

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

11

NOV. 2024

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

高金利にも拘らず、借入需要は旺盛

銀行貸出残高の前年同期比伸び率は、足元ではやや減速したが、強い内需を背景に2桁の成長を維持している。金融引き締め環境にも拘らず、自動車等への中高所得者層の強い消費意欲に加え、民間部門の投資も改善。旺盛な借入需要は強靱な内需の表れであり、中銀が利下げを急がない理由の一つにもなっている。

年内利下げ開始の可能性は高い

9月CPIが前年同月比で約10カ月ぶりの高い伸びであったため、ディワリ（祭典）や原油価格の上昇で一段と加速すると見込まれる10月のCPIが、中銀のインフレ許容範囲上限である6%に近づく可能性が浮上した。ただ、前年の比較対象が低いことが伸び率を押し上げた面もあり、11月以降は物価上昇率が落ち着くと予想される。物価の上振れは一時的で、12月利下げ開始の可能性は高いと考える。

株式

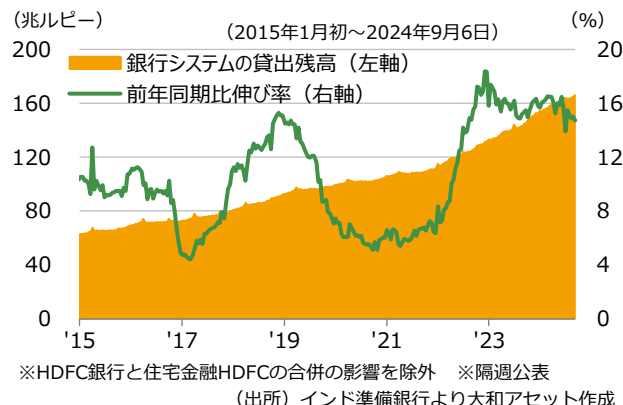
総選挙後の銘柄物色は消費関連にシフト

6月4日の総選挙開票後、インド株の銘柄物色に顕著な変化が見られた。選挙結果を受け、モディ政権が政策の最優先事項をインフラ投資から雇用創出にシフトしたため、セクター別では自動車などを含む消費関連がインフラに対しアウトパフォームした。消費と投資の両輪による高成長の継続が期待される中、今後半年程度は、バリュエーションが相対的に低いことや利下げの恩恵などもあり、消費関連セクターの株価のアウトパフォームが続くと見込む。

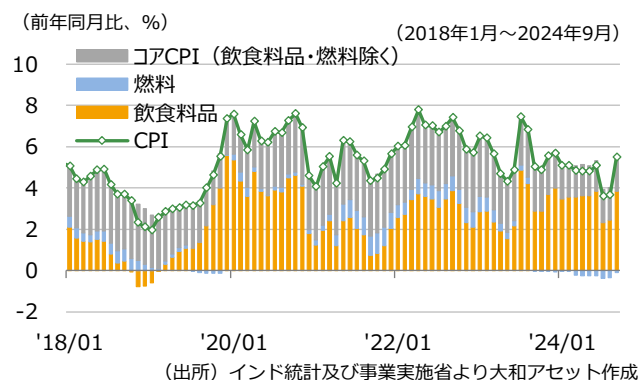
好業績が株価上昇をけん引しよう

9月下旬に史上最高値を更新したNIFTY50指数は現在足踏み状態にあるが、良好な業績見通しが株価を下支えすると見込まれる。2024年及び2025年の予想EPSはおおむね底堅く推移しており、10月下旬から始まる7-9月期決算への期待も高まりやすく、引き続き株価上昇をけん引するだろう。

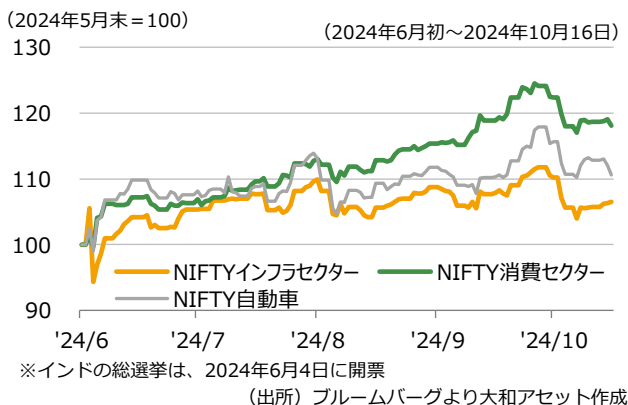
インドの銀行システムの貸出残高の推移



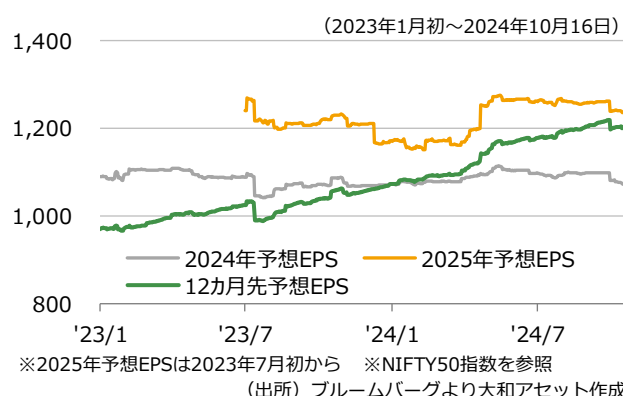
消費者物価上昇率 (CPI) および寄与度



インド総選挙後のインド株の主要セクターの推移



インド株式市場の業績見通し





経済

ブラジルは高成長から減速局面へ

ブラジル経済は、昨年8月からの利下げや拡張的な財政政策などを背景に、今年初めから高成長を記録。しかし、利下げ停止や利上げ転換の思惑などによって金利が上昇に転じると、今春から消費者ローンのデフォルト率は下げ渋ってきた。足元では小売売上高などハードデータにも頭打ち感が出ており、経済は持続可能なペースへと減速する公算が大きい。

メキシコは政治的な不透明感の後退待ち

メキシコ経済は、昨年後半以降の低成長から最近ではやや持ち直しの動き。ただし、メキシコと米国の大統領選挙などの政治的な不透明感が企業の投資マインドを冷やし、製造業PMIが顕著に低下するなど一部に弱さも見られる。10月に就任したシェインバウム大統領の経済政策、ならびに11月の米大統領選挙を経て米国の通商政策が明らかになれば、利下げの効果も相まって景気は復調しやすくなるだろう。

金利

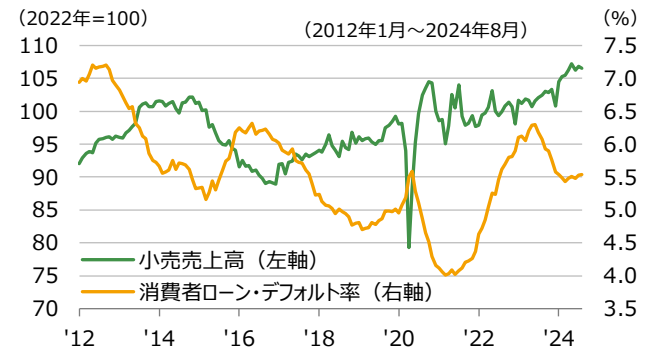
ブラジルは来年初まで利上げを継続か

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中、電気料金引き上げによるインフレ圧力の高まりも重なり、ブラジル中銀は9月に利上げに転じた。当面の利上げ継続が見込まれる。ただし、上述の通り経済の強さ（需要面からのインフレ圧力）は減退する方向にあるようだ。これから雨季に入り、電気料金引き上げの要因である干ばつが解消されれば、来年初の利上げ停止ならびに来年半ば以降の利下げ転換が視野に入ってくるだろう。

メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

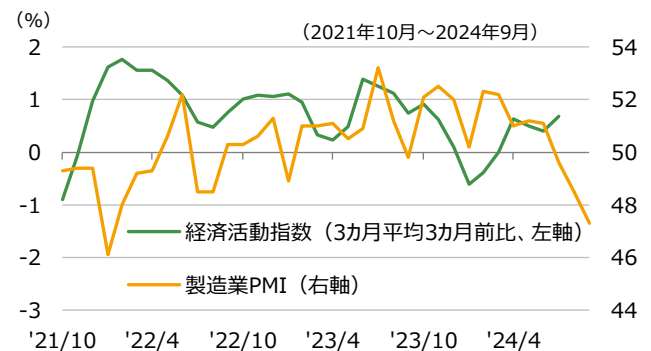
メキシコ銀行は9月に2会合連続となる利下げを決定した。天候不順による農産物価格の上昇が一服しており、利下げを進めやすい環境にある。当面は米国の金融政策や為替の動向をにらみながらも、基本的には0.25%ptずつの利下げを継続する公算が大きく、長期金利に低下圧力がかかりやすいとみる。

ブラジルの小売売上高と消費者ローン・デフォルト率



(出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグより大和アセット作成

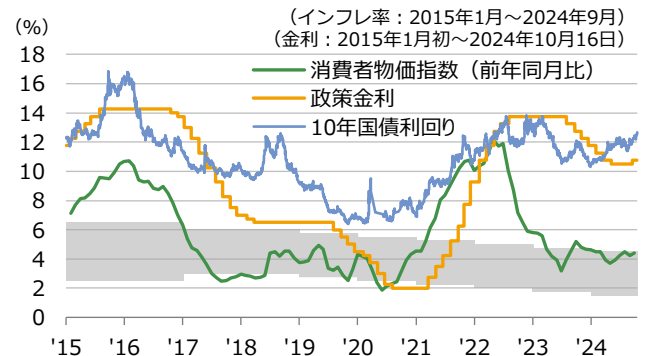
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2024年7月まで

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P globalより大和アセット作成

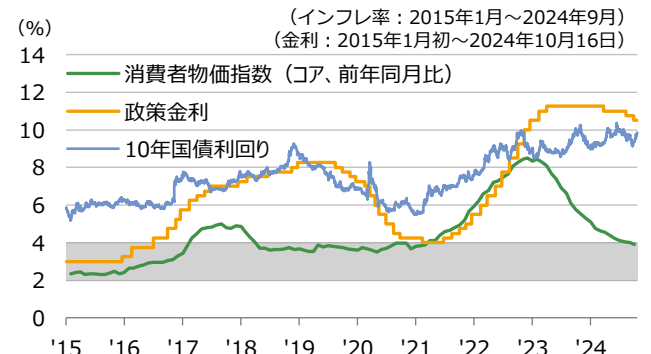
ブラジルのインフレ率と金利



※陰影部はブラジル中央銀行のインフレ目標レンジ

(出所) ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、ブラジル中央銀行

メキシコのインフレ率と金利



※陰影部はメキシコ銀行のインフレ目標レンジ

(出所) メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、メキシコ銀行



経済

9月の金融緩和策、景気浮揚には力不足

9月下旬に中銀が米FRBに追随し、預金準備率を0.5%pt、1年MLF金利を0.3%pt引き下げたものの、景気デコ入れには力不足と考える。消費と投資の低迷が長引き、デフレと需要不足の負のスパイラルに陥っているためである。特に、不動産不況の底がまだ見えない中、逆資産効果が消費意欲を損なうだろう。一段の景気対策が待たれる状況と考える。

2兆元以上の財政刺激策が待たれる

金融緩和余地が狭まる中、財政政策への期待は高い。2024年の税収減を補い財政支出目標を達成するために約1兆元が必要で、地方政府債務の返済や銀行資本金の補充等にも財政支出が必要。市場は、10月下旬の全人代常務委員会（国会に相当）で2兆元以上の財政支出策が発表されることを期待している。2兆元以上であれば、景気浮揚への即効性は限定的だが、センチメント改善に寄与するだろう。

株式

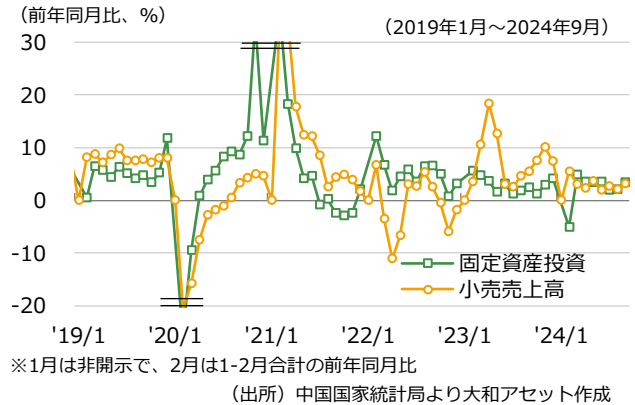
株価上昇も、業績見通し上方修正されず

9月下旬以降、中国政府の景気・株価対策を受け、中国株は急騰したが、主に株価のバリュエーションの切り上げがけん引している。業績見通しの顕著な上方修正は見られておらず、発表済みの景気対策では景気デコ入れに力不足であるとの見方を裏付けている。株価の持続的な上昇には、効果的な景気対策による業績見通しの好転が必要で、追加の財政政策が待たれる局面が続いている。

個人投資家が今般の株価急騰を主導

9月下旬以降の中国株急騰の場面では、本土では個人投資家が主な買い手。個人投資家の株式の信用取引残高を見ると、約10カ月ぶりの水準に急増。一方、大株主の売りが見られたほか、機関投資家の買い控えも報じられている。株価上昇には、ファンダメンタルズの改善を伴わない個人投資家の投機的な動きが潜んでいる可能性が高く、注意が必要。

主要経済指標の推移



3月の全人代で発表された2024年の財政政策目標値

項目	2023年実績	2024年目標
広義の財政支出額	31.3兆元 (前年比+3.8%)	33.5兆元 (前年比+7.0%)
－特別国債	発行せず	1兆元
－地方政府専門債	3.8兆元	3.9兆元
一般公共予算枠の財政収入	21.7兆元 (前年比+6.4%)	22.4兆元 (前年比+3.3%)
財政赤字 対名目GDP比率目標	3.8% (23年10月に目標値 3.0%から引き上げ)	3.0% (1兆元以上の税収 不足により、財政支出の目標 達成には予算増額が必要)

※広義の財政支出額は、一般公共予算枠の財政支出額に特別国債、地方政府専門債を加算したもの ※財政赤字は政府基金補填後の値
(出所) 2024年政府活動報告より大和アセット作成

株価指数と業績見通し



個人投資家の株式の信用取引残高





金利

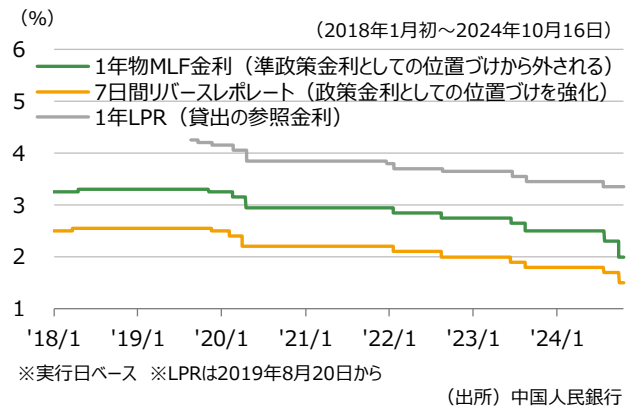
貸出金利の低下が進むかが焦点

9月下旬、中国中銀は政策金利としての位置づけが強化された7日間リバースレポレートを含めて、各種政策金利ツールを0.1～0.3%pt引き下げた。6月以降の金融政策フレームワークの変更により、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り、貸出の参照金利となるLPRに低下余地が生じる見込みである。今後、LPRが顕著に低下すれば、金融緩和が幾分景気の下支えになると期待される。

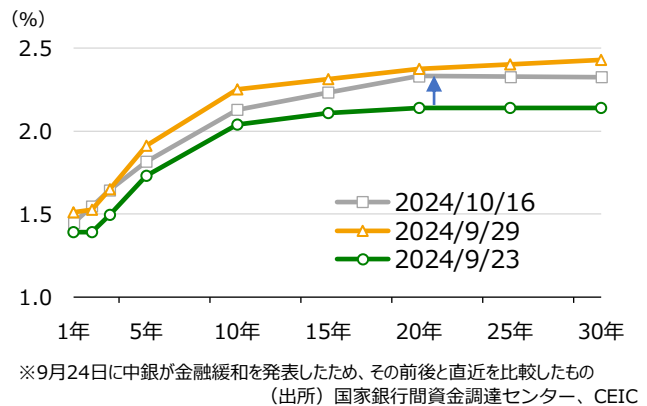
質への逃避が和らぎ、金利は上昇

9月下旬、預金準備率の引き下げや利下げによる金融緩和策が発表されたが、本土債券市場は金利上昇した。景気回復が多少期待され、「中国の日本化」を象徴する質への逃避が和らいだためである。今後も、デフレと需要不足への対策として大規模な財政支出策が講じられれば、再び金利上昇で反応するだろう。当局の景気支援の本気度を見極める局面。

各種金融政策ツール



9月24日金融緩和発表前後の本土国債のイールドカーブ



今月の新興国コラム

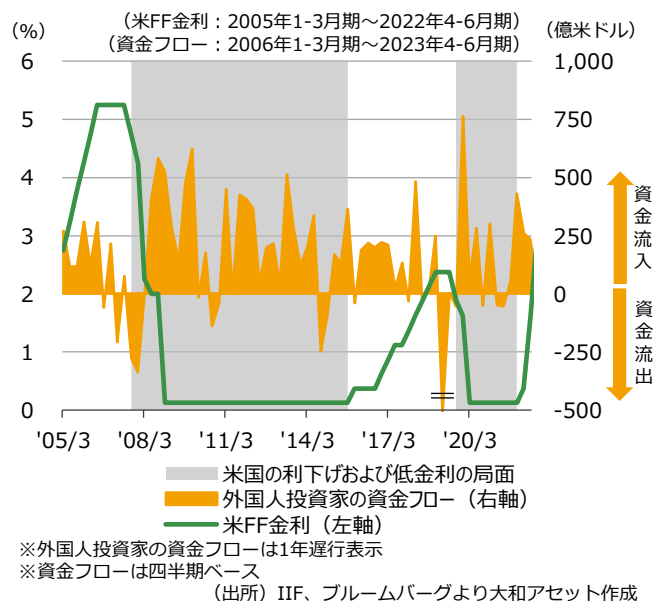
米利下げ局面では新興国に資金流入傾向

9月に米国が利下げを始めたことで、新興国への資金流入期待が高まっている。

過去20年の米国の利下げ局面を見ると、利下げ開始後の1年程度で、外国人投資家の新興国株式市場への資金フローが顕著に増加し、その後も流入傾向の継続が確認されている。米国の利下げ開始を受け、新興国においても通貨安懸念が後退し、金融緩和に踏み出すことが可能となり、それが新興国の景気浮揚にも繋がるためである。

今後1年程度は、新興国の景気回復期待、米ドル安・新興国通貨高の可能性、米国の金融相場局面でリスク資産が選好されやすいことなどが新興国への資金流入を促すと見込む。

過去の米利下げ局面での新興国株式市場への資金フロー





人民元、インド・ルピー

中国企業の海外移転が加速している模様

中国企業のネットの対外投資が4-6月期に過去最高を更新し、中国企業の海外移転の加速を示唆。加えて、外国企業の直接投資も純流出に転じた。米中摩擦や地政学リスクなどを背景に、中国からのサプライチェーン分散化が加速している模様。

インド・ルピーの総合的価値は堅調

通貨の総合的な実力や価値を見る上で、BISの実質実効為替レートが注目される。主要国の実質実効為替レートを見ると、日本円は「失われた30年」を受け下落基調にあり、中国も2022年以降の不況を受け急低下。一方、インドは概ね堅調に推移している。高成長やインフレ抑制が寄与し、国力の増強が示されている。対米ドルでは過去最安値を更新したものの、通貨の総合的な実力に目を向けるべきであり、インド株への中長期的な投資に安心感をもたらしと言える。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

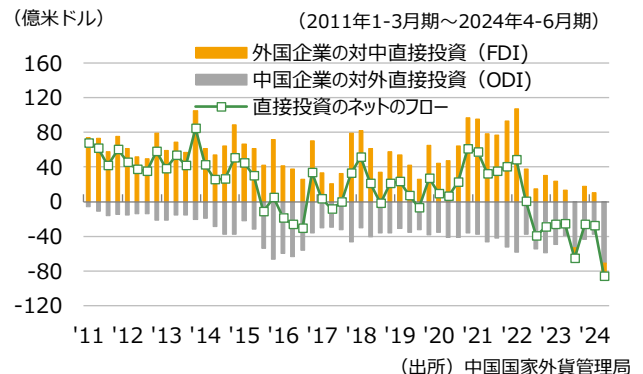
実質金利の高さがレアルの下支え要因に

当面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が拡大する見込み。相対的な実質金利の上昇がレアルの下支え要因になると期待される。また、今年は財政悪化懸念もレアルの重荷となってきただけに、10月の統一地方選挙を通過して政府が財政健全化に舵を切るかもレアルの動向を左右する材料として注目。

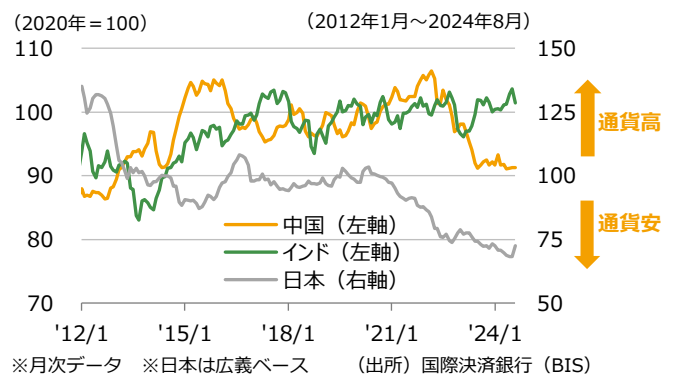
メキシコ・ペソは仕切り直しの局面に

今年6月の総選挙を受けて強まった司法制度改革や財政悪化への懸念、米大統領選挙でのトランプ氏勝利への警戒などから、メキシコ・ペソは軟調に推移し、2021年から2022年にもみ合った20ペソ/米ドル付近まで押し戻された。また、ペソ買いに偏重していた投機筋の先物ポジションなどもおおむね整理された。米大統領選挙を通過して、メキシコの高い実質金利が再び評価される局面が訪れるか注目。

中国の対内・対外直接投資の推移



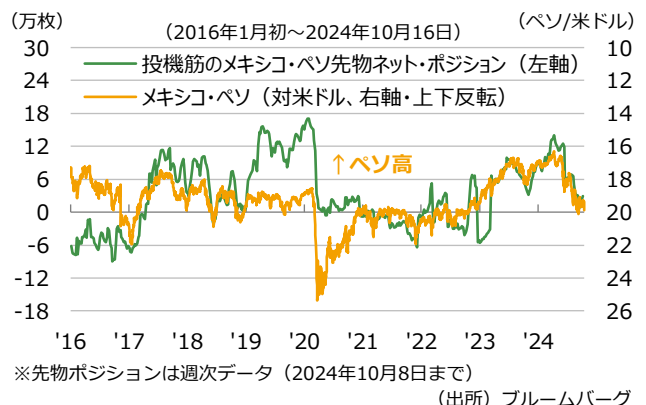
インド・ルピーの実質実効為替レートの推移



ブラジルと米国の実質政策金利差とブラジル・レアル



メキシコ・ペソの先物ポジションとメキシコ・ペソ



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10月16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10月21日)