

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

5

MAY. 2025

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

インドは米関税政策の避難先に

インドに対する米国の相互関税率が26%と発表されたが、その他のアジア新興国より低い。さらに、対米輸出セクターにおいて、割合が2番目と3番目の主要製品が一時的に関税対象外となり、より緩和的な関税政策も検討されている模様。2月の米印両首脳会談で「互恵関係」が確認され、両国が恩恵を受ける貿易交渉が期待される。総じて、内需主導型の経済構造であるインドは、米関税政策の実質GDPへの影響も0.1~0.3%ptに過ぎず（中銀予想）、米関税政策の避難先との見方が強まっている。

継続的な利下げで景気回復を図る構え

インド中銀は、4月に政策金利を0.25%pt引き下げ、2会合連続の利下げを実施。国内景気は投資活動の活発化などにより、回復傾向にあるとの見通しを維持している。継続的な利下げで景気回復を図る方針もうかがえ、「中銀プット」への期待は強い。

株式

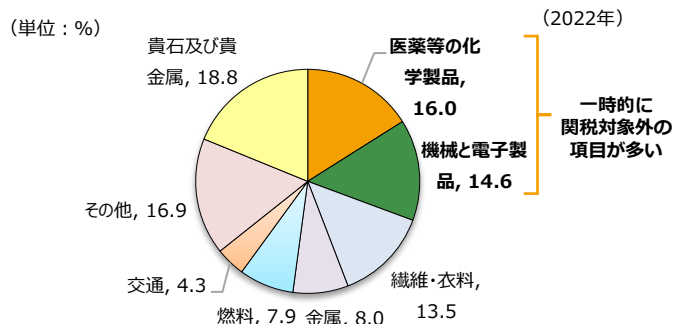
原油価格の低下もインド株の新たな好材料

足元、インド株は反発に転じている。「追加利下げ」と「所得税減税」を同時に実行可能な数少ない国であることや、内需主導型の経済構造により、トランプ関税政策の避難先と見なされていることなどが株価の反発をけん引。さらに、原油価格の約4年ぶり低水準への下落も追い風。原油を輸入に依存するインドにとって、原油価格の下落は経常収支や財政収支の改善、物価抑制に寄与。インド株を取り巻くマクロ環境は良好と言える。

相互関税ショックの中、底堅さが目立つ

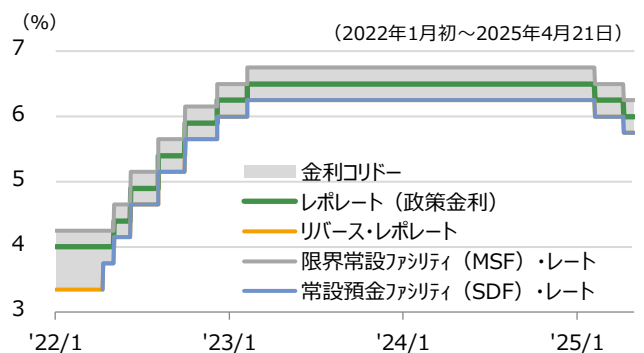
世界の金融市場がトランプ関税政策に翻弄される中、インド株式市場は底堅く推移。年初来の騰落率をみると、資源国とともに現地通貨ではプラスのリターンを記録。円換算ベースでも下落幅は日本のTOPIXより小さい。4月中旬以降、外国人投資家の資金流入もあり、需給環境は顕著に改善。

インドの対米輸出品のセクター別内訳



(出所) WITSより大和アセット作成

主要政策金利および金利コリドー



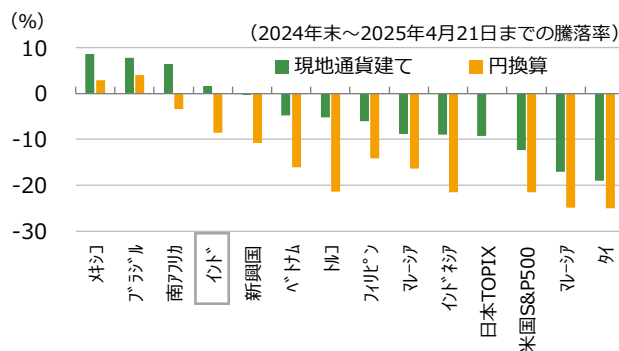
(出所) ブルームバーグ

株価指数と原油価格の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

インドおよびその他の主要国の年初来の株価騰落率



※インドはNIFTY50指数で、新興国はMSCI新興国株価指数
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成



経済

ブラジル経済は利上げの効果で減速

ブラジル経済は、利上げの効果で減速感が出ている。一方、米国の関税による影響が小さい点は好材料だ。ブラジルの対米輸出は2024年時点でGDP比1.9%に過ぎず、米国への輸出依存度は小さい。また、相互関税も最低基準の10%にとどまった。むしろ、中国が大豆など農産物の輸入を米国からブラジルに切り替える動きも観測されており、漁夫の利を得る公算が大きい。米農務省によると、2024/25年度（年度は10月～9月）のブラジルの大豆生産は前年比9%増で過去最高を記録する予想であり、需要と供給の両面から大豆輸出の拡大が期待される。

メキシコ経済は関税懸念が付きまとう

メキシコは米国の相互関税の対象外とされたほか、自動車関税も今後引き下げられる余地がある模様。もっとも、不確実性の高さが経済成長を抑制する状況は続くと思われるため、成長率予想を引き下げた。

金利

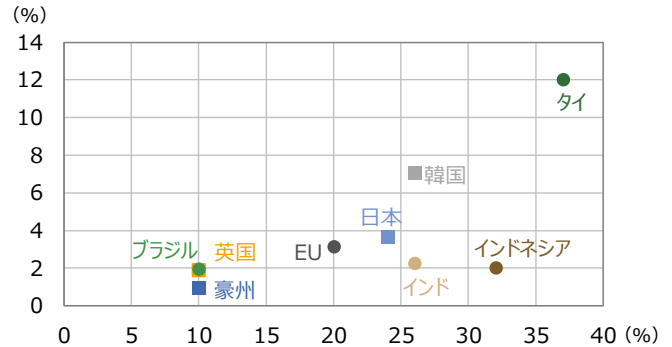
ブラジル債券の見通しをやや強気に変更

ブラジル中銀は3月に政策金利を14.25%まで引き上げた。実際のインフレ率が目標レンジを上回って推移する中、更なる利上げが見込まれる。一方、一時の過度なインフレ懸念は和らいでおり、利上げの到達点に関する市場の見方（15%）は変わっていない。利上げ余地が限られる中で金利上昇リスクが低下しているほか、年終盤には利下げ転換が視野に入ることにより金利低下も期待できる。ブラジル債券の見通しを「中立」から「やや強気」に引き上げた。

メキシコは利下げを続けやすい環境

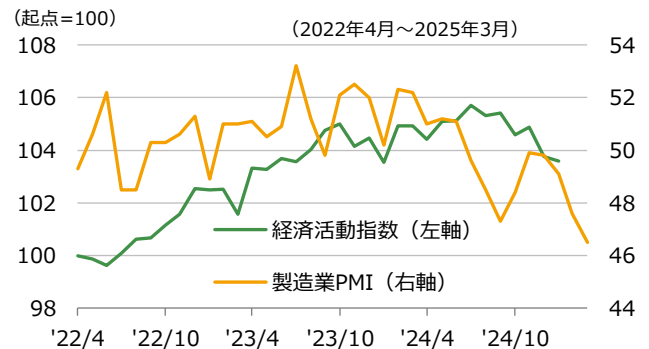
メキシコ銀行は3月に政策金利を9.00%まで引き下げた。インフレ率が目標レンジ内で推移していることに鑑みれば、足元の金利水準は依然として高い。また、メキシコ・ペソは対米ドルで堅調に推移しているため、利下げを進めやすい環境にある。メキシコ債券の見通しは「やや強気」を維持する。

米国の相互関税率（横軸）と対米輸出（対GDP比、縦軸）



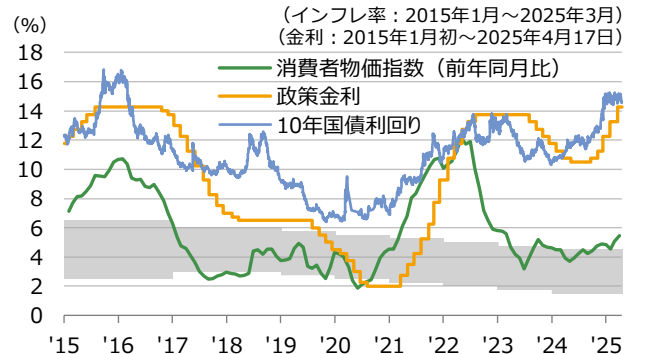
※相互関税は90日停止されている上乗せ分も含む
※対米輸出（対GDP比）は2024年時点
（出所）ホワイトハウス、CEICより大和アセット作成

メキシコの経済活動指数と製造業PMI



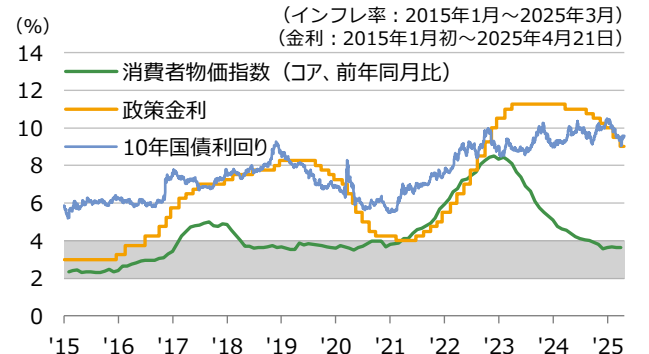
※経済活動指数は2025年1月まで
（出所）メキシコ国立地理統計情報院、S&P Globalより大和アセット作成

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

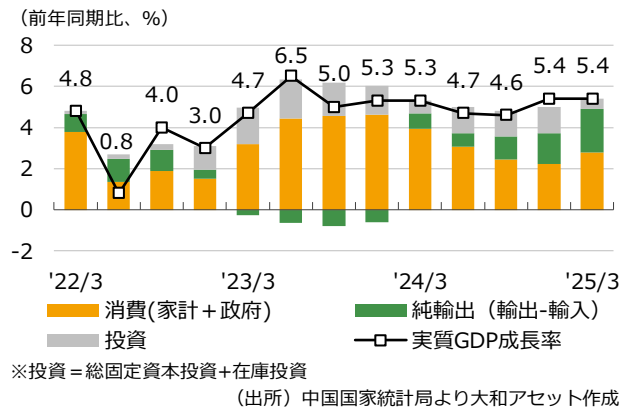
GDP好調で、景気対策期待が幾分後退

1-3月期実質GDP成長率は前年同期比+5.4%と、昨年末の増勢を維持。純輸出が約4割寄与したが、これは米関税政策発動前の駆け込み輸出が原因。そのため、4月以降は報復関税の影響を受け、景気の急減速があり得る。市場では、4月末開催予定の政治局会議で、消費てこ入れなどの景気対策が期待されていた。しかし、予想を上回るGDPを受け、景気対策への期待は幾分後退。1-3月期の税収の伸び率が前年同期比+0%に留まることから、実際の景気状況は経済指標ほど改善していないと考えられる。

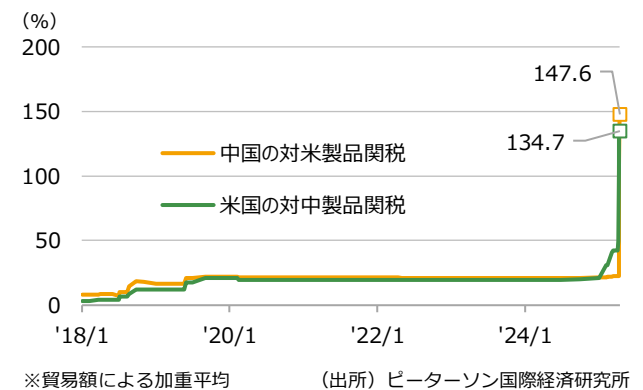
米中間の異次元報復関税で景気に打撃

異次元の米中報復関税合戦が続いているが、現時点では米中首脳会談の可能性や両政府の妥協点は見えず。2025年GDP成長率の従来の予想値は約50%の対中追加関税を前提に前年比+4.2%であったが、145%の追加関税を受け同+3.2%へ下方修正した。

四半期の実質GDP成長率および需要項目別寄与度



中国が米国と相互に課す関税率の推移



株式

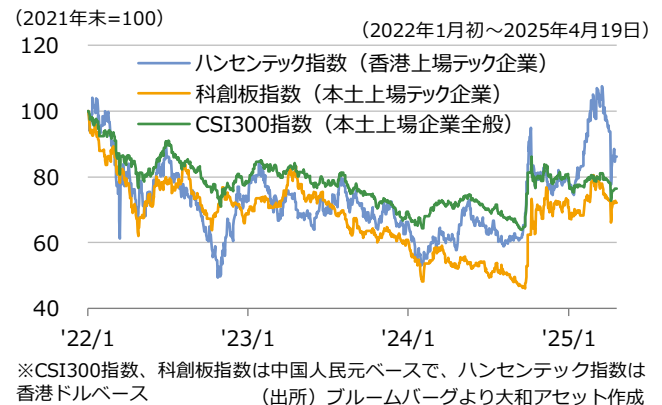
米中摩擦や不祥事がテック株を直撃

人型ロボットなど、技術革新関連のニュースは継続。しかし、テック企業の株価は急落し、1月下旬のディープシーク・ショック前の水準近辺まで戻った。米中の異次元の貿易摩擦のほか、小米の自動運転車の衝突死亡事故を受け、技術革新に対する期待に懐疑が入り交じった。目先は米国の関税政策が株価の下押し圧力となるが、当局の強力な株価支援策やテック産業振興策を受け、株価はレンジで推移すると予測し、株価見通しも据え置く。

外国人投資家の資金引き揚げが加速

ゼロコロナ政策解除以降の外国人投資家の本土株式市場への資金フローをみると、景気対策発表後タイムラグを経て資金が流入したものの、失望感から再び資金流出に転じる傾向が強い。足元では、再び資金流出が加速している。テック株も米中摩擦の影響を免れず、当面は様子見姿勢が望ましいだろう。

各種株価指数の推移



中国株への外国人投資家の資金フロー





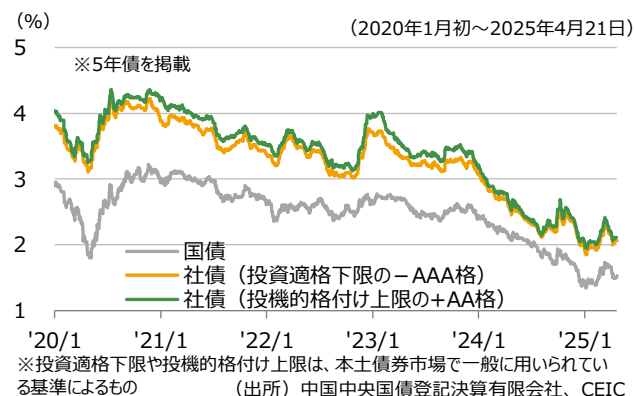
金利

債券市場からみる景気見通しは依然暗い

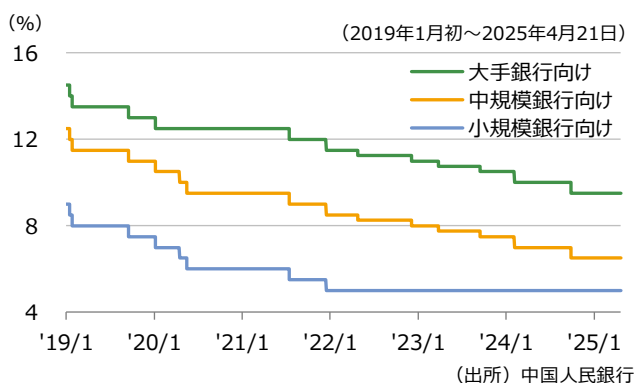
中国では、現在当局の介入を多く受ける株式市場よりも、債券市場の方が景気見通しをより正しく反映していると考えられる。1-3月期GDPが予想を上回ったにもかかわらず、国債利回りは低下。これは、実体経済が経済指標ほど改善していない可能性や、異次元の米中摩擦がもたらす景気下押し圧力が懸念されているためである。大規模な景気対策が待たれる状況にあるが、好調な経済指標を受け、景気対策の期待はむしろ後退。ゴールデンウィーク前に預金準備率の引き下げがあり得るが、これは連休期間前の現金需要への流動性供給に過ぎず、景気浮揚効果は限定的となる可能性が高い。

一方、全人代で発表された国有商業銀行の資本増強や、地方政府による不動産在庫の買取りは、銀行システムリスクの抑制に寄与するだろう。四面楚歌の状況にあるが、金融危機が生じる可能性は限定的と見る。

■ 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



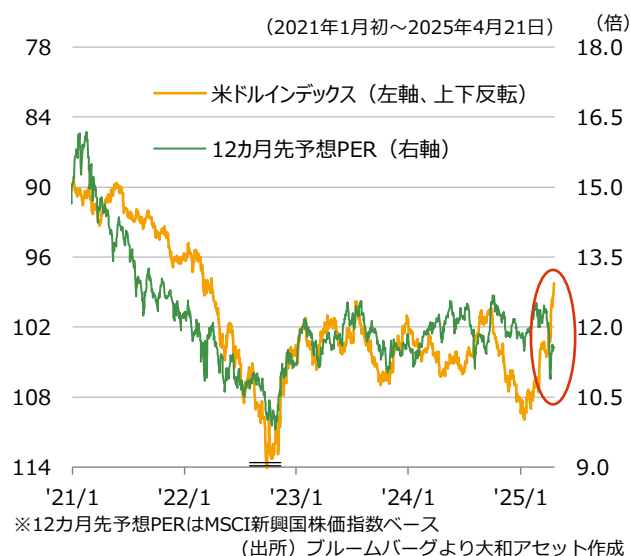
今月の新興国コラム

米ドル安が新興国株価の追い風

世界の金融市場がトランプ米関税政策で揺れ動く中、MSCI新興国株価指数は年初来のパフォーマンスで米S&P500指数を大きくアウトパフォームしている。

米ドル安進行時は新興国株式市場への資金流入が強まりやすく、バリュエーションも押し上げられやすい。約3年ぶりの米ドル安は、新興国投資にとって朗報であり、PERの拡大余地があると考えられる。特に、今般の米ドル指数の下落は、米ドルへの信認の揺らぎによる構造的な米ドル安という特徴もあり、資源国と内需主導の新興国の一部が米ドルからの資金流出の受け皿になりうる。

■ 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

中国、人民元ショック時を上回る資金流出

2024年後半、中国からの資金流出が2015年の人民元ショックを超えた。7-9月期は、非正規の流出フローが含まれる「その他投資」が大幅な流出を記録。10-12月期は証券投資の流出が1998年統計開始以来の最大となった。キャピタルフライトによる人民元安圧力がかつてよりも高まり、注意が必要。

インド、米ドル安局面ではルピー高を予想

潤沢な外貨準備高を背景に、2023～24年の間、インド・ルピーの対米ドルレートは横ばいで推移。しかし、2024年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、昨年末以降、ルピーは対米ドルで増価し、米ドル指数との逆相関が強まった。外貨準備を費やす介入を減らすことは評価できる。また、米ドル安の場面では、対米ドルでのルピー高も予想され、米ドルに対する円高の影響を軽減することが期待される。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

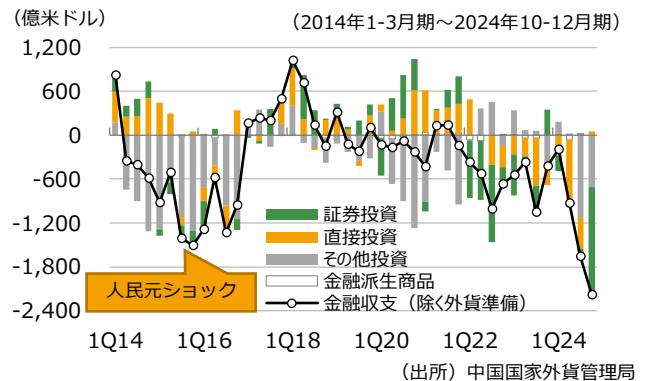
高金利と貿易収支改善がレアルを下支え

利下げ方向の国が多い中、ブラジルは利上げの方向にあり、ブラジル・レアルは相対的にも金利面の魅力が高まる局面にある。また、米中貿易摩擦が激化する中で、中国が大豆など農産物の輸入を米国からブラジルに切り替える動きも観測されており、米国の関税政策においてブラジルは漁夫の利を得る公算が大きい。大豆などの輸出拡大、ひいては貿易収支の改善がレアルの下支え要因になると期待される。

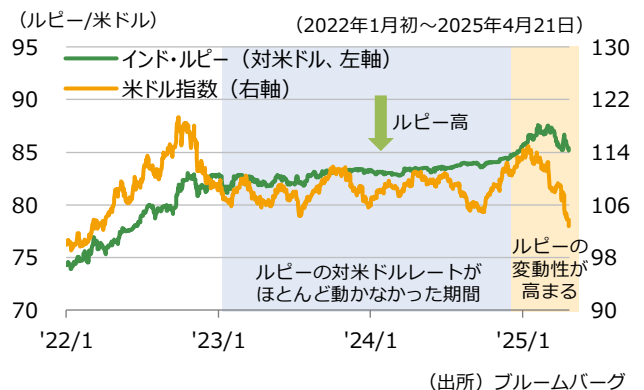
メキシコ・ペソの買い材料は残存

メキシコは米国の相互関税の対象外とされたが、これで材料出尽くしではない。両国の高官・大統領の間で交渉が進展している模様であり、今後は自動車関税の引き下げなど追加的な好材料が出てくる可能性は十分ある。他方、メキシコ銀行の利下げ継続はメキシコ・ペソの上値を抑える方向に作用するだろう。19ペソ/米ドル程度までのペソ高を見込む。

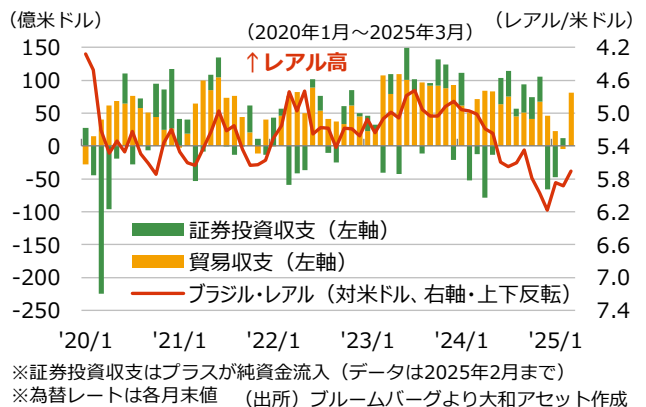
中国の金融収支（除く外貨準備）の推移



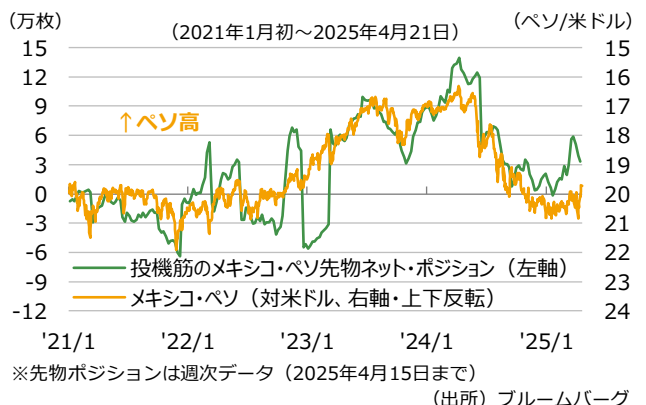
インド・ルピーの為替レートと米ドル指数の推移



ブラジルの証券投資・貿易収支とブラジル・レアル



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4月21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4月24日）