

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

9

SEP. 2024

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

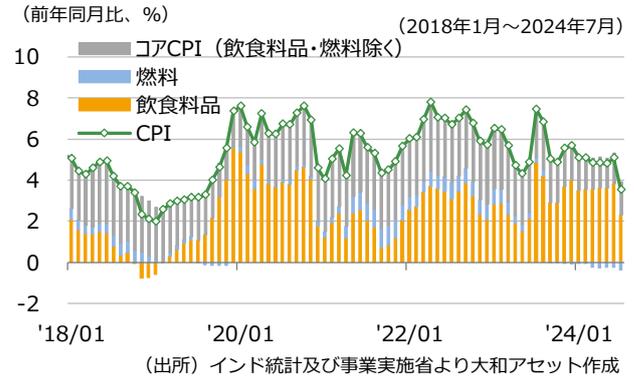
インフレの一段の鈍化は安心材料

7月CPIの前年同月比は+3.5%と、約5年ぶりの低い伸びに留まった。中銀のインフレ許容範囲（2-6%）に収まって1年程度経過するなか、インフレ目標値の4%をも下回り、中銀が示す利下げ開始の条件が整った。今後も平年を上回るモンスーン（6月-9月の雨季）の降雨量が食品価格の上昇を抑制しよう。コアCPIも低位で推移していることから、インフレ圧力は限定的で、安心材料と言える。

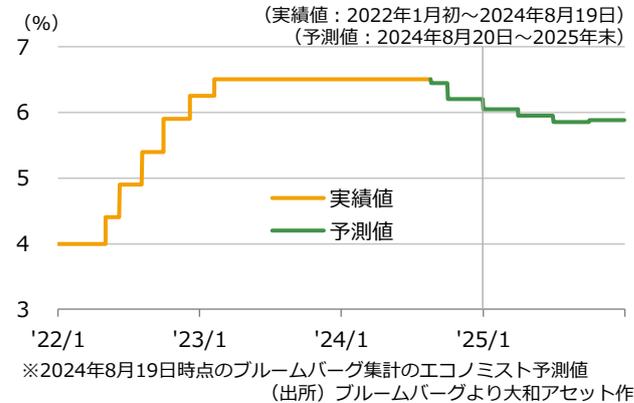
10月の利下げ開始を予想

利下げ開始の条件が整うなか、9月の米利下げ開始期待もあり、インドでは10月の利下げ開始を予想。年内は10、12月と連続で各0.25%pt、計0.50%ptの利下げを見込む。ブルームバーグ集計のエコノミスト予想も同様。民間消費や、民間企業の設備投資などを後押しする可能性が高く、経済と株式市場の追い風になろう。

消費者物価上昇率（CPI）および寄与度



政策金利の推移と四半期ベースの予測値



株式

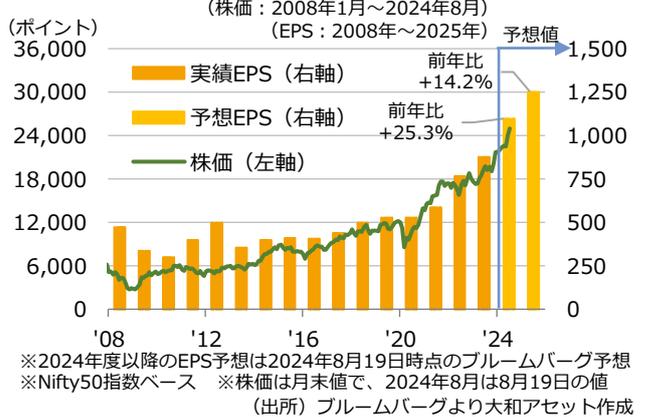
世界株急落も、インド株への影響限定的

7月中旬以降の世界株急落の場面でも、インド株は8月1日に史上最高値を再び更新するなど、影響は限定的。企業業績の顕著な拡大が株価を支えている。バリュエーションを示す12カ月先予想PERも過去5年の平均を若干上回る水準で過熱感は乏しい。今後は利下げ開始も株式市場の追い風になる可能性が高い。内需主導の経済のため米大統領選等の影響も小さく、資金が流入しやすい環境が続くと見込む。

国内個人マネーの流入は加速傾向を継続

7月以降の世界株急落の場面でも、「インド版積み立てNISA」と言える投信積立制度（SIP）からの資金がインド株式市場を下支えする構図がみられた。外国人投資家の資金引き揚げを相殺するほどに存在感は高く、足元は過去最高の月次流入額を更新している。その資金の大部分が自国の株式市場に流入しており、引き続き株式市場の需給を支えよう。

インド株のEPS（1株当たり純利益）の実績および予想



SIPによるインド株式市場等への資金流入





経済

年前半の高成長の持続性が問われる

4月から6月の経済活動指数（≒月次の実質GDP）は、順に前月比+0.3%、+0.4%、+1.4%と好調な結果であり、4-6月期の実質GDPは1-3月期の前期比+0.8%に続いて高成長を記録した公算が大きい。他方、消費者ローンのデフォルト率が下げ渋りの動きを見せるなど、足元では昨年来の利下げの効果に息切れ感も出ている。政策金利は依然として引き締めの水準にあると推計されており、政策金利の据え置きが続けば高成長は持続しづらくなる。

足元のインフレ再加速は一時的か

消費者物価指数（前年同月比）は7月に+4.5%と、目標レンジ（3±1.5%）の上限まで伸びが加速。ただ、内訳では自然災害の影響などにより加速していた「食品・飲料」に一服感が見られるほか、足元では通貨安からのインフレ懸念も和らいでおり、消費者物価指数は8月から鈍化傾向を辿ると予想される。

金利

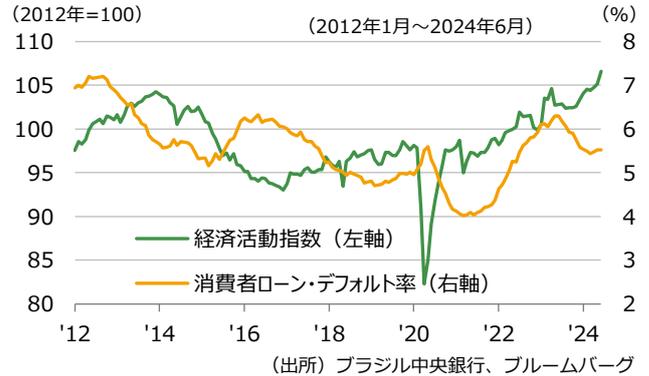
目先は政策金利を据え置いて様子見

ブラジル中銀は6月に続いて7月の金融政策決定会合でも政策金利の据え置きを決めた。議事要旨には「適切と判断すれば利上げも躊躇しないことを全会一致で確認した」と記されたが、足元ではインフレ再燃への過度な懸念が和らいでいるため、目先は政策金利を据え置いてインフレ動向を見守ると想定。

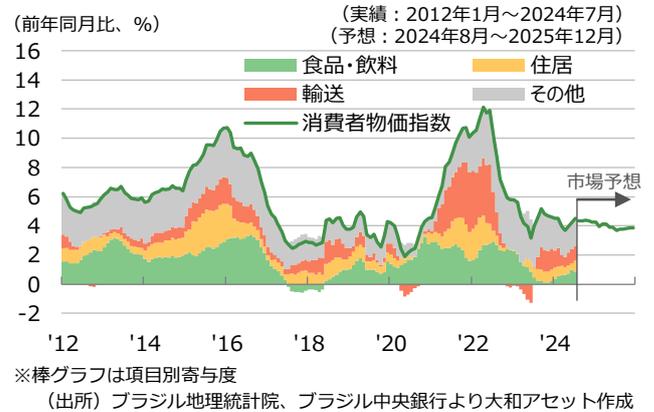
利下げ再開が近づけば金利は更に低下へ

7月下旬以降、長期金利は顕著に低下した。ただし、市場の利上げ織り込みは後退していないため、多分に海外金利低下の影響を受けた可能性が高い。今後、インフレ再加速が一服することによって、市場の過度な利上げ織り込みが後退し、短期金利主導で金利は全般に低下しやすくなると見込む。更に、来年にかけて利下げ再開の機運が高まれば、金利は一段と低下する展開も想定される。ブラジル国債の向こう1年程度の見通しは「やや強気」を維持する。

経済活動指数と消費者ローン・デフォルト率



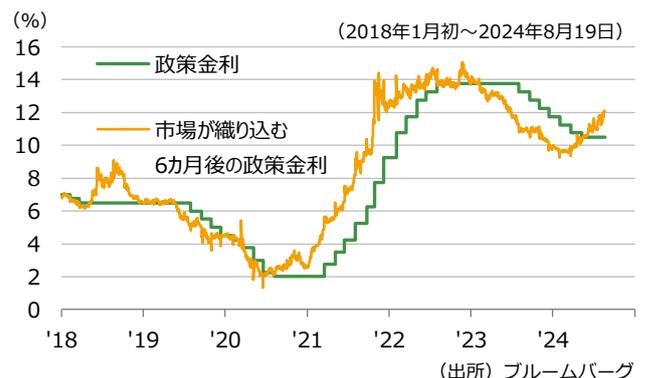
消費者物価指数



政策金利と10年国債利回り



政策金利と市場が織り込む6カ月後の政策金利





経済

目先数カ月は政策の空白期と見込む

実質GDP成長率への先行性がみられる社会融資総量の前年同月比は低下傾向を継続。不良債権問題による金融仲介機能の低下や需要不足等を受け、銀行貸出の伸び率も大幅に鈍化。しかし、7月開催の三中全会では依然有効な景気対策は打ち出されず。政府運営の慣例をみると、景気対策を議論する場合は12月の中央経済工作会议となるため、目先数カ月は政策の空白期になると考える。

景気低迷の長期化懸念は一段と強まる

経済は負の連鎖からの脱出を見込めず。不動産市場の底が見えないほか、前年同月比伸び率をみると、消費動向を示す小売売上高や、景気けん引役として期待されるインフラ投資は一段と鈍化。製造業投資は高位維持も、当局の補助金頼りで、業績悪化もあり持続性に疑問が残る。景気けん引役は見当たらず、景気低迷が長期化する懸念は一段と強まっている。

株式

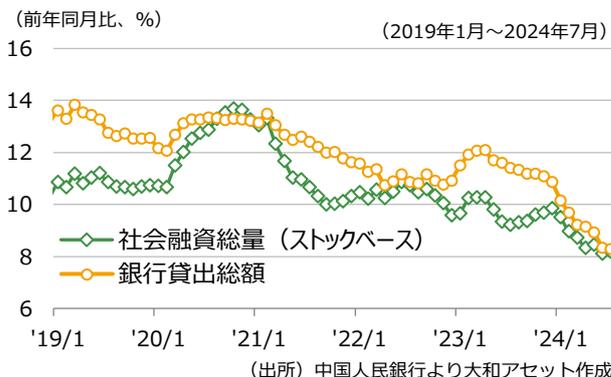
国有企業が多いバリュー株が選好される

「中国版PKO」による株価下支えにも拘らず、MSCI中国指数は8月初に約4カ月ぶりの安値を記録。景気低迷の長期化、デフレ進行による業績圧迫、米中摩擦等が重し。セクター別では、当局の国有企業優遇策の恩恵を受ける銀行やエネルギーへの選好が続こう。一方、アリババを含む一般消費財や半導体等のハイテクセクターは、消費減速や米中摩擦の影響が大きく、株価上昇余地は限定的とみる。

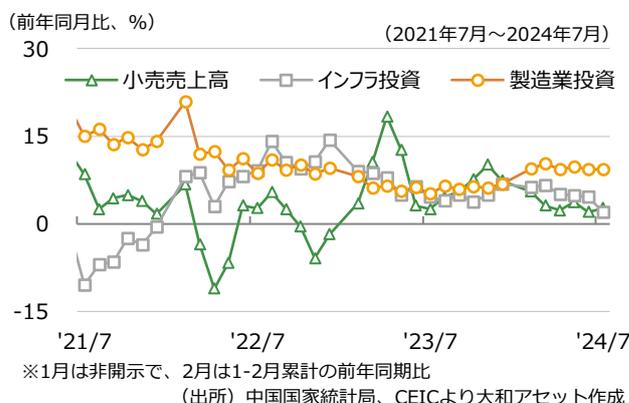
個人投資家の株離れが進む

コロナ禍の中で強まった個人投資家の株式投資ブームも、2022年以降はしぼんでいる。今年1～2月の株価急落の局面に続き、足元では個人投資家の信用取引残高が再び減少し、4年ぶりの低水準を記録。政府は「中国版PKO（株価下支え策）」を実施したが、景気回復の兆しが見えない中、個人投資家は株離れの一方で債券市場へ殺到している。

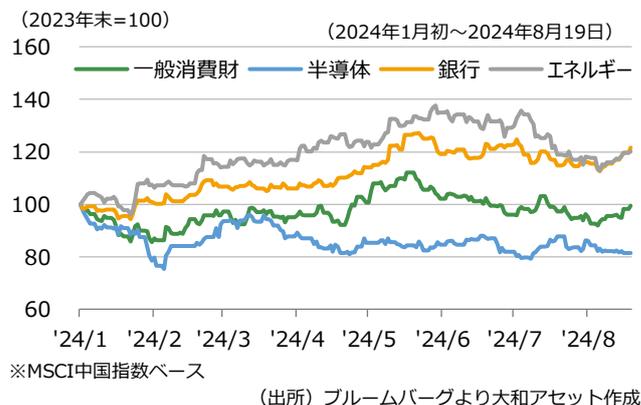
総与信の推移



主要経済指標の推移



セクター別の各種株価指数の推移



個人投資家の信用取引残高





金利

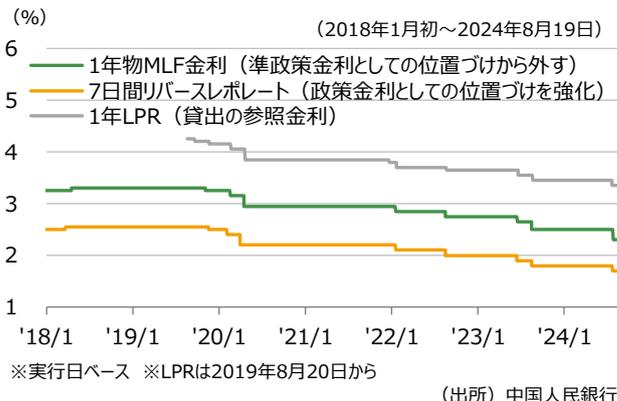
政策金利変更で貸出金利の低下余地拡大

6月以降、中銀総裁は金融政策のフレームワークの変更と言及。重要視する金融政策ツールをMLFから7日間リバースレポレートへ変更し、市場メカニズムに基づいた金利伝達システムの構築を示唆。より利回りの低いリバースレポレートがベンチマークとなることで貸出の参照金利となるLPRに低下余地が生じる見込み。それは市中銀行の貸出金利の引き下げ余地に繋がり、金融緩和の効果が期待されよう。

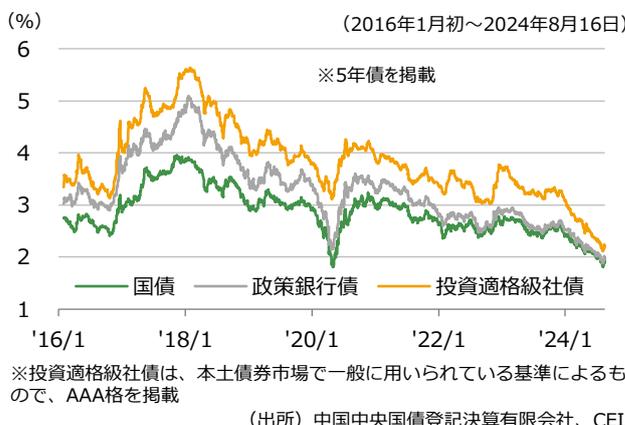
当局の介入にも拘らず、質への逃避進む

「中国の日本化」を象徴する現象として、債券市場への資金流入が加速し、質への逃避が進行中。長期金利の低下をネガティブ視する当局は、長期国債を市中銀行から無期限に借り入れ、流通市場で売却する方針を発表（流動性吸収）。それでも、景気低迷長期化の懸念は根強く、長期金利は引き続き下限を試す（債券価格は上昇）と見込む。

中銀総裁が金融政策フレームワークの変更と言及



本土債券市場の国債、準国債と社債の利回り推移



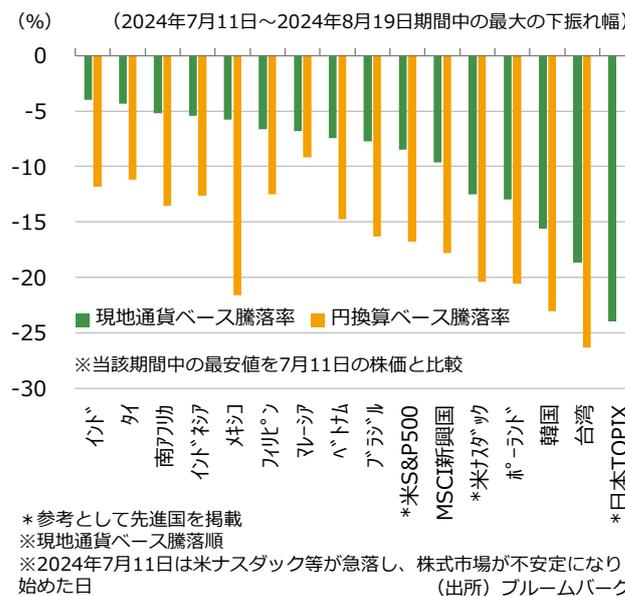
今月の新興国コラム

インド等新興国株の底堅さを評価

7月中旬以降、日本や米国等の先進国株が大幅な調整に見舞われる中、一部の新興国株は、インドやアセアンを中心に下落幅が限定的で、外部環境の急変に耐えられる底力が示された。さらに、円高にも拘らず円換算ベースでの下落幅も、日本株や米ナスダック（円換算）の半分程度に留まる。株式市場だけでなく、為替市場でも顕著な通貨安は免れ、底力が示されている。リスク回避の局面で先進国をアウトパフォームすることは刮目に値し、新興国投資を後押しする材料になろう。

新興国の優等生に注目が集まっている。中長期的な成長期待のインド、中国からの供給網分散の恩恵を受けるアセアン諸国などが挙げられる。今後は、米利下げ開始により、新興国も利下げ局面に入る／再び入ることで、新興国株の追い風になろう。

7月以降の世界株価調整局面での新興国株価の下振れ幅





人民元、インド・ルピー

中国では、内外企業の海外移転が進む

4-6月期の対内・対外直接投資をみると、外国企業の対中直接投資は3四半期ぶりにマイナスに転じたほか、中国企業のネットの対外投資も統計開始以来最大の赤字が報じられ、中国企業、外国企業ともに海外への生産拠点の移転が進んでいる構図が明らかになった。国際収支バランスの悪化とともに、国内の失業問題の深刻化を招き、中長期景気低迷の懸念を強める内容と考える。

インド、IT・ハイテク商品の輸出が加速

インドの経常収支の構造的な改善が目立つ。伝統的な強みのIT関連の海外受注が盛んになり、サービス輸出はここ数年で倍増。また、iPhoneの世界における生産でインドが3年前の数%から14%へ急増するなど、ハイテク商品の輸出も加速。海外出稼ぎ労働者の送金もあり、対外バランスの構造的な改善がみられ、中長期的には通貨高への期待を高めよう。

ブラジル・レアル

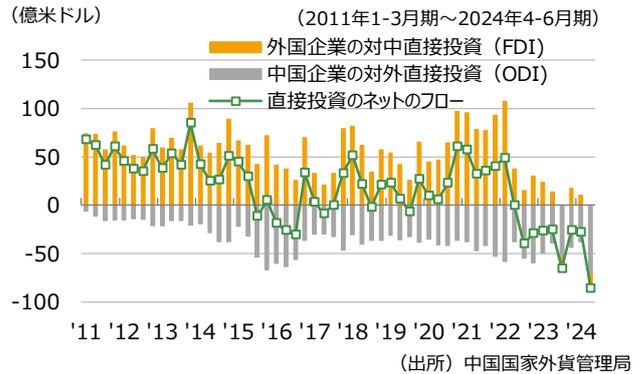
市場センチメントに改善の兆し

年初来、海外投資家がブラジル株式市場から資金を引き揚げる動きが続いていたが、最近は小幅な流入超過の傾向に転じており、ブラジル・レアルも対米ドルで下げ渋っている。また、これまでブラジル中銀に利下げを要求していたルラ大統領が、必要に応じて利上げを実施することを容認する旨の発言をした。ネット中銀総裁が今年末に任期を迎えることで、政府が緩和的な金融政策を志向する人物を中銀総裁に指名するとの懸念が強まっただけに、ルラ大統領の発言は為替市場に一定の安心感を与えよう。

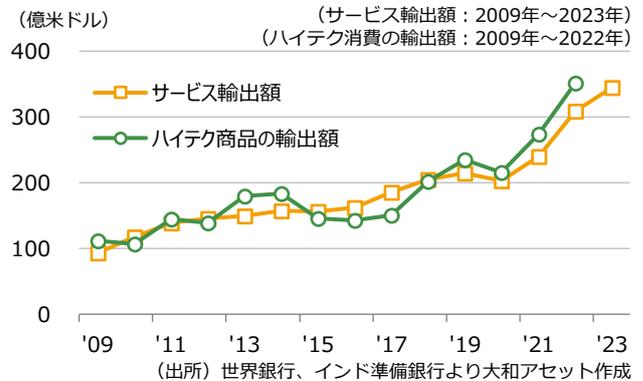
政治イベントの無難な通過に期待

今年10月に統一地方選挙、11月に米大統領選挙が予定されており、目先は神経質な展開が見込まれる。ただし、こうした政治イベントを通過すれば投資家のリスク許容度が高まり、実質金利の高いブラジル・レアルを選好する動きが強まると期待される。

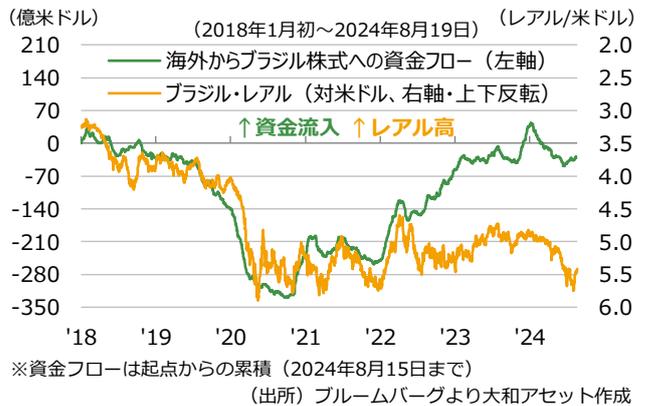
中国の対内・対外直接投資の推移



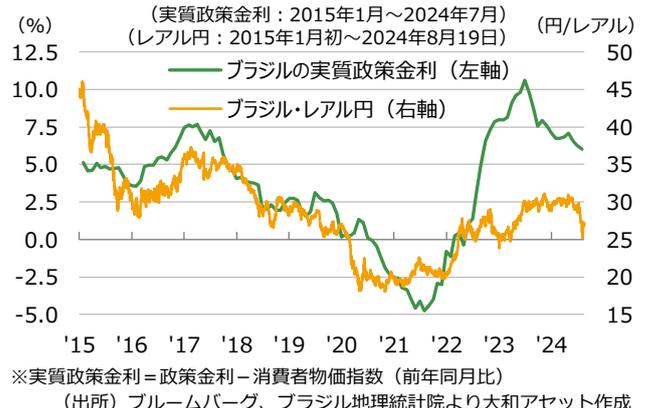
インド輸出の構造的な変化



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルの実質政策金利とブラジル・レアル円



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。
- 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、NISA：少額投資非課税制度、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2024年8月19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8月23日)