

新興国の経済ファンダメンタルズを再点検

米長期金利の上昇を受けて市場では「新興国から米国への資金シフトが始まり、新興国の株式、債券、通貨への売り圧力が強まる」との観測が浮上してきました。しかし、一口に「新興国」と言ってもその経済ファンダメンタルズは様々ではありません。経済成長率、インフレと対外収支、財政赤字と政府債務などを比較すると、タイ、インドネシア、ベトナム、中国の経済ファンダメンタルズはブラジル、トルコ、インドよりも優れていることがわかります。

米長期金利上昇で新興国資産に不安

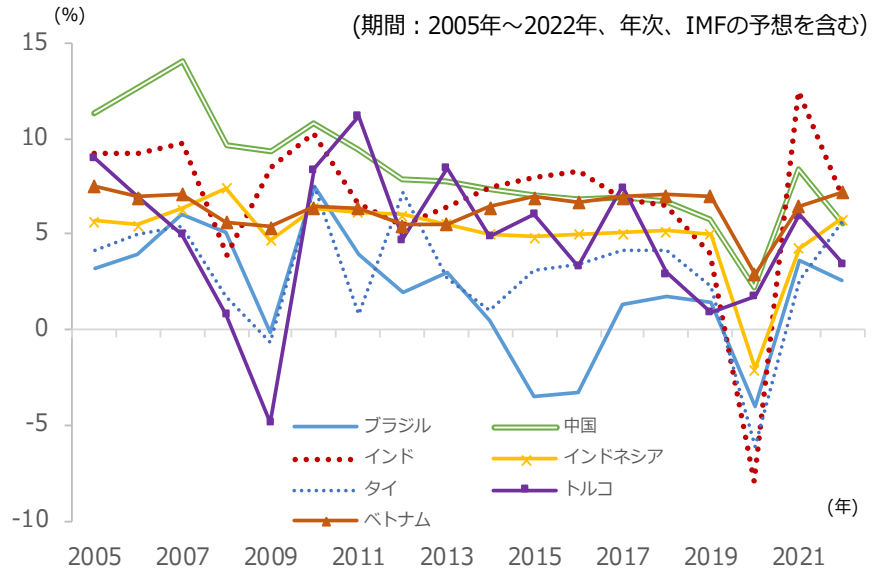
米長期金利の上昇を受けて市場では「新興国から米国への資金シフトが始まり、新興国の株式、債券、通貨への売り圧力が強まる」との観測が浮上してきました。

ワクチン接種がおくれる新興国では経済がコロナ禍のマイナス成長から立ち直る間もなく、米長期金利上昇の洗礼を受け始めました。米長期金利の上昇によって資金が米国に回帰し、ドル高・新興国通貨安が進めば、新興国中銀は自国通貨安や輸入インフレを回避するために金融引締めを行い、その結果、経済が減速すると考えられています。また、2013年5月にFRB（連邦準備制度理事会）のバーナンキ議長が量的緩和縮小を示唆したことを受けて、米長期金利が急上昇し、新興国の金融市場が大混乱に陥った「テーパータントラム」の再来を懸念する声もあがっています。

しかし、新興国の経済ファンダメンタルズは一概・均質ではありません。国によって、経済構造の変革を進めてきたか、インフレや対外収支は安定しているか、政府の経済運営や財政は安定しているか、といった点によって投資環境は大きく異なってくると思われます。このレポートでは新興国の代表として中国、インド、インドネシア、タイ、ベトナム、ブラジル、トルコを取り上げ、実質GDP成長率、インフレ、対外収支と通貨、財政赤字と政府負債を比較することによって、各新興国市場の先行きを考えます。

図表1 実質GDP成長率

(期間：2005年～2022年、年次、IMFの予想を含む)



(出所) IMF（国際通貨基金）のデータより岡三アセットマネジメント作成

実質GDP成長率

今後のワクチン接種のスピードが鍵となりますが、各国とも2021年は2020年の景気後退から大きくリバウンドする年になりそうです（図表1）。2020年もプラス成長を維持した中国、ベトナムでは2021年も相対的に高い成長率が期待されます。インドの2021年の成長率は2020年の谷が深かった分、高まります。2015年に資源価格の下落でマイナス成長に陥り、その後もボルソナロ政権下で経済が低迷したブラジルやエルドアン政権下で政治や経済が大きく混乱したトルコの成長率は2021年も低水準にとどまると予想されています。世界的に2022年は2021年のリバウンドから巡航速度に減速することが見込まれていますが、インドネシア、タイ、ベトナムのASEAN3国は逆に加速すると予想されています。

インフレ・対外収支・通貨

トルコを除いてインフレは安定しています。トルコのエルドアン大統領が「インフレ抑制には低金利が必要」という伝統的な考え方とは異なる主張に基づいて金融政策運営を続けてきたことが理由だと考えられま

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



す。その他の国のインフレは安定していますが、インド、ブラジルは相対的に高い水準で推移しています（図表2）。

一方、経常収支はトルコ、インド、インドネシア、ブラジルは赤字、タイ、ベトナム、中国は黒字です（図表3）。赤字国に共通するのは国内のサプライサイドが脆弱なことです。伝統的に政府が国民の人気取り政策に依存してきたブラジル、インド、トルコでは個人消費の拡大によって財の輸入が拡大しました。一方、黒字国に共通するのは国内の生産基盤が強く、輸出競争力が高いことです。

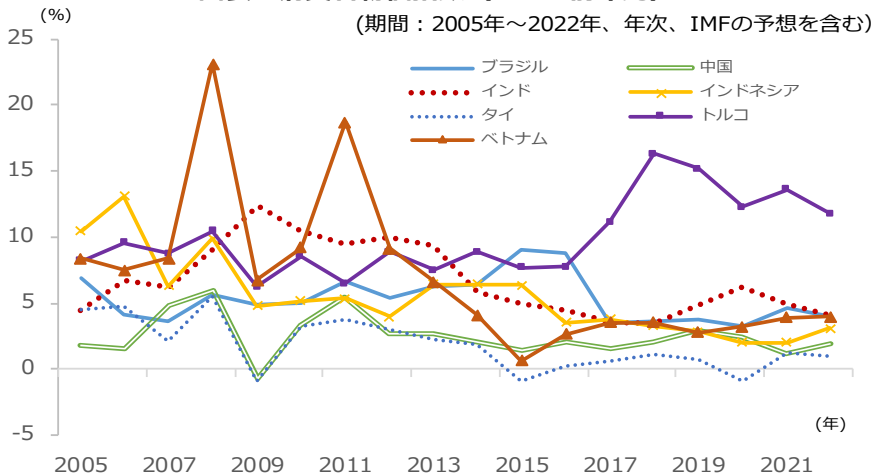
経常収支の赤字国であるトルコ、ブラジル、インド、インドネシアの通貨は対ドルで軟調に推移してきました。一方、ITや消費財の生産基盤が強力な中国、近隣諸国への自動車輸出で稼ぐタイ、近年「中国プラス1」で生産設備の拡充が著しいベトナムの通貨は相対的に堅調です（図表4）。

食料品価格が政権の支持率に直結する新興国ではインフレの安定が政府の至上命題です。商品高、高インフレの上に米金利の上昇で通貨が弱含めば輸入インフレが加速し、政府にとっては大打撃となります。通貨安を食い止め、インフレを安定させるために利上げを急げば、景気をさらに減速させることとなります。これらの視点からはトルコ、ブラジル、インドへの売り圧力が相対的に強まると考えます。

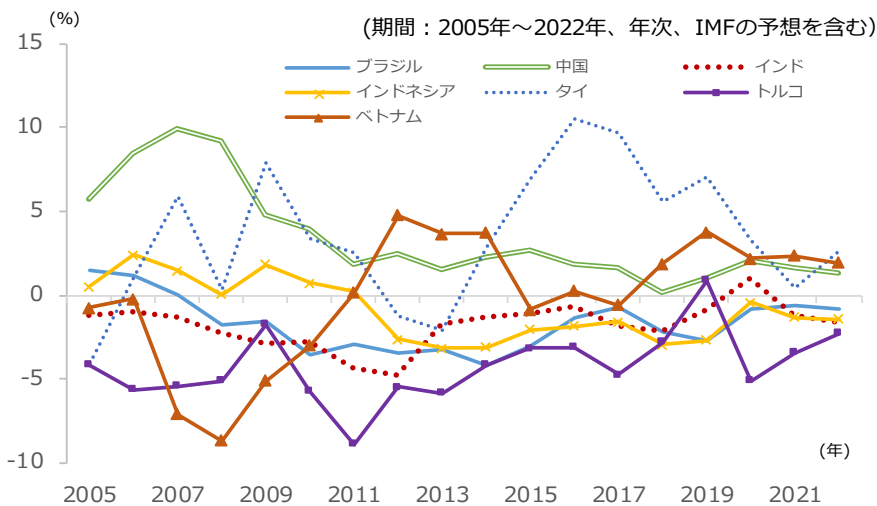
政府部門と新型コロナ

2020年にコロナ禍から中間層の生活を守るために大幅に政府支出を増やしたのが中国、ブラジル、インドでした（次頁図表5）。ほとんどの国で2022年は財政赤字の改善が見込まれますが、拙速な財政の正常化は「財政の崖」（政府支出の縮小）によって景気失速を招く可能性があります。

図表2 消費者物価指数（CPI：前年比）

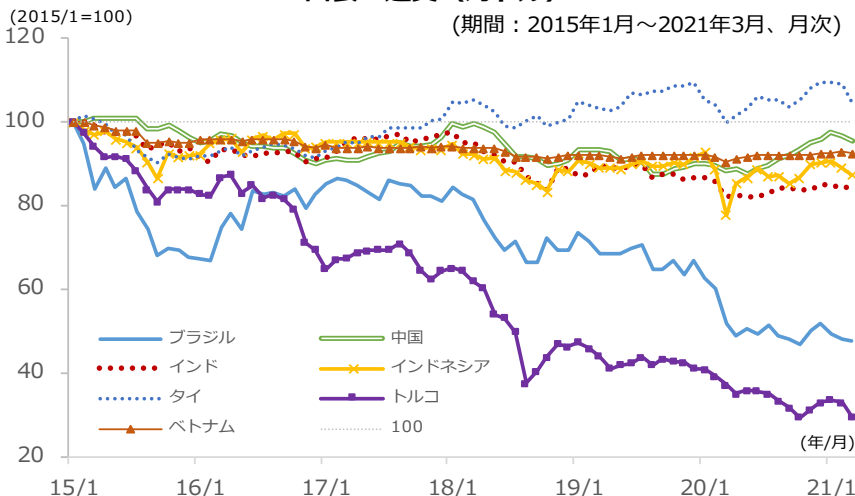


図表3 経常収支（GDP比）



(図表2-3の出所) IMF（国際通貨基金）のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表4 通貨（対ドル）



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



長年の財政赤字の積み重ねと考えられる政府債務はブラジル、インド、中国で相対的に高まっています。ここでもASEAN3カ国（タイ、インドネシア、ベトナム）は相対的に優等生です（図表6）。金融市場は財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」に敏感に反応します。

一部の新興国では2000年以降の景気拡大で誕生した中間層の多くが新型コロナで所得や就業機会を失い貧困層に逆戻りしたと言われています。感染拡大が止まらなければ、政府の財政支援が続き、財政はさらに悪化します。新型コロナについても、足元でインド、ブラジル、トルコの感染拡大が懸念されます（図表7）。

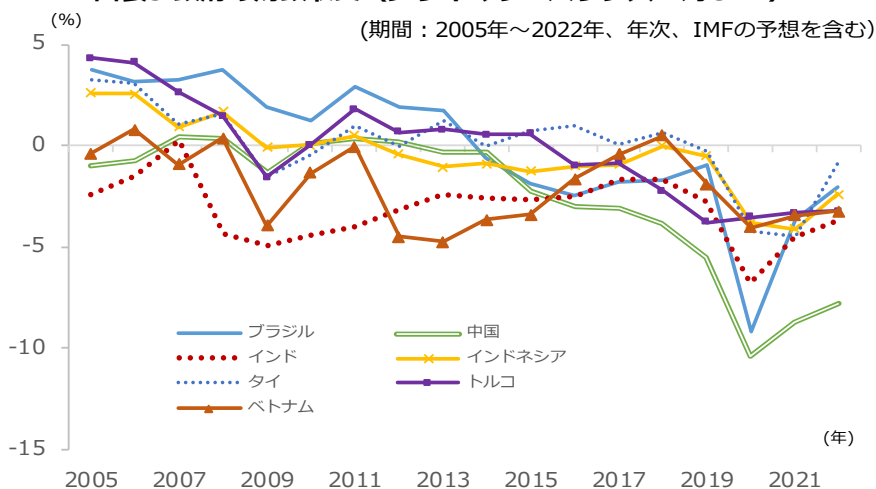
今後の見通し

ワクチン接種の進展、経済活動の再開を背景に米長期金利はもうしばらく上昇を続け、年末には2%程度まで上昇すると予想しています。そのため、新興国資産にはやや警戒的なスタンスで臨む必要があります。しかし、IMF（国際通貨基金）の想定通りに世界中で経済活動が再開されれば、2021年は2020年のマイナス成長から大きくリバウンドする年になり、新興国はその恩恵を先進国以上に享受すると思われる。

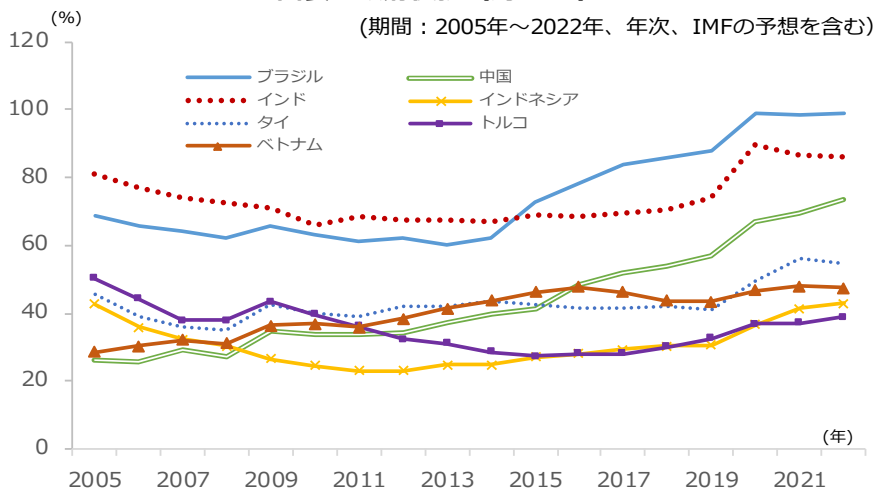
今回取り上げた7カ国の中では、ASEAN3カ国（タイ、インドネシア、ベトナム）や中国の経済ファンダメンタルズはブラジル、トルコ、インドよりも優れていることがわかりました。中期的に株式、債券、通貨のパフォーマンスもこの優劣を反映した動きになると予想しています。

以上（ストラテジスト）

図表5 政府の財政収支（プライマリーバランス：対GDP）

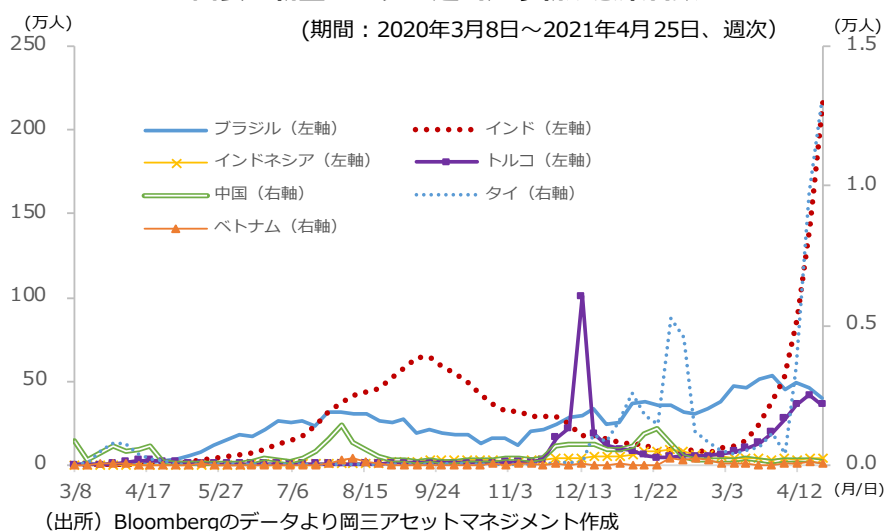


図表6 政府債務（対GDP）



（図表5-6の出所）IMF（国際通貨基金）のデータより岡三アセットマネジメント作成

図表7 新型コロナ：週当たり新規感染者数



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)