



ASIA ASEAN

2012/12/19

目次：

アセアンの経済は2012年も
高成長を維持

2013年は好調な内需と緩やかな
外需の回復が経済を下支え

各国の足元の経済動向と
2013年の見通し

2013年のアセアン株式市場
の見通し

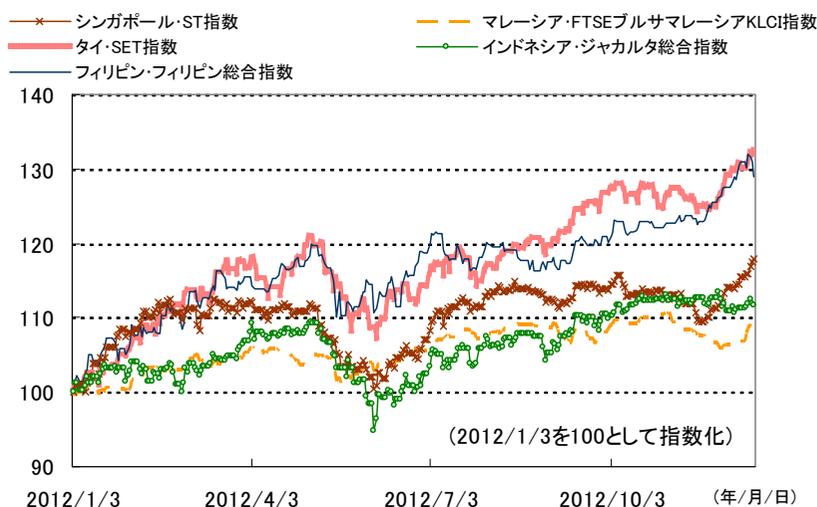
2012年のアセアン^(注)の株式市場は、年初から上昇基調となりましたが、5月以降、米国や中国の景気減速懸念に加え、欧州の政局混迷などを受け、投資家のリスク回避姿勢が強まったことから、調整色を強める展開となりました。その後、年後半にかけては、アセアンの良好なファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が再評価される展開となり、タイは1996年以來の高値更新となり、インドネシアは過去最高値を更新しました。また、内需株を中心に堅調な動きとなったフィリピンやマレーシアも過去最高値を更新する展開となりました。

2013年は、世界的な金融緩和による流動性(投資資金の流れ)の拡大を背景に、投資や消費を中心として好調な内需が見込まれるアセアンへの資金流入が継続することが期待され、株式市場は、堅調に推移すると考えます。

(注) アセアン(東南アジア諸国連合)とは、東南アジア地域の10カ国が加盟する域内経済の成長や政治的安定の確保などを目的に設立された地域協力機構です。本資料で特に断りがなくアセアンと表記している場合は当該10カ国のうち、インドネシア、マレーシア、シンガポール、タイ、フィリピンの5カ国を指しています。

アセアン5カ国の株価指数の推移

(2012年1月～2012年12月14日)



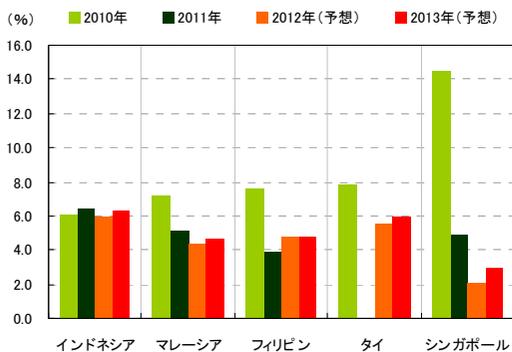
(出所) Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成



<http://www.okasan-am.jp>

2-8-1 Yaesu, Chuo-ku,
Tokyo, JAPAN

アセアン5カ国の実質GDP成長率の推移



(出所)IMF World Economic Outlook Database October 2012より岡三アセットマネジメント作成

【アセアンの経済は2012年も高成長を維持】

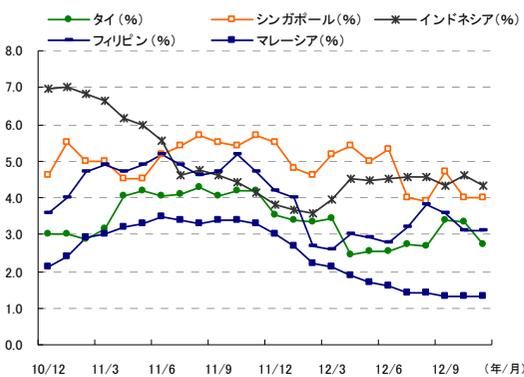
アセアン諸国は、旺盛な内需の伸びを背景に2010年以降、概ね年率4%以上の高い経済成長を維持してきました。タイでは、洪水被害により2011年にGDP成長率が大きく落ち込みましたが、積極的な復興支援策が奏効し、2012年は年率5%程度の経済成長を達成する見込みです。その他の国でも、2012年は欧州の景気後退などに伴う輸出の鈍化による影響が懸念されますが、政府による財政支出や中央銀行による緩和的な金融政策の実施による景気の下支え効果により、固定資産投資や個人消費の伸びなどが牽引し、高い経済成長を維持することが見込まれます。

【2013年は好調な内需と緩やかな外需の回復が経済成長を下支え】

2013年のアセアン諸国は、堅調な内需の拡大に加えて、世界の景気回復に伴う輸出の改善から、2012年に比べ、成長率の高まりが期待されます。アセアン諸国の内需は、最低賃金の引き上げなどによる所得増加や生活水準の向上に加え、緩和的な金融政策が支えとなり、今後も経済成長を牽引すると考えます。また、外需に関しては、世界景気の改善が緩やかなペースに止まると予想されますが、主要な輸出相手国である米国や中国で消費や生産活動の底打ちが示されており、資源や電子部品などへの需要の回復がアセアンの経済成長に寄与すると思われます。

アセアン5カ国の消費者物価指数の推移

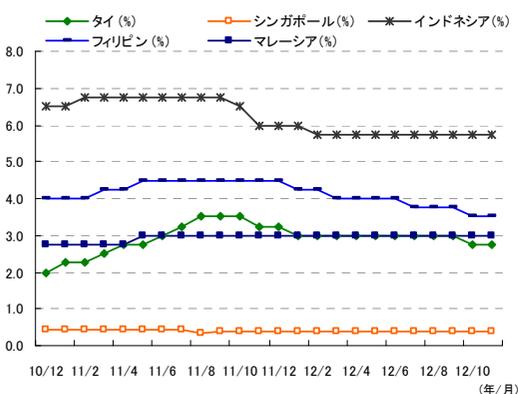
(月次、2010年12月～2012年11月)



(出所)Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

アセアン5カ国の政策金利の推移

(月次、2010年12月～2012年11月)



(出所)Bloombergデータより岡三アセットマネジメント作成

長期化が予想される欧州の景気悪化の影響は依然として残るものの、アセアン諸国の財政は先進国に比べ良好な状況にあるほか、今後、輸出の回復による経常収支の改善が見込まれます。このことからアセアン各国政府は、景気見通しが悪化する局面において財政支出を行い、景気を下支えすることが想定されます。

各国の中央銀行が金融政策を決定する上で重要な指標となる物価水準は、足元で国ごとに水準は異なるものの、概ね安定的に推移しています。2013年の前半は、引き続き安定的な推移が見込まれますが、後半には緩和的な金融政策の継続や最低賃金の引き上げ、食品価格の上昇などを背景にインフレ圧力が強まることが予想されます。世界景気の回復ペースが緩やかなものにとどまると思われ、アセアン諸国の中央銀行は緩和的な金融政策を継続し、経済成長を下支えすることが見込まれます。

シンガポールの株価の推移

ストレーツ指数
(2011年1月～2012年12月14日)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

シンガポール通貨の推移

(2011年1月～2012年12月14日) (対円)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

通貨庁の金融政策スタンス

(現状) **金融スタンス<引き締めスタンス継続>**

2012年10月 シンガポールドルを緩やかに引き上げる



(予想) **金融スタンス<引き締めの程度緩和>**

2013年4月 シンガポールドルのバンド(幅)の傾きを緩やかに
する

(出所) 各種資料より岡三アセットマネジメント作成

【各国の足元の経済動向と2013年の見通し】

～金融政策に注目が集まるシンガポール～

シンガポールの2012年7-9月期の実質GDP成長率(改定値)は、前年同期比+0.3%と減速感が強まりました。輸出関連の電子機器を中心とした製造業や卸売業に加え、金融・保険サービスが前年同期比でマイナスとなったことが主な要因です。

2013年の見通しにつきましては、外需の回復が緩やかなものになると予想され、実質GDP成長率で2%程度の伸びにとどまることが見込まれます。シンガポール経済は、外需への依存度が高く、特に電子機器関連業や金融業などの回復に対して依然として不透明感が残っています。一方、国内の雇用環境は良好であることや、カジノなど総合リゾート施設を持つ一大観光地としてアセアン域内や中国からの観光需要の増加が見込まれることから、個人消費の拡大も経済を下支えすると期待されます。

今後の注目ポイントとしては、外需の動向と金融通貨庁による金融政策が挙げられます。シンガポール購買・原料管理研究所が発表している11月の購買管理者指数(PMI)は、48.8と景気の分かれ目となる50を5ヵ月連続で下回っています。シンガポールの鉱工業生産は、電子機器を中心とした外需による影響を受けやすく、今後は、輸出の持ち直しを通じて生産が底入れし、回復の動きになるかが注目されます。また、通貨庁による通貨政策の動向にも注目が集まると考えます。シンガポール金融通貨庁は、2012年10月の金融政策決定会合で、食品やサービス価格の上昇でインフレ圧力が増していることを要因に挙げ、シンガポールドルを緩やかに引き上げる政策の維持を決定しました。今後、輸出の持ち直しのペースが緩慢化したり、インフレ圧力が低下した場合には、2013年4月の金融政策決定会合で、より緩和的なスタンスへの金融政策が変更されることが見込まれ、景気を下支える効果が期待されます。

マレーシアの株価の推移

FTSEブルサマレーシアKLCIインデックス
(2011年1月～2012年12月14日)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

マレーシア通貨の推移

(2011年1月～2012年12月14日) (対円)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

2013年政府予算案(一部)

- ・ 総数130万人の公務員に1.5カ月分のボーナスの支給
- ・ 月収3,000リンギット以下の世帯に1世帯あたり500リンギットの一時補助金支給
- ・ 21歳以上で、月収2,000リンギット以下の独身者へ250リンギットの一時補助金支給
- ・ 年収50,000リンギット以上の個人の所得税の1%カット

(出所) 各種資料より岡三アセットマネジメント作成

～年前半の総選挙の実施に市場の注目が集まるマレーシア～

マレーシアの2012年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+5.2%と好調さを持続しました。外需は同-50.5%と4四半期連続でマイナスとなりましたが、個人消費が同+8.5%、総固定資本投資が同+22.7%となり、好調な内需が景気を下支えしました。

2013年の見通しにつきましては、電子部品など外需の回復は緩やかなものにとどまると予想される一方、個人消費や民間投資などの内需が景気を下支えすると思われ、実質GDP成長率は引き続き5%程度の伸びが期待されます。マレーシア経済はアセアン諸国の中でもシンガポールと同様、輸出依存度が高いことから、世界景気の回復度合いの影響を受けやすいといえます。一方、公務員給与の増額や低所得層に対する補助金の支給により消費が押し上げられ、また、インフラ投資の活発化などから、今後も堅調な内需が経済成長を後押しすると考えます。

今後の注目ポイントとしては、総選挙の実施が挙げられます。ナジブ政権は、2013年4月の下院の任期切れを前に、総選挙の実施のタイミングを計っています。

前回の総選挙は、2008年3月8日に実施されており、市場の見方では、その日程が一部意識されているようです。

マレーシア政府は、ヒンズー教の祭典であるディパバリの期間に便乗値上げを防ぐため、一部の食品に対して価格統制を実施するとともに、電気料金についても2013年6月まで値上げをしない方針を示すなど、総選挙を控えて、生活防衛のための施策に積極的に取り組んでいます。市場では、与党が安定多数で勝利した場合には、選挙勝利を追い風に経済改革が推進されると期待されており、マレーシアの中長期的な成長にとってプラスになると考えます。

タイの株価の推移

SET指数
(2011年1月～2012年12月14日)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

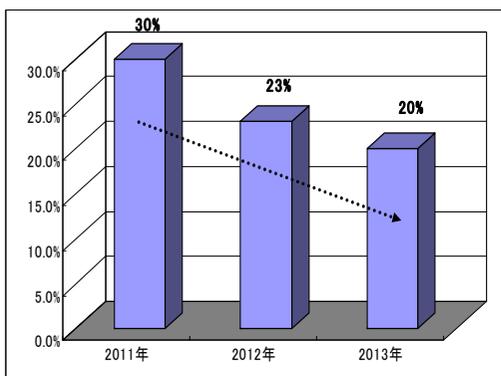
タイ通貨の推移

(2011年1月～2012年12月14日) (対円)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

法人税率引き下げの推移



(出所) 各種資料より岡三アセットマネジメント作成

～政策支援の継続や企業の設備投資の拡大が期待されるタイ～

タイの2012年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+3.0%となり、回復傾向が続いています。前期比では3四半期連続のプラス成長となっており、2011年の洪水被害から着実に回復していることがうかがえます。純輸出は前年同期比-7.1%となる一方、個人消費が同+6.0%、総固定資本投資が同+15.5%となるなど、内需が景気を牽引しています。

2013年の見通しにつきましては、消費や投資の活発化による内需の拡大が引き続き見込まれ、実質GDP成長率は5%程度の伸びになると期待されます。

今後の注目ポイントとしては、政府・中央銀行による景気刺激策の継続や日系企業を中心とした企業の設備投資の拡大が挙げられます。タイ政府は、2012年4月から全国で一斉に法定最低賃金を40%引き上げたことにより、消費拡大の効果が顕在化しています。また、今後は法人税率を2012年の23%から2013年には20%まで引き下げる方針です。このように、企業と個人の両面から政策対応を図ることにより、景気の拡大基調が継続することが予想されます。一方、タイ中央銀行は2012年10月の金融政策委員会で、政策金利を年3.0%から2.75%へ引き下げ、2012年1月以来の政策金利の変更を行いました。金融緩和の継続により、今後も景気の浮揚効果が期待できると思われま

タイ工業連盟 (FTI) によると、10月のタイの自動車生産台数は、2ヵ月連続で単月ベースの過去最高を更新しました。初めて車を購入する消費者に対する減税措置などにより、需要回復が本格化したことが主な要因です。日系企業を中心に自動車各社は増産体制を強化しており、2012年は自動車生産、販売とも過去最高を更新することが見込まれます。また、日本工作機械工業会は、2012年のタイ向けの工作機械受注額は2011年に続き年間の過去最高額を更新するペースで推移していると発表しました。日系自動車メーカーの生産移転が追い風となっています。洪水被害を受けた生産設備の復旧に向けて日本の自動車メーカーからの受注が急拡大しました。足元でも、インフラ整備の進展や政府による積極誘致、中国依存のリスクを分散する動きを背景に日系自動車メーカーの多くがタイにおける生産規模の拡大に向けて動いており、民間企業による設備投資の拡大が経済成長を牽引していくと考えます。

インドネシアの株価の推移

ジャカルタ総合指数
(2011年1月～2012年12月14日)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

インドネシア通貨の推移

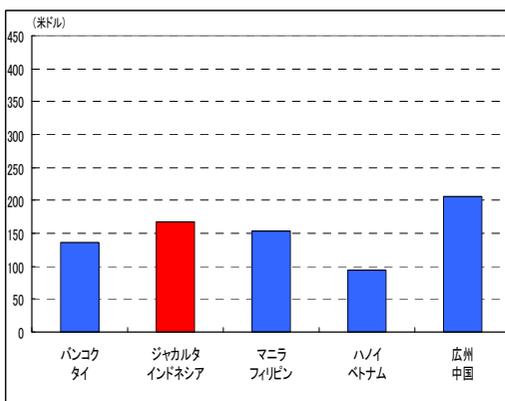
(2011年1月～2012年12月14日) (対円)



(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

インドネシアの最低賃金

月額最低賃金比較(2011年)



(出所) JETROより岡三アセットマネジメント作成

～最低賃金の引き上げの影響が注目される インドネシア～

インドネシアの2012年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+6.17%と高成長を維持しました。輸出の伸びはマイナスに転じたものの、個人消費の活発化やインフラ投資の拡大が経済成長に寄与しました。

2013年の見通しにつきましては、インドネシアはアセアン諸国の中では相対的に輸出依存度が低く、世界的な景気変動の影響を受けにくいことに加え、個人消費やインフラ投資の拡大が引き続き期待できることから、実質GDP成長率で6%程度の伸びが予想されます。2013年は、インドネシア経済回廊（インフラ整備と産業振興を目的に設定されたジャワ、スマトラなど6つの回廊）の整備を通じ、鉄道や高速道路など積極的なインフラ投資の拡大が見込まれることに加え、各州で最低賃金の引き上げの動きが相次いでおり、個人消費が活発化すること予想されます。一方、金融政策においては、最低賃金の引き上げや補助金付き燃料の値上げなどが見込まれ、インフレ圧力の高まりから将来的な利上げの可能性も視野に入ってくる点には注意が必要と考えます。

今後の注目ポイントとしては、最低賃金の引き上げによる影響が市場の関心を集めると予想されます。

ユドヨノ大統領は2012年11月、地方自治体の首長との会議において、「地域を発展させる時には、住民が発展を享受できる収入を保証すべきであり、これはわれわれの道徳的義務である」と述べ、最低賃金の引き上げの動きが各州で広がっています。例えば、首都ジャカルタでは、現行月額153万ルピアの最低賃金を44%引き上げ、2013年に220万ルピアへ、ジョグジャカルタ州では17.8%、北スマトラ州では8.8%の引き上げを発表しています。

また、ユドヨノ大統領は「国の経済を発展させるためには、労働者と企業の双方が利益を得る方式が必要」との認識を示し、企業の成長と、個人の生活や所得向上のバランスの必要性を強調しました。インドネシア経営協会が「賃上げコストの負担で企業の倒産が多発し、ジャカルタだけで1万人以上が失業するだろう」との見解を発表した一方、インドネシアの消費企業の幹部は「経営コストは上昇するが、消費者の購買力が強まることで売上が増加し、賃上げはビジネスに良い機会をもたらす」と最低賃金の引き上げを評価しています。最低賃金の引き上げによる業績への影響は、セクターごとや企業ごとに異なると考えられ、今後のインドネシア経済全体に与える影響が市場の関心になると考えます。

フィリピンの株価の推移

フィリピン総合指数
(2011年1月～2012年12月14日)



(出所)Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

フィリピン通貨の推移

(2011年1月～2012年12月14日) (対円)



(出所)Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

フィリピンの格付け推移

外貨建て長期債務格付けの推移
(1997年5月～2012年10月29日)

日付	格付け	見直し
2012年10月29日	Ba1	
2011年6月15日	Ba2	
2009年7月23日	Ba3	
2005年2月16日	B1	
2004年11月9日	Ba2	引き下げ方向
2004年1月27日	Ba2	
2003年11月26日	Ba1	引き下げ方向
1997年5月18日	Ba1	

(出所)Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

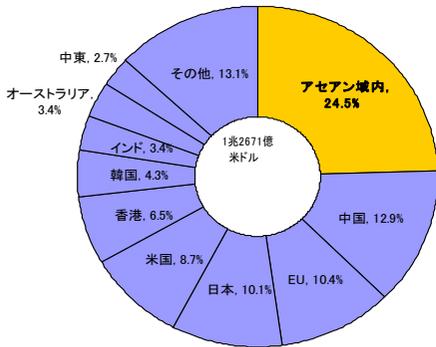
～格付け引き上げの動きが予想されるフィリピン～

フィリピンの2012年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.1%と市場予想を上回り、好調に推移しました。政府支出の前倒し効果に加え、インフラ投資の積極化や堅調な個人消費が外需の落ち込みを相殺し、アセアンの中でも高い成長率を達成しています。

2013年の見通しにつきましては、フィリピンはインドネシアと同様、アセアンの中では輸出依存度が相対的に低く、世界的な景気変動の影響を受けにくいことに加え、個人消費やインフラ投資の拡大が引き続き期待できることから、実質GDP成長率で6%程度の伸びが見込まれます。海外労働者からフィリピン国内への送金が堅調に伸びており、今後も個人消費の拡大が期待されることに加え、官民共同パートナーシップ(PPP)によるインフラ整備事業の進展が経済成長の下支え要因になるものと考えます。一方、金融政策においては、足元で物価が落ち着いていることから、金融緩和の余地が広がっており、利下げなどの金融緩和の継続が景気を拡大させると期待されます。

今後の注目ポイントとしては、格付けの動向が市場の関心を大きく集めると予想されます。2012年10月29日、米ムーディーズ社は、フィリピンの長期の外貨建ておよび自国通貨建ての発行体格付けを「Ba2」から「Ba1」とし、投資適格(BBB格以上)まであと一段階としました。今回、引き上げた理由として、「世界的に需要が減退する中でも、経済力が改善し、財政収入が継続的に見込まれることや安定した金融システムのもとで、偶発的なリスク回避と政府の資金調達を容易にしていること」などを挙げています。また、同社は、今後の格付け引き上げについては、追加的な財政改革や政府債務のより敏速な削減に加え、経済成長をもたらす投資の促進などを条件として挙げています。フィリピン政府の積極的な取り組みにより、今後、投資適格水準に引き上げる動きが見られれば、フィリピンの信用力はさらに向上し、海外からの資金流入に弾みがつくものと期待されます。

アセアンの輸出別比率 (2011年)



(出所) アセアン事務局データより岡三アセットマネジメント作成

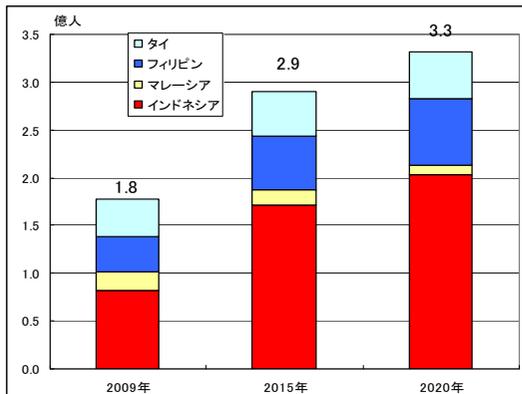
【2013年のアセアン株式市場の見通し】

2012年のアセアンの株式市場は、欧州の債務問題や世界的な景気減速懸念が強まったものの、好調な内需による成長が評価され、堅調な展開となりました。

2013年の前半については、米国の「財政の崖」問題や欧州の債務問題など外部環境の不透明感が株価の上値を抑える要因になると考えます。一方、アジア地域最大の経済大国である中国の景気回復は、貿易の押し上げを通じてアセアン域内の景気を下支えすると考えられます。また、アセアン域内においては、中間所得者層の増加による個人消費の拡大など良好なファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が継続すると考えられるほか、インフラ投資拡大などの財政政策による成長期待が各国の株式市場を下支えすると考えます。さらに、世界的な金融緩和による流動性の拡大を背景に、投資家のリスク許容度が回復することが予想され、海外投資家の資金流入が株式市場を下支える要因になると考えられます。

2013年の後半にかけては、中国経済の回復トレンドがさらに明確になることが見込まれるほか、米国や欧州の財政問題などに対する懸念が徐々に後退し、アセアン株式市場への資金流入が進むものと考えます。また、中長期的には消費やインフラ投資の活発化に伴う内需の拡大に加え、2015年のアセアン経済共同体（AEC）に向けて域内貿易の活発化や、世界の工場としての域外への輸出増加が見込まれ、外需と内需を成長ドライバーとしてアセアン経済のさらなる成長が期待されます。企業業績に関しては、内需関連企業は2013年も引き続き好調を維持することが見込まれています。一方、輸出関連企業は米国や中国の景気回復による需要の回復で再び成長力を取り戻すことが予想され、アセアン企業の中長期的な成長性が評価されることで、バリュエーションの切り上がりが見込まれ、株式市場は中長期的に上昇基調を辿ることが期待されます。

アセアンの中間所得者層の推移予想



(出所) JETROより岡三アセットマネジメント作成

アセアン5カ国のバリュエーション一覧

国・指数	実績PER	予想PER	PBR
54 SET指数	17.1	15.1	5.4
FTSEブルサレーシアKLCIインデックス	14.8	15.4	5.0
フィリピン 総合指数	18.3	18.0	7.0
ジャカルタ 総合指数	16.9	15.9	8.0
シンガポール ST指数	12.1	14.7	1.4

※2012年12月14日現在

(出所) Bloombergより岡三アセットマネジメント作成

【当レポートに関する留意事項】

- 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本資料は当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

【皆様の投資判断に関する留意事項】

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- ・投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- ・投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- ・投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

■お客様が購入時に直接的に負担する費用

購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限 4.2%(税込み)

■お客様が換金時に直接的に負担する費用

換金時手数料: 公社債投信 1万口当たり上限105円(税込み) ※その他の投資信託にはありません

信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.5%以内

■お客様が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担: 純資産総額×実質上限年率1.995%

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料 監査費用: 純資産総額×上限年率0.0126%(税込み)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社

事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号

加入協会: 社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会