

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

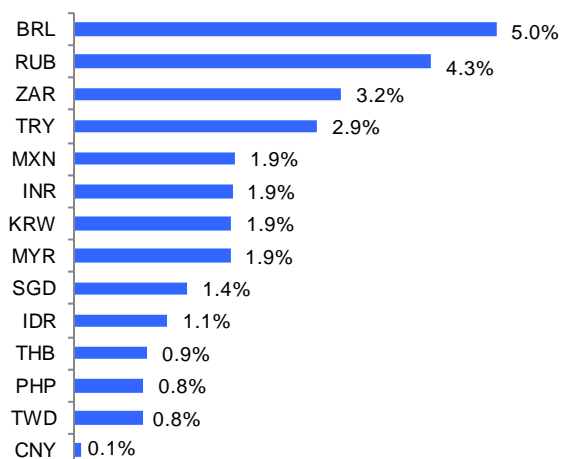
今週のエマージングマーケット

米経済指標の改善や中国の金融緩和を受けてリスクセンチメントが高まる

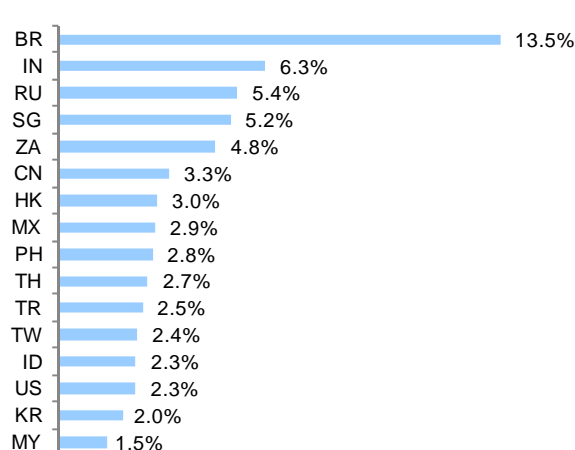
今週の新興国通貨は総じて上昇した。先週末に発表された米 10~12 月期 GDP (2 次速報値) の結果が市場予想を上回り、米経済先行きへの懸念が和らぐと、リスクセンチメントが回復。原油価格の上昇もあり、資源国通貨を中心に新興国通貨は堅調に推移した。週初、29 日に中国人民銀行 (PBoC) が預金準備率の引き下げを決定し、新興国経済の先行きに対する懸念が後退すると、新興国通貨は底堅さを増す展開となった。その後発表された米経済指標 (2 月 ISM 製造業景気指数、1 月建設支出、2 月 ADP 雇用統計) の結果が良好だったため、一時ドル高の展開となるも、原油価格などリスク資産が上昇するに連れ、新興国通貨も堅調に推移した。

個別通貨でみると、原油価格の上昇を背景に RUB (+4.3%)、MYR (+1.9%)、MXN (+1.9%) は上昇。BRL (+5.0%) は原油価格に加え、中国の景気刺激策への期待から強含んだ。南アフリカではゴードン財務相と不仲が報道されていたズマ大統領が、報道を正式に否定したことで ZAR (+3.2%) は上昇した。TRY (+2.9%) は、2 月消費者物価指数が前年比▲8.78%と市場予想 (同▲9.40%) を大きく下回ったことが好感された。また、INR (+1.9%) は 2 月 29 日に発表された 2016 年度予算案が財政健全化目標を堅持したことが好材料視されて買われた。

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) ブルームバーグ

エマージングマーケット短期見通し

リスクセンチメントの回復が、新興国通貨の値動きを堅調に

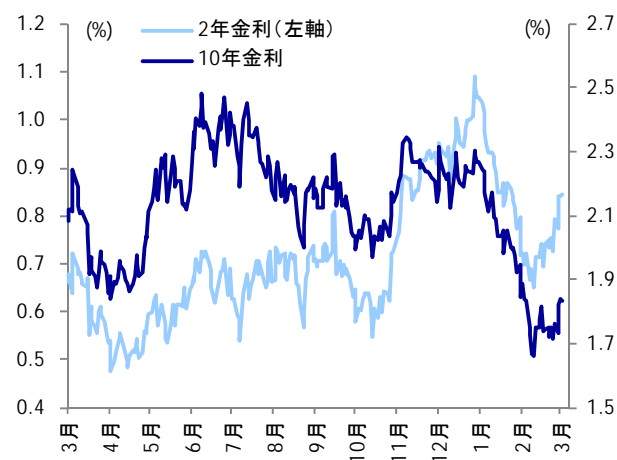
来週の注目は、新 5 か年計画が発表される全人代

今週の新興国通貨市場は、中国の預金準備率引き下げや、インドの 2016 年度予算案において財政健全化目標が堅持されたこと、また米経済指標の改善を受けてリスクセンチメントが回復したことにより、買い優勢の展開となった。また、米原油需要が増加したことを背景に原油価格が値を伸ばしたことも、資源国通貨を中心に新興国通貨の堅調な値動きに繋がった。

来週については、5 日（土）から開催される全国人民代表大会（以下、全人代）、8 日（火）に発表される中国 2 月貿易統計、及び 10 日（木）の ECB 理事会が新興国通貨の注目材料となるだろう。中国の第 13 次 5 か年計画（2016～2020 年）が発表される全人代には、特に注目が集まると考える。GDP 目標値については、昨年末の経済工作会議で議論された通り、従来の+7.0%前後から+6.5%～+7.0%に下方修正されることが見込まれる。また、減速が続く国内経済を下支えするために、2015 年の財政赤字目標値（対 GDP 比▲2.3%）を、2016 年については同▲3.0%まで拡大すると市場では予想されている。26～27 日に開催された G20 において、楼財務相が積極的な財政政策の活用について言及しており、市場予想通り財政赤字の拡大が発表されると考える。財政刺激策の積極的な活用が確認できれば、新興国経済の先行きに対する懸念が後退し、週初から新興国通貨は底堅い値動きとなるだろう。

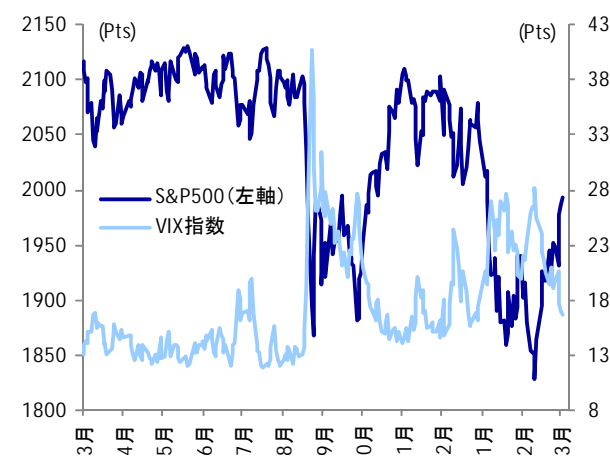
また、10 日（木）の ECB 理事会にて追加緩和策の発表とドル高・EUR 安の動きが想定されるも、全人代の結果を受けた資本流入によって、新興国通貨に与える影響は限定的になると想定する。そのため、イベントは多数あるも、来週の新興国通貨は底堅い動きになると予想する。リスクとしては、本日（4 日）発表の米 2 月雇用統計の内容が、予想対比大幅に悪化し、週初からリスクオフムードになることが挙げられる。

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

マレーシア: 金融政策決定会合プレビュー

CPI 上昇を受けて、BNM は金利据え置きを決定すると予想

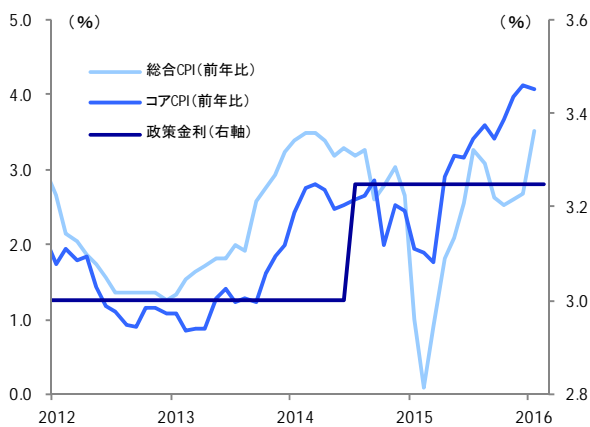
9日(水)に開催されるマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合では現状政策の維持を予想する。前回会合(1月21日)でBNMは市場予想通り政策金利を3.25%と8会合連続で据え置くことを決定した。声明文では、世界経済について緩やかに回復しているものの、先進国の景気回復は当初想定していたほど堅調ではないと述べた。また、新興国の経済成長は鈍化しており、金融市場の不安定な動きや不透明感の高まりが世界経済成長の下振れリスクであるとし、国内景気に対しても内需が引き続き経済のけん引役となっているものの、今後は伸びが鈍化するリスクがあるとした。一方、インフレの見通しについては、公共料金の上昇やMYR安を背景に年初から加速することが予想されるも、4~6月期に入れば伸びは緩やかになるとの楽観的な見通しを示した。実際、会合後の2月24日に発表されたマレーシア1月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.5%(12月:同+2.7%)と加速している。CPIの動向を見極めるために、BNMは利下げを当面見送るだろう。

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

韓国金融市場が安定推移を続ければ、利下げを実行か

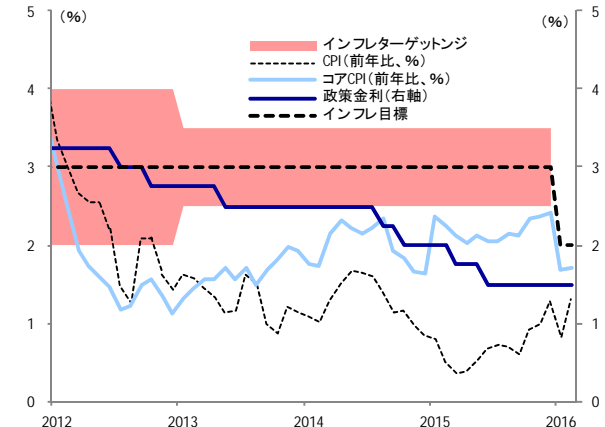
10日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、世界経済に対する懸念の後退と、KRWの安定推移が続けば、政策金利を25bp引き下げて、1.25%にすると予想する。前回2月の会合では1人の委員が利下げ票を投じたものの、8回連続の現状維持が決定された。利下げを主張したのは元来よりハト派として知られているHa Sung-Keun委員であり、BOK内でも徐々に国内景気悪化への警戒感が高まっている模様だ。実際、声明文では外部経済の認識が悲観的になっているほか国内経済についての評価も下方修正されており、李BOK総裁は追加緩和余地への言及を行っている。前回会合後に発表された

図表3: マレーシア 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: 韓国 政策金利と消費者物価指数



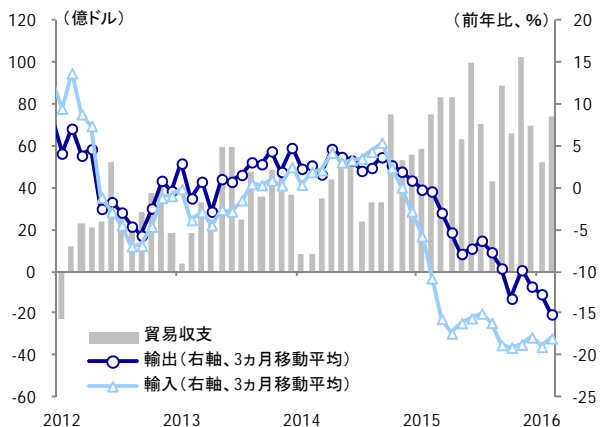
(資料)各種報道、みずほ銀行

経済指標を見ると、2月消費者信頼感は3か月連続で低下したほか、2月輸出は前年比▲12.2%と大幅減が続いており、BOK が利下げに踏み切る素地は整っている。それでも、前回会合で利下げを見送ったのは、李総裁のコメントや議事要旨でもあるように、「金融市場が不安定な動きを続ける中で利下げを実行すれば、市場をより不安定なものにしてしまう」からである。しかしながら、KOSPI 指数が年初来高値を更新し、一時期 2010 年来の安値をつけた KRW も切り返すなど、韓国金融市場は安定を取り戻しつつある。斯かる状況が続けば、前回会合で懸念していた金融市場の反応を気にすることなく、利下げに踏み切ると考える。

韓国経済の本格回復への道のりは険しい

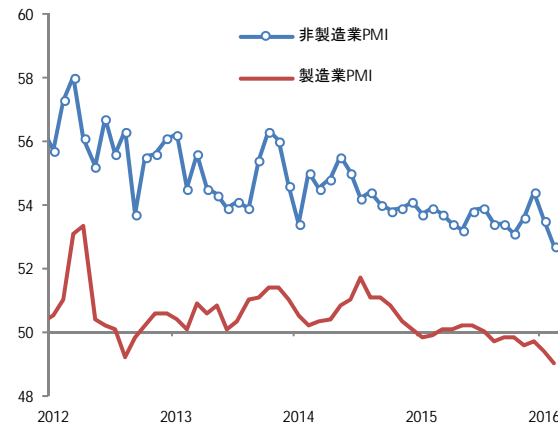
1日に発表された韓国2月貿易統計では、輸出が前年比▲12.2%（市場予想：同▲16.6%、1月：同▲18.8%）、輸入が同▲14.6%（市場予想：同▲16.0%、1月：同▲20.0%）と輸出は14か月連続、輸入は17か月連続で減少した。輸出と輸入ともに市場予想及び前月よりもマイナス幅が縮小しているが、その主因は2月の労働日数が前年よりも多かったためだと考えられる。なお、輸入減が輸出減を上回ったため貿易黒字額は+73.9億ドルに拡大した（1月：同52億ドル）。景気のけん引役である輸出が低迷する中で、政府は予算の前倒し執行を発表するなどの経済の下支えに乗り出している。もっとも、輸出を国別に見ると米国や欧州向けの前年比増加が見られた一方、中国向けのマイナスが大きく、中国経済の回復が始まるまでは韓国経済の本格回復を期待するのは難しいだろう。

図表 5: 韓国 貿易収支



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: 中国 製造業 PMI と非製造業 PMI



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

景気低迷の可能性が高まる中、PBoCは金融緩和を実施

中国：製造業 PMI は景気の低迷継続を示唆

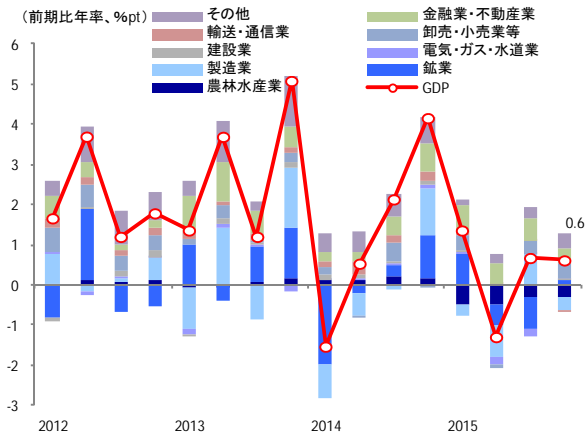
1日に発表された中国2月製造業PMIは49.0と6か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目である50を下回り、2011年11月以来の低水準となった。また、同日に発表された中国2月非製造業PMIは52.7と2か月連続で低下した。PMIを発表している中国国家统计局は、旧正月に伴う工場の稼働停止などが影響しており、数値が示すほど実態が悪くないとの見解を示した。しかしながら、低下基調が続いていることは変わりがなく、中国経済は未だ減速リスクが高い状態といえよう。2月29日に中国人民銀行(PBoC)は預金準備率の50bp引き下げを実行した。今後もPBoCは継続的に預金準備率を引き下げるにより、景気の下支えを図っていくと予想する。

南アフリカ経済の見通しは、引き続き明るくない

南アフリカ：10~12月期 GDP は更に減速

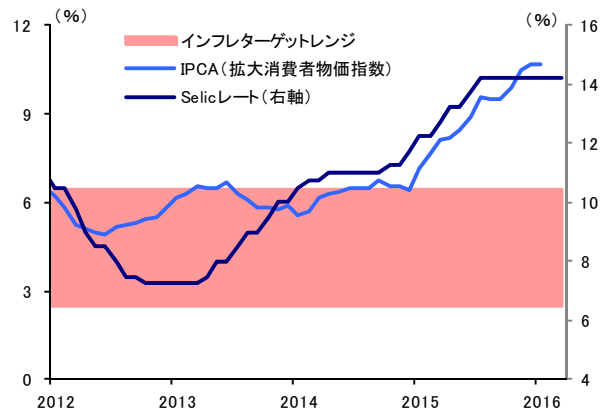
1日に発表された南ア10~12月期GDPは前期比年率で+0.6%(7~9月期:同+0.7%、市場予想:同+0.8%)と市場予想を下回り減速した。内訳を前期比年率の寄与度で見ると、干ばつの影響で農林水産業(7~9月期:同▲0.3%pt→10~12月期:同▲0.3%pt)の低迷が続き、製造業(同+0.8%pt→同▲0.3%pt)は大幅に減速した。一方、鉱業(同▲0.8%pt→同+0.1%pt)が持ち直し、卸売・小売業(同+0.3%pt→同+0.4%pt)などの内需関連産業が成長率を下支えした。しかしながら、現在の商品市況を考えれば、鉱業の回復が継続するとは思えず、また景気が悪化する中でも、南アフリカ準備銀行(SARB)がインフレ抑制のため利上げを行ってきたため、内需も拡大していくとは考えにくい。こうした状況に鑑みれば、今後も南アフリカ経済の低迷は続くだろう

図表7: 南アフリカ 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8: ブラジル 政策金利(Selic レート)と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

ブラジル:金融政策決定会合レビュー

BCB は難しい舵取りを迫られている

2日に開催されたブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合では、政策金利（Selic レート）が6会合連続で14.25%に据え置かれた。決定は6対2で、反対票を投じたのは前回会合と同様に Marques 氏及びタカ派として知られる民間出身の Volpon 氏だった。声明文には大きな変化が見られず、引き続きインフレ見通しやリスクバランス、国内外の経済情勢を踏まえて据え置きを決定した。足許1月の拡大消費者物価指数（IPCA）は前年比+10.7%とBCBの目標（+2.5%～+6.5%）を大きく上回っている。これまでインフレ抑制を理由に引き締めを行ってきたBCBとしては引き続き利上げしたいところだろう。もっとも、低迷する景気下支えを理由に政財界からは利下げ要求が出ている模様で、BCBは難しい舵取りを迫られている。今後も、政財界に配慮する格好で Selic レートの据え置きが続くと予想される。

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						
2月25日 (木)	タイ	1月 貿易収支(通関ベース)	\$213M	\$238M	\$1487M	--
29日 (月)	タイ	1月 国際収支：経常収支	\$2739M	\$4066M	\$4879M	--
29日 (月)	マレーシア	1月 マネーサプライM2(前年比)	--	2.2%	2.7%	--
3月1日 (火)	韓国	2月 輸出(前年比)	-16.6%	-12.2%	-18.5%	-18.8%
1日 (火)	中国	2月 製造業PMI	49.4	49.0	49.4	--
1日 (火)	中国	1月 非製造業PMI	--	52.7	53.5	--
1日 (火)	中国	2月 Caixin中国PMI製造業	48.4	48.0	48.4	--
1日 (火)	タイ	2月 消費者物価指数(前年比)	-0.5%	-0.5%	-0.5%	--
1日 (火)	インドネシア	2月 消費者物価指数(前年比)	4.4%	4.4%	4.1%	--
2日 (水)	韓国	1月 国際収支：経常収支	--	\$7063.6m	\$7459.5m	\$7375.1m
3日 (水)	インドネシア	2月 消費者信頼感指数	--	110.0	112.6	--
3日 (木)	韓国	2月 消費者物価指数(前年比)	0.9%	1.3%	0.8%	--
3日 (木)	中国	2月 Caixin中国PMIサービス業	--	51.2	52.4	--
3日 (木)	タイ	2月 消費者信頼感	--	74.7	75.5	--
4日 (金)	フィリピン	2月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	--	1.3%	--
4日 (金)	マレーシア	1月 貿易収支MYR	7.60b	--	7.99b	--
4日 (金)	インド	4Q 国際収支：経常収支	--	--	-\$8.21b	--
7日 (月)	台湾	2月 貿易収支	--	--	\$3.51b	--
8日 (火)	中国	2月 貿易収支	\$51.00b	--	\$63.29b	--
8日 (火)	中国	2月 輸出(前年比)	-14.0%	--	-11.2%	--
9日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.25%	--
10日 (木)	フィリピン	1月 輸出(前年比)	--	--	-3.0%	--
10日 (木)	中国	2月 消費者物価指数	1.8%	--	1.8%	--
10日 (木)	韓国	3月 韓国銀行7日間貸付レート	--	--	1.50%	--
10~15日	中国	2月 マネーサプライM2(前年比)	13.7%	--	14.0%	--
10~15日	中国	2月 新規貸出(人民元)	1200.0b	--	2510.0b	--
10~15日	インド	2月 貿易収支	--	--	-\$7638.9m	--
中東欧・アフリカ						
2月29日 (月)	南アフリカ	1月 貿易収支(ラント)	-13.0b	-17.9b	8.2B	7.6B
3月1日 (火)	南アフリカ	4Q GDP(前年比)	0.5%	0.6%	1.0%	--
3日 (木)	トルコ	2月 消費者物価指数(前年比)	9.4%	8.8%	9.6%	--
4日~9日	ロシア	2月 消費者物価指数(前年比)	8.5%	--	9.8%	--
3月10日 (木)	南アフリカ	4Q 経常収支	--	--	-165b	--
10日 (木)	トルコ	1月 経常収支	--	--	-5.07b	--
11日 (金)	ロシア	1月 貿易収支	10.5b	--	11.0b	--
ラテンアメリカ						
2月26日 (金)	メキシコ	4Q 経常収支	-\$7850M	-\$7698M	-\$8856M	-\$8179M
3月2日 (水)	ブラジル	2月 貿易収支(月次)	\$2500m	\$3043m	\$923m	--
3日 (木)	ブラジル	SELICレート	14.25%	14.25%	14.25%	--
3日 (木)	ブラジル	4Q GDP(前年比)	-6.0%	-5.9%	-4.5%	--
4日 (金)	メキシコ	12月 総設備投資	-1.4%	--	-0.4%	--
7日 (月)	メキシコ	2月 消費者信頼感指数	--	--	92.5	--
9日 (水)	ブラジル	2月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	10.8%	--	10.7%	--
10日 (木)	ブラジル	1月 小売売上高(前年比)	--	--	-7.1%	--
11日~12日	ブラジル	1月 経済活動(前年比)	--	--	-6.5%	--

(注)2016年3月4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 1～2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)	6.4893 ~ 6.5962	6.5347	6.60	6.65	6.50	6.35	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7684	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ~ 68.789	67.339	69.5	68.5	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13295 ~ 14002	13232	14000	13850	13650	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ~ 1245.13	1214.80	1250	1260	1240	1210	1190
マレーシアリング	(MYR)	4.0953 ~ 4.4415	4.1345	4.33	4.26	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ~ 48.069	47.060	48.5	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3861 ~ 1.4444	1.3894	1.42	1.40	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ~ 33.791	33.064	33.80	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.44	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ~ 22520	22302	22450	22600	22600	22800	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ~ 85.9573	73.1003	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.0613 ~ 17.9169	15.6101	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.8899 ~ 3.0614	2.9104	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)	3.8448 ~ 4.1720	3.7991	4.05	4.15	4.23	4.30	4.33
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ~ 19.4448	17.9374	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)	16.906 ~ 18.563	17.380	16.97	16.54	16.77	17.01	16.98
香港ドル	(HKD)	14.253 ~ 15.615	14.639	14.43	14.18	14.05	13.92	13.79
インドルピー	(INR)	1.620 ~ 1.823	1.689	1.61	1.61	1.65	1.67	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ~ 0.896	0.859	0.800	0.794	0.799	0.800	0.805
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ~ 10.267	9.383	8.96	8.73	8.79	8.93	8.99
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ~ 29.357	27.529	25.87	25.82	25.95	26.41	26.88
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ~ 2.570	2.417	2.31	2.32	2.34	2.36	2.40
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ~ 85.54	81.85	78.87	78.57	78.99	80.00	79.85
台湾ドル	(TWD)	3.340 ~ 3.671	3.439	3.31	3.24	3.25	3.29	3.29
タイバーツ	(THB)	3.111 ~ 3.412	3.209	3.03	3.01	3.03	3.04	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ~ 0.5482	0.5099	0.50	0.49	0.48	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.676	1.556	1.56	1.59	1.68	1.80	1.65
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.286	7.23	7.33	7.03	6.75	6.69
トルコリラ	(TRY)	37.661 ~ 41.265	39.064	37.33	34.38	32.54	30.86	30.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 30.654	29.931	27.65	26.51	25.77	25.12	24.71
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ~ 7.018	6.340	6.05	6.11	6.23	6.24	6.29

(注)1. 実績の欄は2月29日まで。SPOTは3月4日の8時20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。