

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

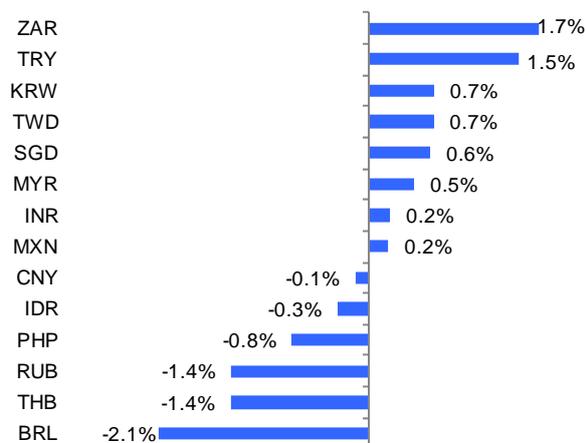
今週のエマージングマーケット

先週に引き続き新興国通貨は強弱まちまち

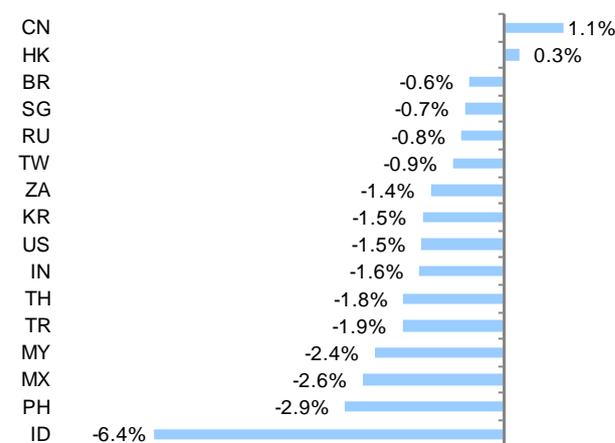
米4月消費者信頼感指数や米1~3月期実質GDP1次速報など、発表された米経済指標が総じて予想を下回る低調な結果となり、週央まではドル売り新興国通貨買いの流れとなっていたが、その後は通貨毎の個別要因や月末に絡むドル需要等で新興国通貨は上げ幅を縮小あるいは下落に転じた。この間、金融市場は複雑な動きを示しており、米国では株式市場が概ね横ばいを維持する中、弱い指標にも拘わらず金利は上昇(米10年金利はおよそ1か月ぶりの高水準)。外国為替市場ではドルインデックスが2月下旬の水準まで急落し、ユーロを中心とした欧州通貨が軒並み2%を超える急反発をみせた。

個別通貨では、上述の通りユーロの反発に連れて中東欧アフリカ通貨が好調だった。目立った買い材料はなかったが、先週大きく下落したZAR、TRYがそれぞれ+1.7%、+1.5%の大幅上昇。アジア通貨では株式市場への資金流入(台湾の加権指数は約15年ぶりの高値を更新)や月末に絡む輸出企業のドル売りが後押しとなりTWD、KRWがそれぞれ+0.7%と堅調に推移した。一方、3月財政収支が予想外に悪化したBRLが▲2.1%で新興国通貨の下落を牽引。タイ中銀による予想外の利下げや資本規制緩和を嫌気したTHBも▲1.4%の急落となった。このほか、RUB(▲1.4%)、PHP(▲0.8%)も弱かった。

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4月雇用統計でドル買い再燃するか

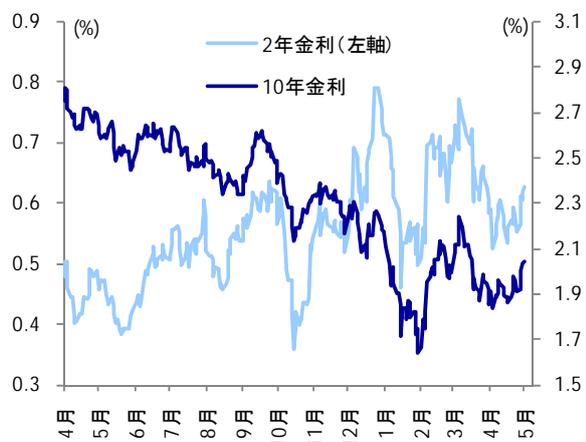
ユーロキャリー取引の解消が新興国通貨の上値を抑制

29日のFOMC声明文では予想通り、現状の景気認識が下方修正される一方、重要な雇用・物価の見通しは据え置かれた。今週発表の米国経済指標は総じて弱かったが、FOMCがハト派とならなかったことで新興国通貨は方向感のない展開が続いた。なお、冒頭の通り、ドルインデックスは2月以来の低水準に下落したが、これは米経済指標の下振れを受けたドル売りが一部のユーロ売りポジションの解消に繋がったことが主因と考えられる。片や、対ユーロでのドル売りが進む中でも新興国通貨の上昇は限られたが、こちらは対新興国通貨でのユーロキャリー取引の巻き戻しで説明が付きそうである。

米4月雇用統計は反発を見込むがハードルは低くない

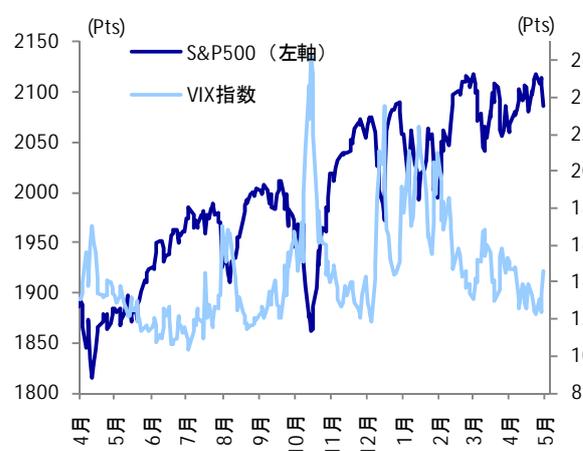
来週の新興国通貨は8日(金)に米4月雇用統計を控えてボラタイルな展開が予想される。本欄ではこれまで4月雇用統計にて3月分の落ち込みが一時的なものであったことが確認されれば、再びドル買いが勢いを取り戻すととの展開をメインシナリオとしてきた。これが実現するには非農業部門雇用者数で市場予想(前月比+22万人)程度の反発は必要最低ラインと考えられるが、米国指標の鈍化傾向を考えるとこれは決して低いハードルではない。仮に再び低調な結果となった場合、通貨によっては一段と上値を切り上げる動きもみえそうで、こうした通貨に関しては中期的な見通しを再考する必要があるかもしれない。いずれにせよ米4月雇用統計が新興国通貨の短期的な動向を規定する超重要イベントであることには変わりはなく、来週の相場は雇用統計次第とせざるを得ない。新興国では各国の消費者物価指数(4日:トルコ、6日:ロシア、7日:メキシコ、8日:ブラジル)、5日(火)インドネシア1~3月期GDP、7日(木)マレーシア金融政策決定会合が重要だが、これら指標・イベントの結果が相場に影響をもたらすのは米4月雇用統計を終えた後であろう。

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

エマージングマーケット: 国別の注目材料

タイ: BOT は再びサプライズ利下げを実施

利下げ賛成派が増える

29日に開催された金融政策決定会合にて、タイ中銀(BOT)は我々を含めた大方の予想に反して 25bp の利下げを決定し政策金利を 1.50%とした。BOT による利下げは前回 3月11日のサプライズ緩和に続き2会合連続で、今回も市場予想の裏をかく格好となった。なお、前回は4対3と僅差の決定であったが、今回は5対2と利下げに賛成する委員が1名増えている。

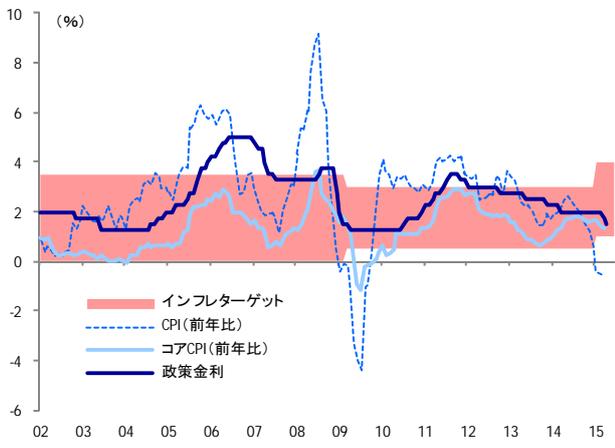
輸出の下振れリスク増大が
利下げの背景

声明文によれば、利下げの最大の理由は輸出見通しの悪化であったようだ。BOT は景気の回復のペースが従来予想していたよりも遅いとした上で、①中国経済の減速、②タイを取り巻く貿易構造の変化(=主要輸出相手国が輸入を減らす方向に舵を切っている)、③最近の THB 高により輸出のダウンサイドリスクが高まっており、これが購買力やマインドの低下を通して民間消費や投資の足かせになると指摘した。一方で公共投資の拡大や観光業の持ち直しは国内景気を支えるものの、2015年1~3月期の輸出と個人消費減速を相殺するには不十分であるとした。

BOT は通貨安志向を前面に
押し出してきた

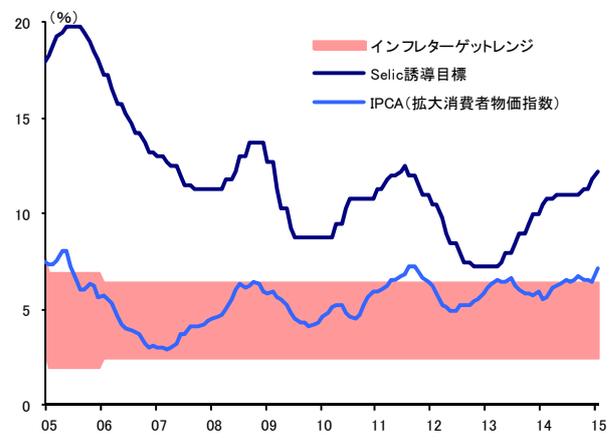
今後の政策運営について BOT は「景気を下支えするのに十分に緩和的であるように運営する」としているが、これは前回の「足許の景気回復と金融安定のために適切な政策を遂行する」よりもハト派の表現である。景気動向や THB 相場次第では追加の利下げも視野に入れておくべきだろう。なお、翌30日に BOT は THB 高抑制のための資本規制緩和を発表した。同措置が THB 相場にどの程度の影響をもたらすかは現時点で定かではないが、重要なのは BOT が通貨安志向を前面に押し出してきたことである。ファンダメンタルズの観点から THB が買われやすい通貨であることに変わりはないが、THB 高が加速する局面ではこうした人為的な調整が入る可能性に注意が必要である。

図表 3: タイ 政策金利と消費者物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4: ブラジル 政策金利と消費者物価



(資料)Bloomberg、みずほ銀行

今後の金融政策に対する
リスクはタカ派サイド

ブラジル: COPOM は予想通り 50bp の利上げを決定

29 日にブラジル中銀(BCB)は金融政策委員会(COPOM)を開催し、我々の予想通り全会一致で政策金利である Selic レートを 50bp 引き上げ、13.25%とすることを決定した。これで 4 会合連続、計 200bp の利上げを実施したこととなる。今会合では、現行の引き締めサイクルの行方が焦点となっていたが、声明文は「マクロ経済動向やインフレ見通しを勘案し、全会一致で...決定した。」と前回会合時と同一の文言が使用されており、「現時点では(at this juncture)」等の政策スタンス変更の可能性を示唆する文言は用いられなかった。我々は次回 6 月の会合での 25bp の利上げをもって、引き締めは一旦打ち止めとなると予想しているが、インフレ期待が高止まる中、声明文に変更が無かったことで、こうした見方に対するリスクはタカ派サイドに傾いていると言えよう。

政策金利正常化は続くが
ロシア経済に対する
楽観は禁物

ロシア: CBR は予想を上回る 150bp の利下げを決定

ロシア中央銀行(CBR)は 30 日、定例の金融政策決定会合にて政策金利を 150bp 引き下げ、12.50%とすることを決めた。利下げ幅はコンセンサス予想(100bp)を上回るものとなったが、最近の CBR はむしろ急速な RUB 高に対して警戒を強めており、政策金利正常化(引き下げ)の加速は想定範囲内であった。声明文では、RUB 相場の急上昇と国内経済の大幅な鈍化で物価上昇圧力の減退が想定以上のペースで進んでいるとし、今後もこうした傾向が続けば、更なる利下げの準備があるとしている。今回の利下げで CBR は、原油価格の下落が加速し始めた昨年 10 月以降に実施した計 900bp の利上げのうち、半分の 450bp を巻き戻したことになる。同国 CPI はすでにピークを打った可能性が高く、CBR は次回 6 月 15 日の会合にて再び 100~200bp の利下げを実施する公算が大きい。しかし、最近の RUB 上昇はやや出来過ぎの感が強く、今後は上昇ペースが鈍化あるいは小幅に反落する可能性が高いこと、また RUB 相場や物価見通しは経済制裁の延長といった政治ヘッドライン次第ですぐに 180 度変わってしまうことを踏まえれば、同国経済の先行きを楽観視することはできない。なお、我々は米国の利上げに伴うドル高の再燃で 9 月にかけて RUB が 57 付近まで反落するとみている。

利下げ余地は拡大も
国内政治が障壁

マレーシア: BNM は政策据え置きへ

7 日(月)のマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回 3 月の会合後、BNM は現行の 3.25% の政策金利について「引き続き緩和的」との認識を示したほか、今後の政策運営においてはインフレリスクと景気動向を注視するとした。この点、国内景気は歳出削減が重石となっているほか、外需の減退と商品価格の低下で輸出も低迷している。また足許で好調な個人消費も、4 月の物品・サービス税(GST)導入に向けた駆け込み需要の反動で 4~6 月期以降は大幅な減速が見込まれている。物価については上

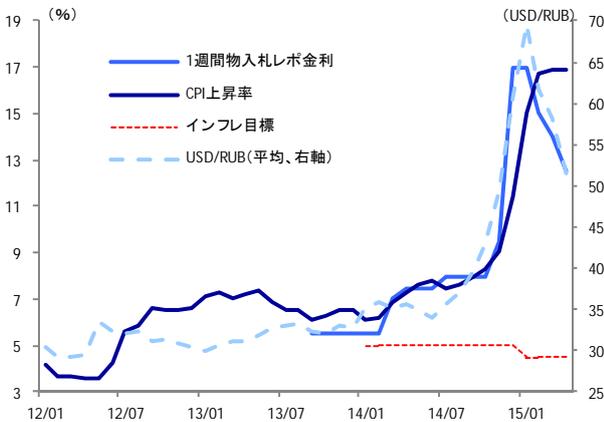
記 GST の導入により 4 月には前年比+2.0%前後に押し上げられる公算が大きい
 が、それでも 2014 年の平均である同+3.1%を下回る水準に留まるとみられる。
 他方、金融市場では原油価格の反発に伴って MYR が 2015 年 1 月以来の
 高値まで上昇している。これらを踏まえると BNM の利下げ余地は拡大して
 いるといえそうだが、足許では国有投資ファンド 1MDB の経営悪化がナジブ
 首相の責任問題に発展するなど、政治混乱による資本流出リスクが燻ってい
 る。場合によっては、ソブリン格下げ→MYR 急落という展開も考えられ、BNM
 はタカ派姿勢を継続する必要がある。こうした理由もあって現時点では年内
 政策据え置きとの見方を維持したい。

インドネシア:1~3 月期 GDP は 5%割れ水準に減速か

早期の利下げは考えにくく
 相場への影響は限定的か

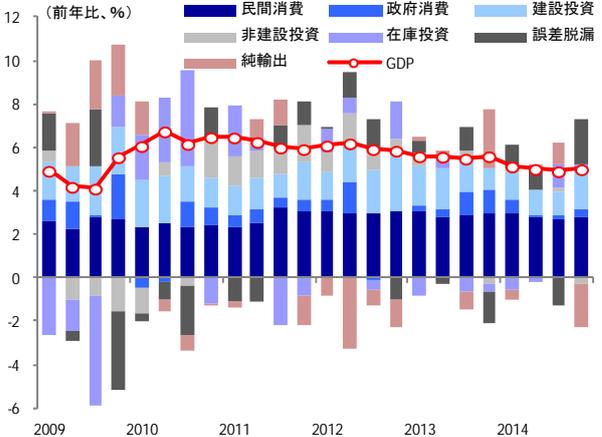
5 日(火)に発表されるインドネシア 1~3 月期 GDP は、前年比+4.92%と 2014
 年 10~12 月期からの減速が予測されている。2014 年 10~12 月期 GDP は民
 間消費と設備投資の低迷が続く中、輸出が 3 四半期ぶりの大幅減少をみせ
 全体を押し下げた。輸出減少は、2014 年 1 月の鉱石輸出規制導入を控えて
 2013 年 10~12 月期に駆け込み輸出が急増していたことによるベース効果の
 影響が大きく、1~3 月期は純輸出のマイナス寄与が縮小する可能性が高い
 が、月次貿易統計における輸出は前年比減少が続いており、大きな成長押し
 上げ効果は期待できない。一方、設備投資の関連指標であるセメント消費や
 資本財輸入が減少していることから、設備投資は引き続き抑制された公算が
 大きいほか、消費者マインドの推移から個人消費も横ばいが良いところだろう。
 1~3 月期の成長が弱い結果となれば、インドネシア中銀(BI)の利下げのイン
 センティブが高まるが、IDR 防衛の観点から早期の利下げは想定し難く、この
 ため GDP 統計が IDR 相場に与える影響は限定的であろう。なお、BI によ
 れば、同国 GDP は 4~6 月期も+5.0%付近の成長が続いたあと、政府のインフラ
 投資加速により、年後半にかけて+6%付近への加速が見込みとなっている。

図表 5:ロシア 政策金利と消費者物価指数、RUB 相場



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

図表 6:インドネシア 実質 GDP



(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24日(金)	韓国	4月	消費者信頼感	--	104.0	101.0	--
28日(火)	フィリピン	2月	貿易収支	-\$315M	-\$813M	-\$752M	-\$862M
28日(火)	タイ	3月	輸出(通関ベース/前年比)	-3.50%	-4.45%	-6.14%	-6.15%
29日(水)	タイ	4月	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.50%	1.75%	--
30日(木)	韓国	3月	鉱工業生産(前年比)	-1.60%	-0.10%	-4.70%	-5.00%
30日(木)	タイ	3月	国際収支:経常収支	\$3000M	\$2223M	\$3508M	--
5月1日(金)	韓国	4月	消費者物価指数(前年比)	0.40%	0.40%	0.40%	--
1日(金)	韓国	4月	輸出(前年比)	-6.60%	-8.10%	-4.20%	-4.30%
1日(金)	中国	4月	製造業PMI	50.0	--	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)	-0.80%	--	-0.57%	--
4日(月)	韓国	3月	国際収支:経常収支	--	--	\$6442.2M	--
4日(月)	中国	4月F	HSBC中国製造業PMI	49.4	--	49.2	--
4日(月)	インドネシア	4月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	--	46.4	--
4日(月)	インドネシア	4月	消費者物価指数(前年比)	6.81%	--	6.38%	--
4日(月)	インド	4月	HSBCインド製造業PMI	--	--	52.1	--
5日(火)	フィリピン	4月	消費者物価指数(前年比)	2.40%	--	2.40%	--
5日(火)	インドネシア	1月~3月期	GDP(前年比)	4.95%	--	5.01%	--
6日(水)	中国	4月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	52.3	--
7日(木)	マレーシア	3月	貿易収支MYR	7.60B	--	4.52B	--
7日(木)	マレーシア	5月	BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
8日(金)	中国	4月	貿易収支	--	--	\$3.08B	--
8日(金)	中国	4月	輸出(前年比)	--	--	-15.00%	--
05/08-05/15	インド	4月	輸出(前年比)	--	--	-21.10%	--
9日(土)	中国	4月	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.40%	--
05/10-05/26	シンガポール	1月~3月期	GDP(前年比)	--	--	2.10%	--
05/10-05/15	中国	4月	Mネ-サ7'ライM2(前年比)	--	--	11.60%	--
中東欧・アフリカ							
4月30日(木)	ロシア	4月	政策金利	13.00%	12.50%	14.00%	--
30日(木)	南アフリカ	3月	貿易収支(ラント')	-6.5B	0.5B	-8.5B	--
5月4日(月)	トルコ	4月	HSBCトルコ製造業PMI	--	--	48.0	--
4日(月)	トルコ	4月	消費者物価指数(前年比)	7.76%	--	7.61%	--
4日(月)	南アフリカ	4月	鉱工業生産PMI	--	--	47.9	--
05/06-05/07	ロシア	4月	消費者物価指数(前年比)	16.70%	--	16.90%	--
8日(金)	トルコ	3月	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.00%	--
ラテンアメリカ							
4月24日(金)	メキシコ	2月	小売売上高(前年比)	4.50%	5.60%	4.70%	--
30日(木)	ブラジル	4月	SELICレート	13.25%	13.25%	12.75%	--
5月4日(月)	ブラジル	4月	HSBCブラジル製造業PMI	--	--	46.2	--
4日(月)	ブラジル	4月	貿易収支(月次)	--	--	\$458M	--
6日(水)	ブラジル	3月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-9.10%	--
7日(木)	メキシコ	4月	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.14%	--
8日(金)	ブラジル	4月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	8.13%	--

(注)2015年5月1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	6.2032	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7497 ~ 7.7744	7.7506	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.769	63.423	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	12963	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1137.46	1072.29	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.5633	3.70	3.63	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	44.590	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.3941	1.3238	1.37	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.445 ~ 32.040	30.623	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.09	33.03	32.8	32.4	32.0	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21625	21590	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.8418 ~ 71.8030	51.5592	55.00	57.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	11.8953	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.7433	2.6749	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	3.0145	2.97	3.05	3.20	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.3436	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	19.254	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.727	15.411	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.862 ~ 1.946	1.885	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.921	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 11.188	11.077	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	33.358	32.97	34.16	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.757	2.669	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ~ 90.81	90.22	89.05	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.918	3.901	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.616	3.72	3.83	3.91	3.95	3.90
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5712	0.5532	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 ~ 2.418	2.315	2.22	2.18	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	10.037	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ~ 52.258	44.614	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	39.617	41.08	40.66	39.06	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ~ 8.199	7.784	7.87	8.00	8.33	8.57	8.67

(注)1. 実績の欄は4月30日まで。SPOTは5月1日の8時30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。