

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

10

OCT. 2024

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

マージン拡大が企業業績を支えよう

8月のPMIは、製造業、サービス業とも近年の最高水準近くで推移し、良好な企業景況感が示された。発表内容によると、仕入れ価格の低下と、強い需要を背景とした出荷価格の上昇により、企業のマージンが拡大した。原材料在庫も顕著に増加し、企業の生産意欲は高いとみられる。雇用創出が消費拡大を後押しし、サービス業も好調。企業マインドは良好で、好景気が続いていることが示唆されている。

利下げを開始する条件は整っている

米国の利下げ開始や、平年並みを超えるモンスーン（6-9月の雨期）の降雨量により食品価格が抑制されるなど、利下げの条件は整っている。ブルームバーグが集計したエコノミスト予想では、年内の利下げ開始が見込まれている。タカ派の姿勢を貫く中銀が10月に政策金利を据え置いたとしても、次の12月の会合で利下げに踏み出す可能性は高い。

株式

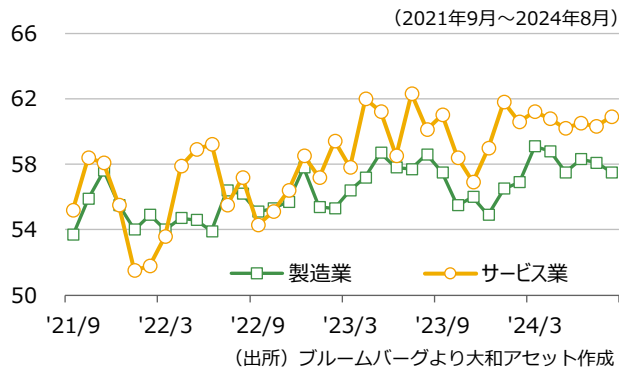
インド株は史上最高値更新中

主要国の株価と比較してインド株の堅調さが目立っている。7月や8月以降の世界株急落の際にも、インド株の下落幅は限定的で、さらに足元は4週連続で史上最高値を更新中。今後は、米大統領選など、外部環境が不安定になりうる重要なイベントが予定されているが、内需主導経済のインドは、外部環境の急変にも耐えられる底力を備えていると言える。資金が流入しやすい環境が続くと見込む。

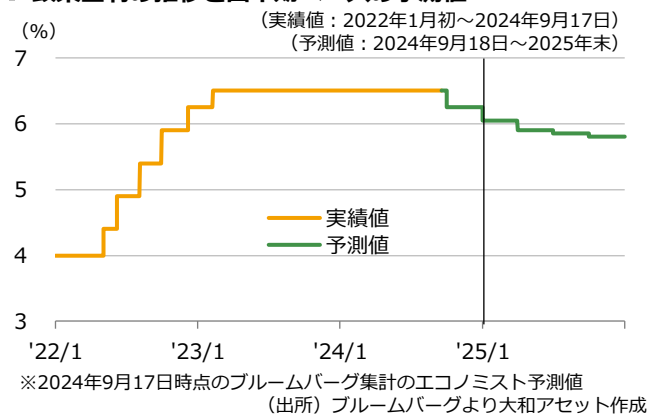
外国人投資家の資金流入が加速

インドでは、積み立て投資先進国として投信積立制度（SIP）がインド株式市場を下支えする構図が特徴的。加えて、外国の投資マネーを見ると、5月には総選挙を警戒して一時的に流出していたものの、6月の総選挙後には流入傾向を強めている。総選挙を経て、「消費・投資」の両輪による中長期的な株価上昇が期待されている。

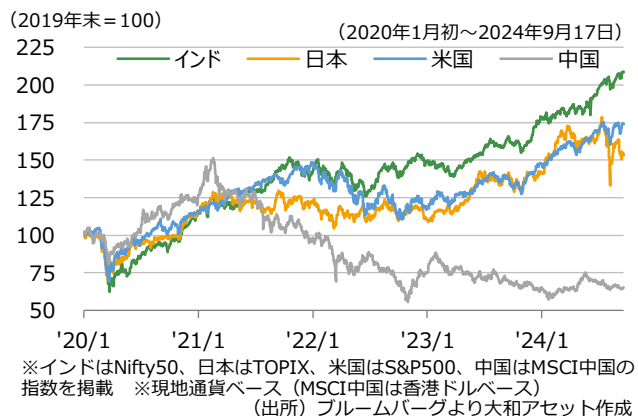
インドのPMI



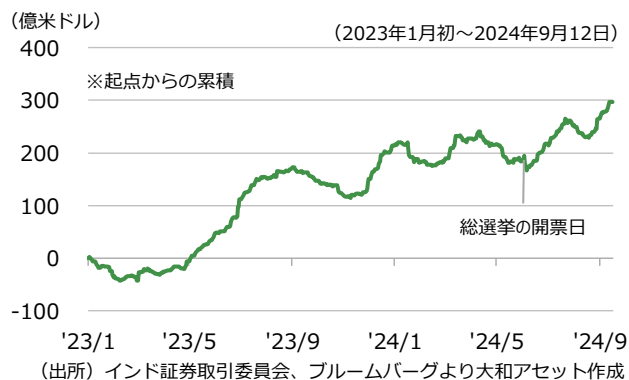
政策金利の推移と四半期ベースの予測値



インドと主要国の株価の推移



外国人投資家の資金フロー





経済

年前半の高成長から当面は成長減速へ

4-6月期実質GDPは前期比+1.4%と、1-3月期の同+1.0%を上回る高成長を記録。昨年来の利下げの効果で内需の堅調さが目立つ。しかし、年初からの金利上昇や利下げ停止などを受けて消費者ローンのデフォルト率が下げ渋っているほか、好調だった労働市場においても雇用者数の増加ペースが鈍化している。また目先は電気料金引き上げや利上げの影響も懸念される。年前半の高成長は持続可能ではなく、年後半から来年前半は成長率が減速するだろう。

インフレ高止まり懸念の再燃

8月の消費者物価指数（前年同月比）は+4.2%と7月の+4.5%から伸びが鈍化。しかし、干ばつの影響によって9月は電気料金の引き上げが決まっている。また、電気料金引き上げは製造コストの上昇を通じて広範に物価上昇圧力を高める傾向があり、インフレ高止まり懸念が再燃。当面は降雨量に注目。

金利

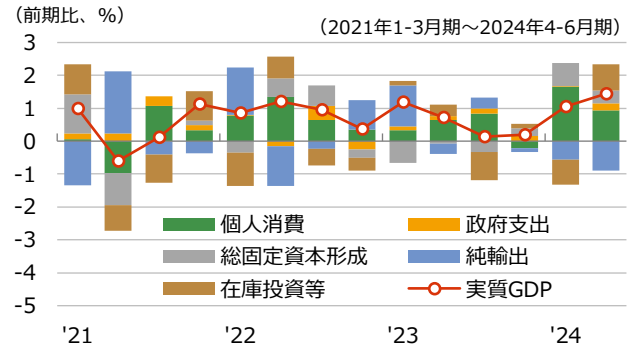
当面は複数回の利上げを想定

ブラジル中銀は9月の金融政策決定会合で政策金利を10.50%から10.75%に引き上げることを決定した。経済が高成長を記録し、インフレ期待がインフレ目標を明確に上回る状態が続く中、電気料金引き上げによるインフレ圧力の広がりが決定打となった模様。今後の利上げ速度や累計の利上げ幅はデータ次第だが、当面は0.25%ptずつの利上げを想定。

来年半ばからは利下げ転換も視野に

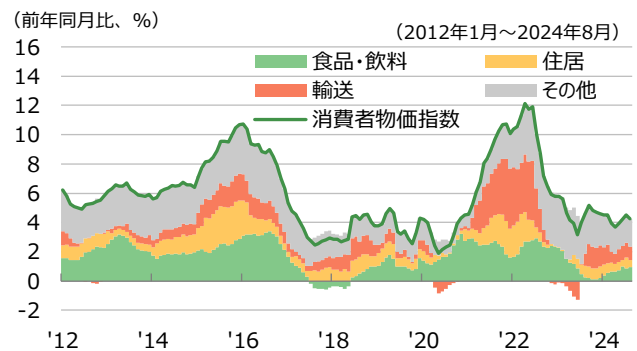
政策金利はすでに引き締めの水準にあり、今後の成長減速を示唆する経済指標も散見される。また、米国との金利差が拡大する中、今後はブラジル・レアルが底堅く推移することで、通貨安に起因するインフレ圧力は高まりづらいとみられる。利上げは来年の早い段階で停止される公算が大きく、逆に来年半ば以降には利下げ転換も想定される。そのため、長期金利の更なる上昇余地は限定的と考えられる。

実質GDP



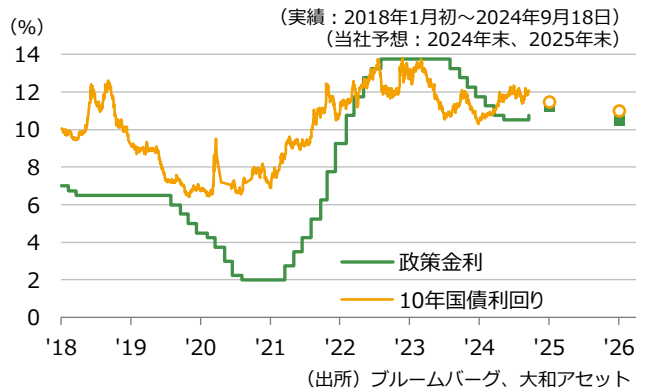
※棒グラフは需要項目別寄与度
(出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

消費者物価指数



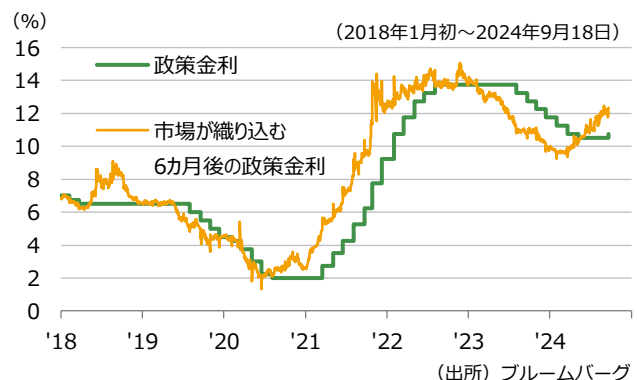
※棒グラフは項目別寄与度（電気代は「住居」に分類される）
(出所) ブラジル地理統計院より大和アセット作成

政策金利と10年国債利回り



(出所) ブルームバーグ、大和アセット

政策金利と市場が織り込む6カ月後の政策金利



(出所) ブルームバーグ



経済

有効な景気対策への期待は依然低い

消費と投資は一段と鈍化し、デフレと需要不足の負のスパイラルに陥っているとの見方が強まっている。景気けん引役として期待されるインフラ投資も効果を発揮せず、景気見通しは依然厳しい状況。政府運営の慣例を見ると、景気対策を議論する場合は12月の中央経済工作会议で、目先数カ月は政策の空白期となりやすい。有効な景気対策への期待は依然低く、景気減速に歯止めが掛かる兆しはない。

不動産不況の底は見えない

月次の不動産販売を見ると、2024年はピーク時の2020年12月の半分程度に留まり、改善の兆しも見えない。海外メディアによると、政府は早ければ9月に既存の住宅ローン金利を引き下げる予定。しかし、5月に発表された不動産対策の範囲を超えず、金利引き下げは小幅に留まる見込み。不動産販売の改善には繋がらず、不動産不況の底は依然見えない。

株式

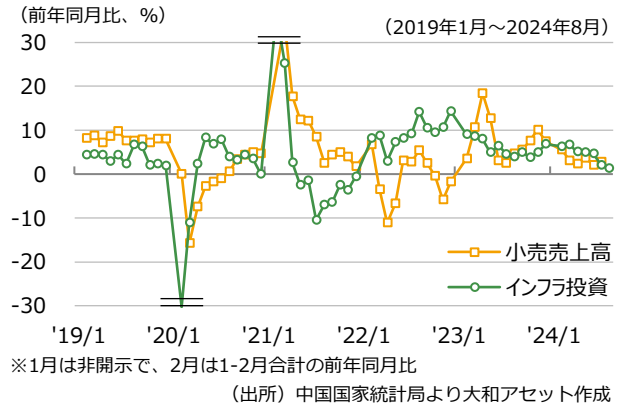
米中摩擦もあり、グロース株は上値重い

足元では米株高や「中国版PKO」による株価下支えにも拘らず、MSCI中国指数は直近半年の安値を試す展開。景気低迷の長期化やデフレ進行による業績圧迫などが重し。セクター別では、国有企業優遇策の恩恵を受ける銀行やエネルギーにおいても、足元では利ザヤの縮小や資源価格の下落を受け、売り優勢。また、ヘルスケアや情報技術などのセクターは米中摩擦の激化が懸念され、軟調に推移している。

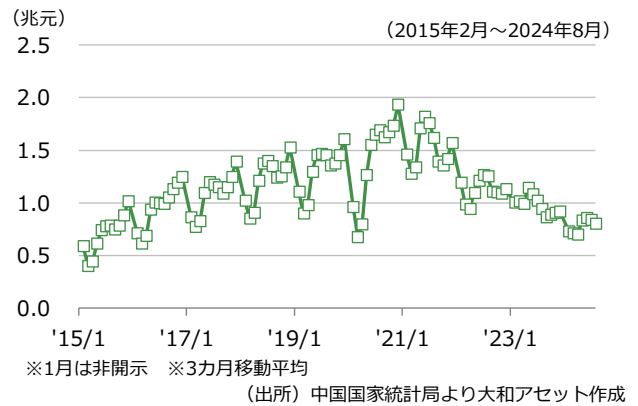
個人投資家は証券投資に慎重姿勢

一般家計においては、消費だけでなく、証券投資も低迷している。債券を主要な投資対象とする理財商品のデフォルトが多いことや、景気回復の兆しが見えないこともあり、個人投資家の株式の信用取引残高が減少傾向を強めるなど、投資離れが進んでいる。年末に向けて、中国株が安値を試す展開を見込む。

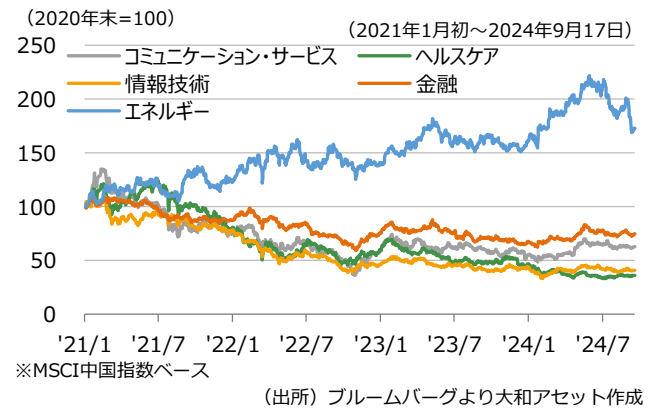
主要経済指標の推移



月次の不動産販売額



セクター別の各種株価指数の推移



個人投資家の株式の信用取引残高





金利

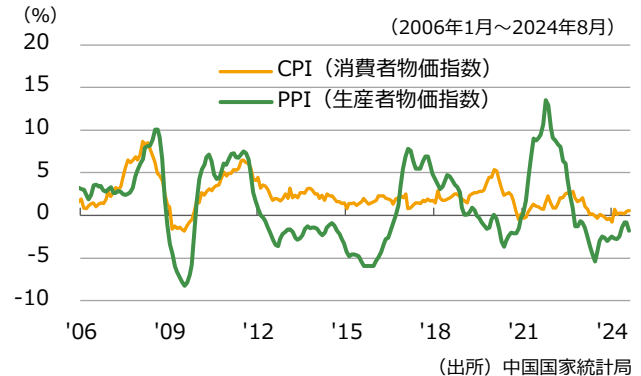
デフレスパイラルに陥った可能性が高い

物価の実態をより正確に表すPPI（生産者物価指数）の前年同月比を見ると、23カ月連続でマイナス圏で推移しており、すでに新型コロナウイルスのパンデミック期間の18カ月を超えている。企業業績の圧迫により雇用と消費が抑制され、さらに物価下落に繋がるデフレスパイラルに陥っている可能性が高い。強力な景気対策が待たれるが、当局の景気浮揚への意思は強くないとみられる。

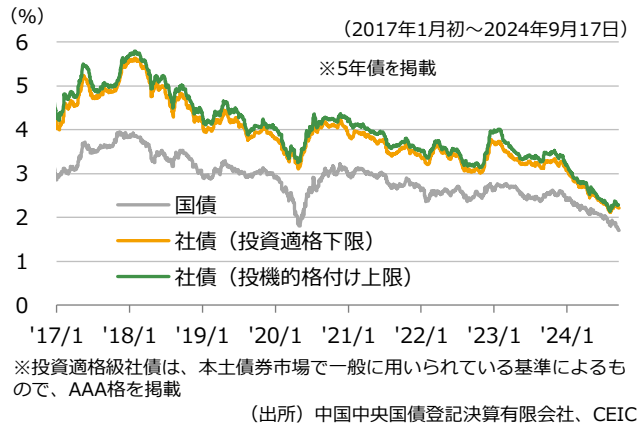
景気対策の行き詰まりで金利低下続こう

当局が中長期金利の低下を阻止するために介入したにも拘らず、質への逃避が進み、債券市場では金利低下が止まらず。「中国の日本化」を象徴する現象の一つと言えよう。金利低下を阻止するためには、介入などの対症療法ではなく、デフレと需要不足への本格的な対策が必要。しかし、地方政府の財政難もあり、景気対策は行き詰まっていると考える。

物価の推移



本土債券市場の国債、社債の利回り推移



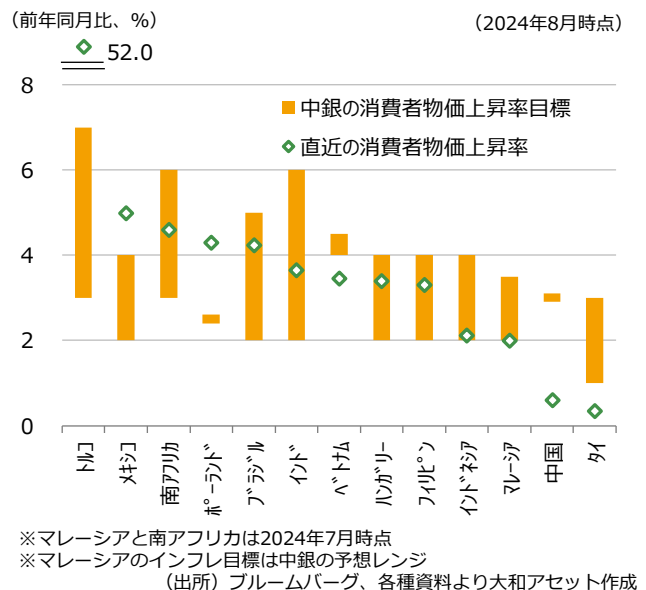
今月の新興国コラム

米国に追随し、新興国も利下げ局面

米国の利下げ開始は新興国にとって朗報。今後は、ブラジルなどの個別国を除いて、米国に追随して利下げ開始や再開を行う新興国が多いと見込む。利下げ条件の一つとなる物価状況を見ると、多くの新興国において前年同月伸び率が中銀目標レンジ内か、それ以下に留まっており、利下げの条件は整ったと言える。また、中銀目標レンジを上回っているメキシコやポーランドに関しても、物価より景気低迷が配慮され、物価は利下げの障害にならないと見る。

利下げ開始や再開は、新興国の景気や株式市場にポジティブな影響を与えよう。特に、米利下げ開始の遅れが予想された今春に、米国との金利差縮小が懸念され株価が下落したASEANにおいては、追い風になろう。目先はASEANを中心に、株価の出遅れ挽回の局面が続くと見込む。

主要新興国の直近のインフレ動向





人民元、インド・ルピー

旅行収支の赤字が高水準

中国人の海外旅行は低迷している模様だが、統計上の旅行支払は高水準にある。2015-2019年の中国人の「爆買い」時の約600億米ドルに匹敵し、資金逃避の可能性も排除できない。旅行収支全般の赤字も約5年ぶりの高水準であり、中期的には人民元安圧力になるだろう。

対円でのインド・ルピー安、円高が主因

インド・ルピーの対円レートは7月以降急速に減価。変動要因を分解すると、ルピーの対米ドル相場は底堅く推移しており、顕著な「ルピー安」は進んでいない。一方、対米ドルで円高が進行しており、当要因でインド・ルピー対円相場の動きをほぼ説明可能。つまり、7月以降ルピーが対円で減価したのは、対米ドルでの急速な「円高」が主因。インド・ルピー自体のファンダメンタルズは良好で、今後は対米ドル、対円でも強含みの動きを見込む。

ブラジル・レアル

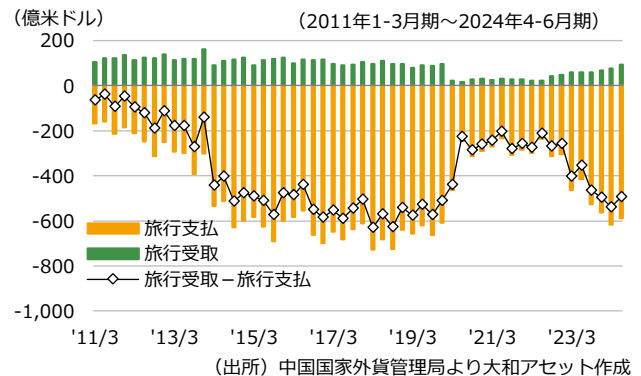
ブラジル・レアルは下げ渋りの動き

海外からブラジル株式市場への資金フローが流入超過の傾向で推移する中、ルラ大統領容認の上でブラジル中銀が利上げを進めるとの期待もあり、足元のブラジル・レアルは対米ドルで下げ渋る動きとなっている。今後は、10月の統一地方選挙、11月の米大統領選挙と重要な政治イベントが予定されているため、為替市場は神経質な展開が見込まれる。

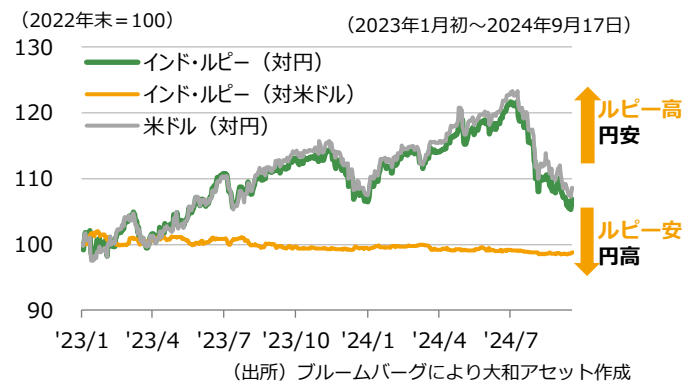
実質金利の高まりがレアルの下支えに

2023年以降、ブラジルの利下げや米国のインフレ低下などによってブラジルと米国の実質政策金利差は縮小してきた。しかし、今後は米国が利下げを続ける一方、ブラジルが利上げを進めることで、両国の実質政策金利差は拡大すると予想される。上記の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ることも見込まれ、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。

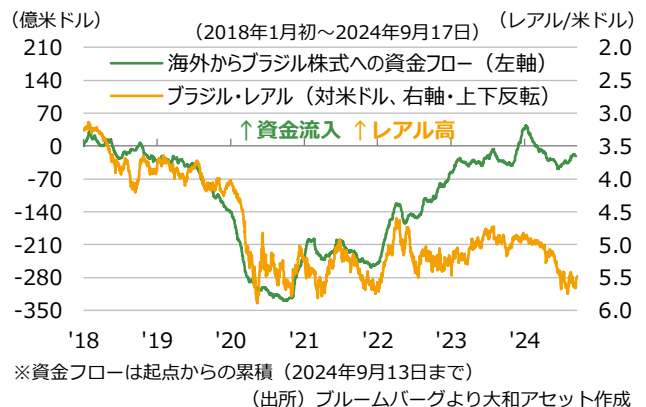
対外旅行収支の推移



インド・ルピー対円相場の変動要因の分解



ブラジル株式への資金フローとブラジル・レアル



ブラジルと米国の実質政策金利差とブラジル・レアル



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、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9月17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9月24日）