



# ASIA

## MONTHLY

アジア・マンスリー

### 2022

### 新春特別号

(2022年1月31日発行)



# CONTENTS



- 2022年は欧米の金融正常化で波乱の年に…2～3
- 2022年の経済・株式市場見通し ……4～5  
中国/ASEAN
- トピックス ……6～7  
走り出したハノイメトロ
- 銘柄研究 ……8～13  
東方電気  
比亞迪 [BYD]  
国電南瑞科技  
宜賓五糧液  
APタイランド  
ジャサ・マルガ
- 統計データ ……14～15

### ● 世界的な金融緩和に変調の兆

2020年に始まった新型コロナ禍から約2年が経ち、ワクチン接種や感染対策によって世界経済が回復基調をたどる一方、主要先進国の金融緩和と急激な需要回復を背景に世界的なインフレリスクが顕在化し始めた。

これを受けて、米FRBは昨年11月にテーパリング（国債など資産の買い入れ規模の縮小）を開始、12月にそのペースアップを決定し、金融正常化に踏み出した。また、欧州ではイングランド銀行が昨年12月に主要中銀の中で新型コロナ禍後初の利上げを発表、ECBも今年3月末

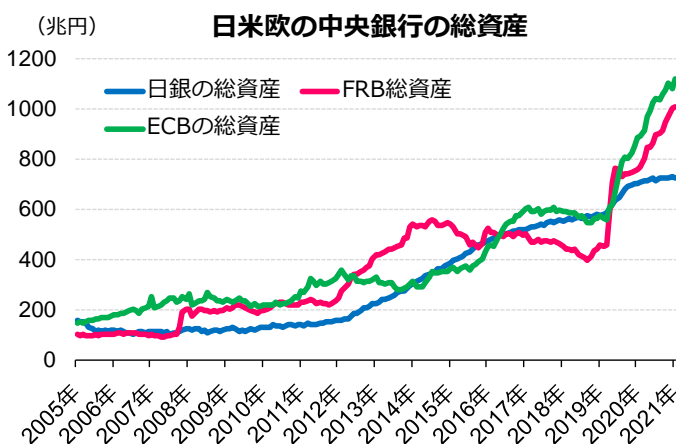
で緊急購入プログラム（PEPP）を終了させるなど、欧米を中心に今まで拡大させてきた金融緩和を見直す動きが広がった。日米欧の中央銀行は新型コロナ禍後、資産買い入れを通じて総資産を大幅に拡大させており（2020年1月末比で日銀1.3倍、FRB2.1倍、ECB1.8倍、右上図参照）、今後FRBを皮切りに主要中銀の総資産がピークアウトすれば世界の金融市場と資産価格に大きな波乱が生じると予想される。

### ● 米国の金融正常化はアジア新興国のリスク要因に

足元、米国を中心に急激な需要回復が起きているほか、電力不足などによってアジアで供給面の制約が生じているため、米国の昨年12月の消費者物価指数は前年同期比+7.0%と約39年ぶりの高い伸びを記録した。消費者物価の上昇は政策金利の予想にも影響を与えており、フェデラルファンド（FF）金利先物や一部の政策関係者の予想に基づく、2022年3月にテーパリングが終了した後、FRBは年間で合計3~4回の利上げを行う見込みだ。

過去の米国の金融正常化局面（2013年12月~2018年12月）では、アジア新興国から資金が引き揚げられたことで通貨安圧力が強まり、インドネシアやフィリピンではインフレリスクに対処するために政策金利を引き上げるなど、景気の下押しにつながった経緯がある。今回のテーパリング開始から利上げ開始までに要する期間はわずか4ヵ月強（2021年11月~2022年3月）と、前回の24ヵ月（2013年12月~2015年12月）に比べてかなり短くなる見通しで、アジア新興国の景気回復が総じて遅れていることを考慮すると、米国の金融正常化で受けるインパクトは前回以上になる可能性がある。

また、今回の場合、アジアを中心に供給面の制約が生じていることもアジア新興国のリスク要因となっている。昨年、米国の急激な需要回復を背景に、中国やベトナム、インドネシアの輸出が好調に推移してきたが、同時に電力不足やエネルギー価格の高騰を招き、世界的なインフレリスクを助長している。原材料コストの上昇や消費財の値上がり長期化すれば、FRBは利上げのペースを早める可能性があり、そうなるとアジア新興国は通貨安、物価上昇と二重苦に陥り、各国政府は難しい舵取りを迫られそうだ。



【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】

## ● 政策支援や消費回復期待がアジア新興国の経済を下支える見通し

アジア新興国の経済状況を見ると、各国の実質GDP成長率はいずれも2020年前半の落ち込みから回復したものの、2021年後半以降は個々の要因によって総じて伸び悩んでいる（右図参照）。

その中で、中国は2020年後半に経済が正常化した後、当局が金融正常化や構造改革に着手したため、銀行融資の伸び率鈍化や当局による企業規制、局地的なロックダウン、電力不足を背景に国内景気の減速が続いた。

景気の下振れリスクに対処するため、中国政

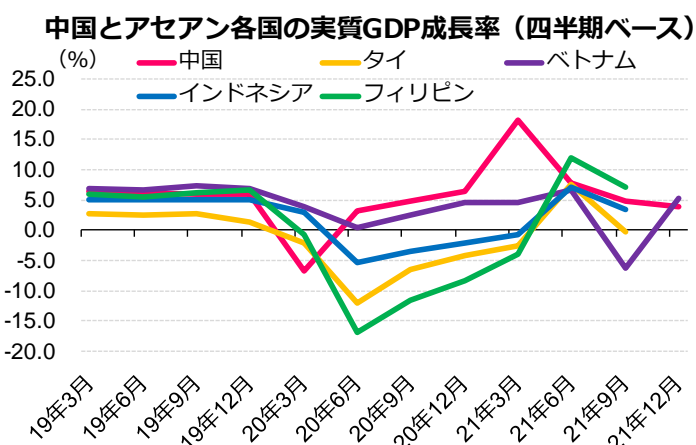
府指導部は昨年末の中央経済工作会議で、2022年は経済の安定維持を最重要視する方針を示しており、昨年12月の預金準備率と政策金利の引き下げに見られるように、金融政策は緩和的なスタンスに転換し始めた。また、中国は2月の北京冬季五輪や秋の共産党大会など重要イベントを控えているため、当局はインフラ投資の前倒しや減税などを含む景気対策を打ち出すことが予想される。中国本土・香港の株式市場は、ファンダメンタルズよりも信用サイクルや流動性に左右されやすいため、当局による金融緩和や景気対策は株式市場への資金流入を促しそうだ。

ベトナムは昨年「ゼロコロナ」政策の下で厳格な感染対策を行ってきたが、7～9月期のデルタ株感染拡大によって生産と消費活動が大打撃を被ったことで、9月末から経済活動に配慮した「ウィズコロナ」政策に転換した。その結果、新型コロナウイルスの新規感染者が増加しているにもかかわらず、10～12月期の実質GDP成長率は+5.22%と7～9月期の-6.17%から持ち直した。2022年は、「ウィズコロナ」政策の下で輸出・投資主導の成長が続くと見込まれるほか、当局による付加価値税の減税（2月より現行の10%から8%に引き下げ、2023年末までの時限措置）が景気全体を下支えそうだ。また、ベトナムの消費者物価指数（CPI）は足元1.8%前後と低水準で推移しており、当局が短期的に金融緩和を見直す可能性が低いことから、株式市場の活況は当面続く公算が大きいと見ている。

一方、インドネシアは経常赤字体質、フィリピンはインフレ圧力、タイは観光需要の回復遅れと政情不安がそれぞれのリスク要因になっており、中国とベトナムに比べてファンダメンタルズが弱い状況だ。これらの国は2022年前半も経済の伸び悩みが予想されるものの、パンデミックが収束した場合は年後半から消費回復期待が一気に高まる可能性もある。当面は米国の利上げペースと各国の経済状況を確認しながら、小売や観光、ホテル、外食関連企業の業績回復に期待したい。

## ● 世界的な景気回復で台湾の半導体・電子部品企業に恩恵か

米国の金融正常化がアジア新興国市場に与える悪影響が懸念される中、台湾のように世界的な景気回復で恩恵を受ける市場もある。台湾の代表的な株価指数である加権指数は昨年約24%上昇し、半導体需要の急増を追い風にTSMC（台湾：2330）やメディアテック（台湾：2454）が過去最高値・最高益を更新した。2022年は、クラウド各社による設備投資の拡大、拡張・仮想現実（AR・VR）に関連するデバイス需要の増加、EV・自動運転技術の普及などを背景に半導体不足が続くと予想され、台湾の半導体・電子部品企業は世界的な景気回復を追い風に成長を続ける公算が大きいと見ている。

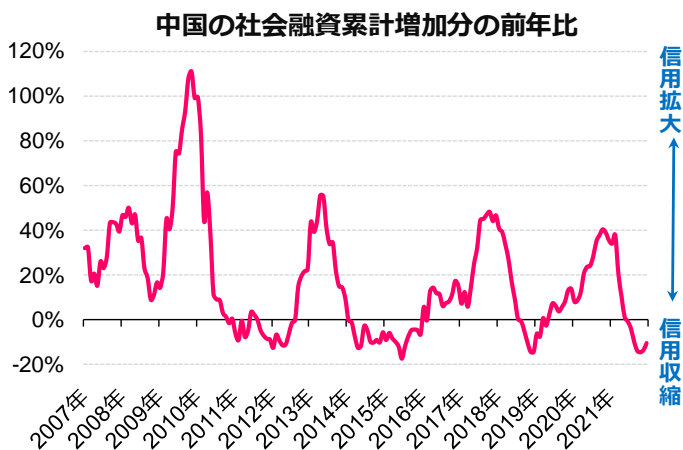


【出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】

## ● 2022年は債務圧縮から安定成長に政策転換、ゼロコロナ政策がリスク要因

昨年、中国は圧倒的な供給力により世界の需給ギャップを埋め、元高にもかかわらず輸出の増加額が驚異的な7740億米ドルに達した。景気刺激を強化する欧米先進国とは対照的に、中国当局は不動産部門を中心に債務圧縮を進めたほか、局地的なロックダウンや電力不足なども年後半にかけて景気下押しに強く働いた。

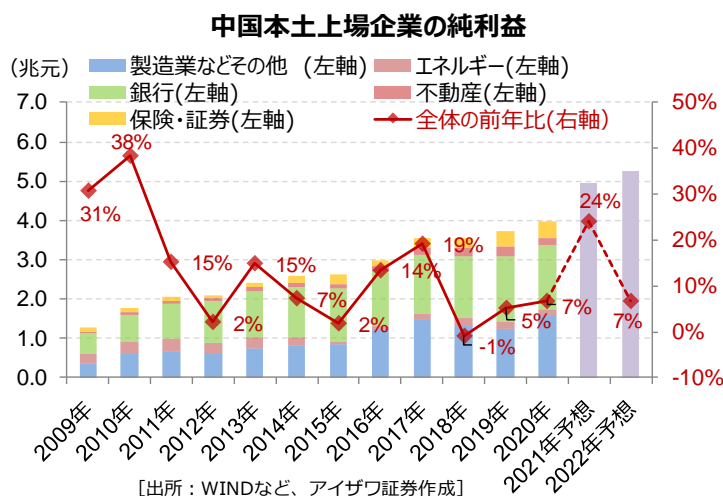
2022年、中国は秋の共産党大会に向けて安定成長路線に大きく転換しており、信用サイクルが上向き始めている（右図参照）。世界経済の正常化が加速するなか、中国の輸出は引き続き堅調さを維持できよう。固定資産投資については、不動産投資は信用サイクルが上向いてから6～9カ月後に底打ちする傾向があり、その間今まで抑制してきたインフラ投資が拡大しそうだ。インフラ投資の主な対象としては、再生可能エネルギーや次世代送電網、保障性住宅、AI・クラウドなどが考えられる。その一方、新型コロナウイルスの感染対策は消費動向を左右するキーファクターとして大きな試練に直面しており、当局は内需拡大を促すために農村振興や新エネルギー車などに関する新たな消費刺激策を打ち出す可能性がある。金融面では、負債比率の高い一部の不動産デベロッパーがデフォルトに陥ったものの、当局の指導下で再編や債務処理を行う見通しとなっている。一連の政策支援によって、中国経済は2022年1～3月期を底に持ち直し、消費の回復度合い次第で実質GDP成長率は潜在成長率（5.3～5.7%、中国社会科学院推定）近辺にたどり着くシナリオが描かれる。



## ● 中国本土株はバリュー株とグロース株の循環物色で4年連続上昇にトライ

2021年の中国本土株式市場は、信用収縮で上海/深センCSI300指数に代表される大型バリュー株がほぼ横ばいであったが、中小型成長企業を中心にA株全銘柄指数（浮動株時価総額ベース）は+9%と3年連続の上昇となった。また、株式時価総額や売買代金、IPO件数、資金調達金額、海外からの資金流入額はいずれも史上最高となるなど、資本市場はIPO登録制への移行を起爆剤に活況を呈した。

2022年、信用拡大や海外からの資金流入、生産者物価の伸び率鈍化、企業規制の一段落に加えて、CSI300指数の予想PERも14倍と割安な水準にあるため、中国本土株は4年連続の上昇にトライする可能性がある。投資スタイルとしては昨年のグロース一辺倒からバリュー株とグロース株の循環物色にシフトすることが想定される。また、企業利益の伸びは大きく減速するものの、小幅な増益が見込まれ（右上図参照）、「共同富裕」政策を追い風に内需関連株の注目度が高まりそうだ。





## 2022年のASEAN経済・株式市場見通し ● 明松 真一郎

### ● コロナ感染状況と2021年のASEAN経済

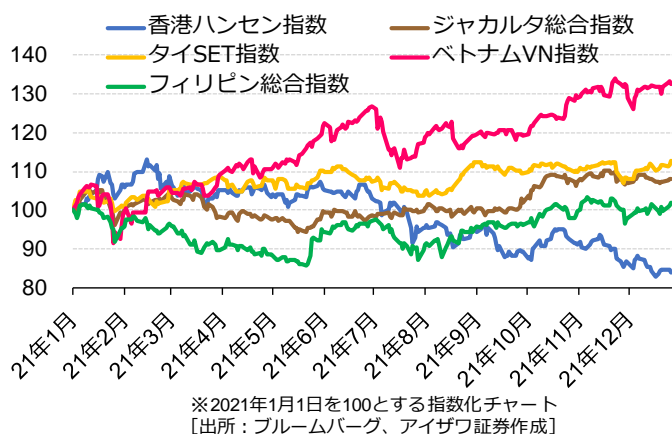
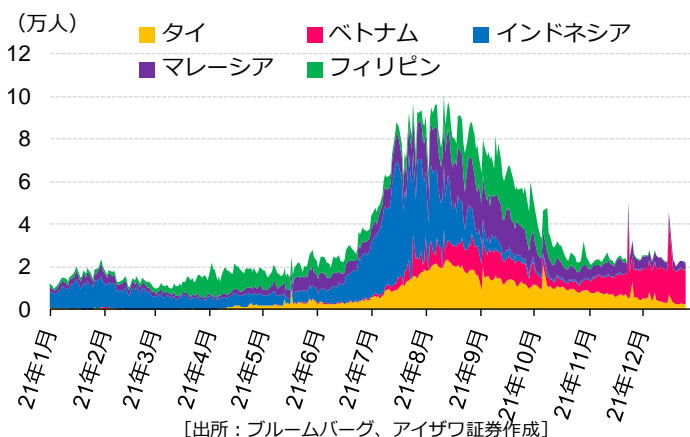
2021年のASEAN市場は、2020年に続いて他の先進国と同様にコロナ問題に振り回された。2020年はコロナ対応によって、「コロナ封じに成功した国」と「失敗した国」がはっきりと二極化していたが、2021年は感染時期などの違いはあったものの、同じように一喜一憂させられる1年であったといえる。ただ、前年に比べてワクチン接種が進んだことなどから、多くの国では2021年のGDP成長率が前年に比べて改善。各国ともにコロナ問題への耐性が進んできたといえよう。

景気の落ち着いた一方で、インフレ進展に対する懸念が出始めている。供給不足、物流の混乱、エネルギー高などによって、世界全体にインフレ傾向が強まっている。2021年12月CPIが約39年ぶりのインフレ水準となった米国をはじめ、ASEAN各国でも概ねインフレ基調だが、問題はアジア新興国は先進国以上にインフレに弱いことだ。今後、経済活動の正常化の進展が予想される反面、インフレへの懸念もあり、物価動向は注目ポイントのひとつになると予想される。また、金融政策も注目だ。各国の経済回復状況や米国の金融政策によっては予定変更の可能性もあるが、近いうちにインドネシア、マレーシア、フィリピンが利上げに踏み切る可能性が高いとみられている。

コロナ、インフレ、金融政策など不安要素が多いなかで、他の国に比べて安定成長が期待できるのがベトナムだ。後述するRCEP発効による交易拡大なども加味すれば、株式市場も経済状況に引っ張られるかたちで成長するとみており、鉄鋼、工業団地、消費などの関連企業が有望とみている。

### ● 2022年に発効したRCEPや選挙の行方も注目点に？

2022年1月1日、長い年月をかけて協議を重ねてきたRCEP（東アジア地域包括的経済連携協定）が発効した。ASEAN、日本、中国、韓国など15カ国による経済連携で、この発効により世界のGDPの約3割を占める巨大な自由貿易圏が誕生したことになる（韓国は2月から発効）。国によって温度差があるものの、2022年以降、協定国や周辺国間の交易拡大が期待できそうだ。そのほか、選挙も注目ポイントのひとつで、アジアでは3月に韓国、5月にフィリピンで大統領選挙の実施が予定されている。このうちフィリピンでは、当初出馬がほぼ確実とみられていたサラ氏（現大統領ドゥテルテ氏の娘）が出馬を取りやめたが、5月本番まで二転三転する局面が出てきそうだ。アジア新興国は、トップ交代によって政策が転換されるケースが多いため、トップが交代した以降（フィリピンは任期満了のため、ドゥテルテ大統領から他の人員に交代する予定）に、どのような政策が示されるかが注目される。





## 走り出したハノイメトロ ● 北山 亨(JSI、ハノイ在勤)

工事着工から10年、ハノイメトロ（2A号線）が昨年11月6日（土）に開業した。ハノイメトロはベトナムで初めての都市鉄道だ。今回は開業初日の様子をレポートしたい。

### ● ハノイメトロに乗ってみた

筆者はオープニングセレモニーに合わせて、始発駅であるカットリン駅に向かった。朝7時前であったが、会場の周りにはすでに警察が集まっており、政府関係者のものと思われる黒い車両も止まっていた。セレモニーは駅構内の改札前で行われたが、筆者はパスを持っておらず追い返された。



（写真=JSI撮影）2A号線は中国からの多額の開発援助を受け完成した。

駅前で待っていると日系企業に勤めるブオンさんと出会った。話を聞いてみると、駅から5kmほど離れたところに住んでおり、今日はメトロの開通をインターネットで発信するために来たとのこと。彼と同じくネット配信のためにメトロを訪れている人が何人かいた。中には髪の毛にカールを巻いたままの女性もいた。カメラ写りを気にしているのだろうか？



（写真=JSI撮影）駅の至る所で撮影が行われ、駅構内では編集作業が行われていた。

セレモニーは8時半ごろに終わり、関係者が続々と外に出てきた。ブオンさんの話によると建設省の大臣も参加したそうだ。一般人の乗車の準備ができたため、筆者はエスカレーターで2階の改札に向う。開業日から15日間は乗車無料となっており、駅の係員からICカードの切符を受け取った。初乗り運賃は市内のバスが7000ドンに対し、メトロは8000～1万5000ドンと少々割高だ。ICカードに慣れていない人も多く、改札で何度も引っかかっていた。その都度、係員が案内している。



(写真=JSI撮影) ICカードを改札にタッチして入場し、退場する時はカードを改札に吸い込ませる。

改札を抜けプラットフォームに向かうと、真新しい緑色の車両が現れた。さっそくメトロに乗り込む。車内では初めてのメトロに興味津々な乗客の様子が伝わってきた。「まさかメトロが私の街にできるとは」といった心境だろうか。インタビューも至る所で行われている。興味深かったのは、「ホーチミン市で日本が支援しているメトロより、中国が支援したメトロが先に開通したがどう思うか」という質問だ。2021年1～10月の対越投資額は日本が中国を上回り、第3位につけている。ハノイ周辺の工業団地にも多くの日系企業が入居しており、日本への注目度を表している質問だと筆者は受け取った。



(写真=JSI撮影) 報道陣が興奮した車内の様子を次々に写真に収めていく。

メトロは終点のイエンヤ駅に着いた。乗客はそのまま反対側のプラットフォームに向かう。途中駅で下車する人もいたが、来た道に戻る人がほとんどだ。物珍しさにまず乗車したという人が多いのだろう。



(写真=JSI撮影) ホームに列車が入ってきた時の乗客たちの興奮は十分に伝わってくる。

ハノイではコロナ禍で市民のライフスタイルが少しずつ変わってきている。直近はガソリン価格の高騰や、自身の健康を意識して自転車に乗る人も少しだが増えている。そんな中、メトロが開通した。バイクで溢れた発展途上国らしいハノイの風景は変わっていくかもしれない。メトロが根付いていくのか注目していきたいと思う。



## 東方電気 ● 王 曦

Dongfang Electric Corporation Ltd

業種：産業用設備

### ● 中国の大手発電設備メーカー

東方電気（以下、同社）は、中国の大手発電設備メーカー。発電効率が高い超々臨界圧発電や原子力発電設備に強みを持ち、水力や風力発電設備などの製造販売も手掛ける。各種発電設備の生産量は世界有数の規模。2021年上半期の売上構成は、高効率クリーンエネルギー（火力・原子力発電）設備が27.2%、再生可能エネルギー（水力・風力発電）設備が34.6%、エンジニアリング・貿易が11.3%、発電所メンテナンスや金融関連など現代製造サービス業が10.4%、燃料電池や環境保護製品、電力システムなど新興成長産業が16.4%。地域別では国内が91.8%、海外が8.2%。

### ● 2021年1～9月期決算は増収増益、新規受注は2割増

2021年1～9月期決算は、売上高が前年同期比23.4%増の334.2億元、純損益が同39.0%増の18.7億元と増収増益。高効率クリーンエネルギー（主に火力発電）設備の売上高と売上比率は減少・低下した一方、風力発電設備や脱硫装置など環境保護製品の販売が大幅に増加して好決算に寄与した。全体の粗利益率は前年同期比0.4ポイント低下の19.0%だった。主要製品である発電設備の生産量は同49.2%増の2677.3万キロワット、新規受注額は同20.0%増の469.8億元と好調に推移し、世界最大の水力発電機（白鶴灘水力発電所の100万キロワット発電機）や6メガワット級の陸上風力発電機、10メガワット級の海上風力発電機などを納入した。

### ● 脱炭素と新型電力システムの整備が業績の追い風に

2021年以降、中国政府は脱炭素の「3060目標」（二酸化炭素の排出について2030年までにピークに達し、2060年までに実質ゼロを目指す）に向けて新型電力システム関連の投資を拡大させている。その主な投資対象として、風力や太陽光、揚水発電（※）設備、燃料電池設備、スマートグリッドなどが挙げられ、国家エネルギー局の予想によると風力と太陽光の発電容量は2030年に現在の2倍（合計で12億キロワット）、揚水発電の発電容量は同4倍（1.2億キロワット）に拡大する見通しだ。今後新型電力システムの整備が行われていくなかで、風力と揚水発電設備、燃料電池に強い同社の受注拡大と業績成長の加速が見込まれる。

#### 株式データ

2022/1/21 現在

株価	11.24香港ドル
売買単位	200株
時価総額	663億5730香港ドル
予想 PER	10.06倍
ROE	7.64%
52 週高値	14.82香港ドル
52 週安値	5.61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
'18/12	30,706	-8.1%	1,129	6.8%	0.37	0.11
'19/12	32,840	7.0%	1,278	13.2%	0.41	0.21
'20/12	37,283	13.5%	1,862	45.7%	0.60	0.18

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

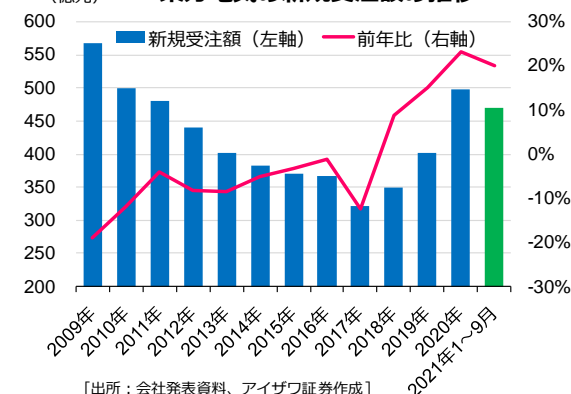
#### 株価チャート(週足2021年2月5日～2022年1月21日)



[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

#### 東方電気の新規受注額の推移



[出所：会社発表資料、アイザワ証券作成]

※揚水発電は水力発電の一種で、電力需要が少ないときに余剰電力を用いて下部貯水池から上部貯水池に水を汲み上げておき、電力需要が多い時間帯に発電する。





## 比亞迪 [BYD]

● 王 曦

BYD Company Limited

業種：自動車

## ● 中国の自動車・電子部品メーカー、電池技術に強み

比亞迪[BYD]（以下、同社）は、中国の自動車・電子部品メーカー。同社は1992年に深センで設立された民営企業で、創業当初は携帯電話向けにリチウムイオン電池を供給していたが、その後自動車分野に進出し、独自の電池技術を活かして中国を代表する新エネルギー車（NEV）メーカーに成長した。ウォーレン・バフェット氏が2008年に出資し、現在の保有比率は7.9%。2021年上半期の売上構成は、自動車及び関連製品が42.8%、携帯電話部品と組立サービスが48.0%、二次電池・太陽光発電が8.8%、その他が0.4%。

## ● 2021年1～9月期決算は原材料コスト上昇で増収減益

2021年1～9月期決算は、売上高が前年同期比38.3%増の1451.9億元、純利益が同28.4%減の24.4億元と増収減益。1～9月期のNEV販売台数（乗用車と商用車の合計）が同204.3%増の33.8万台と拡大したものの、原材料コストの上昇により売上原価が同51.8%増加したため、全体の粗利益率は前年同期の20.7%から13.0%に大きく低下した。一方、販売費と一般管理費、研究開発費がそれぞれ同20.7%増、22.0%増、7.0%増と販管費の伸びは限定的だった。自動車及び関連製品以外の事業では、携帯電話部品と組立サービス、二次電池・太陽光発電の売上高が拡大して全体の増収に寄与した。足元、同社の10～12月期のNEV販売台数は同238.0%増の26.6万台と好調に推移しており、2022年はNEVの販売拡大と販売単価の上昇が見込まれる。

## ● NEVの販売拡大やLFP電池の外販が業績の追い風に

現在、同社は「DM-i」と呼ばれるハイブリッドシステムを搭載したNEVの販売を拡大させており、中国のNEV市場で約17%のシェアを獲得した（2021年1～11月累計、前年は約14%）。また、同社は安価で安全性が高いリン酸鉄リチウム（LFP）電池を得意とし、第一汽車やトヨタ自動車向けに独自のLFP電池である「ブレード電池」を供給し始めたことから、NEVに加え電池の販売拡大も今後業績の押し上げ要因になりそうだ。NEVと電池事業以外に、同社は傘下のBYD半導体を深セン創業ボードにスピンオフ上場させる計画で、電源ICやIGBTなどパワー半導体に対する需要が高まる中で半導体事業の成長加速に期待したい。

## 株式データ

2022/1/21 現在

株価	260.80香港ドル
売買単位	500株
時価総額	8440億230万香港ドル
予想 PER	79.26倍
ROE	4.60%
52週高値	324.60香港ドル
52週安値	138.40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
'18/12	121,791	18.6%	2,542	-33.5%	0.93	0.20
'19/12	121,778	0.0%	1,357	-46.6%	0.50	0.06
'20/12	153,469	26.0%	4,018	196.2%	1.47	0.15

単位：百万元、ただし1株利益、1株配当は元

※純利益は株主に帰属する純利益から永久債の利払いを控除した数値

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

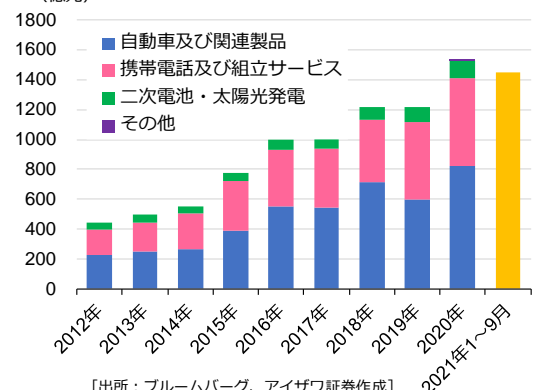
## 株価チャート(週足2021年2月5日～2022年1月21日)



[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

## BYDの事業別売上高の推移



[出所：ブルームバーグ、アイザワ証券作成]



## 国電南瑞科技

● 柳 林

NARI Technology Co., Ltd.

業種: 産業用設備

### ● 中国の大手電力設備メーカー

国電南瑞科技(以下、同社)は、中国政府系送電会社である国家电网(2020年フォーチュン・グローバル500社の3位)傘下の大手電力設備メーカー。送電網や電力産業に提供される送配電オートメーション機器、変電所設備、送電網セキュリティ、安全解析及び制御、電力関連ソリューションなどを手掛ける。超々高電圧(UHV)送電やスマートグリッド、パワーエレクトロニクスなど先端技術の運用に定評。2021年1~6月期の売上構成では、電網自動化及び工業制御が50.5%、保護リレー及びフレキシブル送電が18.6%、電力情報システムが18.4%、水力発電設備が7.0%、その他が5.3%。

### ● 1~9月期は大幅増益、送電網向けの投資拡大が寄与

2021年1~9月期の売上高は前年同期比15.6%増の232.3億元、純利益は同25.3%増の31.9億元と増収増益。1~9月期の粗利益率は28.4%と前年末とほぼ同じ水準だったものの、7~9月期から30.1%に上昇した。スマートグリッドなど電網自動化部門は安定成長を維持したほか、出力変動の大きい再生可能エネルギー(風力や太陽光)発電に対応できるフレキシブル送電部門の売上高が急拡大したことも好決算に寄与した。また、中国国内で送電網向けの投資が拡大したことを背景に、超々高電圧送電や海上風力発電所、電力システム保護など大型プロジェクトを相次いで落札したほか、ブラジルやチリ、ギリシャなど海外の電力プラントにも参入した。1~9月期の研究開発費は前年同期比19%増で、次世代送電システムやIGBTモジュール、蓄電などの開発に注力する計画。

### ● 新型電力システムの構築加速で恩恵

電力部門の二酸化炭素排出量は中国全体の約半分を占めており、中国は脱炭素の道筋として、再生可能エネルギーを中心とする新型電力システムの構築していく方針。2021年夏場以来の電力不足を機に、送電インフラのボトルネックの解消は急務となっている。第14次5カ年計画(2021年~2025年)の送電網投資額は3割増の3兆元以上に増額されると推定され、電力設備メーカーのリーディングカンパニーである同社は投資拡大で恩恵を受けると予想される。

#### 株式データ

2022/1/21 現在

株価	38.19元
売買単位	100株
時価総額	2130億6400万元
予想 PER	28.87倍
ROE	16.32%
52 週高値	47.87元
52 週安値	21.67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
'18/12	28,540	18.0%	4,162	28.4%	0.78	0.31
'19/12	32,424	13.6%	4,343	4.3%	0.78	0.24
'20/12	38,502	18.7%	4,852	11.7%	0.88	0.35

単位: 百万元、ただし1株利益と1株配当は元

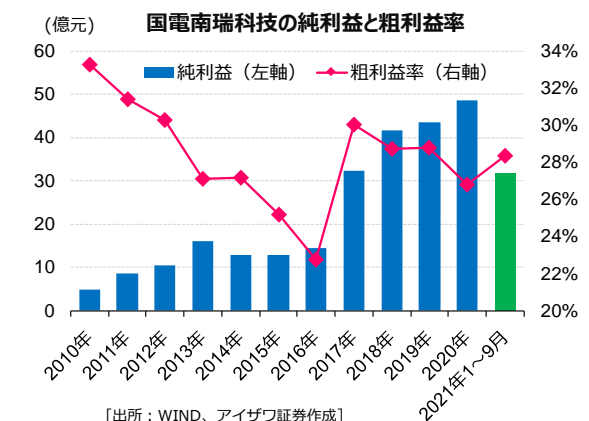
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

#### 株価チャート(週足2021年2月5日~2022年1月21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: WIND、アイザワ証券作成]



## 宜賓五糧液 ● 柳林

Wuliangye Yibin Co., Ltd.

業種：食品・飲料

### ● 中国2大高級酒ブランドの一角

宜賓五糧液（以下、同社）は、中国四川省宜賓市を本拠地とする老舗の酒造メーカーで、貴州茅台酒に並ぶ中国2大高級酒ブランドのひとつ。「五糧液」はコーリャン、もち米、うるち米、トウモロコシ、小麦など5つの穀物を原料としており、特殊な自然環境で育った独自の濃厚な香りが特徴。主力製品である「五糧液52度」（アルコール度数52%・500ml/小売り価格は1000元前後）を中心とした五糧液シリーズのほか、五糧液ブランド以外の酒類や飲料も販売している。

### ● 2021年1～9月期決算は増収増益

2021年1～9月期決算は、売上高が前年同期比17.0%増の497.2億元、純利益が同19.1%増の173.3億元と増収増益。そのうち7～9月期は、売上高と純利益がそれぞれ同10.6%増と11.8%増にとどまった。中国中部の洪水や新型コロナの感染防止に伴う局地的なロックダウンが重なり、飲食サービス業に悪影響を及ぼしたと見られる。ただ、主力製品である「五糧液52度」の販売比率上昇や最上位ブランドである「クラシック五糧液」（小売価格は2000元以上）の市場投入、販売チャンネルの再構築などが奏功し、7～9月期の粗利益率は前年同期の74.5%から76.1%に上昇した。また、1～9月期の顧客からの受領額は前年同期比34.7%増の519.6億元と大きく伸びており、同社製品に対する根強い需要が示唆される。2桁成長を続け、業界平均を上回るという2021年の同社の業績目標は達成できる模様だ。

### ● 「共同富裕」と中間層の消費拡大が業績の追い風に

2022年、中国の「ゼロコロナ」政策は続くものの、金融緩和や消費の持続回復に重点を置く政策運営が予想されるため、個人消費を取り巻く市場環境は改善に向かう見通しだ。また、中国の1人当たりGDPは12700米ドル（2021年）に達しており、政府当局は中間層の消費拡大を図る「共同富裕」政策を打ち出した。このような政策の下で中長期的に見れば、GDP全体に占める消費のウェイト向上や消費の高度化が促進される見通しで、圧倒的なブランド力を強みに持つ同社にとって業績拡大の追い風となりそうだ。

#### 株式データ

2022/1/21 現在

株価	217.26元
売買単位	100株
時価総額	8433億1820万元
予想 PER	29.69倍
ROE	26.24%
52 週高値	357.19元
52 週安値	192.43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
'18/12	40,030	32.6%	13,384	38.4%	3.47	1.70
'19/12	50,118	25.2%	17,402	30.0%	4.48	2.20
'20/12	57,321	14.4%	19,955	14.7%	5.14	2.58

単位：百万元、ただし1株利益、1株配当は元

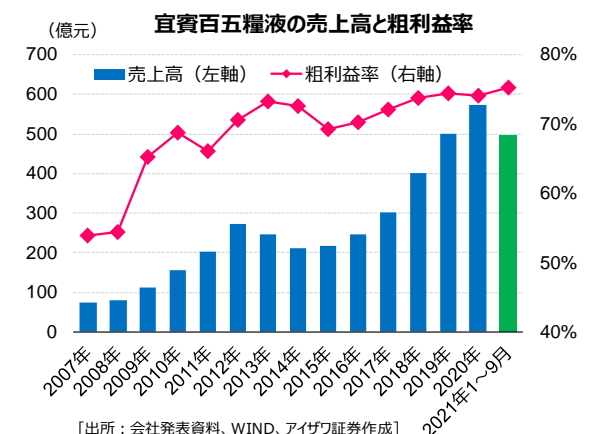
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

#### 株価チャート(週足2021年2月5日～2022年1月21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：会社発表資料、WIND、アイザワ証券作成]



## APタイランド ● 明松 真一郎

AP Thailand PCL

業種:不動産

### ● タイの大手不動産開発会社

APタイランド(以下、同社)はタイの大手不動産デベロッパーで、低層住宅や戸建て住宅、マンション(コンドミニウム)などの開発、販売を行っている。2022年1~9月期の住宅販売形態別売上高区分(ジョイントベンチャー案件分を含む)は、低層住宅が93.6%、コンドミニウムが6.4%。2016年4月には、日本企業・三菱地所レジデンス株式会社と合併会社を設立したほか、2020年8月には三菱地所がタイに現地法人「三菱地所タイ」を設立。今後、三菱地所ブランドを武器に、共同開発で、販売拡大を目指していく。

### ● 2021年1~9月期は小幅増収増益に

2021年1~9月期決算は、売上高が前年比3.8%増の242.9億バーツ、純損益は同8.1%増の35.5億バーツと小幅増収増益であった。新型コロナ禍での景気低迷を考えれば良好な決算であったといえよう。同社の販売しているのは、主に外国人投資家を対象としたコンドミニウムと、タイ人向けの低層・戸建て住宅だが、新型コロナウイルス禍に伴う海外からの渡航規制強化によって、海外からの訪問者が減少、外国人中心のコンドミニウムが落ち込んだ一方で、低層住宅は好調で増収増益を支えた。

なお、タイの不動産業界には物件完成前に売買する「プレセール取引」という商慣習があり、一般的となっている。同社でも多く利用されているが、2021年1~9月期の同社プレセール取引は低層住宅が前年同期比20.8%増、コンドミニウムが同37%減とはっきりと明暗が分かれた。プレセールにおいても低層住宅がこの度の同社の増収増益を牽引したといっていよう。

### ● 今後の往来回復にも期待か?

2021年11月27~28日に、同社は2ブランド9件の低層住宅新規プロジェクトの予約販売会を開催した。販売総額は約50億バーツと見込まれており、2021年以降も低層住宅の好調が続くそう。また、タイの政策金利が過去最低の0.5%と低いことも、不動産業界にとって追い風だ。低金利下で好調な国内勢に加えて、今後徐々に海外投資家を中心としたコンドミニウムの販売も回復に向かうと予想される。

#### 株式データ

2022/1/21 現在

株価	9.25バーツ
売買単位	100株
時価総額	297億2880万バーツ
予想PER	6.89倍
ROE	15.20%
52週高値	9.9バーツ
52週安値	7.06バーツ

#### 業績推移

【連結】

決算期	経常収入	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
'20/12	29,888	25.6%	4,227	37.8%	1.34	0.45

単位:百万バーツ、ただし1株利益、1株配当はバーツ

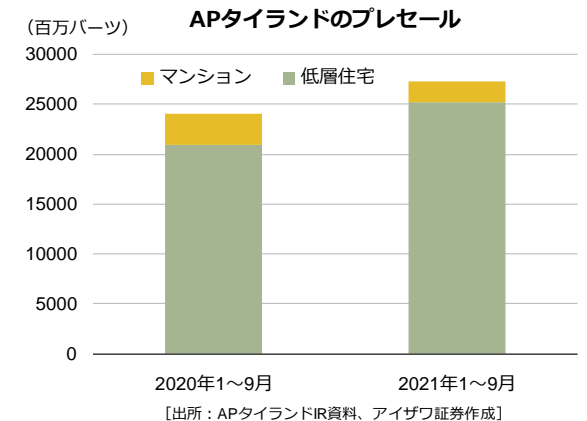
※1株配当は株式分割・併合等調整済み

#### 株価チャート(週足2021年2月5日~2022年1月21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: APタイランドIR資料、アイザワ証券作成]



## ジャサ・マルガ

● 明松 真一郎

PT Jasa Marga (Persero) Tbk.

業種：高速道路

### ● インドネシア最大の高速道路運営会社

ジャサマルガ（以下、同社）はインドネシアの高速道路運営会社で、2021年9月末時点で一部開通も含めて34の高速道路の運営管理を行っており、その総距離数は124kmに上る。また、2021年10月時点で同社が運営している高速道路の国内シェアは51%と国内最大。筆頭株主はインドネシア政府で、2021年12月現在の持ち株比率は70%。

### ● 2021年1～9月期は小幅増収、大幅増益に

2021年1～9月期決算は、売上高が前年同期比20.8%増の8兆2595億ルピア、純利益は同4.8倍の7494億ルピアであった。国内の新型コロナウイルス問題による往来自粛があったものの1月と8月に一部の高速道路料金が引き上げられたことなどが大幅増益に寄与した。また、8月23日に全長9.3kmの高速道路開通を正式発表、これによって、ジャカルタ経済特区とタンジュンプリオク港のアクセスの改善や、交通量の増加につながると予想される。この開通を含めて、交通インフラの改善は同社の収益機会の向上に寄与しそうだ。

### ● 首都機能移転計画によって新たなビジネスチャンスも

2019年5月にジョコ大統領が再選を果たしたのち、これまで長期にわたって議論されてきた「首都機能移転計画」を実行するとの発表を行なった。しかしその後コロナ問題の混乱で移転作業が遅れていたが、1月17日に国家開発庁企画庁長官であるスノリソ氏が新首都名を「ヌサンタラ」にすると発表した。2024年に政府機関の移転を開始し、2045年までに完全移転を完了するという計画に向かって進み始めたともみてよいらう。

なお、移転先とされているのがカリマンタン東部のバリクパパンだ。今後、カリマンタンを中心に新たな交通インフラや都市機能の整備が進むと予想される。新型コロナの蔓延や環境問題など逆風が多い中でプロジェクトを実行できるのか、ジョコ大統領の手腕とリーダーシップが注目される。国土全体の活性化や持続的な成長につながりうるという点で、今後のプロジェクトの行方が注目される。同社にとっても交通インフラの整備、拡充など、新たなビジネスチャンスにつながるとみている。

#### 株式データ

2022/1/21 現在

株価	3620ルピア
売買単位	100株
時価総額	26兆2735億ルピア
予想 PER	23.65倍
ROE	2.65%
52 週高値	4740ルピア
52 週安値	3250ルピア

#### 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	36,974	5.4%	2,203	0.1%	303.48	45.52
'19/12	26,345	-28.7%	2,207	0.2%	304.10	15.20
'20/12	13,704	-48.0%	501	-77.3%	69.04	0

単位：十億ルピア、ただし1株利益、1株配当はルピア

※1株配当は株式分割・併合等調整済み

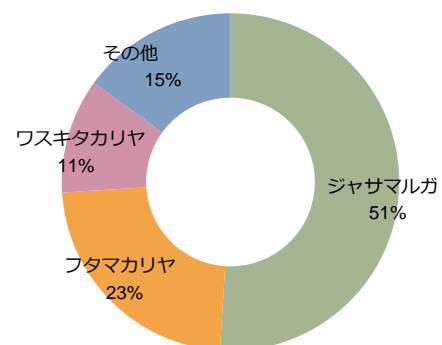
#### 株価チャート(週足2021年2月5日～2022年1月21日)



[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

##### 有料道路の企業別シェア



※2021年10月末時点 [出所：JSMR IR資料、アイザワ証券作成]



## ● アジア主要国の経済統計（2021年12月末現在）

	日本			中国			台湾			韓国			シンガポール		
	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)
実質GDP成長率 (%)	0.0	-4.6	2.4	6.0	2.3	8.0	3.0	3.1	5.9	2.2	-0.9	4.3	1.3	-5.4	6.0
1人当たりGDP (米ドル)	40,690	40,089	40,704	10,170	10,511	11,891	25,936	28,358	33,402	31,937	31,638	35,196	65,641	59,795	66,263
外貨準備高 (億米ドル)	13,238	13,947	14,058	32,229	33,565	342,691	4,781	5,299	5,484	4,088	4,431	4,631	2,795	3,623	4,179
経常収支 (億米ドル)	1,765	1,644	1,769	1,029	2,740	2,771	652	951	1,228	597	753	813	534	598	601
時価総額 (億米ドル)	62,787	68,091	66,197	128,662	174,222	190,671	13,427	17,819	22,844	14,415	21,037	21,509	4,954	4,456	4,451
	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 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)	2019	2020	2021 (予)
実質GDP成長率 (%)	2.3	-6.1	1.0	4.4	-5.6	3.5	5.0	-2.1	3.2	6.1	-9.6	3.2	7.1	7.0	1.6
1人当たりGDP (米ドル)	7,816	7,188	7,809	11,231	10,231	11,125	4,196	3,922	4,225	3,512	3,323	3,492	3,398	3,523	3,743
外貨準備高 (億米ドル)	2,243	2,581	2,460	1,036	-	-	1,292	1,359	1,459	879	1,048	1,077	780	944	1,052
経常収支 (億米ドル)	382	176	-27	128	143	141	597	753	813	-30	130	15	125	125	67
時価総額 (億米ドル)	5,414	5,224	5,794	3,999	4,329	4,116	5,234	4,926	5,753	2,705	2,672	2,747	1,875	2,295	3,398

※データは一部予想値を含む

[出所：IMF、ジェトロ、アイザワ証券作成]

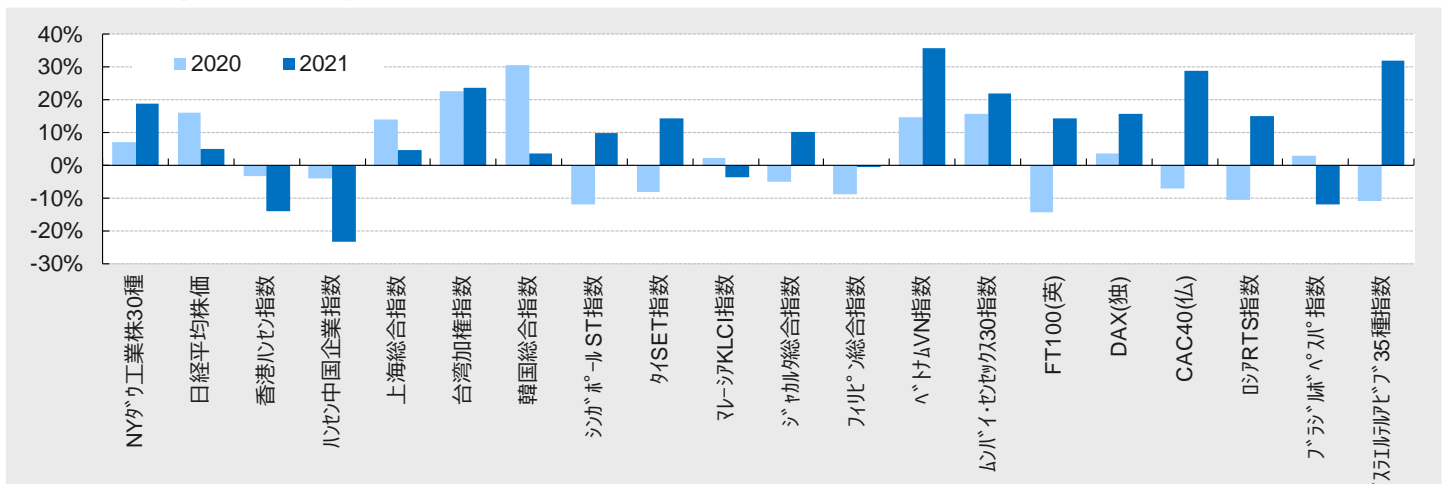
## ● アジア主要市場の時価総額トップ5（2021年12月末現在）

香港 (単位：億円)				台湾 (単位：億円)				韓国 (単位：億円)			
順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	ティッカー	銘柄名	時価総額
1	700	テンセント	648,131	1	2330	TSMC	663,084	1	005930	サムスン電子	452,242
2	939	中国平安保険	201,895	2	2454	メディアテック	79,111	2	000660	SKハイニックス	92,269
3	3690	美团点评	204,209	3	2317	鴻海精密工業	59,948	3	035420	Naver [ネバ-]	60,075
4	1288	中国建設銀行	182,193	4	2881	フボン・フィナンシャルHD	37,452	4	207940	三星バイオロジックス	57,805
5	2318	中国農業銀行	160,676	5	6505	フォルモサ・ペトロケミカル	37,985	5	035720	カカオ	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)			
順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	ティッカー	銘柄名	時価総額
1	DBS	DBSグループHD	71,608	1	PTT	タイ石油公社 [PTT]	37,445	1	MAY	マラヤン・バンキング	27,244
2	OCBC	OCBC	43,712	2	AOT	タイ空港公社	30,063	2	PBK	パブリック・バンク	22,313
3	UOB	UOB	38,395	3	ADVANC	アドバンスト・インフォ	23,597	3	PCHEM	ペトロナス・ケミカルズ	19,719
4	JM	ジャーディン・マセソンHD	33,927	4	GULF	カルフ・エナジー・デベロップメント	18,519	4	IHH	IHHヘルスケア	17,842
5	ST	シンガポール・テレコム	32,698	5	CPALL	CPオール	18,285	5	CIMB	CIMBグループHD	15,393
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)			
順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	ティッカー	銘柄名	時価総額	順位	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	72,569	1	SM	SMインベストメンツ	25,649	1	VCB	ベトコムバンク	18,807
2	BBRI	バンク・ラヤット・インドネシア	50,138	2	SMPH	SMプライム	9,790	2	VIC	ビンググループ	18,249
3	TLKM	テルコム・インドネシア	32,273	3	BDO	バンク・デ・オロ・ユニバンク	5,293	3	VHM	ビンホームズ	18,006
4	BMRI	バンク・マンディリ	26,436	4	AC	アヤラ	5,150	4	HPG	ホアファットグループ	10,466
5	ASII	アストラ・インターナショナル	18,608	5	ALI	アヤラ・ランド	5,392	5	MSN	マッサングループ	10,180

※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]



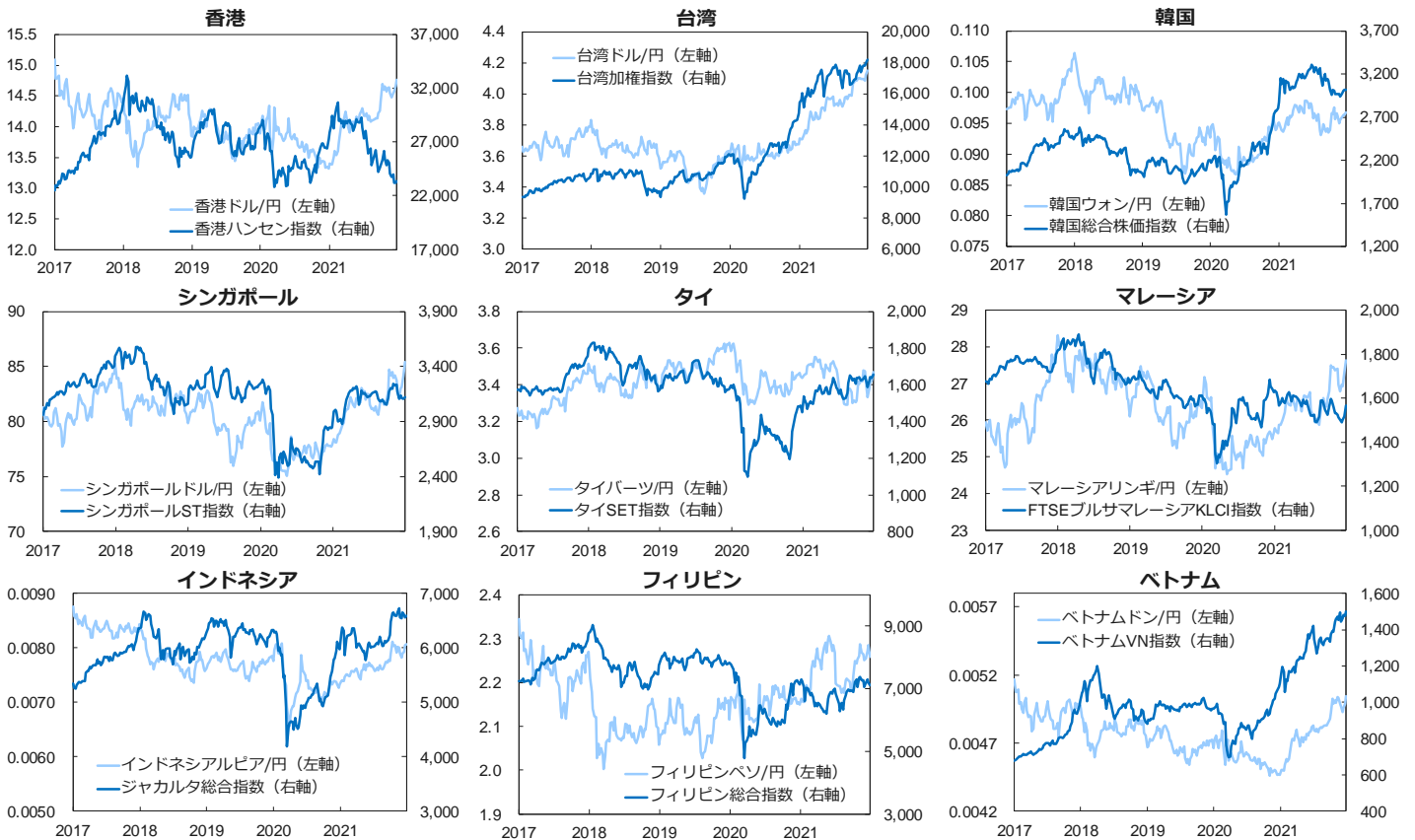
## 2022年の注目イベント

日程	開催国等	内容	日程	開催国等	内容		
1月	1日	日本/中国/ASEAN	東アジア地域包括的経済連携（RCEP）協定発効	7月	21日	欧州	ECB（欧州中銀）理事会
	5-8日	米国	家電見本市（CES）		26日～27日	米国	FOMC（連邦公開市場委員会）
	20日	米国	バイデン大統領就任1年		月内	米国	FRB議長の議会証言
	25-26日	米国	FOMC（連邦公開市場委員会）	8月	24日～28日	世界	国際ゲーム見本市（ゲームズコム）
	30日	ポルトガル	大統領選挙		月内	米国	ジャクソンホール会議
31日～2月6日	中国	春節休暇	9月	2日～6日	世界	家電展示会IFA2020	
2月	3日	欧州		ECB（欧州中銀）理事会	8日	欧州	ECB（欧州中銀）理事会
	4～20日	中国		北京冬季五輪	11日	スウェーデン	スウェーデン総選挙
	6日	英国		エリザベス女王即位70周年	10日～25日	中国	杭州アジア競技大会
	28日～3月3日	バハマ		モバイル見本市（MWC）	20日～21日	米国	FOMC（連邦公開市場委員会）
月内	米国	FRB議長の議会証言	10月	1～7日	中国	国慶節休暇	
上旬	中国	全国人民代表大会		10日	米国	半期為替報告書提出	
4日～13日	中国	北京冬季パラリンピック		30日～31日	バリ島	G20首脳会議	
9日	韓国	韓国大統領選挙		月内	中国	七中全会	
4月	4日	日本	東証が新市場区分へ一斉移行	11月	1日～2日	米国	FOMC（連邦公開市場委員会）
	15日	米国	半期為替報告書提出		8日	米国	中間選挙
	21～30日	中国	北京モーターショー		11日	中国	「独身の日」ネット商戦
月内	中国	広州交易会（春）	7日～18日		エジプト	国連気候変動枠組み条約締結国会議（COP27）	
9日	フィリピン	フィリピン大統領・議会選挙	下旬		米国	ブラックフライデー年末商戦	
5月	18日	中国	「618」ネット商戦	12月	10日	スウェーデン	ノーベル賞授賞式
		月内	米国		ゲーム見本市（E3）	月内	中国

※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]

## 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。