

2012年12月28日 全10頁

二極化している ASEAN 株式市場

好調なタイ、フィリピン、インドネシア。マレーシアにも注目。

金融調査部
研究員 神尾 篤史

[要約]

- 新興国の中でも ASEAN の株価上昇が顕著となっている。米国、欧州、日本が金融緩和を行う中で、リスクマネーが新興国全体に行きわたるといよりも、ASEAN に集中的に流れこんでいるように見受けられる。
- 興味深いのは ASEAN の中でも、タイ、フィリピン、インドネシアの株価上昇が顕著な一方で、マレーシアの株価上昇が限定的なことだ。
- この要因として、マレーシアは外需依存型の経済であるため、世界経済の減速が株価にも影響したという見方がある。しかし、クアラルンプール総合株価指数（KLGI 指数）で高いウェイトを占めるのは金融、商業・サービスという内需関連銘柄であるため、外需の停滞が KLGI 指数の上昇を限定的にしている理由とは必ずしも言えない。
- KLGI 指数を構成する企業は他の新興国と比べても ROE（株主資本利益率）が高いことを考えると、マレーシア株式への注目が高まる可能性は十分にある。

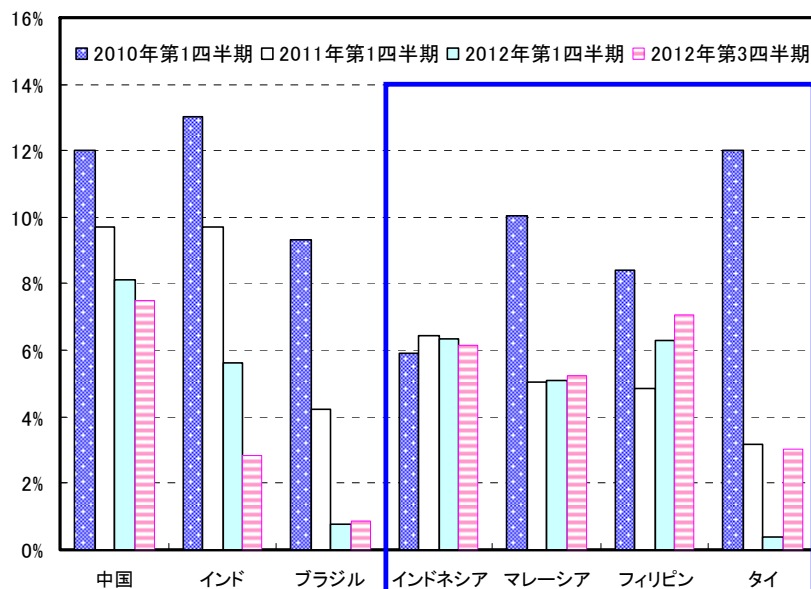
株価上昇が続く ASEAN 株式市場

新興国経済の中で ASEAN 主要国経済が堅調に推移している。図表 1 は代表的な新興国の実質 GDP 成長率（前年同期比）を 2010 年第 1 四半期、2011 年第 1 四半期、2012 年第 1 四半期、2012 年第 3 四半期（直近）で比較したものである。2010 年第 1 四半期はリーマン・ショックからの反動や財政金融政策の成果で多くの国で高い成長率となった。しかし、それ以降、中国、インド、ブラジルでは徐々に成長率が低下傾向にある。

他方で、タイを除く ASEAN 主要国では 2012 年第 3 四半期の成長率は、2011 年第 1 四半期とほぼ変わらない、もしくはマレーシア、フィリピンのように上回るケースもある。タイは 2011 年

秋に大洪水に見舞われた影響で 2012 年第 1 四半期は前年同期比+0.4%と低成長であったが、2012 年第 3 四半期には同+3.0%に回復した（2012 年第 2 四半期は同+4.4%）。ASEAN 主要国の成長要因は、欧州債務危機問題等で外需が停滞した中で内需の拡大、特に消費の拡大にある。

図表 1 新興国 実質 GDP 成長率（前年同期比）



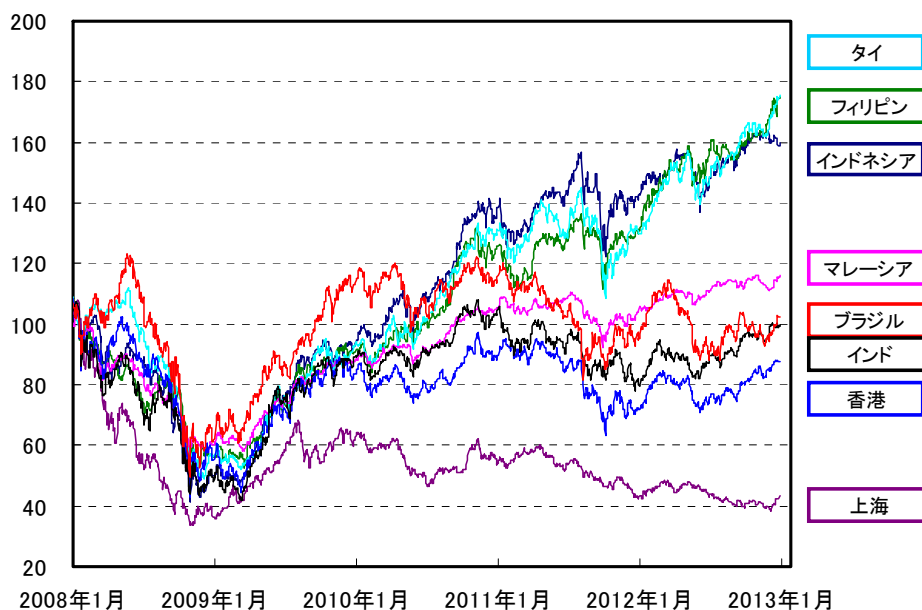
(出所) CEIC より大和総研作成

各国の株価（以下、各市場の代表的な株価インデックス）の動向をみると、こうした GDP 成長率の格差が反映されているように見受けられる。2008 年 1 月の平均株価を 100 とした場合の各国の主要株価は、香港、上海市場では 100 を下回り、ブラジル、インドは 100 近辺を推移している（図表 2）。他方で ASEAN はタイ、フィリピン、インドネシアが 160 を上回り、マレーシアは 120 程度となっており、堅調な経済を反映した株価になっている。米国、欧州、日本が金融緩和を行う中で、リスクマネーが新興国全体に行きわたるといよりも、ASEAN に集中的に流れこんでいるように見受けられる。

ここで興味深いのは ASEAN の中でも、株式市場毎に差が生まれていることだ。各国の株価を 2008 年 1 月 1 日から 2012 年 12 月 26 日までの期間で見ると、ASEAN の中でもフィリピン、インドネシア、そして、2011 年秋の大洪水から回復したタイの株価上昇が顕著だが、相対的にマレーシアの株価上昇は限定的である。そのひとつの要因として指摘されるのが、経済が輸出依存型かどうかだ。フィリピン、インドネシアにおける輸出の対名目 GDP 比率は 26%、34%と低いが、マレーシアは 94%（2011 年）と高い。そのため、相対的にマレーシアは欧州債務危機等など外需の影響を大きく受け、株価上昇が限定的というものだ。

以下では、マレーシア、タイ、フィリピン、インドネシアについて、どのセクターの株価が上昇しているかについて確認していく。

図表2 新興国 株価推移 (2008年1月平均=100)



(注1) タイは SET 指数、フィリピンはフィリピン総合指数、インドネシアはジャカルタ総合指数、マレーシアはクアラルンプール総合指数 (KLCI 指数)、ブラジルはボベスパ指数、インドは SENSEX 指数、香港はハンセン指数、上海は上海総合指数。

(注2) 期間は 2008 年 1 月 1 日から 2012 年 12 月 26 日。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

セクター別株価動向

<マレーシア>

セクター別でみると、直近の水準 (2008 年 1 月平均=100 とした 2012 年 12 月 26 日現在) がクアラルンプール総合指数 (KLCI 指数) を上回るのが 9 セクター中 2 セクターある。上回ったのは消費財、金融である (図表 3)。消費財は 150、金融は 140 近辺で推移している。100 を下回ったのはプランテーション、鉱業 (1 銘柄のみ)、建設、テクノロジーである。その中でも大きく下落したのがテクノロジーであり、現状 50 程度で推移している。このセクターには半導体関連企業等が含まれ、株価の下落は 2010 年下半期以降のマレーシアのハイテク製品の輸出減少が影響したとみられる。

このようにみると、テクノロジーの下落が KLCI 指数の上昇幅を限定的にしているように思えるが、実はそうではない。KLCI 指数は上場する代表的な 30 銘柄で構成されるが、テクノロジーに含まれる銘柄は全く入っていない。つまり、必ずしも外需の停滞が KLCI 指数の上昇幅を限定的にしている理由とは言えない。KLCI 指数でウェイトが高いのは、約 42% を占める商業・サービス (通信業者、電力・水道などの公益企業、さらに資源関連企業の一部が含まれる)、約 35% を占める金融であり、KLCI 指数は内需関連株の影響を受けやすい (KLCI 指数に占める資源関連銘柄は約 19%)。

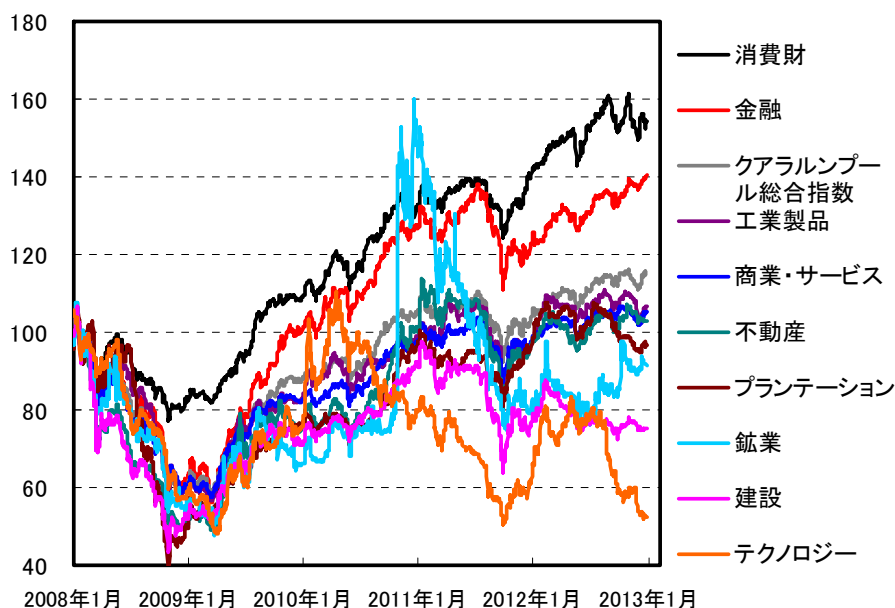
KLCI 指数の PER (株価収益率: 実績値) は、15.3 倍 (2012 年 12 月 26 日) と過去の水準と比べて若干低く (2007 年から 2011 年の平均: 16.2 倍)、タイ、フィリピン、インドネシアに比べ

でも低い。ROE（株主資本利益率：実績値）は25.4%と新興国の中では高い（図表4）。マレーシア政府は「中所得国の罠」¹を脱却するための投資促進施策（経済変革プログラム(ETP:Economic Transformation Programme)）²を進めているほか、2013年に下院選挙を控えていることから2013年度の予算案では低所得者への一時給付金額の拡大、所得税率の引き下げなどばらまき型の政策を提案している。これらの施策は内需の成長を促すと考えられ、企業収益へもポジティブな影響を与えるだろう。

ただし、留意しなければならないのは政府債務残高の大きさだ。マレーシアでは法律で政府対内債務残高の上限を対GDP比55%、政府対外債務残高の上限を350億リンギ（対GDP比約3.7%）に抑えることを定めているが、2012年第3四半期の対内外合計の政府債務残高は51%となっている。2013年度予算案では財政赤字対GDP比4%（調達先の国内外の割合は不明）と予想しており、これ以上拡張的な財政政策は実施できない状況にある。このことは、民間消費を押し下げ、企業収益の低下要因となりうる。

なお、セクター別PER(実績値)では商工業が17.8倍と最も高く、消費財は16.5倍、金融は11.4倍となっている。

図表3 マレーシア株式市場のセクター別株価指数（2008年1月平均=100）



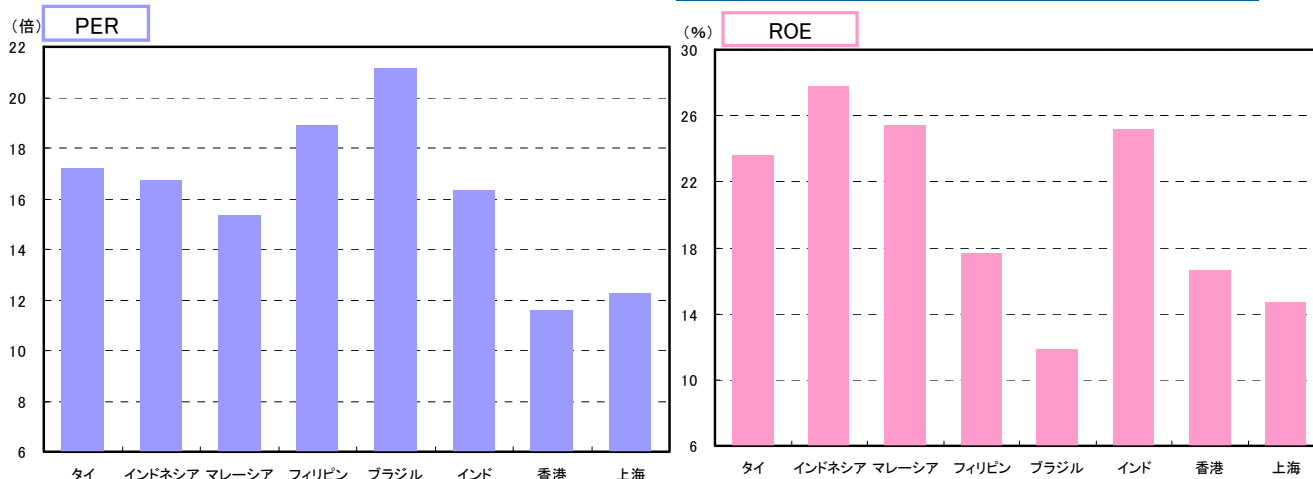
(注) 期間は2008年1月1日から2012年12月26日。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

¹ 「中所得国の罠」とは一人当たりの国民所得が1万ドルに近づくと、経済成長に伴う賃金上昇により製造業競争力が低下し、また国の中心産業が労働集約型の産業から資本集約型産業へと移行した時、先進国よりも技術や人材の競争力が低いことから経済成長のスピードが遅くなり、更なる成長の壁にぶつかること。

² 経済変革プログラムは2010年に公表されたもので、マレーシアが2020年までに先進国の仲間入りするための投資促進プログラム。政府は事業者ではなく、レギュレーター・ファシリテーターとして規制緩和等を通じて、民間投資を活性化させていくというもの。

図表4 新興国株式市場のPERとROE



(注) 2012年12月26日時点。実績値。
 (出所) Bloomberg より大和総研作成

<タイ>

セクター別でみると、直近の水準（2008年1月平均=100とした2012年12月26日現在）がSET指数³を上回るのが8セクター中5セクターあり、農業・食品、サービス、テクノロジー、金融、不動産・建設である（図表5）。特に、農業・食品の上昇が大きく、340近辺で推移している。次に小売業や病院経営企業の銘柄が含まれるサービスの上昇が大きい。最も株価上昇が小さかった資源も100を上回る水準にある。特徴的なのは、化学製品、機械、自動車を含む工業が、2010年以降、堅調に推移したものの、欧州債務危機の拡大した2011年8月以降、大きく下落し、その後ほぼ横ばいで推移している。輸出の減少が株価に影響したとみられる。つまり、2012年のタイの株式市場は内需関連銘柄がけん引したといえる。

SET指数のPER（実績値）は17.2倍（2012年12月26日）と過去の水準（2007年から2011年の平均：14.5倍）と比べて高くなっており、他の新興国と比べても若干高い。加えて、上場企業の2012年1月～9月の純利益は前年同期比+0.3%に留まる⁴。しかし、政府の最低賃金引き上げ⁵や米担保融資制度などの施策を行うことで消費は堅調さを維持しており、これらが内需関連株の上昇につながっていると考えられる。また、最低賃金の引き上げが企業収益にマイナス寄与するが、同時に法人税率が引き下げられていること（2011年30%→2012年23%）から

³ SET指数は証券取引所に上場する全ての銘柄を対象とし、指数化している。各セクター指数は、これらの銘柄をセクター別に分類したものである。

⁴ タイ証券取引所 2012年11月19日プレスリリース

(http://www.set.or.th/set/newsdetails.do?headline=SET+News+%3A+Thai+listed+firms+report+growing+in+profits+in+9+months&time=1353333060000&source=SET&symbol=SET&pdf=dat%2Fnews%2F201211%2F12056652.pdf+++++++&filename=dat%2Fnews%2F201211%2F12056652_e12+++++++&type=H&language=en&country=US)

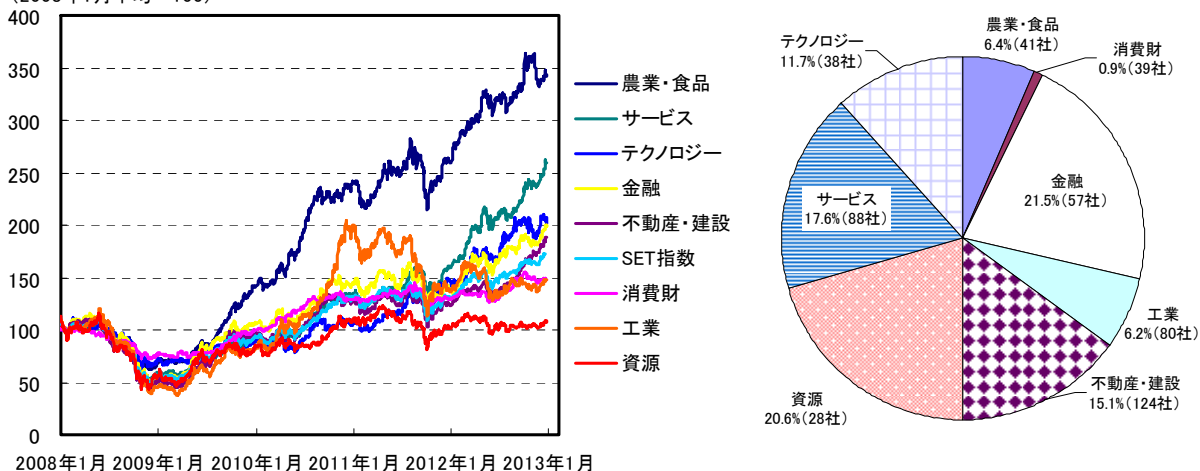
⁵ 2012年4月1日にバンコクを中心とした首都圏等で300バーツ/日に引き上げられ、その他の地域では40%の賃上げが実施された。2013年より全土で300バーツ/日まで引き上げられる予定。

税引後の企業収益への影響は限定的と推測される。ビジネスセンチメント指数⁶は洪水からの復興で大きく上昇した後、緩やかに低下しつつあるものの、その水準は洪水前と同程度の水準となっている（図表 6）。ただし、2013 年には更なる最低賃金の引き上げが予定されていることから、企業収益の悪化につながる可能性があり、その場合収益の圧迫要因となりうる（法人税率の引き下げは 2013 年にも予定されているが、引き下げ幅は縮小：23%→20%）。

なお、セクター別 PER（実績値）は工業、サービスが 29 倍近辺で推移しており、次いでテクノロジーが 27.0 倍。農業・食品は 15.4 倍、金融は 14.6 倍、不動産・建設は 20.2 倍である。

図表 5 タイ株式市場のセクター別株価指数と SET 指数に対するセクター別株価指数のウェイト

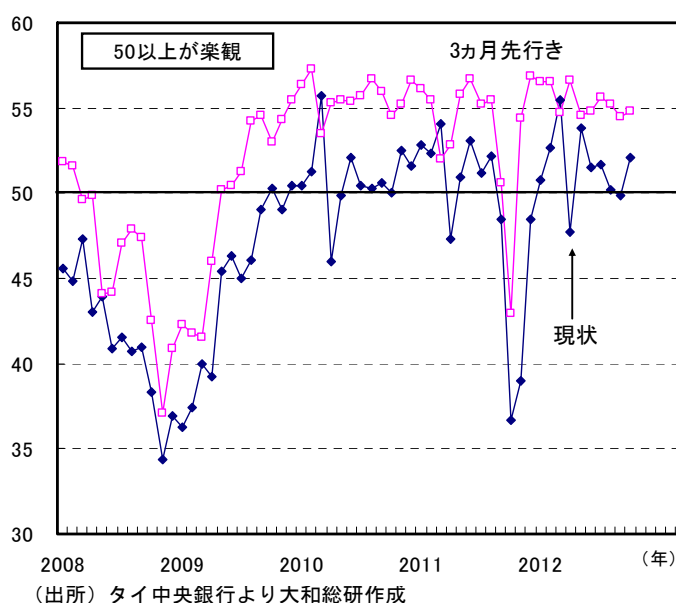
(2008年1月平均=100)



(注) 左表の期間は 2008 年 1 月 1 日から 2012 年 12 月 26 日。右表は 2012 年 12 月 26 日時点。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表 6 タイ ビジネスセンチメント指数



⁶ ビジネスセンチメント指数は経済状況（ビジネスパフォーマンス）、受注量、投資、雇用、ビジネスコスト、生産の 6 つの質問に対する企業の回答を指数化して作成。数値が 50 を上回れば、改善を示す。

<フィリピン>

フィリピン総合指数⁷はタイのSET指数と同様に、大きく上昇した（2008年1月1日から2012年12月26日）。セクター別でみると、直近（2008年1月平均=100とした2012年12月26日現在）の水準が、フィリピン総合指数を上回るのが6セクター中4セクターあり、持株会社、鉱業・石油、商工業、金融となっている（図表7）。持株会社、鉱業・石油、商工業は200を超え、金融株は190程度で推移している。持株会社には不動産業や金融業などを営むアヤラなど、商工業には飲料会社等を営むサンミゲルや電力会社であるマニラ電力などが含まれる。最も株価上昇が小さかったサービス株指数（主に通信サービス会社）でさえ、100をわずかに上回る水準にあり、フィリピン株式市場では全てのセクターで株価が上昇した。なお、フィリピン総合指数もKLCI指数と同様に上場する30銘柄を指数化しており、ウェイトの大きいセクターは持株会社（約31%）、商工業（約19%）である。

フィリピン総合指数のPER（実績値）は18.9倍（2012年12月26日）と代表的な新興国株式市場のPERと比較するとブラジルに次ぐ水準となっている（図表4）。しかし、現状の良好な経済環境（高いGDP成長率、低いインフレ率（2012年11月：前年同月比+2.8%）、安定した海外労働者送金を反映した経常黒字など）はフィリピン企業の収益を増加させると考えられる。実際に2012年1月～9月までの上場企業の純利益は前年同期比+103.4%となっている⁸。先行きを考えても、消費者期待指数⁹やビジネス期待指数¹⁰が楽観を示しており、消費の増加、企業収益の拡大が期待できる（直近のビジネス期待指数（先行き）低下は、クリスマスシーズン終了に伴う季節要因によるもの）（図表8）。

なお、セクター別PER（実績値）では不動産が36.1倍と高い水準にあるが、持株会社は16.4倍、鉱業・石油は13.1倍、商工業は15.1倍、金融は15.6倍となっている。

⁷ フィリピン総合株価指数は上場する30銘柄を選択し計算している。一方、セクター別株価指数はフィリピン総合株価指数に含まれる銘柄に各々のセクター銘柄を加えて算出する。

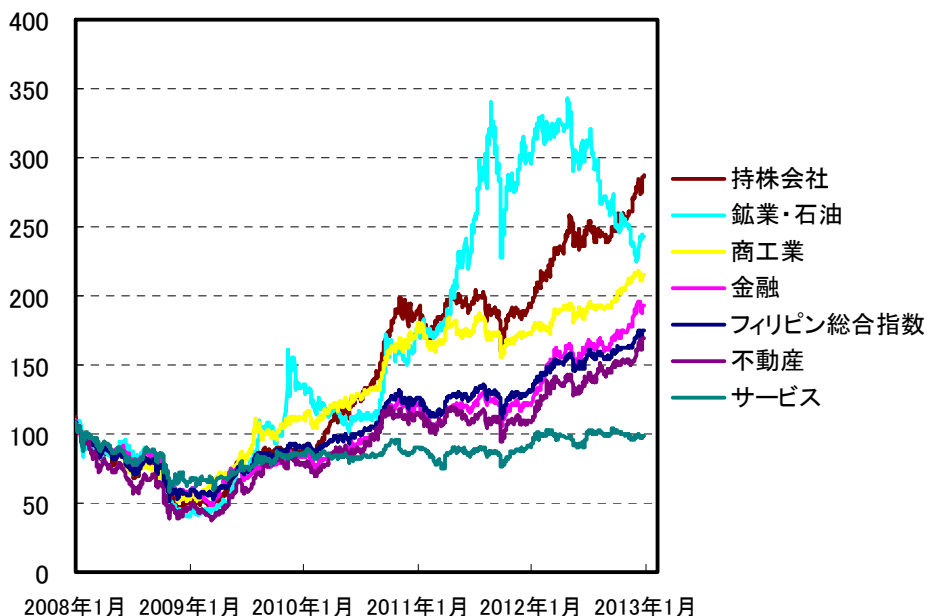
⁸ フィリピン証券取引所 2012年11月16日プレスリリース

(http://www.pse.com.ph/stockMarket/pressRoom-pressReleases.html?id=PSE_PRRLS20120000117)

⁹ 消費期待指数は、消費者センチメントを示すものであり、指数は現状、3ヵ月後、1年後の状況を示す3つある。指数は、経済状況、家計の資金繰り、収入の3つの変化の方向性を平均して算出する。数値がゼロを超えれば、消費者は自身の状況を楽観視していることになる

¹⁰ ビジネス期待指数は、全体的なビジネスの変化の方向を示すものであり、指数は現状指数と3ヵ月後の状況を示す2つある。数値がゼロを超えれば、企業は自身の状況を楽観視していることになる。

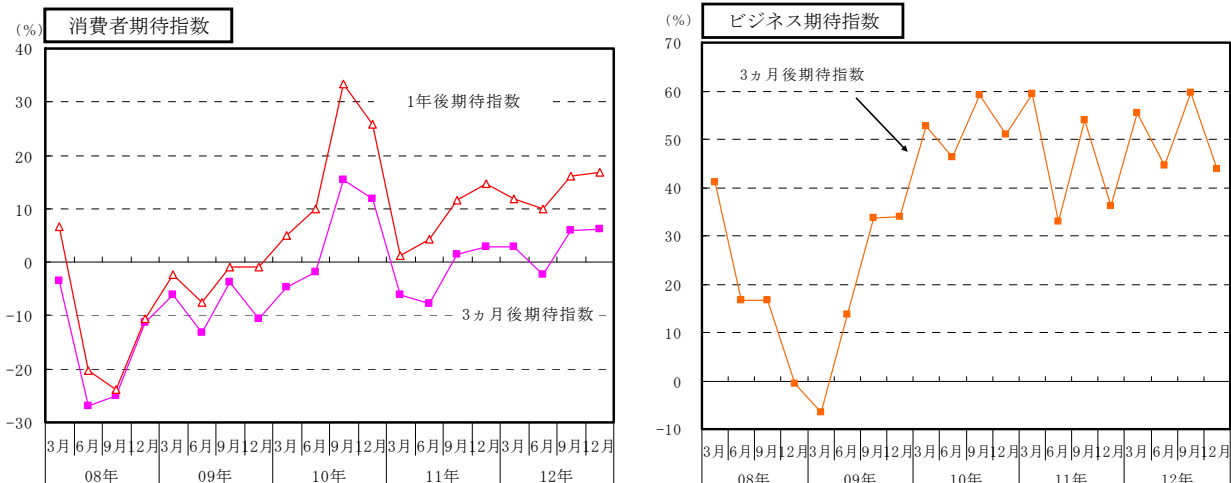
図表7 フィリピン株式市場のセクター別株価指数（2008年1月平均=100）



(注) 期間は2008年1月1日から2012年12月26日。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表8 フィリピン 消費者期待指数とビジネス期待指数



(注) 両指標ともに0を超えれば楽観。

(出所) フィリピン中央銀行より大和総研作成

<インドネシア>

セクター別にみると、直近（2008年1月平均=100とした2012年12月26日現在）の水準が、ジャカルタ総合指数¹¹を上回るのが9セクター中5セクターあり、消費財、工業、金融、素材・

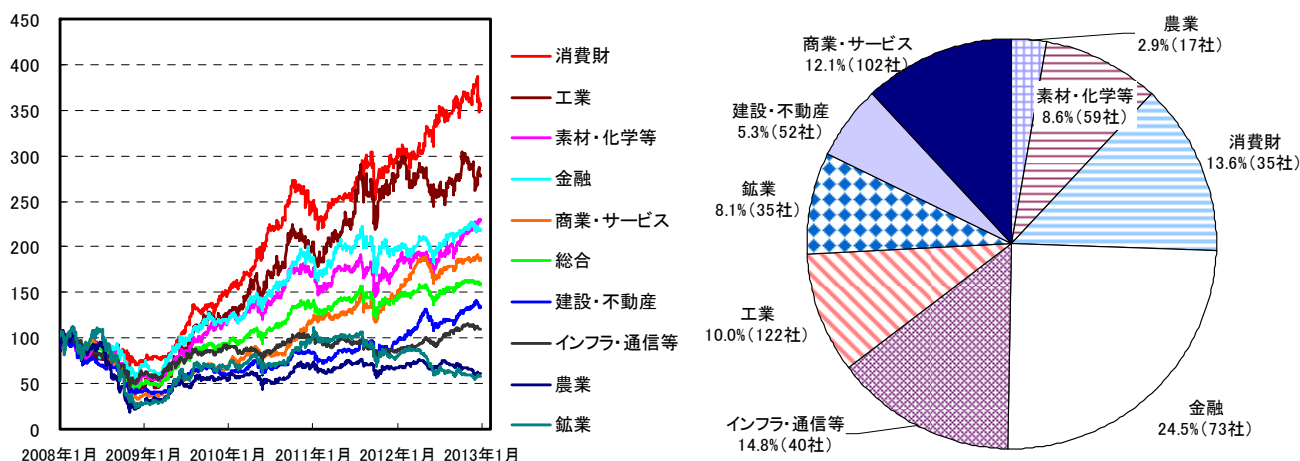
¹¹ ジャカルタ総合指数は証券取引所に上場する全ての銘柄対象とし、指数化している。各セクター指数は、これらの銘柄をセクター別に分類したものである。

化学等、商業・サービスである（図表9）。特に、消費財は350を超えている。工業は直近、軟調に推移しているものの、250を超える水準にある。反対に株価がふるわなかったのは農業と鉱業であり、現状100を下回る水準にある。鉱業は2011年中に100を上回る水準まで回復し、その後上下動を繰り返していたが、石炭・鉱石価格低下や金属鉱物の輸出規制強化等の影響で株価は低下傾向にある。フィリピンやタイとは異なり、全てのセクター株価指数が上昇したわけではなく、セクターで優劣がついた格好である。

ジャカルタ総合指数のPER（実績値）は、16.7倍と過去の水準（2012年1月1日：16.8倍）と比べても高いとはいえず、他の新興国と比べても高いとはいえない。ROEは27.8%と新興国の中では最も高く、成長への期待が大きいと推測される。懸念されるのは、2011年第4四半期以降、マクロの国際収支において4四半期連続で経常赤字となっていることだ。これは貿易黒字縮小を主因としており、内需の成長を背景とした輸入増と、外需停滞や資源価格の低下を背景とした輸出減少によるものである。直近の2012年10月は貿易赤字（貿易統計ベース）を記録した。これらのことを背景として、通貨ルピアは減価傾向にある。株価は上昇傾向にあるが、投資家がASEANの中で投資先を選別する場合、経常赤字であるインドネシアへの投資を控えるケースも想定される。

なお、セクター別PER（実績値）は消費財が26.3倍と最も高く、工業は13.7倍、金融は12.0倍、素材・化学等は23.8倍、商業・サービスは19.3倍となっている。

図表9 インドネシア株式市場のセクター別株価指数（2008年1月平均=100）とウェイト



（注）左表の期間は2008年1月1日から2012年12月26日。右表は2012年12月26日時点。

（出所）Bloombergより大和総研作成

まとめ

新興国の中でもASEAN株式市場は堅調に推移していることがわかった。ただし、マレーシアのKLCI指数は、SET指数、フィリピン総合指数、ジャカルタ総合指数と比べると上昇率は限定的である。この要因として、マレーシアの外需依存度の高さが要因に挙げられることがある。確かに、各市場のセクター別株価指数の動向をみると、輸出関連銘柄は少なからず外需停滞の

影響を受けている。ただし、KLCI 指数には代表的な輸出型企業である半導体関連銘柄が入っておらず、外需停滞の影響は必ずしも大きいとはいえない。代表的な株価指数の構成には留意する必要がある。