

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

4

APR. 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、減税が景気回復を加速させよう

2024年10-12月期GDPは、前年同期比+6.2%と、4四半期ぶりに伸びが加速（7-9月期は同+5.4%から同+5.6%へ上方修正）した。10月末のディワリ（ヒンドウ教の祭典）前後に祝祭シーズンでの消費が拡大したほか、政府支出の回復によりインフラ投資が加速するなど、総じて内需の寄与が大きかった。今後は、世界でも数少ない「金融緩和」と「所得税減税」を同時に実施する国として、内需主導で景気回復が加速すると見込む。米国の関税政策の影響が相対的に抑制されるとの期待も特筆すべき点。

雇用の増加が消費回復を促進する見込み

モディ政権3期目が発足して以来、政府は予算案で雇用創出等による抜本的な所得向上策を推進。足元、都市部の雇用環境を示すナウクリ・ジョブ・スピーク指数が約2年ぶりの高水準へ上昇。農村部に比べ遅れている都市部の消費回復を後押ししよう。

株式

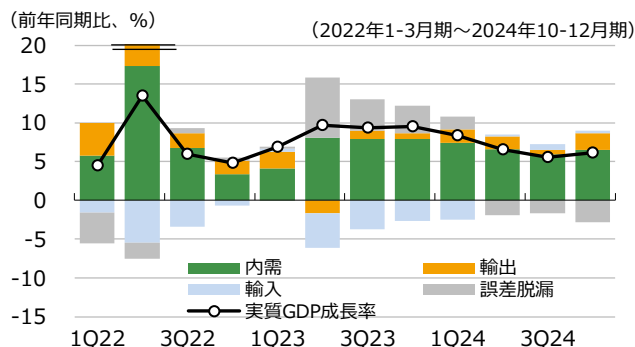
業績の下方修正一巡が株価の上昇を促そう

足元では景気回復や業績の下方修正一巡の期待が強まっている。株価指数の方向性を見る上での参考指標となるリビジョン指数（業績の上方／下方修正の勢いを示す指標）も上向きに転じ、株価の底打ちの可能性を示唆。米国の相互関税に関しては、インドは米国からの輸入品に課す関税を引き下げることに対応し、米国の対印関税の大幅な引き上げを回避する見込み。輸入関税の引き下げは中長期的には製造業の競争力増強を促すと予想される。

米関税政策の影響薄や割安感で投資妙味

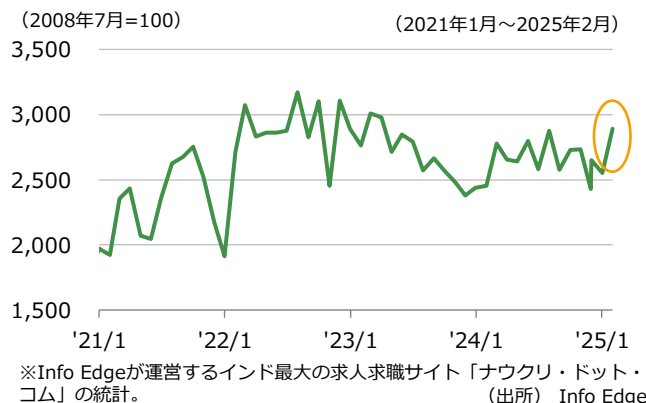
トランプ米政権の相互関税発動により一時的に上下に振れる可能性は残るものの、経済および株式市場の内需主導の構図はインドの強みと言えそうだ。バリュエーションも過去5年間の平均を下回る水準まで顕著に低下しており、インド株の投資妙味は一段と高まっていると言える。

実質GDP成長率と需要項目別寄与度

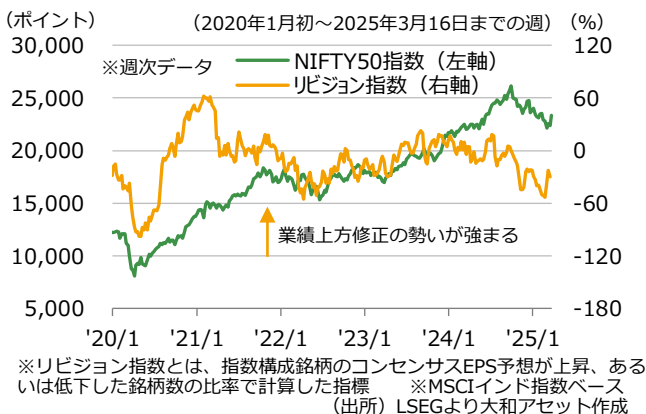


※内需は最終消費、総固定資本形成、在庫等変動、貴重品支出の合計
(出所) インド統計・事業実施省より大和アセット作成

代表的な企業採用指数-ナウクリ・ジョブ・スピーク指数



企業業績見直し変更の動向



12カ月先予想PER（株価収益率）の推移





経済

ブラジルでは成長減速の兆候が各所に

ブラジルでは成長減速の兆候が各所に広がっている。利上げ転換後も底堅く推移していたFGV消費者信頼感指数でさえ、足元で急低下しており、当面の個人消費減速を示唆する。一方、長期のインフレ期待が上昇しており、インフレ率が早期に沈静化する見込みは小さくなった。そのため、引き締めの金融環境が長期化し、今後の低成長が長引く公算が大きくなったと判断。来年の成長率予想を引き下げた。

メキシコ経済は関税懸念が付きまとう

米国は3月4日、メキシコからの輸入品に対する25%の追加関税を発動したが、直後にUSMCA準拠の品目は関税の対象外とした。状況はなお流動的だが、米大統領や米商務長官がメキシコの対応を称賛しており、大幅かつ広範な関税引き上げは回避されると予想。ただし、不確実性の高さが経済成長を抑制するとの見方から今年の成長率予想を引き下げた。

金利

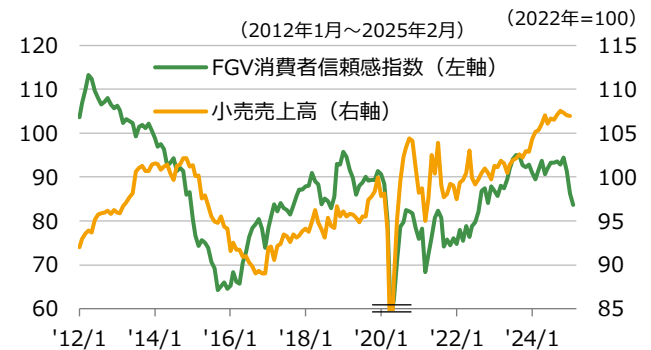
ブラジルは利上げ幅縮小へ

ブラジル中銀は3月に政策金利を13.25%から14.25%に引き上げた。成長減速の兆候が出ており、中銀は次回の利上げ幅縮小を示唆。今年半ばの利上げ停止が視野に入っており、長期金利の上昇余地は限られよう。一時の過度なインフレ懸念が和らぐ中、利上げの到達点に関する市場の見方（15.00%）は変わっていないが、来年末のインフレ率予想が上昇しており、利下げ転換は遠のいた印象。今年末の政策金利予想を13.00%から14.00%に引き上げた。

メキシコは利下げしやすい環境が継続

メキシコ銀行は2月に政策金利を10.00%から9.50%に引き下げたが、3月も同幅の利下げが予想される。足元で通貨の堅調さと利下げ織り込みの進展が併存しており、利下げを進めやすい環境にあると言える。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0.5pt引き下げた。

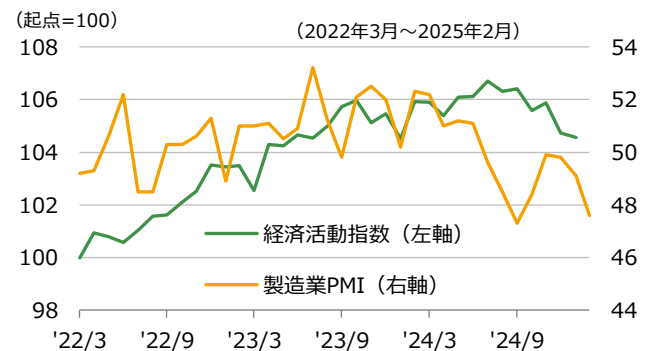
ブラジルの消費者信頼感指数と小売売上高



※FGV：ジェトゥリオ・ヴァルガス財団

※小売売上高は2025年1月まで (出所) FGV、ブラジル地理統計院

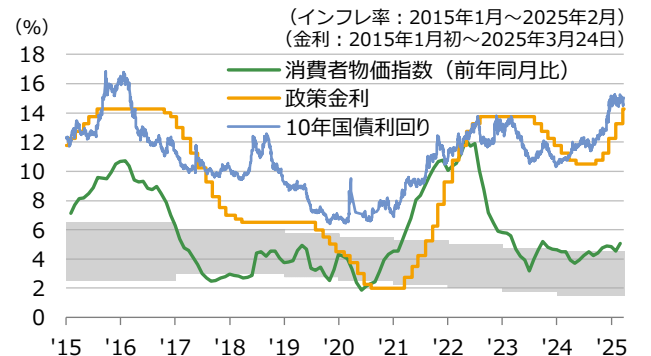
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2025年1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

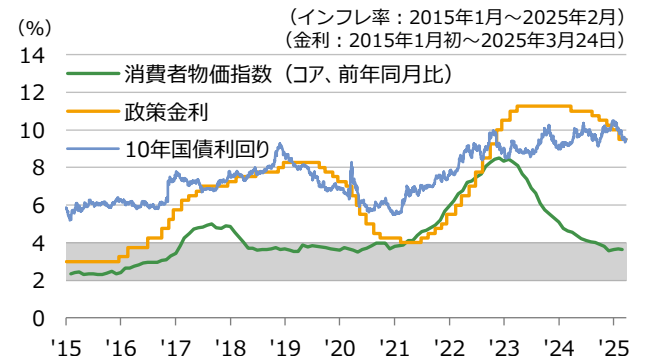
ブラジルのインフレ率と金利



※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

内需拡大への期待は幾分高まっている

3月5-11日の全人代で、政府は2025年予算案の発表に加え、政府活動報告および2025年の政策運営の概要を発表。総じて、景気対策関連の財政支出は市場予想を下回り、具体策も乏しく、景気低迷から脱出できる可能性を高める内容ではない。一方、政策運営の重点項目において、24年には3位だった内需拡大が今年は最優先項目へ格上げされ、需要喚起への期待は幾分高まった。近年、政策運営項目が不発に終わり形骸化する傾向も強まっているが、子育て支援発表や税制改革への期待などが、内需減速に歯止めをかける期待は当面高まりやすいと考える。

米中摩擦の激化は依然大きな懸念材料

米中摩擦が一段と激化し、関税・規制の応酬合戦が続いている。4-6月の米中首脳会談の可能性が取り沙汰されており、その時期までは交渉のカードを確保するために両政府が強硬策を強める可能性も。

株式

技術革新期待や政府支援がテック株を支え

1月下旬頃のディープシークやアリババの生成AIに続き、直近1カ月程度は高速充電による「BYDショック」、百度の次世代生成AIモデルの発表等が好感され、技術革新への期待が一段と高まった。さらに全人代では今後の政策方針に関して「新質生産力（先端製造業関連造語）」の強化や、約1兆元（約20兆円）の国家創業投資誘導基金の設立が発表され、テック企業への政府支援強化が見込まれる。

株価急騰も多くのテック銘柄に割安感残る

もっとも、本土上場のCSI300指数やテック企業の株価の反応は鈍く、政策期待や技術革新等への懸念は残る。米政府による先端半導体の対中輸出規制がテック企業に打撃を与えるなど、米中摩擦も引き続き懸念材料である。しかし、短期的には米テック企業に比べて依然割安であるため、当面中国テック株に上昇余地があると見込む。

全人代で発表された政策運営重点項目のキーワード

	2024	2025
1.	新質生産力、先進的な製造業	消費押し上げ、全面的な内需拡大
2.	科学教育興国戦略、科学強国	新質生産力、先進的な製造業
3.	消費押し上げ、内需拡大	科学教育興国戦略、イノベーション
4.	資源配分における市場の役割重視	国有企業、地方政府税制等改革
5.	対外開放の水準を引き上げる	高水準の対外開放（サービス業等）
6.	システミックリスクの防止	システミックリスクの防止
7.	農村の全面的振興を推進	農村の全面的振興を推進
8.	（中小都市）を対象とした新型都市化、西部大開発や東北振興策	（中小都市）を対象とした新型都市化、西部大開発や東北振興策

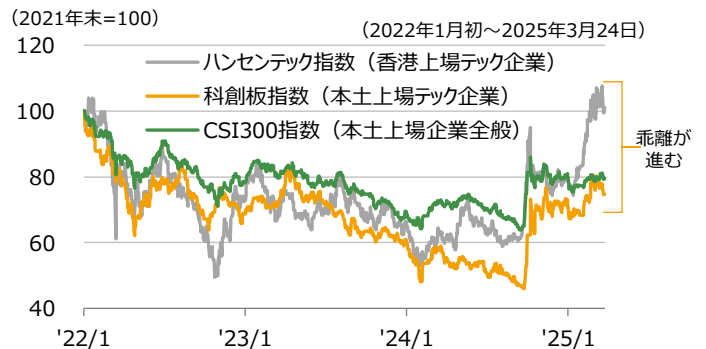
（出所）2024年、2025年の政府活動報告

トランプ米政権2期目の米中貿易摩擦の主要な経過

日付	米政府の動き	中国政府の動き
2月1日	中国、カナダ、メキシコからの輸入品に関税を課す大統領令に署名	—
2月4日	10%の対中追加関税を発動	①石炭やLNGなど80品目に最大15%の関税を上乗せする方針を発表 ②タンクステンなどのレアメタルの輸出を規制 ③PVHやイルミナなどの米企業を“信頼できない事業体のリスト”に追加 ④IT大手グループも調査
2月10日	鉄鋼とアルミニウムへの25%の一律関税を発表	石炭やLNG等80品目に最大15%の関税発動
2月27日	中国への追加関税をさらに10%上乗せすると表明	—
3月4日	2月27日発表の追加関税を発動	小麦や鶏肉、大豆などの740品目の農産物に最大15%の追加関税を発表；米企業3社からの大豆の輸入を停止；米企業15社に輸出規制等
3月10日	—	3月4日の発表内容を発動
3月12日	2月10日発表の関税を発動	—

（出所）各種資料より大和アセット作成

各種株価指数の推移



※CSI300指数、科创板指数は中国人民元ベースで、ハンセンテック指数は香港ドルベース
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

ATMX関連銘柄の年初来騰落率とバリュエーション

（2025年3月24日時点）

企業	2024年平均PER（倍）	2025年3月24日のPER（倍）	年初来株価騰落率
アリババ	9.0	13.7	61.2%
テンセント	15.2	17.9	23.0%
バイドゥ	9.1	9.7	13.1%
JDドットコム	8.3	9.1	22.5%
メイトワン	17.3	18.4	9.2%
BYD	15.3	20.9	51.3%
シャオミ	23.5	40.1	65.2%
参考：アルファベット	20.3	18.6	▲11.4%

※参考として、米アルファベットを掲載 ※PERは12カ月先PERを掲載
（出所）ブルームバーグより大和アセット作成



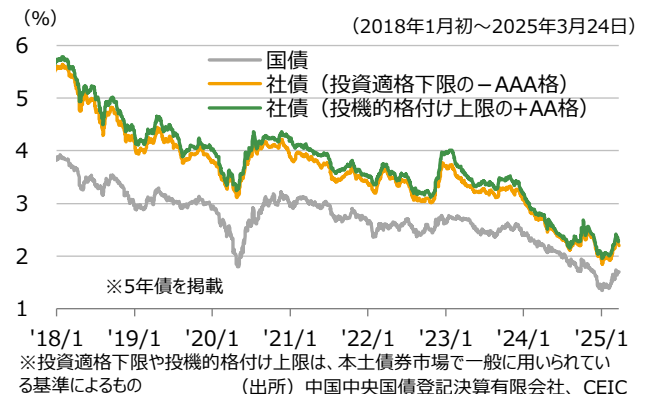
金利

債券市場は全人代政策をさほど評価せず

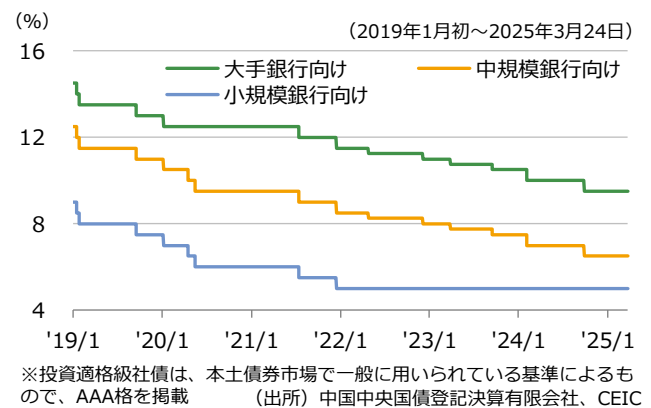
全人代で発表された景気対策により、より積極的な財政政策や、4-6月期以降の預金準備率引き下げによる景気下支えの効果が期待され、債券市場は金利上昇に転じた。ただ、金利水準は依然2024年9月下旬に当局が株価・景気対策を発表した時を下回っている。景気対策が市場期待を下回り、市場参加者は全人代の景気対策をさほど大きく評価していないことを浮き彫りにした。

具体的には、国有商業銀行の資本増強に5,000億元の特別国債を発行することは銀行システムリスクの抑制に寄与しよう。一方で、消費促進規模は3,000億元に留まり、失望感に繋がった。景気対策はようやく正しい方向へ向かい始めたと言えるものの、支援規模は限定的であり、不動産や地方政府債務などの問題への抜本的な解決には程遠いと言わざるを得ない。

■ 本土債券市場の国債、社債の利回り推移



■ 預金準備率の推移



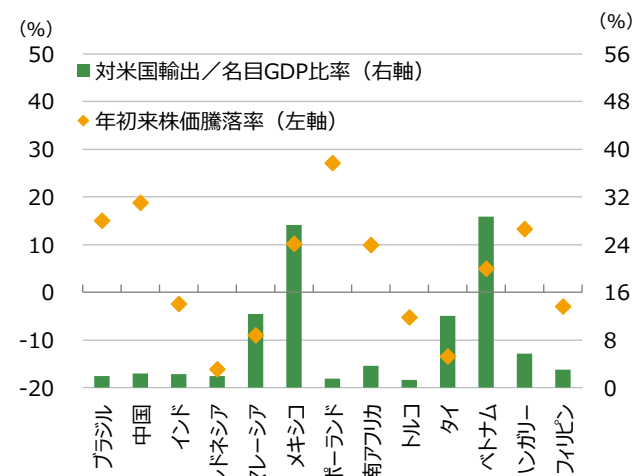
今月の新興国コラム

年初来の株価騰落率と目先の注目点

年初来のMSCI新興国株価指数は5.6%上昇し、米S&P500種指数をアウトパフォームしたが、国別ではまちまちな動きとなった。トランプ政権の関税政策を巡る懸念が根強い中、米国への輸出が多いとみられるASEANのマレーシア、タイなどは大きく下落。一方、ウクライナ停戦時の恩恵が期待される東欧や、割安感が強いラテンアメリカ、技術革新への再評価が進む中国のテック銘柄を中心に上昇。

当面は、トランプ米政権の関税政策を見極める必要があるが、不確実性が後退すれば米関税政策による勝ち組と負け組の選別で、インドやインドネシアなどに買戻しが進む。また、4月20日のウクライナ停戦の可能性や、4月8日のFTSE株価指数分類におけるベトナムの格上げの可能性が目先の注目材料。

■ GDPに占める対米国輸出の割合、年初来の株価騰落率



※株価騰落率は2024年末～2025年3月24日、MSCI新興国指数ベースでベトナムはVN指数

※GDPに占める対米輸出の割合は2024年時点

(出所) 米国情勢調査局、CEIC、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、昨年後半の輸出加速は一巡

1-2月の輸出金額は前年同月比+2.3%となり、2024年後半の同+10%前後から急減速。2024年下半期の輸出の加速は米関税引き上げに備えた駆け込みの動きであったことが示された。外国企業や中国企業の中国離れ、旅行収支赤字幅拡大に加えて、輸出の減速が新たな人民元安要因になろう。

インド、世界第2位のスマホ生産国に成長

インドのITや電子製品生産などにおける競争力の高まりを印象付ける統計が増えている。過去7年間でインドはスマホ生産を約30倍拡大し、2024年には世界第2位のスマホ生産国に成長。IT産業を中心としたサービス収支においても黒字幅が180億米ドルに達し、財収支の赤字幅を上回った。これらはいずれも中長期的なルピー高要因と言える。足元では中銀の為替スワップ政策によってルピーの流動性が強化され、米ドル安局面でルピー高が進んでいる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

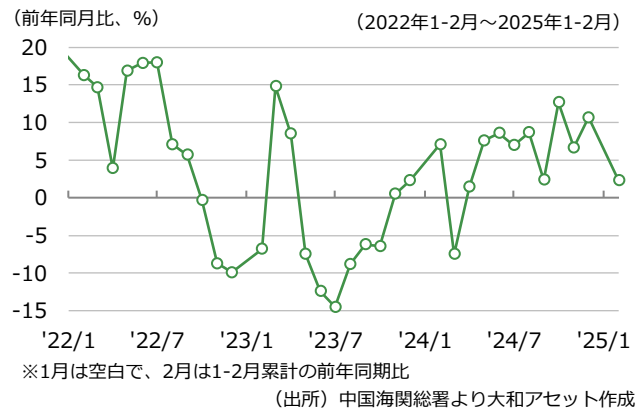
ブラジル・レアルは増価ペースが鈍化

ブラジル・レアル（対米ドル）は年初から大きく増価したが、足元でそのペースは鈍化。利上げによって金利面での魅力が高まる方向にあるが、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いており、レアル買いのフローは一部吸収されているようだ。今年末の予想値である5.6レアル/米ドルに近づいたこともあり、レアルの見通しを「やや強気」から「中立」に変更。

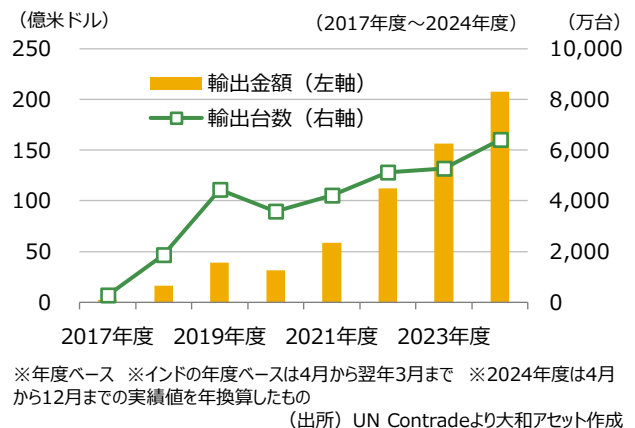
メキシコ・ペソに対する見方が好転

米国はメキシコに対して、USMCAに準拠した品目の関税引き上げを先送りし、トランプ米大統領やラトニック米商務長官がメキシコの対応を称賛したほか、相互関税の懸念も小さい。こうしたことから、投機筋のメキシコ・ペソ先物ポジションは買い越し幅が拡大するなど、メキシコ・ペソに対する見方が好転した。依然として見直し買いが進む余地はある。

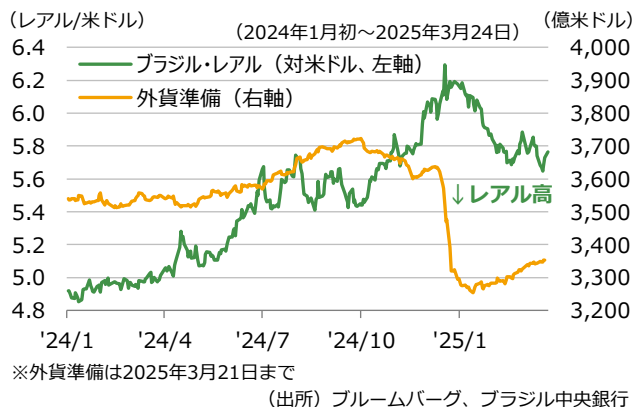
中国の輸出の推移（米ドルベース）



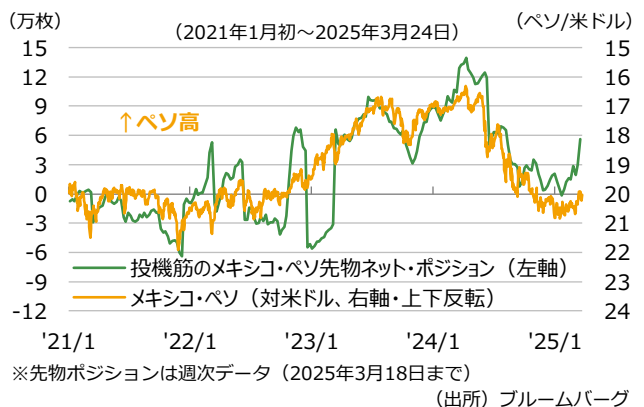
インドのスマホの輸出台数および金額



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3月24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3月27日）