

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

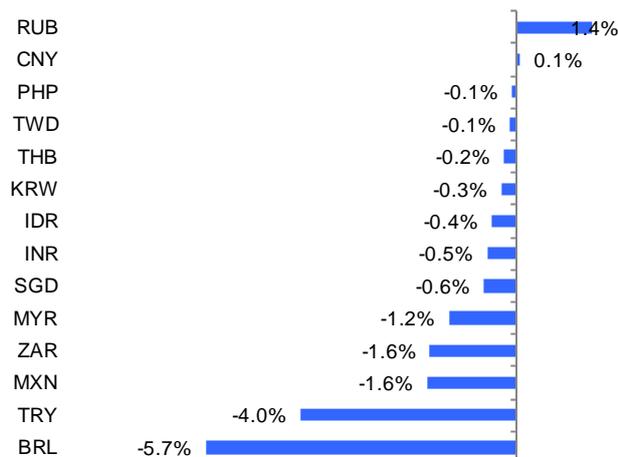
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

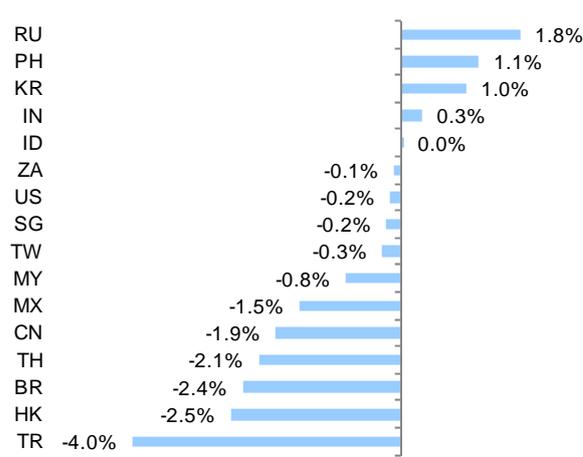
BRL、TRY が急落もその他通貨は様子見ムード

今週は個別材料の出た BRL、TRY が大幅な下落を見せたものの、その他通貨は重要イベント(5日中国全国人民代表大会、ECB 理事会、6日米2月雇用統計)を控えて様子見ムードの強い展開となった。BRL は▲5%近い下落となり4日には約10年ぶりの安値となる3.00をつけた。先週末27日、4月に満期を迎える通貨スワップのうち80%をロールオーバーすると当局者が発言したのを受けて為替介入の縮小観測が広がったほか、ルセフ大統領が提出した財政再建策を上院議会が否決したことが悪材料視された。TRY はインフレが加速する中、政府からの圧力により中銀が利下げを続けるのではないかと憶測で▲4%下落した。MYR もマレーシア政府系投資会社のデフォルトリスクが嫌気され軟調。同社は3月9日に債務の利払いを迎えるが、仮に不履行となった場合、同国ソブリン格付けも引き下げられる可能性が指摘されている。MXN は5日に節目の15.10を割ったことで売りが加速した。このほか INR は4日に実施されたインド中銀(RBI)のサプライズ利下げを受けたポジション調整や RBI のドル買い介入観測から売られたが大きな動きとはならなかった。なお、5日に開幕した全人代では市場予想通り2015年の成長率目標が7.5%前後から7.0%前後に引き下げられたが、その他のサプライズは無く、足許まで影響は限定的となっている。

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

米2月雇用統計次第。仮に反発しても短命に終わるか

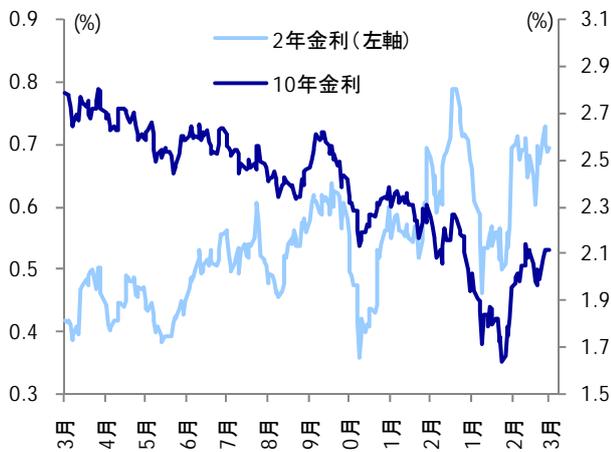
雇用統計には下振れのリスク
但し、新興国通貨の反発は
一時的か

今晚発表の米2月雇用統計は新興国通貨の短期的な流れを規定し得る極めて重要なイベントである。米国の金融政策を巡っては、先週26日のコア消費者物価指数(CPI)の上振れ、27日のS.フィッシャーFRB副議長の発言(「利上げは6月あるいは9月となる可能性が高い」)を受けて、早期の利上げを警戒する動きが出始めている。米国債券市場も金利の水準を再考し始めています。とみえ、今週は強弱まちまちの経済指標にも拘わらず米債は売られ、10年債利回りは2.10%台に上昇した。雇用統計ではこれまで通り非農業部門雇用者数の増減(市場予想:前月比+23.5万人)と平均時給(市場予想:同+0.2%)に注目が集まる。市場予想通りの結果となれば、3月17~18日に開催されるFOMC会合で「忍耐強く(patient)」との表現が削除される可能性が意識され、ドル高新興国通貨安の流れが加速するだろう。一方、弱い結果となれば当然逆の動きが予想される。この点、特に平均時給については月毎の振れが大きい上、1月が極めて強い結果だったこともあり、下方向のサプライズに注意したい。但し、余程弱い結果とならない限り、6~9月の利上げ期待が後退することは無いと思われ、新興国通貨の反発は短命に終わる可能性が高い。

中国の経済指標は景気減速
の継続を示唆する見込み

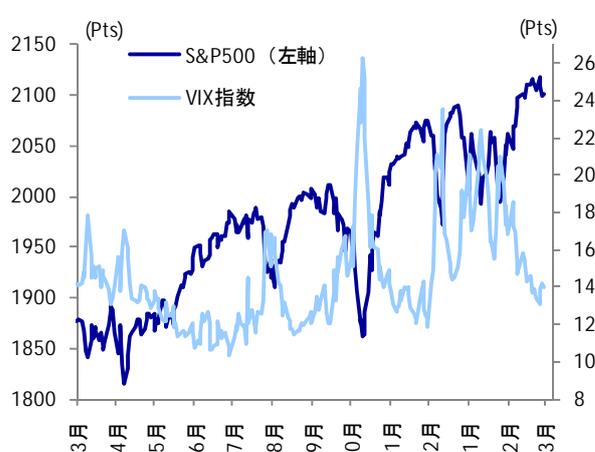
来週は米国にてイベントが少ないため、基本的には上述の雇用統計が全体の流れを決めた上で、あとは個別材料が各通貨のドライバーとなる。経済指標では中国で10日(火)に2月CPI、11日(水)に2月小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資(FAI)が発表となる。いずれも前回(CPIは1月、その他は2014年12月)対比で伸びが鈍化するだろう。3月5日に開幕した全人代において中国政府は2015年の目標を7.0%前後に引き下げたが、足許までで確認できる各種経済指標の減速ペースは7.0%の成長率と整合的な水準よりも

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

早い。先月 27 日に中国人民銀行が全人代の開幕を待たずして利下げに踏み切ったのも景気のダウンサイドリスクを緩和する目的があったとみている。但し、こうした施策が奏功するのは年央以降とみられ、同国指標の減速基調は当面継続する公算が大きい。指標ではこのほか、メキシコ 2 月 CPI(9 日)、トルコ 1 月経常収支(11 日)、インド 2 月 CPI(12 日)等が重要となろう。

タイ中銀は THB 高に対する
反応に注目

中央銀行関連では 11 日(水)にタイ、12 日(木)に韓国、13 日(金)にロシアで金融政策決定会合が開催される。このうちロシアは追加利下げ、その他は政策据え置きを予想するが全体的なリスクはハト派方向に傾いている。タイ中銀(BOT)は前回 1 月 28 日の会合で現状維持を決めた(採決は 5 対 2)が会合後の声明文はややタカ派の内容と言え、利下げに近付いた様子はみられなかった。直近でも 2 月 24 日にパイブーン BOT 副総裁が金利水準は既に低く、更なる利下げの効果は小さいと発言しており、11 日の会合で利下げが決定される公算は小さいだろう。しかし、THB は 2 月後半に 4 か月ぶりの水準まで上昇しており、CPI の減速と合わせて利下げ余地は拡大していると思われる。輸出依存度の高い同国にとって過度の通貨高は経済に対する下押しリスクであり、こうした金融市場の動きに対する BOT の反応には注目したい。

政府のデフレ懸念発言で
利下げの可能性高まるか

韓国中銀(BOK)は 2 月の会合にて全会一致で政策据え置きを決定した。同国では 2 月 CPI が 1999 年以来の低水準を記録したほか、他の経済指標にも底打ちの兆しが見えておらず、BOK も利下げの可能性を排除していない。筆者は引き続き数か月以内の追加利下げを予想しているが、来週については、足許のウォン円相場の安定もあり引き続き様子見となるとみている。但し、上記 CPI の結果を受けて崔旻煥(チェ・ギョンファン)企画財政相がデフレ懸念について言及しており、再び政府サイドからの利下げ圧力が増している可能性がある。仮に来週の会合にて一人でも利下げを主張する委員がいた場合、翌 4 月会合での利下げ期待が一気に高まるため注意が必要だろう。

インフレ上伸も CBR は追加
利下げへ

ロシア中銀(CBR)は再び 100bp の利下げを実施すると予想する。同中銀は 1 月 30 日に行われた会合にて市場予想に反して 200bp の利下げを実施した。声明文では、物価について年央にピークアウトし 2016 年 1 月までに前年比 10%以下に低下するとしたほか、昨年 12 月に実施した 650bp の緊急利上げが RUB 相場下落期待に歯止めをかけたとの見方を示した。国内物価は 2 月 CPI が前年比+16.7%を記録するなど、鈍化する兆しを見せていないが、一方で RUB 相場はウクライナ懸念の一服もあって 2 月以降 10%以上上昇しており、CBR は後者を根拠に昨年の利上げ分を粛々と解除していく可能性が高い。物価上昇ペースを踏まえれば利下げはやや拙速である感が否めないが、市場は CBR の景気下支え姿勢を好感し、RUB 買い材料視するとみる。

エマージングマーケットトピック

ブラジル:BRL が 10 年ぶり安値。中銀は 50bp の利上げ

BRL は 2 月に 13% 下落

3 月 4 日の金融政策決定会合にてブラジル中銀(BCB)は政策金利である Selic レートを 50bp 引き上げ、12.75%とすることを決定した。声明文は前回とほぼ同様の文言となっており、1 月会合の議事録公開後に一部で予想された利上げの打ち止めを示唆することはなかった。足許で BCB が再びタカ派姿勢を強めたのには物価の上昇もさることながら、BRL の下落が強く影響しているとみられる。1 月会合以来、BRL は 13%以上下落しており、下落率は本欄がカバーする新興国通貨の中で抜きん出ている。

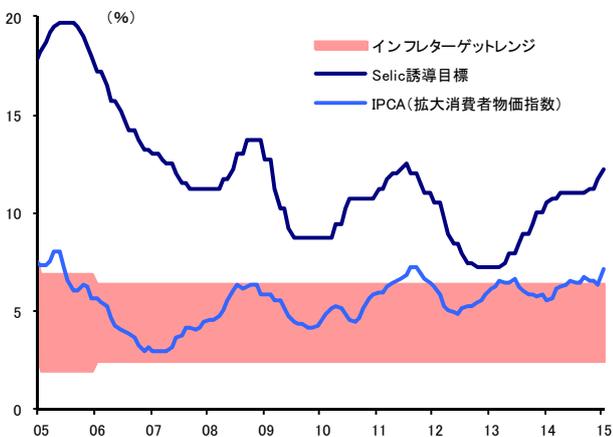
財政再建に対する不透明感が BRL を下押し

BRL 急落の背景には中銀による介入縮小観測、国営石油会社ペトロブラスの格下げ等もあるが、やはり大きいのは財政再建策に対する市場の不信感が増したことだろう。今年初め、2 期目のルセフ政権は財政規律強化に定評のあるヨアキム・レビィ氏を財務相に据え、意欲的な財政再建策を提示。市場はこれを好感し 1 月後半まで BRL は他の新興国通貨をアウトパフォームしていた。しかし 2 月に入るとペトロブラスを巡る汚職問題で与党内にも亀裂が入り始めたほか、景気悪化でレビィ氏の緊縮策の実行可能性について市場の不信感が募り始めた。こうした懸念は 3 月 4 日に財政再建の大統領令を上院が否決したことでピークに達し、同日 BRL は約 10 年ぶりとなる 3.00 をつけた。

格下げやネガティブウォッチに注意

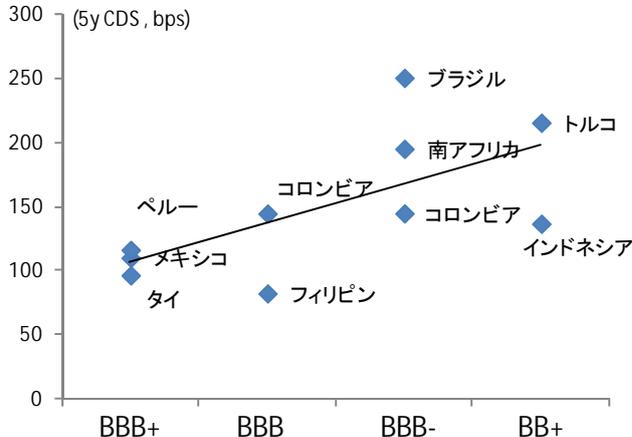
これまでも指摘してきたが、同国に対しては米大手格付け会社 S&P が投資適格格で最低となる BBB- を付しており、財政再建は急務である。我々は同国が投資適格を喪失するとはみていないが、政治的な利害が絡むだけに早期に状況が改善する保証は無い。問題が長引けば他の格付け会社による格下げや S&P によるネガティブウォッチの可能性は高まり、BRL は更なる下落を免れ得ない。我々は COPOM が次回会合にて 25bp の利上げを実施し、その後様子見に入ると予想しているが、政治状況次第では更なる利上げの可能性も排除できない。

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: 新興国 S&P ソブリン格付けと CDS スプレッド



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※2015 年 3 月 5 日終値

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							
2月27日(金)	タイ	1月	国際収支:経常収支	\$2800M	\$2506M	\$5523M	--
3月1日(日)	韓国	2月	輸出(前年比)	-0.50%	-3.40%	-0.40%	-0.70%
1日(日)	中国	2月	製造業PMI	49.7	49.9	49.8	--
1日(日)	中国	2月	非製造業PMI	--	53.9	53.7	--
2日(月)	韓国	1月	国際収支:経常収支	--	\$6938.2M	\$7221.5M	\$7022.8M
2日(月)	韓国	1月	鉱工業生産(前年比)	1.00%	1.80%	0.40%	1.10%
2日(月)	中国	2月	HSBC中国製造業PMI	50.1	50.7	50.1	--
2日(月)	インドネシア	2月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	47.5	48.5	--
2日(月)	インドネシア	2月	消費者物価指数(前年比)	6.70%	6.29%	6.96%	--
2日(月)	インド	2月	HSBCインド製造業PMI	--	51.2	52.9	--
2日(月)	タイ	2月	消費者物価指数(前年比)	-0.48%	-0.52%	-0.41%	--
3日(火)	韓国	2月	消費者物価指数(前年比)	0.70%	0.50%	0.80%	--
3日(火)	シンガポール	2月	購買部景気指数	--	49.7	49.9	--
4日(水)	中国	2月	HSBC中国サービス業PMI	--	52.0	51.8	--
5日(木)	フィリピン	2月	消費者物価指数(前年比)	2.50%	2.50%	2.40%	--
5日(木)	マレーシア	3月	政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
6日(金)	マレーシア	1月	貿易収支MYR	7.00B	--	9.20B	--
8日(日)	中国	2月	貿易収支	\$4.00B	--	\$60.03B	--
9日(月)	台湾	2月	貿易収支	\$2.53B	--	\$4.80B	--
10日(火)	フィリピン	1月	輸出(前年比)	--	--	-3.20%	--
10日(火)	中国	2月	消費者物価指数(前年比)	1.00%	--	0.80%	--
~16日	インド	2月	輸出(前年比)	--	--	-11.20%	--
11日(水)	中国	2月	固定資産投資(除農村部/年初来/)	15.10%	--	--	--
11日(水)	タイ	3月	政策金利	2.00%	--	2.00%	--
12日(木)	マレーシア	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.40%	--
12日(木)	インド	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.70%	--
12日(木)	インド	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	5.11%	--
12日(木)	韓国	3月	政策金利	--	--	2.00%	--
13日(金)	シンガポール	1月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-3.20%	--
中東欧・アフリカ							
2月27日(金)	南アフリカ	1月	貿易収支(ラント)	-7.8B	-24.2B	6.8B	6.7B
3日(火)	トルコ	2月	消費者物価指数(前年比)	7.42%	7.55%	7.24%	--
~6日	ロシア	2月	消費者物価指数(前年比)	16.70%	16.70%	15.00%	--
9日(月)	トルコ	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.60%	--
11日(水)	トルコ	1月	経常収支	--	--	-6.82B	--
13日(金)	ロシア	3月	政策金利	--	--	15.00%	--
13日(金)	ロシア	1月	貿易収支	14.2B	--	12.9B	--
ラテンアメリカ							
3月2日(月)	ブラジル	2月	HSBCブラジル製造業PMI	--	49.6	50.7	--
2日(月)	メキシコ	2月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	54.4	56.6	--
2日(月)	ブラジル	2月	貿易収支(月次)	-\$2400M	-\$2842M	-\$3174M	--
4日(水)	ブラジル	1月	鉱工業生産(前年比)	-5.00%	--	-2.70%	--
~5日	ブラジル		Selicレート(政策金利)	12.75%	--	12.25%	--
6日(金)	ブラジル	2月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	7.54%	--	7.14%	--
9日(月)	メキシコ	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.07%	--
13日(金)	ブラジル	1月	小売売上高(前年比)	--	--	0.30%	--
13日(金)	メキシコ	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.00%	--

(注)2015年3月6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、その正確性を全般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 1～2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								
中国人民幣 (CNY)		6.1883 ~ 6.2705	6.2662	6.23	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル (HKD)		7.7500 ~ 7.7600	7.7557	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー (INR)		61.295 ~ 63.623	62.171	62.0	64.0	61.0	60.0	59.0
インドネシアルピア (IDR)		12378 ~ 12984	12973	13000	13300	12600	12400	12200
韓国ウォン (KRW)		1072.15 ~ 1113.74	1099.38	1100	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング (MYR)		3.4960 ~ 3.6547	3.6535	3.65	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ (PHP)		43.950 ~ 45.105	44.147	44.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル (SGD)		1.3217 ~ 1.3639	1.3700	1.37	1.35	1.33	1.31	1.29
台湾ドル (TWD)		31.166 ~ 32.040	31.460	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ (THB)		32.29 ~ 33.09	32.43	32.8	33.5	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン (VND)		21256 ~ 21508	21355	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		55.5658 ~ 71.8030	60.8368	64.00	62.00	59.00	57.00	59.00
南アフリカランド (ZAR)		11.2575 ~ 11.8926	11.8275	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ (TRY)		2.2727 ~ 2.5273	2.6056	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 ~ 2.9207	3.0030	2.85	2.86	2.88	2.90	2.90
メキシコペソ (MXN)		14.4357 ~ 15.1560	15.1935	14.70	15.00	15.50	15.00	14.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣 (CNY)		18.666 ~ 19.450	19.146	19.26	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル (HKD)		14.946 ~ 15.568	15.468	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー (INR)		1.865 ~ 1.936	1.929	1.94	1.92	2.05	2.10	2.15
インドネシアルピア (100IDR)		0.919 ~ 0.969	0.925	0.923	0.925	0.992	1.016	1.041
韓国ウォン (100KRW)		10.607 ~ 10.998	10.912	10.91	11.18	11.47	11.67	11.98
マレーシアリング (MYR)		32.213 ~ 34.334	32.838	32.88	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ (PHP)		2.593 ~ 2.714	2.717	2.70	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル (SGD)		86.10 ~ 90.81	87.57	87.59	91.11	93.98	96.18	98.45
台湾ドル (TWD)		3.650 ~ 3.818	3.813	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ (THB)		3.538 ~ 3.700	3.699	3.66	3.67	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン (10000VND)		0.5430 ~ 0.5660	0.5619	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	1.973	1.88	1.98	2.12	2.21	2.15
南アフリカランド (ZAR)		10.009 ~ 10.453	10.143	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ (TRY)		47.205 ~ 52.258	46.030	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)		40.875 ~ 46.148	39.955	42.11	43.01	43.40	43.45	43.79
メキシコペソ (MXN)		7.783 ~ 8.199	7.896	8.16	8.20	8.06	8.40	8.64

(注)1. 実績の欄は2月27日まで。SPOTは3月6日の10時27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。