

The Emerging Market Weekly

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

齋藤 周
03-3242-7065
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

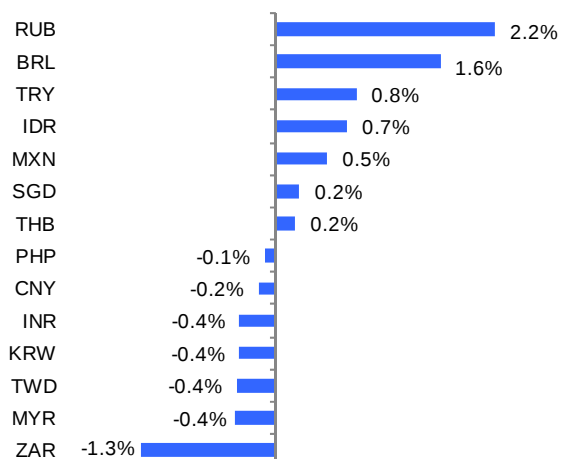
今週のエマージングマーケット

原油価格が下げ止まったことを受けて、資源国通貨が上昇

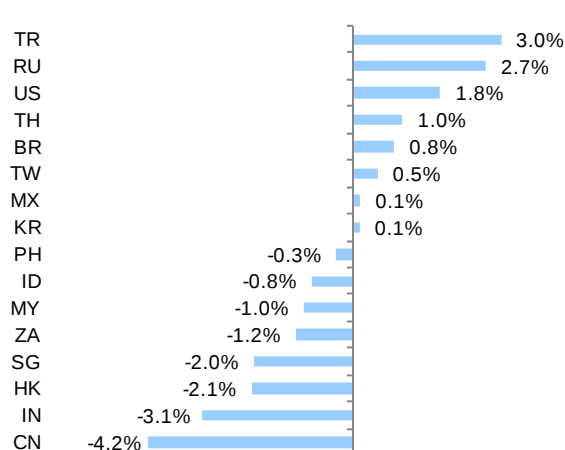
今週の新興国通貨は、落ち着いた値動きとなる通貨が目立った。先週末、EU 首脳会議を控える中、英国の EU 離脱が懸念され、主要国通貨に対し GBP が急落するも、新興国通貨への影響は限定的となった。週初、原油価格と米株式市場が反発すると、資源国通貨を始めとした新興国通貨は堅調な値動きとなった。23 日、サウジアラビア石油相の「減産は無い」との発言を背景に原油価格が下落し、資源国通貨は連れ安となるも、24 日に発表された米週間石油在庫統計でガソリン在庫の減少が明らかとなると、再び原油価格は上昇し、資源国通貨を中心に新興国通貨は値を戻す展開となった。同日に発表された米 1 月新築住宅販売件数など冴えない米経済指標の結果を受け、ドル高の勢いが後退したことも、新興国通貨の持ち直しに繋がった。25 日も原油価格は続伸し、資源国通貨の上昇幅は拡大した。

個別通貨で見ると、原油価格が下げ止まったことを受けて RUB (+2.2%) と BRL (+1.6%) は上昇した。BRL は大手格付け会社がブラジル国債を格下げしたことを受け、一時下落するも、原油価格の反発により値を戻している。一方、南アフリカ財務省は 2016 年度の予算案を発表し、成長支援よりも財政健全化に重きを置いた内容としたものの、投資家の不安は払拭できず、ZAR (▲1.3%) は売られた。

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) ブルームバーク

エマージングマーケット短期見通し

新興国の財政に関する見通しが焦点になりつつある

財政を巡る議論が新興国通貨市場で注目を集める

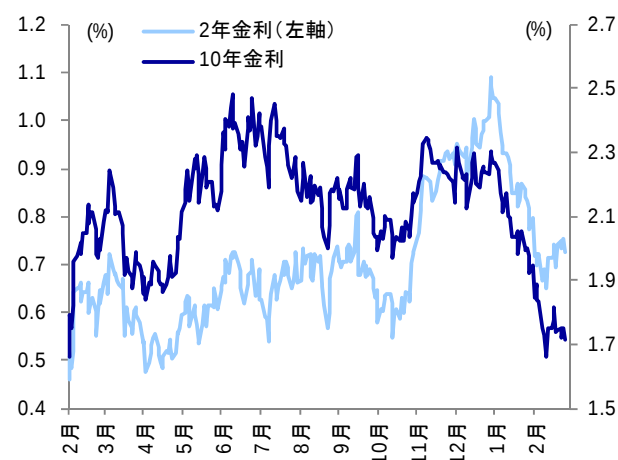
今週の新興国通貨市場では、CNY がドルインデックスに沿った動きを続け、また原油価格もレンジ内推移となったことから、週を通して多くの通貨で小幅な値動きとなった。新興国通貨を動かしてきた米国金融政策、中国為替政策、原油価格といった共通要因に目立った動きがない中、個別の要因、とりわけ財政を巡る議論が新興国通貨市場で注目を集めつつある。

29日発表予定の2016年度インド予算に注目が集まる

今週については、24日に発表された南アフリカ（以下、南ア）の緊縮財政が、前提となる GDP 見通しが市場予想よりも楽観的で、かつ歳入増加策の切り札と見られていた消費税増税を来年度以降に見送ったことで、市場の失望を誘い ZAR は独歩安となった。また、ブラジルについても、大手格付け会社ムーディーズによる格下げが行われるなど、政府の財政運営に懸念が高まり、一時 4.00 を超えて BRL 安が進んだ。こうした中、29日（月）にインドの 2016 年度予算が発表される。昨年 11 月に貸金委員会が公務員の給与総額を+23.55%引き上げること勧告しており、引き上げ総額は対名目 GDP 比で+0.65%になる。しかしながら、昨年の中期財政計画において、2016 年度の財政赤字額は対 GDP 比▲3.5%と 2015 年度(▲3.9%)から更なる削減が求められており、モディ政権は勧告を受け入れつつ、財政赤字を抑制しながら、成長力向上に繋がるインフラ投資など投資支出の削減を回避するという難しい舵取りを強いられている。昨年度予算において財政赤字目標を先送りした前例に照らせば、財政赤字目標達成を諦める可能性が高く、今週の南アと同様に政府の財政運営に対して懸念が高まることから、来週の INR は急落リスクが高いと言えよう。

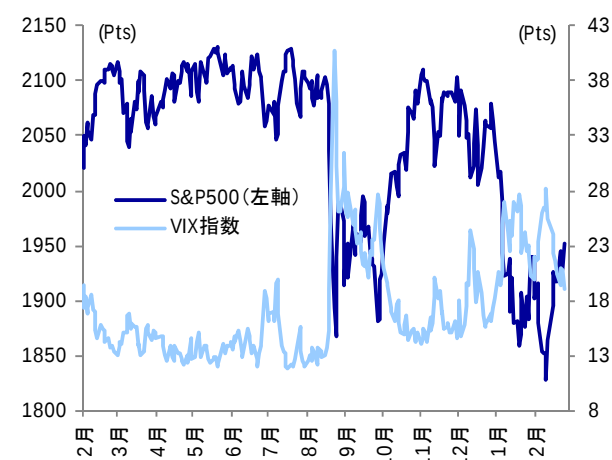
こうした要因のほかに、4日（金）に米2月雇用統計を控え投機筋のポジション運営が抑制的になると予想される中、月末・月初に絡む実需の動きなど個別要因が、来週の各新興国通貨を動かすだろう。

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

ブラジル: 金融政策決定会合プレビュー

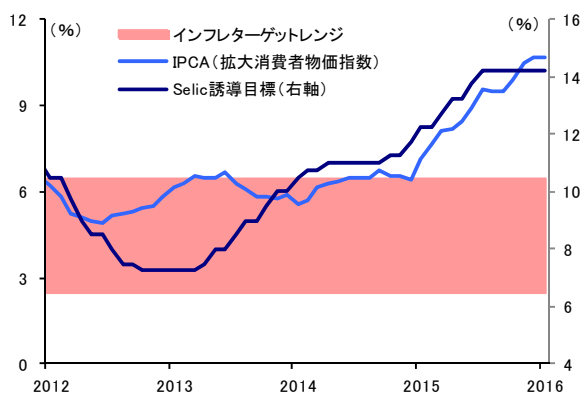
景気下支えを理由に BCB は金融政策を据え置きを予想

3 月 3 日 (木) に開催されるブラジル中銀 (BCB) の金融政策決定会合 (COPOM) では現状の政策金利 14.25% が維持されると予想する。前回 1 月 21 日の COPOM では、6 対 2 で市場予想 (50bp の利上げ) に反して政策金利の据え置きが決定された。声明文では「足許のリスクバランス、国内外での不確実性の増大」に対する言及が追加されており、それが現状維持の理由とされている。なお、トンビニ BCB 総裁は前回 COPOM 直前の 19 日にそれまでのインフレ抑制姿勢の転換を示唆する声明を突如として発表しており、背景には与党である労働党などによる利上げ見送り要求があったとも考えられている。COPOM 後に発表された 1 月拡大消費者物価指数 (IPCA) は前年比+10.7%と 12 月 (同+10.7%) から概ね横這いに止まっている一方、12 月鉱工業生産は同▲11.9% (11 月: 同▲12.4%) と引き続き 2009 年以來のマイナスとなっており、景気は依然として回復の兆しが見えない。そのため、BCB は景気下支えを理由に現状政策を維持するだろう。

大手格付け会社全てにおいて、投資適格級を喪失

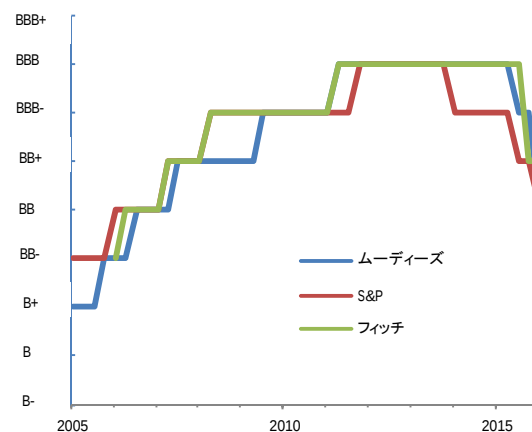
なお、17 日に大手格付け会社スタンダード・アンド・プアーズがブラジル国債の格付けを、投機的等級の中で最上級である BB+ から BB へと引き下げ、25 日には大手格付け会社ムーディーズが、ブラジル国債の格付けを投資適格級の Baa3 から、投機的等級の Ba2 に 2 段階引き下げたと発表した。これで大手格付け 3 社全てにおいて、ブラジル国債は投機的等級となった。各社とも財政再建が進まない可能性を懸念しており、見通しをネガティブとしている。しかしながら、政府は既存の財政黒字目標から、財政赤字も許容できる財政目標バンド制への変更を検討するなど、財政規律が引き締まる兆しはない。こうした政府の対応から、今後も格下げが続く可能性が高く、ブラジルは資本流出圧力に晒され続けることから、BRL 安が進むと予想する。

図表 3: ブラジル 政策金利と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 4: ブラジル格付け推移



(資料)各種報道、みずほ銀行

シンガポール：消費者物価指数は減少が継続

MAS は引き続き、インフレ率の緩やかな上昇を見込む

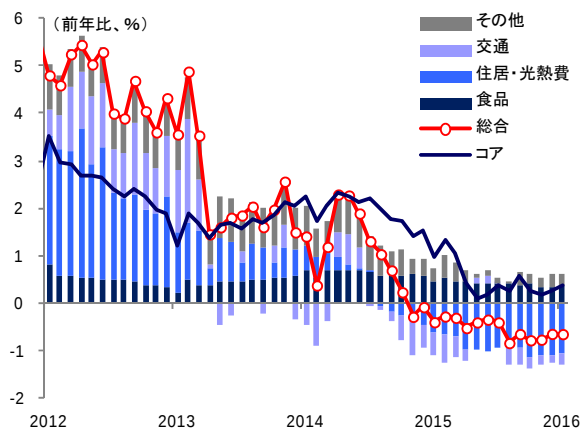
23日に発表されたシンガポール1月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.6% (12月：同▲0.6%)と減少が続いている。一方、家賃と自動車取得価格を除くコアCPIは同+0.4%(12月：同+0.3%)と僅かに加速した。内訳をみると食品(12月：同+1.5%→1月：同+1.7%)や衣類・靴(12月：同+1.5%→1月：同+2.6%)が伸びをみせる一方、輸送費(12月：同▲0.9%→1月：同▲1.5%)や通信費(12月：同▲0.1%→1月：同▲0.7%)が減速した。この結果を受けて、シンガポール金融管理局(MAS)と通商産業省(MIT)は2016年のインフレ率見通しを、▲0.5%～+0.5%から▲1.0%～+0.0%に下方修正した。MASとMITは原油価格がここ数か月で大幅に下落したこと、年初の車両購入権(COE)価格が予想以上に下落したことが下方修正の理由だとしている。しかし、原油関連項目の比重が小さいことや、民間輸送コストが対象外であることが背景に、コアインフレ率の見通しについては、従来の+0.5%～+1.5%を維持した。これは、MASがインフレ率の上昇余地は引き続き大きいと考えていることを示している。よって、4月に予定されている金融政策決定会合にて、MASは現状政策を据え置く予想する。

トルコ：金融政策決定会合レビュー

インフレ圧力は高まるも、トルコ中銀は政策金利を据え置き

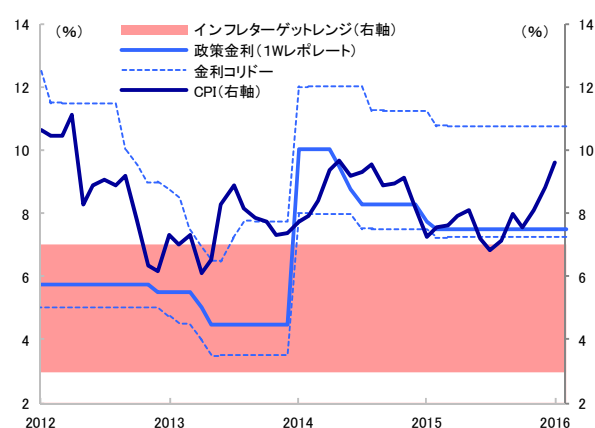
トルコ中銀(CBRT)は23日に開催された金融政策決定会合にて、現状政策の維持を決定した。会合前の3日に発表された1月CPIは前年比+9.6%(12月：同+8.8%)と加速し、CBRTのインフレ目標である+5.0%から更に乖離する結果となった。しかし、声明文は前回会合(1月19日)から大きな変更はなく、引き続き物価動向を注視しながら引き締めスタンスを維持するとした。市場で利上げを伴って実施されると予想されていた金融政策簡素化については、前回の声明文と同様に削除されたままであった。インフレ率が加速する中でも、CBRTが利上げに踏み切らないのは、景気

図表 5: シンガポール 消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: トルコ 政策金利と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

下支えを理由に、政府から政策金利の据え置きを求める圧力がかかっているためだと考えられる。また、バシチュ CBRT 総裁の任期が 4 月に切れることも、CBRT が積極的に利上げを行いにくくしている可能性がある。今後も、インフレ率の上昇が実態経済へ大きな影響を及ぼさない限り、利上げ回避に向けた政治的圧力は続き、CBRT は政策金利を据え置き続けるだろう。

メキシコ：建設業を中心に GDP が減速

米利上げに追随し、政策金利を引き上げたことも景気を下押し

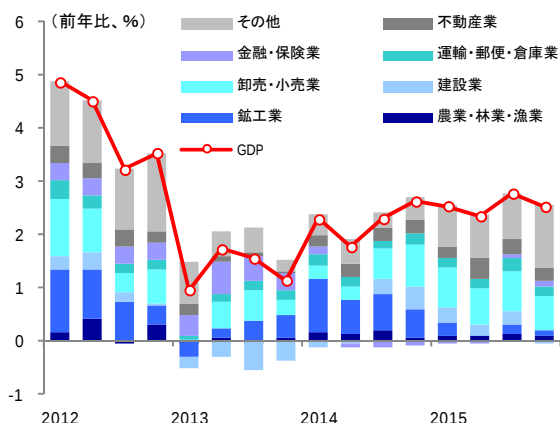
23 日に発表されたメキシコ 10～12 月期 GDP（確報）は前年比+2.5%と速報（同+2.8%）から下方修正され、7～9 月期（同+2.6%）を下回る結果となった。確報で公表される産業別の内訳を前年比寄与度でみると、金融・保険（7～9 月期：+0.08%pt→10～12 月期：+0.12%pt）や情報サービス（+0.36%pt→+0.61%pt）などがプラスに寄与した。一方、原油価格の下落や石油企業の減産を背景に鉱工業（+0.20%pt→+0.11%pt）が減速したほか、建設業（+0.26%pt→▲0.04%pt）も全体を下押しした。また、昨年 12 月に米国に追随して行った利上げも景気の重石となった模様である。メキシコ中銀（BOM）のカルステンズ総裁は、昨年 12 月に最大の貿易相手国である米国経済の好調を理由に 2016 年の成長率は+3%を上回ると発言した。しかし、足許にかけては米国経済の好調にも陰りがみられており、BOM の見通しには高い下ぶれリスクがあると考ええる。

マレーシア：1 月消費者物価指数は、2014 年 3 月来の高い伸びを記録

昨年 1 月の燃料費が大幅に低下した影響が出る

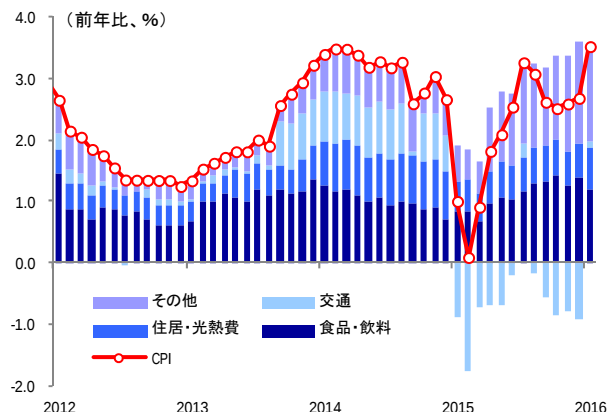
24 日に発表されたマレーシア 1 月 CPI は前年比+3.5%（市場予想：同+3.7%、12 月：同+2.7%）と市場予想を下回るも、前月から加速し、2014 年 3 月以来の大幅な上昇となった。内訳をみると、食品・飲料（12 月：同+4.6%→1 月：同+3.9%）、通信費（12 月：同+3.3%→1 月：同+0.9%）

図表 7：メキシコ 実質 GDP



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8：マレーシア 消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

が減速するも、住居・光熱費（12月：同+2.5%→1月：同+3.1%）、交通費（12月：▲6.2%→1月：同+0.6%）が加速し、伸び率拡大の主因となった。光熱費や交通費の加速は、2015年1月に燃料小売価格が固定価格制度から市場実勢に合わせて変化する管理フロート制度に変更されたことに伴い、価格が大幅に下がったことが影響している。足許の景気鈍化を受けてマレーシア中銀（BNM）は1月の会合で預金準備率を引き下げるなど、緩和姿勢を強めている。しかし、1月CPIの上昇を受けて、BNMの利下げ余地は縮小したといえるだろう。

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	前回は	修正値
エマージングアジア						
2月19日 (金)	フィリピン	12月 海外送金(前年比)	0.5%	4.9%	3.2%	-6.2%
24日 (水)	シンガポール	4Q GDP(改定値/前年比)	1.8%	1.8%	2.0%	--
24日 (水)	フィリピン	12月 貿易収支	-\$1400M	-\$603M	-\$977M	--
24日 (水)	マレーシア	1月 消費者物価指数	3.7%	3.5%	2.7%	--
25日 (木)	タイ	1月 貿易収支(通関ベース)	\$213M	--	\$1487M	--
29日 (月)	タイ	1月 貿易収支	--	--	\$3220M	--
29日 (月)	タイ	1月 国際収支：経常収支	--	--	\$4879M	--
29日 (月)	マレーシア	1月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	3.7%	--
3月1日 (火)	韓国	2月 貿易収支	--	--	\$5300m	\$5202m
1日 (火)	中国	2月 製造業PMI	49.5	--	49.4	--
1日 (火)	中国	1月 非製造業PMI	--	--	53.5	--
1日 (火)	中国	2月 Caixin中国PMI製造業	48.5	--	48.4	--
1日 (火)	タイ	2月 消費者物価指数(前年比)	-0.6%	--	-0.5%	--
1日 (火)	インドネシア	2月 消費者物価指数(前年比)	--	--	4.1%	--
1日～10日	インドネシア	2月 消費者信頼感指数	--	--	112.6	--
3月2日 (水)	韓国	1月 国際収支：経常収支	--	--	\$7459.5m	--
2日 (水)	シンガポール	2月 購買部景気指数	--	--	49.0	--
3日 (木)	韓国	2月 消費者物価指数(前年比)	1.0%	--	0.8%	--
3日 (木)	中国	2月 Caixin中国PMIサービス業	--	--	52.4	--
3日 (木)	タイ	2月 消費者信頼感	--	--	75.5	--
4日 (金)	フィリピン	2月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.3%	--
4日 (金)	マレーシア	1月 貿易収支MYR	--	--	7.99b	--
4日 (金)	インド	4Q 国際収支：経常収支	--	--	-\$8.21b	--
中東欧・アフリカ						
2月18日 (木)	ロシア	1月 実質小売売上高(前年比)	-8.5%	-7.3%	-15.3%	--
19日 (金)	トルコ	2月 消費者信頼感指数	71.2	66.6	71.6	--
23日 (火)	トルコ	2月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
29日 (月)	南アフリカ	1月 貿易収支(ラント)	--	--	8.2B	--
3月1日 (火)	南アフリカ	4Q GDP(前年比)	--	--	1.0%	--
3日 (木)	トルコ	2月 消費者物価指数(前年比)	--	--	9.6%	--
4日～9日	ロシア	2月 消費者物価指数(前年比)	--	--	9.8%	--
ラテンアメリカ						
2月22日 (月)	メキシコ	12月 小売売上高(前年比)	6.1%	3.4%	5.7%	--
23日 (火)	ブラジル	2月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	10.7%	10.8%	10.7%	--
23日 (火)	メキシコ	12月 経済活動IGAE(前年比)	2.5%	2.6%	2.7%	--
23日 (火)	メキシコ	4Q GDP(確報値/前年比)	2.5%	2.5%	2.5%	2.8%
26日 (金)	メキシコ	4Q 経常収支	-\$7850M	--	-\$8856M	--
3月2日 (水)	メキシコ	1月 送金総額	--	--	\$2188.0m	--
2日 (水)	メキシコ	2月 IMEF製造業指数(季調済)	--	--	51.5	--
2日 (水)	メキシコ	2月 IMEF非製造業指数(季調済)	--	--	50.2	--
2日 (水)	ブラジル	2月 貿易収支(月次)	--	--	\$923m	--
2日～3日	ブラジル	SELICレート	--	--	14.25%	--
3月3日 (木)	ブラジル	4Q GDP(前年比)	--	--	-4.5%	--
4日 (金)	ブラジル	1月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-11.9%	--
4日 (金)	メキシコ	12月 総設備投資	--	--	-0.4%	--

(注)2016年2月26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

		2016年 1月(実績)	SPOT	2016年 3月	6月	9月	12月	2017年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4904 ~ 6.5962	6.5335	6.70	6.65	6.55	6.40	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7706	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ~ 68.258	68.710	68.5	68.0	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13616 ~ 14002	13413	14300	14100	13750	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ~ 1216.23	1238.77	1230	1220	1200	1190	1170
マレーシアリング	(MYR)	4.1120 ~ 4.4415	4.2245	4.40	4.32	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ~ 48.069	47.637	48.0	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4090 ~ 1.4444	1.4016	1.44	1.41	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ~ 33.791	33.378	34.20	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.67	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ~ 22520	22325	22600	22800	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ~ 85.9573	75.2951	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.4086 ~ 17.9169	15.5903	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.9138 ~ 3.0614	2.9285	3.00	3.20	3.35	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.9601 ~ 4.1720	3.9565	4.20	4.31	4.35	4.40	4.40
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ~ 18.8024	18.1309	18.50	18.00	17.50	17.30	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.627 ~ 18.563	17.255	18.06	17.59	17.86	18.13	18.11
香港ドル	(HKD)	14.831 ~ 15.615	14.531	15.59	15.08	15.08	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.702 ~ 1.823	1.642	1.77	1.72	1.77	1.80	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ~ 0.890	0.842	0.846	0.830	0.851	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.536 ~ 10.267	9.143	9.84	9.59	9.75	9.75	9.83
マレーシアリング	(MYR)	26.394 ~ 29.357	26.528	27.50	27.08	27.86	28.36	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.409 ~ 2.570	2.353	2.52	2.46	2.52	2.54	2.58
シンガポールドル	(SGD)	80.49 ~ 85.54	80.56	84.03	82.98	84.78	85.93	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.443 ~ 3.671	3.383	3.54	3.44	3.49	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.194 ~ 3.410	3.165	3.27	3.21	3.25	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5176 ~ 0.5482	0.5061	0.54	0.51	0.51	0.50	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.676	1.500	1.68	1.70	1.80	1.93	1.77
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.241	7.81	7.80	7.55	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	37.892 ~ 41.265	38.544	40.33	36.56	34.93	33.14	32.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.025 ~ 30.486	28.536	28.81	27.15	26.90	26.36	26.14
メキシコペソ	(MXN)	6.227 ~ 7.018	6.228	6.54	6.50	6.69	6.71	6.76

(注)1. 実績の欄は1月29日まで。SPOTは2月26日の8時10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。