

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

3

MAR. 2025

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

利下げ、減税が景気回復を後押ししよう

インドは、世界でも数少ない「金融緩和」と「所得税減税」を同時に実施可能な国であり、すでに底打ちした景気回復を一段と後押しすることが期待される。トランプ減税とは異なり、財政規律を遵守した減税策も持続可能な観点から評価に値する。さらに、消費に関しては「所得税減税」に加えて、食品価格の低下が可処分所得を増加させ、消費を後押ししよう。引き続き、消費と投資の両輪による内需がインドの高成長を支え続けると見込む。

4月の追加利下げの可能性が高い

インフレ懸念が限定的な中、中銀は2月に約5年ぶりの利下げに踏み切った。中銀の声明文では、景気回復を見込むもそのペースは緩やかに留まる、との慎重な景気見通しが示された。これは追加利下げに向けた環境作りと考えられ、次回4月の会合でも追加利下げが行われる可能性が高いと見込む。

株式

足元の株価調整には行き過ぎ感も

昨年10月以降の株価調整は、バリュエーションにやや過熱感がある中、トランプ氏の米大統領当選が米ドル高及び新興国株式市場からの資金流出を促し、外国人投資家の売りが膨らんだことが主因である。インド経済や企業業績の下方修正も進んだものの、株価調整はファンダメンタルズ以上に進み、行き過ぎ感があるとも言える。トランプ米政権の相互関税関連の交渉には注意が必要だが、バリュエーションが低下したこともあり、センチメント悪化が一服すれば、インド株に買い戻しの余地はある。

今月号においては、NIFTY50指数の25年のEPS成長率予想を10%台後半から10%台前半へ下方修正し、年末時点の株価予想を引き下げた。但し、現時点の株価水準は売られ過ぎと判断する。年末まで約18%の上昇見通しは他国に比べて大きく、インド株見通しを「強気」へ引き上げる。

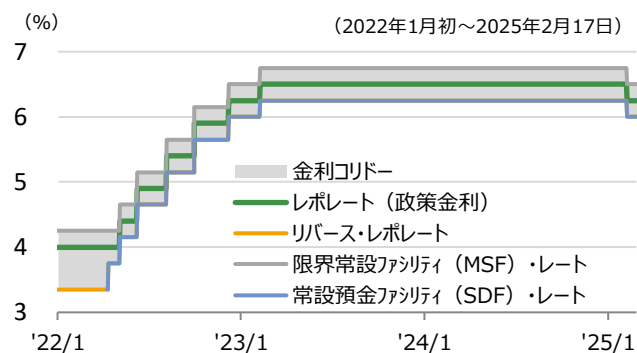
連邦政府の所得税減税策の一部の抜粋

年収	所得税現状	所得税減税後	減税額
80万ルピー	3万ルピー	0	3万ルピー
90万ルピー	4万ルピー	0	4万ルピー
100万ルピー	5万ルピー	0	5万ルピー
110万ルピー	6.5万ルピー	0	6.5万ルピー
120万ルピー	8万ルピー	0	8万ルピー
160万ルピー	17万ルピー	12万ルピー	5万ルピー
200万ルピー	29万ルピー	20万ルピー	9万ルピー
240万ルピー	41万ルピー	30万ルピー	11万ルピー

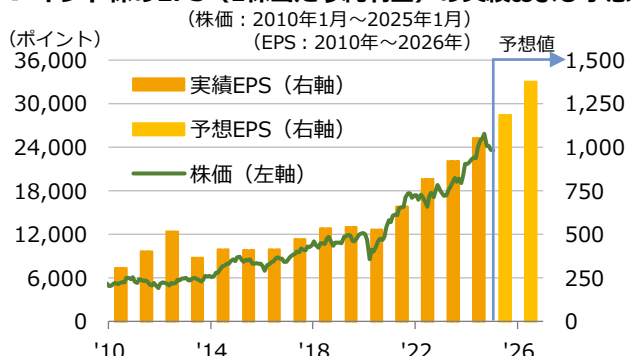
※240万ルピー以下の変化を抜粋 ※1ルピーは約1.8円

(出所) インド2025/26年度予算案

主要政策金利および金利コリドー

※金利コリドーとは、銀行間オーバーナイト金利の誘導目標レンジ
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インド株のEPS (1株当たり純利益) の実績および予想

※2025年度以降のEPS予想は2025年2月16日時点のブルームバーグ予想
※NIFTY50指数ベース ※株価は月末値

(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

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

出所: ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ブラジルは景気減速の物価への波及待ち

ブラジルの経済活動指数（≒月次の実質GDP）の伸び率は、2023年前半の豊作による上振れを除けば、過去3年にわたって総合PMIと連動してきた。昨年終盤からPMIの低下が顕著であり、経済活動指数の更なる減速（悪化）を示唆する。金融引き締め効果が出てきたと言えよう。もっとも、今年1月に最低賃金が大幅に引き上げられており、景気減速がインフレ沈静化に波及するには時間を要しそうだ。

メキシコはトランプ関税が最大のリスク

トランプ米大統領は2月1日、メキシコに25%の輸入関税を課す大統領令に署名したが、実際の発動は先送りした。関税が発動された場合のメキシコ経済への影響は大きいと見込まれ、今後もメキシコが米国の麻薬や不法移民の対策に協力することで、大幅かつ広範な関税引き上げは回避されると見込む。ただし、状況は流動的であり、予断を持たずに見守りたい。

金利

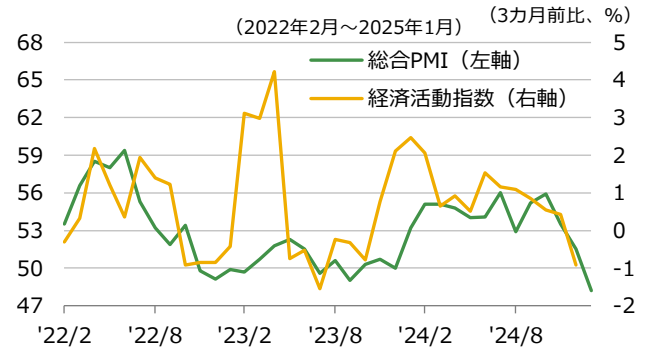
ブラジルの利上げ局面は続く見込み

ブラジル中銀は1月に政策金利を12.25%から13.25%に引き上げた。消費者物価指数（前年同月比）は1月に伸びが鈍化した。電気料金引き下げの寄与が大きく、これを除けば明確に加速。景気減速がインフレ沈静化に波及するには、なお時間を要するため、利上げ局面の継続が見込まれる。そのため、目先の国債利回りは高止まりしやすいとみる。もっとも、金利水準が高く、金利上昇の余地は限られることから、投資妙味は高まってきたと言えよう。

メキシコの利下げ局面は続く見込み

メキシコ銀行は0.25%ptずつ利下げしてきたが、2月は利下げ幅を0.5%ptに拡大。インフレ沈静化に加えて通貨安懸念の後退が背景にある模様で、為替の安定的な推移が続けば、次も0.5%ptの利下げが見込まれる。こうした状況を加味し、今年末と来年末の政策金利予想をいずれも0.5%pt引き下げた。

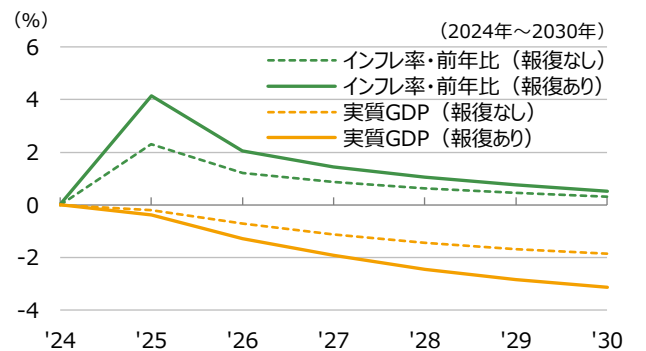
ブラジルの総合PMIと経済活動指数



※経済活動指数は2024年12月まで

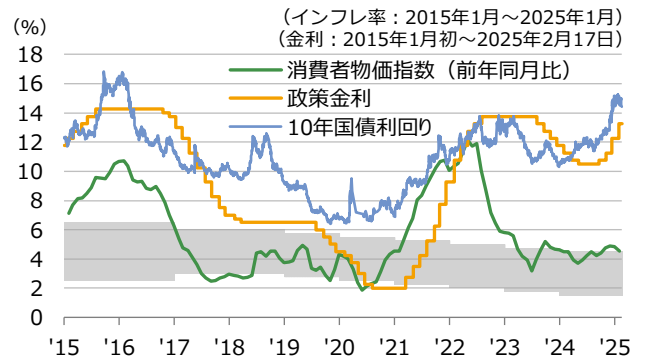
(出所) S&P Global、ブラジル中央銀行より大和アセット作成

トランプ関税によるメキシコ経済への影響



※米国がカナダとメキシコに25%、中国に10%の追加関税を課した場合のベースライン予測からの乖離 (出所) ピーターソン国際経済研究所

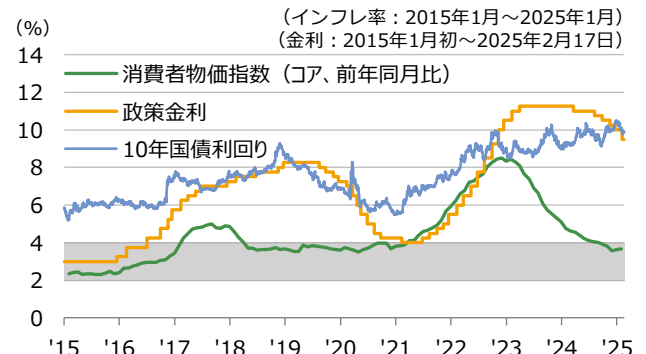
ブラジルのインフレ率と金利



※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

社会総与信の伸び率鈍化は一服

社会総与信を示す社会融資総量（ストックベース）の前年同月比には実質GDP成長率への先行性が見られ、特に1月は年上半期のGDP成長率を左右することで注目度が高い。同指標は12月以降伸び率鈍化が一服しており、景気減速に歯止めがかかるとの期待が浮上。但し、通貨供給量の伸び率からは金融環境が緩和的とは言えず、景気対策に関しては3月5日の全人代で発表予定の財政政策に注目。

不動産の不良債権処理先送りの悪影響

社会総与信の低迷の一因には、需要不足の他に、不動産関連の不良債権処理の先送りもある。預貸率は90年代末の大規模な国有企業改革以来の高水準を更新しており、融資拡大の余地は限定的。金融仲介機能の低下や、貸出態度の消極化、金融システムへの信頼低下による企業・消費者の慎重化を招き、経済に下押し圧力を加えると見込まれる。

株式

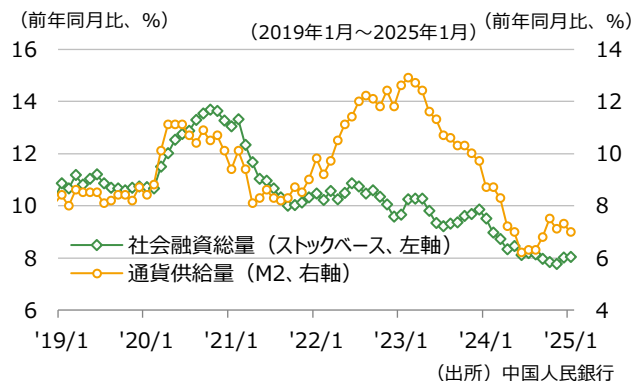
当面ハイテク株を再評価する動きが続くか

1月下旬のディープシーク・ショック以降、中国のハイテク株を見直す機運が高まった。ディープシークに続き、アリババの対話型AIやBYDの高度自動運転システムへの注力などが発表され、技術革新への期待が高まり関連企業の株価が急騰した。ディープシークなどのAI技術力には疑問が残るものの、技術革新の度合いが判明するまでには時間がかかることや、消去法で選好されやすいことから、ハイテク株の影響を一部受けるMSCI中国指数の株価目標値を引き上げる。また、相対的な強弱感に関しても「弱気」から「やや弱気」へ引き上げる。

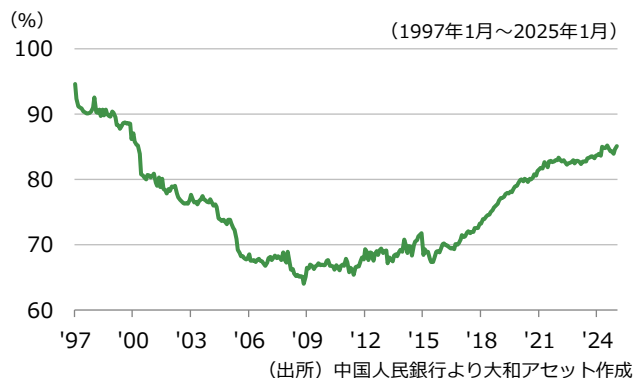
企業業績の顕著な改善は見込まれず

対話型AIやEV産業などの価格崩壊により、技術革新が企業業績の上方修正に繋がるとは依然見込めず。リビジョン指数も低調。株価は短期的に上値を試すも、中長期の上昇は依然期待できず。

マネー関連指標



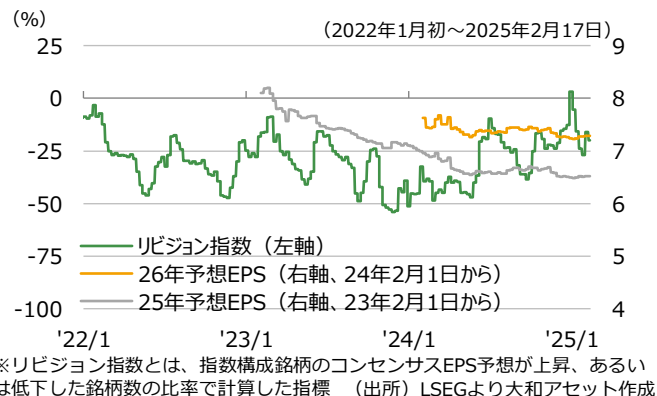
商業銀行の預貸率



各種株価指数の推移



MSCI中国指数の業績見通し





金利

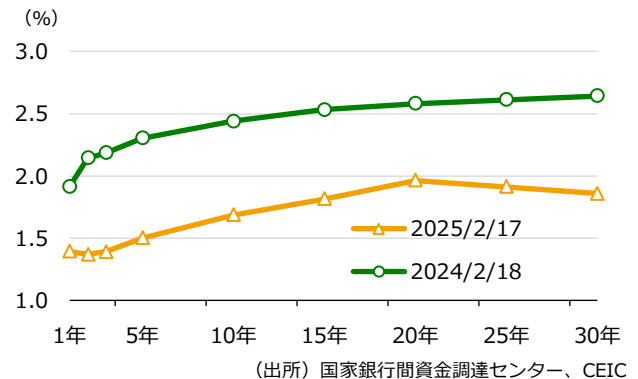
景気対策への期待は低く、質への逃避進む

過去1年は、不動産市況の悪化や当局の景気支援への関心の薄さから、景気低迷長期化への懸念が強まった。株価下落とともに、債券市場への資金逃避を受けイールドカーブ全般において金利が低下。10年国債利回りは確認可能な2000年以降の低水準を更新し続け、90年代のバブル崩壊後の日本を彷彿とさせる。3月5日開幕の全人代で、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なければ質への逃避により金利低下が継続しよう。

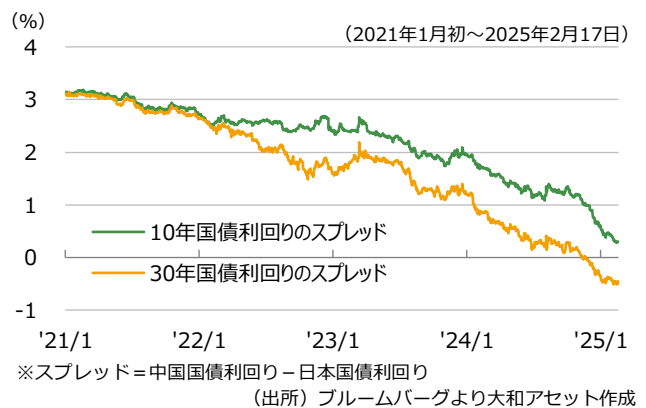
日本と中国の10年債利回りの逆転も目前

24年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」が象徴される出来事となった。足元では30年債に続き10年国債利回りの逆転も目前に迫っている。日銀の追加利上げ期待が高い中、全人代で発表される景気対策が乏しければ、日中国債利回りの逆転は一段と顕著になろう。

過去1年の本土国債のイールドカーブの変化



中国と日本の長期金利差の推移



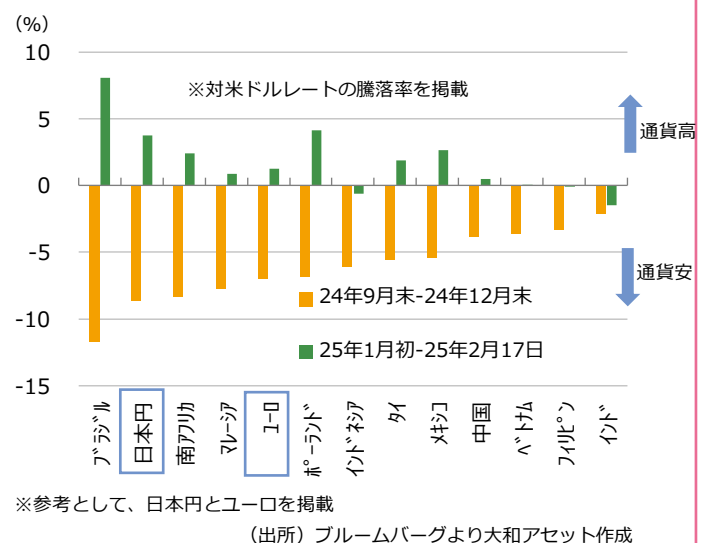
今月の新興国コラム

トランプ氏当選で上下に振れる新興国通貨

2024年10月以降、トランプ氏の米大統領当選見通しが世界的な米ドル高に繋がった。24年10月から年末までの各国通貨の対米ドル騰落率を見ると、財政懸念を抱えるブラジルや南アフリカ等は独自の懸念材料で大幅に売られた。しかし、先進国の日本円やユーロに比べ、その他の多くの新興国通貨は減価幅が限定的であった。年初来の反発局面で、増価幅が大きかったブラジル・レアルは大幅な介入が影響。一方、アジアの通貨の戻りが鈍いのは、24年10月以降の減価幅が小さかったためと考えられる。

特に、インド・ルピーは、年初来やや減価しているが、24年10月以降の米ドル高局面では底堅く推移し、他通貨をアウトパフォームした。潤沢な外貨準備を背景に、外部ショックへの耐性が示された。

24年10月以降の米ドル高局面での新興国通貨騰落率





人民元、インド・ルピー

中国では、内外企業の海外移転が進む

直近の10-12月期の対内・対外直接投資をみると、資金流出が続いている。中国企業の製造業を中心とした海外への投資が政府から容認される中、中国企業と外国企業の双方で海外への生産拠点の移転が進んでいる。国際収支バランスの悪化を受け、中長期的に人民元安の圧力が強まろう。

インド、米関税策による売りは行き過ぎ

足元は、トランプ米大統領の関税政策がインドの金融市場のセンチメントを悪化させている。当初、インドは米国の輸入での比率が低く、標的にされないと見られていたが、トランプ大統領が発表した相互関税が懸念される。但し、これは交渉手段としての側面があることや、インドの対米輸出が輸出全体の18%に留まることから、米関税策の悪影響は限定的と考える。インドの株式・為替市場のネガティブな反応は行き過ぎで、買戻しの余地があると見る。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

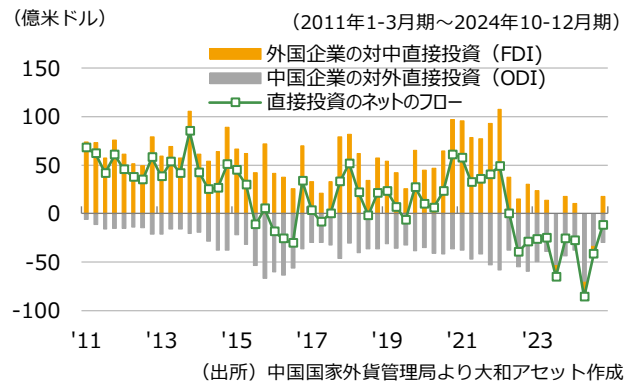
ブラジル・レアルは年初から大幅増価

ブラジル・レアル（対米ドル）は、年初からの増価傾向が継続。ブラジル中銀は利上げを続けており、依然としてレアルは金利面での魅力が高まる方向にある。ただし、今後は、中銀が昨年終盤にレアル買いの為替介入で取り崩した外貨準備の積み上げに動くことで、レアル買いのフローは一部吸収される可能性がある。レアルの見通しは「やや強気」を維持するが、レアル高のペースは緩やかになるだろう。

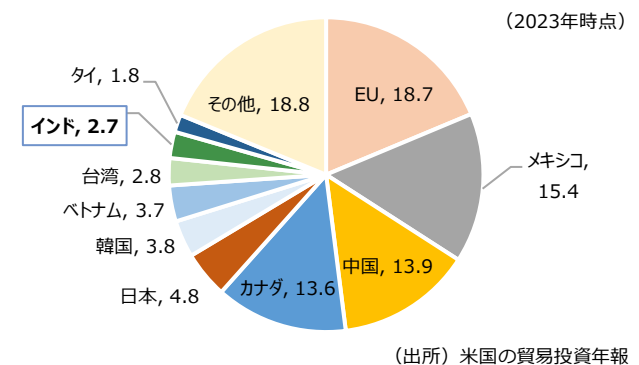
メキシコ・ペソは関税懸念でも底堅い

メキシコ・ペソは、トランプ米政権の関税引き上げ観測に上下しつつも、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月以降のペソ安で、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、最近の底堅さにつながっている模様。実際の関税引き上げが回避される限り底堅さを維持しよう。

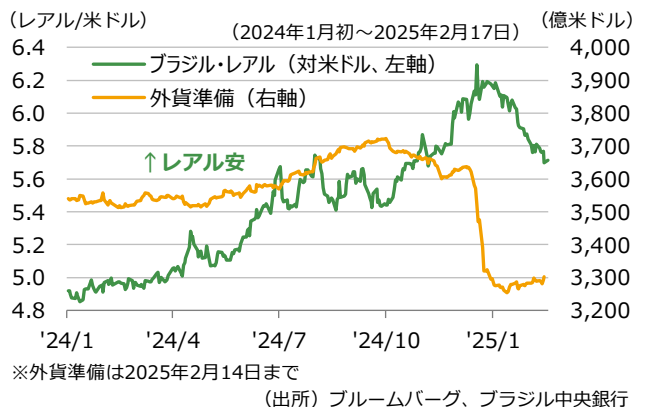
中国の対内・対外直接投資の推移



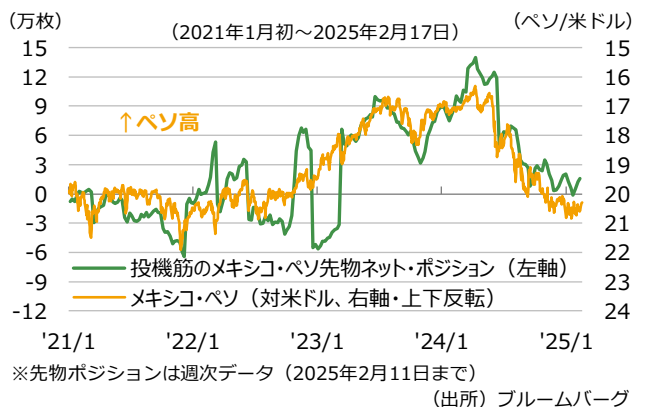
米国の国・地域別輸入構成比（通関ベース）



ブラジル・レアル（対米ドル）とブラジルの外貨準備



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。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2025年2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：2025年2月20日）