

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

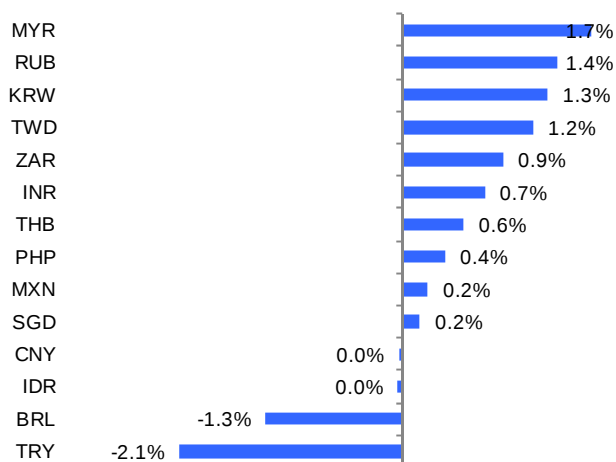
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

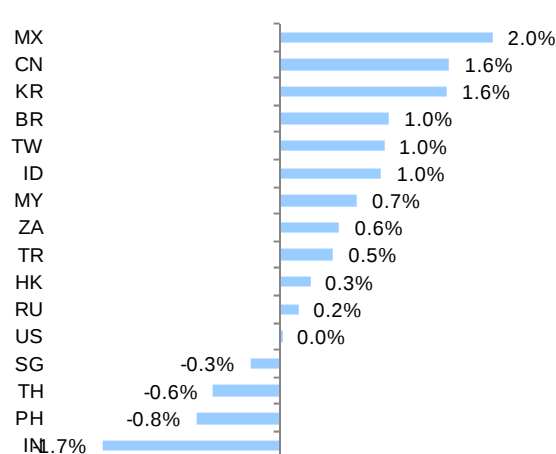
イエレン議会証言と原油反発を受けてまちまち

週内にイエレンFRB議長の議会証言を控える中、週初23日は市場全体が警戒感で包まれ、アジア通貨は総じて軟調。先週末にムーディーズがロシア国債をジャンク等級に引き下げたため、RUBは▲2.6%下落した。24日はイエレン議長議会証言を控え様子見ムードの中、IDRは月末のUSD需要に圧迫され▲0.7%軟化。注目の議会証言では利上げに関して慎重な姿勢が示されたことからUSD売りが強まり、新興国通貨は押し上げられた。世界的に株式市場が堅調となったこともありBRLが1.8%、MXNも1.2%上昇し、ZARは10～12月期GDPが市場予想を上回ったことから1.4%値を上げた。RUBは原油価格の反発を背景に1.3%と堅調な動き。25日のアジア時間もUSD売り地合いを反映し、アジア通貨は大半が底堅い展開。原油反発もあってMYRが1.0%上昇したほか、KRWも国内輸出企業の決済需要から1.0%値を伸ばした。一方、ブラジル国営石油会社のペトロブラスがムーディーズにより投資不適格級に格下げされたためBRLは▲2.4%下落。また、24日にトルコ中銀は政策金利を25bp引き下げたが、エルドアン大統領が更なる利下げ要求を匂わせる発言をしたことからTRYは▲1.0%値を下げた。26日のアジア時間も引き続き米国の利上げ観測後退が意識されてアジア通貨は堅調に推移したものの、発表された米経済指標が予想を上回る結果となるとUSDが反発し、新興国通貨は弱含みに転じている。

エマージング通貨騰落率(対ドル)



エマージング株式騰落率



(注)US:米国 S&P500 種指数、CN:中国上海総合指数、HK:香港ハンセン指数、IN:インド SENSEX30 種指数、ID:インドネシアジャカルタ総合指数、KR:韓国総合株価指数、MY:マレーシア FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス、PH:フィリピン総合指数、SG:シンガポール ST 指数、TW:台湾加権指数、TH:タイ SET 指数、RU:ロシア RTS 指数、ZA:南アフリカ FTSE/JSE アフリカ全株指数、TR:トルコイスタンブールナショナル 100 種指数、BR:ブラジルボベスバ指数、MX:メキシコボルサ指数

(資料)ブルームバーグ

来週のエマージングマーケット

利上げに関する不透明感は残り、米経済指標に振られる展開

FRB は金融政策の柔軟性を確保

注目されたイエレン議長の議会証言では初回利上げの時期に関する新たな材料は示されなかった。議長は時間軸文言における「忍耐強く(patient)」との表現が削除された場合でも、その後2回の会合にて必ずしも利上げが行われるとは限らないことを強調したが、これは1月FOMC時に懸念が表明された時間軸文言の変更に市場が過度に反応する(特定の会合での利上げを確定的に織り込む)リスクを和らげる目的であったと思われる。

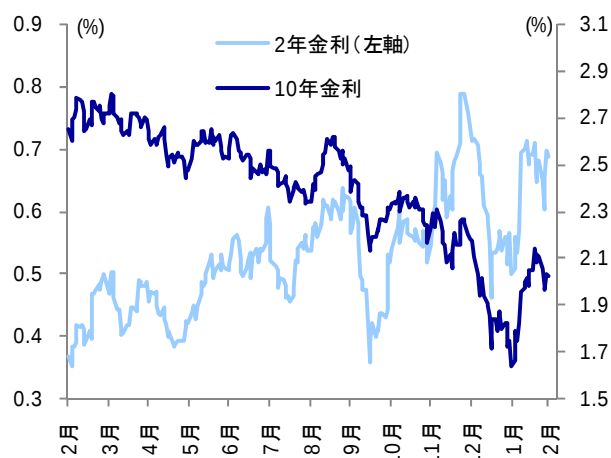
米経済指標に振られる展開が続く

しかし、議長のこうした発言は同時に3月あるいは4月のFOMC会合にて「忍耐強く(patient)」が削除される可能性が高いことを示唆している。仮にこのいずれかの会合で文言修正がされた場合、その後6月以降の各会合は文字通り経済データ次第でいつ利上げが決定されてもおかしくない状況となる。議会証言後、金融市場はタカ派のシグナルが無かったことで金利低下・USD安で反応しているが、事実上6月利上げの可能性は依然として残されており、今後も雇用・物価統計を中心に米国経済指標の結果に一喜一憂する相場展開がしばらく続きそうだ。

来週は米国指標週で新興国通貨もボラタイルに

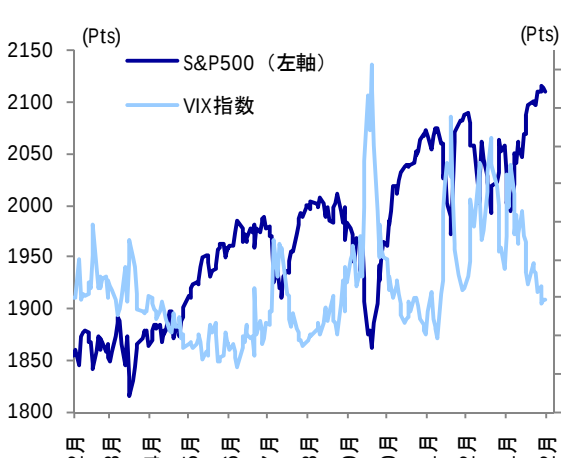
かかる状況下、米国にて重要指標が多数発表される来週は新興国通貨もボラタイルな相場つきとなりそうだ。もちろん最大のイベントは6日(金)発表の2月雇用統計(市場予想:非農業部門雇用者数変化:前月比+24.3万人、失業率:5.6%)であるが、これ以外にも1月FOMCにて懸念されたドル高や原油相場といった国際情勢が米国経済に与える影響を測るデータとして2日(月)ISM製造業景況指数(市場予想53.2)、4日(水)ISM非製造業景況指数(市場予想56.5)もこれまで以上に注目されるだろう。

図表 1: 米国債利回りの推移(過去1年間)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 米株とVIX指数の推移(過去1年間)



(資料)ブルームバーグ

新興国では各国 CPI に注目

新興国でも各国で重要指標・経済イベントが相次ぐ。経済指標では各国消費者物価指数 (CPI) に注目したい。2 日 (月) にインドネシア、タイ、3 日 (火) に韓国、トルコ、5 日 (木) にフィリピン、ロシア、6 日 (金) にブラジルにてそれぞれ 2 月分が公表されるが、このうち前 4 者については利下げの可能性、ブラジルについては利上げサイクルの出口を推し量る上で重要な意味を持つ。特にインドネシアやトルコでは直近の利下げについてファンダメンタルズの観点から否定的にみる向きも多く、市場予想を上振れる結果となれば、IDR、TRY にはそれぞれ売り圧力がかかるだろう。

BCB は 50bp の利上げを予想

中銀関連では 4 日 (水) にブラジル、5 日 (木) にマレーシアにて金融政策決定会合が開催される。このうちブラジル中銀 (BCB) は 50bp の利上げを予想する。前回 1 月会合の議事要旨では CPI が 2016 年中に目標の中心である前年比+4.5%に向かって鈍化する可能性が高くなったとして、足許の利上げサイクルの終わりが近いことを示唆した。これを受けて市場では 3 月会合での利上げ幅はより小幅なものとなるとの見方も広がったが、その後発表された 2 月 (15 日基準) 拡大 CPI が前月比としては 2003 年 2 月以来最大となる+1.33%の上昇をみせたことから、今後の政策に対する見方は割れている。物価上昇の主因は増税や管理価格の引き上げによるものだが、2 次的波及の可能性を考えれば、早期の警戒解除は危険であろう。来週の会合については 1 月と同じ 50bp の利上げを実施し、更なる利上げについても選択肢として残すと予想する。

BNM は GST 導入を控えて警戒姿勢を維持へ

片やマレーシア中銀 (BNM) は、3.25%の政策金利を据え置くとみる。同国 CPI は原油価格下落による光熱費と輸送費の低下を主因に 5 年ぶりとなる前年比+1.0%まで低下しているが、4 月の物品・サービス税導入を控えて BNM はインフレ警戒姿勢を崩しておらず、ハト派サイドのサプライズは考えにくい。一方で我々は BNM が 4~6 月期に 25bp の利上げを実施すると予想してきたが、想定以上の物価減速によりこうしたシナリオの実現可能性はやや低下している。この点、会合後の声明文及びゼティ BNM 総裁のコメントがどの程度タカ派/ハト派のものとなるか注目したい。

インド予算案はモディ政権に対する悲観を緩和

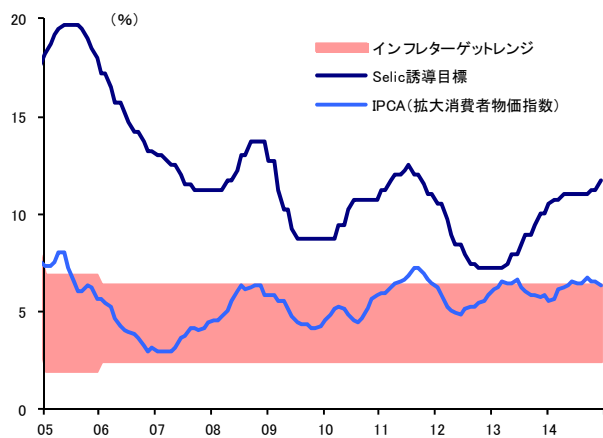
このほか 2 月 28 日 (金) にインドの 2015/2016 年度予算、3 月 5 日 (木) には中国にて全国人民代表大会 (全人代) が開幕となる。インド 2015/2016 年予算はモディ政権にとって初めての通年の予算編成となるほか、今月 7 日のデリー首都圏における地方議会選挙にて 70 議席中の 3 議席という歴史的な大敗を喫した後とあって市場の注目は高まっている。まず財政収支目標については、ジャイトリー財務相の直近の発言から、2015 年度目標 (GDP 比 4.1%) が達成

可能と示される公算が大きい。また2016年度、2017年度についても既に設定されている同 3.6%、同 3.0%が据え置かれるとみられ、この通りとなれば継続的な財政規律強化の取り組みとして評価されよう。補助金予算については燃料補助金が大幅に削減され、削減分の多くは食糧補助金に充てられるとみる。インフラ投資は交通網や灌漑等を中心に大幅に引き上げられる見通しであるが、こうした歳出の増加は主に経済成長率加速や一部増税による税収増、鉱区入札等にて賄われる構図となろう。予算案は総じてポジティブな内容となり、前述の地方選挙後に広がったモディ政権に対する過度の悲観を緩和すると思われるが、同政権には引き続き物品・サービス税導入や土地収用法改正など多くの課題が残されていることから、予算案を材料とした INR 買いは限定的となりそうだ。

中国は2015年成長率目標を7.0%に引き下げる公算
金融改革関連のヘッドライン
リスクには注意

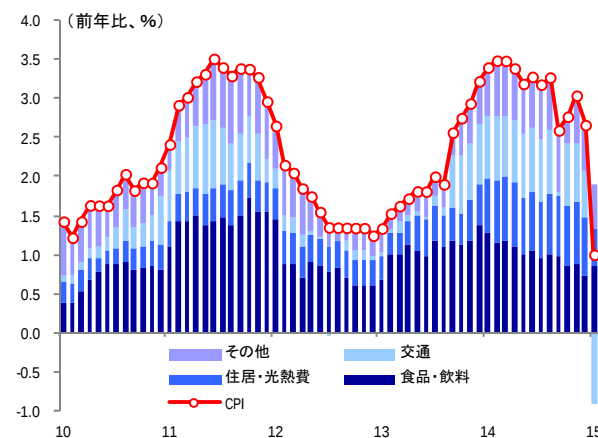
2015 年全人代は昨年に引き続き成長率目標が注目となる。例年通りであれば、大会開幕初日の 5 日に李克強首相が政府活動報告を行い、その中で2015 年の成長率目標を発表する。昨年の同報告では市場予想に反して7.5%の目標が据え置かれたが、政府が新常态(ニューノーマル)を掲げて構造改革路線を推し進めた結果、2014 年 GDP 成長率は 7.4%とアジア通貨危機時以来の目標未達となった。今年は目標を 7.0%に引き下げたうえで構造改革に邁進する旨を再度表明するとみられ、この通りとなれば市場の反応は限られよう。一方で予想を超える目標の引き下げや成長下振れの可能性への言及がみられた場合は金融緩和観測の後退や人民元国際化加速の思惑から CNY 高要因となろう。このほか、上記人民元国際化を含めた金融改革や戸籍制度改革、「三農」(農業、農村、農民)問題への対応等に注目が集まる。このうち金融改革に関しては規制強化が打ち出される可能性もあり、リスクセンチメントにネガティブな影響を与える材料として注意しておきたい。

図表 4: ブラジル 政策金利と消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 5: マレーシア 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

エマージングマーケットピックアップ

シンガポール:2015 年度予算は大幅な歳出拡大も財政規律は堅持

(以下は、2015 年 2 月 24 日付 Vishunu Varathan「*Mizuho Insights: Singapore Budget 2015: Of Adequacy and Adaptability*」の抄訳です。)

2 月 23 日、シンガポール政府は 2015 年度予算案を国会に提出した。これによれば全体の収支は▲66.7 億シンガポールドル(S ドル)の赤字と 2014 年度予算に続いて 2 年連続の赤字予算(2014 年度は予算編成時、▲11.6 億 S ドルの赤字が見込まれていたが、赤字額は▲1.3 億 S ドルに留まる見込み)。基礎的財政収支も 2009 年以来となる▲39.5 億 S ドルの赤字となる。注目は歳出の大幅拡大で、2014 年度補正予算から+19.3%増の 682.2 億 S ドルが見込まれているが、とりわけインフラ支出の 195.1 億 S ドル(同+40.5%)、医療関連費の 130 億 S ドル(同+29.3%)が目立っている。一方、歳入は同+4.8%増の 642.7 億 S ドル。高所得者層向けの増税や国営投資会社テマセクの収益を国庫納入額に組み入れることで歳入の増加が図られている。

多くの先進国経済とは対照的に、財政の健全性がシンガポール予算の焦点となることは少ない。冒頭のとおり 2015 年度予算では財政赤字が拡大するものの、これは 2011 年から蓄積された 100 億 S ドルを超える余剰金により相殺可能であり、政権任期中における予算の均衡という憲法上の要請に抵触するものとは考えられない。

社会保障や事業補助の拡大はポピュリズムへの傾斜として誤解されるかもしれないが、財政の継続性に関して方針転換があったわけではない。過去の資金余剰を原資に予防的な歳出を行うことは人口動態や生産性、所得格差といった実体経済の問題への必要な対応である。むしろ将来を見据えた投資と予防的な歳入強化策は財政規律への不動のコミットメントを強調するものであると言えよう。

生産性の向上は 2015 年度予算においても重要なテーマの一つであり、技術革新や国際化に対する助成金が強化されたほか、13~15 年度の期間限定で導入された労働生産性向上に寄与する企業への移行支援パッケージ(TSP)を、一部を除いて 16 年度以降も継続する。月給 4,000Sドル以下の従業員の昇給の一部を政府が負担する「賃金クレジット・スキーム(WCS)」については政府負担を減額したうえで 17 年度まで延長する計画を提示した。新しく導入された「スキルより不必要な離職を減少させる効果があるほか、知識と経験の積み重ねにより生産性の漏れを防ぐこともできるズフューチャー」(25 歳以上の国民に、教育や研修を受けるための費用として初期クレジット 500Sドルを支給する)も生産性向上を目的とした施策であり、国内の人的資本の継続的な

質の向上により成長率を引き上げることが可能との考え方が背景にある。また被雇用者の裁量権を高めることにより不必要な離職を減少させる効果があるほか、知識と経験の積み重ねにより生産性の漏れを防ぐこともできる。

もう一つの柱は社会保障の強化であり、その対象は高齢者層から中間層、低所得者層まで広範囲に渡る。中でも高齢者の所得問題について、恒久措置として導入されたシルバーサポート・スキームは、特に所得下位 20%の層を主な対象としたことで従来の高齢者福祉の考え方を大きくシフトさせるものである。

中央積立基金(CPF)制度については、55 歳以上の加入者について、最初の 3 万ドルの口座残高に対する利子を 1%上乗せして年 6%にする一方、労働者世代の負担を拡大した。また月々の積立金の算出方法を変更し、基準となる月収上限額を従来の 5000ドルから 6000ドルに引き上げた(これにより月収 5000~6000 ドルのいわゆる中間所得者層が月々に積み立てられる金額が増加した)。これは高齢化による将来の公的負担増加に対する予防的な措置でもある。

但し、こうした施策には、例えば補助金支給の対象となる所得の上限など、補助金の適正基準の不均衡を拡大するリスクがある。この点、〇〇ドル以上といった一定の基準額による二元化よりも、より細かなスライド制のほうが、中間層が被る不利を緩和できるかもしれない。

2015 年度予算案は総じて強固な財政規律を保つ内容と言えるほか、各項目において現実の経済構造と照らした適正化が図られていることもポジティブに評価できる。中には補助金受け取りの条件が厳しくなって不満な者もいるであろうが、これは木を見て森を見ずの批判ではないだろうか。

エマージング経済カレンダー

日付	国		経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア							
23日(月)	シンガポール	1月	消費者物価指数(前年比)	-0.30%	-0.40%	-0.20%	-0.10%
24日(火)	フィリピン	12月	貿易収支	-\$381M	-\$68M	\$272M	-\$233M
25日(水)	韓国	2月	消費者信頼感	--	103.0	102.0	--
25日(水)	中国	2月	HSBC中国製造業PMI	49.5	50.1	49.7	--
25日(水)	タイ	1月	輸出(通関ベース/前年比)	1.90%	-3.46%	1.90%	--
26日(木)	シンガポール	1月	鉱工業生産(前年比)	3.30%	-4.70%	-1.90%	--
26日(木)	台湾	10~12月期	経常収支	--	\$19176M	\$15799M	\$15065M
27日(金)	タイ	1月	経常収支	\$2775M	--	\$5523M	--
3月1日(日)	韓国	2月	輸出(前年比)	0.50%	--	-0.40%	-0.70%
1日(日)	中国	2月	製造業PMI	49.8	--	49.8	--
1日(日)	中国	2月	非製造業PMI	--	--	53.7	--
2日(月)	韓国	1月	経常収支	--	--	\$7221.5M	--
2日(月)	韓国	1月	鉱工業生産(前年比)	0.80%	--	0.40%	--
2日(月)	韓国	2月	HSBC韓国製造業PMI	--	--	51.1	--
2日(月)	中国	2月	HSBC中国製造業PMI	50.1	--	50.1	--
2日(月)	インドネシア	2月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	--	48.5	--
2日(月)	インドネシア	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.96%	--
2日(月)	インド	2月	HSBCインド製造業PMI	--	--	52.9	--
2日(月)	タイ	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.41%	--
3日(火)	韓国	2月	消費者物価指数(前年比)	0.70%	--	0.80%	--
3日(火)	シンガポール	2月	製造業PMI	--	--	49.9	--
4日(水)	中国	2月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	51.8	--
4日(水)	台湾	1月	鉱工業生産(前年比)	8.10%	--	7.33%	--
5日(木)	フィリピン	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.40%	--
5日(木)	マレーシア	3月	BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
6日(金)	マレーシア	1月	貿易収支MYR	--	--	9.20B	--
8日(日)	中国	2月	貿易収支	--	--	\$60.03B	--
中東欧・アフリカ							
24日(火)	南アフリカ	10~12月期	GDP(前年比)	1.00%	1.30%	1.40%	1.60%
24日(火)	トルコ	2月	指標レボレート	7.50%	7.50%	7.75%	--
27日(金)	南アフリカ	1月	マネーサプライM3(前年比)	7.37%	--	7.38%	--
27日(金)	南アフリカ	1月	貿易収支(ランド)	-7.5B	--	6.8B	--
3月2日(月)	ロシア	2月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	47.6	--
2日(月)	トルコ	2月	HSBCトルコ製造業PMI	--	--	49.8	--
3月2日(月)	南アフリカ	2月	ガソリン製造業PMI	--	--	54.2	--
3日(火)	トルコ	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	7.24%	--
03/05-03/06	ロシア	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	15.00%	--
ラテンアメリカ							
20日(金)	メキシコ	10~12月期	GDP(季調前/前年比)	2.60%	2.60%	2.20%	--
24日(火)	ブラジル	2月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	7.33%	7.36%	6.69%	--
25日(水)	メキシコ	10~12月期	経常収支	-\$6986M	-\$5310M	-\$2702M	-\$2780M
3月2日(月)	ブラジル	2月	HSBCブラジル製造業PMI	--	--	50.7	--
2日(月)	メキシコ	1月	送金総額	--	--	\$2196.4M	--
2日(月)	メキシコ	2月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	--	56.6	--
2日(月)	ブラジル	2月	貿易収支(月次)	--	--	-\$3174M	--
4日(水)	ブラジル	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.70%	--
03/04-03/05	ブラジル	3月	SELICレート	12.75%	--	12.25%	--
6日(金)	ブラジル	2月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	7.14%	--

(注)2015年2月27日現在、信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性を全面的に保証するものではありません。

(資料)ブルームバーグ

エマージング通貨相場見通し

		2015年 1月(実績)	SPOT	3月	6月	9月	12月	2016年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1883 ~ 6.2578	6.2587	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7572	7.7557	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.623	61.755	63.0	63.5	61.0	59.5	59.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 12773	12831	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ~ 1111.70	1099.00	1090	1090	1070	1050	1040
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.6375	3.6010	3.68	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	44.040 ~ 45.105	44.075	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ~ 1.3569	1.3564	1.36	1.34	1.32	1.31	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ~ 32.040	31.364	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ	(THB)	32.48 ~ 33.09	32.38	33.4	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21279 ~ 21508	21365	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ~ 71.8030	61.1729	68.00	66.00	61.00	57.00	59.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.3625 ~ 11.7778	11.5307	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.4478	2.5051	2.50	2.60	2.50	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 2.7307	2.9059	2.65	2.75	2.75	2.80	2.85
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.0649	14.9874	14.70	14.80	14.80	14.70	14.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.701 ~ 19.450	19.054	19.29	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.568	15.376	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー	(INR)	1.865 ~ 1.930	1.930	1.90	1.94	2.05	2.12	2.15
インドネシアルピア	(100IDR)	0.921 ~ 0.969	0.929	0.938	0.976	1.025	1.050	1.076
韓国ウォン	(100KRW)	10.608 ~ 10.998	10.851	11.01	11.28	11.68	12.00	12.21
マレーシアリング	(MYR)	32.353 ~ 34.334	33.113	32.61	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.693	2.694	2.64	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	86.61 ~ 90.81	87.91	88.24	91.79	94.70	96.18	98.45
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.801	3.802	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.688	3.682	3.59	3.69	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5648	0.5582	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.078	1.951	1.76	1.86	2.05	2.21	2.15
南アフリカランド	(ZAR)	10.017 ~ 10.424	10.344	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ	(TRY)	47.918 ~ 52.258	47.589	48.00	47.31	50.00	52.50	52.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	43.637 ~ 46.148	41.017	45.28	44.73	45.45	45.00	44.56
メキシコペソ	(MXN)	7.799 ~ 8.199	7.956	8.16	8.31	8.45	8.57	8.70

(注)1. 実績の欄は1月31日まで。SPOTは2月27日の9時48分頃。2. 実績値はブルームバーグの値。3. 予想の欄は四半期末の予想。
(資料)みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。