

【インド】回復する景気と高まるインフレ懸念、年初より軟調に推移するルピー相場 ..... 1ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 8ページ

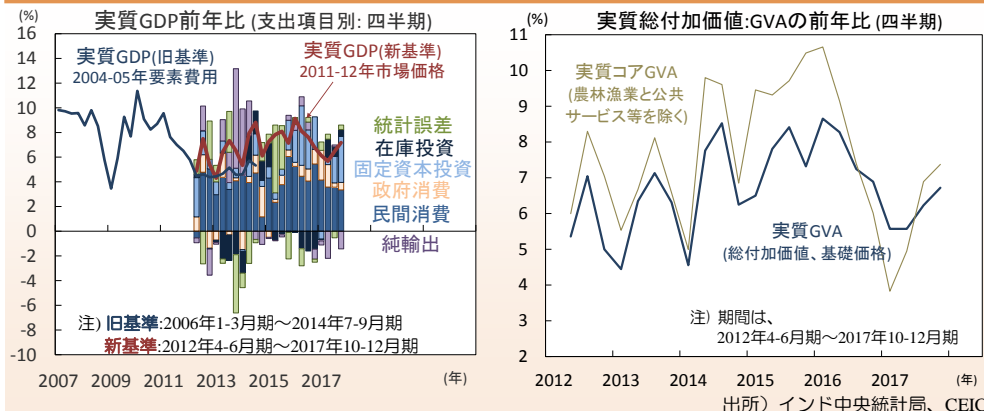
## 【インド】回復する景気と高まるインフレ懸念、年初より軟調に推移するルピー相場\*

### ● 景気低迷を脱し+7%台に回復した10-12月期GDP成長率

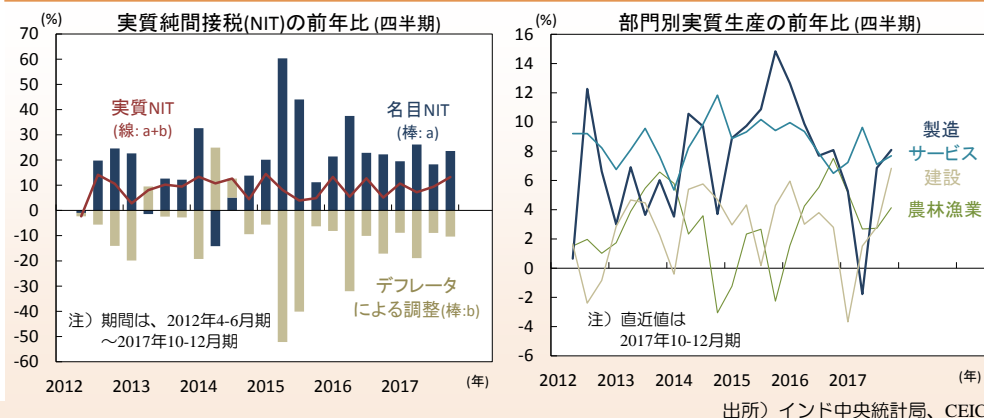
インド・ルピーが軟調です。同通貨は年初より4月末にかけて対米ドルで4.2%下落と、主要アジア通貨最低の騰落率を記録。景気が力強く回復し始める一方で、コア・インフレ率の上昇、財政の悪化、原油高に伴う経常赤字の拡大などが懸念され、来年春の下院総選挙を控えた政治的な不透明感も通貨の重石となっています。ルピーは今後も低迷を続けるのか。本稿では、同国の政治経済の見通しとルピー相場の動向について考察します。まず、足元の景気物価動向を概観した上で(1-3頁)、今後の金融政策の方向性について考察(4-5頁)。次に対外収支の状況を概観し(6頁)、来年春の下院総選挙の前哨戦として注目されるカルナタカ州議会選挙を巡る動向について分析した上で(6-7頁)、今後のルピー相場の動向について考察します(7頁)。

足元の景気は堅調に加速しており、2016年11月の高額紙幣の廃貨や2017年7月の物品サービス税(GST)の導入に伴う混乱の影響はほぼ払拭された模様です。3月28日、政府は10-12月期の実質GDPが前年比+7.2%となったことを公表(図1左)。前期の成長率も同+6.5%と当初の+6.3%から上方修正されました。生産側から算出された実質総付加価値(GVA)も同+6.7%と前期の+6.2%より加速(図1右)。GDPがGVAを上回ったのは純間接税(NIT)の伸びによりです( $GDP=GVA+NIT$ )。実質NITは同+13.2%と前期の+9.4%より急伸(図2左)。GSTの申告期限の延長やGST還付の遅れがNITの伸びを一時的に押し上げた模様です。市場予想を上回るGDP成長率の急伸は、NITの上振れや前年低ベース効果などによって誇張されている面もあるものの、高額紙幣の廃貨やGSTの導入に伴う混乱で下押しされた景気が本格的な回復を始めたことは確かなようです。GDPの需要側では、民間消費が鈍化する一方で固定資本投資が急伸し政府消費も加速したため、内需(在庫投資を除く)の寄与度は+7.7%ポイント(pt)と前期の+6.1%ptより大きく伸び、純輸出の落込みの影響をカバーしました(図1左)。

【図1】固定資本投資主導で回復した10-12月期の実質GDP成長率(左)



【図2】製造業が力強く加速し、サービス部門も堅調に拡大(右)



## ● 公共投資等が固定資本投資の回復をけん引

民間消費は前年比+5.6%と前期の+6.6%より鈍化。前年同期の急加速からの反動(ベース効果)の影響が大きいとみられます。前年同期の同消費は同+9.3%まで上昇。降雨量の回復に伴う農業所得の改善や公務員給与の大幅引上げ等が背景でした。政府消費は同+6.1%と前期の+2.9%より加速しました。固定資本投資は同+12.0%と前期の+6.9%より急加速。公共投資が伸びたことに加え、前年同期の落込み(同▲2.1%)からの反動(ベース効果)も加わりました。外需では、総輸出が同+2.5%と前期の+6.5%より鈍化。世界景気が回復する中でも、GST還付の遅れによる輸出業者の運転資金不足などが輸出の回復を妨げたとみられます。総輸入は同+8.7%と前期の+5.4%より加速。この結果、純輸出の寄与度は▲1.4%ptと前期の+0.2%ptより反落しました(図1左)。

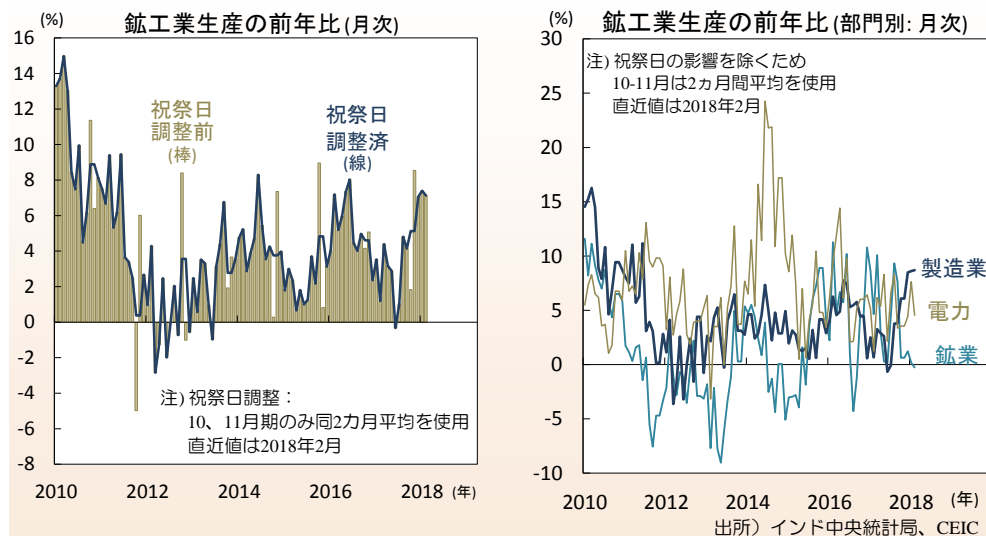
生産側のGVAでは、民間・非農業部門の動向を反映するコアGVA(農林漁業と公共サービス等を除く)が同+7.4%と前期の+6.9%より加速(図1右)。高額紙幣の廃貨やGSTの導入に伴う混乱の影響を強く受けた同部門が力強く回復している様子が見えがえま。農林漁業は同+4.1%と前期の+2.7%より加速した一方、鉱業は同▲0.1%と前期の+7.1%より反落しました(図2右)。製造業は同+8.1%と前期の+6.9%より加速しました。

## ● 製造業など主導で1-2月も景気は堅調に拡大

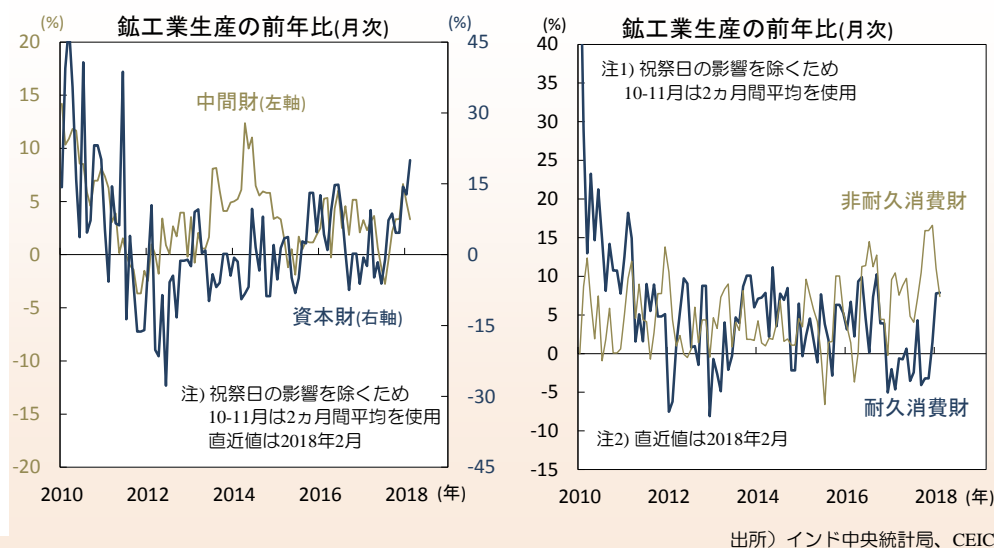
製造業の内訳では、電器など耐久財が不振であった一方、加工食品など非耐久財が伸び、投資とともに機械設備や運輸機器など資本財も加速しました。建設業は同+6.8%と前期の+2.8%より加速。政府のインフラ投資や低価格住宅供給事業の伸びに加え、前年同期の鈍化からの反動もあるとみられます。前年同期の生産は同+2.8%まで鈍化。現金依存度の高い同部門は高額紙幣廃貨の影響を強く受けました。サービス部門は同+7.7%と前期の+7.1%より加速。流通・宿泊・運輸・通信が+9.0%と前期の+9.3%よりやや鈍化したものの、政府の経常歳出の加速を背景に公共サービス等が+7.2%と前期の+5.6%より上昇し、金融サービス等も+6.7%と前期の+6.4%より加速しました。

1月以降も、堅調な景気の拡大が続いています。2月の鉱工業生産は前年比+7.1%と前月の+7.4%を下回りつつ底堅く拡大(図3左)。製造業が同+8.7%と前月の+8.6%より加速し、鉱業の落込み(1月:+0.2%→2月:▲0.3%)や公益の鈍化(+7.6%→+4.5%)の影響をカバーしました(図3右)。前年同月は高額紙幣の廃貨から間もなく、当時の落込みからの反動(ベース効果)が成長を誇張している面はあるものの、製造業23業種のうち10業種の伸びが2桁台に上るなど回復のすそ野は広く、生産は着実に加速している模様です。

【図3】1-2月の鉱工業生産は、製造業にけん引され+7%台の堅調な伸び



【図4】固定資本投資の回復とともに資本財の生産が加速(左)



## ● 今年度の経済成長率は+7%台半ばまで加速か

品目別の生産(図4)では、資本財が前年比+20.0%と前月の+12.8%より回復。機械設備は同+26.9%と前月の+15.2%より加速しました。また、インフラ・建設関連財も+12.6%と前月の+7.0%より上昇。昨年後半より始まった固定資本投資の加速は1月以降も続いている模様です。民間企業の設備投資が勢いを欠く一方、地方政府や国有企業の投資が堅調に伸びていることが背景とみられます。耐久消費財は同+7.9%と前月の+7.8%に続いて堅調であった一方、非耐久消費財は同+7.4%と前月の+11.0%より鈍化しました。

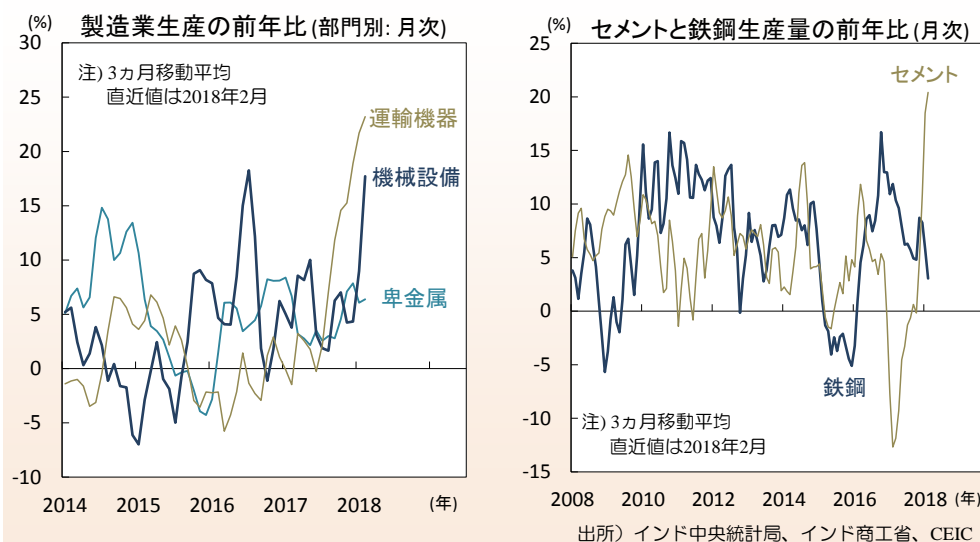
銀行部門は改正破産法による不良債権処理に着手。不正取引による大手国有銀行(PNB)の多額の損失発生等もあり、銀行の与信態度は一層慎重となり民間部門の投資の回復を遅らせるでしょう。当面の投資の伸びは主に政府のインフラ投資等に依存する見込みです。一方、来年春の総選挙も視野に、政府の新年度予算は農村部支援策(作物の最低支持価格:MSP引上げ等)を導入。農村部門の消費を支えると予想されます。今後も世界景気の回復が続く中で、GST導入に伴う輸出業者の運転資金不足が解消されれば財輸出の伸びも加速するでしょう。昨年度(～2018年3月)のGDP成長率は+6.7%と前年度の+7.1%より鈍化した後、今年度は+7.4%前後まで回復すると予想されます。

## ● 総合消費者物価が鈍化する一方、コア物価が上昇

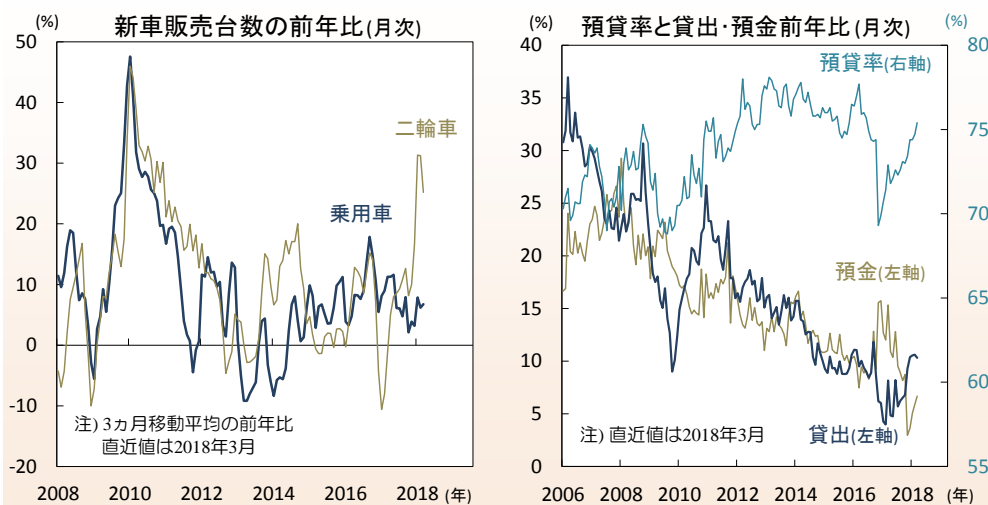
昨年末にかけて上昇した総合消費者物価はその後鈍化しているものの、食品と燃料を除くコア物価が上昇するなど、需要側からの物価上昇圧力も見られます。

3月の総合消費者物価は前年比+4.3%と前月の+4.4%より低下。昨年6月の+1.5%から12月に+5.2%まで上昇した後に、3ヵ月連続で鈍化しました(図7左)。食品が同+3.0%と前月の+3.5%より低下し(図7右)、総合物価を押下げ。昨年末まで高止まっていた野菜の価格が下落(季節調整前の前月比は▲4.2%と4ヵ月連続のマイナスとなり)、前年比が+11.7%と前月の+17.6%より低下しました。例年、年末にかけて低下する同物価の下落時期は天候不順等に伴って年初にずれ込みました。燃料も同+5.7%と前月の+6.9%より鈍化。調理用ガス価格の引下げによります。一方、コア物価は同+5.2%と前月の+5.0%より上昇し、約3年半ぶりの水準に(図7左)。保健、運輸・通信、教養・娯楽、教育、服飾品など多くの品目が加速しました。今後は、昨年食品物価の鈍化の反動(ベース効果)で同物価の伸びが加速し、州政府による公務員住宅手当の引上げも加わり総合物価の前年比は秋にかけて+5%前後まで上昇するでしょう。政府が農作物の最低支持価格(MSP)を大きく引上げれば、更に物価が上昇する可能性も否定できません。

【図5】資本財の生産が好調(左)、建設業とともにセメント生産も加速(右)



【図6】二輪車販売は、前年の高額紙幣廃貨からの反動もあり急反発(左)



出所) インド自動車工業会(SIAM)、インド準備銀行(RBI)、CEIC

## ● コア物価上昇を懸念する準備銀行、利上げを警戒する市場

コア物価の上昇が目立つ中、インド準備銀行(RBI)はインフレ上昇リスクへの警戒感を高めています。4月20日の10年国債利回りは7.718%と同月5日の7.127%より大きく上昇。RBIの政策会合議事録を受けて近い将来の利上げへの警戒感が高まりました。

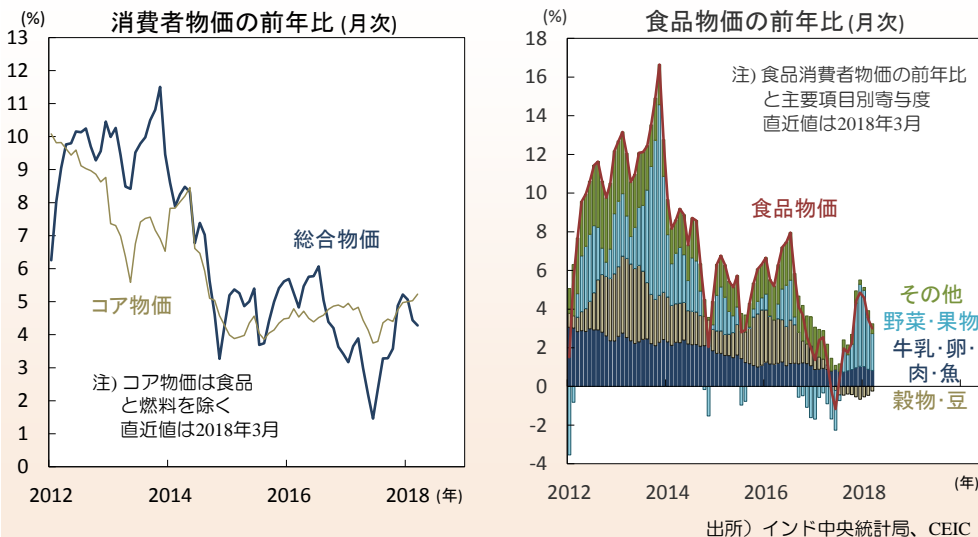
4月初より、金融市場はRBIの発するシグナルに左右されてきました。4月5日の金融政策委員会(MPC)の前日、金利先物(OIS)市場は4月会合での利上げの可能性を0%、6月6日の会合を33.6%と織込み。しかし、翌日にMPC声明が公表されると6月会合の同確率は22.7%にまで低下。総合消費者物価見通しの引下げが背景です。声明は4-9月期の同物価上昇率の見通しを+4.7~5.1%(前回:+5.1~5.6%)、10-3月期を+4.4%(同:+4.5~4.6%)へと引下げ。足元の食品物価と総合物価の鈍化を反映した予想修正とみられます。会合前、市場参加者は同見通しの引上げを警戒。2月初に公表された予算案で農作物の最低支持価格(MSP)を生産コストの1.5倍に引上げる方針が示され、MSP引上げによる食品物価の上昇が懸念されたことが背景です。市場は、予想外の物価見直し引下げによって近い将来の利上げの可能性が低下したと解釈、株価(SENSEX指数)は一時前日比1.9%上昇し、10年国債利回りも一時7.122%と同0.172%ポイント(pt)低下しました。

## ● 準備銀行の政策会合議事録のタカ派ぶりに驚いた市場

しかし、4月19日に同会合の議事録が公表されると、翌20日朝に10年国債利回りは一時7.795%と前日より0.165%pt上昇し、金利先物(OIS)市場の織込む6月の利上げ確率は56.7%と前日の17.7%より大きく上昇。同議事録は5日の声明に比べてインフレ警戒感が強く、市場は近い将来の利上げの可能性を意識することになりました。

議事録では、(1)殆どの委員が物価上昇リスクへの警戒感を表明したこと、(2)委員の一人が次回6月の会合で利上げを求める投票をする可能性が高いことを示唆したことが判明しました。委員の多くは、(a)MSPの引上げ、(b)州政府による公務員の住宅手当(HRA)の引上げ、(c)財政の悪化、(d)国際原油価格の上昇などが物価を押し上げるリスクに言及。こうした記述は声明にも見られたものの、ハト派の代表であるドラキア委員(図9: 昨年12月まで4回連続で利下げを主張)も含むほぼ全員がこれを指摘したことには意外感もありました。殆どの委員が足元の総合物価の鈍化は食品物価の下振れによる一時的なものであることを指摘。複数の委員が足元で上昇するコア物価や期待インフレ率への警戒感を表明しました。また、6人中4人の委員が足元の景気回復が今後も続くことと予想し、うち2人はマイナスの産出ギャップが解消しつつあると主張しました。

【図7】総合消費者物価は鈍化、コア物価は上昇(左)、食品物価は鈍化(右)



【図8】昨年10月より政策金利を据置き(左)、先物市場は利上げを意識(右)



## ● 準備銀行副総裁は、次回6月会合での利上げ支持を示唆

タカ派の代表であるパトラRBI理事(図9: 今回まで2回連続で利上げを主張)は、景気の回復とともに企業が価格設定力を取戻しつつあり、コア物価と期待インフレ率が上昇していると指摘。アチャルヤRBI副総裁は、金融政策は野菜価格の下落による総合物価の鈍化という「雑音」ではなく、コア物価の上昇という「シグナル」に反応すべきと主張。「次回6月の会合で金融緩和解除の開始に投票する可能性が高い」と、驚くほど直接的な表現で利上げ支持の可能性を表明しました。ゲイト委員は、同副総裁と同様にマイナスの産出ギャップが解消しつつあるとし、コア物価の上昇に強い懸念を表明。MSPの引上げと原油価格の高騰の影響を警戒しつつ、MSP引上げの規模や範囲が不明であることを指摘し、「当面様子を見たい」と据置き支持の理由を説明しました。

上記3名がタカ派とみられる一方、ドゥア委員とドラキア委員の2名は今回は中立的な立場であり、インフレ上昇リスクはあるものの、景気回復の持続性は定かでなく金利据置きが妥当と主張しました。残るパテルRBI総裁はややタカ派であり、景気回復の持続に自信を示しつつ、期待インフレ率の上昇や企業の投入価格の上昇と価格設定力の回復などを指摘するなど、複数のインフレ押し上げ要因に言及しました。

## ● 準備銀行は今年8月の政策会合で利上げを開始か

次回6月の会合ではアチャルヤ副総裁が利上げを主張し、据置き/利上げの票数は、今回の5対1から4対2になるでしょう。併せて政策の方向性が現在の中立から緊縮的に変更される可能性も高いと思われます。タカ派色の強いゲイト委員とややタカ派のパテル総裁の動きが、今後の利上げ時期を左右するでしょう。2016年のMPC設立以降、RBIは2016年10月と2017年8月に0.25ptの利下げを実施(図9)。現制度への信認を高めるためには、MPC初となる利上げをどのように行うのが重要です。今後も景気回復が続くコア物価が高止まる中で、RBIは今年8月に利上げを始め年末までに累計0.5%ptの利上げを行うと予想されます。国際原油価格の一層の上昇と物価の上振れ等が見られた場合には、初回の利上げが6月に前倒しされる可能性が高まるでしょう。

国際原油価格の上昇もあり、対外収支は足元で緩やかに悪化。経常赤字の拡大と直接投資の鈍化に伴って国際収支は証券投資資本等への依存度を高め、国際金融市場の影響を受けやすくなっています。3月の貿易赤字は137億ドルと前月の120億ドルや前年同月の107億ドルを超過(図10)。輸入が前年比+7.1%と前月の+10.4%より鈍化しつつ拡大した一方、輸出が同▲0.6%と前月の+4.5%より反落し、貿易赤字額を押し上げました。

## 【図9】4月の政策会合での利上げ支持派は6委員中1名

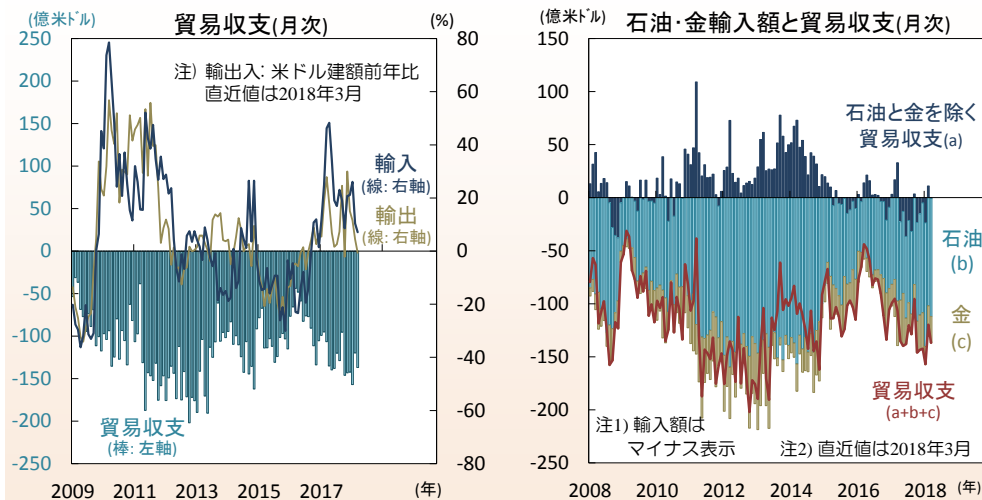
金融政策委員会(MPC)の決定と政策委員の投票結果

決定 政策決定 /政策委員	2016年		2017年						2018年	
	10月	12月	2月	4月	6月	8月	10月	12月	2月	4月
決定	政策金利(%)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00
	変更/維持	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→
内部委員	ウルジット・パテル	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→
	ヴィラル・アチャルヤ	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→
	マイケル・パトラ	↓	→	→	→	→	→	→	↑	↑
外部委員	チェタン・ゲイト	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→
	バミ・ドゥア	↓	→	→	→	→	↓	→	→	→
	ラヴィンドラ・ドラキア	↓	→	→	→	↓	↓	↓	→	→

注) →: 据置き、↑: 0.25%ポイント(pt)引上げ、↓: 0.25%pt引下げ、Ⓜ: 0.5%pt引下げ

出所) インド準備銀行(RBI)

## 【図10】輸出の伸びの鈍化や燃料輸入額の膨張に伴って貿易赤字が拡大



出所) インド中央統計局、CEIC

## ● 経常赤字の拡大とともに証券投資資本への依存度が上昇

輸出の内訳を見ると、宝石類や繊維などの輸出の伸び率が下落。大手国有商業銀行(PNB)の不正取引を受けて銀行の信用状発行規制が強化されたことや、GST還付の遅れによって中小の輸出業者の運転資金が不足している影響もあるとみられます。一方、輸入では資本財や卑金属や鉱物などが高い伸びを維持。国際原油価格の上昇も、燃料輸入依存度の高い同国の輸入額を上げています(図10右)。昨年度(～2018年3月)の貿易赤字は1,603億ドルと(図11左)、GDPの6.4%に相当。前年度の4.8%を上回りました。

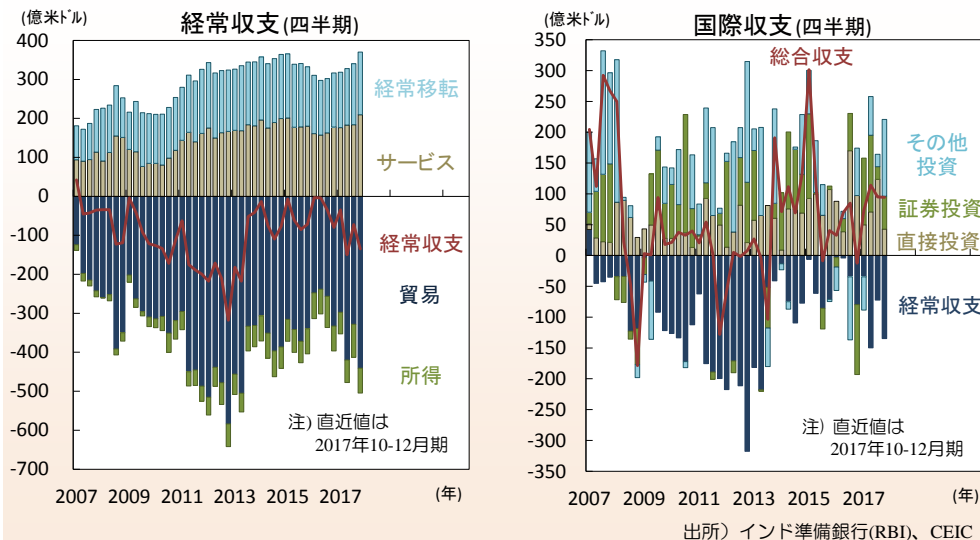
貿易赤字とともに経常赤字も拡大しています。10-12月期の経常赤字は135億ドルと前年同期の80億ドルより急増(図11)。昨年通年の同赤字は391億ドルとGDPの1.6%に相当、前年の0.6%を上回りました。原油高による輸入額の増加等から今後も貿易赤字の拡大が続き、今年度の経常赤字のGDP比は2%強まで拡大すると予想されます。一昨年から昨年にかけて、経常赤字が122億ドルから391億ドルまで拡大する一方、直接投資収支の黒字は394億ドルから287億ドルに縮小。この結果、基礎収支(経常収支+直接投資収支)は赤字に転じました(図12左)。同国の国際収支は証券投資など潜在的に安定度に欠ける資本への依存度を高め、国際金融市場の影響を受けやすくなりつつあります。

## ● カルナタカ州議会選挙次第では異例の下院早期解散も

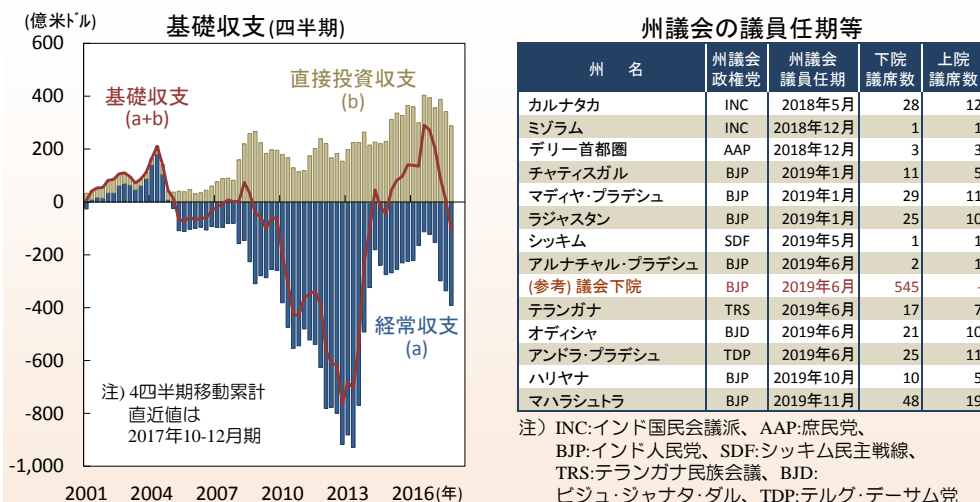
金融市場参加者の間では、5月のカルナタカ(KA)州議会選挙への関心が高まっています。同選挙は5月12日に投票、5月15日に開票の予定。年末に選挙が見込まれるマディヤ・プラデシュ(MP)州とラジャスタン(RJ)州と並ぶ規模の大きい州であり(図12右:下院選挙区25議席以上)、来年春の下院総選挙の前哨戦として注目を集めます。現在はインド国民会議派(INC)が過半数議席を確保し政権を担うものの、世論調査ではモディ首相の率いるインド人民党(BJP)とINCが拮抗(図13左)。同調査通りの結果であれば、両党とも単独過半数に満たず、地方政党のジャナタ・ダル世俗派:JD(S)がどちらに付くかが政権の行方を左右するでしょう(JD(S)は2004年にINCと、2006年にBJPと連立を形成)。JD(S)の幹部は連立の可能性について言及していないものの、INCを厳しく批判していることを見る限り、BJPとの連立を模索する可能性は低くないと思われます。

BJPが同州政権の座に就いた場合、BJPの政権州は全29集中22州となり、州議会の間接選挙によって選ばれる上院の議席数増加にもつながります。この場合、勢いに乗るモディ政権が、苦戦の予想される年末のMP州とRJ州(BJP政権州)の議会選挙を待たず、同国としては異例の下院の早期解散に踏み切る可能性も排除できないと考えられます。

【図11】貿易赤字と経常赤字が拡大(左)、直接投資純流入はやや鈍化(右)



【図12】赤字となった基礎収支(左)、迫るカルナタカ州議会選挙(右)



出所) インド準備銀行(RBI)、インド選挙管理委員会、インド議会上院、各種報道、CEIC

## ● 昨年堅調であったルピー相場は年初より軟調に推移

一方、BJPが州議会選挙で敗北した場合、野党は勢いづきBJPとの対決姿勢を強めるでしょう。農村部の有権者の歓心を買うために、政府が農作物のMSPを大きく引上げたり、BJPの政権州が農民債務の免除を拡大することに伴って、総合物価が上昇し州政府の財政が悪化するなど、経済運営の質が悪化するリスクも懸念されます。

通貨ルピーは年初より4月27日にかけて対米ドルで4.2%下落と(図13右)、主要アジア通貨最低の騰落率でした。ルピーは昨年同6.4%と底堅く上昇。多額の債券投資資本(図14左)が相場を押し上げました。昨年初の同国は、落ち着いた物価と経常赤字、着実に進む財政健全化など恵まれた環境であり、2-3月の主要州議会選挙(ウッタル・プラデシュ州)での与党の圧勝や7月初の税制改革の実現(GST導入)など明るい話題に事欠きませんでした。しかし、経済状況は徐々に悪化。一昨年11月の高額紙幣の廃貨に加えGST導入に伴う混乱も景気を押下げ、落ち着いた物価も上昇、経常赤字も拡大を始め、税収の低迷に伴って財政も悪化しました。他の主要新興国の多くで経済状況が改善する中、同国の悪化が目立ち資本流出を促したとみられます。同国は燃料の輸入依存度が高く、足元の国際原油価格の上昇は物価の上昇だけでなく、経常赤字の悪化も招きます。

## ● 中期的な回復を見込むも当面ルピーは上値の重い展開か

同国は来年春に下院総選挙を控え政治の季節に突入。この時期には歳出拡大による財政悪化や物価の上昇が起こりやすく、政権交代に伴う経済政策変更のリスクから直接投資の流入額も低迷する傾向があります。国有商業銀行(PNB)による不正取引に伴って海外投資家は同国株を売却。信用状関連の規制強化や銀行の貸出し姿勢の慎重化も景気の重しとなりそうです。2月9日には同国の証券取引所が海外取引所への株式データ提供を順次停止すると通告。株式指標算出大手のMSCIは、海外投資家に対して有害であるとこれを非難し、状況次第では主要株式指標上のインドの扱いを見直すと警告。主要指標からの同国除外のリスクを意識させ株式投資資本の流出を促しました。

4月後半の2週間(～4月27日)には、債券市場から23億ドル、株式市場から7億ドルの資本が流出(図14左)。RBIの利上げに伴う株価と債券価格の下押しの懸念等が背景とみられます。原油価格上昇に伴う対外収支悪化の懸念等も、引続きルピーの上値を押さえるでしょう。もっとも、高い潜在成長力や相対的に高い金利など中期的な支援材料は健在です。今後、来年春の下院総選挙での現政権の再選と経済改革の継続の道筋が明らかになれば、ルピー相場は再び底堅く推移すると予想されます。(入村)

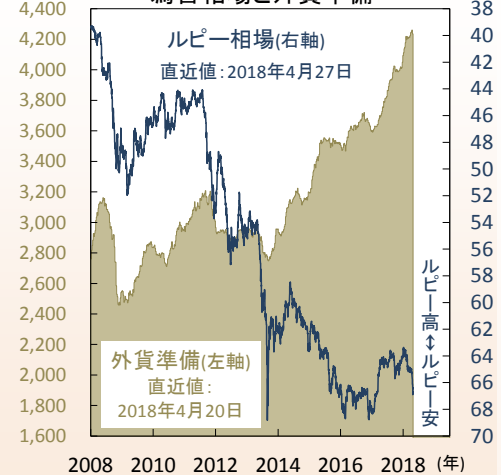
## 【図13】世論調査はカルナタカ州議会選挙での与野党拮抗を示唆(左)

カルナタカ州議会選挙(2018年)世論調査等

世論調査機関 /過去の選挙結果	公表 時期	主要政党議席数			議席率(%)		
		INC	BJP	JD(S)	INC	BJP	
調査機関	CHS	1月	79	74	65	35.3	33.0
	TV-9 CVoter	1月	102	96	25	45.5	42.9
	Public TV	1月	95	90	43	42.4	40.2
	COPS	2月	85	113	25	37.9	50.4
	C-Fore	3月	126	70	27	56.3	31.3
	India-Today Karvy	4月	96	82	39	42.9	36.6
上記6調査平均	—	97	88	37	43.4	39.1	
選挙結果	州議会選挙 (2013年)	—	122	40	40	54.5	17.9
	下院総選挙 (2014年)	—	9	17	2	32.1	60.7

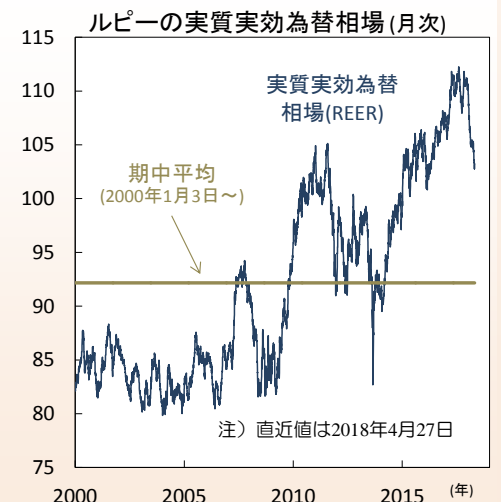
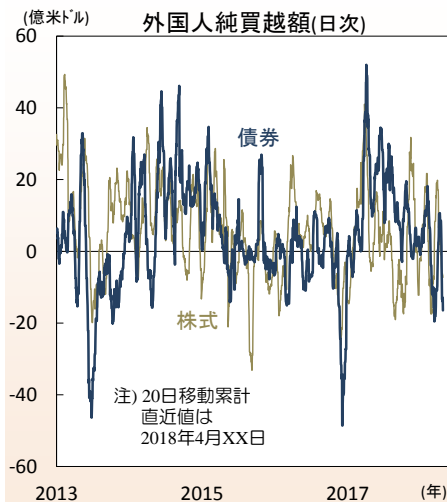
注) INC: インド国民会議派、BJP: インド人民党  
JD(S): ジャナタ・ダル(世俗派)  
議席数を範囲表示(85～95議席等)する世論調査は、当該範囲の平均値を記載  
下院総選挙結果は同州選挙区に関するもの

(億米ドル) 為替相場と外貨準備 (ルピー/米ドル)



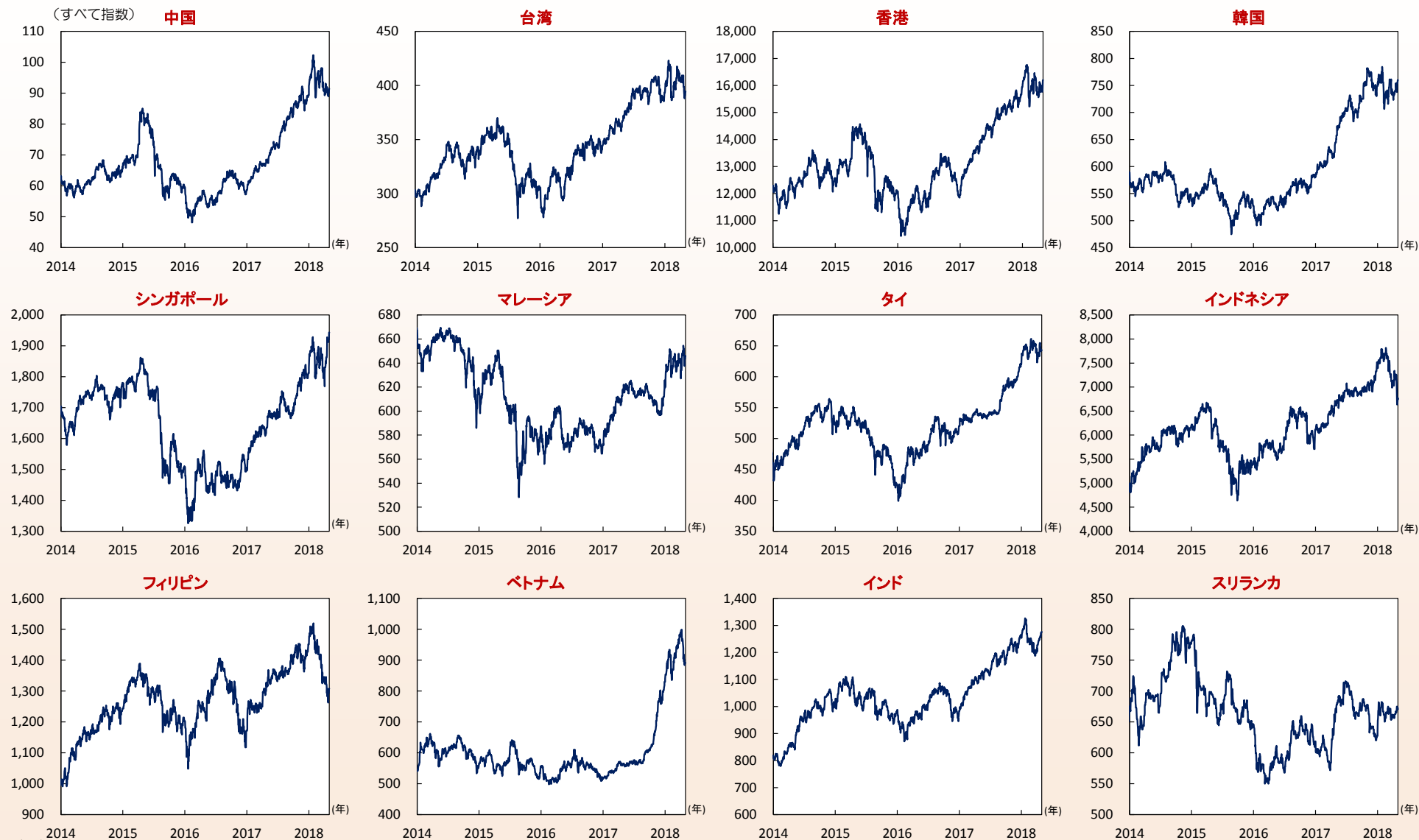
出所) インド準備銀行(RBI)、インド選挙管理委員会、各種報道、Bloomberg

## 【図14】低迷する債券投資資本の純流入額(左)、やや割高なルピー相場(右)



出所) インド証券取引委員会(SEBI)、Bloomberg

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(1) 株価



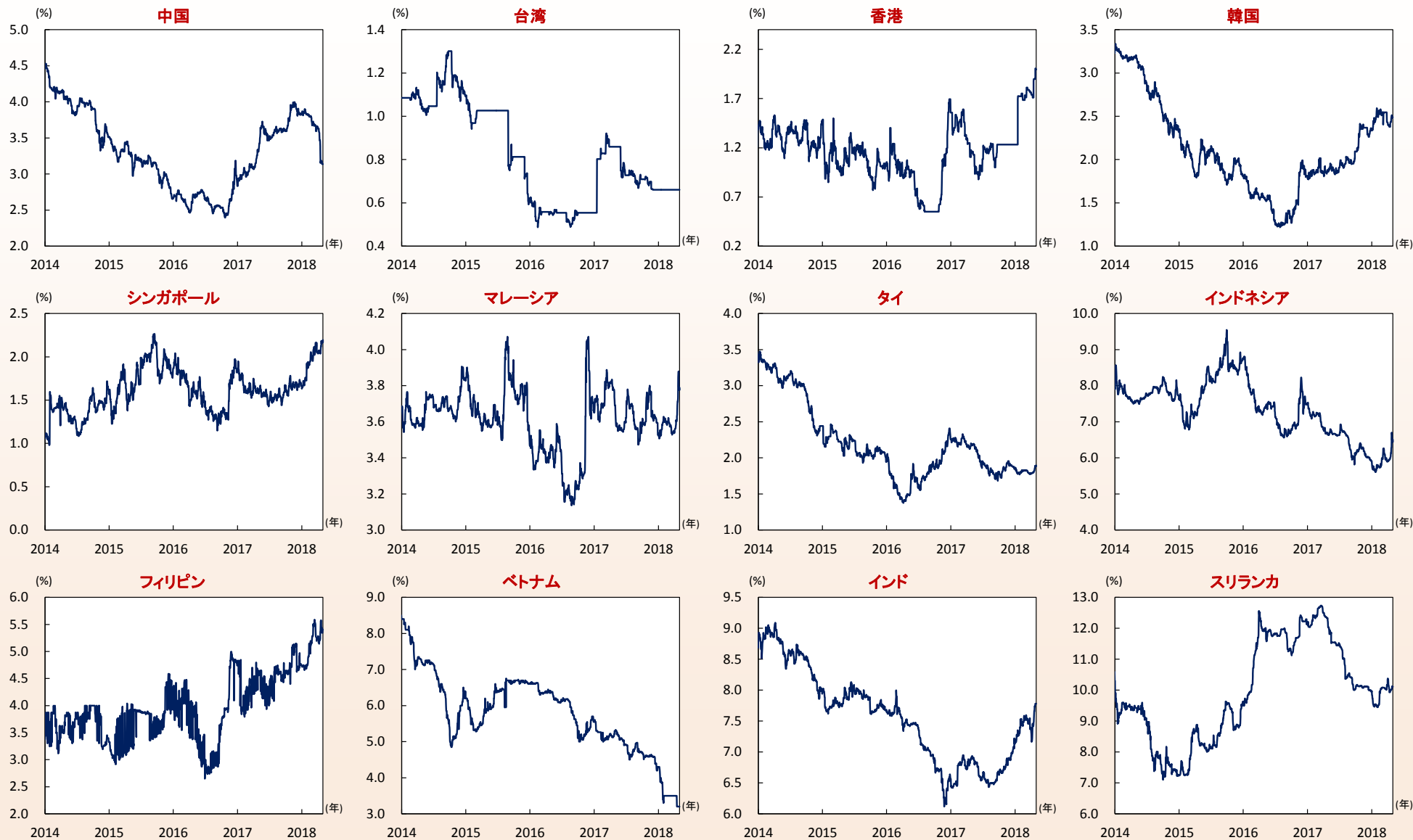
注1) 直近値は、2018年5月1日。

注2) ベトナムとスリランカはMSCIフロンティア・マーケット インデックス、その他はMSCI オールカントリー・ワールド インデックスの国別指数（現地通貨ベース、配当込み）。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成



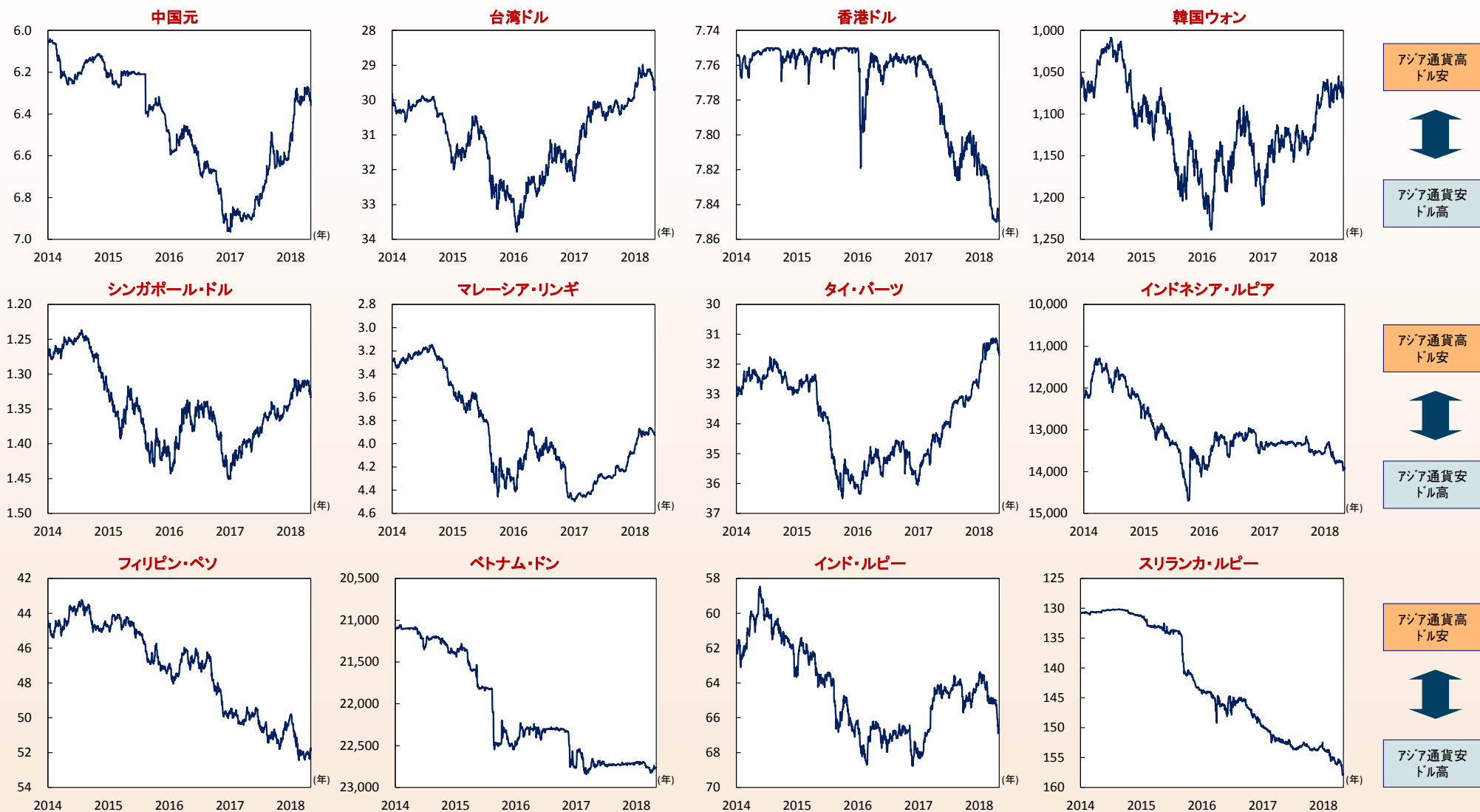
## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(2) 自国通貨建国債利回り



注) すべて5年国債利回り、直近値は、2018年5月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## 【アジア・マーケット・ウォッチ】(3)アジア通貨の対ドル相場



注) 単位は、アジア通貨/米ドル(1米ドル=アジア通貨)、直近値は、2018年5月1日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

### 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。本資料は、投資勧誘を目的とする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: 2018年5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 オールカントリー・ワールド インデックス、MSCI エモフィア・マーケット インデックス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。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