

## 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

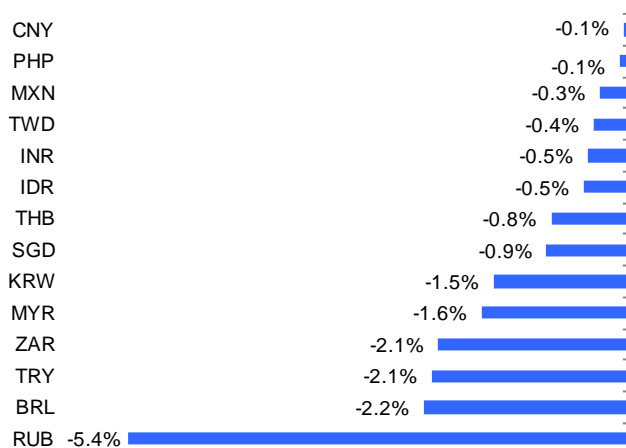
### 今週のエマージングマーケット

#### 米国利上げ観測再燃でドルが全面高

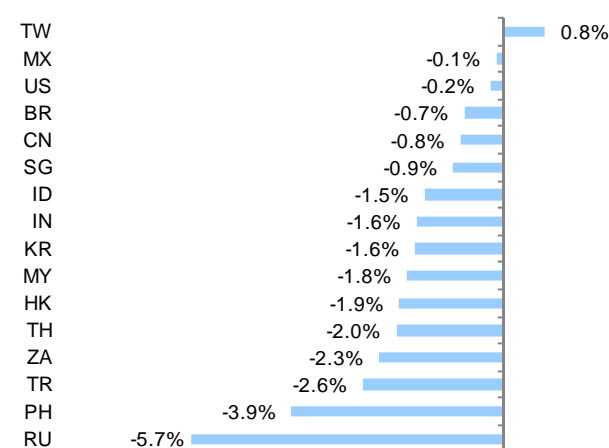
今週の新興国通貨は先週に引き続き下落した。週初は、先週末の良好な米4月消費者物価指数（CPI）とイエレンFRB議長の発言を背景とした年内利上げ観測の高まりから、ドルは広範な通貨に対して買われ新興国通貨は総じて軟化した。その後も発表された米4月経済指標（耐久財受注、新築住宅販売件数、消費者信頼感指数）がいずれも市場予想を上回る結果となるとドル買いは勢いを増し、新興国通貨は下げ幅を拡大した。

個別通貨では、約1か月ぶりの安値をつけた原油相場を嫌気してRUB（▲5.4%）とMYR（▲1.6%）が下落。RUBはロシア中銀による断続的なRUB売り介入（直近では26日に10億ルーブル）も影響した。TRYは▲2.1%下落。最新の世論調査にて6月の総選挙における公正発展党（AKP）の苦戦が明らかとなり、政治の先行き不透明感が再燃したことが背景にある。またBRLは4月経常赤字の悪化や、財政緊縮策を巡る議会内の対立が嫌気され▲2.2%軟化した。KRWは対ドルでの円安進行に連れて▲1.5%の下落。26日に企画財務部の崔長官が韓国中銀の利下げについて言及したことや、介入警戒感も重石となった。このほか、4月CPIが市場予想を大幅に下回ったSGD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

### 米雇用統計の重要性が高まる。結果次第でドル高巻き戻しも

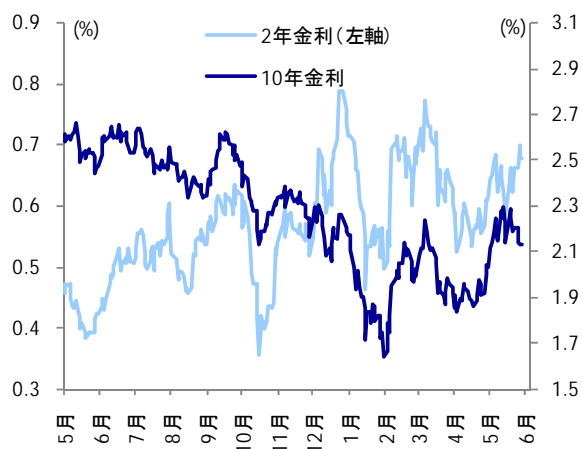
為替市場では9月利上げ  
期待が高まる

今週の外国為替市場ではドルが全面高。新興国通貨は明確に下落した。先週のイエレン議長の発言で米国の年内利上げ観測が再燃していたところに、筆者の予想に反して米国経済指標の上振れが相次いだことでドル買いが一気に加速した。この点、依然として初回利上げの織り込みが12月付近となっているFF金利先物カーブを見る限り、債券市場において利上げ時期を巡る議論は年内か2016年かのせめぎ合いとなっているようだが、為替市場における今週のドル買いの勢いは9月の利上げを織り込みに行く動きであるように思える。但し、米国経済指標は耐久財受注、新築住宅販売件数、消費者信頼感指数が市場予想を上回りはしたものの、いずれも1～3月の悪化分を取り戻すには至っておらず、4か月後の利上げを正当化するほどに米国経済が勢いを取り戻すかどうかを判断するには材料不足である。足許のドル高が続くかどうかはやはり来週5日(金)発表の米5月雇用統計にかかっており、結果次第でドルは今週の上昇分を全て吐き出す展開も考えられる。

来週は米雇用統計を控えて  
方向感が出にくい

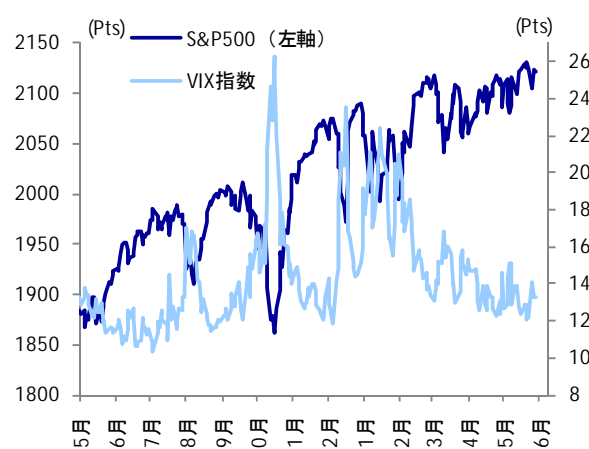
来週は米国にて5月ISM製造業景況指数、同非製造業、5月ADP雇用統計など月初の重要指標が発表となる。結果の善し悪しに市場は素直に反応すると思われるがあくまでトレンドを決定するのは5日(金)の雇用統計であろう。このほか、欧州では3日(水)にECB理事会が開催される。政策変更は予想されないが、会合後のドラギECB総裁記者会見がハト派の内容となればユーロの下落が新興国通貨にネガティブに影響する可能性がある。新興国では2日(火)にインド、3日(水)にブラジル、4日(木)にメキシコで金融政策決定会合が開催される。経済指標では各国5月製造業PMI、5月消費者物価指数(CPI)のほか、速報性の観点から韓国5月貿易収支等に注目が集まる。

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

### インド: 金融政策決定会合プレビュー

25bp の利下げを予想も  
リスクはタカ派サイドか

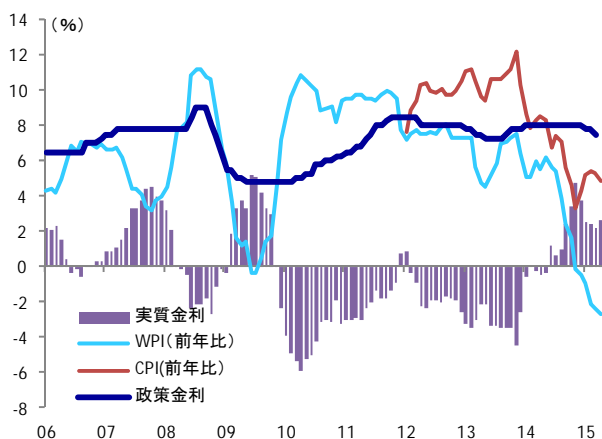
6月2日(火)に開催されるインド中銀(RBI)の金融政策決定会合は、25bpの利下げを予想する。4月7日の前回会合ではRBIは政策金利であるレポレート(Repo Rate)を7.5%に据え置いた。声明文では、先行きの物価が8月までに4%前後に低下した後、年末にかけて再び5.8%まで上昇するとの見通しが示されている。実際に、前回会合後に発表された4月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.87%と3月の同+5.25%から減速した。この間、国内景気は4月鉱工業生産の鈍化や4月製造業PMIの低下など精彩を欠いている。物価減速により実質金利も上昇傾向にあり、こうした状況はRBIの追加利下げを正当化するものである。ラジャン RBI 総裁も報道インタビューに対して「利下げを模索する」と発言するなど追加緩和に対して前向きな姿勢をみせている。但し、RBIが利下げのもう一つの条件として挙げてきた政府の財政規律強化については議論の余地が残る。特にモディ政権の目玉改革の一つである物品・サービス税(GST)導入法案の決議が夏の国会に持ち越されることとなり、今や2016年4月の制度導入が難しい状況となっていることは、直近のインド金融市場の軟調推移に鑑みても軽視すべきではない。モンスーン期入り後の国内食品価格上昇リスクや、原油価格の上昇など、物価見通しに係るアップサイドリスクも増大していることを踏まえれば、様子見という選択肢もあるのではないだろうか。

### ブラジル: 金融政策決定会合プレビュー

前回同様 50bp の利上げを  
予想  
タカ派姿勢を継続する公算

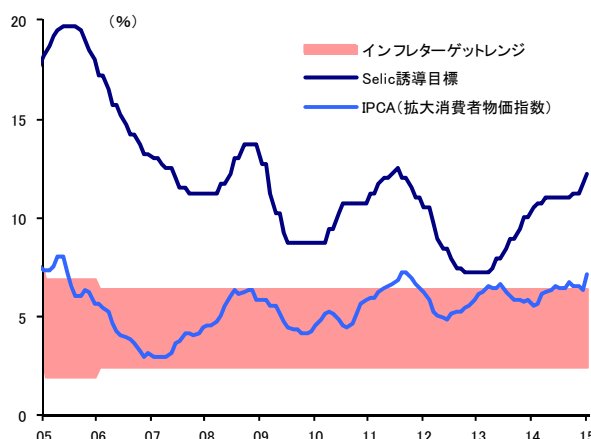
6月3日(水)のブラジル中銀(BCB)の通貨政策委員会(COPOM)では50bpの利上げを予想する。4月29日に開催された前回会合では、2014年10月に開始した利上げサイクルを継続し、全会一致で50bpの利上げを決定。政策金利のSelicレートは6年ぶりの高水準である13.25%に引き上げられた。声明文では、一部で予想された引き締めペースの緩和に関するシグナルはなく、3月会合時の文言がそのまま据え置かれた。さらに5月7日に公表さ

図表 3: インド 政策金利と物価



(資料) CEIC、みずほ銀行 ※実質金利は政策金利-CPI(前年比)

図表 4: ブラジル 政策金利と物価



(資料) CEIC、みずほ銀行

れた同会合の議事要旨は、最近の BRL 下落により物価見通しに係る状況の悪化を指摘したほか、インフレ率の政府目標中央値(+4.5%)の達成期限を2016 年末と具体的に設定するなど、タカ派と解せる内容となった。また 22 日にトンビニ BCB 総裁は議事要旨の内容同様にインフレ率の低下を目指す発言をしている。足許4月の拡大消費者物価指数(IPCA)は8.2%と高水準で推移しており、以上を踏まえるとBCBは6月会合でもこれまでと同様のペースで50bpの利上げを行い、タカ派の姿勢をみせる可能性が高いだろう。

### メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

メキシコ中銀は現状維持へ

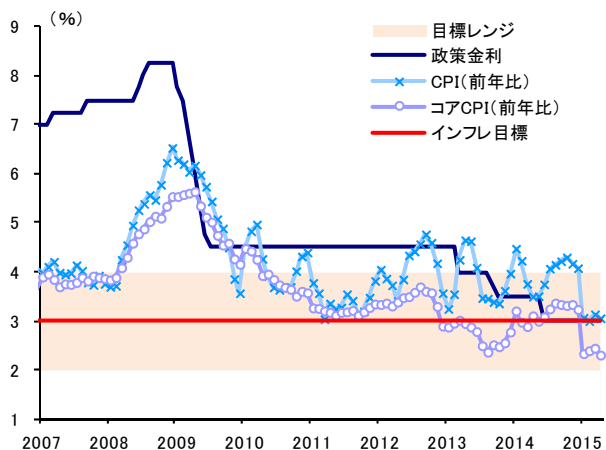
4 日(木)に開催されるメキシコ中銀の政策決定会合ではオーバーナイト金利の据え置きを見込む。メキシコ中銀は前回5月1日の会合にて全会一致で政策金利を過去最低の3.0%に据え置くことを決定した。同中銀は米国の利上げ開始に伴う資金流出を防ぐため、米国での動きに合わせて利上げを実施する方針を示している。先週の本欄でも書いたとおり、メキシコ中銀が20日に発表した1〜3月期インフレレポートはハト派の内容となった。物価見通しについては従来どおりの水準が維持されており、インフレへの警戒感是和らいでいる模様だ。もっとも、同中銀は次の政策変更が米国の出口戦略に合わせた利上げとなる可能性が高い旨を公言しており、景気及びインフレの鈍化にも拘わらず利下げは考えにくい。焦点は利上げの時期となるが、この点、直近の議事要旨やインフレレポートの内容から米国の利上げの後となる公算が大きい。

### シンガポール：4月CPIは予想を大きく下回るもデフレ懸念は無し

光熱費の低下は特殊要因  
物価は早晚上昇へ

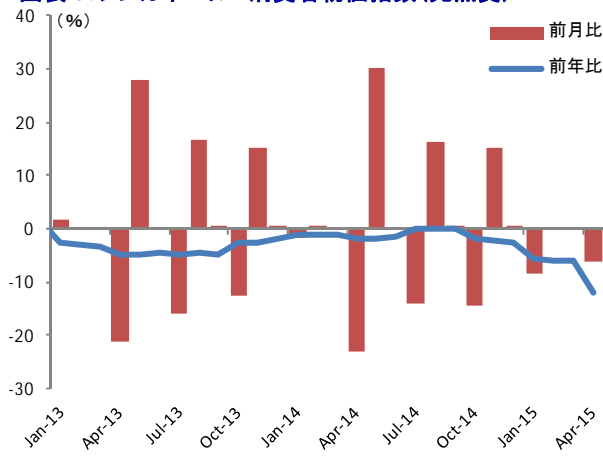
25日に発表されたシンガポール4月CPIは前年比▲0.5%と、市場予想(同+0.0%)を大きく下回り、3月の同▲0.3%から減速。家賃と自動車取得価格を除くコアCPIも同+0.4%と3月同+1.0%から減速した。但し、今回の結果をもってデフレリスクを警戒する必要はなく、金融通貨庁(MAS)の政策決定に及

図表 5: メキシコ 政策金利と物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 6: シンガポール 消費者物価指数(光熱費)



(資料)CEIC、みずほ銀行

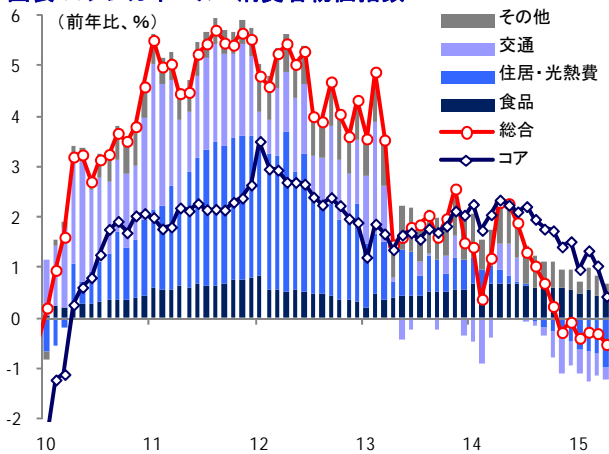
ぼす影響も限定的とみる。CPI の下振れはバスケット全体の 3.4%を占めるに過ぎない光熱費の大幅低下(前年比▲12.0%、寄与度:▲0.4pt)が主因であるが、これは政府の U-Save プログラム(中・低所得者向けの光熱費補助政策。1、4、7、10 月に実施される)による光熱費の一時的低下を反映したものとみられる。もちろん光熱費は昨年 10 月以降、継続的に低下しており、ここには原油価格下落の影響も出ているだろう。しかし、既に原油価格は値を戻しつつあり、この波及による物価下押し圧力は徐々に減退していく公算が大きい。このほか、エルニーニョ現象による食品価格上昇のリスクも勘案すると物価に係るリスクはむしろアップサイドであるといえよう。我々は同国 CPI が年後半には加速し、2016 年には+1.0%～+2.0%の間に落ち着くと予想しており、MAS も暫くは現行政策を据え置くとみている。

### フィリピン: 予想を上回る景気減速も、今後は緩やかに加速へ

2015 年は 6.0%成長を予想  
BSP は年内政策据え置きか

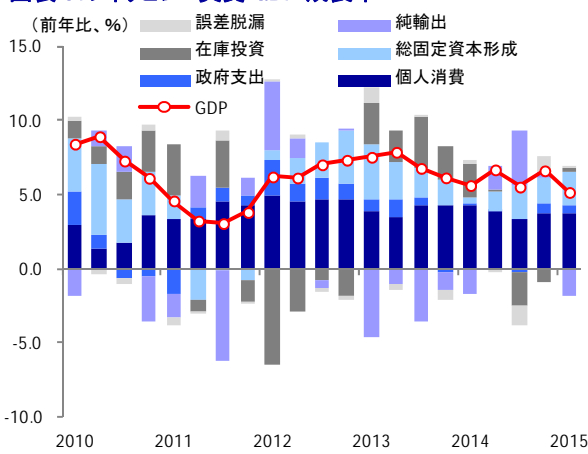
28 日に発表されたフィリピン 1～3 月期 GDP は前年比+5.2%と市場予想の同+6.6%を下回り、10～12 月期同+6.6%から減速した。減速の主因となったのは輸出の減少(前年比+1.0%、10～12 月期:同+12.8%)と、政府支出の鈍化(同+4.8%、10～12 月期:同+9.4%)である。一方、個人消費は 10～12 月期の同+5.0%から同+5.4%に加速した。以上の通り、1～3 月期 GDP は失望的な結果に終わったものの、同国景気は今後緩やかに加速し、2015 年通年では 6.0%成長を維持するものと予想する。メインエンジンは 1～3 月期も堅調だった個人消費で、OFW(フィリピン人海外労働者)送金の増加やインフレ低下による実質購買力の増大がサポート要因となろう。また 4～6 月期以降は、GDP 比 4%に上る政府のインフラ投資促進計画が徐々に反映されてくるとみる。一方、外需は引き続き足かせになるだろうが、世界経済の持ち直しとともに下押し圧力は緩和していく可能性が高い。他方、こうした景気の見通しと足許の原油価格の持ち直しを踏まえてフィリピン中銀(BSP)は年内政策金利を据え置くと予想する。

図表 7:シンガポール 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 8:フィリピン 実質 GDP 成長率



(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
<b>エマージングアジア</b>						
5月22日(金)	マレーシア	4月 消費者物価指数	2.20%	1.80%	0.90%	--
25日(月)	シンガポール	4月 消費者物価指数	0.00%	-0.50%	-0.30%	--
26日(火)	タイ	4月 貿易収支(通関ベース)	-\$780M	-\$523M	\$1495M	--
26日(火)	韓国	5月 消費者信頼感	--	105.0	104.0	--
26日(火)	フィリピン	3月 貿易収支	-\$409M	\$264M	-\$813M	-\$837M
26日(火)	シンガポール	4月 鉱工業生産(前年比)	-3.60%	-8.70%	-5.50%	--
26日(火)	シンガポール	1Q GDP(前年比)	2.20%	2.60%	2.10%	--
28日(木)	フィリピン	1Q GDP(前年比)	6.60%	5.20%	6.90%	6.60%
29日(金)	韓国	4月 鉱工業生産(前年比)	--	-2.70%	-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)	マレーシア	4月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	7.90%	--
29日(金)	インド	1Q GDP(前年比)	--	--	7.50%	--
6月1日(月)	韓国	5月 貿易収支	\$6350M	--	\$8488M	\$8498M
1日(月)	中国	5月 製造業PMI	50.2	--	50.1	--
1日(月)	中国	5月 非製造業PMI	--	--	53.4	--
1日(月)	タイ	5月 消費者物価指数(前年比)	-1.07%	--	-1.04%	--
1日(月)	インドネシア	5月 消費者物価指数(前年比)	7.00%	--	6.79%	--
2日(火)	韓国	4月 国際収支:経常収支	--	--	\$10391.0M	--
2日(火)	韓国	5月 消費者物価指数(前年比)	0.40%	--	0.40%	--
3日(水)	インドネシア	5月 消費者信頼感指数	--	--	107.4	--
4日(木)	韓国	1Q GDP(前年比)	--	--	2.40%	--
5/28-6/4	インドネシア	4月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	16.00%	16.30%
5日(金)	フィリピン	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.20%	--
5日(金)	マレーシア	4月 貿易収支MYR	--	--	7.82B	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
5月22日(金)	ロシア	4月 実質小売売上高(前年比)	-8.10%	-9.80%	-8.70%	--
26日(火)	南アフリカ	1Q GDP(前年比)	--	2.10%	1.30%	--
29日(金)	南アフリカ	4月 貿易収支(ラント)	--	--	0.5B	--
3日(水)	トルコ	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.91%	--
1日(月)	南アフリカ	5月 鉱工業生産PMI	--	--	45.4	--
6/4-6/5	ロシア	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	16.40%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
5月25日(月)	メキシコ	1Q 経常収支	-\$7092M	-\$9446M	-\$5310M	-\$5083M
26日(火)	メキシコ	3月 小売売上高(前年比)	4.50%	5.50%	5.60%	--
26日(火)	ブラジル	4月 経常収支	-\$6775M	-\$6901M	-\$5736M	-\$5818M
28日(木)	ブラジル	5月 FGVインフレーションPMI(前年比)	4.08%	4.11%	3.55%	--
29日(金)	ブラジル	1Q GDP(前年比)	-1.80%	--	-0.20%	--
6月1日(月)	メキシコ	4月 送金総額	--	--	\$2257.9M	--
2日(火)	メキシコ	5月 IMEF製造業指数(季調済)	--	--	51.4	--
2日(火)	メキシコ	5月 IMEF非製造業指数(季調済)	--	--	51.3	--
2日(火)	ブラジル	5月 貿易収支(月次)	--	--	\$491M	--
2日(火)	ブラジル	4月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.50%	--

(注)2015年5月29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
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ～ 6.2779	6.2014	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	63.808	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	13223	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1137.46	1106.12	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6417	3.70	3.63	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.597	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3480	1.37	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.445 ～ 32.040	30.601	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	33.76	32.8	32.4	32.0	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21625	21810	21650	21550	21600	21600	21600
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	48.8418 ～ 71.8030	52.6804	55.00	57.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	12.1393	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.7433	2.6567	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 3.3148	3.1628	2.97	3.05	3.20	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.3138	15.50	15.50	15.00	14.70	14.30
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 19.533	19.968	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.727	15.972	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.862 ～ 1.946	1.941	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.937	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 11.188	11.170	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	34.021	32.97	34.16	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.757	2.777	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	91.86	89.05	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.918	4.046	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.668	3.72	3.83	3.91	3.95	3.90
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5712	0.5703	0.56	0.58	0.58	0.58	0.57
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.418	2.351	2.22	2.18	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	10.201	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	46.616	45.19	45.09	45.45	45.00	44.29
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ～ 46.148	39.158	41.08	40.66	39.06	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ～ 8.199	8.087	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29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。