

【インド】新型コロナ・ショックで急減速する景気と底堅く推移するルピー相場	1ページ
【ブラジル】新型コロナの拡大が懸念、レアル最安値更新中も物価安定で通貨防衛の姿勢はなし	7ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	9ページ

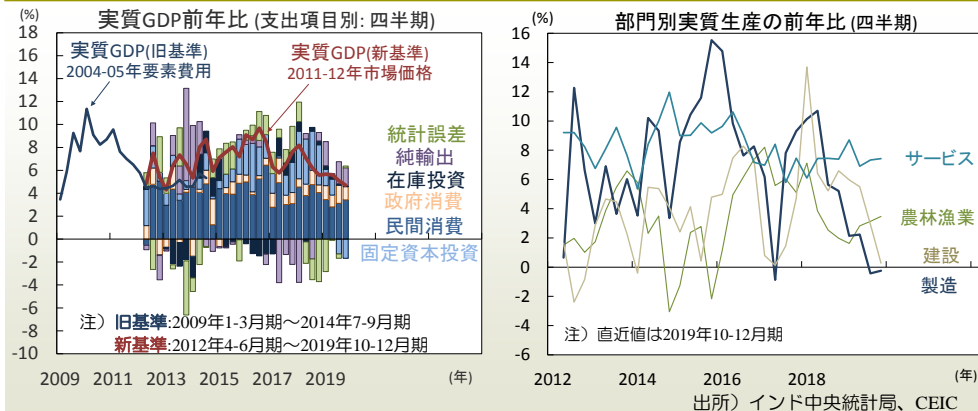
## 【インド】新型コロナ・ショックで急減速する景気と底堅く推移するルピー相場\*

### ● 過去2年鈍化を続けた景気に新型コロナ感染が追い討ち

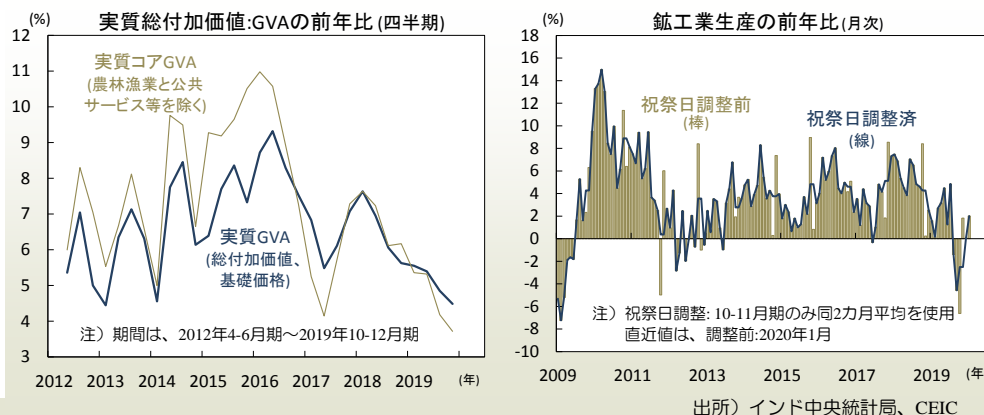
インドが新型コロナ・ウイルスの脅威にさらされています。感染者の急増を受けて政府は全国的な都市封鎖を実施。農村部の困窮や金融システムのストレスなどを背景に過去2年に渡って鈍化を続けた経済がさらに下押しされることは避けられないでしょう。一方、世界的なコロナ・ウイルス懸念や国際原油価格の暴落などから2月下旬より国際金融市場の変動性が増す中でも、ルピー相場は他の高金利経常赤字国通貨に比べて穏やかであり、底堅さが目立ちます。厳しい経済状況と底堅い為替相場の共存は今後も続くのか。本稿では同国の経済状況と為替相場の動向について考察します。まず、足元の景気動向を概観した上で(1-2頁)、銀行やノンバンク等金融部門の状況や(2-3頁)、コロナ・ウイルス封じ込め策の影響について整理し、今後の景気動向について分析(3-5頁)。次に物価動向(5頁)と金融政策の方向性について分析した上で(5-6頁)、今後のルピー相場の方向性について考察します。

2月28日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+4.7%と前期の+5.1%より減速したと公表(図1左)。統計は過去に遡って改定され、一昨年度の成長率は+7.2%から+7.0%へ、昨年度は+6.8%は+6.1%へと下方修正されました。昨年後半より急減速したと思われる景気は、過去2年間鈍化を続けていたこととなります。10-12月期の需要側では、固定資本投資が低迷し、内需(在庫投資を除く)の寄与度が+2.9%ptと前期の+3.4%ptより低下。純輸出と在庫投資も低下し、成長率を下げました(図1左)。民間消費は前年比+5.9%と前期の+5.6%より加速。乾季作物の収穫拡大による農村部家計の所得環境の改善などが背景とみられます。政府消費は同+11.8%と前期の+13.2%を下回りつつ高い伸びを維持。景気が低迷する中、政府は前期に続き経常歳出実行を急ぎました。固定資本投資は同▲5.2%と前期の▲4.1%より下げ幅が拡大。不透明な需要見通しと低迷する設備稼働率の下、民間企業の設備投資意欲は減退しています。

【図1】新型コロナの感染が拡大する前から景気は鈍化(左)



【図2】民間部門の動向を反映するコアGVAが特に軟調(左)



## ● 民間部門では、製造業が落込み建設業も鈍化

10-12月期のGDP統計の外需項目では、総輸出が前年比▲5.2%と前期の▲4.1%より下げ幅を拡大。世界景気の鈍化が背景です。また、内需の低迷を受けて総輸入も同▲11.2%と前期の▲9.3%より下げ幅が拡大。この結果、純輸出の寄与度は+1.5%ptと前期の+1.9%ptより縮小しました(図1左)。

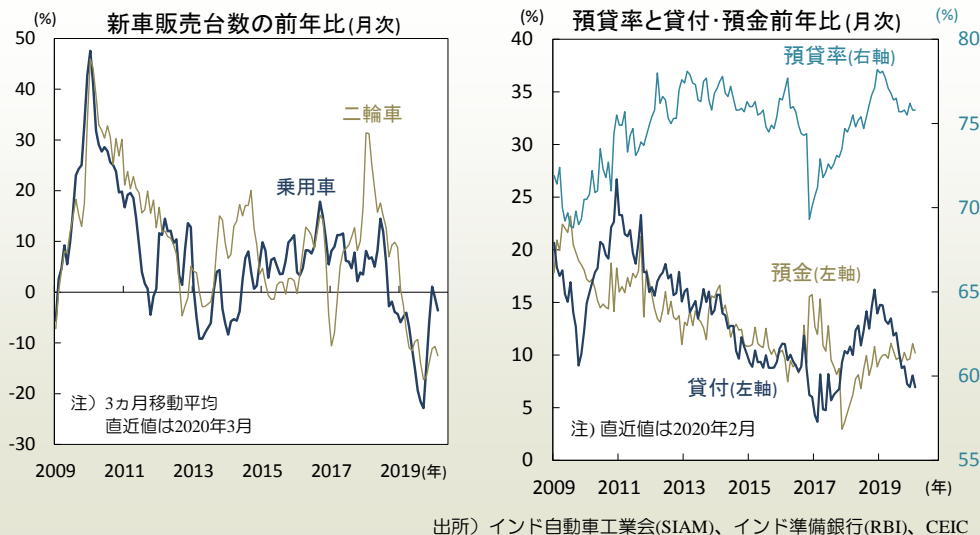
生産側から算出された実質総付加価値(GVA)は前年比+4.5%と前期の+4.8%より鈍化。政府の経常歳出を反映する公共サービス等が高い伸びを保ち、農林漁業も加速した一方、製造業がマイナスの伸びを続け建設業も減速したため(図1右)、民間部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)は同+3.7%と前期の+4.2%より鈍化しました(図2左)。農林漁業は同+3.5%と前期の+3.1%より加速。天候条件の改善に伴って乾季作物の収穫が改善しました。鉱業も同+3.2%と前期の+0.2%より回復しました。製造業は同▲0.2%と前期の▲0.4%に次ぐマイナスの伸びでした(図1右)。輸出の低迷に伴って機械設備等が低迷し、加工食品や衣服も鈍化。建設部門の低迷を受けて非金属鉱物や金属製品も軟調でした。建設業は同+0.3%と前期の+2.9%より鈍化。ノンバンクの経営危機の影響が同部門を下押ししている模様です。

## ● 今年初に回復を始めた景気は再び悪化する見込み

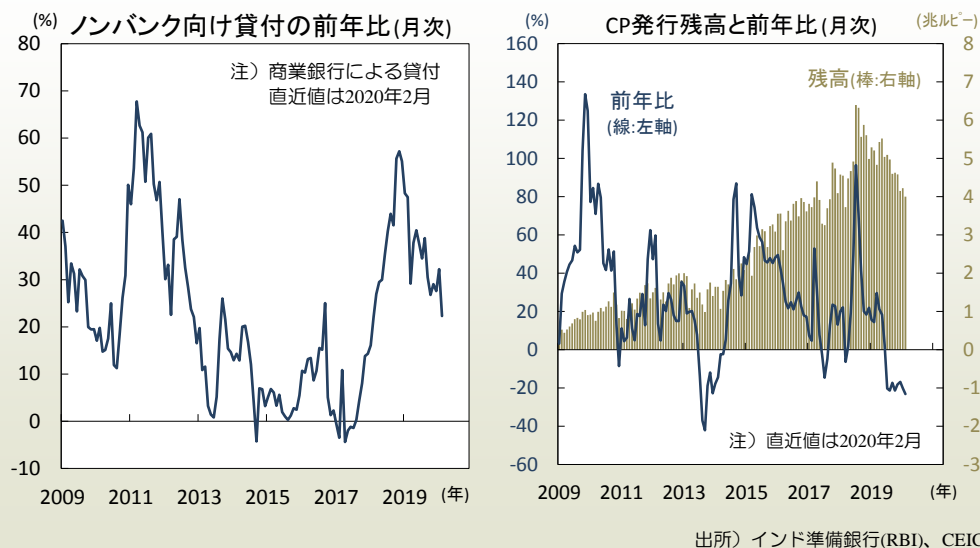
サービス部門は同+7.4%と前期の+7.3%に続き堅調に拡大。政府の経常歳出の伸びを受けて公共サービス等が同+9.7%と前期の+10.1%を下回りつつ高い伸びとなり、流通・宿泊・運輸・通信も+5.9%(前期+5.8%)、金融・不動産等も+7.3%(同+7.1%)と加速しました。

低迷を続けた景気は、今年初より緩やかに回復しました。1月の鉱工業生産は前年比+2.0%と前月の+0.1%より加速(図2右)。製造業が同+1.5%(前月▲0.7%)、電力が同+3.1%(同▲0.1%)と反発し、鉱業も+4.4%(同+5.7%)と底堅く伸びました。品目別では、中間財が同+15.8%(同+13.3%)と加速し、資本財が同▲4.3%(同▲18.0%)、耐久消費財が同▲4.0%(同▲5.4%)、非耐久消費財が同▲0.3%(同▲3.9%)と下げ幅を縮めました。今年初より回復の兆しを見せる景気。しかし、3月以降は金融部門のストレスと新型コロナの感染拡大の影響で、景気は再び鈍化する見込みです。2018年9月の大手ノンバンクの破綻以降、銀行とノンバンクと企業は債務削減を進めており、銀行貸付は低迷し(図3右)、CP発行残高も減少(図4右)。ノンバンクからの借入に依存してきた不動産部門や中小企業の資金調達環境は悪化しています。3月5日には、インド準備銀行(RBI)が経営再建中のイエス銀行を管理下に置き、預金引出しを制限すると公表しました。

## 【図3】低迷する二輪車販売(左)、銀行貸付の伸びも鈍化(右)



## 【図4】ノンバンク向け貸付が鈍化し(左)、CP発行量も減少(右)



## ● 大手民間行の公的管理入りで信用リスク懸念が高まる

イエス銀行は貸出残高規模で民間5位の大手行。ノンバンクや商業用不動産向けの不良債権の増加に悩んでいました。同行の預金は全額保護されるものの、銀行や投資信託による同行向け債権(AT1債等)は償却される見込み。信用リスク意識が高まり景気低迷下での債務圧縮が続き、銀行部門の不良債権は今後も拡大するでしょう。また、1月16日、最高裁判所は移動通信8社に対して周波数使用料等約1.5兆ルピーの支払いを命令。多額の支払いに伴って、通信部門向けの不良債権の増加も懸念されます。

新型コロナ・ウイルスの感染拡大とその封じ込め策も景気の重しとなる見込みです。同ウイルスの感染者は4月6日時点で4,067人と2月末時点の3人より急増(図5左)。これを封じ込めるため、政府は3月24日より21日間全国的な都市封鎖を行うことを決定しました。既に複数の州が独自の封鎖措置を導入していたものの、今回の措置はより広範囲で強制力の強いものあり、景気下押し効果は無視できません。今年2月以降は景気への逆風が増加。(a)中国の供給網の混乱、(b)世界景気の後退に伴う輸出や海外就労者送金の低迷、(c)海外からの来訪禁止と国内旅行禁止等によるサービス部門の下押し等です。今回の都市封鎖は低迷する経済をさらに下押しする見込みです。

## ● 連邦政府による全国規模の都市封鎖が景気を下押し

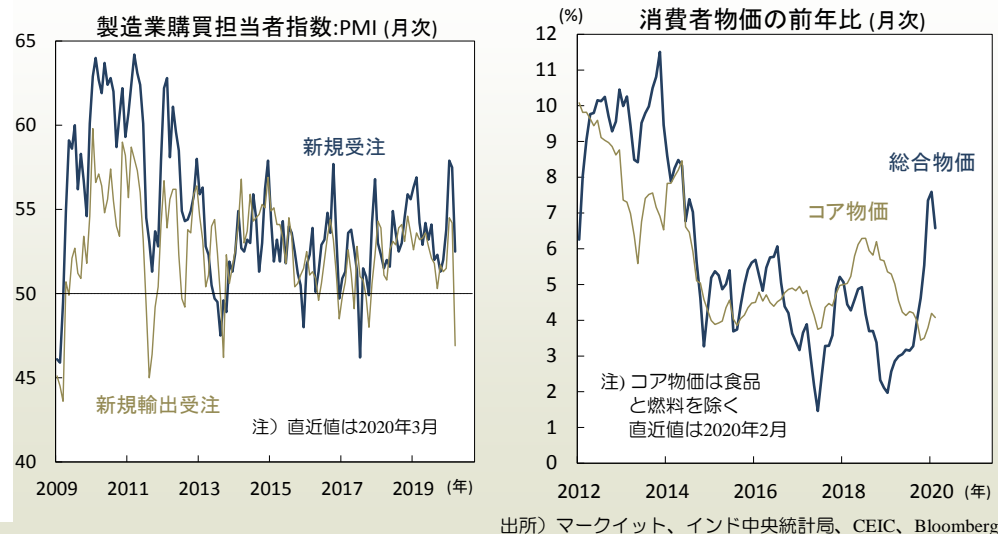
主な州政府による封鎖措置の期限は3月末であったものの、今回の連邦政府の措置の期限は4月半ばと、封鎖は長期化します。封鎖の対象外となるのは、政府機関、病院などの医療機関、食品店、銀行、保険会社、メディア、通信、電子商取引の配送、必需品の製造、ガソリンスタンド、発電所、倉庫、警備サービスなどとされました。封鎖の対象となるのは、製造業の多く、「不要不急」ではない運輸と接客サービス等であり、礼拝、娯楽、スポーツ、政治、社会文化的な会合は全て禁止されました。

同ウイルスは低い致死率と高い感染力が特徴。感染から発症まで14日程度と潜伏期間が長く、無症状または軽症の感染者が自覚のないまま他人と接触して感染を広げがちです。発症者が急増し医療制度の能力を超えると、十分な治療を行えないために死亡率が急上昇。この悲劇は中国の武漢市やイタリアですでに現実のものとなりました。こうした事態を避けるには、医療機関や当局も誰とは特定できない無症状の感染者が他人と接触しないように都市封鎖等を行うしか方法がありません。しかし、過去に例のない大規模な都市封鎖は経済活動を凍結させる効果があり、これを導入した国では短期的に深刻な景気後退が起こることは避けられません。

【図5】拡大する新型コロナ感染(左)、サービス業の景況感が急速に悪化(右)



【図6】急落する新規輸出受注(左)、消費者物価の伸び率が反落(右)



## ● 封鎖措置導入直後に財政金融緩和策を公表

深刻な景気低迷という副作用を和らげ経済への損害を抑えるためには、景気を刺激することが必要です。インドの当局も、強硬なウイルス封じ込め策を先行して行った欧米諸国と同じように、財政金融緩和による景気刺激策を導入しました。3月26日、政府は1.7兆ルピー(GDPの0.75%)の財政刺激策を公表。翌27日にはインド準備銀行(RBI)が0.75%ポイント(pt)の緊急利下げや預金準備率の引下げを行いました。

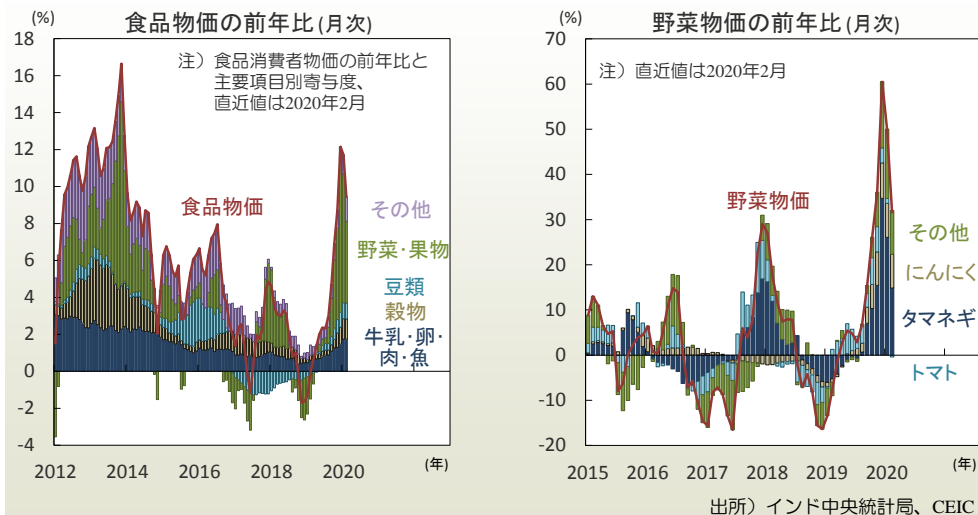
財政刺激策は、都市封鎖の影響を強く受ける低所得層の支援が中心。低所得家計への無償の食料給付(米・小麦・豆類、4,250億ルピー)やLPガス給付(1,250億ルピー)、2億人の女性市民等への1ヵ月あたり500ルピーの現金給付(3,000億ルピー)、保健インフラの改善(1,500億ルピー)、建設労働者厚生基金への支援(3,100億ルピー)、農業所得支援制度(1,740億ルピー)、全国農村雇用保証法(NREGA、年間100日間の雇用を保証し水資源の管理や農道の整備などに係わる肉体労働と引換えに現金を支給)日給の11%引上げ(680億ルピー)等からなります。今回は低所得層の支援が中心であったものの、財務相は都市封鎖の影響を受ける企業への支援の可能性を否定せず。今後GDP比0.5%前後の中小企業支援に向けた財政措置が導入される可能性が高いと考えられます。

## ● 封鎖措置による雇用所得環境の悪化で消費が低迷か

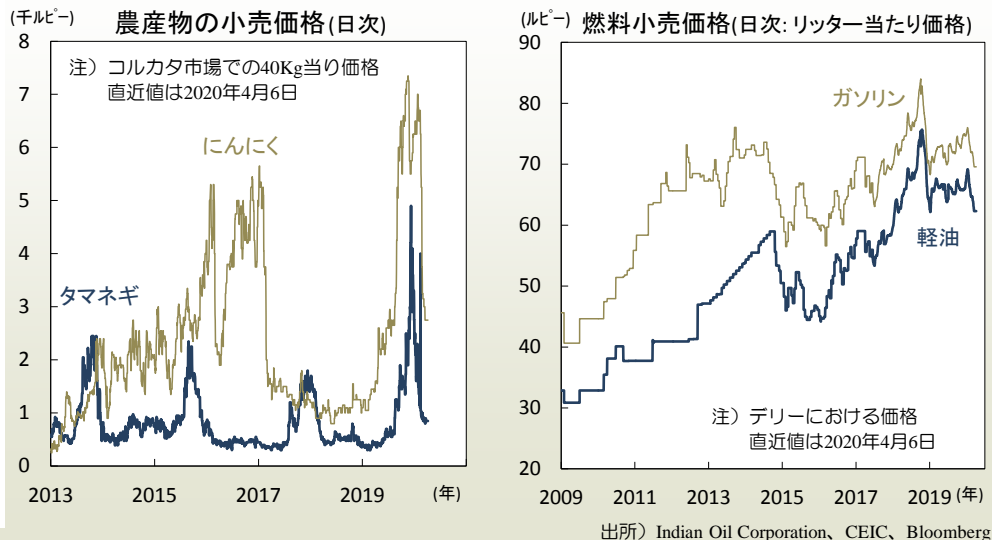
財政と金融政策面からの刺激策はあるものの、感染封じ込め策による下押し圧力は強く、景気の低迷は避けられない見込みです。全国的な都市封鎖は4月半ばまで続き、その後も部分的な封鎖措置が5月半ば前後まで残る可能性が高いでしょう。前述のとおり、一部の部門は封鎖措置の対象外となるものの、経済の6割前後が同措置の直接的な影響を受けるとみられます。封鎖措置による生産活動の停止と供給網の混乱に加えて、雇用の悪化と消費需要の減退も景気を押下げる見込みです。

約4億人の労働人口のうち、約半分は自営業(農業を含む)で、その他約4分の1は日雇いまたは不定期労働者です。残りの4分の1は常勤の被雇用者であるものの、その多くは雇い主との間で正式な雇用契約を結んでいない模様。こうした雇用市場は、ウイルス感染の拡大といったショックに対して極めてもろいと考えられます。封鎖措置による事業の停止や混乱に伴って収益が悪化した企業は、設備投資の先送りを行うとともに賃金の引下げや雇用の削減を行うでしょう。政府は企業に対して従業員の解雇を抑制するように要請しているものの、小規模な下請け企業を中心に雇用調整の動きが進むことは避けられず、雇用所得環境は著しく悪化すると予想されます。

## 【図7】急騰していた野菜価格が沈静化し、食品物価を押下げ



## 【図8】タマネギやにんにく価格は3月も鈍化(左)、低迷する燃料小売価格(右)



## ●今年度のGDP成長率は+3%前後まで鈍化か

今回の封鎖措置によって、サービス部門(主に卸売小売・宿泊飲食・運輸等)や裁量的消費財の製造部門(電子・電器・運輸機器等)が特に強く下押しされる見込みです。景気低迷に伴う銀行資産の質の悪化などから銀行貸付も低迷し(図3右)、企業投資や家計の耐久財消費の重しとなるでしょう。今年1-3月期のGDP前年比は+3%前後、4-6月期は+0%前後へと、昨年10-12月期の+4.7%より鈍化した後、景気は7-9月期より回復に向かうでしょう。今年度(～2021年3月)のGDP成長率は+3%前後と、昨年度見込みの+4.6%、一昨年度実績の+6.1%より急減速すると予想されます。

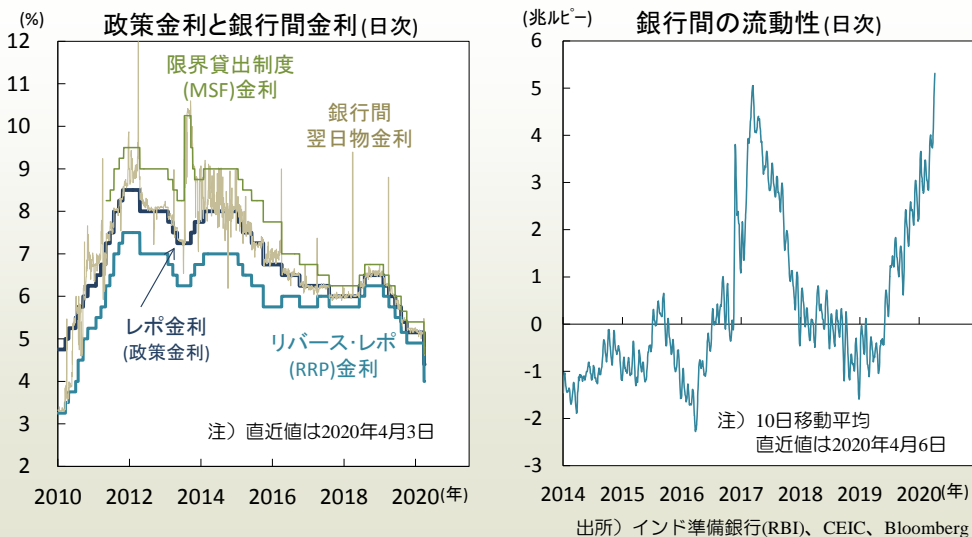
足元では、昨年秋より上昇を続けていた物価が沈静化しつつあります。2月の総合消費者物価は前年比+6.6%と前月の+7.6%より低下(図6右)。食品物価は同+9.5%と前月の+11.7%より鈍化し(図7左)、総合物価を押下げました。野菜が同+31.6%と前月の+50.0%より低下した影響です(図7右)。タマネギが同+140.3%と前月の+245.9%より鈍化。前月比(季節調整前)は同▲32.9%と前月の▲25.2%に次ぐマイナスであり、天候不順の影響で高騰した同価格の沈静化が食品物価を押下げました。また、穀物、肉・魚、卵、豆類、果物など食品物価の多くも鈍化しました。

## ●食品価格の沈静化で消費者物価は今度鈍化する見込み

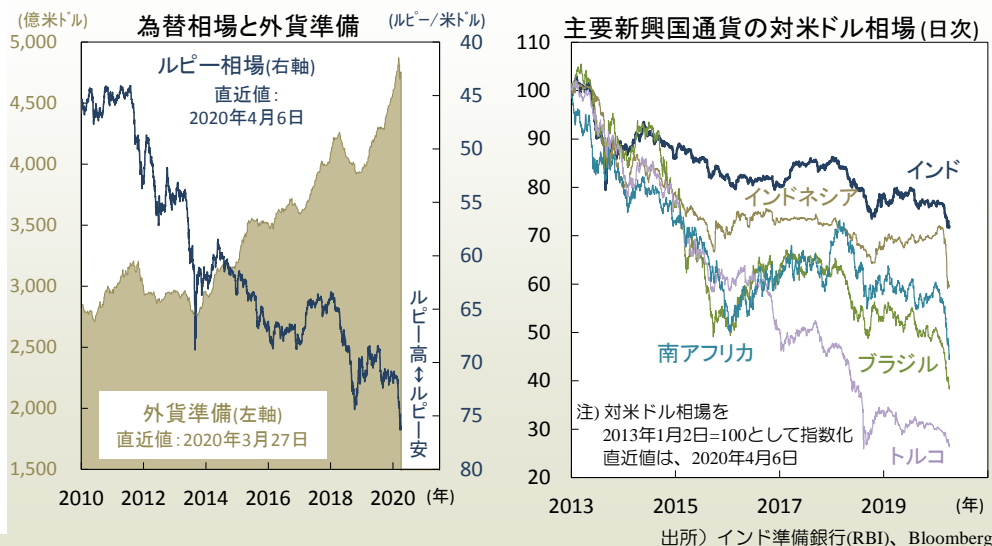
日次の野菜卸売物価は3月初以降も低下(図8左)。今後も乾季作物の収穫が進み、食品物価は低下を続けるでしょう。食品と燃料を除くコア物価は前年比+4.1%と前月の+4.2%より小幅に低下。内需が低迷する中、需要側からの物価上昇圧力はみられません。ガソリンは同+3.2%(前月:+7.4%)、軽油は同+0.2%(同+6.4%)と鈍化。国際燃料価格の低迷を受けて、国内小売物価が鈍化した影響です(図8右)。3月には、これまで引上げられたLPガス価格の引下げも行われています。食品物価の反落と燃料価格の低迷とコア物価の鈍化に伴って、今後も総合物価は鈍化を続けるでしょう。同物価の前年比は3月に+5%台半ば、今年半ばに+4%台半ばへと鈍化し、昨年末の物価上昇からの反動(ベース効果)が生じる今年末にかけては+2%台半ばまで低下すると予想されます。

落ち着いた物価の下、RBIは大幅な利下げを行って、都市封鎖によって低迷する景気を支えようとしています。RBIは3月27日に緊急利下げを実施。政策金利(翌日物レポ金利)を5.15%から4.4%へ、金利コリドー下限のリバース・レポ金利も4.9%から4%に引下げました(図9左)。前者の下げ幅は0.75%ptで、後者は0.9%ptです。非対称な下げ幅は、市場金利を押下げることが意図したものでしょう。

【図9】0.75%ptの大幅利下げを実施(左)、流動性を供給する準備銀行(右)



【図10】近年増強された外貨準備(左)、相対的に底堅いルピー相場(右)



## ● 利下げと流動性の供給で短期金利を低めに誘導

RBIは流動性を供給し、短期金利がコリドー下限近くまで低下するよう誘導。(a)銀行の現金準備率(CRR)の引下げ(4%→3%)、(b)社債やCPやNCD(譲渡性預金)を購入した銀行への標的型長期レポ・オペ(TLTRO)の実施、(c)金利コリドー上限の限界貸出制度(MSF)による貸出上限の引上げ(銀行の預金債務:NDTLの2%→3%)を通じて合計3兆7,400億ルピーの流動性を供給します。また、RBIは金融規制も一時的に緩和。貸付先による運転資金貸付等の利払いが3ヵ月遅延しても債権分類の変更を求めないこととしました。また、バーゼルIII合意に基づく銀行規制強化措置の先送りも決定。安定調達比率(NSFR)規制適用を今年10月初まで6ヵ月先送りし、資本保全バッファ(CCB)規制の強化時期の延期を決定、都市封鎖の影響を受ける中小企業に配慮した措置とみられます。RBIは為替取引の自由化も実施。国内銀行による海外為替先物(NDF)取引を解禁し、内外に分断された市場の統合と市場の流動性の改善を促しました。

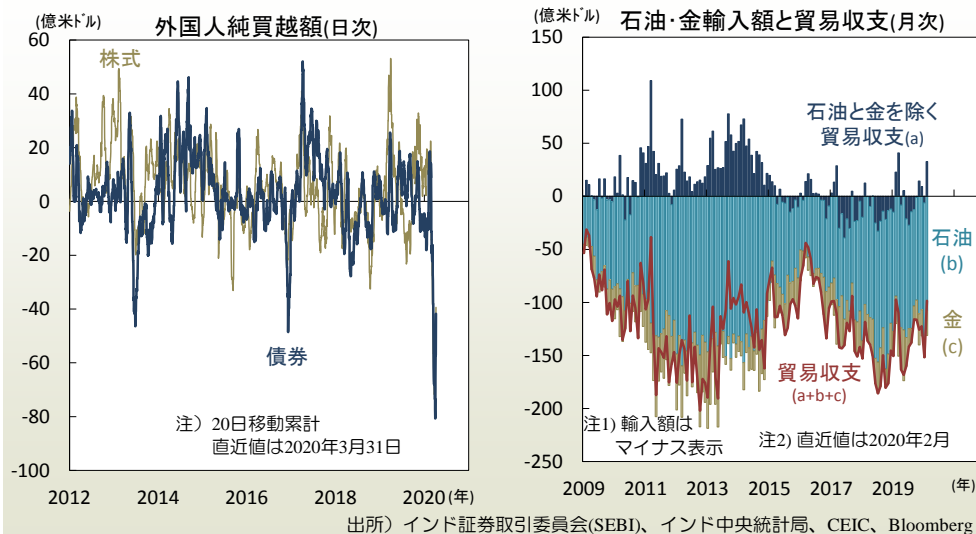
政策変更は4対2で決定(委員2人は利下げ幅0.5%ptを主張)。政策スタンスは「緩和的」に保たれ、追加利下げの可能性が示唆されました。RBIはウイルス感染の拡大や景気動向を注視しつつ、次回6月の会合で0.25%ptの追加利下げを行うと予想されます。

## ● 世界的なリスク回避局面でも相対的に底堅いルピー相場

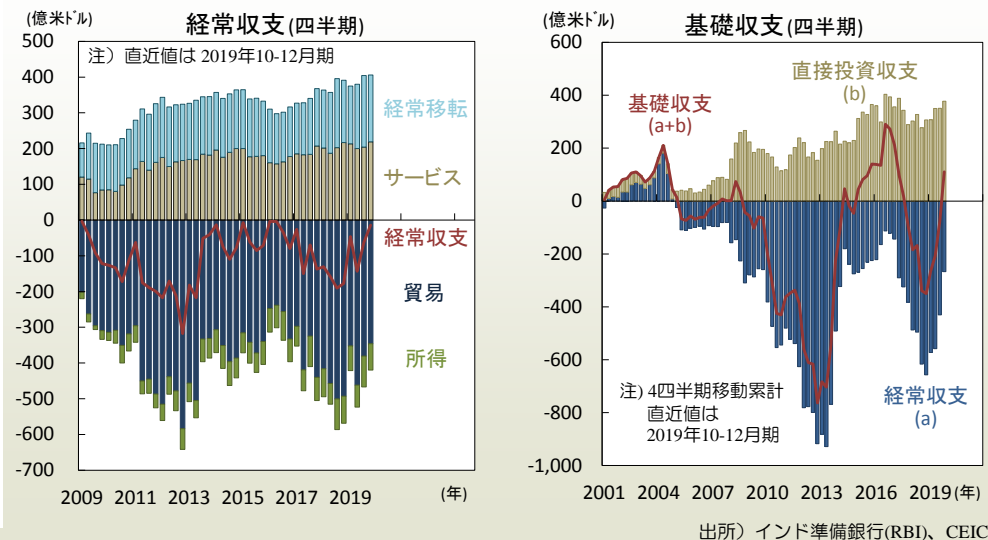
ルピーは年初より4月6日にかけて対米ドルで▲6.3%下落(図10)。年初より3月31日にかけて株式市場から66億ドル、債券市場から98億ドルの資本が流出し相場を押下げました(図11左)。新型コロナ懸念や原油価格急落を受けて2月下旬よりリスク回避志向が強まる中で動きでした。もっとも、下落率は高金利経常赤字国である南アフリカ(▲25.0%)、ブラジル(▲23.7%)、メキシコ(▲23.2%)、インドネシア(▲15.5%)等より限定的。投資規制等もあり外国人の国債保有比率が低いこと、景気低迷や政治的な緊張や金融システム懸念等から、ルピーの買い持高が限定的であったことも幸いました。

景気低迷に伴う輸入の鈍化などから、同国の貿易赤字と経常赤字は縮小中(図11右、図12)。足元の原油価格の低迷も経常収支改善に貢献するでしょう。RBIは資本流入局面のドル買い介入で外貨準備を増強(図10左)。資本流出時にドル売り介入や市中へのドル流動性供給を行う余力は相対的に大きいとみられます。また、当局は外国人投資家が自由に投資できる特別国債を発行する計画であり、金額は小さいものの主要な債券指数への採用と資本流入も見込まれます。今後も国際金融市場は安定性を欠くとみられるものの、ルピーは相対的に底堅く推移すると予想されます。(入村)

【図11】株式・債券市場から資本が流出(左)、縮小する貿易赤字(右)



【図12】経常赤字が縮小し(左)、基礎的国際収支が黒字基調に(右)



# 【ブラジル】新型コロナの拡大が懸念、レアル最安値更新中も物価安定で通貨防衛の姿勢はなし

## ● 新型コロナの対応で中央政府と州政府で対立が発生

新型コロナウイルスの感染拡大が警戒されています。中国から始まった感染ですが、欧州、米国と続き、新興国でも感染拡大が警戒されています。主要新興国ではトルコ、続いてブラジルの感染者数が多く、経済活動などへの影響が懸念されています（図1左）。またブラジルは大幅な利下げを続けていたこともあり（図1右）、今後の金融緩和余地が相対的に少ないとも考えられます。これらマイナス要因が嫌気され、2020年2月に対米ドルで最安値突破後も下落が止まらない状況となっています（図2左）。本稿では、ブラジル政府の新型コロナに対する対応や政治情勢を確認し、現状確認できる経済指標からブラジルの経済構造や政治情勢を概観し、今後の景気物価動向や通貨レアルの先行きを検討します。

ブラジルでは新型コロナの感染拡大を受け、州政府レベルでの都市封鎖（ロックダウン）が行われています。経済活動の混乱を嫌気している大統領は都市封鎖に反対しており、ブラジル国内で州政府と中央政府で対立がみられている状況です。ブラジル国民は州政府による感染防止策を支持しており、ボルソナロ大統領への抗議活動が行われています。抗議活動やグローバルな感染拡大による景気不安を受け、ボルソナロ政権は3月16日に発表していた1,473億レアルの緊急経済対策を、3月26日に約5倍の規模となる7,500億レアル（約15.7兆円）へと拡大させました。これはブラジルの名目GDPの約10%に相当し、米国政府が行う経済対策とGDP対比では同程度の巨額のものとなります。4月6日時点で議会審議中ですが、近く成立すると見込まれています。

ボルソナロ大統領は年金制度改革を含めた財政再建を行うなど、過去のブラジル大統領と比べ市場からの評価・期待は高いとみられます。そのため大統領が支持を落とすことは市場の不安材料とみなされる可能性があり注意が必要です。ブラジル政治は少数政党が乱立し、連立での政権運営が行われています。ボルソナロ大統領の政党は、汚職続きの既存政党に嫌気がさした中で支持を集めた少数政党であり、国民から支持を失うと大統領の求心力が失われ、さらなる改革期待の後退や最悪の場合は政権交代の可能性もあるとみられます。政権交代となると、前大統領のルラ氏の動向が注目されます。2003-2011年まで大統領を務めたルラ氏は低所得者層を重視した政策からポピュリストとみられ拡張的な財政運営が懸念されます。最近では、ボルソナロ大統領が新型肺炎への対応で中国を批判したのに対し、ルラ氏が同批判への謝罪を述べるなど対立姿勢を見せた点が今後の不透明感として嫌気されそうです。

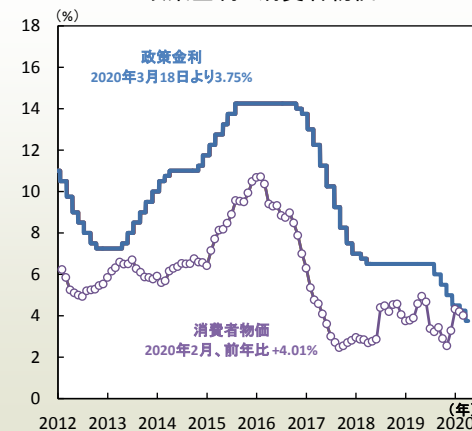
## 【図1】新型コロナはトルコとブラジルで拡大、ブラジルは大幅利下げ実施済み

主要新興国の感染動向と人口

	感染者数 (人)	死者数 (人)	人口 (万人)
トルコ	27,069	574	8,231
<b>ブラジル</b>	<b>10,278</b>	<b>432</b>	<b>20,469</b>
ロシア	5,389	45	14,447
インド	4,067	109	135,261
インドネシア	2,273	198	26,766
メキシコ	1,890	79	12,619
南アフリカ	1,655	11	5,777

注）左図は直近値が2020年2月28日。

政策金利と消費者物価



出所）WHO、世界銀行、ブラジル国家地理統計、ブラジル中銀

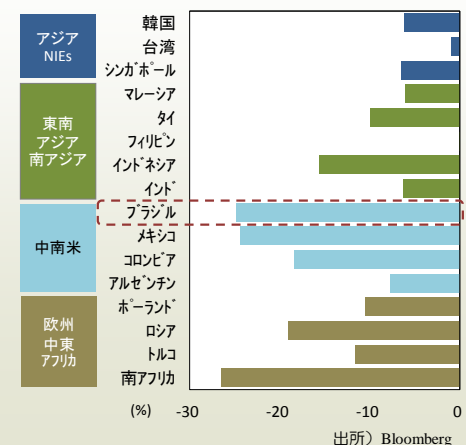
## 【図2】レアルは最安値を更新中、年初来では南ア・ランドに続く軟調通貨

ブラジルレアル(対米ドル)



注）左図の直近値は2020年4月3日時点。

主要新興国通貨の対米ドル相場騰落率  
(2019年12月31日～2020年4月3日)



出所）Bloomberg

## ● 政府系機関の予想では景気対策で2021年に急回復へ

ブラジルの2019年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.51%、前年比+1.67%と堅調に推移しました。需要項目別にみると家計消費の加速が成長を支え、純輸出のマイナス寄与が続いている状況です(図3左)。ただし、小売売上高は前月比で2019年12月に▲0.5%、2020年1月に▲1.0%と鈍化が続いていました(図3右)。ブラジルで新型コロナウイルスの感染拡大が始まったのが3月後半であり、感染拡大前から消費の基調は弱かったとみられます。2020年3月の消費者信頼感が急速に悪化するなど、感染拡大による消費の落ち込みも懸念されます。

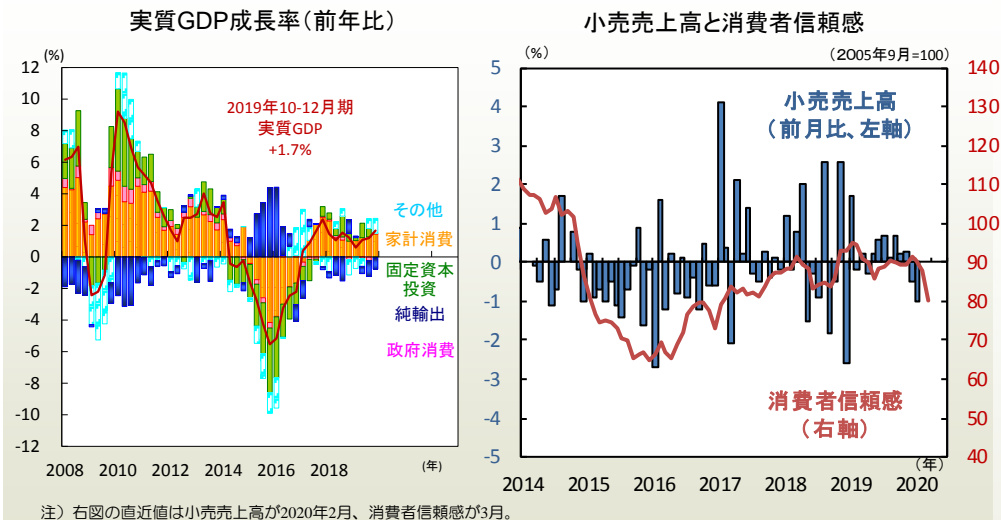
ブラジル経済省が所管する応用経済研究所(IPEA)は3月30日にブラジル経済の見通しを公表。新型コロナウイルスの影響がない場合は2020年のGDP成長率が2.1%との予想を公表し、都市封鎖が1カ月、2カ月、3カ月と続く3シナリオの場合で、それぞれ成長率見通しを示しました。1カ月の場合は2020年が▲0.4%、2021年が2.7%。2カ月の場合は2020年が▲0.9%、2021年が2.8%。3カ月の場合は2020年が▲1.8%、2021年が3.1%となり、3シナリオとも2021年に急回復するシナリオが示されています。中央政府の大型経済対策によりGDPが4.8%押し上げられることが前提となっています。

## ● 政策金利は据え置き、物価安定で通貨安容認は変わらず

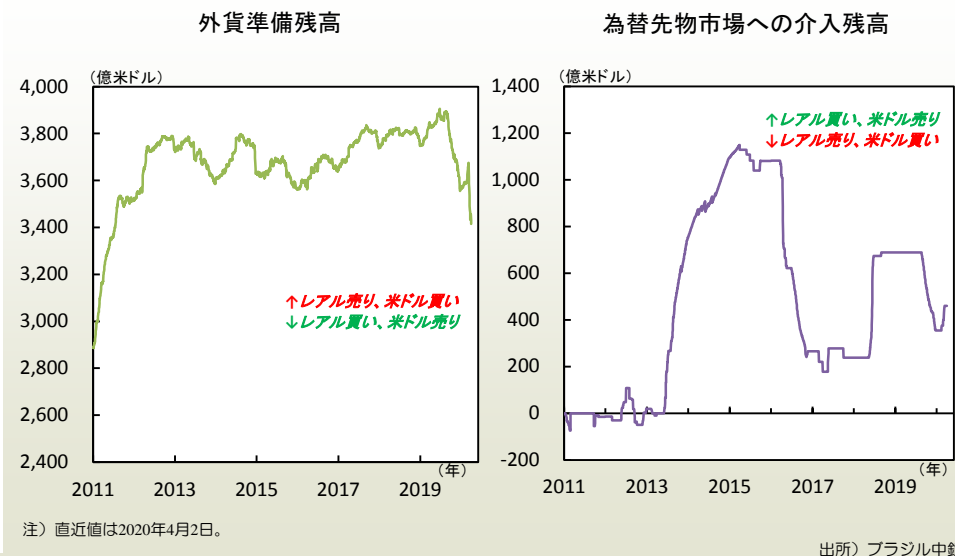
ブラジル中銀は3月19日に金融政策決定会合で0.50%ptの利下げを実施し、政策金利を3.75%にすることを発表しました。前回2月5日の会合では、2019年7月から4会合連続で行われた0.50%ptの大幅利下げから0.25%ptの利下げに縮小され、かつ利下げの打ち止めが示唆されていたこともあり、3月の大幅利下げが苦渋の決断であったことが伺われます。新たな声明文では、現状では新たな政策金利の水準で保つことが望ましい、とさらなる利下げには消極的な姿勢を示しました。

ブラジル財務相はインフレ率が安定していることもあり、通貨安を容認する姿勢を示していました。ただ足元では、リアル安が続いていることから、為替市場へのリアル買い介入を現物と先物市場で行っています(図4)。通貨安は輸入物価の上昇により物価の押し上げに寄与しますが、新型コロナウイルスによる経済活動の停滞による需要の低下は物価の押し下げに寄与するとみられます。2月の消費者物価は前年比+4.01%で通貨安によるインフレ圧力はまだ弱いとみられます。中銀の物価目標は2020年に2.5-5.5%に引き下げられましたが(2019年は2.75-5.75%)、足元の物価は目標内にあり、通貨安容認は変わらずリアルは軟調な推移が続くとみられます。(永峯)

## 【図3】ブラジルでの感染拡大は3月後半に加速、消費者心理の悪化が懸念



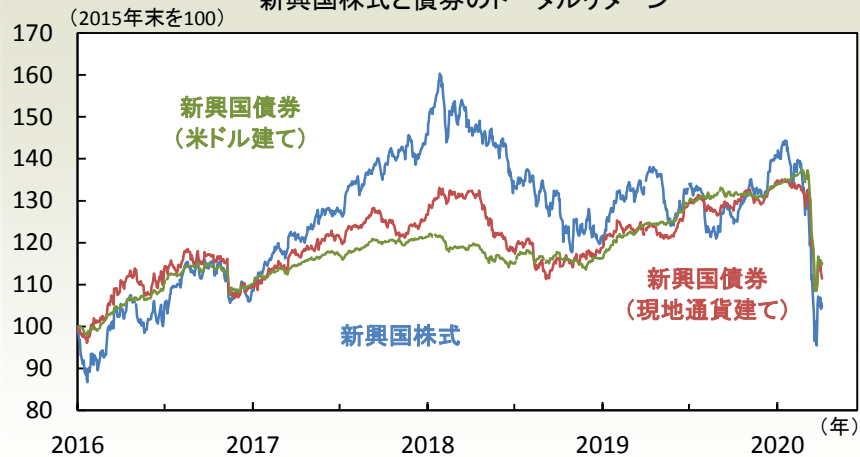
## 【図4】リアル安を受け、現物と先物為替市場でリアル買いの介入実施





## 【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4月3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

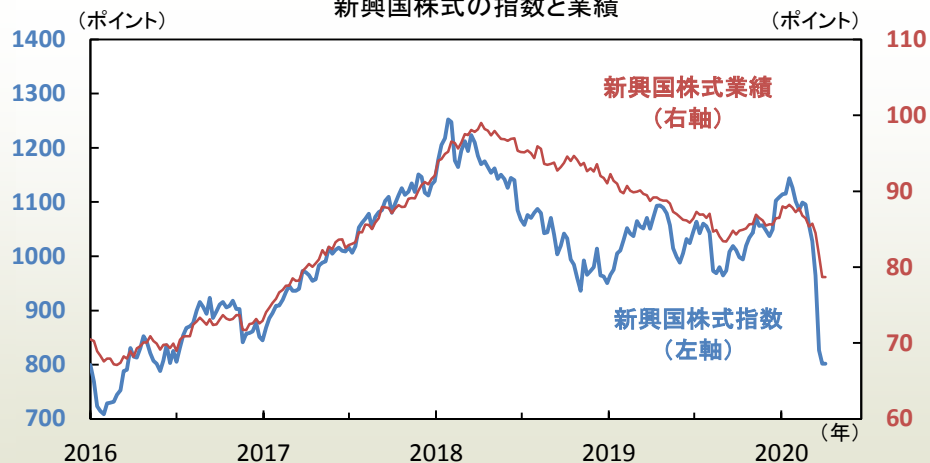
新興国債券の利回り



注：直近値は4月3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4月3日。新興国株式指数はMSCI Emerging、業績は12カ月先の予想EPS。

出所) MSCI、Thomson Reuters Datastream

新興国債券(米ドル建て)の спреッド



注：直近値は4月3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		
		3月	2月	1月	12月	2020年	2019年	2018年	3月	2月	1月	12月	2020年	2019年	2018年
●地域別															
アジア	79.0	▲ 11.1%	▲ 2.1%	▲ 3.9%	5.8%	▲ 16.4%	16.5%	▲ 15.0%	▲ 11.9%	▲ 2.9%	▲ 4.5%	6.9%	▲ 18.3%	16.6%	▲ 17.3%
中国	40.7	▲ 6.7%	1.2%	▲ 5.0%	7.9%	▲ 10.3%	20.6%	▲ 20.3%	▲ 6.6%	1.0%	▲ 4.8%	8.3%	▲ 10.2%	20.9%	▲ 20.4%
韓国	11.8	▲ 11.6%	▲ 5.5%	▲ 2.4%	6.6%	▲ 18.5%	14.4%	▲ 19.3%	▲ 11.8%	▲ 7.3%	▲ 5.3%	8.9%	▲ 22.6%	10.4%	▲ 22.6%
台湾	12.3	▲ 13.8%	▲ 1.7%	▲ 4.0%	5.3%	▲ 18.6%	28.3%	▲ 8.9%	▲ 13.7%	▲ 1.9%	▲ 4.7%	7.2%	▲ 19.3%	31.5%	▲ 11.8%
インド	7.7	▲ 21.8%	▲ 6.3%	▲ 0.8%	1.0%	▲ 27.4%	8.5%	▲ 0.2%	▲ 25.4%	▲ 7.4%	▲ 0.8%	1.5%	▲ 31.5%	6.1%	▲ 8.8%
インドネシア	1.5	▲ 19.8%	▲ 8.4%	▲ 4.4%	5.3%	▲ 29.7%	3.0%	▲ 5.9%	▲ 29.4%	▲ 12.8%	▲ 2.8%	7.0%	▲ 40.2%	6.7%	▲ 11.2%
中東欧アフリカ	10.2	▲ 15.2%	▲ 9.5%	▲ 1.9%	4.2%	▲ 24.7%	8.5%	▲ 7.1%	▲ 21.6%	▲ 12.1%	▲ 4.9%	6.8%	▲ 34.4%	11.3%	▲ 18.8%
南アフリカ	3.7	▲ 14.9%	▲ 8.7%	▲ 2.2%	4.6%	▲ 24.0%	4.4%	▲ 14.6%	▲ 25.1%	▲ 12.9%	▲ 8.9%	9.6%	▲ 40.5%	7.4%	▲ 26.5%
ロシア	3.3	▲ 12.2%	▲ 10.5%	▲ 0.7%	4.1%	▲ 22.0%	28.2%	11.3%	▲ 23.3%	▲ 14.4%	▲ 3.2%	7.3%	▲ 36.5%	41.0%	▲ 5.3%
中南米	8.1	▲ 25.3%	▲ 8.1%	▲ 1.3%	4.9%	▲ 32.2%	15.9%	0.8%	▲ 34.6%	▲ 12.3%	▲ 5.7%	9.8%	▲ 46.0%	13.7%	▲ 9.3%
ブラジル	4.9	▲ 29.0%	▲ 8.6%	▲ 1.8%	6.2%	▲ 36.3%	26.7%	12.3%	▲ 38.3%	▲ 13.4%	▲ 7.6%	11.6%	▲ 50.6%	22.1%	▲ 3.9%
メキシコ	1.9	▲ 16.3%	▲ 5.9%	1.5%	1.3%	▲ 20.0%	3.6%	▲ 16.9%	▲ 29.4%	▲ 10.1%	1.4%	4.6%	▲ 35.6%	8.0%	▲ 17.4%
●業種別															
金融	21.4	▲ 19.0%	▲ 4.7%	▲ 5.0%	4.7%	▲ 26.7%	8.6%	▲ 6.2%	▲ 21.9%	▲ 6.4%	▲ 6.4%	6.6%	▲ 31.5%	8.8%	▲ 11.7%
情報技術	16.8	▲ 12.9%	▲ 2.5%	▲ 1.0%	8.6%	▲ 15.9%	38.0%	▲ 18.8%	▲ 13.3%	▲ 3.4%	▲ 2.4%	10.5%	▲ 18.2%	37.6%	▲ 20.6%
電気通信	13.2	▲ 5.7%	▲ 0.4%	▲ 1.1%	7.1%	▲ 7.1%	8.5%	▲ 13.9%	▲ 7.1%	▲ 1.3%	▲ 1.5%	8.2%	▲ 9.7%	9.5%	▲ 17.9%
一般消費財	15.1	▲ 10.4%	▲ 2.3%	▲ 2.5%	5.2%	▲ 14.6%	35.0%	▲ 29.5%	▲ 12.2%	▲ 3.3%	▲ 3.6%	6.3%	▲ 18.1%	34.0%	▲ 33.3%
エネルギー	6.2	▲ 19.4%	▲ 10.5%	▲ 6.5%	2.4%	▲ 32.6%	12.3%	10.3%	▲ 24.9%	▲ 12.9%	▲ 8.4%	4.7%	▲ 40.1%	14.9%	1.0%
素材	6.6	▲ 14.5%	▲ 6.7%	▲ 4.0%	6.6%	▲ 23.4%	1.7%	▲ 7.4%	▲ 19.1%	▲ 8.9%	▲ 6.3%	9.1%	▲ 30.9%	2.3%	▲ 14.4%
生活必需品	6.6	▲ 5.2%	▲ 5.4%	▲ 1.2%	0.9%	▲ 11.5%	8.5%	▲ 9.5%	▲ 10.6%	▲ 7.6%	▲ 3.0%	3.0%	▲ 19.9%	8.7%	▲ 15.3%
資本財	4.9	▲ 16.7%	▲ 4.2%	▲ 5.0%	4.7%	▲ 24.2%	5.2%	▲ 10.0%	▲ 18.7%	▲ 5.7%	▲ 6.4%	6.3%	▲ 28.3%	4.8%	▲ 14.2%
不動産	3.0	▲ 16.0%	▲ 0.3%	▲ 10.5%	9.4%	▲ 25.0%	17.3%	▲ 18.0%	▲ 17.0%	▲ 1.2%	▲ 11.1%	10.4%	▲ 27.1%	18.7%	▲ 20.5%
ヘルスケア	3.6	▲ 4.3%	0.0%	0.0%	5.1%	▲ 4.2%	3.4%	▲ 17.7%	▲ 6.2%	▲ 1.2%	▲ 1.4%	6.5%	▲ 8.6%	2.7%	▲ 21.5%
公益事業	2.5	▲ 12.6%	▲ 7.9%	▲ 1.8%	2.9%	▲ 20.9%	5.5%	▲ 1.4%	▲ 15.8%	▲ 9.7%	▲ 3.7%	5.1%	▲ 26.7%	5.0%	▲ 6.4%
全体	100.0	▲ 13.2%	▲ 3.9%	▲ 3.3%	5.5%	▲ 19.3%	15.1%	▲ 12.2%	▲ 15.6%	▲ 5.3%	▲ 4.7%	7.2%	▲ 23.9%	15.4%	▲ 16.6%
先進国(参考)	-	▲ 13.1%	▲ 8.2%	▲ 0.3%	2.2%	▲ 20.5%	24.9%	▲ 9.1%	▲ 13.5%	▲ 8.6%	▲ 0.7%	2.9%	▲ 21.4%	25.2%	▲ 10.4%

注)基準日は2020年3月31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	3月	2月	1月	12月	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
●地域別															
<b>アジア</b>	<b>19.2</b>	<b>432</b>	<b>4.97</b>	-	-	-	▲ 10.6%	0.8%	1.8%	0.8%	▲ 8.2%	13.9%	▲ 1.5%	8.5%	6.9%
中国	4.7	245	3.15	A1	A+	A+	▲ 1.8%	1.9%	1.9%	0.0%	2.0%	9.6%	0.8%	4.6%	3.7%
インドネシア	4.6	377	4.56	Baa2	BBB	BBB	▲ 8.9%	1.1%	1.4%	0.9%	▲ 6.7%	18.5%	▲ 3.1%	11.6%	12.2%
フィリピン	3.4	223	2.95	Baa2	BBB+	BBB	▲ 6.6%	1.3%	2.5%	0.3%	▲ 3.0%	15.5%	▲ 0.7%	5.9%	3.2%
マレーシア	2.3	292	3.63	A3	A-	A-	▲ 7.7%	1.3%	2.8%	▲ 0.2%	▲ 3.9%	12.4%	▲ 0.9%	8.8%	4.7%
インド	1.1	352	4.01	Baa2	BBB-u	BBB-	▲ 8.7%	0.8%	1.6%	▲ 0.0%	▲ 6.5%	11.6%	▲ 0.5%	4.9%	2.0%
<b>中東</b>	<b>17.5</b>	<b>626</b>	<b>6.93</b>	-	-	-	▲ 12.3%	▲ 1.7%	0.4%	1.2%	▲ 13.4%	12.9%	▲ 6.4%	7.4%	7.3%
<b>アフリカ</b>	<b>11.5</b>	<b>1,032</b>	<b>10.92</b>	-	-	-	▲ 24.5%	▲ 1.9%	1.4%	3.1%	▲ 24.9%	20.6%	▲ 7.2%	13.7%	15.8%
南アフリカ	2.3	750	8.17	Ba1	BB	BB	▲ 18.6%	▲ 0.6%	1.0%	1.5%	▲ 18.2%	15.0%	▲ 2.5%	7.1%	12.8%
<b>欧州</b>	<b>20.6</b>	<b>492</b>	<b>5.55</b>	-	-	-	▲ 8.2%	▲ 1.3%	2.4%	1.4%	▲ 7.2%	16.7%	▲ 2.0%	9.4%	6.7%
ロシア	3.8	283	3.61	Baa3	BBB-	BBB	▲ 4.9%	▲ 0.4%	2.0%	1.4%	▲ 3.3%	21.8%	▲ 2.1%	6.0%	9.2%
トルコ	3.3	822	8.82	B1	B+u	BB-	▲ 9.0%	▲ 6.3%	5.2%	2.2%	▲ 10.3%	14.5%	▲ 5.3%	11.9%	▲ 1.0%
ハンガリー	1.4	256	3.19	Baa3	BBB	BBB	▲ 4.2%	0.4%	1.3%	0.5%	▲ 2.6%	10.7%	▲ 0.4%	7.5%	4.3%
ポーランド	2.0	110	1.42	A2	A-	A-	0.4%	0.9%	0.6%	0.1%	1.9%	7.6%	0.7%	5.3%	2.6%
<b>中南米</b>	<b>31.2</b>	<b>685</b>	<b>7.57</b>	-	-	-	▲ 15.6%	▲ 1.0%	1.4%	3.2%	▲ 15.3%	14.1%	▲ 5.8%	11.4%	13.5%
メキシコ	4.4	681	7.58	A3	BBB	BBB	▲ 19.5%	▲ 1.3%	2.8%	1.6%	▲ 18.3%	20.8%	▲ 6.3%	11.9%	6.9%
ブラジル	3.1	446	5.22	Ba2	BB-	BB-	▲ 7.9%	1.3%	2.8%	1.4%	▲ 4.1%	16.4%	0.8%	13.2%	20.6%
アルゼンチン	1.1	3,683	37.20	Ca	CCC-	CC	▲ 31.2%	▲ 4.1%	▲ 8.1%	21.6%	▲ 39.4%	▲ 23.6%	▲ 22.2%	15.7%	15.4%
チリ	2.8	331	4.20	A1	A+	A	▲ 9.5%	0.9%	3.2%	0.0%	▲ 5.8%	14.7%	▲ 2.7%	9.6%	10.5%
ベネズエラ	0.0	19,433	194.51	WR	SD	WD	▲ 40.6%	24.7%	6.2%	▲ 0.1%	▲ 21.3%	▲ 55.1%	▲ 20.3%	▲ 34.4%	53.2%
●格付け別															
投資適格	58.0	344	4.24	-	-	-	▲ 8.1%	0.6%	2.3%	0.7%	▲ 5.4%	16.6%	▲ 2.4%	9.2%	7.0%
ハイイールド	42.0	1,106	11.61	-	-	-	▲ 20.7%	▲ 2.8%	0.6%	3.6%	▲ 22.4%	13.5%	▲ 6.2%	11.4%	13.7%
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>645</b>	<b>7.13</b>	-	-	-	▲ 13.8%	▲ 1.0%	1.5%	2.0%	▲ 13.4%	15.0%	▲ 4.3%	10.3%	10.2%

注)基準日は2020年3月31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

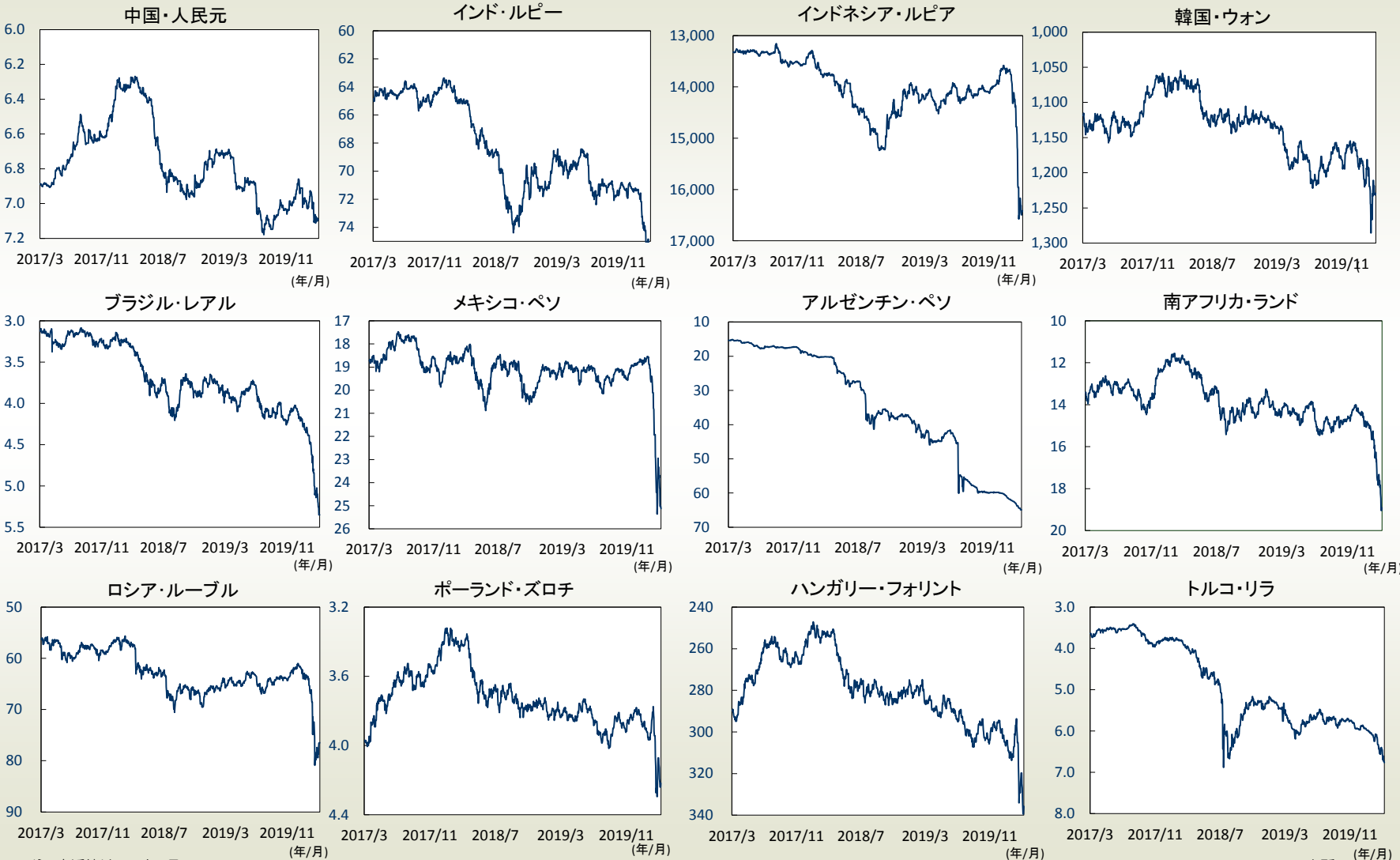
	ウェイト (%)	利回り (%)	格付け(現地通貨建)			投資収益率									
						現地通貨建					米ドル建				
						月間		年間			月間			年間	
						Moody's	S&P	Fitch	3月	2月	1月	2020年	2019年	3月	2月
<b>アジア</b>	<b>28.3</b>	<b>4.23</b>	-	-	-	▲ 3.3%	1.0%	1.5%	▲ 0.8%	11.6%	▲ 9.3%	▲ 2.0%	0.4%	▲ 10.8%	16.9%
中国	1.0	2.54	A1	A+	A+	1.1%	1.5%	0.9%	3.6%	3.5%	▲ 0.3%	0.6%	1.5%	1.8%	2.1%
インドネシア	10.1	8.23	Baa2	BBB	BBB	▲ 4.4%	▲ 0.6%	1.9%	▲ 3.1%	14.5%	▲ 15.9%	▲ 5.4%	3.6%	▲ 17.5%	18.6%
タイ	9.9	1.74	Baa1	A-	BBB+	▲ 3.1%	2.0%	1.1%	▲ 0.1%	10.9%	▲ 6.7%	0.8%	▲ 3.6%	▲ 9.4%	20.6%
マレーシア	7.1	3.23	A3	A	A-	▲ 2.3%	1.9%	1.5%	1.0%	7.7%	▲ 4.7%	▲ 0.9%	1.3%	▲ 4.3%	8.9%
フィリピン	0.2	4.91	Baa2	BBB+	BBB	▲ 5.6%	0.6%	1.6%	▲ 3.5%	18.6%	▲ 5.3%	0.3%	1.3%	▲ 3.9%	23.2%
<b>中東アフリカ</b>	<b>6.9</b>	<b>11.65</b>	-	-	-	▲ 9.6%	▲ 0.6%	1.1%	▲ 9.1%	10.2%	▲ 20.4%	▲ 5.2%	▲ 5.7%	▲ 28.8%	13.4%
南アフリカ	6.9	11.65	Ba1	BB+	BB	▲ 9.6%	▲ 0.6%	1.1%	▲ 9.1%	10.2%	▲ 20.4%	▲ 5.2%	▲ 5.7%	▲ 28.8%	13.4%
<b>欧州</b>	<b>32.8</b>	<b>4.03</b>	-	-	-	▲ 0.3%	▲ 0.4%	1.2%	0.5%	11.7%	▲ 7.9%	▲ 3.2%	▲ 0.8%	▲ 11.6%	11.6%
ポーランド	9.5	1.28	A2	A	A-	1.3%	1.3%	0.2%	2.8%	4.0%	▲ 3.8%	▲ 0.3%	▲ 2.2%	▲ 6.2%	3.2%
ロシア	9.0	6.64	Baa3	BBB	BBB	▲ 1.2%	▲ 0.5%	1.0%	▲ 0.7%	20.0%	▲ 15.0%	▲ 5.3%	▲ 1.8%	▲ 21.0%	34.0%
トルコ	3.3	13.92	B1	BB-u	BB-	1.1%	▲ 7.5%	6.4%	▲ 0.4%	35.0%	▲ 4.1%	▲ 11.4%	5.8%	▲ 10.0%	20.7%
ハンガリー	3.8	1.98	Baa3	BBB	BBB	▲ 1.4%	▲ 1.2%	▲ 0.3%	▲ 2.8%	7.4%	▲ 7.8%	▲ 2.1%	▲ 3.6%	▲ 12.9%	2.3%
チェコ	4.4	1.25	Aa3	AA	AA-	▲ 0.8%	1.9%	0.8%	1.9%	2.8%	▲ 7.8%	▲ 0.2%	0.4%	▲ 7.6%	2.3%
ルーマニア	2.9	4.30	Baa3	BBB-	BBB-	▲ 2.4%	1.1%	0.8%	▲ 0.5%	5.3%	▲ 2.8%	▲ 0.5%	▲ 0.3%	▲ 3.6%	0.6%
<b>中南米</b>	<b>32.1</b>	<b>6.42</b>	-	-	-	▲ 2.1%	▲ 0.2%	1.7%	▲ 0.6%	14.0%	▲ 13.3%	▲ 4.3%	▲ 1.7%	▲ 18.5%	12.7%
メキシコ	9.7	7.35	A3	BBB+	BBB	▲ 1.1%	▲ 0.5%	1.9%	0.3%	18.8%	▲ 16.5%	▲ 4.9%	1.7%	▲ 19.3%	23.9%
ブラジル	9.9	6.68	Ba2	BB-	BB-	▲ 0.7%	0.8%	1.2%	1.3%	14.8%	▲ 13.7%	▲ 4.5%	▲ 4.7%	▲ 21.5%	10.6%
コロンビア	5.7	7.35	Baa2	BBB	BBB-	▲ 4.9%	▲ 0.4%	2.5%	▲ 2.9%	9.3%	▲ 16.9%	▲ 3.9%	▲ 1.8%	▲ 21.5%	8.2%
ペルー	3.8	5.62	A3	A-	A-	▲ 4.4%	▲ 0.6%	2.5%	▲ 2.6%	16.1%	▲ 3.9%	▲ 2.9%	0.5%	▲ 6.2%	18.4%
チリ	2.5	3.55	A1	AA-	A	0.2%	▲ 1.6%	▲ 0.8%	▲ 2.3%	13.4%	▲ 3.6%	▲ 4.0%	▲ 6.8%	▲ 13.8%	4.7%
アルゼンチン	0.1	58.09	Ca	SD	WD	▲ 6.6%	12.9%	13.7%	19.9%	▲ 35.9%	▲ 11.4%	17.5%	▲ 2.1%	1.8%	▲ 66.9%
ウルグアイ	0.2	13.42	Baa2	BBB	BBB-	▲ 9.7%	2.2%	2.7%	▲ 5.2%	10.5%	▲ 17.8%	▲ 1.9%	2.3%	▲ 17.5%	▲ 4.3%
ドミニカ共和国	0.2	12.50	Ba3	BB-	BB-	▲ 8.3%	0.1%	1.2%	▲ 7.2%	-	▲ 9.3%	▲ 0.4%	1.2%	▲ 8.5%	-
<b>全体</b>	<b>100.0</b>	<b>5.53</b>	-	-	-	▲ 2.5%	0.0%	1.4%	▲ 1.1%	12.3%	▲ 11.1%	▲ 3.4%	▲ 1.3%	▲ 15.2%	13.5%
<b>先進国(参考)</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	▲ 0.6%	1.0%	1.6%	2.0%	5.9%

注)基準日は2020年3月31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

## 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4月7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