



# ASIA

## MONTHLY

アジア・マンスリー

### 2022

### 11月号

(2022年11月14日発行)



## CONTENTS



- **マーケット動向**.....2~3  
中国本土市場/香港市場/ASEAN市場
- **トピックス**.....4~6  
中国の不動産市場の現状と見通し  
TSMCの3Q決算と世界の半導体市況  
ベトナム経済と株式の乖離が目立つ
- **コラム**.....7  
中国党大会顛末記：～未完の中国～
- **銘柄研究**.....8~10  
浙江双環伝動機械  
中国神華能源[チャイナ・シェンファ・エナジー]  
エンペラードール
- **統計データ**.....11

中国

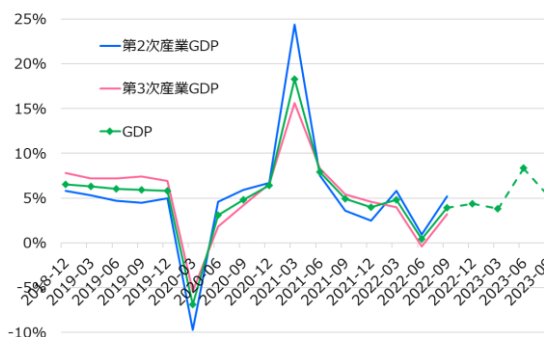
## マーケット動向 中国本土市場

● 柳 林

10月の中国本土市場は、上海/深センCSI300指数が-7.8%と年初来安値を更新した。16日に開幕した共産党大会では、米中関係が悪化する中で強いリーダーシップを持つ習近平国家主席の異例の3期目続投が決まった。ただ、海外投資家は権力集中による政策統制を警戒し、人民元安に乗じて香港株式市場は記録的な売りを浴びたほか、その煽りを受けて本土市場も資本流出に見舞われて調整色を強めた。

中国の7~9月の実質成長率は前年同期比+3.9%と予想(+3.3%)を上回り、そのうち製造業などの第2次産業は同+5.2%と成長をけん引した(右上図参照)。政策支援によりインフラと設備投資は加速し、落ち込む不動産投資を補う格好となった。一方でゼロコロナ政策による行動規制が続く中、小売売上高は上海ロックダウンから持ち直すも同+3.5%に止まった。足元では、住宅ローン金利の底打ちに伴って不動産市況の先行指数である新築住宅成約販売戸数は9月から前年並みの水準で低位安定を迎えつつある。景気の足かせとなるゼロコロナ政策について、党大会報告では従来の表現に止まったものの、市場では党大会後の数か月以内にそれを緩和・撤廃するとの観測も根強い。年末に向けて、中国の主要都市で大規模かつ長期間のロックダウンが実施されない限り、景気の緩やかな回復は続きそうだ。

中国のGDP成長率(四半期、前年同期比)



※2022年12月以降は市場予想 [出所: WIND、アイザワ証券作成]

香港

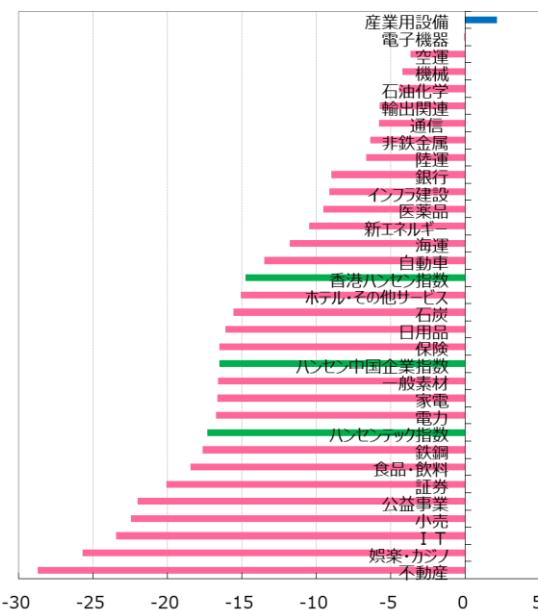
## マーケット動向 香港市場

● 王 曦

10月の香港株式市場は、共産党大会で習近平国家主席への権力集中が一層進んだことで政策リスクが意識され、香港ハンセン指数とハンセン中国企業指数はそれぞれ前月比-14.7%と-16.5%と大幅に下落した。香港メインボードの一日あたりの売買代金は1000億香港ドル前後と低迷し、売買代金全体に占める空売り比率も20%を超える日が9営業日に達するなど未曾有の高水準を記録した。

業種別の月間騰落率を見ると、10月は企業規制やゼロコロナ政策への警戒感から「不動産」と「娯楽・カジノ」、「IT」、「小売」など幅広い業種の株価が総崩れになり、テンセント(香港:700)やアリババ・グループ(香港:9988)など代表的なIT企業の株価は月間で20%超下落した。一方、全業種の中で「産業用設備」のみが逆行高を演じ、電力インフラ向けの投資拡大で恩恵を受ける東方電気(香港:1072)などの株価上昇が目立った。

香港上場の中国株の業種別月間騰落率(10月)



※各業種の騰落率はアイザワ証券が独自に作成した業種別指数を基に算出。[出所: フォームバーグ、アイザワ証券作成]



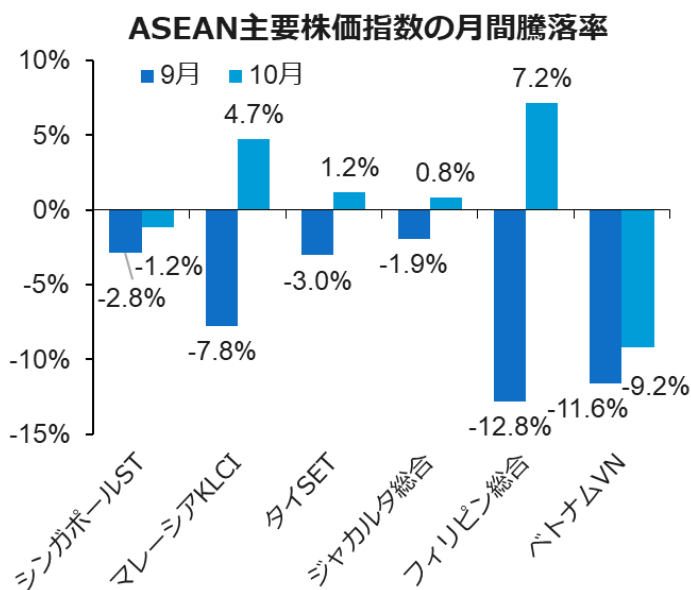
## マーケット動向 ASEAN市場

● 明松 真一郎

2022年10月のアジア新興国は、インフレ、利上げの流れは前月とあまり変わっておらず、各国とも、難しい金融政策運営が続いている。20日：インドネシア、11月3日：マレーシアがともに利上げを発表した。インドネシアは3会合連続の利上げで、政策金利は4.75%となった。これまで同様に、他の周辺大国の動向や自国のインフレ動向などをみながら、難しい金融政策運営を迫られると思われる。

前月号のなかで、英国ポンドの不安定な値動きに触れたが、11月3日には、英国が0.75%の利上げを発表した。政策金利は14年ぶりの高水準となる3%となっており、利上げ後の英国ポンドは堅調な値動きとなっている。会合後の会見では、追加利上げの可能性も示唆しており、引続き通貨の動き、インフレ動向などへの警戒が続きそうだ。

ASEAN主要国株式市場の10月の月間騰落率は、フィリピンが前年比+7.2%、マレーシアが同+4.7%、タイが+1.2%、インドネシアが+0.8%、ベトナムが同-9.2%と、ベトナム以外は前月の下落基調からの反発が目立った。当面の株式市場は利上げと緩和の綱引きで、不安定な状況が続くと予想される。



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

主要株価指数	2021年 騰落率	2022年 10月末	年初来 騰落率	実績 PER	予想 PER	市場の時価総額 (百万米ドル)	為替レート (10月末)
NYダウ工業株30種	18.73%	32,732.95	-9.92%	18.69	17.87	42,164,515	1米ドル= 148.710 円
日経平均株価指数	7.24%	27,587.46	-4.18%	26.97	14.92	4,931,312	—
上海総合指数	4.80%	2,893.48	-20.50%	12.96	10.33	8,999,290	1元= 20.371 円
香港ハンセン指数	-14.08%	14,687.02	-37.23%	5.60	8.25	4,070,671	1香港ドル= 18.947 円
ハンセン中国企業指数	-23.30%	4,938.56	-40.04%	4.76	6.95		
韓国総合株価指数	3.63%	2,293.61	-22.97%	10.15	10.41	1,443,449	100ウォン= 10.438 円
台湾加権指数	23.66%	12,949.75	-28.92%	9.30	9.18	1,399,459	1台湾ドル= 4.606 円
シンガポールST指数	9.84%	3,093.11	-0.98%	11.43	11.68	373,447	1シンガポールドル= 104.983 円
FTSEブルサマレーシアKLCI指数	-3.67%	1,460.38	-6.84%	16.26	14.30	335,072	1リンギット= 31.396 円
タイSET指数	14.37%	1,608.76	-2.95%	15.16	15.33	509,701	1バーツ= 3.909 円
ジャカルタ総合指数	10.08%	7,098.89	7.86%	1.20	15.06	602,216	100ルピア= 0.954 円
フィリピン総合指数	-0.24%	6,153.43	-13.61%	15.73	14.64	208,367	1ペソ= 2.548 円
ベトナムVN指数	35.73%	1,027.94	-31.39%	10.73	9.86	214,899	100ドン= 0.599 円
イスラエルテルアビブ35種指数	31.95%	1,943.87	-1.73%	11.78	8.49	263,449	1シェケル= 42.131 円

※時価総額は各国・各地域の市場全体の時価総額を記載 [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



## 中国の不動産市場の現状と見通し ● 柳林

### ● 中国の不動産市場は過去最長の不況に

中国の不動産市場は、新築住宅販売面積の前年割れが15ヶ月にも及ぶ過去最長の不況となった（右上図参照）。今年3月の上海ロックダウン以後、利下げや購入制限緩和など需要喚起策が講じられたにもかかわらず、住宅市場が遅々と回復しないのは明らかにこれまでの不動産サイクルとは異なる。

その主な要因として、ゼロコロナ政策の影響で中国の所得・雇用環境はかつてないほど厳しく、その打撃を受けた消費者は住宅取得に対して慎重になっていることが考えられる。また、昨年から続く不動産融資規制によって中国恒大集団など一部の民間デベロッパーは資金繰り難に陥り、住宅建設工事や物件の引き渡しに遅延が生じたことも消費者の住宅購買意欲に冷や水を浴びせる形となった。

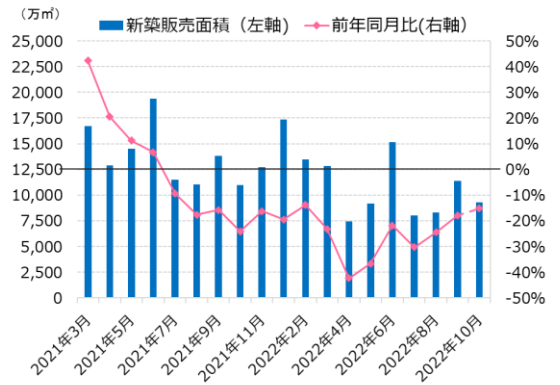
これらの要因以外に、今般の住宅市況低迷は「経済の脱不動産」（過剰な建設活動を経済成長の手段として利用しないこと）を進める中国当局の姿勢を反映している。中国の人口増や工業化、都市化がピークアウトを迎える状況下、不動産・債務依存の成長パターンはますます持続不能となり、その潜在リスクの芽を掴み取る必要性が高まったからだ。足元、銀行の不動産融資（ローンと開発融資の合計）の伸びが7四半期連続で名目GDP成長率を下回り、中国の住宅セクターの需給バランスが大きく是正され、不動産関連の金融リスクも当局の管理下に置かれている。

### ● 不動産市場は低位安定局面を迎えつつあり、実体経済とのデカップリング進む

足元、住宅ローン金利（右中図参照）は過去最低水準を下回り、中国各地で住宅の購入制限措置も順次緩和されている。融資面では、中国当局は住宅物件の建設・完工支援に向けて政策銀行を通じた特別融資プログラムを発表したほか、デベロッパー向け開発ローンは既に底を打って増加に転じ、住宅ローンも減少ペースが鈍化した。これら一連の支援措置によって、新築住宅販売面積は9月から前年並み水準で持ち直しつつある。地方当局の住宅政策や在庫水準にはばらつきがあり、住宅販売は新型コロナ前の水準を超えることは難しいと見られる。ただ、実需を後押しする政策緩和余地は依然残っており、年末にかけて低位安定局面を迎えて需給バランスの再構築が図られる見通しだ。

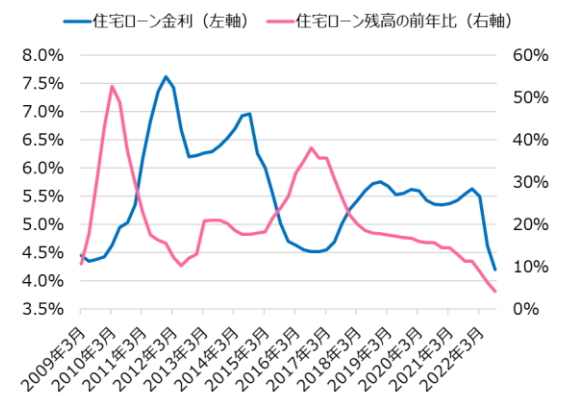
その一方、新築住宅販売に大きく左右されてきた新車販売は回復に向かい、新エネルギー車に関連する産業集積も進むなど、実体経済と不動産とのデカップリングは進んでいるように見える。不動産低迷は社会・経済のリソースを成長・イノベーション部門に再配分することを意味し、中国の経済転換にとって避けては通れない。長い目で見れば、中国長年悲願の不動産脱却は痛みを伴いながら実現しつつあり、従来の不動産サイクルと違った視点で中国経済を捉える必要があるだろう。

中国の新築住宅成約販売面積（月間）



※2022年10月は日次データで推定 【出所：WIND、アイザワ証券作成】

中国の住宅ローン残高・金利（四半期）



※2022年9月は関連データで推定 【出所：WIND、アイザワ証券作成】



## TSMCの3Q決算と世界の半導体市況 ● 王 曦

### ● TSMCの7～9月決算は大幅増収増益も、設備投資計画を減額

10月13日、台湾の大手半導体ファウンドリである台湾積体回路製造（台湾：2330、以下TSMC）は2022年7～9月（3Q）決算を発表した。同社は米アップルやAMDを主要顧客に持ち、5nmや7nmなど先端プロセスにおいて圧倒的な市場シェアを誇る半導体業界のトップ企業で、同社の業績動向はPCやスマホなど需要サイドのみならず、製造装置や部材など供給サイドにも多大な影響を及ぼしている。

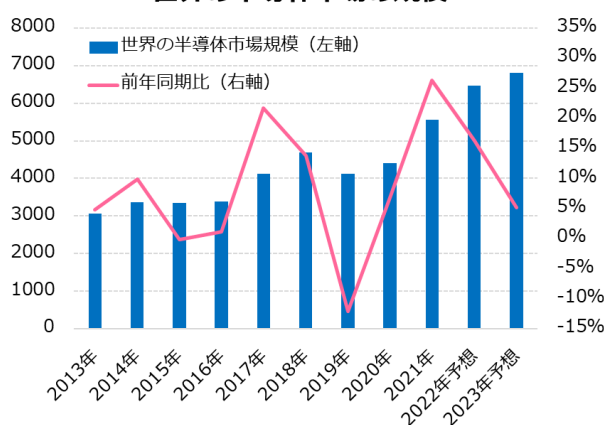
今回発表された決算の内容は、売上高が前年同期比47.9%増の6131.4億台湾ドル、純利益が同79.7%増の2808.7億台湾ドルと両方とも四半期ベースで過去最高を更新。スマートフォンやIoT、自動車向け半導体の需要増加に加え、粗利益率も前年同期の51.3%から60.4%に大きく上昇した。同社は10～12月の売上高見通し（米ドルベース）について前年同期比34%～39%の増収を見込んでおり、2022年通期の見通しを30%半ばの増収に据え置いた。このように実績・見通しともに良好な決算内容だったものの、同社は「スマホやPC関連顧客の在庫調整に伴う半導体需要の減退」を理由に今年の設備投資計画を400億米ドルから360億米ドルに減額、来年の半導体需要に対して慎重な見通しを示した。

2020年の新型コロナ禍以降、世界的なテレワーク、巣ごもり現象を背景にPCとスマホ向け半導体の需要が大幅に増加し、サプライチェーンの問題によって自動車向け半導体も供給不足に陥るなど、半導体企業にとって追い風の2年間であったが、2022年下半年から需要面で陰りが見え始めた。例えば、直近サムスン電子やマイクロンなどのDRAMメーカー、エヌビディアやAMD、インテルなどのCPU・GPUメーカーは相次いで業績の見通しを下方修正しており、コロナ特需の反動減やインフレなどの影響でPCやスマホの需要が減少し始めていることを示唆した。今回TSMCの設備投資計画の減額は、これら半導体メーカーの下方修正を裏付けるもので、今年末から来年にかけてシリコン・サイクルは下降トレンドに転じ、アジア株式市場でも電子機器や部品メーカーへの波及が予想される。

### ● 2023年はPCとスマホ関連企業に悪影響、新エネルギー向けは堅調か

世界半導体市場統計（WSTS）によると、2023年は半導体市場規模の拡大ペースは前年予想の+16.3%から+5.1%に鈍化する見通し（今年6月予測、右下図参照）で、その後の需要軟化を考慮すれば年末発表予定の最新予測で伸び率が更に鈍化する可能性もある。アジア株式市場では、PC・スマホメーカーのレノボ（香港：992）とシャオミ（香港：1810）、液晶パネルメーカーのBOEテクノロジー（深センA:000725）、光学部品メーカーのサニーオプティカル・テクノロジー（香港：2382）、電子機器製造受託企業のラックスシェア・プレジジョン（深センA：002475）など消費者向け電子機器のサプライチェーンに悪影響が見込まれそうだ。一方、太陽光発電やEVなど新エネルギー向けの半導体・電子部品の需要は底堅く、太陽光発電用ウェーハ大手のTCL中環新能源科技（深センA：002129）やEV向けパワー半導体大手のCRRCタイムズ・エレクトリック（香港：3898）などの銘柄は逆境の中でも比較的良好な業績が期待できると見ている。

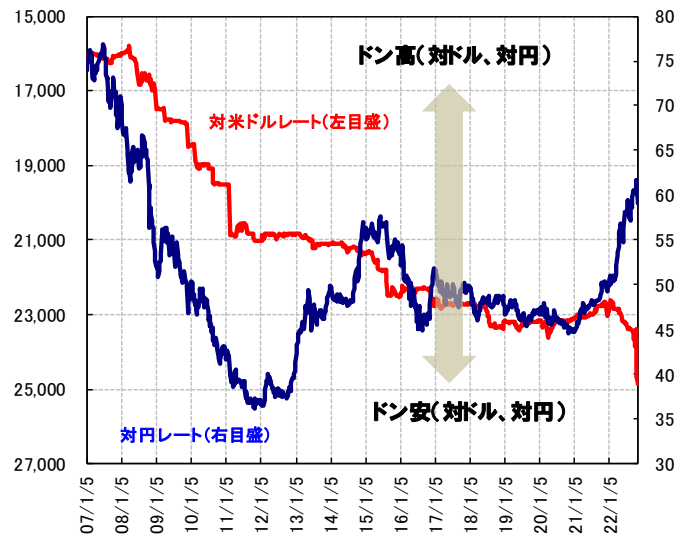
世界の半導体市場の規模



### ● ベトナムは通貨、物価とも不安定に推移

ベトナム中銀は、9月、10月と2ヶ月連続の利上げを発表した。9月の利上げは、物価と為替の安定が主目的だったが、直近はベトナム通貨、物価の推移共に、不安定に推移している。外貨準備が以前に比べてかなり少なくなっているため、為替介入を実施するのは難しいのでは、との懸念からドン安圧力につながっている、このようなタイミングで、ベトナム当局は、10月17日にドンの対米ドル相場の1日の変動幅を、従来の3%から5%に引き上げた。変動幅拡大によって通貨ドンが一層不安定化している。また通貨安による輸入物価上昇によって物価高が助長される可能性もあり、今後もベトナムでは通貨、物価が不安定に推移しそうだ。

(逆目盛:ドン/米ドル) ベトナムドン 対ドル・対円相場 (円/10000ドン)



[出所:ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

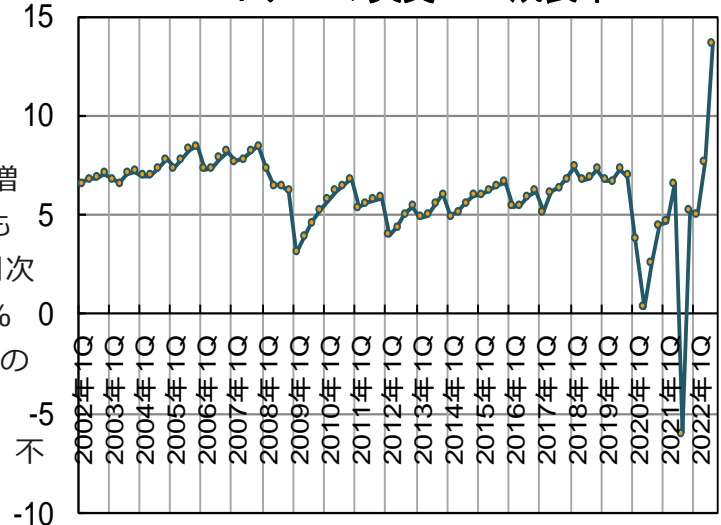
10月29日に発表された10月のCPIは、前年同月比+4.30%と、新型コロナウイルスが世界的に蔓延し始めた時期以来の高水準となった。同国当局は、2022年の年間インフレ目標の上限を4%と定めており、年内はインフレ対策に振り回されることになりそうだ。

### ● GDPや小売売上高など経済指標は良好

通貨、物価が不安定に推移している一方、GDP成長率や小売売上高、鉱工業生産など、直近のベトナムの経済指標には、大きな落ち込みがみられない。第3四半期(22年7~9月)GDP成長率は前年同期比13.67%増と市場予想の14.35%増には届かなかったものの、好調さが目立つ。また、足元10月の月次経済指標も、小売売上高:前年同月比17.1%増、鉱工業生産:同6.3%増と良好だが、現在の世界情勢のなかで、好調な面は評価されにくい状況だ。好景気の一方で金融引き締め基調、不安定な不動産市況など不安要素も多く、当面ベトナム株式市場は戻り売り圧力が強まりやすい不安定な動きが続くと予想される。

(前年同期比:%)

### ベトナムの実質GDP成長率



[出所:ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



## 中国党大会顛末記：～未完の中国～

・ 佐藤 一樹

今回の党大会で選ばれた新たな最高指導部のメンバーは以下の7人である。習近平（序列1位・国家主席）が異例の3期目を迎えただけでなく、趙楽際（序列3位・党中央規律検査委員会）、王滬寧（序列4位・イデオロギー担当）の2人も2期連任となった。新任は序列2位の李強・上海市党委書記、序列5位の蔡奇・北京市党委書記、序列6位の丁薛祥・党中央弁公庁主任、序列7位の李希・広東省党委書記。一言でいうと習近平氏と近い人達で固めた布陣だ。一方、李克強、汪洋氏は引退、胡春華・副首相は降格と、鄧小平・胡錦涛氏などが引き上げた人物は、表舞台から退くこととなった。今回の党人事では李強氏が首相候補として抜擢された。上海市のトップとしてロックダウンを巡る不手際で国内で批判を浴びたが、習近平氏は自身の側近を捻じ込んだ。これは習近平氏の権力基盤の強さを誇示する意味合いも含まれよう。そして、学者出身で3人の国家主席のブレーンを務めている王滬寧氏の留任。これは、中国共産党が「党国体制」を維持するために当面は、イデオロギーを重視することを示唆。米中対立などに鑑み、排他的な民族主義で民意をまとめる意図が透けてみえる。

王滬寧氏が復旦大学で教鞭をとっていた時に、筆者は教養科目で彼の講義を受けたことがある。1990年代初頭、上海市は鄧小平氏の南巡講話などを経て、「下海（起業すること）」が大流行。経済は混乱しながらも活気に満ちていた。ただ、王滬寧氏はこうした風潮とは一線を画していた印象を受け



た。恐らく、「無秩序」な成長よりも、「社会秩序」を重視するタイプだと思われる。実際、中国のネット検閲の正当化を

[写真] 王滬寧氏が教鞭をとっていた復旦大学  
(筆者が中国にて撮影)

支持し、それを実行した事から見て取れる。「秩序」を重視する王滬寧氏の留任は、中国ハイテク企業や起業家たちにとって、「冬の時代」が続くことを意味するのかも知れない。

現在中国は少子高齢化・失業・不動産・社会福祉など問題を抱えている。これらの問題を解決しなければ、盤石な「党国体制」を築くことは難しい。これまで「党国体制」を支えてきた、党による経済の高度成長の実現、それに伴う豊かな暮らしという「物質第一主義」も、民意をまとめる道具としては、求心力に陰りが見え始めている。そう考えると、今回の党大会で習近平氏が「共同富裕」など公平・分配に重きを置いているのは理解できる。新たに発足した新指導部が実効性のある所得分配制度を確立できるか否か、今後の展開に注目したい。



## 浙江双環伝動機械

● 柳 林

Zhejiang Shuanghuan Driveline Co., Ltd.

業種：自動車部品

### ● 中国の民営自動車部品大手

浙江双環伝動機械（以下、同社）は1980年に設立した民営自動車部品メーカーで、自動車や重機、電動工具などで幅広く使われる機械トランスミッションの中核部品であるギアを製造・販売する。主な取引先はVWやGM、トヨタ、BYD、ZF、アイシン、キャタピラーなど。近年、新エネルギー車（NEV）やロボット市場の拡大を睨み、高度な加工技術が必要とされる高精度ギア製品の国産化及び安定供給に成功。NEV向け減速機ギアの中国国内シェアは60%以上で、RV減速機は日本のナブテスコに次ぐ2位（中国勢トップ）。

### ● 1～9月は最高益、NEVとロボット向けギアの販売が拡大

2022年1～9月決算は、売上高が前年同期比18.7%増の48.3億元、純利益が同80.8%増の4.1億元と好調、1～9月として2年連続の最高益を更新した。NEV向け高精度ギアとロボット向けRV減速機の売上高はそれぞれ同280%と65%以上の増収になり、全体の売上高を押し上げた。また、売上高の半分強を占める乗用車向けギアのうち、利益率の高いNEV向けの販売比率が高まったことで、1～9月の粗利益率は前年同期の17.5%から20.5%に大きく改善。ガソリン車からNEVへとシフトするにつれて、電機駆動モーターの回転速度は3～4倍になるため、高効率と静粛性を実現する高精度な歯面仕上げ技術が要求されるほか、一部の自動車メーカーがギアセットを自社製から外注に切り替えたのもあり、同社の高い技術力が市場のニーズにマッチして高成長を果たした。

### ● NEVの普及が同社の成長を後押し

中国のNEV市場は年間650万台を上回るペースで急成長し、需要と供給の両面で世界を大きくリードしている。同社はBYDや二オなど国内NEV大手との提携強化により技術を磨きながら商品力とブランド力を高めている。今年末までにNEV向けギアセットの年生産能力を400万台に引き上げ、先行者利益を一層拡大する計画だ。また、高度な歯車製造技術を生かしてロボット向けの減速機でも国産化に成功し、輸入代替の加速に向けて増産体制(減速機の年生産能力は12～13万台)を整えている。リスク要因としてはNEV市場の成長減速や競争激化が考えられるが、業界の参入障壁が高いことを考慮すれば当面は成長持続の展開が予想される。

#### 株式データ

2022/11/4 現在

株価	32.82円
売買単位	100株
時価総額	279億1004万元
予想PER	46.23倍
ROE	7.73%
52週高値	41.10元
52週安値	15.85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	3,236	2.7%	78	-59.9%	0.12	0.05
'20/12	3,664	13.2%	51	-34.6%	0.08	0.02
'21/12	5,391	47.1%	326	537.0%	0.46	0.06

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

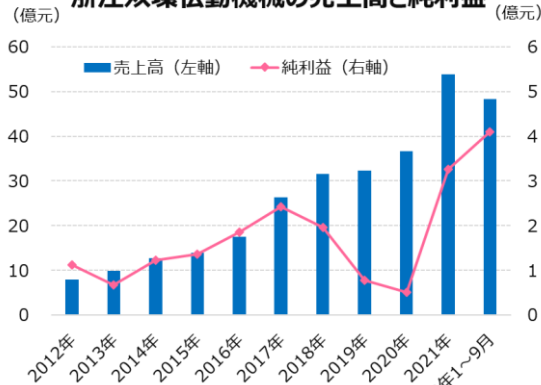
#### 株価チャート(週足2021年11月19日～2022年11月4日)



[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

#### 浙江双環伝動機械の売上高と純利益



[出所：WIND、アナユルレポート、アイザワ証券作成]





# 中国神華能源 [チャイナ・シェンファ・エナジー]

● 王 曦

China Shenhua Energy Company Limited

業種：石炭

## ● 中国の大手国営石炭企業

中国神華能源 [チャイナ・シェンファ・エナジー] (以下、同社) は、中国中央政府の傘下にある大手石炭企業。石炭の採掘・販売と発電、鉄道輸送、湾岸運営、海運、石炭化学など石炭に関わる一連の事業を手掛ける。陝西省と内モンゴル自治区にまたがる神東鉱山を中心に複数の炭鉱を保有しており、2021年の石炭販売量 (長期契約が中心) は4.8億トンと中国最大規模。2021年の売上構成は、石炭販売が74.4%、電力販売が16.9%、石炭化学製品の販売が1.6%、その他製品の販売が4.4%、鉄道輸送・湾岸・海運などサービスが2.7%。

## ● 2022年1～9月は大幅増益、石炭と電力事業が寄与

2022年1～9月決算は、売上高が前年同期比7.5%増の2504.9億元、純利益が同52.0%増の627.7億元と大幅増益。主要部門の売上高 (内部取引消去前) は、石炭が前年同期並みの1998.0億元、電力が同37.3%増の623.4億元、石炭化学・鉄道輸送・湾岸・海運等が同5.0%増の460.2億元。1～9月の石炭販売量は外部からの石炭調達が増加したため同14.5%減少したものの、平均販売価格は同17.1%上昇して販売量の減少を補った。また、電力部門は電力販売量と販売価格がそれぞれ同16.0%増と同24.1%上昇と伸びて全体の増収に寄与した。一方、利益面では、石炭の外部調達減少と発電向け自社供給によりコストが抑えられ、石炭と電力部門の売上総利益はそれぞれ同53.0%と同70.3%増加して全体の利益水準を押し上げた。

## ● 火力発電用石炭の需要増加が業績の追い風に

今年7～8月にかけて、中国では猛暑で電力需要が急増した半面、干ばつや水不足により水力発電の電力供給が落ち込んだため、一部地域の工場が操業停止に追い込まれた。中国は昨年も輸出急増と環境規制で電力不足が生じており、即効性の高い火力発電とその燃料である石炭に対する需要が高まっている。同社の予想によると、中国当局の一連の景気支援策を背景に中国の電力消費量は年後半から持ち直す見通しで、それに伴う発電用石炭の需要増加と価格の高止まりは同社の業績を押し上げそうだ。一方、中長期的には発電量全体に占める火力発電の比率低下で高成長は期待できないものの、低PER・低PBR・高配当のバリュー株として魅力的と考える。

### 株式データ

2022/11/4 現在

株価	22.15 香港ドル
売買単位	500株
時価総額	6106億1922万香港ドル
予想 PER	5.42倍
ROE	13.64%
52 週高値	27.65 香港ドル
52 週安値	15.74 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	241,871	-8.4%	41,707	-5.5%	2.10	1.26
'20/12	233,263	-3.6%	35,849	-14.0%	1.80	1.81
'21/12	335,216	43.7%	51,607	44.0%	2.60	2.54

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2021年12月3日～2022年11月4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

#### 中国の発電用石炭価格の推移



※秦皇島港のFOBスポット価格 [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



## エンペラドール ● 中上 裕介

Emperador, Inc.

業種：蒸留酒・ワイン

### ● ブランデー販売シェア世界トップ

エンペラドール（以下、同社）は1979年創業のフィリピン酒造大手。ブランデーの生産で世界最大のシェアを誇る同社は、各国の歴史ある蒸留所を買収し、業容を拡大してきた。世界展開戦略として、2014年に創業100年を超えるスコットランドの老舗スコッチウイスキーメーカーの「Whyte & Mackay」、2016年にはスペイン最古とされるブランデーセラーの「Bodegas Fundador」をそれぞれ買収した他、メキシコの大手酒造の「Azteca de Oro」、「Don Pedro」を相次いで取得。同社及び関連会社の製品は100を超える国で販売されている。フィリピンの大手コングロマリット、アライアンス・グローバル・グループ（AGI）傘下企業の一つ。

### ● 2022年1～6月は増収増益 ウイスキー事業が好調

2022年1～6月は、売上高が前年同期比11%増の281億ペソ、純利益が同3%増の52億ペソと増収増益となった。経済活動再開による消費拡大が追い風となるも、インフレ・通貨安が収益の伸びを抑えた。主力のブランデー事業は、売上高が前年同期比10%増加したものの、先の要因によるコスト上昇で利益率の低下に見舞われ、純利益が同24%の減少。一方、ウイスキー事業では、アジア・欧州・北米において利益率の高いシングルモルトウイスキーが堅調に売り上げを伸ばし、売上高が同11%増、純利益で88%増となり上期収益の柱となった。

### ● 5か年計画が奏功 プレミアム路線へ

同社は2018年より、Whyte & Mackayの「Dalmore（ダルモア）」や「Jura（ジュラ）」といった高級ウイスキー路線の拡大を主軸とした5か年計画を打ち立てている。内容は、シングルモルトウイスキーの「Tamnavulin」「Fettercairn」、ブレンドモルトウイスキーの「Shackleton」等を戦略的に展開し、売上高に占めるモルトウイスキーの比率を高めるといったもの。同事業は、計画開始からコロナ禍を経ながらも、シングルモルトウイスキーが牽引する形で毎年売り上げを伸ばし続け、今上半期時点で事業全体の売上高の内36%を占めるまで成長（18年時点28.8%）。消費者が“価値があるものにはお金を払う”ことは歴史を見ても明らかで、プレミアム戦略は現状、功を奏しているとみえる。インフレは懸念材料だが、引き続きリベンジ消費等も追い風となろう。今後の展開に期待したい。

### 株式データ

2022/11/4

株価	19.72ペソ
売買単位	100株
時価総額	3,103億2,321万ペソ
予想 PER	30.81倍
ROE	13.30%
52 週高値	25.05ペソ
52 週安値	12.20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	51,566	9.60%	6,726	1.02%	0.42	-
'20/12	52,834	2.46%	7,967	18.45%	0.50	0.05
'21/12	55,936	5.87%	9,971	25.15%	0.63	0.11

単位：百万ペソ、ただし1株利益、1株配当はペソ

※1株配当は株式分割・併合等調整済み、売上高は配当収入、関連会社収益を除く

### 株価チャート(週足2021年11月12日～2022年11月4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】

### 同社が展開するウイスキーブランド



【出所：アイザワ証券撮影】



● アジア各国の経済統計（2022年10月31日現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
実質GDP成長率 (%)	-0.24	-4.50	1.62	6.0	2.2	8.1	3.1	3.4	6.3	2.2	-0.9	4.0	1.1	-4.1	7.6
1人当りGDP (米ドル)	40,590	40,048	39,339	10,170	10,525	12,359	25,903	28,405	33,775	31,937	31,638	34,801	65,833	60,728	72,795
経常収支 (億米ドル)	1,759	1,488	1,417	1,029	2,488	3,173	652	950	1,161	597	759	883	543	581	719
	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月
消費者物価指数 (%)	2.60	3.00	3.00	2.70	2.50	2.80	3.36	2.66	2.75	6.30	5.70	5.60	7.00	7.50	7.50
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.500	1.500	1.625	2.25	2.50	2.50	2.48	2.67	3.17
	タイ			マレーシア			インドネシア			フィリピン			ベトナム		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
実質GDP成長率 (%)	2.2	-6.2	1.6	4.4	-5.6	3.1	5.0	-2.1	3.7	6.1	-9.6	5.6	7.2	2.9	2.6
1人当りGDP (米ドル)	7,816	7,168	7,336	11,235	10,351	11,399	4,196	3,923	4,357	3,512	3,323	3,572	3,398	3,521	3,725
経常収支 (億米ドル)	380	212	-109	123	143	141	-303	-47	-3	-30	116	15	122	151	-2
	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年7月	2022年8月	2022年9月
消費者物価指数 (%)	7.61	7.86	6.41	4.40	4.70	4.50	4.94	4.69	5.95	6.40	6.30	6.90	3.14	2.89	3.94
政策金利 (%)	0.50	0.75	1.00	2.25	2.25	2.50	3.50	3.75	4.25	3.25	3.75	4.25	4.00	4.00	5.00

※データは一部予想値を含む

[出所:IMF、ジェトロ、ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

● アイザワ証券 アジア株月間売買代金上位ランキング（2022年10月）

アジア株式(買い手口)						アジア株式(売り手口)					
順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率	順位	ティッカー	銘柄名	終値	市場	騰落率
1	DGW	Digiworld Corp [デジタルワールドコーポレーション]	61000	ベトナム	-11.4%	1	SEM	セブーンイレブン・マレーシア・ホールディングス	2.38	マレーシア	58.7%
2	HPG	ホアファットグループ	15650	ベトナム	-56.2%	2	981	中芯国際集成电路製造 [SMIC]	16.40	香港	-12.1%
3	DGC	ドゥックザン化学	76900	ベトナム	4.4%	3	6889	ダイナムジャパンホールディングス	4.87	香港	-29.4%
4	902	華能国際電力 [フアネンパワー]	2.81	香港	-46.1%	4	FRT	FPTリテール	81800	ベトナム	22.5%
5	SSI	SSIセキュリティーズ	16300	ベトナム	-66.5%	5	VNM	ベトナム乳業 [ビナムル]	78500	ベトナム	-9.1%
6	GEX	ベトナム電気設備	13400	ベトナム	-67.0%	6	700	テンセント	206	香港	-53.6%
7	KBC	キンバックシティグループ	17500	ベトナム	-61.6%	7	PPC	ファーライ火力発電 [ファーライ・サーマル・パワー]	15000	ベトナム	-37.6%
8	OCB	フオンドン銀行 [オリエント・コマース・バンク]	13200	ベトナム	-51.6%	8	SCS	Sai Gon Cargo Service Corp	71900	ベトナム	-16.9%
9	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	73500	ベトナム	-6.7%	9	DGC	ドゥックザン化学	76900	ベトナム	4.4%
10	VHM	ビンホームズ	45000	ベトナム	-45.1%	10	2202	万科企業	10.08	香港	-44.4%
11	PHR	フオックホアゴム [フオックホア・ラハ]	40400	ベトナム	-43.3%	11	6690	海爾智家 [ハイアールスマートホーム]	19.64	香港	-40.4%
12	LHG	Long Hau Corp.	19500	ベトナム	-63.2%	12	HPG	ホアファットグループ	15650	ベトナム	-56.2%
13	DPM	ベトロベトナム化学肥料 [ベトロベトナム・フアテライザー・アンド・ケミカル]	43300	ベトナム	-13.4%	13	1088	中国神華能源 [チャイナ・シェンファ・エナジー]	20.65	香港	13.0%
14	6889	ダイナムジャパンホールディングス	4.87	香港	-29.4%	14	KBC	キンバックシティグループ	17500	ベトナム	-61.6%
15	CMG	CMC技術グループ	39250	ベトナム	-1.9%	15	VIC	ピンググループ	55400	ベトナム	-41.7%

※終値は現地通貨、騰落率は年初末、ただし2022年上場銘柄の騰落率は上場初日の終値比

(2022年10月31日現在)


※アジア株月間売買代金上位ランキングは、当社取扱いのすべてのアジア株式市場を対象としています

**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



## 各市場の取引時間（日本時間）

※新型コロナ対応のため、一時的に取引時間を変更している市場があります。

 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。

## 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。