

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

2

FEB. 2025

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

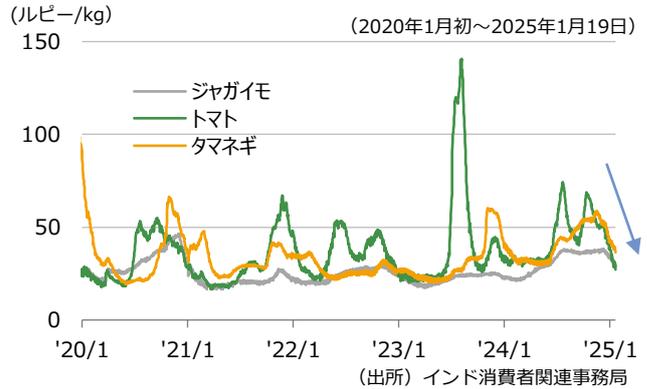
食品価格の調整は安心材料

2024年10月前後には、祭日シーズンや、一部地域の豪雨を受け主要食材のトマトやタマネギの価格が一時的に高騰。インフレ率が上振れし、利下げ開始の障害となっていた。足元は、これらの野菜の価格が調整に入り、インフレ圧力が後退。ラビ（乾季）作付けも良好で、食品価格は正常な水準での推移を見込む。

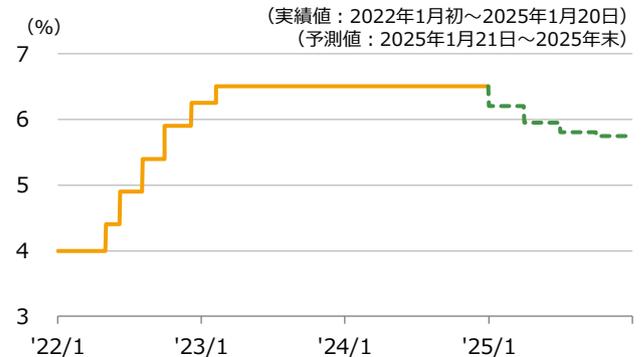
2月の利下げ開始を予想

食品価格が顕著に低下したほか、新たな総裁に財務省次官出身のマルホトラ氏が指名された中銀が政府寄りの金融政策を打ち出すと期待されることもあり、2月に中銀が利下げに踏み切る可能性が高まった。足元、農村部での消費や鉱工業生産の回復もみられており、利下げが実施されれば、循環的な景気回復を後押しし、株式市場のセンチメント改善にも繋がる見込み。

インドの主要食材の小売価格



政策金利の推移と四半期ベースの予測値



※2025年1月20日時点のブルームバーグ集計のエコノミスト予測値

株式

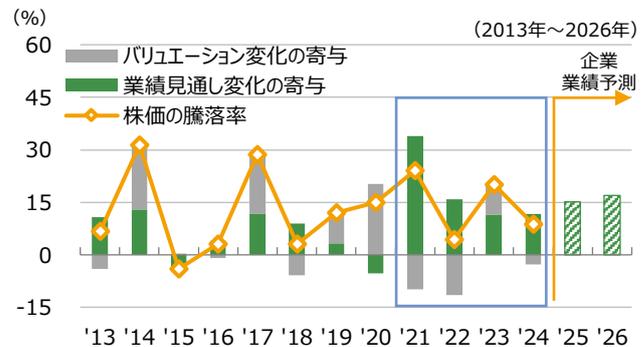
9年連続の上昇を記録したインド株

2024年のNifty50指数の年間騰落率は+8.8%と、9年連続のプラスを記録。9年間の平均的な上昇率も+13.3%に上る。また、パンデミック発生以降の直近4年間では、前年比2桁で企業業績が拡大しており、業績の裏付けのある株価上昇となっている。7-8月の世界的な株安局面でも下値は限定的で、下落局面に強い一面も示された。25-26年にも企業業績は2桁の利益成長が見込まれる中、株価指数も相応に2桁の上昇率を記録する可能性が高い。

予想PERが過去5年平均以下まで低下

総選挙以降の力強い株価上昇を受け、インド株は一時的にPERに過熱感がみられた。しかし、10月以降はトランプ氏の「アメリカ・ファースト」政策を受け売りに転じ、予想PERは足元過去5年平均近辺を下回る水準まで切り下がった。株式市場の過熱感は後退し、投資妙味が高まったと言える。

Nifty50指数の年間騰落率の要因分解



※Nifty50指数の12カ月先EPSの変化に基づき、大和アセットが計算 ※企業業績予測は1月20日時点

予想PER(株価収益率)の推移



※Nifty50指数の予想PER ※過去5年平均 ※σは標準偏差



経済

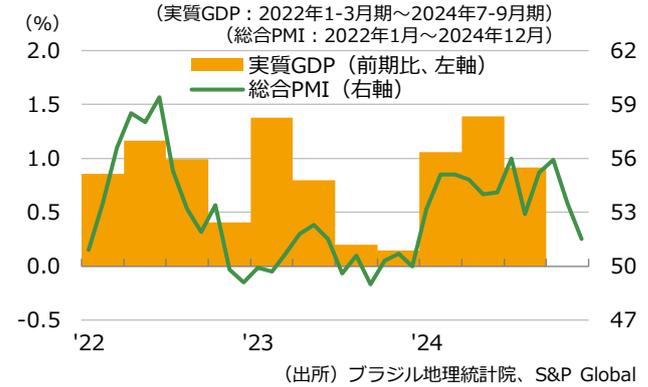
ブラジルは利上げの効果が出始めたか

ブラジルでは、2023年前半の豊作による実質GDPの上振れを除けば、過去3年にわたり実質GDPと総合PMIが連動してきた。実質GDPは昨年7-9月期まで潜在成長率を上回って増加したが、その後のPMI低下は昨年末にかけての成長減速を示唆しており、金融引き締め効果が出始めた公算大。もっとも、今年1月に最低賃金の大幅引き上げがあり、成長減速とインフレ沈静化の道筋には不確実性も残る。

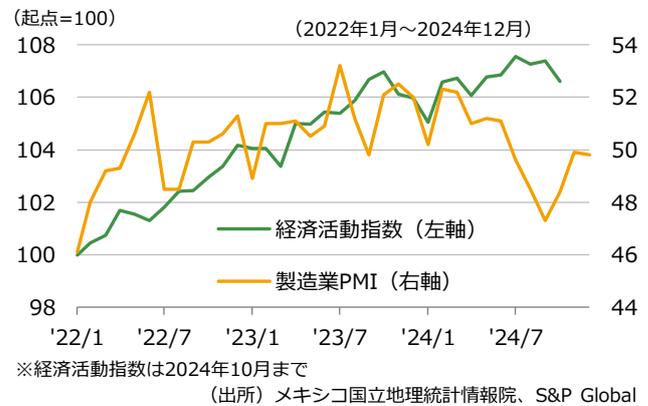
メキシコは先行き不透明感が成長を抑制

メキシコの実質GDPは、昨年7-9月期に前期比+1.1%と高成長を記録したが、月次指標はその後の成長減速を示唆。当面は利下げによる景気下支えが想定されるほか、トランプ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、大幅かつ広範な関税引き上げの回避が期待される。ただ、先行き不透明感が高く、投資手控えが成長を抑制しよう。

ブラジルの実質GDPと総合PMI



メキシコの経済活動指数と製造業PMI



金利

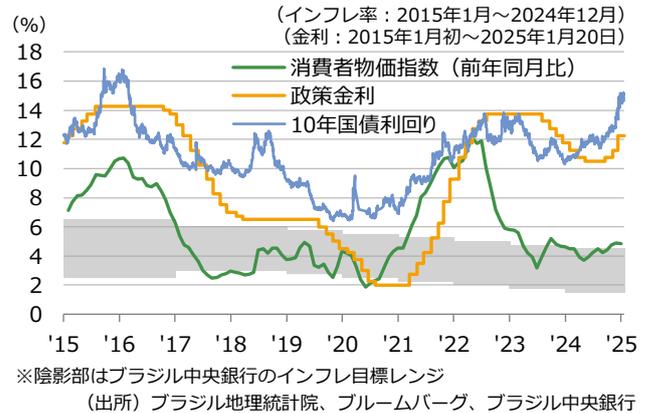
ブラジルは大幅利上げを続ける公算

ブラジル中銀は昨年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。

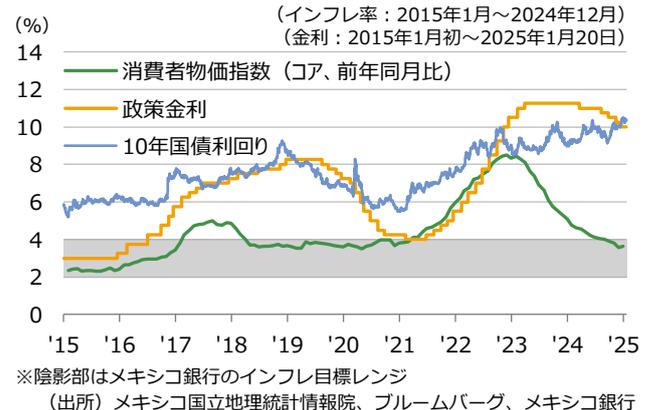
メキシコは緩やかな利下げを続ける公算

メキシコ銀行は昨年3月以降、計1.25%ptの利下げを決定し、政策金利を10.00%とした。当面は、インフレ沈静化を背景に0.25%ptずつの利下げ継続が基本線だが、通貨が強含めば0.5%ptへの利下げ幅拡大もあり得る状況。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かかろう。

ブラジルのインフレ率と金利



メキシコのインフレ率と金利





経済

2025年も景気低迷が続く可能性が高い

2024年10-12月期の実質GDP成長率は市場予想を上回る前年同期比+5.4%へ加速。米国の対中関税政策を警戒し、駆け込み輸出が起きた可能性が高い。それを受け、2024年通年の成長率は前年比+5.0%に上り、政府の成長目標を達成する格好となった。

しかし、統計の信ぴょう性には大きな疑問が残る。名目GDPの伸び率に近いとみられる税収は、前年比マイナス圏に留まる。一方、前年比+5.0%の実質GDP成長率と、同0%に近い物価上昇率に鑑みると、名目GDP成長率は+5%近辺と推測される。税収の伸び率を大幅に上回る名目GDP成長率からは、データ水増しの疑惑を拭えない。不動産販売も依然として低水準に留まり、不動産不況の底もまだ見えない。深刻な需要不足から脱するためには大規模な景気対策が必要だが、当局の景気浮揚への本気度は確認できず、景気低迷は2025年も続く可能性が高い。

株式

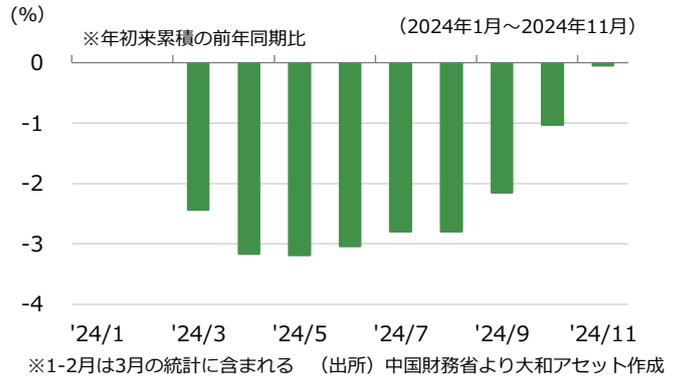
目先は当局の株価下支えと悪材料の綱引き

株式の売りが制限されないオフショア市場を見ると、2024年9月末の反発はほぼ全て消失した。景気対策の発表が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ことや、景気低迷の継続、「トランプ2.0」発足による米中摩擦の激化などが懸念され、株価は今後も調整圧力が掛かりやすい。ただ、2024年9月末の国慶節連休前に株価対策を発表したように、1月下旬の春節長期休暇を控える中、当局は本土において株価の下支え対策を強化しよう。悪材料との綱引きの中、株価指数はレンジ推移を予想する。

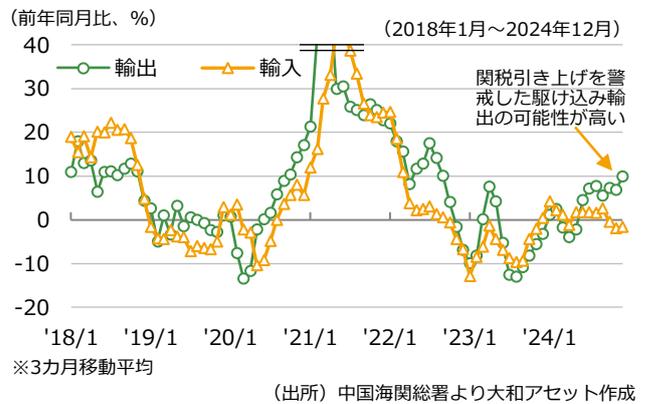
企業業績の顕著な改善は見込めず

好調なGDP成長率が発表されたが、業績見通しの顕著な上方修正は見られず、実体経済の弱さを裏付けている。12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。

税収からみる中国の実体経済



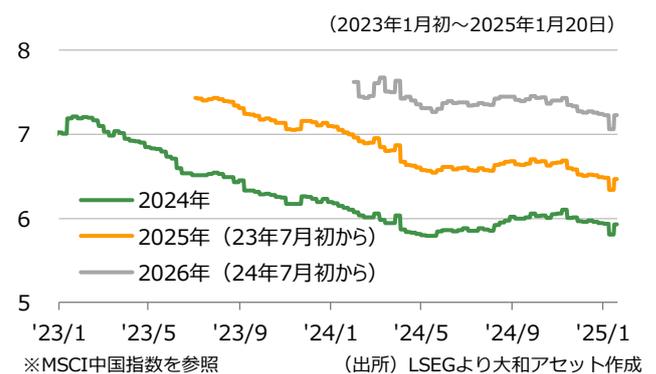
月次の輸出入



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

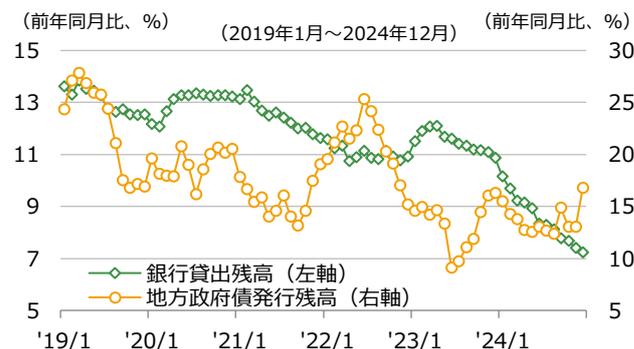
地方政府債発行が与信拡大を下支え

12月の社会融資総量（ストックベース）の前年同月比は若干持ち直したが、主に地方政府債の発行加速によるもの。一方で、民間部門の需要がより反映される銀行貸出の前年同月比伸び率は依然として減速基調を強めている。民営企業などを含む民間部門への与信が急減する一方、国営企業、地方政府などの公的部門への与信は大幅に拡大しており、資源配分の歪みが続いている。この構図は、地方政府の破綻リスクを低下させようが、健全な経済発展が妨げられ、非効率な投資が繰り返される可能性が高い。

日本と中国の長期金利逆転が定着

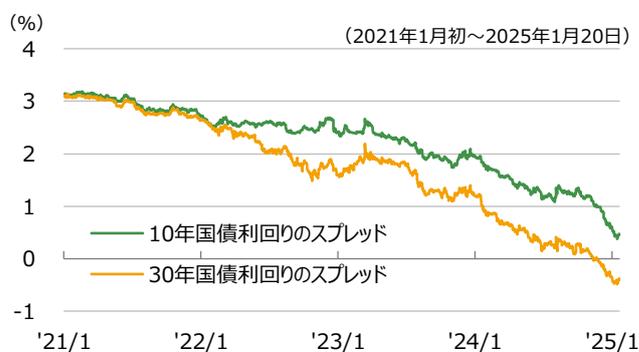
11月中旬に30年国債利回りにおいて日中が逆転し、中国の「日本化」が示される象徴的な出来事となった。30年債に続き10年国債利回りの逆転も迫っている。中国の景気対策が見込めない中、日中長期金利逆転の定着を見込む。

銀行貸出残高および地方政府債発行残高の推移



(出所) 中国人民銀行より大和アセット作成

中国と日本の長期金利差の推移



※スプレッド=中国国債利回り-日本国債利回り
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

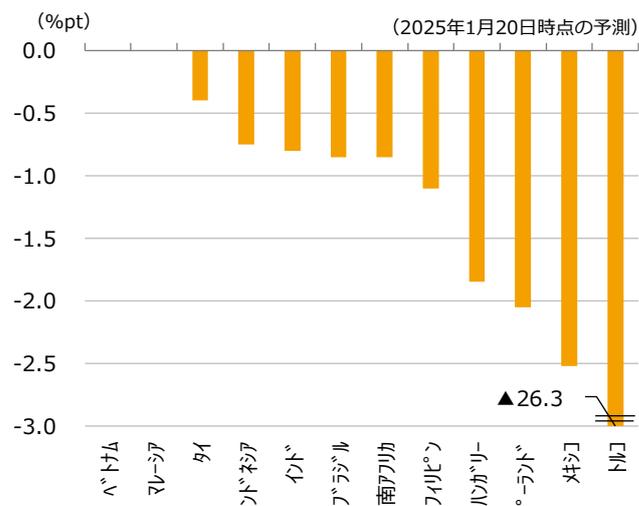
今月の新興国コラム

高金利通貨には依然大幅な利下げ余地

ここ1カ月は世界的な米ドル高が一段と進んだにも拘らず、MSCI新興国株価指数は▲0.1%と底堅く推移し、米ドル高への耐性を示した。トランプ氏が「アメリカ・ファースト」を掲げる中でも、米S&P500の+2.2%には大きく劣後せず、新興国全般からの資金流出は一服しつつある。

今後は、新興国株投資において選別が強まろう。利下げ余地をみると、マレーシア等の一部のASEANの国においては限定的だが、インド、ラテンアメリカ、東欧などの国においては今後引き続き大幅な利下げが見込まれる。内需主導のインドや、地政学リスクの沈静化や大幅な利下げが期待される東欧などを中心に、海外マネーが再び流入すると見込む。

今般利下げサイクルにおける主要新興国の利下げ余地



※現在利上げ中のブラジルを含め、政策金利の現水準と市場が織り込む2026年末までの最低水準を比較したもの
※ベトナムとマレーシアは利下げがないと予想されている
(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、資金逃避で総合収支はマイナス

2024年7-9月期の総合収支は2四半期連続でマイナス。輸入低迷や米関税引き上げ前の駆け込み輸出を受け、貿易黒字および経常収支が上振れしたにも拘らず、金融収支の大幅な資金流出に相殺された。金融収支では、工場撤退/資金逃避などを受け、直接投資/その他投資が大幅なマイナスを記録。当局は人民元安を容認しないスタンスだが、資金逃避による人民元安圧力は強く、警戒が必要。

インド、為替の柔軟性向上を評価

潤沢な外貨準備高を背景に、ダス元中銀総裁の下でインド・ルピーは過去2年間対米ドルで横ばいで推移。だが、12月就任のマルホトラ新中銀総裁は為替レートに柔軟性を持たせる考え方をもち、足元の米ドル高局面でルピーの対米ドルがやや減価した理由の1つに。但し、外貨準備を費やす介入を減らすことは長期的な為替安定に寄与すると評価できる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

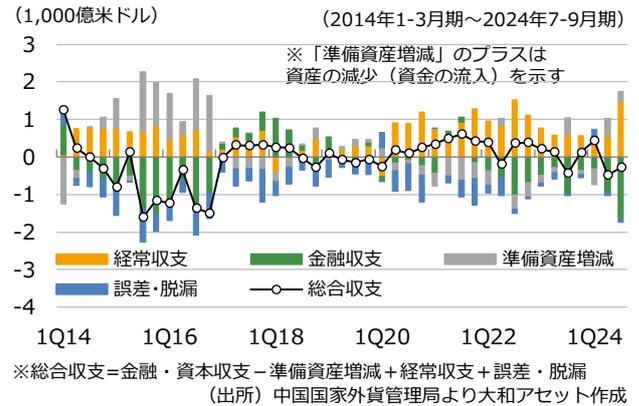
ブラジル・レアルは負の循環から脱出か

ブラジル・レアル安は昨年未までで一服し、足元では米ドルに対して反発。市場のインフレ期待も低下に転じており、財政悪化懸念の高まり→通貨安→インフレ期待上昇→金利上昇→財政悪化懸念の高まり、という負の循環はひとまず止まった模様。ブラジル中銀の積極的な利上げによって投機的なレアル売りが難しくなる中、財政健全化に向けて更なる進展が見られれば、逆の循環に至る可能性が高いため、依然としてレアルの反発余地は大きいと言えよう。

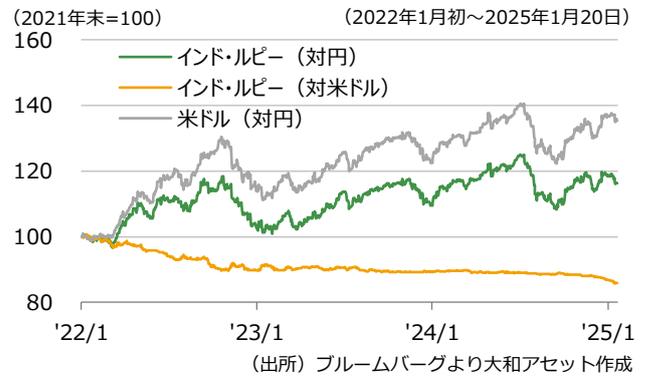
メキシコ・ペソは関税懸念でも底堅い

メキシコ・ペソは、トランプ米政権の関税引き上げ観測に振らされつつも、米大統領選挙後はおおむね20~21ペソ/米ドルのレンジで推移。昨年6月以降のペソ安により、買いに偏っていた投機筋のポジションが中立化するなど、多くの投資家が身構えていたことが、足元の底堅さにつながっている模様。

中国の総合収支およびその内訳



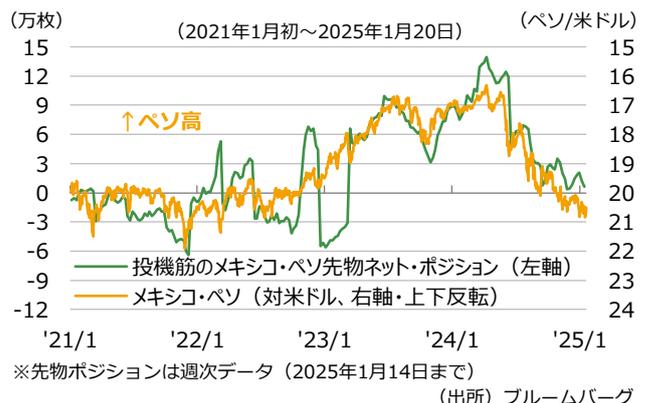
インドの為替レートの推移



ブラジル・レアル (対米ドル) とブラジルの2年BEI



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、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：担保付補充貸出、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2025年1月20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：2025年1月23日）