



ASIA

MONTHLY

アジア・マンスリー

2022

12月号

(2022年12月12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
ゼロコロナ緩和と不動産救済に舵を切る中国
中国の信創産業とIT設備・ソフトの国産化
ベトナム株式市場の下落要因と見通し
- **コラム**.....7
不祥事相次ぐベトナムの不動産企業
- **銘柄研究**.....8~10
上海国際機場
TCL 中環新能源科技
カルベファルマ
- **統計データ**.....11



中国

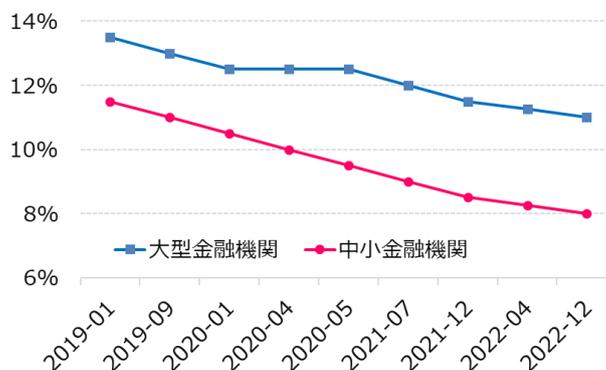
マーケット動向 中国本土市場

● 柳 林

11月の中国本土市場は、上海/深センCSI300指数が9.8%高と4か月ぶりに急反発した。10月の経済指標の悪化に後押しされた形で、中国当局は景気の重石となっているゼロコロナ政策と不動産規制について実質的な緩和措置を発表した。それを受けて、株式市場のリスクオフムードは大きく後退し、ドル高・人民元安の一服や預金準備率の引き下げも相場の支援材料となった（右図参照）。不動産上場企業に対する資金調達支援により不動産市場の正常化期待が急速に膨らみ、銀行を含めた不動産関連セクターは全面高となり相場の反発を主導した。

中国当局は既にゼロコロナ政策の終結を視野に入れていると思われ、共産党大会後に規制から経済成長重視へと政策を転換し始めた。足元、新型コロナウイルスの感染再拡大で長引く行動制限に対して、国民の不満は増大しており、一部地域で抗議デモに拡大している。大規模な行動制限がますます非現実的になる中、こうした抗議デモや経済情勢の悪化はゼロコロナ政策の終結を早める可能性があると考えられる。

中国の法定預金準備率の推移



※実施日ベース 【出所：WIND、アイザワ証券作成】

香港

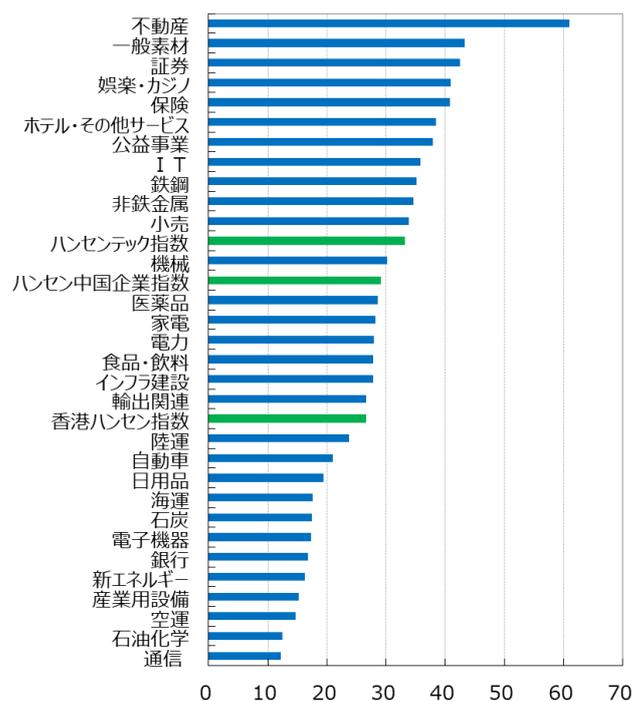
マーケット動向 香港市場

● 王 曦

11月の香港株式市場は、中国当局によるゼロコロナ政策の実質緩和と不動産救済計画が好材料視され、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+26.6%と+29.1%と大幅に反発した。香港メインボードの一日あたりの売買代金は約1,400億香港ドルと前月に比べて約34%増加し、特に支援策が発表された後の14日、15日の売買代金は2,000億香港ドル以上に膨らんだ。

業種別の月間騰落率を見ると、11月は資金繰りの改善期待で「不動産」の株価が60%以上急騰し、その中でカントリー・ガーデン（香港：2007）など月間で株価が3倍になった大手不動産デベロッパーも見られた。また、その波及効果によって「一般素材」（建材）や「鉄鋼」、「機械」（建機）、「家電」などの不動産関連業種は軒並み大幅高になり、ゼロコロナ政策の実質緩和で恩恵を受ける「娯楽・カジノ」や「ホテル・その他サービス」、「小売」などの消費関連業種にも物色が広がった。

香港上場の中国株の業種別月間騰落率（11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：ブルームバーグ、アイザワ証券作成】



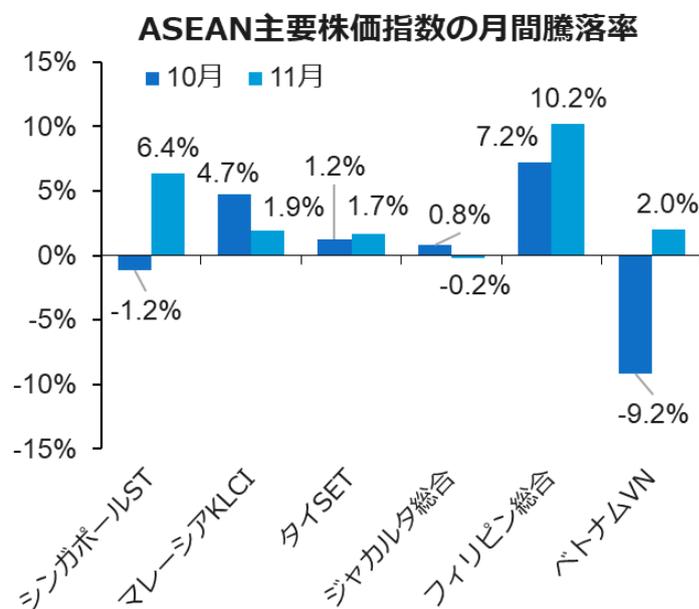
マーケット動向 ASEAN市場

● 明松 真一郎

2022年11月のアジア新興国は、前月までと同様にインフレ、利上げの流れが続く一方で、規制緩和も行う、というアメとムチの政策が併存する中では、様々な政策運営が目立つ。3日には、マレーシア、17日にはフィリピンとインドネシア、30日にはタイが、ともに利上げを発表した。特に、インドネシアは4会合連続、フィリピンは今年6回めの利上げで、かなり急ピッチとなっている。利上げペースの早さから、両国はかなりインフレ対応、通貨の安定を意識していると思われる。

米国ではインフレが直近の最高時点からいくぶん鎮静化していることで、利上げペース鈍化の観測が強まり、直近の各国通貨に影響を与えている。ただ、各国とも、自国の景況感が回復しているわけではなく、今後も不安定な経済運営を強いられそうだ。

ASEAN主要国株式市場の11月の月間騰落率は、フィリピンが前月比+10.2%、マレーシアが同+1.9%、ベトナムが同+2%、タイが+1.7%、インドネシアが-0.2%と、おおむね堅調に推移した。各国の株式市場、通貨ともに反発気味で、特にタイでは、通貨バーツ（対ドル）の月間騰落率は+7.3%と、バーツ高であった。直近発表されたタイの10月の輸出は20カ月ぶりに前年同月比マイナスとなるなど、景況感は決して良好とはいえないが、通貨と経済の乖離が際立った。



【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11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 (11月末)
NYダウ工業株30種	18.73%	34,589.77	-4.81%	19.49	18.50	42,448,270	1米ドル= 138.070 円
日経平均株価	7.24%	27,968.99	-2.86%	18.93	15.20	5,440,906	—
上海総合指数	4.80%	3,151.34	-13.42%	14.11	11.57	10,002,734	1元= 19.698 円
香港ハンセン指数	-14.08%	18,597.23	-20.52%	6.86	10.32	4,967,666	1香港ドル= 17.683 円
ハンセン中国企業指数	-23.30%	6,374.44	-22.61%	5.96	8.82		
韓国総合株価指数	3.63%	2,472.53	-16.96%	11.69	11.59	1,702,491	100ウォン= 10.475 円
台湾加権指数	23.66%	14,879.55	-18.33%	10.83	10.79	1,680,844	1台湾ドル= 4.501 円
シンガポールST指数	9.84%	3,290.49	5.34%	11.76	12.11	411,400	1シンガポールドル= 101.420 円
FTSEブルサマレーシアKLCI指数	-3.67%	1,488.80	-5.02%	15.90	14.71	365,695	1リンギット= 31.216 円
タイSET指数	14.37%	1,635.36	-1.34%	15.34	15.79	563,884	1バーツ= 3.933 円
ジャカルタ総合指数	10.08%	7,081.31	7.59%	13.71	13.95	607,963	100ルピア= 0.878 円
フィリピン総合指数	-0.24%	6,780.78	-4.80%	15.74	15.94	230,294	1ペソ= 2.443 円
ベトナムVN指数	35.73%	1,048.42	-30.03%	10.98	11.00	218,128	100ドン= 0.564 円
イスラエルテルアビブ35種指数	31.95%	1,849.17	-6.52%	10.38	8.06	259,069	1シェケル= 40.464 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】



ゼロコロナ緩和と不動産救済に舵を切る中国 ● 王 曠

● ゼロコロナ政策の緩和と不動産救済「3本の矢」

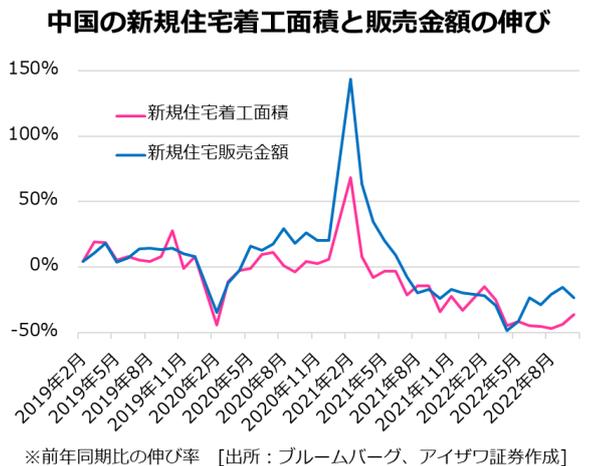
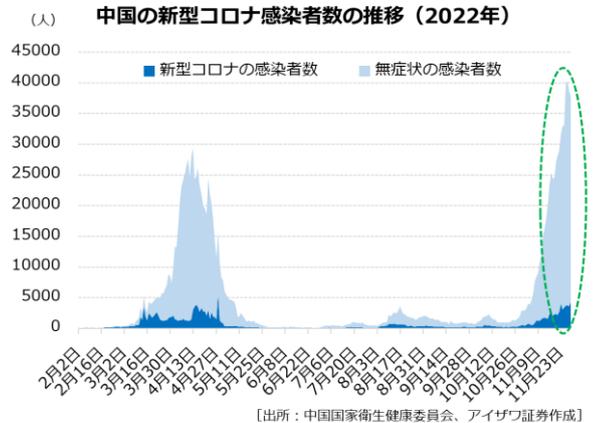
11月11日、中国当局は20項目から成る「新型コロナウイルス感染予防・抑制の更なる最適化に関する通知」（以下、ゼロコロナ緩和策）を発表したほか、16項目から成る「不動産市場の安定的な発展を促す金融支援に関する通知」（以下、不動産救済策）を国内金融機関に通知した。

政策の具体的な中身を見ると、ゼロコロナ緩和策は主に「隔離期間の短縮」や「的を絞った感染対策」、「医療リソースの充実」などに主眼が置かれ、濃密接触者と入国者などの施設隔離期間短縮、二次接触者の判定取りやめ、PCR全員検査の原則廃止、国際航空便の運航規制撤廃、医療スタッフや病床数の確保、学校や工場の封鎖、交通遮断の乱用厳禁などの項目が盛り込まれた。この緩和策が発表された後、中国各地でゼロコロナ政策に抗議するデモが多数起き、地域レベルで実行できていないことが浮き彫りになったが、抗議デモは政策の浸透を早めるとの見方から株式市場への悪影響は限定的だった。

また、不動産救済策は不動産関連企業の資金繰り改善と住宅需要の喚起・安定確保に主眼が置かれ、良質な不動産企業に対する貸出促進や住宅ローンの頭金比率・貸出金利の引き下げ、融資の返済期限延長、返済方法調整、住宅物件の竣工に向けた特別融資実施、不動産プロジェクトのM&Aに対する資金支援などの項目が盛り込まれた。この銀行の融資支援（第1の矢）に続き、11月に不動産企業の債券融資（第2の矢）と株式融資（第3の矢）が相次ぎ解禁され、25日に大手銀の預金準備率が0.25%引き下げられたことで、今まで銀行システムで滞留していた緩和マネーがいよいよ実体経済に出回るとの期待が高まった。

● 実体経済は依然厳しいものの、株式市場は政策の転換を好感

足元、中国の10月経済指標は輸出・輸入の金額（米ドルベース）と小売売上高はともにマイナス成長に陥ったほか、国内の新型コロナウイルス感染者数は急増（右上図参照）、不動産市況の低迷も続く（右中図参照）など、実体経済は厳しさを増している。中国本土と香港の株式市場では、これまで投資家がゼロコロナ政策と不動産融資規制の継続を中国株の2大リスクとして捉え、10月の共産党大会で悲観論が高まって株価が暴落したが、今回の政策転換はポジティブ・サプライズとなった。特に香港市場では1日で株価が数十パーセント上昇する不動産銘柄が続出、素材や機械、自動車、家電、銀行など幅広い業種にも物色が広がって軒並み大幅高になった。今後、ゼロコロナを巡る抗議デモや不動産リスクには留意しないといけないものの、政策転換の方針がはっきり示された以上、株式市場では政策の浸透と中国経済の回復を先取りして株価上昇トレンドを形成する可能性も考えられよう。その中で、万科企業（香港：2202）や上海国際機場（上海A：600009）、三一重工（上海A：600031）などの銘柄に注目したい。





中国の信創産業とIT設備・ソフトの国産化 ● 柳林

● 米中対立でIT設備・ソフトの国産化が進展

11月7日、米国は先端半導体やその製造技術を巡り、中国の発展を遅らせる幅広い制限措置を発表した。その一方、同月の中国共産党大会では、「総体的な国家安全保障観」をベースにサプライチェーンの強靱化及び経済安全保障がかつてなく強調され、「安可」（安全かつ管理可能）や「信創」（情報技術の国産化）がホットな投資テーマとして注目されている。

実際、華為技術（ファーウェイ）に対する米国の制裁を発動された2018年頃から、中国政府はパソコンやサーバー、複合機などについて政府調達为国産代替リスト（安可・信創リスト）を作成し、半導体自給率の上げを中核とするIT設備・ソフト国産化を推し進めてきた。これによって、中国では半導体から基本ソフト、応用ソフト、IT機器まで初歩的な国産エコシステムが構築されつつある（右図参照）。

例えば、中国ソフトはLinuxをベースとするオープンソース基本ソフト「麒麟OS」を作り上げた。中国長城はパソコン及びサーバー向けのCPU（Armベース）を開発し、その最新製品である「FT-2000」は14ナノメートル・プロセスで製造されている。この2社が構築した「PKS体系」（OS+CPU+セキュリティ）はすでに国内10万社以上の協業パートナーを引き付け、政府機関や金融、教育、医療など幅広い公的部門で採用され始めている。また、長江メモリが128層NAND型フラッシュメモリーの量産化に成功し、ナインスターがレーザープリンターの世界第4位に食い込むなど、中国企業は多くの分野で技術的なキャッチアップを実現し、今まで輸入に頼っていたIC（集積回路）も28ナノメートル・プロセスまでの国産サプライチェーンを形成しつつある。

● 公的部門を中心に情報機器の国産代替が見込まれ、中国本土市場の関連銘柄に注目

今年9月、中国の国有資産監督管理委員会は中央企業（大型国有企業）に対し、2027年までに情報機器ハード及びソフトの国産化代替を完了するよう指示した。中国の政府機関の就業者数は約2000万人、教育や医療など公的部門及び国有企業の就業者数は約5600万人に上る。既存のパソコン及びサーバーが順次置き換わるとすれば、その需要規模は4200億元、ソフトやIT機器などを合わせると6000億元を上回ると試算される。右上表にまとめた信創（情報技術の国産化）産業の関連企業は、こうした政府機関等によるIT設備・ソフトの置き換え需要で恩恵を受けると予想される。また、中国本土株式市場では、97社で構成される「信創産業指数」の時価総額は4.9兆元（95兆円）と2018年の3倍近くに跳ね上がっており、その予想PERは40倍を上回るなど投資家から高く評価されている。上海科創ボードや深セン創業ボードの上場企業が多いため、日本の個人が直接投資することは難しいが、投資可能な銘柄の中で上海宝信ソフト（上海A：600845）や用友ネットワーク（上海A：600588）などのソフト銘柄に注目したい。

中国の政府機関・国有企業のIT設備・ソフトの代替需要

需要規模 (億元)	主な国産メーカー
PC	3000 中国長城(深センA: 000066)、レノボ(香港: 992) 華為技術(未上場)等
サーバー	1200 中科曙光(上海A: 603019)、紫光(深センA: 000938)、インスパイ(深センA: 000977)等
CPU	1100 海光信息(上海A: 688041)、中国長城(深センA: 000066)、芯通中(上海A: 688047)等
GPU	40 泉嘉微(深センA: 300474)、カンブリコン(上海A: 688256)等
メモリー	250 長江メモリ(未上場)、長鑫メモリ(未上場)等
システム統合	60 中国ソフト(上海A: 600536)、東軟集団(上海A: 600718)、デジタル・チャイナ・インフォメーション・サービス(深センA: 000555)等
基本ソフト (OS)	300 中国ソフト(上海A: 600536)、アーチャーマインド(300598)、華為技術(未上場)
工業ソフト	300 中控技術(上海A: 688777)、上海宝信ソフト(上海A: 600845)、華大九天(深センA: 301269)等
ERPソフト	200 用友ネットワーク(上海A: 600588)、金蝶ソフト(香港: 268)等
セキュリティソフト	50 深信服(深センA: 300454)、啓明星辰(深センA: 002439)等
データベース	100 達夢データ(未上場)、太極計算機(深センA: 002368)、華為技術(未上場)等
ミドルウェア	250 東方通(深センA: 300379)、金蝶ソフト(香港: 268)、普元信息(上海A: 688118)等
オフィスソフト	200 キングソフト(香港: 3888)、キングソフト・オフィス・ソフト(上海A: 688111)等
プリンター	400 ナインスター(深センA: 002180)、レノボ(香港: 992)

※カッコ内は上場コード、赤字は当社の取り扱い対象外銘柄

[出所: WINDや会社アナリポートなどにより推定、アイザワ証券作成]

ベトナム株式市場の下落要因と見通し ● 今井 正之(CIIA)

● 融資規制・為替下落・信用懸念の3重苦

ベトナム株式市場は11月に入り調整色を強めている。代表的な株価指数であるVN指数は、950ポイント近辺（11/24日時点）まで下落し、4月初旬の高値から5割下落している。株式市場下落の直接的な要因は、一義的にはベトナム政府・中銀の「金融引締め」政策と考えられるが、筆者は以下の要因が3段階に渡り連鎖的に作用したものと捉えている。

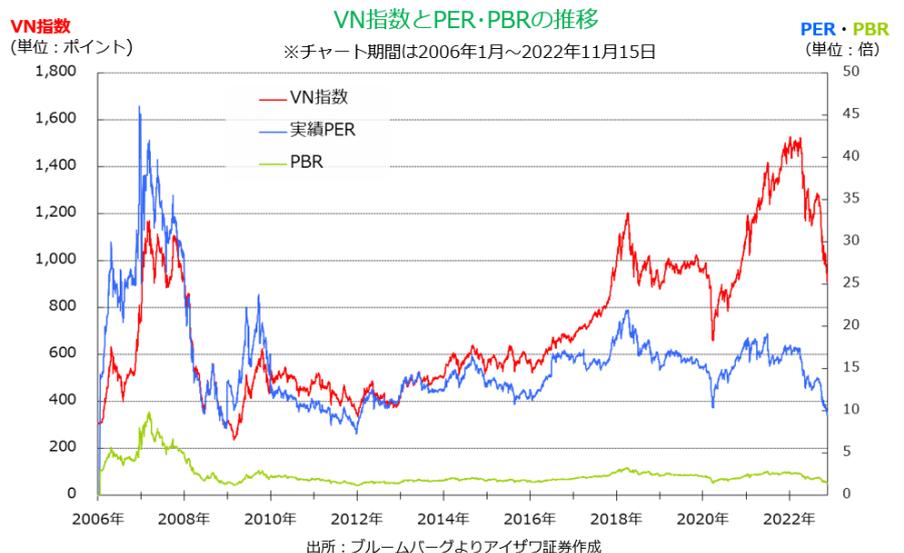
第1段階は、4月頃に始まった銀行による不動産ディベロッパーへの融資規制。第2段階は夏場以降の為替市場における通貨ドン下落。第3段階の11月頃から本格化した財務体質の悪い企業の破綻懸念だ。

2020年3月以降の新型コロナ期間中には経済支援を目的とした金融緩和が世界中で実施され、ベトナムの株式・不動産市場も大きく値上がりしてきた。22年に入ると株式・不動産市場共に過熱気味の様相を示していた点は否めず、そのタイミングで米国では利上げやQTなどの引締め政策が実施され、新興国通貨は対ドルで軟化した。ベトナムも為替に関して対ドル管理フロート制を採用しており、外貨準備による為替介入が限界を迎えると共に、融資規制や利上げなどの引締め政策に転換せざるを得ない状況となっている。その為、ベトナムの国内銀行からの資金調達が難しくなり、続いてドン安により外資系からの米ドル建て融資の返済負担が増し、事業における負債依存度が高い不動産業の中からドル建て負債の多い企業の破綻懸念が高まった様相を示している。

● ベトナム株式市場の過去の安値・高値

ベトナム株式市場は、「フロンティア」の段階の新興国に位置づけられており、出来高や売買代金など市場の流動性も低い。またベトナムの個人投資家は短期売買志向で熱しやすく冷めやすい、勢いよく上昇も下落もするボラティリティ（変動率）の大きいハイリスクハイリターン株式市場といえる。そのようなベトナム株式市場の高水準のリスクを踏まえた上で過去17年間の安値・高値を紹介したい。VN指数は2006年以降の過去17年間でPER（株価収益率）が、リーマンショック時の2008年に約7.9倍、2012年の高インフレ時に約7.4倍と2回の大底局面を記録している。

ちなみに高値は2006年に約45倍、2009年と2018年に約22倍を記録した。現在のPER水準は約9.8倍であり（11月24日時点）、過去の高値よりは安値に近い水準といえる。筆者は、現在のベトナム経済の状況が2008年、2012年並みの経済ショック時と同程度の底打ちを迎えたとは思ってはいないが、長期投資の観点から底打ちが案外近いと予想している。





不祥事相次ぐベトナムの不動産企業 ・ 中上 裕介

ベトナム株式市場が軟調な展開だ。世界的なインフレに伴う金利引き上げ、それによる通貨安などが相場の重しとなっているが、その他に理由はないのであろうか。

時は2021年12月末に遡る。ホーチミン市、トゥーティエム新都市開発の用地購入の入札で、不動産大手タン・ホアン・ミングループ（未上場）傘下企業が、同土地約1万平方メートルを24兆5,000億ドンで落札した。1ドン約0.006円で換算した場合、1平方メートル当たり約1,500万円である。その高額さ故に話題となり、ベトナム財務省が当該落札に対し「市場に悪影響を与え、混乱が生じる」との懸念を表明するまで事態が深刻化。このコメントを受け、同社は当該入札の辞退を申し入れることとなったが、この後、同社の違法な社債発行（高金利）や、債券発行による調達資金を用途に沿ったものに使わなかったことなどが明るみになり、今年4月に同社会長が詐欺・横領の容疑で逮捕された。

■ 大手不動産会社の不祥事

先の会長の逮捕の他、今年、大手不動産企業の不祥事が相次いでいる。FLCグループ（FLC）会長が「情報開示義務違反」で、VTPグループ（未上場）会長が違法な社債発行による「詐欺・横領容疑」で逮捕されるなどだ。マーケットは不動産企業に対して不信感を高め、当局は規制強化に乗り出した。その内容は、違法発行された社債の買戻し義務に加え、社債発行時の透明性を高めるため、当局の認可を受けた証券会社・銀行を発行代理業者に指定するなどだ。不動産事業などに対する社債発行においては“より精査が必要”とし、同事業における債券発行は事実上不可能な状態となった。不動産事業における債券発行は、資金繰りの観点から非常に重要である為、流動性不安が急速に高まることとなった。VNインデックスに占める不動産企業の割合は高く、その影響が市場全体を冷やす要因となっている。

■ 規制強化による変化

規制の強化は、足元で市場心理の悪化要因となっている一方、長い目で見れば株式市場や社債市場の透明性や信頼性を高めるきっかけとなるだろう。現在「フロンティア」であるベトナム市場は、かねてより情報開示・透明性についての課題が取り上げられていたことから、今後、同国が次のステージへ上がる為には乗り越えなければならない試練であると考え。健全・堅実な企業が外部要因につられて下落する局面は、チャンスととらえることも出来よう。奇をてらった銘柄選定は行わず、余裕を持った投資スタンスを維持し、マーケット動向を見極めたい。



上海国際機場

● 柳 林

Shanghai International Airport Co., Ltd.

業種: 運輸

● 中国最大のハブ空港運営企業

上海国際機場（以下、同社）は上海の浦東空港と虹橋空港を運営する中国最大の空港運営企業。2022年7月に虹橋空港の吸収・合併を完了。新型コロナ禍前の2019年、この2大ハブ空港の年間旅客利用者数はそれぞれ延べ7,615万人（国内2位）と4,564万人（国内8位）となっており、うち浦東空港の国際線旅客数は利用者全体の50%を上回り国内最大規模を誇る。2019年の売上高構成は、航空関連収入は37.3%、免税店・飲食サービスは49.9%、その他は12.8%。

● ゼロコロナ政策で業績が低迷、免税店収入も落ち込む

2022年1～9月の業績は、売上高が前年同期比32.1%減の41.3億元、純利益が21.0億元の赤字と業績が低迷（虹橋空港買収後の調整後ベース）。通期で3年連続の赤字になる見込み。上海ロックダウンを受け、4～6月の旅客利用者数はコロナ禍前（2019年の同じ時期）の1.3%程度にまで激減した（右下図参照）。7～9月は持ち直したものの、前年同期の60%とコロナ前の23%に止まった。そのうち国内線と国際線はそれぞれコロナ前の41%と3%となり、免税店関連収入は約1億元程度にまで落ち込んだ。その一方で物流の回復を反映して、航空貨物取扱量はコロナ前の88%、そのうち国内便は92%、国際便は42%にまで回復した。また、海外のコロナ感染終息や国際線の正常化（感染者が見つかった場合にフライトを中断する措置が撤廃されたこと）を見越して、同社は11月から欧州や東南アジア、日本向け国際線の増便を決めた。

● ゼロコロナ政策の実質緩和で業績の回復期待が強まる

11月11日、中国政府はゼロコロナ政策について実質的な緩和措置を発表した。その全面解除への道りは紆余曲折が予想されるものの、「ウィズコロナ」が世界的な流れとなるなか、中国も今まで堅持してきた過剰な感染対策を見直すという明確な方向性を示したといえる。コロナ規制の解除に伴う海外旅行市場の急回復に鑑みると、中国でも同様なペントアップ需要が見込めるはずだ。パンデミックを経ても中国の2大ハブ空港を運営する同社の地位に変化はなく、今後旅客利用者数が順調に回復してくれば2大空港を統合したシナジー効果は大いに期待される。

株式データ

2022/12/2 現在

株価	53.71 人民元
売買単位	100株
時価総額	1336億5633万人民元
予想 PER	一倍
ROE	－%
52 週高値	63.08元
52 週安値	43.22元

業績推移

【連結】

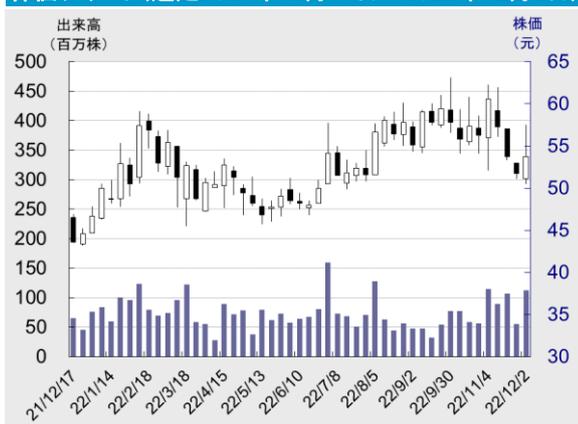
決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	10,945	17.5%	5,030	18.9%	2.61	0.79
'20/12	4,304	-60.7%	-1,267	赤字転落	-0.66	無配
'21/12	3,728	-13.4%	-1,711	赤字継続	-0.89	無配

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

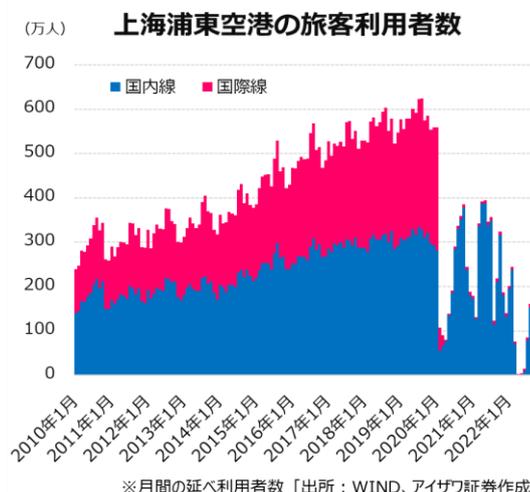
※上記の業績は虹橋空港買収前の数値

株価チャート(週足2021年12月17日～2022年12月2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



※月間の延べ利用者数 [出所: WIND、アイザワ証券作成]



TCL中環新能源科技

● 王 曦

TCL Zhonghuan Renewable Energy Technology Co., Ltd.

業種: 半導体

● 中国の大手単結晶シリコン、半導体部品大手

TCL中環新能源科技（以下、同社）は、中国の大手半導体メーカー。同社の前身は1958年に設立された国有企業で、改編を経て2007年に深セン上場を果たした。その後、電子機器大手のTCLテクノロジー・グループに買収され、2022年6月に社名を「天津中環半導体」から現社名に変更。主な製品は太陽光発電に使われる単結晶シリコンウェーハ、半導体材料・部品（ダイオード、MOSFET、IGBT等）で、大型で発電効率が高い12インチ単結晶シリコンウェーハ「G12」に強み。2022年上半期の売上構成は、太陽光発電向けが93.2%、半導体材料と部品向けが4.9%、その他が1.9%。

● 2022年1～9月は脱炭素の投資拡大で大幅増収増益

2022年1～9月決算は、売上高が前年同期比71.4%増の498.4億元、純利益が同80.7%増の50.0億元と大幅増収増益。主力の太陽光発電向け単結晶シリコンウェーハの販売が大きく伸びて好決算に寄与した。当局が掲げる脱炭素の「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、今年1～8月の中国の太陽光発電新設容量は前年同期比102%増の44.47GWに急増したほか、太陽光モジュールの輸出量も同81%増の113.4GWに拡大して同社業績の追い風になった。全体の粗利益率は、原材料や物流コストが上昇したことにより前年同期の19.8%から17.9%にやや低下した。

● 太陽光発電の新設容量拡大で恩恵を受ける見通し

近年、多結晶シリコンに替わってより発電効率が高い単結晶シリコンが太陽光発電の主流になり、コストダウンも進んだことで太陽光の均等化発電コスト（LCOE）が火力と同等以下になった。ブルームバーグ・ニューエナジー・ファイナンス（BNEF）の予想によると、世界の太陽光発電の年間新設容量は2021年の182GWから2030年の516GWに拡大し、その中で中国の年間新設容量は約1.5倍になる見通しだ。同社は太陽光電池の原材料である単結晶シリコンに強みを持つほか、年産能力も9月末時点で128GWと世界トップクラスの規模を誇っており、太陽光発電向けの投資が拡大する中で持続的な成長が期待できると見ている。

株式データ

2022/12/2 現在

株価	41.87元
売買単位	100株
時価総額	1353億1269万元
予想PER	18.99倍
ROE	15.77%
52週高値	62.21元
52週安値	33.66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	16,887	22.8%	904	42.9%	0.32	0.03
'20/12	19,057	12.8%	1,089	20.5%	0.38	0.06
'21/12	41,105	115.7%	4,030	270.0%	1.32	0.11

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

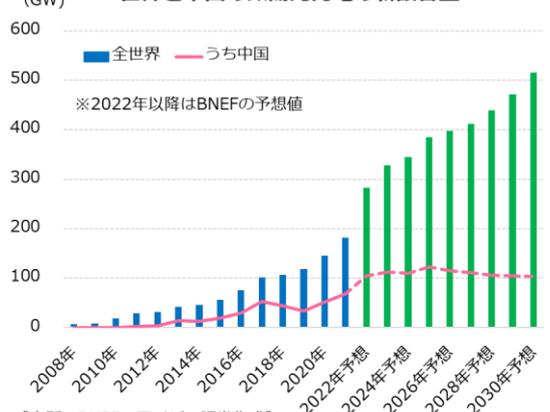
株価チャート(週足2021年12月17日～2022年12月2日)



[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

世界と中国の太陽光発電の新設容量



[出所: BNEF、アイザワ証券作成]



カルベファルマ ● 明松 真一郎

PT Kalbe Farma Tbk

業種：医薬

● 東南アジア最大規模の上場製薬会社

カルベ・ファルマ（以下、同社）は、1966年に設立された東南アジア全域で最大の製薬会社。処方薬、市販薬、健康食品、物流が主力事業。22年上期の各事業の比率は、処方薬：21%、市販薬：15%、健康食品：27%、物流：37%。

● 2022年1～6月は増収増益

2022年1～6月（上期）は、売上高が前年同期比12.2%増の13兆8746億ルピア、純利益が同9.3%増の1兆6369億ルピアと増収増益であった。コロナ禍の影響や原材料高によるコスト増があったものの、がんなど高度医療に使用される高付加価値医薬品の販売増などによって、全体の増収増益に寄与した。また売り上げ増に最も寄与したのは、物流部門で、同部門の売上高は、同16.8%増の5兆680億ルピアであった。原油高による配送コスト増の影響はあったものの、他社の製品も積極的に配送することで、同部門の売り上げ増につながった。また、コロナ禍の長期化のなかで遠隔医療の需要の増加が目立っており、同社もEケアやEMOSなど、デジタル関連技術の強化に努めた。直近は世界的に新型コロナ禍が下火になっており、遠隔医療の市場はさらに拡大してくるだろう。同社にとって関連需要増加、収益押し上げにつながると予想される。

● 当面の政府の政策スタンスに注目か？

直近、インドネシアは3会合連続の利上げを実施した。利上げの主要因に挙げているのが、国内で進行しているインフレで、直近11月のCPIは、前年同月比+5.5%であった。当面は金融引き締め、物価高の状況が続く見通しで、間接的にインドネシア、同社の不安材料となっている。

その反面、22年の政府予算案では、インドネシア政府はコロナ対策を含む医療費に255.3兆ルピアを計上した。直近は、話題になった急性腎障害の罹患者増への対応、国民皆保険制度の導入や遠隔医療技術の強化など、インドネシアは医療環境の改善を急ピッチで進めている。政府の医療分野投資強化の方針も、同社のような医薬関連企業にとって追い風になっているといえよう。

株式データ

2022/12/2

株価	2060ルピア
売買単位	100株
時価総額	96兆5628億ルピア
予想 PER	27.95倍
ROE	17.22%
52 週高値	2,150ルピア
52 週安値	1,520ルピア

業績推移

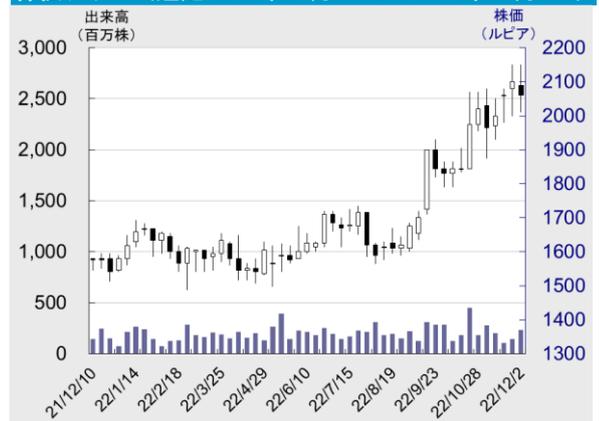
【連結】

決算期	売上高	前年比	純利益	前年比	1株利益	1株配当
'19/12	22,634	7.40%	2,507	2.04%	53.48	20
'20/12	23,113	2.10%	2,733	9.01%	58.31	34
'21/12	26,261	13.62%	3,184	16.50%	67.92	35

単位：10 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、売上高は配当収入、関連会社収益を除く

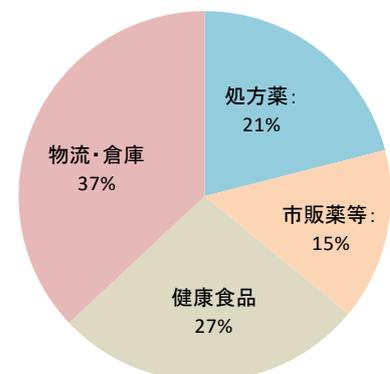
株価チャート(週足2021年12月10日～2022年12月2日)



[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]

同社の事業別売上比率

2022年1～6月の事業別売上比率



[出所：カルベファルマIR資料、アイザワ証券作成]



● アジア各国の経済統計（2022年11月30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 8月	2022年 9月	2022年 10月												
消費者物価指数 (%)	3.00	3.00	3.70	2.50	2.80	2.10	2.66	2.75	2.72	5.70	5.60	5.70	7.50	7.50	6.70
政策金利 (%)	—	—	—	4.35	4.35	4.35	1.500	1.625	1.625	2.50	2.50	3.00	2.67	3.17	3.93
	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
消費者物価指数 (%)	7.86	6.41	5.98	4.70	4.50	4.00	4.69	5.95	5.71	6.30	6.90	7.70	2.89	3.94	4.30
政策金利 (%)	0.75	1.00	1.00	2.25	2.50	2.75	3.75	4.25	4.75	3.75	4.25	4.25	4.00	5.00	6.00

※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11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	DGC	ドゥックザン化学	60900	ベトナム	-17.4%	1	981	中芯国際集成电路製造 [SMIC]	16.98	香港	-9.0%
2	HPG	ホアファットグループ	18400	ベトナム	-48.4%	2	HPG	ホアファットグループ	18400	ベトナム	-48.4%
3	DPM	ベトロベトナム化学肥料 [ベトロベトナム・ファーターライザー・アンド・ケミカル]	40900	ベトナム	-18.2%	3	2202	万科企業	16.06	香港	-11.5%
4	DGW	Digiworld Corp [デジタルワールド・コーポレーション]	44250	ベトナム	-35.7%	4	HHS	ホアンファイサービス投資 [ホアンファイ・インベストメント・サービス]	4040	ベトナム	-63.8%
5	MSN	マッサングループ	102000	ベトナム	-28.4%	5	VNM	ベトナム乳業 [ビナムル]	82800	ベトナム	-4.2%
6	FRT	FPTリテール	71000	ベトナム	6.3%	6	BUMI	ブミ・リソース	182	インドネシア	171.6%
7	KBC	キンバックシティグループ	21150	ベトナム	-53.6%	7	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	81000	ベトナム	2.8%
8	SEM	セブン・イレブン・マレーシア・ホールディングス	1.63	マレーシア	8.7%	8	PPC	ファーライ火力発電 [ファーライ・サーマル・パワー]	13300	ベトナム	-44.7%
9	SSI	SSIセキュリティーズ	19250	ベトナム	-60.5%	9	1024	クアイショウ・テクノロジー	56.55	香港	-21.5%
10	2330	台湾積体回路製造 [TSMC/台湾セミコンダクター]	490	台湾	-20.3%	10	SIA	シンガポール・エアラインズ・リミテッド	5.50	シンガポール	10.2%
11	PHR	フオックホアゴム [フオックホア・グループ]	42600	ベトナム	-40.3%	11	MBB	軍隊銀行 [ミリターバンク]	17400	ベトナム	-27.8%
12	CMG	CMC技術グループ	41200	ベトナム	3.0%	12	KBC	キンバックシティグループ	21150	ベトナム	-53.6%
13	GEX	ジェレックスグループ	14950	ベトナム	-63.2%	13	VIC	ビンググループ	69600	ベトナム	-26.8%
14	6889	ダイヤモンド・ホールディングス	5.13	香港	-25.7%	14	2382	舜宇光学科技(集団) [サニョプティカル・テクノロジー]	90.90	香港	-63.1%
15	VCB	ベトナム外資銀行 [ベトナムバンク]	81000	ベトナム	2.8%	15	2013	ウエイモブ	4.36	香港	-44.7%

※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11月30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。