

【インド】出張報告：経済改革遅延の懸念等による金融市場の調整は一時的なものなのか ..... 1ページ  
 【韓国】当面、金利を据え置きつつ、これまでの利下げ効果を見極める当局 ..... 7ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 10ページ

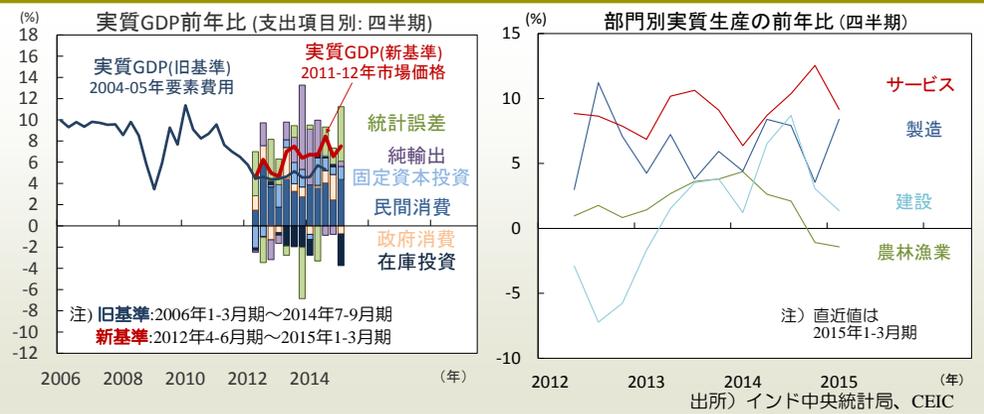
## 【インド】出張報告：経済改革遅延の懸念等による金融市場の調整は一時的なものなのか\*

### ● 市場予想以上の伸びを見せた1-3月期の実質GDP

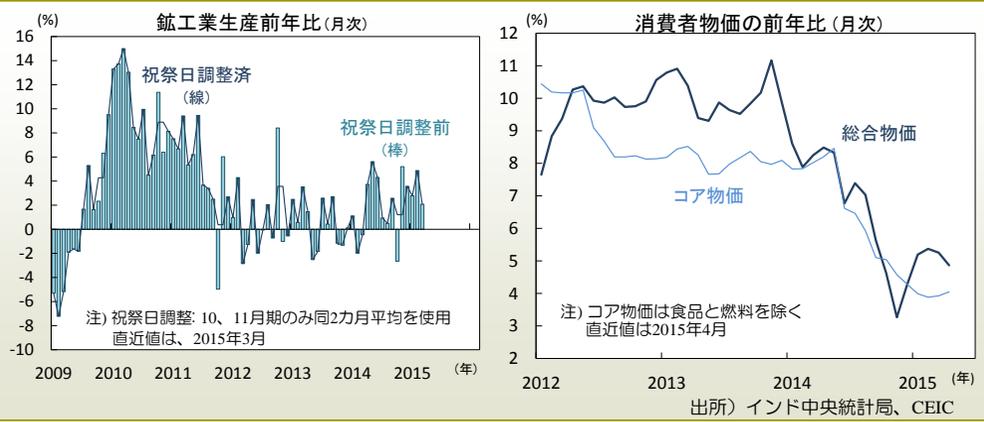
5月中旬、インドの投資環境調査のために同国に出張し中央銀行や民間金融機関と面談、また、同国への証券投資拠点としても機能するシンガポールの金融機関とも面談しました。本稿では、今後の政治経済動向とマクロ経済運営の方向性、金融市場の動向などに関する、政策当局関係者や市場参加者の見方などを紹介します。

2012-13年にかけて深刻な景気低迷に見舞われたインドでは、足元で緩やかな景気回復が続いています。5月29日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+7.5%と前期の+6.6%より加速し(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.3%を上回ったことを公表。2014-15年度(～2015年3月)の実質GDPの前年比は+7.3%と、前年度の+6.9%を上回りました。GDP統計の大幅改定直後であり統計局が依然推計方法の改善の途上にある(今後大幅な遡及改定もあり得る)こと、鉱工業生産(図2左)など月次統計とのギャップが大きいことを考えると、上記統計のみから景気が力強く回復したと確信することは困難です。しかし、各種月次統計も併せて見る限り、景気が緩やかな回復過程に入ったことは確かな模様です。1-3月期のGDP統計は、外需が低迷する中で民間消費や固定資本投資などの内需が成長をけん引したことを示しました。民間消費は前年比+7.9%と前期の+4.2%より加速。豪雨による作物被害や農作物の最低支持価格(MSP)の伸びの抑制などによって所得環境の悪化した農村部の消費が低迷する一方、インフレ率低下で購買力の改善した都市部の消費が伸びた模様です。政府消費は同▲7.9%と前期の+27.6%より反落。財政収支目標を達成するために中央政府が3月の年度末にかけ経常歳出を抑制し、州政府の歳出も低迷した影響です。固定資本投資は同+4.1%と前期の+2.4%より加速しました。外需では、総輸出が同▲8.2%と前期の▲0.3%より落込み幅が拡大し、総輸入も▲8.7%と前期の+2.8%より大きく反落。純輸出の寄与度は+0.5%ポイントと前期の▲0.8%ポイントより改善しました(図1左)。

【図1】加速する製造業と前期より鈍化しつつ堅調なサービス部門(右)



【図2】消費者物価の前年比は8ヵ月連続で+6%台割れ(右)



## ● 今後も民間消費と固定資本投資が景気拡大をけん引か

1-3月期の実質GDP統計の生産側では、農林水産業が同▲1.4%と前期の▲1.1%より落込み幅が拡大(図1右)。豪雨による乾季作物への被害の影響とみられます。建設業も同+1.4%と前期の+3.1%より鈍化、公益部門(電力・ガス・水道等)も同+4.2%と前期の+8.7%から減速しました。サービス部門は同+9.2%と好調ながら前期の+12.5%からは低下。民間消費や固定資本投資の伸びを受けて、流通・ホテル・運輸・通信など内需向け部門が加速、金融・不動産等も堅調だったものの、政府消費の急減に伴って公共サービス等の伸びが大きく鈍化しました。一方、製造業は同+8.4%と前期の+3.6%より加速しました。

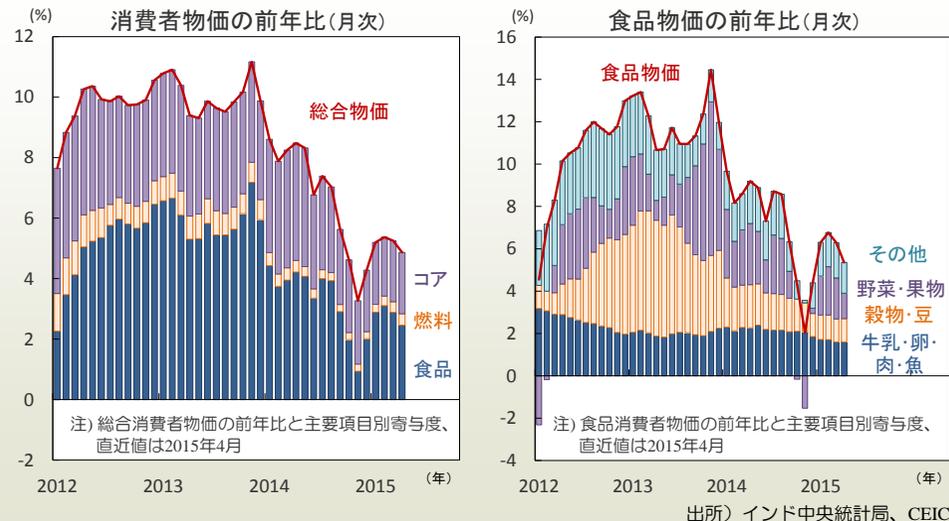
今後、需要面では外需の低迷、生産面では雨季の雨不足による農林漁業低迷のリスクがあるものの、インフレ率の鈍化や雇用環境の改善などに支えられた都市部の家計消費や固定資本投資の伸びが成長を支えるでしょう。政府はインフラ投資予算を増額し、投資環境の改善にも努めており、投資は民間と公的部門ともに緩やかに回復を続けるとみられます。また、4月の新年度入りに伴って、3月末にかけて急減した政府の経常歳出の執行も正常化すると予想されます。今年度のGDP成長率は+7%台後半と昨年度の+7.3%を上回る見通しです。

## ● 足元で落ち着いた消費者物価だが、今後は雨不足のリスクも

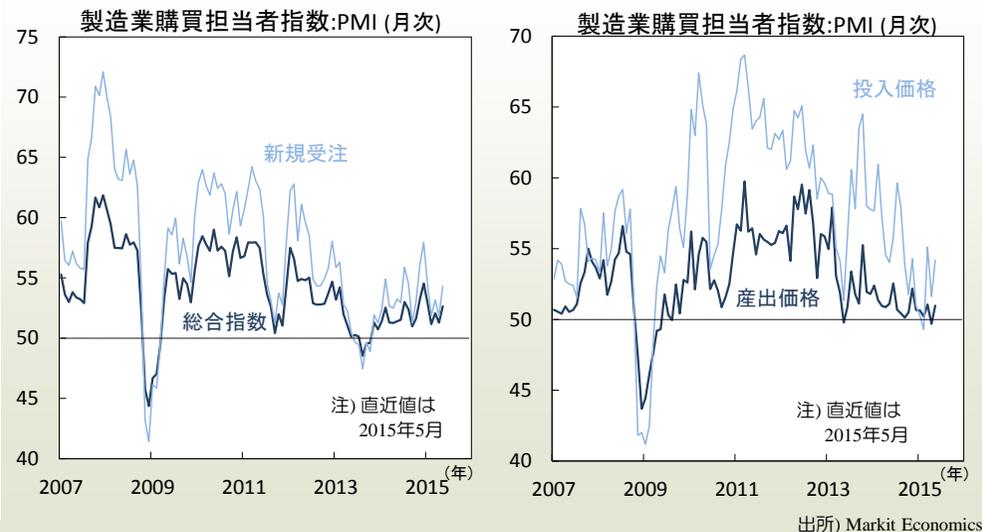
緩やかな景気回復が続く一方、物価は落ち着いています。4月の総合消費者物価は前年比+4.9%と前月の+5.3%より鈍化(図2右)。燃料小売価格の上昇を受けて燃料が同+5.6%と前月の+5.2%を上回ったものの、食品が同+5.4%と前月の+6.3%より鈍化し(図3右)、総合物価の伸びを押し下げました。3-4月の豪雨やひょうの被害による作物価格の上昇は今のところ豆類等に限られており、食品物価は前月比(季節調整前)+0.4%上昇と前年同月の+1.3%を大きく下回りました。前年同月の食品物価上昇からの反動(ベース効果)も加わり、食品物価の前年比は低下することになりました。

食品と燃料を除くコア物価は同+5.2%と前月の+5.1%よりやや上昇。家賃、教育費、医療費などが同物価を押し上げました。もっとも、製造業PMIの産出価格は投入価格を下回っており(図4右)、企業は原油価格反発などの影響を最終価格に転嫁できていない模様です。インド気象局(IMD)は、6月2日、今年の雨季(6-9月)の降雨量が平年を12%下回ると予測。今後は雨不足による食品物価上昇のリスクも無視できません。総合消費者物価の前年比は今年8月より前年高ベース効果のはく落で反発し+6%前後まで上昇が見込まれるものの、食品物価の動向次第では更なる上ブレもあり得るとみられます。

### 【図3】3-4月の豪雨とひょう被害にもかかわらず鈍化した食品物価(右)



### 【図4】投入価格に比べ低位の企業の算出価格(右)



## ● 6月2日の利下げ以降、当面様子見を示唆した準備銀行

落ち着いた物価の下、インド準備銀行(RBI)は1月より政策金利引下げを開始。3月の緊急利下げを経て、6月2日政策見直しでも政策金利を7.5%から7.25%に引下げました(図5左)。RBIの声明は、3-4月の豪雨の影響は穏やかで管理価格の引上げも限定的と、足元のインフレ圧力の弱さを指摘し、設備稼働率の低さ、まだら模様の景気指標、投資や貸付の伸びの低さなど、景気回復の緩やかさにも言及。米国の利上げ開始時期は「先送りされた模様」とし、上記の状況下で今回の利下げが可能となったと説明しました。

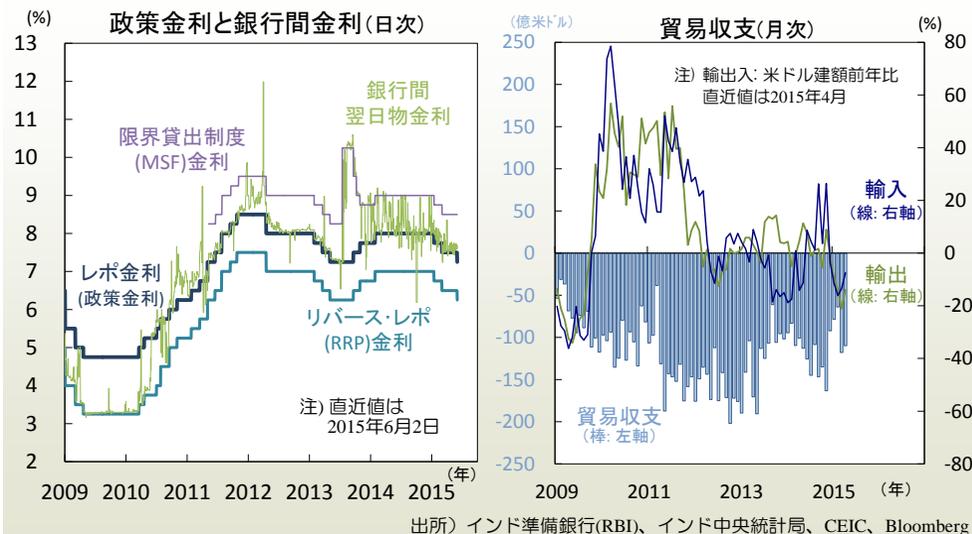
RBIは、来年1月の消費者物価前年比の予想を+6%と前回の+5.8%から引上げ。雨不足やサービス税引上げの影響を意識した模様です。RBIは、今後のリスクとして、雨不足、国際原油価格の変動、対外環境の変動などを列挙。「利下げを前倒しした上で、(雨不足による食品物価への影響などに関する)不確実性を払拭するデータを待つのが適切」と、今回で利下げをひとまず休止し様子見姿勢に入ることを示唆しました。RBI総裁は、従来より実質政策金利を1.5-2%に保ちたいと発言しており、今後の追加利下げ幅は限定的でしょう。年内は金利据置きが続く可能性が高く、予想以上に落ち着いた物価の下で年内に追加利下げがあったとしても0.25ポイントに留まると予想されます。

## ● 今後も低位安定が見込まれる経常赤字幅

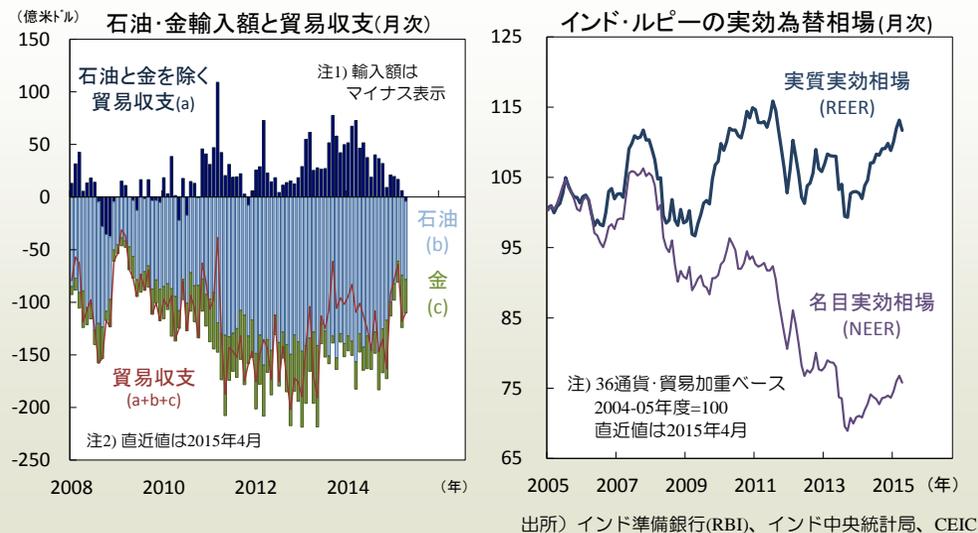
4月の輸出は前年比▲14.0%(前月:▲21.1%)、輸入も▲7.5%(同▲13.4%)と前月よりマイナス幅が縮小し、貿易収支は▲110億ドルと、前月の▲118億ドル、前年同月の▲110億ドルとほぼ同額(図5右)。輸出の伸びのマイナスは、原油安に伴って石油製品輸出が前年比▲46.4%落込んだことに加え、電子、宝石類、革製品などもマイナスの伸びとなったことによります。海外景気の鈍化と昨年進行したルピーの実質実効相場(REER)の上昇(図6右)等が背景とみられます。輸入では、内需の回復を受けて電子、輸送機器、野菜・果物、豆類等の伸びが加速したものの、金や石油の輸入額の伸びが鈍化し総輸入の伸びを抑制。石油と金を除く輸入は、前年比+7.1%と前月の+1.3%より加速しました。石油は国際原油価格の低下を反映し74億ドルと前月とほぼ変わらず前年比は▲42.6%、金は31億ドルと前月の50億ドルより減少(図6左)。ヒन्दウー/ジャイナ教の祭日(Akshaya Tritiya)が昨年の5月初から今年は4月下旬に前ずれしたことに伴って、3月に高まった宗教的な金需要は4月に反落、金輸入増加は一時的なものであった模様です。

景気回復の緩やかさ、反発しつつ低位な原油価格などを背景に、今年度の経常赤字(図7)のGDP比は1%前後と、昨年度の1.4%をやや下回る水準になると予想されます。

【図5】1月と3月に続き、6月2日にも利下げを実施(左)



【図6】低位の原油価格の恩恵もあり2013年より縮小した貿易収支(左)



## ● 年初より堅調だったルピーは5月半ばにかけてやや軟調に

通貨ルピーは今年初から3月末にかけて対米ドル(以下「ドル」)で+0.9%上昇(図8)。ドル高基調の下で多くの新興国通貨が下落する中、堅調ぶりが目立ちました。しかし、3月末から5月15日にかけては同1.6%下落。米景気指標の弱さ等による米利上げ開始先送りの思惑からドル安が進み、ブラジルやロシアなど多くの新興国通貨が対ドルで反発する中、不振ぶりが目立ちました(図9左)。5月半ばまでのルピー相場の変動の背景には、(1)国際原油価格の反発、(2)米ドル安への転換に伴うルピー買持高の解消、(3)株式投資資本のインドからの流出(図10左)などがあつたとみられます。

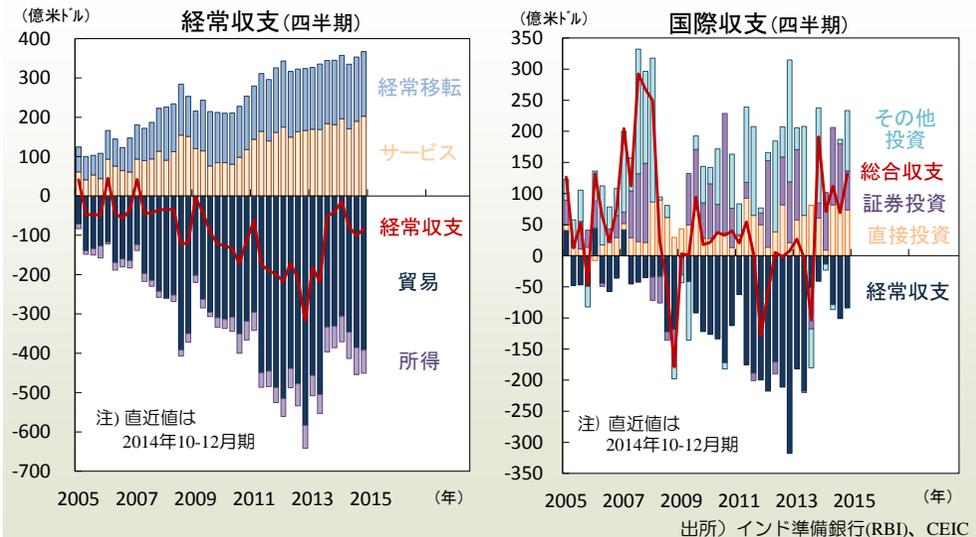
(1)に関しては、ドル安とともに進んだ国際原油価格の反発が、資源の純輸入国である同国の経常収支悪化の連想を招いたとみられます。(2)に関しては、ブラジルなどファンダメンタルズの悪化する新興国の通貨下落を予測した市場参加者は、年初より高金利のレアルを売持ちにする一方、同じく高金利でありながら経済の安定振りの目立つルピーを買持ちにしていた模様です。3月後半よりドル高からドル安へと相場の流れが反転する中、売持ちにしていたレアル等の通貨を買戻すとともに、ルピーを売戻す動きも顕在化し、ルピー相場を下げたとみられます。

## ● 海外投資家による経済改革遅延の懸念は妥当か

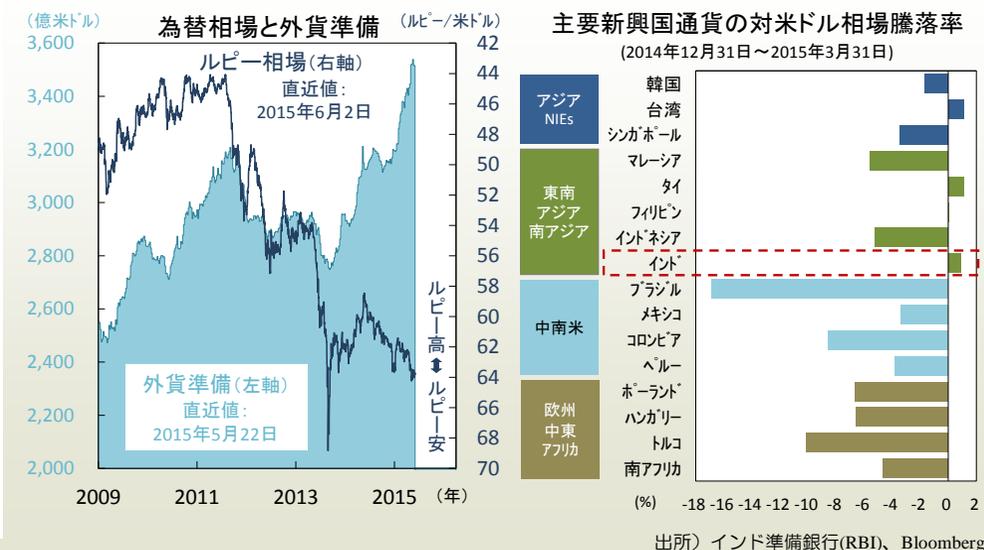
(3)の株式投資資本に関しては、急速な株価上昇に対する警戒感、期待はずれの企業決算、外国企業に対する遡及的な最低代替税(MAT)課税の可能性などが流出を促したとみられます。この時期、現モディ政権による経済改革が期待ほどには進んでいないとの失望感が海外の投資家の間に広まり、株式売却を促した模様です。

今回面談したシンガポールの金融市場参加者の多くは、経済改革に関わる主要法案である土地収用法改正案と財サービス税(GST)関連法案が予算国会(2-5月)中に議会上院を通過しなかったことを指摘、上院における与党の立場の弱さを強調しました。昨年4-5月の下院総選挙で30年ぶりの単独過半数となったインド人民党(BJP)も、上院では少数派。BJPが主導する国民民主同盟(NDA)と協力政党を合わせても、上院議席率は25%に過ぎません。同国では、予算関連法案など一部を除き上下両院の過半数の賛成が法案成立の要件です。昨年11-12月の冬季国会では、上院の野党が経済改革法案の審議を拒否。イスラム教徒のヒンドゥー教への強制改宗の動きをBJPが黙認しているとの疑惑等が背景でした。政府は会期後に期限付きの大統領令を乱発して改革を実施することを余儀なくされ、「議会を軽視している」との批判を浴びることになりました。

【図7】ルピー相場が急落した2013年当時に比べ、経常赤字は大きく縮小



【図8】相対的に落ち着いた動きのルピー相場と増加を続ける外貨準備 (左)



## ● 複数の改革法案が通過するも土地収用法改正は難航

なお、2-5月の予算国会では、保険業法改正(外資出資上限の引上げ)や、鉱物と石炭関連法案(鉱山権益の入札による付与等を規定)など複数の経済改革法案が上下両院を通過。今回ムンバイで面談した市場エコノミストや主要経済紙の論説委員からは、土地収用法案やGST関連法案のみを取上げて「相変わらず改革が進んでいない」とする一部の海外投資家の見方はバランスを欠いているとの指摘も聞かれました。

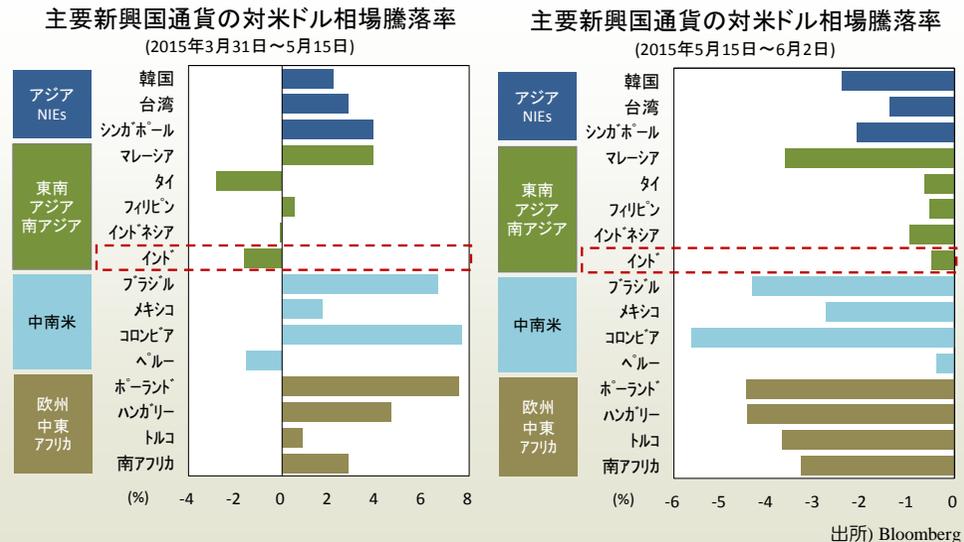
一般消費税の一種であるGSTの導入そのものに関しては上下両院の各党ともほぼ合意済みであり、税率の設定や既存の間接税収を失う地方政府への補償をどう行うかという技術的な面のみが積み残されている模様です。このため、現地では、導入時期は当初目標の2016年4月より遅くならうが導入はされるとの見方が太宗を占めました。一方、土地収用法の改正に関しては、今年後半の州議会選挙(後述)も控えて政治問題化しており、改正案成立の成否は定かでない模様です。前政権が2013年に成立させた現行法は、多額の補償金支払いや社会的影響評価(SIA)を義務付け、最低水準の地権者合意率も高位(民間: 80%、PPP: 70%、政府投資: なし)。また、灌がい済みの多毛作農地取得を禁止するなど、民間企業による事業用地取得を難しくしています。

## ● 市場参加者の注目集める10月のビハール州議会選挙

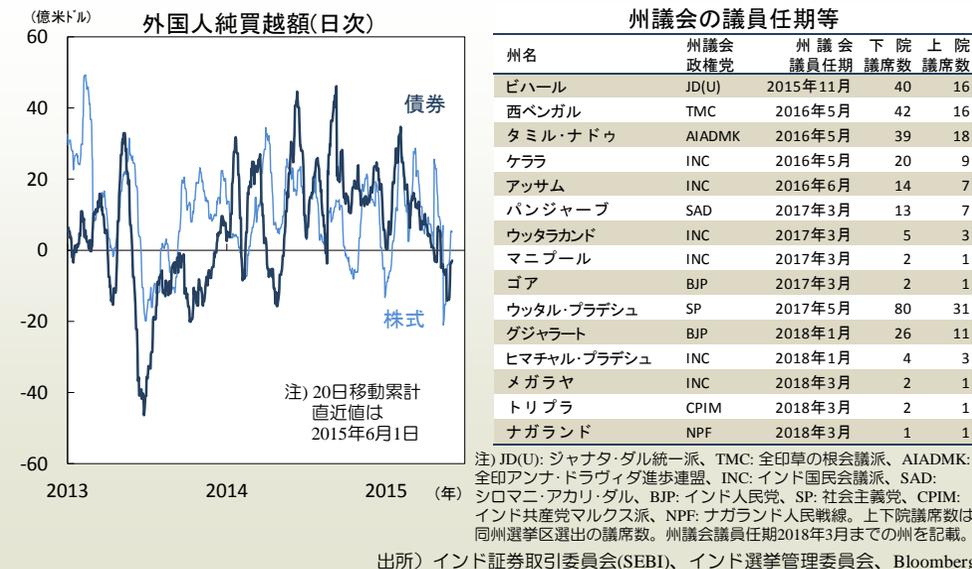
政府による同法改正案は、農村開発やインフラ投資計画など特定用途に限り、上記のSIA実施、地権者合意要件、多毛作農地取得禁止を免除するものです。野党の一部は、同法案が「反農民、反貧困層の悪法」であるとしてBJPを非難。今年10月予定のビハール州議会選挙を控えた動きとみられます。昨年4-5月の下院総選挙では、BJPが北部のヒンディー語圏を中心に圧勝し、ビハール州議会の現政権党のジャナタ・ダル統一派: JD(U)もBJPに惨敗。JD(U)は、州議会選挙でのBJP躍進を恐れ野党との連携工作を進めるとともに、土地収用法改正問題でBJPを攻撃するとの見方が広く聞かれました。

州議会議員による間接選挙が行われる上院で与党BJPとNDAが議席を増やすには、今後の主要な州議会選挙で勝利を重ねる必要があります(図10右)。BJPは昨年10-12月にかけて、マハラシュトラ州、ハリヤナ州、ジャルカンド州、ジャンム・カシミール州の議会選挙で善戦したものの、今年2月のデリー首都圏議会選挙では野党庶民党(AAP)に惨敗。汚職追放を掲げるAAPの躍進はデリーのみでの地域的な現象と思われるものの、もし10月のビハール州議会選挙でもBJPの議席数が伸び悩めば、経済改革の勢いも一層減速するとの印象を海外投資家の間に広めると予想されます。

【図9】5月半ばにかけて一時軟調だったルピーも(左)その後安定化(右)



【図10】11月に議員任期到来のビハール州議会は10月に選挙実施予定(右)



## ● 州議会選挙を控える中でも改革姿勢崩さない現政権

複数の市場参加者は、農村部家計の所得低迷などに伴って、同州議会選挙でBJPが苦戦する可能性を指摘。豪雨による乾季作物被害に加え、現政権が農作物の最低支持価格(MSP)の伸びや全国農村雇用保障法(NREGA)による現金給付の伸びを低く抑えたことも背景です(図11左)。農村部の低所得層の生活改善を重視した前政権は、MSPやNREGA給付の伸びを高く維持し、この結果、農村部の消費需要は過剰に刺激されインフレが高進。現政権による上記の抑制策は経済安定化のために不可欠でした。しかし、所得環境の悪化に伴い二輪車など耐久財の消費は農村部を中心に低迷、燃料価格低下による購買力改善で乗用車の販売の伸びる都市部との格差は広がっています(図11右)。

現地の市場参加者は、ビハール州議会選挙を意識したBJPが土地収用法の改正案を大幅に修正する可能性もゼロではないものの、現段階でこうした動きは見られないと指摘。仮に同選挙でBJPが伸び悩んだとしても、経済改革を後退させない姿勢を評価すべきとの意見も聞かれました。なお、モディ首相は、来年に州議会選挙を控える西ベンガル州やタミル・ナドゥ州の政権党の党首に相次いで接触。再選を目指す上で経済開発実績が欲しい両党との協力関係構築を目指しているとの見方も根強い模様です。

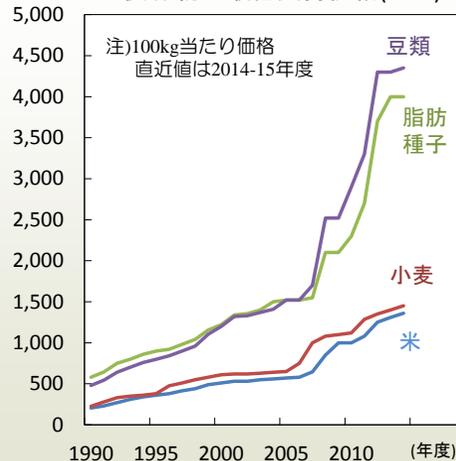
## ● ドル高進行局面での打たれ強さを発揮するルピー相場

5月半ばにかけて他の新興国通貨に比べ軟調だったルピーも、その後堅調に推移。5月15日から6月2日までに対ドルで0.5%下落と、同期間に4.3%下落したブラジル・リアル等より底堅く推移(図9右)、ドル高進行局面での打たれ強さを改めて印象付けました。

3月末から5月半ばにかけての証券資本流出の少なからぬ部分は、同国の政治経済状況への深い理解を欠いたまま過度に楽観的な見通しに基づいて流入した一部の海外投資家によるものと考えられます。しかし、緩やかに回復する景気や2013年当時に比べ大きく縮小した経常赤字(図7)、相対的に高い国債利回りなど、ルピーの支援要因は健在とみられます。年後半にかけ米利上げ開始の連想から再び新興国通貨全般が軟調となれば、同通貨は相対的に優位となるでしょう。なお、同国は2013年のルピー急落時に外貨準備水準の低さを問題視された経験があります。今回面談したRBI担当官も資本流出時への抵抗力を保つための準備増強は必要とコメント。RBIによる外貨準備増強のためのドル買い介入は今後も継続されるでしょう。同介入に上値を抑えられつつも、ルピー相場は今後も他の新興国通貨に比べ底堅く推移し、高金利のルピー建て国債の総合収益(トータル・リターン)率を下支えすると予想されます。(入村)

### 【図11】現政権は、作物の最低支持価格(MSP)の伸びを抑制(左)

#### 主要作物の最低支持価格(MSP)



#### 新車販売台数の前年比(月次)



注) 3ヵ月移動平均の前年比 直近値は2015年4月  
出所) インド農務省、インド自動車工業会(SIAM)、CEIC

### 【図12】出張時の撮影写真より(インド、ムンバイ)



写真)

- 左上: 国際空港近くの新市街バンドラ地区(大手海外金融機関が集積)
- 左下: 外銀大手が支店を構える旧市街のマハトマ・ガンジー通り
- 右上: 旧市街のサトウキビ・ジュース屋台

出所: 筆者撮影



## 【韓国】当面、金利を据え置きつつ、これまでの利下げ効果を見極める当局

外需の低迷などにより、韓国経済は1-3月期実質GDP成長率が前年比+2.4%と、4期連続の鈍化となりました。一方、期待インフレが低下するなか、当局は内外の景気動向を見極めつつ追加利下げを実施する見通しです。

### ● 4期連続の鈍化で、勢いに欠ける景気回復

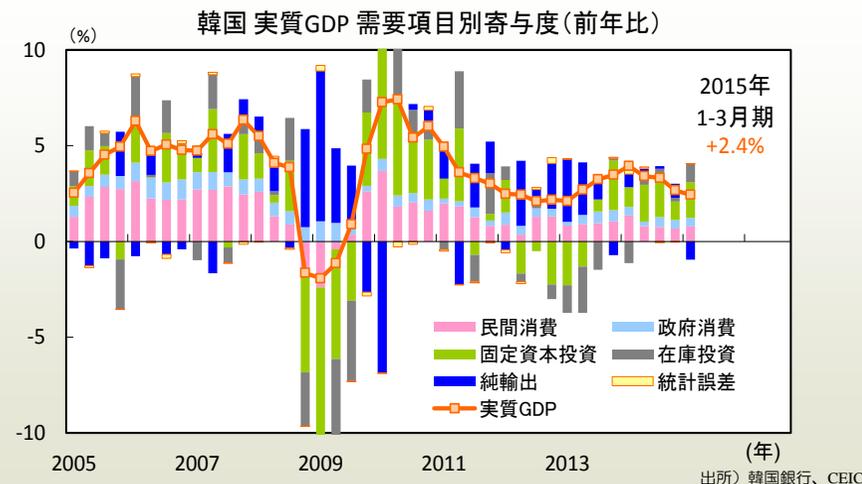
軟調な外需などを背景に、韓国の景気が鈍化を続けています。2015年1-3月期の実質GDP成長率（速報値）は前年比+2.4%と、前期の同+2.7%より鈍化（図1）。需要項目別では、固定資本投資が建設投資の拡大を受けて前年比+2.5%と、前期の同+0.7%より回復した一方、GDPの約5割を占める輸出は、前年比0.0%のゼロ成長と、4期連続で鈍化しました。外需の低迷を受け、民間消費は前年比+1.5%（10-12月期：同+1.4%）と、不振が続き、政府消費は同+3.1%と、前期と同じ伸びとなりました。

2012年後半から、対円・対米ドルでウォン高が進み、輸出競争力が低下するなか、韓国の輸出は4月に462億ドル、前年比▲8.0%と、2013年2月（同▲8.6%）以来の落ち幅となりました（図2）。地域別では、最大の輸出先である中国向け輸出は前年比▲5.2%と、4か月連続でマイナス幅が拡大し、欧州向けの輸出は同▲11.8%（3月：▲9.7%）と不振が続いています。米国向けの輸出も回復の勢いを維持できず、4月に前年比▲2.7%と、先月の同+16.8%より急落しました。品目別では、原油安の影響で輸出総額の1割強を占める石油製品が前年比で約4割減少したほか、主力輸出品の電子機器は同+1.7%と、3か月連続で1%台付近で低迷しています。また、ウォン高圧力などを背景に、3月の海外受注額は前年比で3か月連続の減少となり、2009-14年の平均値の約9割にとどまりました。今後も輸出の低迷はしばらく続き、本格的な回復は来年以降になる見通しです。

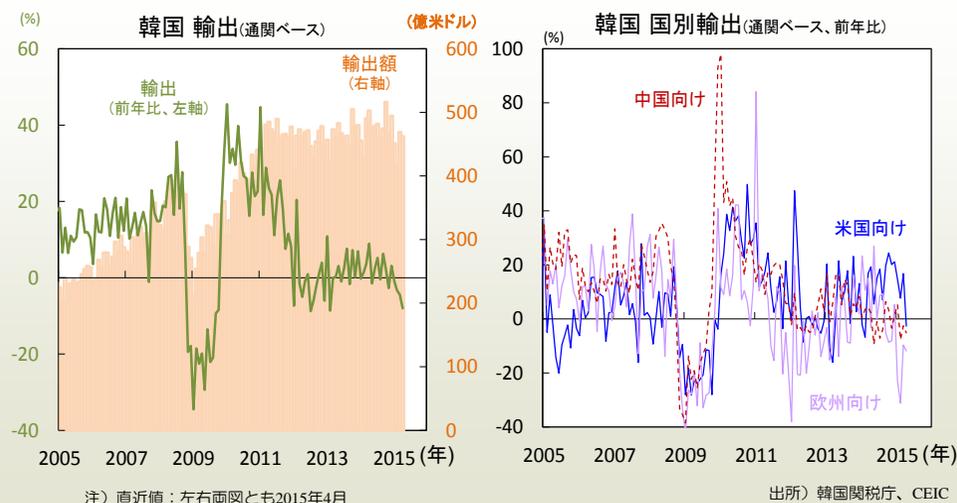
足もとの輸出鈍化を背景に、鉱工業生産は3月に前年比▲0.1%と、回復の勢いを欠いています（図3右）。製造業の設備稼働率も3月に73.6%（季節調整済み）と、昨年平均の同76.1%を下回りました。また、製造業の景況感指数（BSI、見通し）は5月に93.3と、昨年1月の100.2をピークに鈍化が続いています。

一方、景気の鈍化に伴い、失業率は4月に3.7%と（2014年平均：3.5%）、楽観できない状態が続いています（図4）。また、サービス業や建設業などを中心に、雇用の伸びが鈍化しており、就業者の純増数は前年同期比で約+1%の21.5万人にとどまり、2013年2月（同20.1万人）以来の低水準となりました。今後、景気の本格的な回復が来年以降になるとみられ、失業率の高止まりがしばらく続くと思われます。

【図1】 4期連続で鈍化する実質GDP成長



【図2】 低迷が続く韓国の輸出



当局は昨年7月の景気対策（11.7兆ウォン）に続き、免税店の増設や中小企業の未払い給料への支援など、10月にも5兆ウォン規模の追加対策を発表。しかし、その効果は限定的で、消費者心理指数（CSI）は5月に105と、昨年4月の旅客船沈没事故直前の水準（108）に達していません（図5左）。また、民間消費も振るわず、実質小売指数は4月に前年比+1.8%（3カ月移動平均）と、年初来、軟調に推移しています。

一方、2013年2月に朴大統領が就任以来、2年間で6人もの主要閣僚が辞任し、経済運営の実績が問われるなど、若い世代を中心に政権への評価が低下しつつある模様です。今後、景気の低迷がしばらく続くなか、来年4月の国会総選挙に向けて、政府は支持率挽回のために、新たな景気対策を打ち出すと予想されます。

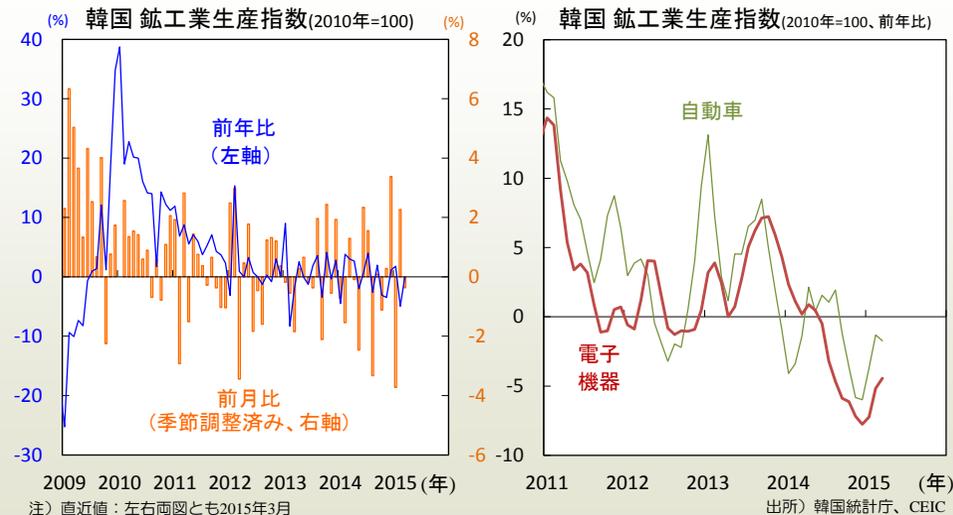
## ● 足もとで様子見に入る金融当局

5月の総合消費者物価は前年比+0.5%と前月の+0.4%よりやや上昇したものの、依然として政府の2013-15年度のインフレ目標（+2.5~3.5%）の下限を大幅に下回っています（図5右）。農産物の供給増や原油安に伴う燃料輸入価格の低下は、同物価の低位安定に寄与しています。また、燃料と生鮮食品を除いたコア物価も内需の弱さを背景に、4月に同+2.0%と、3カ月連続で低下しています。一方、生産者物価も企業間取引の冷え込みを反映し、4月に前年比▲3.6%と、年初来▲3%台後半で推移しています。今後、生産者物価の鈍化が総合消費者物価に及ぶとみられ、2015年後半にかけて、総合消費者物価は前年比+1%以下で推移すると見られます。

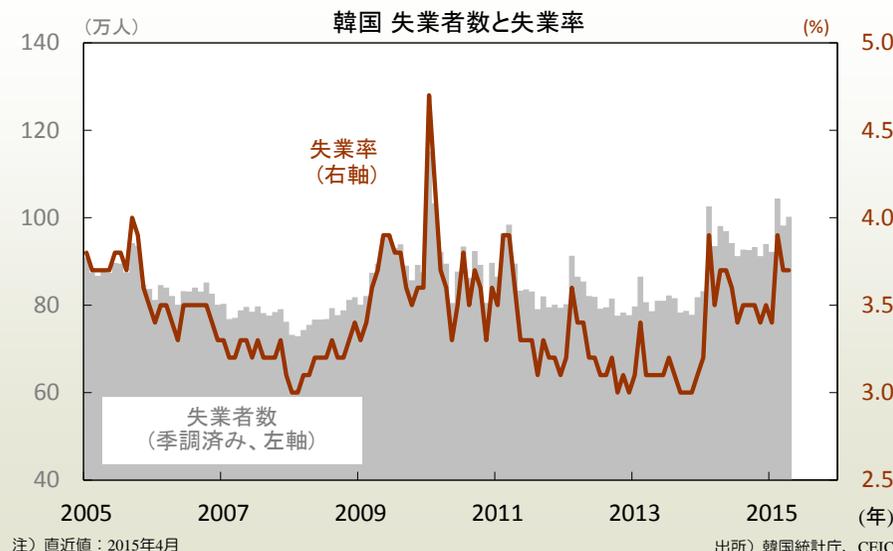
韓国の中央銀行（BOK）は内需低迷などによる景気下振れリスクを抑制するために、昨年8月に15カ月ぶりに政策金利を引き下げた後（2.50%⇒2.25%）、昨年10月と今年3月にそれぞれ追加利下げを行い、同金利を過去最低水準の1.75%としました。その後、政策担当者は利下げ効果の判断に時間がかかることなどを理由に、5月まで2カ月連続で同金利を据え置いてきました。今後、米国が年後半に利上げを開始した場合、韓国の追加利下げは海外資本の流出につながりかねません。そのため、BOKは当面、金利を据え置きつつ、米国の政策動向を見極めると考えられます。追加利下げを行うとしても、今年後半にかけて1回程度にとどめ、以後は金利を据置いて内外の景気動向を慎重に見極めようとする可能性が高いでしょう。

一方、米国の利上げ期待などを背景に、2014年後半より新興国通貨は全般的に軟調に推移しています。韓国ウォンの対米ドル直物相場は年初来約▲1.1%下落し、足もとで1米ドル=1,100ウォン付近で動いています（図7）。今後、恒常的な経常黒字（図8）がウォン相場を押し上げるとの見方もあるものの、实体经济を取り巻く不透明感が強く、利下げなどによる同通貨への売り圧力が依然として残っています。そのため、年後半にかけて、同通貨の上値余地は限定的でしょう。（洪）

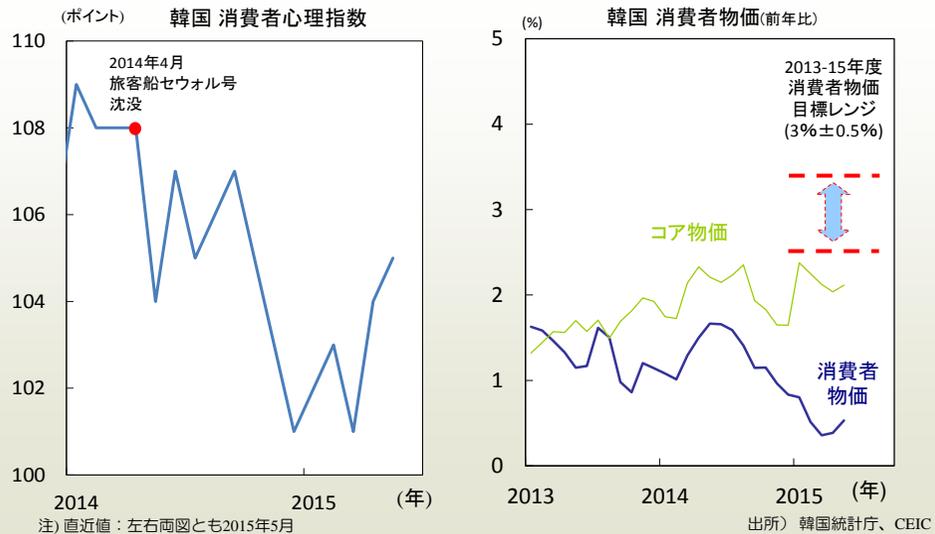
## 【図3】外需の減速を受け、軟調に推移する鉱工業生産



## 【図4】百万人台を突破した失業者数



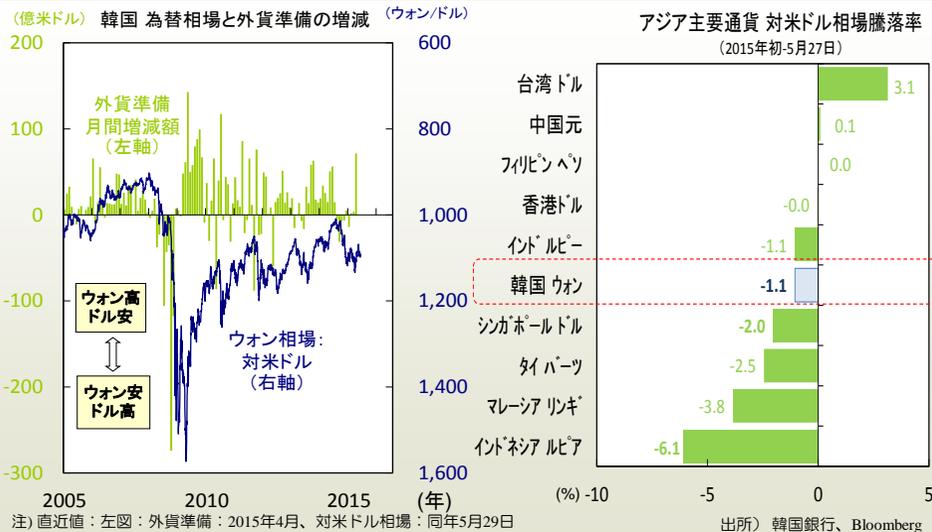
【図5】1%台以下で推移し続ける消費者物価



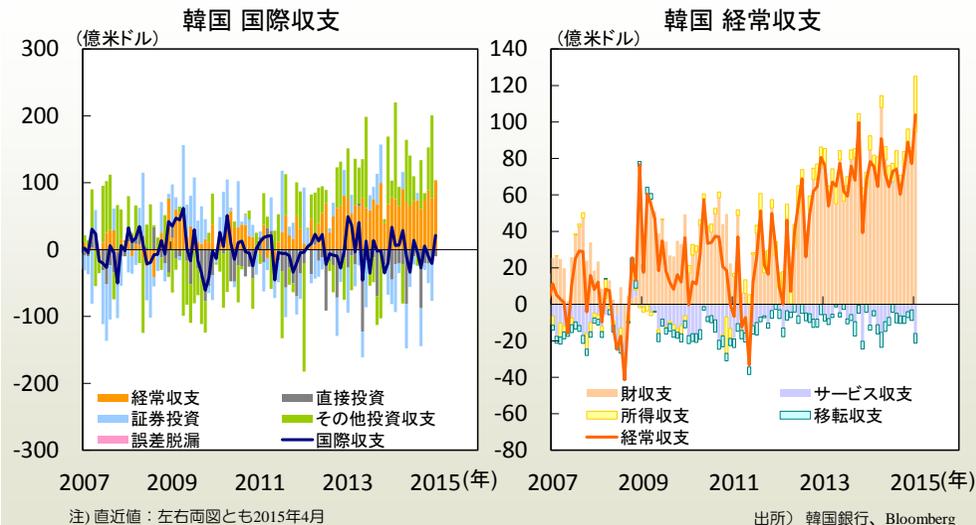
【図6】当面、政策金利を据え置くとみられる当局



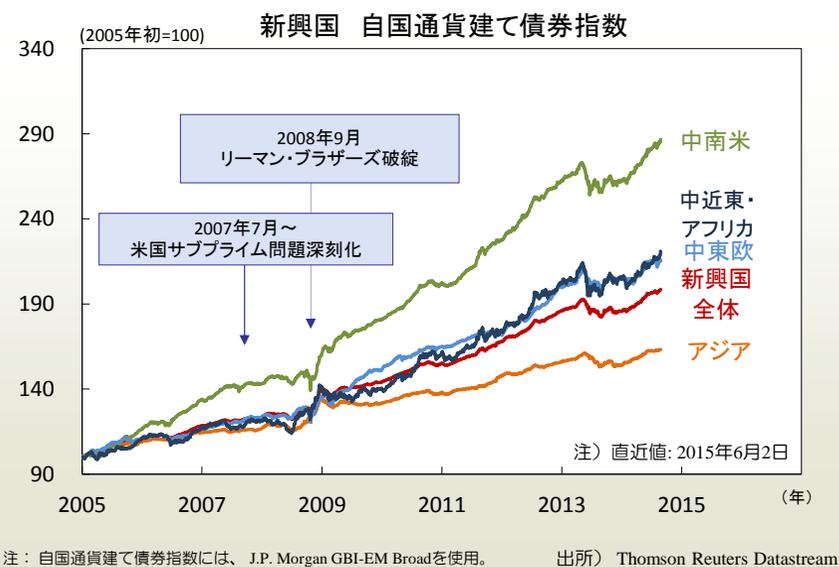
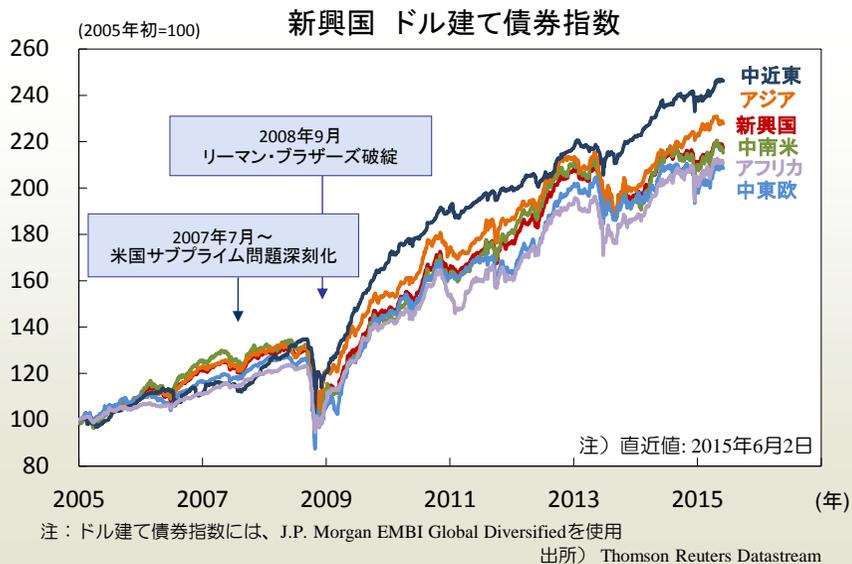
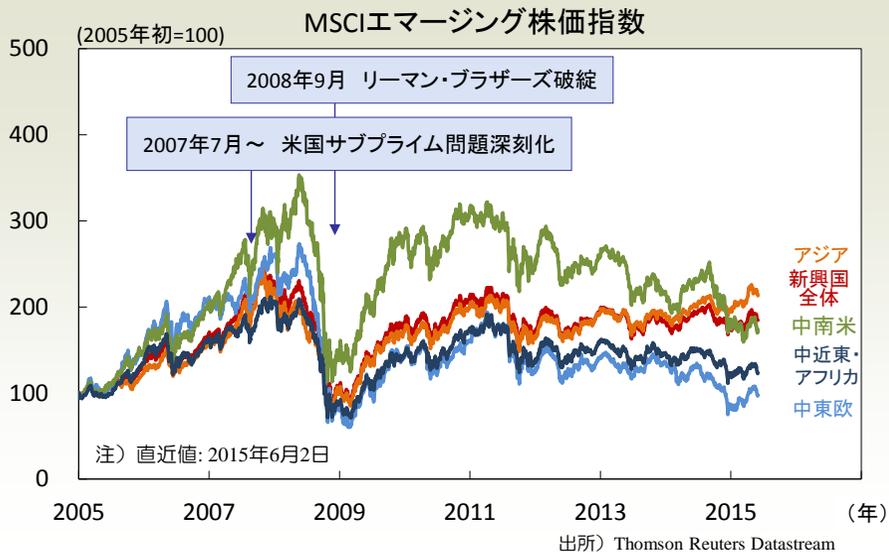
【図7】1米ドル=1,100ウォン付近で推移する同国通貨



【図8】2011年4月以来、継続する経常収支黒字

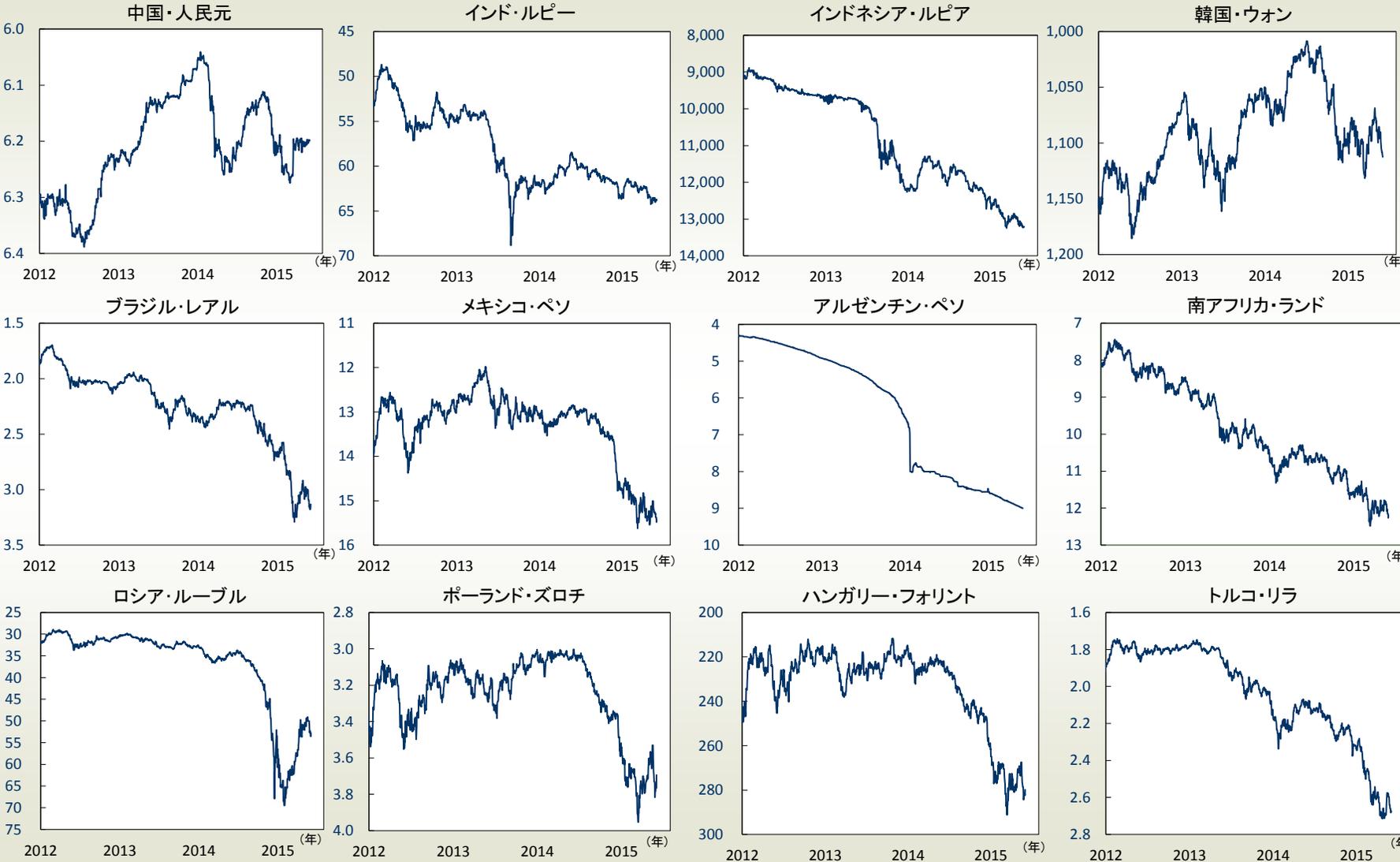


# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



【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



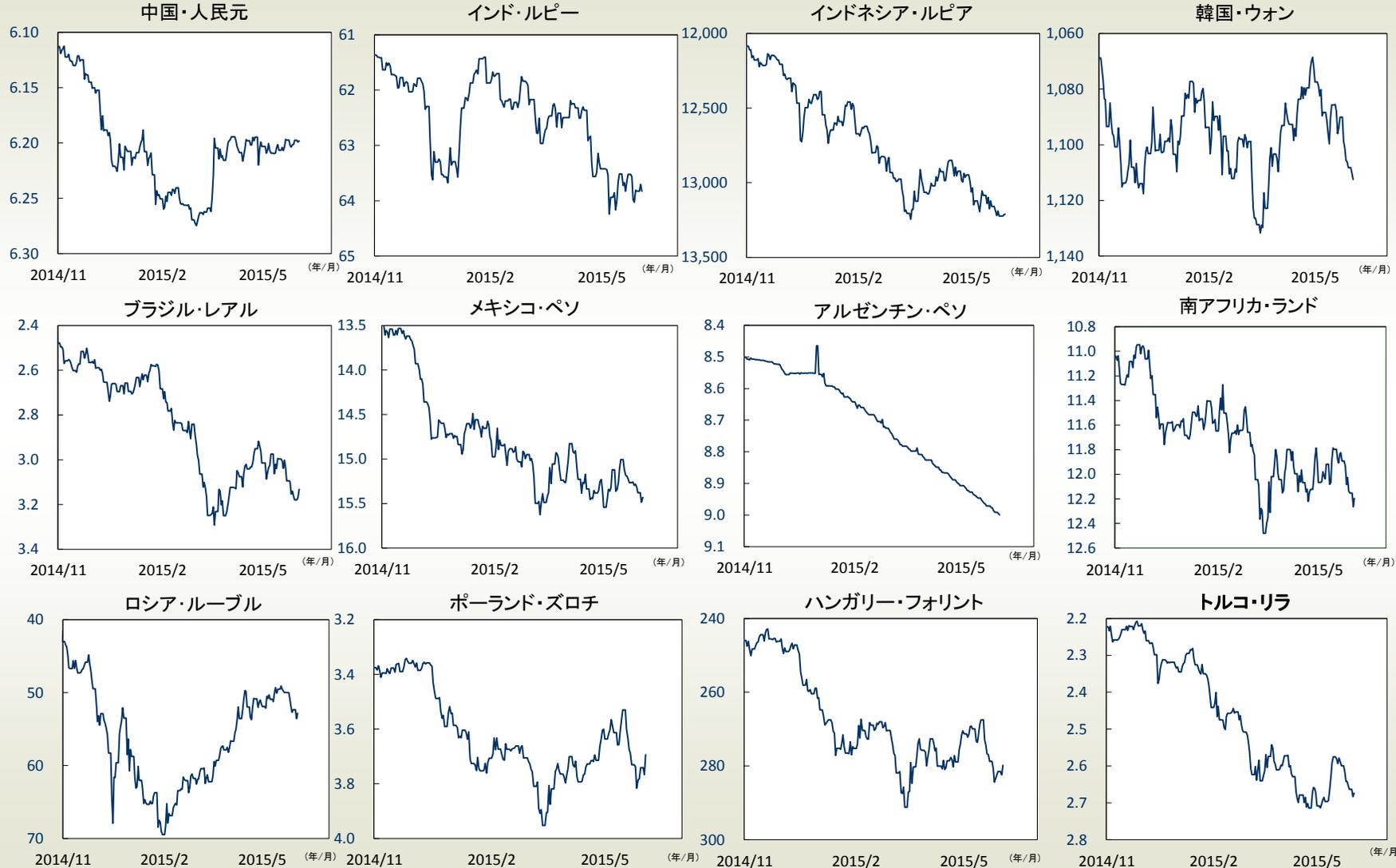
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2015年6月2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)



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6月2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6月3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：情報は、信頼性があると信じられる情報源から取得したものです。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.。

The BofA Merrill Lynch US High Yield Index：BofA メリルリンチの指数に関する知的所有権、その他一切の権利はBofA メリルリンチに帰属します。BofA メリルリンチは当ファンドを保証するものではなく、当ファンドについて一切の責任を負いません。