

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

12

DEC. 2024

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

景気モメンタムはやや鈍化も、依然高水準

好調な景気モメンタムにやや鈍化の兆しが見られるが、高金利の影響のほか、総選挙による政府支出の減少も影響。連邦政府の支出は5-7月に急減し、景気への下押し圧力となった。しかし、8月以降はモディ政権3期目の始動に伴い、中央政府の支出が加速し、投資を後押しする見通しである。消費者信頼感指数も依然として高水準にあり、今後も「消費と投資の両輪」による高成長が続くと期待される。

近い将来の利下げ開始が見込まれる

10月CPIが前年同月比+6.2%と、中銀の許容範囲である2-6%を上回ったが、前年の比較対象が低いことが伸び率を押し上げた側面もあり、今後伸び率が落ち着く可能性が高い。そのため、市場予想に反して12月に政策金利が据え置かれたとしても、次の2月の会合で利下げが開始される可能性は高い。

株式

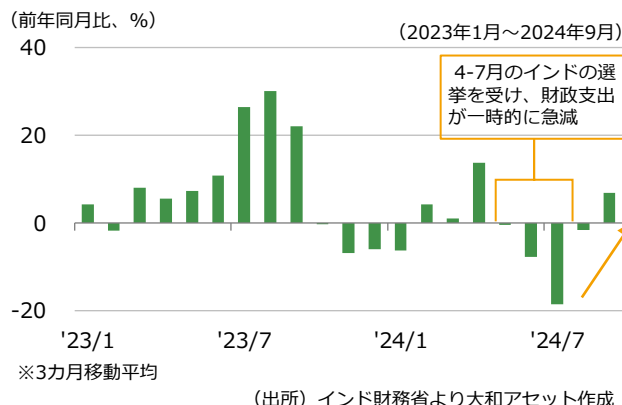
過熱感が後退し、投資妙味が高まる

9月下旬まで5週連続で史上最高値を更新したインド株は、10月以降下落。世界的に急速な米ドル高（海外への資金流出を促しやすい）が進む中、上昇スピードが急だったインド株に利益確定と見られる売りが拡大。その結果、12カ月先PERは10月に過熱感を示した水準から、足元は過去5年の平均近辺まで切り下がり、過熱感は後退。景気や業績見通しは高水準からやや鈍化したものの、概ね底堅いため、インド株の投資妙味は高まったと考える。

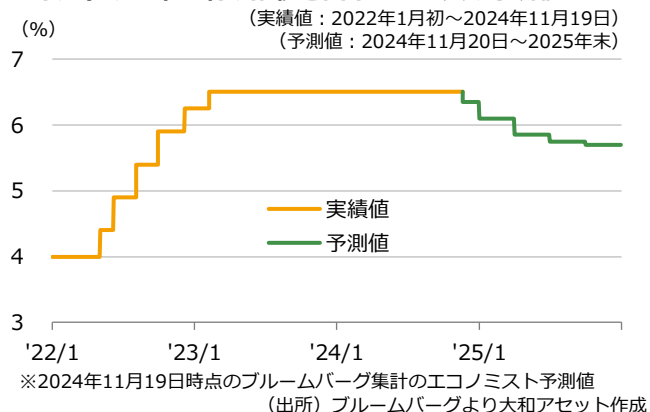
国内投資家は大幅に買い越し

今年10月、世界的に米ドル高が進む中、外国人投資家はインド株式市場から大幅に資金を引き揚げた。一方で、国内投資家は押し目買いの好機と捉えた模様で、主に投資信託を通じて外国人投資家による資金流出に拮抗する規模で買い越した。国内投資家の明るい景気見通しの裏付けと言えよう。

月次のインド連邦政府の財政支出



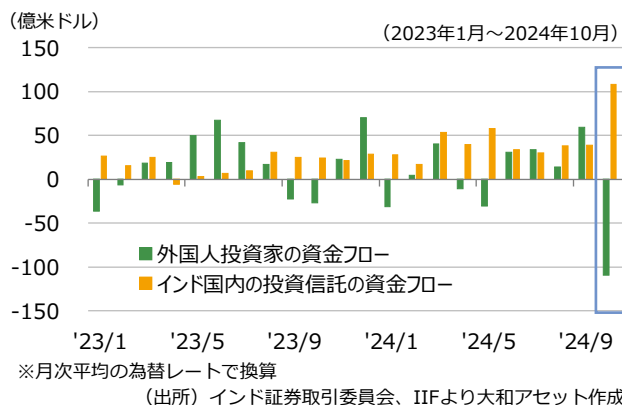
インドの政策金利の推移と四半期ベースの予測値



インド株およびPER（株価収益率）の推移



主要投資家の株式市場における資金フロー





経済

ブラジルは高成長から減速、だが底堅い

ブラジル経済は、今年前半の年率5%近い高成長から7-9月期に前期比年率4%程度へと減速した模様だが、巡航速度を上回ったまま。消費者ローンのデフォルト率が上昇し、個人消費が減速するなど金利上昇の影響は見られるが、労働市場は引き続き堅調。拡張的な財政政策も続いており、金利上昇に対する経済全体の感応度が低下しているようだ。過度な高成長とインフレの抑制には財政引き締めも必要。

メキシコは成長加速、先行きは不透明

メキシコの7-9月期実質GDPは、前期比+1.0%と過去3四半期の同ゼロ%程度から持ち直した。当面は利下げによる景気下支えが期待されるが、国内外の政治的な不透明感による設備投資の手控えが成長を抑制しよう。米トランプ次期政権の不法移民対策にメキシコも協力することで、大幅な関税引き上げは回避されるとみるが、先行きの不確実性は大きい。

金利

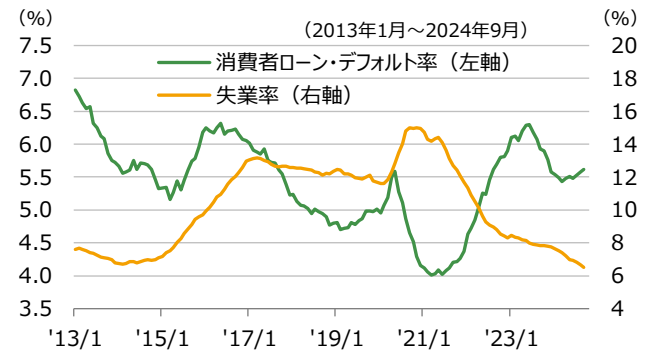
ブラジルは利上げの長期化を意識

ブラジル中銀は11月に2会合連続となる利上げを決定。利上げ幅を0.5%ptに拡大した。同行は公的債務の安定化が不透明なことで中立金利が上昇し得ると指摘したほか、インフレ期待の更なる高まりが金融引き締めサイクルの長期化につながる可能性に言及。利上げ幅の更なる拡大というより、利上げ回数の増加によって政策金利の到達点が高くなることが意識された。電気料金上昇への懸念は後退しているため、拡張的な財政政策が修正されれば、利上げ停止が意識されやすく長期金利の上昇も一服しよう。

メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

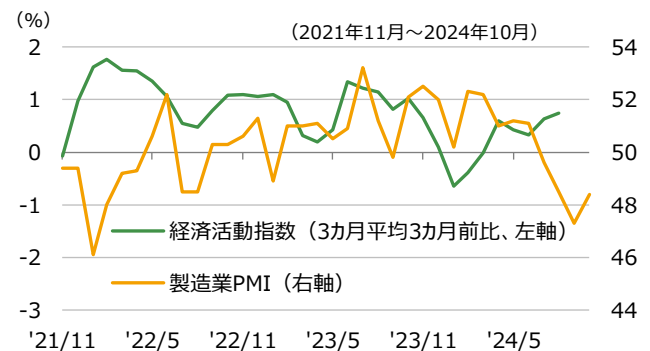
メキシコ銀行は11月に3会合連続となる利下げを決定。当面は米国の金融政策や為替の動向をにらみながらも、基本的に0.25%ptずつの利下げを継続する公算が大きい。財政赤字の縮小見通しも示されたため、長期金利に低下圧力がかかりやすいとみる。

ブラジルの消費者ローン・デフォルト率と失業率



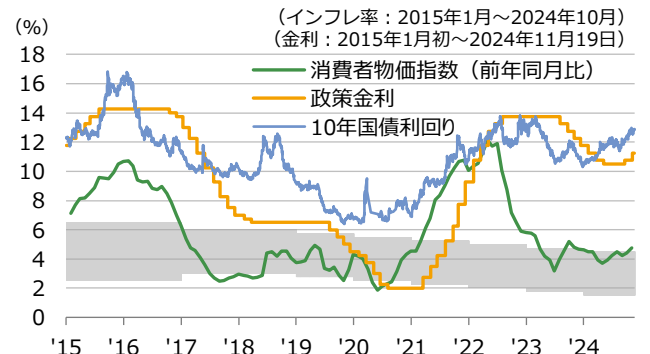
※失業率は3カ月移動平均でCEICによる季節調整値
(出所) ブラジル地理統計院、CEICより大和アセット作成

メキシコの経済活動指数と製造業PMI



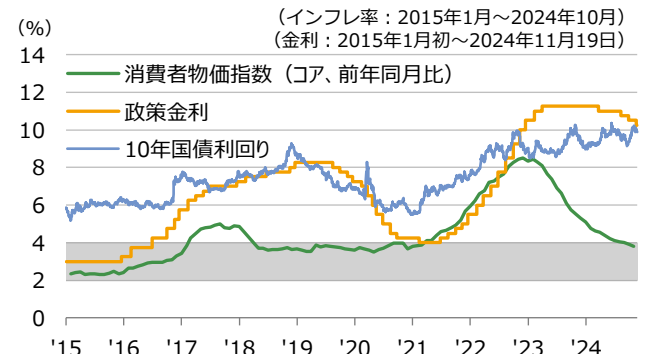
※経済活動指数は2024年8月まで
(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P globalより大和アセット作成

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

景気浮揚に繋がる財政刺激策は発表されず

9月下旬以降に発表された金融緩和や株価対策については、景気浮揚効果が薄いとみられ、焦点は財政政策に移った。しかし、米大統領選後の11月8日に行われた全人代常務委員会（国会に相当）では、トランプ氏当選にも拘らず、消費刺激などの財政の景気浮揚策は発表されず、失望感に繋がった。今後は、12月の中央経済工作会议が注目されるが、中国政府の景気支援への本気度は高くないと見込む。

経済指標の持続的な改善は見込みにくい

10月には不動産販売と小売売上高の前年同月比が回復したが、持続的な改善は見込みにくい。小売売上高は、10～11月の「独身の日」オンラインセールスの統計において、今年は初めて10月の販売額がセール終了日の11月ではなく10月に計上され、前年同月比を押し上げた。不動産販売の回復も主に1級都市に限られ、息切れする可能性もある。

株式

景気刺激策への期待剥落で株価に調整圧力

焦点の財政刺激策への期待が空振りし、当局の景気刺激の本気度が依然低いとの見方が強まったことや、不動産問題の出口がまだ見えないことを受け、株式市場では調整圧力が強まった。本土の株式市場ではレンジ推移となっているが、株価対策として中銀が金融機関に株買い資金を直接に提供すると9月に発表したため、介入が下支えしていると考えられる。一方で、中国当局の影響が薄い海外では調整が進み、9月下旬の急騰前の水準に接近。当面米中摩擦も重しで、株価に調整圧力が続くと思込む。

企業業績の顕著な改善は見込めず

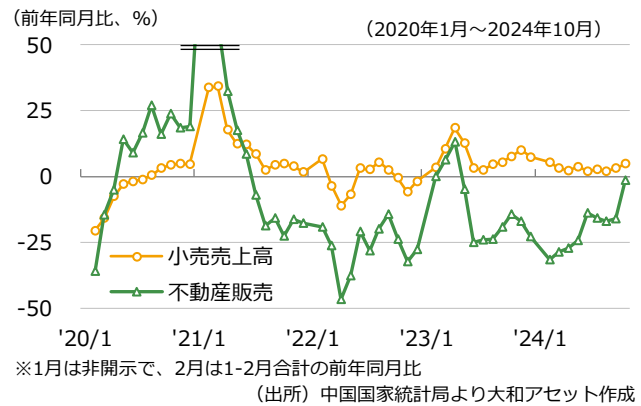
9月下旬の中国株急騰の場面では、業績見通しの顕著な上方修正は見られず、発表済みの政策は景気テコ入れに力不足との見方を裏付けている。実際、デフレ環境の中、企業業績の顕著な改善は見込みづらい。

全人代常務委員会会議で発表された財政政策

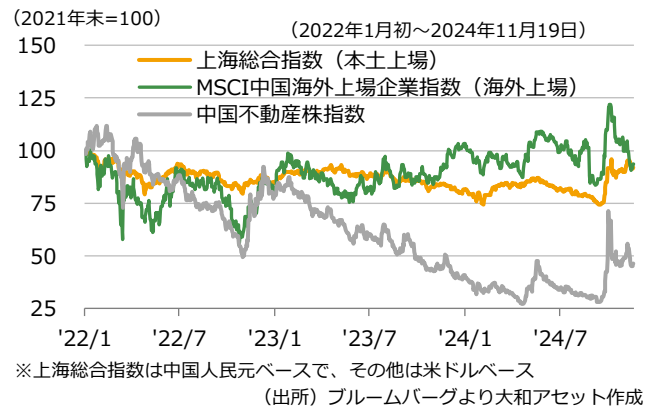
項目	影響
地方政府債務上限を6兆元引き上げ、地方政府の隠れ債務の借り換えを支援	地方政府の隠れ債務について、中央政府が担保する地方債として債務転換することを意味し、地方政府の財政破綻によるシステミックリスクの回避に寄与。地方政府の利払い負担も軽減される。ただ、景気浮揚には繋がらない
地方政府専門債に対して、毎年8,000億元で、5年計4兆元の地方政府の借り換え枠を設ける	近年、毎年4兆元程度の地方政府専門債の発行枠が発表されているが、その調達資金の用途が隠れ債務の借り換えに拡大したに過ぎず、地方政府の財政余力の拡大には繋がらない

(出所) 各種報道より大和アセット作成

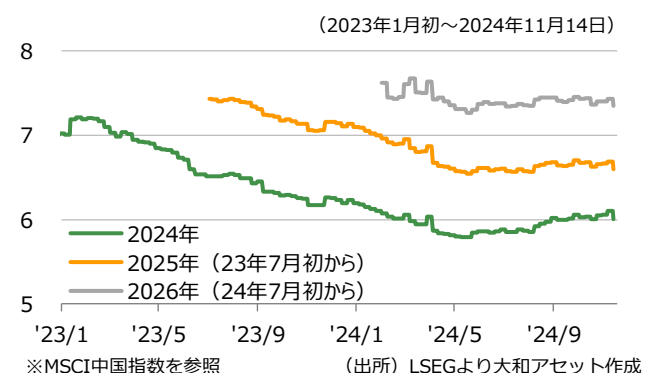
主要経済指標の推移



各種株価指数の推移



中国企業のEPS（一株当たり純利益）見通し





金利

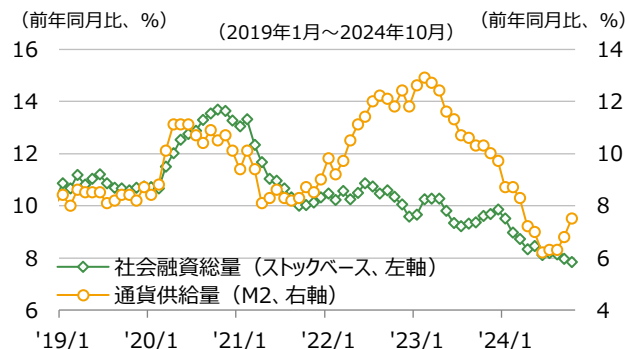
金融緩和も実体経済への効果は限定的

9月下旬以降、中銀の金融緩和を受け、足元では通貨供給量の底入れが確認された。今後も年内に預金準備率の引き下げが期待されるなど、緩和的なマネー環境が続こう。しかし、2022年のように通貨供給量が増えても、総与信を示す社会融資総量の前年同月比伸び率が鈍化傾向を継続する可能性は高い。デフレと需要不足の負のスパイラルが続く中、発表済みの金融緩和策は需要喚起には力不足と見込む。

中銀の介入強化で金利低下に一旦歯止めか

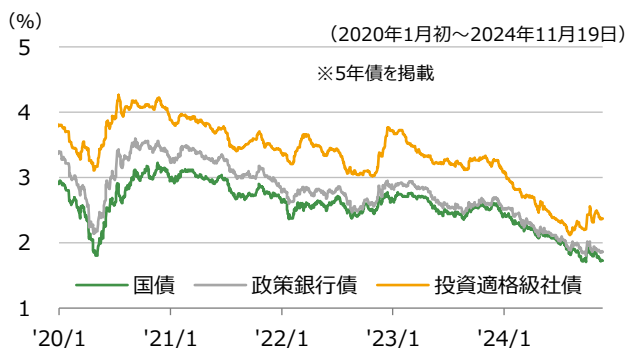
10月末に中銀は、公開市場操作で初めてセカンダリーマーケットから直接に国債を買い取る形でリバース・レポを実施し、流動性を供給した。国債を担保にしたリバース・レポに比べて、国債の所有権が中銀に移るため、今後中銀はこれらの国債を売却するなど、市場への介入を強めることが可能となる。当面、金利は低下がけん制されレンジで推移しよう。

マネー関連指標



(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

本土債券市場の国債、準国債と社債の利回り推移



※投資適格級社債は、本土債券市場で一般に用いられている基準によるもので、AAA格を掲載

(出所) 中国中央国債登記決算有限公司、CEIC

今月の新興国コラム

米ドル高が一服すれば新興国株に投資妙味

米ドル指数と新興国株価には負の相関が見られる。米ドル指数の下落は、世界的に米ドル安の進行を意味し、新興国通貨高の期待とともに、新興国株式市場への資金流入を促し、バリュエーションが押し上げられやすくなるためである。

10月のグローバル金融市場では、米大統領選挙でトランプ氏が再選することを先行して織り込み、世界的に急速な米ドル高を招いたため、外国人投資家による新興国株式市場からの大幅な資金引き上げに繋がった。しかし、今後は急速な米ドル高が一服する可能性があり、新興国の中ではトランプ氏当選の影響が相対的に低いインド、ブラジル、東欧諸国などを中心に、海外マネーが再び流入に転じると見込む。

米ドルの動向が新興国バリュエーションに与える影響



※MSCI新興国指数ベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



人民元、インド・ルピー

中国人民元が対円で過去最高水準に接近

2024年は当局の監視強化もあり、人民元対米ドルレートは概ね7.0~7.3円/米ドルのレンジで推移。今後も、景気減速懸念や米中摩擦と当局の人民元安阻止の綱引きの中、対米ドルでレンジ推移を継続しよう。一方、対円では足元の円安により、約30年ぶりの人民元高・円安だった今年6月の水準に接近。中国から日本への資金流出を促しやすい状況にある。

インド為替、米ドル高局面で底力を発揮

インド・ルピーの対円レートは9月中旬を境にルピー高に転じた。特に、10月には世界的に米ドル高が進行し、外国人投資家の大幅な資金引き上げにも拘らず、ルピーは対米ドルで底堅い推移を見せ、底力を発揮した。潤沢な外貨準備高というセーフティネットが奏功。今後も対円では米ドル円の動向に左右されるが、対米ドルでの安定的な推移は、インド資産への投資に安心感をもたらすと言えそうだ。

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増価要因に

当面、ブラジル中銀はインフレ率の高まり以上に利上げを進めると予想されており、同国の実質政策金利は来年前半にかけて上昇する見込み。トランプトレードに伴う米ドル高が一服する局面では、実質金利の高いブラジル・レアルが選好されやすくなるだろう。今回、ブラジル・レアルの今後1年程度の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

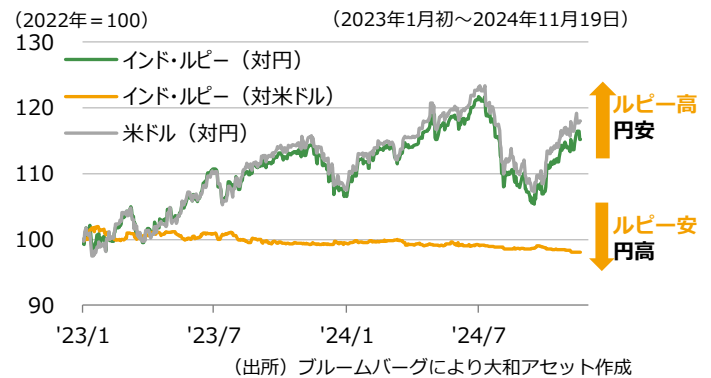
メキシコ・ペソの減価余地は限定的に

米大統領選挙に向けて、メキシコ・ペソ（対米ドル）のインプライド・ボラティリティ（IV、予想変動率）が高まるとともにペソ安が進行。しかし、選挙を通過するとIVが急低下した。過去、IVが急騰後に低下した局面では、しばらくペソが横ばいで推移した後に増価する傾向があった。IVが再び上昇する要因として米トランプ次期大統領の不規則発言には要注意だが、ひとまずペソ安の余地は限定的だろう。

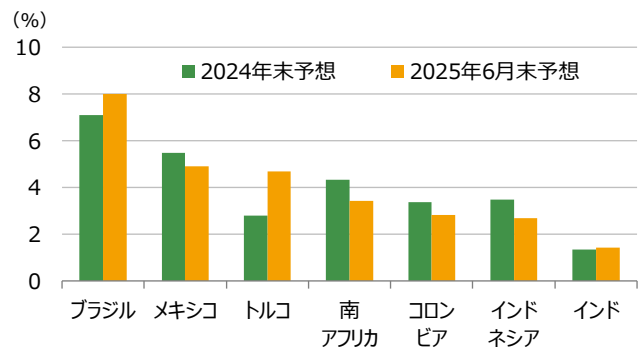
中国人民元の対米ドル、対円レートの推移



インド・ルピー対円相場の変動要因の分解

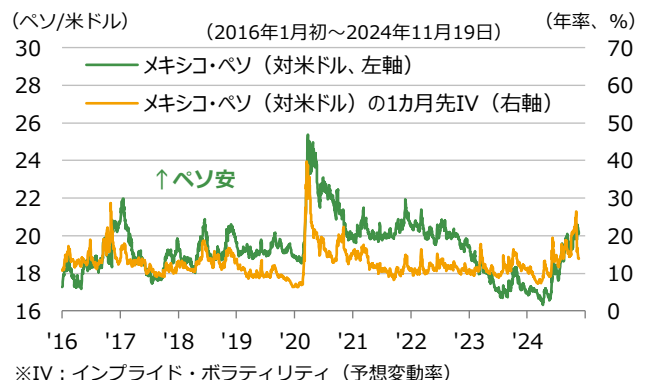


各国の実質政策金利（市場予想）の変化



※実質政策金利 = 政策金利 - 消費者物価指数（前年比）
(出所) ブルームバーグ、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

メキシコ・ペソ（対米ドル）の推移とIV



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11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11月22日）