

【インド】出張報告：新生モディ政権は、近年低迷するインド経済を蘇生できるのか	1ページ
【シンガポール】緩やかに拡大する景気	7ページ
【エマージング・マーケット・ウォッチ】	10ページ

【インド】出張報告：新生モディ政権は、近年低迷するインド経済を蘇生できるのか*

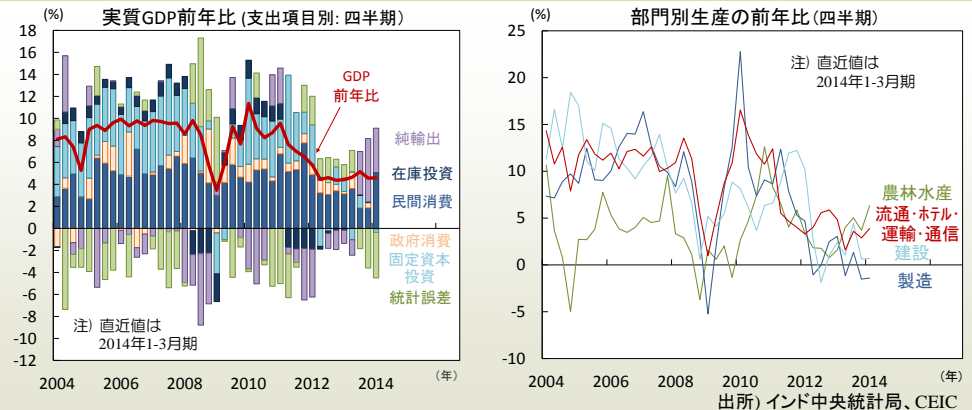
● 昨年度の実質GDP成長率は前年度に続き+5%台割れに

6月中旬、インドの投資環境調査のために同国に出張し中央銀行や民間金融機関と面談、また、同国への証券投資拠点としても機能するシンガポールの金融機関とも面談しました。本稿では、今後の政治経済動向とマクロ経済運営の方向性、金融市場の動向などに関する、政策当局関係者や市場参加者の見方などを紹介します。

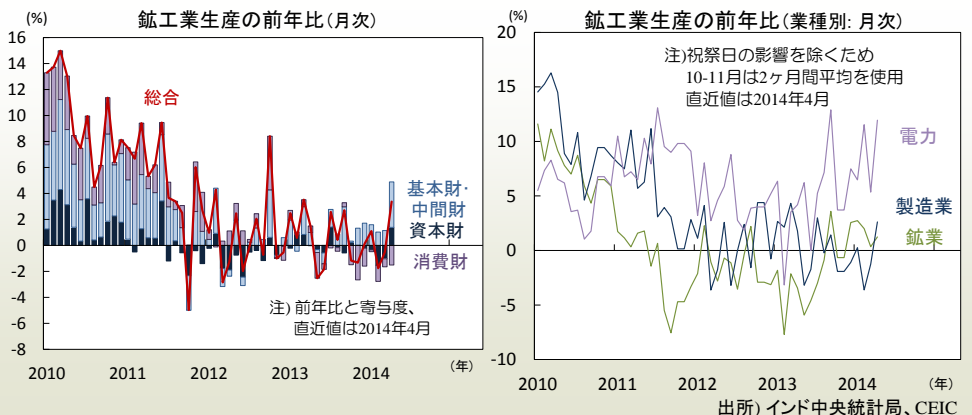
4-5月の総選挙による政権交代を経て、経済改革の進展と中期的な経済成長力の回復が期待されるインドですが、足元の景気は冴えません。5月30日に政府が発表した1-3月期の実質GDPは前年比+4.6%と前期と変わらず(図1左)。2013-14年度(～2014年3月)通年の成長率は+4.7%と、前年度の+4.5%より改善しつつ低位でした。1-3月期の民間消費は前年比+8.2%と前期の+2.8%より反発するも、政府消費は前年比▲0.4%と前期の+3.6%より反落。年度末に向け財政収支目標を達成するため、経常歳出が抑制されたためとみられます。固定資本投資は前年比▲0.9%と前期の+0.2%より反落。企業投資の低迷が主因です。総輸出は前年比+10.5%と前期の+11.3%に続き堅調に伸びた一方、総輸入は前年比▲3.7%と前期の▲8.3%よりマイナス幅が縮小。この結果、純輸出の寄与度は+4.0%ポイントと前期の+5.8%ポイントより縮小しました。

生産側では、農林水産業とサービス部門の一部が堅調なもの、他の部門は不振でした。農林水産業は前年比+6.3%と前期の+3.7%より加速(図1右)、乾季作物の収穫の伸びによります。しかし、鉱業は前年比▲0.4%と前期の▲1.2%よりマイナス幅が縮小する一方、製造業は前年比▲1.4%と前期の▲1.5%に続くマイナスの伸び、建設業は前年比+0.7%と前期の+0.6%に続く低い伸びでした。流通・ホテル・運輸・通信は+3.9%と前期の+2.9%より改善しつつ低い伸び。金融・保険・不動産等は前年比+12.4%と前期の+14.1%より鈍化しつつ2桁台の伸びを維持。対社会・個人サービスは前年比+3.3%と前期の+5.7%より鈍化。財政再建に向けた歳出抑制の影響とみられます。

【図1】近年低迷するGDP成長率(左)、勢いを欠く製造業と建設業(右)



【図2】中間財や資本財にけん引され、4月の鉱工業生産は+3%台の伸び(左)



● 4月以降の経済指標には回復の兆しも

1-3月期の経済成長率は冴えなかったものの、4月以降の景気指標には、わずかながら回復の兆しも見えます。政府が6月10日公表した4月の鉱工業生産は、前年比+3.4%と前期の▲0.5%より反発(図2左)。依然低位ではあるものの、+3%を超えるのは13カ月ぶりです。業種別では、電力が前年比+11.9%と前月の+5.4%より反発し、鉱業も同+1.2%と前月の+0.3%より改善しました。製造業は同+2.6%と3カ月ぶりのプラスの伸びに(図2右)。電機、機械・設備等の伸びがけん引しました。財別では、消費財が前年比▲5.1%と7カ月連続でマイナスとなる一方、企業の生産活動動向を反映する中間財が同+4.4%と前期の+1.6%より加速。企業の投資動向を反映する資本財は同+15.7%と前期の▲11.6%より急反発し、5カ月ぶりにプラスの伸びとなりました。

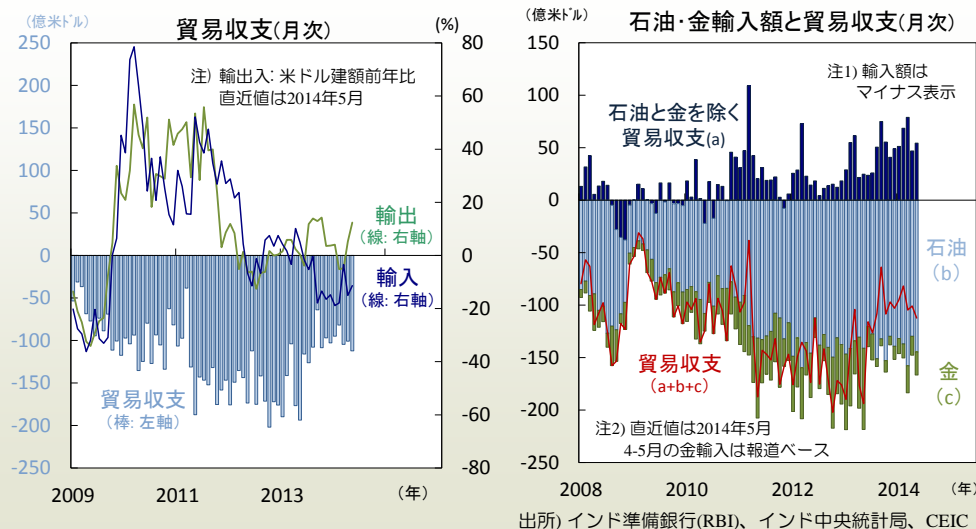
生産の回復は、外需の伸びにも支えられているとみられます。6月11日に公表された5月の輸出は前年比+12.4%と前期の+5.3%より加速し、輸入は同▲11.4%と前月の▲15.0%よりマイナス幅を縮小させつつ12カ月連続のマイナスに(図3左)。この結果、貿易赤字額は112億米ドルと、前月の101億米ドルよりやや拡大しつつ、前年同期の194億米ドルを大きく下回りました(図3右)。

● 低下する消費者物価だが、今後の動向は天候次第か

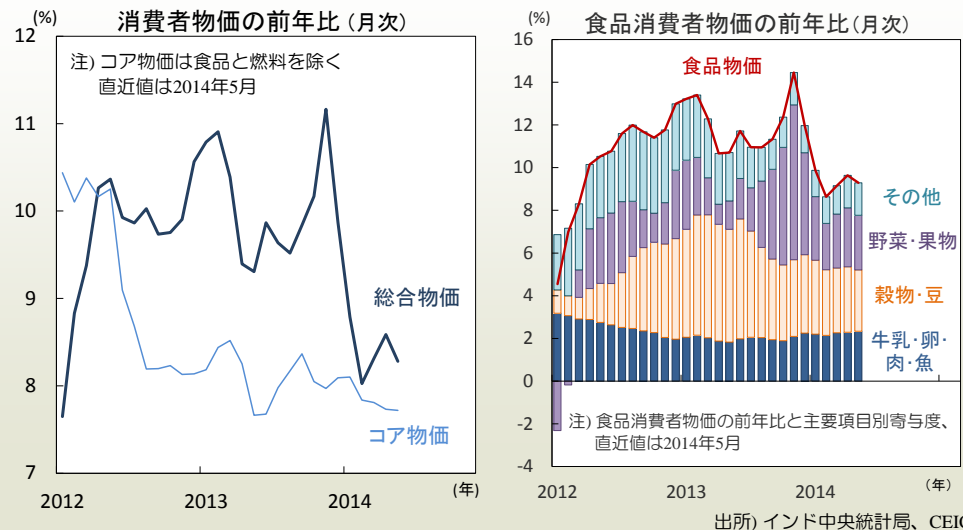
昨年末に上昇した消費者物価は足元で低下しています。6月12日に公表された5月の総合消費者物価は前年比+8.3%と、前月の+8.6%より低下(図4左)。食品物価が同+9.3%と前月の+9.6%より低下し(図4右)、総合物価を押下げました。乾季作物の収穫に伴って、年末より穀物や野菜・果物の価格が低下してきたことが主因とみられます。穀物物価の前年比は+8.8%と前月の+9.5%より低下し、昨年6月の+17.5%を下回り、野菜物価も同+15.3%と前月の+17.7%より低下、昨年11月の+61.1%を大きく下回りました。食品と燃料を除くコア物価の前年比は+7.7%と前月と変わりませんでした。

今後の物価は食品価格の動向が左右するとみられます。北部と西部の稲作地帯への給水源であるガンジス川の水量は、現在、過去平均の2.4倍と十分な水準です。しかし、今年の雨季(6-9月)の降雨開始は平年より1週間遅く、インド気象局(IMD)の予想では雨季の降雨量は平年の93%に留まる見通しです。また、IMDはエル・ニーニョ現象による雨不足発生の確率が70%に上ると発表。作付期の7月に雨不足が深刻化した場合、雨季作物の収穫量を減少させ、食品価格の高騰による物価の押し上げや、農業生産と農業所得の落込みを通じて、経済成長率を下押しすることが懸念されます。

【図3】 足元で輸出の伸びが加速(左)、縮小する貿易赤字(右)



【図4】 野菜や穀物価格が鈍化し、食品物価の伸び率は低下(右)



● インド人民党 (BJP) の歴史的圧勝で高まる経済回復期待

4-5月の総選挙を経て誕生した新政権が、大胆な経済改革を行って、近年低迷が続く経済を蘇生させるとの期待は内外の金融市場でも強く、株価の大幅な上昇(図5左)や、ルピー相場の安定(図6左)につながったと考えられます。内外の金融市場参加者が熱狂的ともいえる反応をした背景には、事前予想をはるかに上回る総選挙での圧勝によって生まれる新政権の求心力と指導力、新首相が北部グジャラート州の首相時代に見せた経済運営の手腕などへの期待があるとみられます。

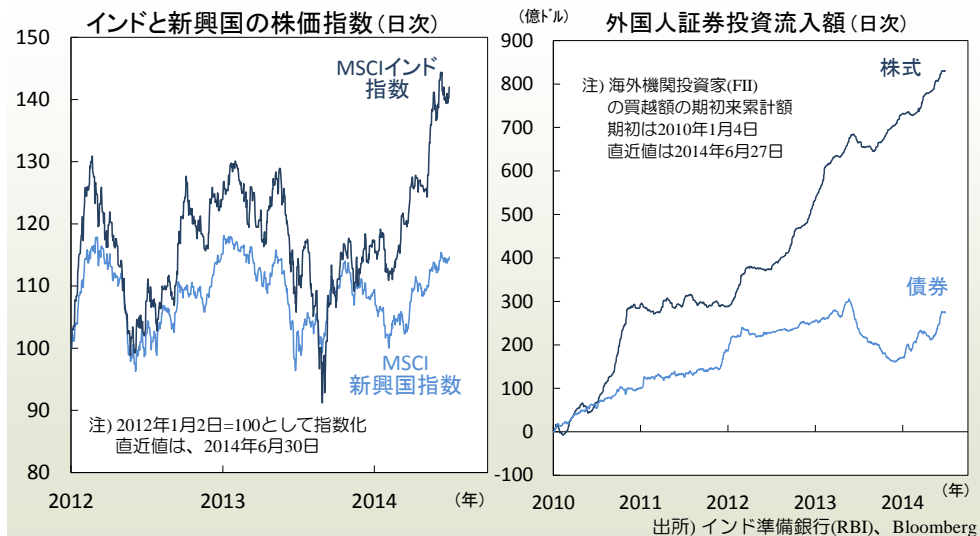
4-5月実施の下院総選挙では、最大野党であったインド人民党(BJP)が率いる国民民主同盟(NDA)が圧勝。NDAは336議席(62%)、BJP単独では282議席(52%)を獲得、単一の政党と政党連合が獲得した議席としては1984年の総選挙以来30年ぶり、前政権を率いたインド国民会議派(INC)以外の政党が下院で単独過半数を取るの建国以来初です。同国では、1990年代以降の地域政党の台頭と多党化で潜在的に不安定な連立政権が常態化。しかし、今回のBJP圧勝はこの構図を大きく変化させました。また、BJPの「顔」として今回の選挙を戦ったナレンドラ・モディ氏(首相に就任)が選挙の圧勝で強い求心力を得たとみられることも、同氏による経済運営への期待を高めたとみられます。

● グジャラート州に見るモディ首相の経済運営手腕

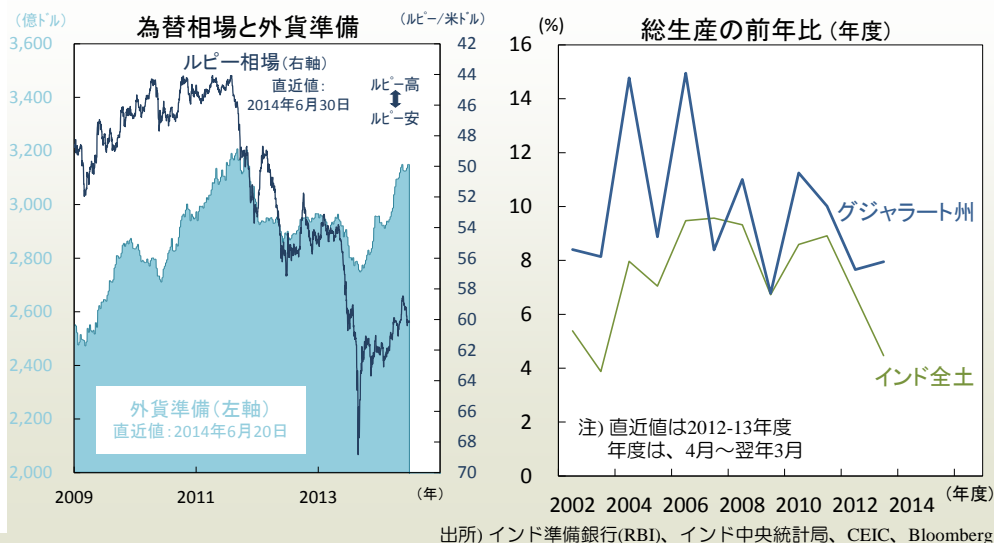
モディ首相が2001年より州首相を務めた北部グジャラート州は、電力、道路などインフラ整備を進め、劣悪な電力供給状況で知られるインドで停電ゼロを達成。複数の工業団地や経済特区も整備して内外資本を積極的に誘致、タタ自動車、米フォード自動車、マルチ・スズキなど多くの企業が操業しています。また、灌がい施設の整備などを通じて農業生産の拡大も実現しました。同州の2012-13年度の経済成長率は+8.0%とインド全土の+4.5%を上回りました(図6右)。低迷するインドの中で躍進するグジャラート州の経済運営を担ってきたモディ氏の手腕への期待は極めて大きい模様です。

新政権への高い期待の背景には、前政権への深い失望があると思われます。同国の市場参加者の多くは、前政権の不安定な連立構造と指導力に欠ける首相の下で投資環境の悪化が進んだと指摘しました。2009年総選挙で再選された前・統一進歩同盟(UPA)政権では、INCの下院議席数は206と総議席の38%、連立相手の全印草の根会議派(TMC)やドラヴィダ進歩同盟(DMK)を含む連立全体でも262議席と総議席の48%。政権は野党の閣外協力で成立しており、連立相手の政党と閣外協力を行う政党の交渉力は強く、彼らの抵抗で経済改革の動きが頓挫することも少なくありませんでした。

【図5】新興国平均を上回るインド株価の上昇率(左)



【図6】インド全土を上回るグジャラート州の経済成長率(右)



● 前政権の構造も経済政策迷走の一因か

また、INCの権力構造ゆえに前首相の指導力が弱かった点も広く指摘されました。

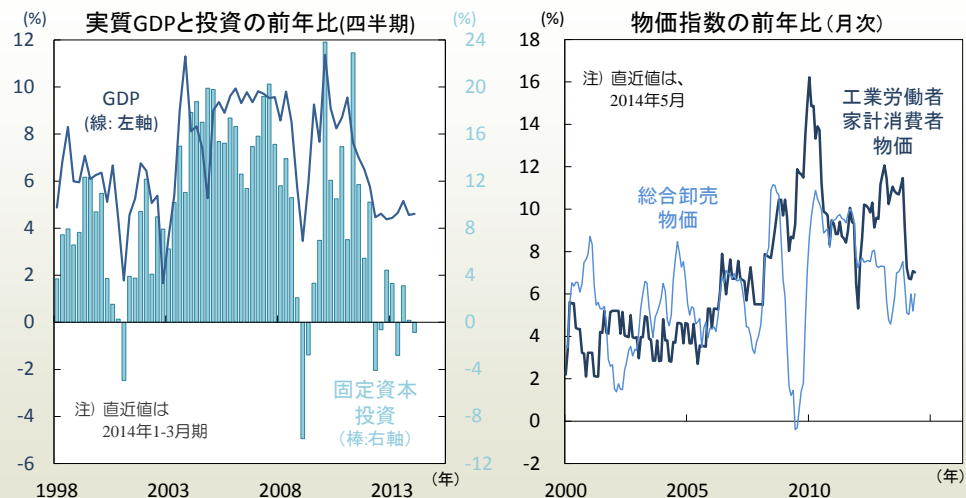
INCを中心とするUPA政権が2004年の総選挙で誕生した際、関係者はソニア・ガンディーINC総裁が首相に就任することを当然視。しかし、野党に転じたBJPからイタリア生まれの女性である同氏の首相就任への反発の声が上がる中、同氏は首相就任を辞退しマンモハン・シン氏を首相に指名。シン氏は、大学教授や国際機関職員を経て、財務相やインド準備銀行(RBI)総裁も経験したエコノミストでした。当時の市場参加者は、1991年に誕生したナラシマ・ラオ政権の財務相として経済自由化を進めた同氏が経済改革を進めると期待。しかし、前述の通り連立相手からの抵抗などに会い、経済改革への取組みは進みませんでした。またINC党内には、下院議員選挙の洗礼を受けたことのないシン首相を軽視する傾向もあったとの指摘も聞かれました。閣僚経験が豊富なムカジー財務相(当時)は、自分より政治経験に乏しいシン氏が首相となったことを快く思わず、両者の意思疎通はスムーズでなかった模様です。同様に、ガンディー総裁に忠実な一方、シン首相を軽んじる主要閣僚も少なくはなく、首相が経済政策の司令塔として機能していなかったことが経済政策を迷走させたとの指摘も聞かれました。

● 前政権の失敗に学び、小規模な閣僚チームを編成

5月26日に首相に就任したモディ氏は、翌日に閣僚名簿を公表しました。新政権の閣僚(閣内・閣外相)は総勢45名と前政権の発足当時の78名を下回り、電力省・石炭省・再生可能エネルギー省、道路交通省・海運省など、所管業務が関連する複数省の大臣を一人が兼任。主要閣僚はBJP幹部やモディ首相の側近で固め、首相が強い指導力を発揮できる体制とみられます。前政権の閣僚数が連立相手へのポスト配分等から多くなり、閣僚間の調整不足で投資環境が悪化した反省などを踏まえたものとも思われます。

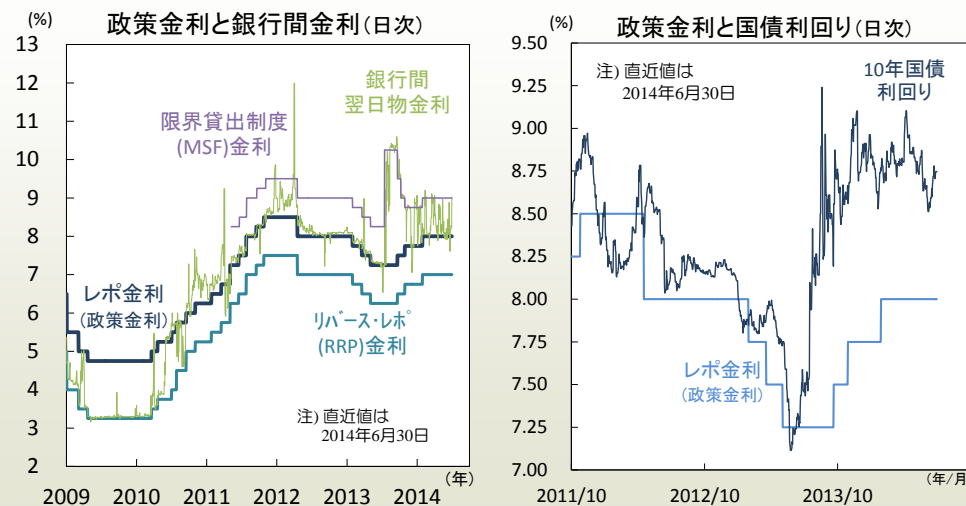
また、現地報道によれば、モディ首相は主要省庁の官僚に経済改革への協力を要請すると同時に、彼らを不当な圧力から守ると約束した模様です。前政権下では、2010年以降に汚職疑惑が次々に浮上、連邦競技大会の工事発注、第二世代(2G)移动通信の周波数割当、国内炭鉱の採掘権などを巡るものでした。野党の追及で国会が空転する中、汚職への関与が疑われた一部の政治家は、投資許認可を行った官僚への責任の転嫁を画策。萎縮した官僚たちが新たな投資許認可を先送りしたため企業の投資計画が相次いで中断されました。モディ氏は、前政権下で起こった問題を熟知しており、こうした事態が再発しないよう主要省庁との連携を強めようとしているとみられます。

【図7】近年目立つ固定資本投資の低迷(左)と物価上昇率の加速(右)



出所) インド中央統計局、インド商工省、インド労働雇用省、CEIC

【図8】準備銀行は2010-11年に大幅な連続利上げを実施(左)



出所) インド準備銀行(RBI)、Bloomberg

● 前政権下で悪化した経済構造の改善が緊急の課題

前政権下では、汚職問題で2011年前半より国会が空転し、許認可遅延で多くの企業投資が停止し固定資本投資は低迷(図7左)。政府は多額の補助金や農村部への交付金(全国農村雇用保障法: NREGAによる)を交付したため、民間消費の伸びが持続。経済成長率が低下する一方でインフレが加速し(図7右)、RBIは政策金利の高め維持を強いられました(図8左)。GDP成長率は2000年代後半の+8-9%から足元で+5%を下回るまで低下(図1左)、総合卸売物価の前年比は2000年代後半の+6%台から2011-12年には+8%まで上昇。また、多額の歳出で政府財政が悪化するとともに、国内で過剰消費される燃料やインフレ・ヘッジ手段でもある金の輸入が拡大し経常赤字も拡大(図9)。同国は、低成長、高インフレ、財政収支と経常収支の悪化という厳しい状況に追い込まれました。

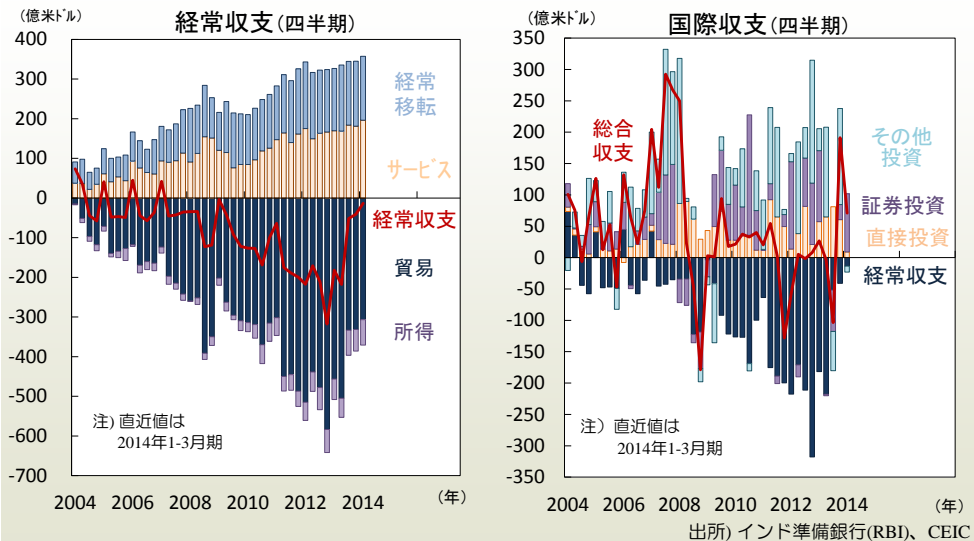
重い病にかかったインド経済には、一刻も早い治療が必要です。補助金や給付金を抑制して国内消費を抑えるとともに財政収支と経常収支の改善を図ること、悪化した投資環境を改善すること、前政権の末期に財政収支目標を達成のために抑制されてきた財政資金によるインフラ投資を回復させることなどが当面の課題です。また財政健全化のための税制改革も中期的な優先課題でしょう。

● 7月10日公表の予算案で明らかになる新政権の経済運営

30年ぶりに下院の単独過半数議席を獲得したBJP政権ですが、全ての政策を意のままに実行できるわけではありません。NDAと協力政党は上院では63議席と26%に過ぎず、NDAによる州政権は8つに過ぎません。上院の3分の2以上の賛成を要する憲法改正は難しく、投資環境改善に欠かせない土地収用の円滑化などについては権限を持つ州政府の協力が不可欠です。もっとも、下院総選挙の結果を見る限り、今後行われる州議会選挙(図10)と上院議員の改選では、BJPが議席を伸ばすことが予想されます。

6月25日、新政権は雨季作物の最低支持価格(MSP)を公表、同価格の加重平均の前年比は+2%と、昨年度の+6%、一昨年度の+24%を大きく下回りました。同価格は2008-12年度に大きく上昇し(図11左)、食品物価上昇の一因に。同決定は、物価抑制に向けた新政権の取組みの一環でしょう。政府は6月20日には鉄道運賃の引上げを公表。新政権は、財政の健全化や経済の安定化に向けた措置を次々と導入しています。新政権は、7月10日に初の予算案を公表する予定であり、ここで発足間もない政権の経済運営方針の全貌が初めて明らかになるでしょう。金融市場のやや過剰ともいえる期待が裏切られた場合、一時的に市場が調整する可能性も否定できません。

【図9】近年急速に拡大した経常赤字は昨年後半より縮小



【図10】今後の州議会選挙で与党政権州が徐々に増加か

州議会の選挙スケジュール(非NDA政権州)

州名	州議会の政権党	次回選挙
ハリヤナ	インド国民会議派(INC)	2014年10月
マハラシュトラ	インド国民会議派(INC)	2014年12月
ジャルカンド	ジャルカンド解放戦線(JMM)	2015年1月
ジャンム・カシミール	ジャンム・カシミール国民会議(NC)	2015年1月
ビハール	ジャンタ・ダル統一派(JD-U)	2015年11月
西ベンガル	全印草の根会議派(TMC)	2016年5月
タミル・ナドゥ	全印アンナ・ドラヴィダ進歩連盟(AIADMK)	2016年5月
ケララ	インド国民会議派(INC)	2016年5月
アッサム	インド国民会議派(INC)	2016年6月
ウッタラカンド	インド国民会議派(INC)	2017年3月
ウッタル・プラデシュ	社会主義党(SP)	2017年5月
ヒマチャル・プラデシュ	インド国民会議派(INC)	2018年1月
カルナタカ	インド国民会議派(INC)	2018年5月
オディッシャ	ビジュ・ジャンタ・ダル(BJD)	2018年6月
テランガナ	テランガナ民族会議(TRS)	2018年6月

出所) インド選挙委員会

● 求められる税収基盤の強化や補助金の抑制

政府は、財政の健全化、成長の加速、物価の抑制に同時に取組まねばなりません。財政再建への取組み姿勢を示すためにも、予算案における今年度の財政赤字のGDP比は、前年度実績(図11右)の4.5%以内に抑えるべきでしょう。歳入面では、一般消費税(財サービス税: GST)の導入が中期的な課題ではあるものの、憲法改正を伴うため上院や州議会の協力も必要であり、即時の導入は困難とみられます。しかし、今回の予算案において、同税の導入に向けた中期的な工程表を示すことは必要でしょう。直接税の統合に向けた直接税法(DTC)の導入も課題です。また、税収の大きな増加が当面は期待できない中、政府は今年度予算で民営化収入の確保を図ると予想されます。

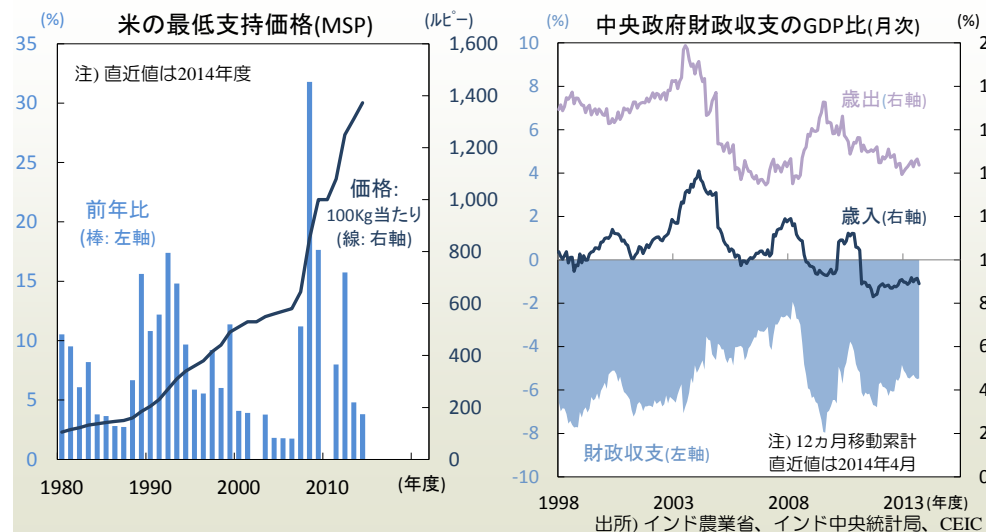
歳出面では、消費を過熱させ貿易収支を悪化させてきた補助金(食品・肥料・燃料)を削減し、近年低迷する公共投資を積増すことが求められます。全国農村雇用保障法(NREGA)による農村部への現金給付の抑制と合理化も必要でしょう。なお、前述の通り、同国ではエル・ニーニョ現象による雨季の雨不足が懸念されています。仮に深刻な雨不足で農業所得が落ち込んだ場合、肥料補助金やNREGA給付金の抑制が政治的に困難となり、政府が歳出合理化の一時見送りを強いられる可能性も否定できません。

● 国際収支が黒字基調維持ならルピー相場は安定推移か

4月以降の生産や輸出を見る限り、景気はようやく底を打った模様です。前政権末期の2012年に設置された内閣投資委員会(CCI)は、電力分野を中心に滞っていた投資計画を認可するも、2014年に総選挙を控え認可を受けた事業主体の多くが様子見姿勢を保ってきました。しかし、今回の政権交代を受けて、こうした投資が動き始めており、短期的に固定資本投資の回復を促す見込みです。もっとも景気回復の速度は緩く、今年度のGDP成長率は+5%台半ばと前年度の+4.7%より改善しつつ低位に留まり、+6%台半ばの成長は政府の経済改革が進む来年度以降になるまで実現しないと予想されます。

貿易収支の改善(図3)、新政権下での中期的な経済成長力回復の期待などを背景に、ルピーの対ドル相場は底堅く推移(図6左)。今後は、金輸入抑制策の緩和や企業投資の回復に伴う資本財の輸入の増加などによって、経常赤字は徐々に拡大するでしょう。しかし、投資資金の調達のために企業が行う対外商業借入、民営化に伴う証券投資、投資自由化による直接投資などが増加するため、国際収支は黒字基調となる見込みです。ルピー相場上昇の抑制や外貨準備増強のためにインド準備銀行(RBI)がドル買い介入を行う中、ルピー相場は安定推移すると予想されます。(入村)

【図11】食品物価上昇の一因となった近年の穀物最低支持価格の引上げ(左)



【図12】インド出張時の撮影写真より



写真)

左上: ムンバイ旧市街の歴史的建造物
左下: ムンバイ旧市街のインド準備銀行(RBI)の本店別館
右上: ボンベイ証券取引所(BSE)。

出所: 筆者撮影



【シンガポール】緩やかに拡大する景気

シンガポール経済は先進国の景気回復などにけん引され、回復を続けています。一方、今年10月の金融政策会合では現行の通貨政策が維持される可能性が高く、同国通貨の緩やかな上昇の見込まれます。

● 外需の回復にけん引される景気

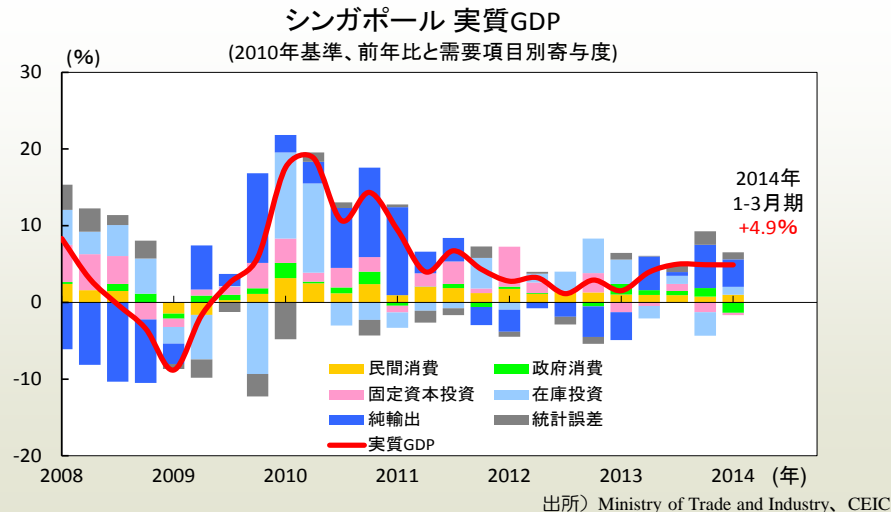
先進国の景気回復などにけん引され、シンガポール経済は2014年1-3月期の実質GDP（確報値）が前年比+4.9%、前期比年率+2.3%と、堅調に推移しています（図1）。需要項目別の寄与度を見ると、輸出が持ち直したことに伴い、同国の純輸出の寄与度（前年比ベース）は+3.6%ポイントと、4期連続でプラス成長となりました。民間消費は同+1.0%ポイントと、緩やかに回復する一方、固定資本投資も同▲0.3%ポイント（前期：同▲1.3%ポイント）と、マイナス幅が縮小しています。

産業別では、GDPの約3割を占める製造業は前年比+9.8%と、4期連続で伸びが加速しています。とりわけ、化学や精密機械などが大きく伸びました。また、金融サービスを中心に、サービス業全体は堅調に推移し、前年比+5.4%と、前期の同+10.5%より減速したものの、比較的高い伸びが維持されています。

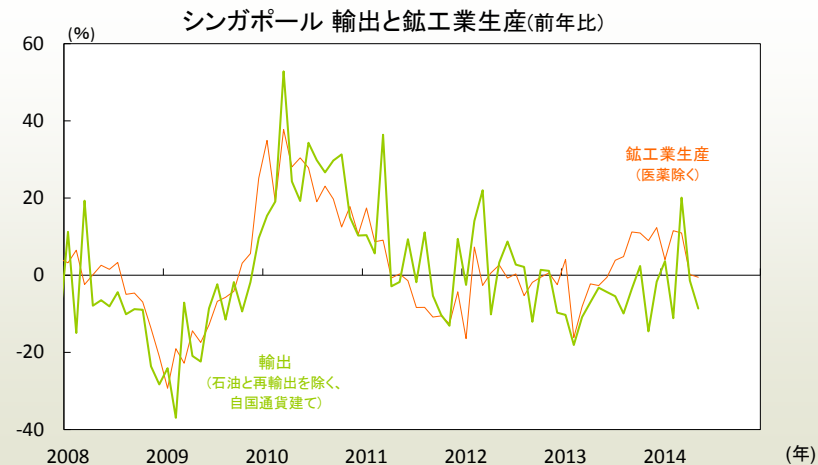
石油と再輸出を除く輸出（NODX）は5月に前年比▲6.6%と、3月から伸びが鈍化しています（図2）。その背景にはEUの景気低迷による需要減などが挙げられます。EU向けは5月に前年比▲8.0%と、4月の同▲1.0%よりマイナス幅が拡大しています。輸出の鈍化に伴って、鉱工業生産は5月に前年比▲2.5%と、11ヵ月ぶりのマイナス成長となりました。しかし、米国を中心とする先進国の持続的な景気回復に伴って、同国の輸出と生産は今後、緩やかな回復を続ける見込みです。一方、2013年後半から半導体関連の投資が活発化し、工場の拡張を計画するメーカーが現れるなど、企業の求人ニーズが活発となりました。1-3月期に総合失業率（季節調整済み、外国人就労者含む）は2.0%と、引き続き低い水準にとどまっています（図3）。就業者数もサービス、建設業を中心に改善が続き、1-3月期に前年比+4.0%の352.2万人に達しました。

雇用回復を背景に国内消費は堅調です、新車購入権（COE）の入札額が小型乗用車（排気量1.6リットル以下）を中心に人気を集めており、乗用車の販売台数は5月に前年比+6.8%（3ヵ月移動平均）と、6ヵ月連続でプラス成長を維持しています（図4右）。また、月間100万人以上の来訪者も消費の下支え要因となっています。今後、外需の改善が見込まれるなか、同国経済の回復はしばらく続くと思われま

【図1】外需の改善にけん引される景気回復



【図2】輸出に連動する鉱工業生産



● 年後半にかけて、高まる物価の上昇圧力

景気回復が続くなか、5月の総合物価は前年比+2.7%と、過去14カ月で最も高い伸びとなりました（図5）。豚肉や卵などの価格上昇が続き、食料品全体は5月に前年比+3.0%と、4月の同+3.1%とほぼ変わらず、上昇基調が維持されました。また、ガソリン等の輸入価格の上昇も総合物価を押し上げています。コア物価（住宅や自動車価格等を除く）は内需の堅調さを反映し、前年比+2.2%と、昨年後半から伸び率が2%台で推移しています。一方、消費者物価の約4分の1を占める住宅の賃貸価格（図6）は、昨年央に実行された借り手債務の総量規制（住宅ローンや自動車ローンを含む総債務が個人の総収入の60%以下）などにより、5月に前年比+0.5%と、6カ月連続で鈍化が続いています。

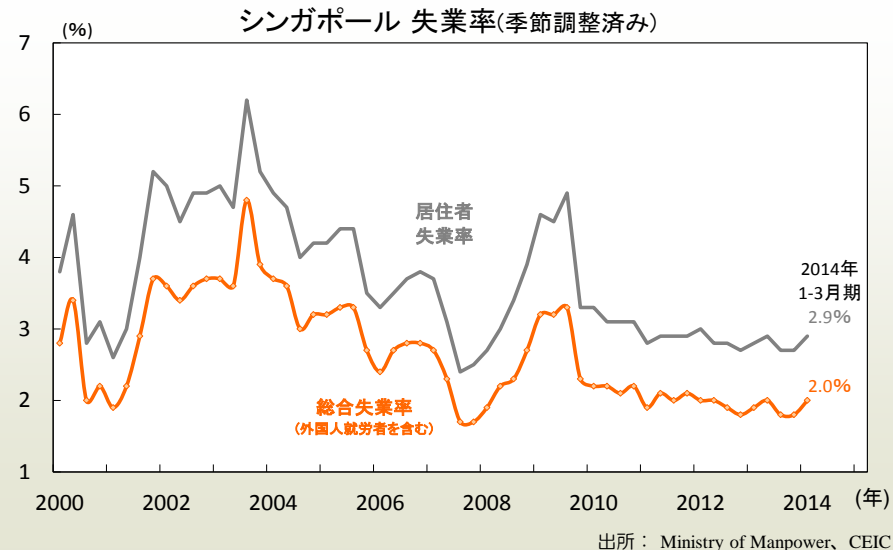
企業の求人意欲が高まる一方、昨年7月から外国人雇用枠（DRC）審査が厳格化されたため、労働市場の需給はひっ迫しています。人材開発省の調査では、昨年、4,900社の民間会社の名目賃金は前年比+5.3%と、2012年の同+4.2%より上昇し、物価を押し上げています。また、2013年に一般社員の賃上げ幅は平均で前年比+5.4%と、過去16年間で最高の上げ幅となりました。今後、景気回復に加え、外国人労働者の雇用税の引き上げ（2015年7月にかけて段階的に実施）などにより、労働需給のひっ迫がしばらく続く見込みです。そのため、消費者物価は年後半にかけて3%台前半まで上昇し、物価圧力が次第に高まっていく見通しです。

● MASはしばらく現行の金融政策を維持する見通し

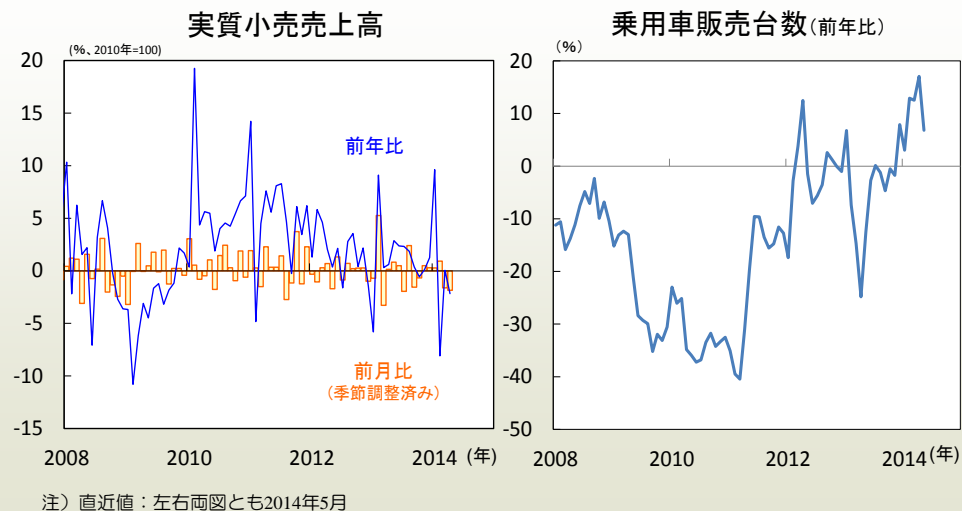
シンガポール通貨金融庁(MAS、中央銀行に相当)は政策金利の設定や操作を行わない代わりに、年2回(4月と10月)の金融政策決定会合で、自国通貨のシンガポール・ドル(以下、Sドル)の名目実効為替相場(NEER)の誘導方向を決定し、国内の物価安定を図っています。インフレ局面では、為替相場を切上げの方向に誘導し、逆にデフレ局面では、同相場を切下げの方向に誘導します。

2010年10月の金融政策決定会合以降、MASはインフレ抑制の姿勢を貫き、政策バンド（変動許容幅）の中央値を引き上げるなど、今年4月の政策会合にかけて、8回連続でSドルを通貨高の方向に誘導しています。昨年末、米国の量的金融緩和縮小などを背景に、新興国通貨が幅広く売られたなか、恒常的な経常黒字などに支えられる同通貨の下落が小幅に収まり、足もとで1ドル=1.24 Sドル付近で取引されています（図7、8）。今後、世界経済が回復軌道に戻ることに加え、同国の物価上昇圧力を考えれば、年後半の会合(2014年10月)では現行の通貨高誘導方針が維持され、同通貨は緩やかに上昇すると予想されます。（洪）

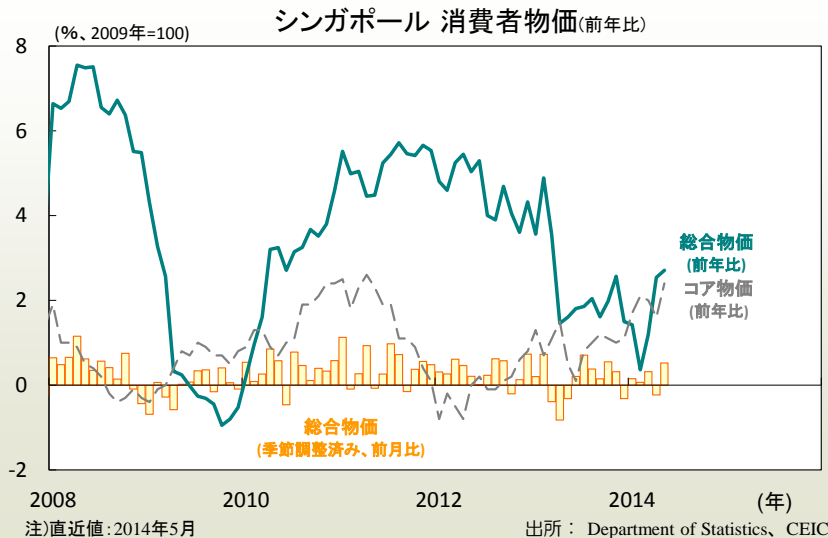
【図3】2%前後で推移する総合失業率



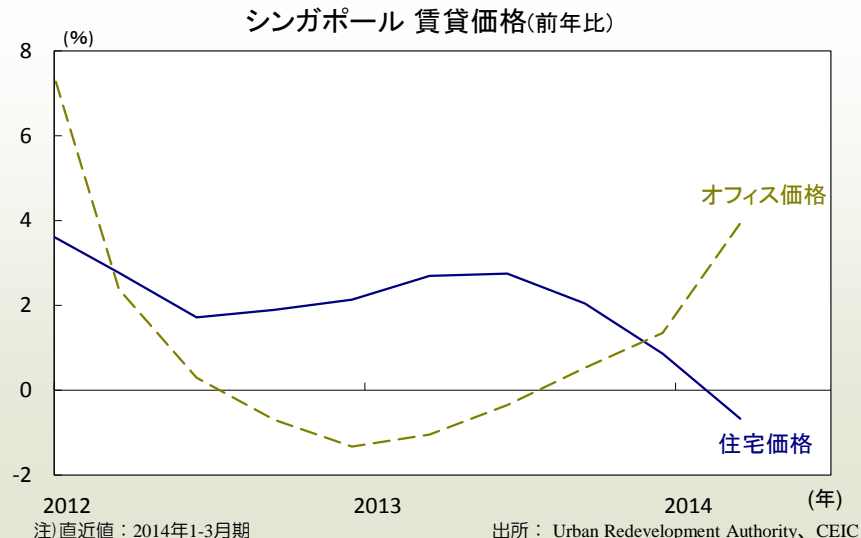
【図4】堅調に推移する乗用車販売



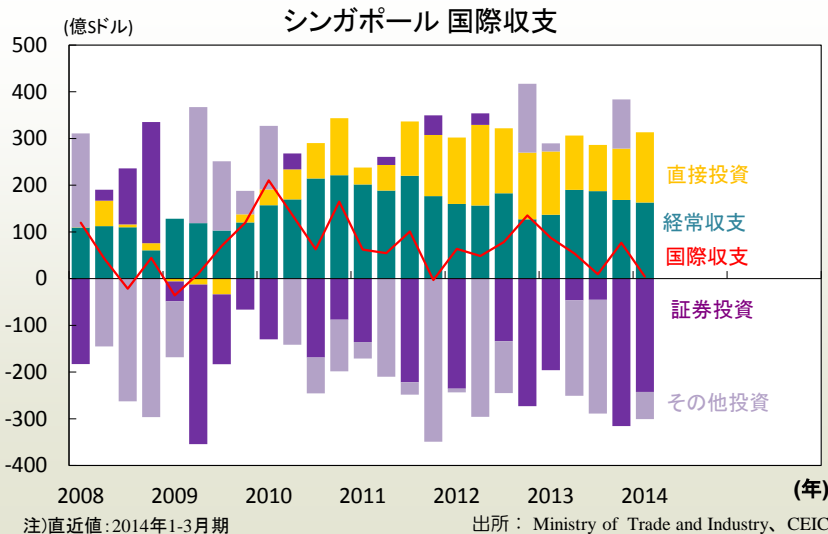
【図5】 昨年後半から高まる物価上昇の圧力



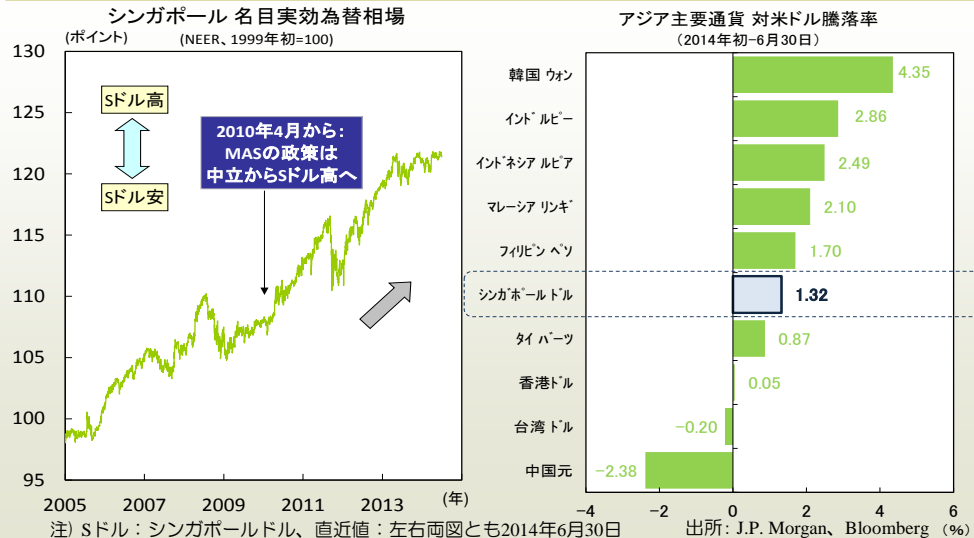
【図6】 規制強化などにより、伸びの鈍化が続く住宅の賃貸価格



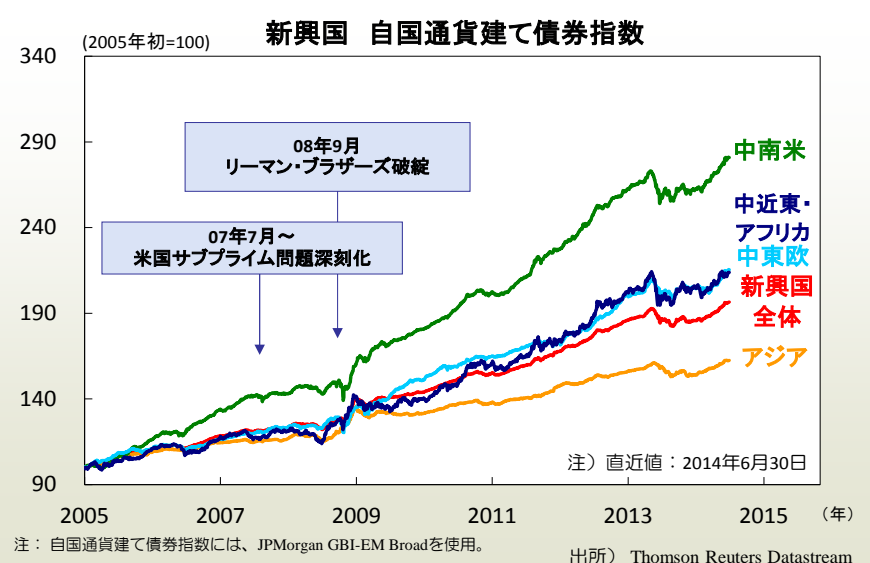
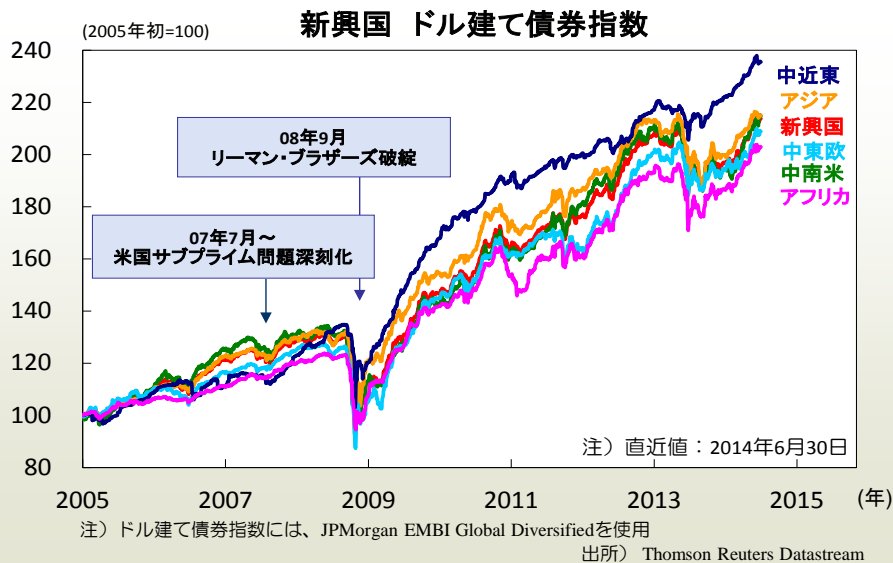
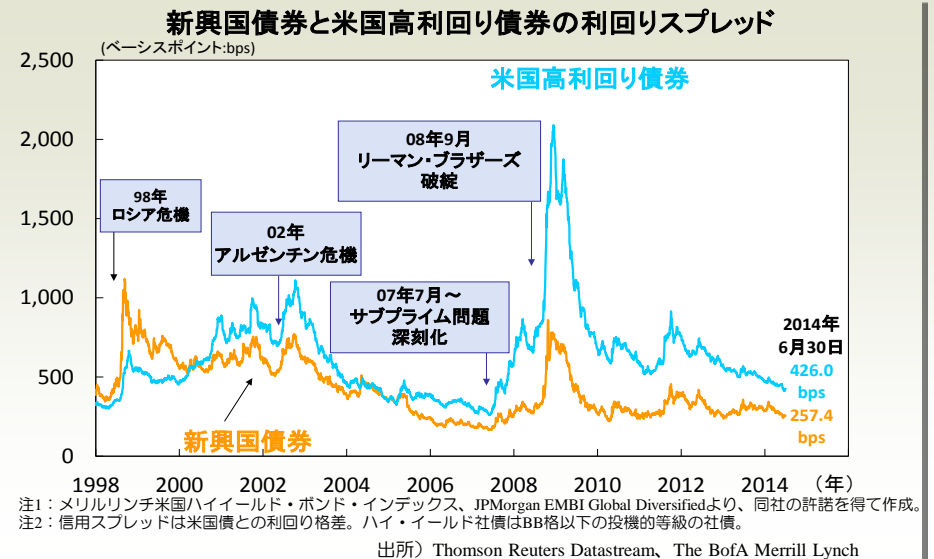
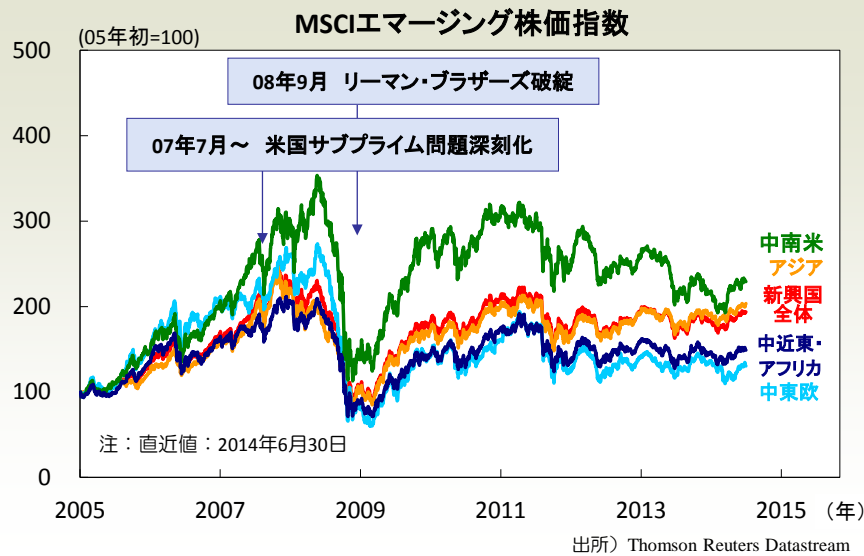
【図7】 恒常的な黒字に支えられる経常収支



【図8】 今後も緩やかな上昇が見込まれるSドル

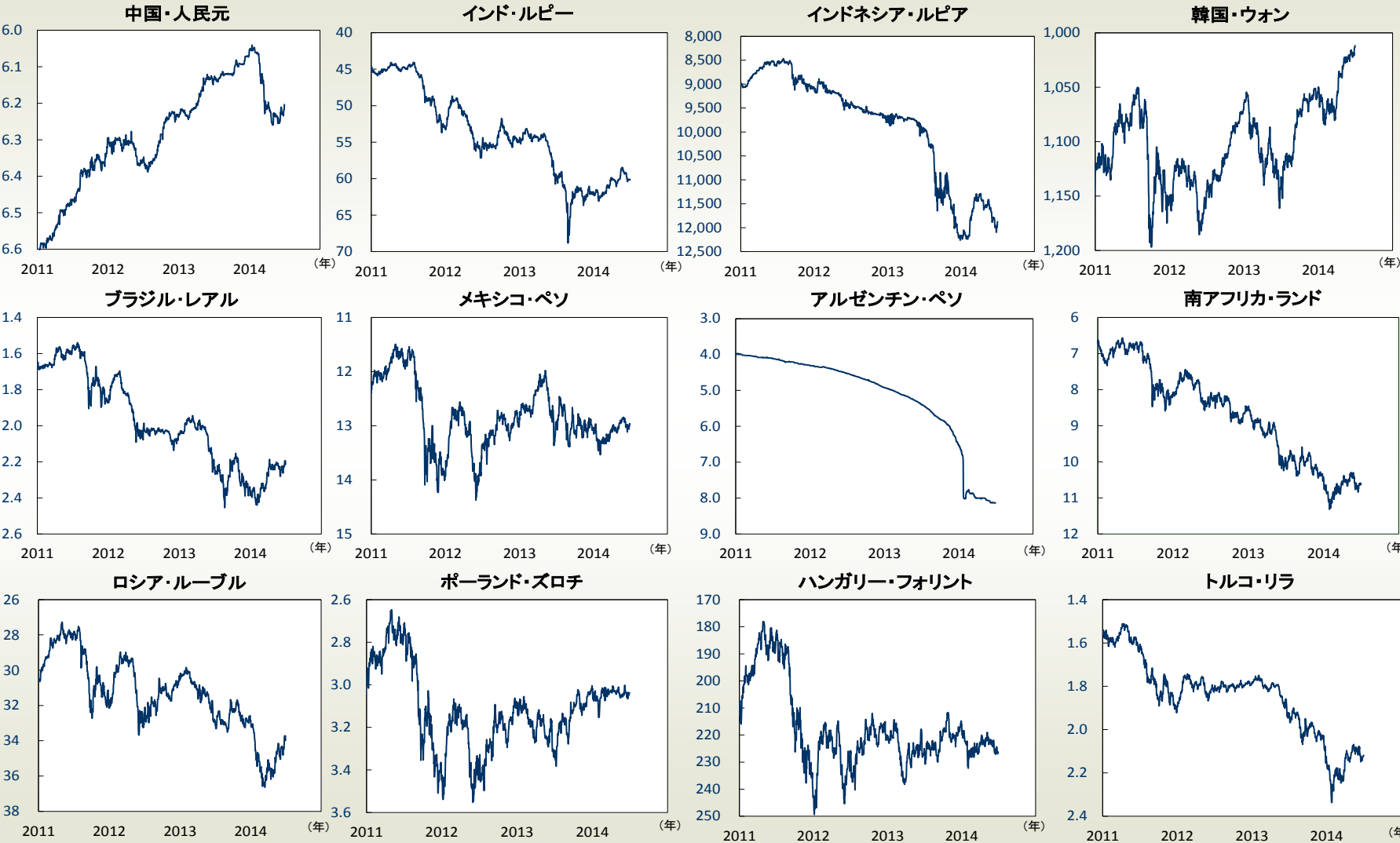


【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



【エマーシング・マーケット・ウォッチ】②主要新興国通貨の対ドル相場：過去3年間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



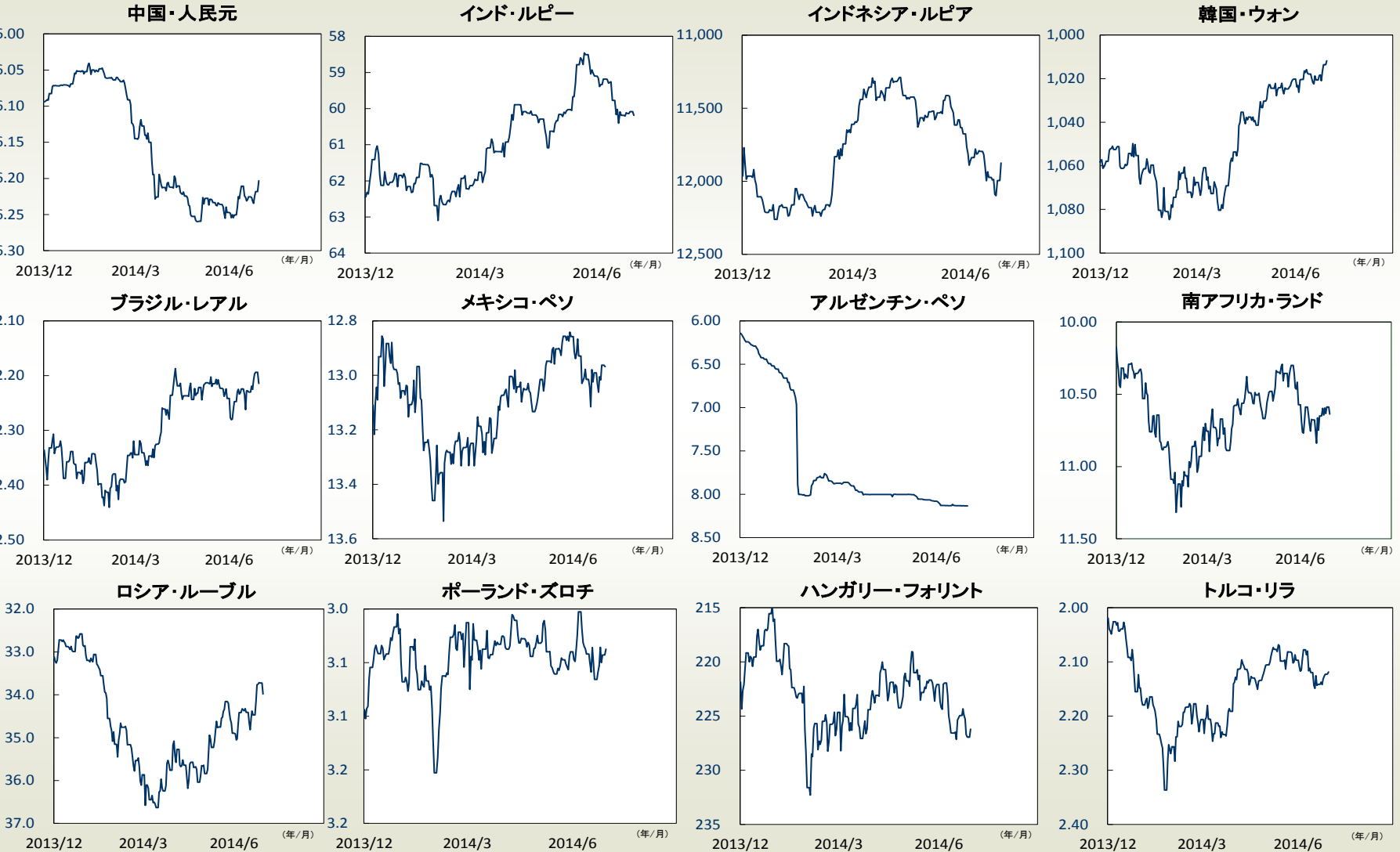
自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2014年6月30日

出所) Bloomberg

【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)



自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

自国通貨高
米ドル安



自国通貨安
米ドル高

注) 直近値は2014年6月30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を目的として、国際投信投資顧問が作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。なお、以下の点にもご留意ください。

- 本資料中のグラフ・数値等はあくまでも過去のデータであり、将来の経済、市況、その他の投資環境に係る動向等を保証するものではありません。
- 本資料の内容は作成基準日のものであり、将来予告なく変更されることがあります。（作成基準日：2014年7月1日）
- 本資料は信頼できると判断した情報等をもとに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。
- 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国際投信投資顧問投資情報部の見解です。また、国際投信投資顧問が設定・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（出所：MSCI）：ここに掲載される全ての情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その確実性及び完結性をMSCIは何ら保証するものではありません。またその著作権はMSCIに帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

J.P. MORGAN EMBI GLOBAL DIVERSIFIEDについて：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 2014, 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。