2015 年 5 月 22 日

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

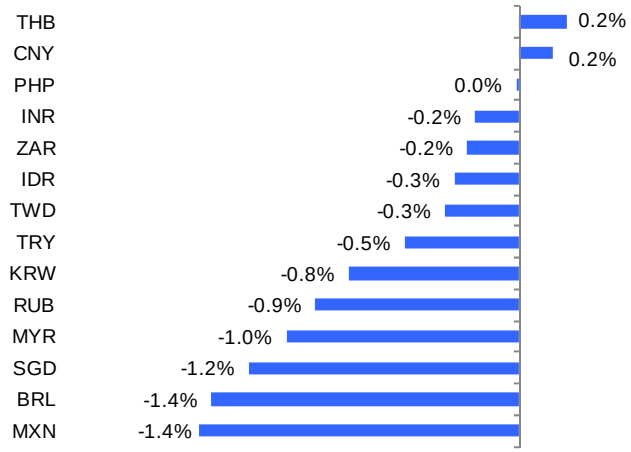
今週のエマージングマーケット

ユーロの急反落や良好な米住宅指標を受けて新興国通貨は下落

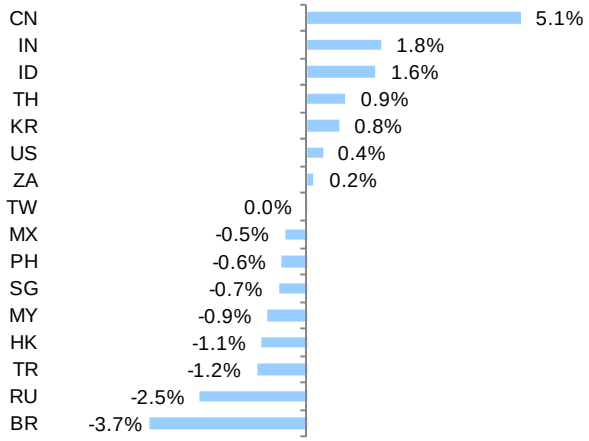
今週の新興国通貨は総じて下落した。先週末の冴えない米経済指標を受け、週初こそ堅調なスタートを切ったものの、ギリシャ債務懸念や 19 日のクーレ ECB 理事の発言を受けてユーロが急落（週を通して▲3.0%）すると、ここでのドル買いが波及し、新興国通貨は下落基調となった。その後米国にて 20 日に発表された米 4 月住宅着工/許可件数が市場予想を大幅に上回り、米金利が上昇すると新興国通貨は下げ幅を拡大した。一方、21 日に公表された注目の FOMC 議事要旨はノーサプライズ。多くの参加者が 6 月の利上げの可能性は低いと判断していたことが明らかとなったが、新興国通貨の反応は限定的だった。

個別通貨では、メキシコ中銀が 1～3 月期のインフレ報告にて 2015 年と 2016 年の GDP 成長率の見通しを引き下げた MXN が▲1.4%と新興国通貨の下げを牽引。このほか、3 月経済活動指数が予想を下回った BRL（▲1.4%）や相関の高い EUR の下落に連れ安となった SGD（▲1.2%）、原油相場の上昇一服を受けて経常・財政収支への悪影響が懸念された MYR（▲1.0%）も下落率上位となった。一方、THB や CNY は週の後半にかけて上昇。また IDR は 21 日に大手格付会社がインドネシアのソブリン格付け見通しをポジティブに引き上げたのを好感して、それまでの下げ幅を急速に縮小した。

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：ブラジルボベスパ指数、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

米国経済指標のトレンド転換はまだ先？ユーロの動きを注視

ユーロ売りの再燃は新興国通貨にとってリスク

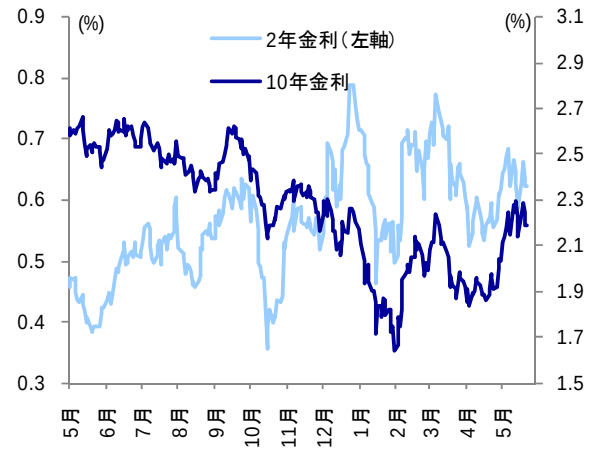
冒頭の通り、今週はクーレ ECB 理事による資産買い入れの前倒しとマイナス金利幅拡大の可能性に関する発言を受けたユーロの急落が、新興国通貨の重石となった。発言の解釈には議論があるが[1]、ECB の金融政策の先行きに不透明感が漂っていたタイミングでの影響力のある高官の発言であっただけに市場に与えた安心感は大きく、ユーロ売り・ドル買いに繋がったようだ。一部では ECB による追加緩和を期待する向きも出始めているようだが、ユーロが下げ幅を拡大しドルを押し上げるようであれば新興国通貨にとっては向かい風となるため、今後の展開には注意が必要である。一方で米 4 月住宅着工/許可件数の上振れに対する市場の反応は先週の本欄にて指摘した通り。但し、同指標を除けば、その他の米国指標は 4 月鉱工業生産や 5 月ミシガン大消費者マインド指数など、総じて低調な結果に終わっており、米国景気のトレンド転換を期待するのは尚早である。今後発表される米国経済指標もリスクはダウンサイドに大きいと言え、新興国通貨との関係では引き続き、指標下振れ→ドル売り（新興国通貨買い）のほうに分があるように思われる。

米国経済指標は弱めか新興国通貨に反発の機会

来週は米国にて 1～3 月期 GDP2 次速報を含む重要な指標の発表が複数予定されている。このうち GDP は貿易赤字の拡大により 1 次速報時の前期比年率+0.2%から同▲0.9%まで下方修正される見込みであるほか、その他の指標も力強い結果は望み薄であり、この通りとなれば、新興国通貨は今週の下げ幅を取り戻す展開も期待される。新興国では南アフリカ（26 日）、フィリピン（28 日）、インド（29 日）、ブラジル（29 日）にて 1～3 月期 GDP が発表される。

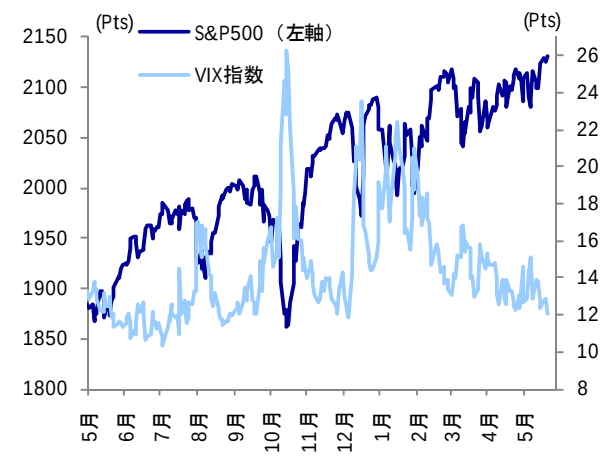
1 クーレ理事の発言及びそのインプリケーションについては 5 月 21 日付マーケットトピック「クーレ発言の真意と QE の実施状況について」をご参照ください。

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

南アフリカ:1～3 月期 GDP プレビュー

外需の低迷やタイトな金融政策が成長の重石に

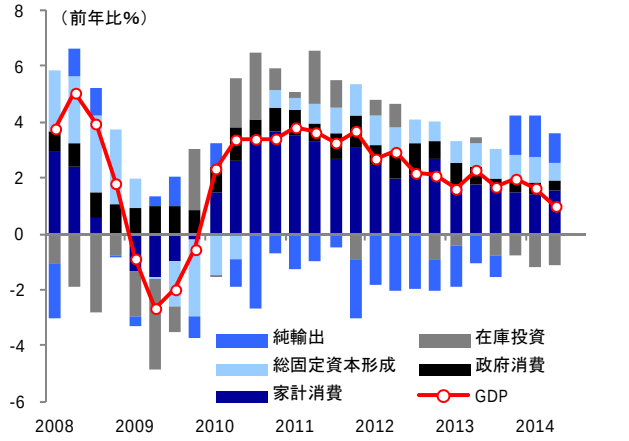
5 月 26 日(火)に発表される南アフリカ 1～3 月期 GDP は前期比年率▲1.2%(前年比+1.4%)と4 四半期ぶりに前期比減少すると予測する。10～12 月期は前期比年率+4.1%(前年比+1.3%)と、卸・小売や個人サービスの減速もあったが、鉱業や製造業生産加速を背景にプラス成長となった。1～3 月期の月次指標をみると、小売売上高や鉱業生産が増加しているものの、製造業生産が10～12 月期比マイナスとなっている。また、大幅な貿易赤字もあり 1～3 月期 GDP はマイナス成長となった模様である。なお、南アフリカでは、国営電力会社(Eskom)による 2015 年・16 年の電気料金値上げが予定されており、インフレ懸念の高まりとともに中銀(SARB)による利上げが予想される。また、米国の利上げに伴い通貨安圧力が高まった場合にも SARB は引き締め姿勢を強めるとみられ、今後の成長抑制要因となる可能性がある。

フィリピン:1～3 月期 GDP プレビュー

近隣諸国を上回る成長が続く

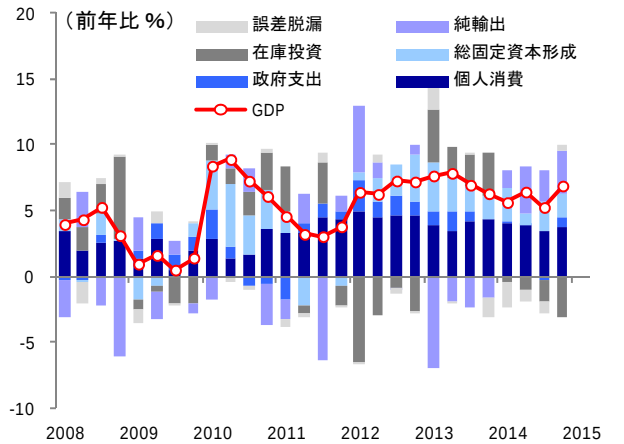
28 日(木)に発表されるフィリピン 1～3 月期 GDP 成長率は前年比+6.2%と予測する。10～12 月期には前年比+6.9%と、個人消費が堅調に推移する中で政府消費と輸出が全体を押し上げ、7～9 月期(同+5.3%)から大幅に加速した。1～3 月期は、OFW(フィリピン人海外労働者)送金の伸びが小幅に拡大しているものの、小売売上高が前年比マイナスとなっているほか、生産活動の伸びも冴えない結果となっており、成長率は小幅に減速した模様だ。もっとも、2015 年は OFW 送金流入を背景に個人消費が引き続き堅調に推移するとみられる。また、アキノ大統領就任以来増加している対内直接投資は、2015 年も海外の電子機器・自動車各社による新規投資が計画されているなど増勢が続いている。こうした生産能力拡大による輸出増加も景気後押し要因となる見込みだ。年間を通してみると景気の拡大基調は続くだろう。

図表 3:南アフリカ 実質 GDP 成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4:フィリピン 実質 GDP 成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

インド： 1～3 月期 GDP プレビュー

高成長が継続
今後は天候不順や原油反発がリスク要因

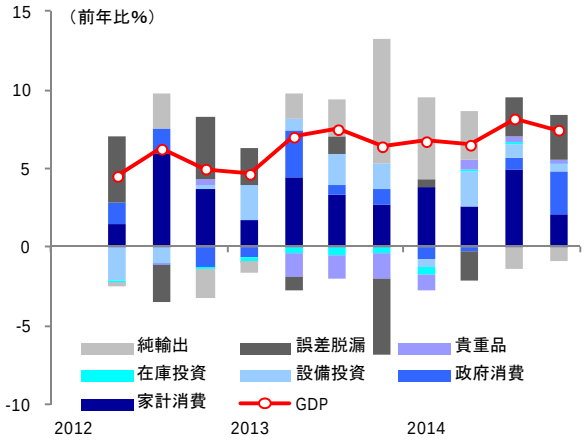
29 日（金）に発表されるインド 1～3 月期 GDP 成長率は市場で前年比+7.1%と予測されている。2014 年 10～12 月期の GDP 成長率は同+7.5%と、前期（同+8.2%）から減速した。内訳をみると、政府消費が同+31.7%と大幅に加速して景気を下支えしたが、2014 年前半からの天候不順による農業所得減少を背景とした個人消費の大幅減速や、輸出の減少もあり 7～9 月と比べて景気は減速した。1～3 月期は個人消費が持ち直したものの、貿易赤字がマイナス寄与し、景気減速となった模様だ。2015 年は、サービス税の 2%pt 引き上げが個人消費回復の重石となるものの、インフレ率低下を受けた実質所得の改善が消費を後押しする見通しである。また、利下げにより年末にかけて設備投資の持ち直しが期待されることや、2015 年度の政府予算でインフラ投資が拡充されることもあり、インド経済は緩やかに成長率を拡大するだろう。

ブラジル：1～3 月期 GDP プレビュー

景気後退が続く
追加増税は必至で先行きもダウンサイドリスク

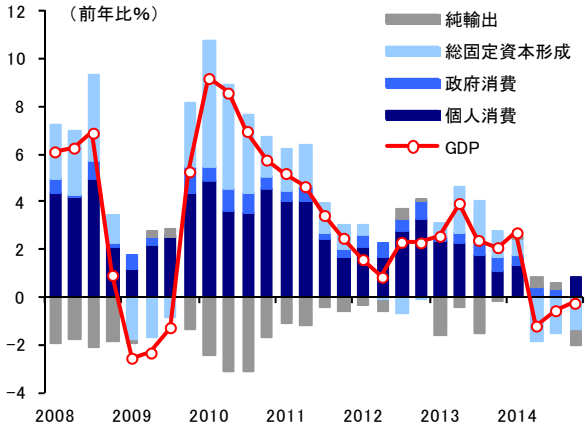
29 日（金）発表のブラジル 1～3 月期 GDP は前年比▲1.3%と 4 四半期連続でマイナス成長になったとみられる。今週 21 日に発表されたブラジルの 3 月経済活動指数は前年比 0.54%と市場予想（同+0.7%）を下回る結果となった。これにより、1～3 月期の GDP は前年比▲1.3%になると予測され、依然としてマイナス成長が続いた模様である。10～12 月期 GDP は、総固定資本形成や純輸出の減少を主因に弱い動きが続いた。1～3 月期の月次指標をみると、生産や消費者マインドは大きく落ち込んでおり、景気減速は続いたとみられる。2015 年のブラジル経済は、財政緊縮や中銀による引き締めの継続、中国経済の減速を背景にマイナス成長となる可能性が高い。また、米利上げによる資金流出や国営石油企業（ペトロブラス）の経営問題など、引き続きダウンサイドリスクへの注意が必要となろう。

図表 5：インド 実質 GDP 成長率



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 6：ブラジル 実質 GDP 成長率



（資料）データストリーム、みずほ銀行

インドネシア： BI は政策据え置きも、規制緩和で成長をサポート

銀行規制の緩和を発表

19 日に開催されたインドネシア中銀（BI）金融政策決定会合では大方の予想通り政策金利である BI レート（7.5%）、預金ファシリティー金利（5.5%）、貸出ファシリティー金利（8.0%）が据え置かれる一方で、預貸率規制、住宅ローンの担保基準、自動車ローンの頭金最低比率といった銀行融資規制の緩和が発表された。

成長重視路線の行き過ぎに注意

声明文における物価及び経常収支の見通しについて大きな変更はみられなかったが、原油価格の上昇や、6 月のラマダン前後の季節的な変動パターンを新たにリスク要因として挙げるなど、先行きに対する警戒姿勢が維持された。一方で、政府との協調については、連携強化を継続し財政刺激の加速を通して経済成長を後押ししていく方針を打ち出している。上述の規制緩和はこうした方針の一環であり、金融市場の安定を保ちつつ、景気の下支えをねらったものと考えられる。マクロプルーデンス政策の緩和については前回の声明文にて既にその可能性に言及されており驚きではなかったものの、全般的な BI のスタンスは想像以上に成長重視路線に寄った印象である。我々は年後半の米国初回利上げ後に BI が利下げに踏み切る可能性を指摘してきたが、こうしたシナリオの蓋然性は高まったと考えられる。但し、IDR を取り巻く環境はやや悪化している。BI が期待する政府のインフラ投資はその執行に不透明感が伴うほか、原油価格もじわじわと上昇してきている。IDR も米国利上げ観測の後ずれにも拘わらず安値圏での推移を続けている。BI は 2013 年の新興国通貨相場急落時に利上げを嫌い、規制強化による引き締めに固執した結果、IDR 売りの火に油を注いだ過去がある。今後は金融市場を取り巻くリスクが顕在化した場合に BI が確固たるタカ派姿勢を示せるかが焦点となろう。

メキシコ：1～3 月期インフレレポートはハト派の内容

経済成長は下振れ
エネルギー改革にも期待はできず

メキシコ中銀が 20 日公表した 1～3 月期インフレレポートは 2015 年、2016 年の成長率見通しをそれぞれ 0.5%pt、0.4%pt 下方修正するハト派の内容となった（以下は同レポートのサマリー部分に関する考察）。下方修正は経済的結びつきの強い米国経済の減速や原油価格下落による交易利得の減少、それに伴う経済主体のマインド低下が主因とみられる。注目の国内構造改革については潜在成長率向上のために遅滞なく前進することが肝要としているが、サマリーにおいては前回時に見られたような短期的な成長寄与に関する記述はなく、成長押し上げへの期待は後退しているようだ。

インフレ警戒姿勢は和らぐ

物価については 2015 年が物価目標である 3%を下回る水準、2016 年が 3%前後と、従来の見通しを維持した。同国の消費者物価指数（CPI）は昨年 1 月に実施された増税及び光熱費等引き上げの効果が一巡し、足許では前年比

3%ちょうど付近に低下している。こうした現状に対して中銀は景気回復ペースの下振れにより、ディマンドプルのインフレ圧力は見当たらず、インフレ期待も安定していると評価した。一方で外的インフレ要因としては MXN の大幅下落を挙げているが、この点についても輸入物価上昇の影響は想定の範囲内であり、また 2 次的な波及も確認できないとしている。なお物価の先行きについてレポートでは上下両サイドのリスク要因が列挙されているが、紙幅はダウンサイドリスクの方により多く割かれており、やはり物価上昇に対する警戒は和らいでいるようだ。

利上げは米国の後が濃厚

以上のように今回のレポートは全体としてハト派の内容であったと言える。しかしこうした国内景気の低迷にもかかわらず、同中銀の次の一手は米国の出口戦略に合わせて利上げとなる可能性が高く、市場の焦点は既にその前後関係に移っている。この点、前回会合の議事要旨では多くの委員が米国の利上げを待ってから動くべきと考えていたことが明らかになっているが、今回のレポートはそうした議論と整合的である。以上を踏まえれば同中銀による利上げは米国の初回利上げ後になる可能性が高く、そのペースも極めて緩やかなものとなりそうである。

図表 7:メキシコ　1～3 月期インフレレポート　成長率・物価見通し

	GDP	インフレ率	コアインフレ率
2015年	2.0%～3.0%	3%を下回る水準	3%を下回る水準
前回	2.5%～3.5%	3%を下回る水準	3%を下回る水準
2016年	2.5%～3.5%	3%に近い水準	3%前後
前回	2.9%～3.9%	3%に近い水準	3%前後

（資料）メキシコ中銀、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15日（金）	インドネシア	4月	貿易収支	$77M	$454M	$1132M	$1026M
15日（金）	マレーシア	1Q	GDP(前年比)	5.50%	5.60%	5.80%	5.70%
15日（金）	シンガポール	3月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	-3.20%	14.80%	13.70%
15日（金）	韓国	5月	韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	1.75%	1.75%	1.75%	--
15日（金）	フィリピン	3月	海外送金(前年比)	4.80%	11.30%	4.20%	--
15日（金）	インドネシア	1Q	国際収支	--	-$3848M	-$6181M	-$5674M
15日（金）	インド	4月	貿易収支	-$10.5B	-$11.8B	-$11.8B	--
18日（月）	タイ	1Q	GDP(前年比)	3.40%	3.00%	2.30%	2.10%
19日（火）	フィリピン	4月	総合国際収支	--	$380M	-$244M	--
19日（火）	インドネシア	5月	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行ﾚﾌｧﾚﾝｽ･ﾚｰﾄ	7.50%	7.50%	7.50%	--
21日（木）	中国	5月	HSBC中国製造業PMI	49.3	49.1	48.9	--
22日（金）	マレーシア	4月	消費者物価指数	2.20%	--	0.90%	--
25日（月）	シンガポール	4月	消費者物価指数	0.10%	--	-0.30%	--
26日（火）	タイ	4月	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	-$484M	--	$1495M	--
26日（火）	韓国	5月	消費者信頼感	--	--	104.0	--
26日（火）	フィリピン	3月	貿易収支	--	--	-$813M	--
26日（火）	シンガポール	4月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.50%	--
26日（火）	シンガポール	1Q	GDP(前年比)	2.20%	--	2.10%	--
28日（木）	フィリピン	1Q	GDP(前年比)	6.50%	--	6.90%	--
29日（金）	韓国	4月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.10%	--
29日（金）	タイ	4月	貿易収支	--	--	$3465M	--
29日（金）	タイ	4月	国際収支	--	--	$2223M	--
29日（金）	インド	1Q	GDP(前年比)	--	--	7.50%	--
中東欧・アフリカ							
5月15日（金）	ロシア	1Q	GDP(前年比)	-2.60%	-1.90%	0.40%	--
20日（水）	南アフリカ	4月	消費者物価指数(前年比)	4.60%	4.50%	4.00%	--
20日（水）	南アフリカ	3月	小売売上高(実質値、前年比)	4.10%	2.00%	4.20%	3.70%
20日（水）	トルコ	5月	指標ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	7.50%	7.50%	7.50%	--
20日（水）	ロシア	4月	鉱工業生産(前年比)	-1.20%	-4.50%	-0.60%	--
21日（木）	トルコ	5月	消費者信頼感指数	66.1	64.3	65.4	--
21日（木）	南アフリカ	5月	SARB政策金利発表	5.75%	5.75%	5.75%	--
22日（金）	ロシア	4月	実質小売売上高(前年比)	-8.10%	--	-8.70%	--
26日（火）	南アフリカ	1Q	GDP(前年比)	--	--	1.30%	--
29日（金）	南アフリカ	4月	貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	--	--	0.5B	--
ラテンアメリカ							
5月21日（木）	ブラジル	3月	経済活動(前年比)	0.70%	0.54%	-3.16%	--
21日（木）	メキシコ	1Q	GDP(前年比)	2.40%	2.50%	2.60%	--
21日（木）	メキシコ	3月	経済活動IGAE(前年比)	2.60%	2.65%	2.27%	--
25日（月）	メキシコ	1Q	経常収支	--	--	$5310M	--
26日（火）	ブラジル	5月	FGV消費者信頼感	--	--	85.60%	--
26日（火）	メキシコ	3月	小売売上高(前年比)	--	--	5.60%	--
26日（火）	ブラジル	4月	経常収支	--	--	$5736M	--
28日（木）	ブラジル	5月	FGVｲﾝﾌﾚIGPM(前年比)	--	--	3.55%	--
29日（金）	ブラジル	1Q	GDP(前年比)	-1.50%	--	-0.20%	--

（注）2015 年 5 月 22 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 1～4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	6.1968	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7533	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.769	63.640	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	13122	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1137.46	1093.94	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6017	3.70	3.63	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.469	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3354	1.37	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.445 ～ 32.040	30.550	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	33.43	32.8	32.4	32.0	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21625	21813	21650	21550	21600	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.8418 ～ 71.8030	49.9580	55.00	57.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	11.8459	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.7433	2.5916	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	3.0382	2.97	3.05	3.20	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.2257	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	19.535	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.727	15.614	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.862 ～ 1.946	1.902	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 ～ 11.188	11.073	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリンギ	(MYR)	32.092 ～ 34.334	33.565	32.97	34.16	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.757	2.718	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	90.65	89.05	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.918	3.963	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.621	3.72	3.83	3.91	3.95	3.90
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5712	0.5572	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	2.421	2.22	2.18	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	10.220	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	46.711	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	39.832	41.08	40.66	39.06	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ～ 8.199	7.952	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 22 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に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。