

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

— 新興国抜粋版 —

10

OCT. 2023

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

対米輸出比率の高い国に上方修正余地

2023年入り後は、中国の景気低迷長期化が懸念される中、ASEANや韓国等、輸出主導且つ対中輸出の割合が高い国の景気減速への懸念がある。しかし、ASEAN諸国の対中輸出は中国の加工貿易向けの割合が大きく、最終消費国が米国の製品も多いため、中長期的に米国のソフトランディングや、供給網の中国離れの恩恵を受けやすい。今後は景気見通しの上方修正が進みやすいと予想。

原油等資源価格の上昇が非資源国の重し

エルニーニョ現象による食品価格の上昇懸念は限定的となっている一方で、足元は原油先物価格が90米ドルを超えたことが懸念材料として浮上。資源国のブラジルや、インドネシア、マレーシア、南アフリカが恩恵を受ける一方で、非資源国のインド、トルコ、フィリピン等において貿易収支が悪化する可能性がある。ただ、ロシアからの原油輸入を受け、インドの大幅な貿易赤字の拡大は想定せず。

インドの食品価格の上昇は一時的と予想

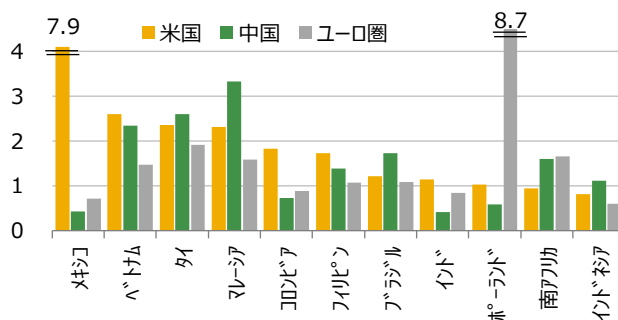
インドでは、主要食材のトマト価格の高騰を受け、7-8月のCPIの前年同月比が中銀の許容範囲を上回った。しかし、足元はトマト価格が正常範囲へ下落し、懸念が後退。また、政府はタマネギ、コメや小麦などの備蓄を放出し、10月以降の祝祭シーズンに先んじて物価対策を強化。食品価格の上昇は一時的な可能性が高く、インフレの再燃及び利上げ再開は予想しない。

インドは24年上半期に利下げ開始の予想

ブルームバーグ集計のエコノミスト予測値によると、インドではCPIの前年同月比が10-12月期に中銀の許容範囲へ低下し、2024年上半期以降は利下げ局面に入ると見込まれている。当社では、2月の予算案発表や、米国の金融政策動向を睨みながら4月に利下げを開始すると予想しており、経済と株式市場には追い風になると考える。

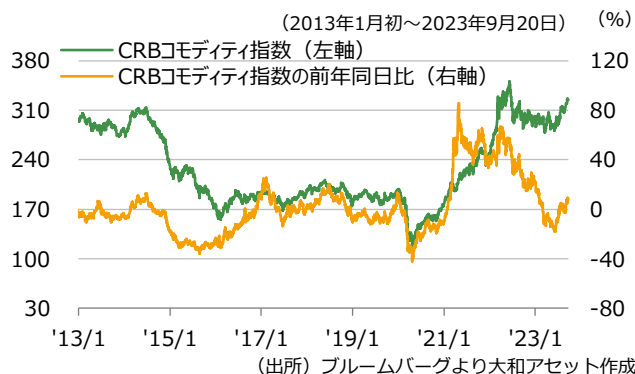
新興国の最終消費国に対する付加価値輸出

(%、対GDP比率)

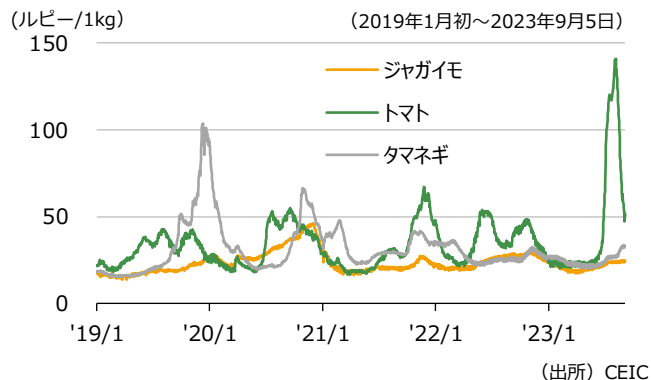


※米国への依存度が高い国から並べ替え ※2021年時点
(出所) OECD TiVA2021、IMFより大和アセット作成

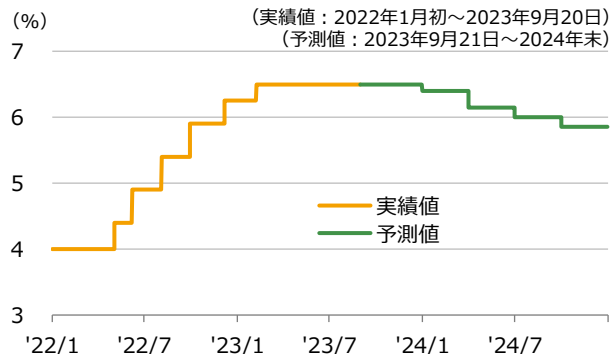
CRBコモディティ価格指数の推移



インドの主要食材の小売価格



インドの政策金利の推移と四半期ベースの予測値



※2023年9月21日時点のブルームバーグ集計のエコノミスト予測値
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



株式

米ドル高にも拘らず新興国株は概ね堅調

直近1カ月間の新興国株は、米ドル指数の上昇にも拘らず概ね堅調で、米ドル高への耐性を示している。また、原油価格が約10カ月ぶりの高水準へ上昇したが、インフレ懸念が残るフィリピンを除き、原油等を輸入する非資源国への影響は限定的。資源国のブラジルやインドネシアの他、インドのエネルギー精製セクター等の上昇に繋がっている。原油価格の高騰は想定しないが、目先の注目材料の一つ。

輸出主導の国の改善が続くかを注視

8月の製造業PMIは、インドやメキシコ、インドネシア等が好調。引き続き供給網の中国離れの恩恵を受けていると見込まれる。また、ベトナムの景況感回復が目立つ。同国の輸出の底打ち感に加え、韓国の9月輸出（20日時点）も反発したため、電気製品の輸出回復が期待される。その場合、ASEAN等の輸出主導国においては、今年の相対的な株価出遅れの挽回が期待できよう。

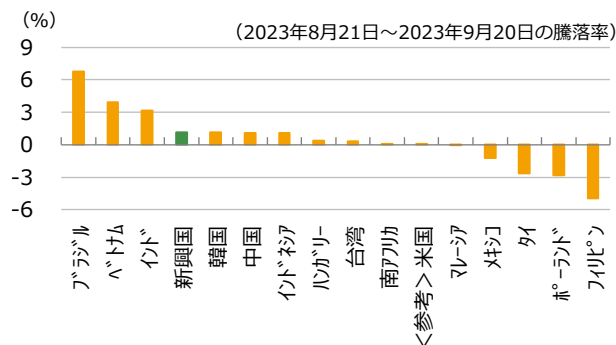
インド株は再び史上最高値を更新

インド株は8月に海外環境が芳しくない中でも底堅く推移し、9月入り後は7月に続き、再び史上最高値を更新。年初来でのセクター別の動きをみると、強い内需を背景に指数ウエイトの高い銀行株が上昇した他、好調な自動車販売を受け自動車株の上昇が目立つ。また、米国中小銀行の信用不安の影響が懸念されるITセクターにも資金が流入しているが、米国の景気見通しの上方修正で上昇余地はありと予想。

インド株の上昇は業績拡大がけん引

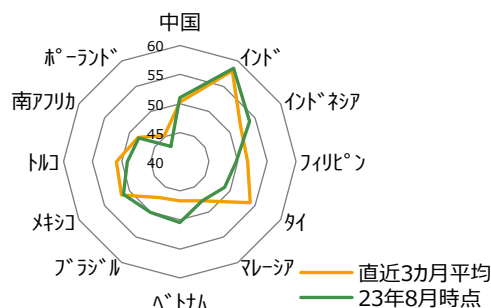
史上最高値を更新しているインド株だが、株価指数上昇のけん引役は、予想EPS（1株当たり純利益）の前年比約20%前後の高い伸びである。バリュエーションを示す12カ月先PERをみると、過去5年の平均を小幅上回る水準に留まり、割高感はないと言える。目先はスピード調整の可能性もあるが、調整すれば好ファンダメンタルズを背景に買戻しも入りやすい地合いと考える。

直近1カ月の新興国株式市場の騰落率（現地通貨）



※ベトナムはベトナムVN指数、その他の新興国はMSCI指数ベース、米国はS&P500
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

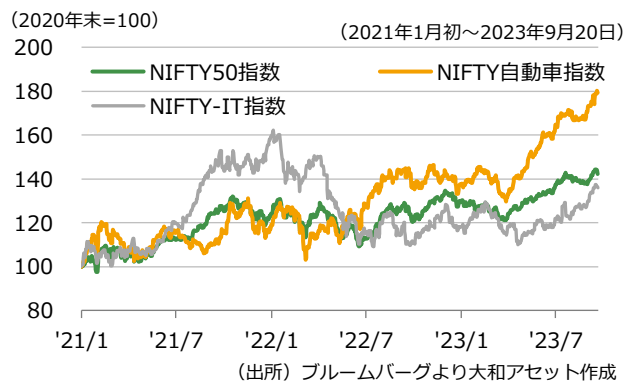
新興国の製造業PMI



※過去3カ月は、23年5月-23年7月

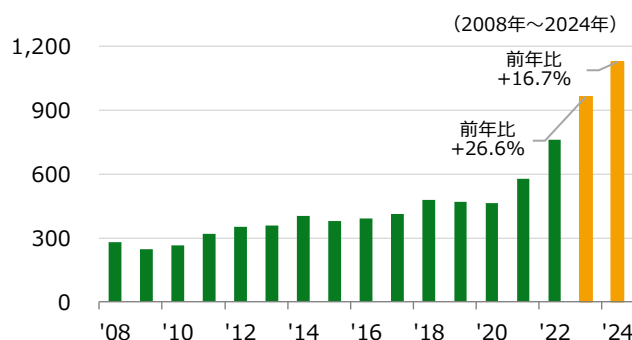
(出所) ブルームバーグ

インド株の主要セクターの推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インド株のEPS（1株当たり純利益）



※2023年以降は2023年8月末時点のブルームバーグ予想
※NIFTY50指数を参照 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成



為替

米ドル高局面も新興国の減価幅は限定的

直近1カ月間は、米ドル指数の上昇にも拘らず、新興国通貨の対米ドルレートは概ね底堅く推移。減価幅をやや拡大したのは、原油輸入国のため原油価格の上昇が幾分嫌気されたと考えられるポーランドやタイ。一方、資源国のブラジルは増価。なお、人民元安のアジア通貨への影響は限定的。中期的には、米国で利上げ停止期待や利下げ転換の蓋然性が高まれば、新興国通貨が買われると予想。

中国からの資金流出が顕著

8月以降は、外部環境が悪化する中、新興国からの資金流出がみられたが、信用不安に見舞われている中国株からの流出が大きい。中国株を除いてみると、流出のペースはさほど速くない。一方、インドの株式・債券市場やブラジル株への資金流入は続いている。新興国の中で、エクスポージャーを中国からインド、ブラジル等へ変える動きも考えられ、当面このような動きが続く可能性がある。

原油価格の上昇が非資源国貿易収支の重し

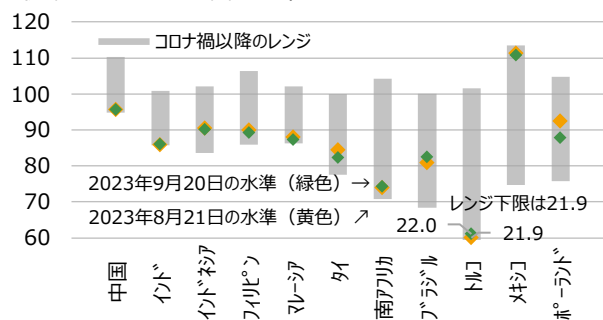
国別通貨の選別において、原油価格上昇の影響が注目されよう。非資源国のインドやフィリピン、ポーランドでは、貿易収支の悪化が懸念材料。但し、インドはロシア産原油の輸入もあり、影響は2022年に比べて限定的と予想。一方、資源国のブラジルやインドネシア、マレーシア等にはポジティブ。なお、ベトナムや韓国の電気製品輸出の改善が続くかにも注目。

米ドル高局面では、対外脆弱性に留意

米ドル高の局面では、対外脆弱性が注目される。外貨準備が十分かを判断する目安として、外貨準備が輸入額の3カ月分を上回っているかが挙げられる。トルコやハンガリー、米ドルへのクローリングペッグ制を採用しているベトナムには警戒が必要だが、その他においては、9カ月を上回る国を中心に、外貨準備高の状況は概ね良好で、海外の資金引き上げ等への耐性も備えていると言えよう。

新興国通貨のコロナ後のレンジと直近1カ月の変化

(対米ドルレート、2019年末=100)



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)

(億米ドル)

(2023年1月初～2023年9月12日)

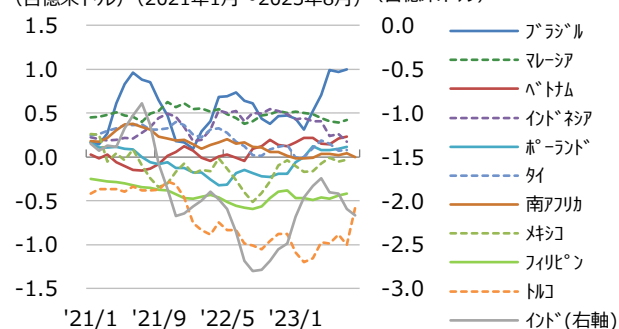


※累積ベース

(出所) IIFより大和アセット作成

主要新興国の貿易収支

(百億米ドル) (2021年1月～2023年8月) (百億米ドル)

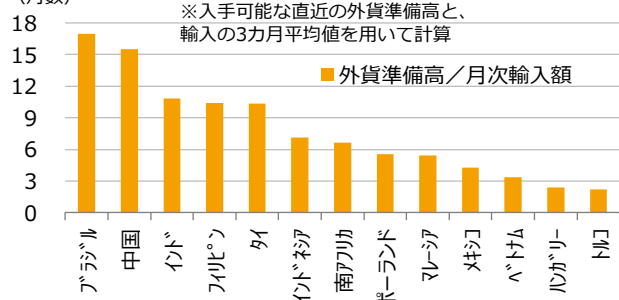


※3カ月移動平均 ※一部の国は7月まで

(出所) CEICより大和アセット作成

月次輸入額の倍数からみた外貨準備の状況

(月数)



(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くださいのうえ、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、それらはあ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。
- 当資料で掲載している日次データのグラフ・表について、当該日が休業日の場合は前営業日のデータを基に作成しています。
- 当資料の中で下記の略称を用いる場合があります。

ABS：資産担保証券、ADR：米国預託証券、ASEAN：東南アジア諸国連合、BIS：国際決済銀行、BOC：カナダ銀行、BOE：イングランド銀行、BRICS：ブラジル・ロシア・インド・中国・南アフリカ、CDC：米国疾病予防管理センター、CFETS：中国外貨取引センター、CP：コマーシャルペーパー、CPI：消費者物価指数、ECB：欧州中央銀行、ECDC：欧州疾病予防管理センター、EIA：米国エネルギー情報局、EPS：1株当たり利益、ESM：欧州安定メカニズム、EU：欧州連合、FCC：米国連邦通信委員会、FDIC：米国連邦預金保険公社、FF：フェデラル・ファンズ、EVFTA：EUベトナム自由貿易協定、FDA：米国食品医薬品局、FHFA：米国連邦住宅金融庁、FOMC：米国連邦公開市場委員会、FRB：米国連邦準備制度理事会、FTA：自由貿易協定、GDP：国内総生産、HHS：米国保健福祉省、HICP：調和消費者物価指数（EU基準など）、IEA：国際エネルギー機関、IIF：国際金融協会、IMF：国際通貨基金、IOC：国際オリンピック委員会、IPEF：インド太平洋経済枠組み、IPO：新規株式公開、ISM：米国サプライマネジメント協会、JOLTS：米国求人労働異動調査、LNG：液化天然ガス、LPR：最優遇貸出金利、MBS：住宅ローン担保証券、MLF：中期貸出ファシリティ、NBER：全米経済研究所、OECD：経済協力開発機構、OPEC：石油輸出国機構、PBR：株価純資産倍率、PCE：個人消費支出、PER：株価収益率、PMI：購買担当者景気指数（特に断りのない場合はS&Pグローバル社発表のもの）、PPI：生産者物価指数、PPP：購買力平価、PSL：担保付補完貸出、QE：量的緩和、QT：量的引き締め、RBA：豪州準備銀行、RCEP：東アジア地域包括的経済連携、SDR：特別引出権、SWIFT：国際銀行間通信協会、TOPIX：東証株価指数、TPP：環太平洋パートナーシップ協定、USMCA：米国・メキシコ・カナダ協定、USTR：米国通商代表部、WGBI：世界国債インデックス、VIX：ボラティリティ指数、WHO：世界保健機関、YCC：イールドカーブ・コントロール

※当資料は原則として2023年9月20日までの情報に基づき作成しておりますが、一部その後の情報を含む場合があります。
（発行日：2023年9月26日）