

新興国資産、米国「上振れ乖離」には制約

強過ぎた米資産・ドルに修正余地も世界低成長などが重石

2024/8/23 (金)

国際金融市場では米国の景気悪化懸念や利下げ入りにより、新興国の株価・債券・通貨への資金シフトが焦点になっているが、米国比での「上振れ乖離」には制約がある。2022 年前後からの強過ぎた米国資産とドルには修正余地があるものの、過去比での新興国の成長減退や財政余力減退、債務リスク増、世界的な低成長、反グローバル化と貿易往来の縮小、商品・サービス価格の上げ洩りなどが、新興国の成長と資産反発の余地を抑える。世界主要株価指数の 8 月・月初来成績では米国株が依然上位を保ち、米国比での上振れ地域は限られている。

新興国の成長率や輸出、過去比で大幅な下振れ

「香港では 1-6 月の上半期に新築住宅のキャンセルが急増。前年の 3 倍に」、「香港では銀行の貸し剥がしも増加し、倒産ラッシュの懸念」、「ベトナムでは不動産在庫が高止まり。流動性低下で負債化の懸念」、「韓国の最新 8 月消費者心理指数は、前月比で 11 カ月ぶりの下落幅に低下」、「タイの工業連盟は 8 月に入り、2024 年の自動車生産予測を下方修正」、「台湾の 8 月・景気楽観指数は、前月から大幅に低下」――。

直近 8 月 21-22 日にかけてのアジア経済ニュースでは、このようなネガティブ情報が散見されている。7 月以降の世界的な市場混乱のほか、米国経済の悪化懸念なども影響しており、米国の減速に対する新興国経済の抵抗力に対して脆弱性が示唆されている。

一方で国際金融市場では米国の景気悪化懸念や利下げ入りにより、新興国の株価・債券・通貨への資金シフトが焦点になってきた。

最近では「米 FRB の 9 月利下げ開始期待によるリスクオンにより、8 月 16 日週にかけて中国を除いた新興国市場の ETF（上場投資信託）には資金流入が急増」（20 日）、「米金融大手 JP モルガン・アセット・マネジメントなどは、8 月の月初に高リスク資産が落ち込んだ機会を捉え、新興国債の保有を拡大」（19 日）、「米金融大手シティグループによると 8 月以降、ヘッジファンドは新興国市場の資産購入に向けて、円ではなくドルを借り入れる動き。キャリー取引の資金調達通貨は、円から（金利低下余地のある）ドルに変化の流れ」（21 日、以上ブルームバーグ）といった動きが観測されている。

引き続き 2022 年前後からの強過ぎた米国資産とドルについては、割高修正的な調整余地が意識される。それでも過去比での新興国の成長減退や財政余力減退、債務リスク増、世界的な低成長、反グローバル化（新冷戦）と貿易往来の縮小、商品価格（資

源エネルギー・金属・食糧など）とサービス価格の上げ洩りなどが、新興国の成長回復と資産反発の度合いを抑えていく。

IMF の最新世界経済見通しによれば、新興市場国と発展途上国の実質 GDP 成長率は 2023 年の +4.4% から、今年 2024 年、来年 2025 年ともに +4.3% で伸び悩みの予測だ。中国を始めとした高成長の終焉や経済の成熟化などもあり、過去ピークである 2007 年の +8.4% や 2006 年の +7.9% などから半減の低下となっている。

同地域における財・サービス輸出量の前年比は、今年が +4.5%、来年が +4.3% で、直近ピークである 2010 年の +14.6% や 2004 年の +15.3% から大幅な縮減傾向にある。

かたや米国経済は現状段階で、急激な景気下降リスクが尚早だ。米国は利下げ局面入りや、労働生産性の改善、高齢者・若年層の粘り腰の消費性向、米国企業による生産回帰の継続、資源エネルギー・食糧「自給自足国」の強み、AI・ハイテク等の新成長分野での優位性などにより、過去の米景気減速局面との比較では、米国の下振れと新興国の上振れの乖離拡大は抑制の可能性がある。

世界主要株価、景気悪化懸念でも米株は上位維持

米国の景気悪化懸念が高まった 8 月以降も、米国株は打たれ強さを保っている。世界主要国株価指数（現地通貨ベース、ブルームバーグ集計の世界 92 指数）成績によると、8 月の月初来では 21-22 日時点で米国株の S&P500 が +1.78% となり、上位 11 番目と健闘している。米国株よりも成績の上位は、アルゼンチン、ブラジル、フィリピン、インドネシア、ベトナムなどの株価指数などに限られている。残りの約 80 株価指数（地域）は、米国株比で「下振れ乖離」という状況だ。

MSCI 先進国株指数（ドルベース）での米国株指数は、8 月 21 日時点で前年同月比が +24.7% となっている。月末値比較では 7 月の +20.1% や 6 月の +22.8% から再上昇となり、3 月以来の大幅プラスと打たれ強さを維持している。

かたや MSCI 新興国株指数（ドルベース）は、21 日時点での前年同月比が +12.3% となっている。前月の +3.6% から反発となり、2021 年 10 月以来のプラス幅に改善してきた。

それでも前年比成績での「米国ー新興国」格差は +12.4% の米国優位であり、2021 年 6 月から長期に及ぶ米国優位のトレンドが維持されたままだ。米国資産の相対優位が維持されている限り、過去実績と

して為替ドル/円ではドル安の度合い抑制やドルのレンジ安定化が支援されやすい。

しかも MSCI 新興国株指数は現在の反発局面でも、重要な上値抵抗線である月足・一目均衡表の先行スパン・雲上下限や 48 カ月移動平均を完全に上抜けしていない。現時点で 48 カ月平均の方向角度は下向き化であり、上昇モメンタムの高まりはまだ限定的だ。

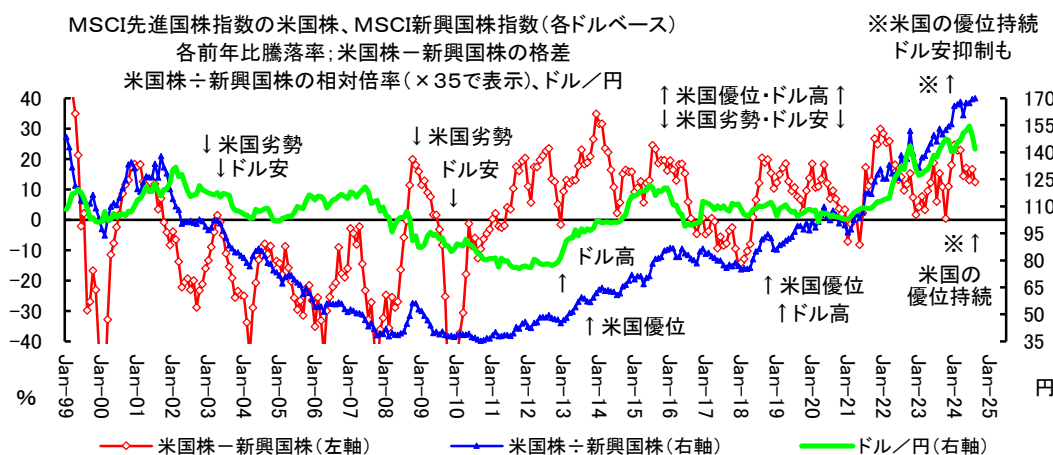
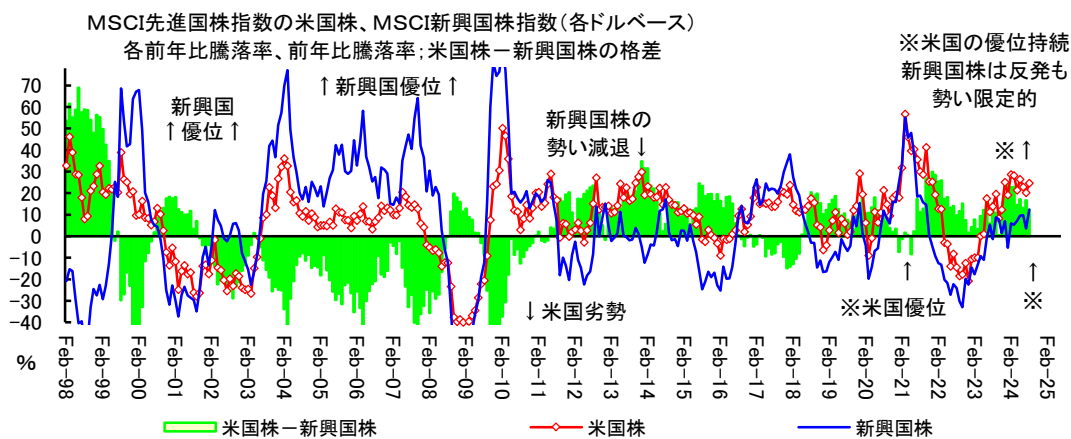
米国株指数÷新興国株指数の相対倍率は、8 月 21 日時点で 4.86 となっている。前月の 4.84 から切り上がり（数字が大きいくほど米国株優位）、2021 年 1 月の 2.73 を直近最低した米国株の優位トレンドが維持されている。新興国の高成長終焉に対し、米国の国内生産の復活を始めとした相対優位の回復という構造変化を示すものだ。

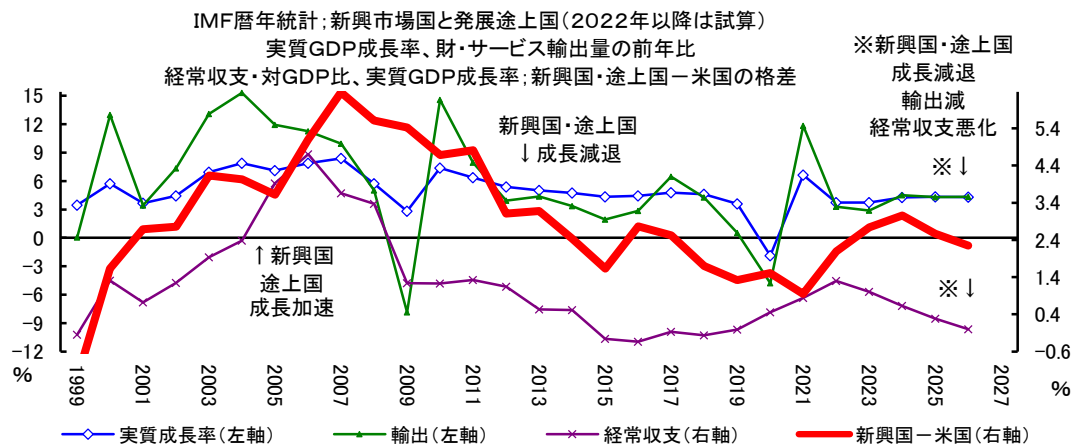
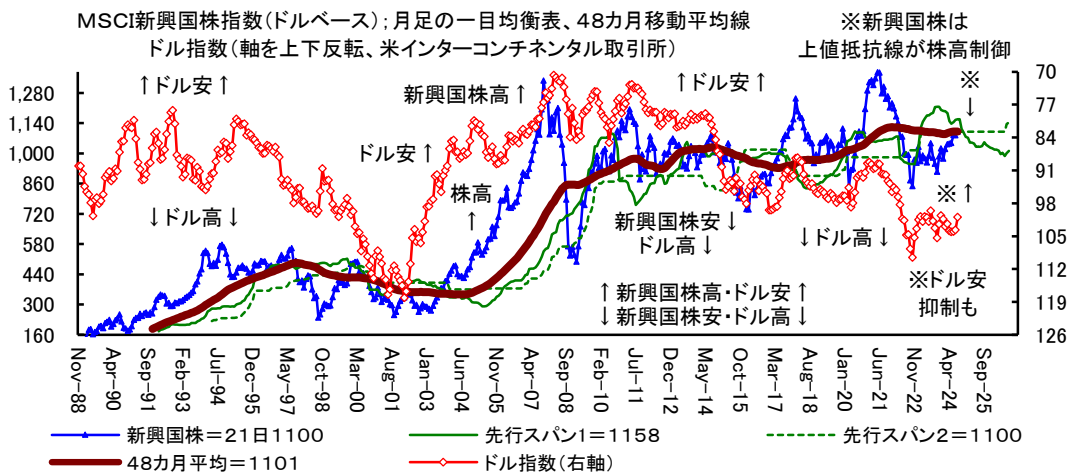
経済成長の比較でいえば、IMF による最新の世界経済見通しで実質 GDP 成長率は、新興市場国と発展途上国の今年予測が +4.3% となっている。それに対して米国は +2.6% であり、「新興・途上国－米国」

の格差は +1.7% 幅という新興・途上国の優勢だ。それでも同格差は 2022 年の +2.2% や 2023 年の +1.9% から、新興・途上国の上振れ幅が縮小となっている。

過去は BRICs ブームなど中国を始めとした新興国の急成長もあり、同格差での新興・途上国の上振れ幅は 2003 年に +4.1%、2006 年に +5.1%、2007 年には +6.4% などと上振れ乖離が広がった。為替相場では米国内外の投資家による新興国へ分散投資や、米国からの資金流出もあり、ドル/円を含めて全般的なドル安が後押しされる一因となっている。

ひるがえって現段階では、新興・途上国の米国に対する成長上振れ幅は大きく減退してきた。連動の形で米国株を始めとした米国資産からの新興国シフトは抑制され、米国資産の底堅さが維持されやすい。為替相場でも 2022 年前後からの「強過ぎたドル」の過熱調整的なドル安を超えたドル安の余地抑制と、先行きのレンジ安定化が注目されそうだ。





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。