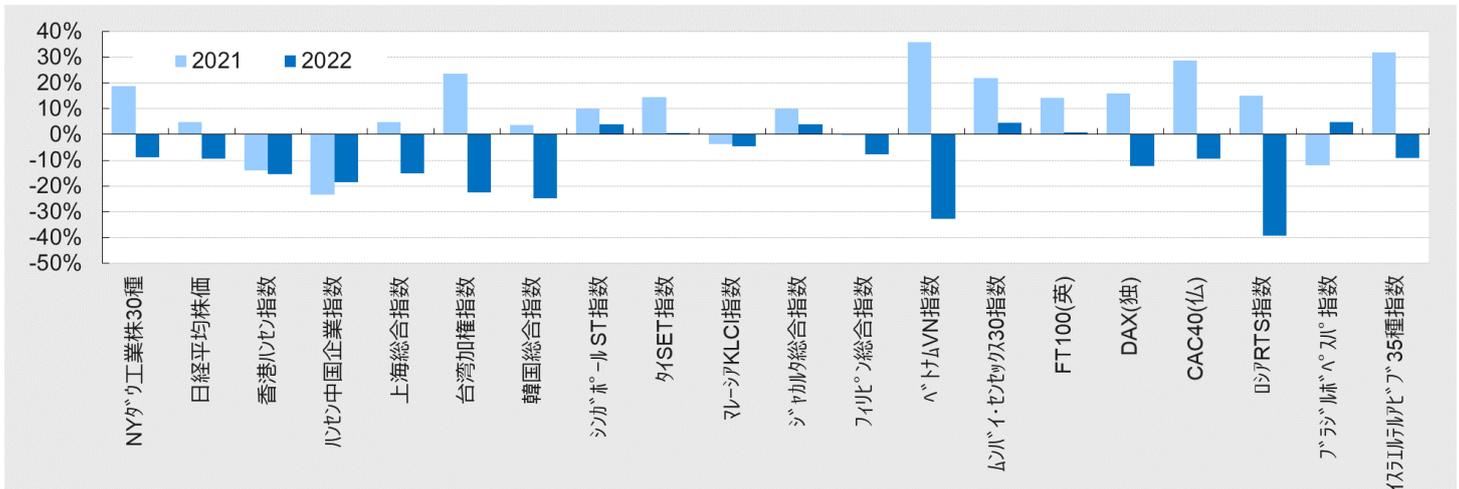
シンガポール (単位：億円)				タイ (単位：億円)				マレーシア (単位：億円)			
ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額	
1	DBS	DBSグループ・ホールディングス	85,391	1	AOT	タイ空港公社	40,676	1	MAY	マラヤン・バンキング	31,448
2	OCBC	オーバーシー・チャイニーズ銀行	53,551	2	DELTA	デルタ電子 (タイ)	39,305	2	PBK	パブリック・バンク	25,145
3	UOB	ユニオンバンク・オーバーシーズ銀行	50,287	3	PTT	タイ石油公社 [PTT]	36,055	3	PCHEM	ペトロナス・ケミカルズ・グループ	20,631
4	ST	シンガポール・テレコム	41,489	4	PTTEP	タイ石油開発公社	26,601	4	CIMB	CIMBグループホールディングス	18,549
5	WIL	ウィルマー・インターナショナル	25,462	5	GULF	ガルフ・エナジー・デベロップメント	24,610	5	TNB	テナガ・ナショナル	16,613

インドネシア (単位：億円)				フィリピン (単位：億円)				ベトナム (単位：億円)			
ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額		ティッカー	銘柄名	時価総額	
1	BBCA	バンク・セントラル・アジア	88,937	1	SM	SMインベストメンツ	25,649	1	VCB	ベトコムバンク	21,171
2	BBRI	バンク・ラヤット・インドネシア	63,175	2	SMPH	SMプライム	9,790	2	VHM	ビンホームズ	11,688
3	BYAN	バヤン・リソースズ	59,066	3	BDO	バンコ・デ・オロ・ユニオン	5,293	3	VIC	ビンググループ	18,249
4	BMRI	バンク・マンディリ	39,082	4	BPI	フィリピン・アイランド銀行	5,150	4	MSN	マッサングループ	7,404
5	TLKM	テルコム・インドネシア	31,346	5	ALI	アヤラ・ランド	5,392	5	HPG	ホアファットグループ	5,853

※香港については中国本土に重複上場する香港銘柄の時価総額は香港、中国本土の合計

[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

● 世界主要株価指数の年間騰落率



※マレーシアKLCI指数はFTSEブルサマレーシアKLCI指数

[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



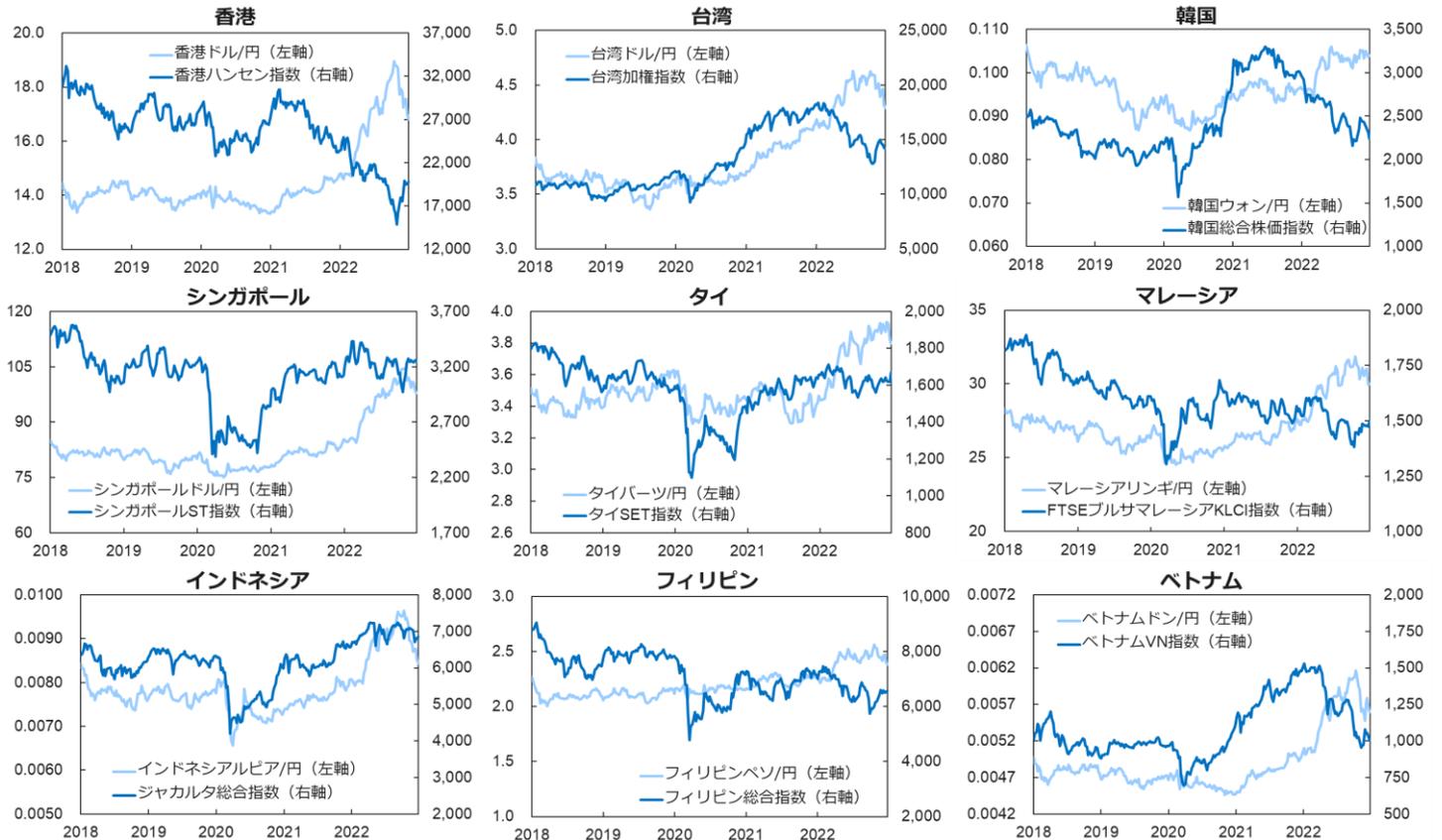
2023年の注目イベント

日程	開催国等	内容	日程	開催国等	内容		
1月	1日	欧州	クロアチアが統一通貨ユーロを導入 (20カ国目)	7月	25日~26日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)
	5日~8日	米国	家電見本市 (CES)		27日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会
	16日~20日	欧州	ダボス会議	27日~28日	日本	日銀金融政策決定会合	
	17日~18日	日本	日銀金融政策決定会合	8月	23日~27日	世界	国際ゲーム見本市 (ゲームズコム)
	25日~27日	中国	春節休暇		月内	米国	ジャクソンホール会議
31日~2月1日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	9月	1日~5日	世界	家電展示会IFA2020	
2月	2日	欧州		ECB (欧州中銀) 理事会	5日~10日	ドイツ	IAAモビリティ
	27日~3月2日	バルセロナ		モバイル見本市 (MWC)	9日~10日	世界	G20サミット
2月~3月	米国	FRB議長の議会証言		13日~24日	米国	北米国際オートショー	
3月	9日~10日	日本		日銀金融政策決定会合	14日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会
	月内	中国	全国人民代表大会	19日~20日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	
	16日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会 量的引締め開始予定	21日~22日	日本	日銀金融政策決定会合	
21日~22日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	29日~10月6日	中国	国慶節休暇		
4月	8日	日本	日銀黒田総裁、任期満了	10月	15日	米国	半期為替報告書提出
	15日	米国	半期為替報告書提出		26日~11月5日	日本	ジャパンモビリティショー
	27日~28日	中国	日銀金融政策決定会合		26日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会
2日~3日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	30日~31日		日本	日銀金融政策決定会合	
5月	4日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会		31日~11月1日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)
	19日~21日	日本	G7広島サミット	月内	世界	ノーベル賞受賞者発表	
30日~6月2日	台湾	コンピュテックス タイペイ	11日	中国	「独身の日」ネット商戦		
6月	13日~14日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	11月	30日~12月12日	世界	国連気候変動枠組み条約締結国会議 (COP27)
	13日~16日	米国	ゲーム見本市 (E3)		下旬	米国	ブラックフライデー年末商戦
	15日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会	12日~13日	米国	FOMC (連邦公開市場委員会)	
	15日~16日	日本	日銀金融政策決定会合	14日	欧州	ECB (欧州中銀) 理事会	
	18日	中国	「618」ネット商戦	12月	18日~19日	日本	日銀金融政策決定会合
19日~25日	フランス	パリ航空ショー	29日		日本	大納会	
6月~7月	米国	FRB議長の議会証言	月内		中国	中央経済工作会議	

※日程は現時点の予定

[出所: 各種資料、アイザワ証券作成]

アジア主要国の株価・為替の推移



[出所: ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最終ページに記載させていただきました。ご確認の程、宜しくお願いいたします。

各市場の取引時間（日本時間）

 日本（東証） 9:00～11:30 12:30～15:00	 中国 10:30～12:30 14:00～16:00	 香港 10:30～13:00 14:00～17:00	 台湾 10:00～14:30	 韓国 9:00～15:30	 シンガポール 10:00～13:00 14:00～18:00
 マレーシア 10:00～13:30 15:30～18:00	 タイ 12:00～14:30 16:30～18:30	 インドネシア 月～木 11:00～14:00 15:30～18:00 金 11:00～13:30 16:00～18:00	 フィリピン 10:30～13:00 14:30～16:30	 ベトナム 11:00～13:30 15:00～17:00	 イスラエル 16:45～24:15 (現地サマータイム時) 15:45～23:15

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

委託取引の場合

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。

アイザワ証券 免責事項

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