

※「エマージング諸国」とは、アジア、中南米、東欧・ロシアなどの新興諸国を指します。

Contents

【タイ】景気低迷下のパーツ高は持続可能か～市場の予想外の利下げの背景を探る	1ページ
【中国】安定成長に向け、経済の軟着陸は実現するのか	6ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	10ページ

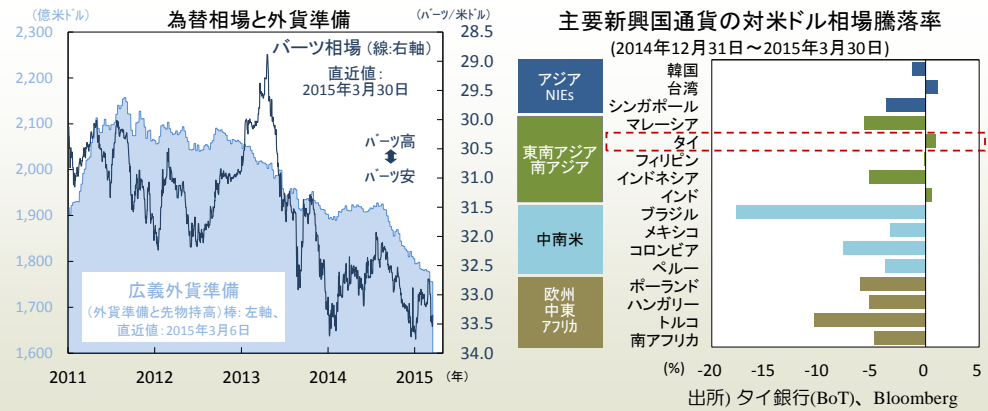
## 【タイ】景気低迷下のパーツ高は持続可能か～市場の予想外の利下げの背景を探る\*

### ● 米ドル高基調の下でも底堅さの目立つパーツ相場

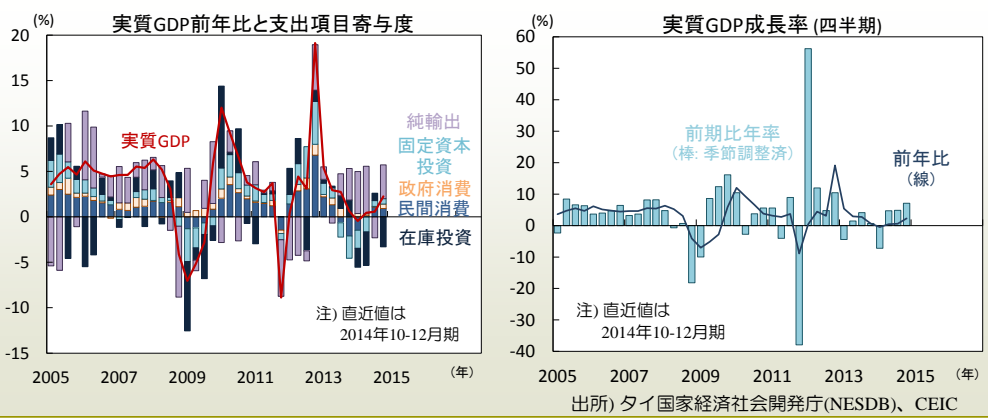
タイ・パーツ相場の堅調さが目立ちます。同相場は、年初より3月30日にかけて対米ドル(以下「ドル」)で1.0%上昇(図1)。米国による年内の利上げ開始の可能性が意識され、ドル高基調が続く中でも、その底堅さが目立ちました。一方、同国では景気の回復が遅れており、主要貿易相手国の景気減速の影響から輸出の伸びも不振です。タイ銀行(BoT)は、3月11日に市場の予想外の利下げを行い、景気下支えを図っています。本稿では、国内景気や輸出が低迷する中でパーツ高は今後も持続するのかについて考察します。まず、足元の景気物価動向につき概観し、内需の回復が遅れている背景について記述(1-3頁)。次に、貿易収支と経常収支の動向について分析し(3-4頁)、足元で進む両収支の改善の背景を探ります。さらに、市場の予想外の利下げの背景を探り、市場参加者の一部の間で浮上した「パーツ高を懸念する政府の圧力の下で行われた利下げ」という観測の妥当性を検証します(4-5頁)。最後に、景気低迷下のパーツ高が今後も持続し得るのかについて考察します(5頁)。

同国では、10-12月期の経済成長率が市場予想以上に反発したものの、民間消費の伸びが鈍化するなど、今後の回復の持続性には疑問が残ります。同期の実質GDPは前年比+2.3%と前期の+0.6%より反発し、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+2.0%を超過。季節調整済みの前期比年率は+7.1%と前期の+4.8%より加速しました(図1右)。民間消費は前年比+1.9%と前期の+2.2%より鈍化し、前期比年率は▲2.3%と反落。耐久財消費が低迷しました。高い家計債務の水準(図3左)と低い家計向け融資の伸び、米や天然ゴムなど農産物価格の低迷による農業所得の落込み(図3右)が消費を下押ししました。燃料価格の低下に伴う購買力の改善も生じたものの、一部の非耐久財消費を小幅に押し上げるに留まったとみられます。政府消費は前年比+5.5%と前期の+0.4%より反発。前年度(～2014年9月)の繰越予算777億パーツの執行などによります。

【図1】米ドル高基調の中、他の新興国通貨に比べ底堅いパーツ相場(右)



【図2】景気は回復しつつあるも、民間消費などの勢いは弱い(左)



## ● 民間投資が緩やかに回復するも公的投資は低迷

10-12月期の実質固定資本投資は+3.2%と前期の+2.9%よりやや改善。前年同期の急落からの反動(前年低ベース効果)に支えられた面も大きいとみられます。民間投資が同+4.1%と緩やかに加速、バンコクと近郊を中心に住宅や商業施設の建設投資が伸びた影響です。一方、公的投資は▲0.3%と6期連続のマイナスとなりました。公的部門の建設投資は加速したものの設備投資が減速、国有企業による投資の鈍化の影響です。在庫投資の寄与度は▲3.3%ポイントと前期の+0.8%ポイントより悪化しました。

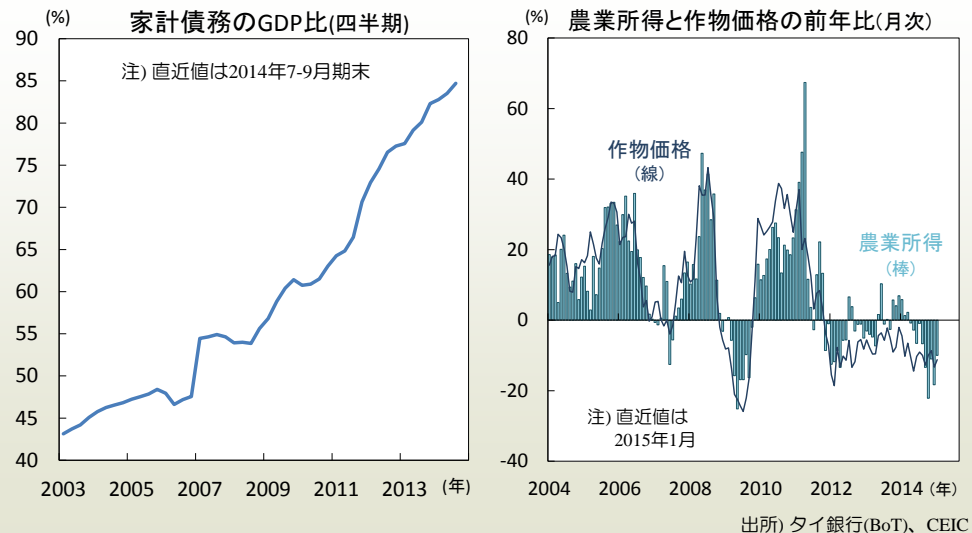
外需では、総輸出が同+4.9%と前期の▲3.8%より反発し4期ぶりのプラスに。財輸出が同+2.8%と前期の▲1.4%より緩やかに回復した影響です。電子・電器、自動車、砂糖、米、海産物等が伸びをけん引しました。サービス輸出も同+11.4%と前期の▲11.7%より急回復。一昨年末より低迷していた海外からの来訪者数が、治安状況の改善などを背景に回復していることが背景で(図4左)、中国等アジアからの来訪者数の増加が顕著です。総輸入は同▲0.3%と前期の▲1.1%よりマイナス幅が縮小。資本財や原油の輸入が低迷したものの、電子部品等の中間財や消費財の輸入が回復しました。この結果、純輸出の寄与度は同+3.7%ポイントと前期の▲2.3%ポイントから反転しました。

## ● 回復しつつも勢いに欠ける10-12月期の製造業生産

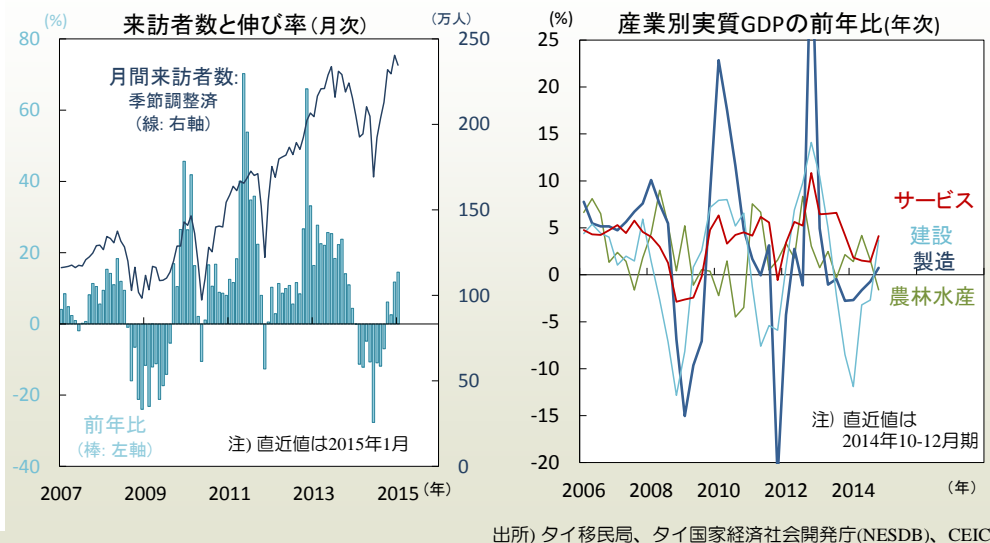
生産側では、農林漁業が前年比▲1.6%と前期の+1.6%から反落(図4右)。エビの早死症候群(EMS)拡散の収束に伴って漁業が回復し、米、キャッサバ、サトウキビ等の生産も堅調だったものの、南部の大雨や北部と東部の水不足などを受けてパーム油、天然ゴム、パイナップルの生産が落込みました。鉱業は同+0.8%と前期の▲0.8%より反発。天然ガスの増産によります。製造業は+0.7%と前期の▲0.7%より反転。輸出の回復に伴って、衣服、電子機器、石油化学等が伸びました。建設業は+3.7%と前期の▲2.7%より反発。民間建設投資の伸びが背景です。サービス部門は同+4.1%と前期の+1.4%より加速。来訪者数の増加を受けホテル・レストランが+3.6%と前期の▲4.6%より反転、政府消費の回復で、公共サービス等が+8.1%と前期の+1.1%より急伸びしました。

10-12月期の実質GDPは市場予想以上の伸びとなったものの、1月以降の月次の景気指標には弱さが目立ちます。1月の製造業生産は前年比▲1.3%と前期の▲0.1%よりマイナス幅が拡大、マイナスは22ヵ月連続です(図5左)。11-12月に伸びた輸出の前年比も1月より反落し、製造業生産を押し下げました。自動車生産の伸びが同+0.1%と18ヵ月ぶりにプラスに転じたものの、電子・電器等の輸出部門の生産が落ち込みました。

### 【図3】農産物価格の低迷に伴って落ち込む農業所得の伸び(右)



### 【図4】治安状況の安定化などを受けて来訪者数が回復(左)



## ● 民間消費の回復が遅れ、2015年の景気回復は緩慢か

1月の民間消費は前月比+0.2%と前月の▲0.2%より反転しつつ低い伸びに留まりました(図5右)。耐久財消費の落ち込みが緩和したものの、非耐久財と準耐久財の伸びが鈍化した影響です。1月の民間投資は前月比0.0%と前月と変わらず(図6左)、前年比は▲0.2%と前月の0.0%よりやや悪化しました。建設許可面積が拡大した一方、建材購入や資本財輸入が鈍化しました。

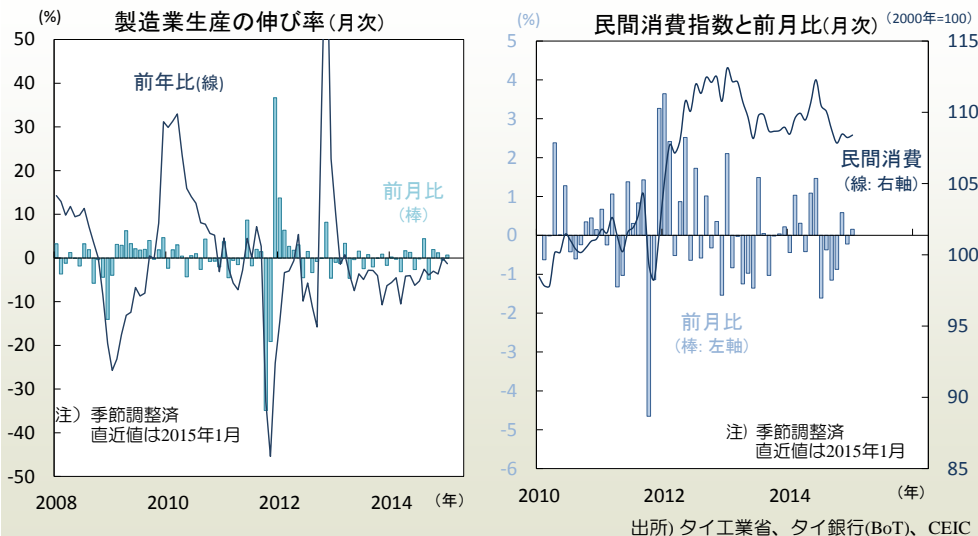
今後も、高い家計債務水準と低い消費者信頼感、米や天然ゴム価格の低迷に伴う農業所得の不振などが重石となり、家計消費の回復は緩慢なものに留まるでしょう。政府支出は伸び始めたものの、政府が汚職抑制のため執行手続きを厳格化する中、急速な伸びは期待できません。民間部門の設備投資は、政治状況の安定化に伴う企業部門の信頼感の改善や投資委員会(BoI)による投資認可の再開などに伴って回復が見込まれるものの、外需の回復速度の緩さと設備稼働率の低さが重石となる見通しです。外需では、貿易相手国の景気回復の遅れから財輸出の伸びが引き続き伸び悩む一方で、来訪者数の増加がサービス輸出の伸びを支える見通しです。今年通年の成長率は、昨年の+0.7%の低成長からの反動が生じるにもかかわらず、+3%台後半に留まる見通しです。

## ● 燃料価格低下などで総合消費者物価の伸びがマイナスに

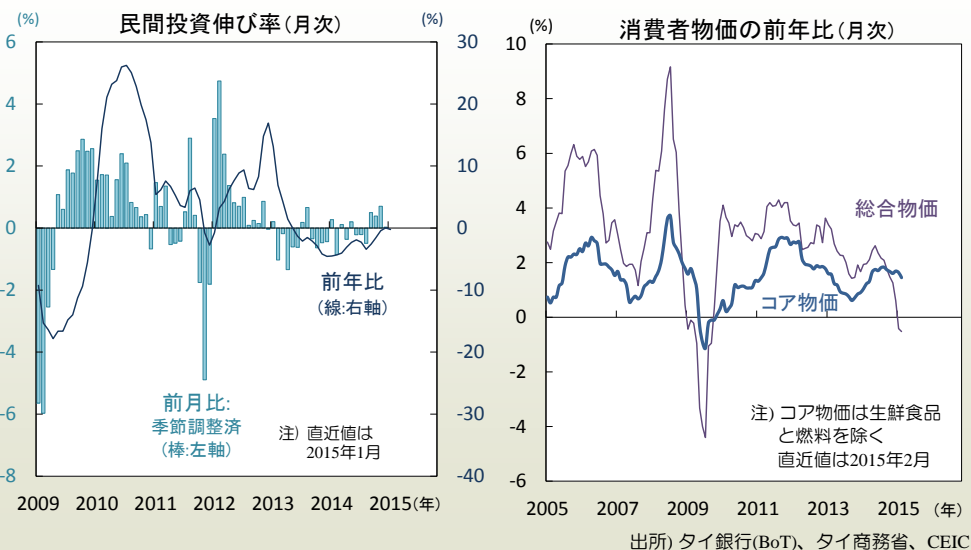
内需の弱さや国際燃料物価の低迷などを背景に、消費者物価は低下しています。3月2日公表の2月の総合消費者物価は前年比▲0.5%と前月の▲0.4%に続くマイナスの伸びとなりました(図6右)。食品物価が同+1.7%と前月の+2.3%より低下(図7左)、燃料物価も同▲12.9%と前月の▲13.9%に次ぐ大幅なマイナスとなり、総合物価を押下げました。米、肉、卵・乳製品、野菜など幅広い食品の価格が前月より下落し、食品物価の上昇を抑えています。燃料と生鮮食品を除くコア物価は、同+1.4%と前月の+1.6%より鈍化。内需が勢いを欠く中で、需要側からの物価上昇圧力は弱い模様です。

国内景気が勢いを欠く中、貿易収支と経常収支は改善を続けています。10-12月期の経常黒字は98億ドルと(図7右)、GDP比10.4%に相当。2014年通年では同3.8%と前年の▲0.6%より大きく反転しました。輸入の落ち込みに伴って、国際収支ベースの貿易黒字が拡大していること、海外からの来訪者数の増加に伴って、サービス収支の黒字が拡大していることが背景です。1月の来訪者数(季節調整前)は265万人と前年比+14.5%増加(図4左)。一昨年末の政治混乱と昨年5月のクーデターなどに伴って減少した来訪者は、その後の治安状況の改善や夜間外出禁止令の解除などに伴って回復しています。

### 【図5】低迷する製造業生産(左)と民間消費(右)



### 【図6】2ヵ月連続でマイナスとなった総合消費者物価の伸び(右)



## ● 燃料価格と内需の低迷によって押し上げられる貿易黒字

2月の通関統計では貿易収支が+3.9億ドルと、前月の▲4.6億ドルより反転。輸出が前年比▲6.1%と前月の▲3.5%よりマイナス幅が拡大する一方、輸入は同+1.5%と前月の▲13.3%より反転しました(図8左)。輸入を本船渡し価格(fob)で計上する国際収支統計の貿易収支では、1月の+14億ドルまで12ヵ月連続の黒字です。2月の燃料輸入は前年比▲36.3%と5ヵ月連続でマイナス2桁台の伸びとなり、総輸入の伸びを7.7%ポイント押し下げ。国際燃料価格の低迷が背景です。消費財の輸入が前年比+31.6%と大きく伸びた一方、国内投資の低迷を背景に資本財は同+3.9%と低い伸びに留まりました。輸出では、電子・電器、自動車、鉄鋼・建材などがプラスの伸びとなった一方、ゴム、石油、プラスチックなど一次産品関連輸出が落込み、総輸出額を下押ししました。輸出先別では米国向けが同+5.4%とプラスの伸びを保つも、中国、日本、東南アジア、欧州向けがそれぞれ▲15.1%、▲11.7%、▲8.4%、▲4.6%とマイナスの伸びになりました。

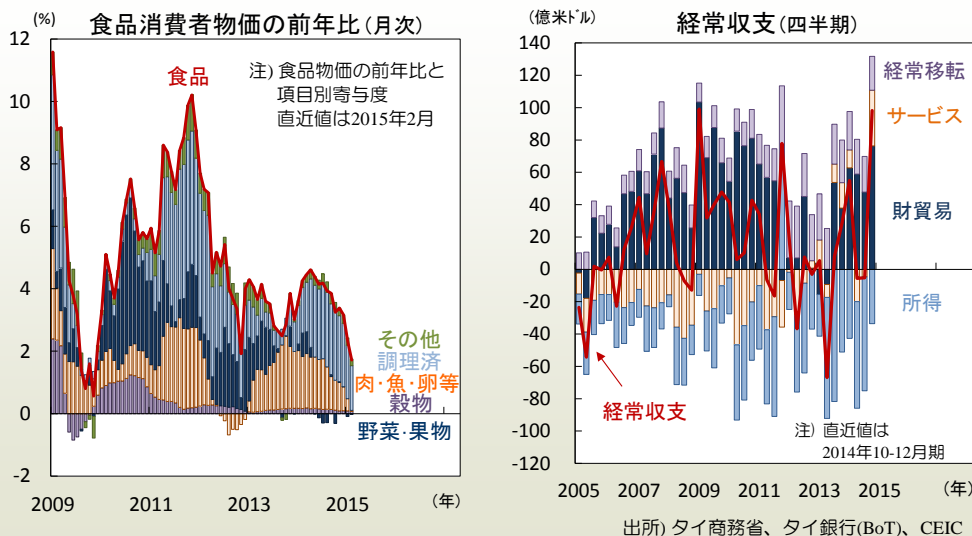
同国の燃料純輸入額は2014年にGDP比9.6%に相当(図8右)。国際燃料価格の低迷に伴う貿易収支改善効果は極めて大きいとみられます。内需の低迷を背景に輸入の伸びも鈍化する中、今年の経常収支のGDP比は+5%台半ばと昨年の+3.8%を上回る見通しです。

## ● 3月11日、市場の予想外の利下げに踏み切った中央銀行

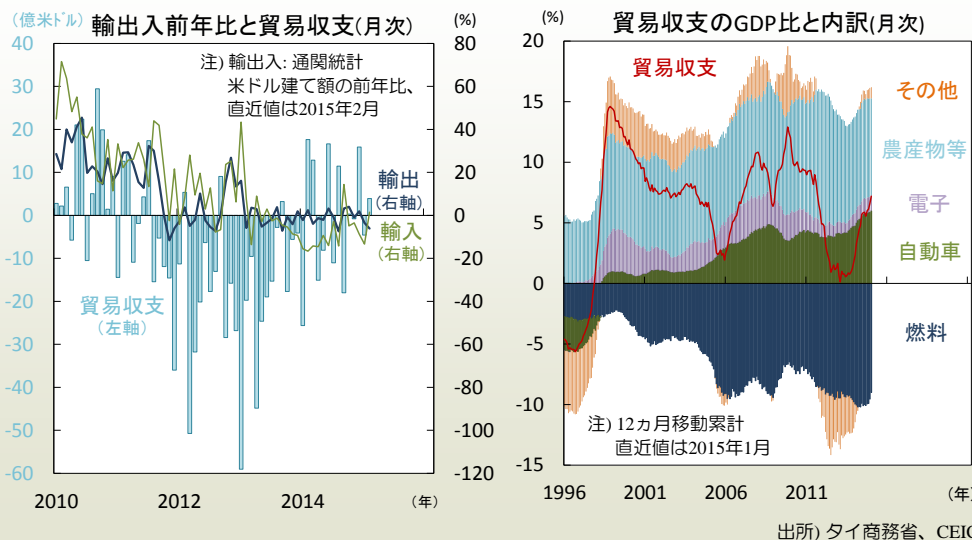
景気が勢いを欠き、消費者物価が落ち込む中、タイ銀行(BoT)は利下げに踏み切りました。3月11日、タイ銀行(BoT)は政策会合で政策金利を2%から1.75%に引下げ(図9左)。利下げは、昨年3月以来1年ぶりです。Bloomberg集計ではエコノミスト22人中16人が政策金利の据置きを予想しており、市場の予想外の利下げでした。

BoTの声明は、信頼感の弱さ等を背景に民間部門の消費と投資は勢いを欠いており、今後の景気の回復は、当初予想していたより遅いものとなろうと記述。BoTは3月20日公表の金融政策報告書で2015年の成長率予想を従来の+4.0%から+3.8%に下方修正しており、民間消費が低迷する中で景気見通しにより慎重になっている模様です。BoTの声明は、輸出に関しても、中国など主要な貿易相手国の景気減速に伴って下ブレ・リスクが高まっていると指摘しました。財政刺激策の実行には時間がかかり、総合消費者物価の伸びもしばらく低位に留まると見込まれる中、追加的な金融緩和によって景気回復を支え、民間部門の信頼感を改善させるべきと、利下げの理由を説明しました。今回の決定は、4対3という僅かな差によるもの。前2会合では、2対5で金利据置きが決まっており、今回、委員2名が利下げ支持に回ったものと思われる。

【図7】燃料輸入価格低下や来訪者数回復などに伴って経常黒字が拡大(右)



【図8】2014年時点でGDPの9.6%に相当する燃料の純輸入額(右)



## ● 「パーツ高抑制のための利下げ」説は妥当なのか

3月の政策会合で、利下げ提案に対して反対票を投じた3委員は、金利水準は既に景気回復を支えるに十分なほど低いと主張。(追加利下げという)政策余地は、より必要性が高い時や利下げの波及が効果的になった時のために温存すべきと、今回の利下げに反対しました。また、声明は、長期に渡る低金利は高金利資産への投資を促すため潜在的なリスクを注視する必要があるとも記述。高水準の家計債務など懸念する利下げ反対派の考えを反映したものとみられます。

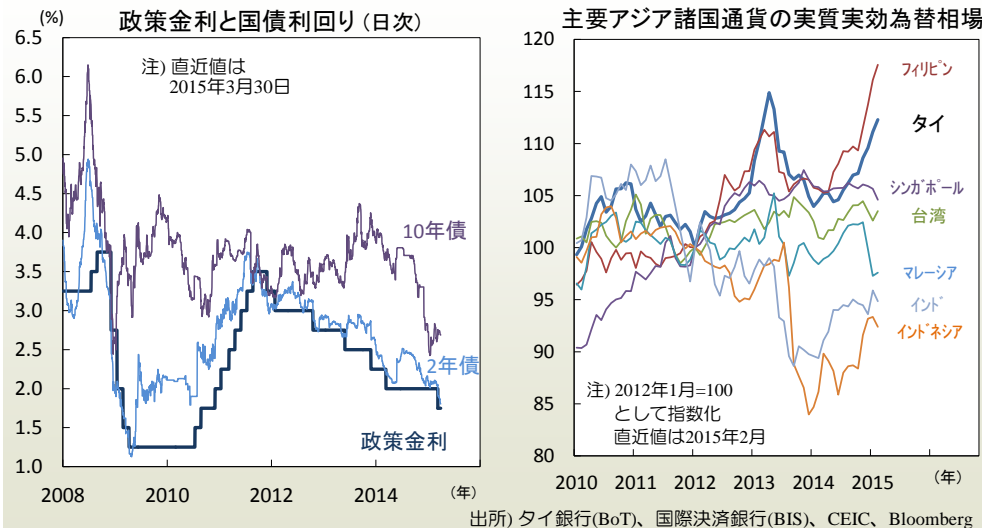
今回の利下げの直後、一部の市場参加者の間では、利下げはパーツ相場抑制も意図したものではないかとの観測も浮上しました。簡潔な声明には為替相場に関する記述が見られないため、3月25日公表の同会合の議事録が注目されました。しかし、同議事録には、パーツ高への懸念は殆ど見られず。パーツは米ドルにも他の貿易相手国通貨に対しても上昇したとしつつ、相場上昇は主に経常黒字や直接投資などの「基礎的な流入」によるものであり、証券投資はほぼ均衡していたと指摘していました。前会合の議事録で議論されていた欧州中銀(ECB)等による金融緩和がタイへの資本流入を促すのではないかとこの点に関しては、「資本流入は目立ったものではなかった」とされました。

## ● 今後も当面、底堅い動きが予想されるパーツ相場

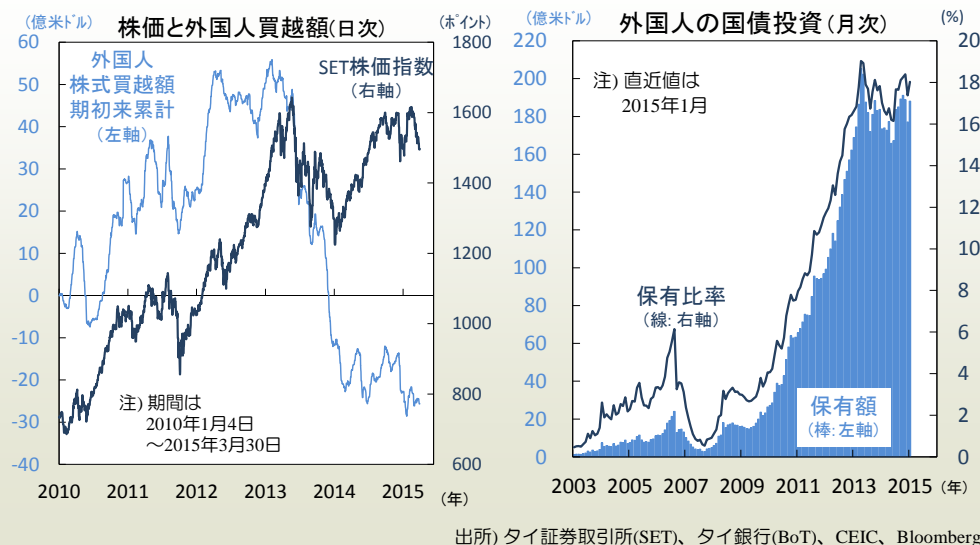
パーツの実質実効相場(REER)は、近隣諸国通貨の多くを上回って上昇(図9右)。国内では、輸出業者を中心にパーツ高を懸念する声が高まっています。金融市場の一部では、パーツ高を抑制したい政府の意向を受けた政策委員4名が、BoT幹部3名(総裁1名と副総裁2名)の反対を押切って利下げを強行したとの観測も浮上。しかし、今回の議事録公表によって、利下げは主に景気下支えを意図したものであったことが明らかになりました。今回の決定は、政策委員の見解が二分される中での際どいものであり、今後の追加利下げは更なる予想外の景気下ブレの兆候がない限り難しいでしょう。BoTは今後も年末まで政策金利を据置く可能性が高いと考えられます。

前述のとおり、国際燃料価格の低下、弱い内需、来訪者数の増加等を背景に同国の経常黒字は今後も拡大する見込みです。また、総合消費者物価の伸びがマイナスに転じる中、利下げ後も同国の実質政策金利はプラスの水準を維持しています。一昨年末以降の政治混乱もあり、海外投資家による証券投資残高も相対的に小さい中(図10)、米国の利上げ開始に伴って金融市場が動揺しても影響は限定的でしょう。パーツは、今後も当面、他の新興国通貨に比べ安定的に推移すると予想されます。(入村)

【図9】3月の政策会合で市場の予想外の利下げを決定(左)



【図10】海外投資家による証券投資残高は、比較的低位





## 【中国】安定成長に向け、経済の軟着陸は実現するのか

今年の全人代で現指導部は構造改革重視から景気支援への姿勢転換を内外にアピールしました。今後、追加景気対策への期待が高まるなか、当局は財政・金融両面で景気底割れの回避を目指す予想されます。

### ● 景気の下支えに姿勢を転換した当局

3月15日、年1回北京で開催される中国全国人民代表大会(日本の国会に相当、以下、「全人代」)が11日間の日程を終えて閉会しました。

今回の大会でまとめられた政策運営のポイントは2つあると言えます。

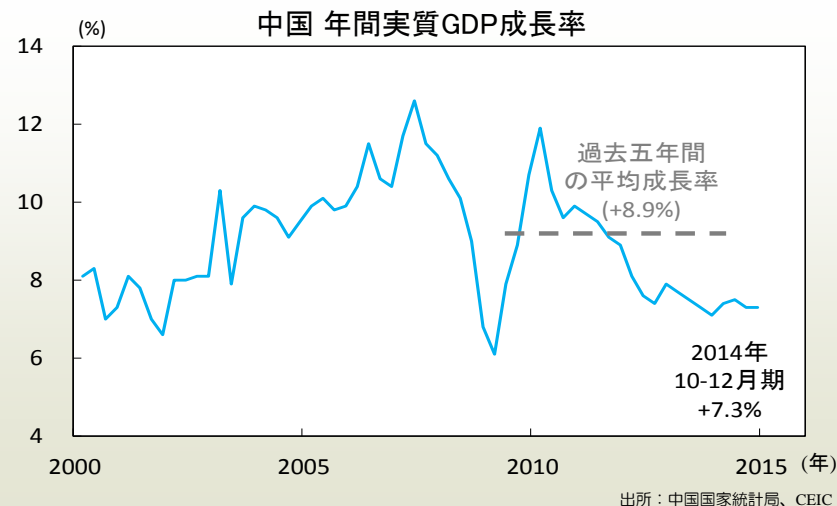
まず、年間+7%成長への政策動員が注目されます。同大会で採択された政府活動報告では、2015年の実質GDP成長率の目標値を前年の同7.5%より「7%前後」に引き下げる方針が正式に確認されました(図1)。全人代閉会直後の記者会見で、李克強総理は「消費主導の成長への構造転換を図るため、成長の質を重視する」と前置きしながら、「経済成長率が目標の下限に低下し、雇用ないし所得に悪影響が出た場合、政府は目的を絞った景気支援策を機動的に打ち出す」と明言しました。これは、現指導部が潜在成長率の低下を認めつつも、短期的な景気の底割れリスクが生じた際には、景気刺激策の導入をためられないという姿勢を示唆したものと受け止められています。

2015年の主要経済目標として、小売総額は前年比+13%と、2014年の実績値である+12.0%よりやや高めに設定された一方で、固定資産投資は同+15%で、昨年の実績値+15.3%と概ね横ばい。また、財政赤字対GDP比の目標値は昨年の▲2.1%から▲2.3%に拡大し、年末にかけて財政出動の拡大による景気支援が行われるとみられます(図2)。

次に、昨年と同じく、汚職・不正に対する取締り強化が強調されました。2013年後半から新指導部による汚職摘発運動が厳しさを増しています。贈収賄事件の検挙数は年々上昇し、2014年1年間で収賄などの汚職で立件された公務員の数は前年比+7.4%増の5.5万人となりました。しかし、政治闘争の色彩も持つ上記の取締りが継続され、ぜいたく消費の押下げや、汚職の疑いをかけられることを懸念する官僚が投資計画の執行を中止するなどの副作用が生じ、短期的に内需回復の重石になりそうです。

今回の全人代では、指導部は足元の経済指標が軒並み低下したことに対し、これまでの「鈍化局面でも安易に景気対策を打たない」という方針から、景気支援にできる限りの措置を講じるとの姿勢転換を内外にアピールしたと思われます。

【図1】2011年以降、年々低下する実質GDP成長率



【図2】2015年の主要経済目標

中国 2015年の主要経済目標

	2014年 目標と実績	2015年 目標
実質GDP 年間成長率	+7.5%(+7.4%)	+7.0%
消費者物価(前年比)	+3.5%(+2.0%)	+3.0%
通貨供給(M <sub>2</sub> 、前年比)	+13.0%(+12.2%)	+12.0%
財政赤字対GDP比	▲2.1%(▲2.1%)	▲2.3%
新規就業者数	1,000万人(1,322万人)	1,000万人

注) 括弧内の赤字は昨年の実績値

出所：各年度『政府活動報告』、各資料より当社投資情報部作成

## ● 一段と減速した景気

2014年通年の実質GDP成長率は同+7.4%と、天安門事件直後の1990年以来の低水準となりました。2月の製造業PMI指数（国家統計局公表）は49.9と、2カ月連続で景況拡大と縮小の分かれ目となる50を下回りました（図3）。景気の動向に敏感な乗用車の販売台数は旧正月休暇前のボーナス期にもかかわらず、1月に前年比+7.6%（昨年12月：同+12.9%）と伸び率が鈍化し、旧正月休暇中（2月18～24日）の小売売上高も前年比+11.0%と（2014年の同時期：同+13.3%）にとどまりました。また、鉱工業生産（1-2月累計値）は前年比+6.8%と、2008年12月以来の低成長となり、小売売上高と都市部の固定資産投資（同累計値）もそれぞれ、同+10.7%、+15.0%と、伸び悩みが続いています（図4）。固定資産投資の鈍化は、政府が過剰設備を抱える産業に投資の抑制を求めていることに加え、業績の悪化や景気の先行きに対する企業マインドの低下を反映したものとみられます。そのため、当面民需主導の景気回復は期待できず、内需の低迷が続くと思われる。

一方、世界景気の回復などを背景に、中国の輸出は先進・新興国向けともに増加しています。1-2月輸出額の合計は3,693億ドル（通関ベース）、前年比+15.0%と、昨年後半からのプラス成長を維持しています（図5）。しかし、輸入額は内需の弱さに加え、原油価格の低下などを反映し、1-2月累計で同▲20.2%と、昨年12月の同▲2.3%より大幅に低下しました。今後、先進国の景気回復が順調に継続した場合、輸出の伸びが昨年と同じく、前年比+6%にとどまる見込みです。

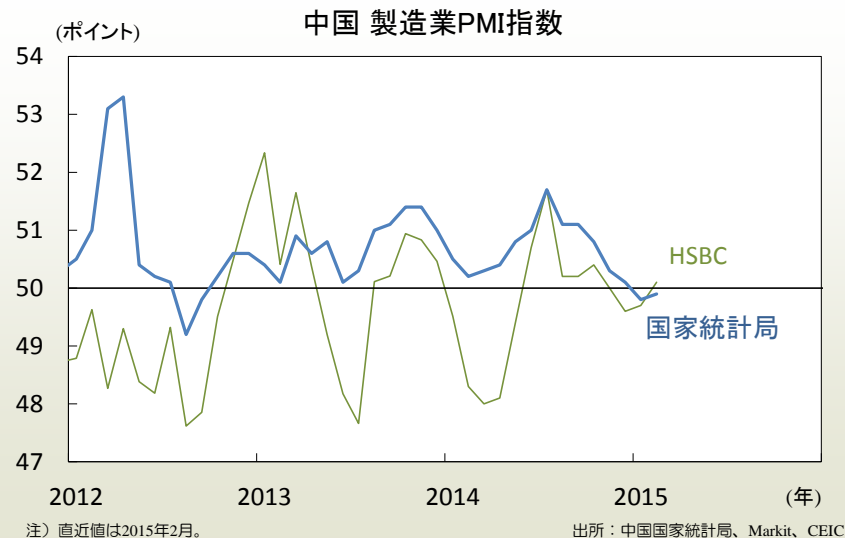
こうした内・外需の現状を踏まえて、李総理は前述の記者会見で「+7%の成長目標でも達成困難だ」と認めています。今後、経済の下押し圧力が続かなか、目標達成に向け当局に一段の政策支援を求める声が強まりそうです。

## ● 不動産規制は一部緩和の見通し

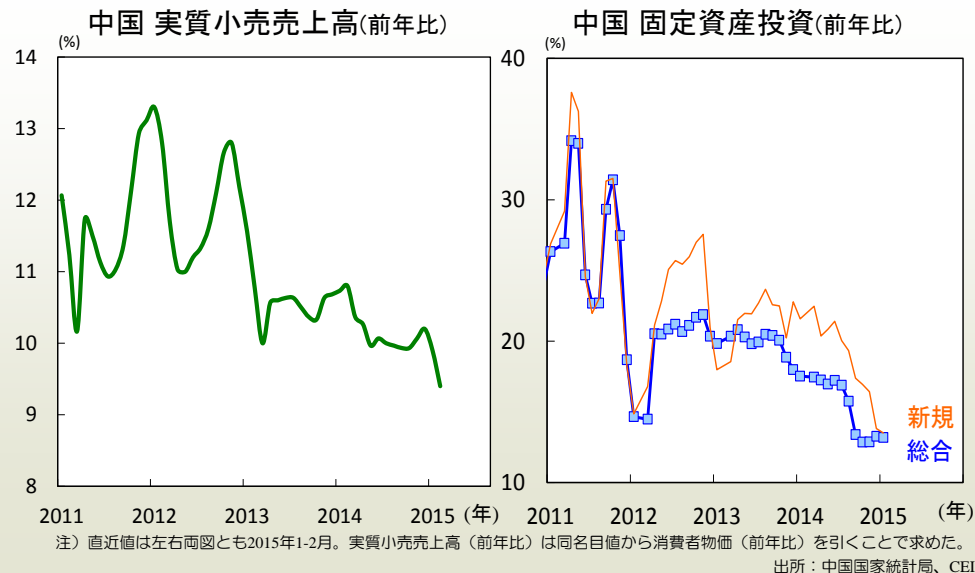
2013年後半から、政府は住宅売却時の徴税強化など、投機的需要を抑制する一方、低・中所得者向け住宅の供給を増やしてきました。その結果、2014年初から不動産販売が伸び悩み、地方の中小都市を中心に価格の下落に転じた都市の数が増えています。主要70都市のうち、新築住宅価格が前月比で下落した都市の数は2月に66となり、10カ月連続で数が増加しています（図6）。

関連産業の多い不動産投資に対する規制は経済を疲弊させ、社会不安の深刻化につながります。そのため、李総理は同会見で、住宅需要が投機的ではなく実需だと、規制措置の解除を連想させる発言をしました。また、3月30日に当局は2軒目住宅購入時の頭金比率の引下げ（6割→4割）を公表。今後、+7%成長の目標達成に向け、住宅購入の補助金支給増額など、新たな不動産支援策が打ち出される見込みです。

## 【図3】昨年後半から低下する製造業PMI指数



## 【図4】軟調に推移する小売と固定資産投資



## ● 足もとで台頭しているデフレ懸念

消費者物価（総合）は2月に前年比+1.4%と、1月の同+0.8%より伸び率が上昇しました（図7）。その背景には、旧正月の連休時期のズレによるベース効果に加え、健康食品への需要増などが挙げられます。生鮮野菜と卵をはじめ、食品価格は2月に前年比+2.4%上昇し（1月：同+1.1%）、2月の総合物価を約0.8%ポイント押し上げました。一方、食品を除く部分の価格上昇は依然として低迷し、前年比+0.9%にとどまりました。また、卸売物価指数は企業間取引の冷え込みなどを反映し、2月に前年比▲4.8%と、7カ月連続でマイナス幅が拡大しています。

今後、景気減速が続き、富裕層も高額な消費を控えるなか、社会全体で消費者心理の改善が容易なものではないとみられます。そのため、消費者物価は2015年前半にかけて、1%前半にとどまる可能性が高いと思われます。

## ● 景気の下支えを図る金融当局

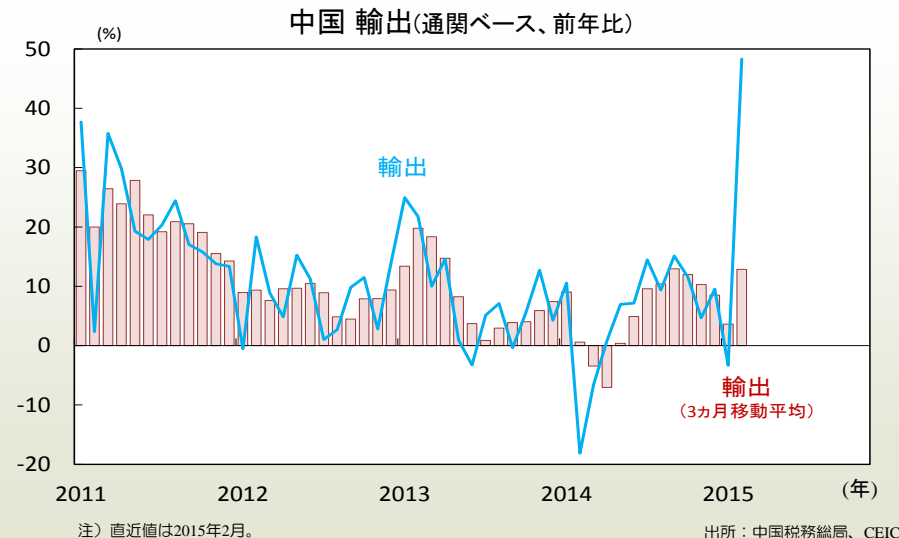
景気鈍化が続くなか、これまでインフレ・リスクを警戒する中国人民銀行（PBoC）は昨年4月と6月に、一部の商業銀行に限って預金準備率（RRR）を2回引き下げ、11月に約2年4カ月ぶりの利下げを行いました。2015年に入り、PBoCは2月5日に全ての銀行を対象にRRRを0.5%ポイント引き下げた後、同16日に、北京銀行など一定の融資基準をクリアした20行以上の地方銀行に対し、RRRをさらに0.5%ポイント引き下げました。また、同行は3月1日に一年物の預貸基準金利をそれぞれ0.25%ポイント（預：2.75%→2.5%、貸：5.6%→5.35%）引き下げました（図8）。

これら一連の緩和策により、PBoCは従来の「特定分野に絞る金融緩和」を見直し、利下げなどを通じて、全面的に景気を下支えする姿勢が一段と鮮明になりました。1-2月累計で新規貸出は2.6兆元と、前年比で約3割増加しており、2月のマネーサプライ（M2）伸び率は前年比+12.5%と、1月の同+10.8%から加速しました（図9）。

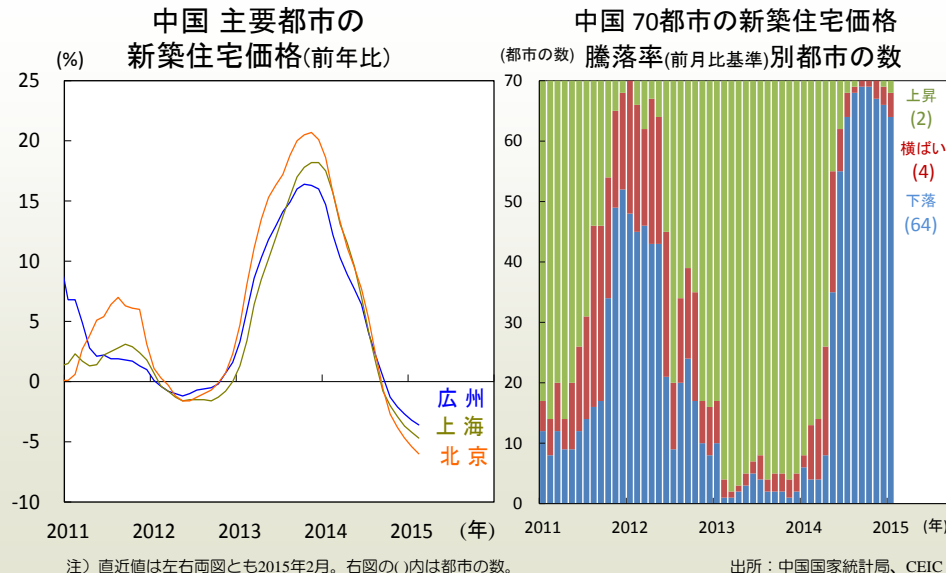
PBoCは今年前半にかけて、預貸基準金利やRRRなどの追加引き下げなど、更なる金融緩和策を公表する見込みです。しかし、不動産市場の低迷などから実体経済の資金需要が依然として低迷しています。そのため、銀行の貸出資金が最終的に実体経済に流れず、急騰した株式市場に流れ込むリスクが残ります。

一方、一連の金融緩和に加え、米国への利上げ期待などを背景に、人民元の対米ドル直物相場は昨年10月より元安に転じ、3月3日に6.2747元/ドル（終値）と、年初来の最安値を更新するなど、通貨安圧力が続いています（図10）。今後、恒常的な経常黒字が同国通貨を押し上げる可能性もあるものの、PBoCによる追加利下げなど、米中両国における金融政策の方向感の違いなどから、人民元の対米ドル直物相場は2015年通年にかけて現水準より弱含む展開となると予想されます。（洪）

## 【図5】旧正月の季節要因に影響され、急伸した2月の輸出の伸び

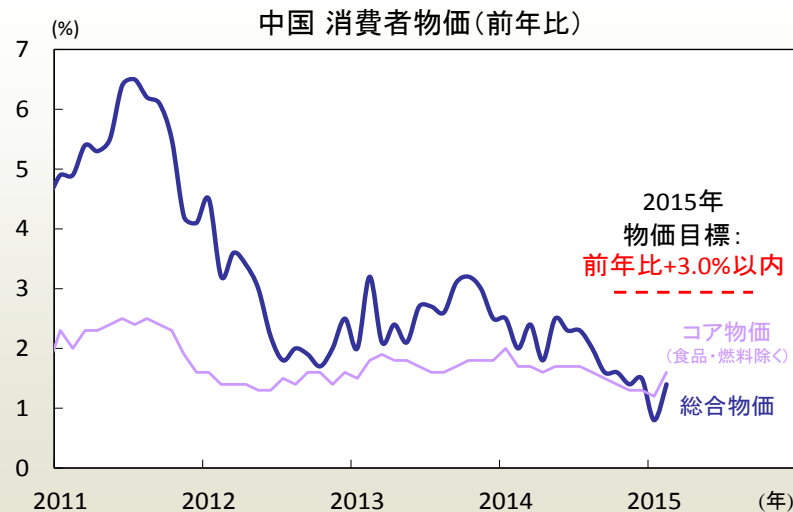


## 【図6】不動産価格の低迷は内需を押し下げるか





【図7】鈍化傾向が続く消費者物価



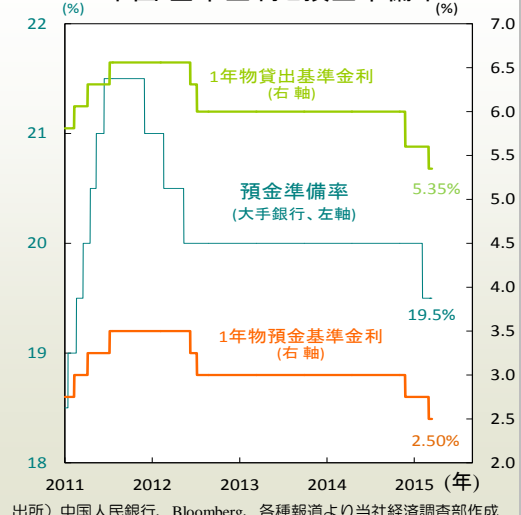
【図8】昨年4月以降、相次ぎ打ち出された金融緩和策

中国 2014年4月以降の金融緩和策

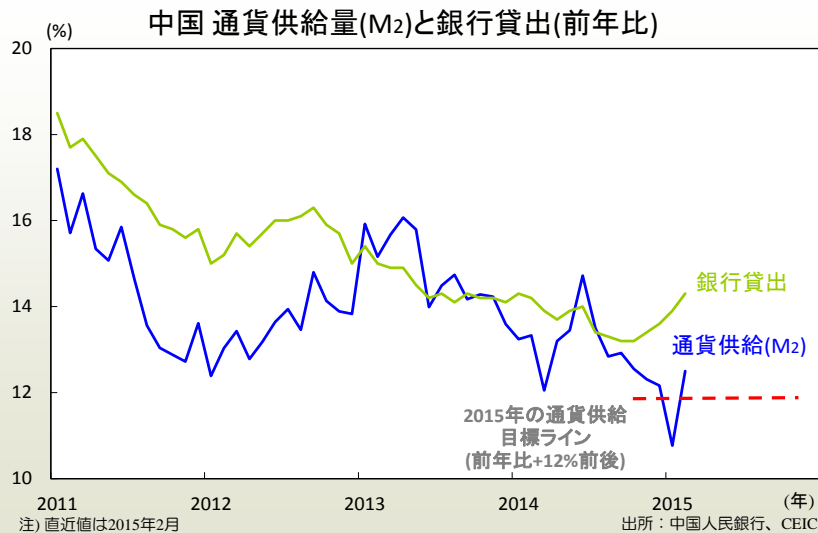
時期	内容
2014年 4月	農村部の商業銀行等に対し、 <b>預金準備率</b> の引下げ (農村商業銀行: 18%⇒16%、農村合作銀行: 14.5%⇒14%)
5月	1軒目の住宅ローンへの優先融資 <b>預金準備率</b> 引下げの適用銀行数の拡大
6月	当局は一部の商業銀行に対して、 <b>預金準備率</b> を50ベース・ポイント(bp)引き下げ (前回の農村部商業銀行等は対象外)
9月	当局は大手銀行5行に対して、計5,000億元の流動性を供給 住宅ローンの規制緩和 (1軒目のローンを完済していれば、2軒目の購入について1軒目と同条件のローンで優遇)
10月	当局は各銀行に対して、計2,695億元の流動性を供給
11月	人民銀行、 <b>基準金利</b> の引き下げを実施 1年物貸出金利: 6.00%⇒5.60% 1年物預金金利: 3.00%⇒2.75%
2015年 2月	5日、人民銀行、各商業銀行に対して、 <b>預金準備率</b> を50bp引き下げ(中国農業発展銀行は追加で400bp、一部の商業都市銀行は追加で50bp) 16日、人民銀行、一部の地方銀行に対して、 <b>預金準備率</b> を50bp引き下げ 28日、人民銀行、 <b>基準金利</b> の引き下げを実施 1年物貸出金利: 5.60%⇒5.35% 1年物預金金利: 2.75%⇒2.50%

注) 直近値: 右図は2015年3月30日。

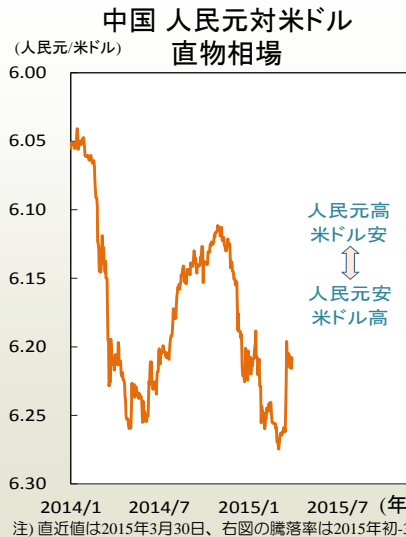
中国 基準金利と預金準備率



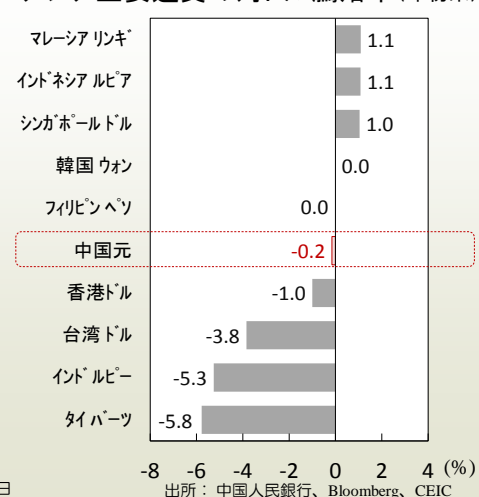
【図9】今後、伸びの加速が予想される通貨供給と銀行貸出



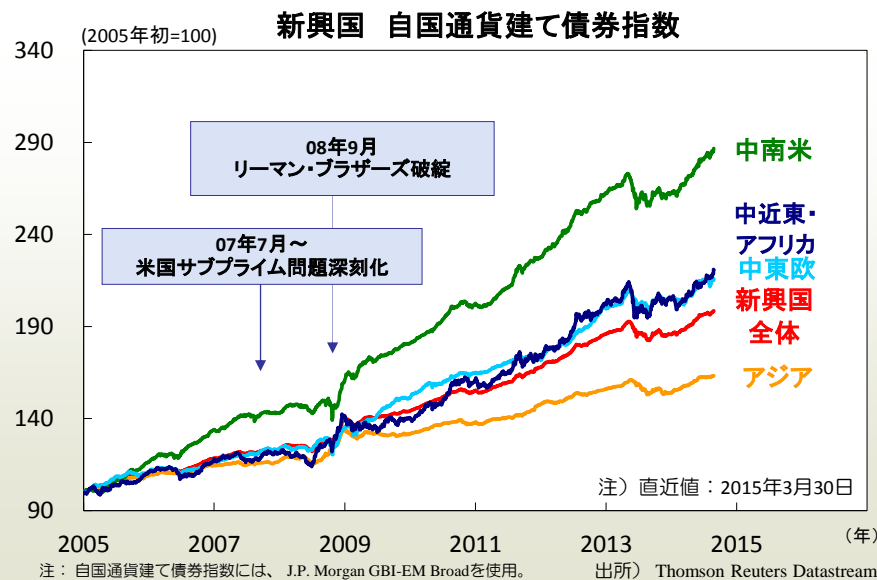
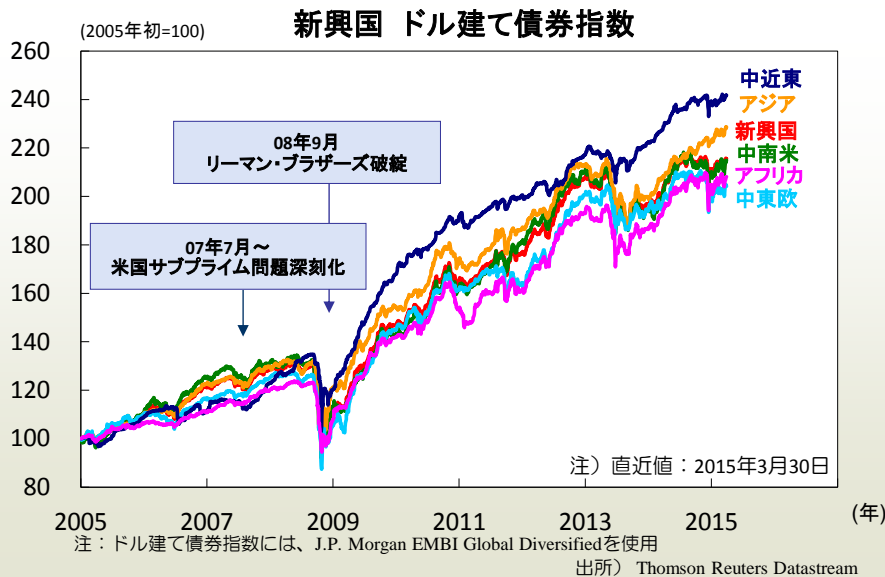
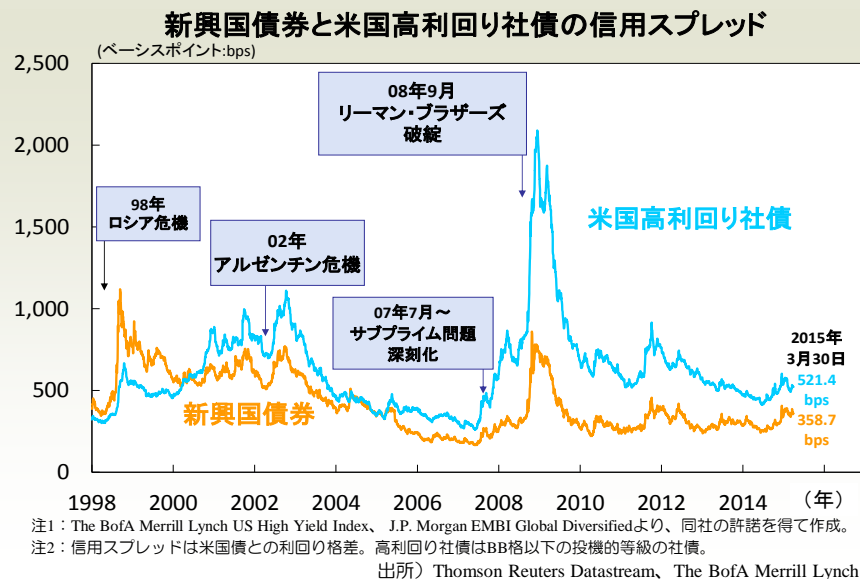
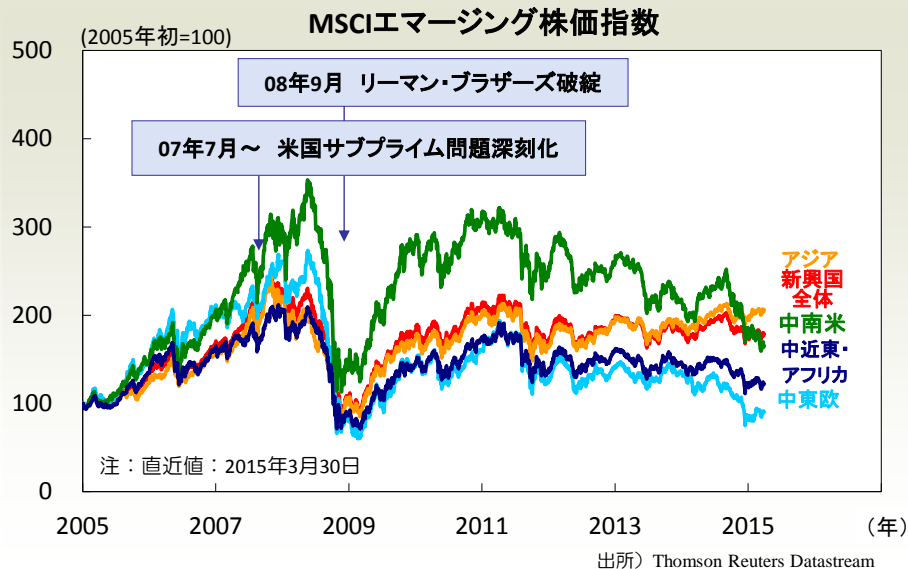
【図10】当面、上値の重い対米ドル直物相場



アジア主要通貨の対ドル騰落率(年初来)

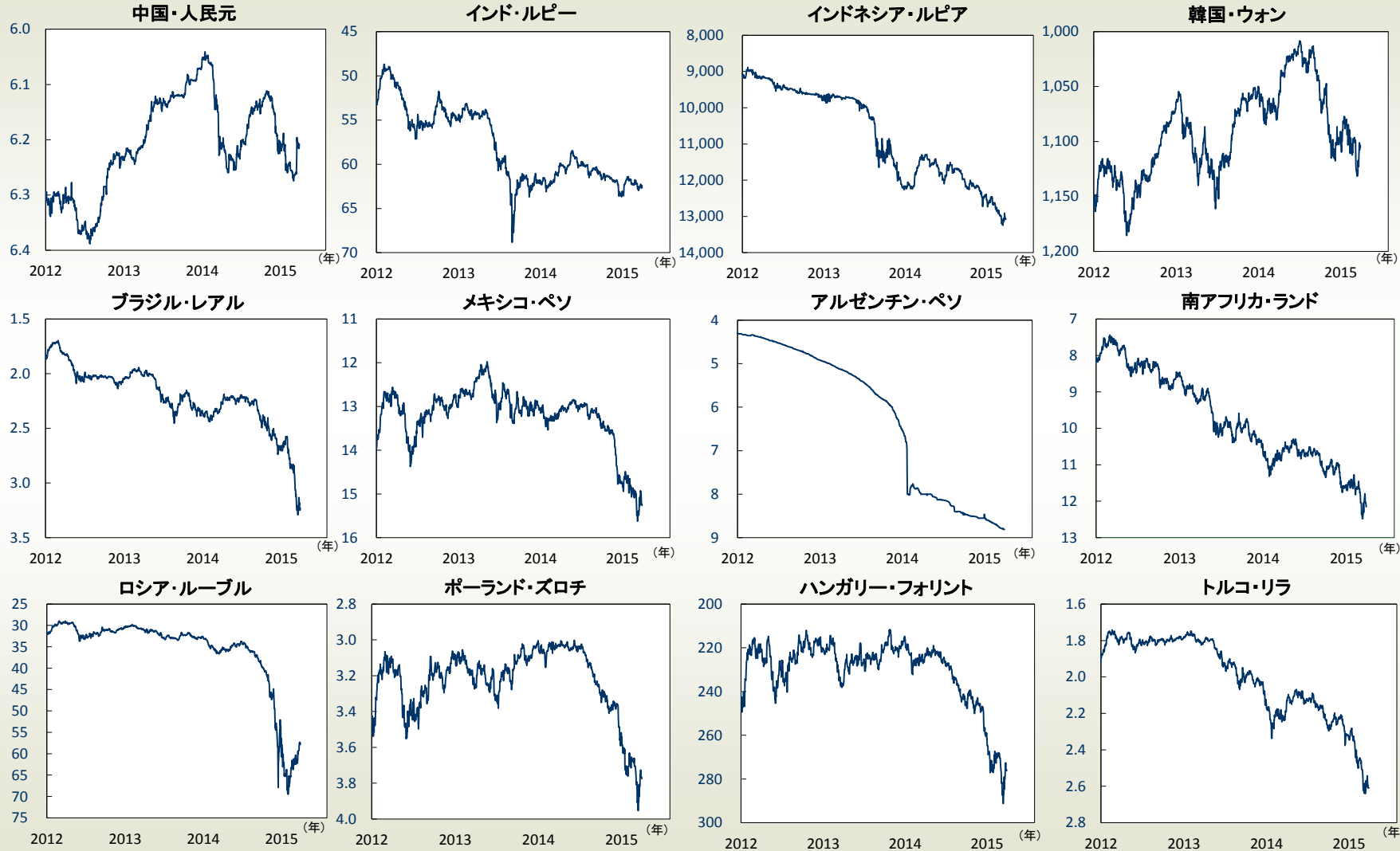


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



自国通貨安  
米ドル高

自国通貨高  
米ドル安



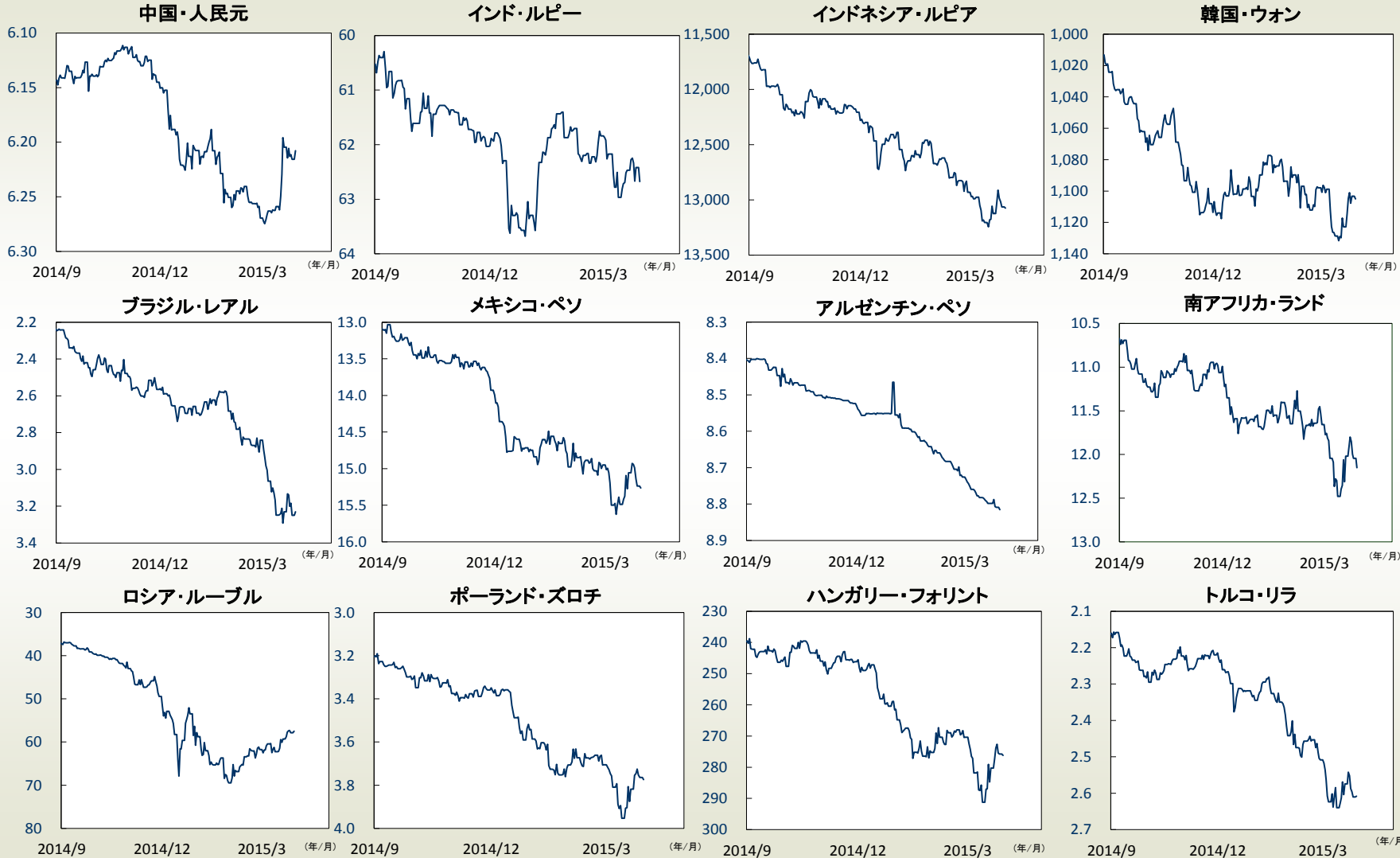
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2015年3月30日

出所) Bloomberg

【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6カ月間

(自国通貨/1米ドル)



注) 直近値は2015年3月30日

出所) Bloomberg

### 本資料に関してご留意頂きたい事項

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2015年3月31日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性等を保証するものではありません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の国際投信投資顧問経済調査部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

### 本資料中で使用している指数について

MSCIエマージング（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

J.P. Morgan EMBI Global DiversifiedおよびJ.P. Morgan GBI-EM Broadについて：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したのですが、J.P. Morganはその完全性・正確性を保証するものではありません。本指数は許諾を受けて使用しています。J.P. Morganからの書面による事前承認なしに本指数を複製・使用・頒布することは認められていません。Copyright 2014, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.。