

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



Part 1 of 4

これからの “新たなアジア”について

Bill Maldonado, CIO（最高投資責任者）
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）



アジアは、新たな成長ドライバーの出現により、投資家に大きな投資機会と多様性を提供し、世界で最も急速に成長し続けている地域であり続けるでしょう。

これからの“新たなアジア”では、勝者と敗者の間での格差が広がり、投資に際してはアクティブ運用と現地市場への深い理解がより重要となります。

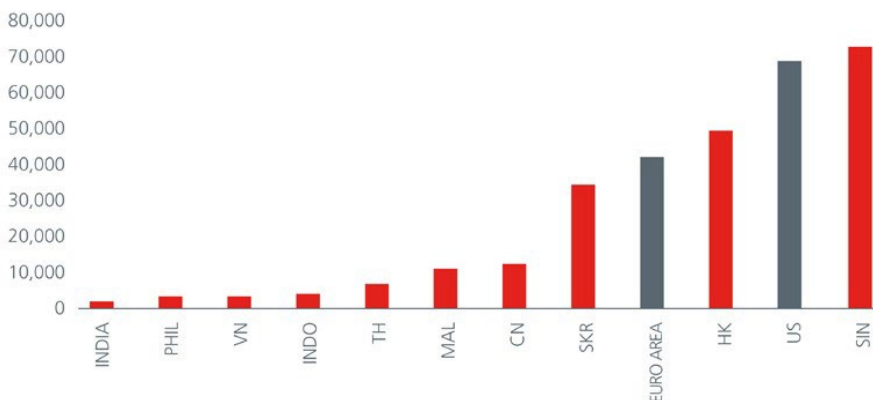
アジアは世界人口の半数を占め、またGDPのほぼ半分を占めています。2020年には世界の消費者層の50%を占め¹、2021年には世界のインターネットユーザーの55%を占めるようになりました²。さらに2023年には5%の経済成長が予想され³、世界で最も高い経済成長を遂げる地域とされています。

アジアが有する域内の多様性は、この地域の最も優れた特徴の一つです。アジアには、先進的な技術と質の高いインフラを誇る高所得国（韓国、シンガポール、台湾）が存在します⁴。（図表1参照 ※台湾を除く）一方、インドやASEANなど、人口の半分が35歳以下と若く人口ボーナスの恩恵を享受している新興国も存在します。（図表2参照）

過去数十年間、輸出と競争力のある労働コストがアジア地域の繁栄を牽引してきましたが、アジア地域の発展、グローバル化のピーク、地政学的緊張の高まりを受け、新たな成長ドライバーが出現しています。

図表 1: アジアには、先進経済と新興経済が併存

1人当たりGDP（米ドル）



出所：世界銀行（World Bank）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。

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。

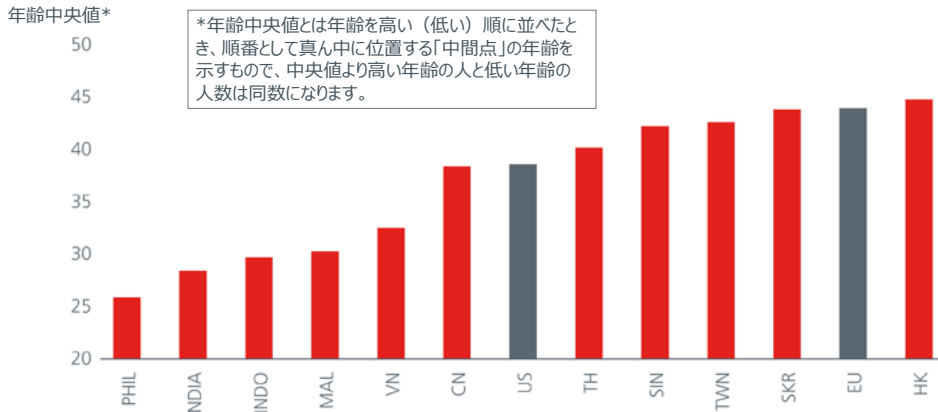
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

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

230228 (03)

図表 2: インドやASEAN諸国は相対的に若年人口が多い



出所：世界銀行（World Bank）とwww.worldmeters.info. のデータ（2022年8月）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。

アジアの多様性を考慮すれば、これらの新たな成長ドライバーは国・地域ごとに異なる展開を見せ、投資家に魅力的な投資機会と多様性をもたらすことでしょう。

“新たなアジア”の成長ドライバー

デジタル化

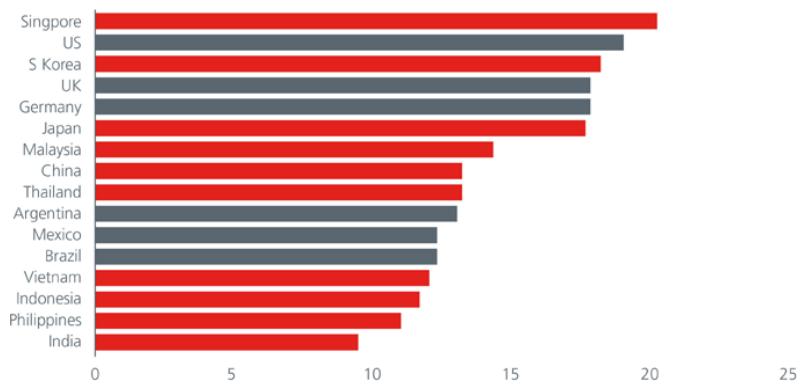
新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）により、アジアにおけるデジタル化のペースが加速しています。この地域のスマートフォン普及率が高いこと、若年層がモバイルに精通していること、デジタルインフラへの多額の投資、規制の枠組みが支援的であること、といった要因がこの動きに拍車をかけています。

米シスコが公表しているGlobal Digital Readiness Indexは、起業環境、人的資本、技術インフラ、政府や企業の投資などを考慮した総合的なアプローチで、各国のデジタル化への対応度を評価しています。

シンガポールは総合評価で1位ですが、デジタル化への対応度でアジア域内の国々は一様ではないという不均質性を反映しています。（図表3参照）

デジタル化は、アジアの人々の金融包摂性を高め、企業の業務効率を引き上げています。ASEANは2019年に『ASEAN電子商取引協定』に署名し、電子商取引の成長のための共通の原則とルールを確立しており、複数の国をまたぐデジタル共同市場（ASEANデジタル統合枠組み）の先駆けとなる可能性があります。東南アジアのデジタル経済は、2021年の約1,700億米ドルから2025年には3,600億米ドルに倍増し、さらに2030年には約1兆米ドルに急成長すると予測されています⁵。アジアの消費者企業にとって、デジタルへの対応は競争優位の源泉となっています。東南アジアでは、新型コロナウイルスのパンデミック時に新たに6,000万人のオンライン消費者が誕生したと推定されています⁶。

図表 3: 2019年におけるデジタル化への対応度（25点満点）



出所：Cisco Global Digital Readiness Index 2019.

invested in insights.

アジア域内では国・地域によってデジタル化への対応度が異なることから、各国政府は低所得者層もインターネットやスマートデバイスにアクセスできるようにすることで、デジタルデバイド（情報格差）のリスクを軽減する必要があります。これにより、アジアのデジタル経済が底上げされ包括的かつ公平な方法で経済成長を遂げることが可能になります。

サプライチェーンの再編

地政学的緊張と新型コロナウイルスのパンデミックにより、グローバルなサプライチェーンの再編が進み、多国籍企業（MNC）はよりレジリエント（強じん性を持つ）なサプライチェーン・ネットワークを求めています。多国籍企業の多くは、生産拠点を国内に戻す『リショアリング』のほかに、中国から製造拠点を分散させることも検討しています。米中貿易摩擦が始まって以来、米国への輸入品に占める中国の割合は低下し、代わりにベトナムが調達先シフトの恩恵を受けています。（この間、米国のコンテナ輸入に占めるASEAN諸国のシェアは上昇し、中でもベトナムが大きな上昇を遂げています）⁷。

米アップルもまた、民生用電子機器の生産を中国からインドに大幅にシフトし、インド南部のタミル・ナードゥ州に新たな製造拠点を設けています。

アジアに製造拠点を持つことで、多国籍企業はこの地域の大規模かつ成長中の消費者層にアクセスすることができます。また、ベトナム、タイ、インドなどの新興国の労働コストは、先進国に比べて安価な水準にあります。

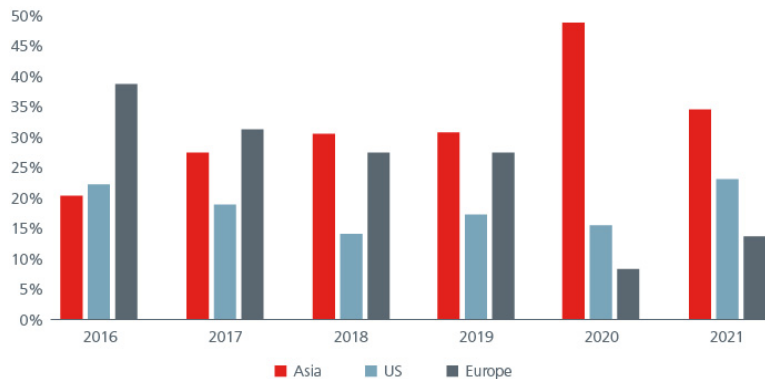
一方、アジア諸国の政府は工業団地や製造業専用エリアを設立し、包括的な製造業のエコシステムを戦略的に構築しようと努めてきました。アジアには301の海港と612の空港があり⁸、製造業にとって（新型コロナウイルスによる混乱は例外として）シームレスな貿易物流を促進するのに役立っています⁹。同地域ではそれぞれの国がもつ競争優位性によって、国ごとに異なる製造の進化が進んでいます。（図表4参照）

米テスラはインド初の工場の立地先としてベンガルールを選び、韓国のサムスン電子は2023年にベトナムで半導体生産を開始する予定です。なお、インドでは製造業が進化しその専門性が高まっており、これが投資家のインドへの関心が再び集まっている理由の一つです。

図表 4: アジアにおける製造業の進出先～各国の優位性



図表 5: 世界の海外直接投資（FDI）流入額における国・地域別シェア



出所：「World Investment Report 2022: International tax reforms and sustainable investment.」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。※ Asiaには東アジア、東南アジア、インドが含まれます。

これらの地域が魅力的な製造業の中心地として位置づけられることに成功したことは¹⁰、製造業の海外直接投資（FDI）を誘引する力からも見てとれます。

2021年の同地域へのFDI流入額は5,500億米ドルに達し、世界全体の流入額の35%を占め、欧米を上回っています。（図表5参照）

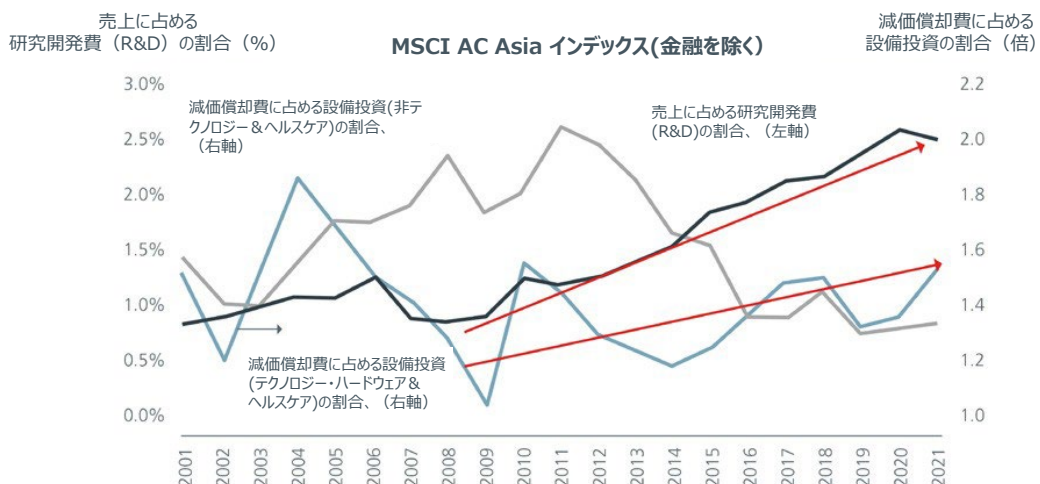
今後は、効果的なサプライチェーン・リスクマネジメント・システムとそのプロセス、およびサプライチェーンのデューデリジェンスと透明性を求める国際的な政策や枠組みは、アジアにも影響を与えることになるでしょう。アジアの企業は、世界の主要なサプライチェーンのハブ（中核）としての競争力を維持するために、デューデリジェンスプロセスを向上させる必要があるでしょう。

技術的イノベーション

アジアの長期的な経済成長を牽引する上で、イノベーションは重要な役割を担っています。アジア開発銀行（ADB）によると、『中所得国の罫』¹¹を脱出できた国は、研究開発に3倍の投資を行い、4倍の特許申請を行っている¹²、としています。アジアでは、技術関連の設備投資と研究開発費が増加しており、これは喜ばしいことです。（図表6参照）

アジアの人々は比較的若く、技術に精通しており、また労働意欲も旺盛であるため、この地域のイノベーションを後押ししています。2021年版のブルームバーグ・イノベーション指数では、研究開発費、製造能力、ハイテク企業の集中度に基づいて世界で最も革新的な95カ国をランク付けしており、韓国は1位、シンガポールは2位、日本は12位、中国は16位にランク付けされています。

図表 6: アジアにおける技術関連・研究開発費は増加傾向



出所：FactSet, MSCI, Goldman Sachs Global Investment 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。

invested in insights.

欧州は上位10位中7カ国が占め、米国は上位10位から外れて11位にランクインしています。韓国、台湾、シンガポール、中国は、新たな産業や市場を切り拓く『フロンティア型イノベーター』として、世界に向けたユニークな製品やサービスを生み出しているといえるでしょう。

例えば、台湾と韓国は最先端技術によって高い参入障壁を築き、半導体製造と設計におけるリーダー的地位を確立しています。この優位性は、数十年にわたる政府の支援、戦略的な政策設計、知識の発展、民間部門の起業家精神から生まれたものであり、簡単に崩れるものではありません。

一方、アジアの他の国は、既存の先進的な製品やサービスに手を加えて自国市場に初めて導入する、ある意味で後発的な『キャッチアップ型イノベーター』であると考えられます。アジアでは既に多くのイノベーションが見受けられますが、さらに多くのイノベーションを引き起こすためには、質の高い教育、研究開発への財政支援、知的財産権、政策面でのサポートがカギとなります。

アジア域内の戦略的パートナーシップの構築

保護主義や反グローバリズムの風潮が強まる中、域内における統合や大規模な貿易協定は、この地域の成長の勢いを維持するために重要となるでしょう。

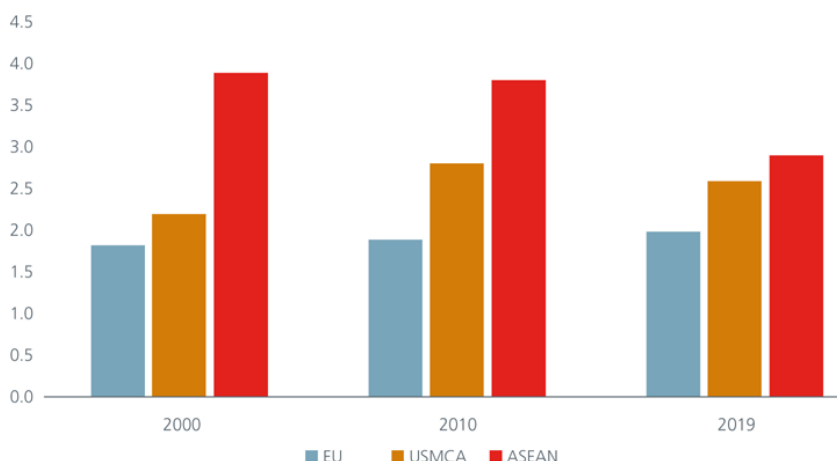
域内貿易集約度指数（Intra-Regional Trade Intensity Index：TII）は、世界貿易に占める地域内貿易の割合を示すものです。TIIの数値が高いほど、その地域の貿易は世界の他の地域よりも自国域内の国に向けられていることを意味します。アジアのサプライチェーンが他地域の需要を満たすのに役立っている一方で、企業はアジア市場にサービスを提供するため、アジアにサプライチェーンを構築しています¹³。

アジアの発展、豊かさ、多様性は、買い手と売り手のダイナミックなエコシステムを生み出し、アジアが自国の最終需要に応えることを可能にしているのです。

ASEANのTIIは2019年に低下したものの、欧州連合（EU）や北米と比べると高い水準にあります。（図表7参照）アジア・ASEAN圏における域内貿易は、東アジアの『地域的な包括的経済連携（RCEP）』が域内のサプライチェーン再編を促すため、更なる増加が見込まれます。RCEPは2022年1月に発効し、ASEAN10カ国と日本・中国・韓国・オーストラリア・ニュージーランドを加えた15カ国が参加する自由貿易協定（FTA）です。RCEPは世界のGDPの31%、世界人口の29.7%、世界貿易の29%を占めています。RCEPはその加盟国が持つ多様性が、地域内での相互補完的な投資機会を提供します。2030年までに、RCEPは加盟国の所得を0.6%、地域の所得を2,450億米ドル、地域の雇用を280万人増加させると予想されています¹⁴。

また、貿易にとどまらず、アジア全域で高いレベルでの地域内協力と統合が行われています。ADBの『アジア太平洋における地域統合の指標（Asia-Pacific Regional Cooperation and Integration Index：ARCII）』は、8つの側面から統合と協力の状況をモニタリングしています。同指標において、アジア太平洋地域は、“テクノロジーとデジタル接続性”の側面で他の地域を上回り、“投資”と“バリューチェーンへの参加”の側面ではEUと同等の評価を得ています¹⁵。しかし“環境面での協力”の側面では、さらに拡大の余地があり、アジアの取り組みは、上位のEUや北米の4分の3の水準にあります。

図表 7: ASEANでは域内貿易の密度が高い



出所：IMFのデータ（「Direction of Trade Statistics.」 <https://data.imf.org/dot>（2021年7月））を用いてアジア開発銀行（ADB）が算出。
※USMCAは“米国・メキシコ・カナダ協定（United States-Mexico-Canada Agreement.）”

サステナビリティ

気候変動問題は、生産性、農業収穫量、サプライチェーン、インフラを劣化させる可能性があり、アジアに大きな影響を及ぼすことが予想されています。

しかし、コンサルティング大手のマッキンゼーの調査によると、「アジアは、これらの課題に対応し、気候リスクがもたらす機会を捉えるうえで極めて有利な立場にある」¹⁶としています。アジアの各国政府は、経済政策にサステナビリティを取り入れるようになってきています。

例えば、ASEANの再生可能エネルギー政策である『エネルギー協力のためのASEAN行動計画（APAEC）』では、2025年までに域内の一次エネルギー供給総量に占める再生可能エネルギーの割合を23%、発電設備容量に占める割合を35%に引き上げることを目標としています。一方、インドは二酸化炭素（CO₂）を排出しない新たなエネルギー源であるグリーン水素の年間生産量を2030年までに500万トンにまで増やし、グリーン水素の製造コストを2025年までに2.50米ドル/kg、2030年までに1米ドル/kgへと引き下げる目標を掲げています。

アジアでは、地域によってESG情報の開示率に違いはあるものの、この5年間でESGポリシーの数が増加しています。（図表8、9参照）一部の調査によると、EUのESG分類基準との整合性が高いアジア企業のファンダメンタルズは、同業他社と比べて高いプレミアム（PERで約55%、EV/EBITDAで約64%）がついています¹⁷。

より多くのアジア企業がEUのESG分類に準拠し、またアジア太平洋地域のESG分類基準がEUの基準を活用することで、世界の投資家からESGファンドを通じたアジア企業の保有が増え、その結果バリュエーションが上昇する可能性があります。

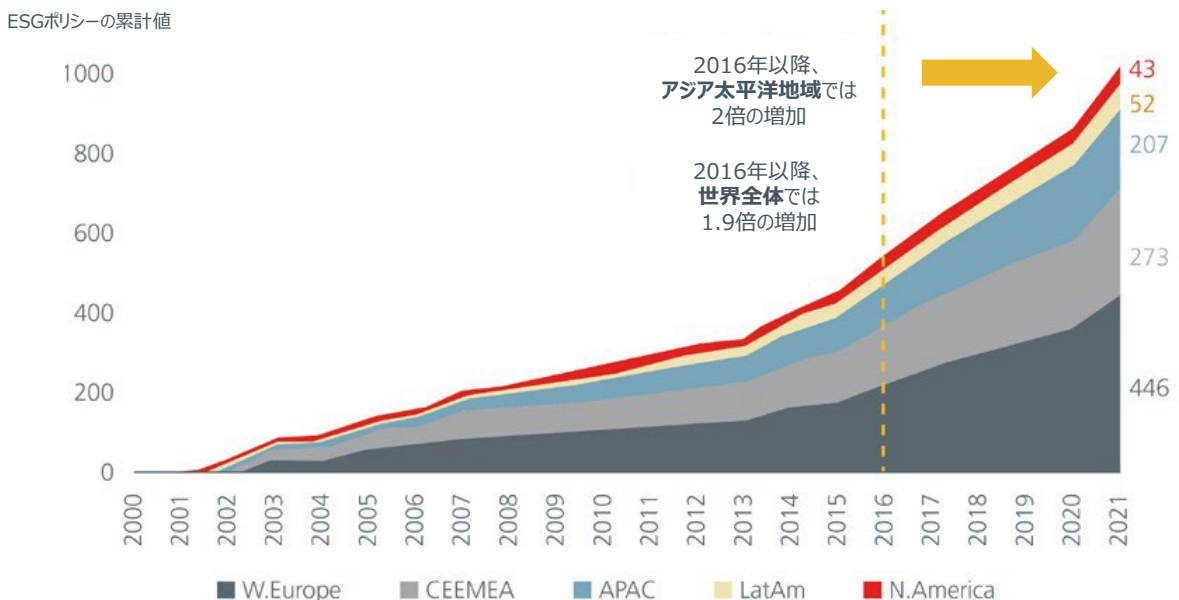
アジアの各企業は自国政府のネットゼロ目標に合わせる動きをみせており、これは投資家にとって魅力的な投資機会となることでしょう。中国は2021年に世界最大の電気自動車（EV）用バッテリー生産国となり、世界の製造能力の79%を占めています¹⁸。また、中国は世界のEV生産台数の60%を占め¹⁹、太陽電池の製造もほぼ独占しています。一方、韓国では、水素を活用したグリーン経済への移行が加速化しており、水素燃料電池の供給、水素モビリティ（例：水素自動車）の製造、液化水素の流通を行う地元企業がその恩恵を受けることになります。

アジア域内の各国が有する多様性の強み

地政学的な緊張が高まるにつれ、一部のアジア市場への投資に対する懸念が高まるかもしれませんが、アジア地域内には十分な多様性があり、投資家は相関性の低い“成長ドライバー”へのエクスポージャーを組み合わせることでその恩恵を得ることが期待できます。（図表10参照）

アジアの多様性は、“企業”でもみられます。アジアにはTSMC（台湾）、サムスン電子（韓国）、リライアンス・インダストリーズ（インド）などの著名なアジア企業があります。しかし、一方でまだ上場を果たしていない

図表 8: 地域別でみたESGポリシー数の推移



出所：PRIのデータを基にGoldman Sachs Global Investment Research.が作成。
※上記データは資本市場におけるESGの規制数と改正数の累計値。（期間は2000年1月から2021年8月まで）

図表 9: アジア太平洋地域における企業のESG情報開示率



出所：Goldman Sachs Global Investment Research.

“GS SUSTAINフレームワーク”におけるアジア太平洋の企業（MSCI ACWIインデックスから選別）におけるE（環境）とS（社会）の分野の開示率の平均値（直近の入手可能なデータを使用）。*A株とH株の重複上場企業は、H株上場分のみをカウント。

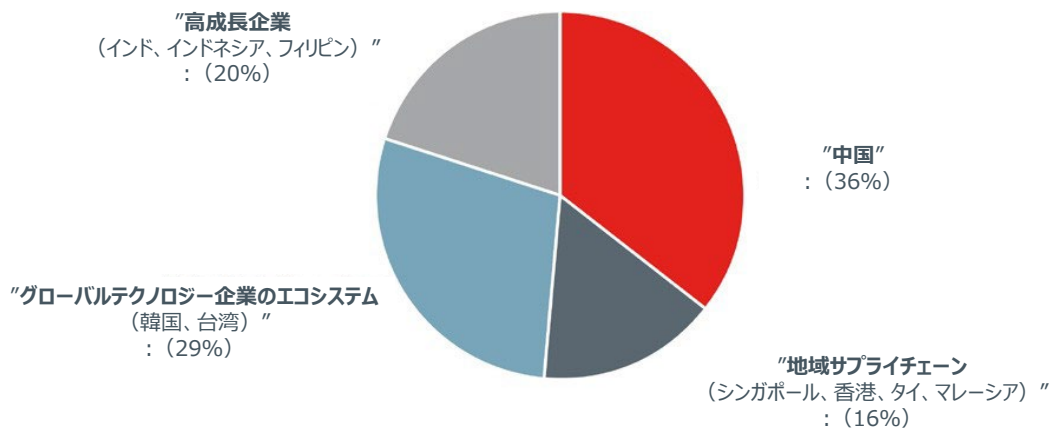
名の知られていないアジア企業があり、こうした企業の活発な新規株式公開（IPO）市場は投資家に新たな機会を与えています。アジア太平洋地域は、2017～2020年にかけて世界のIPO調達額で最大のシェアを占め、2021年は37%を占めています。（図表11参照）近年、フィンテックやEコマース関連企業のIPOにより、インドネシアやインドの株式市場の企業構成が変化していることが分かります。

アジアの多様性は、域内の一部でみられる相対的な市場の非効率性と相まって、国際投資家の分散効果を高めるのに役立っています。アジアの一部の株式市場の中には、ヘッジや空売りに制限を設けているところもあります。

同時に、域内の政局（例：選挙サイクル）や中央銀行の政策などの特異な要因も、アジア市場を欧米の市場とは異なる方向に動かしています。世界の貿易額（対GDP比）がピークに達した2008年以降、アジア株式市場の欧米株式市場に対する相関は低下傾向にあり、分散投資の観点からグローバル・ポートフォリオにアジアを組み入れる傾向が強まっています。（図表12参照）

しかし、代表的な全世界株指数であるMSCI ACWIインデックスにおけるアジアの構成割合は2009年以降9～10%程度で比較的安定していることから、アジアのダイナミズムへのより高いエクスポージャーと分散効果を望むグローバル投資家は、アジアへの直接投資を検討することも選択肢の一つです。

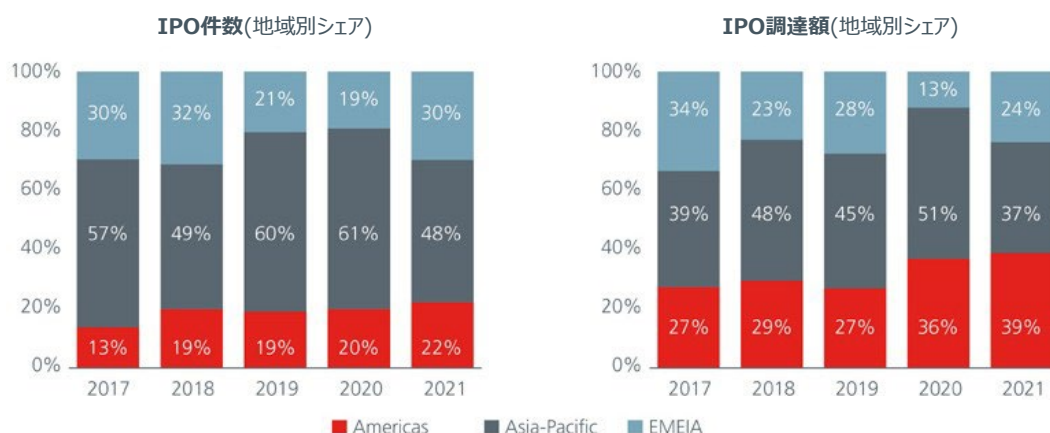
図表 10: アジアは多様な成長ドライバーへの分散したエクスポージャーを提供



出所：MSCIのデータ（2022年9月）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。

※上記はイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）の投資チームが投資対象として検討している上場企業を成長ドライバー別に分け、その割合を示したものです。

図表 11: 地域別にみたIPO件数とIPO調達額の推移



出所：2021 EY Global IPO Trends ※四捨五入しているため、合計値は必ずしも 100%とならない場合があります。

なぜ今アジアなのか？

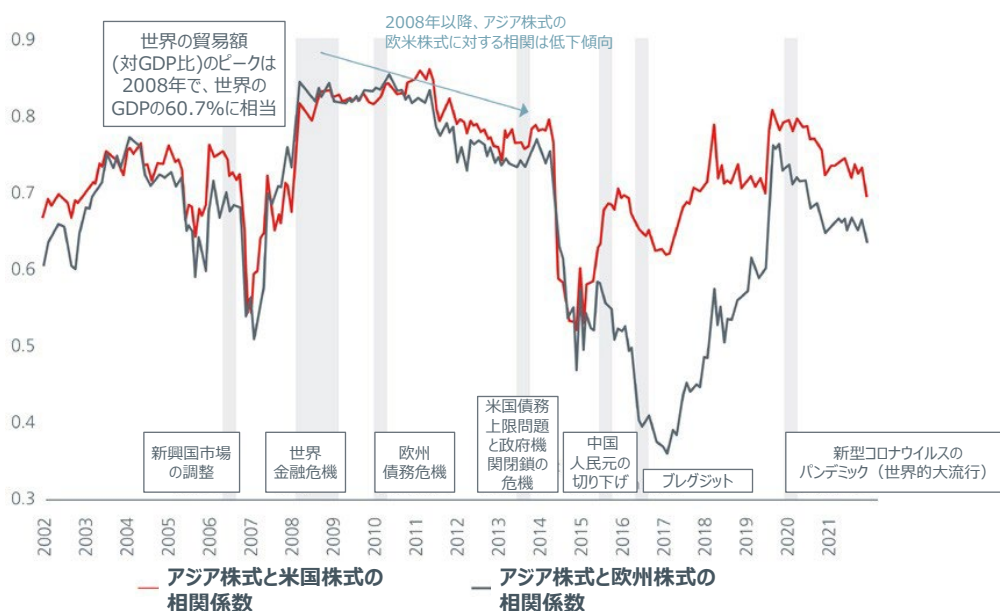
代表的なアジア株（日本を除く）指数であるMSCI AC Asia ex Japanインデックスの現在のバリュエーションは魅力的な水準にあり、株価純資産倍率（PBR）は過去平均を下回り、さらにマイナス1標準偏差を下回った水準にあります。（図表13参照）

アジア株式（日本を除く）の過去のリターンをバックテストしてみると、このようなバリュエーション水準にある時に

投資を開始した場合、1年、3年、5年の各投資期間で魅力的なリターンが得られていたことが判明しています。（図表14参照）

アジアは今、新たな成長の時代への入り口にあり、投資家の資産配分先として、より大きな割合を占める可能性を有しています。また投資家は自身がよく知る中国、韓国、台湾などの既存市場だけでなく、ASEANやインドなどのアジア市場にも目を向けアジア市場をより思慮深く考慮することが潜在的に求められています。

図表 12: 株式市場におけるアジアと欧米の相関関係



出所：Bloomberg L.P.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。

●アジア：MSCI AC Asia ex Japanインデックス、●米国：S&P500インデックス、●欧州：EURO STOXXインデックスを使用。

図表 13: アジアの現在の株価水準はPBRで見た場合、過去平均を下回る水準に...



出所：Refinitiv Datastream、MSCIのデータ（2022年10月）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68%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。±2 標準偏差は同割合が約95%。

アジアの経済と企業は、新たな地政学的同盟関係、加速するテクノロジー、気候変動問題などによって引き起こされる変化に対応しようとしています。

新型コロナウイルスのパンデミックからの教訓を武器に、アジアの先進的な企業は新たな能力を構築し、生産性を向上させ、利益を拡大していくことが予想されます。

“新たなアジア”では、勝者と敗者の間の格差が拡大する可能性があります。アジア現地の事情を深く理解し、各市場特有の状況をうまく切り抜けることができる投資家は、超過収益（アルファ）を高めることができる立場にあるといえるでしょう。

図表 14: 投資開始タイミングがより重要に...

		平均騰落率		
投資開始時のPBR (株価純資産倍率)の水準	割合	1年間	3年間	5年間
1.5倍未満	22%	38%	47%	113%
1.5倍以上～1.75倍未満	38%	9%	30%	45%
1.75倍以上～2倍未満	20%	9%	26%	40%
2倍以上～2.25倍未満	14%	1%	-3%	24%
2.25倍以上～2.5倍未満	4%	-6%	10%	18%
2.5倍以上	2%	-39%	-7%	-3%

合計：100%

出所：MSCI ACアジア（除く日本）インデックスのデータ（2022年9月）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。

“2023年アジアエキスパート”（計4回発行予定）では“新たなアジア”の成長ドライバーについて、より深く掘り下げて参りますのでご期待ください。

（データ出所）

1. Brookings. 2011年の購買力平価換算で1日11米ドル以上の収入がある人と定義。
2. Globaldata.com
3. IMF, “World Economic Outlook Update” (July 2022).
4. Statista.によるとシンガポールは世界のインフラストラクチャー評価（0～100のスケール）において、95.4という値を示し、総合的なインフラストラクチャー評価で世界をリードしています。
5. “Roaring 20’s: The SEA Digital Decade. Google”, Temasek and Bain & Company.
6. Nikkei Asia. “COVID’s striking impact on Southeast Asia’s digital economy” (November 2021).
7. BofA. “Supply chains: when do the disruptions end, and how are supply chains shifting ASEAN?” (August 2022).
8. ここでいうアジアとは、香港、インド、マレーシア、シンガポール、ベトナム、タイ、台湾が対象。
9. KPMG. “Rethinking supply chains in Asia Pacific” (October 2021).
10. hinrich foundation. “Can foreign direct investment help economies climb global value chains?” (May 2022).
11. 「中所得国の罠」とは、後発途上国から中所得国へと発展した多くの新興国が、賃金が相対的に高すぎるために標準化された労働集約的な財で国際競争力を失い、また、生産性が相対的に低すぎるために高付加価値活動でも十分な規模で競争できない状況を捉えるもの。
12. Asian Development Outlook 2020: “What drives innovation in Asia?”
13. “Asia’s future is now”. McKinsey Global Institute. 2019.
14. Asian Development Bank. <https://blogs.adb.org/blog/three-areas-where-rcep-may-help-region-s-post-pandemic-recovery>
15. Asian Development Bank. Asia Regional Integration Center. Asia-Pacific Regional Cooperation and Integration Index Database. <https://aric.adb.org/database/arici> (accessed October 2021).
16. “Climate risk and response in Asia” (November 2020). McKinsey Global Institute.
17. “A new era for ESG in Asia Pacific” (February 2022). Goldman Sachs Equity Research.
18. <https://www.visualcapitalist.com/sp/mapped-ev-battery-manufacturing-capacity-by-region/>
19. <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Electric-cars-in-China/China-led-world-with-500-000-electric-car-exports-in-2021>

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

＜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。