

## 2022年は「ASEAN5+インド」株に注目

コロナ対応の進展と経済成長率の高さに期待

2021年12月27日

### お伝えしたいポイント

- 2021年は出遅れた新興国株式だが、2022年は割安感からの巻き返しを予想
- 新興国の中では、ASEAN5+インドの高成長に注目
- 米国の利上げによる通貨安リスクは、対円では限定的と想定
- ASEAN5+インド株の足元の堅調さは、2022年への助走か

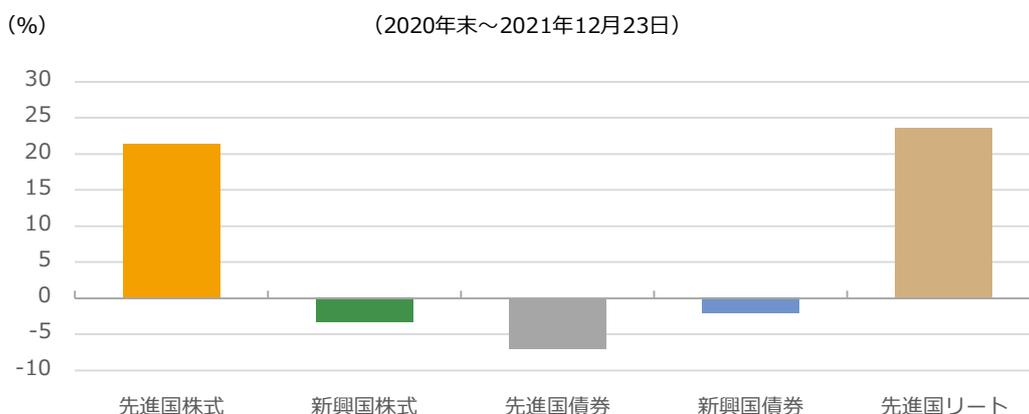
### 2021年は先進国リート、先進国株式が好調

2021年の金融市場は、主要5資産（先進国株式、新興国株式、先進国債券、新興国債券、先進国リート）でみると、先進国リートと先進国株式が好調でした【図表1】。各国経済が振幅を伴いながらもコロナ禍の落ち込みから回復に向かう中、金融政策は引き締め方向への転換がみられたものの、低金利環境は維持されたため、相対的には安全資産よりもリスク資産が選好される展開でした。

当社では1月5日に「2021年はリートに注目」というマーケットレターを発行しており、日米ではリートが株式・債券より優位との見方を示していましたが、概ね想定に沿った展開となりました。

2022年に関しては、2021年に低調だった新興国株式が巻き返す可能性があると考えており、特にASEAN5と呼ばれるインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム（アルファベット順）とインドの株式に注目しています。

図表1：2021年主要5資産のパフォーマンス（12月23日時点）



※先進国株式：MSCIワールド指数 新興国株式：MSCIエマージング・マーケット指数  
先進国債券：FTSE世界国債指数 新興国債券：JPモルガンEMBIグローバル・ダイバーシファイド指数  
先進国リート：FTSE EPRA/NAREIT先進国指数

※いずれも米ドルベースのトータル・リターン

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 2021年の新興国株式は先進国株式に出遅れ

コロナ後の先進国株式と新興国株式を比較すると、2020年中はほぼ同じような回復、2021年は新興国株式優位で始まりましたが、春頃からは先進国株式優位が続きました【図表2】。先進国株式は米国の主要企業が牽引役となった一方、新興国株式はコロナ対応の遅れが影響したとみられます。

■ 図表2：先進国株式と新興国株式の推移

(2020年1月初=100)

(2020年1月初～2021年12月23日)



※先進国株式、新興国株式の対象指数は図表1と同じ

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 2022年は割安感が強まっている新興国株式の巻き返しに期待

2021年に新興国株式が大きく出遅れたこともあり、予想PER（株価収益率）をみると先進国株式との差が一段と広がっており、新興国株式の相対的な割安感が強まっています【図表3】。2022年は新興国株式の劣後要因（コロナ対応の遅れ）が改善することで新興国株式が巻き返す展開を想定しています。

■ 図表3：先進国株式と新興国株式の予想PERの推移

(倍)

(2010年1月初～2021年12月23日)



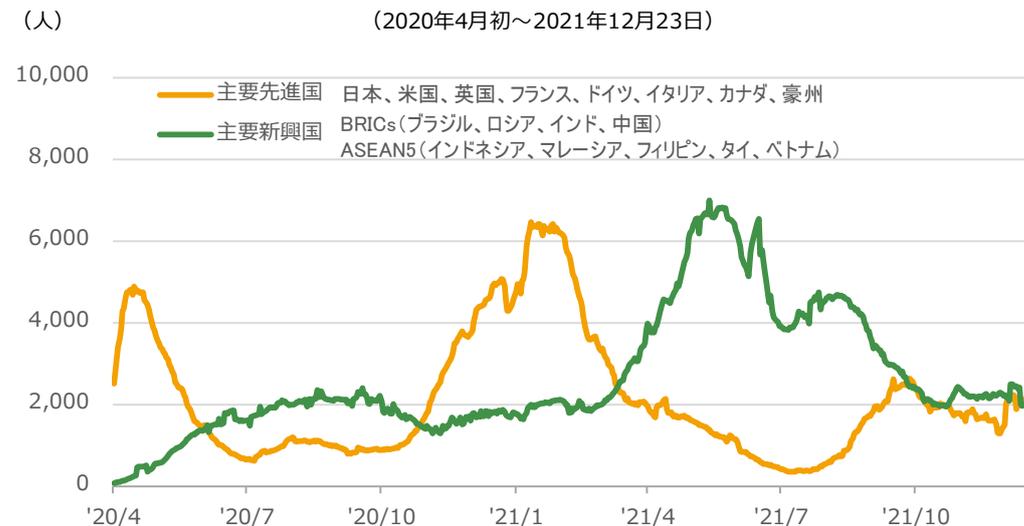
※先進国株式、新興国株式の対象指数は図表1と同じ  
※12カ月予想EPS（一株当たり利益）に対するPER

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 先進国に遅れて深刻化した新興国の新型コロナウイルス感染状況

新型コロナウイルスの影響の深刻度を計るため日々の死亡者数をみると、主要先進国は2021年1-2月がピークだったのに対し、主要新興国は5-6月頃がピークです【図表4】。この4-5カ月の差が2021年の経済の回復度合いに影響し、先進国と新興国の株式のパフォーマンス格差の一因になったと思われます。

■ 図表4：主要先進国と主要新興国の新型コロナウイルスによる新規死亡者数の推移



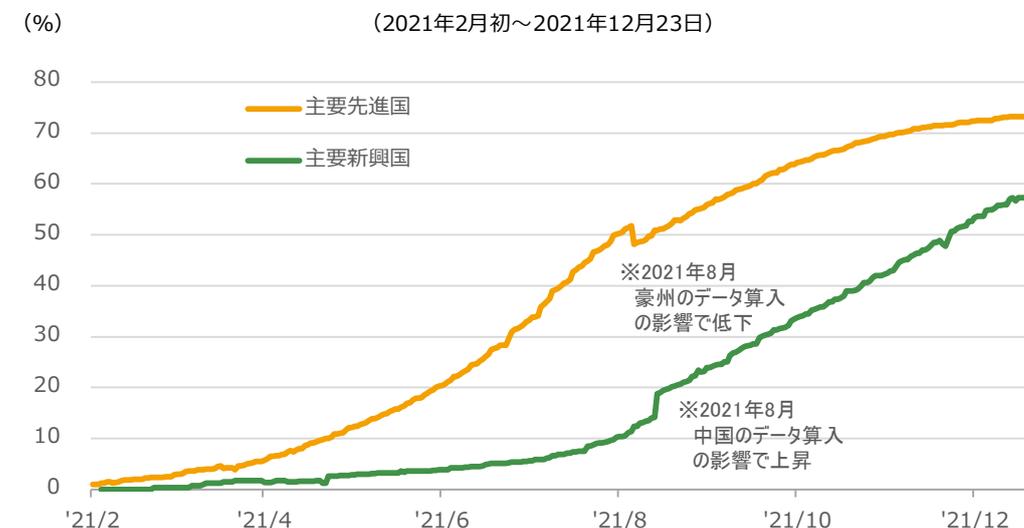
※いずれも7日移動平均値

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## ワクチン接種率は新興国が先進国にキャッチ・アップしつつある

新興国の新規死亡者減少の遅れはワクチン接種の遅れにあるとみられますが、新興国もワクチン接種が加速し、接種率は先進国を3-4カ月遅れで追随しています【図表5】。ワクチン接種の進展による経済への好影響が、先進国は2021年から発現しましたが、新興国は2022年から本格化すると想定しています。

■ 図表5：主要先進国と主要新興国のワクチン接種率の推移



※主要先進国と主要新興国の構成国は図表4と同じで、接種率は各国の単純平均  
 ※接種率は2回接種完了の比率

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## 新興国の中では、ASEAN5+インドの高成長に注目

一口に新興国に期待できると言っても、規模や発展段階、足元の状況など様々で一様に高評価できるわけではありません。その中で、今注目できるのはASEAN5とインドだと考えています。ASEAN5とインドの実質GDP成長率は2022年、2023年とも世界全体、先進国全体、新興国全体を上回るとともに、これまで成長率の面では世界の牽引役だった中国をも上回ると見込まれています【図表6】。2022年から2023年にかけて多くの地域・国では成長が減速すると予想されていますが、ASEAN5では成長が加速すると予想されている点も特筆されます。

足元の景況感をマークイット製造業PMIが発表されているインドネシア、ベトナム、インドの3カ国についてみると、夏頃の新型コロナの感染拡大による落ち込みからの回復が鮮明です【図表7】。さらに、ASEAN5やインドでは経済構造改革に取り組んでいる国が多い点も評価できます【図表8】。経済基盤の強化により持続的成長の確度が高まりつつあると考えられます。

■ 図表6：各国・地域の実質GDP成長率見通し（IMF世界経済見通し2021年10月より）

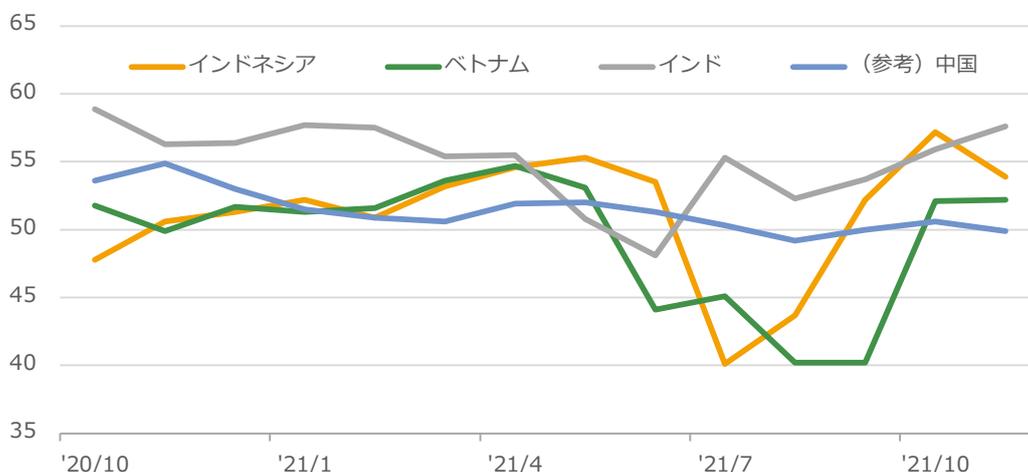
地域・国	'20年	'21年	'22年	'23年	地域・国	'20年	'21年	'22年	'23年
世界	-3.1	5.9	4.9	3.6	中国	2.3	8.0	5.6	5.3
先進国	-4.5	5.2	4.5	2.2	ASEAN5	-3.4	2.9	5.8	6.0
米国	-3.4	6.0	5.2	2.2	インドネシア	-2.1	3.2	5.9	6.4
ユーロ圏	-6.3	5.0	4.3	2.0	マレーシア	-5.6	3.5	6.0	5.7
日本	-4.6	2.4	3.2	1.4	フィリピン	-9.6	3.2	6.3	7.0
新興国	-2.1	6.4	5.1	4.6	タイ	-6.1	1.0	4.5	4.0
ブラジル	-4.1	5.2	1.5	2.0	ベトナム	2.9	3.8	6.6	6.8
ロシア	-3.0	4.7	2.9	2.0	インド	-7.3	9.5	8.5	6.6

※2020年は実績、2021年以降はIMFによる予想  
 ※インドは年度（当年4月～翌年3月）ベース

（出所）IMFより大和アセット作成

■ 図表7：マークイット製造業PMIの推移

（2020年10月～2021年11月）



（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

■ 図表8：ASEAN5+インドの近況

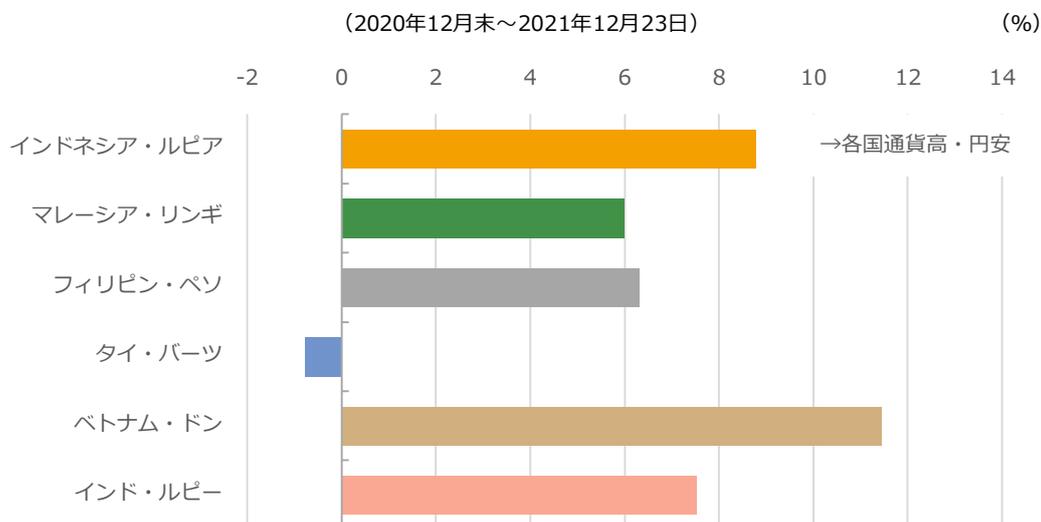
国	コメント
インドネシア	アセアンの中でもコロナの感染が特に悪化した国ですが、現在は日本同様に沈静化しており、経済活動の再開が期待されます。貿易協定や雇用創出オムニバス法、財政改革などによる構造改革を推進中で、今後はビジネス環境の一層の改善が期待されます。首都移転計画はコロナで中断していますが、再開すればインフラ投資なども期待されます。
マレーシア	コロナのダメージが大きく、製造業の生産活動が抑制され、グローバルなサプライチェーン混乱の一因にもなりましたが、このことは逆に製造業におけるマレーシアの重要性を世界に知らしめたともいえます。ワクチン接種率は日本並みに高く、今後は経済活動の再開が期待されます。ただ、ナジブ元首相の汚職疑惑などをきっかけとして、ここ1~2年政治情勢が不安定なのが気懸かりです。
フィリピン	コロナ禍でも海外在住のフィリピン人からの送金が経済を下支えしていましたが、今後は経済活動の再開による内需の回復も想定されます。また、インフラ投資を拡大しており、経済への好影響が期待されます。2022年5月に大統領選挙が行われますが、マルコス元大統領長男の大統領候補とドゥテルテ大統領長女の副大統領候補のコンビが有力視されており、政策の方向性が変わるリスクは小さいとみられています。
タイ	コロナ禍では製造業だけでなく、もう1つの経済の柱である観光業も大きなダメージを受けたため、経済の落ち込みは相対的に厳しくなりました。しかし、経済活動が再開すれば逆に反発力は強いと考えられるほか、政府がインフラ投資を強化している点も、経済の回復を促進すると期待されます。ワクチン接種率は米国並みで、アセアンの中では高くなっています。
ベトナム	コロナに関しては、当初は抑制に成功していましたが、足元はやや沈静化に手間取っています。しかし、主力の製造業の生産活動は再開しつつあり、今後は経済の回復も加速するとみられます。海外との貿易・経済連携協定を積極的に推進したこともあり、中国の次の製造拠点（ネクスト・チャイナ）としての人気は高く、海外からの直接投資も経済拡大に寄与すると想定されます。
インド	コロナに関しては、人口が多いためでもありますが、米国、ブラジルに次ぐ死者を出しており、非常に厳しい状況でした。しかし、現在は感染も沈静化しています。モディ首相は2014年の首相就任以来、構造改革を進めてきましたが、現在はPLI（生産運動型優遇策）により重点分野で企業の投資を促進しています。IT産業や製薬産業など時代に合致した産業に強みがあるため、潜在力への期待は高いものがあります。

(出所) 大和アセット作成

## 米国の利上げによる通貨安リスクは、対円では限定的と想定

2022年は米国の利上げによる新興国通貨安がリスク視されそうです。しかし、極端なリスクオフでなければ、対米ドルで新興国通貨安が進む局面では円安米ドル高も進むと考えられるため、対円での通貨安リスクは限定的でしょう。実際、2021年はタイを除きASEAN5+インド通貨高・円安でした【図表9】。

■ 図表9：2021年のASEAN5+インド各国通貨の対円レートの変化（12月23日時点）



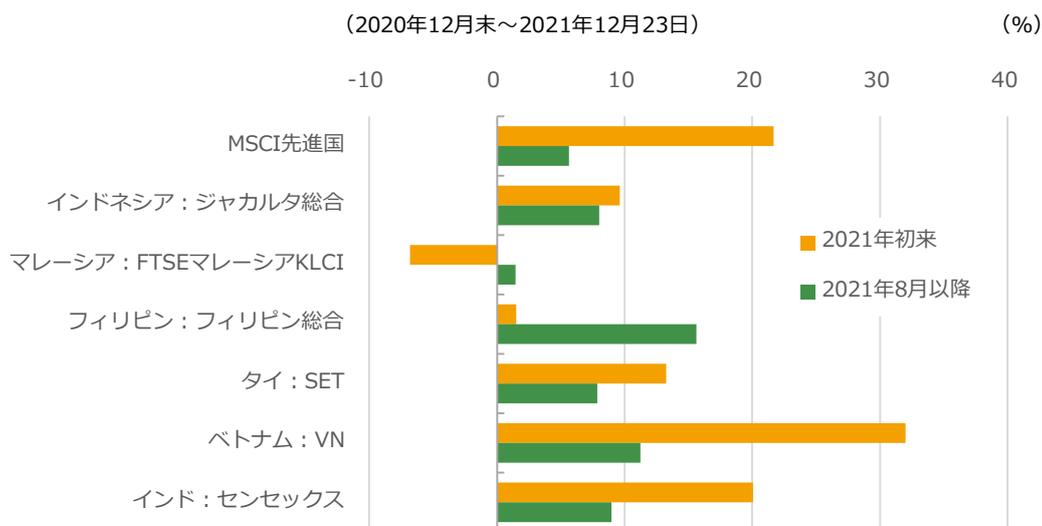
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

## ASEAN5+インド株の足元の堅調さは、2022年への助走か

ASEAN5+インドの各国主要株価指数のパフォーマンスをみると、2021年は新興国株式全体と同様でベトナム以外は先進国株式のパフォーマンスを下回っています。しかし、新型コロナの新規死亡者数がピークアウトし始めた8月以降でみると、マレーシアを除き、先進国株式のパフォーマンスを上回っています【図表10】。2022年から2023年に向けて、コロナ禍からASEAN5+インドの経済が力強く回復していくとのシナリオを株式市場が織り込み始めている可能性があると思われます。

もちろん足元はオミクロン株への懸念が世界的に台頭しており、一時的にリスクオフ局面も生じています。しかし、2020年以降の世界の株式市場の推移をみると【図表2】、感染拡大初期を除けば、新型コロナだけを原因として株価が大幅かつ急激に下落する局面はほとんどみられていません。いわゆるウィズコロナの中、2022年もコロナが一時的に人々の活動を抑制する局面はあるでしょうが、大勢的には経済の回復基調が維持され、株式などのリスク資産が引き続き選好されやすいと想定しています。そのような状況において、2021年に先行して買われた先進国株式に続く投資対象として、ASEAN5+インドの株式は投資魅力が高いと考えています。

■ 図表10 : ASEAN5+インドの各国主要株価指数の騰落率



※MSCI先進国指数は現地通貨ベース・配当無し

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはいくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。