

情報提供資料

投資環境見通し

Investment Environment Outlook

6

JUN. 2025

— 新興国抜粋版 —

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management



経済

印米貿易協議は互惠関係の下で進む見込み

印米貿易協定交渉に関して、現地報道ではインド政府が米国との関税率の差を約13%から4%未満に縮小することを提案した模様。一方、トランプ米大統領はインド側が関税全撤廃を提案したと発言。今後の交渉から目が離せないが、2月の首脳会談で合意した「互惠関係」の下で交渉が進むだろう。主に、米国の資源と武器の輸入を含む2国間貿易協定の締結方針や、AI、半導体、防衛分野で協力する見込みで、印米関係の一層の深まりが期待される。

3大食材や原油価格の低位推移は好材料

CPIの先行指標となる3大食材の価格は約2年ぶりにそろって低水準。また、原油価格の低位推移や正常なモンスーン（雨季）降雨量が予想され、当面のCPI前年同月比伸び率は中銀の目標値+4%を下回って推移しよう。利下げの後押し材料になることに加え、可処分所得の増加による消費促進も期待される。

株式

先物ポジションは7カ月ぶりにプラス転換

世界的な「相互関税ショック」後、インドは米関税政策の避難先との見方が台頭。4月7日以降インド株は10%以上も急反発し、7カ月ぶりの高水準を記録。海外勢の動きを見ても、足元ではネットの株式先物ポジションが7カ月ぶりにプラスに転じる場面も。ネットのショートポジションの大幅な減少は弱気相場の終わりを示唆し、買い戻しが本格化する可能性もある。ポジティブなサインと考えられる。

印パ摩擦の局面でも概ね資金流入が継続

4月以降、世界がトランプ関税政策に翻弄されたり、インド・パキスタン軍事摩擦があった中でも、インド株は大幅に反発。2019年の印パ軍事衝突時に株式市場でのリスク回避行動が限定的だったことと同様に、今回の印パ軍事摩擦の中でも外国人投資家による株式市場への資金流入は概ね継続。需給環境は良好で約8カ月ぶりの史上最高値更新が視野に。

インドと米国の貿易状況

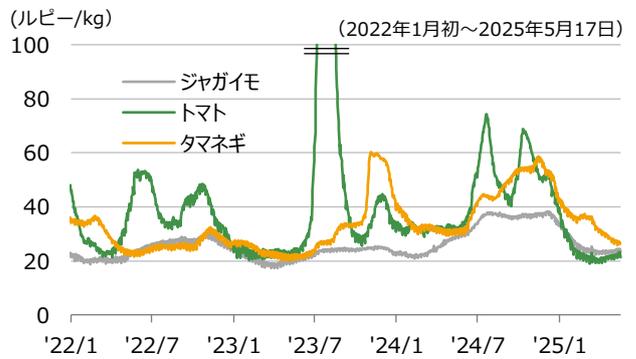
- 平均関税率:農産品5.7%、非農産品4.3% (2022年)
- 輸出金額: 912億米ドル (2024年)
- 主要な輸出品目 (2022年) 貴石および貴金属 (19%)
医薬品等の化学製品 (16%)



- 平均関税率:17% (2023年)
- 輸入金額: 418億米ドル (2024年)
- 主要な輸出品目 (2022年) 燃料 (40%)
貴石および貴金属 (16%)

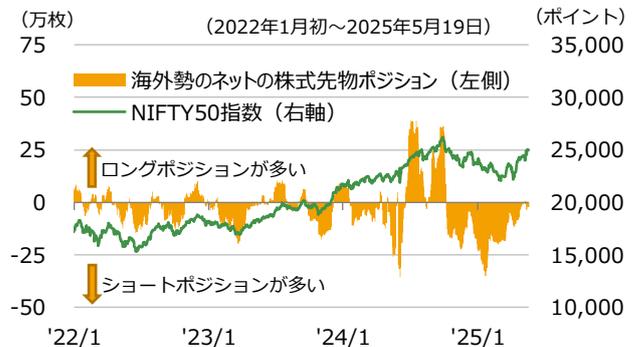
※平均関税率は最恵国待遇の単純平均
(出所) WTO, UN Comtrade, WITSより大和アセット作成

インドの3大主要食材の小売価格



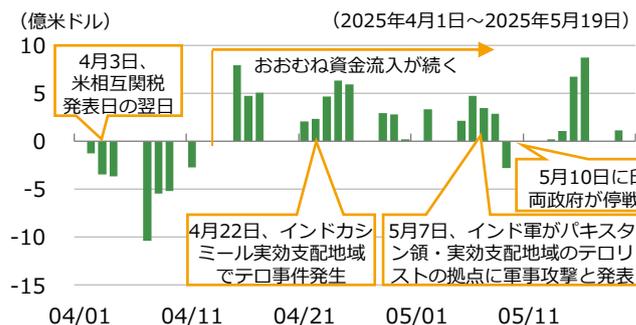
(出所) インド消費者関連事務局

海外勢のネットの株式先物ポジションと株価指数の推移



(出所) インド国立証券取引所より大和アセット作成

インド株式市場への外国人投資家の日次資金フロー



(出所) インド国立証券取引所、ブルームバーグ



経済

ブラジルのインフレ懸念は後退へ

ブラジルは関税に伴う輸入コスト上昇に限られるほか、年初からの通貨高や資源価格下落もあり、供給面からのインフレ懸念は後退。また、ブラジル中銀の積極的な利上げなどを背景に、民間の信用創造の伸びにピークアウト感が出ており、今後は時間差を伴ってサービス価格の伸び抑制に作用する見込み。

メキシコの企業心理は一段と悪化

米国のメキシコに対する不法移民・フェンタニル関税ではUSMCAに準拠した品目が対象外のほか、メキシコは相互関税の対象外ともなっており、メキシコの実効関税率は7%程度にとどまると試算される。しかし、製造業PMIは低下が続いており、4月は44.8と2021年2月以来の水準まで悪化した。特に輸出向け新規受注の落ち込みが大きいほか、受注を取り消す動きも指摘されており、今後はハードデータおよび経済全体への波及度合いに注目。

金利

ブラジル債券の見通しを強気に引き上げ

ブラジル中銀は5月に政策金利を14.25%から14.75%に引き上げた。経済の減速感が見られる中、米国の関税政策に伴う世界経済の減速懸念や資源価格の下落によりインフレ見通しは下振れリスクも高まっており、今回の利上げは示唆しなかった。追加利上げはあったとしても0.25%ptとみられ、利上げ局面が最終盤に位置していることは確かだ。今年終盤以降の利下げも想定される中で中期的な金利の方向性は低下に転じた公算が大きく、ブラジル債券の見通しは「やや強気」から「強気」に引き上げた。

メキシコは0.5%ptずつの利下げを継続

メキシコ銀行は5月に政策金利を9.00%から8.50%に引き下げた。足元のインフレ率は若干上昇しているものの、金利の水準は依然として高く、関税による経済の下振れリスクも懸念される中、同行は次回も同じ幅の利下げを検討する旨を示した。

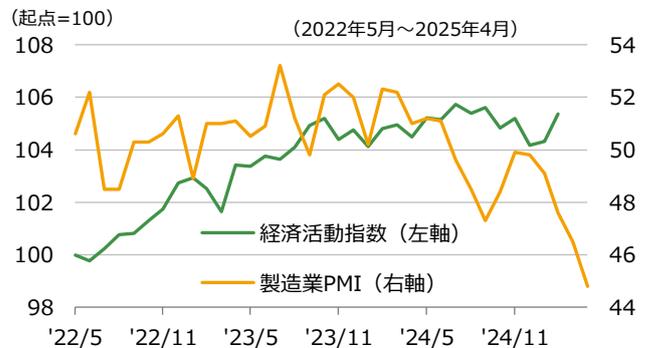
ブラジルの民間信用残高の伸びとサービスインフレ



※民間信用残高は2025年3月まで

(出所) ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院より大和アセット作成

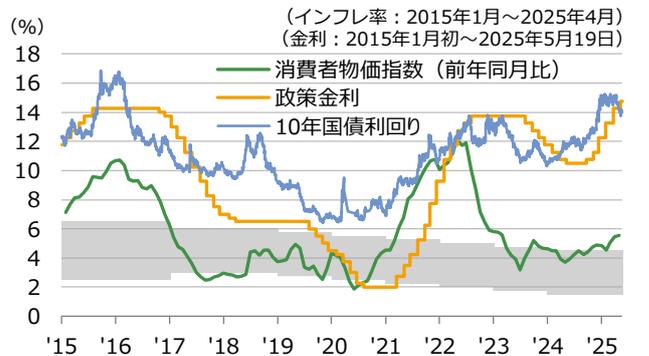
メキシコの経済活動指数と製造業PMI



※経済活動指数は2025年2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

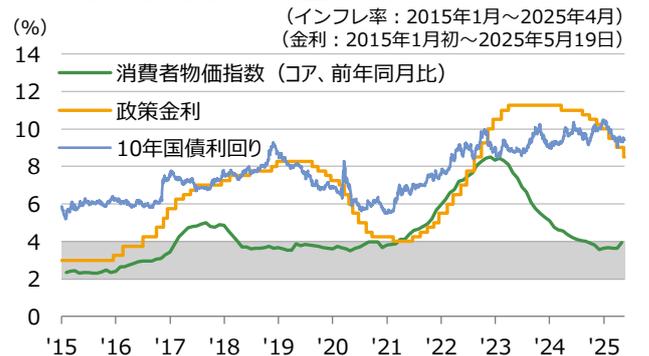
ブラジルのインフレ率と金利



※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

4-6月期の景気減速は不可避

2024年10-12月期以降の中国景気の持ち直しは、トランプ関税を警戒した駆け込み輸出が背景にある。25年1-3月期GDP成長率では純輸出が約4割も寄与。異次元の報復関税合戦を繰り広げた米中両政府は、5月12日に一転して関税引き下げに合意し、米国の対中追加関税は90日の猶予期間中は30%となった。ただし、米中交渉が今後難航する可能性や関税による混乱等により、25年4-6月期の景気減速は不可避。

利下げによって景気対策期待が幾分後退

5月7日に中銀は一連の金融緩和を発表。政策金利の0.1%pt、預金準備率の0.5%ptの引き下げや一部の住宅ローン金利などを引き下げた。ただ、利下げ幅が限定的なことや利下げによって逆に大型景気対策期待が後退。当社では大型の景気対策発表を見込まず、米関税引き下げにもかかわらず25年の実質GDPの見通しは4.0%への上方修正に留めた。

株式

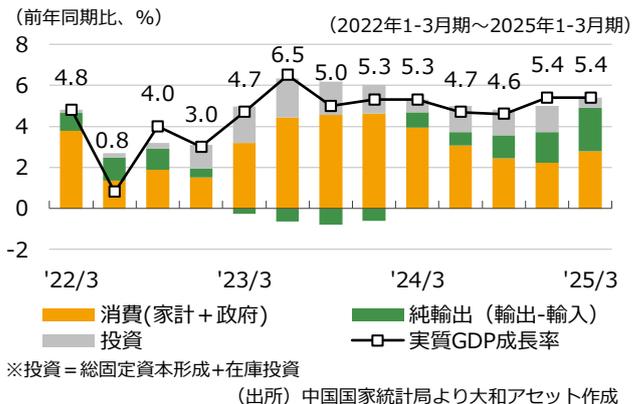
目先は好材料が出尽くしたと想定

2024年10月以降、本土株式市場がほぼレンジ推移となる中、オフショア株式市場では外国人投資家の資金の出入りが激しく、上下に振れる展開。足元では、4月の米中関税合戦による下落分をほとんど取り戻す展開となっている。ただ、米中貿易交渉は今後難航する可能性が高く、当社は「好材料の出尽くし」を想定。景気対策期待の後退や決算がおおむね市場予想を下回ったこともあり、短期的な反発相場のなかで利益確定売りが出やすい局面を予想する。

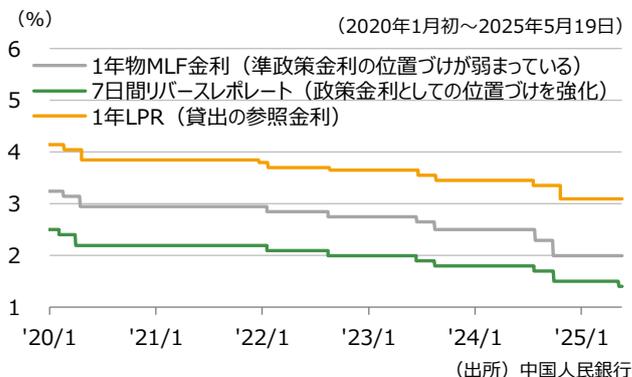
企業業績の下方修正が増加

中国国内での慢性的な需要不足のため、値下げによる悪質な価格競争が続いており、企業業績の改善は依然として見込めず。2025年1-3月期の決算発表では市場予想に未達となった企業が多く、実際にリビジョン指数も急速に悪化している。足元の株価上昇に冷や水となる可能性には注意が必要。

四半期の実質GDP成長率および需要項目別寄与度



各種金融政策ツール



各種株価指数の推移



リビジョン指数からみる業績修正の動向





金利

中国と日本の10年債利回りの逆転も目前

2024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。日本では日銀の追加利上げが期待される一方、中国は利下げサイクルを継続しているため、日中10年国債利回りの逆転は時間の問題だと言える。7月の政治局会議で大型景気対策が発表されなければ、中国の長期金利は低下トレンドを継続する可能性が高い。

金融緩和による景気下支えには限界

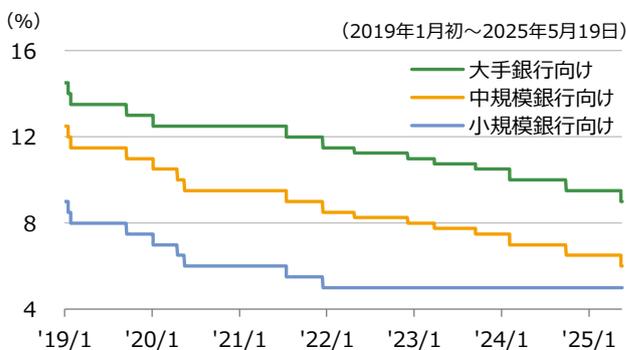
5月7日の金融緩和措置では、利下げとともに預金準備率も引き下げられるなど、多数の金融政策ツールを活用。しかし、需要不足やデフレの深刻化を改善するには力不足と見込まれる。追加的な利下げ余地が乏しいため、金融政策の限界が見えており、大規模な財政支出策が待たれる状況は変わらない。

中国と日本の長期金利の推移



(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

預金準備率の推移



(出所) 中国人民銀行

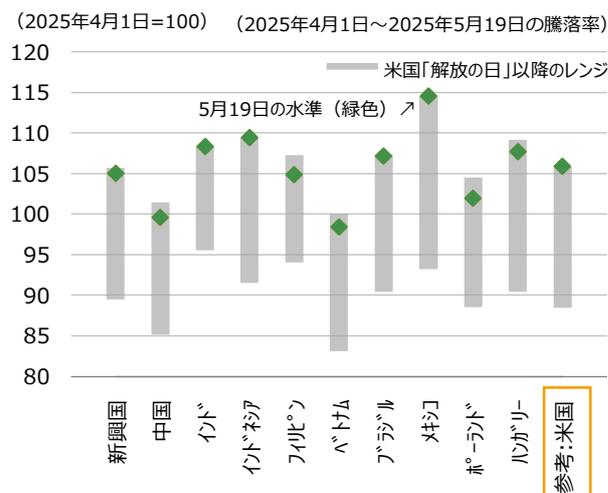
今月の新興国コラム

一部の新興国株はリスク回避局面でも好調

4月2日の米国の「解放の日」以降、世界の金融市場が揺れ動いた中で、一部の新興国の株価指数は米S&P500指数を上回る高パフォーマンスを記録。

相互関税発表後の世界的な株安の局面では、インド、フィリピン、メキシコなどの下落幅が相対的に限定的だった。また、相互関税のうち上乗せ部分の90日の適用猶予発表を受けたリスク選好の流れの中で、ベトナムを除いた個別の新興国の株価指数は、「解放の日」以前の水準を回復した。特に、インド、インドネシア、メキシコは引き続き米S&P500指数をアウトパフォームしている。米ドルへの信認の揺らぎ、構造的な米ドル安という資金フローの変化が予想される中で、資源国と内需主導の新興国の一部が資金フローの受け皿となろう。

米国「解放の日」以降の新興国株価の推移



※MSCI新興国株価指数ベース ※米国はS&P500指数、ベトナムはVN指数を掲載 (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、資金逃避が人民元安圧力を強めよう

中国では、非正規の資金移動が含まれる「その他投資」と「証券投資」の合計で、キャピタル・フライトの規模を推定できる。2024年秋頃以降は、株式市場の資金流出が膨らみ、キャピタル・フライトの規模が2015年の人民元ショックを超過したとみられる。人民元安圧力はかつてなく高まっている。

インドの輸出の構造的な変化に注目

インドの輸出に構造変化が起きている。iPhoneの生産に代表されるハイテク商品の輸出増加のほか、IT技術面での強い競争力を武器に、関連するサービス輸出が増加。ソフトウェアの受注や、グローバル企業のインド国内での開発拠点の増加に伴い、サービス輸出が財輸出に迫る規模まで拡大している。インドの輸出競争力の高まりにより、中長期的には経常収支の改善への期待が高まり、ルピー高要因として働くことが見込まれる。

ブラジル・レアル、メキシコ・ペソ

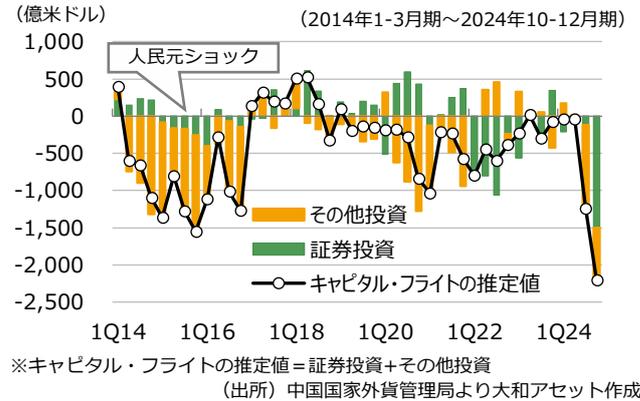
高金利と貿易収支改善がレアルを下支え

ブラジル中央銀行は高金利政策を当面維持する方針であり、政策金利から消費者物価指数（前年比）を引いた実質政策金利は高水準で推移すると見込まれる。ブラジル・レアルの金利面の魅力は相対的に高まる局面にありそうだ。また、米中貿易摩擦の狭間で、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が観測されており、貿易収支の改善もレアルの下支え要因になると期待される。

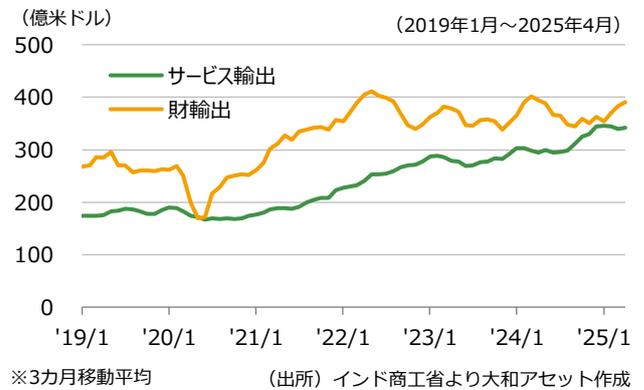
メキシコ・ペソの買い材料は残存

米国の対メキシコ関税が市場の懸念よりも小幅にとどまる中、メキシコ・ペソは対米ドルで堅調に推移。今後、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があり、引き続き19ペソ/米ドル程度までのペソ高を見込む。ただし、通貨高がメキシコ銀行の利下げを後押ししている部分もあり、やがては金利低下がペソの上値抑制に作用しそうだ。

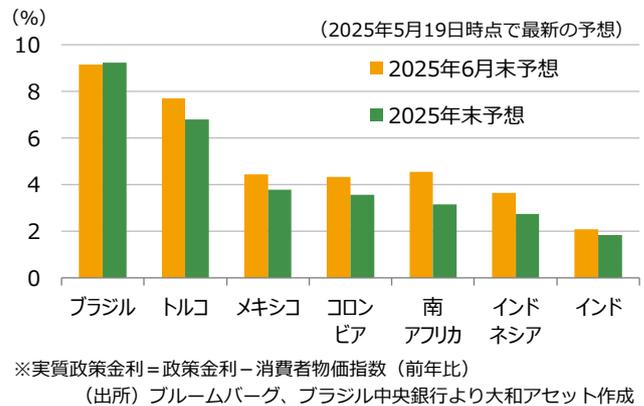
中国のキャピタル・フライトの推定値



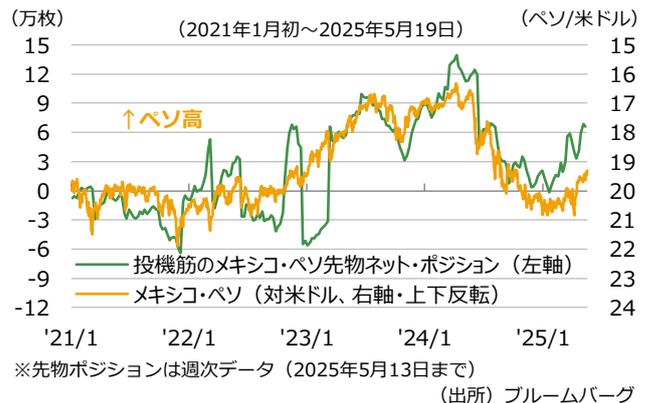
インドの財とサービスの輸出の推移



各国の実質政策金利（市場予想）の変化



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5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：2025年5月22日）