

# 投資環境見通し

Investment Environment Outlook

— 新興国抜粋版 —

2

FEB. 2024

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



## 経済

### 脱中国の恩恵を受ける国の景況感が良好

12月の製造業PMIは、引き続きインドやメキシコ、インドネシア等が好調だが、サプライチェーンの脱中国の恩恵を受けていると考えられる。また、内需主導のフィリピンも高水準を維持。今後は、世界的な電気製品の在庫調整進展観測を受け、マレーシアやベトナムなど、輸出主導の国の景況感が回復するかに注目。景況感回復が確認できれば、経済回復や株価出遅れの挽回が期待できよう。

### 24年後半に利下げ増加の見込み

多くの新興国ではインフレ率が中銀目標値もしくはは許容範囲に収まり、インフレ沈静化が広がっている。また、東欧やメキシコ等においては中銀目標値を上回っているが、足元はインフレ低下傾向が強まっている。ブラジルとベトナムがすでに利下げ局面に入った他、多くの新興国が米利下げ開始を睨みながら、24年後半を中心に利下げを開始すると見込まれ、株式・債券市場への追い風になるう。

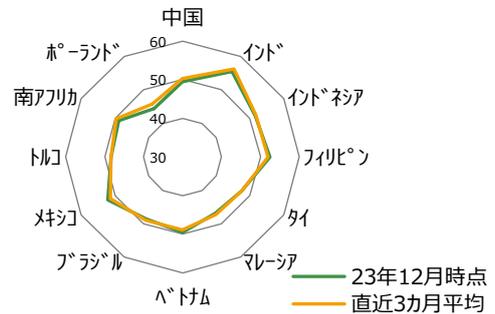
### インド、「世界の工場」の期待に弾み

22年のインドのハイテク製品輸出額は、17年の2倍超へ増加し、「世界の工場」の期待に弾みがついている。23年も6月のモディ首相の訪米期間に、米企業の大型投資が発表されたほか、米アップル社は23/24年度のインドでのiPhoneの生産目標を、3年前の6倍相当の約1兆7千億円に設定し、そのうち約7割を輸出する模様。ハイテク製品の輸出額は、今後一段と増加傾向を強めることが期待される。

### ASEAN高成長の一因は人口ボーナス期

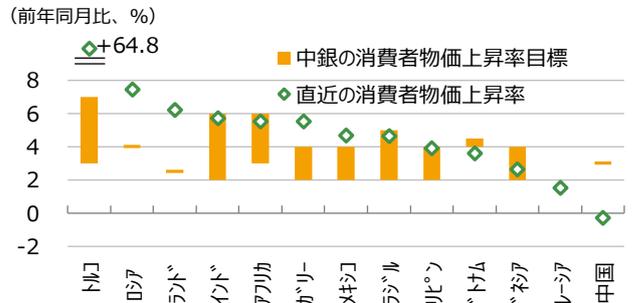
IMFの予測では、ASEAN5を1つの国とみた場合、2026年に名目GDPが世界6位に浮上し、5位見通しの日本に対し、経済規模は9割超まで迫ると予想される。その要因の一つとして、現在4つの国が人口ボーナス期で、豊富な労働力が成長を支えている点が指摘できる。さらに、ニッケルやレアアースを強みとしたEV、製造業供給網の構築も進み、中長期的に中国の経済成長率を上回る見込み。

### 新興国の製造業PMI



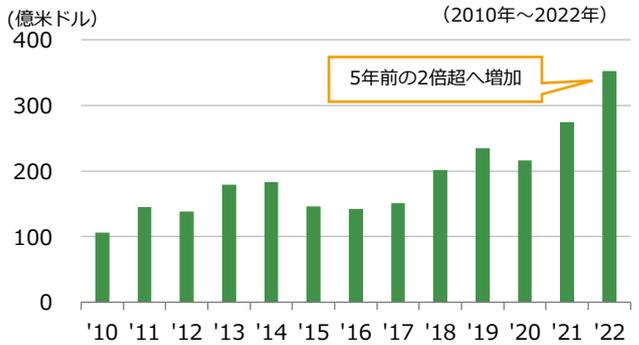
※直近3カ月は、23年9月-23年11月 (出所) ブルームバーグより大和アセット作成

### 主要新興国の直近のインフレ動向



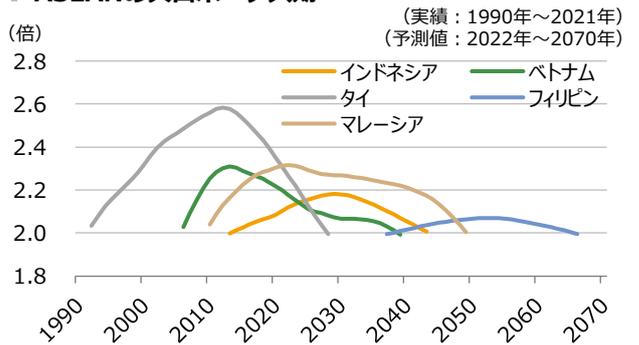
※マレーシアと南アフリカは11月時点で、その他は12月時点 (出所) ブルームバーグ、各種資料より大和アセット作成

### インドのハイテク製品輸出額の推移



※ハイテク製品には、R&D売上高比率が高い産業として、航空宇宙、パソコン、医薬品、化学機器、電気機器等が含まれる (出所) 世界銀行

### ASEANの人口ボーナス期



※人口ボーナス期を、生産年齢人口(15-64歳)がその他の人口の2倍以上と定義 (出所) 国連より大和アセット作成



## 株式

### 2023年の新興国株は一進一退の動き

2023年の新興国株価指数は、春頃の欧米銀行の信用不安が煽る場面や、10月頃の米金利上昇局面で、下落する動きとなったが、外部環境が落ち着くと上昇に転じ、一進一退の動きとなった。ただ、約3割を占める中国を除くと、2023年に約17%上昇。2024年は米経済のソフトランディングの可能性が高く、新興国の適温相場環境と考えられる中、一部の新興国に資金が流入しやすい地合いが続く見込み。

### 国別では23年に続き2極化が進みやすい

上記図表で、中国を入れるか否かで、新興国株価指数のパフォーマンスに10%超の差が付いているが、国別の株価推移において中国の大幅な劣後が背景にある。インド、メキシコ、ポーランドなどが20%を超える上昇率を記録する中で、中国は▲13%となった。中国経済の低空飛行継続が見込まれる中、ASEAN等出遅れの国や、企業業績が好調なインド等への選別投資が望ましい局面と考える。

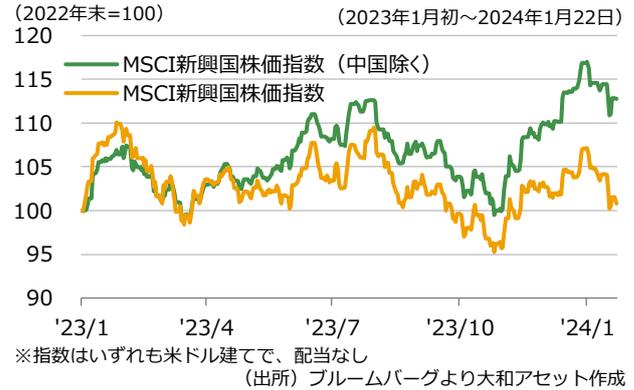
### 米ドル安への期待は新興国株の好材料

23年11~12月は急速に米ドル安が進み、足元はスピード調整となっているが、24年は、米利下げが進む中で米ドル安傾向が強まると見込まれている。これは新興国にとって外部環境の改善を意味し、ポジティブ材料になろう。米ドル安進行時は新興国株式市場へ資金流入が強まりやすく、「新興国の優等生」とみられるインド、出遅れ感のあるASEANなどへの資金流入を促しやすい。

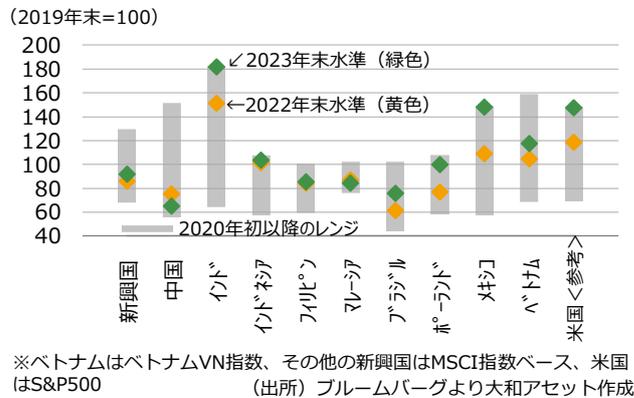
### インド株は業績拡大で上昇余地あり

2023年に最高値を更新し続けたインド株だが、過熱感は限定的と考える。2021年以降は顕著な企業業績拡大が株価上昇を支え、バリュエーションはむしろ切り下げられているためである。2024年度の予想EPSも前年比+16%であり、株価の上昇余地はあると見込む。最高値更新後にスピード調整が入る可能性もあるが、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。

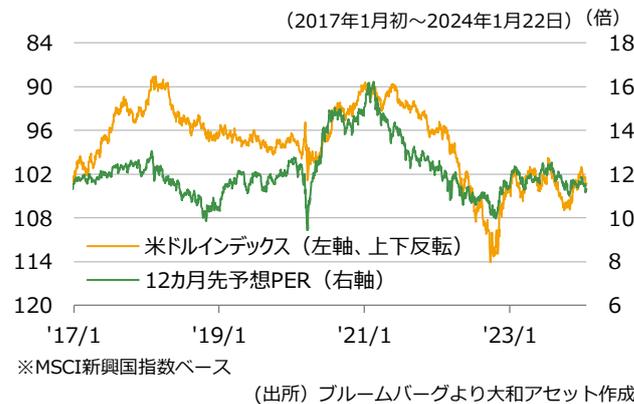
### 中国株による新興国株価指数のパフォーマンスの差



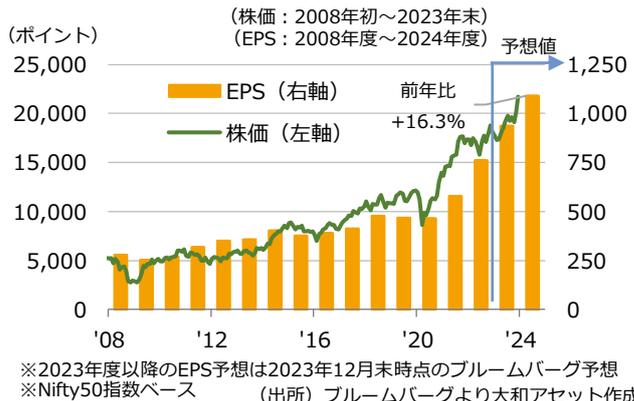
### 国別の株式市場の騰落率 (現地通貨)



### 米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



### インド株のEPS (1株当たり純利益) の実績および予想





## 為替

### 米ドル安期待で新興国通貨上昇局面

2023年は、結果的に小幅な米ドル安となったが、新興国通貨は、南アフリカやトルコを除き、概ね底堅い推移となった。さらに、キャリートレードの強まりを受け、高金利のメキシコ、ポーランド、ブラジル等は、対米ドルで大幅な通貨高となった。24年は米ドル安への期待が強いことに加え、新興国通貨に買戻しの余地があることで、対米ドルで増値し、対円では減価幅が小幅に留まる通貨が多いと予想。

### 新興国市場への資金流入基調が続く

23年11月以降、米利上げ終了期待による米ドル安を受け、中国を除き、新興国への資金流入が加速。国別では、インド、ブラジル、インドネシア、韓国の株式市場、ブラジル、メキシコ、インドの債券市場などへの流入が目立つ。オーソドックスな経済政策を取り始めたトルコでも、国債市場への海外マネー流入が加速。外部環境の改善を受け、中国を除く新興国に資金が流入しやすい地合いが続くと予想。

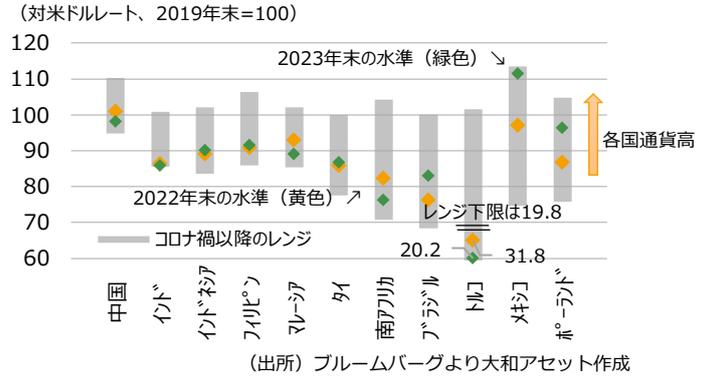
### インドへの海外マネーの流入が加速

高成長期待を背景に、インド株式市場への海外マネーの流入が加速。さらに、2023年9月に世界的な国債指数GBI-EMへのインド国債組み入れが発表されて以来、債券市場への資金流入も加速。2024年6月28日の組み入れ後も、パッシブ運用ファンドからの資金流入が続こう。2024年は、証券投資への資金流入を受け、ルピーの対米ドルでの増値・対円での底堅い推移を予想。

### メキシコ・ペソの堅調な推移を想定

メキシコでは今春からの利下げが想定されるが、当面はインフレ率の鈍化を確認しながらの慎重なペースになるとみられるため、相対的な実質政策金利は高さは維持されそう。米国からメキシコへの労働者送金の増加や、米国の二アショアリングに伴うメキシコへの直接投資ならびに対米輸出の拡大も期待される。メキシコ・ペソは金利と実需の両面に支えられて対米ドルでの堅調な推移が続くと見込む。

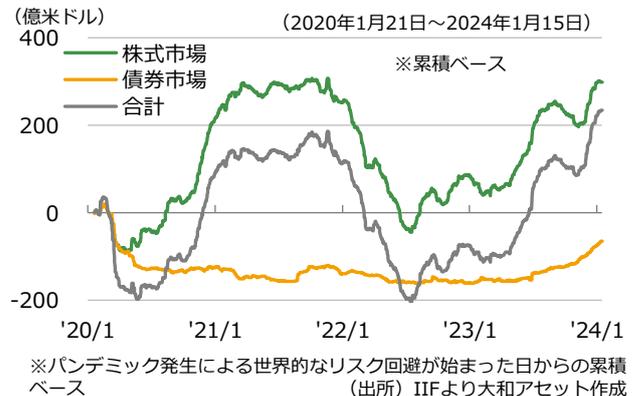
### 新興国通貨のコロナ後のレンジと2023年の変化



### 新興国市場への海外マネーの流入 (株+債券)



### インドへの外国人投資家の資金流入



### メキシコと米国の実質政策金利差と為替レート



## 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、APEC：アジア太平洋経済協力、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、COP：国連気候変動枠組条約締約国会議、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：担保付補充貸出、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2024年1月22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：2024年1月26日)