



パンデミック後のASEANの未来

Bryan Yeong

アセアン株式・ポートフォリオマネジャー、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

新型コロナウイルスの感染拡大により大きな影響を受けたASEAN経済ですが、パンデミック（世界的大流行）後の未来は、地域統合の進展、デジタル化の進展、持続可能性の高いインフラへの需要の高まり、といったテーマから大きな影響を受けることになるでしょう。また、当域内企業のバリュエーション、特に現在の株価純資産倍率（PBR）は多くのセクターで低く、魅力的な水準にあります。

アジア各国での新型コロナウイルスの感染再拡大は、ここ数か月、程度の差こそあれ、ASEAN経済に打撃を与え、多くの国が各種活動制限の導入を余儀なくされています。その結果、アジア開発銀行（ADB）は7月20日、東南アジアの2021年の成長率予測を4.4%から4.0%に下方修正しました。当然のことながら、ASEANに対する短期的な投資家のセンチメント（市場心理）はネガティブなものになっています。しかし、パンデミック（世界的大流行）の影響で、この地域の長期的なファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）が大きく損なわれることはない、と私たちは考えています。

加盟10か国から成るASEANは大きな経済圏を形成しており、2020年の国内総生産（GDP）の合計額は2.6兆米ドル¹で、世界第7位の経済規模となっています。さらに、2030年には、米国、中国、欧州連合に次ぐ、世界第4位の単一市場になると予想されています²。人口動態の面もプラスポイントです。ASEANの人口数は約6億6,000万人³で、中国、インドに次いで3番目に人口の多い市場となっています。さらに重要なのは、年齢構成において2040年の年齢中央値が35歳になると予想されていることです。これに対し、中国は47歳、日本は50歳超となっており⁴、ASEANは労働力人口の増加が見込まれています。

マクロ経済指標は引き続き堅調

ADBは、現在のワクチン接種率が続けば、2022年には地域の経済成長率が5.2%に回復する、と予測しています。成長率はともかく、地域全体の他のマクロ経済指標は堅調です。例えば、インフレ率は比較的穏やかで、総合インフレ率（図表1参照）、およびコア・インフレ率（総合インフレ率から相対的に変動の大きい食品やエネルギーを除いたもの）はともに低下傾向にあります。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

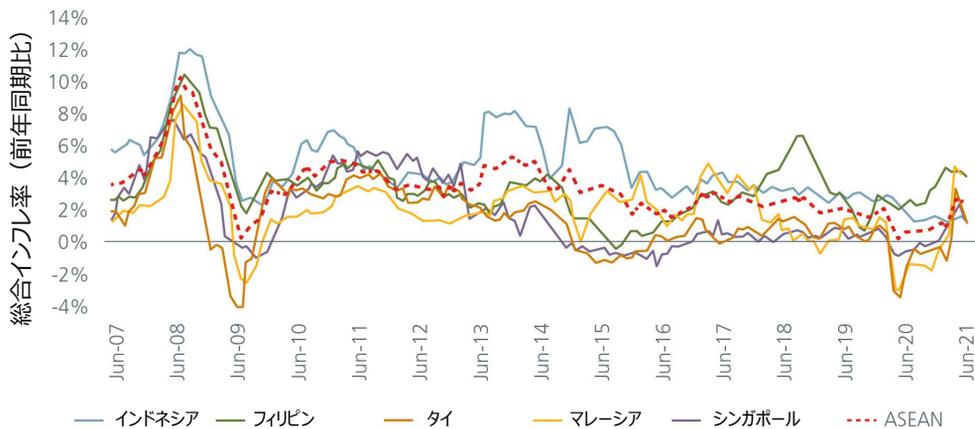
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379号／加入協会 一般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

210914(01)

図表 1: インフレ率は引き続き穏やかに推移



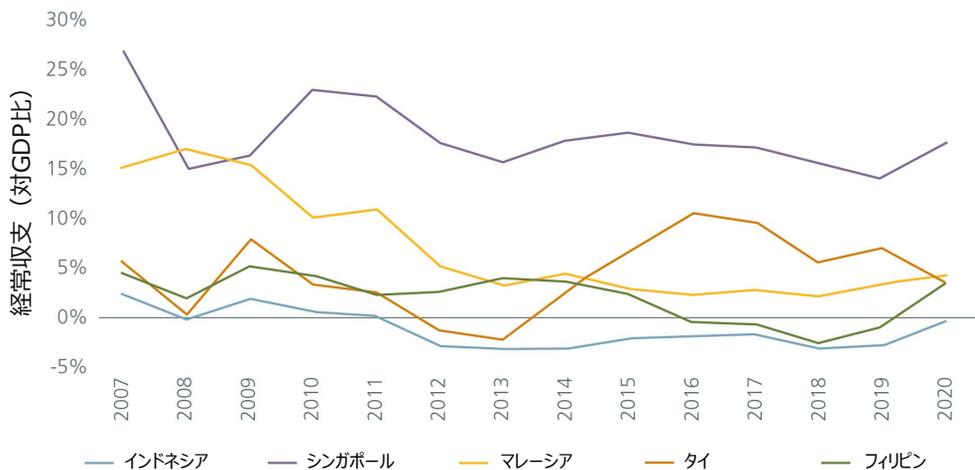
出所：BI, BSP, BoT, CEIC, Haver, Morgan Stanley Researchのデータ（2021年6月末、※マレーシア、シンガポール、ASEANについては5月末）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

また、昨今のコモディティ価格の上昇に代表される一次産品価格の上昇は、消費者物価指数の広範な上昇にまでは至っていません。インフレ率がASEAN諸国の中央銀行の目標値内に収まることがほぼ確実視されていることから、政策当局は景気回復を支援するために緩和的な政策スタンスを維持すると思われます。また、必要に応じてさらなる利下げを行う余地がある国もあります。

一方、財政赤字は2020年にみられたような高水準からは脱しつつありますが、多くの政府が新型コロナウイルス対策のために2021年に支出を増やすことを公言していることから、近々にパンデミック前の水準まで下がることはなさそうです。（図表3参照）

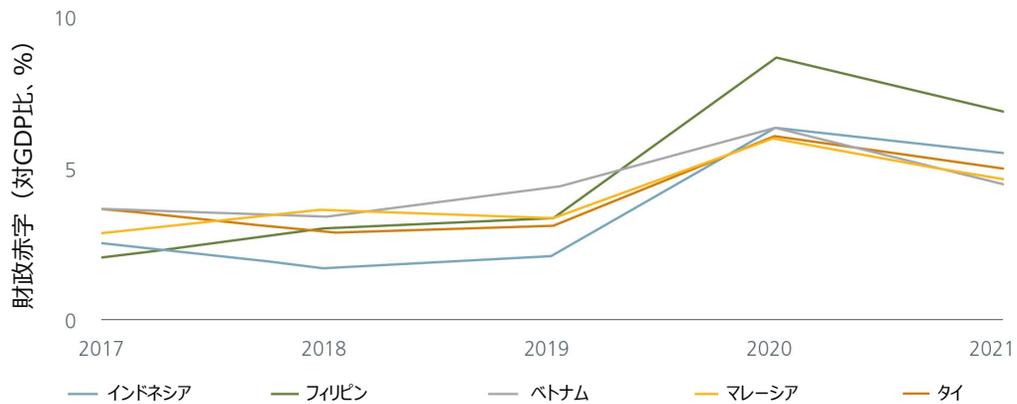
もう一つの注目すべき指標は、各国の対外収支です。ASEAN加盟国のうち5カ国（シンガポール、マレーシア、インドネシア、フィリピン、タイ）の推移をみると、インドネシアを除き、経常収支が対GDP比でプラスとなっており、健全な水準にあります。（図表2参照）

図表 2: 対外収支は大半が健全な水準



出所：CEIC, Morgan Stanley Researchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

図表 3: 財政赤字は高水準から脱却へ



出所：IIF、RaboResearchのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

貿易によって牽引される経済回復

ASEAN地域は、その戦略的立地から、製造業や貿易の世界的な主要拠点となっています。そのため、先進国市場の経済再開に伴う世界貿易の回復は、この地域にとって大きな追い風となっています。ASEANの5カ国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ）のデータに基づけば、輸出は回復し、コロナ前の水準に戻っています。

また、これら5カ国の輸出先で米国が12%以上を占めていることを考えると、米国経済回復に伴う需要の高まりは特に経済に追い風になると予想されます。

一方、年初来から着実に改善の兆しを見せていた域内の製造業は、6月には落ち込み⁵、7月はASEAN各国の新型コロナウイルスの各種活動制限の影響を受けてさらに悪化しました。しかし、これらの活動制限が緩和されれば、経済活動レベルは好転してくるはずで

す。経済回復のけん引役として、製造業は重要な役割を果たすことが予想されます。ASEAN各国はそれぞれ独自のコアコンピタンス（中心的な競争力の源泉）、強みを持っており、多様な投資機会があります。また、多くのASEAN市場でGDPの大半を占める国内消費も、国内の完全な経済再開が実現して初めて、改善に向かうものと思われる。

長期的には、**ASEANの地域統合の進展、デジタル化の進展、持続可能性の高いインフラへの需要の高まり**、という3つのテーマが、この地域の堅調な経済成長を促進すると考えています。

地域統合がASEANの経済成長を促進

新型コロナウイルスのパンデミックをきっかけに、ASEANは接続性の強化と競争力の向上につながる大きな課題を推進することになりました。幸いなことに、パンデミックが猛威を振るう中、各国は対話を絶やすことなくオンライン形式での会合にシフトしたため、貿易関係強化の動きが遅れることはありませんでした。その例として、巨大な経済効果をもたらすと考えられる自由貿易協定（FTA）の一つである地域包括的経済連携（RCEP）は、8年間の交渉を経て、日中韓や東南アジア諸国連合（ASEAN）など15カ国が2020年11月に署名しました。

RCEPは、ASEANと既存のパートナー国との間の既存のFTAを統合するもので、GDPの規模で世界最大のFTAとなり、「包括的及び先進的な環太平洋パートナーシップ協定（CPTPP）」、「欧州連合（EU）」、「南米南部共同市場（メルコスール）」、「米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）」をも上回る重要なものです。

これとは別に、脱・中国依存（中国のサプライチェーン・エコシステムへの依存度を下げる動き）は、ASEAN加盟国の成長と雇用創出の可能性を高めることになると期待されています。多国籍企業は、ASEANの地域サプライチェーン・エコシステムに容易に統合できる地域製造拠点を設立する見込みです。こうした点に関してASEANは理想的なポジションにあります。その理由は、

- a. ASEAN加盟国の一部では製造業の賃金が低いこと、
 - b. ASEANは多くのサプライチェーンがまだ残る中国に距離的に近いこと、
 - c. ASEANは市場統合と製造拠点の確立に向けて取り組んでいること、
 - d. RCEPは世界貿易の約40%を占める巨大な市場であること、
- などが挙げられます⁶。

デジタル化の進展が経済統合を促進

ASEAN地域では、インターネットの普及が進んでいます。物資、食料、医療、教育、娯楽が容易にアクセスできるようになった現在、デジタル化はASEAN地域の人々の日常生活にとって必須なものとなっています。デジタル化は新型コロナウイルスのパンデミックによって加速化し、企業と消費者の両方に大きな影響を与えています。ASEAN加盟国は、このデジタル化ブームが生み出すビジネス機会を企業が享受できるよう協力しています。

度重なる新型コロナウイルスによるロックダウン（都市封鎖）により、新たなオンラインの潮流が生まれ、それがEコマースの普及を促進しています。Eコマースのオンラインプラットフォームは大きな人気を博し、ASEANのインターネット経済において最も急速に成長している柱となっています。実際、ASEAN諸国は、貿易ルールを確立し、参入障壁を下げるために、電子商取引に関するASEAN協定の可能性について議論しています。その結果、Eコマースを支える物流倉庫やデータセンターなどの物理的なインフラにも影響が及び、顧客に対してシームレスな満足度の高い顧客体験の提供が可能となります。

ある調査では、新規デジタルサービス利用者の94%が、パンデミック後もデジタルサービスを継続する意向を示しています。そのため、テクノロジーへの投資は引き続き活発で、

- **フィンテック（金融とテクノロジーの融合）**、
- **ヘルステック（健康とテクノロジーの融合）**、
- **エドテック（教育とテクノロジーの融合）**、

に重点が置かれることになるでしょう。ASEANのデジタル経済は、2025年までに3,000億米ドル以上の規模になると予測されており、これは2020年の1,000億米ドルから3倍の拡大に相当します⁷。

持続可能性の高いインフラへの需要の高まり

経済活動を活発にし、雇用を創出するためには、インフラ投資が不可欠です。コロナ禍の厳しい環境下では、ASEAN各国政府が早急に対応を求めている医療、通信、物流などのインフラの逼迫が目立っていましたが、それ以外にも改善・改良が必要な分野があります。ADBによると、地域の開発目標や気候変動による課題に対応するためには、ASEANは年間2,100億米ドルを投資する必要があるとしています。

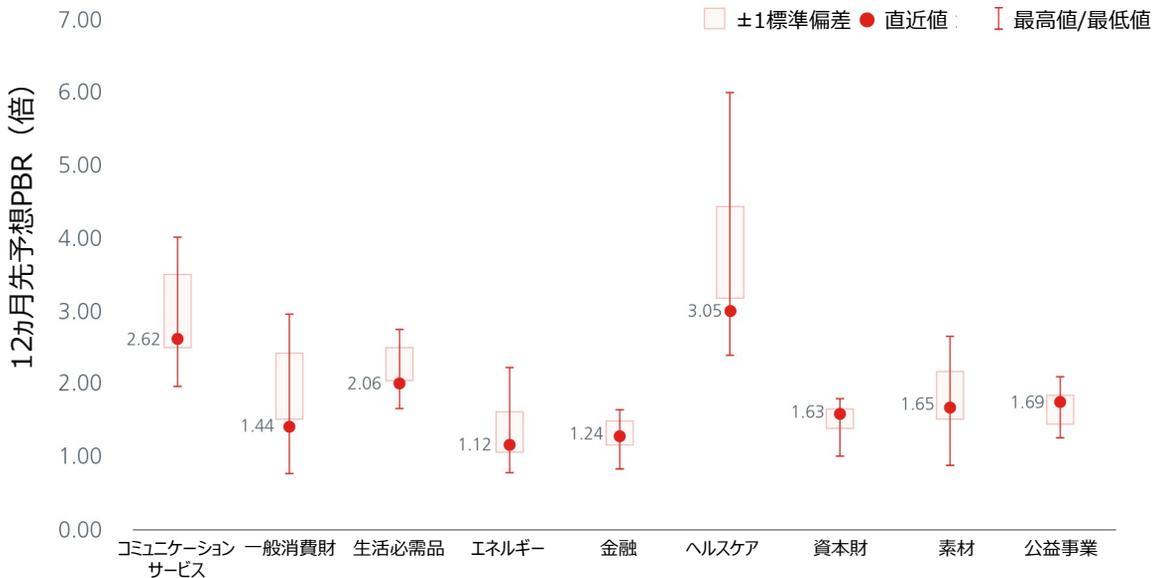
この地域では、すでに再生可能エネルギー、物流・輸送、公衆衛生、情報通信技術などのインフラ整備が優先的に進められています。つまりASEANは、グリーンインフラのハブとなる可能性を秘めています。地球温暖化対策の国際ルール「パリ協定」目標を達成するためには、2030年までにエネルギーミックス（電源構成）に占める再生可能エネルギーの割合を現在の27%から52%に引き上げる必要があり、そのためには700億米ドルの追加費用が必要になります⁸。

経済回復からの恩恵と投資機会

新型コロナウイルスの感染再拡大は、短期的にはASEAN経済と企業収益に大きな影を落としています。しかし、この地域の長期的なファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）を損なうまでには至っていません。

実際、多くの企業が、コロナ後のASEAN経済回復からの恩恵を享受するべく備えています。こうした状況下では、投資家は、企業のバリュエーション、特に株価純資産倍率（PBR）を考慮すると良いでしょう。現在のPBRは多くのセクターで低く、魅力的な水準にあることが確認できます。（図表4参照）

図表 4: セクター別の株価純資産倍率（PBR）の推移：10年間と直近値の比較



出所：MSCI、Refinitiv Datastream、Macquarieのデータ（2021年7月31日）に基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。 ※ ±1標準偏差とは、当該期間中のデータの約2/3の割合がその範囲内に収まっていたことを示すものです。

データ出所

- 1 イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）、CEIC、UN DESA、Morgan Stanley Research
- 2 <https://www.enterprisesg.gov.sg/overseas-markets/asia-pacific/asean/overview>
- 3 <https://www.statista.com/statistics/796222/total-population-of-the-asean-countries/>
- 4 https://www.uobgroup.com/web-resources/uobgroup/pdf/research/ASEAN-Focus_II_3q19.pdf
- 5 HIS、Markit economics
- 6 <https://www.freiheit.org/sites/default/files/import/2020-12/24820-api2020finalv5.pdf>
- 7 https://nextbn.ggvc.com/wp-content/uploads/2020/11/e-Conomy_SEA_2020_Report.pdf
- 8 “Infrastructure Leading Southeast Asia’s Economic Recovery – Deloitte and Infrastructure Asia Report”（2020年）

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。