

market:update

Capital Market Outlook, Week 21

2026年5月22日

地政学的危機の時代は新興国市場に優位か

近時、地政学的リスクが顕在化した時期に、新興国市場は堅調さを維持しているように見えます。今後の動向を注視する必要がありますが、少なくとも現時点では、過去の地政学的リスクが高まった時期に比べ、新興国市場の下方圧力に対する耐性は高い状態が保たれていると見られます。ここで、新興国の株式・債券市場の過去何十年にも亘る活況と危機の繰り返し、基軸通貨である米ドルサイクルに多大な影響を受けてきたこと、現在でも、新興国市場の資産価格の動向は、依然としてこれに大きく依存していることを認識する必要があると思われます。この観点で見ると、米ドルは単なる一国の通貨ではなく、世界の「安全」と「流動性」の対価そのものと言えます。実際に、2011年から2024年にかけて見られた貿易加重米ドル為替レートの上昇によって、世界的に資金調達環境が引き締まり、結果として、投資マネーが安全資産に流入し、リスクプレミアムが上昇するなど、新興国市場は著しい下方圧力に晒されてきました。

国際通貨基金（IMF）による世界的な米ドルサイクルの分析によると、米ドル高は先進国経済よりも新興国経済に著しく大きな打撃を与えることが示されています。具体的には、米ドルが10%上昇すると仮定した場合、一年後に新興国経済の実質GDPは平均で約1.9%低下すると試算されていますが、先進国ではその影響がより小さく表れると共に、そのような影響が早期に低減することが示されています。しかし、同時に、どの新興市場であっても、より柔軟な為替レート、より確固たるインフレ期待、そして主に自国通貨建ての債務を通じて、米ドル高による悪影響を緩和することが可能であるとの認識も示されており、まさにこの点こそが、過去の新興国市場が活況と危機のサイクルを繰り返してきた状況と比較して、近年、最も大きく変化したポイントではないかと思われれます。歴史的に見て、米ドルの高騰はしばしば米国の金融引き締めによって引き起こされ、それが新興国市場に波及して、資本流出、通貨安、そして金融危機となって顕在化してきました。実際に1980年代初頭の中南米債務危機、1990年代後半のアジア通貨危機、あるいは2013年の「テーパー・タントラム（緊縮発作）」といった経験は、市場関係者の記憶に深く刻み込まれていると思われれますが2022年から2023年にかけての米連邦準備制度理事会（FRB）による急激な利上げ局面では、当時懸念されていたような広汎な危機の波が発生することはありませんでした。これは主に、変動相場制への移行等により、通貨の柔軟性が高まったこと、金融政策運営の信頼性が増したことで、外貨建て債務への依存度

が大幅に低下したこと等によるものと考えられます。これらは、恐らく新興国市場における投資家にとって最も重要な構造的変化と言えます。勿論、この資産クラスが、米ドルの動向に起因するショックに対して完全に免疫を獲得した訳ではありませんが、以前よりも脆弱性は低くなっていると見ています。さらに、トランプ米大統領は、時に予測不能な経済政策を通じて、恐らく意図せずして、米ドルの構造的な弱体化に向かうトレンドを引き起こしたと考えられます。その結果、主要25ヶ国の新興国通貨で構成されるJPモルガン新興国通貨指数は、2011年以降の長い低迷期を抜け出し、2025年初頭から米ドルに対して上昇傾向にあります。

新興国通貨が上昇傾向

主要25ヶ国JPモルガン新興国通貨指数 vs 米ドル



出所: ブルームバーグ、メッツラー

2026年5月12日時点

新興国市場にとって、足元の通貨高傾向は、世界的な金融環境の改善、海外投資家のリスク回避姿勢の緩和、より有利な借り換え条件等を意味しており、IMF自身も、新興国市場は近年の様々なショックを予想以上にうまく乗り切り、過去10年から20年の間にマクロ経済情勢が大幅に改善したことを指摘しています。こうした新興国市場の回復力は、現在、世界経済が、中東情勢の緊迫化、エネルギー価格の高騰、地政学的な分断、より脆弱化した貿易秩序など様々な重荷を背負う逆説的な状況にある中で示されていることは注目に値すると考えています。実際に、IMFは、2026年4月の『世界経済見通し』において、2026年の成長率を3.1%、2027年を3.2%と予測していますが、とりわけ、テクノロジー投資の拡大やAI（人工知能）関連需要、そして民間セクターの力強い適応力などが、地政学的ショックを相殺する強力な下支えになっているのではないかと考えています。

market:update

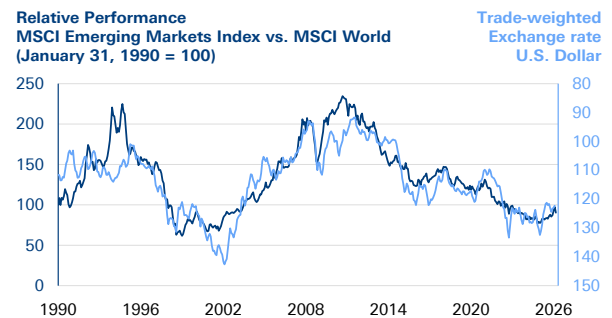
アジアは依然として新興国市場におけるマクロ経済の牽引役であり続けており、IMF は、アジアの成長率について 2026 年は 4.9%、2027 年は 4.8%と予測しています。地域内の格差がとくに顕著となっており、2026 年の成長率は、中国が 4.4%、インドが 6.5%、ベトナムは 7.1%に達すると見込まれています。現在、成長の最大の原動力となっているのはテクノロジー分野で、世界的な人工知能 (AI) ブームが、北東アジアの半導体・エレクトロニクス産業を力強く牽引しています。IMF は、テクノロジー関連輸出の急増を、最近の世界貿易動向の中心的特徴として明確に指摘しています。これはとりわけ、デジタルインフラ、データセンター、AI アプリケーションへの世界的な投資ブームに向けて主要部品を供給しているアジア諸国にとって大きな恩恵となっています。一方で、中国は、依然として特例的な状況にあると見られます。国内経済の低迷と不動産危機の構造的な余波が、同国の足枷となっている状況が顕著に表れています。その結果、中国は過去の景気循環に比べ、地域全体を牽引する強力な成長エンジンとしての役割を果たせておらず、代わりに、現在はインド、インドネシア、ベトナムといった国々が、同地域の成長エンジンとして主導的な役割を担っていると見ています。

ラテンアメリカは、各国の成長率はやや控えめですが、債券投資家にとって最も興味深い地域の一つになり得ると見ています。IMF は、ラテンアメリカの成長率について、2026 年は 2.3%、2027 年は 2.7%と予測していますが、かような経済成長の背後には、比較的妥当な金融政策、より柔軟な為替レート、そして、国により豊富な天然資源などが組み合わさっている点が注目されます。中でも、ブラジルはエネルギー純輸出国である為、短期的にはエネルギーショックから若干ながら恩恵を受けており、2026 年は 1.9%、2027 年は 2.0%の成長が見込まれています。一方、メキシコは依然として米国経済や北米諸国との貿易関係に密接に結びついており、2026 年は 1.6%、2027 年は 2.2%の成長が見込まれています。

ここで、MSCI エマージング・マーケット・インデックスを見ると、アジアが圧倒的に大きな割合を占めており、中国、台湾、韓国だけで同指数の 6 割程度を構成していることが分かります。従って、アジア地域が同指数のパフォーマンスを牽引する主要素となっている為、アジアの力強い成長の勢いに加え、半導体や関連ハードウェアといったハイテク分野での強みが相俟った世界的な AI 投資サイクルにおける勝者であるアジア経済の成長から恩恵を受ける構図が示されています。しかし、MSCI エマージング・マーケット・インデックスが MSCI ワールド指数に対してアウトパフォームする主な要因は、依

然として米ドルサイクルとなっていることは興味深いことであり、注目すべきだと考えています。

米ドルの動向が、新興国株式市場の投資機会を左右する



出所: ブルームバーグ、メッツラー

2026年3月31日時点

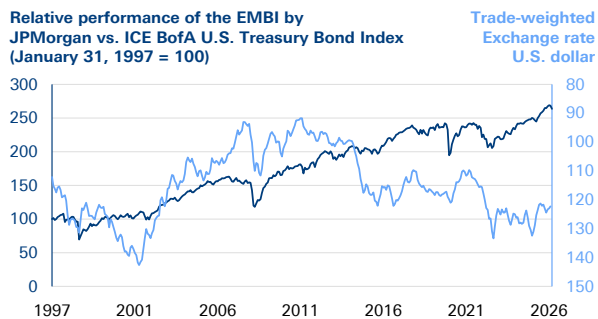
一方、この地域は債券投資家にとっても非常に興味深い市場だと言え、多くの新興国市場において、中央銀行の信頼性が高まり、為替レートがより柔軟になり、外貨建て債務が減少するなど、債券市場の魅力が増している状況が確認されており、インフレが抑制され、実質金利が高い状況下で、今後の政策金利の引き下げが、現地通貨建て債券の価格上昇を再びもたらす可能性が考えられます。一方、外貨建て債券は、地政学的な要素など、外的な要因への依存度が高いままであることには留意が必要と考えています。

地政学的ショックへの経済的な近接性は、個々の債券市場のパフォーマンスを左右する決定的な要因となり得ると見て注目しています。戦争の資金調達を行ったり、エネルギー輸入に依存したり、或いは、防衛費の増加を同時に負担しなければならない国々は、一方の地政学的な問題から政治的な距離を保ち、財政面での直接的な影響が比較的少ない国々と比べて、国債に関して異なるリスク特性をもつと考えられます。過去において、戦争に関与した国の国債に投資した投資家は、しばしば実質リターンがマイナスとなる結果に終わってきました。しかし、現在は、多くの新興国市場が、過去のショック時よりもファンダメンタルズを含めてより強固な立場にあると思われ、一種の「戦略的距離による恩恵」を享受できる可能性が高いと考えており、とりわけ、商品価格変動に対する緩衝力があり、信頼できる政策を有し、対外的な脆弱性が低い国々について注目しています。

market:update

興味深いことに、債券市場では、株式市場に比べて米ドルサイクルによる影響がそれほど顕著ではない傾向が見られます。その理由の一つとして、新興国市場の米ドル建債券及び外貨建債券の利回りが米国債に比べて高いことが、過去のマネー流出局面において、しばしば有効な緩衝材となってきたことが挙げられます。

新興国債券は利回り水準が大幅に高いことが、米ドルサイクルのパフォーマンスへの影響を軽減



出所: ブルームバーグ、メッツラー

2026年3月31日時点

結論として、投資家にとって、新興国市場とは、冷静さを促すリスク認識の重要性を改めて提起すると同時に、ファンダメンタルな構造変化をもたらす根拠に基づく希望を与えてくれる投資対象であるということです。冷静さを促すというのは、新興国市場には最早、一律の「強気相場」など存在しないと思われるからであり、例えば、サンパウロからソウルまでが足並みを揃えて上昇する可能性に期待するといった従来のフレームワークは、地政学リスクの顕在化、サプライチェーンの再編、AIによる資本・データ・半導体・人材等の集中化によって形作られる現代の世界観には当てはまらないと思われます。

一方で、希望がもてる点として、今日の新興国市場では約 20 年前と比べて外部要因への依存度が低くなっていることが挙げられます。現在の新興国市場のファンダメンタルズにおける強靱さは、決して偶然の産物ではなく、より信頼性の高い中央銀行、通貨ミスマッチ（資産と負債の通貨不一致）の減少、外貨準備の増加、そして為替レートの柔軟性向上といった、金融経済の諸政策の改善による結果だと考えられます。

米国：新FRB議長はどのような動きを見せるか

米連邦準備制度理事会（FRB）の新議長にケビン・ウオーシュ氏が就任する見通しですが、彼のリーダーシップの下、今後 FRB がどのような金融政策上の行動を取るかは、現時点では予測不可能だと思われます。米国の政策金利であるフェデラルファンド（FF）金利は、足元で金融市場が織り込んでいる通り、大方、年末までは据え置かれるのではないかと予想しています。昨今の高インフレ環境を背景に、当面の間、利下げの余地はないと思われる他、金利見通しの再評価を必要とするような経済指標の発表も未だ出ていないと見ています。新興国市場にとっては、米国の金利が安定し、米ドルが下落傾向にある状況は好都合だと言える為、今後の FRB の動向を引き続き注視して行きたいと考えています。

ユーロ圏：景気後退ほどの程度深刻か

欧州企業は、世界的な AI ブームの恩恵を殆ど受けていないことから、現在、欧州はエネルギー危機による打撃を最も強く受けているように見えます。今後は、ユーロ圏の購買担当者景気指数（PMI）や消費者信頼感指数、ドイツ IFO 景気動向指数などで、経済成長の落ち込みがどの程度まで深刻になり得るか見極めて行きたいと考えていますが、基本的には、ユーロ圏の経済成長率は依然としてプラス圏に留まるであろうと予想しています。



Edgar Waller

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

market:update

- 1.) 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 2.) 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 3.) 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 4.) 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
- 5.) 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 6.) 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 7.) 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 8.) 害について一切責任を負いません。
- 9.) 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 10.) 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 11.) 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 12.) 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 資産運用業協会

W26-016