

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

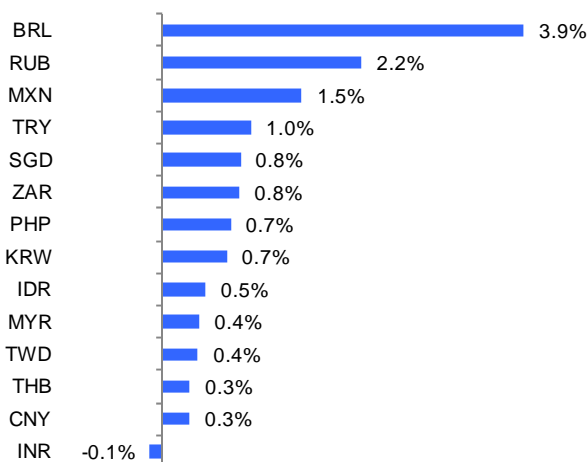
今週のエマージングマーケット

米3月雇用統計を前に調整のUSD売り

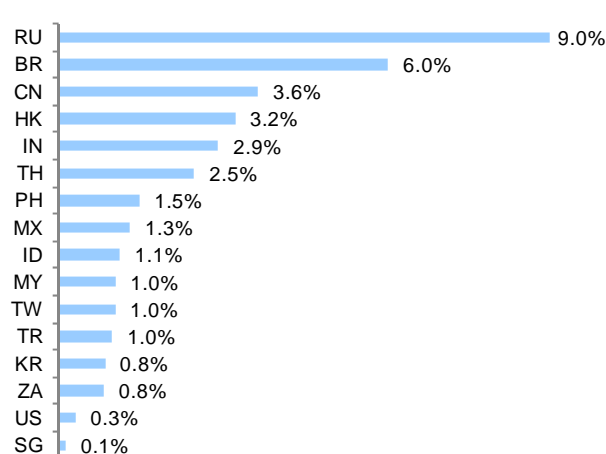
今週の新興国通貨は上昇。週初は月末のUSD需要により新興国通貨は全般的に軟化した。ギリシャの金融支援問題の不透明感から欧州コア国金利が低下する中、1日に発表された米3月ADP雇用統計と米3月ISM製造業景況指数がいずれも市場予想を下回る結果となると米金利が急低下。原油価格の反発もあり、全体的なリスクオフムードの中でも新興国通貨は広範に買われた。

個別の通貨では、31日にブラジルのルセフ大統領が大規模な歳出削減を4月に発表することを表明。政府が財政健全化に取り組む姿勢を好感しBRLは1%上昇。また、米3月雇用統計の発表を前にしてこれまで積み上げたショートポジションに利益確定売りも入って、週間では4.0%超の上昇となっている。それまで軟調だった産油国通貨のRUB、MXN、MYRも値を伸ばした。原油が1日に大幅反発したことが主因で、その背景には米国原油生産が1月16日週以来で初めて減少したこと、イランの核問題をめぐる同国と欧米など6か国との協議が難航しており、経済制裁が解除されイラン産原油の供給が増加するとの見方が後退したことなどが挙げられる。KRWも同日、3月の貿易黒字額が前月よりも拡大したことを受けて0.7%上昇したが、為替介入への警戒感や追加利下げ観測から上げ幅を縮小。IDRは3月消費者物価指数(CPI)でコアCPIが上昇したことを受けて利下げ観測が後退し買い戻された。

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

エマージングマーケット短期見通し

米国経済に不透明感。来週の新興国通貨は底堅いか

一時的要因の剥落や短期循環により米国指標が早晩上向く可能性

4月1日に発表された米3月ISM製造業景況指数は51.5と市場予想(52.5)を下回り、2013年5月につけた50.1以来の低水準を記録した。指数の悪化自体は、先に発表されていた各地区連銀の製造業指数が軒並み軟調であったことから驚きではないが、昨年終盤以降、製造業を中心に米国経済指標の悪化が続いており、米国経済の失速が懸念される状況にある。景気減速の背景としては、悪天候、港湾ストライキ、ドル高による輸出の減少、短期的な在庫循環等が指摘されている。このうち悪天候やストライキの影響が強いとすれば、これらは一時的な要因であり、今後発表される3月分のデータあたりから結果が上向き始めるはずである。在庫循環にしてもISM製造業調査の受注-在庫バランスの推移からそろそろ底打ちの兆しが見えてもいい頃合いである。

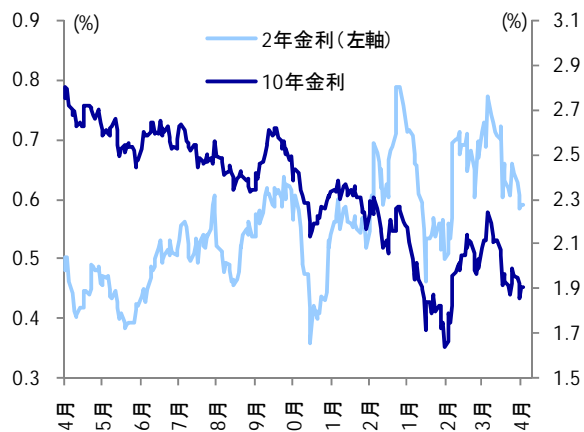
ドル高の影響度合いを見極めたい

一方で気になるのはドル高の影響であろう。実際、上記ISM製造業調査では輸出指数が1月に50を割って以来、3月には2012年11月以来の低水準である47.5まで悪化しており、輸出企業のマインド悪化が足許で加速している可能性を示唆している。仮にこれがドル高を受けた輸出受注の減少によるものだとすれば、製造業の足踏みが長期化するリスクが高まる。この場合、ここまで堅調な労働市場にも悪影響は及ぶはずであり(前月比+18.9万人の増加に留まった3月ADP雇用統計をその前兆と見る向きもある)、FRBの利上げ年内見送りシナリオも現実味を帯びてくる。ドル高の影響を見極めるうえで、今月以降に発表される製造業関連指標に注目したい。

雇用統計は下振れに注意

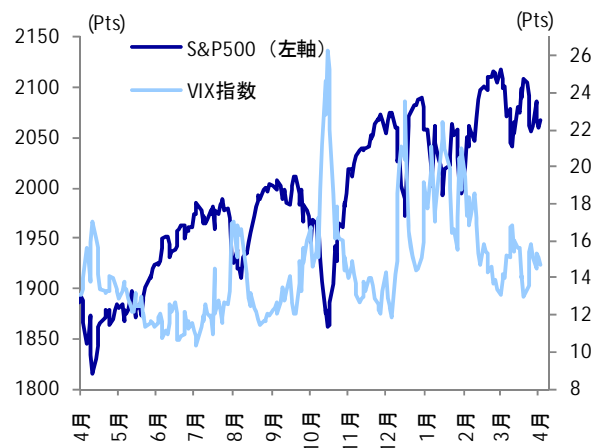
こうした状況下、今晚発表の米3月雇用統計は米経済の地力を測る試金石となる。非農業部門雇用者数変化(NFP)の市場予想は前月比+24.5万人(前

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

回:同+29.5 万人)であるが、直近数回の極めて良好な結果を受けて、市場の目線が切り上がっている上、前述した3月ADP雇用統計の下振れ等も踏まれば、市場予想を大きく上回る結果は期待しづらく、リスクはダウンサイドである。予想を下回れば短期的なドル安要因となろう。

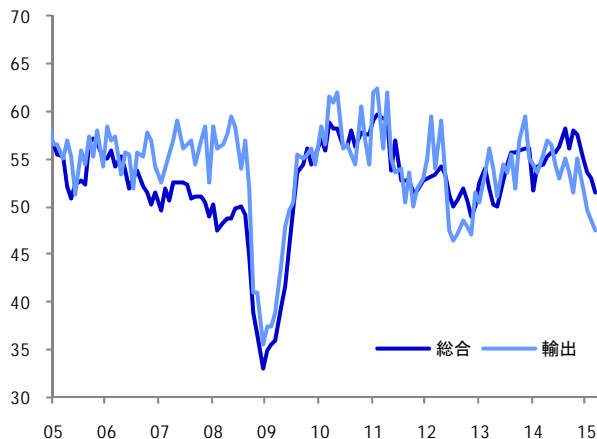
FOMC 議事要旨もタカ派の内容は出にくい

8日(水)には3月17~18日開催分のFOMC議事要旨が公開される。同会合では声明文中の時間軸文言「patient(忍耐強く)」が削除され、今後の利上げに向けて地均しがされたものの、同時に発表された経済見通し(the Summary of Economic Projections)にて政策金利目標が大きく下方修正された。6月利上げ観測が後退するきっかけとなった会合であり、議事要旨でもタカ派サプライズは期待しにくい。外国為替市場との関連ではここでもドル高の影響に関する議論が注目されるが、いずれにせよ新興国通貨にとってはポジティブ材料となりやすい。

来週の新興国通貨は堅調?

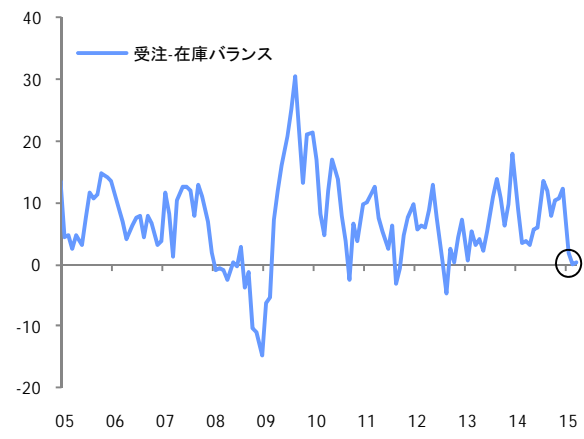
以上のように来週米国発の材料はドル安方向に傾いており、この通りとなれば新興国通貨ももう暫くドル買い圧力緩和の恩恵を受けることができそうである。但し、仮にNFPが予想を下回っても、今後米国経済指標が上向いてくる可能性を考えれば、20万人を大きく割り込むような結果が出ない限り、米国経済の減速を過度に織り込むべきではない。また先週の本欄でも指摘した通り、各新興国の国内要因も通貨安方向に傾いている。新興国通貨の堅調はあくまで一過性の動きとしてとらえておきたい。

図表 3: 米国 ISM 製造業 総合指数と輸出指数



(資料)全米供給管理協会、みずほ銀行

図表 4: 米国 ISM 製造業 受注-在庫バランス



(資料)全米供給管理協会、みずほ銀行

エマージングマーケット:国別の注目材料

韓国:3月経済データは低調なスタート。BOKは現状維持を予想

3月は輸出入ともに減速

1日に発表された韓国3月貿易統計は輸出が前年比▲4.2%(市場予想:同▲1.9%)、輸入が同▲15.3%(市場予想:同▲12.1%)と輸出入ともに予想を下回った。この結果、3月貿易収支は+83.9億ドルと過去最大を記録。外需の低迷と実効為替レートの上昇で輸出の伸びは既に2013年2月以来の低水準にまで鈍化しているが、貿易黒字の拡大はKRW高圧力を高め輸出の更なる下押し要因となりかねない。同日に発表された3月HSBC製造業PMIも49.2と3か月ぶりに50を下回っており、同国製造業を取り巻く環境は厳しさを増しているように思える。

BOKは当面様子見へ

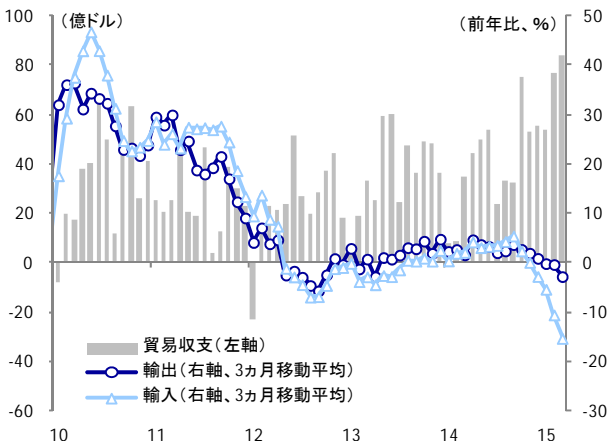
こうした中、9日(木)に韓国中銀(BOK)の金融通貨委員会が開催されるが、今回は政策据え置きが濃厚だろう。国内景気に回復の兆しが見えない中、1日に発表された消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と1999年7月以来の低水準に低下。市場ではBOKによる追加利下げ期待が高まっている。筆者もBOKが追加利下げに動く可能性は高いとみているが、実施は早くとも夏場以降だろう。4月は韓国政府による新たな民間投資刺激策が発表となる予定だが、こうした財政政策の同国や過去の利下げの効果を見極めるためにもBOKは今後数か月間、様子見をする可能性が高いだろう。

トルコのGDP上振れは
在庫要因が大きい

トルコ:10~12月期GDPは予想を上回るも

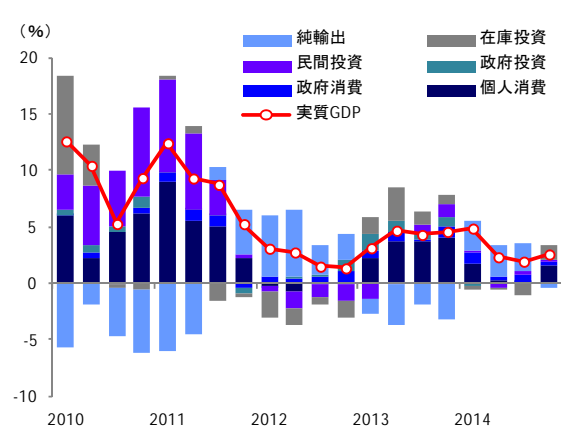
3月31日に発表されたトルコ10~12月期GDPは前年比+2.6%と市場予想の同+2.1%を大きく上回った。但し、需要項目別寄与度でみると在庫投資が▲1.1ptから+1.4ptに大きく拡大したことが予想比上振れの主因とみられ、成長の持続性には疑問が残る。このほか個人消費は過去2四半期の低迷(前年比+0.4%、同+0.1%)のあと同+2.4%と加速したが、政府消費や設備投資

図表5:韓国 貿易収支



(資料)韓国関税庁、CEIC、みずほ銀行

図表6:トルコ 実質GDP成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

は前期から伸びを縮めるなど低迷が続いている。一方で外需は輸入の大幅増加によって▲0.4ptのマイナス寄与となった。この結果、2014年通年のGDPは前年の+4.2%から+2.9%に減速し、政府目標の3.3%を下回った。

景気の持ち直しは早くとも
年後半か

なお足許までに発表されている1～3月期の経済指標は同国景気の更なる鈍化を示唆している。ゼイベクチ財務相はトルコ経済が4～6月期には持ち直すとしているが、6月7日の総選挙を前に民間消費や投資が活発化するとは考えにくく、景気の底打ちは早くとも年後半であろう。総選挙を前に景気低迷が続けば政府から中銀への利下げ圧力が再び高まると予想され、TRY相場の下押し要因となるだろう。

ブラジル:10～12月期はマイナス成長を回避

個人消費が低調な設備投資
を補完

27日に発表されたブラジル10～12月期GDPは季節調整済み前期比+0.3%と市場予想の同▲0.1%を大きく上回り、7～9月期の同+0.2%から加速した。大統領選が10月に終了したため政府消費が7～9月期の前期比+0.9%から同▲0.6%に減少したが、個人消費が同+1.1%と6四半期ぶりの高い伸びとなりこれを補った。設備投資は同▲0.4%で6四半期連続の前期比減少となった。対外部門は輸出が同▲12.3%、輸入が同▲5.5%で、純輸出はマイナス寄与が拡大した。なお前年比では▲0.2%と3四半期連続のマイナス成長ではあるものの、4～6月期の同▲1.2%、7～9月期の同▲0.6%からは徐々にマイナス幅を縮小している。

ブラジル経済は再び
マイナス成長へ

以上のように10～12月期の成長は小幅に予想を上回ったものの、同国景気が底を打ったと考えるのは尚早である。昨年終盤以降、レアル安に対応するためブラジル中銀は利上げサイクルを再開しているほか、政府は今年初めに増税を含む財政緊縮策を実施。後述するように政府は今後更なる増税・歳出削減を実施するとみられており、国内需要の一段の落ち込みは避けられない。加えて、汚職問題や議会の対立といった政治問題、金融市場の混乱もマインドの低下要因となろう。これらを踏まえて、我々は同国GDP成長率が2014年の+0.1%から2015年は▲1.0%まで鈍化するとみている。

政府のプライマリーバランス
目標達成は困難

31日に公表された2月財政収支では中央政府財政収支が74億ドルの赤字と2014年9月以来の赤字幅を記録。政府は今年に入り財政緊縮を強化しており、公共投資や一部の裁量の支出項目にてその効果がみられたが、人件費や社会保障費の増加がこれを上回った。一方で公的部門のプライマリーバランスは23億ドルの赤字。過去12か月の累積では▲358億ドル(GDP比0.7%)の赤字と1月の▲314億ドル(同0.6%)から赤字幅が拡大した。先述の

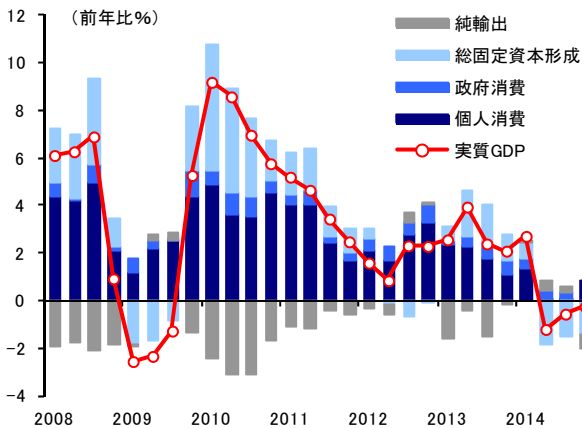
財政緊縮策は未だ発効していないものが多く、今後は赤字幅も徐々に縮小していく可能性が高いが、それでも 2015 年の政府目標である GDP 比 1.2% のプライマリーバランス黒字達成は困難とみられる。指標発表の同日、ルセフ大統領、レヴィ財務相が増税を含む追加の財政緊縮策を導入する方針であることを表明すると市場はこれを好感し、レアルは大きく上昇したが、国内景気の更なる鈍化に繋がる上、ルセフ大統領の支持率が急落する中、議会がこれを承認するかどうかは不透明である。レアル相場はボラティリティの高い展開が続くだろう。

インド:7日(火)RBI 金融政策決定会合は現状維持が濃厚

7日(火)に開催される定例の金融政策決定会合にてインド中銀(RBI)は政策金利であるレポ金利を現行の 7.50% で据え置くと予想する。RBI は 3月4日に臨時の金融政策決定会合を招集し、市場予想に反して 25bp の利下げを決定した。その後発表された同国経済指標は 2月 CPI が 1月の前年比+5.1% から同+5.4% に加速。1月鉱工業生産、3月製造業 PMI がいずれも前月から改善しており、同国経済が 2015 年に入って勢いを増し、物価減速も落ち着きつつあることを示唆している。RBI が 3月のサプライズ利下げについて、「信頼に足るデータが正当化する限り、政策変更は予防的に実施されるべき」と説明していることを考えると、前回から 1か月足らずで追加利下げを実施する必要性は小さいように思われる。なお、我々は 2016 年 3月までに更に 50~75bp の追加利下げを見込んでいるが、同国経済の回復ペースが速まるようなら、政策金利の低下余地は狭まってくるだろう。

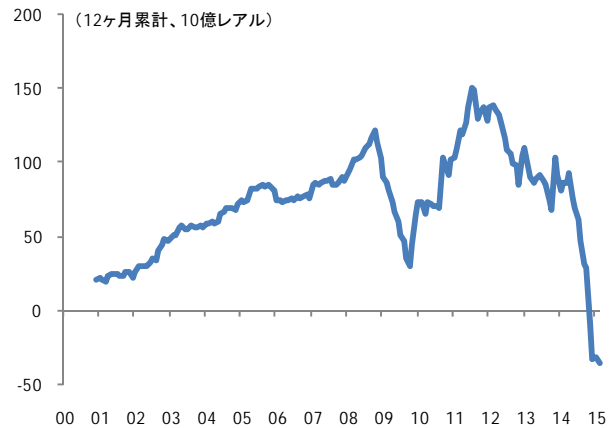
経済指標は順調な景気回復示唆。RBI は政策据え置きへ

図表 7: ブラジル 実質 GDP 成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 8: ブラジル 財政収支



(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31日(火)	韓国	2月	鉱工業生産(前年比)	-2.50%	-4.70%	1.80%	1.70%
31日(火)	タイ	2月	国際収支・経常収支	\$3725M	\$3508M	\$2506M	--
4月1日(水)	韓国	3月	消費者物価指数(前年比)	0.40%	0.40%	0.50%	--
1日(水)	韓国	3月	輸出(前年比)	-1.90%	-4.20%	-3.40%	-3.30%
1日(水)	韓国	3月	HSBC韓国製造業PMI	--	49.2	51.1	--
1日(水)	中国	3月	製造業PMI	49.7	50.1	49.9	--
1日(水)	中国	3月	非製造業PMI	--	53.7	53.9	--
1日(水)	中国	3月	HSBC中国製造業PMI	49.3	49.6	49.2	--
1日(水)	インドネシア	3月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	46.4	47.5	--
1日(水)	タイ	3月	消費者物価指数(前年比)	-0.44%	-0.57%	-0.52%	--
1日(水)	インドネシア	3月	消費者物価指数(前年比)	6.39%	6.38%	6.29%	--
2日(木)	韓国	2月	国際収支・経常収支	--	\$6442.2M	\$6938.2M	\$6583.0M
2日(木)	インド	3月	HSBCインド製造業PMI	--	52.1	51.2	--
2日(木)	シンガポール	3月	購買部景気指数	49.6	49.6	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)	-1.40%	--	-0.60%	--
3日(金)	マレーシア	2月	貿易収支MYR	8.50B	--	9.01B	--
7日(火)	フィリピン	3月	消費者物価指数(前年比)	2.60%	--	2.50%	--
7日(火)	インド	4月	RBILレポート	7.50%	--	7.50%	--
8日(水)	フィリピン	2月	輸出(前年比)	--	--	-0.50%	--
8日(水)	台湾	3月	貿易収支	\$4.60B	--	\$4.56B	--
8日(水)	台湾	3月	輸出(前年比)	-1.00%	--	-6.70%	--
9日(木)	韓国	4月	韓国銀行7日間レポート	--	--	1.75%	--
10日(金)	中国	3月	消費者物価指数(前年比)	1.30%	--	1.40%	--
10日(金)	マレーシア	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.00%	--
04/10-14日	シンガポール	1月~3月期	GDP(前年比)	--	--	2.10%	--
04/10-15日	インド	3月	輸出(前年比)	--	--	-15.00%	--
中東欧・アフリカ							
3月31日(火)	トルコ	10~12月期	GDP(前年比)	2.10%	2.60%	1.70%	1.90%
31日(火)	南アフリカ	2月	貿易収支(ラント)	-5.7B	-8.5B	-24.2B	--
4月1日(水)	ロシア	10~12月期	経常収支	--	15389M	10500M	--
1日(水)	ロシア	10~12月期	GDP(前年比)	0.00%	0.40%	0.70%	0.90%
3日(金)	トルコ	3月	消費者物価指数(前年比)	7.20%	--	7.55%	--
04/06-07日	ロシア	3月	消費者物価指数(前年比)	16.70%	--	16.70%	--
8日(水)	トルコ	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.20%	--
9日(木)	南アフリカ	2月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-1.50%	--
04/09-10日	ロシア	1月~3月期	経常収支	25100M	--	15389M	--
10日(金)	トルコ	2月	経常収支	--	--	-2.00B	--
ラテンアメリカ							
3月27日(金)	ブラジル	10~12月期	GDP(前年比)	-0.70%	-0.20%	-0.20%	-0.60%
4月1日(水)	ブラジル	2月	鉱工業生産(前年比)	-10.10%	-9.10%	-5.20%	-5.10%
1日(水)	ブラジル	3月	HSBCブラジル製造業PMI	--	46.2	49.6	--
1日(水)	メキシコ	3月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	53.8	54.4	--
1日(水)	ブラジル	3月	貿易収支(月次)	-\$350M	\$458M	-\$2842M	--
8日(水)	ブラジル	3月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.18%	--	7.70%	--
9日(木)	メキシコ	3月	消費者物価指数(前年比)	3.05%	--	3.00%	--
10日(金)	メキシコ	2月	鉱工業生産(前年比)	1.80%	--	0.30%	--

(注)2015年4月3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 1～3月(実績)	SPOT	6月	9月	12月	2016年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.2779	6.1970	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7744	7.7531	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.623	62.498	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	13016	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ~ 1137.46	1095.25	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.6675	3.75	3.68	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	44.445	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ~ 1.3941	1.3583	1.39	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ~ 32.040	31.060	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.09	32.47	33.5	33.2	32.5	32.0	31.9
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21565	21580	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ~ 71.8030	56.5466	62.00	59.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	11.9487	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.6485	2.5898	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 3.3148	3.1229	3.23	3.27	3.30	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.0198	15.50	15.50	15.00	14.70	14.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ~ 19.533	19.310	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.727	15.434	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.865 ~ 1.946	1.925	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.919	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 10.998	10.926	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	32.628	32.53	33.70	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.757	2.692	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ~ 90.81	88.10	87.77	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.868	3.853	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.686	3.64	3.73	3.85	3.94	3.89
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5712	0.5545	0.56	0.58	0.58	0.58	0.57
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.120	2.121	1.97	2.10	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	10.016	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	45.305 ~ 52.258	46.196	45.19	45.09	45.45	45.00	44.29
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ~ 46.148	38.296	37.77	37.92	37.88	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.730 ~ 8.199	7.967	7.87	8.00	8.33	8.57	8.67

(注)1. 実績の欄は3月31日まで。SPOTは4月3日の10時10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。