

※「エマージング諸国」とは、アジア、中南米、東欧・ロシアなどの新興諸国を指します。

【インド】コロナ感染が拡大する中で都市封鎖を解除、ルピー相場は軟調に推移	1ページ
【ロシア】原油価格は底打ち、国内の感染は収束に向かい低金利環境下での高金利に注目	7ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	9ページ

## 【インド】コロナ感染が拡大する中で都市封鎖を解除、ルピー相場は軟調に推移\*

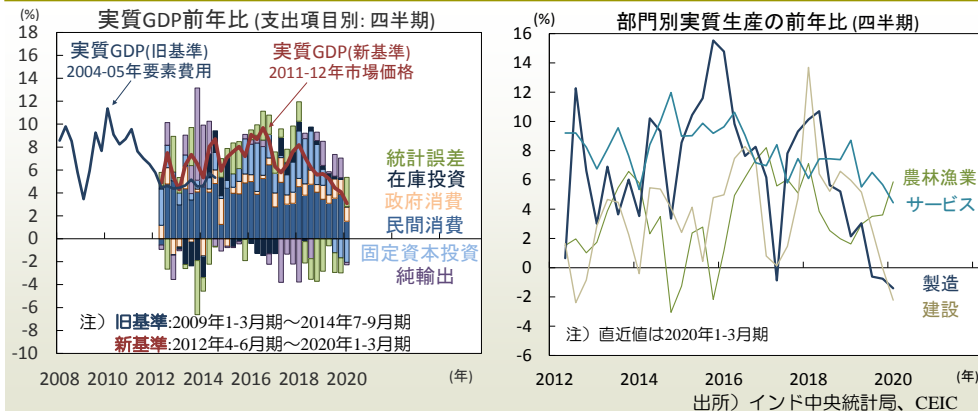
### ● 景気はコロナ感染が拡大する前より鈍化

インド・ルピーが軟調です。同通貨は3月末以降のドル安局面でも大きく上昇せず。経常収支の改善や直接投資資本の流入とともに国際収支が黒字となる中でも、当局がドル買い介入を通じて相場上昇を抑えています。ルピー相場は今後も低迷を続けるのか。本稿ではルピー相場の動向について考察します。まず、コロナ感染拡大に伴って急速に減速する景気や足元の物価の動向を概観し(1-4頁)、断続的に大幅な利下げを行ってきたインド準備銀行(RBI)による今後の金融政策の方向性について分析した上で(4-5頁)、ルピー相場の動向について考察します(6頁)。

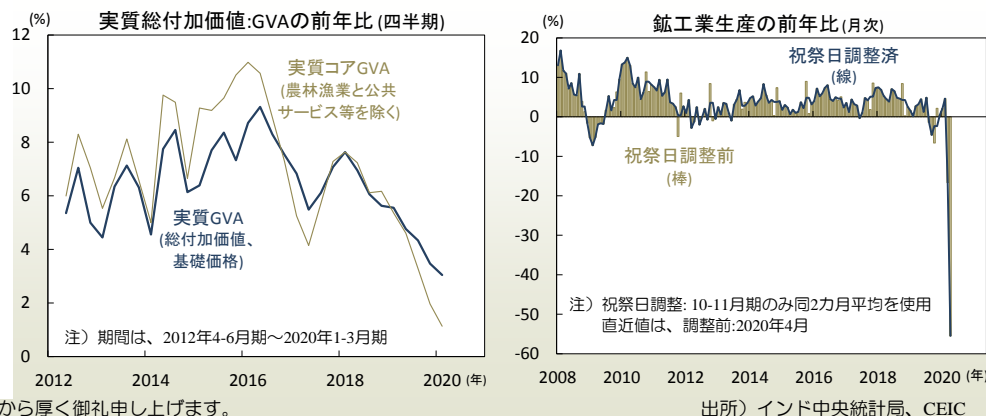
新型コロナ・ショックに見舞われる前から、景気は鈍化していました。5月29日、政府は1-3月期の実質GDPが前年比+3.1%と前期の+4.1%より減速しつつ(図1左)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+1.6%を上回ったことを公表しました。GDP成長率の鈍化は4期連続。成長率が+3%台まで落込んだのは国際金融危機直後の2009年1-3月期以来です。昨年度(～2020年1-3月期)の成長率は+4.2%と前年度の+6.1%から鈍化。固定資本投資や輸出の鈍化が成長率を押下げました。なお、統計局は、都市閉鎖の影響で1-3月期のデータ収集が不十分であったとコメント。過去2年のGDP統計と同様に、成長率が今後下方修正される可能性は高いとみられます。1-3月期の需要側では、民間消費の減速や固定資本投資の下げ幅の拡大に伴って、内需(在庫投資を除く)の寄与度が+0.7%ptと前期の+3.5%ptより急落。在庫投資の寄与度は+0.0%ptと前期の+0.1%ptとほぼ変わらなかったものの、総輸出の低迷に伴って純輸出の寄与度も▲0.2%ptと前期の+1.7%ptより反落し、成長率を押下げました。民間消費は前年比+2.7%と前期の+6.6%より鈍化しました。乾季作物の収穫量拡大に伴う農村部家計の農業所得の改善という追い風はあったものの、都市部家計による耐久財消費等が急減(図3左)。3月下旬からの都市封鎖や雇用環境の悪化が背景とみられます。

【お知らせ】本レポートは本号が最終号となります。長い間ご愛顧いただきましたことを、この場を借りまして、心から厚く御礼申し上げます。

### 【図1】投資が落込み、民間消費も鈍化(左)、製造業や建設業が低迷(右)



### 【図2】民間部門を反映するコアGVAが鈍化(左)、鉱工業生産は急落(右)



## ● 固定資本投資の下げ幅が拡大

1-3月期の実質政府消費は前年比+13.6%と前期の+13.4%より加速しました。10%台の伸びは3期連続。景気が鈍化を続ける中、政府は経常歳出の実行を急いでいます。固定資本投資は同▲6.5%と前期の▲5.2%より下げ幅が拡大。輸出と家計消費が鈍化を続けるとともに設備稼働率は低下しており、企業の設備投資意欲は低迷しています。外需では、総輸出が同▲8.5%と前期の▲6.1%より下げ幅が拡大。世界景気の低迷に伴って輸出の落込みが続いています。総輸入は同▲7.0%と前期の▲12.4%より下げ幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は▲0.2%ptと前期の+1.7%ptより反落しました。

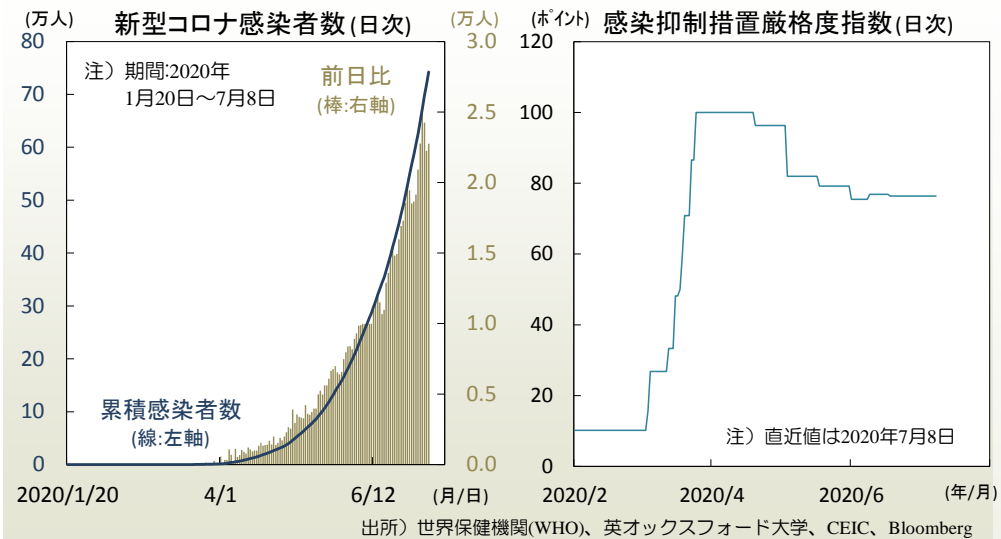
生産側から算出された総付加価値(GVA)は前年比+3.0%と前期の+3.5%より鈍化。製造業と建設業の下げ幅が拡大し、サービス部門が鈍化した影響です。鈍化幅は市場予想より穏やかであったものの、主に乾季作物の収穫や政府歳出の上ぶれによるもの。民間部門の活動を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)は同+1.1%と前期の+2.0%より鈍化し、現統計の公表開始以来最低水準となりました(図2左)。農林漁業は同+5.9%と前期の+3.6%より加速(図1右)。天候条件の改善に伴って乾季作物の収穫量が伸びたことが背景です。鉱業も同+5.2%と前期の+2.2%より加速しました。

## ● 都市封鎖の影響で4月の鉱工業生産が歴史的な急落

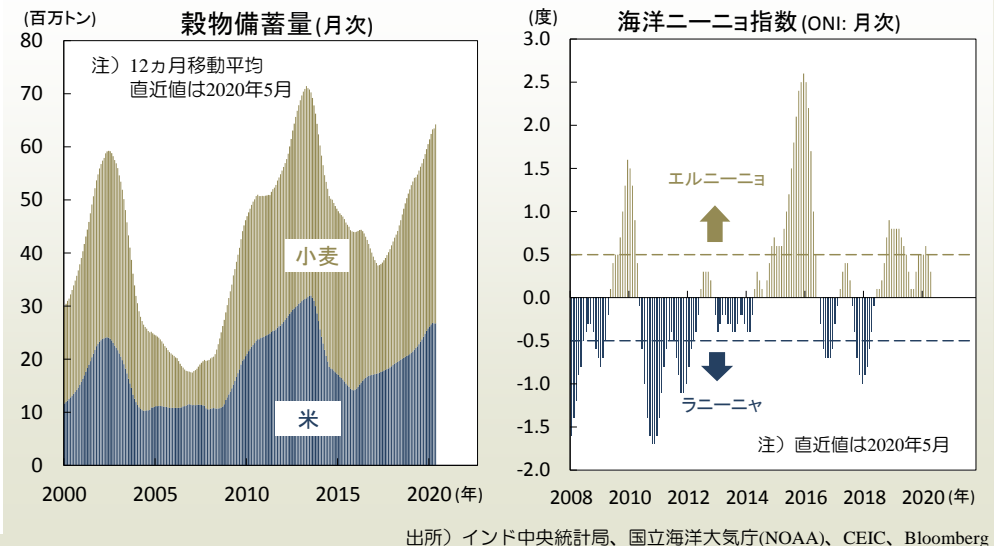
製造業生産は前年比▲1.4%と前期の▲0.8%より下げ幅が拡大しました。輸出や企業投資の落込みと耐久財消費の冷え込みに伴って機械設備や運輸機器の生産が低迷。建設投資の落込みに伴って、金属製品やガラス・セメント等非金属鉱物製品も低迷しました。建設業は同▲2.2%と前期の+0.0%より反落。都市封鎖措置の影響とみられます。サービス部門は同+4.4%と前期の+5.7%より鈍化しました。政府の経常歳出実行の加速を受けて公共サービス等は同+10.1%(前期+10.9%)と好調。しかし、3月24日以降の全国規模の都市閉鎖措置と都市部家計による消費の低迷から、流通・宿泊・運輸・通信が同+2.6%(同+4.3%)と減速し、金融・保険・不動産等も同+2.4%(同+3.3%)と鈍化しました。

都市封鎖の影響に伴って4月以降の景気は急落。4月の鉱工業生産は前年比▲55.5%と前月の▲16.7%より下げ幅を急拡大し(図2右)、月次統計が使用可能な1982年4月以来最低の水準となりました。部門別では製造業が同▲64.3%(前月▲20.6%)、品目別では資本財が同▲92.0%(同▲38.3%)、耐久消費財が同▲95.7%(同▲36.5%)と急落しました。なお、統計局は都市封鎖措置の影響などからデータ収集が十分でないと警告。今後大幅な遡及改定が行われる可能性が高いでしょう。

## 【図3】コロナ感染拡大が収束しない中でも(左)、感染抑制措置を緩和(右)



## 【図4】乾季作物収穫後に穀物備蓄が増加(左)、雨不足リスクは限定的(右)



## ● コロナ感染拡大が加速し世界第3位の感染国に

政府は、新型コロナウイルスの感染を抑えるために3月24日より全国的な都市封鎖を決定。その後も感染は拡大したものの、4月半ばより段階的な封鎖措置の解除を始めました。

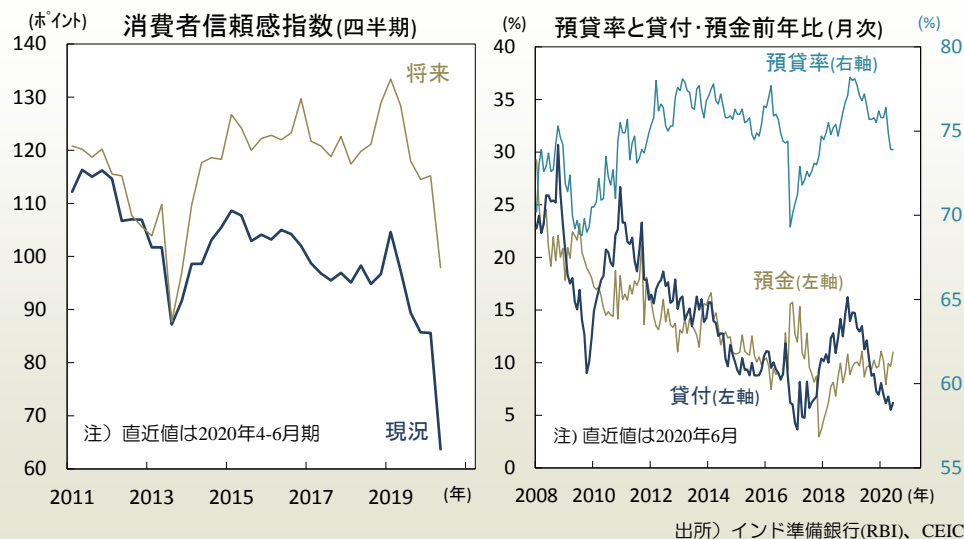
7月8日時点の累計感染者は74万2千人と3月末時点の1,017人より急増し(図3左)、米国とブラジルに次ぐ世界3位の感染国に。7月8日まで7日間の1日あたり新規感染者は2万2千人と6月平均の1万3千人より増加しており、感染収束の兆しは見えません。もっとも、累計死者数は20,642人で致死率は2.8%と低位。こうした状況もあり、政府は感染が拡大する中でも経済の回復に向けて都市封鎖の解除を決断したとみられます。政府は、4月半ばより規制の対象となる経済活動の対象をせばめ、感染率の低い地域の経済活動への規制を緩める等の緩和措置を導入。5月末には感染地域を除いて封鎖措置を解除する方針を示し、解除に向けた指針を公表しました。同指針は、6月8日より感染地以外のホテル、レストラン、ショッピング・モールの営業を再開し、州をまたぐ人や物資の移動の制限も解除するとしました。もっとも、一部の州は独自の判断で規制を維持。感染地の商業都市ムンバイを擁するマハラシュトラ州は、6月末に都市封鎖を7月末まで延長し、7つの都市で完全封鎖措置を導入するなど規制を強化しました。

## ● 都市封鎖解除で経済は回復するも感染拡大が加速

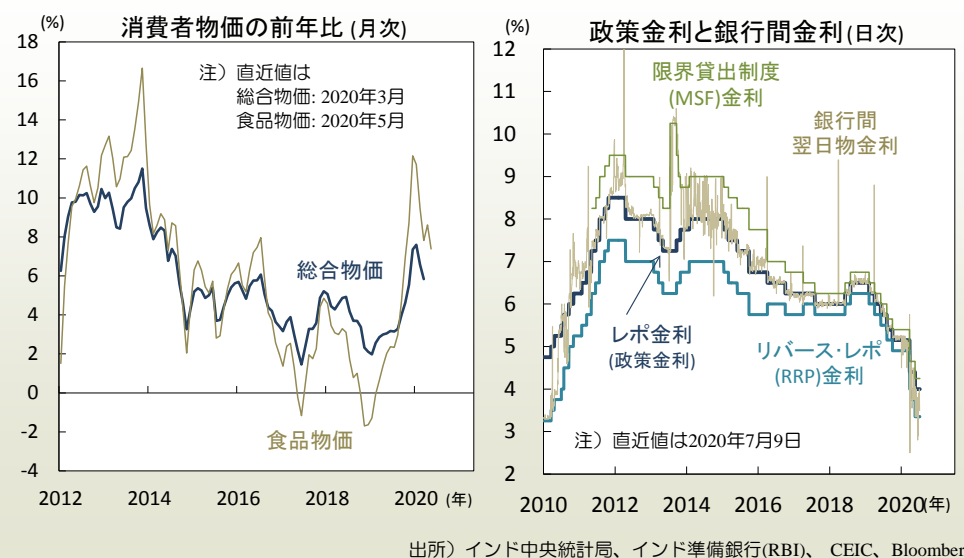
封鎖措置の段階的な解除に伴って、4月に急落した経済活動は緩やかに回復しているとみられます。日次または週次の指標を見ると、5月初より電力消費量や鉄道輸送量や自動車登録台数等が回復。また、グーグルやアップルが地図アプリのユーザーの位置情報等から算出する移動量も、感染地のムンバイを除く主要都市で5月初より回復しています。もっとも、移動量の水準は回復したといえど感染拡大前の半分程度。感染の拡大に歯止めがかからず感染防止策を講じた上での経済活動が続き、一部の地域では閉鎖措置の再導入も見られる中で、景気の回復には時間がかかりそうです。

家計消費は、都市部で回復が遅れる一方で農村部の回復が続くでしょう。農村部では、天候条件の改善に伴って乾季作物の収穫量が拡大。小麦等を中心に政府の備蓄量が増加しています(図4左)。雨季の降雨量も十分であり、6月初から7月9日かけての累積降雨量は平年の113%、7月3日時点の雨季作物の作付け面積は前年比+88.2%増となりました。農村部は都市封鎖の影響が限定的であり、政府による財政支援策の恩恵も小さくありません。都市部への出稼ぎ労働者が帰郷したことに伴う感染の懸念はあるものの、人口密度の高い都市部に比べて感染拡大のリスクは小さいとみられます。

### 【図5】低迷する消費者信頼感(左)、貸付が低迷し預金が伸張(右)



### 【図6】足元では食品物価が鈍化(左)、断続的に利下げを実施(右)



## ● 都市部家計の消費は今後も低迷する見込み

一方、都市閉鎖による雇用所得環境の悪化に見舞われた都市部家計の消費は、今後も低迷を続けるでしょう。2014-18年には銀行やノンバンクの都市部家計向け融資が伸び家計貯蓄率が低下。借入による消費ブームが起りました。しかし、足元では雇用と所得環境が悪化し早期の回復も見込めない中でこれまで低下してきた貯蓄率が反発。今後も積み上がった債務を返済する動きが続き消費の伸びを抑えるでしょう。都市封鎖の解除に伴って経済活動の正常化は始まったものの、感染拡大が止まらない中で都市部家計の信頼感は容易に回復しないとみられます。また、政府やRBIによる様々な努力にも係わらず企業の資金調達環境は悪化。企業投資は容易に回復しない見込みです。都市封鎖時に失業した出稼ぎ労働者は、既に生活コストの高い都市部より農村部に帰還。今後、企業活動が正常化する過程では労働力不足も顕在化しそうです。

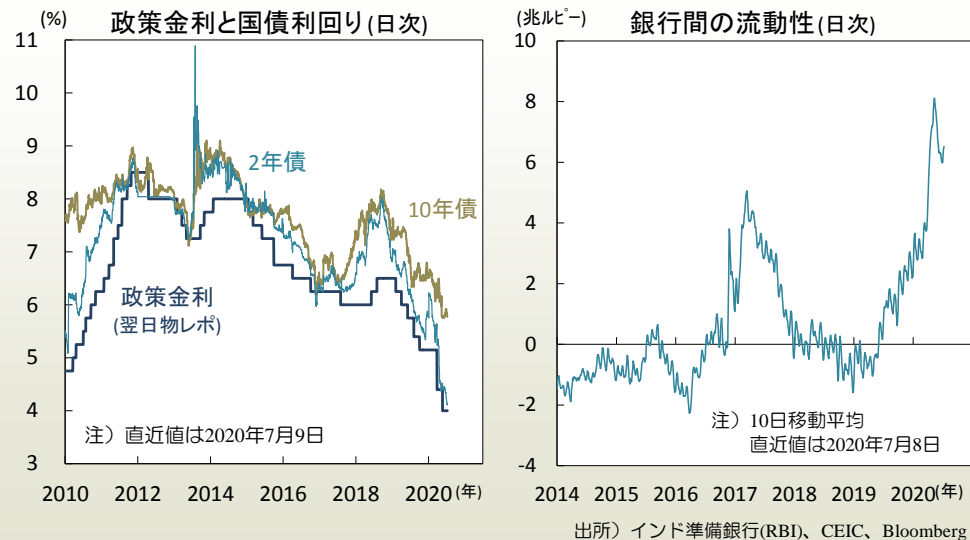
今年4-6月期の成長率は都市閉鎖の影響で▲18%前後まで落込み、7-9月期の成長率も企業と家計の景況感が低迷する中で0%程度に留まる見込み。経済活動の正常化はウイルス感染の拡大が収束するであろう10-12月期以降となるでしょう。今年度(～2021年3月)のGDP成長率は▲3%前後と昨年度の+4.2%より反落すると予想されます。

## ● 2回連続の緊急利下げに踏み切った準備銀行

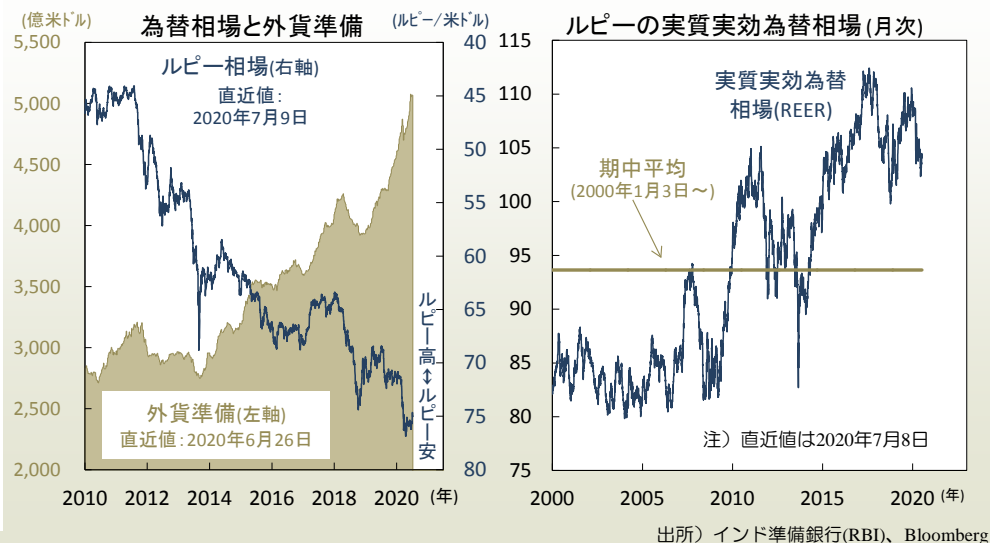
足元では、物価が鈍化しているとみられるものの、都市封鎖に伴ってデータ収集が難しくなった統計局は4月以降の総合消費者物価統計の公表を停止。食品物価など限られた統計のみを公表しています。5月の食品物価は前年比+7.4%と前月の+8.6%より鈍化(図6左)。都市封鎖に伴う供給網の混乱によって4月に上昇した同物価は正常化しつつあります。野菜が同+5.3%と前月の+23.6%より鈍化した影響です。穀物も同+7.4%と前月の+7.8%より小幅に低下、豆類も同+21.1%と前月の+22.8%を下回りました。

景気が急減速し物価が鈍化する中、インド準備銀行(RBI)は金融緩和によって景気を支えようとしています。5月22日、RBIは臨時会合を開き、政策金利を4.4%から4.0%に引下げ。緊急利下げは3月27日に次ぐ2回連続となります。昨年2月以降の累積利下げ幅は2.5%pt(図6右)。金利コリドー下限のリバース・レポ金利は累計2.9%pt引下げられており(6.25%→3.35%)、短期金利の低下幅は政策金利の下げ幅を上回ります(図6右)。また、緩和的な政策スタンスを「景気が回復しコロナウイルスの影響が緩和されるまで」維持することとしました。0.4%ptの利下げは5対1で決定。1人の委員は利下げ幅を0.25%ptとすべきと主張しました。「緩和的」なスタンスの維持は全会一致でした。

【図7】長短国債利回り格差が拡大(左)、多額の流動性を供給(右)



【図8】低迷するルピーと増加する外貨準備(左)、実効相場はやや割高(右)



## ● 市場が期待した国債消化支援策は導入せず

RBIは、企業部門の資金繰り支援に向けた数多くの措置を導入。(1) 零細企業開発銀行(SIDBI)向け再貸出制度(1,500億ルピー)の適用期間の延長(90日間→180日間)、(2) 企業貸付返済猶予期間の延長(90日間→180日間)、(3) 企業向け運転資金貸付の支払猶予利息を貸付に転換することを許可することとしました(返済期限は2021年3月末)。RBIは多額の流動性を供給。流通市場での国債買入オペ(OMO)、標的型長期レポ・オペ(TLTRO)、国債のツイスト・オペなどによります。7月8日時点で銀行間の流動性は6.5兆ルピーと多額であり(図7右)、銀行間翌日物金利は3.5%と、政策金利(4.0%)より金利コリドー下限のリバースレポ金利(3.35%)に近い水準にあります(図6右)。

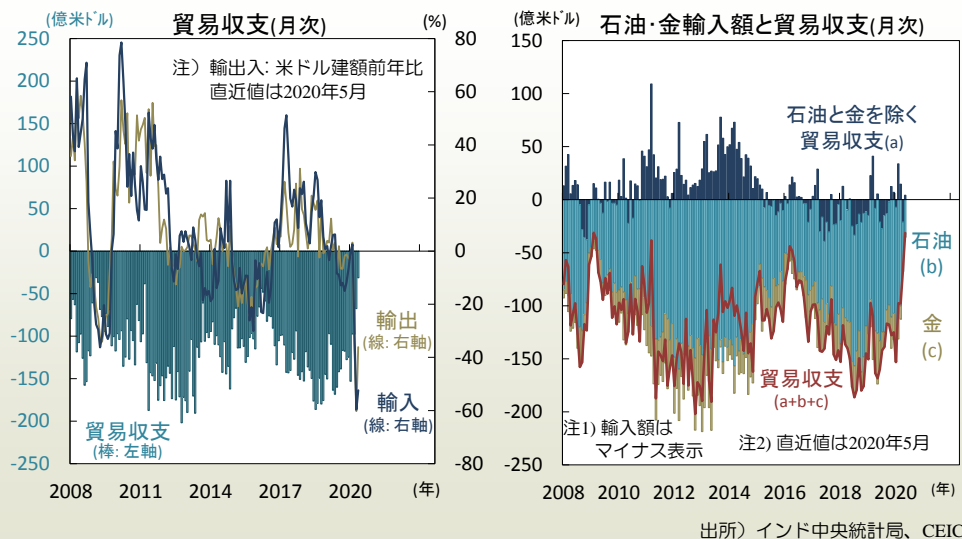
なお、RBIは今回は国債消化促進策を導入せず。景気支援策に伴う財政悪化と国債増発が不可避となる中、市場参加者の一部は何らかの措置の導入を期待していました。期待されたのは、(a)RBIによる発行市場での国債買入、(b)銀行による国債持切り勘定(HTM)の上限引上げ、(c)リバース・レポ金利を下回る金利水準の常設預金制度(SDF)の設置、(d)銀行によるリバース・レポ預入額の抑制など。今後、国債増発に伴って長期金利が上昇した場合、こうした措置が検討される可能性が高いと考えられます。

## ● 今後も年内に累計0.5%ptの追加利下げを実施か

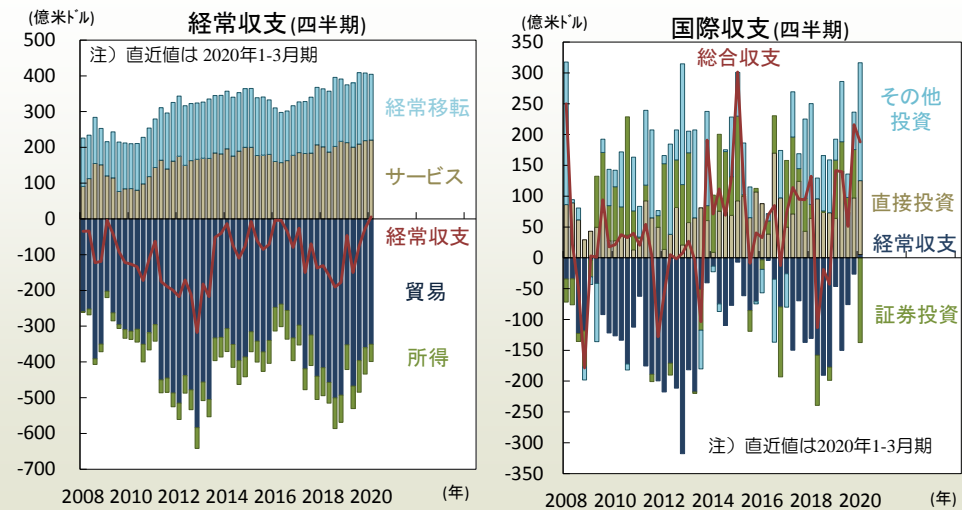
声明は経済成長率予測を示さず。「新型コロナの影響は当初の想定より深刻」と、見通しの下方修正を示唆しました。供給側の混乱と需要の低迷が共鳴しショックを増幅させ、様々な部門が深刻なストレス下にあると指摘。都市封鎖の影響から4-6月期の景気は下押しされ、封鎖措置の解除後も感染予防措置や労働力不足などから7-9月期の景気も低迷するとしてきました。景気回復は10-12月期より始まり、1-3月期には供給能力が正常化し需要が回復するため回復の勢いが増すと予測。感染の拡大と感染防止策がいつまで続くかは不確実であり、景気不振リスクは極めて大きいとしました。

物価に関して、声明は、都市封鎖に伴う供給の混乱が収束する中でインフレの見通しは落ち着いていると指摘。景気を支えるための政策余地を使うのはこの先ではなく今であるべきと、緊急利下げに踏み切った背景を説明しました。利下げは、「経済活動の回復が始まったときにこれを支える余地を残しつつ」行ったと記述。RBIのダス総裁は「インフレが予想通りに推移すれば更なる金融緩和余地が生まれる」とも発言しており、今後も追加利下げの余地があると考えている模様です。RBIは10月1日の政策会合までの間に累計0.5%ptの追加利下げを行い、以後は金利を据え置くと予想されます。

## 【図9】 足元では貿易赤字が縮小(左)、石油と金の輸入額が減少(右)



## 【図10】 経常収支が久方ぶりに黒字に(左)、国際収支は黒字基調(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、CEIC

## ● 準備銀行のドル買い介入がルピー相場の上昇を抑制

通貨ルピーは軟調です。同通貨は今年初より7月9日にかけて対米ドルで▲4.8%、3月末以降でも+0.7%と主要アジア通貨最低の騰落率。3月末よりリスク選好度が高まり米ドル安が進む局面では、インドネシア(+13.3%)等に比べて軟調さが目立ちました。

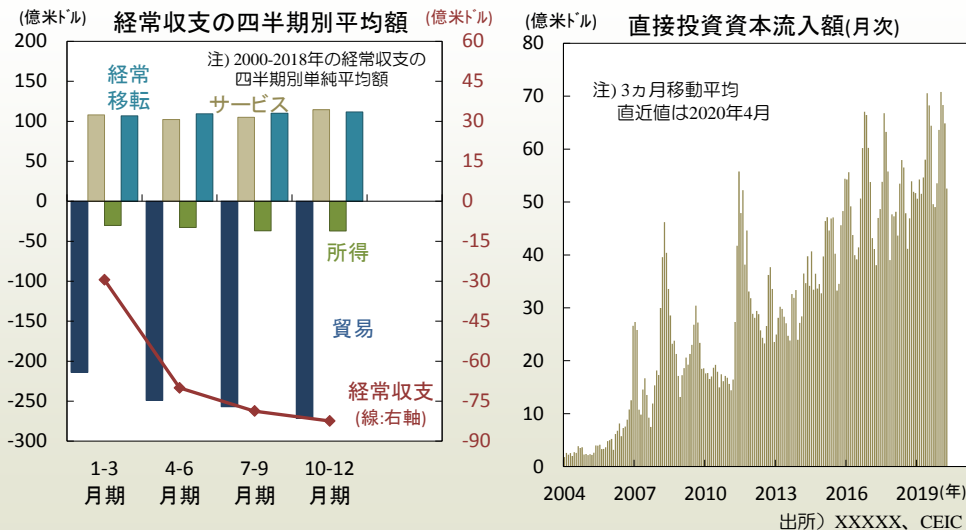
インドの外貨準備は今年初より6月12日にかけて494億ドル増加(図8左)。RBIは、資本流入に伴って国際収支が黒字となりルピー高圧力が高まる局面ではドル買い介入によって外貨準備を増強しつつ相場の上昇を抑制し、資本流出が起こった局面では大規模なドル売り介入は行わずに相場の下落を容認していると考えられます。こうした姿勢の背景には、流入した資本はやがて逆流する可能性があり、そのときに相場の急落を抑えられるように外貨準備を増強すべきという考えがある模様です。ルピーは既に割高であり(図8右)、これ以上の相場の上昇は好ましくないという判断もあると考えられます。相対的に強い投資規制もあり、外国人による国債の保有額は限定的。外国人が3-4割の国債を保有するインドネシアとは異なり、債券投資家の動揺と資本流出を抑えるために当局が為替相場の安定を重視し、資本流出局面で持続的なドル売り介入を行うことはないと考えられます。

## ● 今後、ルピー相場は底堅く推移する見込み

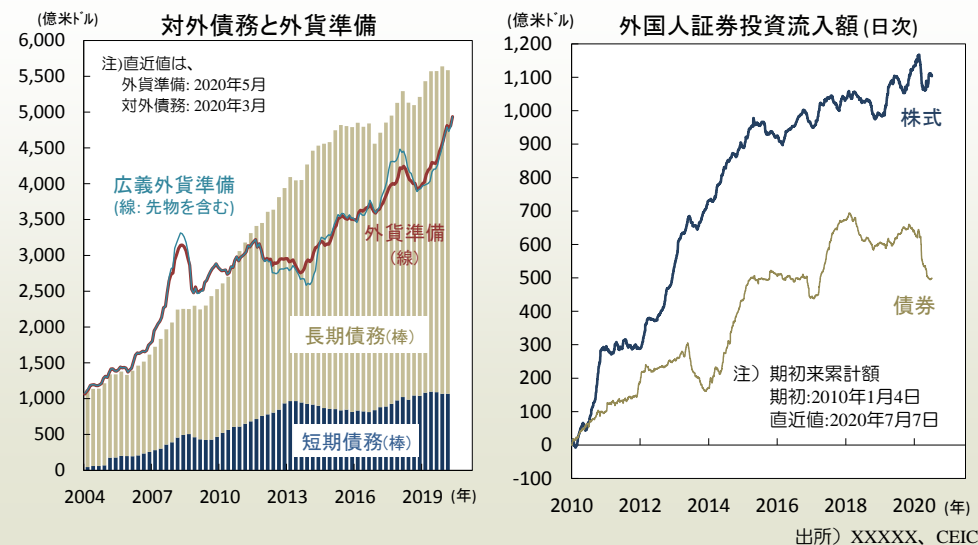
足元では貿易収支と経常収支が改善。1-5月期の貿易赤字は448億ドルと前年同期の689億ドルより縮小し、5月単月では31億ドルと前年同月の168億ドルを大きく下回りました(図9)。5月の原油輸入額は35億ドルと前年同月の126億ドルより縮小(図9右)。国際原油価格の低迷によります。3月下旬以降の都市封鎖による内需の急減速に伴って輸入全般も落込み、貿易収支を改善させました。1-3月期の経常収支は+6億ドル(GDP比0.1%)と、前年同期の▲46億ドルより反発(図10)。1-3月期は例年季節的に経常収支が改善するものの(図11左)、黒字は2007年の1-3月期以来です。総合収支は188億ドルと6期連続の黒字。証券投資が▲137億ドルと5期ぶりに赤字に転じたものの、直接投資が+120億ドル、その他投資が+191億ドルと黒字幅を広げてこれをカバーしました(図10右)。

今後は、経常収支は季節的に悪化するものの、内需と輸入の低迷が続く中で赤字は小幅に留まる見込みです。また、外貨準備は5,000億ドルの大台に乗り、短期対外債務の4.6倍に相当(図12左)。今後も直接投資流入が続き、都市封鎖解除に伴って株式資本の流入が見込まれる中で(図12右)、相場には上昇圧力がかかるとみられます。ルピーはRBIの介入に上昇速度を抑えられつつ、底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図11】経常収支は1-3月期に改善(左)、直接投資資本流入が加速(右)



【図12】外貨準備は短期債務の4.6倍に(左)、株式投資は流入基調(右)



# 【ロシア】原油価格は底打ち、国内の感染は収束に向かい低金利環境下での高金利に注目

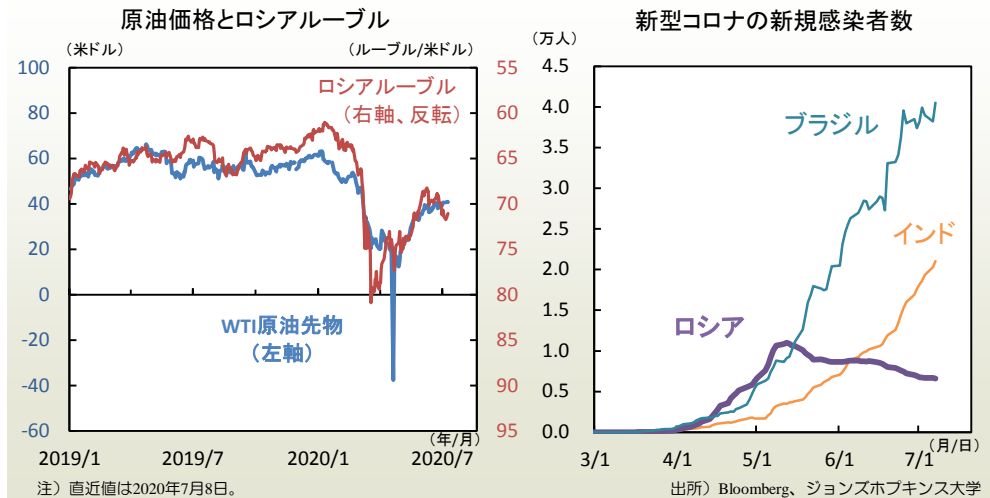
## ● 原油価格はマイナスになるも長期の協調減産方針で下支え

4月に史上初のマイナス価格をつけたNY原油先物ですが、足元では40ドルを回復するまでに回復しました(図1左)。底堅い原油価格を背景に、産油国であるロシアの通貨ルーブルも底堅く推移しています。また新型コロナウイルスの感染は多くの新興国で引き続き拡大しているものの、ロシアでは既に感染拡大はピークを越えており(図1右)、相対的に先行きに安心感があるとみられます。今後のロシアの投資環境は良好なのか。本稿では、関係が深い原油市況の動向を概観し、ロシアの経済物価動向を確認、今後のロシアの金融政策や通貨ルーブルの先行きを検討します。

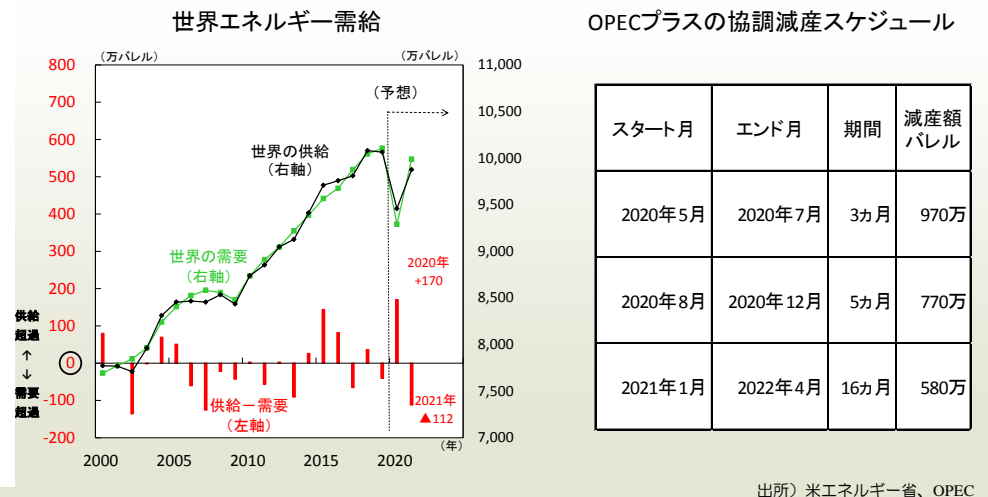
2020年の原油市況は変動の激しい展開となっています。新型コロナウイルスによるエネルギー需要の急減速、OPECプラスの3月会合での協調減産の交渉決裂など、問題が続出しました。まず新型コロナウイルスの影響ですが、米エネルギー省(EIA)の7月7日の最新予想によると、2020年の石油需要はグローバルで前年比▲8%の減少となっています(図2左)。グローバルな景気悪化懸念や国内外の移動制限によりエネルギー需要が急減速したことが背景です。足元では米国で新型コロナウイルスの感染再拡大が懸念されており、今後の需要見通しがさらに下方修正される可能性もあり注意が必要です。

2020年3月のOPECプラス会合では、ロシアが協調減産に反対し交渉が決裂、サウジアラビアが4月に増産に転じるとの方針が示されました。コロナ禍で需要が急減している中での供給増により、需給環境が大きく崩れ、原油価格がさらに押し下げられる結果となりました。決裂の背景は明言されていないものの、協調減産で当初目的とされていた在庫削減で大きな成果があげられず、米原油生産増、OPECプラスのシェア低下という結果になっていることに、ロシアが警戒感を強めたとの見方もみられています。事態を打開する意図もあっても、交渉が決裂して原油価格を押し下げ、米国(特にシェール企業)へOPECプラスが価格競争を仕掛ける展開へと、結果的になりました。ただ急落した原油価格は、OPECプラスにとっても財政的に厳しい水準となり、早くも4月の会合でコロナ禍に対応した長期の協調減産の枠組みで合意する結果となりました(図2左)。ややドタバタ感もある展開でしたが、増加を続けていた米国の生産は急減し、破綻する米シェール企業もでてきます。コロナ後の原油市場でのパワーバランスがどうなるかはまだ不透明なもの、一旦は2022年4月まで決まった長期の協調減産が過度な不安を後退させ、原油価格の下支えに寄与するとみています。

【図1】原油価格急落も通貨は底堅い、ロシアで新型コロナは感染収束へ



【図2】新型コロナで原油需要が急減もOPECプラスの協調減産で懸念後退



## ● 感染が収束、失業率が悪化も限定的で、早期回復に期待

2020年1-3月期のGDP成長率は前年比+1.6%と前期の同+2.1%から鈍化しました（図3左、1-3月期の内訳は未公表）。ロシアで新型コロナウイルスの感染拡大が本格化したのは4月以降となり、4-6月期にはマイナス成長に転落することが懸念されています。小売売上高を確認すると、2020年3月は前年比+8.4%と堅調に推移していたものの、4月に同▲20.6%へと急速に悪化しました。ただ5月には同▲16.5%と下落幅を縮める結果となっています（図3右）。ロシアで新型コロナウイルスの感染はピークアウトしたとみられること、都市封鎖は6月には解除され経済活動が再開に向かっていること、失業率の上昇が比較的小幅に留まったこと（3月が4.6%、4月が5.8%、5月が6.1%）などからも、景気回復は比較早いとみています。7月に公表された2020年4-6月期の消費者信頼感指数も悪化したものの下落幅は限定的で、小売売上高の反発が期待されます。

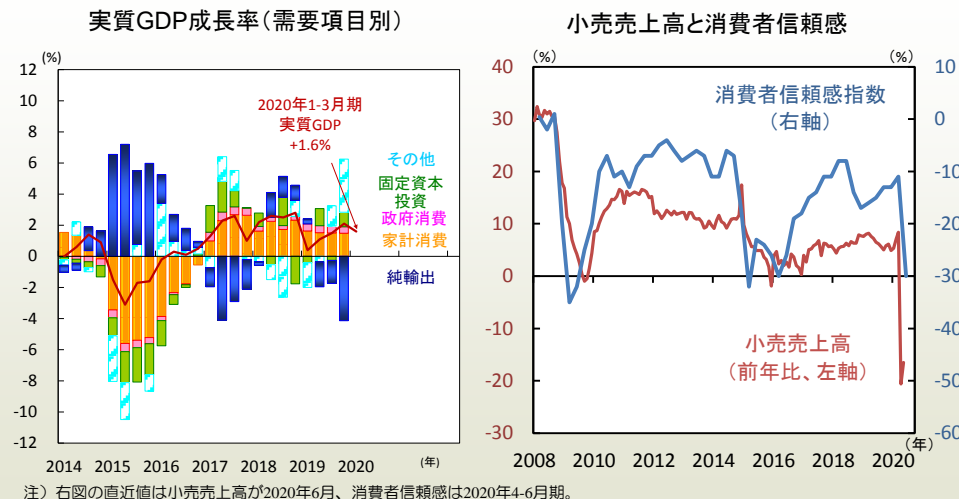
ロシアの主要貿易相手は、欧州と中国で、両地域向けの輸出額が全体の約半分を占めています。両地域とも新型コロナウイルスの感染は早期に収束しており、ロシア経済の回復に寄与するとみています。原油価格も安定してきており、経常黒字国であるロシアは、仮に外的ショックがあっても、耐久力は相対的に高いとみています。

## ● 6月に1.00%の大幅利下げ実施、インフレ圧力は鈍化予想

ロシア中銀は6月の会合で1.00%ptの大幅利下げを実施し、政策金利を4.50%としました（図4左）。インフレ率は、中銀の物価目標（4%）を下回る水準にあり、今後も新型コロナウイルスによる景気悪化でインフレ圧力はさらに弱まるとの見方から、今回の大幅利下げへと至りました。中銀は2020年の成長率見通しを▲4-6%としており、引き続き慎重な姿勢を示しています。足元で経済活動が再開に向かっている中では、今回行った大規模緩和で十分な対応がとられたとみています。景気回復の進捗や感染動向の影響は受けるものの、現状でさらなる大幅利下げの可能性は低いとみています。

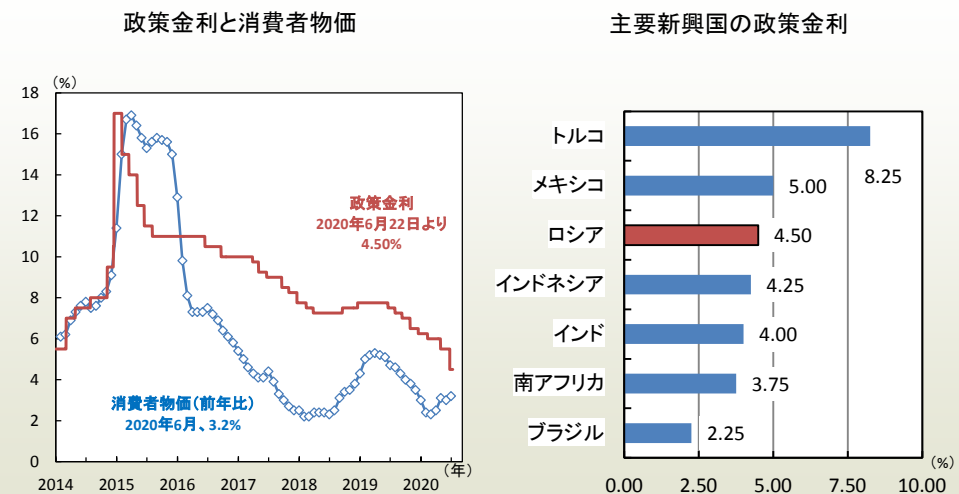
米10年債利回りが1%を割る低金利環境下では、利回りを求める投資家は超長期債、社債、新興国債などへの投資が選択肢になるとみられます。主要国でコロナ対策として財政政策が行われる中、国債の増発による超長期債の供給増の一方、先行き不透明感による需要減などから、超長期債には需給悪化懸念があり、社債や新興国債が相対的に選好されやすい環境にあるとみています。その新興国債のなかで、新型コロナウイルスの感染が収束に向かい、また原油価格が安定にむかうなかで、政策金利が4.5%とまだ高利回りとみられるロシアは投資先として注目を集めるとみています。（永峯）

## 【図3】感染拡大で4月以降に景気悪化も、消費者信頼感の悪化は限定的



出所）ロシア国家統計局

## 【図4】投資適格級で感染収束もしたロシアの高利回りは注目に値する



出所）ロシア中銀、ロシア国家統計局、各国中銀



## 【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7月9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

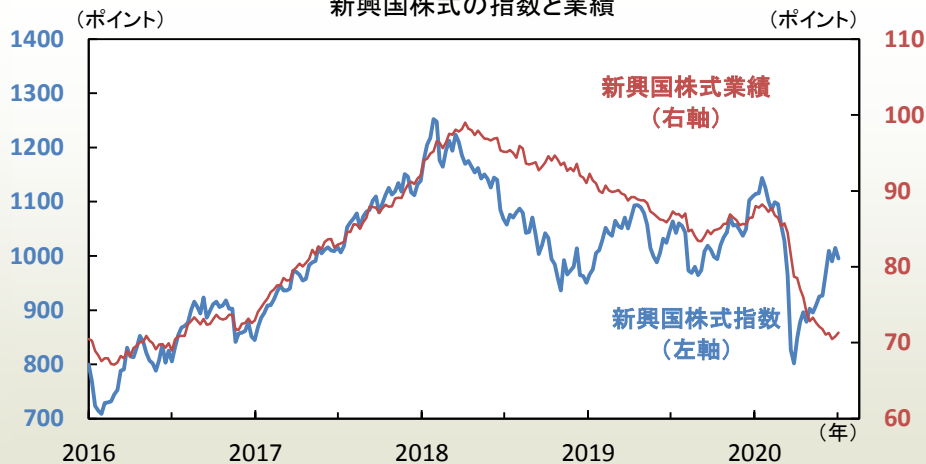
新興国債券の利回り



注：直近値は7月9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7月3日。新興国株式指数はMSCI Emerging、業績は12カ月前の予想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7月9日。新興国債券(米ドル建て)はEMBI。スプレッドは米国債との利回り格差。

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		
		6月	5月	4月	3月	2020年	2019年	2018年	6月	5月	4月	3月	2020年	2019年	2018年
●地域別															
アジア	79.2	6.7%	0.0%	8.5%	▲ 11.1%	▲ 3.2%	16.5%	▲ 15.0%	7.8%	▲ 0.5%	9.1%	▲ 11.9%	▲ 4.4%	16.6%	▲ 17.3%
中国	41.0	8.2%	▲ 0.7%	6.3%	▲ 6.7%	2.4%	20.6%	▲ 20.3%	8.4%	▲ 0.8%	6.3%	▲ 6.6%	2.5%	20.9%	▲ 20.4%
韓国	11.6	4.7%	3.9%	8.3%	▲ 11.6%	▲ 4.0%	14.4%	▲ 19.3%	7.8%	2.2%	8.2%	▲ 11.8%	▲ 7.7%	10.4%	▲ 22.6%
台湾	12.3	6.8%	▲ 1.6%	12.2%	▲ 13.8%	▲ 4.0%	28.3%	▲ 8.9%	8.6%	▲ 2.5%	14.1%	▲ 13.7%	▲ 2.5%	31.5%	▲ 11.8%
インド	8.0	6.6%	▲ 2.2%	15.3%	▲ 21.8%	▲ 12.7%	8.5%	▲ 0.2%	6.7%	▲ 2.9%	16.1%	▲ 25.4%	▲ 17.5%	6.1%	▲ 8.8%
インドネシア	1.5	3.6%	1.5%	2.0%	▲ 19.8%	▲ 24.7%	3.0%	▲ 5.9%	6.0%	3.3%	11.8%	▲ 29.4%	▲ 26.8%	6.7%	▲ 11.2%
中東欧アフリカ	10.0	2.9%	0.9%	9.7%	▲ 15.2%	▲ 14.2%	8.5%	▲ 7.1%	3.2%	3.6%	10.2%	▲ 21.6%	▲ 22.7%	11.3%	▲ 18.8%
南アフリカ	3.8	8.7%	▲ 2.1%	14.9%	▲ 14.9%	▲ 7.1%	4.4%	▲ 14.6%	10.3%	2.0%	11.8%	▲ 25.1%	▲ 25.2%	7.4%	▲ 26.5%
ロシア	3.2	▲ 1.6%	3.8%	6.2%	▲ 12.2%	▲ 15.4%	28.2%	11.3%	▲ 2.3%	8.0%	11.5%	▲ 23.3%	▲ 25.3%	41.0%	▲ 5.3%
中南米	8.0	7.1%	4.0%	8.9%	▲ 25.3%	▲ 17.8%	15.9%	0.8%	5.2%	6.2%	6.0%	▲ 34.6%	▲ 36.0%	13.7%	▲ 9.3%
ブラジル	5.1	8.5%	8.8%	9.9%	▲ 29.0%	▲ 17.4%	26.7%	12.3%	7.3%	8.4%	5.3%	▲ 38.3%	▲ 39.5%	22.1%	▲ 3.9%
メキシコ	1.7	4.2%	▲ 1.2%	5.8%	▲ 16.3%	▲ 12.9%	3.6%	▲ 16.9%	▲ 0.2%	6.3%	4.2%	▲ 29.4%	▲ 28.8%	8.0%	▲ 17.4%
●業種別															
金融	19.1	3.2%	▲ 3.1%	5.4%	▲ 19.0%	▲ 22.7%	8.6%	▲ 6.2%	3.6%	▲ 2.8%	5.8%	▲ 21.9%	▲ 27.0%	8.8%	▲ 11.7%
情報技術	17.4	8.2%	▲ 0.2%	9.2%	▲ 12.9%	▲ 0.8%	38.0%	▲ 18.8%	10.2%	▲ 1.3%	10.1%	▲ 13.3%	▲ 1.9%	37.6%	▲ 20.6%
一般消費財	16.9	7.6%	4.1%	8.6%	▲ 10.4%	3.8%	35.0%	▲ 29.5%	8.0%	4.4%	8.3%	▲ 12.2%	▲ 0.0%	34.0%	▲ 33.3%
電気通信	13.5	11.8%	0.3%	8.6%	▲ 5.7%	13.1%	8.5%	▲ 13.9%	12.1%	0.6%	8.7%	▲ 7.1%	10.6%	9.5%	▲ 17.9%
素材	6.8	4.3%	1.6%	14.3%	▲ 14.5%	▲ 7.3%	1.7%	▲ 7.4%	4.8%	2.5%	14.8%	▲ 19.1%	▲ 14.8%	2.3%	▲ 14.4%
生活必需品	6.5	3.0%	1.4%	6.7%	▲ 5.2%	▲ 1.4%	8.5%	▲ 9.5%	3.3%	2.1%	6.7%	▲ 10.6%	▲ 9.8%	8.7%	▲ 15.3%
エネルギー	5.9	2.7%	2.6%	12.0%	▲ 19.4%	▲ 20.4%	12.3%	10.3%	2.8%	4.0%	13.8%	▲ 24.9%	▲ 27.2%	14.9%	1.0%
資本財	4.7	3.1%	0.9%	11.0%	▲ 16.7%	▲ 12.6%	5.2%	▲ 10.0%	3.9%	0.7%	10.8%	▲ 18.7%	▲ 16.8%	4.8%	▲ 14.2%
ヘルスケア	4.3	14.9%	5.7%	12.3%	▲ 4.3%	30.6%	3.4%	▲ 17.7%	15.9%	5.2%	12.4%	▲ 6.2%	25.3%	2.7%	▲ 21.5%
不動産	2.6	2.8%	▲ 5.2%	5.7%	▲ 16.0%	▲ 22.7%	17.3%	▲ 18.0%	3.1%	▲ 5.0%	5.7%	▲ 17.0%	▲ 24.5%	18.7%	▲ 20.5%
公益事業	2.3	▲ 0.8%	▲ 0.7%	9.9%	▲ 12.6%	▲ 14.4%	5.5%	▲ 1.4%	▲ 0.6%	▲ 0.1%	10.0%	▲ 15.8%	▲ 19.9%	5.0%	▲ 6.4%
全体	100.0	6.2%	0.5%	8.6%	▲ 13.2%	▲ 6.5%	15.1%	▲ 12.2%	7.0%	0.6%	9.0%	▲ 15.6%	▲ 10.7%	15.4%	▲ 16.6%
先進国(参考)	-	2.2%	4.5%	10.4%	▲ 13.1%	▲ 6.2%	24.9%	▲ 9.1%	2.5%	4.6%	10.8%	▲ 13.5%	▲ 6.6%	25.2%	▲ 10.4%

注)基準日は2020年6月30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	6月	5月	4月	3月	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
●地域別															
<b>アジア</b>	<b>18.5</b>	<b>298</b>	<b>3.71</b>	-	-	-	<b>3.2%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>▲ 10.6%</b>	<b>▲ 0.4%</b>	<b>13.9%</b>	<b>▲ 1.5%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.9%</b>
中国	4.2	221	2.93	A1	A+	A+	1.2%	1.1%	0.6%	▲ 1.8%	5.0%	9.6%	0.8%	4.6%	3.7%
インドネシア	4.6	264	3.50	Baa2	BBB	BBB	2.1%	5.4%	2.4%	▲ 8.9%	2.9%	18.5%	▲ 3.1%	11.6%	12.2%
フィリピン	3.2	165	2.41	Baa2	BBB+	BBB	0.5%	1.7%	4.4%	▲ 6.6%	3.5%	15.5%	▲ 0.7%	5.9%	3.2%
マレーシア	2.7	180	2.74	A3	A-	A-	2.3%	3.5%	1.9%	▲ 7.7%	3.7%	12.4%	▲ 0.9%	8.8%	4.7%
インド	0.9	248	2.92	Baa3	BBB-u	BBB-	1.2%	4.6%	3.3%	▲ 8.7%	2.3%	11.6%	▲ 0.5%	4.9%	2.0%
<b>中東</b>	<b>18.0</b>	<b>440</b>	<b>5.12</b>	-	-	-	<b>4.0%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.2%</b>	<b>▲ 12.3%</b>	<b>▲ 1.8%</b>	<b>12.9%</b>	<b>▲ 6.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.3%</b>
<b>アフリカ</b>	<b>12.2</b>	<b>735</b>	<b>8.00</b>	-	-	-	<b>6.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>5.4%</b>	<b>▲ 24.5%</b>	<b>▲ 5.5%</b>	<b>20.6%</b>	<b>▲ 7.2%</b>	<b>13.7%</b>	<b>15.8%</b>
南アフリカ	2.4	530	6.03	Ba1	BB-	BB	3.8%	7.5%	5.1%	▲ 18.6%	▲ 4.1%	15.0%	▲ 2.5%	7.1%	12.8%
<b>欧州</b>	<b>19.1</b>	<b>356</b>	<b>4.22</b>	-	-	-	<b>1.9%</b>	<b>4.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>▲ 8.2%</b>	<b>1.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>▲ 2.0%</b>	<b>9.4%</b>	<b>6.7%</b>
ロシア	3.5	214	2.95	Baa3	BBB-	BBB	▲ 0.4%	5.1%	3.5%	▲ 4.9%	4.7%	21.8%	▲ 2.1%	6.0%	9.2%
トルコ	3.3	604	6.67	B1	B+u	BB-	3.5%	2.6%	3.9%	▲ 9.0%	▲ 1.0%	14.5%	▲ 5.3%	11.9%	▲ 1.0%
ハンガリー	1.2	167	2.31	Baa3	BBB	BBB	1.0%	2.1%	2.4%	▲ 4.2%	2.8%	10.7%	▲ 0.4%	7.5%	4.3%
ポーランド	1.4	43	0.66	A2	A-	A-	0.8%	1.1%	0.3%	0.4%	4.2%	7.6%	0.7%	5.3%	2.6%
<b>中南米</b>	<b>32.1</b>	<b>500</b>	<b>5.78</b>	-	-	-	<b>3.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>▲ 0.3%</b>	<b>▲ 15.6%</b>	<b>▲ 6.2%</b>	<b>14.1%</b>	<b>▲ 5.8%</b>	<b>11.4%</b>	<b>13.5%</b>
メキシコ	4.6	522	6.05	Baa1	BBB	BBB-	1.5%	9.6%	1.1%	▲ 19.5%	▲ 8.1%	20.8%	▲ 6.3%	11.9%	6.9%
ブラジル	3.0	374	4.50	Ba2	BB-	BB-	1.4%	2.5%	▲ 1.4%	▲ 7.9%	▲ 1.7%	16.4%	0.8%	13.2%	20.6%
アルゼンチン	1.2	2,337	23.78	Ca	SD	WD	5.1%	29.7%	▲ 4.4%	▲ 31.2%	▲ 21.0%	▲ 23.6%	▲ 22.2%	15.7%	15.4%
チリ	2.9	210	3.05	A1	A+	A	2.2%	6.1%	3.6%	▲ 9.5%	5.7%	14.7%	▲ 2.7%	9.6%	10.5%
ベネズエラ	0.0	30,526	305.41	WR	SD	WD	2.2%	▲ 29.8%	▲ 15.8%	▲ 40.6%	▲ 52.5%	▲ 55.1%	▲ 20.3%	▲ 34.4%	53.2%
●格付け別															
投資適格	55.2	214	3.02	-	-	-	1.8%	4.7%	2.3%	▲ 8.1%	3.1%	16.6%	▲ 2.4%	9.2%	7.0%
ハイイールド	44.8	815	8.73	-	-	-	5.7%	8.0%	2.1%	▲ 20.7%	▲ 9.6%	13.5%	▲ 6.2%	11.4%	13.7%
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>465</b>	<b>5.38</b>	-	-	-	<b>3.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>2.2%</b>	<b>▲ 13.8%</b>	<b>▲ 2.8%</b>	<b>15.0%</b>	<b>▲ 4.3%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.2%</b>

注)基準日は2020年6月30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

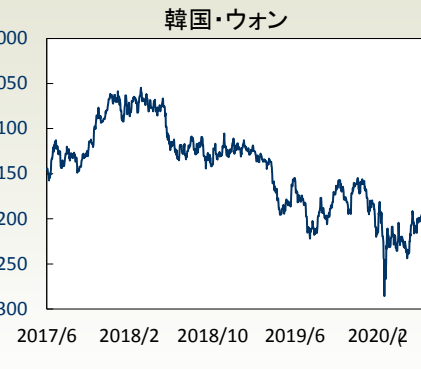
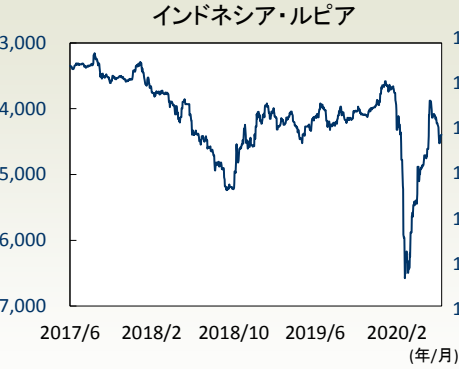
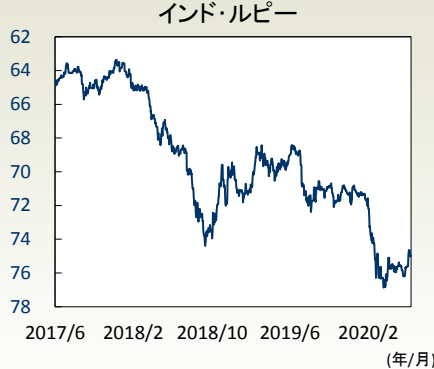
	ウェイト (%)	利回り (%)	格付け(現地通貨建)			投資収益率									
						現地通貨建					米ドル建				
						月間		年間			月間			年間	
						Moody's	S&P	Fitch	6月	5月	4月	2020年	2019年	6月	5月
<b>アジア</b>	<b>29.6</b>	<b>3.65</b>	-	-	-	<b>0.5%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>11.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>6.2%</b>	<b>▲ 0.7%</b>	<b>16.9%</b>
中国	4.0	3.04	A1	A+	A+	▲ 1.1%	▲ 1.6%	2.1%	2.9%	3.5%	▲ 0.1%	▲ 2.9%	2.7%	1.3%	2.1%
インドネシア	9.5	7.16	Baa2	BBB	BBB	1.8%	3.0%	1.4%	3.1%	14.5%	4.2%	4.8%	11.2%	0.2%	18.6%
タイ	8.9	1.47	Baa1	A-	BBB+	0.0%	0.0%	2.4%	2.3%	10.9%	3.1%	1.9%	3.5%	▲ 1.4%	20.6%
マレーシア	7.0	2.56	A3	A	A-	▲ 0.1%	0.5%	2.9%	4.4%	7.7%	1.4%	▲ 0.6%	3.4%	▲ 0.3%	8.9%
フィリピン	0.2	3.97	Baa2	BBB+	BBB	2.6%	5.0%	0.4%	4.4%	18.6%	4.2%	4.6%	1.3%	6.1%	23.2%
<b>中東アフリカ</b>	<b>7.4</b>	<b>10.47</b>	-	-	-	<b>▲ 1.2%</b>	<b>7.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>▲ 19.5%</b>	<b>13.4%</b>
南アフリカ	7.4	10.47	Ba1	BB	BB	▲ 1.2%	7.2%	3.9%	0.0%	10.2%	0.2%	11.6%	1.0%	▲ 19.5%	13.4%
<b>欧州</b>	<b>31.9</b>	<b>3.11</b>	-	-	-	<b>0.1%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.7%</b>	<b>5.2%</b>	<b>11.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>5.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>▲ 2.8%</b>	<b>11.6%</b>
ポーランド	8.5	0.80	A2	A	A-	▲ 0.3%	1.3%	1.4%	5.3%	4.0%	1.0%	4.8%	1.7%	0.9%	3.2%
ロシア	8.8	5.43	Baa3	BBB	BBB	▲ 0.7%	3.2%	4.3%	6.1%	20.0%	▲ 1.6%	8.0%	10.2%	▲ 7.5%	34.0%
トルコ	3.0	11.44	B1	BB-u	BB-	3.2%	▲ 0.8%	6.8%	9.0%	35.0%	2.7%	1.6%	0.7%	▲ 5.4%	20.7%
ハンガリー	3.6	1.61	Baa3	BBB	BBB	0.2%	1.1%	1.0%	▲ 0.5%	7.4%	▲ 1.1%	4.2%	3.5%	▲ 7.1%	2.3%
チェコ	5.0	0.70	Aa3	AA	AA-	▲ 0.1%	2.8%	1.5%	6.2%	2.8%	1.9%	4.8%	2.7%	1.3%	2.3%
ルーマニア	3.0	3.83	Baa3	BBB-	BBB-	0.6%	1.9%	1.3%	3.3%	5.3%	1.6%	3.2%	1.2%	2.2%	0.6%
<b>中南米</b>	<b>31.3</b>	<b>5.01</b>	-	-	-	<b>0.8%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.1%</b>	<b>6.7%</b>	<b>14.0%</b>	<b>▲ 1.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>▲ 12.3%</b>	<b>12.7%</b>
メキシコ	10.0	5.92	Baa1	BBB+	BBB-	2.1%	2.7%	3.5%	8.9%	18.8%	▲ 2.2%	10.5%	2.0%	▲ 11.0%	23.9%
ブラジル	9.3	5.30	Ba2	BB-	BB-	1.2%	2.0%	1.4%	6.0%	14.8%	0.1%	1.7%	▲ 2.8%	▲ 22.3%	10.6%
コロンビア	5.9	5.25	Baa2	BBB	BBB-	▲ 0.4%	5.9%	3.0%	5.5%	9.3%	▲ 1.1%	11.8%	6.7%	▲ 7.4%	8.2%
ペルー	3.4	4.29	A3	A-	BBB+	▲ 0.4%	3.9%	3.0%	3.9%	16.1%	▲ 3.2%	2.1%	4.9%	▲ 2.7%	18.4%
チリ	2.4	2.64	A1	AA-	A	▲ 1.6%	3.6%	9.1%	8.7%	13.4%	▲ 3.4%	7.5%	11.3%	▲ 0.4%	4.7%
アルゼンチン	0.1	45.13	Ca	SD	WD	4.5%	▲ 7.6%	49.7%	73.4%	▲ 35.9%	12.7%	▲ 7.8%	14.4%	21.0%	▲ 66.9%
ウルグアイ	0.1	9.77	Baa2	BBB	BBB-	1.6%	6.6%	5.1%	7.9%	10.5%	4.1%	4.5%	6.6%	▲ 4.3%	▲ 4.3%
ドミニカ共和国	0.1	10.85	Ba3	BB-	BB-	4.9%	0.4%	▲ 2.4%	▲ 4.5%	-	2.9%	▲ 4.0%	▲ 3.6%	▲ 12.9%	-
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>4.52</b>	-	-	-	<b>0.4%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>12.3%</b>	<b>0.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>▲ 6.9%</b>	<b>13.5%</b>
<b>先進国(参考)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	<b>0.6%</b>	<b>0.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>5.9%</b>

注)基準日は2020年6月30日。自国通貨建て債券指数はJ.P. Morgan GBI-EM Global Diversified。格付けて、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

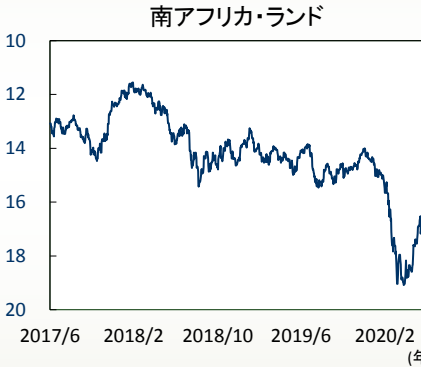
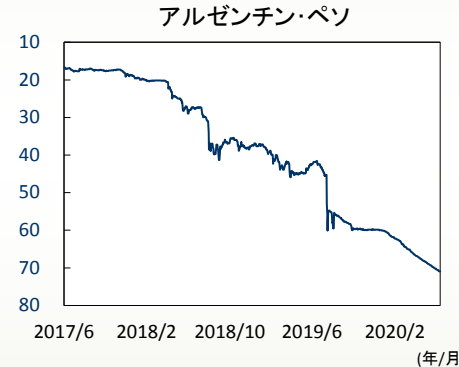
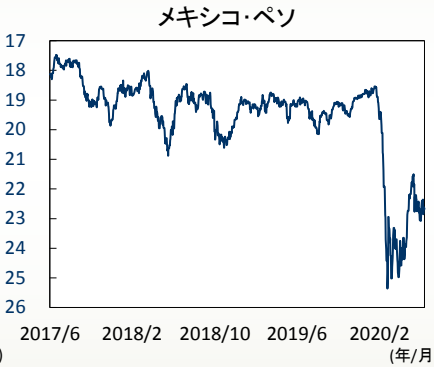
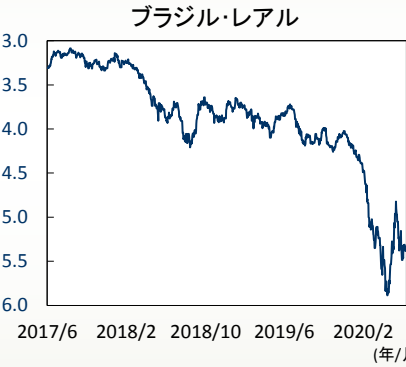
(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高  
米ドル安



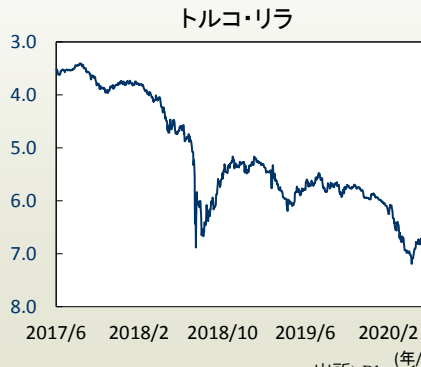
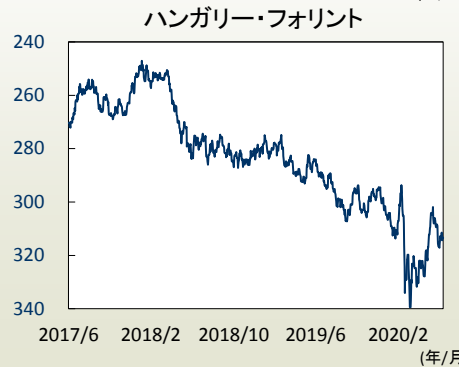
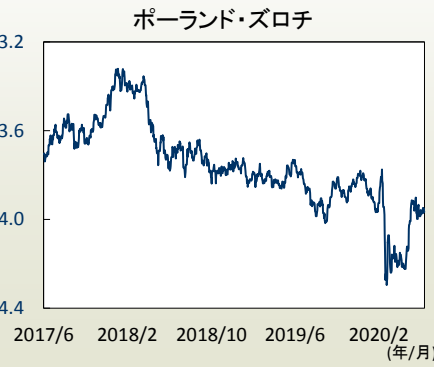
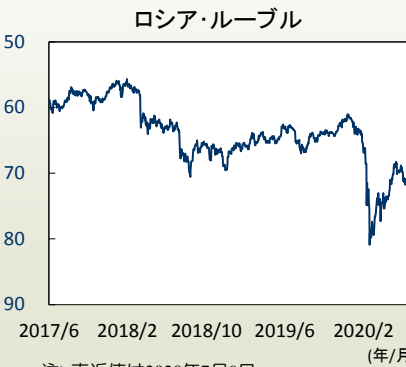
自国通貨安  
米ドル高



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7月9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7月10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 Global Diversified：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.

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