

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

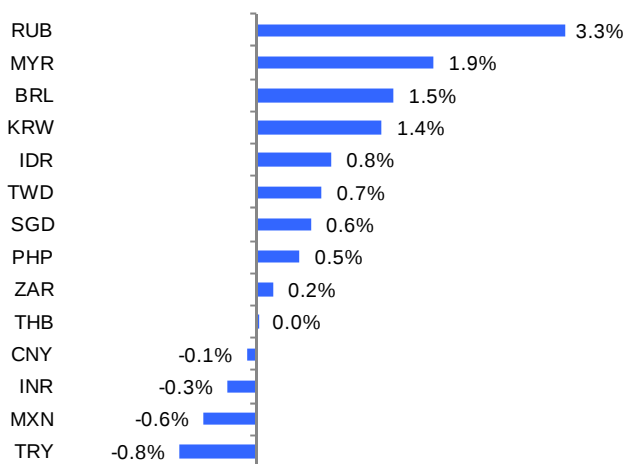
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

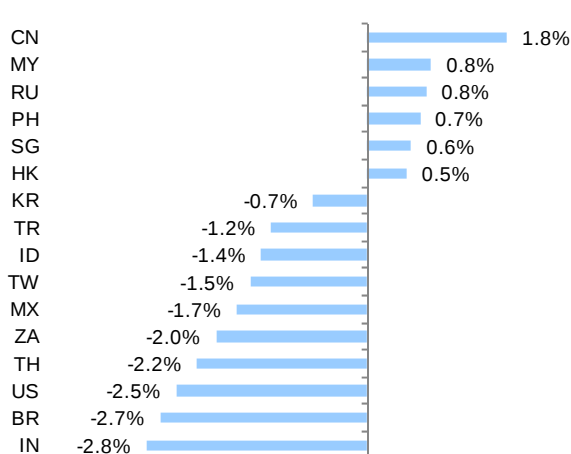
FOMC 会合以降の USD 安が継続

先週のメインイベントであった FOMC 後から続く米金利の低下を背景に、今週に入っても USD は軟調地合いが継続。3 月月初から半ばにかけて加速していた USD 買いの流れは反転しており、新興国通貨は一息つく状況となっている。週初 23 日のアジア時間も USD 売りが先行し、これまで売られていた MYR が 1.0% 上昇したほか、その他の通貨も大半が上昇。BRL は 3.1% の急伸をみせた。24 日も米金利の低下基調に変わりはなく USD の上値が重くなる中、輸出企業の決済を背景に KRW が 0.9% 上昇。また、RUB も先週に引き続き、25 日の納税に向けてロシアの輸出企業が外貨の RUB 転を迫られていることを主因として 1.8% 上昇と堅調な動きを示した。BRL は格付け会社 S&P が格付けを据え置いたことを好感して一時 1% 超の上昇となったが、その後は中銀のスワッププログラム（為替介入）継続を巡る思惑に大きく振られる展開となった。翌 25 日のアジア時間は、前日に発表された米 2 月消費者物価指数（CPI）の良好な結果を受け、それまで売り込まれていた USD を買い戻す動きが優勢となりアジア通貨は軟調。BRL はブラジルのルセフ大統領と議会の対立が激化しているとの報道から▲1.9% の下落となった。26 日はサウジアラビアなどによるイエメンへの軍事介入に加え、米国の株安でリスク志向が後退し新興国通貨は軟調。一方で、地政学リスクの高まりから原油が反発したことが RUB を下支えた。

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

新興国通貨は早晩下落トレンドへ

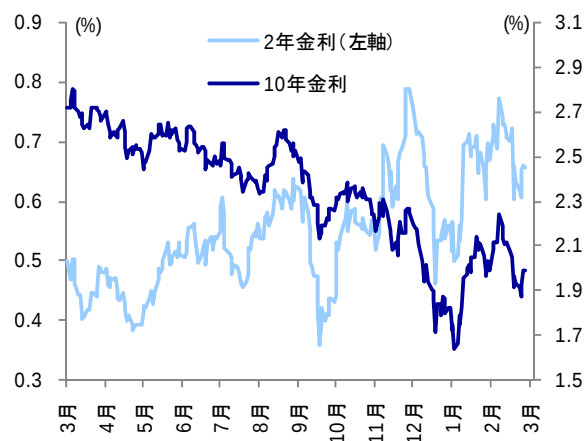
新興国通貨は米 2 月雇用統計後の下落を 7～8 割回復

今週の新興国通貨は、サウジアラビアによるイエメン空爆を受けてリスク回避の動きが拡がり週の後半にかけて上げ幅を縮小したものの、基本的には米国の早期利上げ期待剥落を背景とした USD 売りの流れが継続し、全般に上昇する展開となった。先週 18 日の FOMC 会合以降の動きでみると USD インデックスは約 3% の下落。新興国通貨は平均で 2% 弱上昇しており、3 月 6 日に発表された米 2 月雇用統計後の下落分を 7～8 割程度取り戻した格好となっている。

米国金利の低下余地は限定的

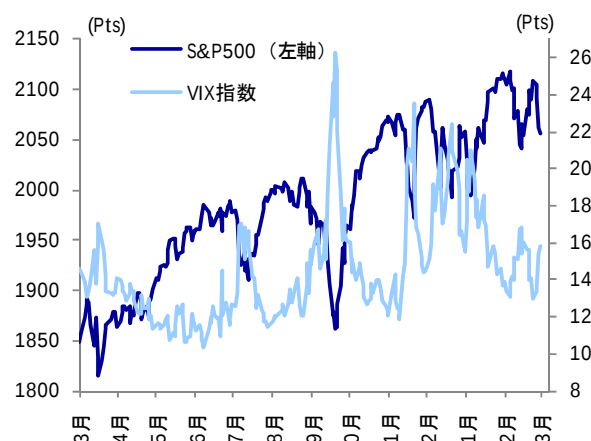
しかし、我々は足許の新興国通貨の反発を一過性の動きとみている。第一に、新興国通貨の更なる上昇には米国の利上げ開始が一段と後ずれし、米金利が低下する必要があると考えられるが、現時点でそうした余地は限定的だろう。この点、FOMC 会合を終えて FF 金利先物カーブが示す市場参加者が予想する米国利上げ時期は会合前の 7～8 月から 10～11 月にまで後ろ倒しとなっている。確かに、経済見通し(the Summary of Economic Projections)における FOMC 参加者の FF 金利目標(いわゆるドットチャート)が示す年末の FF 金利水準中央値は大幅に下方修正され、6 月に利上げが開始される可能性は極めて低くなった。しかしそれでも同チャートが示唆する年内の利上げペースは 9 月会合から 2 回、計 50bp である。10～11 月という現在の金利市場の織り込みは既に行き過ぎであり、これが更に後ずれして米金利が低下するには景気見通しに関する相応の悪材料が必要となる。もともと今後の米経済指標の出方次第では米国経済の先行きに対する不透明感が増し、年内の利上げが見送りとなる可能性も残るが、現時点でこれはリスクシナリオである。

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

新興国通貨を積極的に買う
材料は乏しい

第二に新興国側の材料も通貨安方向に傾いている。2015 年に入って下落が顕著な BRL や TRY は、インフレや経常収支の悪化に加えて国内政治の混乱も通貨の重石となっている。また RUB、MYR、MXN は原油価格の下落により国内経済の見通しが大幅に悪化した。この他、ファンダメンタルズが比較的健全なアジア新興各国も、インフレ圧力の低下を受けてその多くが金融緩和方向に舵を切っており、仮に USD 高圧力が和らぐような局面でも積極的にこれら通貨を買っていく材料は乏しい。

中東地政学リスクの高まりは
短期的な下押し要因

以上を踏まえると足許の USD 売り新興国通貨買いの流れが長続きするとは考えにくく、新興国通貨は早晚もとの下落トレンドに復すると予想する。なお、冒頭のサウジアラビアによるイエメン空爆については現時点ではサウジアラビアとイランの全面戦争にまで拡大する可能性は低いとの解釈が一般的であると思われ、為替の中長期見通しに大きな影響は出ないと考えている。但し、中東での地政学リスクの高まりはリスクオフと(一部産油国を除いて)原油価格上昇の両面から新興国通貨にとってネガティブであり、短期的には相場の下押し要因が一つ増えたと考えておくべきだろう。

米 3 月雇用統計が市場予想
通りならドルは反発

来週の米国では月初の重要指標の発表が相次ぐ。中でも最大のイベントは 4 月 3 日(金)の 3 月雇用統計である。市場予想は非農業部門雇用者数(NFP)が前月比+25.0 万人と前月の同+29.5 万人に続いて良好な結果が予想されている。NFPと同様に注目度の高い平均時給は 1 月に前月比+0.5%と力強い伸びを見せた後、2 月は同+0.1%に伸びを縮めたが、毎月の変動パターンから 3 月は再びアップサイドサプライズを警戒しておきたい。仮にこの通りの結果となれば米国経済に対する過度の悲観は後退し、再び USD が上昇する展開が予想される。

3 月 ISM 製造業景況調査は
輸出指数に注目

1 日(水)には 1 月 ISM 製造業景況指数が発表される(市場予想:52.5、前回:52.9)。米国経済指標は生産、消費ともに 2015 年に入って急速に悪化しており、1~3 月期の GDP は前期比年率で+2.0%を下回る公算が大きくなっている。景気減速の背景としては 1~2 月に米国を襲った悪天候やストライキ、ドル高など様々な要因が指摘されているが、このうち USD 高については ISM 製造業景況調査における輸出指数が今年 1 月に 49.5、2 月に 48.5 と 2012 年 11 月以降で初めて 50 を下回ったことが注目されている。仮に 3 月分で同指数が更に低下するようだと USD 高による輸出の減退を通した米国経済への悲観論が勢いを増す可能性があり注意が必要だろう。このほか、今晚のイエレン FRB 議長講演をはじめ、来週は FRB 高官の発言が数多く予定されており、利上げ開始時期に関する踏み込んだ発言が出れば相場を動かす材料となりそうである。

エマージングマーケット:国別の注目材料

韓国:過去最大の黒字幅が見込まれる3月貿易収支

経常黒字の拡大で KRW 高
圧力は増大

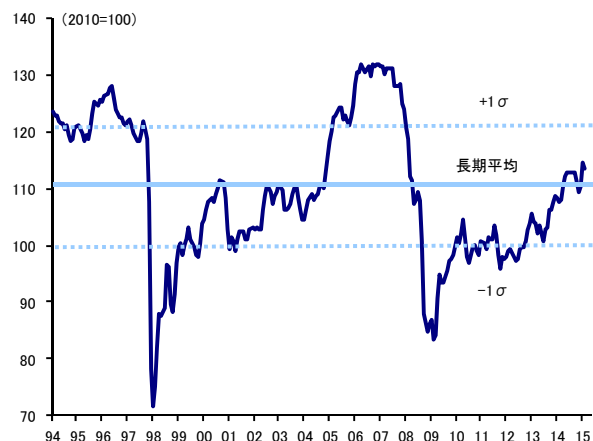
韓国では 31 日(火)に 2 月鉱工業生産、1 日(水)に 3 月貿易収支、3 月消費者物価指数が発表される。中でも速報性の高いハードデータである 3 月貿易収支は注目となる。同国貿易収支は 2 月に過去最大となる 77 億ドルの黒字を記録。輸出は前年比 ▲3.3%と鈍化傾向にあるが、原油価格の下落に伴う石油関連輸入の急減がこれを上回って黒字幅を押し上げている。3 月分では更に 87 億ドルまで黒字幅が拡大すると見込まれているが、これに伴い 1~3 月期の経常黒字も再び過去最大を更新する公算が大きい。経常黒字の拡大は実需面での KRW 高圧力増大を意味するが、実際、対 USD での KRW 安傾向にも拘わらず KRW の実質実効レートは上昇を続けており、輸出競争力の観点から同国政府・中銀は警戒を強めている。特に足許ではシェアの大きいアジア向け、欧州向けの輸出が減少しているが、景気低迷により同地域における需要が減退する中、KRW の実効レート上昇が続けば同国輸出の一段の悪化は避けられない。政府・中銀は今後更なる対応を迫られることになるが、既に金利市場では中銀による更なる利下げを見込む参加者が多く、こうした期待が払拭されない限り、対 USD で KRW が上昇トレンドに回帰することは見込みがたい。

中国:3月 HSBC 製造業 PMI が予想を大きく下回る

中国経済は鈍化が加速
PBoC は追加緩和へ

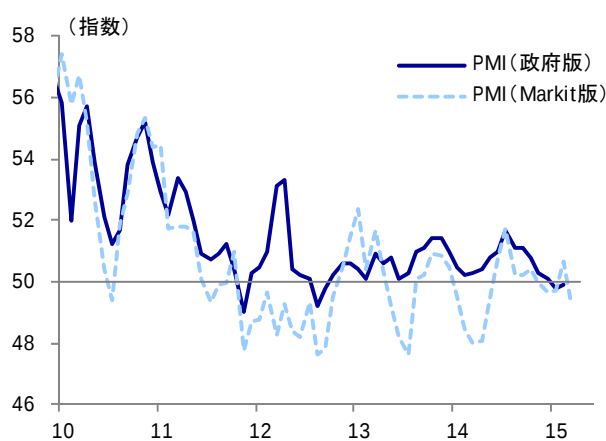
24 日に発表された中国 3 月 Markit 製造業 PMI(速報値)は 49.2 と市場予想を下回り、2014 年 4 月以来の低水準を記録した。詳細項目では生産指数や新規受注指数といった主要項目が低下したが、中でも雇用 DI は金融危機の起こった 2009 年以来の低水準に落ち込んだ。指標発表元のレポートによれば「製造業者は投入コスト低下の恩恵を受けているものの、顧客需要の減少から業務拡大に消極的になっており、また販売価格も大きく引き下げている」

図表 3:韓国 実質実効為替レート



(資料) BIS、みずほ銀行 ※長期平均は 1994 年からの平均値

図表 4:中国 製造業 PMI



(資料) 国家統計局、Markit、みずほ銀行

とのことである。成長率+7.0%前後のニューノーマル(新常态)に移行する過程において各種経済指標の悪化は想定されていたパスではあるものの、最近の景気減速ペースは中国当局が望む緩やかな景気減速よりも若干早い感がある。特に 1000 万人の雇用確保を目標として掲げている当局にとって雇用情勢の悪化は看過できない事態であろう。4 月 1 日(水)には国家統計局調査の 3 月製造業 PMI が発表されるが、市場予想(49.7)を下回るようであれば、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)による政策金利や預金準備率の引き下げ期待が高まることとなろう。この点、我々は 4~6 月期に政策金利および預金準備率の引き下げが実施されると予想している。

ブラジル:通貨スワップによる為替介入プログラムを打ち切り

BCB の通貨スワップ打ち切り
は既に織り込み済み

ブラジル中央銀行(BCB)は 24 日、BRL 安阻止のために実施している通貨スワップを 3 月 31 日で打ち切ることを決めた。同スキームは米国の量的緩和縮小懸念を受けた BRL 急落に対応するために 2013 年 8 月に導入され、足許では毎日 1 億 USD の USD 取り/BRL 出し通貨スワップが実施されていた(導入当初は毎日 5 億 USD 規模)。BCB は一方で既存のスワップについては全額ロールオーバーし、また今後も同通貨スワップと同時に導入された買い戻し特約付きスポット取引等の手段を用いて、必要に応じて BRL 買い介入を実施すると表明した。通貨スワップの新規取引停止自体は BRL にとってネガティブな材料であるものの、2 月末以降の政策当局者の発言から今回の措置はほぼ織り込み済みであったと思われ、市場の反応は限定的に留まっている。

通貨安容認スタンスへの転換で BRL に下振れリスク

他方、為替介入プログラムの縮小は同国がこれまで続けてきた BRL 下支え政策の転換でもある。実際、3 月に入って当局者からは BRL 安が輸出競争力の回復やブラジル資産の投資妙味増大に繋がるといった BRL 安容認発言が相次いでいる。こうした方針転換は市場による健全な価格形成との観点から望まれる動きではあるものの、経済のスタグフレーションに加え、国内政治の先行きに大きな不透明感を抱える同国では、今後も米国の利上げに向かって資本流出が続く可能性が高く、為替市場もボラタイルな動きとなりやすい。短期的には BRL のダウンサイドリスクが増大したと考えるべきであろう。

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20日(金)	マレーシア	2月	消費者物価指数(前年比)	0.20%	0.10%	1.00%	--
23日(月)	シンガポール	2月	消費者物価指数(前年比)	-0.20%	-0.30%	-0.40%	--
24日(火)	中国	3月	HSBC中国製造業PMI	50.5	49.2	50.7	--
25日(水)	韓国	10~12月期	GDP(前年比)	--	2.70%	2.70%	--
25日(水)	フィリピン	1月	貿易収支	-\$910M	-\$752M	-\$68M	-\$669M
26日(木)	韓国	3月	消費者信頼感	--	101.0	103.0	--
26日(木)	タイ	2月	輸出(通関ベース/前年比)	-3.20%	-6.14%	-3.46%	--
26日(木)	シンガポール	2月	鉱工業生産(前年比)	-2.20%	-3.60%	0.90%	--
26日(木)	フィリピン	3月	BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
26日(木)	台湾	3月	CBC指標金利	1.875%	1.875%	1.875%	--
31日(火)	韓国	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.80%	--
31日(火)	タイ	2月	国際収支:経常収支	--	--	\$2506M	--
4月1日(水)	韓国	3月	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.50%	--
1日(水)	韓国	3月	輸出(前年比)	--	--	-3.40%	-3.30%
1日(水)	韓国	3月	HSBC韓国製造業PMI	--	--	51.1	--
1日(水)	中国	3月	製造業PMI	--	--	49.9	--
1日(水)	中国	3月	非製造業PMI	--	--	53.9	--
1日(水)	中国	3月	HSBC中国製造業PMI	--	--	49.2	--
1日(水)	インドネシア	3月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	--	47.5	--
1日(水)	インドネシア	3月	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.29%	--
1日(水)	タイ	3月	消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.52%	--
2日(木)	韓国	2月	国際収支:経常収支	--	--	\$6938.2M	--
2日(木)	インド	3月	HSBCインド製造業PMI	--	--	51.2	--
2日(木)	シンガポール	3月	購買部景気指数	--	--	49.7	--
3日(金)	中国	3月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	52.0	--
3日(金)	マレーシア	2月	輸出(前年比)	--	--	-0.60%	--
3日(金)	マレーシア	2月	貿易収支MYR	--	--	9.01B	--
中東欧・アフリカ							
3月26日(木)	南アフリカ	3月	SARB政策金利発表	5.75%	5.75%	5.75%	--
31日(火)	トルコ	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	1.70%	--
31日(火)	南アフリカ	2月	貿易収支(ラント)	--	--	-24.2B	--
03/31-	ロシア	10~12月期	経常収支	--	--	10500M	--
4月1日(水)	ロシア	3月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	49.7	--
1日(水)	トルコ	3月	HSBCトルコ製造業PMI	--	--	49.6	--
1日(水)	南アフリカ	3月	鉱工業製造業PMI	--	--	47.6	--
04/01-04/02	ロシア	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	0.70%	--
3日(金)	トルコ	3月	消費者物価指数(前年比)	--	--	7.55%	--
ラテンアメリカ							
3月20日(金)	ブラジル	3月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	7.89%	7.90%	7.36%	--
20日(金)	メキシコ	1月	小売売上高(前年比)	3.00%	4.70%	2.40%	--
24日(火)	ブラジル	2月	経常収支	-\$7500M	-\$6879M	-\$10654M	--
25日(水)	メキシコ	1月	経済活動IGAE(前年比)	1.83%	2.04%	3.15%	--
27日(金)	ブラジル	10~12月期	GDP(前年比)	-0.70%	--	-0.20%	--
4月1日(水)	ブラジル	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.20%	--
1日(水)	ブラジル	3月	HSBCブラジル製造業PMI	--	--	49.6	--
1日(水)	メキシコ	3月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	--	54.4	--
1日(水)	ブラジル	3月	貿易収支(月次)	--	--	-\$2842M	--

(注)2015年3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 1～2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	6.2114	6.23	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7600	7.7543	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.623	62.669	62.0	64.0	61.0	60.0	59.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 12984	13038	13000	13300	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1113.74	1105.03	1100	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.6547	3.6685	3.65	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.810	44.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3639	1.3696	1.37	1.35	1.33	1.31	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.280	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.58	32.8	33.5	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21508	21510	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ～ 71.8030	57.3545	64.00	62.00	59.00	57.00	59.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 11.8926	11.9940	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.5273	2.6036	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	3.1831	2.85	2.86	2.88	2.90	2.90
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.1560	15.1174	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	19.178	19.26	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.568	15.364	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.936	1.899	1.94	1.92	2.05	2.10	2.15
インドネシアルピア	(100IDR)	0.919 ～ 0.969	0.914	0.923	0.925	0.992	1.016	1.041
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	10.782	10.91	11.18	11.47	11.67	11.98
マレーシアリング	(MYR)	32.213 ～ 34.334	32.472	32.88	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.714	2.658	2.70	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	86.99	87.59	91.11	93.98	96.18	98.45
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.818	3.808	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.700	3.656	3.66	3.67	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5660	0.5539	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	2.079	1.88	1.98	2.12	2.21	2.15
南アフリカランド	(ZAR)	10.009 ～ 10.453	9.933	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ	(TRY)	47.205 ～ 52.258	45.740	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	37.428	42.11	43.01	43.40	43.45	43.79
メキシコペソ	(MXN)	7.783 ～ 8.199	7.880	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27日の10時15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。