

2023年6月8日

---

## 新興国資産に再び注目

---

### レポート要旨

#### 新興国・地域への投資が注目に値する理由

FRBによる利上げの打ち止めサイクルが最終局面を迎えている点は、新興国市場にはこれまでは十分に織り込まれていなかったとみられます。私は、米債務上限問題が解決された現在のタイミングが、新興国市場における転換点になる可能性が高いと考えています。

#### 中国以外のアジアがグローバル成長により大きく貢献する展開に

足元では、新興国市場への投資を促進させる材料が出てきており、新興国・地域への先進国からの証券投資フローが循環的要因を背景として増加しはじめる可能性が高いとみています。具体的には、①景気の回復、②インフレの低下に伴う新興国・地域での利上げの打ち止め一が重要です。

#### 投資先の選別は重要—インド・インドネシアには特に注目

新興国市場の中でも、特に、インドとインドネシアについては、①良好なファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）が継続する見通しであること、②東アジア地域における地政学的なリスクが高まる中で対内直接投資の増加が見込まれることから、海外からの証券投資が増加して株価上昇につながる可能性が高く、注目されます。



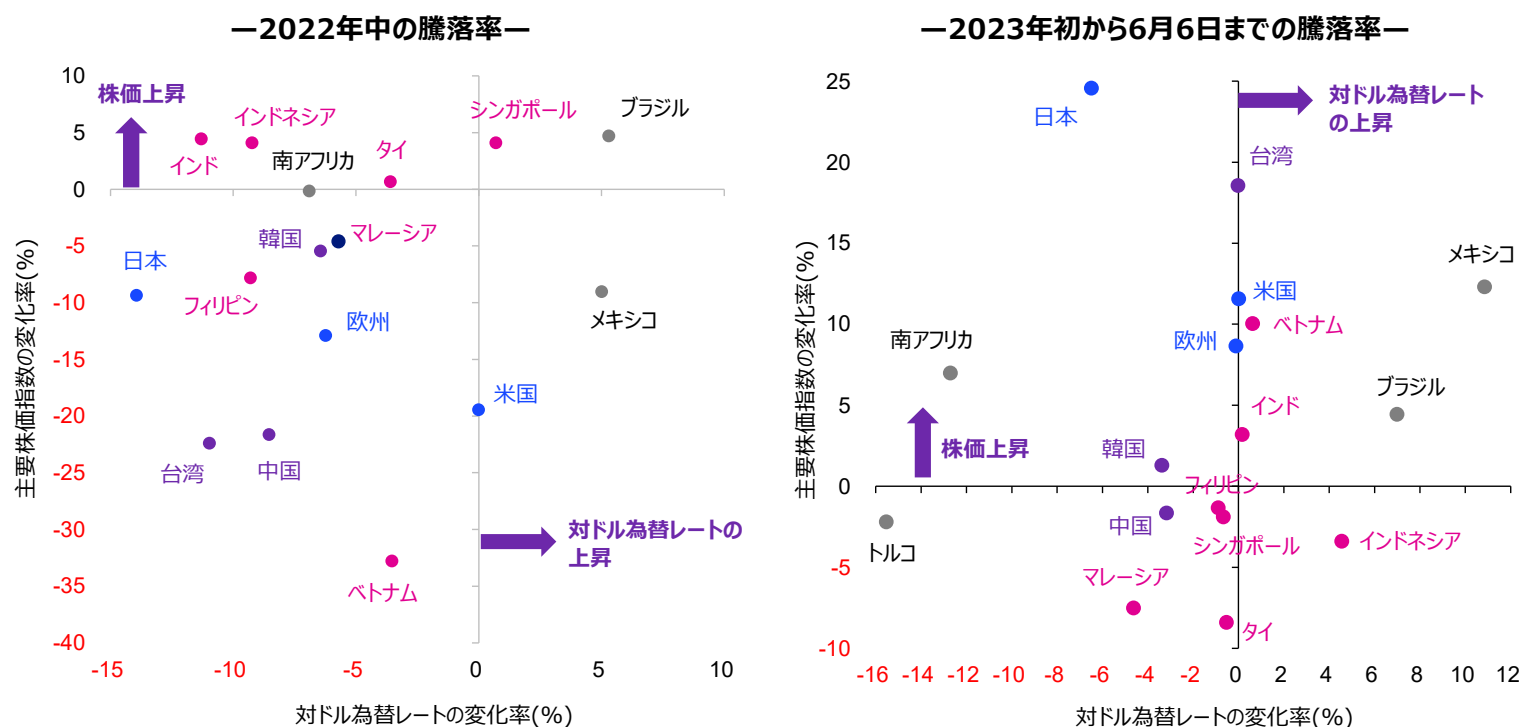
木下 智夫  
グローバル・マーケット・  
ストラテジスト

## 新興国・地域への投資が注目になる理由

直近までグローバルに株価の上値を抑制してきた米国の連邦政府債務上限問題が解決したことで、グローバル市場では安心感が広がっています。金融市場の焦点は、再び、インフレ動向やFRB（米連邦準備理事会）など主要中央銀行の金利政策見通し、今後の景気減速の度合いに移ってくとみられることから、債務上限問題の解決による先進国株価へのプラス効果は一時的なものにとどまると予想されます。しかし、FRBによる利上げの打ち止めサイクルが最終局面を迎えている点は、新興国市場にはこれまでは十分に織り込まれていなかったとみられます。私は、米債務上限問題が解決された現在のタイミングが、新興国市場における転換点になる可能性が高いと考えています。

振り返ってみると、2022年3月に開始されたFRBの連続的な利上げは、多くの新興国で株価や為替レートに下押し圧力をもたしました（図表1の左図）。米国における金利上昇は、過去において、国・企業がドル建て債券を多く発行する新興国・地域への海外からの投資の鈍化につながることが多く、今回のエピソードでも新興国の内外投資家による新興国投資への警戒心をもたらしました。国内でのインフレの上昇を懸念する新興国・地域の中央銀行当局の多くは、2022年に利上げを積極化させましたが、資本流出による為替レートの減価への懸念もそうした利上げの動きを加速させました。2023年に入って、多くの新興国・地域ではインフレ率が低下してきていたものの、①米国の利上げが継続することに対する警戒感、②製造業における世界的な在庫調整の進展による、多くの新興国・地域における輸出の減速、③ 2011年に米連邦債務上限額の引き上げが難航した際、多くの新興国・市場で株価や為替レートが大幅に下落した経験—により、一部を除いて、新興国・地域には本格的な資金流入がみられず、株価や為替レートも比較的小動きにとどまってきました（図表1の右図）。

（図表1）主要国・地域：株価と通貨の対ドルレートの騰落率



（注）株価指数は以下の通りであり、騰落率は現地通貨ベース。米国：S&P500種、欧州：ストックス600、日本：日経平均株価、中国：CSI300、インド：センセックス、インドネシア：JCI、韓国：KOSPI、台湾：TWSE、シンガポール：STI、マレーシア：KLCI、タイ：SET、フィリピン：PCOMP、ベトナム：VN、ブラジル：BOVESPA、メキシコ：BMV IPC、南アフリカ：TOP40。

（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

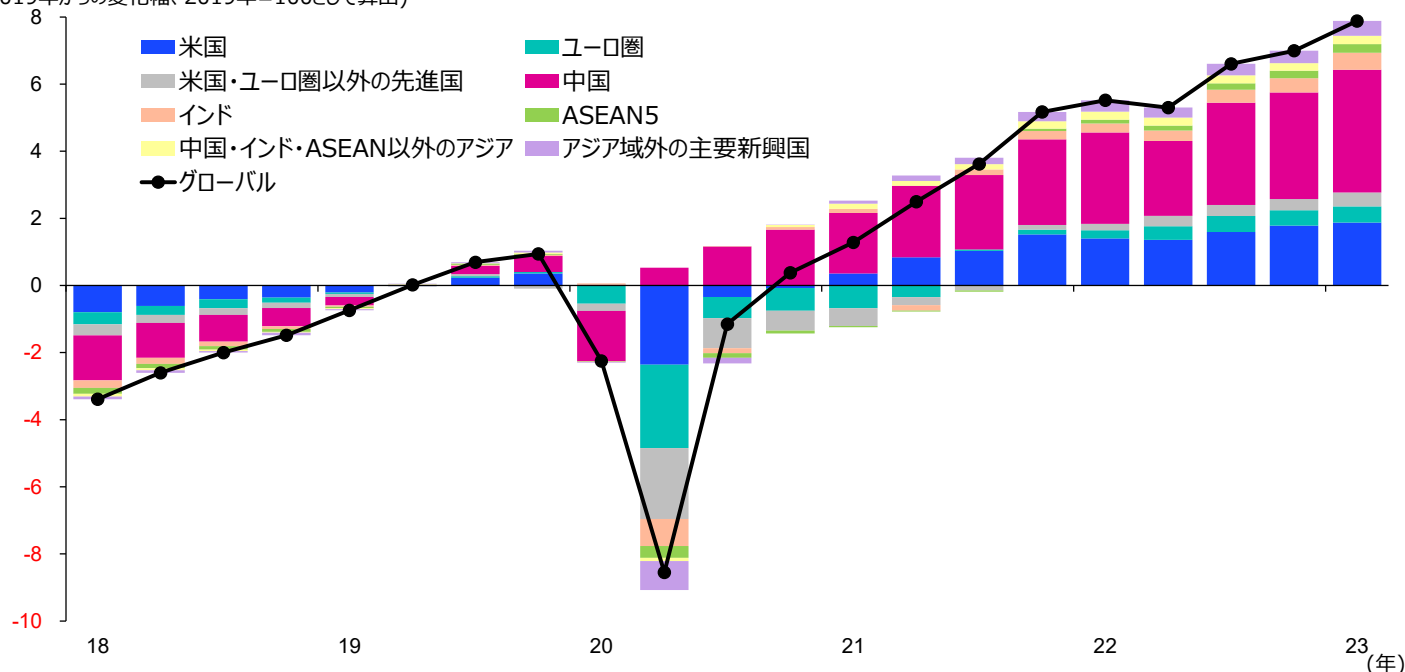
しかし、FRBによる利上げが最終局面に入るとともに、米政府債務上限額が引き上げられたことで、これまで慎重な姿勢を維持してきた先進国の投資家が新興国・地域の投資に対して徐々に積極化する公算が大きいとみられます。

## 中国以外のアジアがグローバル成長により大きく貢献する展開に

私は、先進国の投資家が新興国・市場への証券投資を本格的に増加させるのは、FRBやECBなどの主要中央銀行による利下げが視野に入り、先進国景気の2024年後半における回復が株価に織り込まれ始めるとみられる2023年末ごろからとみています。しかし、足元では、新興国市場への投資を促進させる材料が出てきており、新興国・地域への先進国からの証券投資フローが循環的要因を背景として増加しはじめる可能性が高いとみています。具体的には、①景気の回復、②インフレの低下に伴う新興国・地域での利上げの打ち止めが重要です。①については、まず、直近において、グローバル経済の中での新興国・地域の役割が大きくなっていることを挙げたいと思います。図表2は、コロナ前からのグローバルGDPの動きをみたものですが、2020年のうちにコロナ禍から回復を始めた中国を別とすれば、2021年央までのグローバルな成長の主役は米国であり、中国を除く新興国・地域によるグローバル成長への寄与は限定的でした。しかし、2021年末ごろから中国以外のアジア新興国・地域での回復が軌道に乗り始め、直近では、中国を除くアジア地域の新興国・地域がグローバル経済の成長に対してより大きく貢献してきました。2023年についても、欧米での景気悪化が避けにくく、また中国景気の年後半における減速が見込まれる中でも、中国を除くアジア地域の主要新興国・地域では内需を軸とした景気の堅調さが見込まれており、グローバル経済の中でより重要な役割を果たすと見込まれます。

(図表2) グローバル：実質GDPの推移

(2019年からの変化幅、2019年=100として算出)



(注) 2019年のGDPウエイトを使って算出。ASEAN5は、シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン。中国・インド・ASEAN以外のアジアは韓国、台湾、香港。アジア域外の主要新興国は、ブラジル、メキシコ、トルコ、南アフリカ、ロシア。

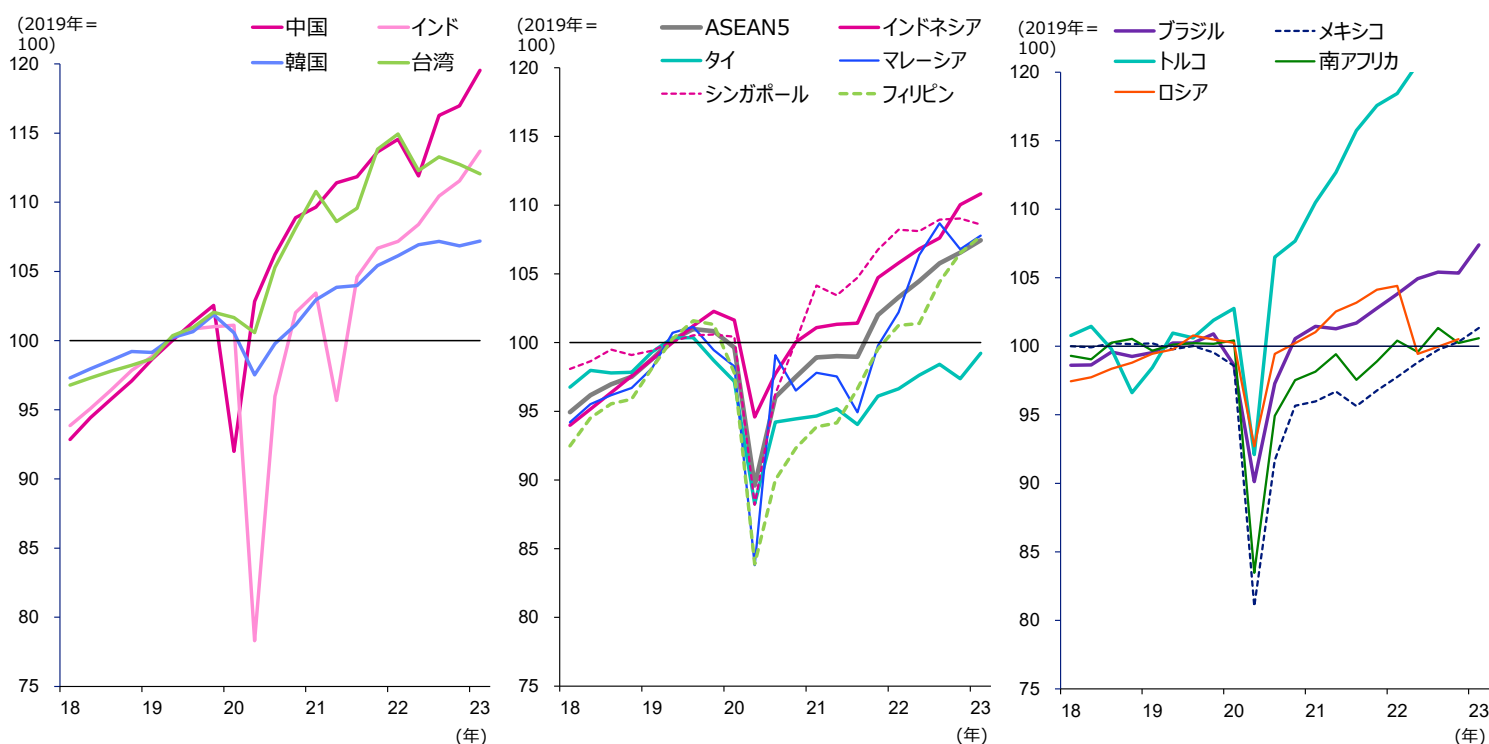
(出所) CEICよりインベスコ作成

## 投資先の選別は重要—インド・インドネシアには特に注目

コロナ前からの実質GDPの動きを個別の新興国・地域についてみると、直近では、インド、インドネシア、フィリピン、ブラジルで景気の勢いが強くなっています（図表3）。これらは内需を軸とした成長を達成していて、世界的な在庫調整の中で向かい風に直面している輸出への依存度が比較的低い国々です。このうち、インド、インドネシア、フィリピンではインフレ率が目標に対して上振れていたことから、今年1-3月期までは中央銀行が利上げを続けていました。しかし、直近の消費者物価上昇率が、政府が目標とするレンジにまで低下してきており、4月以降は中央銀行が利上げを停止、今後についても利上げが見込まれていません（図表4）。これら3カ国については、今後も内需がけん引する形での景気の堅調さが見込まれます。特に、インドとインドネシアについては、①良好なファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）が継続する見通しであること、②東アジア地域における地政学的なリスクが高まる中で対内直接投資の増加が見込まれることから、海外からの証券投資が増加して株価上昇につながる可能性が高く、注目されます。

今後のグローバル金融市場のリスクとしては、金融不安やFRBの政策などによって金融環境が想定以上にタイト化し、米国景気が深刻なリセッションに陥るリスクが挙げられますが、米金利高騰局面にあった2022年でもこれらの2カ国の主要株価指数がやや上昇していたこと（図表1の左図をご参照ください）を踏まえると、このリスクが顕在化する場合でも、株価へのダメージは比較的抑制されたものになると考えられます。

（図表3）主要新興国・地域：実質GDPの推移



（注）みやすさのため、縦軸を限定している。

（出所）CEICよりインベスコ作成

(図表4) 新興国・地域：中央銀行による政策金利変更の推移と直近の消費者物価上昇率、中銀のインフレ目標

は、政策金利がネットで引き下げられた時期を示す  
 は、政策金利がネットで引き上げられた時期を示す  
 は、直近の消費者物価上昇率が中央銀行が目標とするレンジ内か、それを下回る水準にあると考えられることを示す

	2022年				2023年			2023年5月末 時点での 政策金利	直近の消費者 物価上昇率	中銀のインフレ目標 (2023年)
	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-5月期	6-12月期 (コンセンサス)			
<b>&lt;アジア地域の主要新興国・地域&gt;</b>										
中国	10bp ↓		5bp ↓					3.65	0.1	4月 3%程度
インド		90bp ↑	100bp ↑	35bp ↑	25bp ↑		5bp ↓	6.50	4.7	4月 4±2%
韓国	25bp ↑	50bp ↑	75bp ↑	75bp ↑	25bp ↑		15bp ↓	3.50	3.3	5月 2%
インドネシア			75bp ↑	125bp ↑	25bp ↑		15bp ↓	5.75	4.0	5月 3±1%
台湾	25bp ↑	12.5bp ↑	12.5bp ↑	12.5bp ↑	12.5bp ↑		3bp ↓	1.88	2.0	5月
タイ			50bp ↑	25bp ↑	50bp ↑	25bp ↑		2.00	0.5	5月 2±1%
マレーシア		25bp ↑	50bp ↑	25bp ↑		25bp ↑	5bp ↑	3.00	3.3	4月
フィリピン		50bp ↑	225bp ↑	125bp ↑	75bp ↑		5bp ↓	6.25	6.1	5月 3±1%
<b>&lt;アジア域外の主要新興国&gt;</b>										
ブラジル	250bp ↑	150bp ↑	50bp ↑				125bp ↓	13.75	4.2	4月 3.25±1.5%
ロシア	1150bp ↑	1050bp ↓	200bp ↓				5bp ↑	7.50	2.3	4月 4%
メキシコ	100bp ↑	125bp ↑	150bp ↑	125bp ↑	75bp ↑		30bp ↓	11.25	6.3	4月 3±1%
トルコ			200bp ↓	300bp ↓	50bp ↓		820bp ↑	8.50	39.6	5月 5%±2%
南アフリカ	50bp ↑	50bp ↑	150bp ↑	75bp ↑	75bp ↑	50bp ↑	37bp ↓	8.25	6.8	4月 4.5±1.5%
<b>&lt;主要先進国・地域&gt;</b>										
米国	25bp ↑	125bp ↑	150bp ↑	125bp ↑	50bp ↑	25bp ↑	10bp ↓	5.13	4.9	4月 2%
ユーロ圏			125bp ↑	125bp ↑	100bp ↑	25bp ↑	50bp ↑	3.25	6.1	5月 2%
日本								-0.10	3.5	4月 2%
英国	50bp ↑	50bp ↑	100bp ↑	125bp ↑	75bp ↑	25bp ↑	15bp ↑	4.50	8.7	4月 2%

(注) 中国は貸出プライムレート1年物。

(出所) 各国中央銀行資料やブルームバーグよりインベスコ作成

## 「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

---

発行日	タイトル
6月1日	日本株の相対的な強さは年末頃まで続く公算
5月25日	米国国債のデフォルトリスクと2011年の経験
5月18日	中国：経済再開の恩恵が想定より早く剥落？
5月11日	日米欧の金融政策会合と今後の注目ポイント
4月27日	想定以上に上振れる中国景気
4月13日	YCCの早期修正期待が残る理由
4月6日	日銀短観3月調査と今後の日銀政策
3月30日	注目される、5つのマクロ的な動き
3月23日	柔軟な政策運営の方向性を打ち出したFRB
3月16日	SVB破綻でグローバル金融市場の構図が一変
3月9日	中国：低くはない、5%成長のハードル
3月2日	局面が変わるグローバル市場、リスクの本質
2月22日	グローバル市場動向の図式化を試みる
2月16日	岸田政権と植田氏の親和性
2月9日	グローバル市場の楽観論に揺らぎ

---

## 当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

---

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号  
加入協会 一般社団法人投資信託協会  
一般社団法人日本投資顧問業協会

---

MC2023-085