

【インド】出張報告:ラジャン準備銀行総裁の退任後の経済政策運営の方向性を探る金融市場……………1ページ

【エマージング・マーケット・ウォッチ】……………8ページ

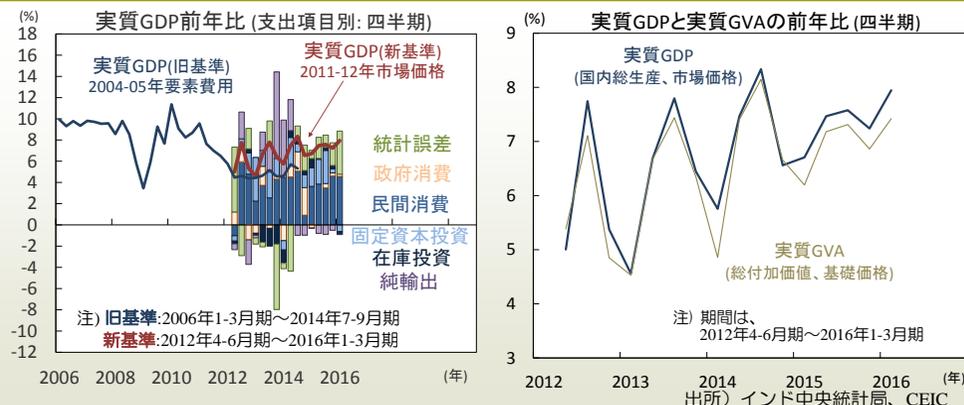
## 【インド】出張報告:ラジャン準備銀行総裁の退任後の経済政策運営の方向性を探る金融市場\*

### ● 都市部家計の消費に牽引され底堅い景気拡大が継続

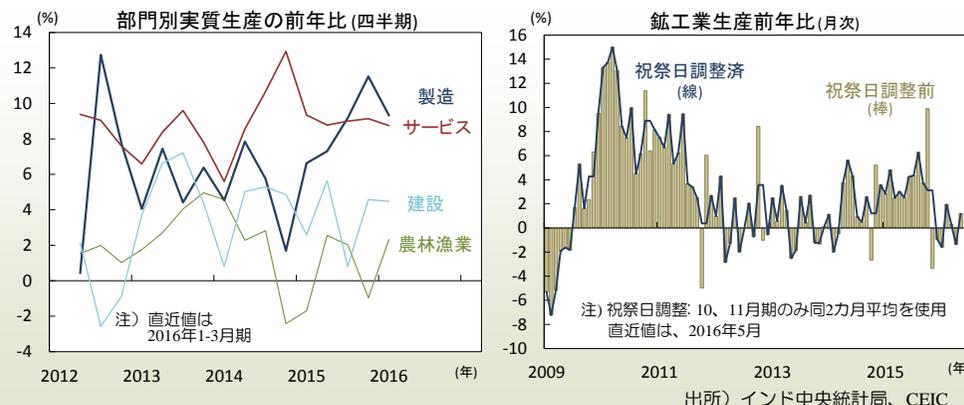
堅調な景気拡大が続くインドで、経済政策の方向性にかかわる不透明感が高まっています。6月下旬、インド準備銀行(RBI)のラジャン総裁が今年9月の退任を表明。インドの金融市場の安定の象徴であった同総裁の退任は、内外の市場参加者に大きな衝撃を与えました。また、昨年10-11月のビハール州議会選挙での与党惨敗以降、停滞感が強まっていた経済改革の動きが再び加速。政府は過去10年来の課題であった税制改革の成立に向けて本格的に動き出しました。今後の経済政策運営はどのように変化し、金融市場に影響を与えるのか。本稿では、7月中下旬にインドとシンガポールで行った聞き取り調査(インド準備銀行: RBI、民間エコノミスト、為替・金利トレーダー/ストラテジスト等に対するもの)に基づき、市場参加者等の見方を紹介するとともに、RBI総裁交代後の政策課題や税制改革の行方等について考察します。

景気は堅調な拡大を続けています。政府が5月末に公表した1-3月期の実質GDPは前年比+7.9%と前期の+7.2%より加速し(図1左)、生産側から算出される実質総付加価値(GVA)も同+7.4%と前期の+6.9%より加速しました(図1右)。2015-16年度(～2016年3月)のGDP成長率は+7.6%と前年度の+7.2%を上回りました。同公表は、同国景気の力強さを印象付けるとともに、現行のGDP統計の精度に関わる疑念も再燃させました。GDPは、GVAに純間接税(NIT: 間接税マイナス補助金)を加えて計算。今期のGDPの伸び率がGVAを上回ったのは、NITが前年比+12.5%と急伸したためです。名目の間接税収は間接税率の引上げで増加、同補助金支払いは国際燃料価格の低下の影響で減少。これらの価格変動の影響の除去(デフレート)が十分に行われていないため、実質NITと実質GDPが過大計上されているという疑いは拭えません。GDP統計の需要側では、民間消費が力強く伸びる一方で固定資本投資が反落。また、統計誤差のGDP比が+4.8%に上るなど需要項目統計の精度を疑わせる内容でした。

【図1】固定資本投資の伸びがマイナスとなる一方、民間消費が伸張(左)



【図2】反発した農業生産(左)、昨年末より勢いを欠く鉱工業生産(右)



## ● 好調な民間消費と低迷が続く固定資本投資

民間消費は前年比+8.3%と前期の+8.2%より加速するなど好調。物価の沈静化で購買力が上昇した都市部家計がけん引した模様です。政府消費は同+2.9%と前期の+3.0%よりやや鈍化しました。固定資本投資は同▲1.9%と前期の+1.2%より反落。民間企業部門の一部は多額の債務と過剰設備を抱えており、外需の不振も加わり設備投資が引き続き低迷しました。また、政府が年度末(3月末)の財政赤字抑制目標の達成に向けて投資支出を抑制したことも、同投資を押し下げたとみられます。外需では、総輸出が同▲1.9%で総輸入も同▲1.6%とともに前期より落込み幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は▲0.1%ポイントと前期の▲0.5%ポイントより押し下げ幅が縮小しました(図1左)。

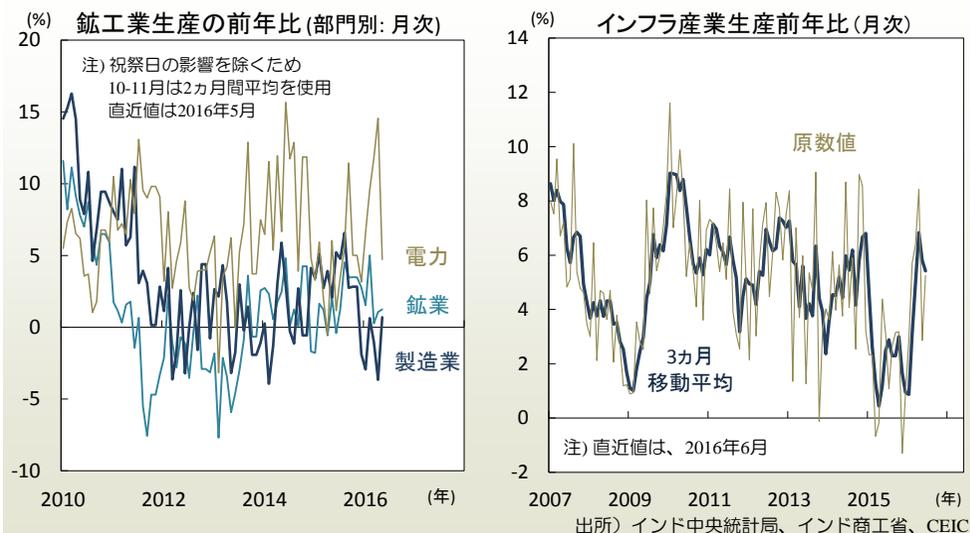
生産側のGVA統計では、製造業やサービス部門が鈍化する一方、農林漁業と鉱業が加速しました。農林漁業は同+2.3%と前期の▲1.0%より反発(図2左)。前年同期の局地的豪雨被害からの反動に加え、雨不足で前期に低迷した農業生産の乾季作物収穫に伴う回復などが背景です。雨不足の中でも灌がい用貯水量が急減しなかったこと、野菜・果物等の園芸作物生産の比重が高まっていることも同生産を支えたとみられます。鉱業は同+8.6%と前期の+7.1%より加速しました。

## ● 今後は農村部家計の消費回復も景気拡大を支援か

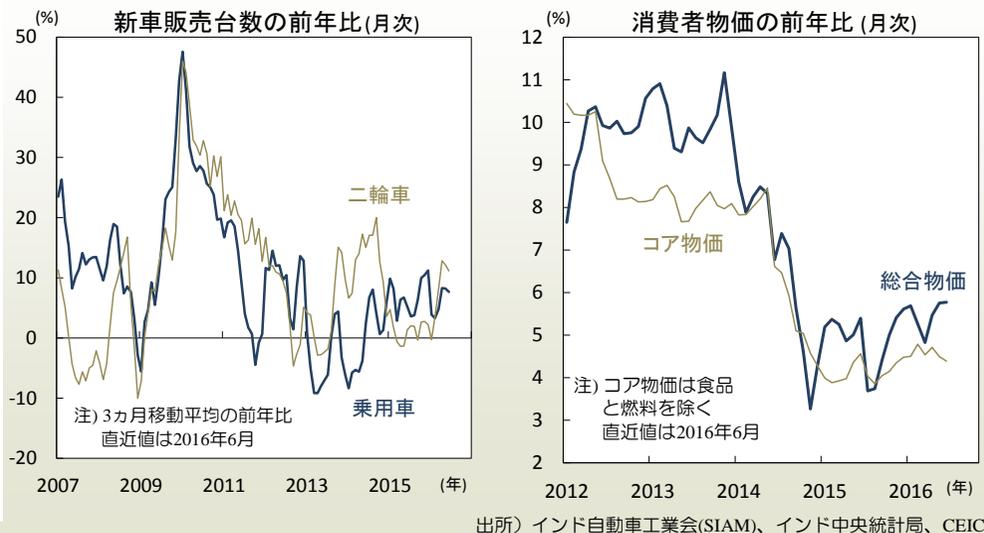
1-3月期の鉱業生産は同+8.6%と前期の+7.1%より加速。製造業は同+9.3%と前期の+11.5%より鈍化しつつ高水準でした。一方、鉱工業生産統計における製造業は同期に同+0.2%と前期の+1.7%より鈍化(図2右)。自動車産業が集積する南部では昨年末の洪水被害で生産が落込み、回復が遅れています。GVA統計と鉱工業生産統計のかい離は大きく、GVA統計におけるデフレーターの過小推計(実質生産の過大推計)の可能性も疑われます。建設業は同+4.5%と前期の+4.6%よりやや鈍化しました。サービス部門は同+8.7%と前期の+9.1%より鈍化。堅調な民間消費を背景に卸売・小売・運輸・通信等が加速するも、金融不動産等が減速し、政府支出の鈍化で公共サービス等も減速しました。

今後、乾季作物の好調な収穫や平年並みが予想される雨季の降雨量に助けられ、農村部家計の消費は回復するでしょう。第7次給与委員会の勧告による公務員給与引上げも家計消費を支えるとみられます。インフラ部門生産は4-6月期に前年比+5.4%と1-3月期の+5.0%より加速(図3右)。新年度入りに伴って政府投資は再加速している模様です。外需が低迷し民間投資の回復が遅れる中でも家計消費等が景気をけん引し、今年度のGDP成長率は+7%台後半と昨年度の+7.6%に続く堅調なものになると予想されます。

【図3】1-3月にかけて減速したインフラ産業生産はその後反発(右)



【図4】回復する耐久財消費(左)、総合消費者物価は4月より上昇(右)



## ● 上昇する消費者物価と政策金利を維持した準備銀行

物価は足元でやや上昇しています。6月の総合消費者物価は前年比+5.8%と前月と同率となり、3月の+4.8%を大きく上回りました(図4右)。食品が同+7.4%と前月の+7.2%より上昇し(図5左)、総合物価を押し上げ。熱波の影響から野菜が同+14.7%と前月の+10.8%より上昇、豆類も同+26.9%と前月の+31.6%より低下しつつ高位に留まりました。一方、食品と燃料を除くコア物価は同+4.4%と前月の+4.5%より低下しました。今後は、十分な降雨量が食品物価を抑制するでしょう。6月初から8月2日までの降雨量は平年の101%。今年は3年ぶりに雨季の雨不足の解消が見込まれます。生育サイクルの短い野菜に次いで、雨季作物の収穫期に入る10月からは穀物や豆類の価格も低下するでしょう。前年の食品物価低下の反動から、総合消費者物価の前年比は今後数カ月で+6%前後まで上昇した後、年末にかけて5%台前半まで低下する可能性が高いと考えられます。

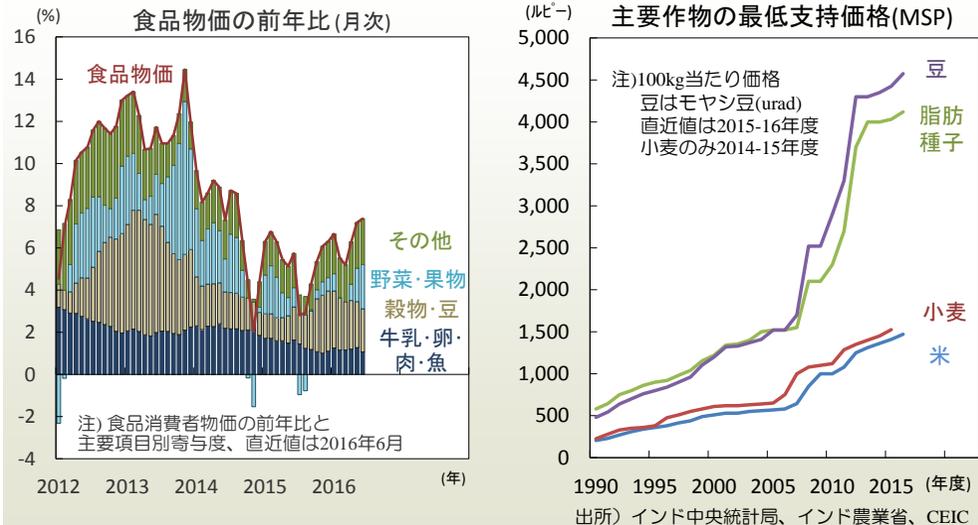
インド準備銀行(RBI)は、6月7日に政策金利を6.5%で据置き。前回4月の利下げ(6.75%→6.5%)を経て、ひとまず利下げを休止しました(図6右)。消費者物価が高止まる中、RBIは今後も当面金利を据置き、物価が低下するであろう年末にかけて、0.25%ポイント程度の追加利下げの余地を探る可能性が高いと考えられます。

## ● ラジャン準備銀行総裁の退任表明の与えた衝撃

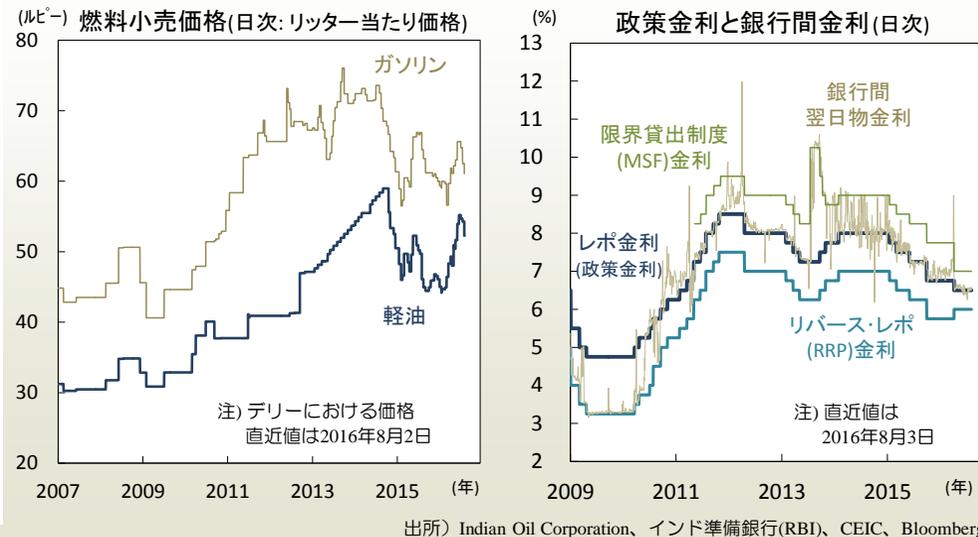
6月18日、インド準備銀行(RBI)のラジャン総裁が9月4日の任期末に退任することをRBI職員に通知、これまでの総裁達と同様に2年程度の任期延長があるだろうという市場参加者による期待を裏切りました。

同総裁は、インドの経済と金融市場の安定の象徴でした。同氏は、2013年9月にRBI総裁に就任。当時、同国は景気の低迷と物価の高騰と経常赤字の拡大に悩み、米当局者が量的金融緩和の縮小を示唆した同年5月以降、ルピー相場は他の新興国通貨とともに急落(図7左)。ラジャン総裁就任直後のRBIは、在外インド人(NRI)による期間3年以上の外貨預金(図7右)や銀行による対外借入に対する優遇措置を導入し、総額340億ドルの資本流入を実現。世界的なリスク選好度の回復も重なり急落したルピーは安定化し、「新総裁が金融市場の安定化に成功した」という印象を広めました。米シカゴ大学教授やIMFの首席エコノミストを務め世界的に著名な経済学者である同氏は、就任直後より内外の経済紙の取材に応じ、物価抑制や経済と金融部門の改革の必要性を力説。「新総裁の下で生まれ変わるRBI」の印象を世界に広め、同国への信認を高めました。同総裁は、また、インフレ目標制度の導入や銀行部門の再建にも尽力してきました。

【図5】足元で上昇する野菜物価(左)、抑制された農産物の最低支持価格(右)



【図6】燃料小売価格はやや反落(左)、6月に利下げを休止した準備銀行(右)



出所) Indian Oil Corporation、インド準備銀行(RBI)、CEIC、Bloomberg

## ● インフレ目標制導入や銀行部門再建に尽力した総裁

ラジャン総裁の下、RBIは消費者物価を用いたインフレ目標制の導入に着手。総裁一人が最終的な政策判断を行う従来の制度を合議制に変更するため、金融政策委員会(MPC)を設置することで政府と合意しました。RBIは、多額の広義不良債権を抱える銀行部門の健全化への取組みも強化しました。銀行に昨年4月までに貸出条件緩和債権を正常債権から分離させた上で、資産査定(AQR)の実施を指示。利払原資の貸付や返済先延ばしのための借換等を行った与信先への債権を適正に分類することを求めました。昨年12月には、ラジャン総裁が分類後の債権に対する引当を2017年3月までに行うよう各銀行に要請。銀行部門の健全化の総仕上げに向けた動きでした。

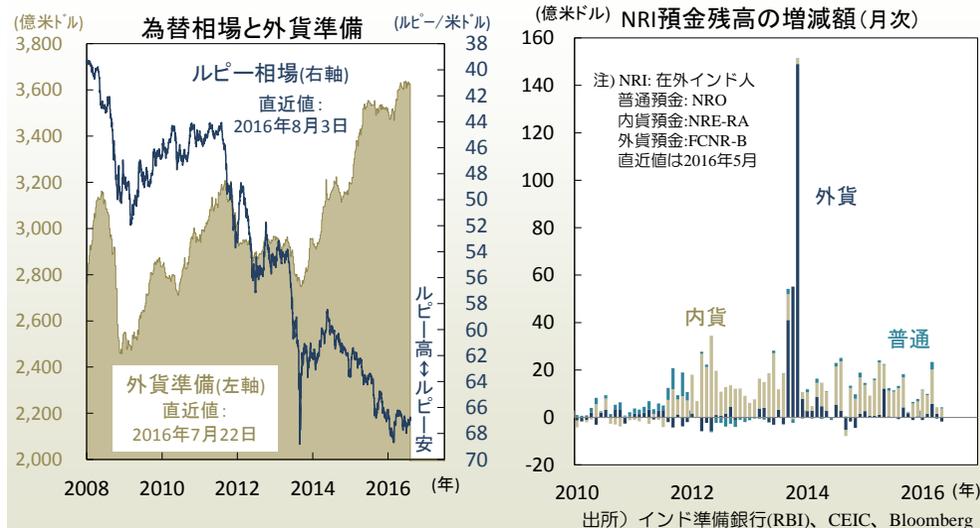
しかし、ラジャン総裁への批判も少なくはありませんでした。今年5月、与党インド人民党(BJP)のスプラマニアン・スワミ上院議員が、モディ首相への書簡でラジャン総裁の任期を延長すべきでないと言明。金利を「不要に高く」保ち経済を疲弊させ、政府を批判したなどと総裁を批判しました。BJPの支持母体である民族奉仕団(RSS)にも近い同上院議員から圧力を受ける中、モディ首相は同国経済に多くの貢献をした有能なラジャン総裁を守りきり任期の延長をすることはできないと判断した模様です。

## ● 銀行再建に反発した大手財閥の圧力が総裁退任の背景か

現地メディアの多くは、(1)高水準の政策金利への反発、(2)銀行再建の動きへの反発、(3)イスラム教徒等少数派への不寛容な行為等を暗に批判した同総裁へのRSS幹部による反発などが総裁再任が行われなかった背景であると報道。しかし、現地の市場参加者の多くからは、上記(2)が最大の要因であったとの指摘が聞かれました。

RBIは、急落していたルピー相場が2013年9月より安定した後に、市場の予想外の連続利上げを行い(図6右)、物価の抑制を図りました。当時、大手企業や政府の一部からは、金利上げが景気回復を遅らせるとする強い批判も聞かれました。しかし、RBIは、その後の消費者物価の低下などを受けて、昨年1月から今年の4月にかけて政策金利を8%から6.5%まで引下げ、今年4月には銀行間流動性の供給の方針も公表。政策金利が高すぎるという批判は既に沈静化していました。一方、国有銀行の健全化への取組みに対しては、現地の大手財閥等が強く反発。RBIが財閥系企業向け貸付の分類と引当の強化や債権回収の強化を銀行に求めたことが背景でした。資金力に恵まれた彼らは有力政治家に対してラジャン総裁を再任しないように働きかけ、スワミ上院議員等を動かしたのではないかと指摘が現地では広く聞かれました。

【図7】2013年の通貨急落時には優遇策で外貨預金へ資金を誘導(右)



【図8】報じられる次期準備銀行総裁候補の多くは優れた業績の持ち主

インド準備銀行(RBI)次期総裁候補(報道ベース)の概要

氏名	現職	職歴	最終学歴
アルビンド・スプラマニアン Arvind Subramanian	政府首席経済顧問	米ピーターソン国際経済研究所研究員 IMFエコノミスト、米ハーバード大教員	英オックスフォード大修士号
アルビンド・パナガリア Arvind Panagaria	インド変革委員会 (NITI Aayog)副会長	アジア開発銀行首席エコノミスト 米コロンビア大教授、IMF、世銀勤務	米プリンストン大博士号
ラケシュ・モハン Rakesh Mohan	ブルッキングス・インド 研究所研究員	RBI副総裁(2002-04年、2005-09年) 政府首席経済顧問、マイエール大教授	米プリンストン大博士号
スビル・ゴカン Subir Gokarn	IMF理事	RBI副総裁(2009-12年) S&P主席アジア・エコノミスト	米ケース・ウェスタン・リザーブ大博士号
ウルジット・パテル Urit Patel	RBI副総裁(2013年-)	ボストン・コンサルティング顧問 RBI顧問、IMF勤務	マイエール大博士号
アルンダティ・パタチャルヤ Arundhati Bhattacharya	インド・ステート銀行 (SBI)会長	SBIにて、資金証券、リテール金融、 人事、投資銀行業務等を担当	印ジャダプル大修士号
シャクティカンタ・ダス Shaktikanta Das	財務省次官	財務省にて蔵出担当次官等を歴任	印・聖ステファン大修士号
<参考> ラグラム・ラジャン Raghuram Rajan	RBI総裁(2013年-)	シカゴ大学教授、IMF首席エコノミスト	米マサチューセッツ工科大博士号

出所) 各種報道等より作成

## ● インフレ目標導入における目標水準公表にも注目

また、今年7月5日の内閣改造では、財務省で銀行部門再建に取組んできたジャヤント・シンハ閣外大臣が、民間航空担当に異動。銀行による債権回収の強化などを嫌う大手財閥による圧力は、ラジャンRBI総裁以外にも及んだとの見方も聞かれました。

ラジャン総裁の退任表明を受けて、ジャイトリー財務相は後任者を早期に指名すると表明。現地紙は、匿名の関係者からの情報としてアルビンド・スプラマニアン政府首席経済顧問、ウルジット・パテルRBI副総裁、元RBI副総裁(ラケシュ・モハン氏とスビル・ゴカン氏)を含む複数の候補者の名を報道。ラジャン氏の功績の大きさをゆえに後任者の荷は重いものの、優れた能力と業績を持つ後継者候補に事欠かないのも事実のようです(図8)。当面は、政府が公表する物価目標や、金融政策委員会(MPC)の政府指名委員の顔ぶれ等に注目が集まります。2014年にRBI内の専門委員会(パテル委員会)が提案した中期的な物価目標は $4\pm 2\%$ ( $2-6\%$ )というもの。しかし、インフレ目標の正式な採用に伴い、政府がRBIと協議の上で今後5年間の目標を設定します。総裁候補とされる人物の一部は、 $4\%$ という中心値が同国経済にとって低すぎると発言。もし、上記より高い物価目標が設定された場合、市場参加者の警戒感が高まると予想されます。

## ● 財サービス税(GST)導入に向けた憲法改正案が上院通過

一方、 $+2-6\%$ という目標の幅が広いのも事実。新総裁は $4\pm 2\%$ という目標を保ちつつ物価が $+5\%$ 前後で推移することを容認するのではないかとの見方も聞かれました。ラジャン総裁下で副総裁を務めてきたパテル副総裁は総裁と同様にタカ派であるものの、他の候補者はいずれも同総裁よりはややハト派とみられており、新総裁による金融政策運営はこれまでほどインフレ警戒的でなくなる可能性も意識されています。

経済改革に関しては、財サービス税(GST)導入が強い関心を集めています。8月3日には、GST導入のための憲法改正案が3分の2以上の賛成を得て上院を通過。同税導入に向けた動きは大きく進展しました。GSTの導入は、非効率で歪みの大きい現行の間接税を正すためのものです。現在、財とサービスの生産や消費に対して中央政府と州政府が複数の間接税を適用。複数の税と数多くの税率の存在(図9左)や不十分な仕入税額控除などから、間接税の累積課税によって価格が歪み、州間取引が阻害されてきました。世界銀行の事業環境評価における「納税」では、インドは189カ国中157位と低位。複雑で非効率な税制は内外資本による投資の障害となってきました。また、数多くの課税免除項目の存在のため、政府はGDP比2.7%程度の税収を徴収できずにいました。

## 【図9】投資の障害となってきた複雑で非効率な間接税制(左)

現行の主要間接税と税率等

	国税/州税	税率数	税率(%)		課税免除項目数
			標準	軽減	
財	国税(物品税)	8	12	6	300
	州税(VAT)	3	12.5 ~ 14.5	4.5 ~ 5	90
サービス	国税	11	15	4.1	-
	州税	なし			

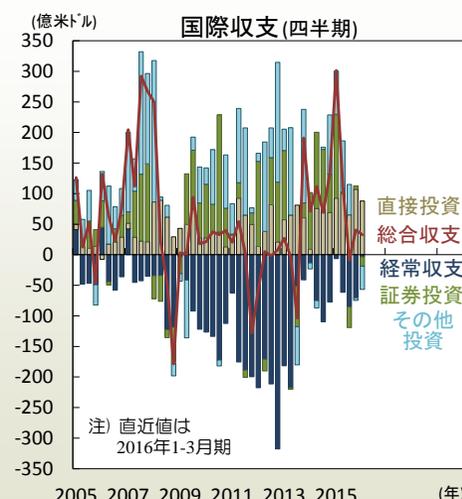
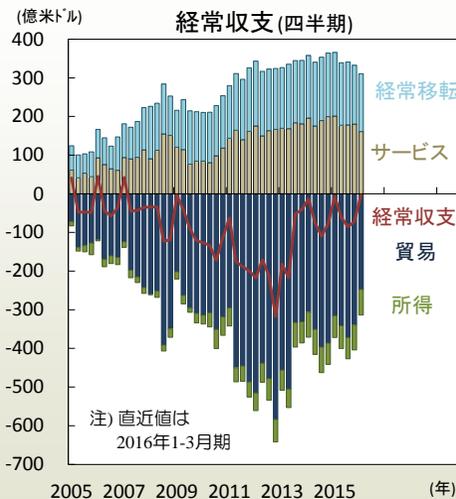
注) 左図の( )内は議席率

主要政党(連合)の議席数と議席率

政党・政党連合	下院	上院
国民民主同盟(NDA)	336 (62)	71 (29)
インド人民党(BJP)	282 (52)	53 (22)
その他連立政党	54 (10)	18 (7)
統一進歩同盟(UPA)	54 (10)	66 (27)
国民会議派(INC)	44 (8)	60 (24)
その他連立政党	10 (2)	6 (2)
その他	153 (28)	96 (39)
欠員等		12 (5)
総議席	543 (100)	245 (100)

出所) インド政府広報、インド議会上下院、新聞報道等

## 【図10】経常赤字額は2013年半ばに比べ大きく縮小



出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC

## ● 過去10年以上に渡って難航してきたGST導入

GSTは全国ベースの一般消費税で、財とサービスの生産から消費に至る過程で生じる付加価値が課税対象。現行税制による価格の歪みや州間取引の阻害などを解消することが期待されます。また、付加価値が創出される毎に課税され仕入税額を控除するために税額票(インボイス)が作成されるため、事業者による適正な納税を促すとともに課税当局による調査も容易にし、徴税率の改善に貢献する見込みです。政府諮問委員会の勧告(昨年12月公表)では税率は3階層。(a)標準税率: 17-18%、(b)軽減税率: 12%(生活必需品)、(c)懲罰的税率: 40%(高級車、タバコ、炭酸飲料)からなり、燃料、電力料金、アルコール飲料等は対象外で引続き個別間接税を適用するとされています。

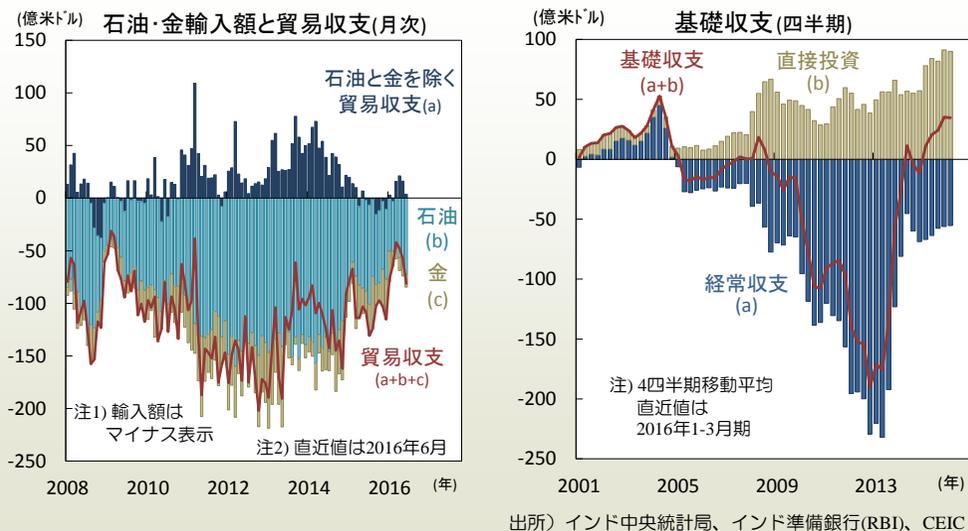
GST導入に向けた動きは、前政権下の2006年に行われた予算演説における同税導入の方針公表に遡ります。GST成立には、中央・地方政府の課税権を定めた憲法の改正を要し、上下院とも3分の2以上の賛成が必要でした。各州政府がGST導入による間接税収の喪失を懸念したこともあり(とりわけ、工業部門を擁するグジャラート、マハラシュトラ、タミル・ナドゥ州等は減収を警戒)、同税導入に向けた取組みは難航。当時野党であったインド人民党(BJP、現与党)もこれに反対してきました。

## ● モンスーン国会中の憲法改正案承認に全力を傾けた政府

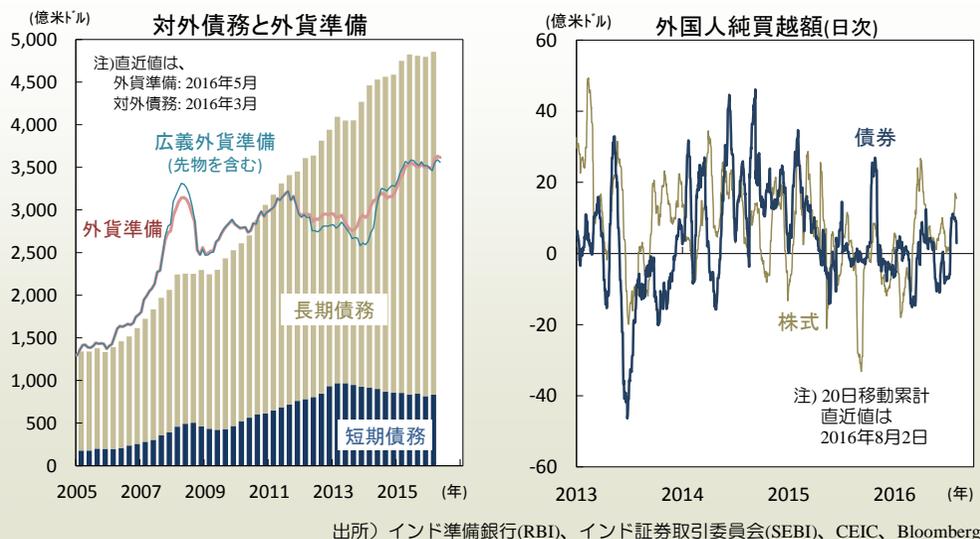
BJPを中核とする国民民主同盟(NDA)政権は、2014年の誕生直後よりGST導入に着手。2015年5月には、GST導入に向けた憲法改正法案の下院通過を達成したものの、野党の抵抗によって上院の通過を果たせずにきました。2014年の下院総選挙で圧勝し下院議席の6割超を占めるNDAも、上院では少数派(図9右)。国民会議派(INC、前与党)は、前政権下でGSTに反対したBJPが同税導入を目指すことに反発、GST法案支持の前提として多くの条件を求めるなどして早期の法案成立を妨害してきました。

しかし、今年6月の上院議席の一部改選(2年毎に実施、州議会議員による間接選挙)によってINCの議席は減少しBJPの議席は増加。また、BJPは個別交渉を通じて多くの地方政党からGST法案への支持を得て、かつ、法案が上院を通過した後の州議会による投票(最低15州の賛成が必要)に向けて複数の州議会から非公式な支持を獲得。法案への支持拡大でINCの外堀を埋める戦略が、今回奏功した模様です。来年3-4月に国内最大のウッタル・プラデシュ州議会選挙が控え、今年末より全てが政治問題化する「政治の季節」に突入。今国会(8月12日まで)はGST導入に向けた事実上最後の機会であり、BJPは会期内の法案成立に全力を傾け、今回の憲法改正案成立を勝ち取りました。

## 【図11】縮小する貿易赤字(左)、増加する直接投資流入額(右)



## 【図12】短期対外債務を上回る外貨準備(左)、資本流入は足元で加速(右)



## ● GST導入で中期的な経済成長率の押し上げも

今後は、州議会による承認(最低15州)、政府GST委員会の組成と税率等の決定、上下院によるGST法案の承認(賛成過半数が要件)を経て、GSTが導入される見通しです。GST導入は、短期的には景気下押しと物価押し上げをもたらすものの、中期的には経済構造の改善と投資率の上昇を通じて経済成長率の押し上げと物価の押し下げを実現するでしょう。かつて政府が行った試算では、GDP成長率押し上げ幅は0.9-1.7%。政治的妥協として、複数税率やGST対象外項目などを設けたため、成長率押し上げ効果は減じられているものの、上記政府試算の下限である0.9%程度の効果は実現すると予想されます。

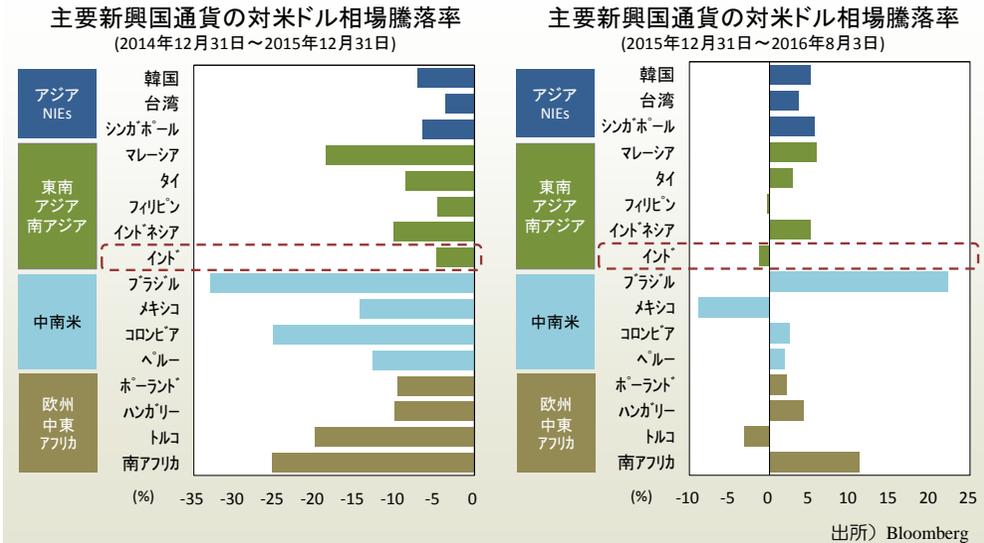
2014年の誕生以降、経済構造の改善に取り組んできた現政権ですが、2019年には再選のかかる下院総選挙、来年3-4月にはその前哨戦のウッタル・プラデシュ(UP)州議会選挙が控えます。BJPは1998年からの政権で経済成長の加速を達成しながら2004年の下院総選挙で惨敗し再選に失敗。同様の失敗を避けるため、UP州議会選挙に向けて農村部有権者の支持獲得が優先課題となり経済改革の動きは減速するとの見方は現地で広く聞かれました。しかし、前政権が農村部への現金給付等に注力した一方、現政権は投資強化等を重視。経済運営の健全さを大きく損ねる可能性は低いとみられます。

## ● 年初よりやや軟調なルピー相場も今後は底堅く推移か

通貨ルピーは昨年対米ドルで▲4.7%下落と、多くの新興国通貨が10%超下落する中でも底堅く推移(図13左)。しかし、今年初から8月3日にかけては同▲1.3%と多くの新興国通貨に劣後しました(図13右)。昨年は、中国景気減速や一次産品価格の低迷で多くの新興国の景気と経常収支が悪化。燃料の純輸入国として資源価格低下の恩恵を受けつつ堅調な景気回復が続くインドのルピーは例外的に買持ちとされました。しかし、中国景気や米利上げへの警戒感が後退し今年初より新興国通貨を買戻す動きが加速する中で、ルピーの売戻しが発生。昨年10-11月のビハール州議会選挙での与党惨敗や上院野党の抵抗による経済改革低迷も投資家による失望売りを招きました。

もっとも、高い潜在成長力、落ち着いた物価、安定化した国際収支構造(図10-12)、高水準の金利など通貨支援要因は健在。また、経済改革への取り組みも加速しています。9-11月には3年前に設定の在外インド人(NRI)による外貨預金(FCNR)260億米ドル相当の期限が到来、資本流入の加速局面ではドル買い介入(外貨準備増強と流動性供給のため)が相場上昇の速度を抑えようものの、相場変動の抑制は変動性調整済みの金利水準を高めるでしょう。今後、同通貨は底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図13】昨年底堅さの目だったルピーは(左)、今年初よりやや軟調(右)

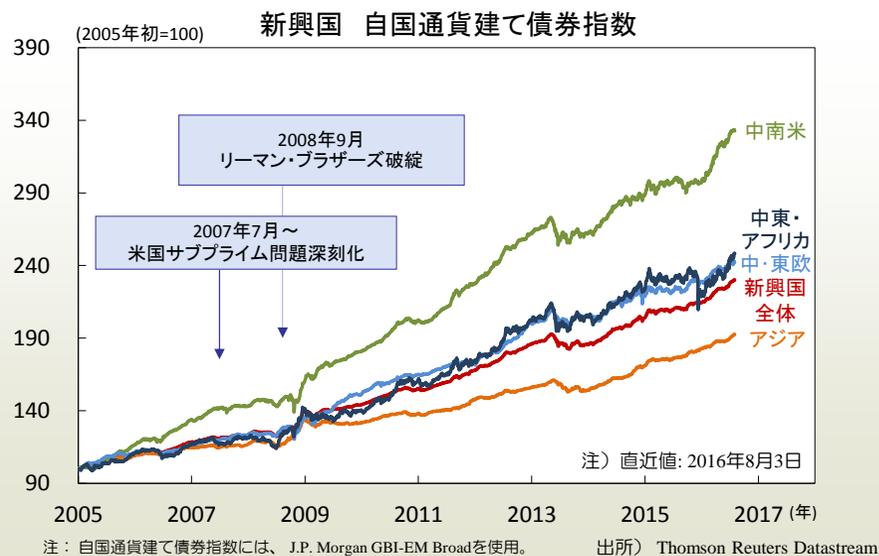
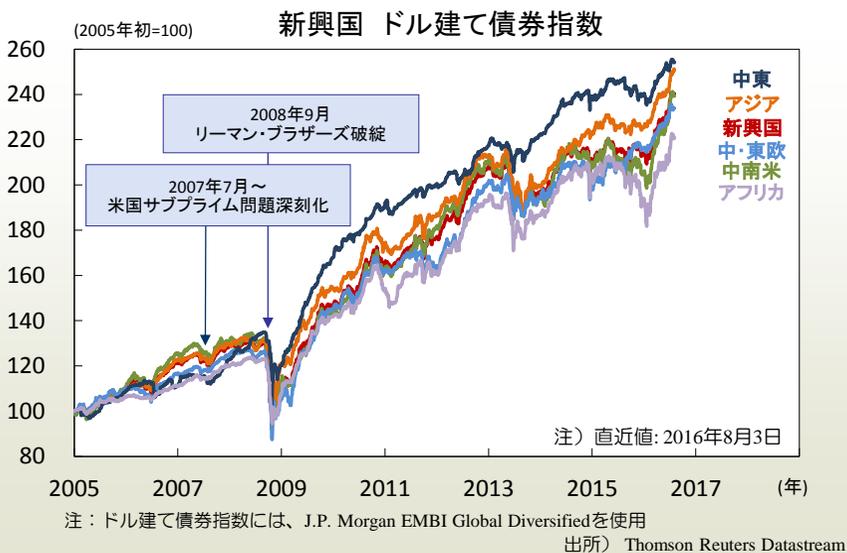
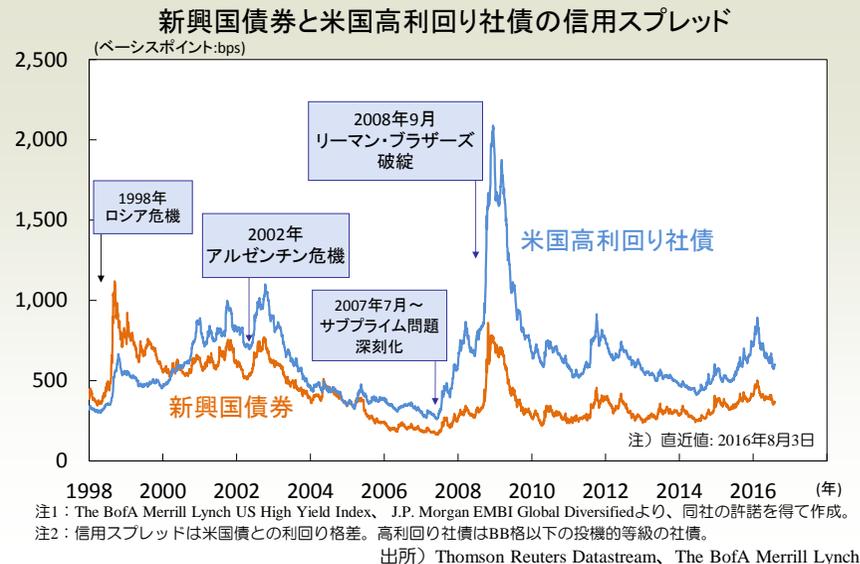
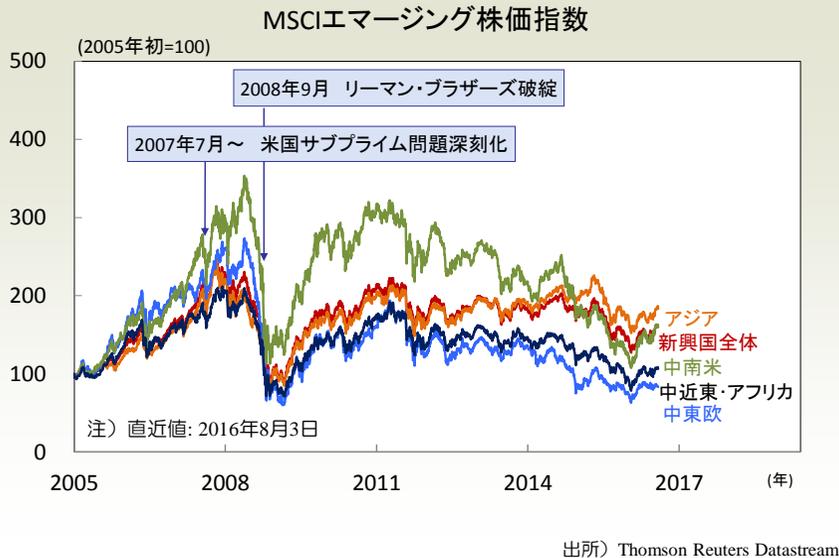


【図14】出張時の撮影写真より(インド、ムンバイ)



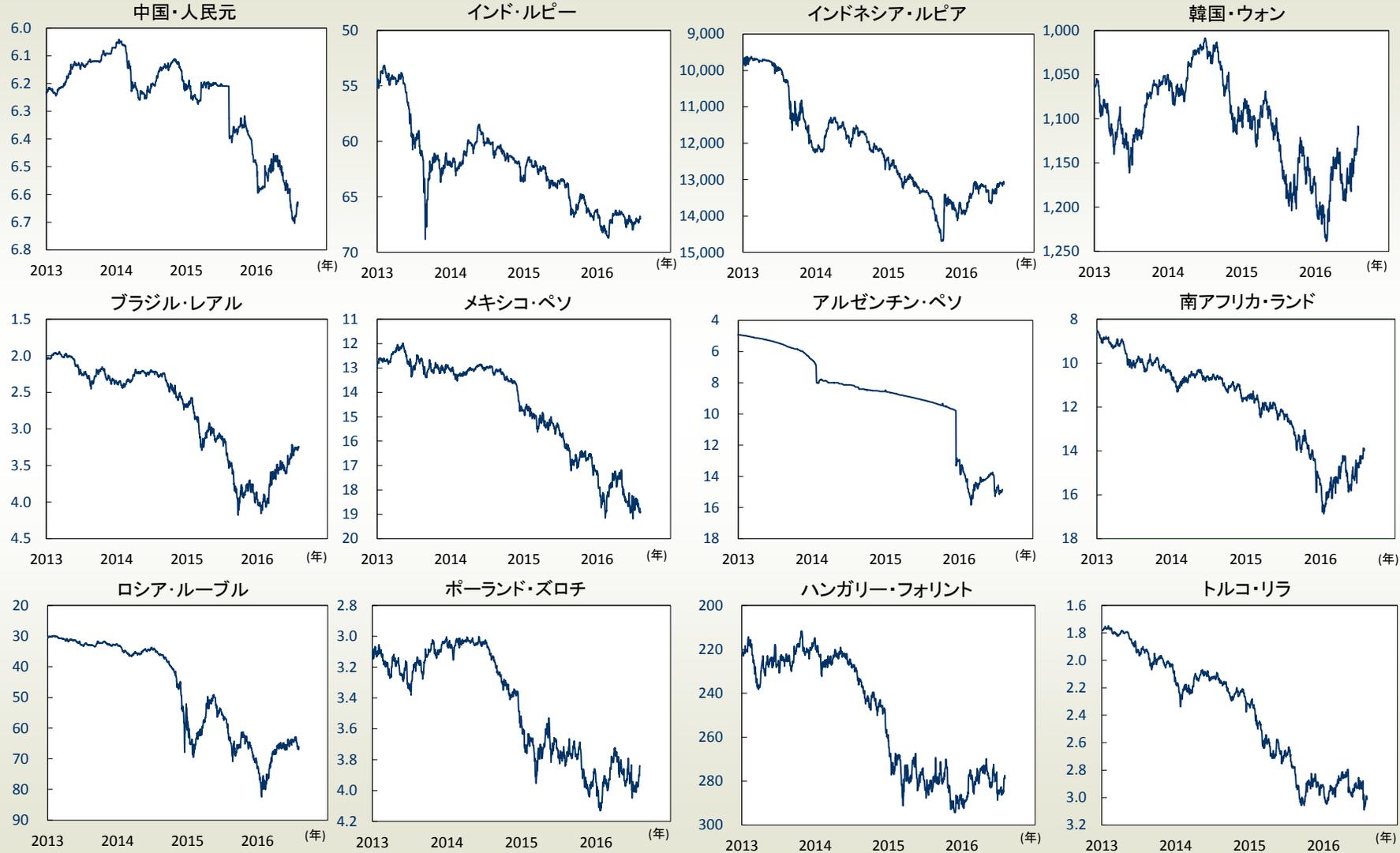
出所: 筆者撮影

# 【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



# 【エマージング・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



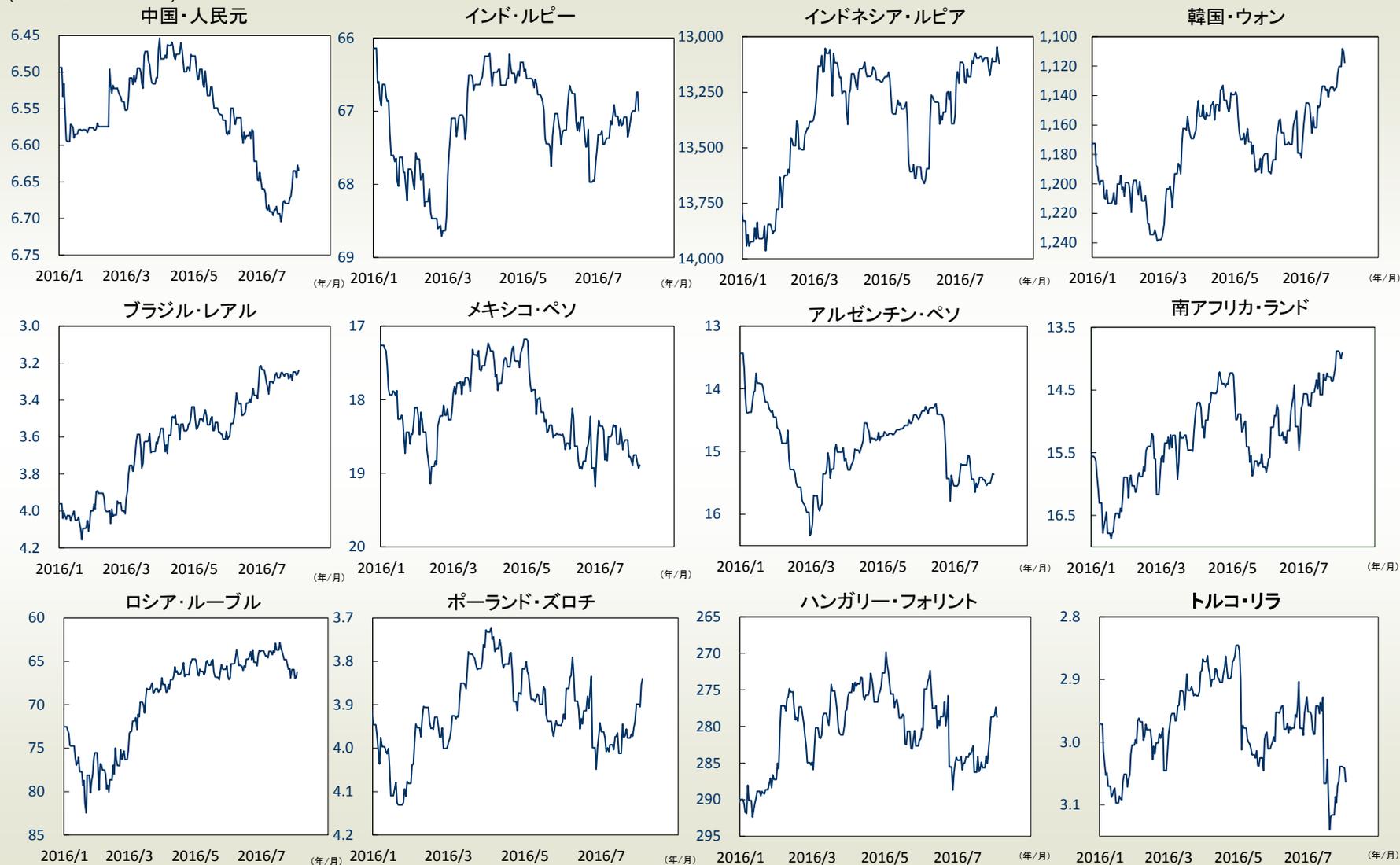
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2016年8月3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)



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2016年8月3日

出所) Bloomberg

## 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。

## 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。本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。

■本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：2016年8月4日）

■本資料は信頼できると判断した情報等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、見通しし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。

■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。

## 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、機械的など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 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

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