

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

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

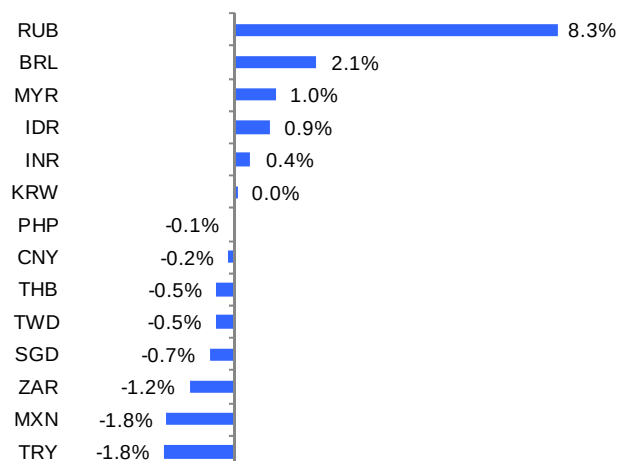
今週のエマージングマーケット

新興国通貨の買い戻しは長続きせず

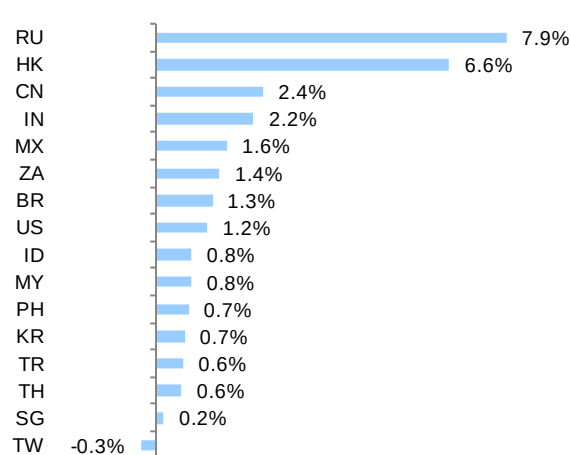
今週の新興国通貨は上に往って来いの展開。先週末は注目の米3月雇用統計が予想を大幅に下回ったことで、FRBによる利上げ時期の予想が後ずれし、ドルが急落。週初6日はこの流れを引き継いで新興国通貨は強い勢いで広範に買い戻された。しかし、新興国通貨の買い戻しは長続きせず、同日に発表された3月ISM非製造業景況指数が底堅い結果となると、米金利とともにドルが反発。その後もドル買い戻しの流れは継続し、FOMC議事要旨(8日)、低調な米30年債入札を受けた米金利の上昇(9日)を経てドルは上げ幅を拡大。新興国通貨は売られ、雇用統計後の上げ幅を相殺することとなった。

個別通貨では、RUBが8%超の大幅上昇。原油価格が週初6日から上昇したことがサポート材料となり、年初来高値 51 台をつけた。また軟調な地合いが続いていたMYRも1.0%の反発。RUB同様、原油価格の上昇で経常・財政収支が改善すると期待が高まった。このほか8日にブラジルのルセフ大統領が議会との関係改善に乗り出すとの報道を受け、財政健全化に向けた取り組みが前進するとの期待が高まったBRLは2.1%の上昇。IDRは3月消費者物価指数が予想を上回ったものの、中銀による緩和の可能性が後退したとの見方から買いが入った。

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

米国経済指標は上振れリスクに注意。新興国通貨は売られやすいか

米雇用統計は失望的な結果

冒頭の通り、3日に発表された注目の米3月雇用統計は非農業部門雇用者数（NFP）が前月比+12.6万人と市場予想の同+24.5万人を大幅に下回り、2013年12月以来となる低調な伸びを記録。過去2か月分も計▲6.9万人下方修正された。失業率は5.5%で前月から横ばいを維持したものの、労働参加率の低下（62.8%→62.7%）が雇用者数の伸びの鈍化を補った格好。総じて失望的な雇用統計であったと言える。

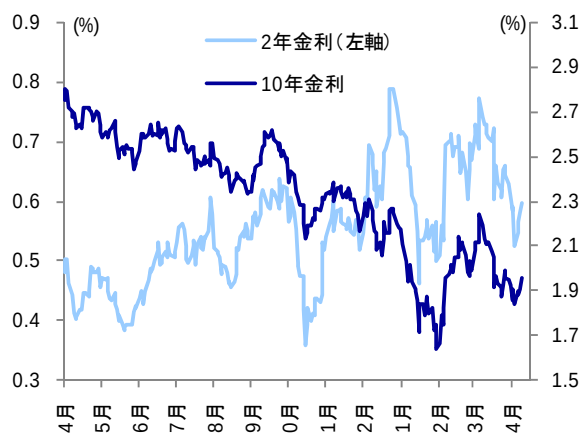
米景気に対する悲観論は
さほど盛り上がらず

先週の本欄にてNFPが20万人を上回っていれば米国経済の減速を過度に懸念すべきではないと指摘したが、実際に10万人台前半の数字が出てきたことにより、同国経済の足踏みが長期化しFRBによる利上げが年末以降に後ろ倒しされるシナリオも意識すべき状況になったといえよう。とはいえ一時的な下振れ要因の影響も指摘されている3月雇用統計のみをもってこうしたシナリオを本格的に織り込むのは些か拙速である。実際、6日に発表されたISM非製造業景況指数が比較的高水準を維持（56.9→56.6）したことで米景気に対する過度の景気悲観論は後退。FRB高官による年内利上げを支持する発言等もあってドルインデックスは反発し、既に雇用統計前の水準を超えて上昇に転じている。

米利上げ期待が劇的に後退
しない限り、新興国通貨の
上昇は見込みにくい

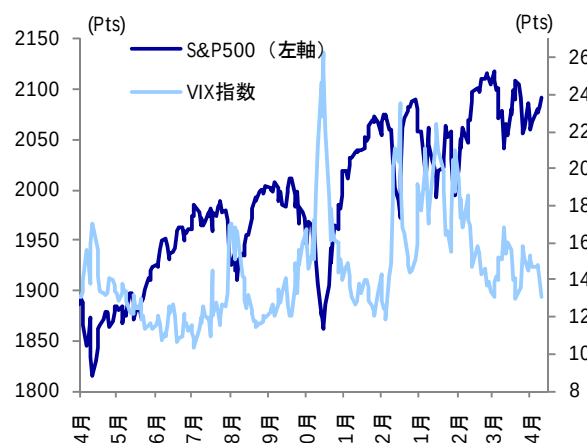
片や新興国通貨は、雇用統計前の水準と比べてプラス圏を維持しているが、原油価格の上昇や国内要因で買われたRUB、BRL、MYR等を除けば、殆どの通貨で反発は一日限りとなり、その後はじりじりと売り戻される展開。やはりFRBの金融政策に対する市場の見方が大きく変わらない限り、新興国通貨の持続的な反発を望むのは難しいだろう。

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

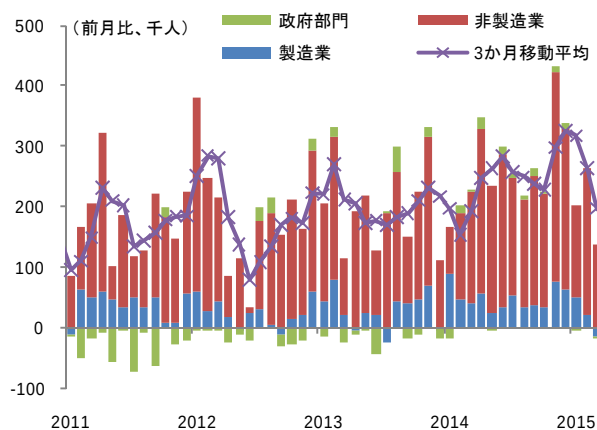
FOMC 議事要旨は新味なし

なお、8日に発表された FOMC 議事要旨（3月17～18日開催分）は複数の参加者（**Several Participants**）が6月の利上げを主張していたことが判明しタカ派の内容と解された。しかし、こうした初回利上げ時期に関する FOMC 内の意見相違は、3月18日に公表されたドットチャートの分布にて既に想定されていたことであり、新たな情報ではない。同 FOMC が3月雇用統計よりも前に開催されたものであることも考えれば、今回の議事要旨から得られるインプリケーションは限定的である。

期待値が下がっている分、
米指標は上振れリスクに注意

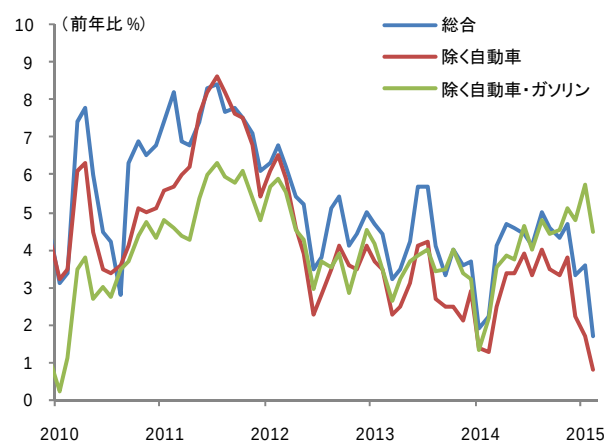
来週の米国では3月分のハードデータ、4月分のマインドデータが多数発表される。中でも重要と考えられるのは14日（火）の3月小売売上高である。過去2か月分はガソリン価格の低下に加えて、悪天候の影響もあり市場予想を大幅に下回る低調な結果となった。3月は天候要因が剥落することにより小売売上高も反発が見込まれているが、消費者マインドの底堅さや所得の伸びを考えるとやや強めの結果が期待される。仮にこの通りとなれば、米国経済の減速は一時的との見方が勢いを増し、ドルのサポート材料となろう。このほか、NY連銀（15日）、フィラデルフィア連銀（16日）の4月製造業景況指数も、天候や港湾ストライキといった一時的要因が剥落する中で製造業の実力を測る試金石として注目したい。FRBの初回利上げ時期を巡って米国経済の動向に対する注目度は増しており、いずれの指標に関しても結果の上下に市場は相応の反応を見せると思われる。ただ、3月雇用統計を経て既に市場の期待値が下がっている分リスクはややアップサイド。市場予想を上回る結果が続けば、新興国通貨は今週の流れを引き継ぎ、下げ幅を拡大する展開となるだろう。

図表 3: 米国 雇用統計 非農業部門雇用者数



（資料）米国労働統計局、みずほ銀行

図表 4: 米国 小売売上高



（資料）米国商務省、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

1名の委員が利下げを主張

韓国中央銀行（BOK）は9日、定例の金融通貨委員会を開催し、政策金利を現行の1.75%に据え置くことを決定。同時に発表された四半期経済見通しでは2015、2016年度のGDP成長率、インフレ率がそれぞれ下方修正された。なお、李柱烈（イ・ジュヨル）BOK総裁によれば、今回の決定は全会一致ではなく1名の委員は利下げを主張したようだ。

現時点でBOKは追加緩和に消極的な様子

政策据え置きが全会一致ではなかったことで、市場では早期の追加利下げの可能性が高まったとの声も聞かれたが、会合後の声明文や総裁記者会見はむしろタカ派寄りの内容だった。声明文では全般的なトーンに大きな変化は見られなかったが、内需に関して「消費及び投資が改善している」と指摘。また記者会見では実質金利の水準に関して前回会合時の「経済成長を阻害しない」から「経済成長を下支えするのに十分に低い」と表現を変更したが、これは現時点で追加的な利下げが必要ないことを強調したものである。同様に「景気回復と潜在成長率の強化に対して政府による財政政策も責任を負うべき」との発言からも追加利下げに対するBOKの消極的な姿勢を汲み取ることができよう。

今会合の議事録が重要

なお、利下げを主張した1名の委員は企画財政相に指名された崔ギョン煥（チェ・ギョンファン）氏であった可能性が高い。2014年に実施された2回の利下げでは、同氏が利下げを主張した次の会合にて実際に利下げが実施されていたが、いずれの会合でも同じタイミングで他2名のハト派委員が利下げの可能性について言及していたことが議事録で判明している。利下げを主張したのが崔ギョン煥氏だったとすれば、政府が追加利下げを催促している証左だと言えるが、追加緩和の可能性が高まったかどうかについては、今会合の議事録を待つ必要がある。

インド:RBIは予想通り現状維持。ムーディーズが格付け見通しを引き上げ

政府の改革遂行が今後の利下げの条件に

7日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レート（現金準備率、リバースレポレートもそれぞれ現行の4.0%、6.5%に据え置かれた）。声明文では物価について8月までに4%前後に低下した後、年末に向けて再び5.8%まで上昇すると見通しが示された。これに対する主要なリスクとして、RBIは天候要因による食品価格の上昇を挙げたが、現時点でこうしたリスクは国際商品市場の低位安定や国内経済のスラックの残存により相殺されていると考えている模様だ。今後の金融政策については、引き続き緩和的なスタンスを継続するとしたものの、①過去に実施した予防的な利下げの波及状況、②部門別の価格動向（特に最近の豪

雨の食品価格への影響)、③供給制約の解消に向けた政府の取り組みの進捗、④米国の金融政策の動向、に左右されるとした。我々は2016年3月までにRBIが更に50bp~75bpの利下げを実施するとみているが、最近の国内経済指標は製造業関連を中心に予想を上回るものが多くなっており、こうしたトレンドが続けば、我々の想定よりも利下げ幅が小さくなる可能性がある。

格付見通し引き上げで資金
流入加速が予想されるが

他方、9日には米大手格付け会社ムーディーズがインド国債の長期格付け見通しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。モディ政権の経済政策が奏功し、今後も高い経済成長が見込めることが背景にあり、投資プロジェクトの進捗等によっては12~18か月以内に格上げの可能性もあるとした。一般にソブリン格付けの改善は同国への資金流入を加速させ、通貨ルピーの上昇圧力を高める方向に作用するが、RBIのラジャン総裁は同日、「ルピーの過大評価を注視する」とルピー相場けん制発言をしており、相場の急激な上昇に対しては介入等により対処するとみられる。短期的にルピーの水準が切り上がることはないだろう。

インドネシア:14日(火)金融政策決定会合プレビュー

BIは暫く現状維持か

14日に開催されるインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回3月17日の会合は政策金利の据え置きとともに、声明文にて物価安定やIDR相場への警戒を強めるなどタカ派寄りの内容となった。これは2月に同中銀が実施したサプライズ利下げ以降、金融政策のハト派化が嫌気され、IDRがアジア通貨危機以来の最安値を更新するに至ったことへの対応であったと思われる。一方、4月1日に発表された3月CPIは国内燃料価格の底打ちにより前年比+6.38%と前月の同+6.29%から加速しており、物価面で追加緩和の余地は狭まってきている。IDR相場はBIのタカ派化や米早期利上げ期待の後退により落ち着きを取り戻し、足許では12900台を回復しているが、依然ドルの先高観が燦々の中、拙速な利下げはIDRの大幅安に繋がるだろう。以上のように、現時点で利下げの余地は極めて限定的であり、景気の鈍化にも拘わらず、BIは当面(少なくともFRBによる初回利上げまで)タカ派スタンスの維持を余儀なくされそうだ。

マレーシア:2月は貿易黒字が半減

エネルギー輸出の低迷が
重石に

3日に発表されたマレーシアの2月貿易黒字は+45.0億リンギと、1月の90.1億リンギからの大幅減となった。輸出は前年比▲9.7%(1月:同▲0.6%)と2009年9月以来の大幅な落ち込み、輸入は前年比+0.4%(1月:同▲5.2%)だった。輸出の鈍化はパーム油と天然ガス(LNG)輸出の減少が主因であり、特に天然ガスにおいては数量、価格ともに減少し全体を下押した。

輸出の低迷は続きそう

また輸出を国別でみると中国向け輸出の減少(前年比▲21.3%)が目立っており、同国の国内景気減速の影響が出ているものと考えられる。一方で輸入は金属製品のほか電気・電子製品が増加した。財別では特に消費財が前年比+13.2%、前月比同+2.0%と強い上昇をみせており、4月の物品・サービス税(GST)導入を前にした駆け込み需要があったものと考えられる。GST導入後は内需の減速により輸入の伸びは緩やかになると予想されるものの、中国向け輸出やLNG輸出の反発は当面期待しにくく、同国貿易黒字は過去10年の平均88億リングを大きく下回る水準での推移が続くだろう。

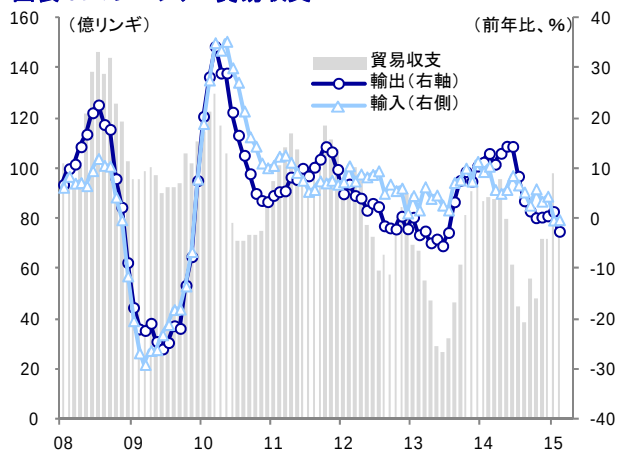
フィリピン:3月コアCPIが上昇。BSPは政策据え置きを予想

コアCPIは底堅さを維持

BSPは様子見へ

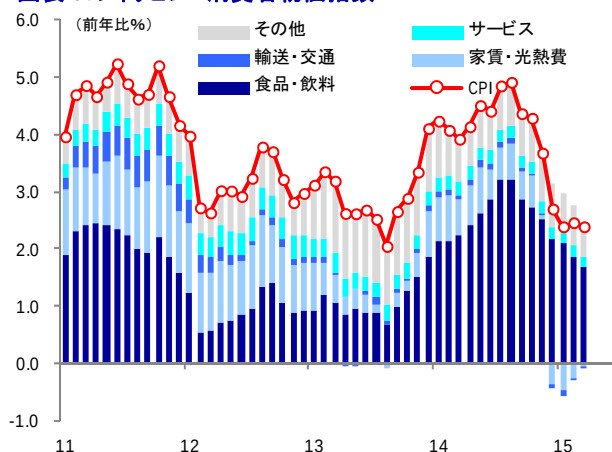
7日に発表されたフィリピン3月消費者物価指数(CPI)は、前年比+2.4%と市場予想(同+2.6%)を下回り、2月の同+2.5%から減速した。ヘッドラインCPIの減速は主に食品価格(特にバスケットに占める割合の大きい米価格)の低下によるもの。一方、生鮮食品とエネルギーを除くコアCPIは前年比+2.7%と2014年10月以来の高い伸びをみせた。コアCPIの上昇は主に家賃・光熱費項目の上昇によるものだが、他の項目も概ね前月から横ばいを保っており、原油価格下落の影響が強く波及している様子は見受けられない。ヘッドライン、コアともにフィリピン中銀(BSP)の目標レンジ(2~4%)下限に接近してはいるものの、国内経済の好調や米国の利上げに伴う資本流出圧力を考慮すれば、BSPは近隣諸国でみられる緩和競争への参入には消極的であろう。我々はBSPが年内政策金利を据え置き、2016年には利上げを再開すると予想している。但し、今後CPIの減速ペースが早まるようなら特別預金口座(SDA)金利を一時的に引き下げる可能性はあろう。こうした観点から、来週14日(火)の金融政策決定会合では景気判断や物価見通しの変化の有無に注目したい。

図表5:マレーシア 貿易収支



(資料)マレーシア統計局、CEIC、みずほ銀行

図表6:フィリピン 消費者物価指数



(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							
4月3日(金)	中国	3月	HSBC中国サービス業PMI	--	52.3	52.0	--
3日(金)	マレーシア	2月	貿易収支(MYR)	8.50B	4.52B	9.01B	8.96B
7日(火)	フィリピン	3月	消費者物価指数(前年比)	2.60%	2.40%	2.50%	--
7日(火)	インド	4月	RBIレート	7.50%	7.50%	7.50%	--
8日(水)	フィリピン	2月	輸出(前年比)	1.00%	-3.10%	-0.50%	--
8日(水)	台湾	3月	貿易収支	\$4.95B	\$4.07B	\$4.56B	--
9日(木)	韓国	4月	韓国銀行7日間レート	1.75%	1.75%	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)	5.10%	--	7.00%	--
04/10-04/15	インド	3月	輸出(前年比)	--	--	-15.00%	--
13日(月)	インド	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.60%	--
13日(月)	インド	3月	消費者物価指数(前年比)	5.47%	--	5.37%	--
13日(月)	中国	3月	貿易収支	\$40.55B	--	\$60.62B	--
14日(火)	シンガポール	1月~3月期	GDP(前年比)速報	1.70%	--	2.10%	--
14日(火)	インドネシア	4月	インドネシア銀行レオレンスレート	7.50%	--	7.50%	--
04/14-04/18	中国	3月	海外直接投資(前年比、中国元)	1.50%	--	--	--
15日(水)	韓国	3月	失業率(季調済)	3.70%	--	3.90%	--
15日(水)	中国	3月	小売売上高(前年比)	10.90%	--	--	--
15日(水)	中国	3月	鉱工業生産(前年比)	7.00%	--	--	--
15日(水)	中国	3月	固定資産投資(除農村/前年比)	13.90%	--	13.90%	--
15日(水)	中国	1月~3月期	GDP(前年比)	7.00%	--	7.30%	--
15日(水)	インドネシア	3月	輸出(前年比)	--	--	-16.02%	--
15日(水)	インドネシア	3月	貿易収支	--	--	\$738M	--
15日(水)	シンガポール	2月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-8.70%	--
15日(水)	インド	3月	卸売物価(前年比)	--	--	-2.06%	--
15日(水)	フィリピン	2月	海外送金(前年比)	--	--	0.50%	0.50%
17日(金)	シンガポール	3月	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-9.70%	--
中東欧・アフリカ							
4月3日(金)	トルコ	3月	消費者物価指数(前年比)	7.20%	7.61%	7.55%	--
6日(月)	ロシア	3月	消費者物価指数(前年比)	16.80%	16.90%	16.70%	--
8日(水)	トルコ	2月	鉱工業生産(前年比)	-1.40%	1.00%	-2.20%	-2.10%
9日(木)	南アフリカ	2月	製造業生産(季調済/前月比)	0.40%	0.70%	-1.50%	--
04/09-04/10	ロシア	1月~3月期	経常収支	25400M	--	15389M	--
10日(金)	トルコ	2月	経常収支	-2.80B	--	-2.00B	--
15日(水)	南アフリカ	2月	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	1.70%	--
04/15-04/16	ロシア	3月	鉱工業生産(前年比)	-1.50%	--	-1.60%	--
17日(金)	ロシア	3月	実質小売売上高(前年比)	-9.00%	--	-7.70%	--
ラテンアメリカ							
4月8日(水)	ブラジル	3月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.20%	8.13%	7.70%	--
9日(木)	ブラジル	2月	全国失業率	--	7.40%	6.80%	--
9日(木)	メキシコ	3月	消費者物価指数(前年比)	3.05%	3.14%	3.00%	--
10日(金)	メキシコ	2月	鉱工業生産(前年比)	1.60%	--	0.30%	--
14日(火)	ブラジル	2月	小売売上高(前年比)	-2.10%	--	0.60%	--
15日(水)	ブラジル	2月	経済活動(前年比)	-4.10%	--	-1.75%	--
17日(金)	ブラジル	4月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	7.90%	--

(注)2015年4月10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	6.2059	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7744	7.7501	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.623	62.246	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	12905	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1137.46	1092.60	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6318	3.75	3.68	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.470	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3941	1.3596	1.39	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.128	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.56	33.5	33.2	32.5	32.0	31.9
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21565	21605	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ～ 71.8030	51.9288	62.00	59.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	11.9425	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.6485	2.6183	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	3.0577	3.23	3.27	3.30	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.0844	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	19.429	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.727	15.558	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.946	1.936	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.934	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	11.001	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	33.102	32.53	33.70	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.757	2.703	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	88.68	87.77	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.868	3.873	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.702	3.64	3.73	3.85	3.94	3.89
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5712	0.5599	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	2.325	1.97	2.10	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	10.097	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	45.305 ～ 52.258	46.054	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	39.413	37.77	37.92	37.88	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.730 ～ 8.199	7.995	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10日の7時20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。