

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

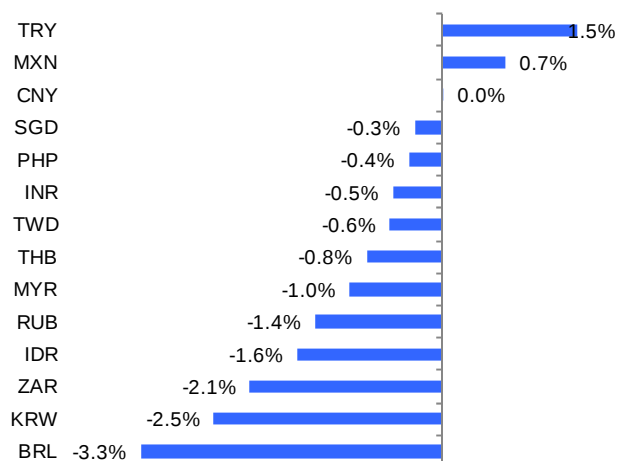
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

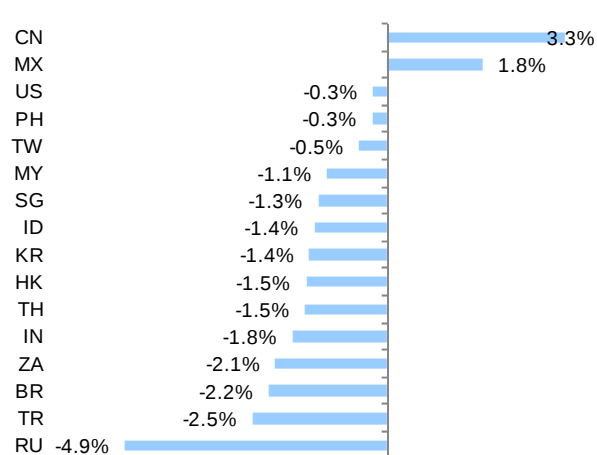
USD 高と世界的な株安が新興国通貨に打撃

先週 6 日に発表された米 2 月雇用統計が予想を上回ったことで、FRB が 3 月 FOMC でフォワードガイダンスを修正し、早ければ 6 月に利上げに踏み切るとの見方が広がった。為替市場では USD 高で大きく反応していたことから、週明け 9 日のアジア時間も新興国通貨安となり KRW が▲1.2%となったほか、MYR が▲0.8%となるなど軒並み軟調な展開。欧州時間にポジション調整から EUR に買い戻しが入ったことを受け、欧州の新興国通貨は反発したものの、米国時間には再び USD 買いが強まった。10 日も USD 高地合いは変わらず、さらに世界的に株安が広がる中で新興国通貨には売り圧力が掛かり大半の通貨が下落。RUB は原油安も響いて▲3.4%急落したほか、ZAR も▲2.2%と大幅安となった 11 日もアジア通貨は弱めで、IDR は▲0.7%と 17 年ぶり安値を更新。タイ中銀が予想外の利下げを決定したことから THB も売られた。その後は欧州株の反発や前日までの下落の反動もあって新興国通貨はサポートされたが、EUR/USD の下げが加速する中で上値は限定的。12 日は韓国中銀が予想外の利下げに踏み切り KRW が 2013 年 7 月以来の安値をつけたが、その他の新興国通貨は EUR が大きく反発する中で連れ高となった。TRY は前日にエルドアン大統領と中銀総裁が会談し、来週会合では利下げを見送るとの思惑から 1.0%買い戻された。

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

FOMC でドル高一服となるか

米雇用統計が予想を上回り
6月利上げ観測が台頭

先週末に発表された米 2 月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)が前月比+29.5 万人(市場予想:23.5 万人)、失業率が 5.5%(同:5.6%)と極めて強い結果となった。注目の平均時給については本欄での指摘通り前月比+0.1%と市場予想(同+0.2%)を下回ったが、市場は良好な NFP のほうを重視し、FRB による 6 月利上げ観測が台頭。米金利・ドルが上昇する一方、株が下落した。

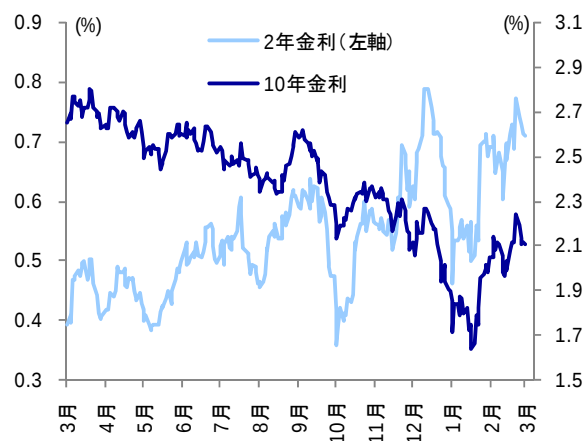
「patient」が削除されても
市場の反応は限定的か

こうした中、市場の視線は来週 17~18 日に開催される FOMC 会合に注がれている。今回の会合における最大の注目は声明文中の時間軸文言「patient (忍耐強く)」が削除されるか否かである。筆者は、先日実施されたイエレン FRB 議長の議会証言や 1 月 FOMC 議事要旨で示された議論を踏まえて、議長記者会見がある来週の FOMC 会合にて表現が削除される可能性が高いとみているが、仮にこの通りとなった場合でも、「patient(忍耐強く)」の削除が必ずしも 6 月の利上げを意味しないことは既に市場に浸透しているとみられ、早期の利上げをもう一段織り込みにいくような展開にはならないだろう。

ドット図の動きに注目

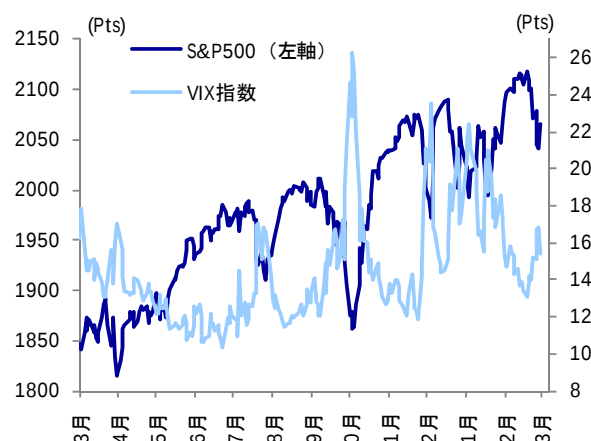
市場への影響という観点ではむしろ四半期経済見通し(Summary of Economic Projections)における FOMC 参加者の FF レート目標(いわゆるドット図)の動きに注目したい。昨年 12 月時点ではイエレン議長を含む FOMC の主流派は 0.75~1.00%を 2015 年末のターゲットとしていた(1 回の利上げ幅を 25bp とした場合、年内に 3 回の利上げが実施されることを意味する)との見方が一般的であるが、これが一部でも下方(例えば 0.50~0.75%)にシフトするようであれば、市場は利上げ開始時期の後ずれやペースの緩和等、ハト派のシグナルと捉えるだろう。

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

FOMC で更なるドル高を
見込むのは危険

全体として、労働市場の着実な回復を背景に FRB が利上げに近付いているとの見方に異論は無いものの、足許の為替市場におけるドルの上昇はやや性急過ぎる感も否めない。これまでのイエレン議長の慎重なスタンスを踏まえれば、ドル独歩高が米国経済に与える悪影響が懸念される中、敢えてこれを加速させるような発言をするとは考えにくい。来週の FOMC 会合を巡るリスクはややハト派(ドル安)サイドなのではないだろうか。

マレーシアも CPI 次第で
利下げ余地

来週は月の中盤ということもあって新興国発の材料は乏しく、18日(水)までは FOMC 会合を控えて様子見、その後は FOMC 次第と、今週に引き続き米国の金融政策を巡る思惑が市場のメインドライバーとなりそうだ。新興国の経済指標では18日(水)のマレーシア2月消費者物価指数(CPI)、20日(金)のブラジル3月拡大消費者物価指数(IPCA)が注目となる。マレーシアのCPIは原油価格の低迷を受けて1月に2009年12月以来となる前年比+1.0%に減速した。2月分ではさらに同+0.0%付近への低下が見込まれているが、利下げが相次ぐ近隣諸国とは異なり、産油国である同国は原油安を受けて金融市場のボラティリティが高まっているほか、4月に物品サービス税(GST)の導入を控えて中銀(BNM)はインフレ警戒姿勢を崩していない。我々はBNMが年内政策金利を据え置くと予想しているが、CPIが事前の想定を上回るペースで減速する中、GST導入後の国内経済や金融市場の動向次第では利下げ余地も出てくるため、今後のCPIの結果には注意を払っておくべきだろう。

ブラジルは高インフレが続く

6日に発表されたブラジル2月拡大CPIは前月比で12年ぶりとなる+1.22%、前年比でも10年ぶりとなる+7.70%の加速をみせた。物価上昇は財政引き締めに伴う管理価格の引き上げが寄与する部分も大きい。景気低迷にもかかわらず市場価格部分も前年比+7.1%の上昇をみせており、潜在的な物価上昇圧力の大きさを物語っている。我々は2015年を通してCPIが7%台後半で推移するとみているが、実際のペースがこれを上回るようなら、ブラジル中銀による利上げサイクルが4月以降も継続される可能性が出てくる。

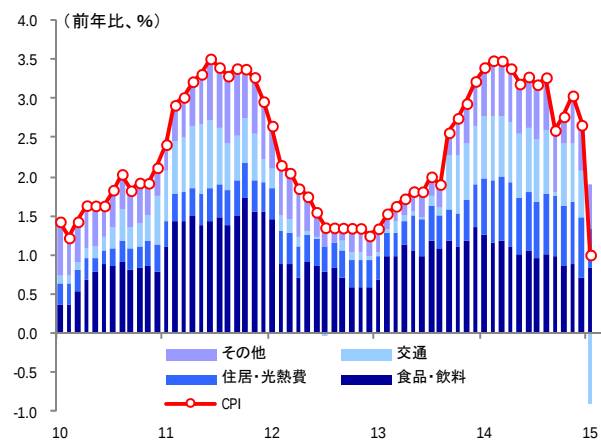
BI は当面政策を据え置く
公算

中銀関連では17日(火)にインドネシア、トルコで金融政策決定会合が開催されるが、両中銀ともに現状維持を予想する。インドネシア中銀(BI)は前回2月17日の会合にて市場予想に反して25bpの利下げを実施したが、市場では国内燃料小売価格の下落を背景に、昨年11月に実施した緊急利上げを巻き戻したに過ぎず、継続的な緩和サイクルの始まりを示唆するものではないとの見方が大勢である。この点、我々は物価見通しの改善、BIが声明文にて示した政府との協調姿勢を踏まえて、追加的な利下げの可能性を排除してはいないものの、仮に実施されるとしても年の後半(FRBの利上げ開始後)になると考えており、当面は7.5%の政策金利が据え置かれるだろう。

TRY 急落でさすがに
利下げは見送られよう

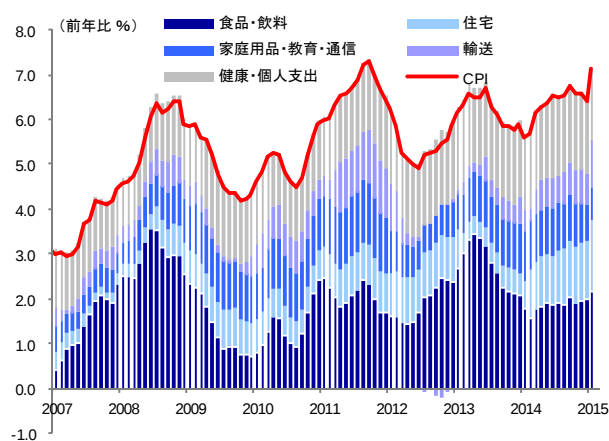
トルコ中銀(CBRT)は前回2月24日の会合にて大方の予想通り25bpの利下げに踏み切った(筆者は50bpの利下げを予想していた)。しかしインフレ、経常収支ともに悪化する中、政府からの強い要請に応える形での利下げであったため、市場はこれを嫌気してTRYは下落。今月初めには節目の2.60を突破し、史上最安値を更新した。CBRTは1週間物外貨建て預金金利を引き下げ市中の外貨流動性を高めるなどTRY売り抑制策を打ち出しているが、今のところ目立った効果は挙げられていない。一方で政府は引き続き政策金利の引き下げにより国内物価が鈍化するとの主張を変えておらず、金融政策への口先介入を続けている。ただトルコ資産の急落を受けてゼイベクチ経済相を含む政府高官が投資家への事情説明に追われているほか、11日にはバスチエCBRT総裁とエルドアン大統領が2時間の会談を実施していることから、足許の市場動向を受けて、さすがに来週の会合では利下げを見送ることで政府-中銀間の合意が取れているのではないだろうか。

図表 3: マレーシア 消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4: ブラジル 拡大消費者物価指数(IPCA)



(資料)CEIC、みずほ銀行

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							
3月6日(金)	マレーシア	1月	輸出(前年比)	2.50%	-0.60%	2.70%	--
6日(金)	マレーシア	1月	貿易収支MYR	7.00B	9.01B	9.20B	9.23B
8日(日)	中国	2月	貿易収支	\$6.00B	\$60.62B	\$60.03B	--
8日(日)	中国	2月	輸出(前年比)	14.00%	48.30%	-3.30%	-3.20%
9日(月)	台湾	2月	貿易収支	\$3.50B	\$4.56B	\$4.80B	--
9日(月)	台湾	2月	輸出(前年比)	0.10%	-6.70%	3.40%	--
10日(火)	フィリピン	1月	輸出(前年比)	6.60%	-0.50%	-3.20%	--
10日(火)	中国	2月	消費者物価指数(前年比)	1.00%	1.40%	0.80%	--
10日(火)	インド	10~12月期	国際収支:経常収支	-\$11.15B	-\$8.20B	-\$10.10B	--
11日(水)	中国	2月	固定資産投資(年初来/前年比)	15.00%	13.90%	--	--
11日(水)	タイ	3月	タイ中央銀行指標金利	2.00%	1.75%	2.00%	--
12日(木)	フィリピン	1月	失業率	--	6.60%	6.00%	--
12日(木)	マレーシア	1月	鉱工業生産(前年比)	7.00%	7.00%	7.40%	--
12日(木)	インド	1月	鉱工業生産(前年比)	0.70%	2.60%	1.70%	--
12日(木)	インド	2月	消費者物価指数(前年比)	5.23%	5.37%	5.11%	--
12日(木)	韓国	3月	韓国銀行7日間レボレート	2.00%	1.75%	2.00%	--
03/12-03/16	インド	2月	輸出(前年比)	--	--	-11.20%	--
03/12-03/15	中国	2月	マネーサプライM2(前年比)	11.00%	12.50%	10.80%	--
13日(金)	シンガポール	1月	小売売上高(除自動車/前年比)	-2.30%	--	-3.20%	--
16日(月)	インドネシア	2月	輸出(前年比)	--	--	-8.09%	--
16日(月)	インドネシア	2月	貿易収支	--	--	\$709M	--
16日(月)	インド	2月	卸売物価(前年比)	-0.85%	--	-0.39%	--
16日(月)	フィリピン	1月	海外送金(前年比)	--	--	6.60%	--
17日(火)	シンガポール	2月	非石油地場輸出(前年比)	--	--	4.30%	--
17日(火)	インドネシア	3月	インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	7.50%	--
18日(水)	韓国	2月	失業率(季調済)	3.40%	--	3.40%	--
18日(水)	マレーシア	2月	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.00%	--
19日(木)	フィリピン	2月	総合国際収支	--	--	\$136M	--
中東欧・アフリカ							
3月9日(月)	トルコ	1月	鉱工業生産(前年比)	2.70%	-2.20%	2.60%	2.50%
11日(水)	トルコ	1月	経常収支	-2.75B	-2.00B	-6.82B	-6.81B
12日(木)	南アフリカ	1月	製造業生産(季調済/前月比)	0.90%	-1.50%	2.30%	0.80%
13日(金)	ロシア	3月	主要金利	14.00%	--	15.00%	--
13日(金)	ロシア	1月	貿易収支	14.4B	--	12.9B	--
17日(火)	南アフリカ	10~12月期	経常収支	--	--	-230B	--
17日(火)	トルコ	3月	指標レボレート	7.50%	--	7.50%	--
03/17-03/18	ロシア	2月	鉱工業生産(前年比)	-0.60%	--	0.90%	--
18日(水)	南アフリカ	2月	CPI(前年比)	--	--	4.40%	--
18日(水)	南アフリカ	1月	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.40%	--
19日(木)	ロシア	2月	実質小売売上高(前年比)	-5.70%	--	-4.40%	--
ラテンアメリカ							
3月6日(金)	ブラジル	2月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	7.56%	7.70%	7.14%	--
9日(月)	メキシコ	2月	消費者物価指数(前年比)	3.03%	3.00%	3.07%	--
13日(金)	ブラジル	1月	小売売上高(前年比)	-1.30%	--	0.30%	--
13日(金)	メキシコ	1月	鉱工業生産(前年比)	2.10%	--	3.00%	--
16日(月)	ブラジル	1月	経済活動(前年比)	--	--	0.65%	--
20日(金)	ブラジル	3月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	7.36%	--
20日(金)	メキシコ	1月	小売売上高(前年比)	--	--	2.40%	--

(注)2015年3月13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 1～2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								
中国人民元	(CNY)	6.1883 ～ 6.2705	6.2625	6.23	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7600	7.7677	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.623	62.508	62.0	64.0	61.0	60.0	59.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 12984	13183	13000	13300	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1113.74	1126.41	1100	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.6547	3.6870	3.65	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.245	44.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3639	1.3807	1.37	1.35	1.33	1.31	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.614	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.85	32.8	33.5	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 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	61.2455	64.00	62.00	59.00	57.00	59.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 11.8926	12.2749	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.5273	2.5874	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	3.1660	2.85	2.86	2.88	2.90	2.90
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.1560	15.3923	14.70	15.00	15.50	15.00	14.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 19.450	19.371	19.26	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.568	15.617	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.936	1.940	1.94	1.92	2.05	2.10	2.15
インドネシアルピア	(100IDR)	0.919 ～ 0.969	0.920	0.923	0.925	0.992	1.016	1.041
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	10.783	10.91	11.18	11.47	11.67	11.98
マレーシアリング	(MYR)	32.213 ～ 34.334	32.860	32.88	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.714	2.738	2.70	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	87.85	87.59	91.11	93.98	96.18	98.45
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.818	3.839	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.700	3.692	3.66	3.67	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5660	0.5678	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	1.983	1.88	1.98	2.12	2.21	2.15
南アフリカランド	(ZAR)	10.009 ～ 10.453	9.883	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ	(TRY)	47.205 ～ 52.258	46.887	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	38.312	42.11	43.01	43.40	43.45	43.79
メキシコペソ	(MXN)	7.783 ～ 8.199	7.882	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13日の8時23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。