

※「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。

Contents

【インドネシア】7月の大統領選挙を控えて高まる政治的な不透明感 ..... 1ページ  
 【韓国】外需にけん引され、順調に回復する景気 ..... 6ページ  
 【エマージング・マーケット・ウォッチ】 ..... 9ページ

## 【インドネシア】7月の大統領選挙を控えて高まる政治的な不透明感\*

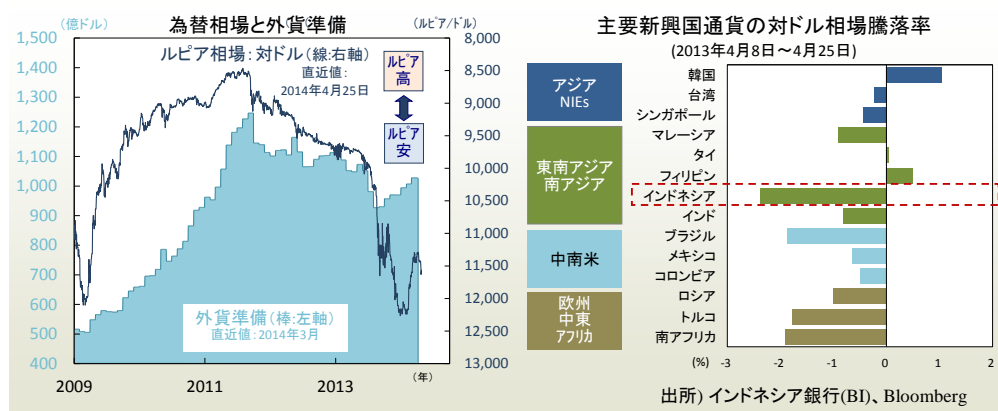
### ● 総選挙結果に失望し下落したルピア相場

2月月初より4月上旬まで対ドルで上昇を続けてきたルピア相場が、足元でやや軟調です(図1左)。4月上旬の総選挙の結果が海外投資家の失望を招いたことが主因とみられます。今後も7月の大統領選挙を控えて、金融市場は選挙情勢をにらみつつ一喜一憂する可能性が高いでしょう。本稿では、大統領選挙を控えた同国の政治状況を概観するとともに、今後の経済政策運営や金融市場の動向について考察します。

4月9日、同日行われた総選挙の出口調査による速報が公表されると、金融市場参加者の間に失望の声が広がり、休み明けの翌10日の市場ではルピアが対ドルで0.6%下落。選挙直前の同月8日から25日にかけての同通貨の対ドル相場下落率は2.4%と殆どのアジア通貨を上回りました(図1右)。同選挙の速報では、最大野党の闘争民主党(PDI-P)の得票率19%と最大であったものの、事前の世論調査における30%前後には届かず(図2)。海外投資家の多くは、同党が同選挙で躍進し、7月の大統領選挙では同党の大統領候補であるジョコ・ウィドド(通称「ジョコウィ」)現ジャカルタ知事が圧勝して安定政権を築くという楽観的なシナリオを想定していたため、予想外に伸び悩んだPDI-Pの得票率に失望したとみられます。

総選挙を3週間半後に控えた3月14日、PDI-Pは、ジョコウィ氏を大統領候補に指名したと公表。金融市場参加者はこれを歓迎し、同日、ジャカルタ総合株価指数は前日比+3.2%上昇、ルピアの対ドル相場も同+0.3%上昇しました。市場参加者の多くは、有権者の支持の強い同氏が選挙で圧勝し大統領となれば、求心力の高い新政権が生まれ、政治状況が安定し経済改革も進展するであろうと期待していたとみられます。ジョコウィ氏は、中部ジャワのスラカルタ(ソロ)市の市長を経て2012年にジャカルタ知事に就任。都市整備、公共サービスの改善、汚職追放などで成果を挙げ、官僚主義と戦い庶民の生活改善を図る指導者とのイメージも強い模様です。

【図1】4月9日の総選挙以降、やや軟調に推移するルピア相場(左)



【図2】世論調査による支持率を下回った闘争民主党の得票率

主要政党	2004年		2009年		2014年	
	得票率	議席数	得票率	議席数	得票率	支持率
闘争民主党(PDI-P)	19	109	14	94	19	29
ゴルカル党	22	127	14	106	14	20
グリンドラ党	0	0	4	26	12	15
民主党(PD)	7	56	21	148	10	10
民族覚醒党(PKB)	11	52	5	28	9	6
国民信託党(PAN)	6	53	6	46	8	4
福祉正義党(PKS)	7	45	8	57	7	4
開発統一党(PPP)	8	58	5	38	7	2
ハヌラ党	0	0	4	17	5	7
その他	17	50	18	0	10	3

注) 得票率と支持率の単位は%  
 2004年と2009年の得票率と議席数は選挙管理委員会公表の確報値。  
 2014年の得票率は出口調査による速報値。  
 2014年の支持率は、民間調査機関Roy Morgan Researchが2月に実施した世論調査結果

出所) 選挙管理委員会、各種報道より作成

## ● 次期大統領就任が有望視されるジョコ・ウィド知事

裕福ではない家庭に生まれ質素な生活ぶり知られるジョコウィ氏は、中央政治の経験もなく汚職とは無縁とのイメージが強く、近年相次ぐ政権与党の汚職疑惑に嫌気する有権者の支持を集めている模様です。民間調査会社(Roy Morgan Research)が2月に行った世論調査では、同氏の支持率は40%と大統領選挙への出馬が確定する前にもかかわらず極めて高く、グリンドラ党のプラボウォ・スピアント氏の17%、ゴルカル党のアプリザル・バクリー氏の11%を大きく引き離しました。

清廉潔白な新しいタイプの指導者というイメージは、2004年に同国初の大統領直接選挙に出馬した際の現ユドヨノ大統領にも近い模様です。同大統領は、一期目の政権運営などが評価され2009年に圧倒的な支持を受けて再選。当時は、「政治経済を安定させた優れた指導者」との評価を受けていました。しかし、二期目に入ると、政争に巻き込まれ優秀な経済閣僚の側近を失い、自らが率いる民主党幹部の汚職疑惑が浮上り内紛が起こる中で、その求心力は低下。2012年には、連立相手の造反で燃料価格引き上げの撤回に追い込まれるなど経済運営も迷走し、政策運営が行き詰る中で、指導力に欠ける賞味期限切れの大統領との厳しい評価も聞かれるようになりました。

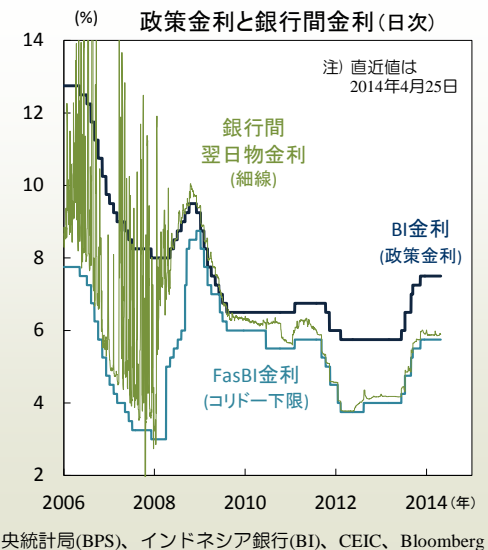
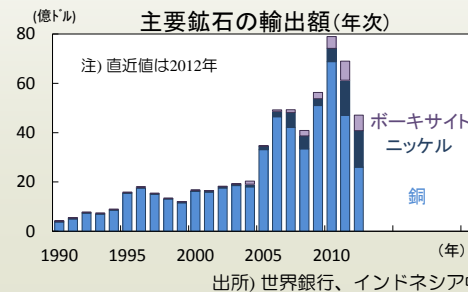
## ● 今後は大統領選挙に向けて連立工作が活発化か

なお、ジョコウィ氏は中央政治の経験もなくその実力は未知数であり、経済運営などに関する発言も殆ど聞かれません。経済運営方針も定かでない大統領候補に市場参加者が高い期待を抱くのは一見奇妙ですが、高い支持率を背景に選挙で圧勝すれば政権は安定するであろうとの期待と、他の有力候補よりは好ましいとの判断があるとみられます。スハルト元大統領の娘婿であったプラボウォ・スピアント氏は、軍幹部であった時代に人権侵害行為への関与も疑われており、アプリザル・バクリー氏は、同氏が率いる財閥バクリー・グループに関して、子会社での不正資金流用疑惑や泥流事故の補償問題などを抱えており、海外投資家による評価は芳しいものではない模様です。

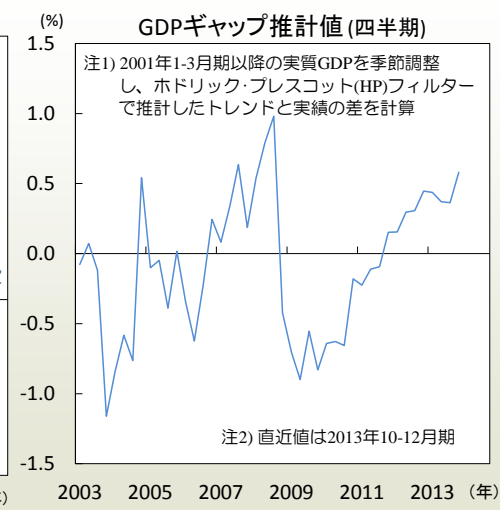
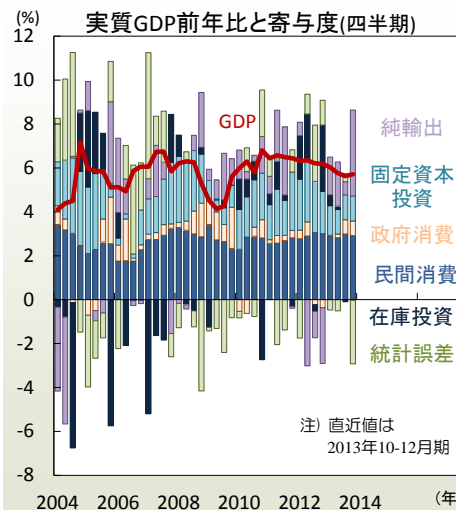
今後は、5月7-9日に総選挙の公式結果が確定し、7月9日の大統領選挙に向けて、5月下旬に大統領候補の正式登録が行われます。正副大統領候補を擁立できるのは、得票率で25%以上または議席数で20%以上を獲得した政党(または政党連合)。速報の得票率を見る限り、PDI-Pは議席数基準を満たし単独の候補擁立が可能と思われます。もっとも、政権運営の安定性確保のため、得票率第4位以下の政党を中心に連立工作を行った上で、ジョコウィ氏とコンビを組む副大統領候補を決定する可能性が高いでしょう。

## 【図3】未加工鉱石の輸出関税を段階的に引上げ(左上)

鉱物名	2014年		2015年		2016年	
	上期	下期	上期	下期	上期	下期
銅	25	25	35	40	50	60
鉄鉱石	20	25	35	40	50	60
鉛	20	25	35	40	50	60
亜鉛	20	25	35	40	50	60
錫	輸出全量が精錬済みのため非課税					
ニッケル	輸出禁止					
ボーキサイト	輸出禁止					



## 【図4】力強い成長が続く中(左)、過熱気味となっていた景気(右)



## ● 大統領選挙が決選投票にもつれ込む可能性が高まる

総選挙を終えて、金融市場の関心は、各党の連立工作与正副大統領候補選にシフト。総選挙前は、PDI-Pが圧勝し有利な立場で連立工作を行い、ジョコウィ氏を大統領候補に擁立して7月9日の大統領選挙で過半数を得票するとの予想も聞かれました。しかし、PDI-Pの得票が伸び悩んだため、得票率で2位のゴルカル党と3位のグリンドラ党は、同4位以下の政党と連立して独自の候補を擁立する可能性が高いとみられます。得票率で4位以下の複数党が連立し独自候補を擁立する可能性も否定できません。多くの候補の参入によって7月9日の選挙でジョコウィ氏が過半数を得票することは難しくなり、9月9日の決選投票を経て大統領に就任する可能性が高いと考えられます。

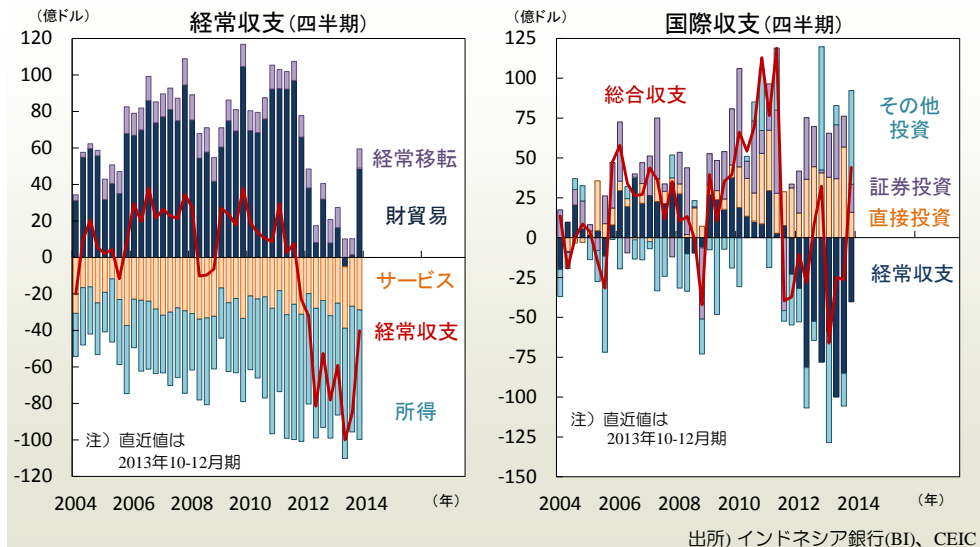
ジョコウィ氏は、他党との連立に前向きである一方、閣僚ポストによる取引はしないと発言。官僚やエコノミスト出身者など実務家による内閣を指向している模様です。新政権は、引き続き潜在的な不安定さを抱えた連立政権となる可能性が高く、連立相手との交渉などに長けた政治経験豊かな副大統領がジョコウィ氏を支えることが必要でしょう。第一期ユドヨノ内閣で副大統領を務めたユスフ・カラ氏(ゴルカル党)が、この役割を担うとの見方も現地では聞かれており、今後の進展が注目されます。

## ● 鉱物輸出の制限措置は経常収支を悪化させるのか

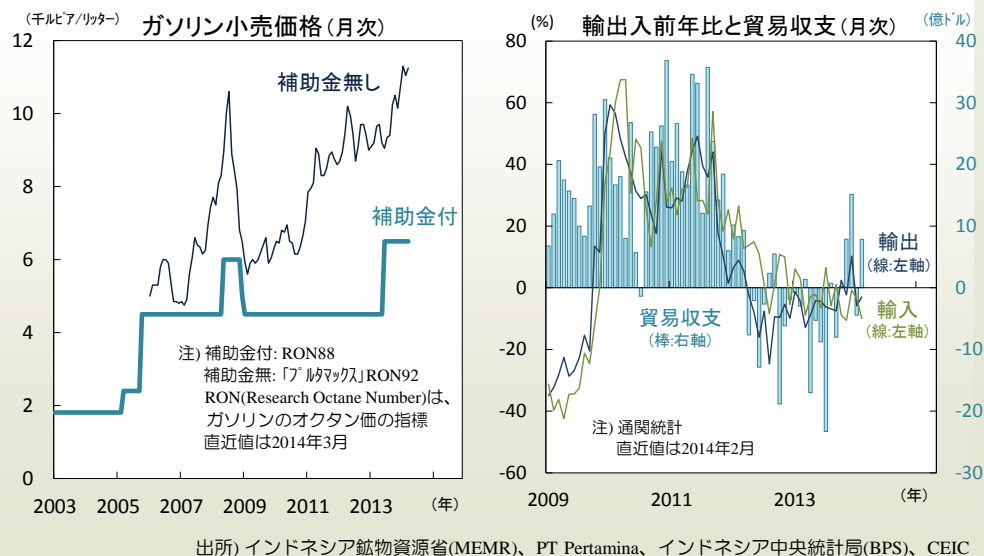
大統領選挙を経て政権交代が予想される中、今後も健全で安定的な経済運営が行われるのか、経常収支の改善など経済の安定化が進むのかに注目が集まります。

中期的な経済運営に関しては、懸念も少なくありません。2014年初より施行された鉱物輸出の制限措置は、一時的な輸出の減少だけでなく中期的な経常収支の悪化をもたらすリスクがあると思われます。2009年制定の鉱業法は、鉱業事業者に対して2014年初までに、国内での精錬や選鉱によって鉱業生産物を高付加価値化することを要求。2014年1月11日の政令は、未加工のニッケルとボーキサイト鉱石の輸出を禁止。一方、銅など他の鉱物は2017年まで選鉱を一部施した精鉱の輸出を可能とした上で、輸出関税を賦課。税率は、2014年の20-25%から2016年に60%へと順次上げられます(図3左上)。鉱業法は、国内における付加価値を高め産業構造を高度化することを目指しているものの、その実効性は疑問です。他国の経験を見る限り、産業構造の高度化を促すのは自由化による競争の促進などです。精錬施設の建造を促すための禁輸や関税の引上げは、技術力を持つ外国企業の撤退、生産性の低い精錬施設の建造、工業部門の企業収益悪化による法人税収の減少などにつながるリスクをはらんでいます。

## 【図5】景気の過熱や燃料輸入の増加などに伴って経常赤字が拡大



## 【図6】昨年6月に燃料価格の引上げ(左)、黒字に転じた2月の貿易収支(右)



## ● 愛国主義的かつ保護主義的な動きへの懸念

銅、鉛、亜鉛の精錬施設は世界的に過剰気味で精錬マージンは低く、新規の精錬施設の建造は採算面から困難でしょう。これら鉱物は同国以外にも多く存在するため、海外企業による同国からの撤退を促す可能性が高いと考えられます。ニッケル、ボーキサイト、鉄鉱石の精錬は商業的に可能と思われるものの、精錬工程には大量のエネルギーを要するため同国での操業が最適かは疑問です。精錬された鉱石の価格は精錬前を大きく上回るものの、精錬の過程で投入されるエネルギーのコストを考えると、鉱業部門の付加価値はむしろ減少する可能性も否定できません。

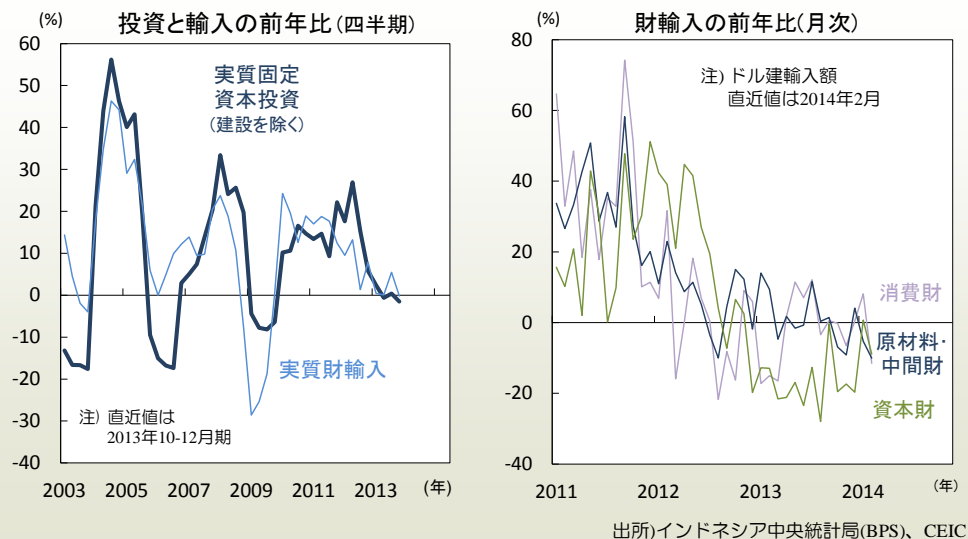
精錬施設の建造と操業のためには資本財や燃料の輸入も必要となり、経常収支は悪化するでしょう。建設コストと減価償却負担によって鉱業部門の企業収益が悪化し、法人税収の減少も懸念されます。世界銀行の試算では、輸出規制と輸出関税の賦課によって、2014-17年の間に貿易収支は累計125億ドル悪化し、政府の歳入は同65億ドル減少する見込みです。経済効率の悪化につながりかねない措置の背景には、愛国主義的かつ保護主義的な指向も垣間見え、海外企業の懸念を招いています。新政権が上記政策の見直しに着手しない限り、こうした懸念は解消しないと考えられます。

## ● 金融財政政策の引締めで経常収支は改善しているのか

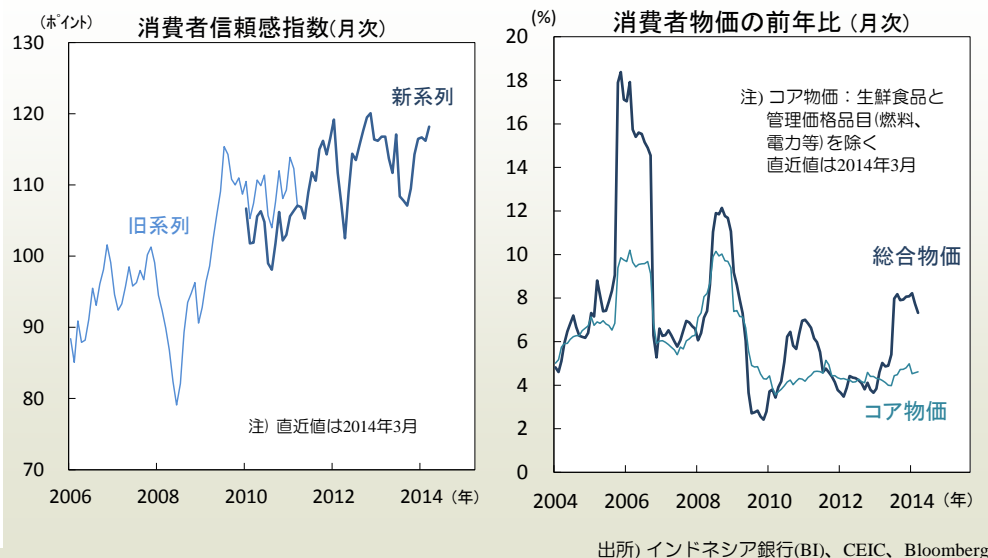
今後、短期的には、経常収支の改善など経済の安定化が進むのかに注目が集まります。近年、緩和的な財政政策と金融政策(図3右)の下で景気が過熱気味となる中で(図4)、同国の経常収支は急速に悪化しました(図5、[本レポート2014年1月号](#)、以下「資料」2頁参照)。昨年5月以降は米国の量的金融緩和の縮小が意識され、新興国からの資本流出が加速する中で、経常赤字の拡大が問題視された同国の通貨は急落しました。これをきっかけに、当局は連続利上げ(図3右)や燃料補助金の削減(図6左)などを行い、緩和的であった財政金融政策の引締めに着手しました。

上記の政策引締めによって、過熱気味の内需が減速し燃料の過剰消費の抑制された場合、経常赤字は徐々に縮小することが期待されます。4月1日に政府が公表した2月の貿易収支は+7.9億ドルと前月の▲4.4億ドルから反転し(図6右)、市場予想(Bloomberg集計の中央値)の+3.0億ドルを上回りました。輸出の前年比が▲3.0%と前月の▲5.9%より改善する一方、輸入が▲10.0%と前月の▲3.5%よりさらに落込んだ影響です(図6右)。累積利上げの効果もあり企業の設備投資は鈍化しており(図7左)、資本財の輸入は前年比▲8.9%減少(図7右)。消費財と中間財の輸入もマイナスの伸びでした。

【図7】設備投資等が減速する中(左)、資本財の輸入も軟調(右)



【図8】燃料価格の引上げや利上げ等を経ても消費者信頼感が高水準(左)



## ● 選挙を控えて実施しづらい燃料補助金の追加削減

もっとも、今後も貿易収支が改善を続けるかは定かではありません。昨年6月の燃料価格引上げの影響は低所得家計への現金給付などで緩和された模様であり、消費者信頼感は改善を続け(図8左)、耐久財の消費も堅調です。今後、政党による選挙関連支出などで民間消費がさらに押し上げられれば、消費財の輸入の増加も起こり得るでしょう。また、昨年6月の燃料価格引上げ以降、ルピア安が進んだために燃料の内外価格差は再び拡大(図6左)。燃料の過剰消費と輸入増加を抑えるためには更なる価格引上げが必要であるものの、大統領選挙を控えて早期の実施は困難とみられます。

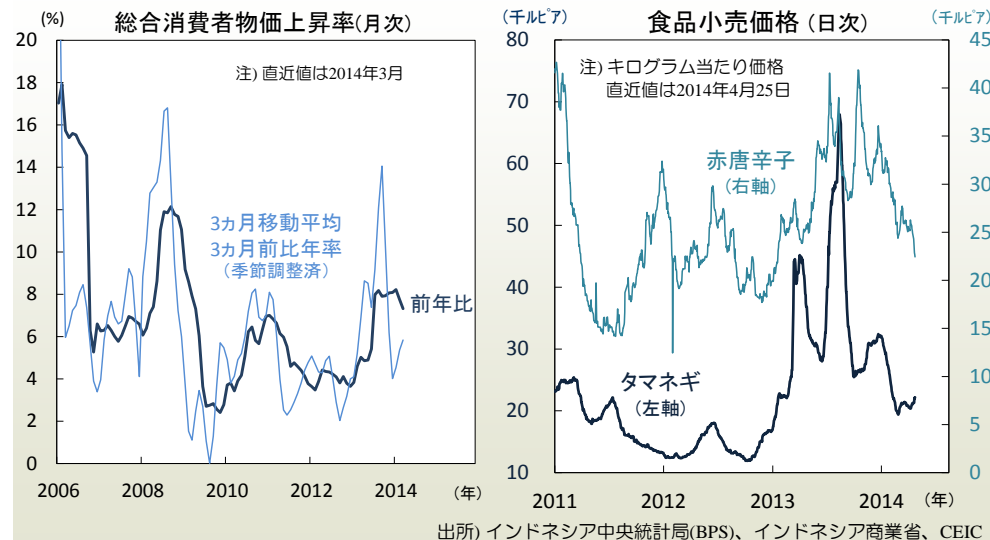
物価には沈静化の兆しが見えます。4月1日に公表された3月の総合消費者物価は前年比+7.3%と前月の+7.7%より鈍化(図8右)、食品物価が同+7.3%と前月の+9.6%より低下し総合物価を押下げました。前年同月に香辛料価格が急騰したことからの反動に加え(図9右)、雨季(11月～3月)の洪水被害が前年より限定的な中で農作物の収穫が順調に進み食品物価が低下していることも寄与しました。今後、5-6月の修正予算作成時に燃料価格の再引上げが行われな限り(7月の大統領選挙を控えてその可能性は低い模様)、総合消費者物価の前年比は年半ばより順調に低下すると予想されます。

## ● 政治的な不透明感からルピア相場方向感を欠く展開か

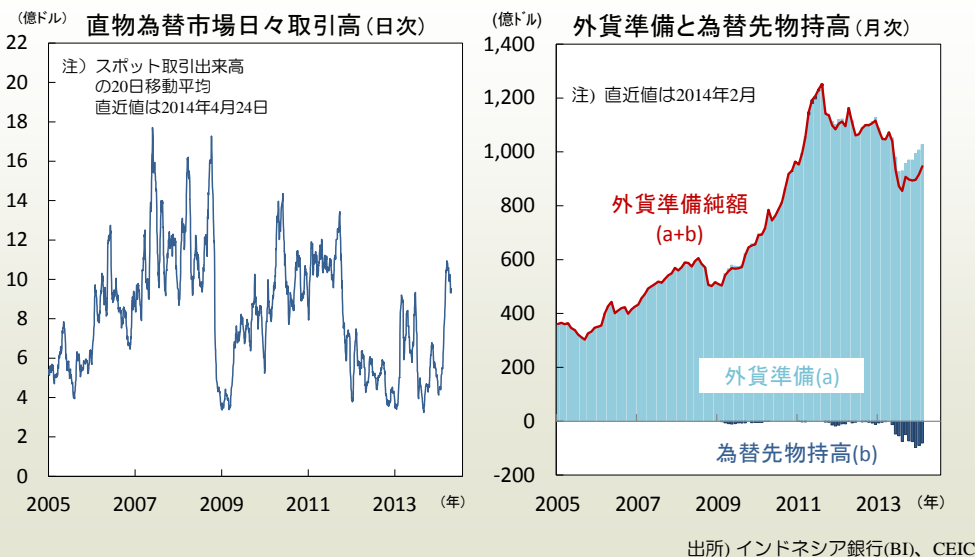
ルピア相場が2月月初より4月上旬まで上昇を続けた背景は、(1)世界的なリスク選好度の改善と高金利の経常赤字国通貨の買戻しの動き、(2)政権交代と経済改革の期待、(3)経常収支の改善期待、(4)国内為替市場の流動性の回復等でした。2012-13年のルピア相場下落時に、中央銀行の職員が市中銀行にルピア安相場での銀行間取引の自粛を求めたため、市場の流動性が低下(資料 3頁参照)。しかし、昨年5月に就任した現BI総裁の下で上記の指導が改められ、国内市場の流動性は徐々に回復しています(図10左)。

前述の通り貿易収支の改善が今後も進むかは定かではなく、選挙前後の消費財輸入の増加などで収支が悪化し市場の失望を招く可能性も残ります。また、例年、5-6月には現地法人による海外親会社への配当金支払いや国内企業の対外借入の元利金返済で経常収支と資本収支が悪化します。外貨準備は2月時点で1,027億ドルと、昨年7月より101億ドル増加したものの、為替先物も加えた純額は946億ドルと心理的な抵抗線といわれる1,000億ドルを回復していません(図10右)。BIは、相場上昇時には外貨準備の増強のためのドル買い介入を行う可能性が高いでしょう。大統領選挙を控え政治的不透明感が高まる中、当面、ルピア相場は方向感を欠く展開となるでしょう。(入村)

【図9】一時期消費者物価を押し上げた香辛料価格も沈静化(右)



【図10】昨年まで低下していた国内為替市場の取引高は改善(左)





## 【韓国】外需にけん引され、順調に回復する景気

外需の回復にけん引され、足もとで韓国の景気は順調に回復しています。物価の低位安定が続くなか、当局は現行の政策金利を据え置きながら、年後半に利上げを本格的に検討し始める可能性があると思われます。

### ● 外需にけん引され、順調に回復する景気

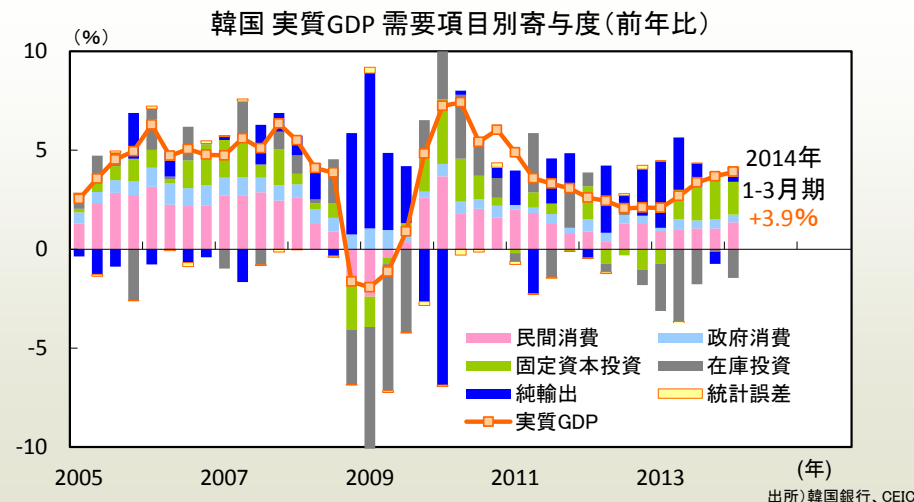
世界景気の回復が続くなか、外需依存度の高い韓国経済の2014年1-3月期実質GDP成長率（速報値）は前年比+3.9%、前期比+0.9%（季節調整済み）と、いずれも堅調に推移しています（図1）。需要項目別では、輸出の回復に加え、政府による雇用の創出策や個人債務者への債務免除措置などにより、民間消費が前年比+2.6%と、2期連続で伸び率が拡大しました。また、固定資本投資は公共建設や企業の設備投資の加速にけん引され、同+6.2%と伸び、景気を持ち直しを後押ししました。

2013年後半から、対円・対米ドルでウォン高がすすむなか、韓国企業は輸出単価の引き下げなどで対応してきました。そのため、輸出全体は底堅く推移し、3月には497億ドル、前年比+5.1%となりました（図2）。主要輸出先の欧州向けの輸出が6ヵ月連続でプラス成長が維持されたほか、中国向け、米国向けの輸出も緩やかに回復しています。品目別では、主力輸出品である自動車と電子類の輸出は引き続き好調に推移しており、景気循環に影響されやすい造船も3月に前年比+14.8%（2月：同▲9.7%）と、伸びがプラスに転じました。また、1-2月の海外からの受注累積額は138兆ウォンとなり、2005-13年の平均値より8割強増えています（図3左）。今後、円安などの圧力があるものの、世界景気の持続的な拡大に伴い、輸出の回復が予想されます。

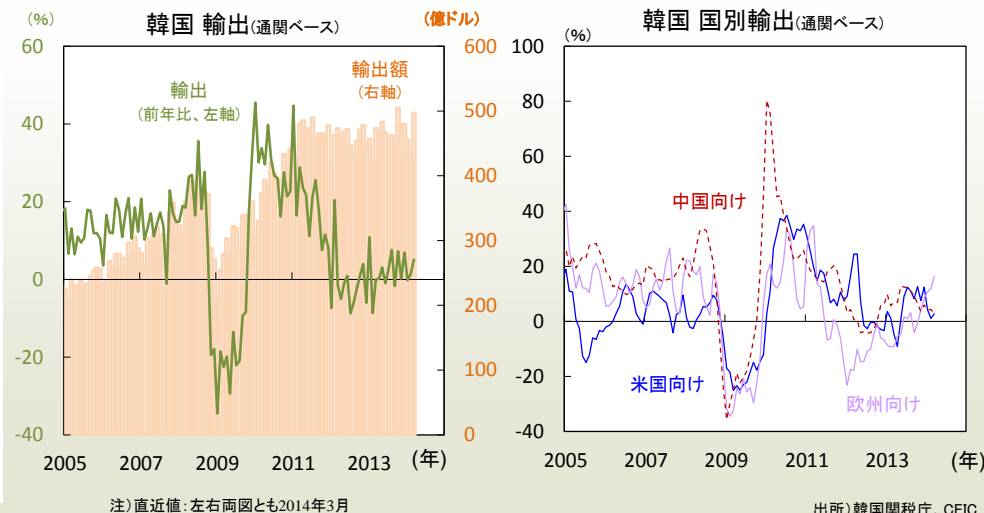
堅調な輸出などを背景に、鋳工業生産は3月に前年比+1.7%と、2月の同+0.9%より改善し、年初来最大の伸び幅となりました（図3右）。企業の景況感指数（BSI、見通し）は4月に96.6と、昨年後半からの上昇傾向を維持しています。また、製造業の平均設備稼働率は2月に76.2%（季節調整済み）と、昨年の平均値と同水準で推移しています。

一方、着実な景気回復に伴い、足もとの失業率は3月に3.5%にとどまり、就業者数も2,516.3万人に達しました。しかも、就業者の純増数は正規雇用者を中心に、前年同期比で約2.5倍の+64.9万人に増えました（図4）。今後、就職シーズンの終わりに伴い、就職先が決まる求職者の増加、失業率の低下が予想されます。年末にかけて、各大企業を中心に正規雇用の拡大が期待され、雇用環境の改善が続くと思われます。

【図1】固定資本投資等の拡大にけん引される景気回復



【図2】堅調に推移する韓国の輸出



良好な雇用環境に支えられ、実質小売指数は2月に前年比+1.7%（3カ月移動平均）と堅調に推移しており、耐久財消費の目安となる自動車の国内販売台数も3月に同+2.9%と、プラス成長を続けています（図4右）。また、個人の債務延滞者を対象に、債務負担の軽減を旨とする「国民幸福基金（National Happiness Fund, 以下、NHF）」が発足してから1年を越し、申請者29.4万人の内、24.9万人の債務が整理されました（3日末時点）。これはNHFの発足当時の目標（年間平均で約6.5万人）を大幅に上回っています。今後、同基金の利用者の債務軽減に伴う消費の活性化が期待され、韓国経済は年末にかけて内・外需ともに回復を続ける見通しです。

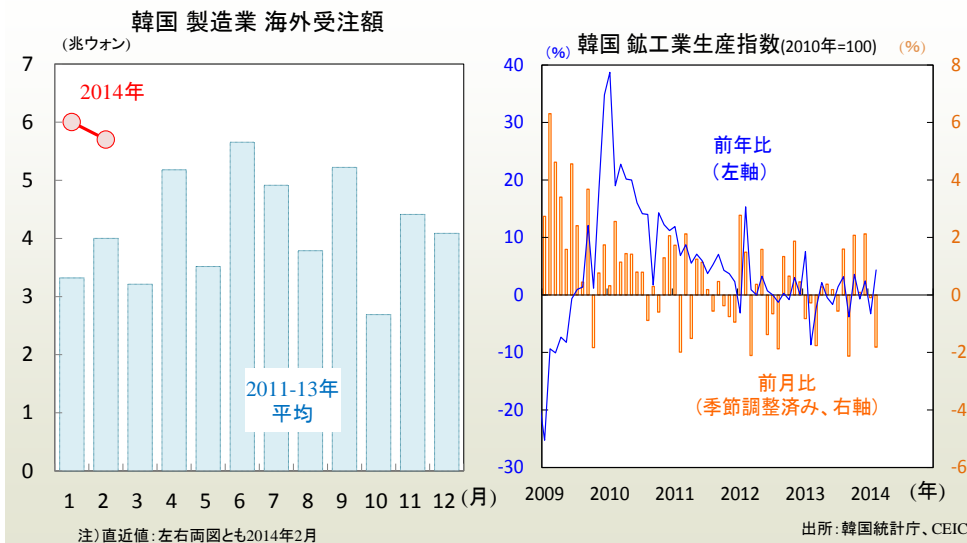
## ● 当面、現行の金利水準を維持し続ける当局

総合消費者物価は3月に前年比+1.3%と、2月の同+1.0%よりやや上昇したものの、政府の2013-15年度のインフレ目標（+3%±0.5%）の下限を大幅に下回っています。野菜や水産物を中心に、食品品価格が7カ月連続で下落したほか（3月：前年比▲0.1%、図5）、ウォン高に伴うエネルギー輸入価格の低下も総合物価の低位安定に寄与しています。一方、燃料と生鮮食品を除いたコア物価は3月に同+2.1%と、昨年後半から伸び率の拡大傾向が続いています。また、生産者物価も企業活動の活発化を反映し、3月に前年比▲0.5%（2月：同▲0.9%）と下げ幅が縮小しています。今後、生産者物価とコア物価の上昇が次第に総合物価に波及するため、2014年末にかけて、総合物価は+3%近くまで上昇すると見られます。

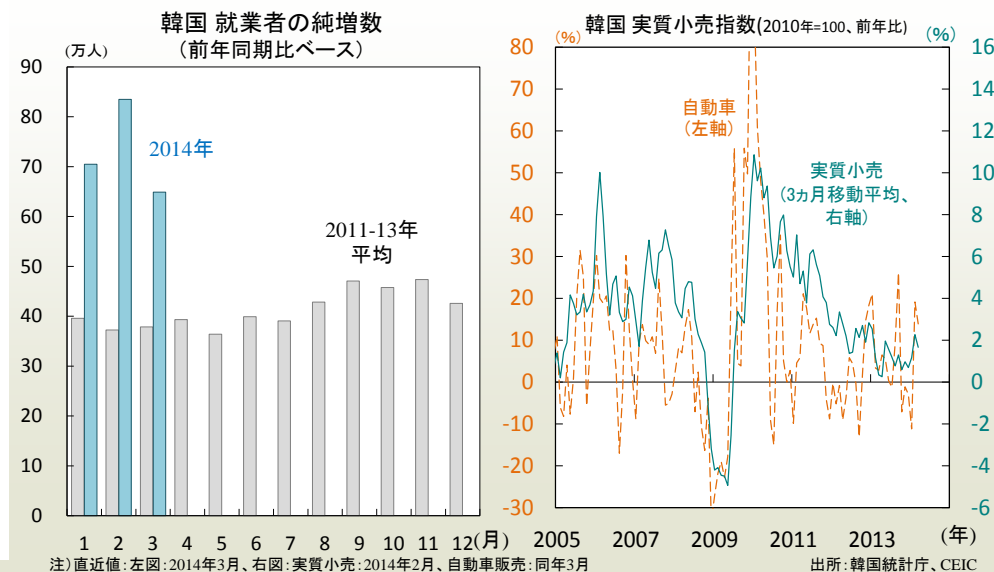
韓国の中央銀行（BOK）は景気の下振れリスクなどを意識し、昨年5月に政策金利（7日物レボ金利）を2.75%から2.50%に引き下げた後、今年4月にかけて11回連続で金利を据え置いてきました（図6）。4月に就任した新総裁は4月10日の金融政策決定会合の後の記者会見では、米国の緩和縮小や中国経済の減速などをリスク要因として取り上げながらも、「景気が引き続き回復するなか、①需給ギャップの縮小、②インフレ率が需要サイドの圧力で急上昇した場合、われわれは予防的な金利変更を協議できる」と、利上げの条件を明確に示しました。当面、労働市場の需給ひっ迫があるものの、総合消費者物価の上昇勢いが緩やかにとどまるなか、当局は利上げを急ぐ必要はなく、しばらく現行の金利水準を維持させ、年後半に利上げを本格的に検討し始める可能性もあるでしょう。

一方、2013年後半から米国の金融緩和策縮小を意識して、多くの新興国通貨が売られ、ウォンは良好な国際収支構造などを背景に、対米ドル相場の堅調さが目立ちます（図7、8）。急速なウォン高に対し、韓国政府は繰り返し為替介入を実施し、通貨高の上昇速度を抑えようとしている模様です。しかし、4月16日に米国政府から為替介入の自制を求めるなど、当面ウォン高圧力が高まっています。年末にかけて、景気回復等に伴い、同通貨は小幅に上昇していく見通しです。（洪）

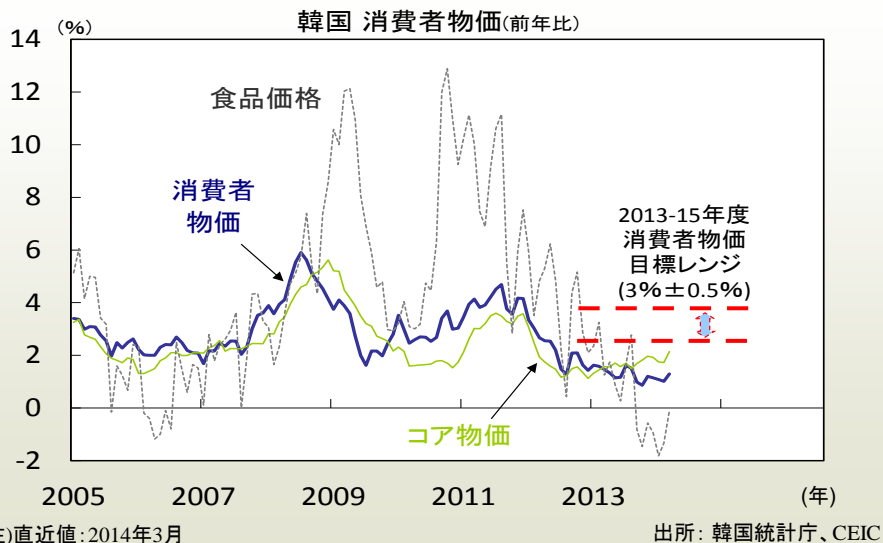
## 【図3】海外受注の増額に伴い、底堅く推移する鉱工業生産



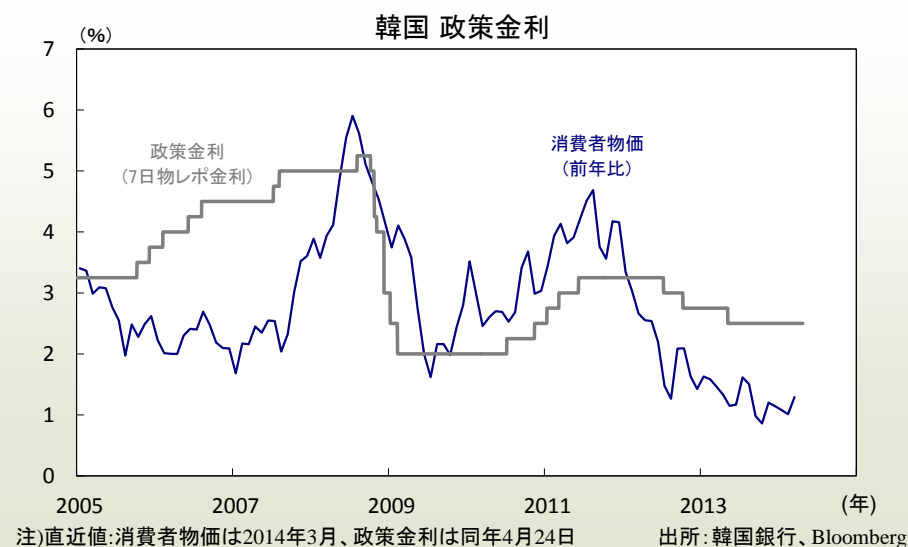
## 【図4】例年より倍以上に増えた就業者の純増数



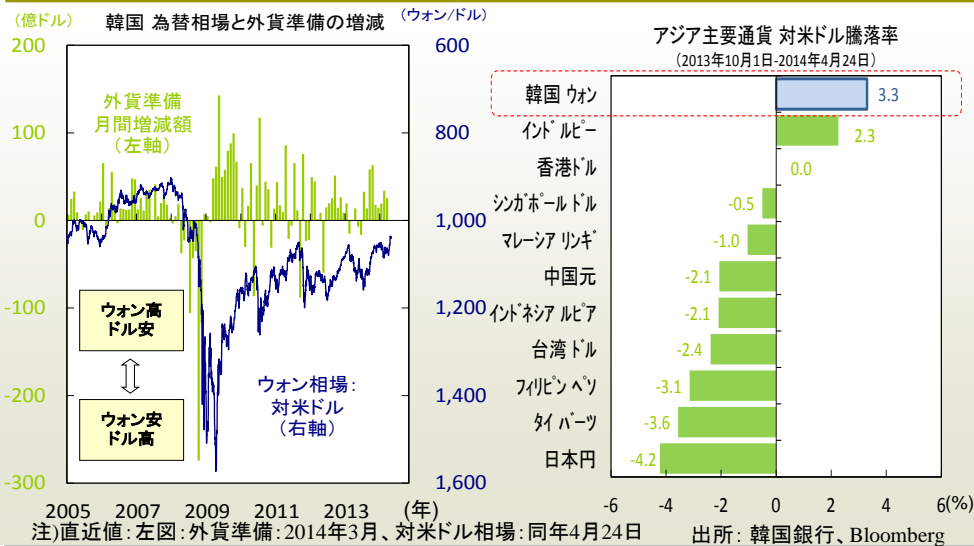
【図5】2013年以降、インフレ目標の下限以下で推移する消費者物価



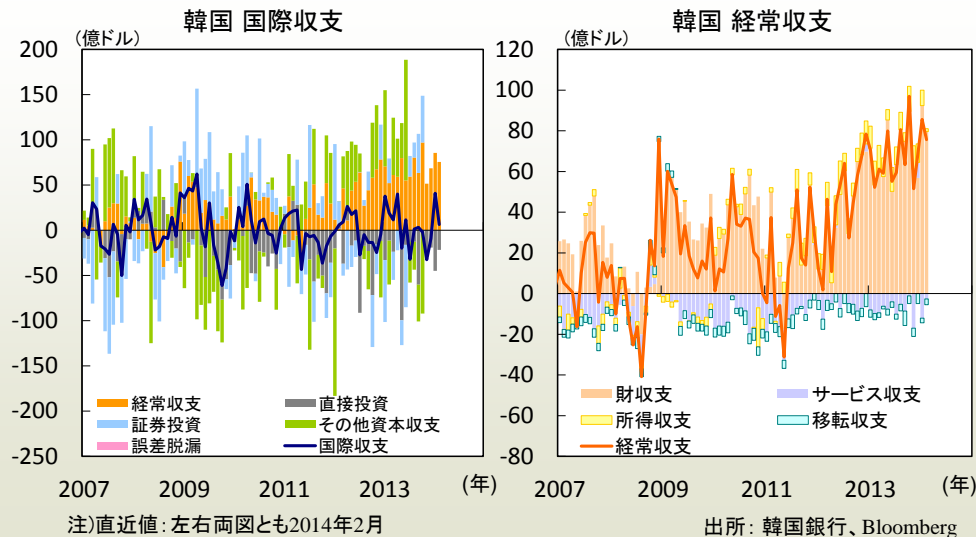
【図6】政策金利を据え置く金融当局



【図7】昨年後半より、通貨高の勢いが目立つ韓国ウォン

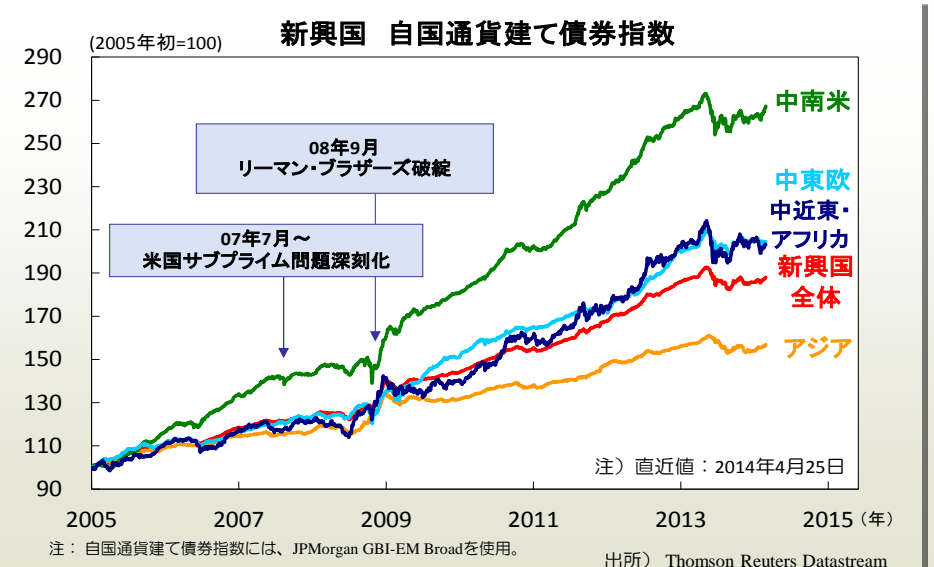
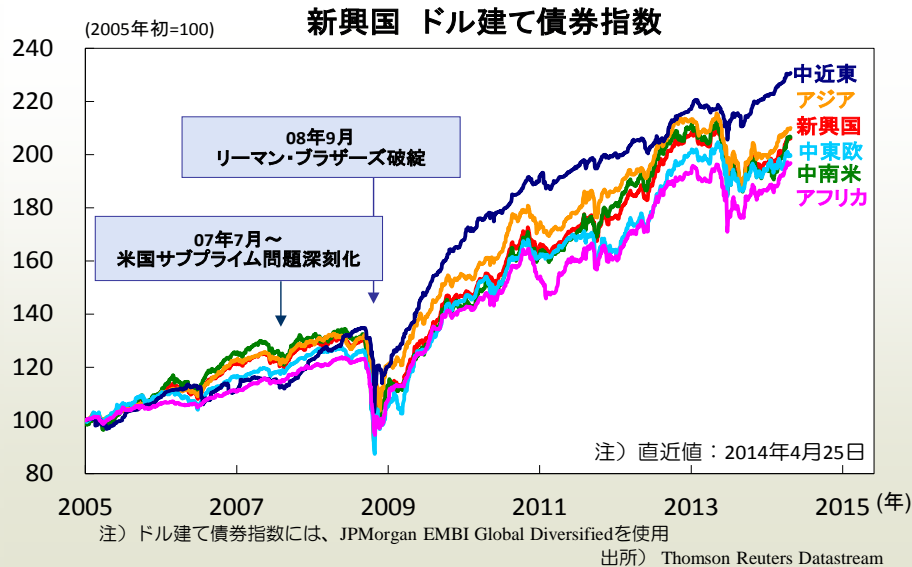
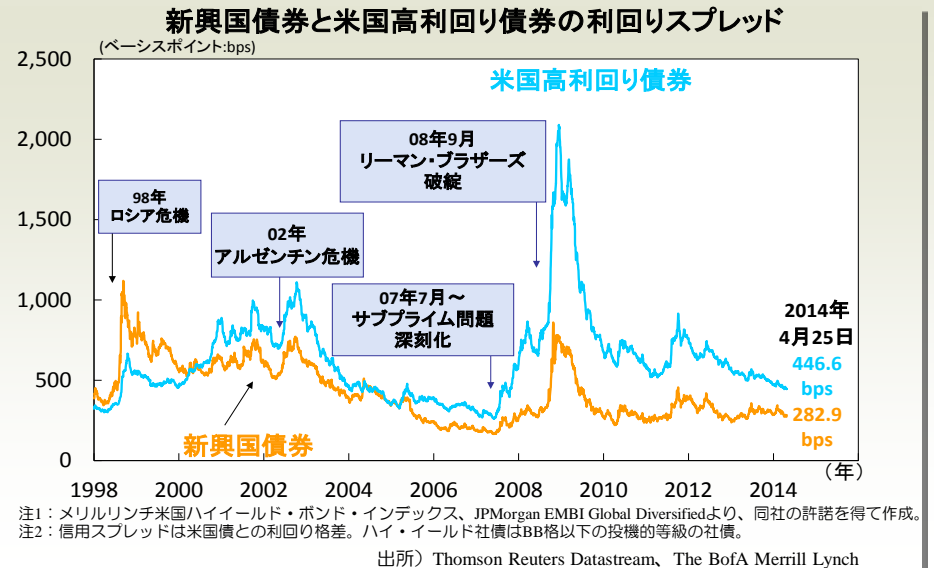
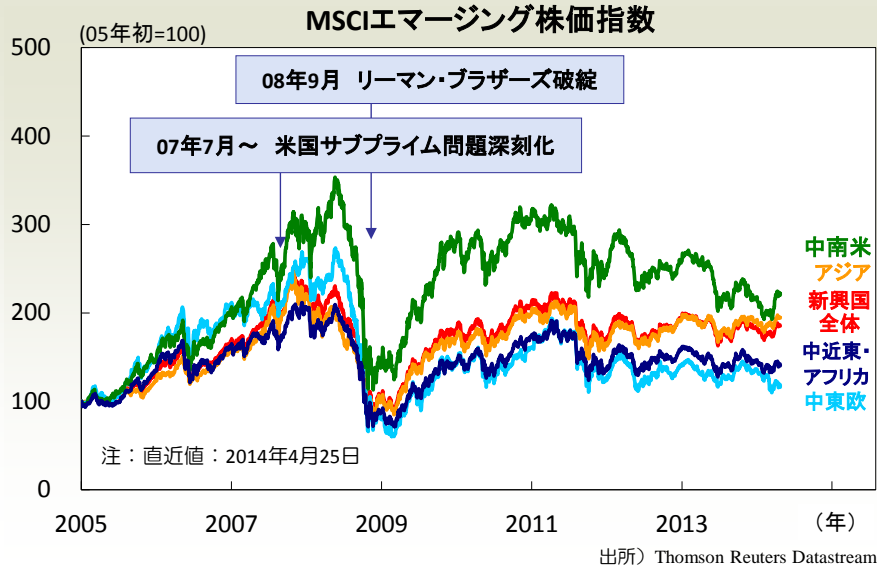


【図8】恒常的な経常黒字に支えられる国際収支構造



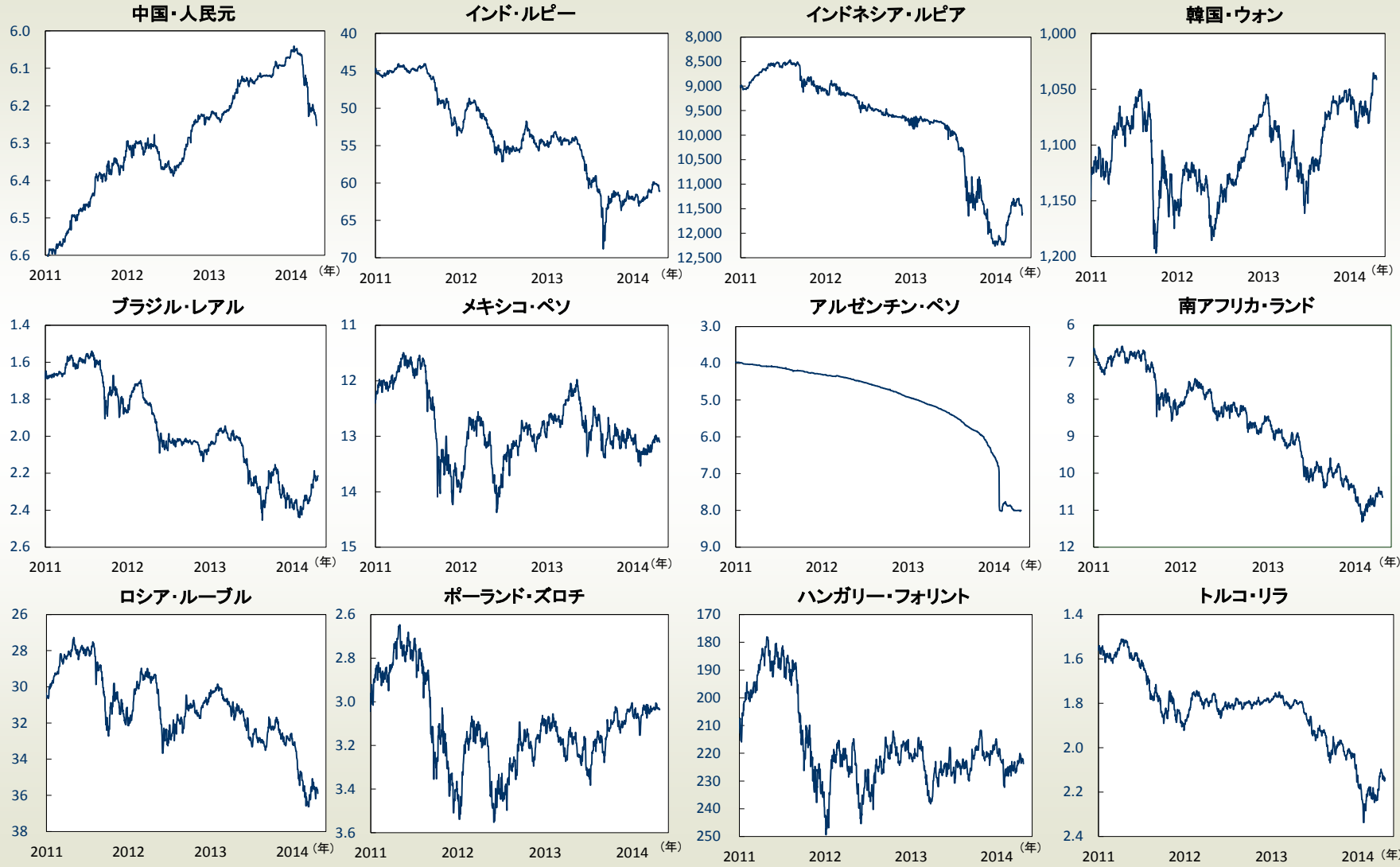


# 【エマージング・マーケット・ウォッチ】①新興国の債券・株・金利スプレッド



# 【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

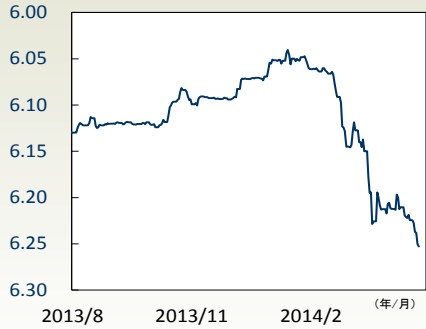
注) 直近値は2014年4月25日

出所) Bloomberg

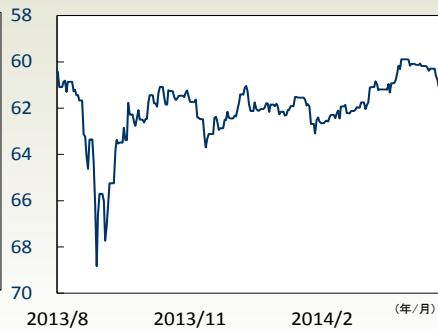
【エマージング・マーケット・ウォッチ】③主要新興国通貨の対ドル相場：過去6か月間

(自国通貨/1米ドル)

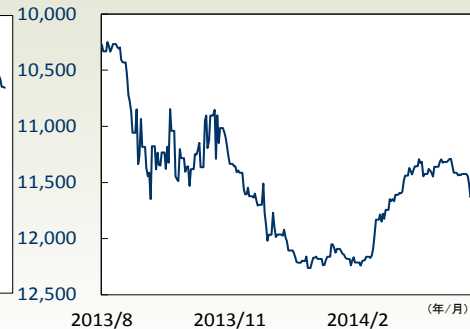
中国・人民元



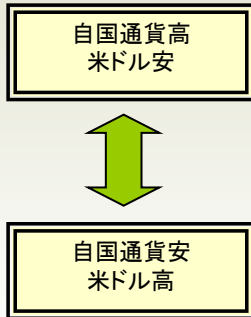
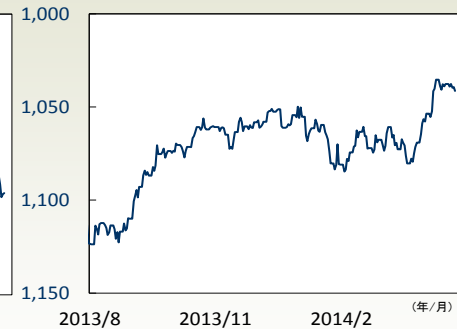
インド・ルピー



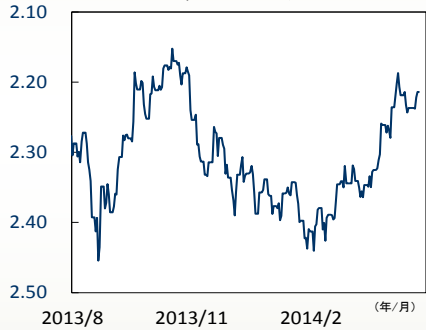
インドネシア・ルピア



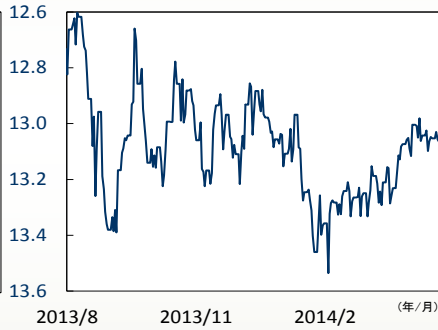
韓国・ウォン



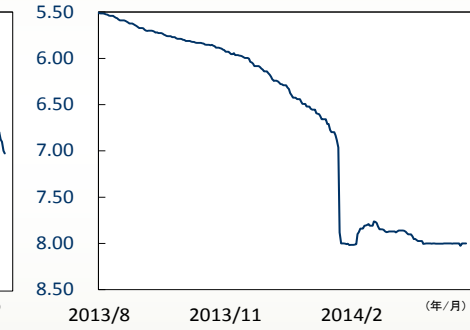
ブラジル・リアル



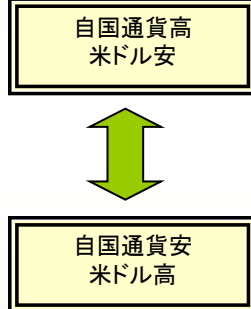
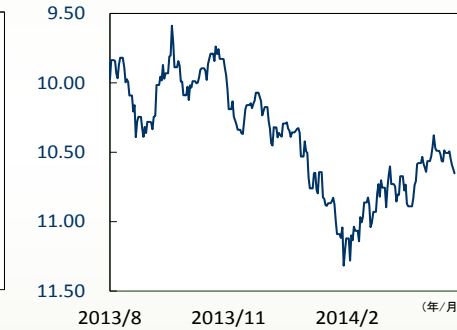
メキシコ・ペソ



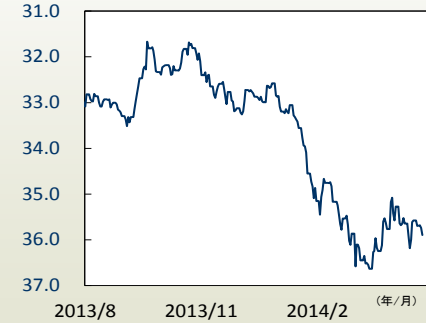
アルゼンチン・ペソ



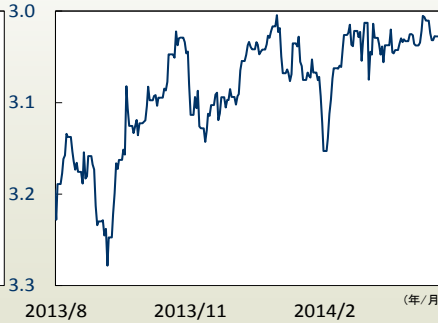
南アフリカ・ランド



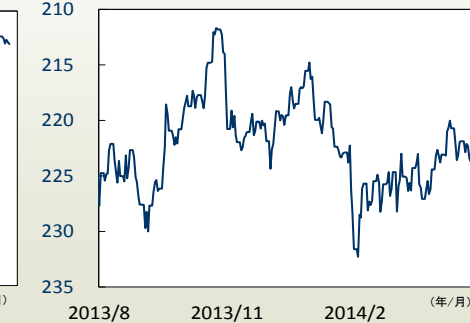
ロシア・ルーブル



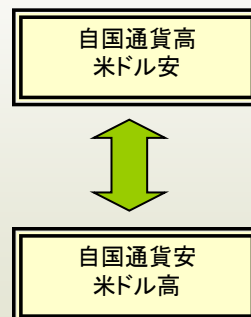
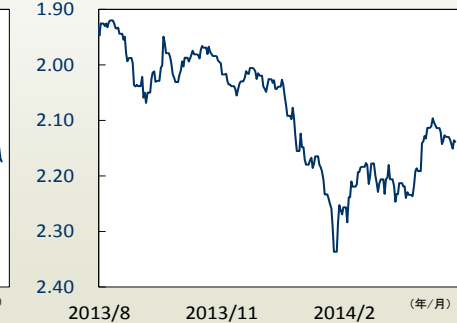
ポーランド・ズロチ



ハンガリー・フォリント



トルコ・リラ



注) 直近値は2014年4月25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4月28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。