



Contents

【インド】主要州議会選挙での与党惨敗と経済改革後退懸念等から足元でやや軟調なルピー相場	1ページ
【中国】政府の景気対策に支えられつつ回復を続ける景気	7ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	11ページ

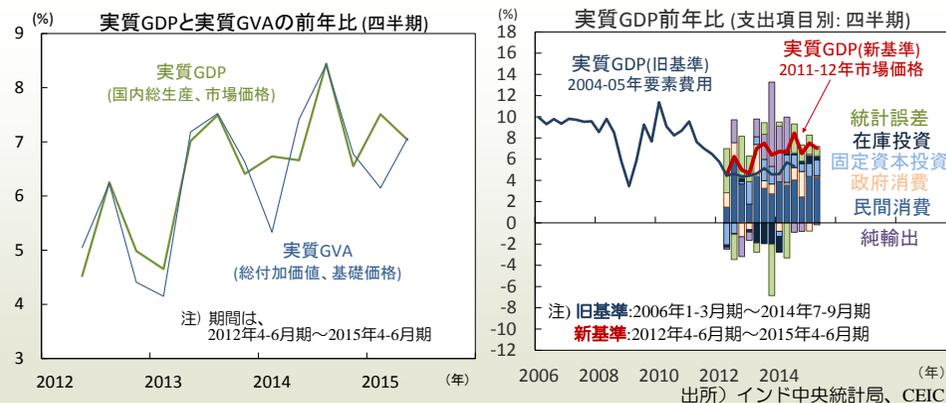
## 【インド】主要州議会選挙での与党惨敗と経済改革後退懸念等から足元でやや軟調なルピー相場\*

### ● 10月以降、やや軟調に推移するルピー相場

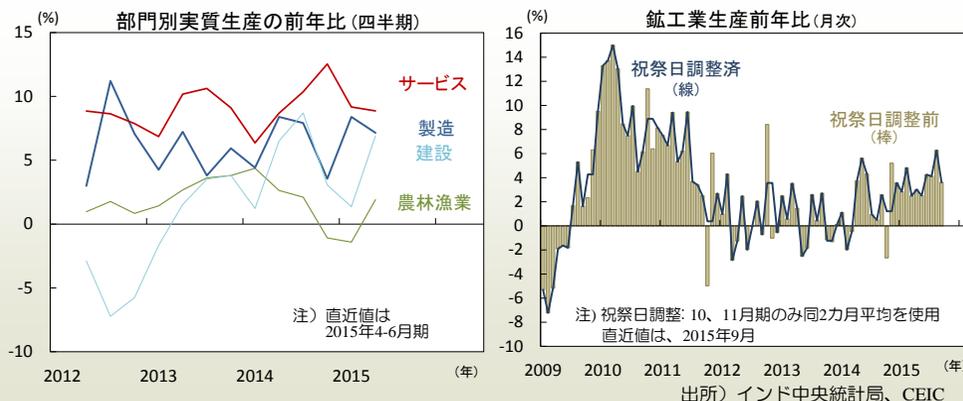
年初より9月まで他の主要新興国通貨に比べて底堅く推移してきたインド・ルピー相場が、足元でやや軟調です。10-11月に行われたビハール州議会選挙では、与党インド人民党(BJP)が予想以上の惨敗。2014年の下院総選挙とその後の主要州議会選挙で躍進してきたBJPとモディ首相が求心力を失い、今後は経済改革への取組が後退するのではないかと懸念も海外投資家の間で浮上し、ルピー相場の上値を押さえた模様です。本稿では、インドの景気物価状況、金融政策動向、ビハール州議会選挙後の政治動向などを概観した上で、今後のルピー相場の動向について考察します。

足元では、堅調な内需にけん引された底堅い景気拡大が続いています。4-6月期の実質GDPは前年比+7.0%と前期の+7.5%より鈍化した一方、生産側から推計された実質総付加価値(GVA)は同+7.1%と前期の+6.1%より加速(図1左)。GDPはGVAに純間接税(NIT: 間接税マイナス補助金)を加算して計算、今回は間接税のデフレータが上振れ、GDPとGVAの伸び率の差が縮小しました。インド準備銀行(RBI)や市場参加者の間では、NITの変動に左右されるGDPより月次景気指標に近い動きをするGVAの方がより景気動向をよく反映しているとの評価が定着しつつあるようです。GDPの需要項目を見ると、民間消費は前年比+7.4%と前期の+7.9%より鈍化しつつ堅調でした。農村部の需要が低迷する一方、都市部を中心に自動車など耐久財消費が底堅く伸びた模様です。政府消費は同+1.2%と前期の▲7.9%より反発。教育や保健分野の経常歳出が加速した影響とみられます。固定資本投資は同+4.9%と前期の+4.1%より上昇。民間部門の投資が冴えを欠く一方、道路や鉄道分野の政府投資が加速しました。外需では、総輸出が同▲6.5%と前期の▲8.2%より落込み幅が縮小するとともに、総輸入も同▲5.4%と前期の▲8.7%より落込み幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は▲0.2%ポイントと前期の+0.2%ポイントより小幅に反落しました(図1右)。

【図1】底堅い民間消費や回復する固定資本投資が景気をけん引(右)



【図2】建設、農林漁業が回復する一方、製造、サービス部門はやや鈍化(左)



## ● 底堅く伸びる製造業とサービス部門の生産

4-6月期の生産側のGVAでは、建設業や農林漁業の伸びが成長をけん引しました(図2左)。農林漁業は同+1.9%と前期の▲1.4%より反発。牧畜、漁業、林業の伸びが、天候不順などに伴う乾季農作物の生産の落込みをカバーしました。鉱業は同+4.0%と前期の+2.3%より加速。石炭生産の回復などによります。製造業は同+7.2%と前期の+8.4%より減速しつつ堅調。資本財生産が鈍化したものの、耐久消費財生産が加速しました。建設業は同+6.9%と前期の+1.4%より大きく加速。政府による道路や鉄道分野の投資が同部門の生産を上げました。サービス部門は同+8.9%と堅調ながら、前期の+9.2%よりはやや減速。政府消費の伸びに伴って公共サービス等が緩やかに加速したものの、流通・ホテル・運輸・通信や金融・不動産等が依然堅調ながら前期より減速した影響です。

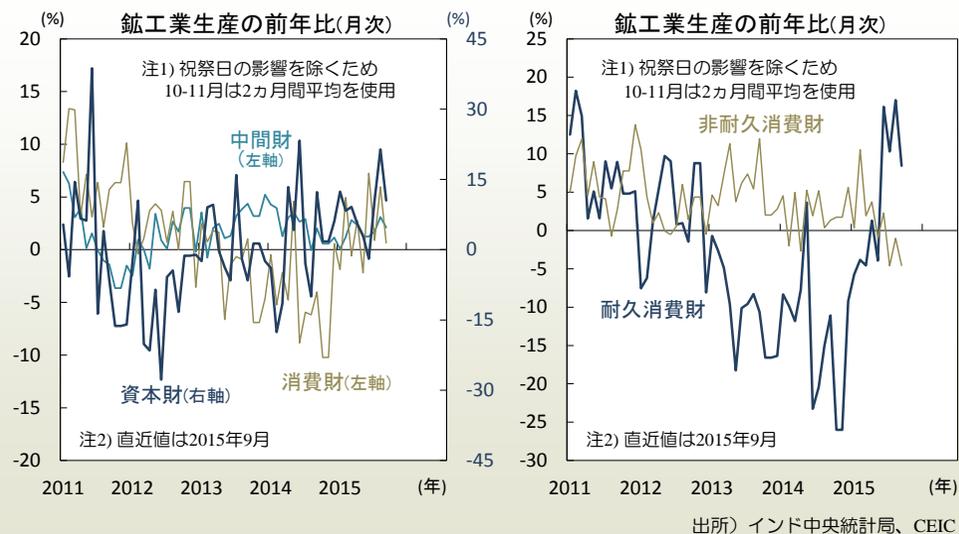
7-8月に加速した鉱工業生産は9月に鈍化したものの、7-9月平均の前年比は+4.6%と4-6月の+3.3%を上回るなど底堅い伸びとなりました。9月の同生産は前年比+3.6%と前月の+6.3%より鈍化しており(図2右)、前月に急伸した品目の減速が目立ちます。資本財は同+10.5%と前月の+21.4%より鈍化し(図3左)、耐久消費財は同+8.4%と前月の+17.0%より減速しました(図3右)。

## ● 内需の伸びにけん引され今後も堅調な景気拡大が継続か

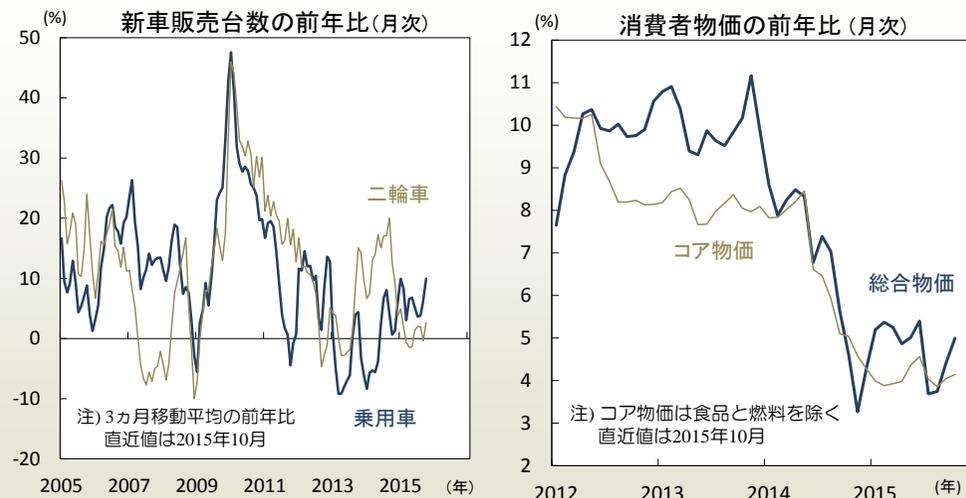
両部門とも7-9月平均の前年比は+13.8%と+11.8%と、4-6月の2.0%と+3.7%より堅調な伸び。9月の減速は前月の急加速からの反動とみられます。金利感応度の高い両部門の伸びは年初来の利下げ効果の浸透を示唆しており、消費者物価の沈静化による都市部家計の購買力の改善も耐久財の需要を上げた模様です。一方、非耐久消費財は9月に同▲4.6%と前月の▲1.0%より落込み、7-9月平均も同▲3.4%と4-6月の+1.7%より悪化。雨不足で農業所得の低迷する農村部の需要の落込みの影響とみられます。

乗用車販売が10月にかけて急伸するなど、耐久財販売は引き続き堅調です(図4左)。11月19日、第7次給与委員会は、中央政府の公務員と退職者(約420万人と620万人)の給与/年金を来年初より23.6%上げることがを勧告。前回2006年の30-35%を下回るも市場予想の15-20%を上回る内容でした。地方政府、国有企業、大学等の職員給与も、上記給与を参考に今後数年かけて上げられる見込みです。上記決定で政府の財政再建遅延の可能性も高まったものの、短期的には家計の裁量的消費が上げられるでしょう。今年度(～2016年3月)の実質GDP成長率は+7%台半ばと前年度の+7.3%を上回り、来年度の成長率も+7%台後半へと緩やかにすると予想されます。

## 【図3】金融緩和などを受けて資本財や耐久消費財の生産が堅調に拡大



## 【図4】底堅く伸びる乗用車販売(左)、消費者物価上昇率は+5%と低位(右)



## ● 乾季の雨不足にもかかわらず安定的な消費者物価

足元の物価は比較的落ち着いています。10月の総合消費者物価は前年比+5.0%と前月の+4.4%より上昇(図4右)。食品が同+5.2%と前月の+3.9%より上昇し(図5左)、総合物価を押し上げました。前年の価格高騰からの反動(ベース効果)のはく落で野菜が同+2.4%と前月の+0.1%から上昇(図5右)、雨不足の影響で豆類が同+42.2%と前月の+29.8%より上昇し、食品物価を押し上げました。コア物価は前年比+4.1%と前月の+4.0%よりやや上昇するに留まっており、需要側からの物価上昇圧力は限定的な模様です。

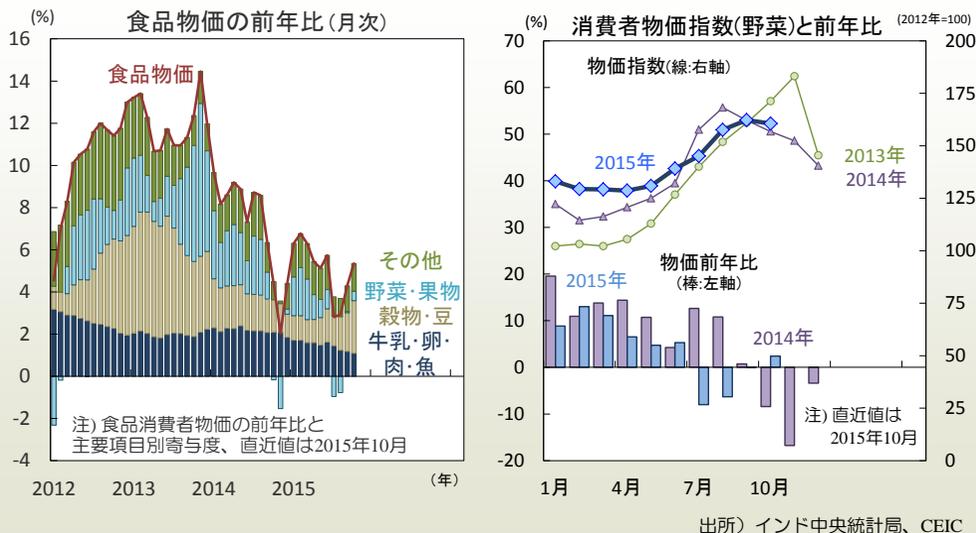
乾季に入り雨不足が深刻化しており、10月の降雨量は平年比47%減となりました。これに伴って豆の価格は上昇しており、10月の前月比(季節調整前)は+10.1%と前月の+4.2%より更に加速しています。一方、野菜価格は同▲1.0%と前月の+2.9%より反落。雨季作物の収穫とともに高騰していたタマネギ価格が反落したことに加え(図6左)、政府による供給管理や冷蔵の取締りも奏功しているとみられます。足元の雨不足にもかかわらず、全般的な食品物価の上昇が起こるリスクは今後も限定的でしょう。総合物価の前年比は、食品物価のベース効果のはく落に伴って、今後1-3月にかけて+5%台後半まで上昇し、その後+5%前後まで緩やかに低下すると予想されます。

## ● 市場の予想以上の利下げで景気回復を支える準備銀行

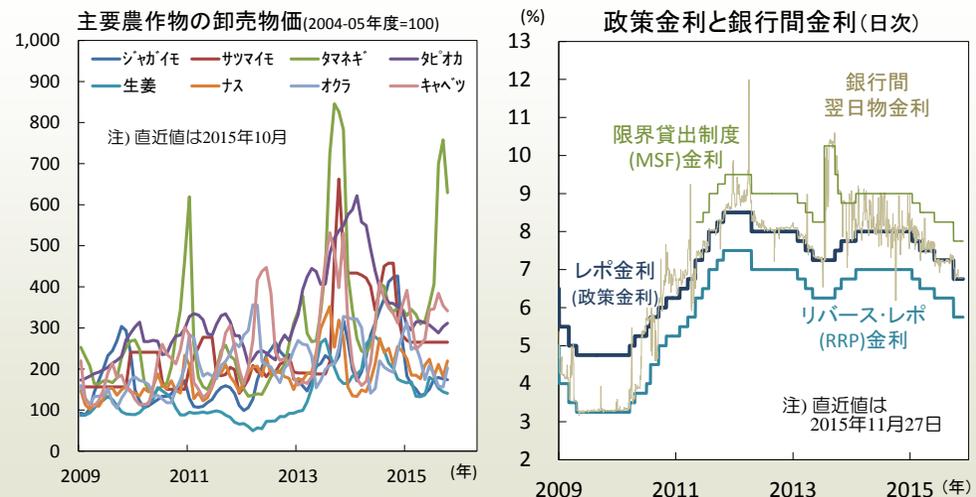
足元の雨不足にもかかわらず物価が落ち着きを見せる中、RBIは9月29日の金融政策見直しで政策金利を7.25%から6.75%へと引下げました。市場予想(Bloomberg集計では52人中42人が7.25%→7%の利下げを予想)を上回る金利の引下げで景気回復を支える構えとみられます。今年1月以降の累積利下げ幅は1.25%ポイントに上ります(図6右)。

RBIの声明は、前回見直し時より世界景気が鈍化しており一次産品価格は抑制されるだろうとし、設備稼働率が依然低い中で投資が回復するには外需の落込みを内需が補う必要があるとも指摘。金融緩和の波及は遅いものの、将来の緩和効果の度合い(政策金利の低下に伴う銀行貸出金利の低下幅)にかかわる見通しがより確かなものになれば投資の反応は力強くなろうとした上で、0.5%ポイントの利下げという「政策前倒し」を行ったと説明しました。声明は、実質金利(短期国債1年もの利回り-1年先の期待インフレ率)は1.5-2%の範囲に留まるだろうと、RBIの考える適切な実質金利水準にも言及しました。RBIの声明は今後も政策スタンスは緩和的とするものの、今後の総合物価の伸びが+5%台と仮定すると追加利下げ余地は少ないとみられ、来年前半までに追加利下げがあるとしても0.25%ポイント程度に留まると予想されます。

## 【図5】足元の雨不足にもかかわらず、低位に留まる野菜物価の伸び(右)



## 【図6】9月に市場予想を上回る0.5%ポイントの利下げを実施(右)



## ● ビハール州議会選挙での与党惨敗に失望した金融市場

11月8日開票のビハール州議会選挙では、与党インド人民党(BJP)の予想以上の惨敗が判明(図7右)。翌9日には、BJPの求心力低下と経済改革停滞の連想から株価(SENSEX指数)は前日比1.1%下落、ルピーは対米ドル(以下「ドル」)で1.0%下落しました。

上記の州議会選挙は、足元で停滞気味の経済改革の行方を左右するものとして注目されてきました。2014年4-5月の下院総選挙で圧勝したBJPも上院では少数派。上院議員は州議会議員による間接選挙で2年毎に3分の1が改選されるため、BJPと連立相手が上院の議席を積み増すためには主要な州議会選挙で勝利を重ねる必要があります。BJPは2014年10月のマハラシュトラ州とハリヤナ州の議会選挙で躍進したものの、2015年2月のデリー準州議会選挙では、反汚職を掲げる新興政党の庶民党(APP)に惨敗しました。この直後より上院の野党が勢いづく経済改革法案の審議を妨害、予算国会(2-5月)とモンスーン国会(8月)で、土地収用法の改正や財サービス税(GST)の導入のための法案の成立を阻みました。今回のビハール州議会選挙でのBJPの勝敗は、2月のデリーでのBJP敗退が汚職問題に関心が高い同地限り現象なのか、BJPやモディ首相の求心力の低下を示唆するものかを判断する材料として注目されていました。

## ● BJPは、かつての州議会連立相手JD(U)の連合に敗北

ビハール州はBJPが強みを有する北部ヒンディー語圏に属し、2014年の総選挙ではBJPが同州選挙区で圧勝。同州議会選挙はモディ首相とBJPが総選挙当時の勢いを保っているのを見極めるのに最適と考えられました。同州議会では、2005年よりジャナタ・ダル統一派JD(U)とBJPによる連立政権が2期連続で州政権を運営。JD(U)は、2014年の総選挙を控えたBJPがイスラム教住民に不人気なナレンドラ・モディ氏(現首相)を事実上の首相候補としたことに反発して連立を解消したものの、総選挙でモディ旋風が吹く中でかつての連立相手のBJPに惨敗。BJPは同州選挙区40議席中22議席と前回の12議席を倍増させ、JD(U)はわずか2議席と改選前の20議席の9割を失いました。

危機感を強めたJD(U)は、宿敵であった民族ジャナタ・ダル(RJD)や国民会議派(INC)と「大連立」を結成し、直後の世論調査支持率でBJPを圧倒。BJPは、モディ首相自身が多数の有権者集会を行うなどして劣勢を覆そうとしたものの、力が及びませんでした。JD(U)とRJDの連立が下位カーストやイスラム教徒を中心に幅広い有権者票を獲得したこと、JD(U)のニティシュ・クマール州首相がインフラ投資を進め過去10年に渡る州経済の高成長を実現していたことも(図8左)、大連立に優位に働いたと考えられます。

【図7】ビハール州議会選挙では、与党BJPが予想以上の惨敗(右)



政党・連立名	2005年	2010年	2015年
大連立(Mahagathbandhan)	151 (62.1)	141 (58.0)	178 (73.3)
ジャナタ・ダル統一派:JD(U)	88 (36.2)	115 (47.3)	71 (29.2)
民族ジャナタ・ダル:RJD	54 (22.2)	22 (9.1)	80 (32.9)
インド国民会議派:INC	9 (3.7)	4 (1.6)	27 (11.1)
国民民主同盟: NDA	65 (26.7)	94 (38.7)	58 (23.9)
インド人民党:BJP	55 (22.6)	91 (37.4)	53 (21.8)
民族人民平等党:RSLP	0 (0.0)	0 (0.0)	2 (0.8)
人民の力党:LP	10 (4.1)	3 (1.2)	2 (0.8)
インド人民戦線:HAMS	0 (0.0)	0 (0.0)	1 (0.4)
その他	27 (11.1)	8 (3.3)	7 (2.9)
CPI-ML(L)	5 (2.1)	0 (0.0)	3 (1.2)
無所属	10 (4.1)	6 (2.5)	4 (1.6)
その他	12 (4.9)	2 (0.8)	0 (0.0)

注) 連立は2015年選挙時のもの。議席数は選挙結果  
CPI-ML(L)は、インド共産党マルクス・レーニン主義(解放派)  
数値は議席数、( )内は議席率

出所) インド準備銀行(RBI)、インド選挙管理委員会、Bloomberg

【図8】今後の焦点は2017年のウッタル・プラデシュ州議会選挙が(右)



州名	州議会 政権党	州議会 議員任期	下院 議席数	上院 議席数
ビハール	JD(U)	2015年11月	40	16
西ベンガル	TMC	2016年5月	42	16
タミル・ナドゥ	AIADMK	2016年5月	39	18
ケララ	INC	2016年5月	20	9
アッサム	INC	2016年6月	14	7
パンジャブ	SAD	2017年3月	13	7
ウッタラカンド	INC	2017年3月	5	3
マニプール	INC	2017年3月	2	1
ゴア	BJP	2017年3月	2	1
ウッタル・プラデシュ	SP	2017年5月	80	31
グジャラート	BJP	2018年1月	26	11
ヒマチャル・プラデシュ	INC	2018年1月	4	3
メガラヤ	INC	2018年3月	2	1
トリプラ	CPIM	2018年3月	2	1
ナガランド	NPF	2018年3月	1	1

注) JD(U): ジャナタ・ダル統一派、TMC: 全印草の根会議派、AIADMK: 全印アンナ・ドラヴィダ進歩連盟、INC: インド国民会議派、SAD: シロマニ・アカリ・ダル、BJP: インド人民党、SP: 社会主義党、CPIM: インド共産党マルクス派、NPF: ナガランド人民戦線

出所) インド中央統計局、インド選挙管理委員会、CEIC

## ● 経済改革後退と大衆迎合路線への転換との懸念は妥当か

州議会選挙の敗北後も、BJPの率いる国民民主同盟(NDA)が下院で多数派で上院で少数派という構図は不変です。今回の州議会選挙が、国政を直接大きく左右することはないでしょう。しかし、予想以上の惨敗によるBJPの求心力低下に伴って、経済改革が遅延し政府が大衆迎合的な政策で有権者の歓心を買わざるを得なくなるのではないかと懸念は、海外投資家の間に根強いようです。2014年の下院総選挙でBJPに敗退した地方政党やINCは、今回のBJP惨敗で勢いづくでしょう。INCなどの野党は少数派への不寛容な行為(牛肉を食べたとされるイスラム教徒市民の暴行死等)に対する政府の姿勢を質す構えであり、11月26日から始まる冬季国会でも審議拒否などによってGST関連法案の成立が妨害される可能性があります。モディ首相はGST導入にかかわる合意形成を目指し、INCのガンディー党首とシン前首相を自宅の茶会に招くなど、融和的な姿勢に転じたものの、こうした取組みの成否は定かではありません。

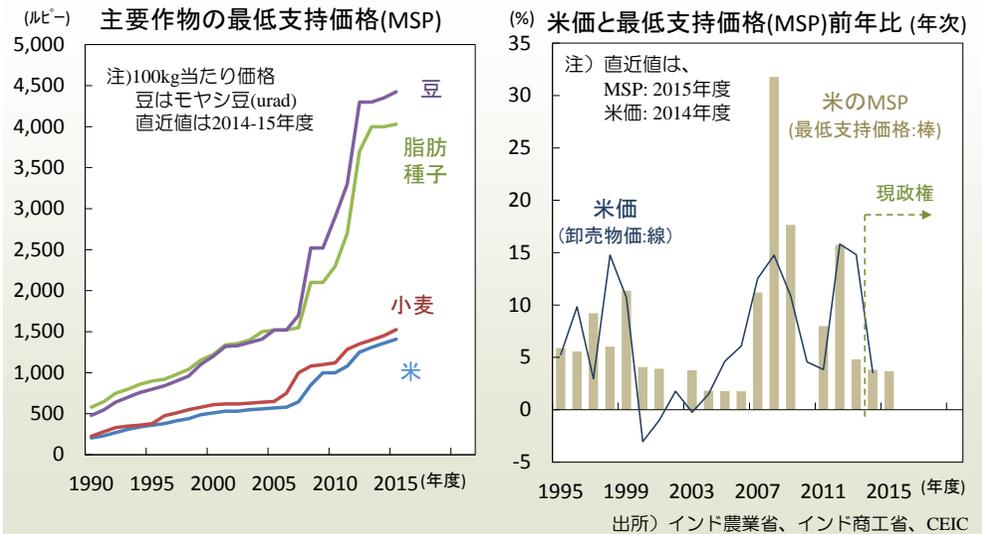
なお、BJPは、今回の州議会選挙直後に、電力部門の改革(財務の悪化した配電会社の再建策)や、直接投資規制の緩和(国防、建設、放送、プランテーション、単一ブランド小売、銀行、航空等)を公表し、経済改革の取組みを加速させる構えを見せました。

## ● 政府は州議会選挙直後より経済改革への取組みを加速

選挙結果が判明した8日、ジャイトリー財務相は「構造改革は続き、その速度は加速すべき」と発言し、立法措置が不要な分野での改革を促進する構えを見せました。

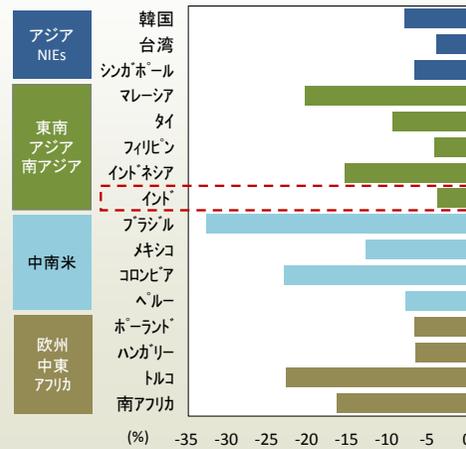
来年4-5月には、西ベンガル(WB)やタミル・ナドゥ(TN)などの重要州の議会選挙が控えます(図8右)。しかし、有力地方政党の影響力の強い両州におけるBJPの基盤は弱く、2014年の下院総選挙でモディ旋風が吹く中でもBJPは両州選挙区で1議席ずつ増やすに留まりました(WB州:1→2議席、TN州:0→1議席)。同国最大の人口を擁するヒンディー語圏のウッタル・プラデシュ(UP)州議会選挙は2017年4-5月。それまで正念場といえる州議会選挙がないため、BJPは当面国政に集中できるとみられます。また、BJPが大衆迎合的な政策に走り、財政悪化や物価上昇を招くとの懸念も杞憂でしょう。今年2月のデリー準州議会選挙で惨敗した後、BJPは11月にビハール州議会選挙を控えていました。こうした中で、雨季の雨不足が深刻化し農業所得が低迷していたにもかかわらず、政府は穀物の最低支援価格(MSP)の伸びを抑制し、農家債務の減免措置なども行いませんでした。一連の決定は、農村部有権者の歓心を買うことより、食品物価を抑制し経済を安定化させることを重視するBJPの姿勢を印象付けました。

## 【図9】雨不足が深刻化する中でも作物の最低支持価格の伸びを抑制

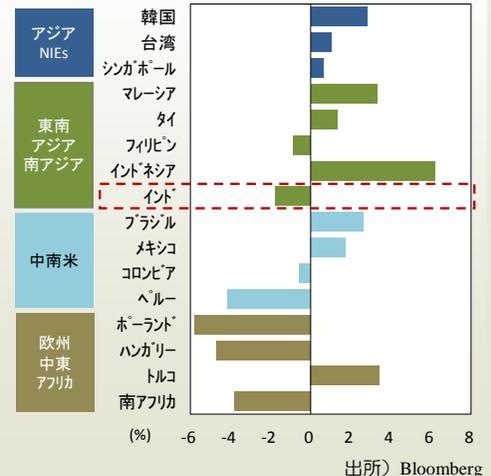


## 【図10】9月まで底堅かったルピー(左)も10月以降は他通貨より軟調(右)

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2014年12月31日～2015年9月30日)



主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率 (2015年9月30日～11月27日)



## ● 年初より9月まで堅調だったルピーはその後やや軟調に

ルピーは年初より9月末まで対ドルで3.9%下落と主要新興国で最小の下げ幅であったものの(図10左)、9月末より11月27日にかけて同1.8%下落と、主要アジア通貨最下位の騰落率になりました(図10右)。ピハール州議会選挙を巡る政治状況の悪化懸念に加え、同通貨のリスク感応度の低さが上記期間の相場に不利に働いたと考えられます。

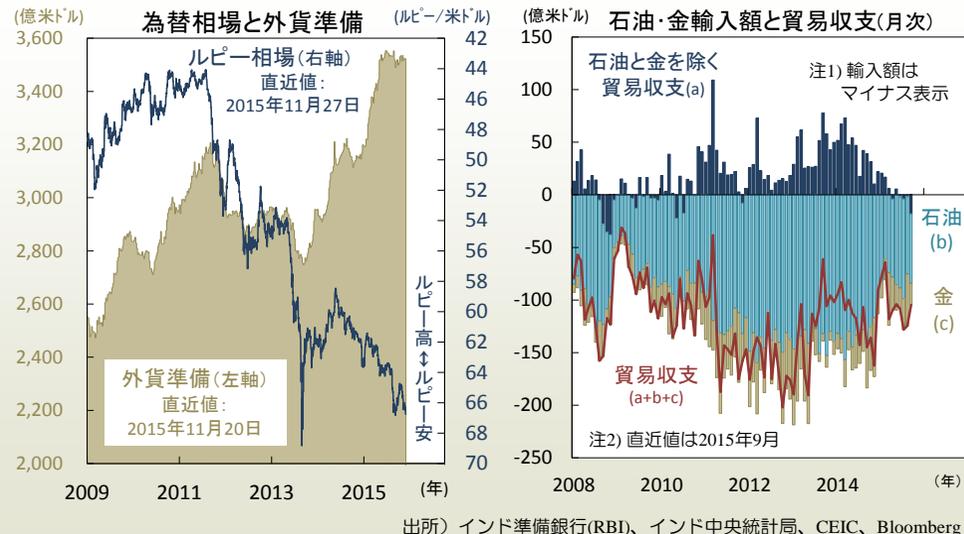
年初より9月末まで、国際金融市場は年内の米利上げ開始の可能性を意識しており、8月半ば以降は中国景気減速懸念も加わりリスク資産売りの動きが加速しました。この局面では、(a)ブラジル、(b)コロンビア、(c)トルコ等の通貨が大きく下落(図10左)。高水準の経常赤字(a、b、c)、一次産品価格の低迷による交易条件の悪化(a、b)、政治状況の悪化(a、c)などが背景でした。中国の景気減速に伴って一次産品に依存する多くの新興国で成長率が低下し対外収支が悪化し、ロシアやブラジルでは成長率がマイナスに。為替市場では多くの新興国通貨が売持ちとされました。こうした中、インドでは2014年の政権交代で政治状況が安定化し成長見通しも改善、経常赤字が縮小し外貨準備は増加、物価が沈静化。中国向け輸出依存度が低く燃料など一次産品の純輸入国という同国は、中国の景気減速に伴う一次産品価格低迷の恩恵を受ける立場にもありました。

## ● 為替市場の変動性が高まれば再びルピー優位の展開か

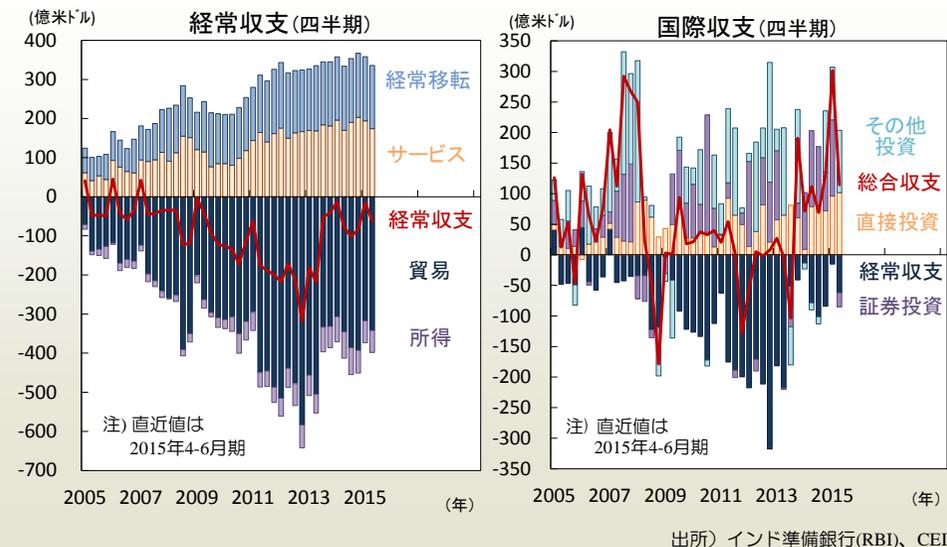
主要新興国の中でも例外的に恵まれた環境であった同国の通貨は多くの投資家に買持ちとされました。一部の投資家は、政治経済状況が悪化するブラジルやトルコなどの高金利通貨売り/ルピー買いを実施した模様です。その後、10月初より米利上げと中国景気への警戒感が緩み売込まれてきた高リスク通貨を買戻す動きが加速する中で、ルピーの買い持ち高が解消されたため、同通貨の上値は抑えられたとみられます。

しかし、恵まれた経済環境、実質金利の高さ、海外投資家の債券投資枠の漸進的な引上げに伴う資本流入余地など、ルピーの支援要因は少なくありません。米国の利上げと欧州の追加金融緩和という政策の二極化は為替市場の変動性を高め、米ドル流動性の縮小は民間ドル建て負債が増加する新興国の通貨を下押しするでしょう。リスク感応度の低いルピーに有利な相場環境が予想されます。なお、RBIが今後追加利下げを行う可能性は残ります。短期金利の低下は多くの国で通貨を押下げるものの、株式投資資本の比重の高い同国では景気下支え期待に伴う株式投資資本流入が通貨を下支えてきました。株式/為替市場での同国オーバーウェイトも足元では相当程度解消されたとみられ、ルピー相場は今後中期的に底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図11】2013年末より外貨準備が増加(左)、近年縮小した貿易赤字(右)



【図12】2013年に拡大した経常赤字はその後急速に縮小





## 【中国】政府の景気対策に支えられつつ回復を続ける景気

中国の2015年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、2009年1-3月期(同+6.2%)以来の低成長となりました。今後、当局は財政・金融両面で景気を下支え、景気の自律的な回復は来春以降になる見通しです。

### ● 景気対策に支えられつつ緩やかに回復する景気

足元で中国の景気減速が続いています。2015年7-9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、2009年1-3月期(同+6.2%)以来の低成長となりました(図1)。

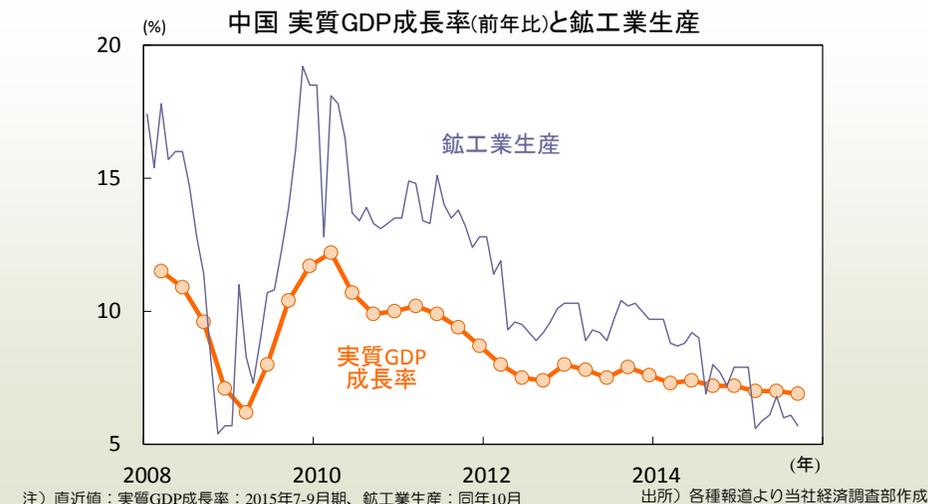
減速の主因は経済構造の転換に伴う設備投資の低迷などにあります。都市部の固定資産投資(年初来累積)は10月に前年比+10.2%と、9月の同+10.3%より伸び率が緩やかに低下して(図2左)、10月の鉱工業生産は同+5.6%と、2カ月連続で鈍化(図1)。また、10月の電力消費量も前年比▲0.4%(9月:同▲0.2%)と、伸び悩んでいます(図2右)。

2013年3月に発足した共産党の現指導部は当初、景気がある程度減速しても、経済構造の歪みの是正を優先すると宣言しました。しかし、外需の弱さに加え、大幅な信用収縮に伴う景気の急減速を受け、当局は2014年後半から一連の景気対策を打ち出し、インフラ投資の増額や政策金利の引き下げなど、構造調整より景気回復に政策の舵を切り始めました。政策効果の浸透に伴って、景気底打ちの兆しも見られ始めました。製造業PMI指数の新規受注は10月に50.3と、2カ月連続で景況感改善・悪化の節目である50を超えました。また、景気動向に敏感な乗用車の新車販売台数も10月に前年比+11.8%(9月:同+2.1%)と、改善の兆しが見られます(図3)。

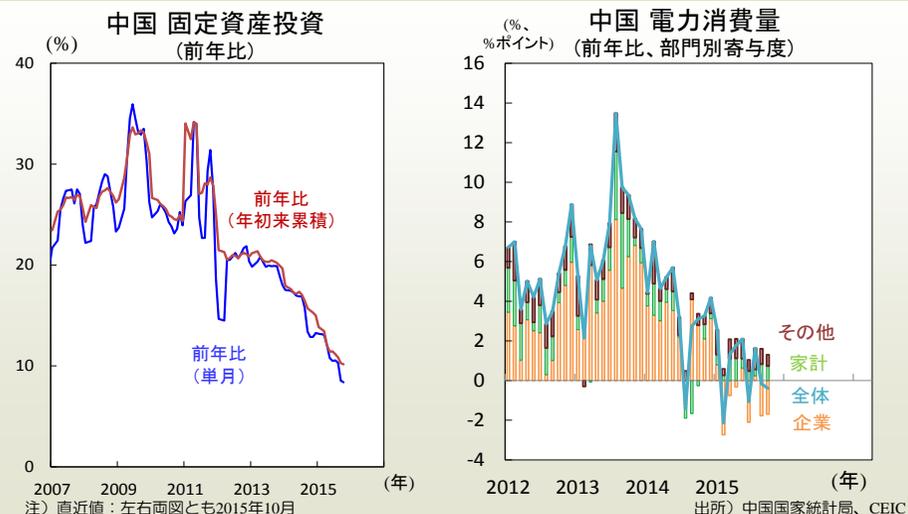
2015年に入り、現指導部は安定的な雇用情勢の確保を公言したほか、燃料価格の引き下げ(年初来計11回)や最低賃金の引き上げなども行い、消費者の購入意欲を刺激しようとしています。これらの措置を受け、10月の小売売上高(名目値)はネット・ショッピングなどを中心に、前年比+11.0%と、9月の同+10.9%より伸びがやや加速しました(図4左)。2016年前半にかけて、小売売上高は前年比+10%台前半で底堅く推移していくと思われます。ただし、2014年春から導入された公務員の浪費を禁止する「節約令」の影響で、高級腕時計や宝石類などのぜいたく品の消費は引き続き低迷しており、民間消費に景気回復をけん引する力はなさそうです(図4右)。

一方、海外市場の低迷などを背景に、中国の輸出は先進・新興国向けともに減少しています。10月輸出額は1,924億ドル(通関ベース、米ドル建て)、前年比▲6.9%と、4カ月連続の前年割れとなりました(図5)。最大の貿易相手先である欧州連合

【図1】 2010年以降、鈍化が続く景気



【図2】 伸び悩む固定資産投資と電力消費量



(EU)向けは10月に同▲2.9%と、米国向けは同▲0.9%と、日本向けは同▲7.7%と、2015年初来の低迷が続いています。今後、世界景気の回復が継続した場合、輸出環境の改善が期待され、2016年前半にかけて、輸出の伸びはプラスの1桁台に回復していく見込みです。一方、輸入（米ドル建て）の前年比は内需の弱さに加え、原油価格の低下などを反映し、10月に▲18.8%（9月：同▲20.4%）と、2桁台のマイナス成長が続いています。輸出の伸び以上に輸入が減少した結果、貿易収支は616億ドルの黒字となり、1-9月月間平均の同489億ドルを超えました。

景気の低迷を受け、現指導部はここ数ヵ月、財政面から景気を支えようとしています。10月の歳出は前年比+36.1%と、5ヵ月連続で伸び率が拡大しています。また、2015年1-10月に承認された投資プロジェクトの総額は2.5兆元に上り、そのうち、インフラ投資は半分以上を占めています。投資の承認から実行までには若干時間がかかるとみられ、景気の自律的な回復は来春以降になる見通しです。

今後の注目点としては12月中の中央経済工作会議と、2016年3月の全国人民代表大会（全人代）が挙げられます。中央経済工作会議では共産党が翌年の経済政策の基本方針を決め、全人代では景気刺激の具体策が打ち出されるかが注目を集めます。

## ● 不動産取引規制の緩和は継続される見通し

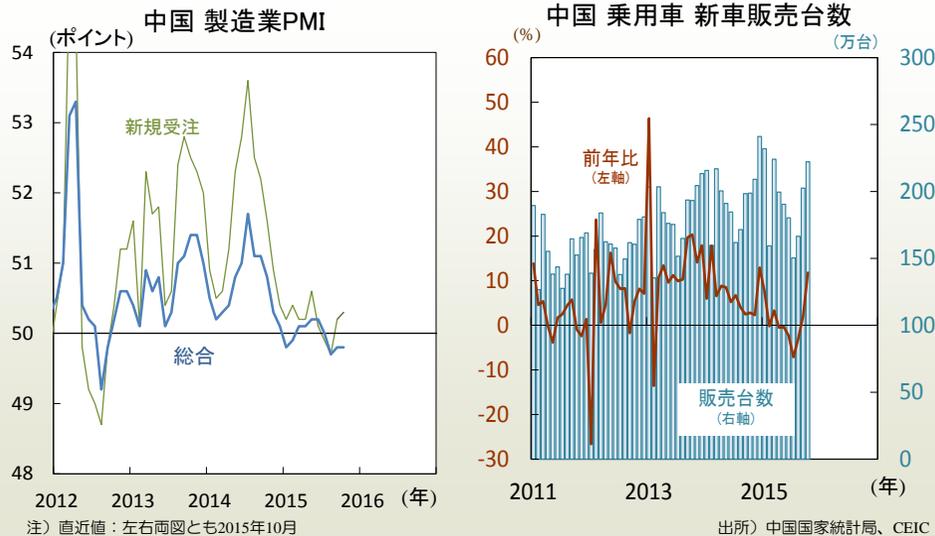
2013年後半から、政府は住宅売却時の徴税強化など、不動産市場の投機的需要を抑制する一方、低・所得者向け住宅の供給を増やしてきました。その結果、2014年初から不動産販売が伸び悩み、地方の中小都市を中心に住宅価格が下落に転じました。2014年8月時点で、主要70都市のうち、新築住宅価格が前月比で下落した都市の数は統計開始以来、最多の68都市となりました。

しかし、固定資産投資の約3割を占める不動産開発は鉄鋼やセメントなど、関連産業の裾野が広く、雇用の吸収力も高いため、2014年末にかけて、不動産のテコ入れを図ろうとする地方政府も現れ始めました。天津では地域限定で三軒目住宅の購入制限が緩和され、杭州では不動産業者と地方政府間の値下げ幅に関する事前協議を必要とするなど、地方政府が独自に「微調整」する動きが広がりました。

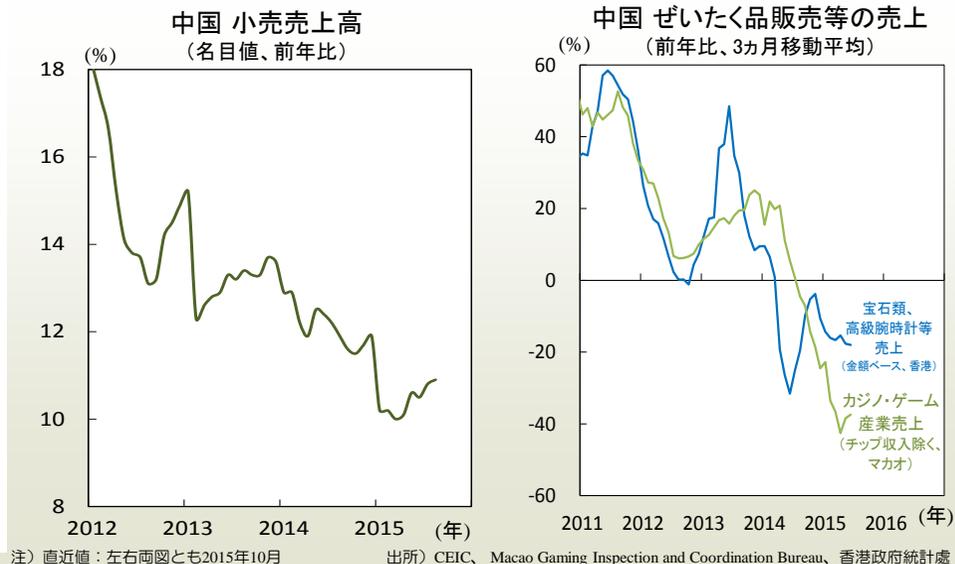
その後、中央政府も約2年ぶりに緩和姿勢に転じ、2015年3月に2軒目住宅購入時の頭金比率を引下げ（6～7割→一律に4割）、9月末に住宅購入規制を設けていない都市を対象に、1軒目住宅購入時の頭金比率を30%→25%に引き下げました。それを受け、主要70都市のうち、新築住宅価格が前月比で上昇した都市の数は10月に27となり、沿海地域を中心に不動産市況は緩やかに回復しています（図6）。

今後、景気支援のため、住宅購入の補助金支給など新たな不動産支援策が打ち出される見込みであり、2016年にかけて不動産市況は徐々に回復すると思われます。

## 【図3】底入れの兆しを見せる製造業PMIと新車販売



## 【図4】2014年以降、低迷するぜいたく品の消費



## ● 足もとで1%台半ばで推移する総合消費者物価

総合消費者物価は落ち着いた動きを続け、10月に前年比+1.3%（9月：同+1.6%）と、政府目標の同+3%を下回っています。豚肉価格の上昇が鈍化し、食品価格の伸びを抑えたことなどが背景です。豚肉価格は10月に前年比+15.8%（9月：同+17.4%）と、2ヵ月連続で伸び率が鈍化しました。また、コア物価（食品・燃料除く）は軟調な国内需要を反映し、前年比+1.5%（9月：同+1.6%）と、年初来、1%台半ば付近で安定的に推移しています（図7）。一方、生産者物価指数は企業間取引の冷え込みなどを反映し、10月に前年比▲5.9%と、7月以降は5%を超える下落幅が続いています。

今後、景気の緩やかな回復とともに、消費者心理の小幅な改善が続き、コア物価は現水準より若干上昇するとみられます。総合消費者物価の上昇（前年比）は2016年前半にかけて低い伸びにとどまり、1%台後半で推移する可能性が高いでしょう。

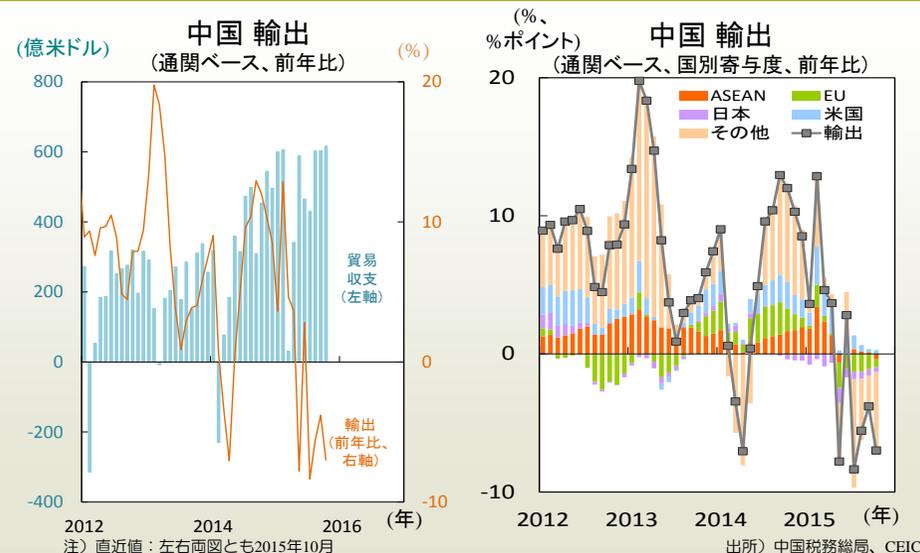
## ● 2014年後半から景気支援に転じた金融当局

足もとで物価が概ね安定するなか、中国人民銀行（PBoC）は2014年11月に約2年4ヵ月ぶりの利下げを行った後、2015年9月にかけて、断続的に基準金利と預金準備率を引き下げました。また、同行は2015年7月より市中銀行の預貸率（貸出残高/預金残高）を75%以内に制限するルールを撤廃し、民間金融機関の流動性を支援するため、11月20日より翌日物と7日物の貸出金利をそれぞれ4.5%→2.75%、5.5%→3.25%に引き下げました。

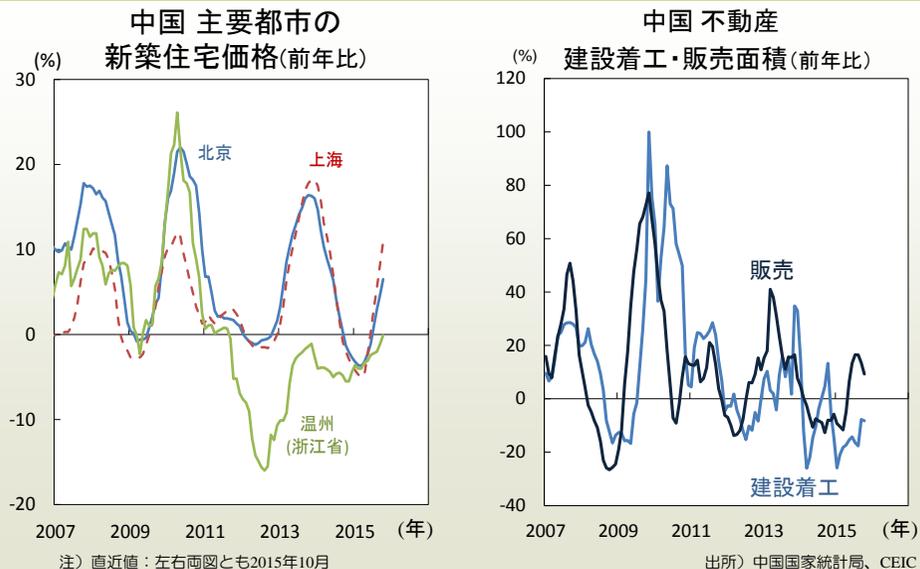
これら一連の緩和策により、景気を下支えようとするPBoCの姿勢が一段と鮮明になりました。1-10月累計で新規貸出は9.8兆元と、前年比で約2割弱増加しており、マネーサプライ（M2）伸び率は10月に前年比+13.5%と、9月の同+13.1%から加速しました（図8）。しかし、上記の生産者物価の低下により、企業部門の実質借入金利の上昇が続いています。PBoCの周小川総裁も「金利と量的措置の両面から行動する余地がある」と、追加金融緩和の可能性に度々言及。PBoCはしばらく金融緩和を維持し、2016年の旧正月休暇（2月7日からの1週間）までに基準金利やRRRなどの引き下げ（各1回程度）を行う可能性も残ると思われます。

一方、PBoCは市場実勢との乖離などを理由に、8月11日から3日連続で、人民元の対米ドル直物相場を累計4.7%切り下げました。その後、同行が元相場を支える意向を示唆したことで、人民元相場は徐々に落ち着きを取り戻し、足もとで1米ドル=6.37人民元付近で推移しています（図9）。今後、恒常的な経常黒字が同国通貨を支える可能性もあるものの（図10）、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、通貨安圧力がしばらく続き、2016年通年にかけて、人民元の対米ドル直物相場は現水準より弱含む展開となると予想されます。（洪）

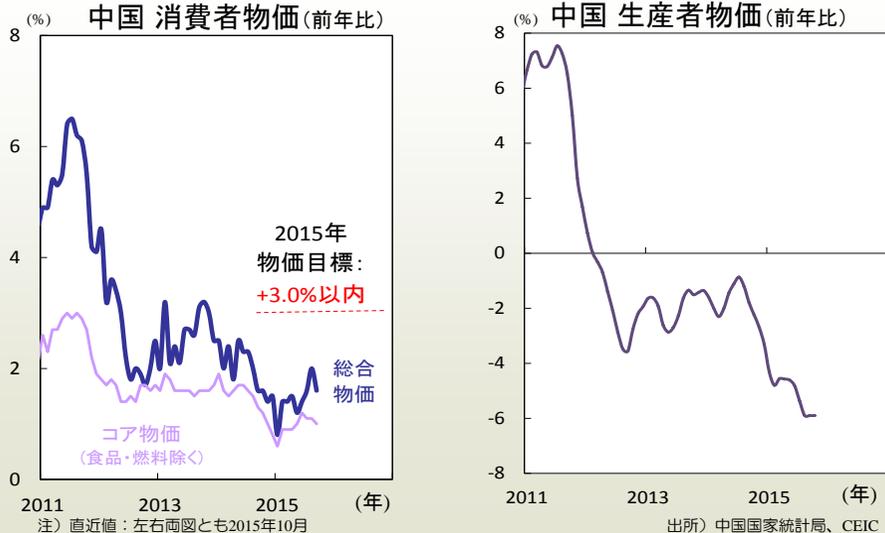
## 【図5】4ヵ月連続で前年割れとなった輸出



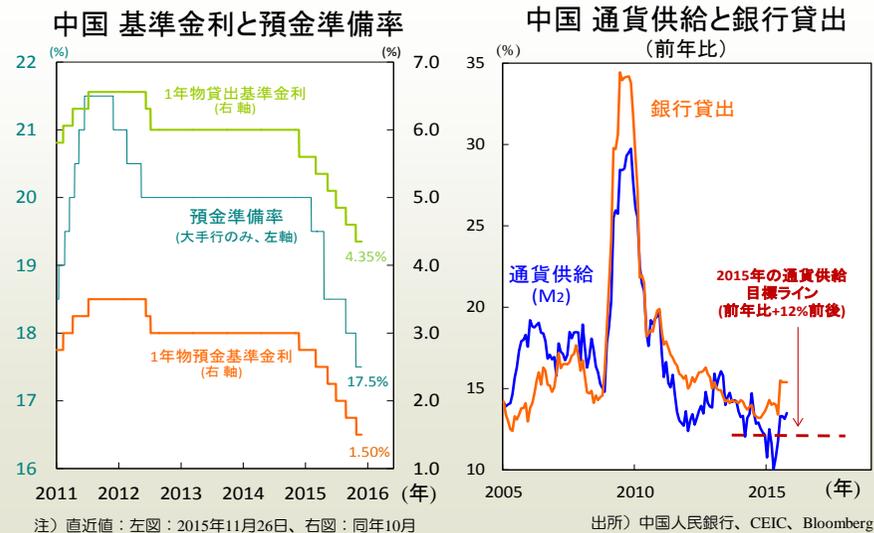
## 【図6】不動産価格の上昇は内需を押し上げできるか



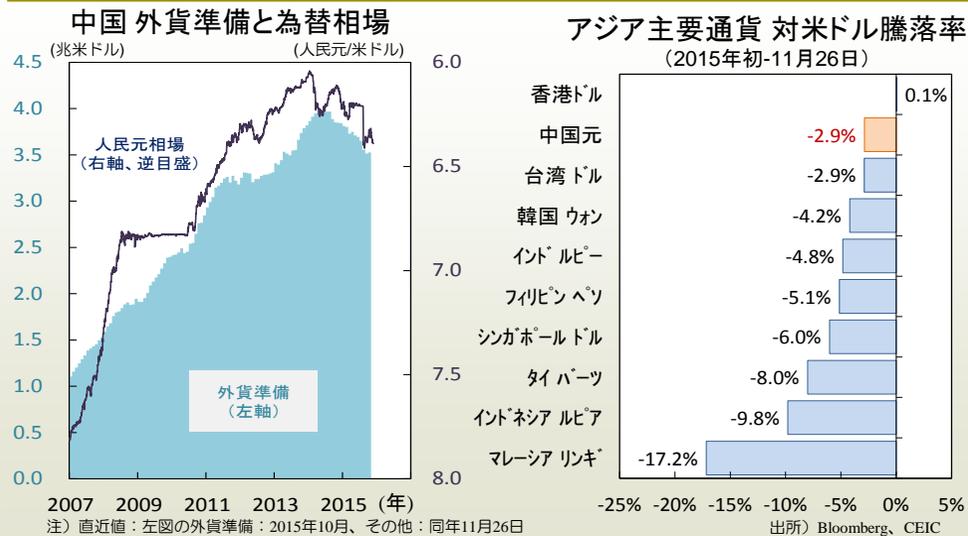
【図7】1%台半ば付近で推移する消費者物価と低下が続く生産者物価



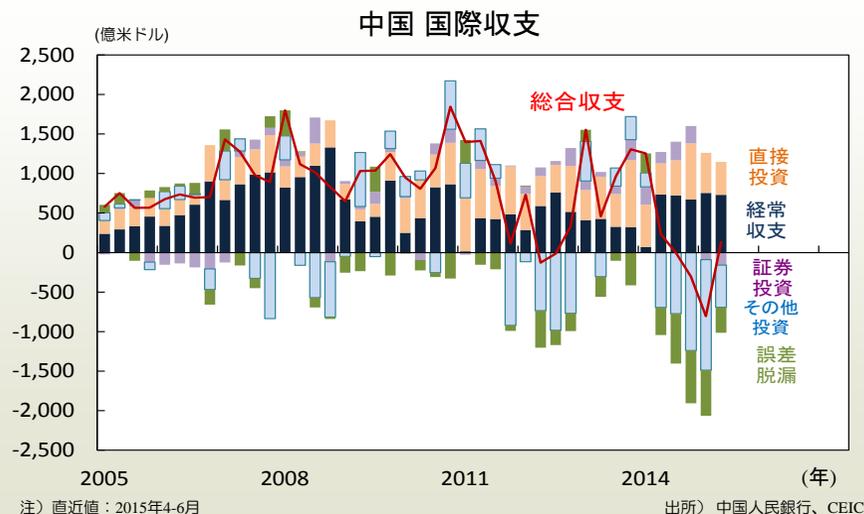
【図8】しばらく金融緩和が維持される見通し



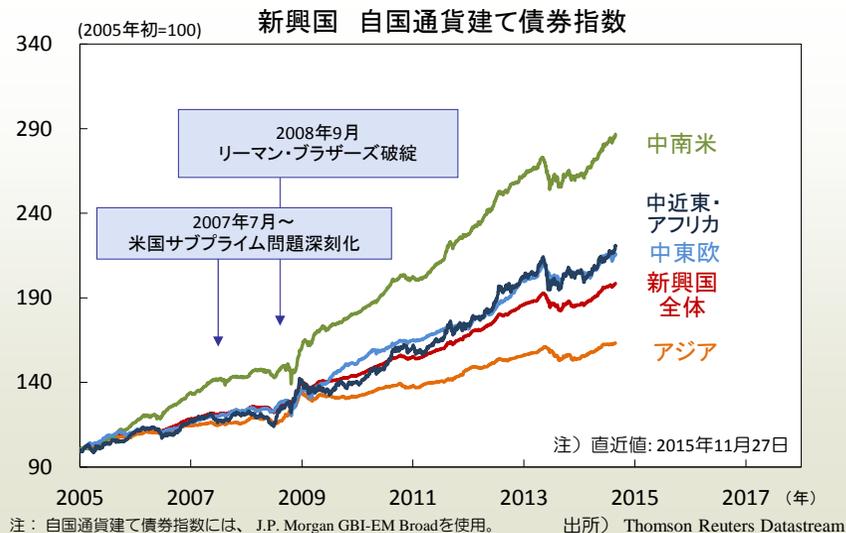
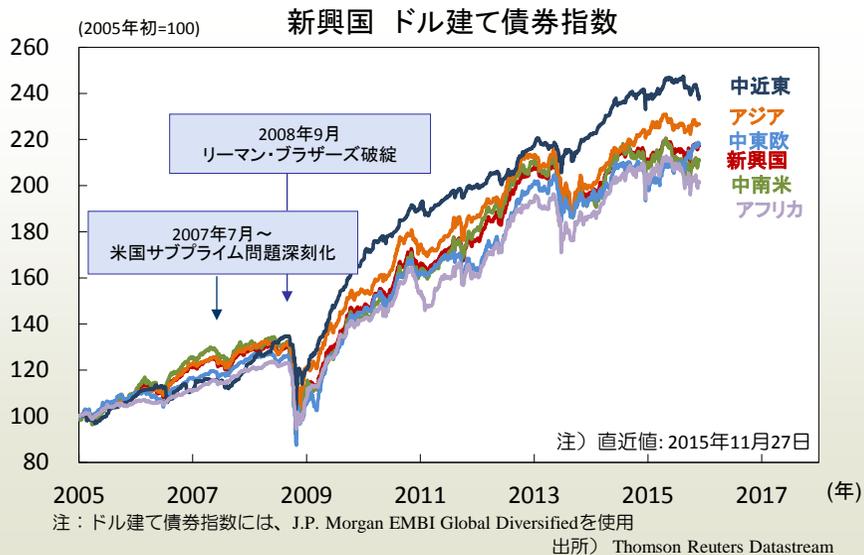
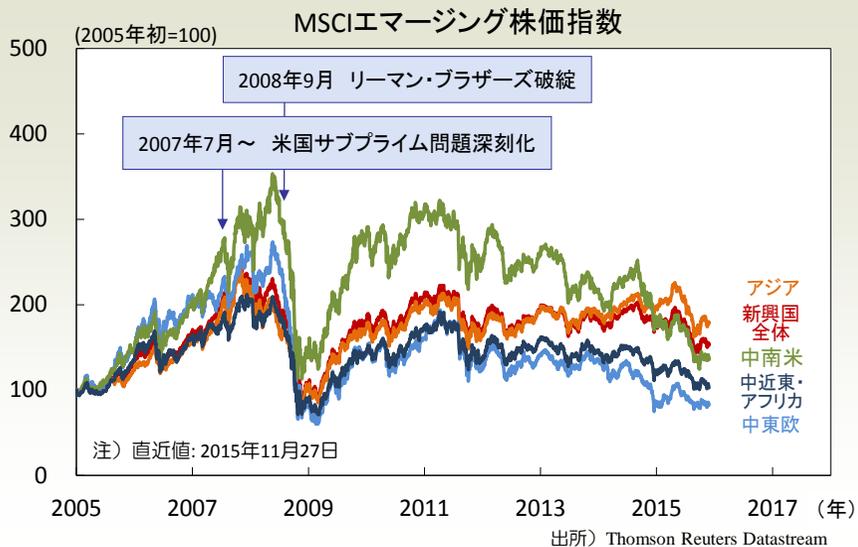
【図9】当面、軟調に動く人民元直物相場



【図10】恒常的な経常黒字に支えられる国際収支構造

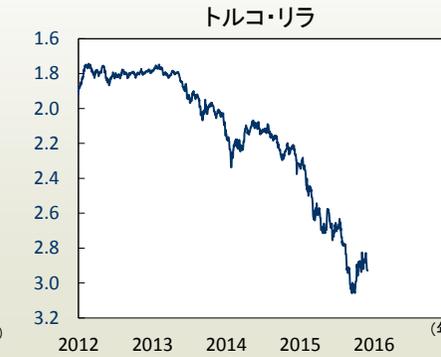
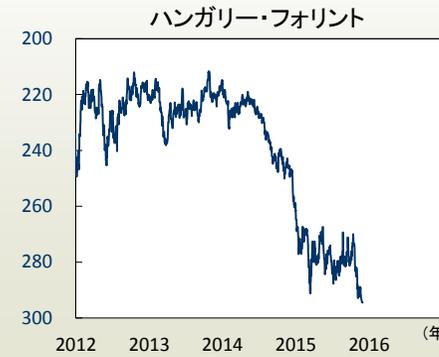
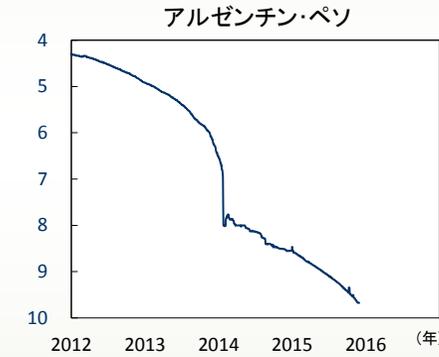


# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【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



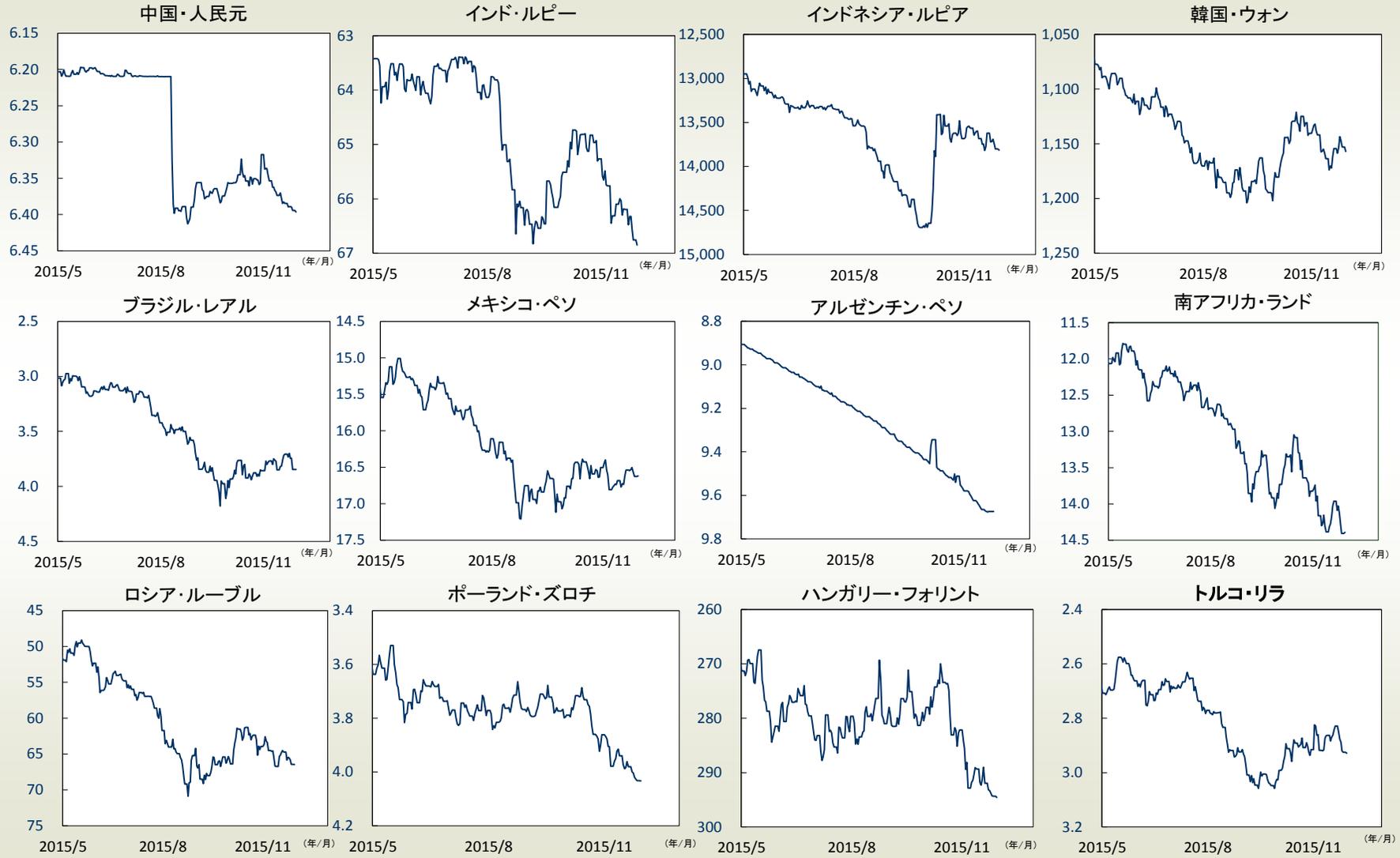
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2015年11月27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か月間

(自国通貨/1米ドル)



注) 直近値は2015年11月27日

出所) Bloomberg

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

## 留意事項

### ◎投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としているため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。したがって、投資者のみならず投資元金が保証されているものではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。運用により信託財産に生じた増益はすべて投資者のみならずに帰属します。

投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をよくご覧ください。

### ◎投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

#### ■購入時（ファンドによっては換金時）に直接ご負担いただく費用

- ・購入時（換金時）手数料 ... **上限 3.24%（税込）**

※一部のファンドについては、購入時（換金時）手数料額（**上限 37,800円（税込）**）を定めているものがあります。

#### ■購入時・換金時に直接ご負担いただく費用

- ・信託財産留保額 ... ファンドにより変動するものがあるため、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

#### ■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

- ・運用管理費用（信託報酬） ... **上限 年3.348%（税込）**

※一部のファンドについては、運用実績に応じて成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### ■その他の費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等でご確認ください。

※その他の費用・手数料については、運用状況等により変動するものであり、事前に金額もしくはその上限額またはこれらの計算方法を表示することができません。

お客さまにご負担いただく費用の合計額もしくはその上限額またはこれらの計算方法は、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

### 《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の利率につきましては、三菱UFJ国際投信が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の利率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

## 各資産のリスク

### ◎株式の投資に係る価格変動リスク

株式への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動するため、株式の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎公社債の投資に係る価格変動リスク

公社債への投資には価格変動リスクを伴います。一般に、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、公社債の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎信用リスク

信用リスクとは、有価証券等の発行者や取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想された場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となること等をいいます。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

### ◎流動性リスク

有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性の下での取引を行えない場合または取引が不可能となる場合、市場実勢から期待される価格より不利な価格での取引となる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込むことがあります。

国内株式・国内債券への投資は上記のリスクを伴います。海外株式・海外債券への投資は上記リスクに加えて以下の為替変動リスクを伴います。

### ◎為替変動リスク

海外の株式や公社債、REIT、オルタナティブ資産は外貨資産ですので、為替変動の影響を受けます。そのため、為替相場が円高方向に進んだ場合には、投資元金を割り込むことがあります。

新興国への投資は上記リスクに加えて以下のカントリーリスクを伴います。

### ◎カントリーリスク

新興国への投資は、先進国への投資を行う場合に比べ、投資対象国におけるクーデターや重大な政治体制の変更、資産凍結を含む重大な規制の導入、政府のデフォルト等の発生による影響を受けることにより、市場・信用・流動性の各リスクが大きくなる可能性があります。この場合、有価証券等の価格の下落により損失を被り、投資元金を割り込む可能性が高まる場合があります。

## 当資料に関してご留意頂きたい事項

■当資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が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。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

■投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。銀行等の登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の補償の対象ではありません。

■投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。

■当資料の内容は作成時点のものであり、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11月30日）

■当資料は信頼できると判断した情報に基づき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。

■各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況であり、また、見通しのない分析は作成時点での見解を示したものです。したがって、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。

また税金・手数料等は考慮していません。

■当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の三菱UFJ国際投信経済調査部の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・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。

■投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

■クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご注意ください。

## 当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、機械的ないしその他の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ありますが、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 2015, 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。



三菱UFJ国際投信

MUFG

三菱UFJ国際投信株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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