

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

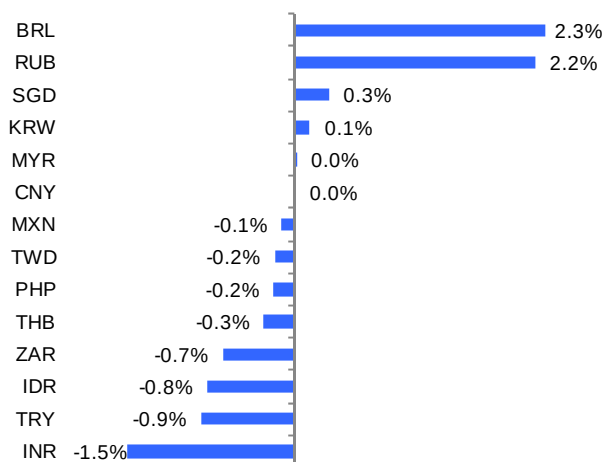
今週のエマージングマーケット

材料難でまちまちの展開。BRL、RUB が上昇する一方 INR は安い

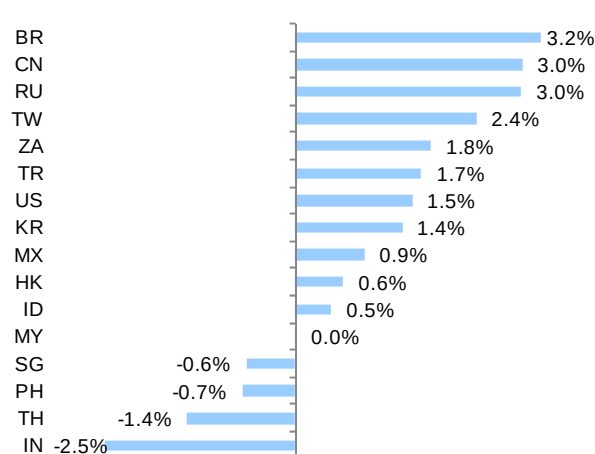
今週の新興国通貨は方向感なくまちまちの展開。週初は中国人民銀行による預金準備率引き下げを好感した世界的な株高や独・英金利の上昇に連れた米金利の上昇が新興国通貨の重石となったが、リスクセンチメントの改善がサポートとなり一方向の動きとはならず。週央の米3月住宅販売統計は中古と新築で強弱区々の結果となり、新興国通貨は上下に振らされた。

個別通貨では、先週に引き続き RUB が上昇。週初 20 日にロシア中銀が急激な通貨高抑制のための外貨レポ金利引き上げを実施したため、一時は▲3.0%弱売られていたが、週央には原油価格の上昇、ウクライナ情勢緊張緩和により上昇に転じた。またブラジル国営石油会社ペトロブラスの汚職スキャンダルに対する不安が後退した BRL も 2.3%の大幅上昇となった。一方、インドでは外国人投資家に対する最低代替税 (MAT) の遡及課税を巡って同国政府の税制運営に懸念が生じ INR が週を通して▲1.5%の下落。低調な国内企業決算やモンスーンの降雨量が例年を下回るとのインド気象局の発表も嫌気された。このほか、TRY は過去最安値近辺まで軟化。22 日のトルコ中銀金融政策決定会合にて発表された TRY 安抑制措置がより積極的な対応を期待していた向きの失望を誘った。

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

FOMC が無風なら引き続き方向感の出にくい

米国側の材料は多いが
決定打にはならないか

来週の新興国通貨は引き続き方向感のない展開が続くと予想するが、リスクはダウンスайдに大きい。来週は米国にて28～29日にFOMCが開催されるほか、29日(水)1～3月期実質GDP1次速報、1日(金)ISM製造業景況指数等、重要な指標の発表が複数予定されており、まずはこうした米国発の材料を受けたドルの動向が新興国通貨の騰落を規定しよう。但し、先週も指摘した通り、5月8日(金)発表の米4月雇用統計までは明確な方向感は見出しにくいというのが基本的な考え方である。

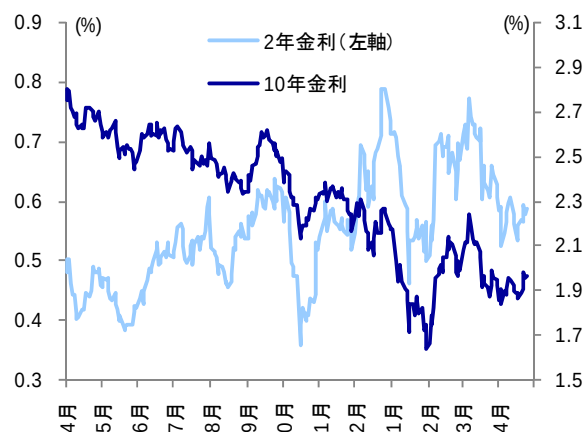
FOMC は久しぶりの無風か
弱めの GDP は織り込み済み

FOMC は政策変更の可能性が低いほか、イエレン FRB 議長による記者会見や経済見通しの発表もないため、声明文の経済判断・見通しがどう変化するかが焦点となる。この点、直近のデータの下振れを反映して、労働市場や消費に関する現状認識が下方修正される公算が大きい、一方で物価に関する表現(declined further)はCPIの下げ止まりを受けて小幅に上方修正されそう。しかし、より重要な労働市場と物価の見通しに関する記述(第2段落)は概ね据え置かれる可能性が高く、仮にこの通りとなれば金融市場へのインパクトは限定的にとどまるだろう。1～3月期GDPは前期比年率+1.0%と2014年10～12月期の同+2.2%から減速が予想されている。但し、減速の大部分は1～2月の悪天候や港湾ストライキの影響によるものとの見方が市場でも広がっており、余程弱い数字が出ない限り反応も限定的となる。

新興国では金融政策決定
会合が相次ぐ

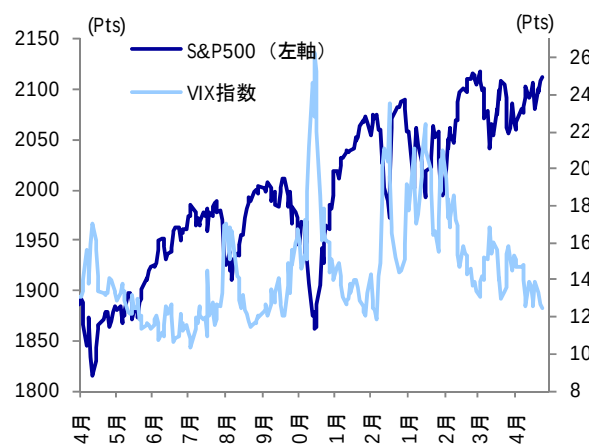
新興国では29日(水)にタイ及びブラジル、30日(木)にロシア及びメキシコにて金融政策決定会合が開催される(詳細は「国別の注目材料」をご参照ください)。経済指標では1日(金)の中国4月製造業/非製造業PMI、韓国4月貿易統計等が重要である。

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

エマージングマーケット: 国別の注目材料

韓国: 1~3 月期 GDP は小幅加速も内容はまちまち

追加緩和観測を払しょくする
には至らず

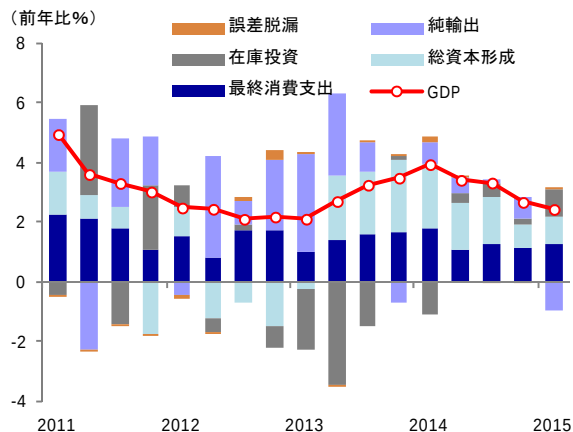
23 日に発表された韓国 1~3 月期 GDP は、前期比+0.8%と 10~12 月期の +0.3%から加速した。需要別では建設投資が同+7.5% (寄与度+1.0%pt) と大きな伸びをみせたが、これは 10~12 月期の大幅な落ち込み (前期比▲7.8%) の反動といった面が強い。非建設設備投資は同±0%だった。一方で 6 四半期ぶりの高い伸びとなった家計消費 (同+0.8%) にけん引され、民間最終消費は同+0.6%と前期の同+0.5%から小幅に加速した。対外部門は輸出が同±0%、輸入がサービス輸入の増加を受けて同+0.5%となり、この結果、純輸出は▲0.2%pt のマイナス寄与となった。他方、1~3 月期の GDP を前年比でみると+2.4%と前期の+2.7%から減速し、2 年ぶりの低成長を記録した。内容も弱く、民間消費と投資が低水準で横ばいとなる中、純輸出の減少を在庫投資の増加が補う格好となっている。以上のように前期比でみた家計消費の加速など一部に明るさはみえるものの、全体として明確な底打ちとは言い難く、同国経済に対する不透明感を払しょくする内容ではない。韓国中銀が今後数か月のうちに追加利下げに動くとの予想を維持したい。

トルコ: 中銀は政策据え置き。TRY 安抑制策導入も市場は失望

会合前の議題公開が裏目に

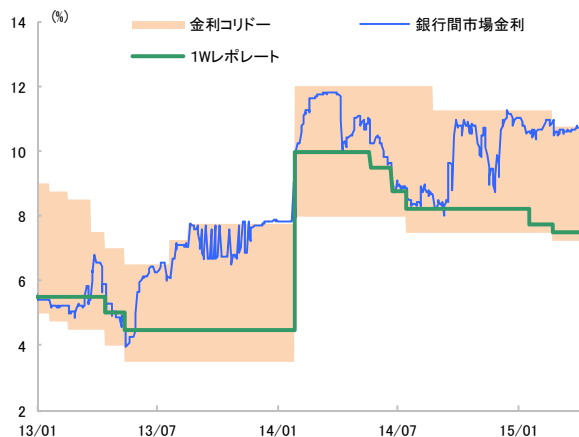
22 日の金融政策決定会合にて、トルコ中銀 (CBRT) は予想通り政策金利を据え置く一方、TRY 安抑制策として、①一週間物の外貨預金金利の引き下げ、②リラ建て預金準備への付利金利引き上げ (50bp) を決めた。しかし、①、②ともに事前に発表されていた内容であり新味は無く、より強い抑制策を期待していた向きの失望から、結果発表後の TRY は大きく値を下げた。中銀の信認回復には利上げ等の積極的な政策運営が必要と考えられるが、6 月 7 日に総選挙を控えて、こうした動きは期待できない。政治不透明感が高まる中、TRY 安圧力は更に高まる可能性が高く、CBRT は難しいかじ取りを迫られそうだ。

図表 4: 韓国 実質GDP



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 5: トルコ 政策金利と銀行間市場金利



(資料) CEIC、みずほ銀行

タイ: BOT は政策据え置きへ。追加緩和の可能性は低い

前回の利下げは僅差の決定

29日のタイ中央銀行(BOT)金融政策決定会合は現状維持を予想する。BOTは前回3月11日の会合において市場予想に反して25bpの利下げを行い、政策金利を1.75%に引き下げた。利下げ決定には、国内景気の低迷や物価減速のほか、近隣諸国における相次ぐ金融緩和も影響した模様だ。

追加利下げの可能性は低い

他方、前回会合以降に発表された経済指標は多くが、タイ経済の回復の鈍さを示す内容となっている。年初来のTHB高や中国経済の減速を背景に輸出(通関ベース)は2月に前年比▲6.1%と市場予想(同▲3.2%)を下回る結果となった。内需は民間投資、消費ともに回復の動きは緩やかなものにとどまっている。また、原油価格の下落で3月CPIは前年比▲0.6%と3か月連続で前年比マイナスを記録。今後も国内景気の減速とTHB高によりCPIはBOTの目標(年率2.5%±1.5%)を下回る公算が大きい。そのため、BOTに対して追加利下げ圧力も加わりやすく、ソムマイ財務相も前回会合直後の3月12日に、「大きな効果をもたらすためには恐らく金利が下落傾向にあることを示す必要がある」と発言している。もともと、製造業の一部にて生産の回復傾向が続いているほか、訪タイ観光客も増加しており今後は観光セクターに業況の改善が見込めるなど景気の先行きを楽観的にみる向きもある。前回の利下げの決定が僅差(7人中3人が反対)であったことや、声明文にも記された家計債務増大に対する危機意識、財政政策のほうが重要との議論を踏まえれば、前回の利下げは単発で、当面は現行の政策金利を据え置く可能性が高いだろう。

ブラジル: COPOM は足許の利上げサイクルを継続

COPOMは50bpの利上げを予想

29日のブラジル中央銀行(BCB)の通貨政策委員会(COPOM)は50bpの利上げを予想する(ブルームバーグの調査では5人中3人が50bp、2人が25bpの利上げを予想している)。3月4日に開催された前回会合にてBCBは、2014年10月に開始した利上げサイクルを継続し、全会一致で50bpの利上げを決定。政策金利であるSelicレートは6年ぶりの高水準である12.75%に引き上げられた。

インフレ期待の高止まりを受けてタカ派姿勢を維持へ

4月中旬時点の拡大消費者物価指数(IPCA)は前年比+8.22%と、3月末時点の同+8.13%から伸び幅が拡大し、2005年以来の高水準に上昇するなど、BCBの目標(4.5%±2.0%)を大幅に上回るインフレが続いている。国内では電気料金や燃料価格等の引き上げが実施されており、BCBによる積極的な金融引き締めや景気減速にも拘わらず、IPCAは当面高止まりが見込まれている。またより重要なのはBCBが重視する2016年の期待インフレ率は+5.6%と依然としてインフレ目標の中心値を上回っていることである(同指数は今年1月の財政緊縮策発表を受けて大きく改善したが、足許では横ばいが続いてい

る)。国内経済の鈍化と BRL の重石となっていた政治混乱の一服を受けて利上げ幅を縮小するとの見方もあるが、拙速なスタンス変更はかえって期待インフレを押し上げてしまう可能性もあり、BCB は現行の利上げペースを維持する公算が大きい。

ロシア: CBR は政策金利の正常化(引き下げ)を進める公算

CBR は 100bp の利下げを
予想

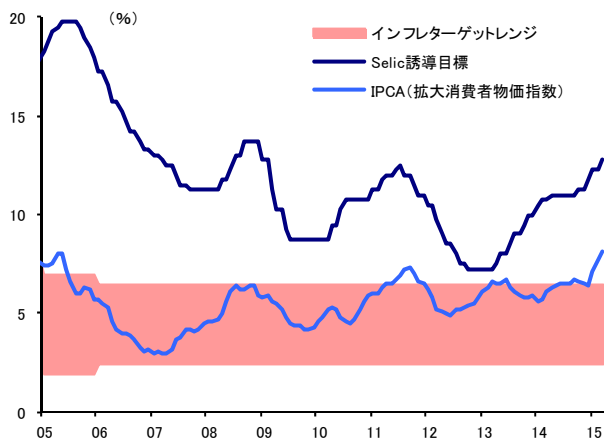
ロシア中央銀行 (CBR) は 30 日に開催する金融政策決定会合にて再び 100bp の利下げを実施すると予想する。CBR は昨年 12 月、RUB 防衛策として 650bp の利上げを実施したが、2015 年 1 月の会合では RUB 相場の反発や、物価見通しに一定の目途が立ったことを理由に市場予想に反して 200bp の利下げを実施、続く 3 月会合でも 100bp の利下げに踏み切った。引き続き CBR は「インフレリスクが低下すれば、一段の利下げを実施する用意がある」としているが、その後発表された 3 月 CPI は前年比では+16.9%と 2 月の同 +16.7%から加速したものの、前月比では+1.2%(2 月:同+2.2%)と 5 か月ぶりの低水準に鈍化しており、インフレ圧力はピークを越えた可能性が高い。片や RUB は原油価格の下げ止まりやウクライナ情勢の安定を背景に前回会合以降に 20%超上昇し、既に 12 月の緊急利上げ前の水準を回復している。以上を踏まえると CBR は粛々と政策金利の正常化を続ける可能性が高いだろう。

メキシコ: メキシコ中銀は現状維持か。利上げ時期が焦点

メキシコ中銀の利上げは米国
の先か、後か

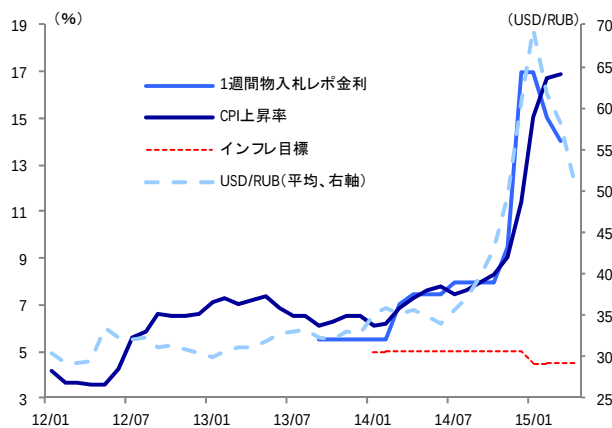
30 日のメキシコ中銀金融政策決定会合は政策金利の据え置きを見込む。メキシコ中銀は前回 3 月 26 日の会合にて全会一致で政策金利を過去最低水準の 3.00%に据え置くことを決定した。同中銀は米国の利上げに伴う資金流出を防ぐため、米国の動きに合わせて利上げを実施する方針を示しており、市場ではその時期が注目となっている。この点、前回会合の議事要旨によると、ほとんどの政策委員が MXN 大幅下落への懸念を示しているものの、利上

図表 6: ブラジル 消費者物価指数と政策金利



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 7: ロシア 政策金利と消費者物価指数、RUB 相場



(資料) CEIC、みずほ銀行

げ時期については議論がまとまらなかったようだ(但し、FRB 利上げ後を主張する委員が多数派となっている模様)。

米 3 月雇用統計の下振れで
メキシコ中銀にも時間的余裕

カルstens総裁は今後の利上げを検討するなかで MXN 相場と景気動向を注視していることを明らかにしている。これまで、FRB による利上げが MXN 下落と輸入物価上昇につながることを避けるため、同中銀が FRB に先行して利上げを行う可能性を市場は指摘していた。しかし、足許 3 月 CPI は前年比 +3.1%とインフレ目標(3%±1%)の範囲に収まっており、目標に基づいて利上げする必要性は極めて低い。加えて、3 月の会合後に発表された米 3 月雇用統計の結果が市場予測を大幅に下回ったことで、FRB の利上げ時期予測も後ずれしており、メキシコ中銀の時間的余裕も増したと考えられる。そのため、メキシコ中銀が 4 月会合で利上げに踏み切る可能性は低いだろう。なお、24 日、カルstens総裁は議会にて物価見通し次第では早期に利上げを実施する可能性を示唆しており、同中銀が FRB に先んじて利上げに動く可能性は残るものの、その場合でも利上げ幅は従前考えられていたよりも小幅になりそうである。

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17日(金)	シンガポール	3月	非石油地場輸出(前年比)	-1.10%	18.50%	-9.70%	--
17日(金)	インド	3月	輸出(前年比)	--	-21.10%	-15.00%	--
20日(月)	フィリピン	3月	総合国際収支	--	-\$244M	\$985M	--
22日(水)	マレーシア	3月	消費者物価指数(前年比)	0.90%	0.90%	0.10%	--
23日(木)	韓国	1月~3月期	GDP(前年比)	2.30%	2.40%	2.70%	--
23日(木)	中国	4月	HSBC中国製造業PMI	49.6	49.2	49.6	--
23日(木)	シンガポール	3月	消費者物価指数(前年比)	-0.50%	-0.30%	-0.30%	--
24日(金)	韓国	4月	消費者信頼感	--	104.0	101.0	--
24日(金)	シンガポール	3月	鉱工業生産(前年比)	-5.90%	--	-3.60%	--
28日(火)	フィリピン	2月	貿易収支	--	--	-\$752M	--
28日(火)	タイ	3月	輸出(通関課・ス/前年比)	-5.10%	--	-6.14%	--
29日(水)	タイ	4月	タイ中央銀行指標金利	1.75%	--	1.75%	--
30日(木)	韓国	3月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.70%	--
30日(木)	タイ	3月	国際収支:経常収支	--	--	\$3508M	--
5月1日(金)	韓国	4月	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.40%	--
1日(金)	韓国	4月	輸出(前年比)	--	--	-4.20%	-4.30%
1日(金)	中国	4月	製造業PMI	--	--	50.1	--
1日(金)	中国	4月	非製造業PMI	--	--	53.7	--
1日(金)	タイ	4月	消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.57%	--
中東欧・アフリカ							
4月17日(金)	ロシア	3月	実質小売売上高(前年比)	-8.60%	-8.70%	-7.70%	-7.20%
17日(金)	ロシア	3月	失業率	5.90%	5.90%	5.80%	--
22日(水)	トルコ	4月	消費者信頼感指数	66.0	65.4	64.4	--
22日(水)	南アフリカ	3月	CPI(前年比)	4.10%	4.00%	3.90%	--
22日(水)	トルコ	4月	指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
22日(水)	トルコ	4月	翌日物貸出金利	10.75%	10.75%	10.75%	--
22日(水)	トルコ	4月	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
30日(木)	南アフリカ	3月	マネーサプライM3(前年比)	--	--	8.11%	--
30日(木)	ロシア	4月	主要金利	13.00%	--	14.00%	--
30日(木)	南アフリカ	3月	貿易収支(ラント)	--	--	-8.5B	--
ラテンアメリカ							
4月17日(金)	ブラジル	4月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	8.17%	8.22%	7.90%	--
22日(水)	ブラジル	3月	経常収支	-\$4900M	-\$5736M	-\$6879M	-\$7082M
23日(木)	メキシコ	2月	経済活動IGAE(前年比)	2.40%	2.27%	2.04%	2.00%
24日(金)	メキシコ	2月	小売売上高(前年比)	4.50%	--	4.70%	--
27日(月)	メキシコ	3月	失業率	--	--	4.51%	--
04/29-04/30	ブラジル	4月	SELICレート	13.25%	--	12.75%	--

(注)2015年4月24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	6.1979	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	63.323	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	12954	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1137.46	1082.15	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6235	3.75	3.68	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.290	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3941	1.3423	1.39	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.093	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.45	33.5	33.2	32.5	32.0	31.9
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21565	21590	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ～ 71.8030	50.8696	62.00	59.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	12.1515	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.6485	2.7033	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	2.9707	3.23	3.27	3.30	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.3464	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	19.297	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.727	15.432	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.946	1.889	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.923	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	11.057	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	33.110	32.53	33.70	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.757	2.709	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	89.10	87.77	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.868	3.847	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	0.5542	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	2.354	1.97	2.10	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	9.841	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	45.305 ～ 52.258	44.232	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	40.254	37.77	37.92	37.88	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.730 ～ 8.199	7.794	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24日の8時00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。