

米利下げ期待等でも新興国株の上昇限定 過去比で成長減退、複合リスク残存、日本株とドル下支え

2024/3/13 (水)

米国を始め先進国で利下げ期待が高まってきたが、リスク選好や国際分散投資の刺激による新興国株の上昇は限定的になっている。新興国は過去比で成長率が減退してきたほか、新冷戦や反グローバル化、債務膨張、資源エネルギーと食料価格の高止まり、地政学リスクの拡散、米国でのトランプ政権復活と保護主義の懸念といった複合リスクが残存している。新興国株とのリスク比較などでグローバル・マネーの日本株選好を維持させるほか、米国からの国際分散化やドル離れの抑制がドルの下支え要因となりやすい。

新興株高・日本株埋没や新興株高・ドル安は変容

「2024年の新興国と途上国の成長予測では、中国の景気減速が重しとなっている東アジア・太平洋地域に加えて、欧州・中央アジア、南アジアの各地域は今年、成長が弱まる見通し。下振れリスクには紛争の激化（地政学リスク）、資源エネルギーと食料の価格変動の高まり、海外需要の軟化、金融環境のさらなる引き締め、気候変動に関連した自然災害などがある」――。

世界銀行は最新の世界経済見通しで新興国に関し、このような慎重予測を行っている。その他、債務の膨張や貿易の分断化（新冷戦と反グローバル化）のほか、新興国や途上国では財政余地が限られていることなども懸念材料に挙げている。加えて現在は米国の大統領選でトランプ政権復活の可能性が出ており、「米国発の保護主義」も新興国株には潜在リスクとなってきた。

その中で世界の機関投資家が参考にするMSCI世界株指数（ドルベース）では、新興国株の総合指数が上昇となっている。終値ベースでは1月17日の直近安値から、直近3月11日には+8.4%の上昇を記録。昨年8月以来の高値を回復してきた。米FRBを始めとした先進国での利下げ期待の高まりや、グローバルなインフレ上昇の一服などが、新興国株の持ち直しを支援している。

それでもMSCIのドルベース比較でいえば、昨年末比での年初来成績が11日時点で先進国株総合が+6.2%、そのうちの日本株指数が+9.3%に対し、新興国株は+1.5%と出遅れた状態だ。今後は米日株やAI・ハイテク株の高値過熱警戒により、「出遅れと割安物色」として新興国の上昇余地は残るものの、過去の反発局面に比べると初速の勢いは鈍くなっている。

過去にFRBが利下げを開始した2019年7月の場合、新興国株指数は前段階からの米利下げ期待もあり、3

カ月前の同年4月に+12.9%の上昇となっていた（月末値の6カ月前比、以下同）。2007年9月の米利下げ開始時には、2カ月前に+23.4%の大幅高を記録。2002年11月からの米利下げ開始時には、7カ月前から+32.2%の大幅プラスが観測されている。それに対して現在は6月からの米利下げ確率が高まり、足元は「3カ月前」となってきたが、新興国株の6カ月前比は11日時点で+9.1%にとどまっている。

米利下げ期待といった追い風でも新興国株が上げ渋るという状況は、リスク面の相対比較などにより、世界各国のグローバル・マネーによる国際分散投資で「日本株選好」を維持させていく。同時に米国からの国際分散化やドル資金の新興国流出、世界的なドル離れの各抑制に寄与するものだ。過去のFRBによる利下げ局面に比べると、ドル安度合いの抑制やドルの下支えにつながりやすい。

過去2001年から2003年、2009年から2012年といった新興国株の隆盛と日本株の低迷局面では、新興国株への資金シフト増と日本株の埋没が同時観測されてきた。こうした局面では米国やドルからの資金流出と新興国株シフト（国際分散化）などが、ドル安・円高を促すというパターンが見られている。

日本株÷新興国株、87年以降の日本株劣勢歯止め

世界の株式市場は3月11-12日の直近5日間で、米AI株の高値警戒下落などもあり、日米株を中心に大幅な調整下落となってきた。それでも主要株価指数の直近5日成績（現地通貨ベース）によると、下落率の大きいワースト・ランキングでは日米株の以外で、ベトナム、カタール、ドバイ、ブラジル、ワルシャワ、ブダペストなどの新興国株指数でも下落率が目立っている。先進国株比でのデカップリングの体力が弱まっており、新興国株の脆弱性を示唆するものだ。

ただでさえ現在の新興国株は中国などの高成長終焉や反グローバル化、先進国の国内回帰などもあり、長期上昇トレンドに一段落が見られ始めた。日本株の長期下落トレンドからの反転上昇に逆行するもので、1990年代以降、冷戦崩壊後における「日本低迷と中国など新興国の隆盛」や「日本の成長の中国や新興国による奪取」といった時代環境の変容が示唆されつつある。

具体的にMSCI新興国株指数は、足元で120カ月（10年）移動平均線の下抜けと方向角度の下向き化を巡る攻防に直面してきた。すでに200カ月（約16年半）移動平均線は、今年1月から過去初となる下向き化

へと転じ、定着の機運が見られ始めた。まさに長期上昇トレンドからの下落転換が示されている。

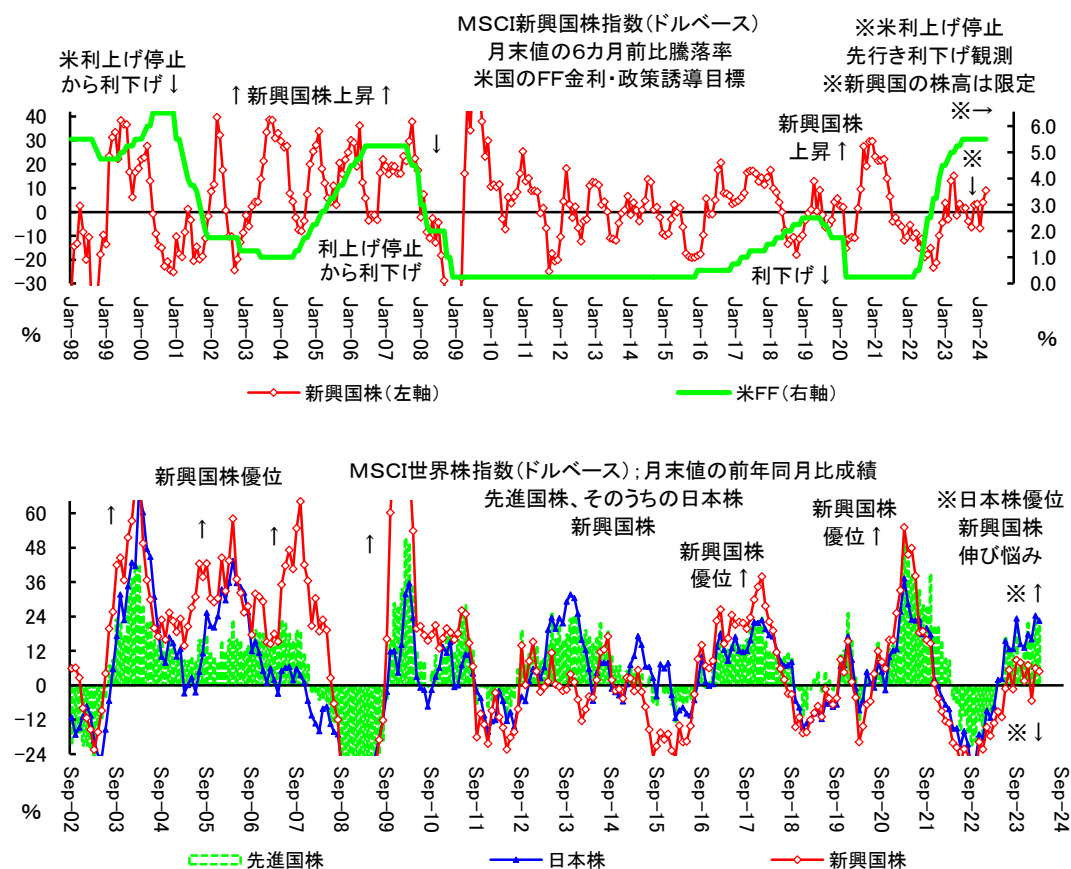
MSCI（ドルベース）における「日本株指数÷新興国株指数」の相対倍率でも、長期スパンでの日本劣勢と新興国優位に歯止めが掛かってきた。3月11日時点では3.89となり、月末値比較では2021年6月の2.81を直近最低として、日本劣勢が底入れに移行してきた（数字が大きいほど日本株が優位）。緩やかながらも、日本優位方向へのトレンド転換が固まりつつある。

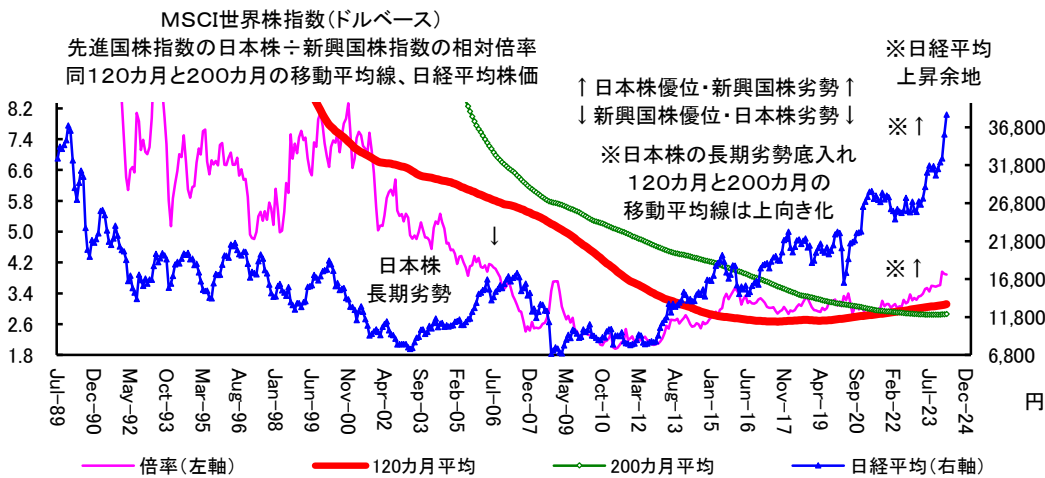
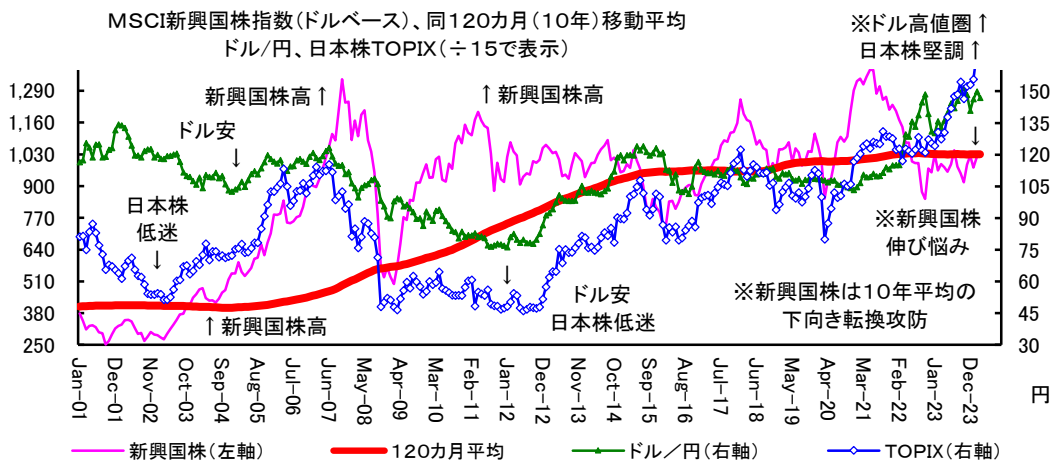
過去データのある1987年12月以降では同月の30.37が日本優位の天井ピークとなり、長期に及ぶ日本劣勢の低下トレンドが続いてきた。日本の「失われた30年」や「長期デフレ」と符号した動きだが、現状はアベノミクス始動前であり、東日本大震災の直後である2011年4月の1.96で底入れを形成。緩やかに下限が切り上がり、今年1-3月には2006年以来、約17年半ぶりの日本優位方向まで回復となっている。

同倍率の長期トレンドを示す120カ月移動平均線は上向きとなり、昨年8月以降は200カ月移動平均線も上向き化に移行してきた。まさに1987年以降、バブル崩壊を経た長期の日本株低迷の一段落が示唆されている。今後は長期の相場循環として、長期の上昇サイクル入りが注目されやすい。

IMFによる最新の世界経済見通しでも、新興国は長期スパンでの成長鈍化が示されている。新興国・発展途上国は2024年の実質GDP成長率が+4.1%となり、2022年、2023年見込みの+4.1%と同水準での伸び悩みが予測されている。2004年と2006年の+7.9%や、2007年の+8.4%を直近最高として、高成長はピークアウトとなってきた。

IMF成長率予測での「新興国－先進国」格差は、2024年が+2.6%の新興国優位が見込まれている。それでもプラス幅は2007年の+5.6%や2009年の+6.2%という大幅な新興国優位、新興国の上振れデカップリングを経て、格差は縮小傾向にある。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。