

【インド】高額紙幣の廃貨措置以降のルピー相場の方向性を考える..... 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】高額紙幣の廃貨措置以降のルピー相場の方向性を考える\*

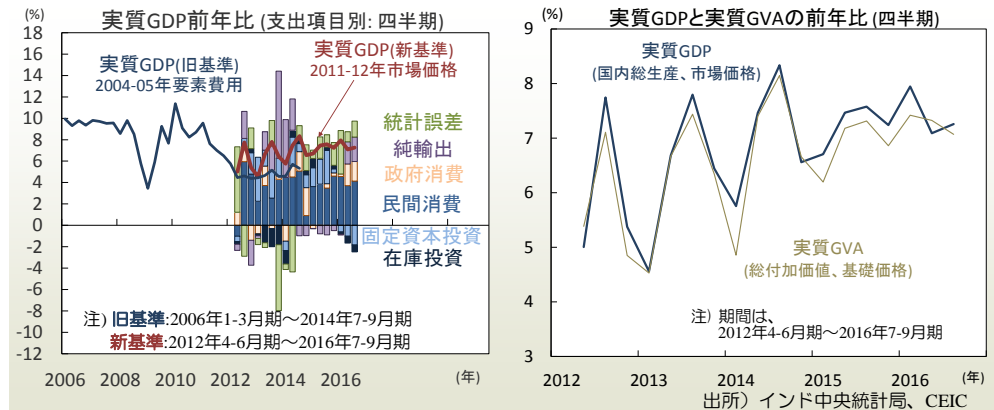
### ● 廃貨措置直前の7-9月期実質GDPは底堅く拡大

米国で大統領選挙が実施された11月8日、インド政府は同国の現金流通量の86%を占める高額紙幣を廃貨すると公表。間資金の追放に向けた取組みの一環です。突然の廃貨措置に伴う現金不足による混乱が拡大しており、現金依存度の高い同国経済が一時的に大きく下押しされることは避けられない状況です。廃貨紙幣の預入による銀行預金の急増に伴って同国金利は低下し、景気減速による企業業績悪化の懸念も浮上したものの、通貨ルピーは他の新興国通貨に比べ底堅く推移。米大統領選挙を経てドル高と新興国通貨安が進む中でも、打たれ強さを発揮しています。ルピーは今後も底堅さを保つことができるのか。本稿では、足元の景気物価、対外収支、財政収支、金融政策の動向を概観するとともに、高額紙幣の廃貨措置に伴う経済への影響を分析し、今後のルピー相場の方向性について考察します。

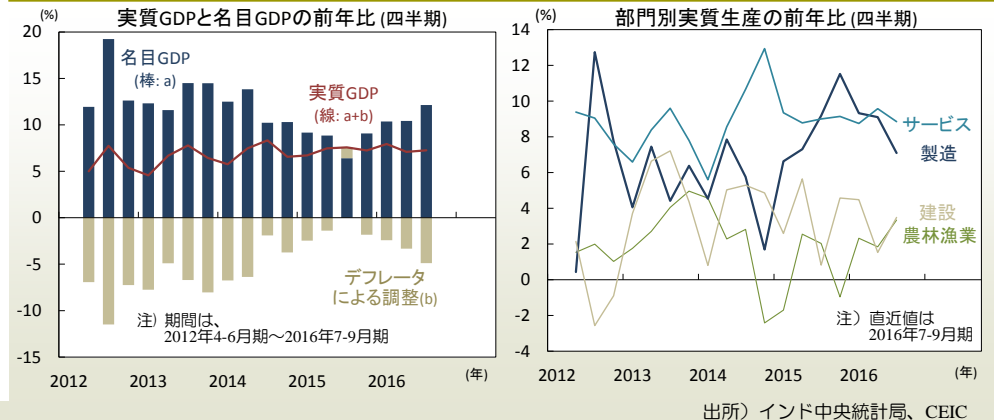
11月30日、インド政府は7-9月期の実質GDPが前年比+7.3%と前期の+7.1%より加速しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+7.5%を下回ったことを公表。産出側から算出される実質総付加価値(GVA)は同+7.1%と前期の+7.3%より鈍化しました(図1右)。一見すると景気拡大の速度は足踏みをしています。しかし、技術的な要因からこれまで過大評価されてきた実質GDPは徐々に実態に近い水準に近づく過程にあり、実際の景気は7-9月期にかけて緩やかに加速していたとみられます。

GDPは、産出側から算出されたGVAに純間接税(NIT、間接税マイナス補助金)を加えて計算されます。過去の実質GDPの過大推計は、NITと製造業生産(GVAの一部)のデフレーターが過小推計されたために生じたと考えられます(アジア投資環境レポート2016年9月5日号 参照)。しかし、間接税率の引上げ等が反映されたことに伴って前期よりNITデフレーターは上昇し、実質NITの過大推計幅は縮小。また、製造業生産デフレーターは過小推計も、投入価格の上昇に伴って縮小しつつあるとみられます。

【図1】堅調な民間消費などにけん引され底堅く拡大する景気



【図2】3年ぶりの雨不足が解消したことに伴って農林漁業生産が回復(右)



## ● 農村部家計消費の拡大等で7-9月期の民間消費は加速

GVA統計は産出より投入を除いて計算。過去2年ほど、一次産品価格の低迷に伴って製造業の投入価格が低下する一方、産出価格は大きく下がっていません。しかし、投入と産出を実質化するために同一のデフレーターが用いられたために、実質投入が過小評価され、実質GVAが過大評価されてきたとみられます。もっとも、一次産品価格の低下の一巡に伴って、投入価格に近い卸売物価と産出価格に近い消費者物価の格差は縮小中です(図3左)。7-9月期のデフレーターによる実質GDPの引下げ幅は前期を上回っており(図2左)、実質生産の水準は実態に近い水準に近づきつつあるとみられます。

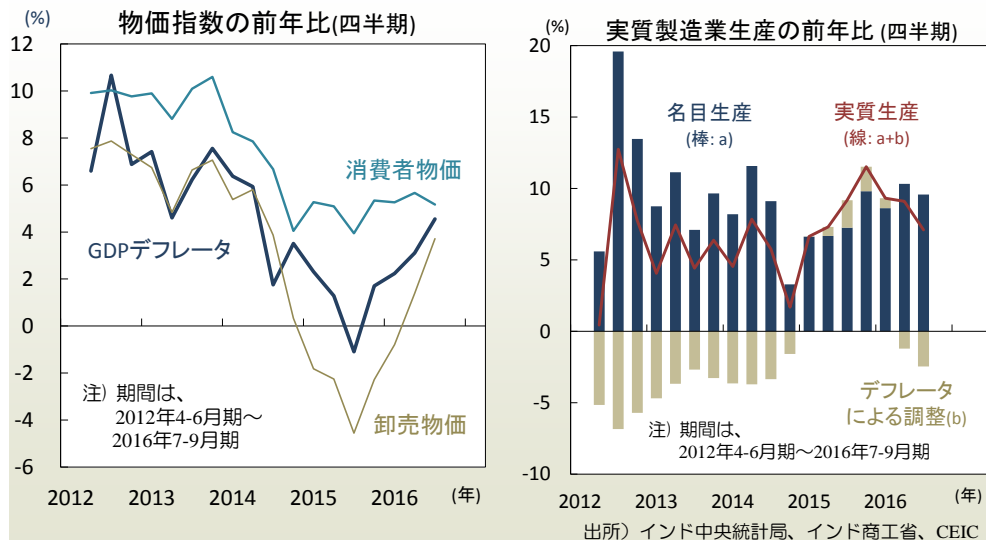
実質GDP統計の需要側では、農村部の家計消費の回復などに伴って民間消費が加速したものの、固定資本投資の落込みが拡大。この結果、内需(在庫投資を除く)は同+4.1%と前期の+4.8%より鈍化しました。民間消費は前年比+7.6%と前期の+6.7%より加速しました。物価の沈静化による都市部家計の購買力の上昇という従来からの支援要因に加え、雨季の降雨量の回復に伴う農業所得の改善が農村部の消費を押し上げました。同部門の耐久財需要を反映する二輪車の販売台数は堅調な伸びを続けています(図4左)。政府消費は同+15.2%と前期の+18.8%より減速しつつ高い伸びを維持しました。

## ● 堅調なサービス部門と回復する農林漁業生産

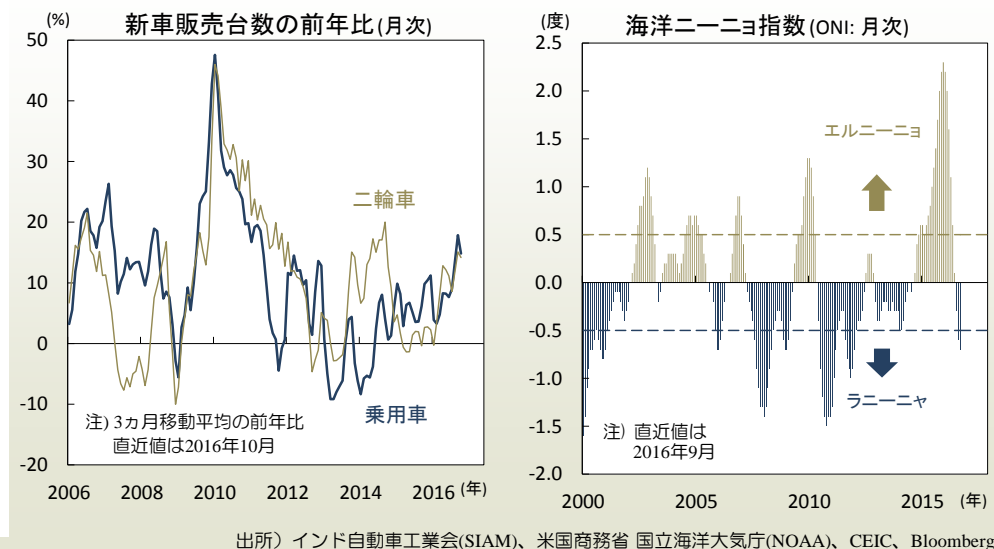
固定資本投資は同▲5.6%と前期の▲3.1%より落込み幅が拡大。公的投資が高い伸びを維持する一方で民間投資の低迷が継続、多額の債務と過剰な設備を抱える民間製造業部門の設備投資は低迷を続けているとみられます。外需では、総輸出が同+0.3%と前期の+3.2%より鈍化するともに、総輸入も同▲9.0%と前期の▲5.8%より落込み幅が拡大。この結果、純輸出の寄与度は+2.3%ポイントと前期の+2.1%より拡大しました。

生産側の実質GVA統計では、底堅い民間消費を背景にサービス部門が前期より鈍化しつつも堅調に伸び、低迷していた農林漁業や建設業が加速したものの、製造業が鈍化しました(図2右)。農林漁業は同+3.3%と前期の+1.8%より加速。エルニーニョ現象の終息とともに(図4左)雨季の降雨量が3年ぶりに平年並みに回復したことを受けて雨季作物の収穫量が増加、政府の一次推計では同作物生産の伸びは同+8.9%に上ります。鉱業は同▲1.5%と前期の▲0.4%より下げ幅が拡大。石炭、原油、天然ガスの生産がマイナスの伸びとなりました。製造業は同+7.1%と前期の+9.1%より減速。前述のとおり、同部門生産のデフレーターの過小推計幅が縮小(図3右)、過大推計されてきた実質生産の水準が実態に近い水準に近づいていることに伴う見かけ上の減速とみられます。

## 【図3】卸売物価が反発し(左)、製造業デフレーターの過小評価が解消か(右)



## 【図4】堅調な二輪車販売(左)、エルニーニョ現象の終息で降雨量が回復(右)



出所) インド自動車工業会(SIAM)、米国商務省 国立海洋大気庁(NOAA)、CEIC、Bloomberg

## ● 11月8日に高額紙幣の廃貨に踏み切った政府

高額紙幣が廃貨される直前の10月にかけて、製造業PMIの総合指数と新規受注指数が上昇(図5左)。同措置が導入されるまでの間、底堅い生産の拡大が続いていた模様です。建設業は同+3.5%と前期の+1.5%より加速。セメントや鋼材生産の伸びが継続しており(図5右)、同部門は循環的な回復局面に入っていたとみられます。サービス部門は同+8.9%と前期の+9.6%より鈍化。流通・宿泊・運輸・通信が同+7.1%で金融・不動産等が同+8.2%と堅調ながら前期の+8.1%と+9.4%より鈍化した一方で、政府消費の高い伸びを受けて公共サービス等が+12.5%と前期の+12.3%に次ぐ高い伸びを維持しました。

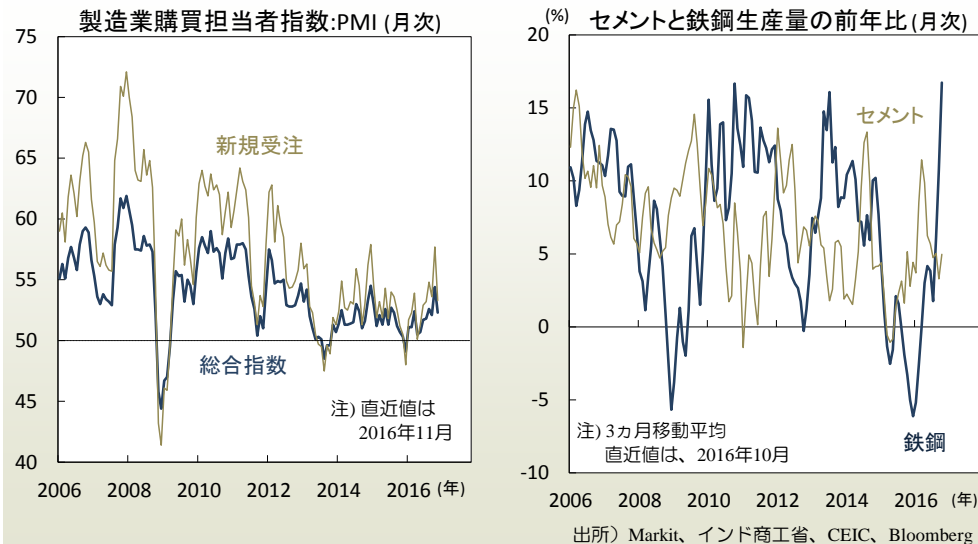
デフレータの過小推計の解消による影響を考慮すれば、7-9月期にかけて堅調な景気拡大が継続してきたとみられます。しかし、10-12月期以降、高額紙幣の廃貨に伴う影響で景気は一時的に大きく減速するでしょう。政府は、11月8日に高額紙幣の500ルピー札と1,000ルピー札を廃貨し、新紙幣を導入することを公表。両紙幣は約14兆ルピーと現金流通額の86%に相当します。廃貨となった旧紙幣は12月30日までに指定銀行に預金すること(金額は無制限)、または小額紙幣に交換すること(4,000ルピーが上限)が可能。ただし、身分証明書の提示が求められ、当該情報は税務当局と共有されます。

## ● 巨大な闇経済と闇資金の追放に取組む政府

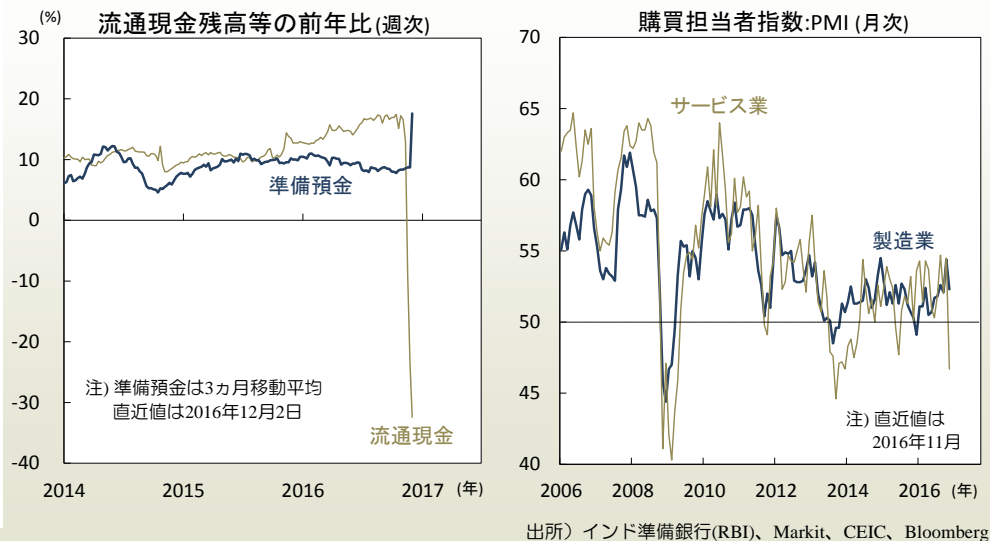
預金の引出しには1日当たりの上限が定められており、各地の銀行支店やATMには預入れや引出しのための長蛇の列ができています。突然の高額紙幣の廃貨という強硬な措置は、汚職や闇資金(black money)の根絶に向けた政府の強い意志を反映したものとみられます。同国の通貨流通量のGDP比は12%と、中国、ロシア、ブラジルなどを超過。所得水準の低さもあり銀行サービスの普及が遅れ現金取引への依存度が高いことに加え、闇経済(shadow economy、納税や労働規制等を避けるため政府に捕捉されずに行われる経済活動)の規模の大きさも背景とみられます。世界銀行の推計では、同国の闇経済(麻薬密売など非合法的な活動を除く)は2006年時点でGDPの21.2%と中国(12.1%)やインドネシア(19.1%)を超過。また、国際労働機関(ILO)の推計では、同国の非公式経済(informal economy)は2009-10年に非農業部門の雇用の83.6%を創出しました。これらの部門による取引には現金のみが用いられているとみられます。

政府は闇資金の追放に取組んでおり、今年6-9月の間に未申告資産を申告すれば起訴を免除し課徴金を減免する(90%→15%)所得申告制度(IDS)を導入。しかし、同申告額が総額6,500億ルピー程度に留まったため、今回の廃貨措置に踏み切った模様です。

【図5】10月にかけて改善した製造業PMI(左)や鉄鋼とセメント生産(右)



【図6】11月の高額紙幣廃貨で急減した流通現金(左)とサービス業PMI(右)



## ● 突然の廃貨措置決定に伴って拡大する混乱

インド準備銀行(RBI)によれば、廃貨決定直後の11月11日から27日までに旧紙幣3.1兆ルピーが預金され、0.3兆ルピーが他紙幣に交換され、2.2兆ルピーの預金が引出されました。銀行に持込まれた廃貨紙幣は全体の6割に上ります。なお、個人や法人の一部は、所得や資産とその源泉が当局に知られることを嫌い廃貨紙幣を破棄するとみられます。

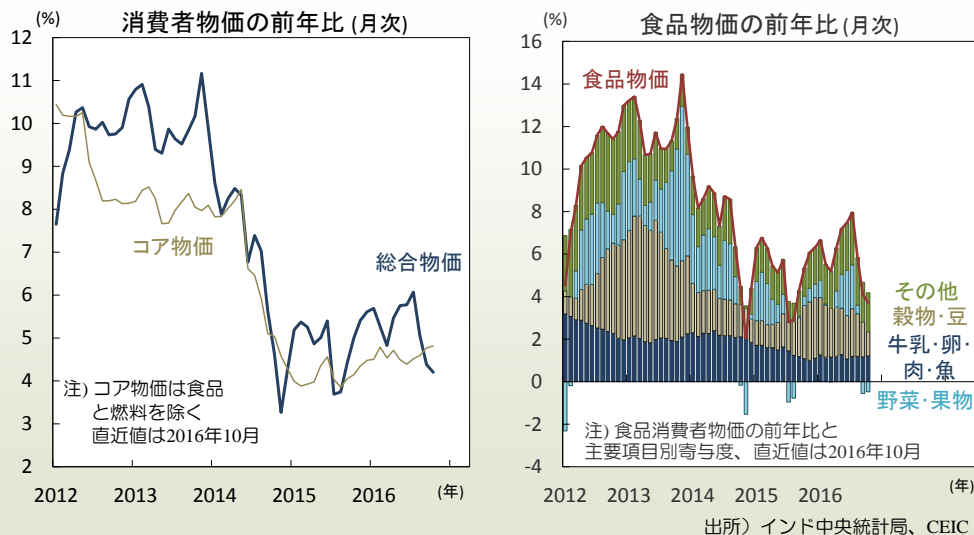
一部の富裕層による不正な蓄財などに反発する市民は、今回の強硬な措置を歓迎。来年4-5月にウッタル・プラデシュ(UP)州議会選挙を控える与党が、自らの支持率向上のために実施したとの見方も現地では浮上している模様です。しかし、事前の情報漏れを恐れ少数の関係者の間で秘密裏に進めたためか、制度設計には荒さが目立ち運営はやや迷走気味。日々の経済活動に不可欠な現金が使えなくなった事業者や就農者を中心に混乱が拡大しています。とりわけ、銀行支店やATMの少ない農村部での混乱は大きく、乾季作物の種子等が買えない事態も発生。政府は国営店での種子購入に旧紙幣の使用を認めたものの、その公表は11月21日にずれ込みました。混乱の拡大に伴って市民の不満も徐々に蓄積。野党も同措置を非難しており、11-12月の冬季国会における財サービス税(GST)関連法案の審議の遅れも懸念される状況となってきました。

## ● 現金不足の深刻化で一時的な景気の落込みは不可避か

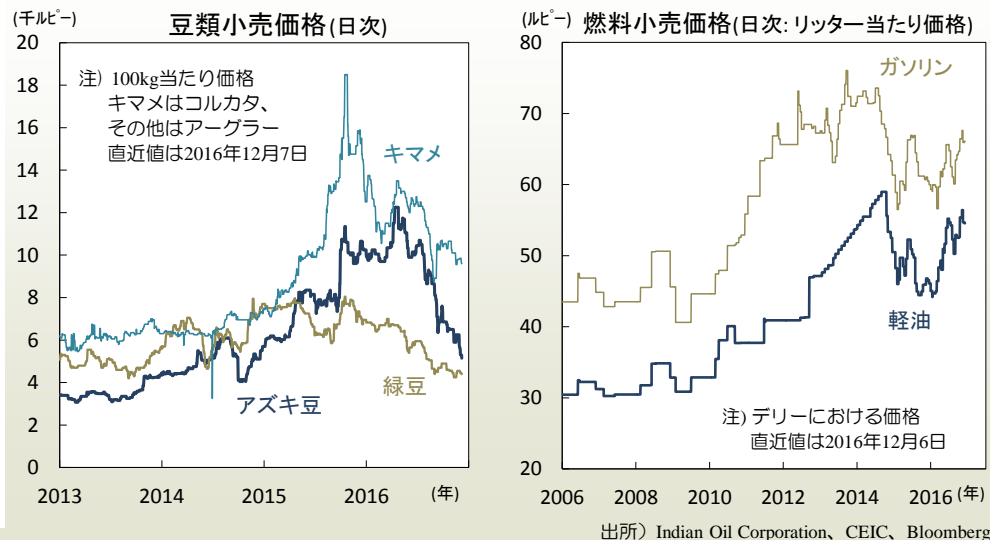
今回の措置は、中期的には、預金取引やキャッシュレス取引の普及により経済の効率を高め、課税基盤の拡充により財政を安定化させると期待されます。しかし、現金依存度の高い経済で生じる一時的な現金不足は、短期的に景気を下押しするでしょう。

廃貨紙幣の預入と日々の現金引出額制限のため、流通現金残高は急減しています(図6左)。現地報道によれば、クレジット・カードの使える大手スーパーマーケット等の売上が急増。しかし、同カードを持たない家計や現金決済のみの中小商店も多く、消費総額の落込みが見込まれます。不動産取引の多くは現金決済。未申告資金による取引も多い模様であり、今回の措置による取引急減は避けられないでしょう。11月のサービス業PMIは大きく悪化しています(図6右)。肥料代や日雇い農夫への賃金が手当てできないことに伴う乾季作物の作付け縮小も懸念されます。税務当局や捜査当局の目を恐れ廃貨紙幣を廃棄した場合、または銀行に預入れた後に所得税や課徴金など計50%を支払った場合、紙幣所有者の購買力が損なわれ裁量的な消費の需要が減退するでしょう。また、全印自動車運送委員会(AIMTEC)によれば、整備費と運転手の食事代の現金手当てができず、同会所属のトラック930万台の約半数が稼働を停止しています。

【図7】食品物価の沈静化などに伴って低位で推移する消費者物価上昇率



【図8】一時急騰した豆価格は沈静化(左)、燃料小売物価は徐々に上昇(右)



## ● 景気は今年度後半に減速し、その後回復の見込み

銀行やATMへの長蛇の列が示唆するとおり、現金の預入と引出に多くの労力と時間が費やされており、就農者や個人事業主による生産活動は短期的に大きく下押しされているとみられます。一時的な現金不足による景気の下押しは、需要項目では主に民間消費(特に耐久財消費)、生産側では、卸売・小売、建設、運輸、農業など現金依存度の高い部門を中心に生じていると考えられます。

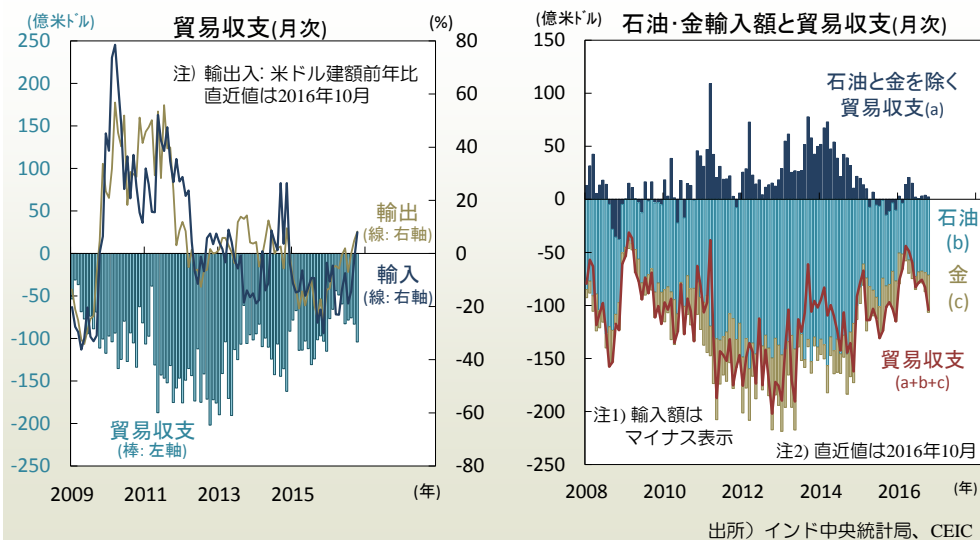
今年度上期(今年4月～10月)の実質GDPは前年比+7.2%と昨年度通期の+7.6%より鈍化。今年度下期には、雨季の雨不足の解消に伴う農業生産の回復や農業所得の上昇に伴う農村部消費の回復によって景気の加速が見込まれていました。しかし、一時的な現金不足に伴う下押しがこうした回復を相殺するため、今年度通年のGDP成長率は+7%前後と当初見込まれた+7%台半ばを下回ると予想されます。その後は、銀行預金引出し制限の緩和や新紙幣の流通拡大に伴って現金不足は解消し、経済活動は来年度(来年4月)初より正常化するでしょう。銀行の流動性の改善に伴って、昨年初以降の累積利下げの浸透による貸出金利低下が進み、徴税率の向上による歳入増加分が歳出に充てられる中で景気は加速し、来年度通年では+7%台半ばの好調な経済成長が予想されます。

## ● 通貨供給量減少によるデフレ圧力が当面の物価を抑制か

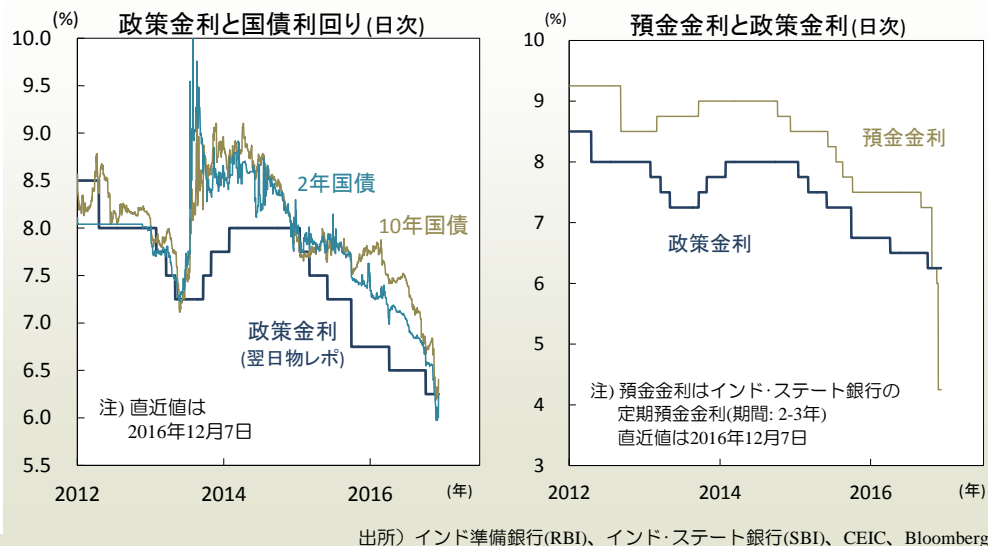
10月の総合消費者物価は前年比+4.2%と前月の+4.4%より鈍化し、7月の+6.1%より低下(図7左)。食品が同+3.7%と前月の+4.1%より低下し(図7右)、総合物価を押し下げました。豆類が同+4.1%と前月の+14.3%より低下し、野菜も同▲5.7%と前月の▲7.1%に続くマイナスの伸びとなりました。今年の雨季以降に降雨量が回復し農産物の収穫が増加、雨季作物の収穫期に入り食品価格の多くが低下しています。燃料は同+2.8%と前月の+3.1%より鈍化、食品と燃料を除くコア物価は同+4.8%と前月と同率でした(図7右)。

なお、野菜の前年比は前年同月の上昇の反動で押下げられており、今後は上昇が見込まれます。肉類や卵など高タンパク食品は、消費需要の強さを背景に高い伸びを維持。今後の総合物価には緩やかな上昇圧力が加わるでしょう。また、現金不足の影響も無視できません。供給側の混乱に伴う食品物価の上昇、所得申告を怠ってきた事業者が納税開始に伴って収益確保のための値上げを行う等の影響も予想されます。しかし、通貨供給量の減少に伴うデフレ圧力がこれらを上回るでしょう。第7次給与委員会の勧告による公務員住宅手当引上げの影響も、不動産取引の低迷によって相殺されるとみられます。総合消費者物価の前年比は当面4%台半ばで推移すると予想されます。

【図9】10月の金輸入額はヒンドゥー教祝祭日要因で増加(右)



【図10】廃貨措置に伴う預金の急増を受けて、国債利回りと預金金利が低下



## ● 廃貨措置に伴って見込まれる金輸入の一時的な増加

10月の輸出(米ドル建て)は前年比+9.6%と前月の+4.6%より加速する一方、輸入も同+8.1%と前月の▲2.5%より反発し、24ヵ月ぶりのプラスの伸びとなりました(図9左)。この結果、貿易赤字は102億ドルと前年同月の97億ドルをやや上回りました。金の輸入額は35億ドルと前月の18億ドルや前年同月の17億ドルを超過(図9右)。ヒンドゥー教の祝祭日(Diwali)による金需要の高まりによるとみられます。同祝祭日は昨年は11月で今年は10月。昨年11月の同輸入額は35億ドルと今年10月と同額でした。11月以降の貿易収支については、現金不足による消費の落込みに伴う消費財輸入の減少が見込まれるものの、価値保蔵手段とされる金の輸入が増加し収支は大きく変動しないでしょう。

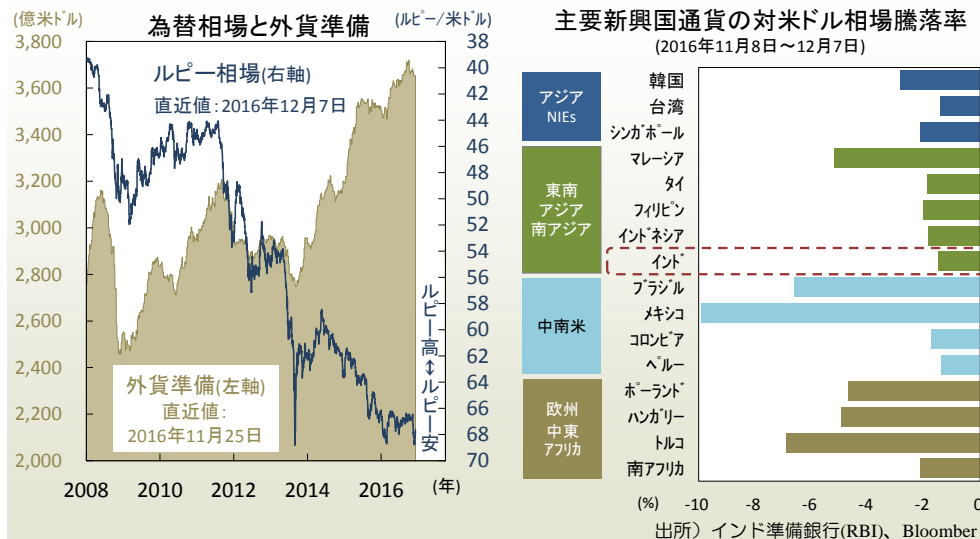
財政に関しては、銀行に預入れられた未申告資産に対する追加的な税収が見込まれるものの、一時的な景気減速に伴う税収の減少も予想され、財政収支の改善幅は限定的となるでしょう。なお、保有者が廃貨紙幣を破棄した(交換や預金預入を行わなかった)場合、RBIの負債の減少(償却)による特別利益が生じ、これが株主である政府に配当として支払われるとの観測も市場で浮上。しかし、RBIは12月7日に、廃貨によって直ちに同行の現金債務を償却することはないと説明し、上記の観測を否定しました。

## ● 市場の予想を裏切り政策金利を据置いた準備銀行

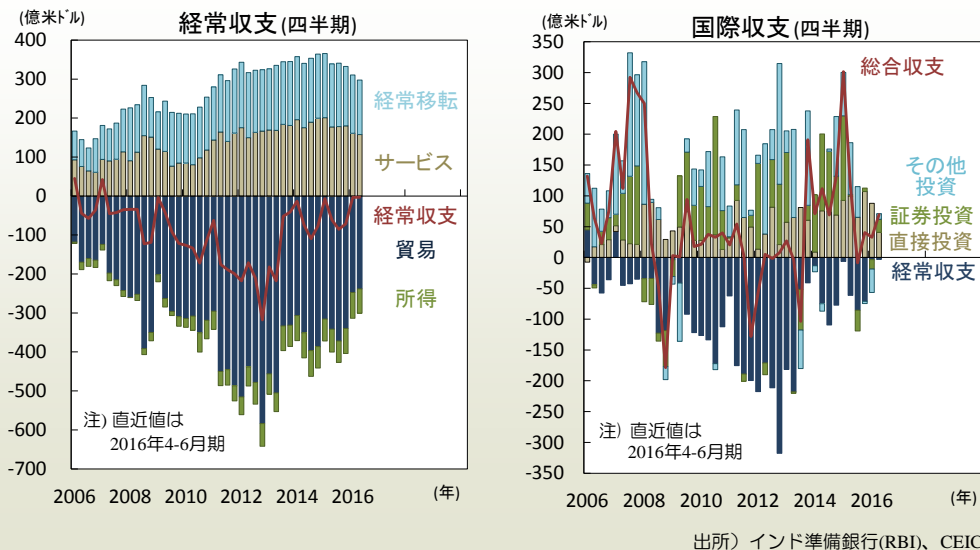
12月8日、RBIの金融政策委員会(MPC)は全会一致で政策金利を6.25%で据置くことを決定。Bloomberg集計ではエコノミスト44人中36人が利下げを予想、市場の予想外の据置きでした。声明は、廃貨にともなう現金不足によって景気の下押し(今年度GVA前年比予想を+7.6%→+7.1%と下方修正)と消費者物価の下押し(10-12月期に▲0.1-0.15%ポイント)が生じるであろうものの、これらは一時的な現象と指摘。一時的な現象に対して金融政策で対応しない姿勢を示唆しました。物価に関しては、下げ渋るコア消費者物価、原油価格上昇の可能性、小麦、ヒヨコマメ、砂糖など食品物価の上昇、ルピー相場下落による輸入インフレなどの押上げ要因を挙げ、警戒感を表明しました。

声明は、今回の決定は(12月14日の)米利上げによる金融市場の変動や廃貨の影響の可能性など不透明な環境下で行われたと指摘。「一連の要因の影響が明らかになるまで様子見をすることが賢明」と金利据置きを理由を説明しました。なお、次回2月8日のMPCまでには、廃貨措置の景気物価への影響や米新政権の誕生に伴う米利上げ軌道などがより明確になるでしょう。RBIは、2月1日の来年度予算案で財政再建の継続を確認した後、2月のMPCで0.25%ポイントの利下げを行う可能性が高いと考えられます。

## 【図11】米大統領選挙を受けて下落するも、ルピーの下落幅は限定的



## 【図12】貿易赤字の縮小とともに大きく縮小した経常赤字(左)



## ● 米大統領選挙後のドル高局面でもルピーは底堅く推移

ルピーは、米大統領選挙当日の11月8日から12月7日にかけて、対米ドルで▲1.5%下落と(図11)、メキシコ(▲9.9%)やトルコ(▲6.9%)の下落率を下回り、アジアでも台湾(▲1.2%)と中国(▲1.3%)に次いで低い下落率。同選挙後に進んだ米ドル高と新興国通貨安の中でも打たれ強さを発揮しました。新興国通貨安が進んだ背景には、(1)米金利の上昇と(2)米新政権による貿易保護主義的な政策への警戒感があるとみられます。

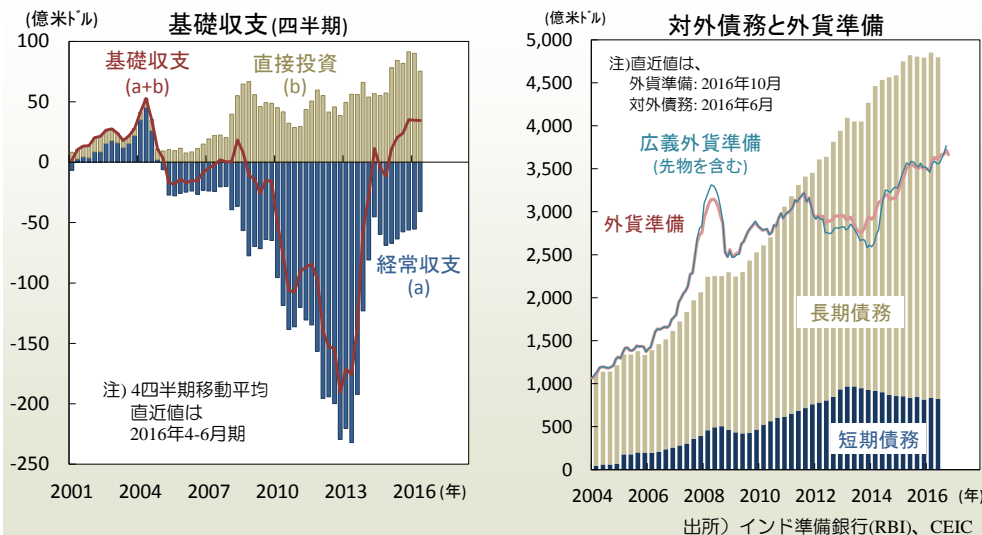
市場の予想を裏切り選挙に勝ったトランプ候補は、大規模な減税とインフラ投資を公約。拡張的な財政政策に伴うインフレ率の上昇や国債増発の連想から米長期金利が上昇(利回り曲線がスティーブ化)し、新興国債券からの資本流出を促しました。また、同氏は自由貿易に懐疑的な姿勢を見せ、環太平洋経済連携協定(TPP)への不参加や北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉の意思を表明。議会共和党は伝統的に自由貿易を標榜するものの、通商に関して多大な権限(関税や輸入数量制限の発動等)を持つ大統領による政策運営への懸念は拭えません。過去の米景気回復局面では、新興国の対米輸出が増加。しかし、今後は保護主義的な措置によって財政刺激策による米景気回復の恩恵が及びづらくなるとの懸念も、新興国通貨の上値を重くしていると考えられます。

## ● 対外収支の強さ等が、今後もルピー相場を下支えか

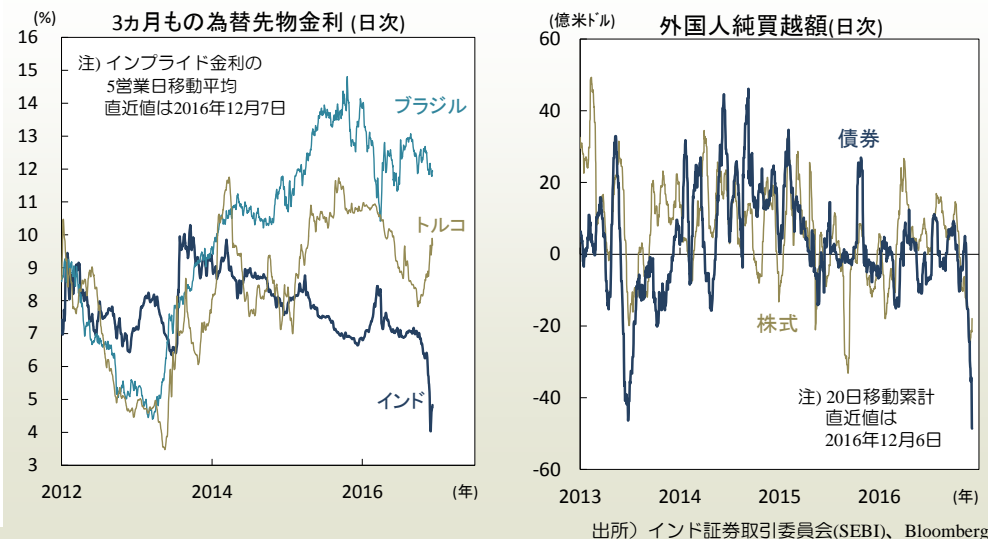
米金利上昇に伴う債券投資資本の流出に関しては、国債市場への資本流入規模や対外収支状況が新興国通貨の抵抗力を左右します。ルピー建て国債の外国人保有比率は5%超と、同30%超のマレーシアやインドネシアより低位。外国証券投資家(FPI)投資枠の存在などが背景です。インドの昨年度(～今年3月)の経常赤字はGDPの1.1%と2012年度の4.8%より大きく縮小し(図12)、基礎収支(経常収支+直接投資収支)は黒字基調に転換(図13左)。原油安による燃料輸入額の減少に加え、農村部の需要刺激策の縮小や物価の沈静化による輸入量(金を含む)の減少によります。加えて、同国の外貨準備は近年増加し、10月末時点で短期対外債務の4.5倍に相当するなど(図13右)、対外収支は強固です。また、同国の実質輸出(財サービス)のGDP比は20.9%とマレーシア(72.9%)や韓国(55.4%)よりも低く、米国と中国向けの財輸出への依存度も低位です。内需主導で底堅い成長を続ける同国は、世界的な貿易量の縮小への抵抗力も高いと考えられます。

高額紙幣廃貨に伴う預金の急増で預金金利と為替先物金利や国債利回りが低下(図10・14右)。景気下押しによる企業業績悪化も見込まれます。しかし、来春以降は新紙幣の普及に伴い経済状況が正常化、ルピーの底堅さが増すと予想されます。(入村)

【図13】黒字に転じた基礎収支(左)、外貨準備は短期対外債務の4.5倍(右)

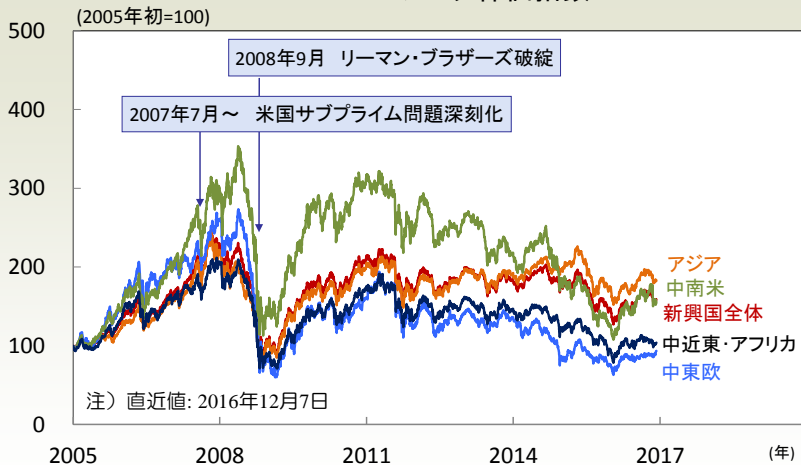


【図14】廃貨措置以降下落する先物金利(左)と流出する証券投資資本(右)



# 【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

MSCIエマーシング株価指数



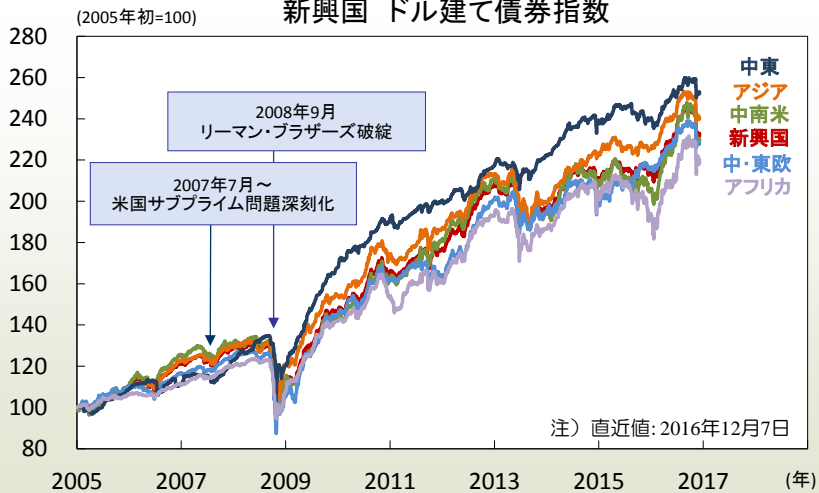
出所) Thomson Reuters Datastream

新興国債券と米国高利回り社債の信用スプレッド



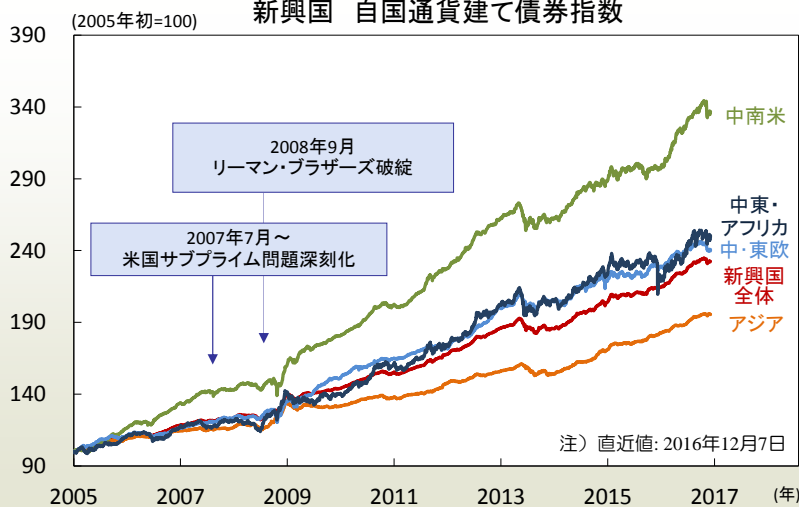
注1: The BofA Merrill Lynch US High Yield Index、J.P. Morgan EMBI Global Diversifiedより、同社の許諾を得て作成。  
 注2: 信用スプレッドは米国債との利回り格差。高利回り社債はBB格以下の投機的等級の社債。  
 出所) Thomson Reuters Datastream、The BofA Merrill Lynch

新興国 ドル建て債券指数



出所) Thomson Reuters Datastream

新興国 自国通貨建て債券指数



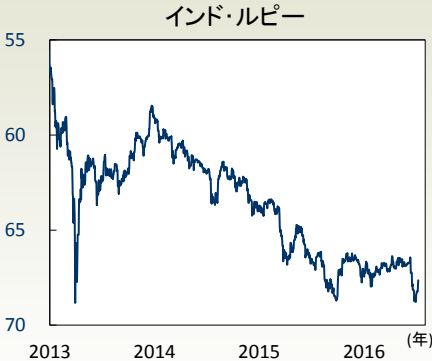
注: 自国通貨建て債券指数には、J.P. Morgan GBI-EM Broadを使用。出所) Thomson Reuters Datastream

注: ドル建て債券指数には、J.P. Morgan EMBI Global Diversifiedを使用



# 【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

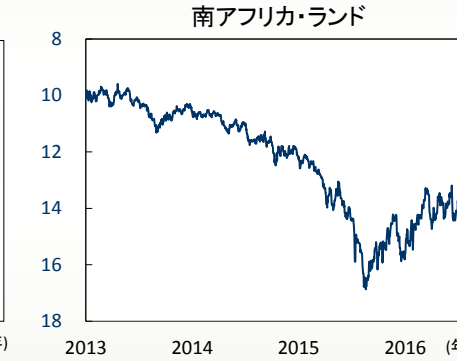
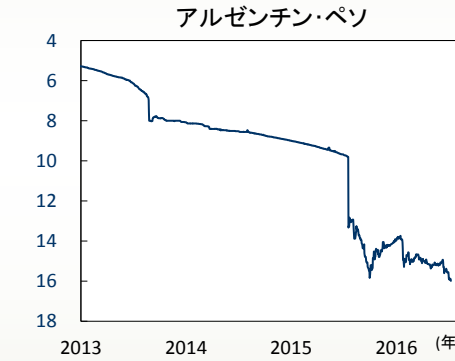
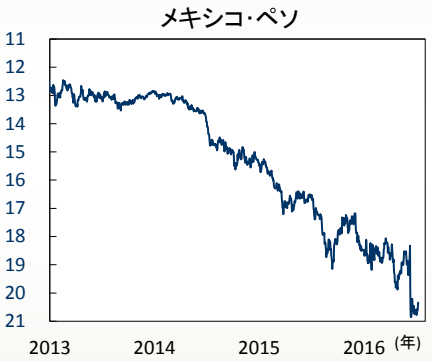
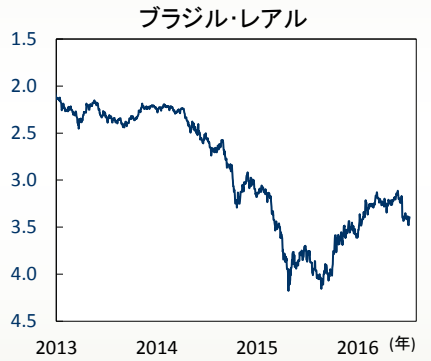
(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



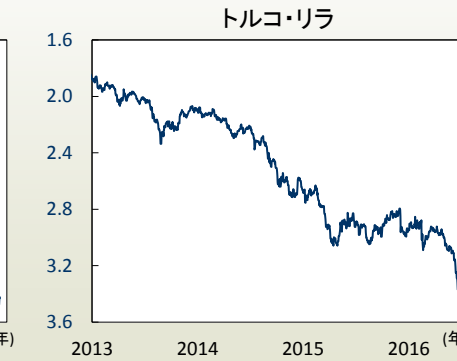
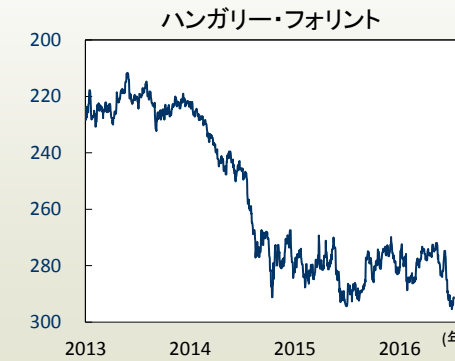
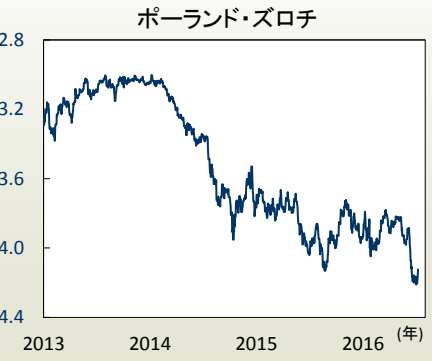
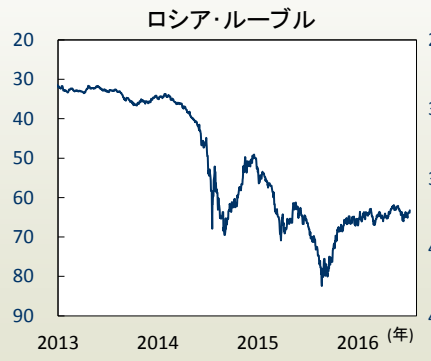
自国通貨安  
米ドル高



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



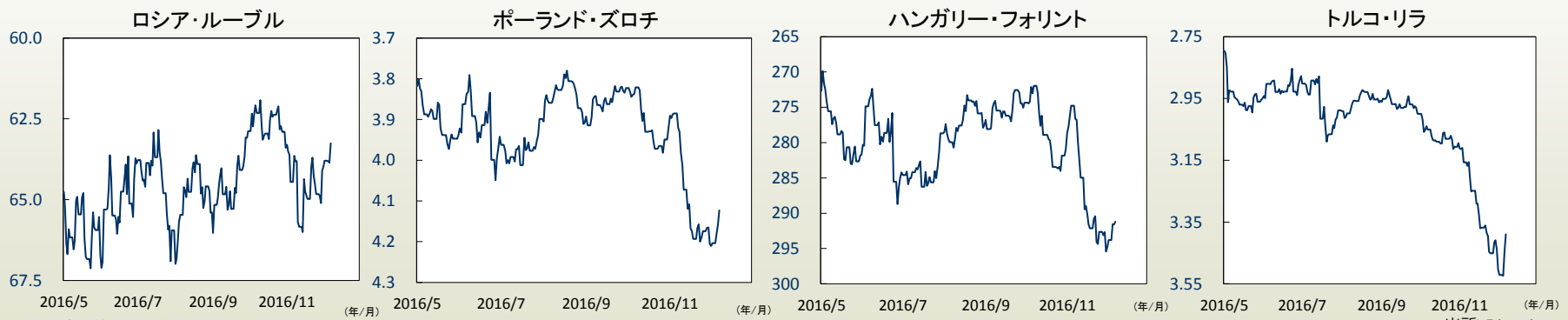
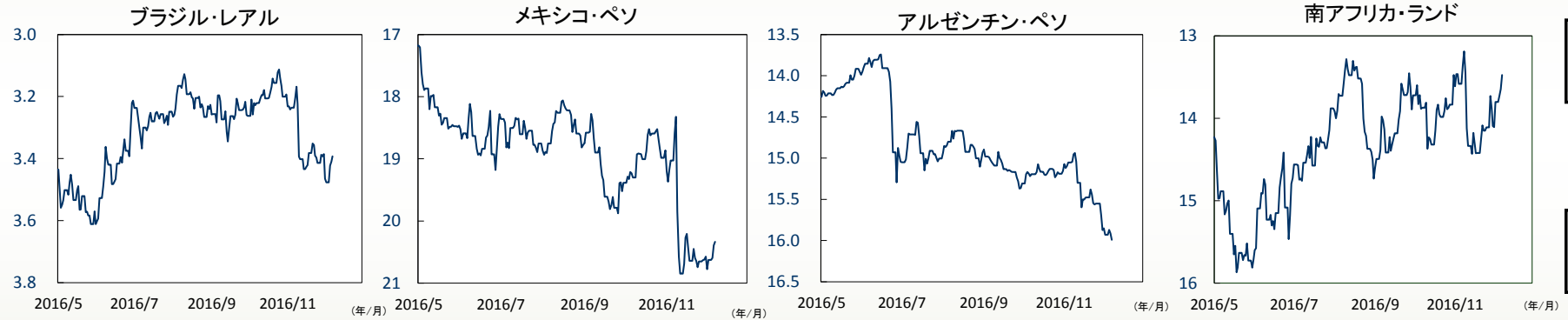
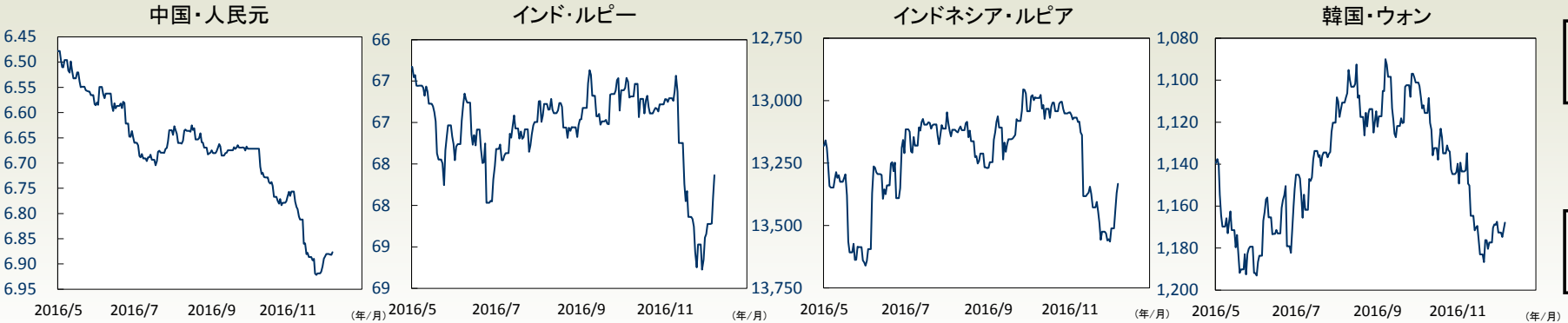
自国通貨安  
米ドル高

注) 直近値は2016年12月7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12月7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、投資者のみなさまの投資元本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、投資元本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さまに帰属します。

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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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、投資元本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12月8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おりません。
- 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

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