

【インドネシア】出張報告：底堅いルピア相場と緩やかな長期金利低下の継続を見込む	1ページ
【南アフリカ】予算案発表後の格下げは回避、次は3月27日の格付けレビューを要警戒	9ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	11ページ

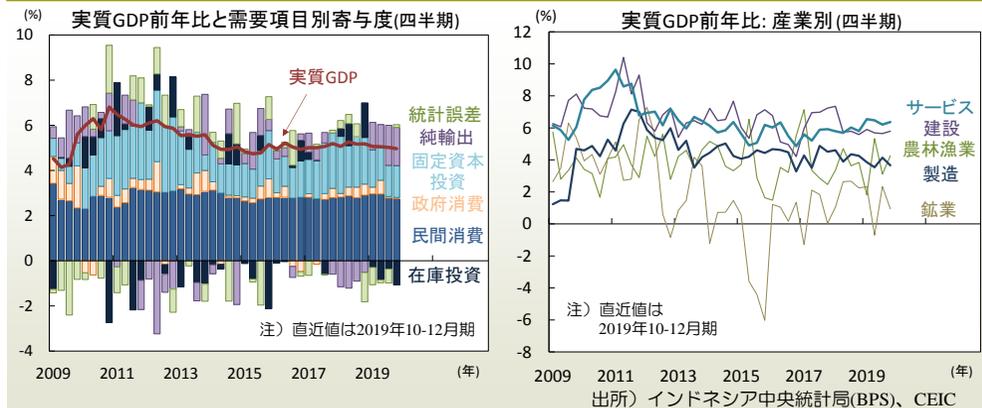
## 【インドネシア】出張報告：底堅いルピア相場と緩やかな長期金利低下の継続を見込む\*

### ● 内需の低迷が続き景気は鈍化

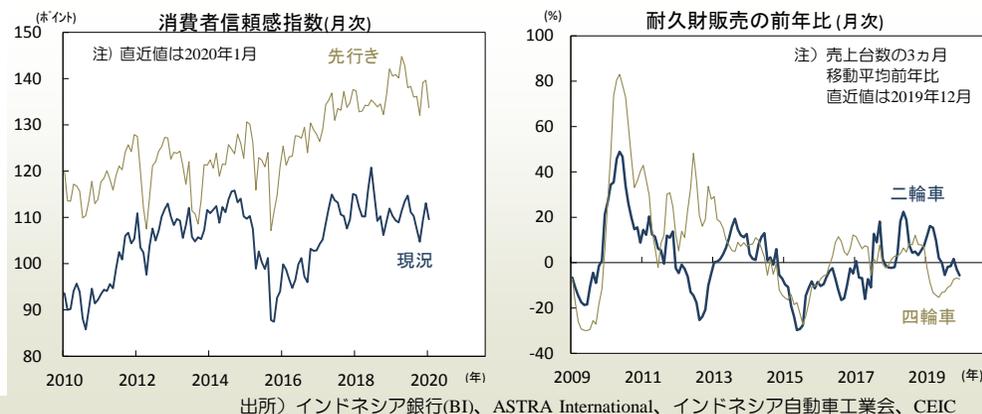
今年2月の上半、インドネシアの投資環境を調査するために同国に出張し、首都ジャカルタの中央銀行や財務省や民間金融機関と面談し、また、同国を含む東南アジア諸国への証券投資動向について、同投資の拠点であるシンガポールの民間金融機関にも聞き取り調査を行いました。本稿では、同国の経済と金融市場の現状を概観しつつ、マクロ経済運営の方向性や金融市場動向にかかわる政策当局者や市場参加者の見方を紹介します。まず、足元の景気物価動向を概観し(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について分析(3-4頁)。次に、第2期ジョコ政権が取組む経済改革(4-5頁)や国際収支安定化に向けた取組みの成否や経済への影響について考察します(6頁)。そして、今年初以降の長期国債利回り低下の背景と今後の金利動向について分析した上で(6-7頁)、今後のルピア相場の動向について考察します(8頁)。

足元の景気は軟調です。2月5日、政府は昨年10-12月期の実質GDPが前年比+5.0%と前期と同水準であったことを公表。昨年通年のGDP成長率は+5.0%と前年の+5.2%を下回りました(図1左)。10-12月期GDPの需要側では、前期に続いて内需が低迷しました。民間消費は前年比+4.9%と前期の+5.1%より鈍化。家計消費が同+5.0%と前期と同水準であった一方、対家計非営利団体(NPISH)の支出が同+3.5%と前期の+7.4%より鈍化。前年同期には昨年4月の総選挙を控えて政党の支出が加速しており、その反動(ベース効果)が重しとなりました。家計消費は、衣服・履物など非耐久財の消費が鈍化した一方、保健・教育や飲食・宿泊などサービス消費が加速。政府の家計向け給付の一巡や賃金上昇率の鈍化などの重しはあったものの(図3左)、消費者物価の落ち着き(図3右)やパーム原油価格の上昇(図4左)による農業所得の改善などが消費を支えました。政府消費は同+0.5%と前期の+1.0%より減速。総選挙に向けて昨年前半に政府の経常歳出実行が前倒し執行された反動です。

【図1】GDP成長率は緩やかに鈍化(左)、足元では製造業等が減速(右)



【図2】消費者信頼感はやや軟化(左)、足元では二輪車販売が低迷(左)



## ● 選挙が終わり建設投資は回復したものの設備投資は低迷

固定資本投資は前年比+4.1%と前期の+4.2%より小幅に鈍化。建設投資が同+5.5%と前期の+5.0%より加速したものの、設備投資が▲2.3%と前期の+7.8%より反落しました。総選挙が終わり政治的な不透明感が低下したため、これまで様子見姿勢であった民間企業による設備投資が回復すると市場参加者は期待したものの、この期待は実現しませんでした。過剰設備などの重しが投資の回復を妨げたとみられます。一方、建設投資の加速は、選挙期間より鈍化していた民間住宅建設が選挙を終えて回復したこと、選挙期間中に凍結されていた入札が再開されたことに伴って今年度の単年度予算による公共投資が始まった影響です。外需では、総輸出が同▲0.4%と前期の+0.1%より反落。世界的な供給過剰に伴って液化天然ガス(LNG)の輸出量が低迷したことに加え、米中通商摩擦を背景にこれまで好調であった米国向けの繊維・衣服輸出の伸びが一巡したことによります。一方、総輸入は同▲8.0%と前期の▲8.3%より下げ幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は+1.7%ptと前期の+1.8%ptより小幅に低下しました(図1左)。

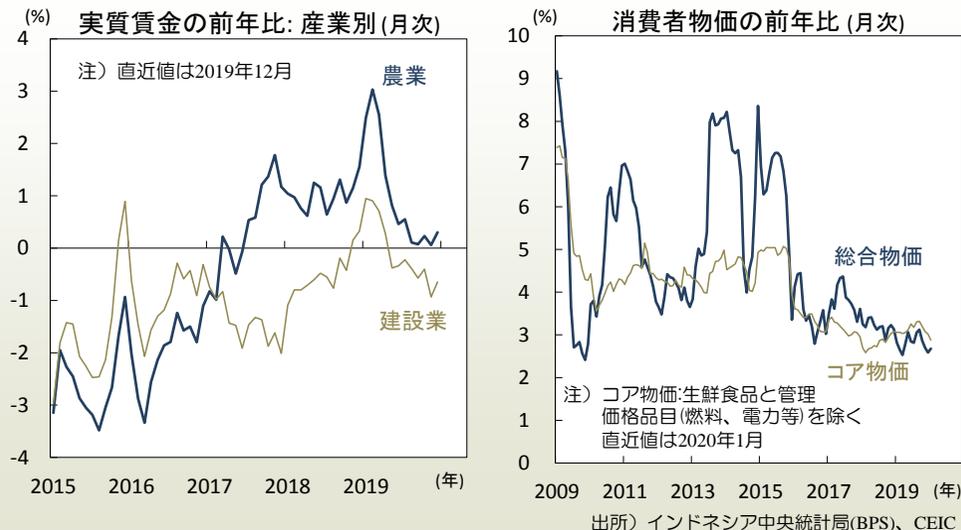
生産側では、サービス部門や建設業や農林漁業の伸びが加速したものの、輸出の低迷や家計の非耐久財消費の伸び悩みを背景に製造業や鉱業が減速しました(図1右)。

## ● 輸出の低迷などを受けて製造業の伸びが鈍化

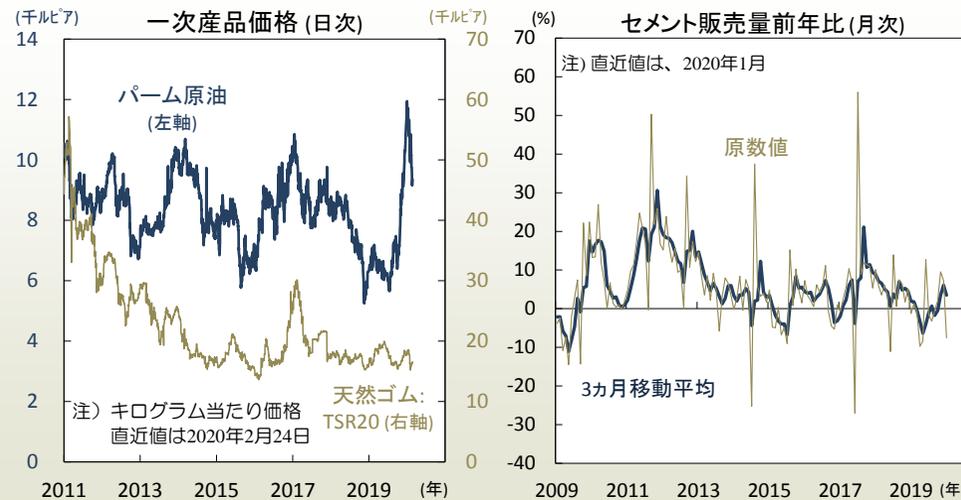
農林漁業は前年比+4.3%と前期の+3.1%より加速。農作物が同▲1.0%と前期の▲4.6%より下げ幅を縮め、プランテーション作物も同+5.2%と前期の+5.0%を上回りました。鉱業は同+0.9%と前期の+2.3%より鈍化。輸出の低迷(図6左)から石炭が同+1.9%と前期の+13.2%より急落した影響です。製造業は同+3.7%と前期の+4.1%より減速しました。輸出と家計消費の低迷を受けて繊維・衣服が同+7.2%と前期の+15.1%より鈍化。前年同期の伸びからの反動で卑金属が反落し、輸出の低迷から電子も反落しました。建設業は同+5.8%と前期の+5.6%より加速。公共投資の回復によります。サービス部門は同+6.4%と前期の+6.2%より上昇。家計消費の伸び悩みから卸売・小売が鈍化するも、運輸・倉庫、飲食・宿泊、情報・通信、金融・保険など幅広い部門が加速しました。

今後、家計消費は鈍化するでしょう。昨前半には4月の総選挙に向けて政府の社会保障支出が急拡大し消費を支えており(図7左)、今年前半にはその反動が生じます。落ち着いた物価など支援要因はある一方、昨年末にかけて上昇したパーム原油価格は年初より反落(図4左)。新型コロナウイルス感染の拡大から中国景気が鈍化し一次産品価格がいつそう押下げられれば、農業所得にも下押し圧力が加わるとみられます。

### 【図3】 低迷する実質賃金の伸び(左)、落ち着いた消費者物価(右)



### 【図4】 パーム原油価格は昨年末にかけて上昇し、今年初より反落 (左)



出所) マレーシア取引所、マレーシア天然ゴム庁(MRB)、インドネシア・セメント協会、CEIC

## ● 今年の経済成長率は昨年並みの冴えないものに

建設投資は、政府の公共投資の回復に伴って当面は堅調に拡大するでしょう。また、業務用車両購入は、昨年インフラ部門の投資の一巡などに伴って落込んでおり、今年はその反動による押し上げも見込まれます。一方、設備投資は、民間部門の抱える過剰設備ゆえに引き続き低迷するでしょう。輸出は昨年前半の落込みからの反動によって今年上半期に回復すると見込まれるものの、中国景気の減速に伴う下押しリスクも無視できません。今年通年のGDP成長率は+5.0%前後と昨年並みに留まると予想されます。

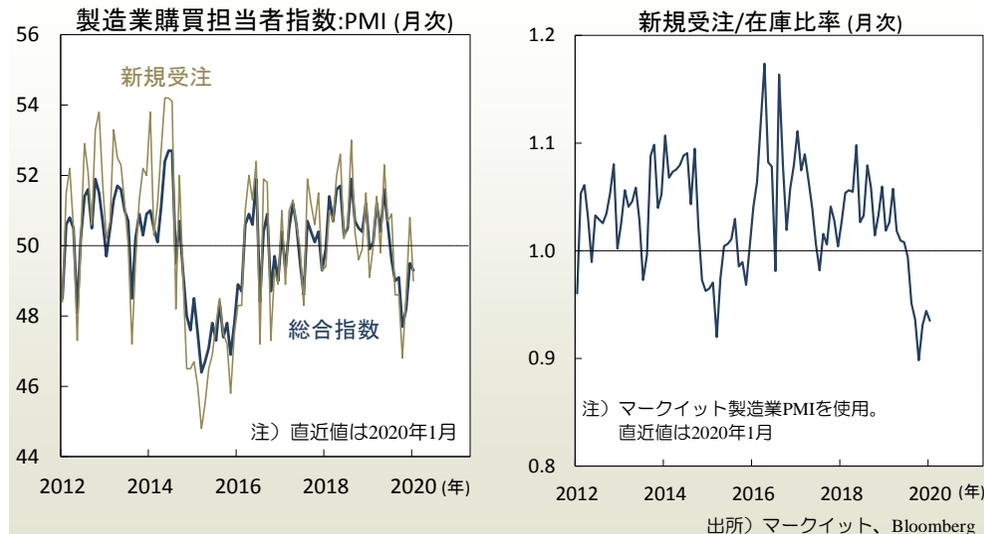
景気が勢いを欠く中で、物価は落ち着いています。1月の総合消費者物価は前年比+2.7%と前月と同率でした(図3右)。食品は同+4.3%と前月と同率で高止まり。ジャカルタと近郊で生じた洪水被害による流通網の混乱によるとみられます。一方で、運輸は同+0.0%と低位。年末の旅行シーズンを終えて航空運賃が下がったこと、国際燃料価格の低下等を受けて石油会社が管理対象外の燃料小売価格を下げたこと等が背景です。生鮮食品や燃料など管理価格を除くコア物価は同+2.9%と前月の+3.0%より小幅に低下しました。足元で天候状況は改善しており、3-4月の農作物の収穫期にかけて食品物価の低下が見込まれます。総合物価は今後も低位で安定推移すると予想されます。

## ● 4会合ぶりに利下げを再開し、景気支援を図る中央銀行

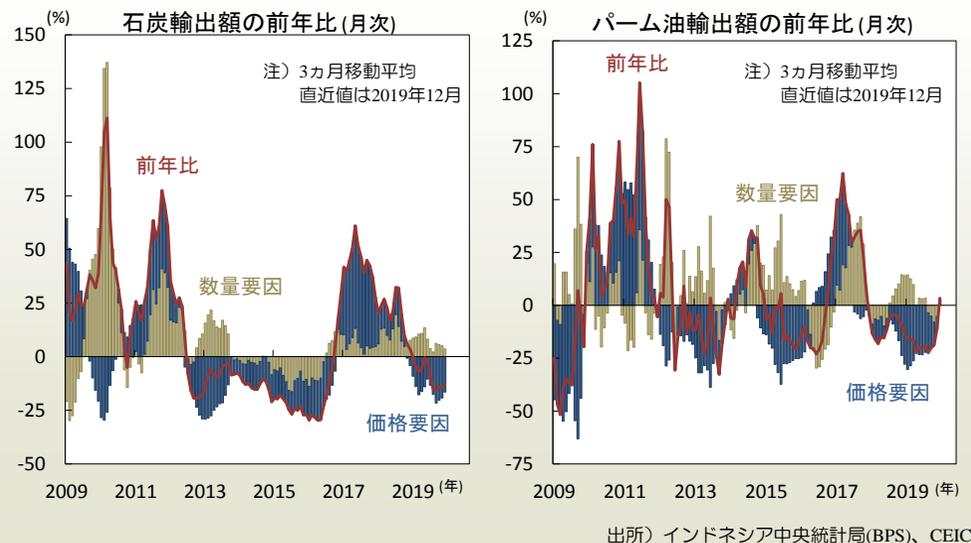
落ち着いた物価の下、インドネシア銀行(BI)は金融緩和で景気を支えようとしています。BIは2月20日に政策金利を5%から4.75%に引下げ(図7右)。昨年7月から10月にかけての連続利下げ(6%→5%)の後に金利を据置しており、今回の利下げは4会合ぶりです。

BIの政策声明は、今回の決定は景気の勢いを保つための予防的な措置でもあると説明。新型肺炎のまん延に伴って世界景気の回復が遅れるリスクに言及し、今年のGDP成長率予想を従来の+5.1~5.5%から+5.0~5.4%に下げました。一方、来年の成長率は+5.2~5.6%へ加速すると予想。景気低迷は一時的と考えている模様です。また、昨年の経常赤字がGDP比2.7%と前年の2.9%より小幅に縮小したとし、国際収支も多額の資本流入に伴って黒字に転じたと指摘。資本流入の背景の一つとして「魅力的な金融市場」を挙げました。今回面談した中央銀行担当官は、国内資産の魅力度を見る際には実質金利の水準を重視すると説明。対米ドルの金利差(図8左)に加え、近隣諸国も考慮しているとのことでした。具体的な国名への言及はなかったものの、筆者に対してインドの国債市場の投資環境や債券指数への採用の可能性に関する質問をしており、インドネシアと並び高金利国である同国を意識している様子がうかがえました。

【図5】新規受注が低迷し(左)、受注/在庫比率は低下(右)



【図6】石炭価格が低迷し、石炭輸出量も足元で鈍化(左)



## ● 今年半ばまでに更なる追加利下げを実施する見込み

BIの声明は、「緩和的な政策の組合せを実施する余地をフルに活用するべく」内外の経済状況を注視すると記述。余地を「使うべく」とした前回の表現を微妙に変更しつつ、依然として追加緩和余地が残っているとの見方を示唆しました。前述のとおり、BIは今年鈍化した景気は来年に素早く回復すると予想。しかし、景気への逆風は強く、同行は近い将来に成長率予想の引下げを余儀なくされる可能性が高いと思われます。BIは、今年半ばまでの間に0.25%ptの追加利下げを行い、景気支援を図ると予想されます。

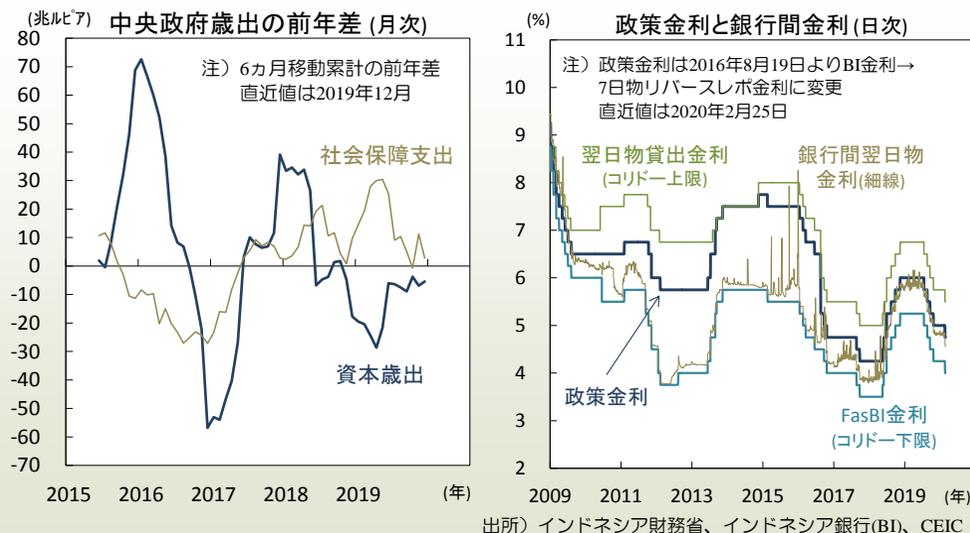
昨年4月の大統領選挙と国会総選挙を経て第2次ジョコ政権が発足。同政権の最大の政策課題は投資環境の改善であり、労働市場と法人税制の改革への取組みが始まっています。世界銀行が昨年9月に大統領に投資環境の改善が喫緊の課題であると伝え、大統領はこれを真剣に受け止めたことから、第二期政権の経済改革の方向性が固まった模様です。世界銀行は、米中の通商対立に伴って多国籍企業が中国からの生産拠点の移転を図っているものの、ベトナムやマレーシアが移転先に選ばれる一方で、インドネシアが選ばれないのは投資環境に問題があるためであると指摘。同国向けの直接投資総額に占める製造業の比重は近年低下を続けています(図9左)。

## ● 税制改革と労働市場改革に取り組む第2次ジョコ政権

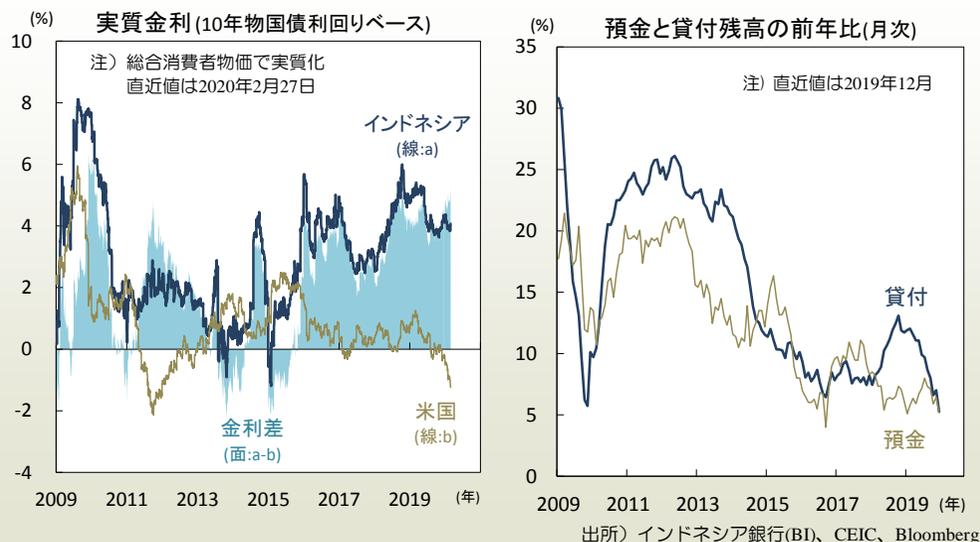
経済改革法案の審議は、(a)税制改革、(b)労働市場改革の順に行われています。(a)は法人減税など抵抗の少ない内容からなり、改正すべき法律の数も28法。一方、(b)は労働組合等の反対も見込まれるうえに改正すべき法律も79法と多く複雑で、成立までに時間が必要とみられます。税制改革は、(a)法人税体系の領土内課税への変更(現行税制は全世界課税)、(b)法人所得税率の引下げ(25%→22%→20%)、(c)ネット販売等へのデジタル課税の導入などからなり、外国企業向けの優遇税制の導入も検討されています。

経済改革の成否については、国内外で市場参加者の見方が分かれました。現地の市場参加者の多くは、巨大な連立政権を率いるジョコ大統領の下で今後2年以内に法案が成立し、直接投資の流入を促すという楽観的な立場。一方、海外(シンガポール)の市場参加者の多くは、税制改革は問題ないが労働市場改革は容易ではないだろうという慎重な立場でした。海外勢の一部は、過去の例を見る限り重要なのは法律の改正よりもその後作成される施行細則とその運用であると指摘。仮に投資環境の改善を目指した法改正があっても新制度の運営が円滑に行われることが確認できない限り、多国籍企業は規模の大きな新規投資に踏み切らないであろうとのコメントも聞かれました。

## 【図7】 社会保障支出は昨年前半に加速した後反落(左)、利下げを再開(右)



## 【図8】 高水準の対米実質金利差(左)、銀行貸付は足元で低迷(右)



## ● 国内市場参加者は経済改革の進展を期待

一方、国内市場参加者の多くが経済改革の進展に期待するのは、現在の政治状況ゆえでしょう。ジョコ大統領は大統領選挙の対立候補であったプラボウォ氏(ゲンリンドラ党党首)を防衛相に指名。同党を取込み議会の総議席の74%を連立与党が占めました。

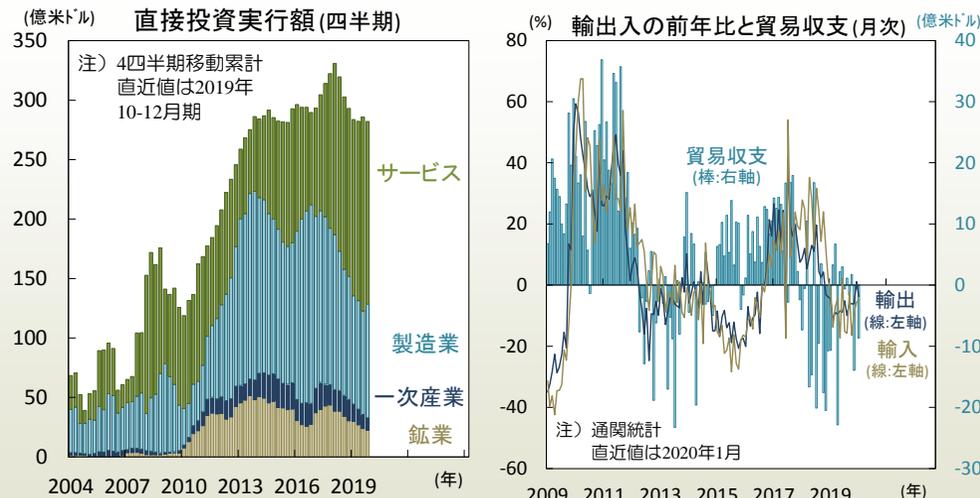
難易度の高い労働法改正を成立させるためには議会内の基盤を固めることが必要。第1期政権の政策課題であったハード・インフラの整備に関しては議会に頼る必要がなかったものの、投資環境などソフト・インフラの改善には議会の協力による法改正が不可欠です。また、次の総選挙が近づくとつれて政党間の駆け引きが活発化し、有権者の一部に不人気な経済改革は困難になります。2022年のジャカルタ知事選挙より「政治の季節入り」との見方もあり、政権発足より間もない今年と来年が経済改革の絶好の機会とみられます。この時期に巨大な連立政権を樹立したジョコ大統領の経済改革への意気込みがうかがえます。連立に加わったゲンリンドラ党はジョコ大統領による経済改革を支持。プラボウォ氏の兄弟は事業に失敗し金銭的に困窮しており、巨大な利権の伴う防衛相のポストは願ってもないものであったと一部の市場参加者は指摘。当面、同党は大統領による経済改革に協力するであろうとのコメントも聞かれました。

## ● 経済運営の健全さを保つスリ・ムルヤニ財務相

なお、ジョコ大統領の所属する闘争民主党(PDI-P)の幹部は、連立を拡大するために閣僚ポストを他党に配分する大統領の姿勢に不満な模様。同党の有力議員からは「労働法の改正は労働組合にとって好ましくない」など経済改革への批判も聞かれ始めており、こうした抵抗をいかに抑えるかが当面の課題であるとみられます。

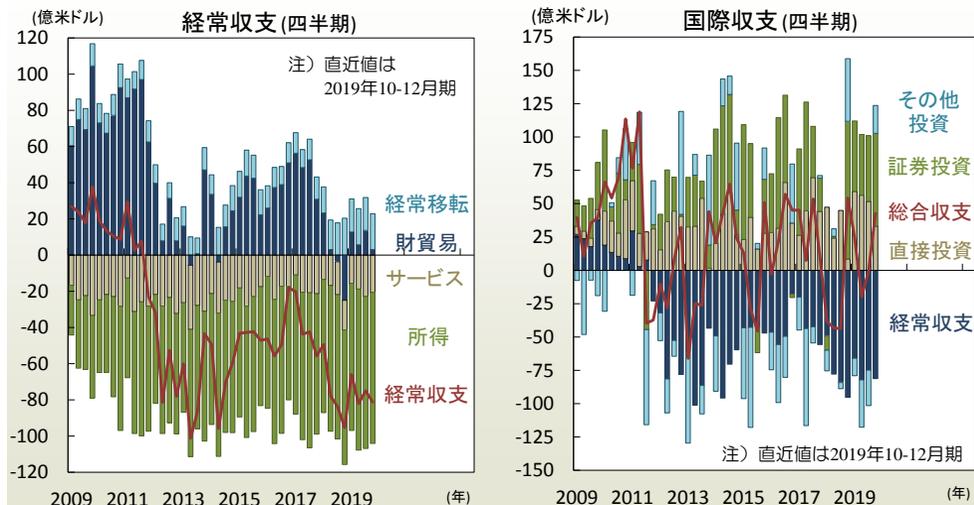
現政権ではスリ・ムルヤニ財務相が経済運営の健全さを確保する役目を果たしているとの指摘も広く聞かれました。第2期政権では経済調整相に就任するとみられていた同氏は財務相のポストを維持。経済財政政策の先頭に立つ従来の役回り続けることを自身が望んだためとみられています。同氏は財政の健全さを重視し、財政赤字が拡大した際には、ためらうことなく歳出を削減。このため、景気拡大の持続を重視する複数の有力と党幹部から同財務相を批判する声も聞かれます。しかし、ジョコ大統領の財務相に対する信頼が厚いため、政権内で影響力を保っている模様です。今回の経済改革に盛り込まれた法人減税は税収基盤を弱めるものの、減税を段階的なものにした上で電子商取引に対する新税(「デジタル税」)検討するなど、税収基盤を安定化させるべく修正を加えたのは同財務相であるとの見方が広く共有されていました。

## 【図9】2010年初から加速した製造業部門の直接投資は近年低迷(左)



出所) インドネシア投資調整庁(BKPM)、インドネシア中央統計局(BPS)、CEIC

## 【図10】近年は、経常赤字を証券投資資本で調達する構造が定着(右)



出所) インドネシア銀行(BI)、CEIC

## ● ジョコ大統領は国際収支の安定化も重視

同国では、2000年代の一次産品ブームが終わり2012年より経常収支が黒字から赤字に転じるとともに、経常赤字の6割前後を証券投資で調達する現在の国際収支構造が定着しました(図10)。ジョコ大統領は経常赤字を抑え直接投資の流入を促すことで国際収支を安定化することを目指しており、経済改革の目玉である税制改革と労働市場改革は海外からの直接投資を促進するための策でもある模様です。経常赤字の縮小は(a)輸入代替、(b)輸出促進、(c)観光産業振興等によります。(a)は国産パーム油によるバイオ・ディーゼル使用義務の強化を通じた燃料輸入の抑制など(図11右)。(b)はニッケル鉱石の輸出を禁じ国内精錬を義務化することをなど通じた一次産品部門の高付加価値化や、繊維、自動車、電子、化学など輸出志向の製造業の育成などからなります。

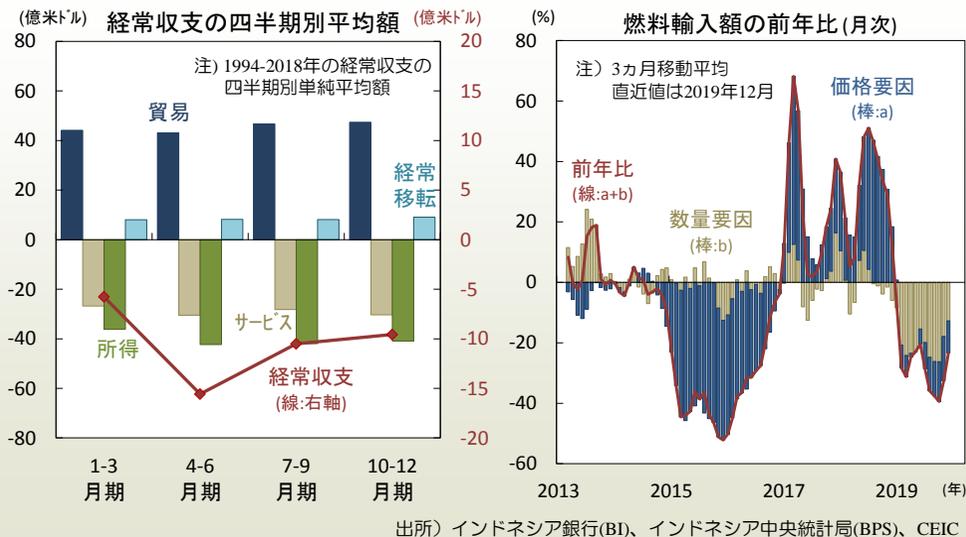
金融市場では、年初より長期国債の利回りが低下(図12左)。当面は金利の低下(国債価格の上昇)が続くと予想されるものの、年後半の金利反転のリスクも意識されています。金利の低下は、政策金利の低下(追加利下げ)期待に加え、(a)財務省による国債発行額の抑制と、(b)インドネシア銀行(BI)による国債購入の拡大によります。(a)については、例年とは異なり、財務省は年初からの前倒し国債発行を行っていません。

## ● 国債発行抑制と中央銀行の買入で国債利回りが低下

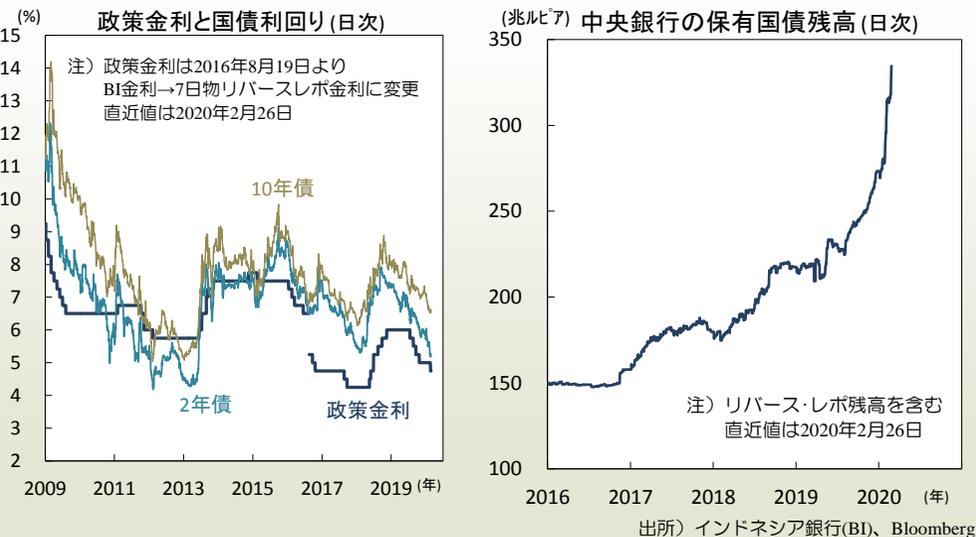
財務省は、入札発行で需要超過となった際の上乗せ発行額を抑えることで発行額を抑制。昨年までは最大発行額は当初発行予定額の2倍であったものの、現在は1.5倍としているとのことでした。今回面談した財務省の担当官によれば、今年度より債務管理のみでなく資金管理の適正化も主要業績指数(KPI)に含まれることとなったため、手元の現金(過去に蓄積された財政剰余金)が潤沢な現在は例年のような前倒し発行はできないとのこと。BIによる国債買入で金利が低下しているにもかかわらず、例年のように前倒し発行を行うことはむずかしい模様です。一方、BIは年初から2月26日にかけて、国債68兆ルピア相当を買入れ(図12右)。BIは、自身が発行する手形(SBI)による資金吸収や定期預金制度(FasBI)による資金吸収を縮小し、国債レポとリバース・レポによる金融調節への移行を目指しており、担保となる国債の買入れを進めています。

しかし、近年は税収が予算見通しを下回り年末にかけて財政収支が悪化することが多く、2019年度の財政赤字のGDP比は当初予算の1.8%から改正見通しで2.2%に拡大。財政収支の悪化に伴って国債が増発され需給が悪化するリスクは小さくないでしょう。また、BIもオペ担保の積み上げが終われば国債の買入れを止めるとみられます。

## 【図11】年初には経常赤字が縮小(左)、燃料輸入量は近年低迷(右)



## 【図12】低下する長期国債利回り(左)、国債買入を加速する中央銀行(右)



## ● 国債流通市場やレポ市場の育成は道半ば

足元で低下を続ける長期金利が上昇に転じた場合、海外投資家は国債の売却を急ぎ、国債価格とルピア相場を押し下げるでしょう。このため、財務省は例年と同じかそれ以上に国債の前倒し発行をすべきと考える市場参加者が少なくありませんでした。

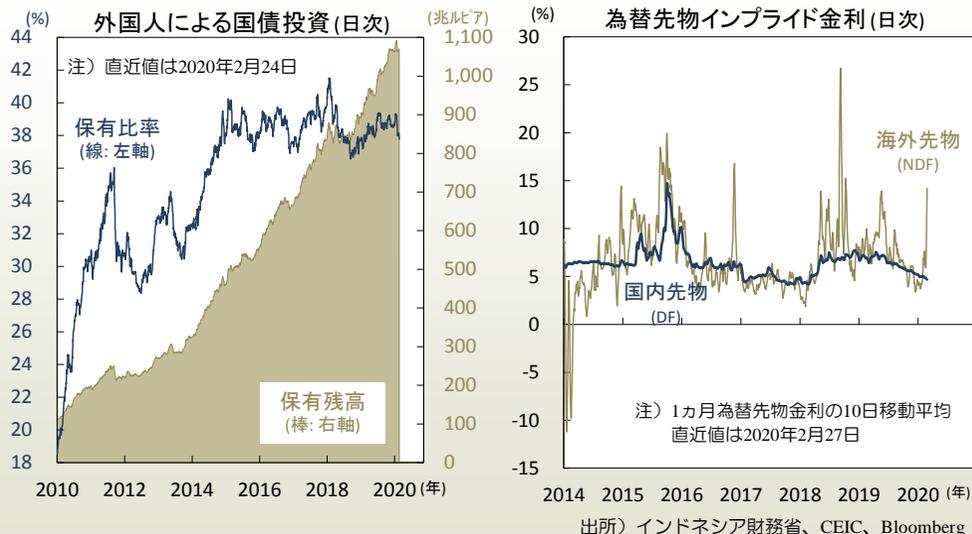
国債流通市場の流動性が低い一方で、国債の4割近くは海外投資家が保有(図13左)。海外機関投資家の多くは主要な新興国債券指数(JPM GBI-EM等)を参照指標(ベンチマーク)としているため保有する全銘柄の売却などは起こりづらいものの、対外ショックによって海外投資家のリスク許容度が低下すれば資本流出が起こり債券価格や為替相場が変動しやすいのは事実です。現在はBIによる為替市場と国債市場での介入がこうした変動を抑えているものの、流通市場の厚みを増し金利ヘッジ手段も提供することが必要であると現地市場参加者の多くが考えていました。前述のとおり、BIは金融調節を国債レポ/リバース・レポによって行う態勢を整えており、銀行間の国債レポ市場の育成にも着手。しかし、同市場は現段階で未発達です。インドネシア版のマスター・レポ契約(MRA)が作成され、一部の大手外国銀行がこれを締結しているものの、未締結の大手外国銀行も少なくない模様で、銀行間のレポ取引は活発ではありません。

## ● 為替ヘッジは可能だが、金利ヘッジ手段は不十分

今回面談した大手欧州系銀行の債券取引責任者によれば、前述のMRAはISDA(国際スワップ・デリバティブズ協会)の作成したグローバル・マスター・レポ契約(GMRA)とは異なる部分がある上、一部の条項と現地法令の整合性が定かでないため法務部門の了承が取れないとのこと。多くの銀行にとってレポ取引はBIと行うものであり、銀行間で取引を行う銀行は少ないとの指摘も聞かれました。また、金利リスクのヘッジ手段が乏しいことを問題視する声も聞かれました。ルピア建ての金利スワップ(IRS)やクロス・カレンシー・スワップ(CCS)の取引は極めて不活発である模様。IRSの変動金利にはJIBOR(ジャカルタ銀行間金利)が用いられているものの、銀行間のターム物資金取引が活発でないため同金利の信頼性が低いことなども問題視されていました。

一方、為替ヘッジに関しては、BIが2018年に導入したルピア差金決済の国内米ドル先物取引(DNDF)が広く用いられており、流動性に問題はない模様です。先物ドル需要が高まる局面ではBIがドルの出し手として市場に介入。同市場が導入されて以降は、シンガポール等海外のルピア先物(ドル差金決済のNDF)金利も安定化しています(図13右)。外国銀行が内外の先物市場で裁定取引を行っていることが背景です。

【図13】外国人が多額の国債を保有(左)、NDF金利の変動はやや低下(右)



【図14】ルピアは今年1月に上昇し2月に下落(左)、相場はやや割高(右)



## ● ルピアは1月に堅調に上昇した後に2月に下落

国内銀行は海外NDFの取引を禁じられる一方、外国銀行のシンガポール支店等は取引が可能。国内のDNDFと海外のNDFの間で裁定取引が行われています。かつては、ルピア相場が下落する局面では多額のルピア建て国債を保有する海外投資家がルピアNDFの売却を急ぎ、NDF金利が急上昇。しかし、現在はBIの介入で低く抑えられた国内DNDF金利との間で裁定取引が行われ、NDF金利の上昇も抑えられている模様です。

ルピアは今年初より1月末にかけて対米ドルで+1.5%と主要アジア通貨最大の上昇率となったものの、その後2月27日にかけて▲2.6%下落とマレーシア(▲2.7%)に次ぐ下落率(図14左)。1月には国債市場に15兆ルピアの資本が流入した後、2月26日にかけて23兆ルピアの資本が流出し、ルピア相場を押し下げました。1月の資本流入とルピアの上昇は、BIによるルピア高容認姿勢によって促され、2月に入ると新型コロナウイルス等への懸念が高まる中でルピアの買い持高を解消する動きが進んだとみられます。ルピアの対ドル相場は昨年後半は14,000~14,300ルピアのレンジで推移していたものの、年末には13,886ルピアへと14,000ルピアの抵抗線を割り込んでルピア高が進展(図14左)。BIは、資本流入局面でもドル買い介入を行わず相場の上昇を許容しました。

## ● ルピアは今後も、他のアジア通貨に比べ底堅く推移か

BI幹部からはルピア高を容認する発言が聞かれ、1月23日の金融政策声明にも「ルピアの上昇は景気拡大や経済の安定にプラス」との一節が登場。BIはルピア相場の上昇を容認し資本流入を促すことで、景気支援のための利下げを行いやすい環境を整えているとの見方が投資家の間に広まり、ルピアの買い持高を積上げる動きが加速しました。しかし、ルピアが独歩高となる中で1月半ばにジョコ大統領が「このままでは競争力が失われる」と懸念を表明し、同月末にはBI総裁も「ルピア高が行き過ぎれば介入を行う」と発言。製造業育成を重視しルピア高を警戒する大統領に配慮した模様です。ルピア上昇の期待ははく落。新型コロナウイルスへの懸念も加わり2月にはルピア安が進みました。

もっとも、今後もルピアがアジア主要通貨の多くを上回って下落する可能性は低いでしょう。2月の利下げ後も実質金利水準は高く、1-3月期は季節的に経常収支が改善(図11左)。肺炎懸念による一次産品価格(パーム原油等)の下落という逆風はあるものの、中国からの来訪者への依存度は低く、中国の製造業との結びつきも限定的であるため、タイや韓国やシンガポールに比べて新型コロナウイルスの影響は限定的です。肺炎懸念等からドル高が進みやすい中でもルピアは比較的底堅く推移すると予想されます。(入村)

## 【図15】ジャカルタ出張時の撮影写真より(1)



左上：インドネシア銀行(中央銀行)

右上：SNSでの情報発信強化を伝える  
インドネシア銀行のポスター  
(同行1階のロビーに掲示)

左下：財務省債務管理局

出所：筆者撮影

## 【図16】ジャカルタ出張時の撮影写真より(2)



左上：朝の通勤時間帯に幹線道路を走る  
バイクとバイク・タクシー

左下：市内中心部の地下鉄駅

右上：夕刻のオフィスビル前で車を待つ  
会社員たち

出所：筆者撮影

## 【南アフリカ】予算案発表後の格下げは回避、次は3月27日の格付けレビューを要警戒

### ● 成長率の下方修正は公務員の給与カットで補填の方針

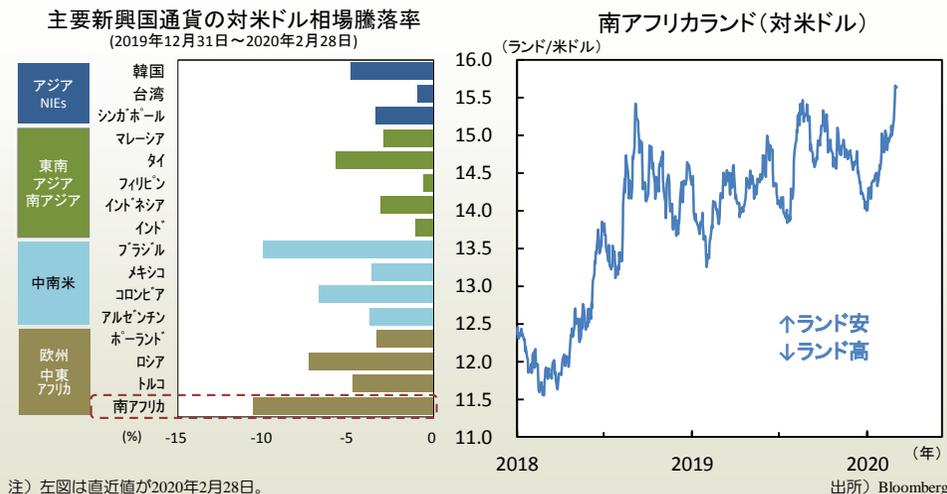
新興国通貨が軟調です（図1左）。新型コロナウイルスの影響で、リスク回避、また世界景気の悪化懸念が新興国通貨の重石となっています。そのなかでブラジル・レアルと南アフリカ・ランドの下落が顕著です。ブラジルでは、物価が安定していることもあり、財務大臣が通貨安を容認しています。加えて大幅目下げにより通貨安への耐性が弱まっている面もありますが、年金制度改革が進展するなど、ブラジル経済に懸念が高まっているわけではありません。一方の南アフリカは、軟調な経済や政府系企業による構造問題、また財政悪化が警戒されています。本稿では、南アフリカの財政状況を2月の予算案などで確認、格付け会社や金融市場への影響を検討し、景気物価動向を概観、今後の政策金利や南アフリカ・ランドの方向性を検討します。

南アフリカの財務省は2月26日に2020年度の予算案を発表。2020年度の政府債務（対GDP）は65.6%、財政収支（対GDP）は▲6.8%になる見通しが示されました（図2）。2019年10月の中期財政計画時は政府債務が64.9%、財政収支が▲6.5%で、予算案でさらに悪化の見通しが示されました。2020年の成長率見通しが2019年10月の1.2%から0.9%に引き下げられたことが歳入の低下、財政見直し悪化に影響した主因です。同影響を緩和するため、予算案では公務員の賃金を下げて、歳出を抑制させる方針を盛り込みましたが、公務員の労働組合は賃金交渉には応じない方針を示しています。

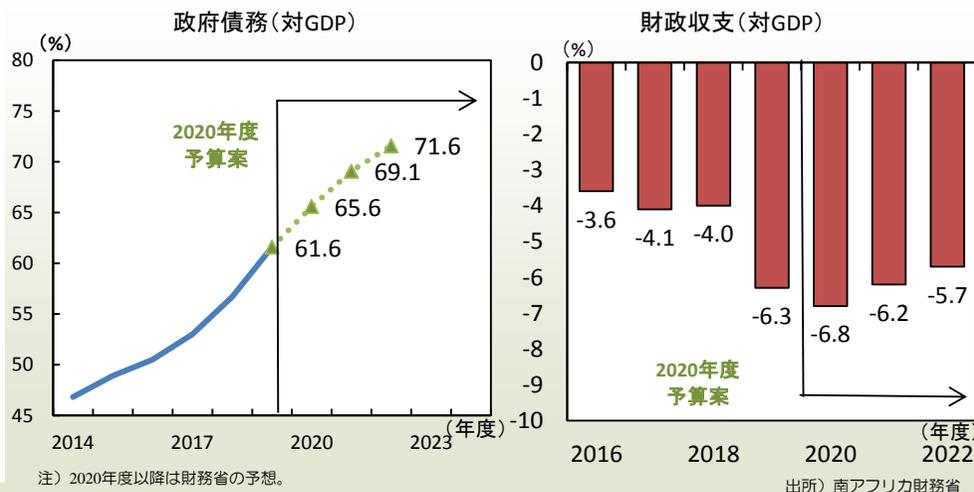
予算発表後の翌日27日に格付け会社ムーディーズの担当者は、賃金交渉に不透明感があること、政府系企業への財政支援リスクがあることなどを指摘し、財政悪化リスクが上昇している、との見方を示しました。同発言もあり、南アフリカランドは対米ドルで15.50ランドの安値を突破しています。ムーディーズは大手格付け機関で唯一、南アフリカに投資適格級を付与しており、仮に格下げが行われた場合は、主要債券指数から南アフリカ国債が除外されるため、同社の格付け判断が注目されています。予算発表直後の格下げは避けられたものの、格付けの定期見直しのタイミングとなる3月27日が次の注目となります。前回の中期財政計画が公表された翌日に当たる2019年11月1日に格付け見直しをネガティブに引き下げており、格下げされる可能性は低いとみています。公務員の労働組合との賃金交渉がうまくいかず、新たな歳出削減策が示されなければ、3月に格下げされ、通貨安が進む可能性はあるとみられます。

南アフリカ国債の非居住者保有比率は2020年1月時点で37.34%です。2018年前半の40%台からは低下したものの、依然高水準にあり、格下げによる通貨安は懸念です。

【図1】年初来でブラジルと南アの通貨が軟調



【図2】前回の予想時とほぼ同水準の悪化予想に留める見通しを提示



## ● 7-9月期に景気は小幅鈍化、家計消費や在庫投資が影響

南アフリカの7-9月期GDP成長率は前年比+0.4%と4-6月期の同+0.6%から鈍化しました（図3右）。家計消費の減速と在庫投資のマイナス転落が鈍化に影響しました。一方、固定資本投資が2018年1-3月期以来のプラスに回復した点はポジティブです。ただ製造業PMIで企業景況感をみると、2018年10月に47.0まで低下するなど軟調でしたが、2018年末にかけ上昇基調に転換していましたが（図3左）。ただ景気の拡大を意味する50を回復したのは、2月と4月のみで、2019年11月には再び低下基調にあり、固定資本投資が成長のけん引役になる可能性はまだ低いとみています。

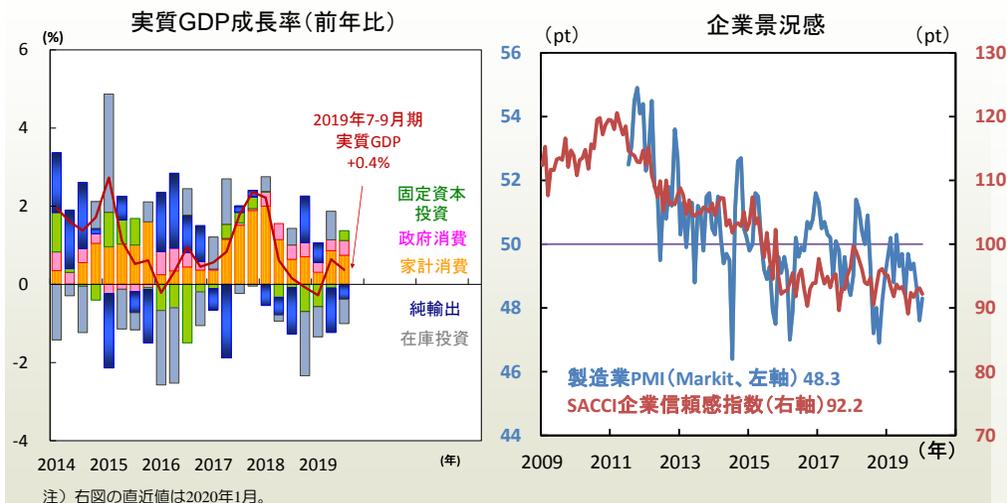
純輸出はマイナス幅を縮小しました。2019年4-6月期は輸出が前年比▲0.53%、輸入が同+3.27%となり、7-9月期は輸出が同▲4.13%、輸入が同▲2.72%となっており、輸入のマイナスが純輸出でプラス寄与に転換したことが、純輸出のマイナス幅縮小の背景です。中銀は南アフリカの交易条件は改善していると指摘しており、輸出の改善に期待しているとみられます。月次の貿易指標では、2019年6月から前年比でほぼゼロ成長であった輸出が、2020年1月は前年比+14.4%に回復しています。米中貿易摩擦も沈静化したとみられ、輸出が回復に転換し、成長を下支えすることが期待されます。

## ● 中銀のモデルでは政策金利の年2回引き下げを示唆

南アフリカ中銀は2020年1月に0.25ptの利下げを実施し、政策金利は6.25%となりました（図4左）。消費者物価は、総合が前年比+4.50%に上昇しているものの、コア（除飲料・非アルコール飲料・石油・エネルギー）は前年比+3.67%と安定しています。中銀の物価目標は3.00-6.00%であり、同目標内に総合もコアもともに留まっており、物価への懸念は限定的です。成長率見通しは2020年を1.2%（前回2019年11月は1.4%）、2021年を1.6%（同1.7%）にそれぞれ引き下げました。中銀のマクロモデルからは2020年中に2回の利下げが必要との認識が示されており、追加利下げを行う姿勢が示されています。

2020年の成長率を中銀は1.2%に引き下げたものの、予算案で示された0.9%ほど弱いものではありません。現状は景気の下振れによる歳入減より、公務員労働組合の賃金交渉への注目が高いとみられます。仮に交渉がまとまり、3月27日のムーティーズ格付けが据え置かれたとしても、まだ抜本的な財政再建策が示されておらず、南アフリカランドが上昇する可能性は低いとみています。足元で南アフリカの10年債利回りが上昇しているように、財政悪化を警戒している投資家が多いとみています。（永峯）

## 【図3】固定資本がプラスに戻るも、企業景況感は低調で持続性に疑問



出所) 南アフリカ統計局、Markit、南アフリカ商工会議所

## 【図4】2020年1月に利下げを実施、財政悪化懸念で10年債利回りは上昇



出所) 南アフリカ中銀、南アフリカ統計局、Bloomberg

## 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の株式と債券

新興国株式と債券のトータルリターン



注：直近値は2月28日。株式はMSCI Emerging、新興国債券の米ドル建てはEMBI、現地通貨建てはGBI EM GD。

出所) MSCI、JP Morgan

新興国債券の利回り



注：直近値は2月28日。新興国債券の米ドル建てはEMBI、現地通貨建てはGBI EM GD。

出所) JP Morgan

新興国株式の指数と業績



注：直近値は2月28日。新興国株式指数はMSCI Emerging、業績は12ヵ月先の予想EPS。

出所) MSCI、Thomson Reuters Datastream

新興国債券(米ドル建て)のスプレッド



注：直近値は2月28日。新興国債券(米ドル建て)はEMBI、スプレッドは米債との利回り格差。

出所) JP Morgan

## 【エマージング・マーケット・ウォッチ】②株式指数のプロファイルと騰落率

	ウェイト (%)	投資収益率													
		現地通貨建							米ドル建						
		月間				年間			月間				年間		
		2月	1月	12月	11月	2020年	2019年	2018年	2月	1月	12月	11月	2020年	2019年	2018年
●地域別															
アジア	75.5	▲ 2.1%	▲ 3.9%	5.8%	0.9%	▲ 6.0%	16.5%	▲ 15.0%	▲ 2.9%	▲ 4.5%	6.9%	0.5%	▲ 7.3%	16.6%	▲ 17.3%
中国	36.4	1.2%	▲ 5.0%	7.9%	1.7%	▲ 3.8%	20.6%	▲ 20.3%	1.0%	▲ 4.8%	8.3%	1.8%	▲ 3.9%	20.9%	▲ 20.4%
韓国	11.4	▲ 5.5%	▲ 2.4%	6.6%	0.0%	▲ 7.8%	14.4%	▲ 19.3%	▲ 7.3%	▲ 5.3%	8.9%	▲ 1.5%	▲ 12.2%	10.4%	▲ 22.6%
台湾	12.1	▲ 1.7%	▲ 4.0%	5.3%	1.8%	▲ 5.6%	28.3%	▲ 8.9%	▲ 1.9%	▲ 4.7%	7.2%	1.5%	▲ 6.5%	31.5%	▲ 11.8%
インド	8.8	▲ 6.3%	▲ 0.8%	1.0%	0.5%	▲ 7.1%	8.5%	▲ 0.2%	▲ 7.4%	▲ 0.8%	1.5%	▲ 0.6%	▲ 8.1%	6.1%	▲ 8.8%
インドネシア	1.8	▲ 8.4%	▲ 4.4%	5.3%	▲ 2.4%	▲ 12.4%	3.0%	▲ 5.9%	▲ 12.8%	▲ 2.8%	7.0%	▲ 2.8%	▲ 15.3%	6.7%	▲ 11.2%
中東欧アフリカ	11.3	▲ 9.5%	▲ 1.9%	4.2%	▲ 0.7%	▲ 11.2%	8.5%	▲ 7.1%	▲ 12.1%	▲ 4.9%	6.8%	▲ 0.2%	▲ 16.4%	11.3%	▲ 18.8%
南アフリカ	4.2	▲ 8.7%	▲ 2.2%	4.6%	▲ 2.9%	▲ 10.7%	4.4%	▲ 14.6%	▲ 12.9%	▲ 8.9%	9.6%	▲ 0.2%	▲ 20.6%	7.4%	▲ 26.5%
ロシア	3.6	▲ 10.5%	▲ 0.7%	4.1%	▲ 0.4%	▲ 11.2%	28.2%	11.3%	▲ 14.4%	▲ 3.2%	7.3%	▲ 0.7%	▲ 17.2%	41.0%	▲ 5.3%
中南米	10.5	▲ 8.1%	▲ 1.3%	4.9%	▲ 0.0%	▲ 9.3%	15.9%	0.8%	▲ 12.3%	▲ 5.7%	9.8%	▲ 4.3%	▲ 17.3%	13.7%	▲ 9.3%
ブラジル	6.7	▲ 8.6%	▲ 1.8%	6.2%	0.6%	▲ 10.3%	26.7%	12.3%	▲ 13.4%	▲ 7.6%	11.6%	▲ 4.5%	▲ 20.0%	22.1%	▲ 3.9%
メキシコ	2.3	▲ 5.9%	1.5%	1.3%	▲ 1.0%	▲ 4.5%	3.6%	▲ 16.9%	▲ 10.1%	1.4%	4.6%	▲ 2.7%	▲ 8.9%	8.0%	▲ 17.4%
●業種別															
金融	23.3	▲ 4.7%	▲ 5.0%	4.7%	▲ 0.2%	▲ 9.5%	8.6%	▲ 6.2%	▲ 6.4%	▲ 6.4%	6.6%	▲ 1.0%	▲ 12.4%	8.8%	▲ 11.7%
情報技術	16.4	▲ 2.5%	▲ 1.0%	8.6%	1.0%	▲ 3.5%	38.0%	▲ 18.8%	▲ 3.4%	▲ 2.4%	10.5%	0.3%	▲ 5.6%	37.6%	▲ 20.6%
電気通信	11.9	▲ 0.4%	▲ 1.1%	7.1%	1.6%	▲ 1.4%	8.5%	▲ 13.9%	▲ 1.3%	▲ 1.5%	8.2%	1.4%	▲ 2.8%	9.5%	▲ 17.9%
一般消費財	14.8	▲ 2.3%	▲ 2.5%	5.2%	3.9%	▲ 4.7%	35.0%	▲ 29.5%	▲ 3.3%	▲ 3.6%	6.3%	3.7%	▲ 6.8%	34.0%	▲ 33.3%
エネルギー	6.6	▲ 10.5%	▲ 6.5%	2.4%	▲ 1.3%	▲ 16.3%	12.3%	10.3%	▲ 12.9%	▲ 8.4%	4.7%	▲ 2.5%	▲ 20.2%	14.9%	1.0%
素材	6.9	▲ 6.7%	▲ 4.0%	6.6%	1.5%	▲ 10.5%	1.7%	▲ 7.4%	▲ 8.9%	▲ 6.3%	9.1%	0.4%	▲ 14.6%	2.3%	▲ 14.4%
生活必需品	6.3	▲ 5.4%	▲ 1.2%	0.9%	▲ 1.3%	▲ 6.6%	8.5%	▲ 9.5%	▲ 7.6%	▲ 3.0%	3.0%	▲ 2.4%	▲ 10.4%	8.7%	▲ 15.3%
資本財	5.1	▲ 4.2%	▲ 5.0%	4.7%	▲ 0.4%	▲ 9.1%	5.2%	▲ 10.0%	▲ 5.7%	▲ 6.4%	6.3%	▲ 1.4%	▲ 11.7%	4.8%	▲ 14.2%
不動産	3.2	▲ 0.3%	▲ 10.5%	9.4%	0.6%	▲ 10.7%	17.3%	▲ 18.0%	▲ 1.2%	▲ 11.1%	10.4%	0.7%	▲ 12.1%	18.7%	▲ 20.5%
ヘルスケア	3.0	0.0%	0.0%	5.1%	▲ 3.6%	0.1%	3.4%	▲ 17.7%	▲ 1.2%	▲ 1.4%	6.5%	▲ 4.2%	▲ 2.6%	2.7%	▲ 21.5%
公益事業	2.5	▲ 7.9%	▲ 1.8%	2.9%	▲ 2.8%	▲ 9.6%	5.5%	▲ 1.4%	▲ 9.7%	▲ 3.7%	5.1%	▲ 4.3%	▲ 13.0%	5.0%	▲ 6.4%
全体	100.0	▲ 3.9%	▲ 3.3%	5.5%	0.5%	▲ 7.1%	15.1%	▲ 12.2%	▲ 5.3%	▲ 4.7%	7.2%	▲ 0.2%	▲ 9.8%	15.4%	▲ 16.6%
先進国(参考)	-	▲ 8.2%	▲ 0.3%	2.2%	3.0%	▲ 8.5%	24.9%	▲ 9.1%	▲ 8.6%	▲ 0.7%	2.9%	2.6%	▲ 9.2%	25.2%	▲ 10.4%

注)基準日は2020年2月28日。株式指数は全体・地域別・業種別がMSCI Emerging、先進国がMSCI Worldを使用。個別国は主要国のみ表示。

出所) MSCI

## 【エマージング・マーケット・ウォッチ】③外貨建て債券指数のプロファイルと騰落率

	ウェイト (%)	スプレッド (bp)	利回り (%)	格付け(外貨建)			投資収益率								
							月間				年間				
				Moody's	S&P	Fitch	2月	1月	12月	11月	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
●地域別															
<b>アジア</b>	<b>18.4</b>	<b>218</b>	<b>3.39</b>	-	-	-	<b>0.8%</b>	<b>1.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>▲ 0.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>13.9%</b>	<b>▲ 1.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.9%</b>
中国	4.1	178	3.01	A1	A+	A+	1.9%	1.9%	0.0%	0.2%	3.8%	9.6%	0.8%	4.6%	3.7%
インドネシア	4.4	211	3.43	Baa2	BBB	BBB	1.1%	1.4%	0.9%	0.3%	2.5%	18.5%	▲ 3.1%	11.6%	12.2%
フィリピン	3.1	108	2.32	Baa2	BBB+	BBB	1.3%	2.5%	0.3%	0.1%	3.8%	15.5%	▲ 0.7%	5.9%	3.2%
マレーシア	2.1	130	2.56	A3	A-	A-	1.3%	2.8%	▲ 0.2%	0.3%	4.1%	12.4%	▲ 0.9%	8.8%	4.7%
インド	1.0	171	2.76	Baa2	BBB-u	BBB-	0.8%	1.6%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	2.4%	11.6%	▲ 0.5%	4.9%	2.0%
<b>中東</b>	<b>17.1</b>	<b>387</b>	<b>5.10</b>	-	-	-	<b>▲ 1.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>▲ 0.8%</b>	<b>▲ 1.3%</b>	<b>12.9%</b>	<b>▲ 6.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.3%</b>
<b>アフリカ</b>	<b>12.9</b>	<b>569</b>	<b>6.90</b>	-	-	-	<b>▲ 1.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.1%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>20.6%</b>	<b>▲ 7.2%</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.8%</b>
南アフリカ	2.5	402	5.29	Baa3	BB	BB+	▲ 0.6%	1.0%	1.5%	▲ 0.2%	0.4%	15.0%	▲ 2.5%	7.1%	12.8%
<b>欧州</b>	<b>19.3</b>	<b>294</b>	<b>4.13</b>	-	-	-	<b>▲ 1.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>16.7%</b>	<b>▲ 2.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.7%</b>
ロシア	3.4	195	3.24	Baa3	BBB-	BBB	▲ 0.4%	2.0%	1.4%	1.7%	1.6%	21.8%	▲ 2.1%	6.0%	9.2%
トルコ	3.3	516	6.34	B1	B+u	BB-	▲ 6.3%	5.2%	2.2%	1.2%	▲ 1.4%	14.5%	▲ 5.3%	11.9%	▲ 1.0%
ハンガリー	1.2	135	2.53	Baa3	BBB	BBB	0.4%	1.3%	0.5%	0.3%	1.7%	10.7%	▲ 0.4%	7.5%	4.3%
ポーランド	1.7	64	1.55	A2	A-	A-	0.9%	0.6%	0.1%	0.3%	1.5%	7.6%	0.7%	5.3%	2.6%
<b>中南米</b>	<b>32.4</b>	<b>390</b>	<b>5.19</b>	-	-	-	<b>▲ 1.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>▲ 1.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>14.1%</b>	<b>▲ 5.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.5%</b>
メキシコ	4.8	372	5.06	A3	BBB+	BBB	▲ 1.3%	2.8%	1.6%	▲ 0.2%	1.5%	20.8%	▲ 6.3%	11.9%	6.9%
ブラジル	3.0	251	3.81	Ba2	BB-	BB-	1.3%	2.8%	1.4%	▲ 0.4%	4.1%	16.4%	0.8%	13.2%	20.6%
アルゼンチン	1.3	2,283	23.85	Caa2 *-	CCC-	CC	▲ 4.1%	▲ 8.1%	21.6%	2.0%	▲ 11.9%	▲ 23.6%	▲ 22.2%	15.7%	15.4%
チリ	2.7	180	3.20	A1	A+	A	0.9%	3.2%	0.0%	▲ 1.1%	4.1%	14.7%	▲ 2.7%	9.6%	10.5%
ベネズエラ	0.0	12,246	123.38	WR	SD	WD	24.7%	6.2%	▲ 0.1%	16.1%	32.4%	▲ 55.1%	▲ 20.3%	▲ 34.4%	53.2%
●格付け別															
投資適格	54.3	196	3.29	-	-	-	0.6%	2.3%	0.7%	0.2%	2.9%	16.6%	▲ 2.4%	9.2%	7.0%
ハイイールド	45.7	617	7.33	-	-	-	▲ 2.8%	0.6%	3.6%	▲ 1.3%	▲ 2.1%	13.5%	▲ 6.2%	11.4%	13.7%
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>373</b>	<b>4.98</b>	-	-	-	<b>▲ 1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>▲ 0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>15.0%</b>	<b>▲ 4.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.2%</b>

注)基準日は2020年2月28日。外貨建て債券指数はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified。個別国は主要国のみ表示。格付けで、uは非依頼格付け、SDは選択的債務不履行。\*-は格下げ方向で見直し中を意味

出所) JP Morgan、Bloomberg

## 【エマージング・マーケット・ウォッチ】④自国通貨建て債券指数のプロファイルと騰落率

	ウェイト (%)	利回り (%)	格付け(現地通貨建)			投資収益率									
						現地通貨建					米ドル建				
						月間			年間		月間			年間	
						Moody's	S&P	Fitch	2月	1月	12月	2020年	2019年	2月	1月
<b>アジア</b>	<b>27.6</b>	<b>3.56</b>	-	-	-	<b>1.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.9%</b>	<b>2.5%</b>	<b>11.6%</b>	<b>▲ 2.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>▲ 1.6%</b>	<b>16.9%</b>
中国	1.0	2.71	A1	A+	A+	1.5%	0.9%	0.7%	2.5%	3.5%	0.6%	1.5%	1.6%	2.1%	2.1%
インドネシア	10.0	7.09	Baa2	BBB	BBB	▲ 0.6%	1.9%	1.1%	1.4%	14.5%	▲ 5.4%	3.6%	2.7%	▲ 1.9%	18.6%
タイ	9.8	1.25	Baa1	A-	BBB+	2.0%	1.1%	0.9%	3.1%	10.9%	0.8%	▲ 3.6%	2.5%	▲ 2.9%	20.6%
マレーシア	6.6	2.83	A3	A	A-	1.9%	1.5%	0.5%	3.4%	7.7%	▲ 0.9%	1.3%	2.6%	0.3%	8.9%
フィリピン	0.2	4.12	Baa2	BBB+	BBB	0.6%	1.6%	0.6%	2.2%	18.6%	0.3%	1.3%	0.9%	1.5%	23.2%
<b>中東アフリカ</b>	<b>8.3</b>	<b>9.65</b>	-	-	-	<b>▲ 0.6%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.5%</b>	<b>10.2%</b>	<b>▲ 5.2%</b>	<b>▲ 5.7%</b>	<b>6.9%</b>	<b>▲ 10.6%</b>	<b>13.4%</b>
南アフリカ	8.3	9.65	Baa3	BB+	BB+	▲ 0.6%	1.1%	2.0%	0.5%	10.2%	▲ 5.2%	▲ 5.7%	6.9%	▲ 10.6%	13.4%
<b>欧州</b>	<b>31.9</b>	<b>3.84</b>	-	-	-	<b>▲ 0.4%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>11.7%</b>	<b>▲ 3.2%</b>	<b>▲ 0.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>▲ 4.0%</b>	<b>11.6%</b>
ポーランド	9.0	1.61	A2	A	A-	1.3%	0.2%	▲ 0.3%	1.5%	4.0%	▲ 0.3%	▲ 2.2%	3.0%	▲ 2.5%	3.2%
ロシア	8.9	6.25	Baa3	BBB	BBB	▲ 0.5%	1.0%	1.2%	0.6%	20.0%	▲ 5.3%	▲ 1.8%	4.8%	▲ 7.1%	34.0%
トルコ	3.3	12.70	B1	BB-u	BB-	▲ 7.5%	6.4%	2.0%	▲ 1.5%	35.0%	▲ 11.4%	5.8%	▲ 1.6%	▲ 6.2%	20.7%
ハンガリー	3.7	1.56	Baa3	BBB	BBB	▲ 1.2%	▲ 0.3%	▲ 0.2%	▲ 1.4%	7.4%	▲ 2.1%	▲ 3.6%	2.7%	▲ 5.5%	2.3%
チェコ	4.3	1.17	Aa3	AA	AA-	1.9%	0.8%	▲ 1.0%	2.7%	2.8%	▲ 0.2%	0.4%	1.4%	0.2%	2.3%
ルーマニア	2.7	3.72	Baa3	BBB-	BBB-	1.1%	0.8%	0.7%	2.0%	5.3%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	2.5%	▲ 0.8%	0.6%
<b>中南米</b>	<b>32.4</b>	<b>5.68</b>	-	-	-	<b>▲ 0.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.5%</b>	<b>14.0%</b>	<b>▲ 4.3%</b>	<b>▲ 1.7%</b>	<b>6.1%</b>	<b>▲ 5.9%</b>	<b>12.7%</b>
メキシコ	10.0	6.89	A3	A-	BBB	▲ 0.5%	1.9%	1.6%	1.4%	18.8%	▲ 4.9%	1.7%	4.9%	▲ 3.3%	23.9%
ブラジル	10.0	5.90	Ba2	BB-	BB-	0.8%	1.2%	0.6%	2.0%	14.8%	▲ 4.5%	▲ 4.7%	5.8%	▲ 9.0%	10.6%
コロンビア	6.0	5.75	Baa2	BBB	BBB	▲ 0.4%	2.5%	1.4%	2.0%	9.3%	▲ 3.9%	▲ 1.8%	8.9%	▲ 5.6%	8.2%
ペルー	3.7	4.44	A3	A-	A-	▲ 0.6%	2.5%	1.2%	1.8%	16.1%	▲ 2.9%	0.5%	3.9%	▲ 2.4%	18.4%
チリ	2.3	3.68	A1	AA-	A	▲ 1.6%	▲ 0.8%	1.4%	▲ 2.4%	13.4%	▲ 4.0%	▲ 6.8%	8.9%	▲ 10.6%	4.7%
アルゼンチン	0.1	52.11	Caa2 *-	SD	WD	12.9%	13.7%	47.9%	28.4%	▲ 35.9%	17.5%	▲ 2.1%	49.1%	15.0%	▲ 66.9%
ウルグアイ	0.2	9.96	Baa2	BBB	BBB-	2.2%	2.7%	2.3%	5.0%	10.5%	▲ 1.9%	2.3%	3.8%	0.4%	▲ 4.3%
ドミニカ共和国	0.2	9.27	Ba3	BB-	BB-	0.1%	1.2%	0.4%	1.3%	-	▲ 0.4%	1.2%	▲ 0.4%	0.8%	-
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>4.95</b>	-	-	-	<b>0.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>12.3%</b>	<b>▲ 3.4%</b>	<b>▲ 1.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>▲ 4.7%</b>	<b>13.5%</b>
<b>先進国(参考)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>1.0%</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.3%</b>	<b>2.6%</b>	<b>5.9%</b>

注)基準日は2020年2月28日。自国通貨建て債券指数はJ.P. Morgan GBI-EM Broad。格付けで、uは非依頼格付け、SDは選択的債務不履行、\*-は格下げ方向で見直し中を意味。先進国はWGBIを使用。

出所) JP Morgan, FTSE、Bloomberg

# 【エマーシング・マーケット・ウォッチ】⑤主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

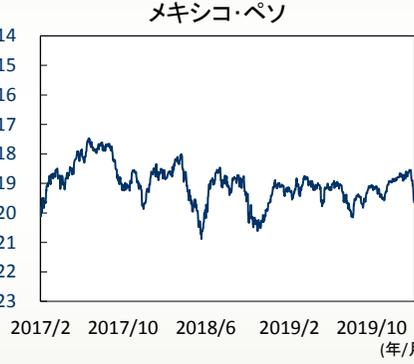
(自国通貨/1米ドル)



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2020年2月28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。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 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: 2020年3月2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・状況または作成時点での見通し・分析であり、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・手数料等を考慮していません。
- 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国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。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。

## 本資料中で使用している指数について

MSCIエマージングに対する著作権およびその他の知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

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 2019, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

ICE BofAML US High Yield Indexは、ICE Data Indices, LLC、ICE Dataまたはその第三者の財産であり、三菱UFJ国際投信は許諾に基づき使用しています。ICE Dataおよびその第三者は、使用に関して一切の責任を負いません。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他の一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



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