

アジア株式市場の見通し

～米金利上昇と通貨安懸念が再燃、中国の景気回復に注目～

2023年3月号

アイザワ証券 市場情報部

2023年3月1日発行/審査番号：230301-A1

アジア新興国の現状と見通し

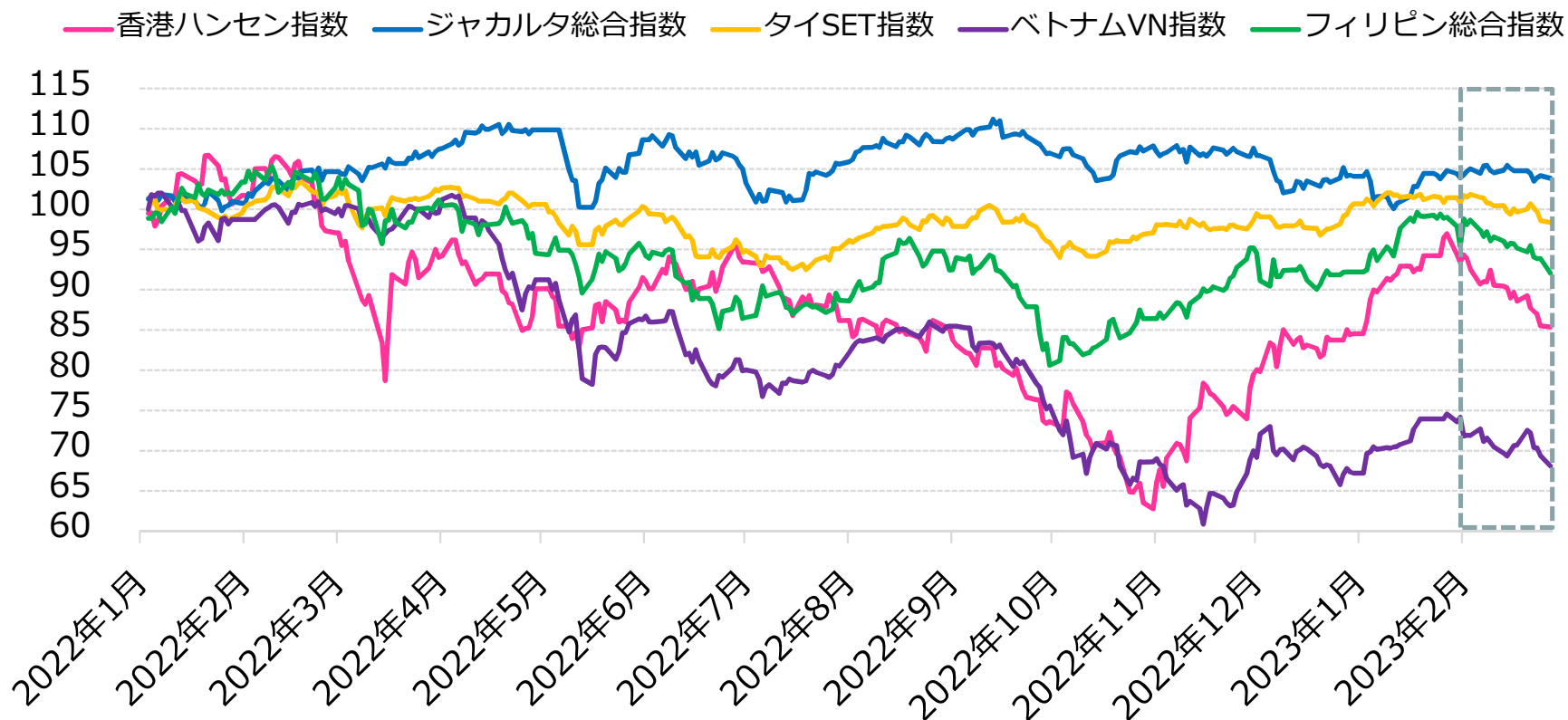
《世界全体の状況》

- 米国のFRBは2月2日～3日に開催されたFOMCで、政策金利であるFFレートを4.50%から4.75%に引き上げた。その後、予想以上に堅調な1月の雇用統計と消費者物価指数（CPI）の高止まりを受けて、米国の追加利上げ・高金利維持長期化観測が台頭、これに伴ってドル高・アジア通貨安が再び進行した。また、政治面では米国による中国の気球撃墜問題をきっかけに米中間の緊張が高まり、香港市場でリスク回避の動きが見られた。足元、米国とアジア新興国の株式市場は、米ターミナルレートの上限引き上げの可能性を織り込み始めており、今後ボラタイルな相場展開が予想される。

《アジア新興国の状況》

- 中国ではゼロコロナ政策の緩和から約3カ月が経ち、1月の製造業・非製造業PMI、主要都市の地下鉄乗客数、航空便のデータから景況が大きく改善している模様。また、3月は5日から全国人民代表大会（国会に相当）が開催される予定で、実質GDP成長率の政府目標（+5.5%か）と消費刺激に関連する政策、不動産・IT業界に対する更なる規制緩和などが注目されており、さらに踏み込んだ内容があれば株価の押し上げ要因になるだろう。政策支援や景気回復で恩恵を受ける業種として、ITや小売、建機、化学のほか、不動産リスクが後退してバリュエーション面で割安感が強い銀行株にも注目。
- ASEANは消費者物価指数（CPI）の上昇を受けて、フィリピンが追加利上げを実施。他のASEAN諸国のCPIの伸びはやや鈍化しているものの、依然高水準にあることから、米国の動向をにらみながら当面高金利維持の展開が予想される。ベトナムでは2月に不動産大手であるノブランド（NVL）が債務不履行に陥り、不動産不安が再燃。これを背景にベトナムVN指数は大きく下落して相場が低迷。当面は好業績の銀行や空港貨物サービス、小売関連株などに注目。

アジア主要新興国の株価指数の騰落率（2022年以降）

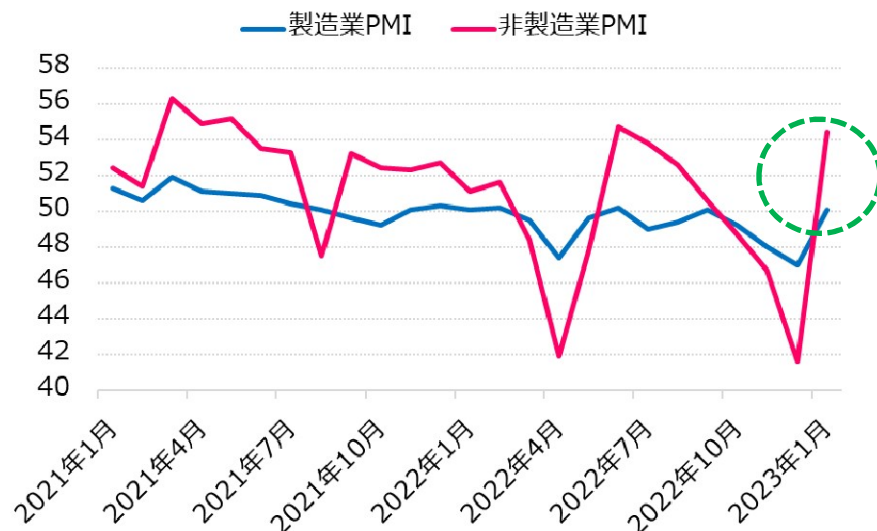


※2021年12月31日の株価を100とする指数化チャート [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 2023年2月のアジア新興国市場は、米国の追加利上げ・高金利維持長期化観測を背景にドル高・アジア通貨安が進行し、利益確定売りの動きもあって主要国の株価指数は低迷した。その中で、米国による中国の気球撃墜問題でリスク回避の動きが強まった香港ハンセン指数は-9.4%、不動産大手の債務不履行が悪材料視されたベトナムVN指数は-7.8%と大きく下落、タイSET指数とフィリピン総合指数もそれぞれ-2.9%と-3.5%と軟調に推移した。一方、ジャカルタ総合指数は+0.1%と堅調だった。

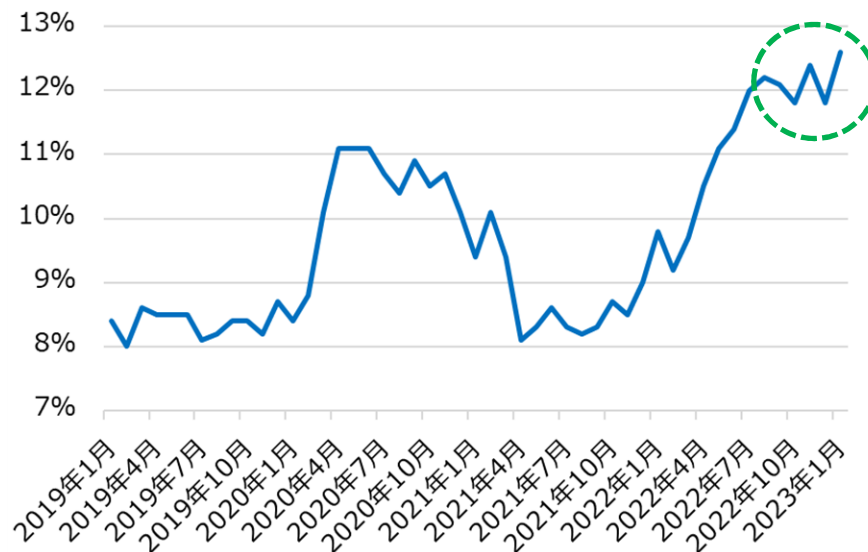
中国の製造業・非製造業PMIは大きく改善

中国の製造業PMIと非製造業PMIの推移



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

中国のマネーサプライ (M2) の伸び

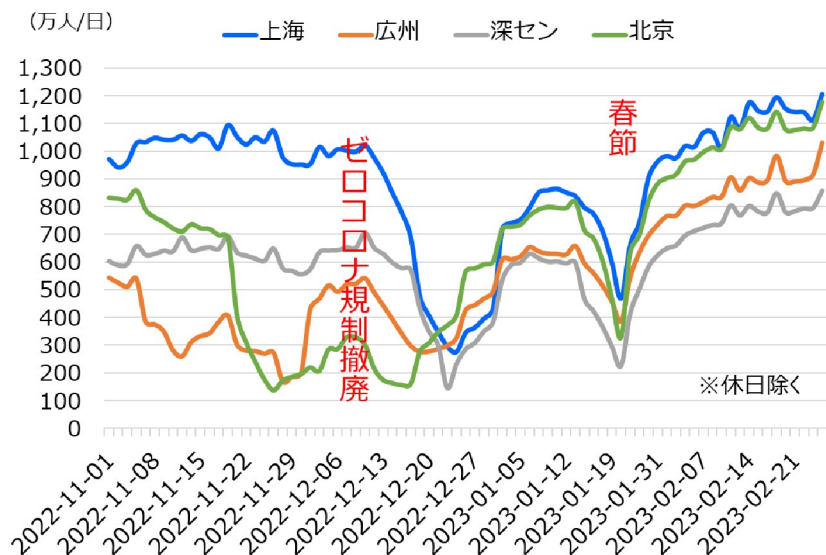


※前年同月比の伸び率 [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 旧正月の影響により、中国の1~2月主要経済指標（貿易統計、小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資など）は3月中旬に発表される予定。足元の景況感を示す1月の製造業PMIは前月の47.0から50.1に、非製造業PMIは同41.6から54.4に大きく改善、ゼロコロナ政策の撤廃を背景に景気（特にサービス業）の回復期待が高まっていることを示唆した。
- 2月10日に発表された中国の1月のマネーサプライ（M2）は前年同期比+12.6%と前月（+11.8%）から伸びが加速、1月の新規銀行融資額（人民元建て）も4.9兆元と前月（1.4兆元）から大幅増加して過去最高を更新した。新規銀行融資の中で、約95%は法人向け融資となっており、法人向けの資金需要が増加している一方、個人向け融資は不動産低迷などで回復に時間を要する見通し。

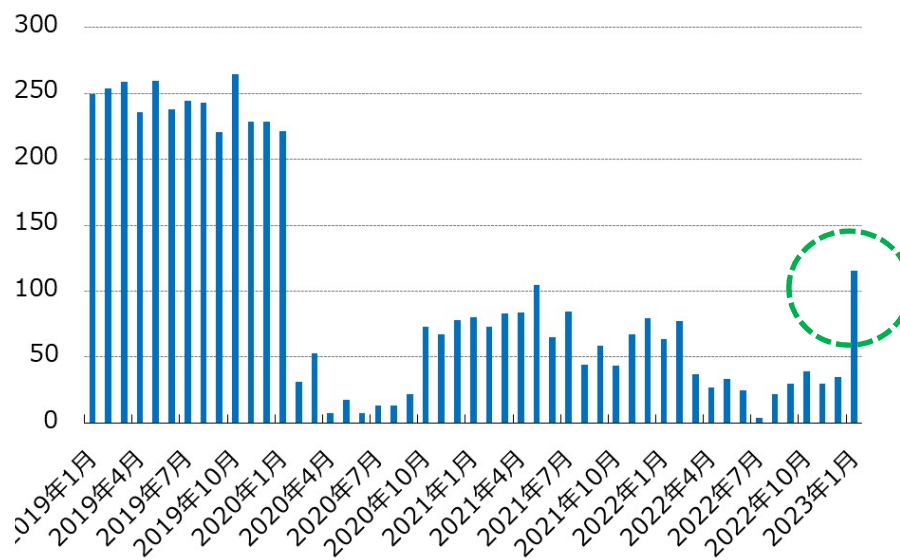
中国の経済活動・旅行需要は回復へ

中国4大都市の地下鉄乗客数



[出所：WIND、アイザワ証券作成]

マカオのカジノ業収入の推移



[出所：マカオ博彩監査協調局、アイザワ証券作成]

- ゼロコロナ政策の緩和・撤廃から約3か月が経ち、中国4大都市（北京、上海、広州、深セン）の地下鉄乗客数は新型コロナウイルス禍前（2019年）の水準を上回り、中国国内のフライトの運航便数も平常の水準をほぼ回復するなど、国内の経済活動が正常化に向かっていることを示唆した。
- ゼロコロナ政策の撤廃を追い風に、中国の旅行需要は急速に回復しており、タイ（バンコク、チェンマイ）やインドネシア（バリ島）、シンガポールなど東南アジアに加え、マカオにも観光客が流入している。マカオ博彩監査協調局の発表による、2023年1月のマカオのカジノ業収入は115.8億パタカと約3年ぶりの高水準を回復、今後観光需要が持続的に伸びればサンズ・チャイナ（香港：1928）やギャラクシー・エンターテインメント（香港：27）などカジノ関連企業の業績回復が見込まれる。

香港主要上場企業の10～12月決算

銘柄名	銘柄コード	業種	決算発表日	2022年10～12月		決算内容	
				売上高	純損益		
SMIC	香港981	半導体	2月9日	金額	16.2億米ドル	3.9億米ドル	半導体市況の悪化に伴う設備稼働率の低下（前年同期の99.4%→79.5%）、ウェーハ出荷量の減少（同8.7%減）、生産能力の拡大に伴う減価償却費の増加（同18.9%増）等で減益。会社側は2023年通期の業績見通しについて、前年比10%台前半の減収、粗利益率20%を見込んでいる。
				前年比伸び率	2.6%	▲27.8%	
レノボ	香港992	電子機器	2月17日	金額	152.7億米ドル	4.4億米ドル	セグメント別の売上高は、スマートデバイス（PC、スマホタブレット等）が前年同期比34.2%減の115.9億米ドル、インフラ施設ソリューション（サーバー関連）が同48.0%増の28.6億米ドル、ソリューション・サービスが同22.6%増の18.4億米ドル。PC・スマホ低迷で減収減益。
				前年比伸び率	▲24.2%	▲31.7%	
バイドウ	香港9888	IT	2月22日	金額	330.8億元	49.5億元	株式報酬や投資損益などを除く調整後純損益は前年同期比31.5%の増益。事業別の売上高は、広告などオンラインマーケティング・サービスが同6%減の181億元、AI・クラウドなどが同11%増の76億元、動画配信が同3%増の76億元（セグメント間取引消去前）。販管費削減で増益。
				前年比伸び率	0.0%	188.8%	
ネットイース	香港9999	IT	2月23日	金額	253.5億元	39.5億元	株式報酬を除く調整後純損益は前年同期比27.1%の減益。事業別の売上高は、ゲームと付加価値サービスが同1.6%増の190.9億元、教育が同9.0%増の14.5億元、クラウドミュージックが同25.8%増の23.8億元、イノベーション・その他が同3.4%増の24.4億元。投資収益減で減益。
				前年比伸び率	4.0%	▲30.6%	
アリババ・グループ	香港9988	IT	2月23日	金額	2477.6億元	468.2億元	株式報酬や無形資産の償却、投資損益などを除く調整後純損益は前年同期比9.9%の増益（普通株主帰属分）。事業別の売上高は、中国商取引が微減、クラウドが減速だった一方、国際商取引と物流の成長が目立った。販売・マーケティング費と研究開発費の削減、のれん減損縮小で増益。
				前年比伸び率	2.1%	69.1%	

[出所：会社発表資料、香港証券取引所、アイザワ証券作成]

香港の主要株価指数は構成銘柄の入れ替えを発表

2月24日の引け後、香港ハンセン指数とハンセン中国企業指数（元H指数）、ハンセンテック指数の算出元であるハンセン指数有限公司は4半期ごとの構成銘柄入れ替えの検討結果を発表した。

今回行われた指数構成銘柄の変更は以下の通りで、3月13日（月）から実施される予定。

■ ハンセン指数（構成銘柄数76）

新規採用・除外銘柄はともに変更なし。

■ ハンセン中国企業指数（構成銘柄数50）

新規採用：小鹏汽車（香港：9868、ウェイト0.59%）の1銘柄。

除外：チャイナ・フェイホー（香港：6186）の1銘柄。

■ ハンセンテック指数（構成銘柄数30）

新規採用：ウェイボー（香港：9898、ウェイト0.04%）

除外：ミンユアン・クラウド・グループ・ホールディングス（香港：909）

今回の構成銘柄入れ替えでは、海外重複上場銘柄のウェイト算出基準が変更された（香港市場に加えて他の海外市場での発行済み株数も加算されるようになった）ため、ADR上場している理想汽車（香港：2015、テック指数のウェイトは2.94%→6.26%）や小鹏汽車（香港：9868、同0.57%→2.34%）の構成ウェイトが大きく上昇し、これに伴ってパッシブファンドの資金流入が予想される。

中国株式市場の注目銘柄（香港上場）

政治リスクの後退とゼロコロナ政策の撤廃でITと消費に注目、銀行などバリュー株も魅力的

■ アリババ・グループ・ホールディング（香港：9988）・・・政治リスクの後退が業績の追い風に

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」を運営しており、小売通販サイトの年間流通総額（GMV）は世界最大規模。Eコマース以外ではコンテンツ配信やクラウドサービスも手掛ける。2022年10～12月決算は、前年同期比2.1%増収、一時的な損益を除く調整後ベースで9.9%増益（普通株主帰属分）と、コスト削減やのれん減損縮小により増益。今後は政治リスクの後退と景気回復で業績改善に期待。

■ アンタ・スポーツ・プロダクツ（香港：2020）・・・経済の正常化とDTC戦略の浸透で成長加速へ

中国のスポーツアパレル大手。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」、「コロン・スポーツ」などのブランドを中国で展開。2022年1～6月決算は、前年同期比13.8%増収、同6.6%減益。原材料コストの上昇や値引き、ゼロコロナ政策で減益。今後は経済の正常化に伴う実店舗の売上回復やDTC（直販）戦略の浸透で成長が加速する見通し。

■ 中国工商銀行（香港：1398）・・・低PER、低PBR、高配当利回りのバリュー株として魅力的

中国の大手国有銀行。2022年6月末時点の営業収益と総資産は中国銀行業最大の規模を誇る。融資先は法人向けが59.6%、個人向けが36.4%（うち住宅ローンが28.9%）、割引手形が4.0%。銀行業以外にファンドやリース、保険、投資銀行、資産管理など多くの子会社を保有。2022年1～9月期決算は、前年同期比1.1%増収、同5.6%増益と小幅増益。今後は中国の景気回復に伴う貸出の増加や不良債権リスクの低下で恩恵。PER3倍台、PBR0.4倍台、実績配当利回り8%台とバリュー株として魅力的。

中国株式市場の注目銘柄（本土上場）

ゼロコロナ政策の撤廃と経済の正常化で恩恵を受ける空港と建機、化学関連銘柄に注目

■ 上海国際機場（上海A:600009）・・・ゼロコロナ政策の撤廃で航空便の回復を見込む

中国の空港運営企業。親会社は国有の上海機場集団。上海浦東空港を運営しており、航空機の着陸料、停留料（空港利用料）や空港内のテナント、広告収入などが主な収益源。2022年8月に親会社から上海虹橋空港や物流会社などの資産を買収し、7～9月から連結決算に組み入れられた。2022年通期決算（速報ベース）は、ゼロコロナ政策の影響で29.9億元～28.4億元の赤字（赤字拡大）になる見込み。今後はゼロコロナの撤廃に伴う航空便の回復で恩恵を受ける見通し。

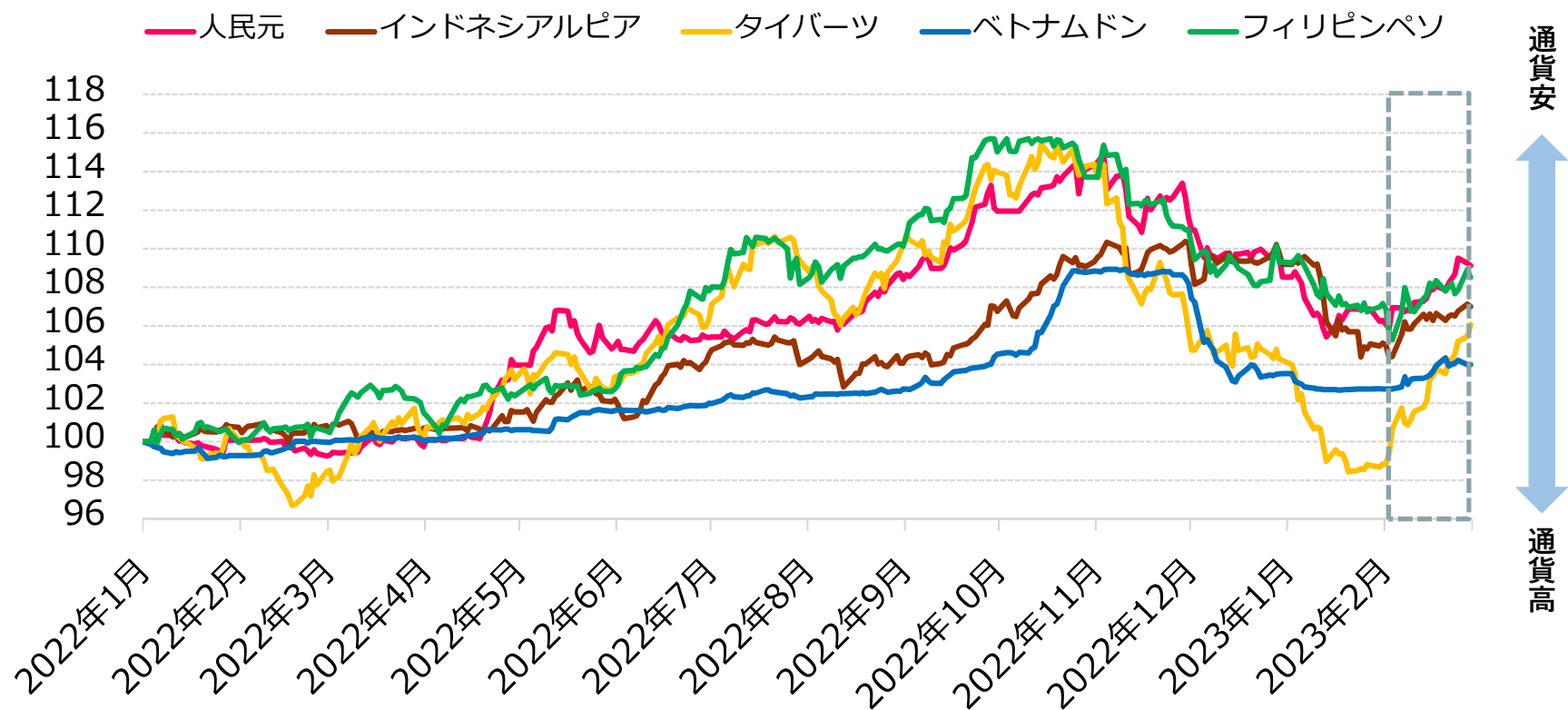
■ 三一重工（上海A:600031）・・・不動産市況の改善に伴う建機需要の増加を見込む

キャタピラーと日本のコマツに次ぐ世界第3位の建機メーカー。油圧ショベルやコンクリート機械、クレーンなどの製造販売を手掛ける。2022年通期決算（速報ベース）は、不動産市況と建機需要の低迷などにより前年比66.8%～61.8%の減益になる見込み。今後は中国当局による不動産救済と建機需要の回復、海外市場の開拓などで業績の改善が期待される。

■ 万華化学集団（上海A:600309）・・・中国経済の回復や国産化の加速が業績の追い風に

中国の大手化学メーカー。ポリウレタンの原料であるジフェニルメタンジイソシアネート(MDI)の製造を手掛け、製品は自動車や建材、家電、アパレルなど幅広い業種で使用されている。MDIのほかに石油化学製品とファインケミカル及び機能商品等にも力を入れており、海外向けの売上比率は約50%。2022年通期決算（速報ベース）は、前年比13.8%増収、同34.1%減益と需要鈍化やコスト高で減益。今後は中国経済の回復や国産化の加速を追い風に売上成長と利益改善が見込まれる。

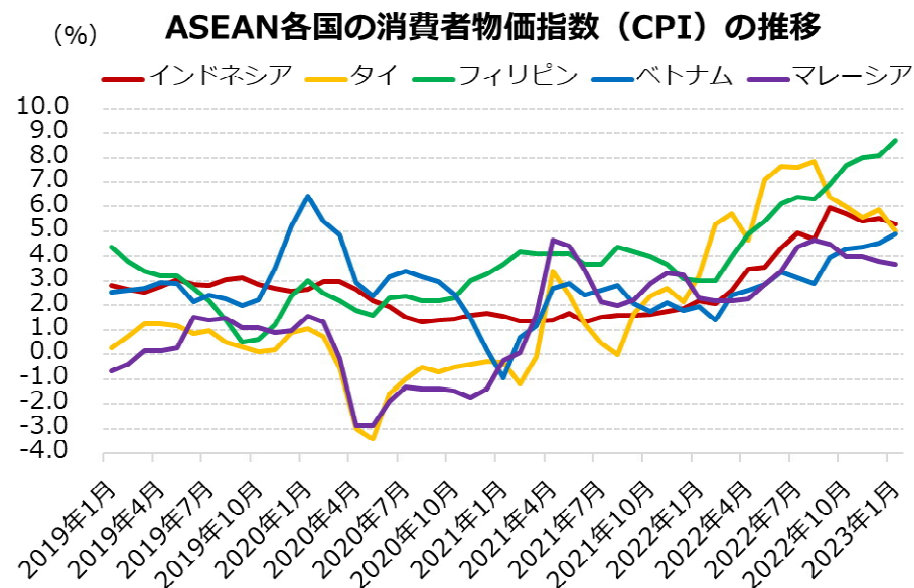
アジア新興国通貨の対米ドルレート推移



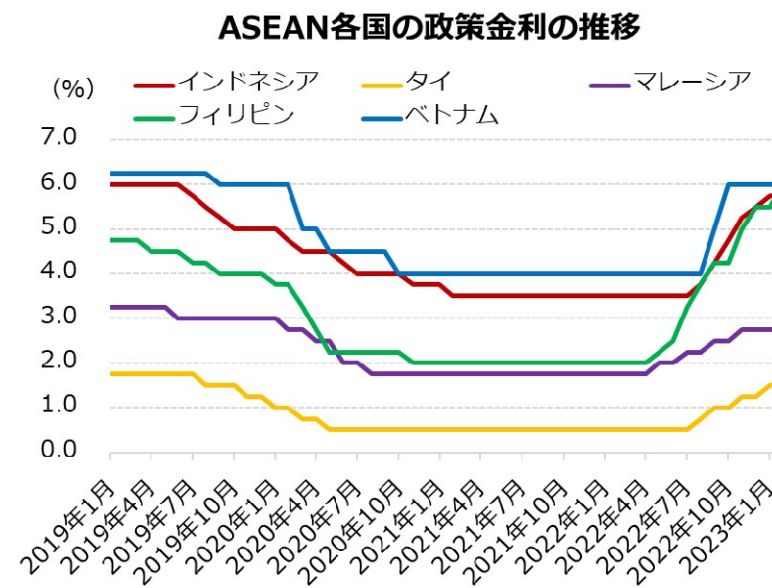
※2021年12月31日の値を100とする変化率チャート [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- 今年2月、米国のインフレ長期化と追加利上げ懸念を背景に、アジア新興国通貨の対米ドルレートは大きく下落した。その中でタイバーツは約7%、インドネシアルピアとフィリピンペソ、ベトナムドンは約1~2%下落し、通貨安の影響により主要国の株価指数も軟調に推移した。アジア新興国通貨の対米ドルレートは昨年11月から底打ちの兆候が見られたものの、今後米国のターミナルレート到達時期を巡って大きく変動する可能性が考えられる。

ASEANのインフレ率は高止まり、金融引き締め基調続く



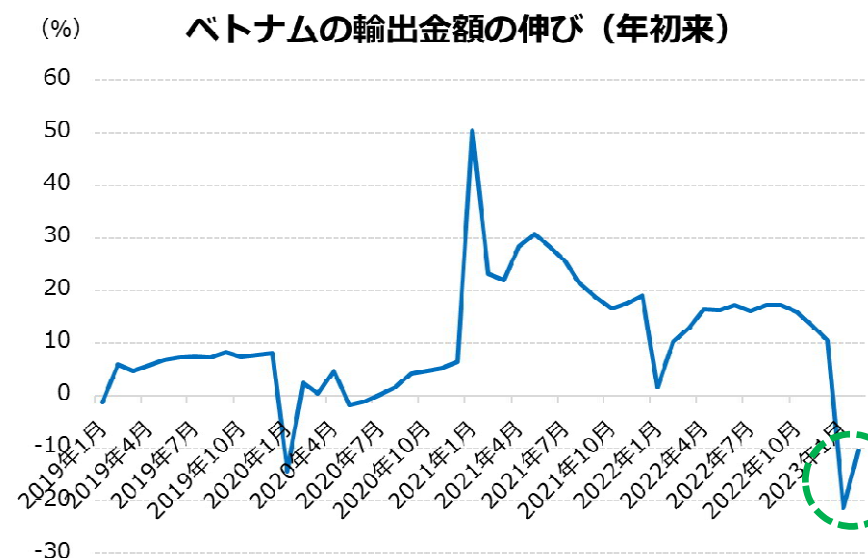
[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



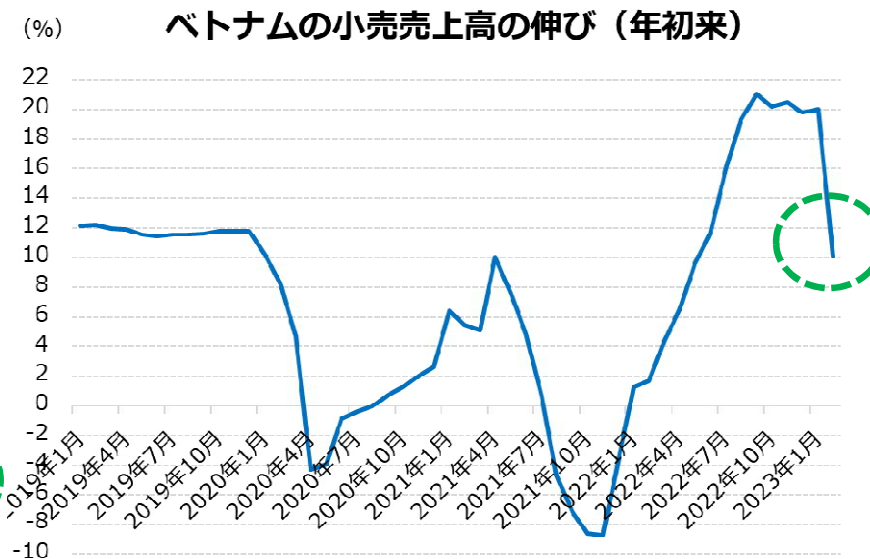
※ベトナムはリファイナンスレート [出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]

- ASEAN各国の1月の消費者物価指数（CPI）は、フィリピンが前年同期比+8.7%、インドネシアが同+5.3%、タイが同+5.0%、ベトナムが同+4.9%（2月は+4.3%）、マレーシアが同+3.7%と全体的に高止まりしている。各国はインフレ対策のために当面金融引き締め基調を継続する見通しだが、今後の米国の金融政策や物価の動向次第で政策を転換する可能性が考えられる。
- インフレ圧力に対処するため、フィリピン中央銀行は2月16日に政策金利を5.5%から6.0%に引き上げると発表。同国の1月のインフレ率（CPI）は+8.7%と目標である2%~4%から大きく上回っており、3月の会合でも連続利上げを実施する可能性が考えられる。一方、インドネシアとタイ、マレーシア、ベトナムのCPIの伸びは足元やや鈍化しており、今後高金利維持の展開が予想される。

ベトナムの2月経済指標は外需・生産低迷の状況続く



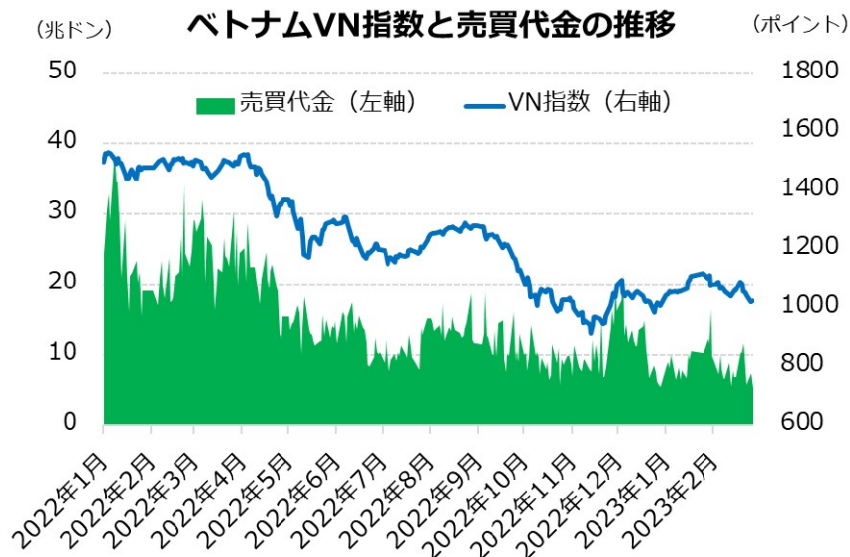
【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】



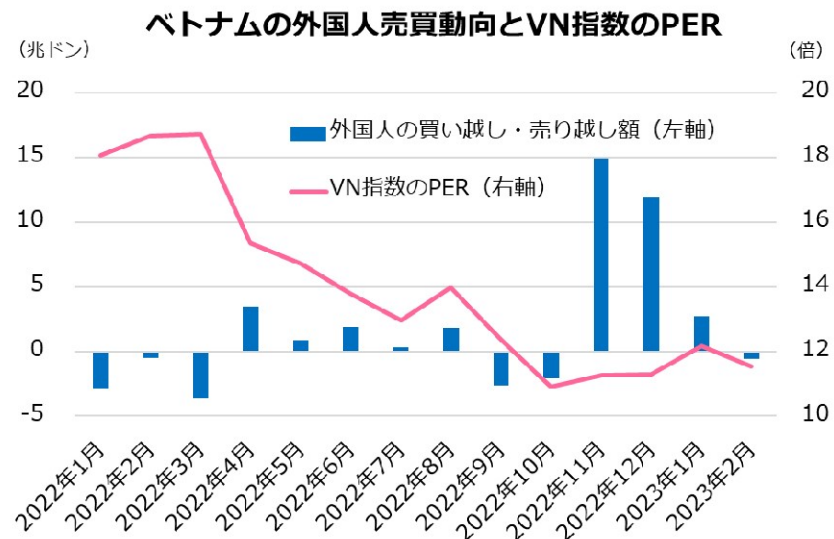
【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】

- 2月28日に発表されたベトナムの2月の輸出総額は前年同期比+11.0%の258.8億米ドル、輸入総額は同-6.7%の235.8億米ドルと単月ベースで輸出の伸びが戻ったものの、テト休暇（旧正月）の影響を考慮した1～2月累計ベースでは同10.4%減と低迷した。また、1～2月の鉱工業生産は同-6.3%と、自動車やラミネート鋼板、カジュアル衣料、携帯電話など主要製品の生産減少が続いた。
- 2月28日に発表されたベトナムの2月の小売売上高は前年同期比+13.2%、テト休暇（旧正月）の影響を考慮した1～2月累計の小売売上高は同+10.1%と堅調な伸びを維持した。2月の項目別小売売上高は、小売商品およびサービスが同+10.5%、ホテル・レストランが同+27.3%、観光が同+94.7%、その他サービスが同+18.7%と、観光や宿泊、外食需要が大きく回復した。

ベトナムVN指数は不動産不安などで反落



[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、ホーチミン証券取引所、アイザワ証券作成]

- 2月のベトナム株式市場は、不動産大手のノバランド（NVL）の債務不履行に加え、前月に株価が大きく上昇した反動で利益確定売り圧力も強まったため、VN指数は月間で-7.8%と大きく下落した。ホーチミン市場の日々の売買代金は10兆ドン（約570億円）を下回る日が多く、全体的に薄商いの状況だった。個別銘柄の動向を見ると、ベトコムバンク（VCB）やベトナム投資開発銀行（BID）など大手銀行の株価が堅調に推移した一方、ビンググループ（VIC）やビンホームズ（VHM）、ベトジェット（VJC）、マッサングループ（MSN）などの不動産・消費関連銘柄の株価が大きく下落した。
- 2月のベトナム株式市場の外国人売買動向は、約4か月ぶりの売り越し（-0.6兆ドン）となった。VN指数のPERは昨年10月をボトムに上昇し続けたため、株価の上昇に伴って割安感が薄れたことが外国人投資家の売り越しにつながったと思われる。

ベトナム市場の注目銘柄

不動産不安が広がる中、好業績の個別銘柄に注目

■ ベトコム外商銀行（ベトナム：VCB）・・・不良債権比率はやや上昇するも、過去最高益を更新

ベトナムの大手国有銀行の一角。2022年の貸付金合計と預金残高は国内上場銀行の中で第3位、総資産は第2位、時価総額は首位の規模を誇る。日本のみずほ銀行が資本参加（約15%を保有）。2022年の通期決算は不良債権比率が前年末の0.63%から0.68%にやや上昇したものの、貸出と利ザヤの拡大を追い風に前年比36%増益と過去最高益を更新。今後は経済発展と貸出の拡大に伴う業績成長に期待。

■ サイゴンカーゴサービス（ベトナム：SCS）・・・航空貨物の需要増加に伴う業績成長に期待

ベトナムの空港貨物ターミナル運営大手。ホーチミン市郊外のタンソンニャット国際空港で航空貨物取扱サービスや駐機場、オフィス賃貸サービスなどを提供。2022年の通期決算は、前年比1.4%増収、同14.6%増益と粗利益率の上昇により過去最高益を記録。通期の貨物取扱量は前年同期比3.1%減の22.1万トン、うち国際貨物が前年比1%増の17.7万トン、国内貨物が同16.3%減の4.4万トンと国際貨物が業績をけん引。今後は航空貨物の需要増加や取扱能力増強に伴う業績成長に期待。

■ ビンコムリテール（ベトナム：VRE）・・・小売売上高の回復と商業施設の開業が業績の追い風に

ベトナムの小売大手。ビングループの傘下であり、ベトナム国内で83か所のショッピングモールを展開。小売スペースの賃貸が主力で、店舗用不動産の販売も手掛ける。2022年の通期決算は、前年比24.1%増収、同108%増益と、ウィズコロナ政策に伴う国内経済正常化と小売売上高の回復で大幅増益。2022年に3つの商業施設を開業したことも好決算に寄与。2023年は6つの商業施設の開業を予定。

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