

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



米国株の陰り、新興国の光明： 次なる成長を見極める視点

**Manyun Tan**ポートフォリオ・マネジャー、新興国株式チーム
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- ▶ 米国における関税の引き上げは、インフレ圧力の高まり、消費の減速、そして企業の投資意欲の低下を招く可能性があります。私たちは、経済成長と企業収益の鈍化を背景に、米国株式の高バリュエーションはもはや正当化しづらくなっており、株価は下落し、バリュエーション調整が進行すると考えています。
- ▶ 一方、新興国市場は、割安なバリュエーションと先進国との成長格差の拡大という好条件を背景に、米国株式からの資金分散の受け皿として注目を集めています。今後のグローバルポートフォリオにおいて、戦略的な役割を果たす可能性が高まっています。
- ▶ 私たちは、市場の変動性を冷静に受け止めつつ、バリュエーションが魅力的な銘柄の発掘に注力しています。特に、企業固有の成長ドライバーによって自己資本利益率（ROE）が改善している市場や、ラテンアメリカにおける選別的な“輝点”に着目し、次なる成長機会を見極めています。

米国の通商政策がもたらす不確実性と市場への影響

米国の関税政策は依然として不透明感を強めています。中国を除く国々に対する90日間の関税停止措置や一部の免除発表は、米国の通商政策の予測困難さを浮き彫りにしています。7月末までの猶予期間中に何が起こるのかは、依然として見通せません。

とはいえ、現在の実効関税率は昨年の2.4%から約20%へと大幅に上昇しており、これは米国内のインフレ圧力を高め、実質所得の低下を通じて消費を抑制し、企業の設備投資にも悪影響を及ぼすと見られます。その結果、米国の経済成長率は今年1%を下回る水準にとどまり、企業収益にもマイナスの影響が及ぶ見通しです。この成長の鈍化は、2026年にかけて継続する可能性があります。

それにもかかわらず、米国株式は依然として12カ月先の予想PER（株価収益率）で約20倍と、歴史的な平均（35年平均の18倍）を上回るプレミアム（割高な）水準にあります。今後12～18カ月間にわたって成長がトレンドを下回ると予想される中、米国株式のバリュエーション調整（株価下落）は避けられないと考えられます。

特に、グローバルポートフォリオにおける米国株式の比重が依然として高いことを踏まえると、投資家は今後、より高い分散効果を求めて他の地域への資金シフトを加速させる可能性があります。（次頁、図表1）

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

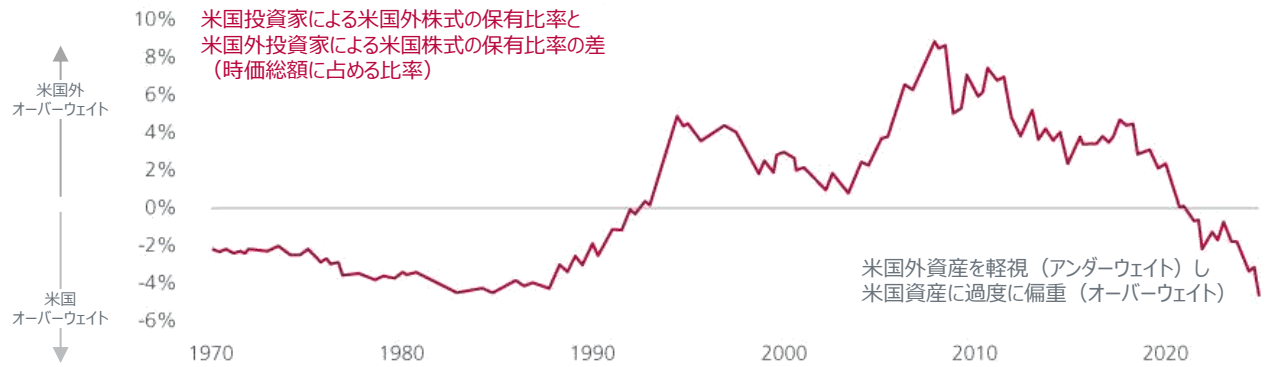
※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

250509(03)

図表1：投資家は米国株式に大幅にオーバーウェイト



出所：米連邦準備制度理事会（FRB）、HSBC（2025年4月時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

新興国市場に追い風：割安感と成長格差、そして米ドル安の恩恵

新興国市場は、米国株式からの資金分散の受け皿として、極めて有望なポジションにあります。まず、バリュエーション面では先進国市場に対して大幅に割安であり、投資妙味が高まっています。（図表2）

さらに、新興国と先進国の成長格差が安定し、今後拡大に転じる可能性もあります。歴史的に、この成長格差が拡大する局面では、新興国が先進国をアウトパフォームする傾向がありました。（次頁、図表3）

加えて、最近の市場のボラティリティ（変動性）の高まりの中で、米ドルは年初来で8.3%下落している一方、金やスイスフランといった典型的な安全資産はそれぞれ26.0%、10.0%上昇しています。米国の成長鈍化を背景に、FRBが利下げに転じる可能性が高まっていること、そして米トランプ大統領が米ドル安を志

向していることを踏まえると、米ドルのピークアウトは新興国資産にとって追い風となるでしょう。（次頁、図表4）

歴史的に、新興国資産と米ドルは逆相関の関係にあり、米ドル安局面では新興国通貨のキャリートレード（金利差に着目した通貨取引）が活発化しやすくなります。これは、為替の安定とインフレへの波及を懸念する新興国の中銀にとって、利下げ余地を広げる要因ともなります。

実際、アジアではすでに金融緩和の動きが加速しており、インド、韓国、シンガポールの政策当局が相次いで利下げを実施しました。今後も、韓国銀行やタイ銀行などの中央銀行による追加利下げが見込まれるほか、アジア以外の新興国でも緩和余地は大きいと見ています。

このように、『米ドル安 → 金利低下 → 成長加速 → 資金流入』というポジティブな循環が、新興国市場において形成されつつあると考えられます。

図表2：先進国に対して新興国の割安度合いが拡大

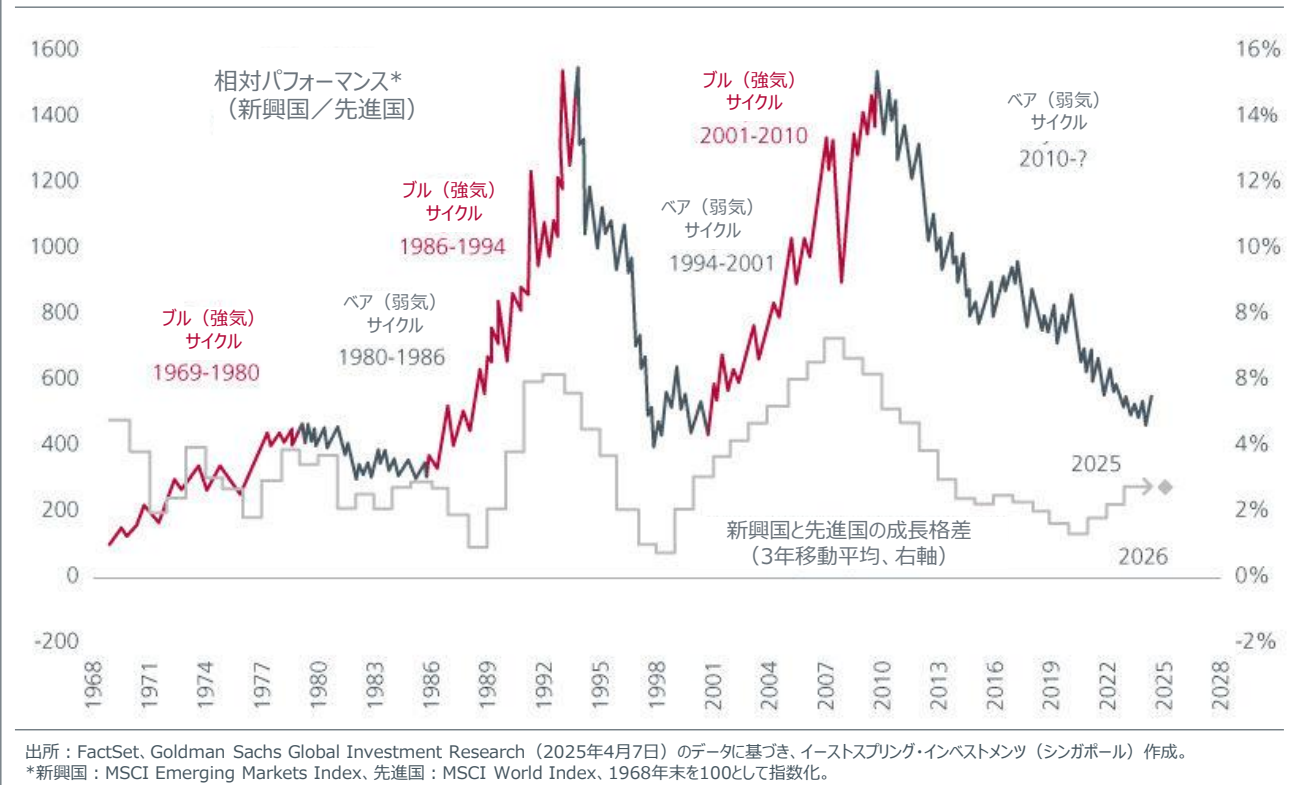


出所：MSCI、Refinitiv Datastream（2025年3月時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

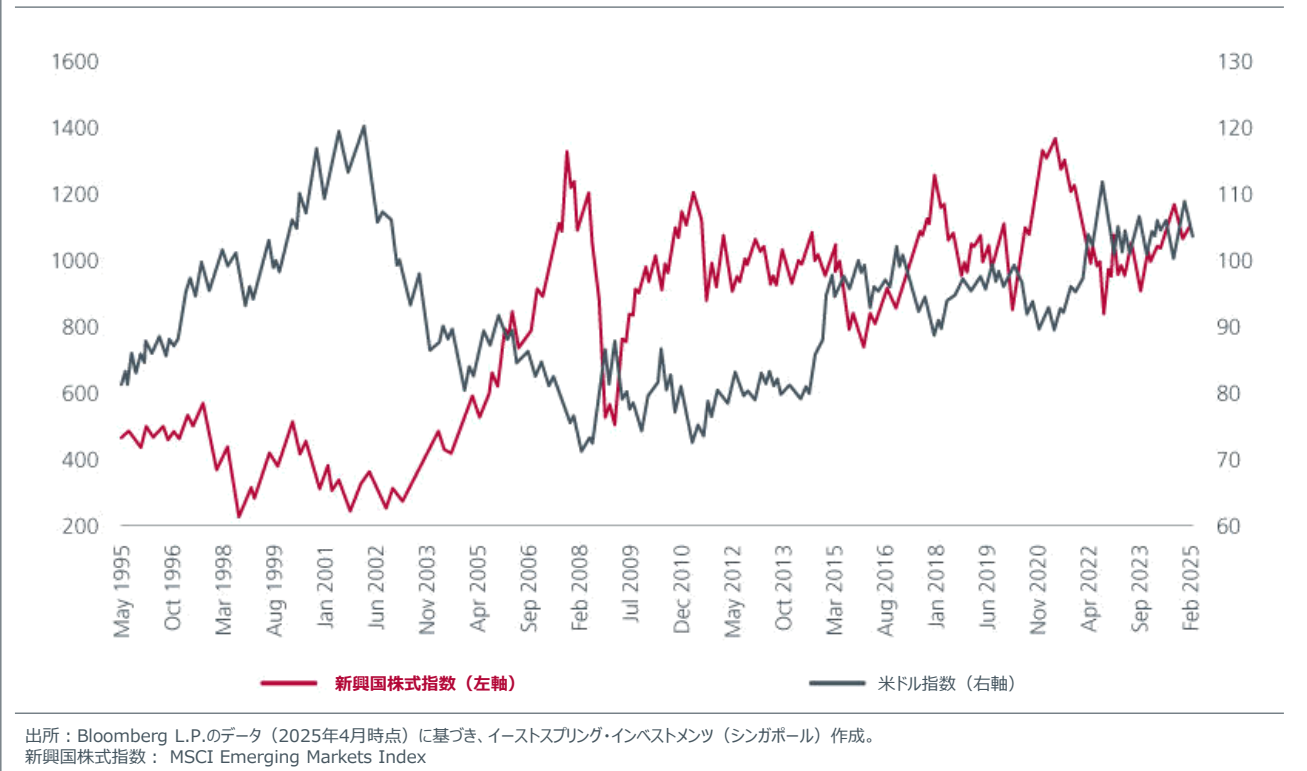
新興国：MSCI Emerging Markets Index、先進国：MSCI World Index *±1 標準偏差は、当該期間のデータの約68%がその範囲内に収まっていたことを示す。

invested in insights.

図表3：新興国と先進国：相対パフォーマンスと成長格差



図表4：米ドル安の進行は新興国市場に追い風



関税後の世界における新興国市場の相対的優位性

米国の関税政策により多くの国が影響を受ける中、新興国市場の中でも相対的な勝者が浮かび上がりつつあります。特に、景気刺激策を実施できる国々は、関税ショックの一部を相殺できる可能性があります。インドや中国の対応力にも注目が集まることが多いのですが、ここではラテンアメリカおよび中東欧・中東・アフリカ地域に焦点を当てたいと思います。

ラテンアメリカ：通貨安と割安な株式市場

4月2日の関税発表以前、ラテンアメリカ通貨は他の新興国に比べて大きく下落しており、対米ドルで前年比15%の下落を記録しました（2025年3月6日時点）。これは、ラテンアメリカ諸国が関税の影響を最も強く受けるとの市場予想や、米国向け輸出依存度の高さが背景にあります。（図表5）

しかし、実際の関税発表では、メキシコに対する追加関税が見送られたことがポジティブサプライズとなりました。現時点では、USMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）に準拠した製品には関税が課されておらず、非準拠品に対する25%の関税も、将来的な免除措置により実効税率が12%程度に低下する可能性があります。これにより、メキシコのニアショアリング（近隣国への生産移転）需要は引き続き堅調と見られます。

ブラジルもまた、GDPの80～85%が内需に支えられた

比較的閉鎖的な経済構造を持つため、関税の影響は限定的です。加えて、米ドル安と金利低下の恩恵を受けやすい市場であり、ブラジル、メキシコとも現在の株式市場は2025年予想PERベースで歴史的平均を大きく下回っています。特に、金利感応度の高い銘柄に注目しています。

中東欧・中東・アフリカ：地域差はあるが全体としては限定的な影響

この地域では、GDP加重平均で11.4%の関税が課されていますが、地域内でのばらつきがあります。中東の主要国（カタール、サウジアラビア、UAE）では関税率が10%と比較的低水準にとどまっている一方で、原油価格の下落が懸念材料となっています。

トルコに関しては、対米輸出（GDPの1.2%）よりも対EU輸出（同8.2%）の方が重要であり、中国から国内への生産回帰（リショアリング）の恩恵を受ける可能性もあります。

中東欧3カ国（ポーランド、チェコ、ハンガリー）は、EUと同様に20%の関税が適用されています。米国への収益依存度は、ポーランドとチェコが1%未満であるのに対し、ハンガリーは1.6%とやや高く、自動車産業の比重が高いため影響を受けやすいと見られます。

南アフリカについては、現時点で30%の関税が課されていますが、将来的な免除により低下する可能性もあります。

図表5：新興国の対米収益依存度



出所：FTSE Russell、FactSet、HSBCのデータ（2025年2月20日時点）に基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

invested in insights.

ボラティリティは想定内：新興国市場におけるアクティブ運用の妙味

新興国市場は、割安なバリュエーションと先進国市場との成長格差の拡大を背景に、米ドル安や米国株式からの分散投資の恩恵を受ける好位置にあります。

米国による報復関税の影響を免れた国は少ないものの、新興国内では対米収益依存度、市場シェアの変動、中央銀行の対応などにおいて大きなばらつきが見られます。このような環境は、アクティブ運用にとって大きな付加価値を生み出す機会を提供します。

私たちは、これまでも幾度とない市場のボラティリティに直面しており、こうした複雑性と変動性を乗り越える経験と知見を有しています。そのため、現在のような不確実性の高い局面においても、規律あるアプローチを維持し、割安に放置された優良銘柄を見極めることで、長期的なアルファ（超過収益）創出に注力しています。

MSCI 指数はMSCI Inc が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc に帰属します。またMSCI Inc は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。