

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

1

JAN. 2025

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

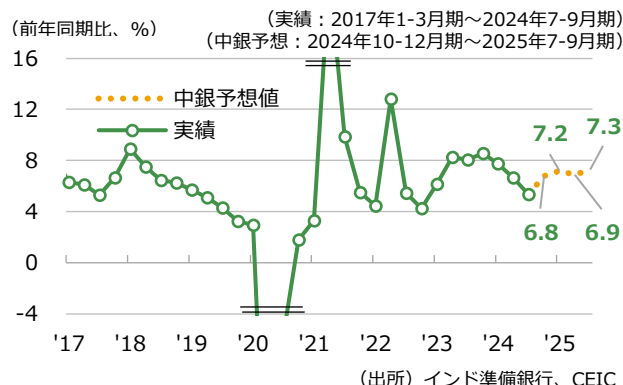
景気モメンタムはやや鈍化も、依然高水準

7-9月期実質GDP成長率は前年同期比+5.4%と、約1年半ぶりの低水準へ鈍化したが、一部地域での記録的な豪雨や6月の総選挙による財政支出の一時的な減少が主因。ラビ（乾季）作付けの良好な見通しや生産活動の回復などが個人消費をけん引し、政府支出を含む投資活動も回復に向かい、消費と投資の両輪による高成長の継続が見込まれる。

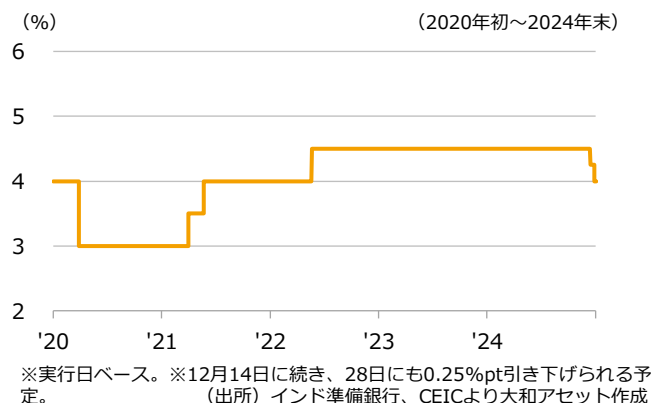
2月の利下げ開始を予想

インド中銀は12月6日の金融政策決定会合で、現金準備率の計0.50%ptの引き下げによる金融緩和を行った。1.16兆ルピーの流動性が市中に提供され、短期金利の低下を通じて、金融緩和の効果が期待される。また、11月CPIの前年同月比伸び率が中銀の許容範囲に収まったことや、政府が予想外に新たな中銀総裁を指名したことを受け、次回2月の会合で利下げが開始される可能性は高い。

実質GDP成長率の実績および中銀予測値



現金準備率 (CRR) の推移



株式

スピード調整が進み、投資妙味が高まる

足元、米ドル指数が約2年ぶりの高水準に上昇したにも拘らず、インド株はおおむね底堅く推移。10月以降株価指数がじりじりと調整したことを受け、12カ月先PERは過去5年の平均近辺まで切り下がり、過熱感も後退。目先は、米国株などの外部環境に揺れ動く可能性もあるが、景気見通しの改善や、利下げ期待が追い風となり、インド株の投資妙味は高まったと考える。

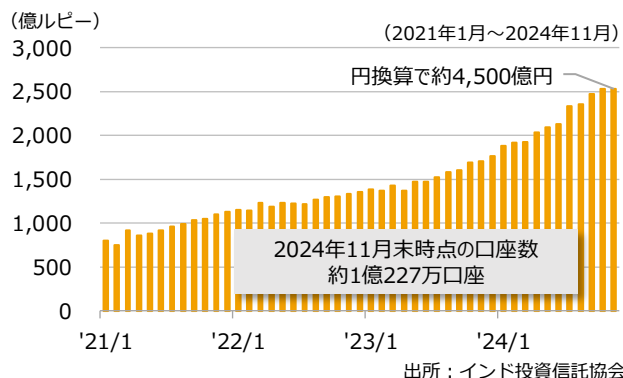
インド投信積立制度の口座数が1億突破

積立投資先進国と言えるインドでは、SIP（投信積立制度）による金融市場への資金流入が増加傾向を継続。その資金のほとんどが自国株に投資されている。11月末時点の口座数は1億を突破。外国人投資家の一時的な資金引き上げも相殺可能とみられ、今後もSIPによる資金流入が株式市場を下支えする構図が続こう。

インド株およびPER（株価収益率）の推移



SIP（投信積み立て制度）による資金フロー





経済

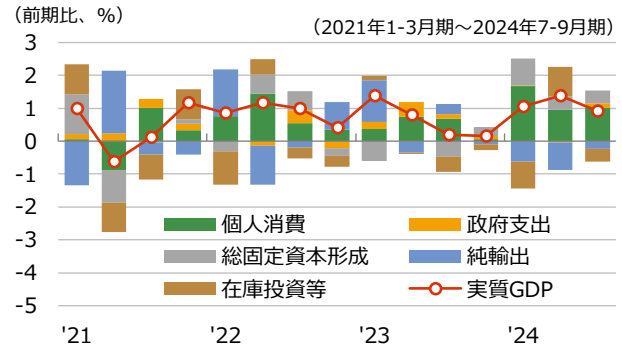
ブラジルは高金利下でも堅調に推移

ブラジルの7-9月期実質GDPは前期比+0.9%。1-3月期の+1.1%、4-6月期の+1.4%からは成長が減速したが、潜在成長率を上回ったまま。特に個人消費が成長をけん引しており、低所得者向け現金給付などの拡張的な財政政策や堅調な労働市場が金利上昇の影響を覆い隠しているようだ。需給ギャップのプラス幅拡大が示す通りインフレ圧力が強まっており、インフレ抑制には財政の引き締めも必要。

メキシコは利下げ効果と不確実性の混在

メキシコの7-9月期実質GDPは、前期比+1.1と過去3四半期の低成長から持ち直した。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。トランプ次期米政権の麻薬や不法移民の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。

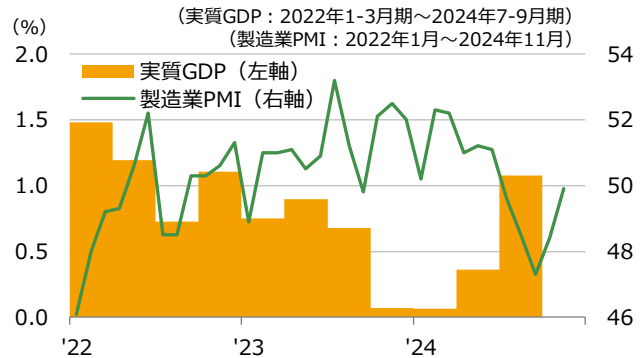
ブラジルの実質GDP



※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

メキシコの実質GDPと製造業PMI



(出所) メキシコ国立地理統計情報院、S&P Global

金利

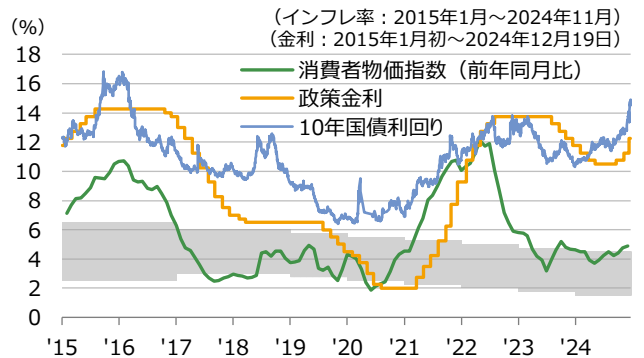
ブラジル中銀は利上げのギアを上げる

ブラジル中銀は12月に3会合連続となる利上げを決定し、政策金利を12.25%とした。利上げ幅を1%ptに拡大しただけでなく、今後2回の各1%ptの追加利上げも示唆し、通貨安とインフレ期待上昇を抑制する姿勢を鮮明にした。大幅利上げを継続する方針の下、目先の国債利回りは高止まりしやすいとみる。積極的な利上げが奏功し、通貨高とインフレ期待低下の循環に転換すれば、金利低下も出てくるが、その時間軸は財政政策に大きく依存しよう。

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12月に4会合連続となる利下げを決定し、政策金利を10.00%とした。当面は米国の金融政策や為替の動向をにらみながらも、基本的にはインフレ沈静化を背景に0.25%ptずつの利下げを継続する公算が大きい。短期金利に引っ張られることで、長期金利にも徐々に下押し圧力が加かろう。

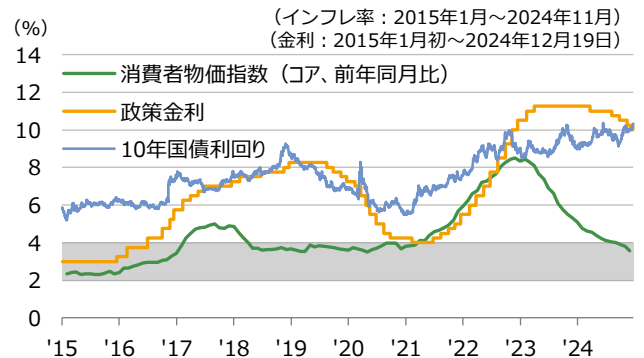
ブラジルのインフレ率と金利



※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

景気対策は確認されず

2025年の政策の総方針を定める政治局会議が12月9日、より経済政策に特化した中央経済工作会议が11-12日に開催されたが、総じて党指導部の景気支援への本気度は確認できなかった。「内需拡大」を政策の最優先事項へ格上げしたことはポジティブに評価できるが、具体策の発表は2025年3月の全人代へ持ち越されている。

不動産不況の底はまだ見えない

11月には不動産販売金額の前年同月比が20カ月ぶりにプラスに転じたものの、金額自体は依然として低水準に留まり、楽観視するのは時期尚早。10月17日に政府が発表した住宅「ホワイトリスト」への銀行貸出枠を4兆元へ引き上げたが、その効果は限定的で、住宅在庫が深刻な3、4級都市の住宅販売は回復せず。不動産不況の底はまだ見えないと言わざるをえない。

株式

政策空白期間に入り株価に調整圧力

12月以降、2025年の経済政策の方針を決める中央経済工作会议で、総じて景気浮揚に繋がる景気対策が確認できなかったことで、政策期待で一時上昇した株価は再び反落した。具体策の発表は、25年3月の全人代に持ち越され、当面政策発表の空白期間に入ったと見られる。また、政策期待が失望で終わることが増えるにつれ、当局の景気刺激の本気度が低いとの見方が優勢となっている。当面米中摩擦も重しで、株価に調整圧力が続くと見込む。

企業業績の顕著な改善は見込めず

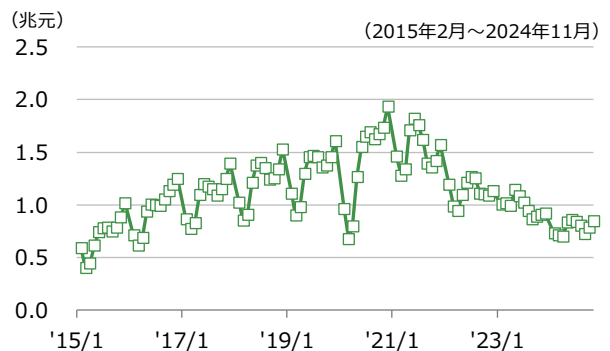
中央経済工作会议などが開催されたものの、業績見通しの顕著な上方修正は見られず、発表済みの政策は景気デコ入れに力不足との見方を裏付けている。11月の生産者物価指数もデフレ環境を示しており、企業業績の顕著な改善は見込みづらい。

共産党中央政治局会議及び中央経済工作会议内容

項目の抜粋	解釈
財政政策は「より積極的」	中央経済工作会议では、財政赤字の対GDP比率の引き上げが明言されたが、12月17日の観測記事で報じられたのは25年財政赤字対GDP比率を4%に引き上げることに留まっている。景気浮揚に繋がる「バズーカ」は依然として期待できない。
金融政策は「適度に緩和」	2010～2023年の「穏健」の文言から、「適度に緩和」と変更され、従来よりも緩和姿勢の拡大を示唆。ただ、当局は大規模な金融緩和が資本逃避を招くことも懸念しており、異次元緩和を講じる可能性は低いと見込む。

(出所) 各種報道より大和アセット作成

月次の不動産販売額の推移



※1月は非開示 ※3カ月移動平均

(出所) 中国国家统计局より大和アセット作成

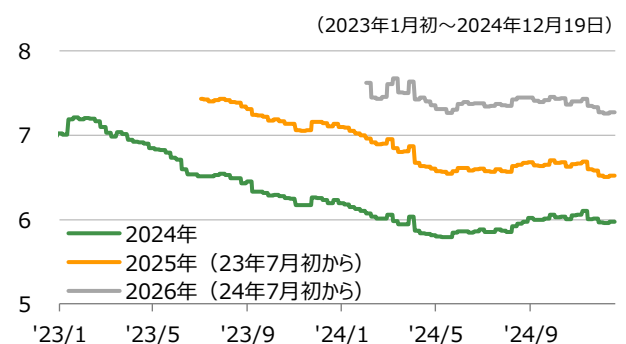
各種株価指数の推移



※上海総合指数は中国人民元ベースで、その他は米ドルベース

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

中国企業のEPS（一株当たり純利益）見通し



※MSCI中国指数を参照

(出所) LSEGより大和アセット作成



金利

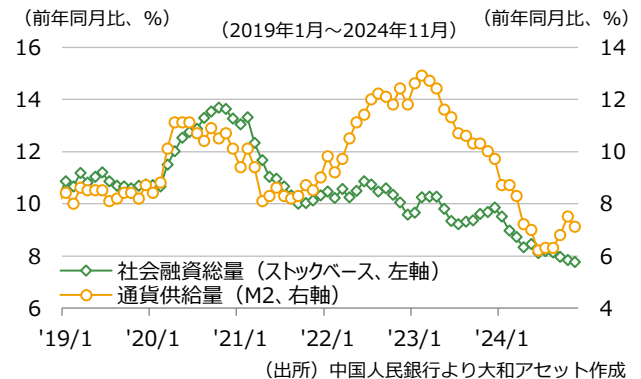
金融緩和策は需要不足の改善に繋がらず

9月下旬以降、中銀が各種政策金利ツールを0.1～0.3%pt引き下げ、通貨供給量の底入れが確認された。ただ、総与信を示す社会融資総量の前年同月比伸び率は、鈍化傾向を継続している。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で、異次元緩和が必要と見られるが、当局は依然として大胆な金融緩和とは一線を画しているとみられる。

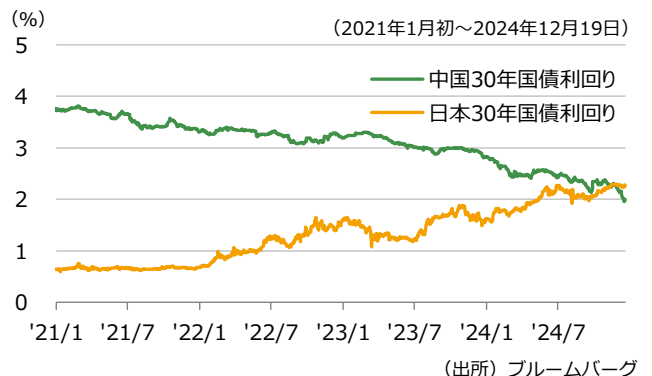
中国の「日本化」が進む

11月中旬に日中の30年国債利回りが顕著に逆転し、その後も中国の長期金利の低下に歯止めがかからないことは、中国の「日本化」が示される象徴的な出来事となった。中国経済はデフレと需要不足の負のスパイラルに陥っていると言えるほか、中銀から金利低下を容認すると読み取れる文言もあり、国債利回りが引き続き低下余地を探る展開を予想する。

マネー関連指標



日本と中国の超長期金利が逆転



今月の新興国コラム

新興国株調整の一巡を期待する

新興国株の10月以降の調整には、米大統領選挙でトランプ氏が掲げる「アメリカ・ファースト」を受け、米国以外のアセットが売られる中、新興国株も売りから逃れられなかった側面が強い。また、米ドル指数と新興国株価には負の相関が見られ、米ドル高とともに、新興国から資金流出が強まったことも背景にある。

しかし、急速な米ドル高が一段と進む可能性は低いと考えられる。新興国の中では内需主導の国や、資源国において「トランプ政策」の影響が相対的に低いとみられ、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





人民元、インド・ルピー

当面大幅な人民元安は想定せず

景気低迷長期化の懸念やトランプ次期米大統領の対中強硬策などを受け、対米ドルでの人民元安圧力は強い。しかし、当局は7.3元/米ドル近辺で人民元安を阻止するなど、キャピタルフライトを警戒し、顕著な人民元安は容認しない姿勢を強めている。そのため、当面は対円では約30年ぶりの人民元高・円安の水準近辺で推移を継続しよう。

インドサービス業輸出が加速する見込む

潤沢な外貨準備高というセーフティネットを持つインド・ルピーは、対米ドルで横ばい推移を継続し、底力を発揮している。サービス業の輸出の増加が背景の一つだが、過去5年で約2倍に拡大。主にIT関連やビジネスサービスの加速が寄与。今後は米国の景気回復が輸出額を一段と押し上げ、ルピーを支えよう。ルピー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そう。

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

11月下旬以降、ブラジル・レアルは主要通貨に対して大幅減価。主な材料は財政健全化に向けた取り組みの弱さだが、代表的な新興国国債指数のリバランス（ブラジルの通貨比率減少）を先取りした動きや、年末の流動性の薄さを狙った投機的な売りも指摘されている。ブラジル中銀は通貨安に対して大幅利上げなどで対応しており、実質政策金利は2025年前半も上昇する見込み。財政健全化に向けた進展が見られれば、レアルの反発余地は大きい。

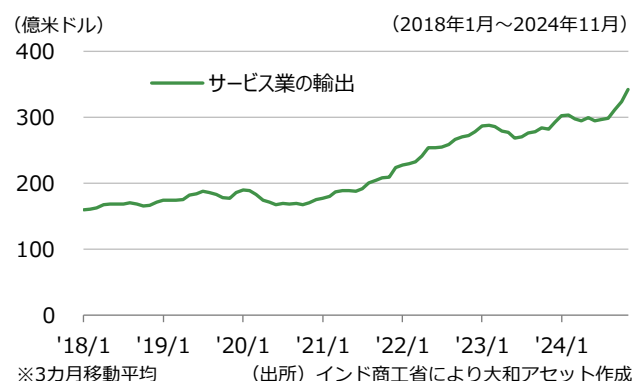
メキシコ・ペソは売られづらい状況に

米大統領選挙までの為替市場のボラティリティ上昇が一服し、メキシコ・ペソ（対米ドル）のキャリー/リスク比率は顕著に上昇。2023年～2024年前半のようなペソ買いキャリートレードの活発化は見込めないが、高い金利差とボラティリティ低下によってペソ売りは分が悪くなっていると言えよう。

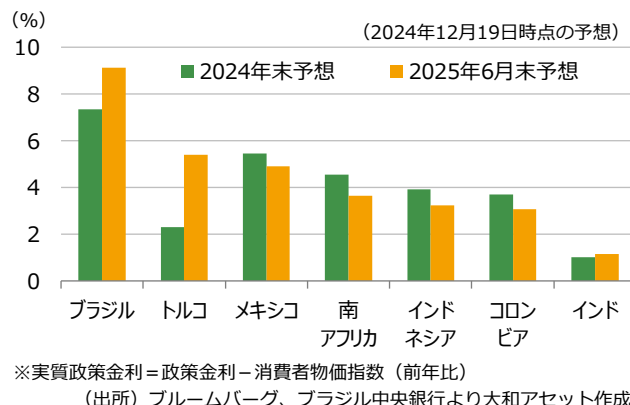
中国人民元の対米ドル、対円レートの推移



インドサービス業の輸出額



各国の実質政策金利（市場予想）の変化



メキシコ・ペソ（対米ドル）のキャリー/リスク比率



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。また、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、NAV：純資産価値、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12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12月24日)