

【タイ】新型肺炎ショックは景気の下押しと通貨バートの低迷を招くのか	1ページ
【ロシア】原油高への反発を予想、産油国のロシアは恩恵を受けやすい	7ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	9ページ

【タイ】新型肺炎ショックは景気の下押しと通貨バートの低迷を招くのか*

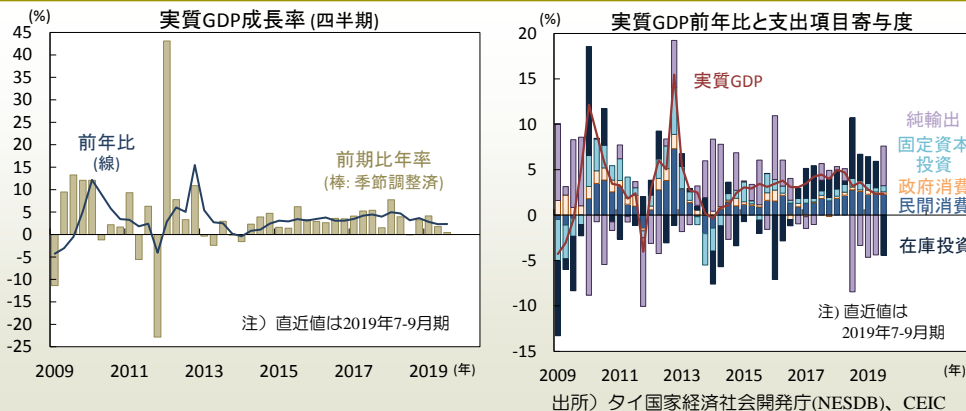
● 昨年のアジア最強通貨バートは年初より最弱通貨に転落

タイ・バート相場が軟調です。同通貨は昨年アジア通貨最大の上昇を見せた後、今年初からは最大の下落率を記録。中国発の新型肺炎の感染拡大に伴って同国からの来訪者が低迷し、旅行収支と経常収支が悪化するといった懸念が背景とみられます。バート相場は今後も低迷を続けるのか。本稿では、今後の同通貨の動向について考察します。まず、足元の景気物価の動向について概観し(1-4頁)、景気と物価が低迷を続ける中で今後も中央銀行が追加利下げを行って政策金利を史上最低の水準まで引下げるのかについて分析(4-5頁)。そして、昨年までのバート相場の持続的な上昇の背景にある同国の国際収支構造を概観し、海外からの来訪者数の低迷の影響や自国通貨上昇への警戒感を高める中央銀行の姿勢など今年初来のバート安の背景を整理した上で、今後の相場動向について考察します(6頁)。

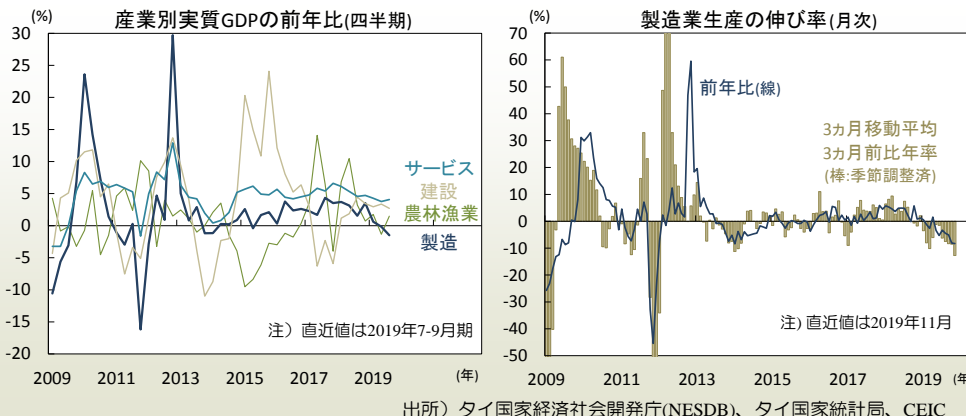
景気は低迷を続けています。11月18日公表の7-9月期の実質GDPは前年比+2.4%と前期の+2.3%とほぼ変わらず、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+2.7%を下回りました。前期比年率は+0.4%と前期の+1.8%から減速、ほぼゼロ成長でした(図1左)。

需要側では、固定資本投資の回復とともに内需(在庫投資を除く)の寄与度が+3.3%ポイント(pt)と前期の+3.0%ptより回復し、純輸出も+4.3%ptと前期の▲4.4%ptより大きく反発したものの、在庫投資が▲4.4%ptと前期の+2.9%ptより急落し成長率を抑制(図1右)。前年同様に輸出が急落した際に意図せざる在庫の増加が生じたことからの反動(ベース効果)に加え、金価格が上昇するとともに国内の金の在庫を輸出する動きが加速し在庫を押し下げました。一見すると、変動の大きい在庫投資が落込んだことによる一時的な景気鈍化に見えるものの、金輸出の急伸が財輸出をかさ上げし純輸出の寄与度を押し上げた面も強い模様。金輸出の動きの影響を除けば、「総輸出の鈍化に伴って製造業生産が落込み、成長率が押し下げられた」というのが実態とみられます。

【図1】7-9月期のGDPは前期比年率+0.4%にまで鈍化(左)



【図2】製造業生産は2期連続でマイナスの伸び(左)



● 自動車販売の低迷等から民間消費が鈍化

民間消費は前年比+4.2%と前期の+4.6%より鈍化しました。自動車購入が同▲2.6%と前期の+2.7%より落込み、食品や衣服・履物など非耐久財の消費も鈍化。農業所得の改善や消費者物価の低下に伴う購買力の改善といった追い風はあれど、雇用環境と消費者信頼感の悪化(図3)が重しとなりました。政府消費は同+1.8%と前期の+1.1%より加速。社会保障給付が落込んだ一方、財サービス購入が加速しました。固定資本投資は同+2.8%と前期の+1.9%より加速しました。バンコクと地方都市の住宅建設の低迷を受けて民間建設が+0.0%と前期の+0.9%より鈍化した一方、公的建設は同+5.1%と前期の+5.8%を下回りつつ堅調。国有企業の建設投資が好調で、国際空港の拡張、水供給の改善、バンコク地下鉄オレンジ線の建設等が総投資を押し上げました。民間設備は同+3.1%と前期の+2.4%より加速。鉄道車両や船舶など運輸機器の購入が伸びた影響です。

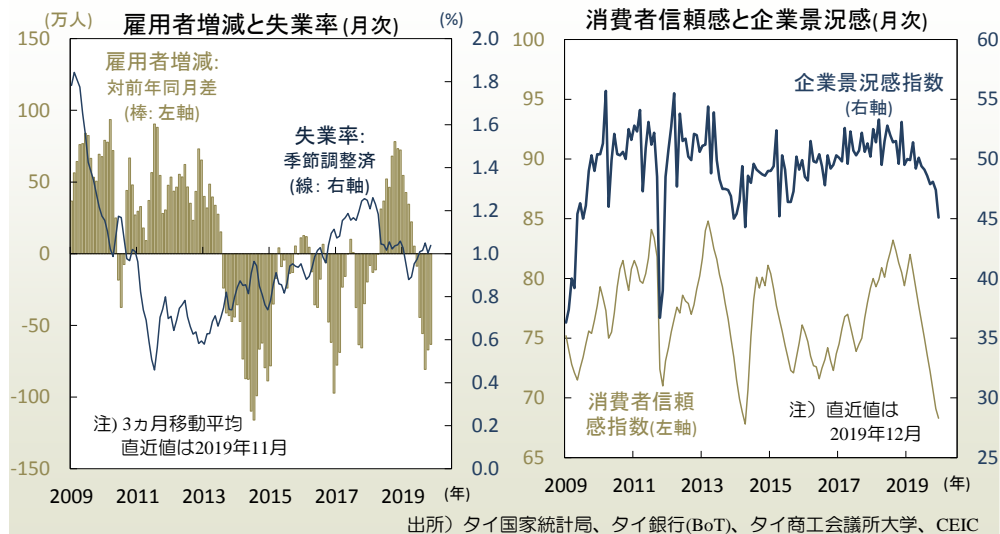
外需では、総輸出が同▲1.0%と前期の▲7.9%より下げ幅を縮小。海外からの来訪者数の伸びが同+7.2%と前期の+1.4%より上昇し(図4左)、サービス輸出が同▲3.2%と前期の▲14.7%より下げ幅を縮小しました。財輸出も同▲0.3%と前期の▲5.8%より下げ幅を縮めたものの、主に金価格の上昇に伴う金輸出の急増によります(図4右)。

● 輸出の低迷に伴って製造業生産の下げ幅が拡大

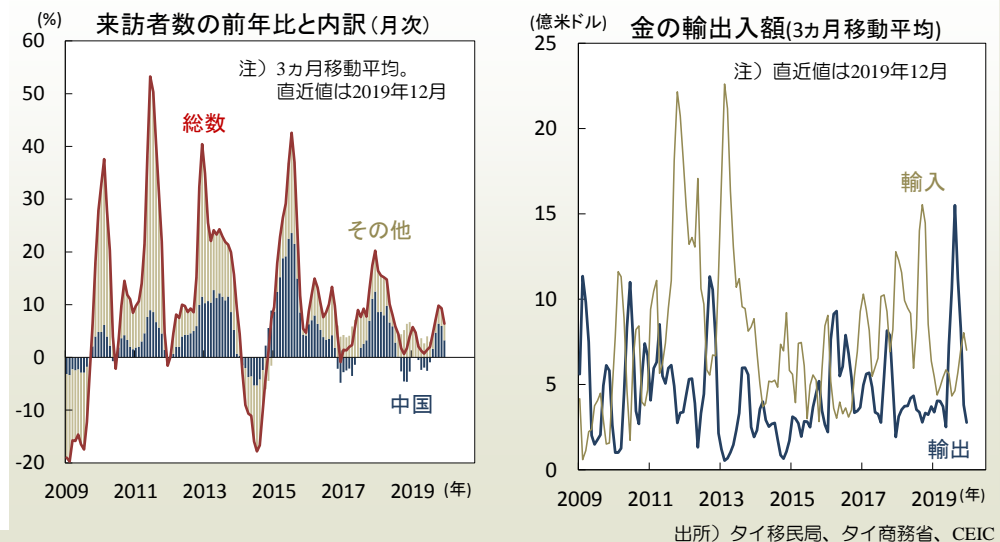
総輸入は同▲6.8%と前期の▲2.6%より下げ幅を広げました。財輸入が同▲7.7%と前期の▲3.4%より下げ幅を拡大。電子部門生産の低迷に伴って集積回路(IC)や電子部品など中間財の輸入が落込み、資本財や燃料の輸入の伸びも鈍化しました。この結果、純輸出の寄与度は+4.3%ptと前期の▲4.4%ptより反発しました。

生産側では、来訪者数の増加に伴ってサービス部門が加速し農林漁業も反発したものの、輸出の低迷に悩む製造業が下げ幅を広げました(図2左)。農林漁業は同+1.5%と前期の▲1.3%より反発。天候不順に伴う東部の洪水と水不足などからコメやトウモロコシの生産が鈍化したものの、野菜、天然ゴム、油やしの生産が拡大しました。鉱業は同+8.6%と前期の+6.3%より加速。天然ガスと原油生産が拡大した影響です。製造業は同▲1.5%と前期の▲0.2%より下げ幅が拡大。食品や革製品や家具など軽工業が加速した一方、原材料や資本財の下げ幅が拡大しました。輸出の低迷に伴ってコンピュータ・部品や機械・設備の伸びが鈍化し、乗用車・商用車の国内販売が落込んだ影響で運輸機器の生産も低迷。川下部門の需要や外需が鈍化したことに伴って、卑金属、精製燃料、ゴム・プラスチック製品も減速しました。

【図3】 落ち込む雇用者数の伸び(左)と低迷する消費者信頼感(右)



【図4】 7-9月期にかけて来訪者数が伸び(左)、金輸出が急伸(右)



● 来訪者の伸びを受けてサービス部門は加速

サービス部門は同+3.8%と前期の+3.5%より加速しました。卸売・小売や情報通信等が鈍化した一方、海外からの来訪者数の伸び率が上昇したことを受けて、観光関連部門が加速。飲食・宿泊が+6.6%と前期の+3.7%を上回り、空運や陸運の伸び率も上昇しました。また、金融・保険も+3.8%と前期の+1.8%より加速。ノンバンクによるクレジットカード貸付が伸びたこと等が背景です。

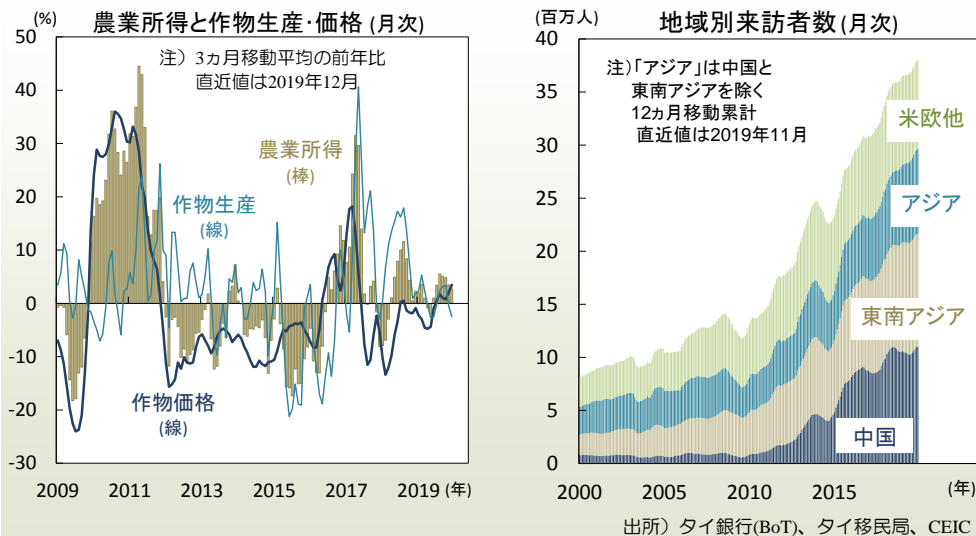
低迷する外需、悪化する雇用環境、政治的な不透明感などの重しから、今後も景気の低迷が続くでしょう。家計消費は、昨年前半に自動車販売が急伸したことからの反動や雇用の悪化等(図3左)によって下押しされる見込み。もっとも、農業所得の改善や消費者物価の低迷に伴う購買力の改善が、こうした下押し圧力のある程度を和らげるでしょう。作物生産と農産物価格の底打ちに伴って、農業所得の伸びは反発しています(図5左)。また、政府は農業所得保険制度を11月より再導入。主要作物の最低価格を設け、市場価格がこれを下回れば差額を給付します。コメ農家35万世帯と天然ゴム農家140万世帯が対象で、給付総額は前者が940億バーツ、後者が240億バーツとなる見込みです。建設業は同+2.7%と前期の+3.4%より鈍化。民間住宅建設の低迷によります。

● 予算成立の遅延、来訪者の低迷、干ばつ等が景気を下押し

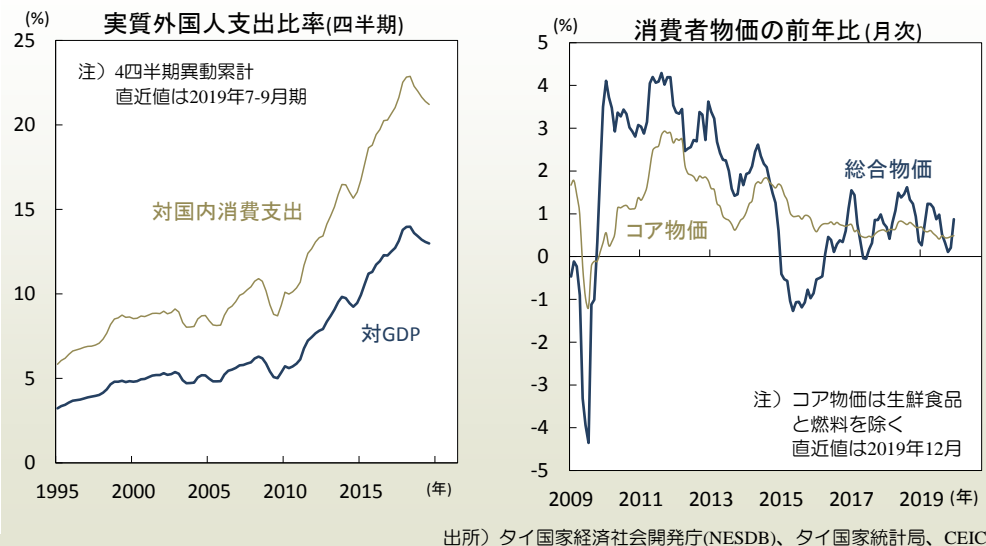
政府歳出の伸びは今後も低迷するでしょう。連立政権組閣の遅れなどから遅延してきた今年度予算(2019年10月～)は1月に成立したものの、下院で法案に賛成したはずの議員が登院していなかったことが判明。予算法の有効性を現在憲法裁判所が審査中です。政府は複数の財政刺激策を導入したものの、予算成立の遅れに伴う政府歳出の低迷を補うには至らない模様です。また、高水準の在庫と低い設備稼働率が製造業の投資を抑える見込みです。10-12月期の製造業生産は同▲6.9%と前期の▲4.3%より悪化しており、回復には時間がかかりそうです。加えて、新型肺炎の拡大に伴って中国政府は団体旅行を禁止。来訪者数の落込みは避けられません。中国は総来訪者総数の28%を占め(図5右)、うち6-7割が団体旅行による訪問。外国人支出は実質GDPの13%と大きく(図6左)、景気下押し圧力は小さくありません。加えて足元では干ばつも深刻化。主要な貯水池の貯水量は著しく低下しており、農業生産の下押しは不可避でしょう。

昨年通年の成長率は+2.4%前後と前年の+4.1%から鈍化したとみられます。今年は、財輸出の回復という追い風はあるものの、政府歳出の低迷や来訪者数の落込みや干ばつによる下押しもあり、成長率は+2.5%前後と昨年並みに低迷すると予想されます。

【図5】農業所得はプラスの伸び(左)、近年は中国からの来訪者が急増(右)



【図6】外国人支出のGDP比は近年上昇(左)、落ち着いた消費者物価(右)



● 物価目標レンジを下回り続ける消費者物価

内需が低迷する中、物価は極めて落ち着いています。1月2日、タイ政府は12月の消費者物価が前年比+0.9%と前月の+0.2%より上昇したと公表(図6右)。燃料が同+0.0%と前月の▲4.7%より上昇した影響です。前年同月には、国際燃料価格の急速な下落などを受けて燃料の国内小売価格も低下しており、今回その反動(ベース効果)が同物価の前年比を押し上げました(図7左)。食品は同+1.7%と前月の+1.5%より小幅に上昇した一方、生鮮食品と燃料を除くコア物価は同+0.5%と前月と同率。内需が低迷する中、需要側からの物価上昇圧力は見られません。昨年通年の物価上昇率は+0.7%と前年の+1.1%より低下。タイ銀行(BoT)は2015年に物価目標の対象をコア物価から総合物価に変更したものの、以降5年間のうち4年間は物価が目標下限の+1%を下回りました。

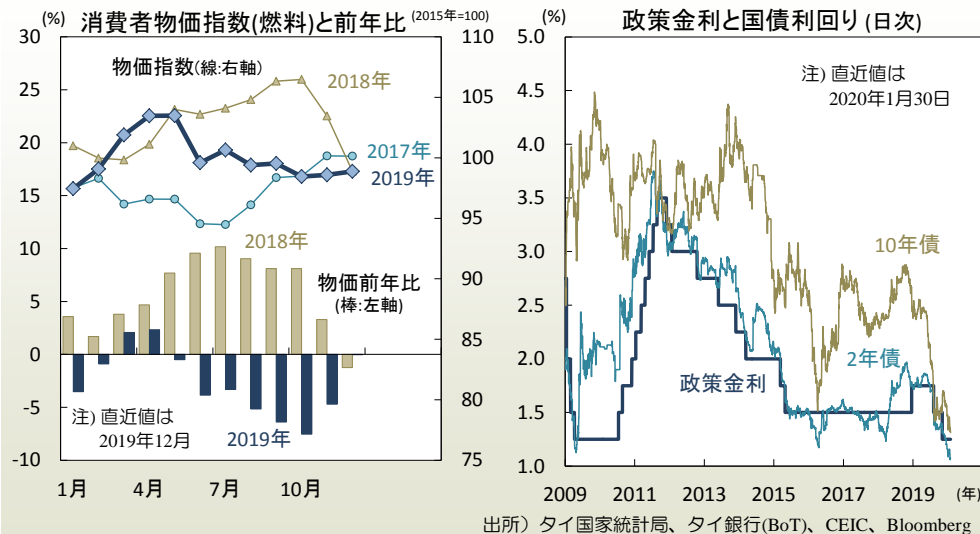
景気と物価が低迷する中、BoTは金利を低く抑えています。12月18日、BoTは政策金利を1.25%に維持。前回11月の利下げ(1.5%→1.25%)を経て金利を据置きました(図7右)。Bloomberg集計で23社全てが予想した通りの内容であり、決定は全会一致と、5対2で利下げを決めた前回とは異なりました。BoTは、今回、景気と物価の見通しを下方修正。前回の利下げの背景には景気物価見通しの悪化があったことを示唆しました。

● 中央銀行は景気と物価の見通しを下方修正

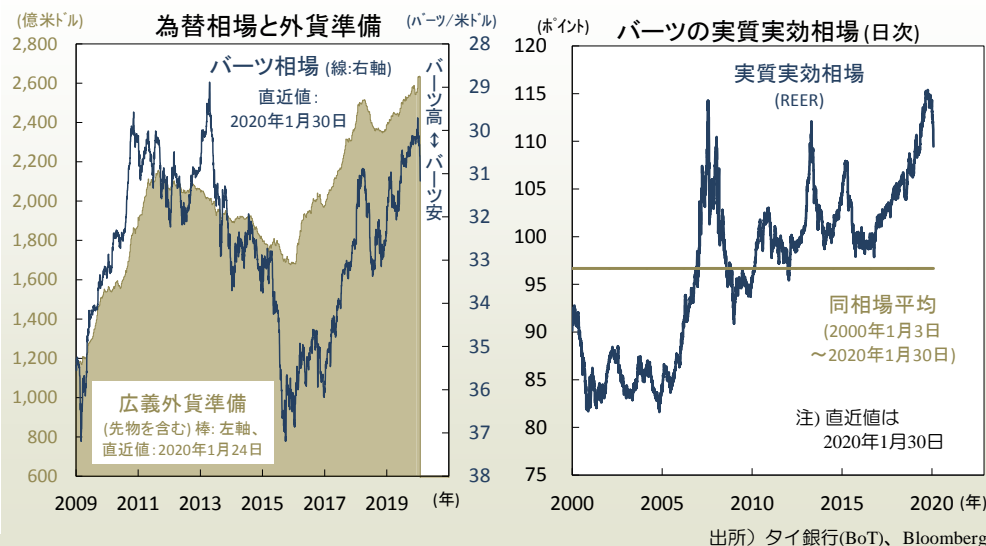
GDP成長率の予想は、2019年が+2.5%(前回9月:+2.8%)、2020年は+2.8%(同:+3.3%)へ下方修正。主に、輸出と民間投資見通しの大幅引下げによります。総合消費者物価上昇率の予想は2019年が+0.7%(同:+0.8%)、2020年は+0.8%(同:+1.0%)へ下方修正。BoTは、2年連続で物価目標の達成ができないであろうことを自ら認めました。

BoTの声明は、世界景気は安定し始め2020年のタイの輸出と景気の見通しを改善させたこと、前回の「通商対立に伴う国際貿易量の低迷」を懸念する記述を修正。しかし、輸出は前回予測より大きく落込んだ上に回復の速度も遅く、今後の経済成長率は潜在水準と前回予測を下回るだろうと、引き続き輸出に関しては慎重な見方を示しました。輸出低迷の背景としては、世界的な貿易量の鈍化に加え、前回みられなかった「製造業部門の構造変化に伴う輸出競争力への影響」に言及。後者は、主要な輸出部門である自動車・部品や電子部品に関するものでしょう。自動車製造工程の自動化や電気自動車の普及に伴う所要部品数の減少、電子部品に関しては技術変化ゆえに次の電子循環回復の恩恵が限られたものとなる可能性を指したものと考えられます。製造工程の自動化や自動車部品の減少は、雇用の悪化にもつながるとみられます。

【図7】2018年末には燃料物価が低下(左)、12月には政策金利を据置き(右)



【図8】パーツの対ドル相場(左)と実質実効相場(右)は近年持続的に上昇



● 2020年より物価目標レンジを引き下げ

内需については、公的支出と民間投資が前回予想を下回るとし、国有企業による投資や官民協働(PPP)型インフラ投資の一部の遅れが原因と指摘。民間消費についても、輸出企業を中心に悪化する雇用・所得環境や高水準の家計債務が重しになるとしました。声明は、物価は2020年も目標を下回る見通しであり、世界景気と燃料価格の低迷が背景であると説明。加えて、長引く低物価の一因は経済構造の変化であるとし、(a)電子商取引の拡大、(b)価格競争の激化、(c)技術進歩による生産コストの低下等を背景として挙げました。12月24日には政府が2020年の物価目標を閣議決定。BoTと財務省による原案どおり、目標は、従来の「 $+2.5 \pm 1.5\%$ 」(+1~4%)から「 $+1 \sim 3\%$ 」に変更されました。構造的な物価上昇率低下の影響(上記a~c)も考慮した決定と思われる。

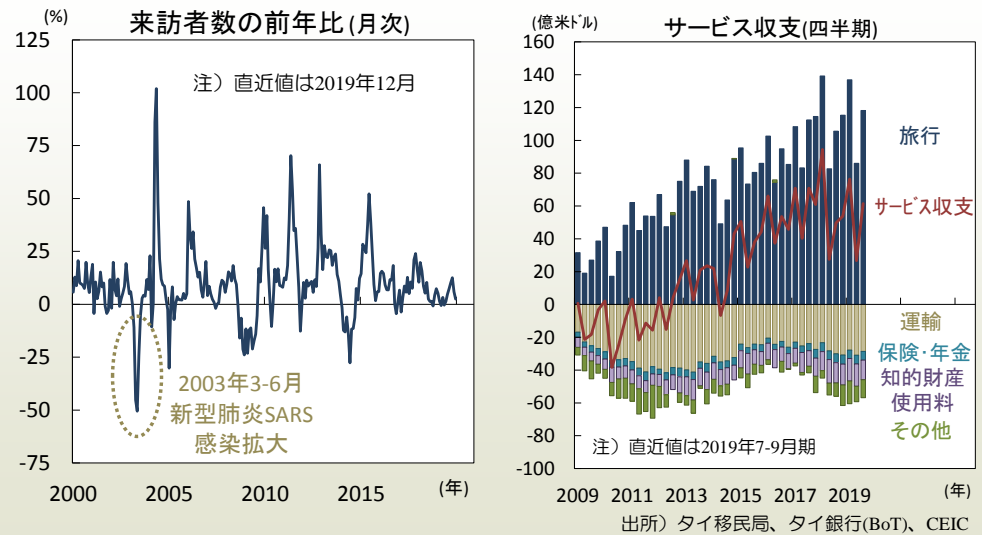
声明は、パーツ相場について、前回合意以降はおおむね横ばいだが「上下に変動するようになり域内通貨と同様の動き」であると、昨年年初以降のパーツ独歩高の動きがひとまず終息したことを素直に歓迎。もっとも「貿易相手国の通貨に対するパーツの上昇を懸念し、為替相場と資本の動きを注視する」、導入済の対外投資促進策の効果を注視し、「追加措置が必要かを検討する」と、前回と同様の文言を残しました。

● 早ければ今年2月、遅くとも6月には追加利下げを実施か

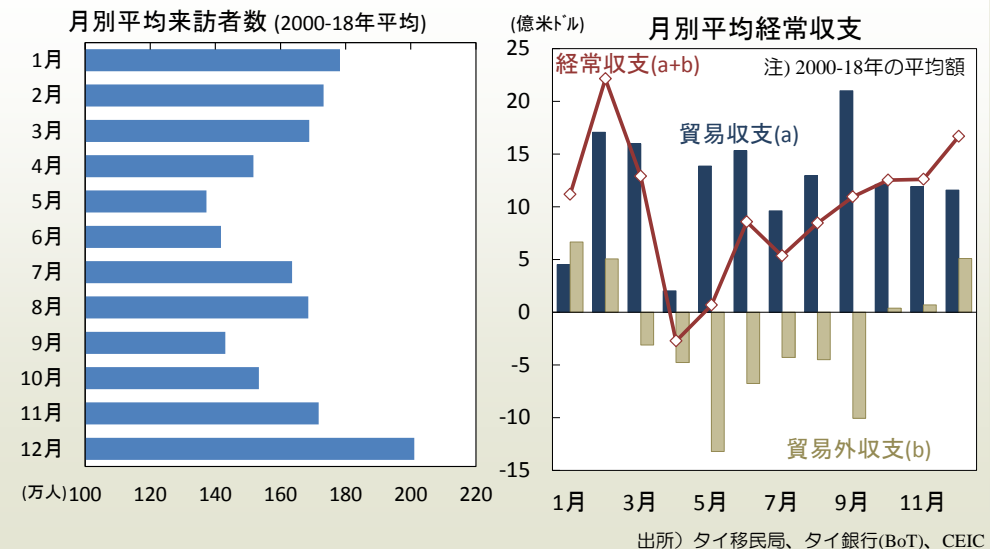
声明は、金融システムの安定性について、前回の文言をほぼ踏襲。現在は安定的であるものの、将来のもろさにつながり得るリスクを注視するとし、中小企業向け貸付の質が悪化する可能性などに言及しました。また、前回と同様にミクロとマクロの健全性規制を適切に組み合わせて金融の安定性を保つべきとしました。

声明は、前回と同様に「今後は景気、物価、金融面の安定性を注視し政策を運営」と記述。一方、前回の利下げ時に削られた「適切な政策手段を使えるよう備える」という一文が復活しており、将来の追加利下げの可能性を排除していない模様です。現在の政策金利は史上最低水準であるものの、BoT高官は政策金利に「魔法の数字はない」と発言し、追加利下げ余地はないとの観測を否定。前回利下げ時の反対者2名が訴えた通り「将来のリスクに備えて限られた政策(利下げ)余地を温存すべき」という考えはあるものの、更なる景気物価見通しの悪化があれば追加利下げをためらわないとみられます。BoTは景気と物価や金融システム・リスクの動向を注視しつつ、限られた追加利下げ余地を使うべきかを慎重に見極めるでしょう。今年2月から6月までに0.25%ptの利下げが行われ、政策金利は1%と過去最低を更新する可能性が高いと考えられます。

【図9】2003年の新型肺炎SARS発生時にも来訪者数が急減(左)



【図10】来訪者数が増える年末年始(左)には経常黒字が拡大(右)



● 今年初来、パーツは主要アジア通貨で最大の下落率

通貨パーツは、昨年対米ドルで+8.6%上昇(図8左)主要アジア最強通貨の地位を獲得。しかし、今年は年初から1月30日にかけて▲3.7%下落し最弱通貨に転落しました。

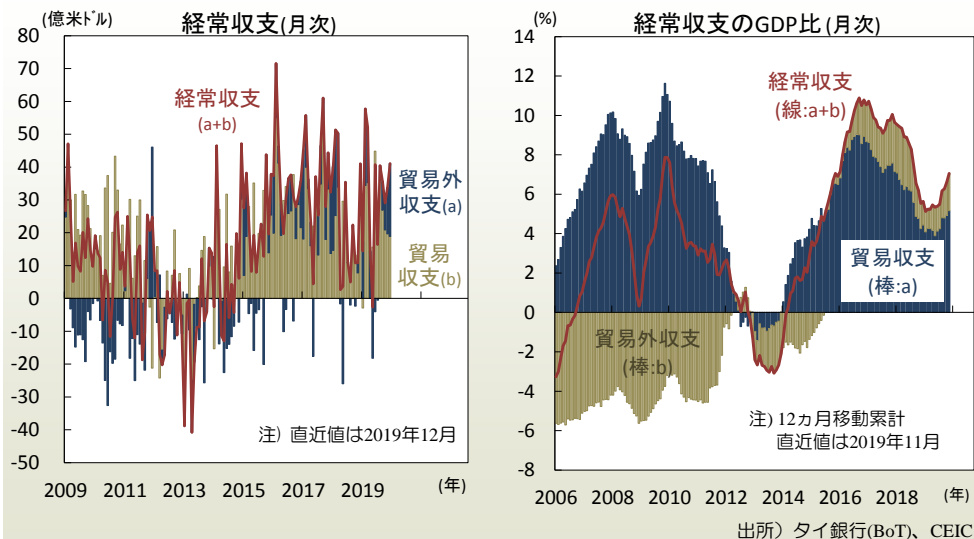
年初来のパーツ低迷の背景は、(a)中国からの来訪者減少に伴う経常収支悪化の懸念、(b)パーツ高を懸念し相場上昇の抑制を図る中央銀行の姿勢、(c)米中通商合意に伴うリスク選好の高まりと逃避先通貨としてのパーツへの需要の減退などであると考えられます。(a)前述の通り、新型肺炎の感染拡大を受けて中国政府は団体旅行等を禁止。同国からの来訪者数が減少することに伴って旅行収支の悪化は不可避でしょう。同国の旅行収支黒字(昨年9月まで12カ月間)は456億ドルと(図9右)、GDPの8.6%に相当し経常黒字の同6.3%を超過。多額の経常黒字の源泉と言えます。例年、年末から年初にかけては同国の観光シーズンであり、季節的に来訪者数が増加し経常収支が改善(図10)。しかし、今年は来訪者数が低迷するため、これまでのパーツ高の原動力となってきた経常黒字の拡大は起こらないとみられます。(b)また、BoTはパーツ相場の上昇を懸念しこれをけん制。相場上昇局面でドル買い介入を行うとともに、居住者による对外投资を自由化することを通じて資本流出を促してきました。

● 新型肺炎ショックに伴う来訪者低迷がパーツを下押しか

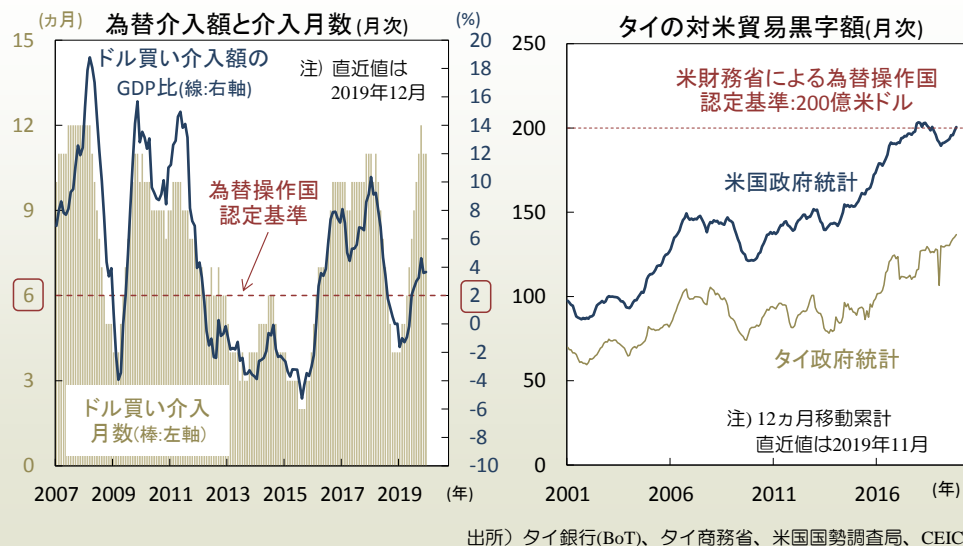
近年パーツは持続的に上昇しており、2015年末から2019年末にかけて対米ドルで20.4%上昇と(図8左)、ロシア(+18.7%)を上回り主要新興国で最高の騰落率。持続的なパーツ高は、資本流入ではなく多額の経常黒字によります。同じ経常黒字国である韓国や台湾の場合は、年金基金や保険会社などの機関投資家が多額の海外証券投資を通じて経常黒字を対外還流させ国際収支黒字を圧縮。しかし、タイにはこうした巨大な投資家がおらず、多額の経常黒字が国際収支黒字を押し上げパーツ高を促してきました。

直物相場は昨年12月27日の1ドル30.160パーツから今年1月1日に一時同29.542パーツまで2.1%上昇。流動性の乏しい年末年始に大口のドル売りがあった模様です。BoT幹部は節目の30パーツを超えるパーツ高に懸念を表明しました。なお、今年1月に米財務省が公表した為替政策報告書は、タイを監視国に指定せず。経常黒字は高水準で為替介入に伴う外貨準備の増加も大きかったものの(図11右、図12左)、対米黒字額はわずかに操作国認定基準を下回りました(図12右)。ドル買い介入や口先介入を行うことに対するBoTの心理的抵抗感は低下したと思われます。来訪者減少に伴う経常収支の悪化が見込まれる中、パーツは当面やや軟調に推移すると予想されます。(入村)

【図11】経常黒字が近年拡大し(左)、GDP比は7%と高水準(右)



【図12】ドル買い介入による外貨準備増加等は為替操作国基準に抵触(左)



【ロシア】原油高への反発を予想、産油国のロシアは恩恵を受けやすい

● 軟調な原油価格は中東リスクや景気回復期待で上昇予想

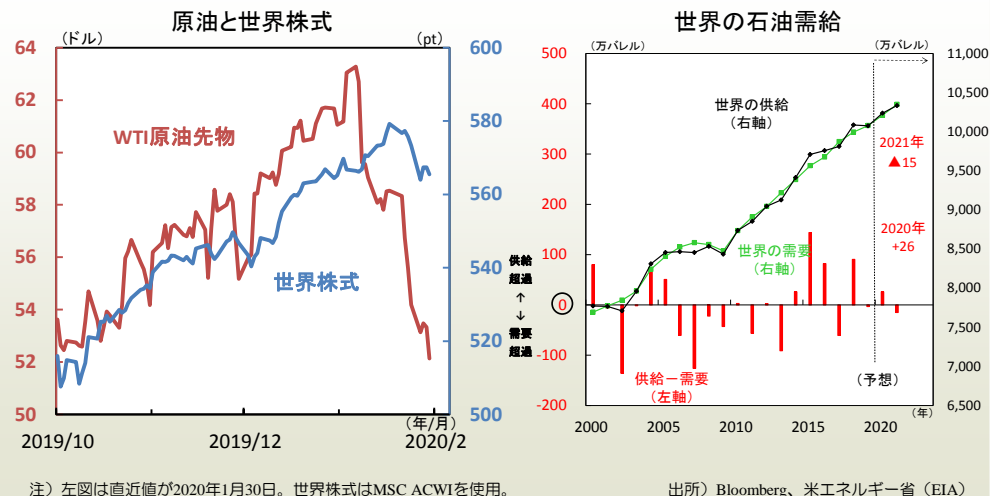
原油価格が軟調です。12月のOPEC総会で追加減産が決まり1バレル60ドルを突破するも、年明け以降は急落しています。コロナウイルスによる新型肺炎の拡大で、経済活動が停滞するとの懸念が、原油安に影響しているとみられます。一方で株価は底堅く推移しており、原油価格の下落が市場では際立っています(図1左)。今後の原油価格はどのように推移するか。本稿では、原油市況や関連する中東情勢を整理し、主要産油国であるロシアの経済物価動向を確認、ロシアの金融政策や通貨を展望します。

年初来でWTI原油先物は14%超下落しています。ただ年明け時は、米国とイランの関係悪化を受け、1月8日に一時65ドルを突破しました。イランの革命軍司令官を米国が殺害し、イランはイラクにある米軍基地を攻撃。一部では第三次世界大戦の可能性が指摘されるなど、中東の地政学リスクが急速に高まりました。その後は、イランの攻撃による死傷者がいなかったことなどから、米国から報復は行われず、事態は沈静化しました。ただ今後は2月にイラン議会選、3月にイスラエル議会選、11月に米国の大統領選・議会選を控えていることもあり、情勢の変化には注意が必要です。

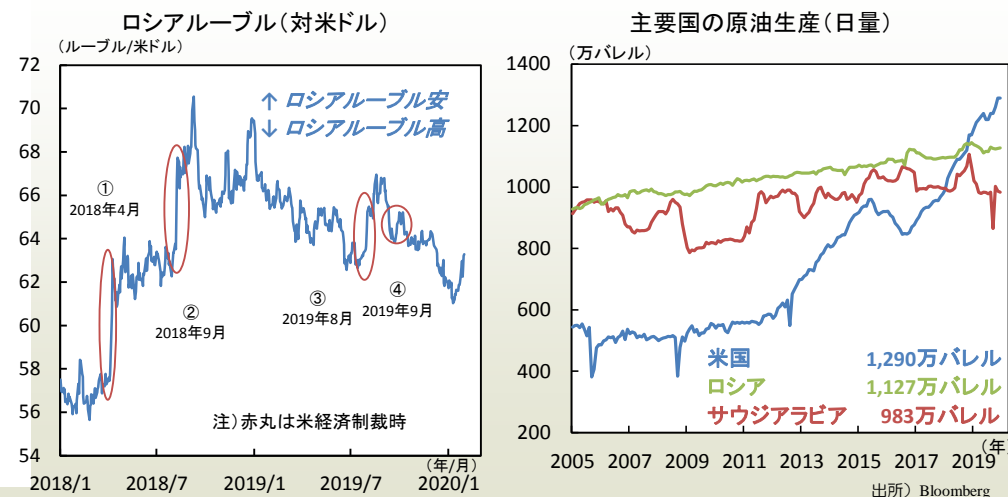
イランやイスラエルの選挙に加え、3月に予定される臨時OPEC総会が原油市況をみるうえで重要です。12月の総会時に比べ、原油価格は下落しており、OPECがさらなる減産を決定する可能性は高いとみています。2020年の石油需給環境は、米エネルギー省(EIA)がほぼ均衡、国際エネルギー機関(IEA)が需給悪化と、まちまちな見通しとなっています。IEAの予想は需要見通しの悪化を前提としているとみられるものの、IMFの世界成長率見通しは2020年が3.3%と2019年の2.9%より加速、米中貿易摩擦の第1弾合意などをふまえると、石油需要は底堅いとみています。まだ中東情勢への懸念も残るなかでは、原油価格が反発する可能性のほうが高いとみられます。

足元のロシアルーブルは対米ドルで、1月10日につけた61ルーブルの直近高値から、原油安を受けて下落しています。仮に原油価格が反発して上昇するとみるならば、産油国であるロシアも恩恵を受けやすいとみられます。2018年の米国による経済制裁で急落したルーブルですが、まだ下落分を回復していません。経済制裁が解除されていないこともルーブルが安値で留まる要因とみられますが、中東リスクの高まりなどによりロシアの相対的な影響力が拡大している現状では、追加制裁の懸念も限定的とみられ、高金利のロシアルーブルが選好される展開はあるとみています。

【図1】対株式で原油価格の下落が目立つ、EIAは需給がほぼ均衡の予想



【図2】2018年は制裁でルーブル安も2019年に反発、ロシアは重要な産油国



● 景気は底堅い、欧州への新たなパイプラインもプラス要因

ロシアの7-9月期GDP成長率は前年比+1.7%と1-3月期の同+0.5%、4-6月期の+0.9%から加速しました(図3左)。家計消費が底堅く、純輸出のマイナスが縮小、在庫投資などのその他がプラスに寄与しました。純輸出は、輸出のマイナス幅が4-6月期の▲4.9%から▲1.1%に縮小し、堅調な内需から輸入が回復(+0.1%から+0.4%)しています。

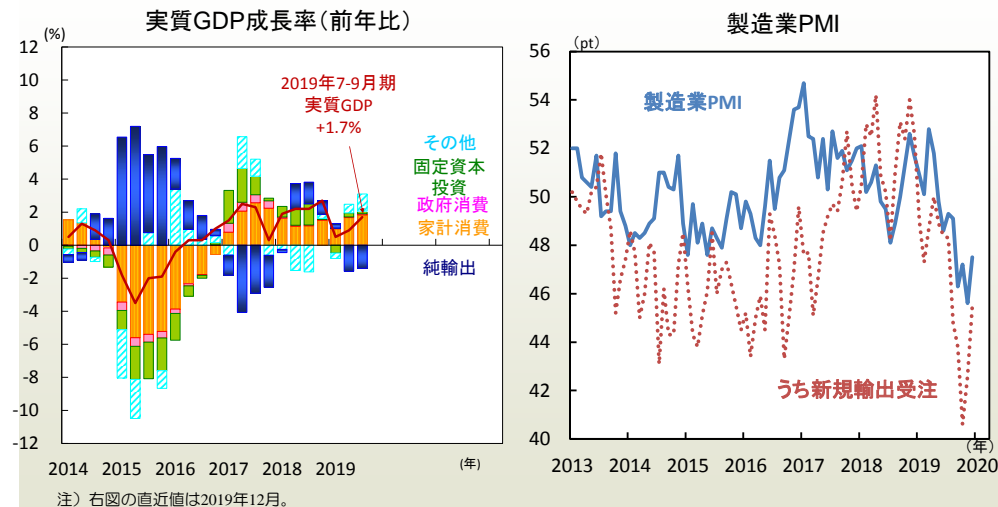
悪化していた企業景況感は足元で底打ちの兆しも見られます(図3右)。製造業PMIは11月に45.6まで低下していましたが、12月には47.5へと反発。内訳をみると新規輸出受注が、10月の40.6から、11月に42.6、12月に45.5と急回復しているのが寄与しています。これはロシアの主要輸出先である欧州と中国への景気悪化懸念に一服感ができたことが背景とみられます。またロシアから欧州への新たな天然ガス・パイプライン「トルコ・ストリーム」の開通も寄与したとも考えられます(2020年1月8日の開通式により稼働開始)。同パイプラインは黒海を経由し、輸送能力は年間315億立方メートルで半分をトルコ、残りを欧州に供給する計画です。既存のバルト海を経由する「ノルド・ストリーム」に続く新たなパイプラインの誕生により、欧州とロシアの経済的な関係性が高まり、政治的な対立の抑止力になることが期待されます。

● 連続利下げは2020年も続く模様、債券価格の上昇に期待

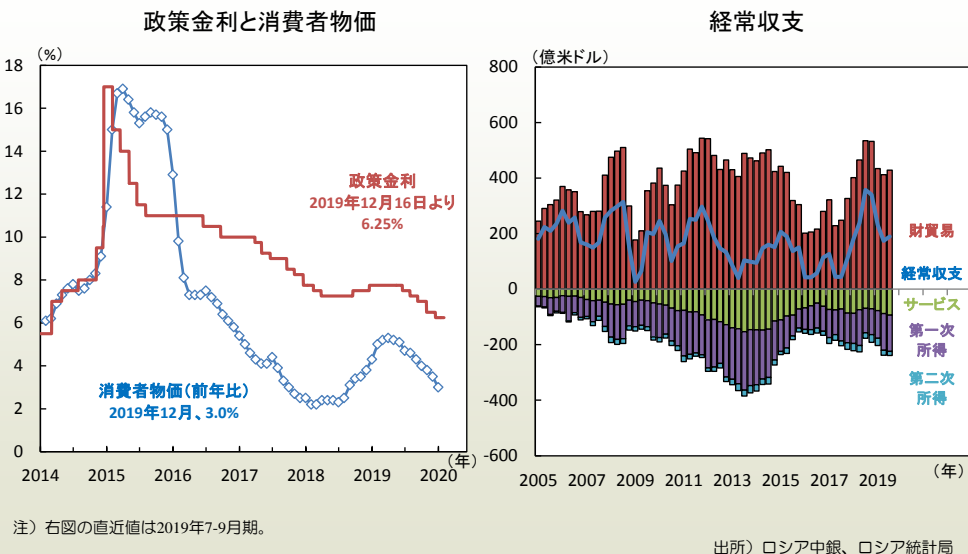
ロシア中銀は2019年6月の会合より利下げに転じ、5会合連続で利下げが行われました(図4左)。0.50%の利下げが1回(10月)、0.25%の利下げが4回行われ、政策金利は6.25%となりました。足元の金利水準は、2018年の制裁前の7.25%を既に下回っています。12月の会合では2020年前半に利下げを行う意向が示されており、次回2月7日の会合でも0.25%ptの利下げが予想されています。成長率は足元で加速はみられるものの、過去と比べると依然低水準に留まり、物価も中銀の目標を下回っていることから、利下げ観測が高まっているとみられます。また原油価格が足元で急落していることも、实体经济への悪影響を配慮した、予防的な利下げの必要性を高めています。

中東情勢の懸念が残るなかでも、株価が底堅い一方、原油価格の軟調さが目立ちます。足元では新型コロナウイルスによる影響が懸念されていますが、今後は不透明感が後退する中では原油価格も徐々に上昇(または中東リスクで急上昇)するとみえています。仮に新型コロナウイルスの懸念が増すとしても、経常黒字国であるロシア(図4右)は他の新興国と比べると経済の安定性は高いとみられます。引き続き利下げによる債券価格の上昇が期待される中では、ロシアルーブルは底堅く推移するとみえています。(永峯)

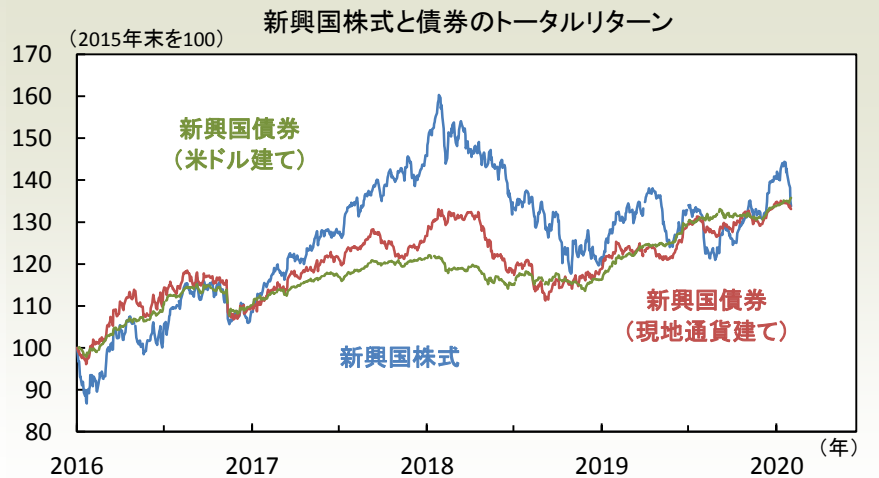
【図3】成長率は加速、企業景況感は新規輸出受注が改善



【図4】ロシア中銀は5会合連続で利下げ、経常黒字は経済の安定に寄与

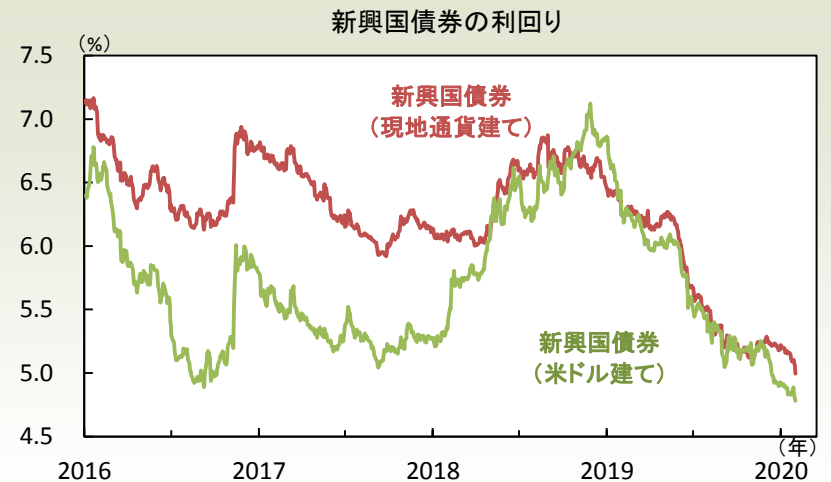


【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の株式と債券



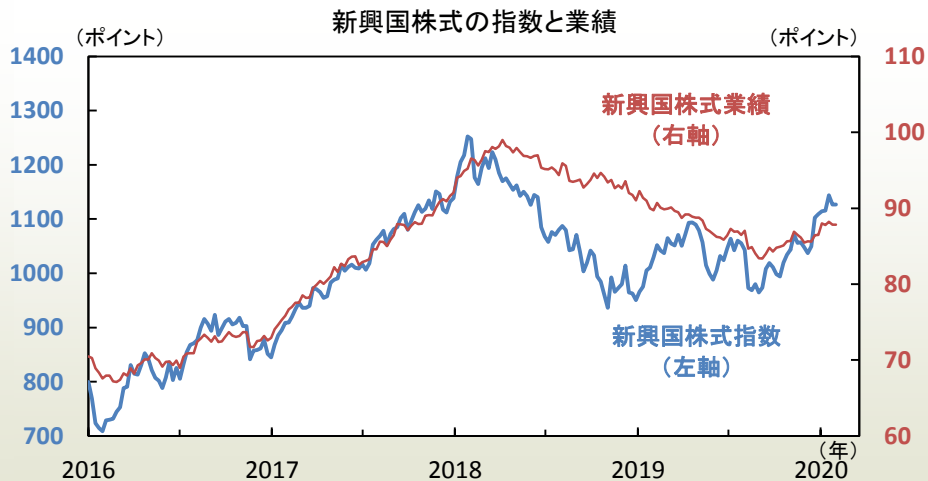
注：直近値は1月31日。株式はMSCI Emerging、新興国債券の米ドル建てはEMBI、現地通貨建てはGBI EM GD。

出所) MSCI、JP Morgan



注：直近値は1月31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



注：直近値は1月31日。新興国株式指数はMSCI Emerging、業績は12か月先の予想EPS。

出所) MSCI、Thomson Reuters Datastream



注：直近値は1月31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		
		1月	12月	11月	10月	2020年	2019年	2018年	1月	12月	11月	10月	2020年	2019年	2018年
●地域別															
アジア	73.6	▲ 3.9%	5.8%	0.9%	3.5%	▲ 3.9%	16.5%	▲ 15.0%	▲ 4.5%	6.9%	0.5%	4.4%	▲ 4.5%	16.6%	▲ 17.3%
中国	34.6	▲ 5.0%	7.9%	1.7%	3.9%	▲ 5.0%	20.6%	▲ 20.3%	▲ 4.8%	8.3%	1.8%	4.0%	▲ 4.8%	20.9%	▲ 20.4%
韓国	11.6	▲ 2.4%	6.6%	0.0%	1.7%	▲ 2.4%	14.4%	▲ 19.3%	▲ 5.3%	8.9%	▲ 1.5%	4.6%	▲ 5.3%	10.4%	▲ 22.6%
台湾	11.4	▲ 4.0%	5.3%	1.8%	6.1%	▲ 4.0%	28.3%	▲ 8.9%	▲ 4.7%	7.2%	1.5%	8.1%	▲ 4.7%	31.5%	▲ 11.8%
インド	8.9	▲ 0.8%	1.0%	0.5%	4.2%	▲ 0.8%	8.5%	▲ 0.2%	▲ 0.8%	1.5%	▲ 0.6%	4.1%	▲ 0.8%	6.1%	▲ 8.8%
インドネシア	2.0	▲ 4.4%	5.3%	▲ 2.4%	1.6%	▲ 4.4%	3.0%	▲ 5.9%	▲ 2.8%	7.0%	▲ 2.8%	2.7%	▲ 2.8%	6.7%	▲ 11.2%
中東欧アフリカ	12.3	▲ 1.9%	4.2%	▲ 0.7%	1.5%	▲ 1.9%	8.5%	▲ 7.1%	▲ 4.9%	6.8%	▲ 0.2%	2.5%	▲ 4.9%	11.3%	▲ 18.8%
南アフリカ	4.6	▲ 2.2%	4.6%	▲ 2.9%	2.3%	▲ 2.2%	4.4%	▲ 14.6%	▲ 8.9%	9.6%	▲ 0.2%	3.0%	▲ 8.9%	7.4%	▲ 26.5%
ロシア	4.1	▲ 0.7%	4.1%	▲ 0.4%	6.6%	▲ 0.7%	28.2%	11.3%	▲ 3.2%	7.3%	▲ 0.7%	7.8%	▲ 3.2%	41.0%	▲ 5.3%
中南米	11.3	▲ 1.3%	4.9%	▲ 0.0%	1.1%	▲ 1.3%	15.9%	0.8%	▲ 5.7%	9.8%	▲ 4.3%	4.1%	▲ 5.7%	13.7%	▲ 9.3%
ブラジル	7.3	▲ 1.8%	6.2%	0.6%	2.1%	▲ 1.8%	26.7%	12.3%	▲ 7.6%	11.6%	▲ 4.5%	5.9%	▲ 7.6%	22.1%	▲ 3.9%
メキシコ	2.5	1.5%	1.3%	▲ 1.0%	0.5%	1.5%	3.6%	▲ 16.9%	1.4%	4.6%	▲ 2.7%	3.5%	1.4%	8.0%	▲ 17.4%
●業種別															
金融	23.8	▲ 5.0%	4.7%	▲ 0.2%	2.5%	▲ 5.0%	8.6%	▲ 6.2%	▲ 6.4%	6.6%	▲ 1.0%	3.7%	▲ 6.4%	8.8%	▲ 11.7%
情報技術	16.1	▲ 1.0%	8.6%	1.0%	4.8%	▲ 1.0%	38.0%	▲ 18.8%	▲ 2.4%	10.5%	0.3%	6.8%	▲ 2.4%	37.6%	▲ 20.6%
電気通信	11.5	▲ 1.1%	7.1%	1.6%	▲ 0.8%	▲ 1.1%	8.5%	▲ 13.9%	▲ 1.5%	8.2%	1.4%	▲ 0.1%	▲ 1.5%	9.5%	▲ 17.9%
一般消費財	14.3	▲ 2.5%	5.2%	3.9%	5.0%	▲ 2.5%	35.0%	▲ 29.5%	▲ 3.6%	6.3%	3.7%	5.7%	▲ 3.6%	34.0%	▲ 33.3%
エネルギー	7.0	▲ 6.5%	2.4%	▲ 1.3%	5.4%	▲ 6.5%	12.3%	10.3%	▲ 8.4%	4.7%	▲ 2.5%	6.7%	▲ 8.4%	14.9%	1.0%
素材	7.2	▲ 4.0%	6.6%	1.5%	0.1%	▲ 4.0%	1.7%	▲ 7.4%	▲ 6.3%	9.1%	0.4%	1.5%	▲ 6.3%	2.3%	▲ 14.4%
生活必需品	6.5	▲ 1.2%	0.9%	▲ 1.3%	0.0%	▲ 1.2%	8.5%	▲ 9.5%	▲ 3.0%	3.0%	▲ 2.4%	1.5%	▲ 3.0%	8.7%	▲ 15.3%
資本財	5.2	▲ 5.0%	4.7%	▲ 0.4%	1.1%	▲ 5.0%	5.2%	▲ 10.0%	▲ 6.4%	6.3%	▲ 1.4%	2.4%	▲ 6.4%	4.8%	▲ 14.2%
不動産	3.0	▲ 10.5%	9.4%	0.6%	4.5%	▲ 10.5%	17.3%	▲ 18.0%	▲ 11.1%	10.4%	0.7%	5.1%	▲ 11.1%	18.7%	▲ 20.5%
ヘルスケア	2.8	0.0%	5.1%	▲ 3.6%	11.1%	0.0%	3.4%	▲ 17.7%	▲ 1.4%	6.5%	▲ 4.2%	12.3%	▲ 1.4%	2.7%	▲ 21.5%
公益事業	2.7	▲ 1.8%	2.9%	▲ 2.8%	2.4%	▲ 1.8%	5.5%	▲ 1.4%	▲ 3.7%	5.1%	▲ 4.3%	3.4%	▲ 3.7%	5.0%	▲ 6.4%
全体	100.0	▲ 3.3%	5.5%	0.5%	2.9%	▲ 3.3%	15.1%	▲ 12.2%	▲ 4.7%	7.2%	▲ 0.2%	4.1%	▲ 4.7%	15.4%	▲ 16.6%
先進国(参考)	-	▲ 0.3%	2.2%	3.0%	1.8%	▲ 0.3%	24.9%	▲ 9.1%	▲ 0.7%	2.9%	2.6%	2.5%	▲ 0.7%	25.2%	▲ 10.4%

注)基準日は2020年1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	1月	12月	11月	10月	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
●地域別															
アジア	17.9	190	3.50	-	-	-	1.8%	0.8%	▲ 0.2%	0.4%	1.8%	13.9%	▲ 1.5%	8.5%	6.9%
中国	4.1	172	3.33	A1	A+	A+	1.9%	0.0%	0.2%	0.3%	1.9%	9.6%	0.8%	4.6%	3.7%
インドネシア	4.4	181	3.51	Baa2	BBB	BBB	1.4%	0.9%	0.3%	0.2%	1.4%	18.5%	▲ 3.1%	11.6%	12.2%
フィリピン	3.0	83	2.45	Baa2	BBB+	BBB	2.5%	0.3%	0.1%	▲ 0.8%	2.5%	15.5%	▲ 0.7%	5.9%	3.2%
マレーシア	2.0	109	2.74	A3	A-	A-	2.8%	▲ 0.2%	0.3%	0.2%	2.8%	12.4%	▲ 0.9%	8.8%	4.7%
インド	0.7	131	2.70	Baa2	BBB-u	BBB-	1.6%	▲ 0.0%	▲ 0.0%	0.3%	1.6%	11.6%	▲ 0.5%	4.9%	2.0%
中東	17.1	321	4.83	-	-	-	0.4%	1.2%	▲ 0.8%	▲ 0.9%	0.4%	12.9%	▲ 6.4%	7.4%	7.3%
アフリカ	12.6	491	6.51	-	-	-	1.4%	3.1%	▲ 0.3%	0.8%	1.4%	20.6%	▲ 7.2%	13.7%	15.8%
南アフリカ	2.5	352	5.17	Baa3	BB	BB+	1.0%	1.5%	▲ 0.2%	▲ 0.1%	1.0%	15.0%	▲ 2.5%	7.1%	12.8%
欧州	20.4	225	3.84	-	-	-	2.4%	1.4%	0.6%	1.0%	2.4%	16.7%	▲ 2.0%	9.4%	6.7%
ロシア	3.4	150	3.18	Baa3	BBB-	BBB	2.0%	1.4%	1.7%	1.2%	2.0%	21.8%	▲ 2.1%	6.0%	9.2%
トルコ	3.5	369	5.28	B1	B+u	BB-	5.2%	2.2%	1.2%	0.9%	5.2%	14.5%	▲ 5.3%	11.9%	▲ 1.0%
ハンガリー	1.7	92	2.47	Baa3	BBB	BBB	1.3%	0.5%	0.3%	0.0%	1.3%	10.7%	▲ 0.4%	7.5%	4.3%
ポーランド	1.6	40	1.74	A2	A-	A-	0.6%	0.1%	0.3%	0.1%	0.6%	7.6%	0.7%	5.3%	2.6%
中南米	32.1	335	5.03	-	-	-	1.4%	3.2%	▲ 1.2%	0.2%	1.4%	14.1%	▲ 5.8%	11.4%	13.5%
メキシコ	4.8	308	4.81	A3	BBB+	BBB	2.8%	1.6%	▲ 0.2%	2.1%	2.8%	20.8%	▲ 6.3%	11.9%	6.9%
ブラジル	2.9	224	3.92	Ba2	BB-	BB-	2.8%	1.4%	▲ 0.4%	0.8%	2.8%	16.4%	0.8%	13.2%	20.6%
アルゼンチン	1.4	2,068	22.11	Caa2 *	CCC-	CC	▲ 8.1%	21.6%	2.0%	▲ 2.6%	▲ 8.1%	▲ 23.6%	▲ 22.2%	15.7%	15.4%
チリ	2.6	149	3.27	A1	A+	A	3.2%	0.0%	▲ 1.1%	▲ 0.2%	3.2%	14.7%	▲ 2.7%	9.6%	10.5%
ベネズエラ	0.0	16,553	166.92	WR	SD	WD	6.2%	▲ 0.1%	16.1%	▲ 9.4%	6.2%	▲ 55.1%	▲ 20.3%	▲ 34.4%	53.2%
●格付け別															
投資適格	54.1	160	3.31	-	-	-	2.3%	0.7%	0.2%	0.3%	2.3%	16.6%	▲ 2.4%	9.2%	7.0%
ハイイールド	45.9	524	6.80	-	-	-	0.6%	3.6%	▲ 1.3%	0.2%	0.6%	13.5%	▲ 6.2%	11.4%	13.7%
全体	100.0	315	4.78	-	-	-	1.5%	2.0%	▲ 0.5%	0.3%	1.5%	15.0%	▲ 4.3%	10.3%	10.2%

注)基準日は2020年1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

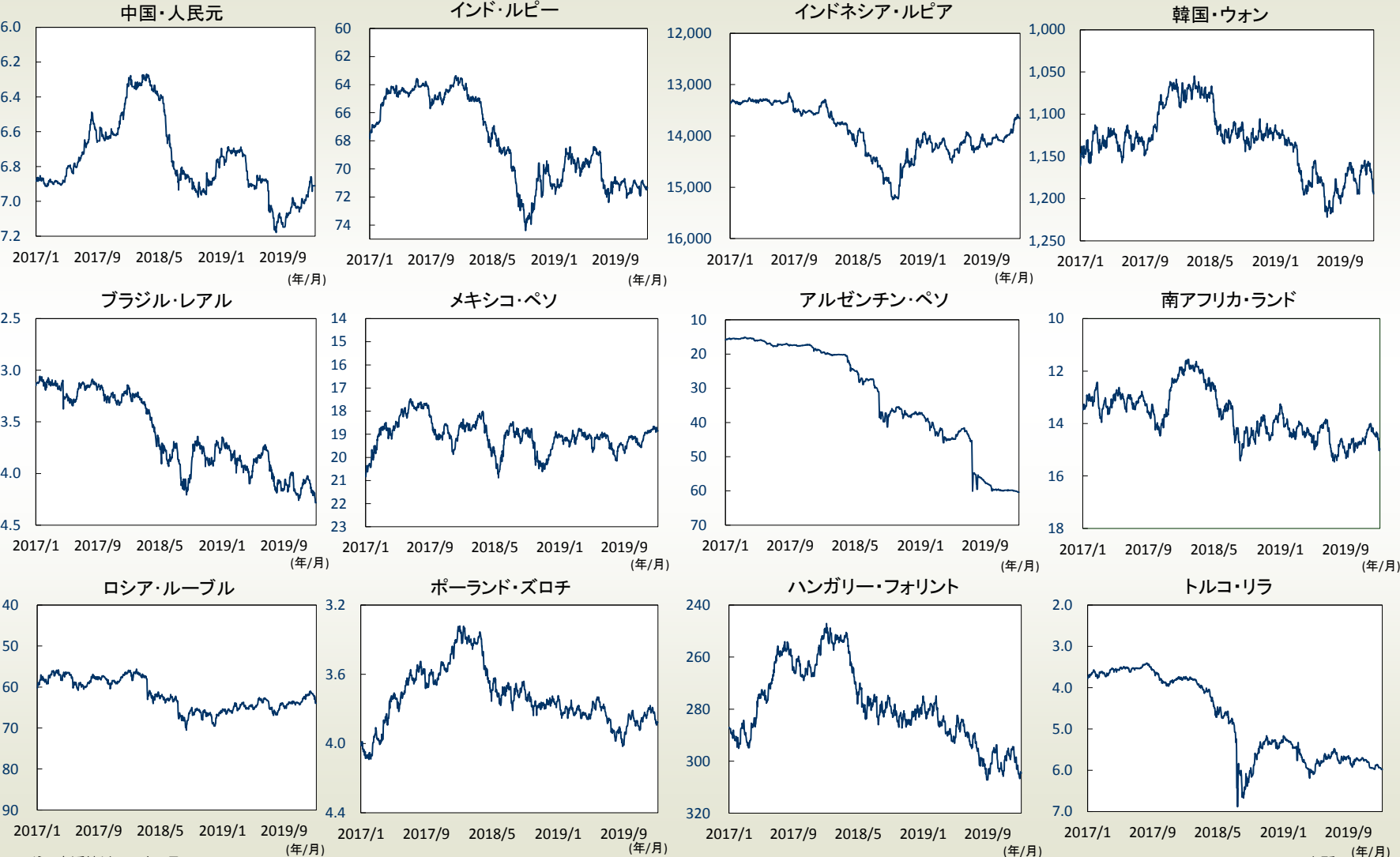
	ウェイト (%)	利回り (%)	格付け(現地通貨建)			投資収益率									
						現地通貨建					米ドル建				
						月間			年間		月間			年間	
						Moody's	S&P	Fitch	1月	12月	11月	2020年	2019年	1月	12月
アジア	26.0	3.77	-	-	-	1.5%	0.9%	▲ 0.2%	1.5%	11.6%	0.4%	2.6%	▲ 0.5%	0.4%	16.9%
インドネシア	10.0	6.91	Baa2	BBB	BBB	1.9%	1.1%	▲ 0.2%	1.9%	14.5%	3.6%	2.7%	▲ 0.7%	3.6%	18.6%
タイ	9.5	1.48	Baa1	A-	BBB+	1.1%	0.9%	▲ 0.8%	1.1%	10.9%	▲ 3.6%	2.5%	▲ 0.9%	▲ 3.6%	20.6%
マレーシア	6.4	3.14	A3	A	A-	1.5%	0.5%	0.5%	1.5%	7.7%	1.3%	2.6%	0.6%	1.3%	8.9%
フィリピン	0.2	4.15	Baa2	BBB+	BBB	1.6%	0.6%	0.4%	1.6%	18.6%	1.3%	0.9%	0.3%	1.3%	23.2%
中東アフリカ	9.1	9.47	-	-	-	1.1%	2.0%	0.1%	1.1%	10.2%	▲ 5.7%	6.9%	2.9%	▲ 5.7%	13.4%
南アフリカ	9.1	9.47	Baa3	BB+	BB+	1.1%	2.0%	0.1%	1.1%	10.2%	▲ 5.7%	6.9%	2.9%	▲ 5.7%	13.4%
欧州	32.1	3.72	-	-	-	1.2%	0.4%	0.4%	1.2%	11.7%	▲ 0.8%	2.6%	▲ 1.1%	▲ 0.8%	11.6%
ポーランド	9.0	1.89	A2	A	A-	0.2%	▲ 0.3%	0.1%	0.2%	4.0%	▲ 2.2%	3.0%	▲ 2.4%	▲ 2.2%	3.2%
ロシア	8.8	6.01	Baa3	BBB	BBB	1.0%	1.2%	0.7%	1.0%	20.0%	▲ 1.8%	4.8%	0.4%	▲ 1.8%	34.0%
トルコ	3.7	9.93	B1	BB-u	BB-	6.4%	2.0%	2.1%	6.4%	35.0%	5.8%	▲ 1.6%	1.6%	5.8%	20.7%
ハンガリー	3.7	1.28	Baa3	BBB	BBB	▲ 0.3%	▲ 0.2%	0.2%	▲ 0.3%	7.4%	▲ 3.6%	2.7%	▲ 2.8%	▲ 3.6%	2.3%
チェコ	4.2	1.45	Aa3	AA	AA-	0.8%	▲ 1.0%	▲ 0.4%	0.8%	2.8%	0.4%	1.4%	▲ 1.8%	0.4%	2.3%
ルーマニア	2.7	3.86	Baa3	BBB-	BBB-	0.8%	0.7%	▲ 0.6%	0.8%	5.3%	▲ 0.3%	2.5%	▲ 2.4%	▲ 0.3%	0.6%
中南米	32.9	5.56	-	-	-	1.7%	1.2%	▲ 1.0%	1.7%	14.0%	▲ 1.7%	6.1%	▲ 4.7%	▲ 1.7%	12.7%
メキシコ	10.0	6.71	A3	A-	BBB	1.9%	1.6%	▲ 0.9%	1.9%	18.8%	1.7%	4.9%	▲ 2.6%	1.7%	23.9%
ブラジル	10.0	6.03	Ba2	BB-	BB-	1.2%	0.6%	▲ 0.8%	1.2%	14.8%	▲ 4.7%	5.8%	▲ 5.8%	▲ 4.7%	10.6%
コロンビア	6.1	5.58	Baa2	BBB	BBB	2.5%	1.4%	▲ 1.7%	2.5%	9.3%	▲ 1.8%	8.9%	▲ 5.8%	▲ 1.8%	8.2%
ペルー	3.8	4.34	A3	A-	A-	2.5%	1.2%	▲ 0.5%	2.5%	16.1%	0.5%	3.9%	▲ 2.1%	0.5%	18.4%
チリ	2.6	3.43	A1	AA-	A	▲ 0.8%	1.4%	▲ 0.1%	▲ 0.8%	13.4%	▲ 6.8%	8.9%	▲ 8.3%	▲ 6.8%	4.7%
アルゼンチン	0.1	58.33	Caa2 *-	SD	WD	13.7%	47.9%	▲ 31.5%	13.7%	▲ 35.9%	▲ 2.1%	49.1%	▲ 26.3%	▲ 2.1%	▲ 66.9%
ウルグアイ	0.2	10.36	Baa2	BBB	BBB-	2.7%	2.3%	▲ 0.2%	2.7%	10.5%	2.3%	3.8%	▲ 1.4%	2.3%	▲ 4.3%
ドミニカ共和国	0.2	9.09	Ba3	BB-	BB-	1.2%	0.4%	0.6%	1.2%	-	1.2%	▲ 0.4%	0.3%	1.2%	-
全体	100.0	5.00	-	-	-	1.4%	0.9%	▲ 0.3%	1.4%	12.3%	▲ 1.3%	4.1%	▲ 1.8%	▲ 1.3%	13.5%
先進国(参考)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.6%	0.3%	▲ 1.2%	1.6%	5.9%

注)基準日は2020年1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

注) 直近値は2020年1月31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2月3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エマーシ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