



2010年11月号

## 先月末の主な新興国指数

|                 |              |                                                                      |                        | 10月末      | 9月末       | 月間騰落率   |
|-----------------|--------------|----------------------------------------------------------------------|------------------------|-----------|-----------|---------|
| 株式              | 新興国          | MSCI エマージング・マーケット・インデックス<br>(円換算ベース)                                 |                        | 894.44    | 901.51    | ▲ 0.78% |
|                 | アジア          | 中国                                                                   | 上海総合指数                 | 2,978.84  | 2,655.66  | 12.17%  |
|                 |              | インド                                                                  | ムンバイ SENSEX30種指数       | 20,032.34 | 20,069.12 | ▲ 0.18% |
|                 |              | 韓国                                                                   | 総合株価指数                 | 1,882.95  | 1,872.81  | 0.54%   |
|                 |              | 台湾                                                                   | 加権指数                   | 8,287.09  | 8,237.78  | 0.60%   |
|                 |              | マレーシア                                                                | FTSEブルサマレーシアKLCIインデックス | 1,505.66  | 1,463.50  | 2.88%   |
|                 |              | インドネシア                                                               | ジャカルタ総合指数              | 3,635.32  | 3,501.30  | 3.83%   |
|                 | 中・東欧<br>アフリカ | ロシア                                                                  | RTS指数                  | 1,587.14  | 1,507.66  | 5.27%   |
|                 |              | ポーランド                                                                | ワルシャワ WIG20種指数         | 2,651.27  | 2,615.22  | 1.38%   |
|                 |              | トルコ                                                                  | イスタンブール ナショナル100種指数    | 68,760.46 | 65,774.37 | 4.54%   |
|                 |              | 南アフリカ                                                                | FTSE/JSE アフリカ 全株指数     | 30,430.90 | 29,456.04 | 3.31%   |
|                 | 中南米          | ブラジル                                                                 | ボベスパ指数                 | 70,673.30 | 69,429.78 | 1.79%   |
|                 |              | メキシコ                                                                 | ボルサ指数                  | 35,568.22 | 33,330.34 | 6.71%   |
| 債券              | 新興国          | JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス<br>ーエマージング・マーケット・グローバル・ティバースファイト<br>(円換算ベース) |                        | 228.71    | 233.99    | ▲ 2.26% |
| 国債金利<br>(単位: %) | アジア          | マレーシア                                                                | 2年金利                   | 3.14      | 3.07      | -       |
|                 |              | インドネシア                                                               | 2年金利                   | 5.95      | 6.71      | -       |
|                 |              | タイ                                                                   | 3年金利                   | 2.43      | 2.46      | -       |
|                 | 中・東欧<br>アフリカ | ロシア                                                                  | 2年金利                   | 2.49      | 2.29      | -       |
|                 |              | ハンガリー                                                                | 3年金利                   | 6.60      | 6.44      | -       |
|                 |              | ポーランド                                                                | 2年金利                   | 4.78      | 4.75      | -       |
|                 |              | トルコ                                                                  | 2年金利                   | 7.83      | 8.27      | -       |
|                 | 中南米          | ブラジル                                                                 | 2年金利                   | 11.84     | 11.57     | -       |
|                 |              | メキシコ                                                                 | 2年金利                   | 4.54      | 4.70      | -       |
|                 |              | コロンビア                                                                | 2年金利                   | 4.15      | 4.41      | -       |
| 為替<br>(単位: 円)   | アジア          | 中国元                                                                  |                        | 12.05     | 12.48     | ▲ 3.41% |
|                 |              | インド・ルピー                                                              |                        | 1.81      | 1.86      | ▲ 2.64% |
|                 |              | マレーシア・リンギット                                                          |                        | 25.84     | 27.05     | ▲ 4.48% |
|                 |              | インドネシア・ルピア(100ルピア当たり)                                                |                        | 0.90      | 0.94      | ▲ 4.05% |
|                 |              | タイ・バーツ                                                               |                        | 2.69      | 2.75      | ▲ 2.42% |
|                 | 中・東欧<br>アフリカ | ロシア・ルーブル                                                             |                        | 2.62      | 2.73      | ▲ 4.18% |
|                 |              | ハンガリー・フォリント                                                          |                        | 0.41      | 0.41      | 0.24%   |
|                 |              | ポーランド・ズロチ                                                            |                        | 28.26     | 28.73     | ▲ 1.62% |
|                 |              | トルコ・リラ                                                               |                        | 56.10     | 57.77     | ▲ 2.90% |
|                 | 中南米          | 南アフリカ・ランド                                                            |                        | 11.49     | 11.99     | ▲ 4.19% |
|                 |              | ブラジル・レアル                                                             |                        | 47.26     | 49.44     | ▲ 4.41% |
|                 |              | メキシコ・ペソ                                                              |                        | 6.51      | 6.63      | ▲ 1.81% |
|                 |              | コロンビア・ペソ(10ペソ当たり)                                                    |                        | 0.44      | 0.46      | ▲ 5.80% |

(出所) Bloombergデータをもとに住信アセットマネジメント作成

※ロシアの株価指数(RTS指数)は米ドルベース、それ以外の各国の株価指数は現地通貨ベースです。

※為替の騰落率について、プラスの場合は各通貨高、マイナス(▲)の場合は円高です。

※円換算は、米ドルベースのデータを当該日の三菱東京UFJ銀行の為替データをもとに住信アセットマネジメントが計算しています。

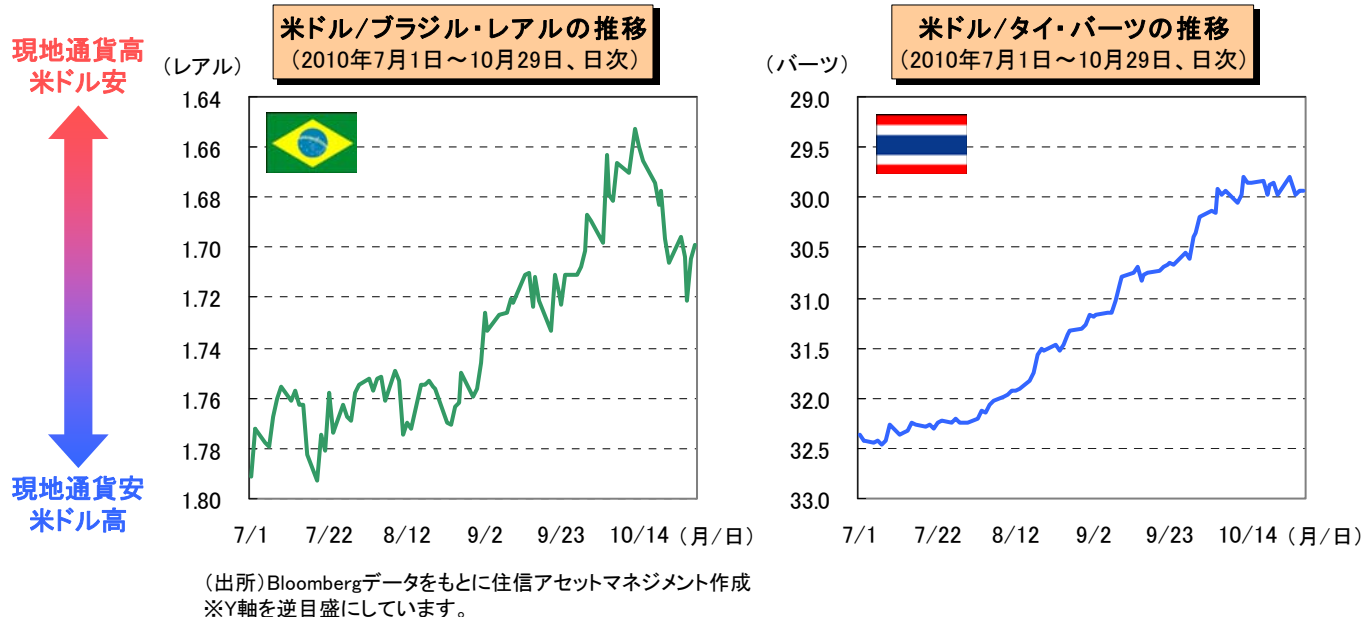
## 新興国の経済 ①

**経済** | 日本企業のASEANへの新規投資が活発化すると考えられ、ASEAN各国は生産性や所得の向上が見込まれる

### ① 前月の振り返り

10月の特筆すべき出来事は、ブラジルにおける金融取引税(IOF TAX)の相次ぐ税率引き上げでした。9月末に、1米ドル＝1.70レアルを割り込むまで米ドル安・レアル高が進んだため、ブラジル政府は10月5日より、外国人(非居住者)が債券を購入する際に課税する金融取引税を2%から4%に引き上げました。それでも目立った効果が得られなかったことから2週間後の10月19日には同税を6%に引き上げました。いずれの際も株式取引に関する金融取引税は2%のまま据え置かれています。この累次にわたる税率引き上げにより、ブラジル・レアルは1米ドル＝1.70レアル程度まで切り下がりました。ブラジル政府が半ば強引に税率引き上げに踏み切った背景には、レアル高対策を強力に打ち出すことで、10月31日に予定されていた大統領選挙の決選投票において与党側のジルマ・メルセフ候補の勝利を確実にしたいという狙いがあったものと思われます。実際、同候補は得票率55%程度の僅差で当選を果たしました。今のところ、本税のさらなる税率引き上げは予定されていません。

こうしたブラジルの動きに呼応したのがタイ政府でした。タイにおいても外国からの資金流入によりタイ・バーツ高が進んだため、債券取引について外国人については非課税としていた特例を廃止すると中旬になって発表しました。最終的には、利子課税はこれまで通り非課税となりましたが、譲渡益課税について15%の課税が導入されることとなりました。



このようにブラジルやタイで対抗策がとられるほどに新興国で通貨高が進んだ背景には、FRB(米連邦準備理事会)による追加緩和観測があります。つまり、11月2～3日開催のFOMC(米連邦公開市場委員)において、FRBがさらなる資産買取を通じて米ドルの供給量を増やすことを決定すると予想されていたからです。今の米国は金融が傷んでいるため、中央銀行が資金供給量を増やしても、それは末端における貸出や消費者のクレジットの増加にはつながりません。貸出先がないため、金融機関は投資先を求めて余剰資金を新興国をはじめとした海外に振り向けることになるのです。その結果、利回りの高いブラジル国債や、世界の成長センターとなっているASEAN(東南アジア諸国連合)のタイやインドネシアに資金が向かい、これらの通貨が米ドルに対して値上がりしたのです。つまり、これら新興国通貨が上昇している背景にはFRBによる米ドルの大量資金供給(観測を含む)があると考えられます。

 新興国の経済 ②

米国による追加緩和観測から米ドルが切り下がり、他方で新興国の通貨が切り上がり、新興国の輸出競争力が削がれる結果となったことから、“通貨安戦争”がこれまでの基軸通貨国米国と主に新興国の間で勃発しました。こうした自国の交易条件を有利にしようとする保護主義が先の第二次世界大戦の原因であったという強い反省のもと、10月下旬に韓国で開かれたG20(20ヵ国・地域)財務相・中央銀行総裁会議では、「通貨の競争的な切り下げを回避する」ことで各国が合意しました。11月に開かれる首脳レベルのG20サミットでも同様のことが確認される見通しです。

## ② 今後の見通し

G20では、「通貨の競争的な切り下げを回避する」ことで総論として合意したものの、米国は国内雇用が伸びていないことからさらなる金融緩和(量的拡大)を11月に行わざるをえず、だぶついた資金が今後新興国に向かうことは必至です。しかも、米国の量的な追加緩和は今回限りのものではなく、今後も状況に合わせてさらに拡大される可能性があります。そうしたことを考えると、米国をはじめとした先進国で貸出先、運用先のなくなった余剰資金が、相対的な高利回りを求めて新興国の債券に流入する動きは今後ますます活発化こそすれ、途切れることはなさそうです。その結果として、新興国通貨には通貨高圧力がかかり続ける可能性があります。各新興国は為替介入により自国通貨高の緩和を図っており、そうした介入資金の一部が円を購入しているため、このことが円高圧力の一つになっています。

また、今般、中国と日本の間で起こった様々な軋轢(尖閣問題、レアアース問題、労働争議問題、外資への優遇税制の撤廃など)により中国における事業リスクが高まったことから、日本の各社の次期事業計画では中国における新規投資を抑制し、その分をASEAN(タイ、インドネシア、マレーシア、ベトナム等)やインドに振り向ける動きが活発化するでしょう。いわゆる「チャイナ・フリー」志向です。また、対米ドルの想定為替レートが80-85円と戦後最高値水準となっている円高が製造業各社の海外シフトに拍車をかけています。これにより日本国内の雇用の伸びは抑制されることにはなりますが、日本の製造業各社が進出するASEAN各国では日本からの技術移転が進み、生産性の向上とともに所得の向上が見込まれます。そのため中長期的にASEAN地域は高い成長を遂げていくことでしょう。今後、ASEAN各国と日本の経済的な結びつきは強くなりこそすれ、弱まることはないでしょう。都市としては、シンガポール、バンコク、ジャカルタ、ハノイなどとの結びつきが一層強くなるはずで、羽田空港の国際化と相まって、成田・羽田とこれらの都市を結ぶ航空需要はますます増えるでしょう。

※レポート作成時点における住信アセットマネジメントの見通しであり、将来の運用成果を保証するものではありません。



## 新興国の株式市場

**株式** | 米ドル安を背景に資金が流入しており、企業業績は好調持続で割高感はなく、当面は底堅い展開を想定

### ① 前月の振り返り

新興国株式市場は総じて上昇しました。国慶節明けの中国市場は、格付け会社ムーディーズが中国の国債格付けを引き上げ方向で見直すと発表したことを好感し、大幅に上昇しました。また、米国ではFRBが追加的な量的緩和策を発表するとの期待から新興国株式市場に投資資金が流入したこともプラス要因となりました。一方、中国人民銀行は予想外のタイミングで利上げを実施しましたが、相場への影響は限定的でした。

### アジア市場

韓国市場は、韓国銀行が利上げを見送りましたが、予想を下回る7-9月期GDP(国内総生産)成長率の発表を受けて相場の上値は重く、月間では小幅な上昇となりました。タイ市場は、ムーディーズが景気回復と財政の改善を背景に同国の格付け見通しを「弱含み」から「安定的」に引き上げたことを好感し上昇しました。インドは、8月の鉱工業生産が前年同月比+5.6%(7月は同+15.2%)と急減速したことを嫌気し小幅に下落しました。

### 中・東欧/アフリカ市場

ロシア市場は、9月の鉱工業生産(前年同月比+6.2%)や設備投資(前年同月比+9.4%)が予想を上回ったことから上昇しました。また、ロシア政府が国営企業の株式を売却し(今後5年間で約4.8兆円)民営化する計画を発表したことも相場のプラス要因となりました。トルコ市場は、ムーディーズが同国の格付け見通しを「安定的」から「強含み」に引き上げたことを好感し上昇しました。

### 中南米市場

ブラジル市場は、商品市場が上昇したことや、鉄鉱石生産大手のヴァーレが鉄鉱石価格の上昇および鉄鋼生産の回復を背景に好決算を発表したことから上昇しました。ブラジル政府は金融取引税を2度引き上げましたが、今回の引き上げでは株式は引き上げ対象とならなかったことから相場への影響は限定的でした。ペルー市場は、銅や銀などの非鉄金属の値上がりを背景に大幅に上昇しました。

### ② 今後の見通し

新興国は総じて堅調な成長を続けており、一部の国では格付け見通しが引き上げられています。また、米ドル安が進行していることを背景に、新興国市場に海外投資家の資金が流入しており、今後もこの傾向は続くとみられます。足元の7-9月期決算内容をみる限り総じて企業業績は好調を持続している上、株価に割高感はなく(MSCI エマージング・マーケット・インデックスの予想PER(株価収益率)は13倍程度)、当面は底堅い相場展開を想定しています。

※レポート作成時点における住信アセットマネジメントの見通しであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## 新興国の債券市場

**債券** | 引き続き資金流入が見込まれるが、投資障壁を設ける国もあり、全体的な利回りは小幅上昇にとどまると予想

### ① 前月の振り返り

10月の新興国の債券市場は、小幅利回りが低下しました。相対的に利回りが高く、経済の底堅い成長が見込まれるインドネシアでは海外投資家からの資金流入が続いており、今月も債券利回りが低下（債券価格は上昇）しました。インドネシア中央銀行は、ラマダンの影響により上昇していた食料品価格が下落しはじめたことからインフレが峠を越えつつあると判断しており、今後も政策金利は据え置かれる見込みが高いことから、インドネシア国債の緩やかな利回り低下基調（＝債券価格の上昇基調）に大きな変化はないでしょう。コロンビアでは、インフレが2%程度と中央銀行の目標とする2～4%の範囲に収まっており当面の利上げはないとの見通しから債券が買い進められ利回りが低下しました。トルコでは、ムーディーズが格付見通しを引き上げるなどファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の改善が好感され債券利回りが低下しました。トヨタがトルコを欧州への輸出拠点として戦略的に位置付け直すなど世界経済におけるトルコの重要性が増しています。いずれも新興国の先進国対比で、①相対的に高い利回り、②ファンダメンタルズの改善基調、③安定したインフレ水準を好感して新興国債券への資金流入が続いています。

一方で、10月中旬に中国が利上げした影響からアジア地域の成長見通しに鈍化懸念が生じ、これら通貨建ての資産が一時的に売られ、マレーシア国債などアジアの債券利回りが上昇しました。タイでは、こうした中国による利上げの影響に加えて、譲渡益に関する外国人への優遇税制を撤廃したこともあって資金流入が鈍化し、利回りが上昇しました。また、ブラジルでも10月31日の大統領選挙を目前に控え、レアル高を抑制するため外国人が債券を購入する際の金融取引税を2%から6%に引き上げたため資金流入が鈍化し、利回りが上昇しました。

【新興国各国の10年債利回り】

|      |        |                                                                                     | 10月末   | 9月末    | 前月末比   |
|------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|
| アジア  | マレーシア  |  | 3.86%  | 3.63%  | 0.24%  |
|      | インドネシア |  | 7.51%  | 7.63%  | ▲0.12% |
|      | タイ     |  | 3.20%  | 3.09%  | 0.11%  |
| 東欧   | ハンガリー  |  | 7.03%  | 6.79%  | 0.24%  |
|      | ポーランド  |  | 5.67%  | 5.50%  | 0.17%  |
|      | トルコ    |  | 8.36%  | 8.85%  | ▲0.49% |
| アフリカ | 南アフリカ  |  | 7.93%  | 7.98%  | ▲0.05% |
| 中南米  | ブラジル   |  | 11.90% | 11.89% | 0.00%  |
|      | メキシコ   |  | 6.04%  | 6.13%  | ▲0.09% |

（ご参考）

|       |                                                              |       |       |        |
|-------|--------------------------------------------------------------|-------|-------|--------|
| 新興国全体 | JPモルガン・ガバメント・ボンド・インデックス<br>ーエマージング・マーケッツ・<br>グローバル・ディバースファイド | 6.24% | 6.25% | ▲0.01% |
|-------|--------------------------------------------------------------|-------|-------|--------|

（出所）BloombergおよびJPモルガン社のデータをもとに住信アセットマネジメント作成  
※上記の新興国債券インデックスの平均残存年数は約6.6年です。

### ② 今後の見通し

先進国の投資家の間で資産構成比を見直す動きが続いていることから、新興国債券市場へは引き続き資金流入が見込まれます。そのため、新興国債券市場の利回りは今後も低下しやすいといえるでしょう。ただし、地域や国によって海外資金の受け入れにばらつきが出ており、海外投資家に対する投資障壁を設けるような国への資金流入は鈍化傾向にあることから、総じてみると新興国債券の利回りは小幅な上昇にとどまるでしょう。

※レポート作成時点における住信アセットマネジメントの見通しであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## 新興国の為替市場

**為替** | 資金流入が見込まれ対米ドルでは底堅い推移を予想し、対円でも米ドル・円相場によっては底堅い展開を予想

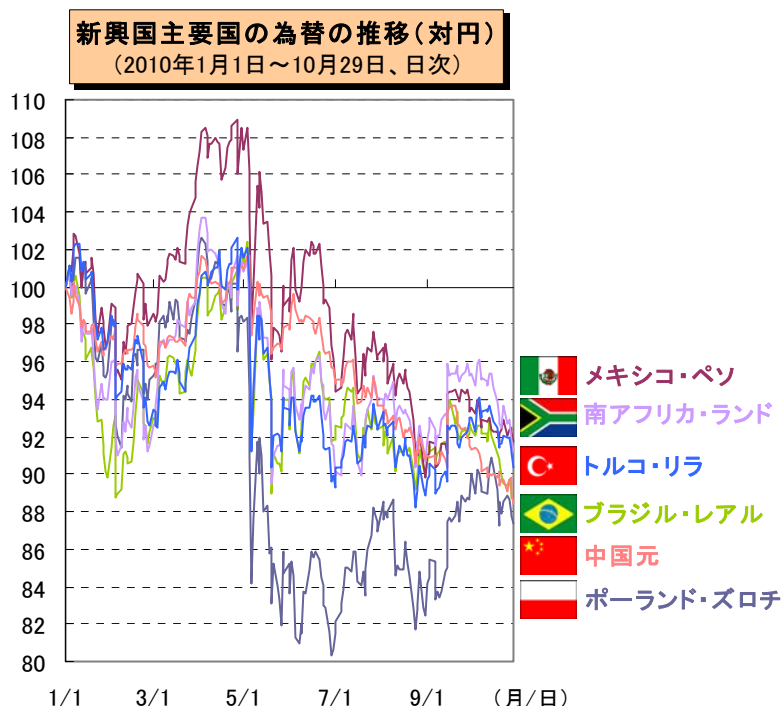
### ① 前月の振り返り

10月の為替市場では、ほとんどの新興国通貨が円に対して下落しました。また、米ドル安が進行したため、新興国の中ではブラジルとタイが米ドル安への対抗措置として外国人（非居住者）に対する税制改正を行いました。ブラジルでは、外国人が債券を購入する際の金融取引税を2%から4%に引き上げ、その2週間後にさらに6%まで引き上げました。株式に対する課税は2%のまま据え置かれました。タイでは、外国人に対する優遇税制を撤廃することが発表され、結局利子課税は非課税のまま据え置かれましたが、譲渡益については15%課税されることとなりました。これらの結果、ブラジル・リアル、タイ・バーツとも下落しました。

アジアでは、中国が利上げを行いました。これにより中国経済が今後鈍化し、アジア経済についても鈍化するのではないかと懸念から、インドネシア・ルピア、マレーシア・リンギットが売られました。南アフリカではサッカーW杯の反動から小売売上が落ち込み、ランドが売られました。東欧通貨は、ユーロが堅調に推移したことから相対的に小幅な下落にとどまりました。

### ② 今後の見通し

引き続き内需が堅調なアジア地域へは資金流入が見込まれます。アジア各国は為替介入を行っているため急激な通貨高はありませんが、対米ドルでの緩やかな通貨高が予想されます。円高・米ドル安がこれ以上進展しなければ、対円でも緩やかな通貨高となるでしょう。東欧地域については、依然として欧州債務問題の影響が残るため不確実性が残ります。中南米地域については、ブラジルが金融取引税を6%に引き上げたことからブラジルへの資金流入は鈍化が見込まれますが、その分、他の国に資金が流れやすいでしょう。いずれにせよ、新興国通貨は対米ドルでは底堅く推移し、米ドル・円相場が81円程度で推移するならば対円でも底堅い展開となるでしょう。



※レポート作成時点における住信アセットマネジメントの見通しであり、将来の運用成果を保証するものではありません。

## —— 新興国主要国の株価指数 と —— MSCI エマージング・マーケット・インデックス の推移

(2005年11月1日～2010年10月29日、2005年11月1日を100として指数化)

※「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」は、世界の新興国の株価動向を示す代表的なインデックスです。



中国



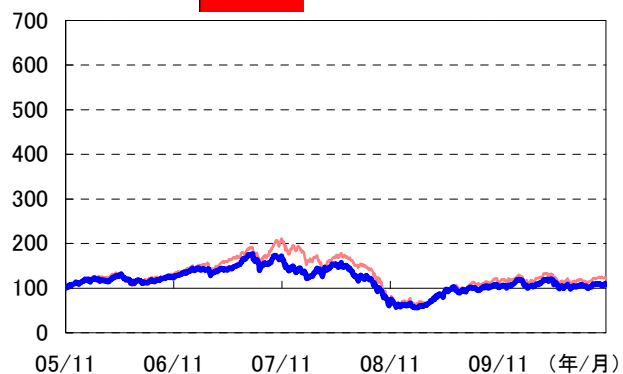
インド



韓国



台湾



マレーシア



インドネシア



(出所) Bloombergデータをもとに住信アセットマネジメント作成

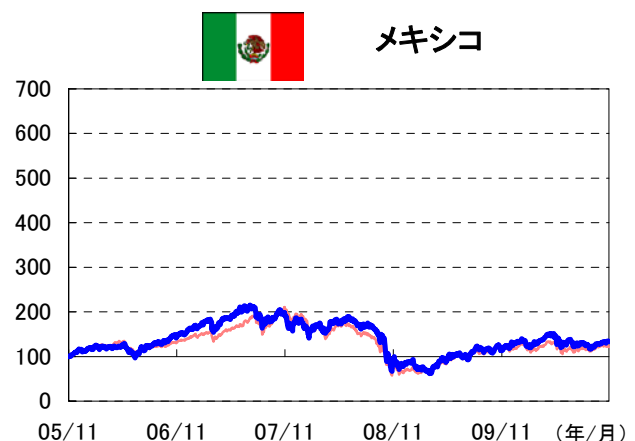
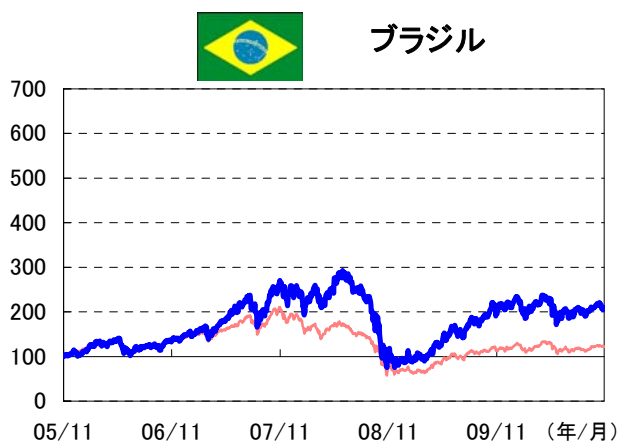
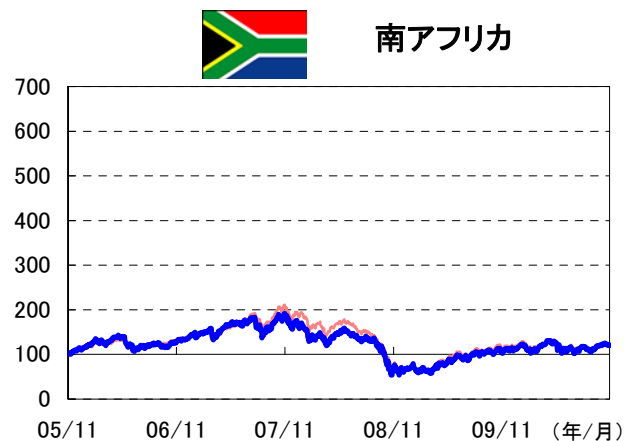
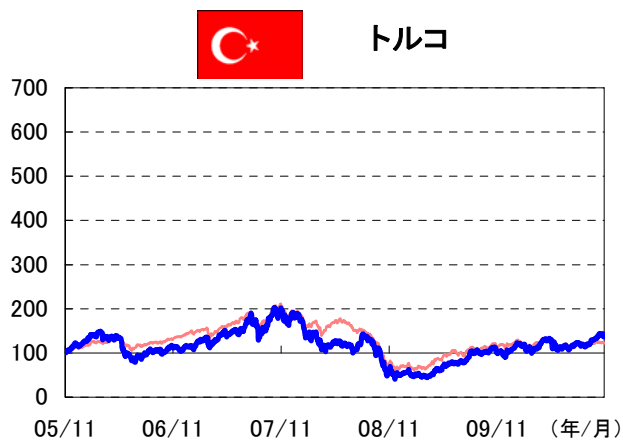
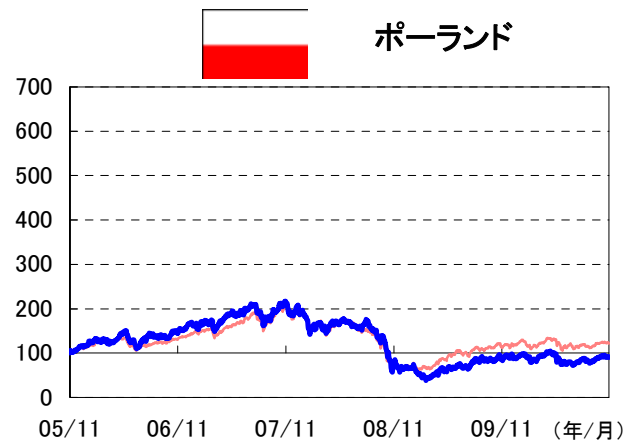
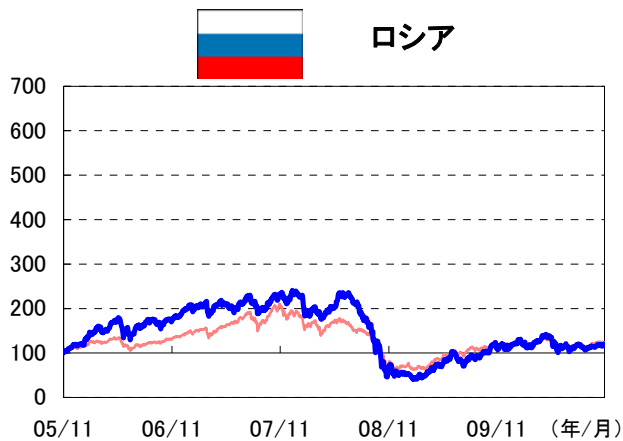
※各国の株価指数は、それぞれ以下のインデックスを使用しています。「中国」上海総合指数、「インド」ムンバイ SENSEX30種指数、「韓国」総合株価指数、「台湾」加権指数、「マレーシア」FTSEブルサマレーシアKLCIインデックス、「インドネシア」ジャカルタ総合指数

※各国の株価指数およびMSCI エマージング・マーケット・インデックスは、当該日の為替で円換算しています。

## —— 新興国主要国の株価指数 と —— MSCI エマージング・マーケット・インデックス の推移

(2005年11月1日～2010年10月29日、2005年11月1日を100として指数化)

※「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」は、世界の新興国の株価動向を示す代表的なインデックスです。



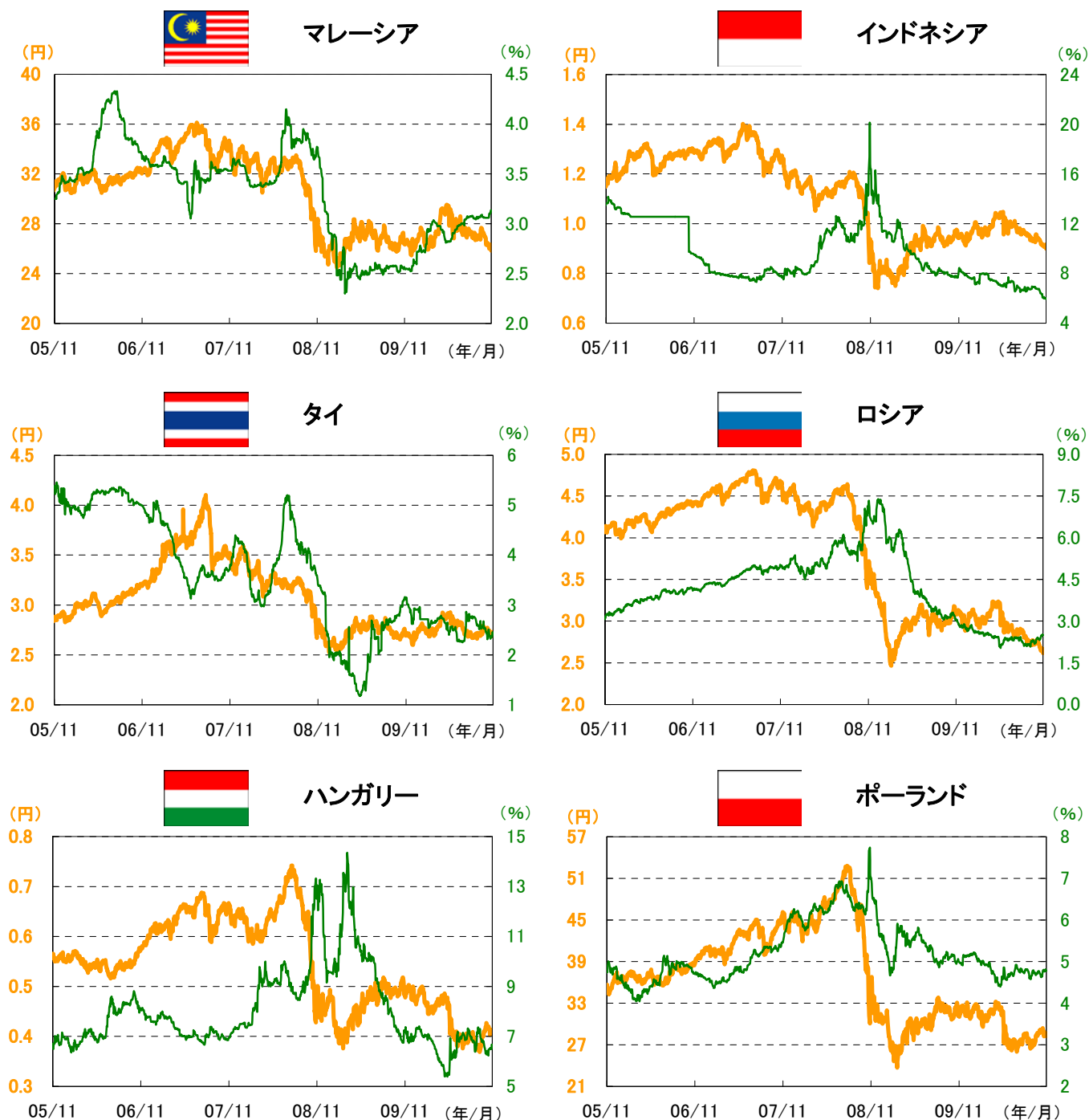
(出所) Bloombergデータをもとに住信アセットマネジメント作成

※各国の株価指数は、それぞれ以下のインデックスを使用しています。「ロシア」RTS指数、「ポーランド」ワルシャワ WIG20種指数、「トルコ」イスタンブール ナショナル100種指数、「南アフリカ」FTSE/JSE アフリカ 全株指数、「ブラジル」ボベスパ指数、「メキシコ」ボルサ指数

※各国の株価指数およびMSCI エマージング・マーケット・インデックスは、当該日の為替で円換算しています。

## 新興国主要国の ——— 為替(左軸) と ——— 国債金利(右軸) の推移

(2005年11月1日～2010年10月29日)



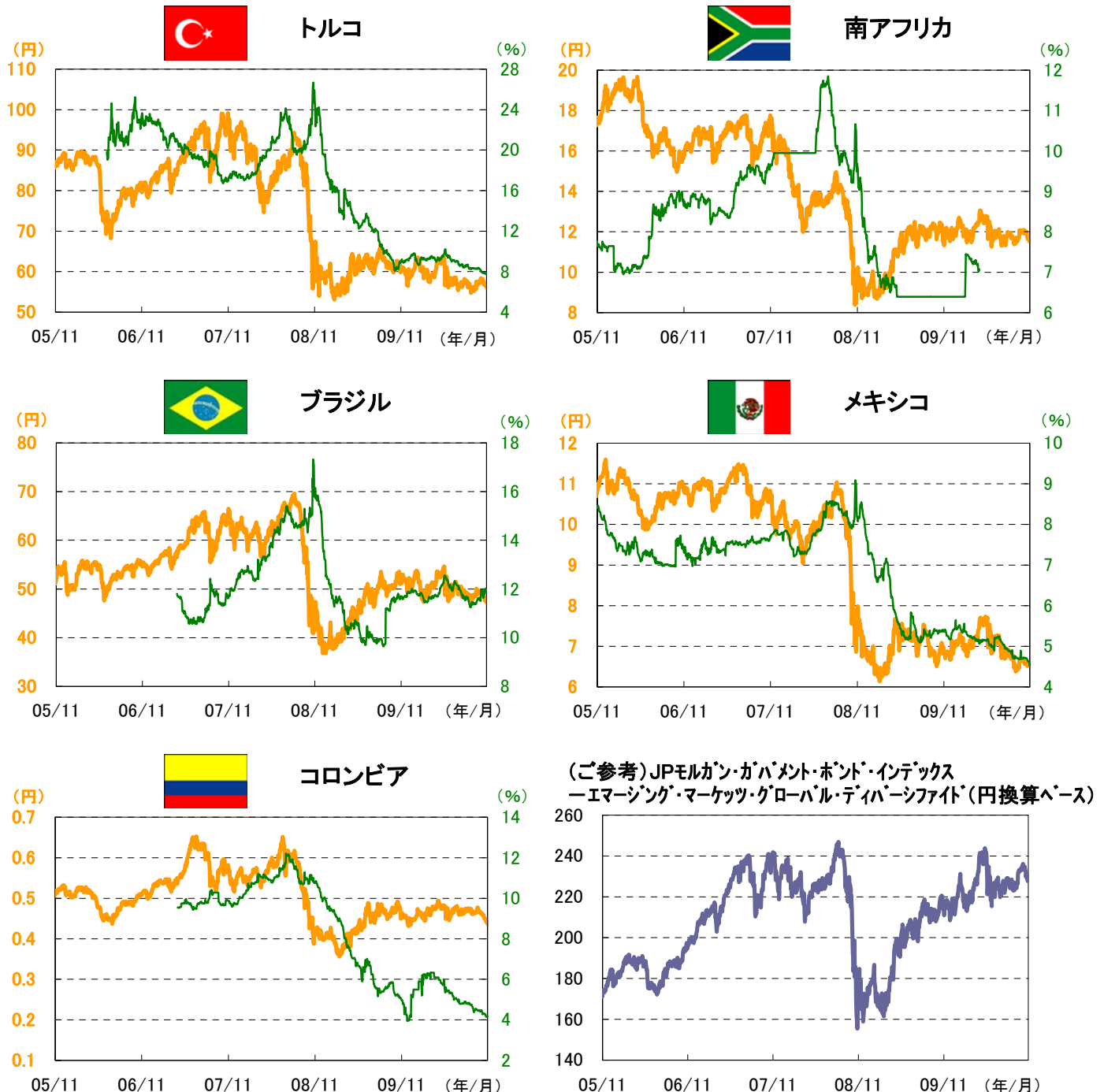
(出所) Bloombergデータをもとに住信アセットマネジメント作成

※各国の通貨は以下のとおりです。マレーシア・リンギット、インドネシア・ルピア(100ルピア当たり)、タイ・バーツ、ロシア・ルーブル、ハンガリー・フォリント、ポーランド・ズロチ

※金利は、タイとハンガリーについては3年物、それ以外については2年物の金利を使用しています。

## 新興国主要国の ——— 為替(左軸) と ——— 国債金利(右軸) の推移

(2005年11月1日～2010年10月29日)



(出所) Bloombergデータをもとに住信アセットマネジメント作成

※各国の通貨は以下のとおりです。トルコ・リラ、南アフリカ・ランド、ブラジル・リアル、メキシコ・ペソ、コロンビア・ペソ(10ペソ当たり)

※金利は、2年物の金利を使用しています。

※トルコの金利は2006年6月6日以降のデータ、南アフリカの金利は2010年3月30日までのデータ、ブラジルの金利は2007年3月28日以降のデータ、コロンビアの金利は2007年4月2日以降のデータになります。

※円換算は、米ドルベースのデータを当該日の三菱東京UFJ銀行の為替データをもとに住信アセットマネジメントが計算しています。

## 【 ご留意事項 】

- 本資料は住信アセットマネジメントが作成した投資判断の参考となる情報提供を目的とした資料であり、金融商品取引法にもとづく開示書類ではありません。購入のお申込みの際は最新の投資信託説明書(交付目論見書)および契約締結前交付書面の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替変動リスクを伴います。)に投資しますので基準価額は変動します。したがって投資元本や利回りが保証されるものではありません。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。
- 投資信託は預金等や保険契約とは異なり預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 本資料中の図表やデータ等いかなる内容も本資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。将来の運用成果を示唆あるいは保証したり、その正確性、完全性を保証するものでもありません。
- 各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数開発元もしくは公表元に帰属します。

◆設定・運用は



住信アセットマネジメント

商 号 住信アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第347号  
加 入 協 会 (社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会