

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

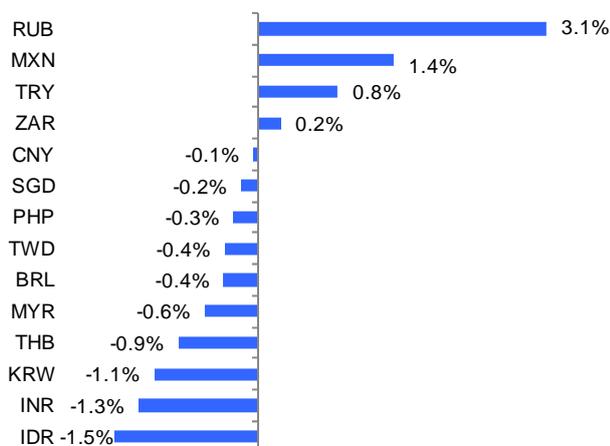
今週のエマージングマーケット

金利上昇・ドル売りが継続も、新興国通貨は方向感無くまちまち

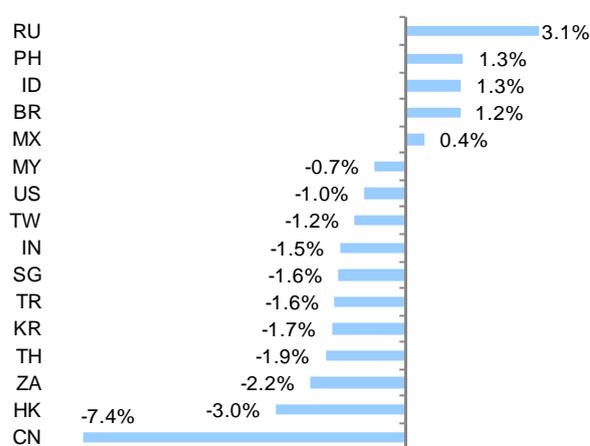
今週も新興国通貨は強弱まちまち。週初は前週末米国時間からのドル高の流れが継続する中、低調な中国4月HSBC製造業PMIや予想外に上昇した米4月ISM非製造業景況指数が重石となり、新興国通貨は総じて軟調となった。しかし5日に発表された米3月貿易統計にて赤字が急拡大すると米1~3月期GDPの下方修正観測からドルは下落。さらに翌6日の米4月ADP雇用統計も市場予想を下回りドル売りを後押しした。しかし、対新興国通貨でのドル安は続かず、翌7日の新興国通貨はアジア通貨を中心に総じて反落。前日のイエレンFRB議長発言を受けた世界的な株式市場の下落が新興国通貨を下押しした。

個別通貨では、原油価格が年初来高値を更新し、一時1バレル69ドル台(北海ブレント先物)まで上昇したことを好感し、RUB(+3.1%)やMXN(+1.4%)が上昇。TRYやZARは先週に続き、その他欧州通貨の上昇に連れ高となった。一方、1~3月期GDPが前年同期比+4.7%と2009年以来の低い伸び率となったIDRは▲1.5%と軟化。INRも政治不透明感が嫌気されて2013年9月以来となる64台に下落した。KRWは当局による為替介入観測や企画財務相のKRW高けん制発言を受けて▲1.1%の下落。先週中銀が資本流出規制緩和を発表したTHBも▲0.9%下落した。

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

原油価格の上昇は多くの新興国通貨にとってネガティブ

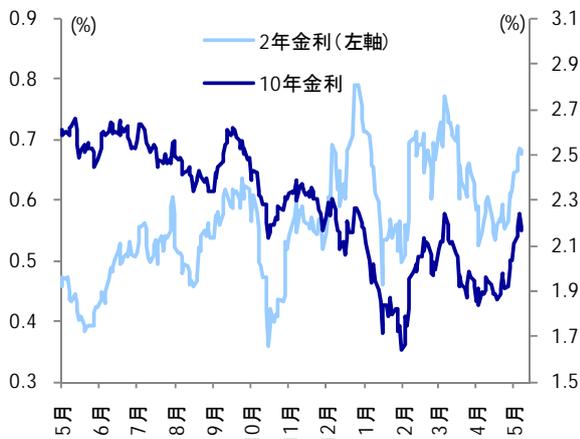
最近の金利上昇・ドル売りは
テクニカルな側面が大きい

今週の金融市場は先週までの流れを引き継ぎ、世界的な金利上昇とドル売りの動きが続いた。ドイツ国債は下落ペースが加速し、独 10 年金利は 30bp 弱上昇。これに連られて米 10 年金利も一時昨年 12 月以来となる 2.30% 台をつけた。一方、為替市場ではユーロを中心とした欧州通貨が対ドルで続伸したが、その他の新興国通貨は横ばいないしは小幅下落となった。こうした動きの背景を原油価格の反発に伴うインフレ期待の上昇とする見方もあるが、きっかけはそうであれ、筆者は足許の急速な市場変動は ECB の緩和策を睨んだ取引の巻き戻しというテクニカルな要素が強いとみている。この場合、対新興国通貨でのユーロキャリー取引も解消されるため、ドルが下落する中でも新興国通貨の上値は重くなる。今晚の米雇用統計を経て米国の金融政策に焦点が移るのか、ECB トレードの巻き戻しが暫く続くのか、当面の動きを注目したい。

原油価格の上昇は基本的に
ネガティブ材料

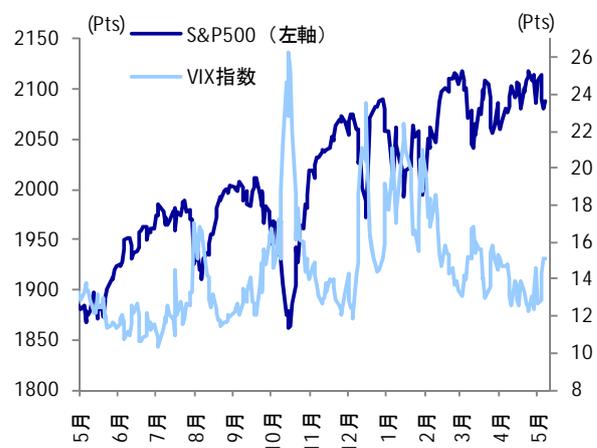
とはいえ、原油価格の持ち直しが鮮明となってきたことは新興国通貨の今後を考える上で捨て置けない。もともと世界経済の底打ちと生産調整によって原油価格は年後半に反発すると予想していたが、生産調整が予想以上に早く進んだことにより、足許ではこうした動きが前倒しになっている可能性がある。原油価格の上昇はインフレ期待の上昇を通して米国の利上げを後押しする材料であるほか、純輸入国にとっては物価押し上げ、財政圧迫要因となるなど、本欄で扱う新興国通貨にとっては基本的にネガティブな材料である。特にトルコやブラジルなど、構造的要因によって物価が高止まりしているような国への悪影響は大きい。上述の通り、足許では新興国のファンダメンタルズに対する市場の関心は薄れているが、ECB トレードの巻き戻しが一段落した後は、こうした状況が材料視され、新興国通貨の重石となる可能性に注意したい。

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

ベトナム:SBV が 1%の通貨切り下げを実施

追加の切り下げは輸出競争力
 国通貨次第。基本的には
 2%で打ち止めか

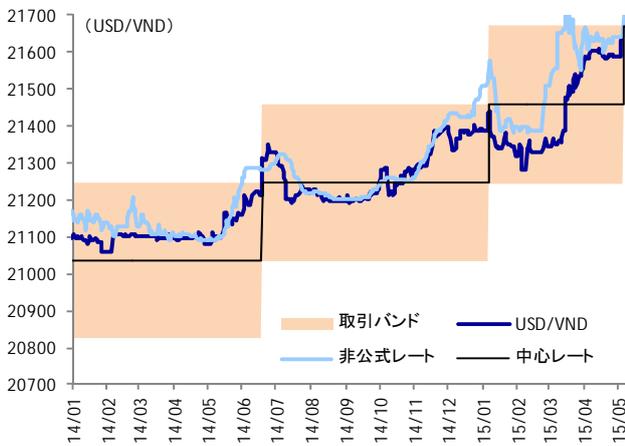
ベトナム国立銀行(中央銀行、SBV)は 7 日、VND の対ドル基準レートを 1% 切り下げ、1 ドル=21673 ドンとすることを決めた。これにより新たな取引バンド (基準レート±1%)は 21456~21890 となる。切り下げの実施は我々を含めた 大方の予想であった 6 月よりも幾分早かったが、2 月のテト(旧正月)以降、 VND は取引バンドの上限で推移する切り下げ催促相場となっていたため違和感はない。声明にて SBV は今回の切り下げを政府の社会経済目標の実現 及び国際金融市場の悪影響に対処するためとしているが、赤字幅が大きく拡大した貿易統計発表(4月24日)後の政策変更であることを考えれば、輸出競争力の維持が主たる目的であったことは疑いようもない。この点、最大の輸出競争力国通貨である THB が昨年 6 月の VND 切り下げ以降、約 2%下落していることも今回の SBV の動きと整合的である。今後について我々は現時点で年内の追加切り下げを想定していない。もちろん今年は米国の初回利上げが予想される年後半にかけて再びドル高圧力が高まることを見込まれ、実効ベースの VND が大きく上昇するような展開となれば切り下げは選択肢として残る。しかし、海外資金の呼び込みと自国通貨の信認強化を狙う SBV にとって自ら設定した年内 2%という公約を破るハードルは極めて高いものであろう。景気浮揚のための緩和はあるとすれば金利面での政策変更となる公算が大きい。

韓国: BOK は政策据え置きを予想

BOK は現状維持へ

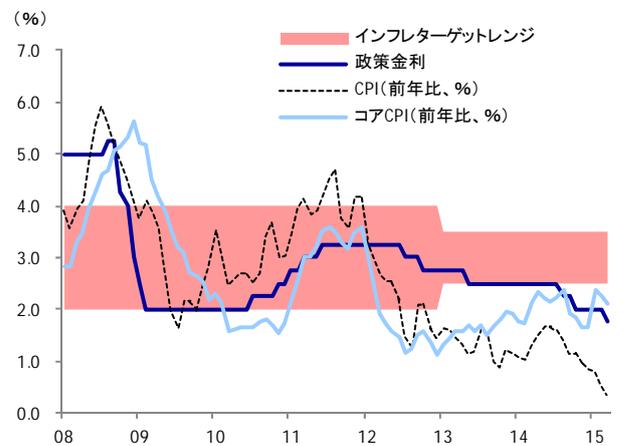
15 日(金)に開催される韓国中銀(BOK)の金融通貨委員会は現状維持を予想する。前回 4 月 9 日の会合では市場予想通り政策金利の据え置きが決定されたが、1 名の政策委員が利下げを主張していたことが明らかとなり、市場の追加緩和期待を高める結果となった。この点、確かに昨年 2 回の利下げはいずれも意見相違のあった会合の翌会合に実施され

図表 3: ベトナムドン相場



(資料) Reuters、Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: 韓国 政策金利と消費者物価



(資料) BCEIC、みずほ銀行

2 会合連続の利下げを
正当化する材料に乏しい

たものだったが、当時、利下げを主張して反対票を投じていたのは企画
財政省により推薦された丁海バン (Chung Hae Bang) 氏であった。片や、
前回 3 月会合の議事録によれば、同会合にて利下げを主張したのは従前
よりハト派として知られる河成根 (Ha Sung Keun) 氏であり、委員会全
体のトーンを表しているとは言い難い。また他の委員に与える影響力を
考えても、利下げの可能性が増したと考えるのは拙速であろう。前回会
合以降に発表された国内経済指標は 2 年ぶりの低成長を記録した 1~3 月
期 GDP を始め、4 月輸出入、4 月製造業 PMI などいずれも前回から弱含
んではいるものの、これらも 2 会合連続の利下げを正当化するには力不
足であろう。

引き続き夏場の追加緩和を
予想

以上を踏まえれば、昨年のパターン通り、利下げ後数か月は様子見とな
る可能性が高いのではないだろうか。なお、追加利下げ自体は既定路線
との見方に変わりは無く、次のアクションは夏場との見方を維持したい。
この点、崔企画財政相が 6 月末までの景気動向を確認した上で追加の刺
激策を検討すると発言しており、夏場にかけて政府と BOK が協調して
景気押し上げに動くという展開はありそうである。

フィリピン: BSP は現状維持を予想

BSP による緩和は想定されず

14 日(木)に開催されるフィリピン中央銀行(BSP)の金融政策決定会合では、
政策金利が 4.00%に据え置かれると予測する。フィリピンでは、欧州経済の減
速や対 EUR での PHP 高を反映して欧州からの OFW(フィリピン人海外労働
者)送金が減速している。また、PHP が周辺国通貨に対して割高であることも
背景に中国・ASEAN 向け輸出が減少トレンドにある。こうした動きを受けて、
国内生産も停滞している。インフレ圧力も鈍化しており、4 月 CPI は前年比
+2.2%と、BSP のインフレ目標(前年比+2.0%~同+4.0%)下限近くに低下。
年内一杯は同水準で推移すると見込まれている。但し、個人消費の回復力が
強いことや、大規模な公共投資プロジェクトが予定されており、先行きの景気
は内需をけん引役に改善する見込みである。CPI についても需給ひっ迫によ
る電気料金引き上げの可能性など BSP はアップサイドリスクを警戒している。
こうした状況を考慮すれば現時点で金融政策変更の必要性は小さく、BSP の
次の一手は 2016 年半ばの利上げとなる公算が大きい。

インドネシア: 1~3 月期 GDP は 2009 年以來の低水準

政府消費、住宅投資が
成長を下押し

インドネシア 1~3 月期実質 GDP 成長率は市場予想の前期比+0.25%を大
きく下回る同▲0.18%と、10~12 月期の同▲2.06%に続き 2 期連続のマ
イナス成長を記録。定義上の景気後退に陥った。この結果、前年比では
+4.71%と 2009 年 9 月以來の低水準に減速した。需要別では政府消費

年後半は成長加速の見通し
だが、リスクはダウンサイド

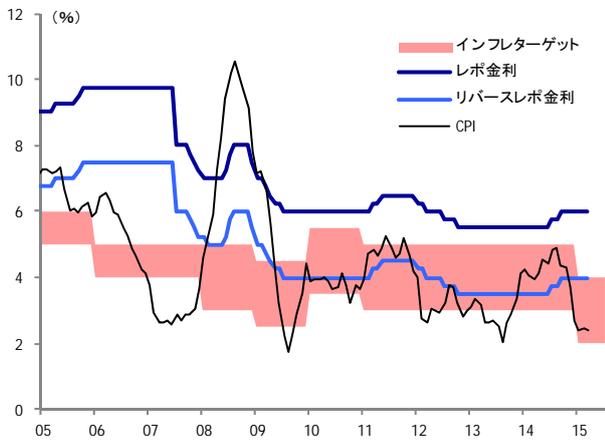
が前年比+2.2%（寄与度:0.1pts）と前期の同+2.8%（寄与度:0.3pts）から減速したほか、住宅投資も前期の前年比+7.1%（寄与度:1.7pts）から同+5.5%（寄与度:1.3pts）に鈍化した。誤差脱漏（同:2.1pts→0.1pts）も全体の重石となった。一方で非建設投資は前年比+1.3%（寄与度:0.1pts）と前期の同▲3.1%（寄与度:▲0.3pts）から増加。また外需は輸出のマイナス幅縮小（前年比▲4.5%→同▲0.5%）と輸入の減少（同+3.2%→同▲2.2%）により純輸出の寄与度は▲2.0ptsから+0.4ptsに上昇した。民間消費は前年比+5.0%と横ばいだった。予想を下回る成長率はインドネシア中銀（BI）による利下げのインセンティブを高める。BIは政府のインフラ投資がけん引役となり、年後半の成長率は大きく加速するとしているが、公共投資の執行には不透明感が伴う。また足許では原油価格が反発しており、仮に政府が国内燃料価格の市場連動制を継続するのであれば、燃料コストの上昇が個人消費の足かせとなろう。同国経済の先行きを巡るリスクは明らかにダウンサイドである。

ブラジル: 製造業セクターの低迷は続く

製造業の低迷は4~6月期も
続く公算大

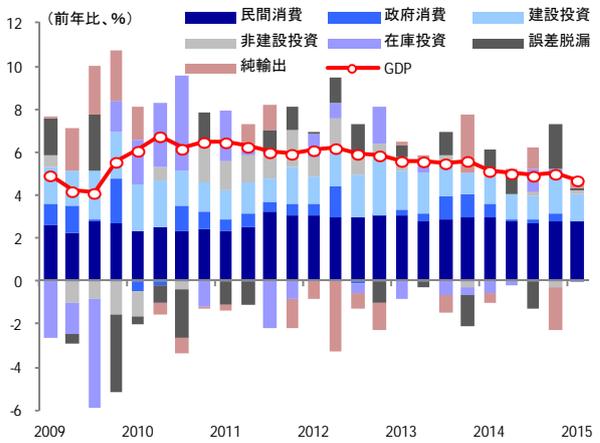
ブラジル地理統計院（IBGE）が6日に発表したブラジル3月鉱工業生産は前月比▲0.8%、下方修正された2月の同▲1.3%に続く減産となった。3月は広範囲の項目が減少しており、投資のバロメーターとなる資本財は前月比▲4.4%、耐久財も同▲3.1%の減少をみせた。前年比では▲3.5%の減少となり、12か月累積成長を2月の▲4.4%から▲4.7%へと押し下げた。四半期ベースでは前期比▲2.4%と2012年の1~3月期以来の落ち込みをみせたが、こうした結果は同セクターのトレンドが依然として下向きであり、1~3月期成長の大きな足かせとなる可能性が高いことを示唆している。今後についても企業に漂うネガティブセンチメントと高い在庫水準を踏まえれば、早期のトレンド反転は期待し難く、鉱業セクターの低迷は4~6月期も継続するものと考えられる。

図表 5: フィリピン 政策金利と消費者物価指数



(資料)CEIC、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							
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	貿易収支	\$7150M	\$8488M	\$8392M	\$8381M
1日(金)	中国	4月	製造業PMI	50.0	50.1	50.1	--
1日(金)	中国	4月	非製造業PMI	--	53.4	53.7	--
1日(金)	タイ	4月	消費者物価指数(前年比)	-0.80%	-1.04%	-0.57%	--
4日(月)	韓国	3月	国際収支:経常収支	--	\$10391.0M	\$6442.2M	--
4日(月)	インドネシア	4月	消費者物価指数(前年比)	6.80%	6.79%	6.38%	--
7日(木)	マレーシア	3月	貿易収支MYR	5.45B	7.82B	4.52B	4.56B
7日(木)	マレーシア	5月	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
8日(金)	中国	4月	貿易収支	\$39.60B	--	\$3.08B	--
9日(土)	中国	4月	消費者物価指数(前年比)	1.60%	--	1.40%	--
05/10-05/26	シンガポール	1Q	GDP(前年比)	2.20%	--	2.10%	--
05/10-05/15	中国	4月	マネーサプライM2(前年比)	12.00%	--	11.60%	--
05/11-05/15	インド	4月	貿易収支	-\$10.3B	--	-\$11.8B	--
12日(火)	フィリピン	3月	輸出(前年比)	--	--	-3.10%	--
12日(火)	インド	4月	消費者物価指数(前年比)	4.99%	--	5.17%	--
13日(水)	中国	4月	小売売上高(前年比)	10.40%	--	10.20%	--
13日(水)	中国	4月	鉱工業生産(前年比)	6.00%	--	5.60%	--
13日(水)	中国	4月	固定資産投資(除農村部/前年比)	13.50%	--	13.50%	--
14日(木)	マレーシア	1Q	GDP(前年比)	5.20%	--	5.80%	--
14日(木)	マレーシア	1Q	国際収支:経常収支MYR	--	--	6.1B	--
14日(木)	フィリピン	5月	BSP翌日物借入金利	4.00%	--	4.00%	--
15日(金)	インドネシア	4月	貿易収支	--	--	\$1132M	--
15日(金)	シンガポール	3月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	14.80%	--
15日(金)	韓国	5月	韓国銀行7日間レートの	1.75%	--	1.75%	--
15日(金)	フィリピン	3月	海外送金(前年比)	--	--	4.20%	--
15日(金)	インドネシア	1Q	国際収支:経常収支	--	--	-\$6181M	--
中東欧・アフリカ							
5月4日(月)	トルコ	4月	消費者物価指数(前年比)	7.65%	7.91%	7.61%	--
4日(月)	南アフリカ	4月	鉱工業生産PMI	47.6	45.4	47.9	--
6日(水)	ロシア	4月	消費者物価指数(前年比)	16.70%	16.40%	16.90%	--
12日(火)	トルコ	3月	経常収支	--	--	-3.20B	--
12日(火)	南アフリカ	3月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.70%	--
12日(火)	ロシア	3月	貿易収支	12.2B	--	13.6B	--
14日(木)	南アフリカ	3月	鉱物生産量(前年比)	5.90%	--	7.50%	--
05/15-05/18	ロシア	1Q	GDP(前年比)	-2.50%	--	0.40%	--
ラテンアメリカ							
5月5日(火)	メキシコ	4月	IMEF製造業指数(季調済)	51.6	51.4	51.4	50.3
5日(火)	メキシコ	4月	IMEF非製造業指数(季調済)	49.8	51.3	49.3	49.7
5日(火)	ブラジル	4月	貿易収支(月次)	\$150M	\$491M	\$458M	--
7日(木)	ブラジル	4月	FGVインフレ率IGP-DI(前年比)	3.90%	3.94%	3.46%	--
7日(木)	メキシコ	4月	消費者物価指数(前年比)	3.08%	3.06%	3.14%	--
8日(金)	ブラジル	4月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.23%	--	8.13%	--
14日(木)	ブラジル	3月	小売売上高(前年比)	1.70%	--	-3.10%	--

(注)2015年5月8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、その正確性を全般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 1～4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	6.2067	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7497 ~ 7.7744	7.7536	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.769	64.240	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	13148	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1137.46	1092.70	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.6015	3.70	3.63	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	44.710	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.3941	1.3325	1.37	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.445 ~ 32.040	30.736	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.09	33.52	32.8	32.4	32.0	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21625	21680	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.8418 ~ 71.8030	50.3799	55.00	57.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	12.0302	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.7433	2.6892	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	3.0258	2.97	3.05	3.20	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.3039	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	19.291	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.727	15.441	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.862 ~ 1.946	1.866	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.911	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 11.188	10.955	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	33.237	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	89.85	89.05	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.918	3.895	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.571	3.72	3.83	3.91	3.95	3.90
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5712	0.5522	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	2.380	2.22	2.18	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	9.952	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ~ 52.258	44.512	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	39.569	41.08	40.66	39.06	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ~ 8.199	7.824	7.87	8.00	8.33	8.57	8.67

(注)1. 実績の欄は5月7日まで。SPOTは5月8日の9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。