

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

斎藤 周

03-3242-7065

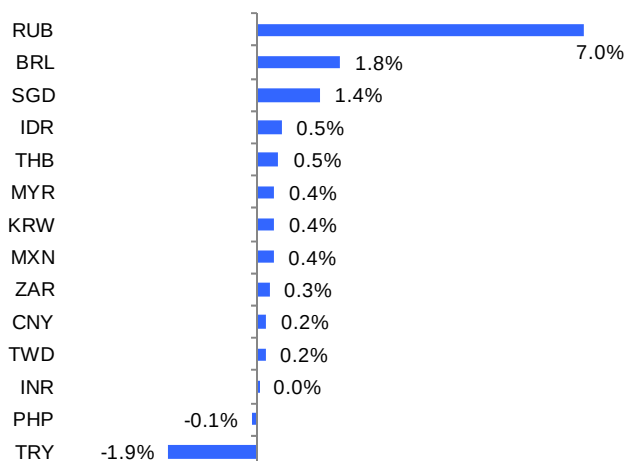
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

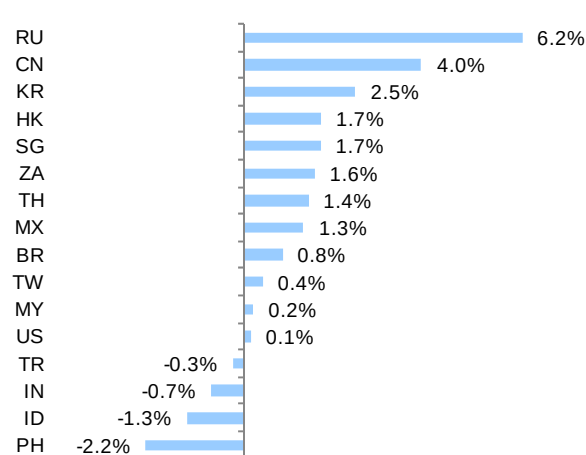
米指標の下振れで新興国通貨が反発。RUB、BRL が高い

今週の新興国通貨は小幅上昇。週初 13 日は米 3 月小売上高の発表を翌日に控えてドルが堅調となり、新興国通貨は全般的に下落した。しかし 14 日に発表された小売上高が予想を下回ると流れは反転し、ドルは米金利とともに急落。新興国通貨はそれまでの下げ幅を相殺した。その後も 15 日の 4 月 NY 連銀製造業景況感指数、米 3 月鉱工業生産がいずれも失望的な結果に終わったことでドルは下落、新興国通貨は水準を一段切り上げた。個別通貨では、RUB が先週に引き続き 7.0% の大幅上昇。原油価格の持ち直しやウクライナ情勢の緊張緩和がサポートとなり、昨年 11 月以来の 40 台をつけた。ロシア中銀は 15 日に最近の RUB 高について、為替介入で抑え込む必要はない考えを明らかにした。RUB に次いで BRL も 1.8% の上昇。週初は最大の輸出相手国である中国の貿易統計が市場予想を大幅に下回る結果となり売り圧力に押されたが、ドルの下落やブラジル 2 月経済活動指数の良好な結果を受けて反発した。このほか、シンガポール金融管理局（MAS）が予想外の政策据え置きを発表した SGD も 1.4% 上昇した。一方、TRY は過去最安値を更新し一時 2.73 台まで下落。6 月 7 日に総選挙を控え、政治情勢や経済動向に対する不透明感が高まった。

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

来週は材料難で方向感が出にくい

新興国通貨の反発は小幅に留まる

今週発表された米国経済指標は多くが予想を下回り、市場はドル売りで反応した。先週の本欄では市場の目線が下がっている分ポジティブサプライズに注意したいと指摘したが、特殊要因の剥落による米3月データ改善への期待は高く、総じて筆者の思惑とは逆の展開となった。とはいえ、対新興国通貨でみると、ドル売り一辺倒の動きにはなっておらず、新興国通貨の反発も個別材料の出た通貨を除いて小幅に留まっている。結局、米国の利上げに対する見通しが大きく変化しない限り、金融政策の方向性の違いからドルが選好されやすい状況は続き、一方向のドル売りにはなりにくいということなのだろう。また新興国通貨側に買い材料がないことも反発が長続きしない背景である。足許では米国経済指標も特殊要因によって決定的なドライバーにはなりにくく、市場は明確なカタリストを欠く状況が続いている。こうした方向感のない相場は5月8日発表の米4月雇用統計まで続く公算が大きい。

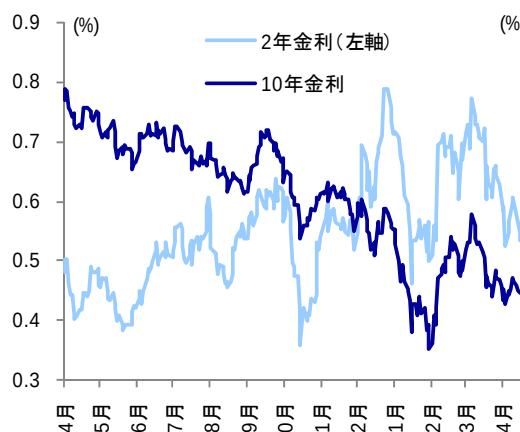
来週は特に動きにくい

来週の新興国通貨は横ばいを予想する。米国経済指標の発表も少なく、方向感のない相場展開が続くだろう。新興国では22日(水)のトルコ中銀金融政策決定会合、23日(木)に韓国1～3月期GDP速報、中国4月HSBC製造業PMI速報等が個別通貨のドライバーとなりそう(詳細は「国別の注目材料」をご参照ください)。

世界経済の見通しは1月から据え置き

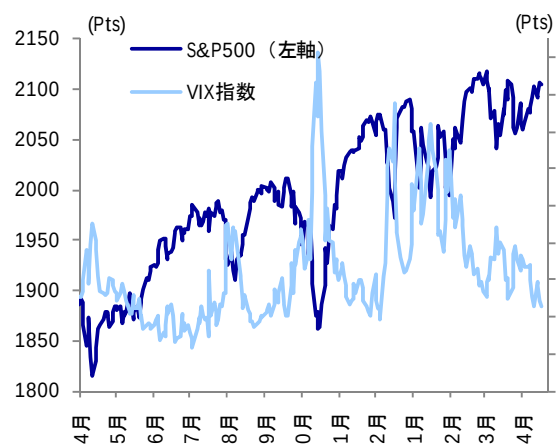
他方、国際通貨基金(IMF)は14日、最新の世界経済見通し(WEO)を公表した。これによると世界経済の成長率は2015年が+3.5%、2016年が+3.8%と前回2015年1月に公表された見通しからほぼ横ばいとなった。新興国全体でも+4.3%、+4.7%とこちらも1月時点の見通しから据え置かれたが、地域によ

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

てその様相はかなり異なるものとなっている。

アジア地域のアウトパフォーマが続く

先行きが明るいのはアジア新興国で、2015 年が+6.6%、2016 年が+6.4%と両年ともに0.2%pt 上方修正された。今回の見通しにて2015、2016 年ともに明確に上方修正が加えられたのは地域別ではアジア新興国のみである。成長加速の要因は原油価格の下落、外需の回復、緩和的な金融環境であり、他の地域を上回る成長が続くとされている。但し、リスクは下方方向に大きく、ドルの上昇により政策担当者は金融市場の安定と輸出競争力のトレードオフを迫られるほか、借入コストの上昇が企業と家計の経済活動を妨げる恐れが指摘された。このドルの上昇についてはアジア地域のみならず新興国全般に共通するリスクである。

ロシア、ブラジル経済は更に減速

一方で大きく下方修正されたのはロシアを中心とした CIS (Commonwealth of Independent States) 諸国であり、2015 年が▲2.6% (1 月見通し対比▲1.2%pt)、2016 年が+0.3% (同▲0.5%pt) となった。下方修正の主因はロシア経済の更なる減速で、原油価格の下落、欧米諸国による経済制裁、自国通貨防衛のための大幅な利上げが同国経済を下押すとしている。このほか南米も+0.9% (同▲0.4%pt)、+2.0% (同▲0.3%pt) と下方修正された。引き続き商品市況の低迷が経済の重石であり、国別ではブラジルやベネズエラの弱さが指摘されている。

為替相場もアジアが優位

こうした経済見通しに照らしても、やはりアジア通貨の相対的優位、BRL、TRY 等の軟調推移は蓋然性の高いシナリオといえるだろう。但し、WEO は多くの新興国について政治リスクを指摘しており、場合によっては好調なアジア通貨の反落もあり得る。2014 年に引き続き、今年も各国の国内政治情勢には細心の注意を払う必要があるようだ。

図表 3: IMF 世界経済見通し 実質 GDP 成長率見通し(%)

	2015年	変化(%pt)	2016年	変化(%pt)
世界経済	3.5	-0.0	3.8	0.1
先進国	2.4	-0.0	2.4	0.0
ユーロ圏	1.5	0.1	1.7	-0.0
主要先進7か国(G7)	2.3	0.0	2.3	0.0
新興国	4.3	-0.0	4.7	0.0
CIS諸国	-2.6	-1.2	0.3	-0.5
アジア新興国	6.6	0.2	6.4	0.2
欧州新興国	2.9	0.0	3.2	0.1
ASEAN-5	5.2	-0.0	5.3	-0.0
南米・カリブ海	0.9	-0.4	2.0	-0.3
中東・北アフリカ・アフガニスタン・パキスタン	2.9	-0.4	3.8	-0.1
サハラ以南のアフリカ	4.5	-0.4	5.1	-0.1

(資料) IMF 世界経済見通し(2015 年 4 月)、みずほ銀行 ※変化は 2015 年 1 月時対比

エマージングマーケット:国別の注目材料

中国:1~3 月期 GDP は前年比+7.0%。その他指標も総じて低調

個別指標は過去最低水準の
伸びに減速

15日に発表された中国1~3月期実質GDPは前年比+7.0%と市場予想と一致。2014年10~12月期の同+7.3%から減速し、6年ぶりの低成長となった。季節調整済み前期比でも+1.3%(市場予想同+1.4%)と前期の同+1.5%を下回った。また同日発表された中国3月小売売上高は前年比+10.2%(市場予想同+10.9%)、3月鉱工業生産は前年比+5.6%(市場予想同+6.9%)、3月固定資産投資は前年比+13.5%(市場予想同+13.8%)といずれも市場予想を下回り、過去最低水準の伸びに鈍化した。

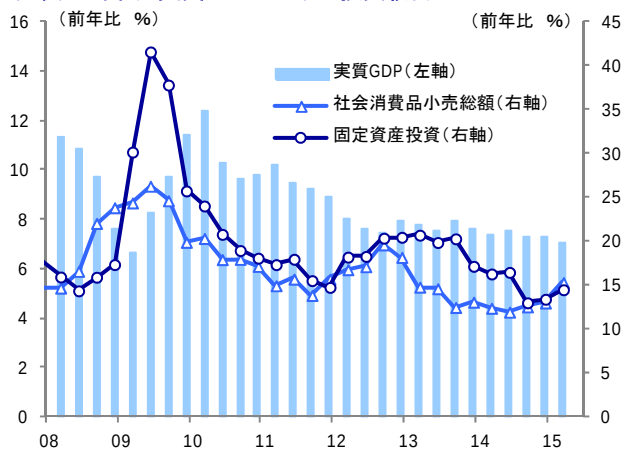
輸出の減少で貿易黒字も
大幅縮小

上記指標の鈍化は同国の内需のトレンドが依然として下向きであることを示唆しているが、一方で外需についても芳しくない状況が続いている。GDPに先立つ13日に発表された中国3月貿易収支は+30.8億ドルの黒字と、黒字幅が市場予想の+45.4億ドルを大幅に下回った。収支の下振れは、輸出が前年同月比▲15%と市場予想の+12%を大きく下回ったことが主因である。例年この時期は春節の影響により数字の振れが大きくなるが、これらを均した四半期ベースでみても1~3月期は前年同期比+4.7%と2014年10~12月期の同+8.6%から減速しており、同国輸出の基調的な弱さを指摘することができよう。

引き続き早期の利下げを
予想

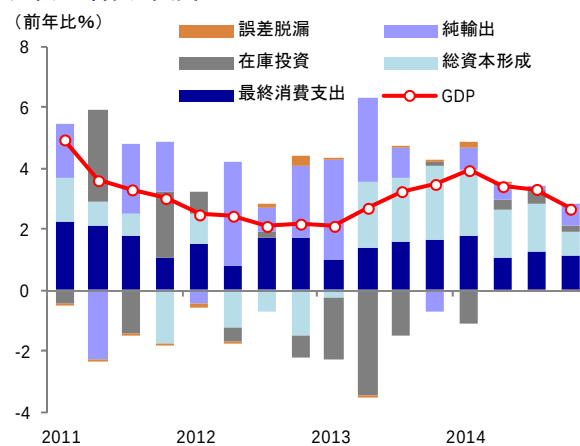
我々は4~6月期に中国人民銀行(PBoC)が景気下支えのための利下げを実施すると予想しているが、今週発表された経済指標はこうした見方をサポートするものである。金融市場でも追加緩和観測が勢いを増しており、景気減速の兆しにもかかわらず上海株は上昇している。また為替市場でもCNYのダウンサイドリスクを指摘する向きが増え始めた。この点、李克強首相をはじめとして政府高官が更なる元安を望まない意向を強調しており、一方向の元安は想定しにくい。とはいえ、実質実効レート(REER)が上昇し輸出も伸び悩む中、

図表 4: 中国 実質GDPと小売・投資統計



(資料) 中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

図表 5: 韓国 実質GDP



(資料) CEIC、みずほ銀行

積極的に CNY 高方向に誘導するインセンティブは少ないだろう。今後もドルの広範な上昇が予想される中、CNY は取引バンドの下半分で弱含みの推移を続けそうである。

韓国:1～3 月期 GDP は小幅改善か

韓国経済の回復は極めて緩やか

韓国 1～3 月期 GDP は季節調整済みで前期比+0.6%と、10～12 月期同+0.3%からの小幅の改善が予測されている。10～12 月期は建設業の大幅な落ち込みを背景に成長率が鈍化した。1～3 月期は建設投資に持ち直しの動きがみられるほか、輸入の減少により貿易黒字も拡大しており、純輸出もプラスに寄与したと思われる。もっとも、消費者マインドは引き続き低迷しており、個人消費の反発は期待できない。鉱工業生産指数も足許で前年比▲4.7%と2013 年 2 月以来の下落幅を記録しており、生産回復ペースも鈍い。前年比では+2.3%と 10～12 月期の同+2.7%から減速する見込みであり、韓国中央銀行(BOK)が試算する同国の潜在成長率 3.5%前後を引き続き下回るだろう。仮に今回の結果が前期比+0.3%程度を下回る伸びとなった場合には、韓国政府による補正予算策定と中央銀行による利下げがセットで行われる可能性が高まる。

インドネシア:BI は予想通り政策を据え置き

BI はタカ派姿勢を維持

14 日にインドネシア中銀(BI)は金融政策決定会合を開催し政策金利を現行の 7.5%に据え置くことを決定した。預金ファシリティー、貸出ファシリティー金利もそれぞれ 5.50%、8.00%に据え置かれた。

声明では 3～5%のインフレターゲット、対 GDP 比で 2.5～3%の経常赤字目標を達成に向けて現行の金融政策を適当として上で、今後も為替市場を含む内外のリスクを注視し、金融政策・マクロブルードレンス政策を調整していく姿勢を示した。インフレ率については原油安とルピア安によるリスクについて警戒していることも示した。国内景気については 2015 年 1～3 月期の成長率についてやや表現を弱めたものの、4～6 月期以降に景気が加速するとの見通しは維持した。

IDR は下げ幅縮小も当面は政策据え置きか

全体として前回 3 月会合にて強化されたタカ派姿勢が維持されており、IDR 相場にとってはポジティブな内容。足許で IDR は 2 月後半以来となる 12800 台まで上昇しているものの、米国の金融政策を巡ってボラティルな相場展開が予想される中、BI は当面タカ派姿勢を維持し、現行の政策を据え置くとみられる。

トルコ:金融政策決定会合(22日)は現状維持へ

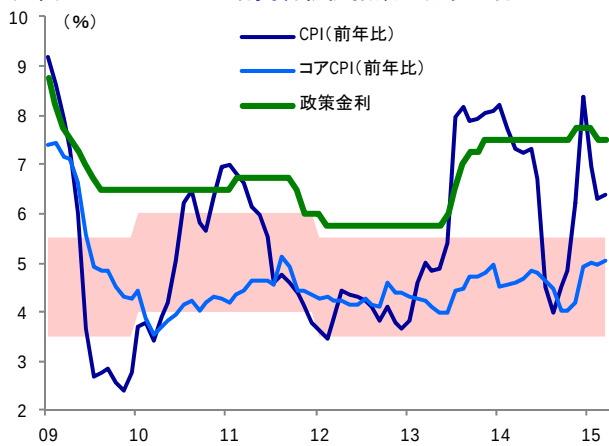
トルコ中銀は現状維持へ

トルコ中銀(CBRT)は22日(水)に開催する金融政策委員会(MPC)にて現行政策を据え置くと予想する(ブルームバーグ調査によると、エコノミスト13人中13人が現状維持を予測している)。前回3月17日(火)の会合では、1週間物(1W)レポレート(7.50%、翌日物(O/N)貸出金利(金利コリドーの上限)を10.75%、O/N 借入金利(金利コリドーの下限)を7.25%にいずれも据え置くことを決定した。CBRTはMPC後に「将来の金融政策決定はインフレ見通しの改善次第」としており、先行きの金融政策決定ではインフレ動向を重視する姿勢を示した。

総選挙を控えて完全なタカ
派転化は難しく、TRYの軟調
は続きそう

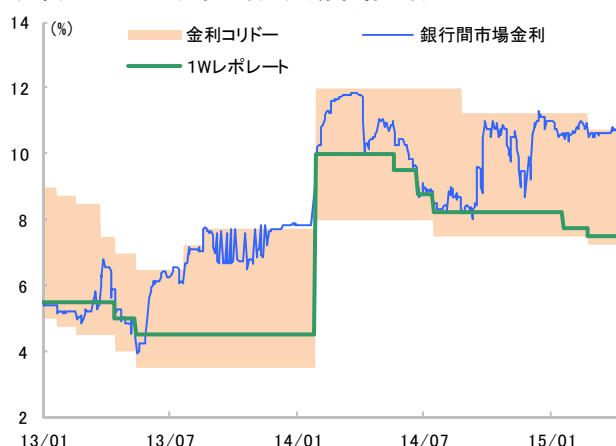
2月の政府主導の利下げとその後のTRY下落を受けて行われたバシチュCBRT総裁とエルドアン大統領、ババジャン副首相との会談以来、政府とCBRTの関係はやや改善している。エルドアン大統領の利下げへのこだわりは強いが、トルコでは3月の消費者物価指数(CPI)が前年比+7.6%と、CBRTの中長期的な物価目標の+5.0%を上回っている。2月の利下げ以降、CBRTの独立性と金融政策の信頼性への懸念が強まっており、TRYは史上最安値の更新が続いている。そのため、今会合で物価目標と整合的でない利下げを行うのは難しく、現状維持が見込まれる。なお、CBRTは14日、会合に先立ちMPCの議題を発表した。これによると、MPCではリラ相場下支えを目的に「外貨預金金利の引き下げ」と「リラ建て準備預金への付利引き上げ」が議論される予定である。MPCの議題を事前に公表するのは異例であり、利下げは議題にも上らないというCBRTの意志表示であるとみられる。しかし、こうした発表にも拘わらずTRY売りの勢いが弱まらないことは、トルコに対する市場参加者の不信感の表れであると言える。TRY相場の安定にはCBRTが断固たるタカ派姿勢を示す必要があると考えられるが、6月に総選挙を控えてこれは望み薄である。TRYの軟調は当面続く可能性が高いだろう。

図表6:インドネシア 消費者物価指数と政策金利



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表7:トルコ 政策金利と短期市場金利



(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							
10日(金)	中国	3月	消費者物価指数(前年比)	1.30%	1.40%	1.40%	--
10日(金)	マレーシア	2月	鉱工業生産(前年比)	5.10%	5.20%	7.00%	--
10日(金)	インド	2月	鉱工業生産(前年比)	3.30%	5.00%	2.60%	2.80%
13日(月)	中国	3月	貿易収支(中国元)	250.00B	18.16B	370.50B	--
13日(月)	インド	3月	消費者物価指数(前年比)	5.41%	5.17%	5.37%	--
14日(火)	シンガポール	1月～3月期	GDP(前年比)	1.70%	2.10%	2.10%	--
14日(火)	中国	3月	マネーサプライM2(前年比)	12.40%	11.60%	12.50%	--
14日(火)	インドネシア	4月	インドネシア銀行レファレンス・レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
15日(水)	中国	3月	小売売上高(前年比)	10.90%	10.20%	--	--
15日(水)	中国	3月	鉱工業生産(前年比)	7.00%	5.60%	--	--
15日(水)	中国	3月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	13.90%	13.50%	13.90%	--
15日(水)	中国	1月～3月期	GDP(前年比)	7.00%	7.00%	7.30%	--
15日(水)	インドネシア	3月	貿易収支	\$589M	\$1132M	\$738M	\$663M
15日(水)	シンガポール	2月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	14.80%	-8.70%	--
15日(水)	インド	3月	卸売物価(前年比)	-2.10%	-2.33%	-2.06%	--
15日(水)	フィリピン	2月	海外送金(前年比)	4.30%	4.20%	0.50%	0.50%
～04/18	中国	3月	海外直接投資(前年比、中国元)	1.30%	--	--	--
17日(金)	シンガポール	3月	非石油地場輸出(前年比)	-1.00%	--	-9.70%	--
～04/20	インド	3月	輸出(前年比)	--	--	-15.00%	--
20日(月)	フィリピン	3月	総合国際収支	--	--	\$985M	--
22日(水)	マレーシア	3月	消費者物価指数(前年比)	0.80%	--	0.10%	--
23日(木)	韓国	1月～3月期	GDP(前年比)	--	--	2.70%	--
23日(木)	中国	4月 P	HSBC中国製造業PMI	--	--	49.6	--
23日(木)	シンガポール	3月	消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.30%	--
24日(金)	シンガポール	3月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.60%	--
中東欧・アフリカ							
10日(金)	ロシア	1月～3月期	経常収支	25400M	23542M	15389M	--
10日(金)	トルコ	2月	経常収支	-2.80B	-3.20B	-2.00B	-2.01B
10日(金)	ロシア	2月	貿易収支	13.2B	13.6B	15.0B	--
15日(水)	南アフリカ	2月	小売売上高(実質値、前年比)	1.90%	4.20%	1.70%	1.90%
15日(水)	ロシア	3月	鉱工業生産(前年比)	-1.90%	-0.60%	-1.60%	--
17日(金)	ロシア	3月	実質小売売上高(前年比)	-8.60%	--	-7.70%	--
22日(水)	南アフリカ	3月	CPI(前年比)	4.20%	--	3.90%	--
22日(水)	トルコ	4月	指標レート	7.50%	--	7.50%	--
ラテンアメリカ							
10日(金)	メキシコ	2月	鉱工業生産(前年比)	1.60%	1.60%	0.30%	0.80%
14日(火)	ブラジル	2月	小売売上高(前年比)	-2.20%	-3.10%	0.60%	0.50%
15日(水)	ブラジル	2月	経済活動(前年比)	-4.00%	-3.16%	-1.75%	--
17日(金)	ブラジル	4月	IBGEインフラ率IPCA-15(前年比)	8.16%	--	7.90%	--
22日(水)	ブラジル	3月	経常収支	--	--	-\$6879M	--
23日(木)	メキシコ	2月	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.04%	2.00%
24日(金)	メキシコ	2月	小売売上高(前年比)	--	--	4.70%	--

(注)2015年4月17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	6.1969	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7744	7.7520	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.623	62.304	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	12859	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1137.46	1088.72	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6537	3.75	3.68	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.433	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3941	1.3503	1.39	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.172	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.39	33.5	33.2	32.5	32.0	31.9
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21565	21604	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ～ 71.8030	49.8386	62.00	59.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	11.9568	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.6485	2.6821	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	3.0205	3.23	3.27	3.30	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.1697	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	19.202	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.727	15.351	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.946	1.909	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.925	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	10.967	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	32.627	32.53	33.70	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.757	2.683	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	88.12	87.77	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.868	3.817	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.673	3.64	3.73	3.85	3.94	3.89
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5712	0.5511	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	2.388	1.97	2.10	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	9.953	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	45.305 ～ 52.258	44.356	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	39.388	37.77	37.92	37.88	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.730 ～ 8.199	7.844	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17日の8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。