

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

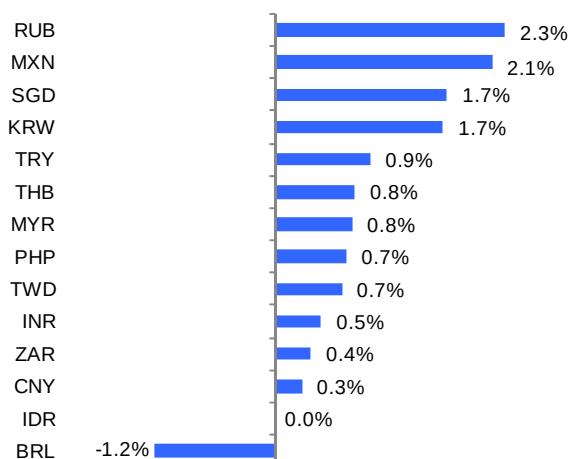
今週のエマージングマーケット

政治リスクが顕在化した一部の通貨を除き、新興国通貨は上昇

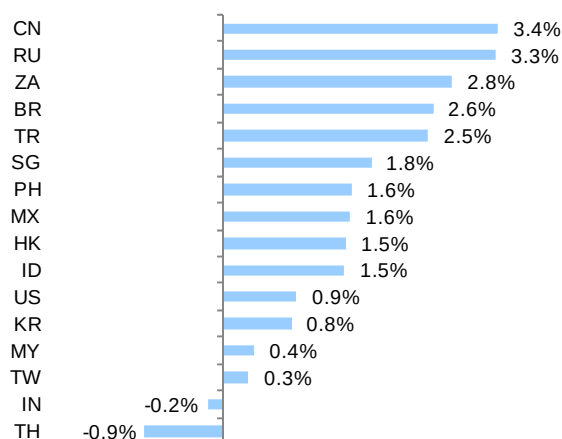
今週の新興国通貨は概ね上昇した。週初は、原油増産凍結を検討する会合が4月に延期されるとの報道や、イランが増産凍結に消極的な姿勢を示したことを背景に原油価格が下落。資源国通貨は上値の重い展開となった。15日はFOMCを控えて、米経済指標（2月小売売上高、3月NY連銀景気指数）の発表があったものの、動意に乏しい展開。その後は、FOMCを控えたポジション調整の動きから、新興国通貨は下押しされた。16日、注目のFOMCでは利上げが見送られ、声明文上に世界経済に対する懸念を示す文言が残った。また、FRBメンバーの政策金利見通しが予想よりも大きく引き下げられたことを受けてドルは下落、新興国通貨は上昇した。

個別通貨で見ると、週後半に原油価格が反発したことに連れ、RUB（+2.3%）、MXN（+2.1%）は上昇。ブラジルのルセフ大統領がルラ前大統領を官房長官に任命し、汚職捜査から守る姿勢を見せたことで、政治不信が高まりBRL（▲1.2%）は下落した。また南アフリカ警察がゴードン財務相に法的措置警告をしたため、ZAR（+0.4%）は前週末比で一時▲3%近辺まで売り込まれるも、FOMCの結果を受けて値を戻した。また、国内株式が上伸したことを背景に、KRW（+1.7%）、SGD（+1.7%）は堅調な値動きとなった。

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

予想外にハト派な FOMC 結果を受けて、買い戻される展開

再びキャリートレードが選好される展開となるか

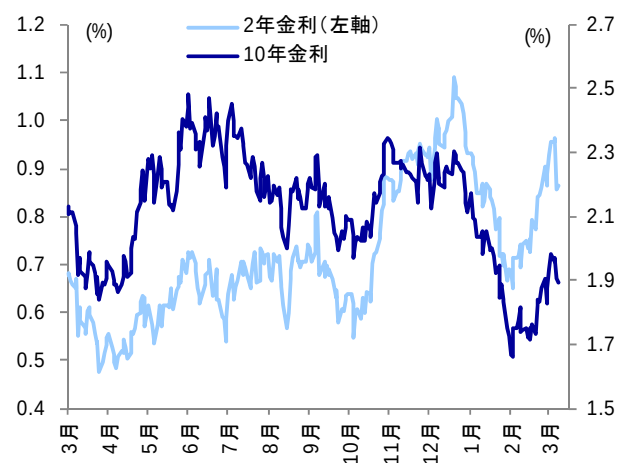
今週の新興国通貨市場は、FOMC に向けたポジション調整から、週前半は軟調推移となるも、会合後に発表された FRB メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）が市場予想以上に引き下がったことを受け、買い戻される展開となった。しかし、BRL や ZAR など、政権運営が不安定となっている国の通貨については、戻り幅は限定的となっている。

16 日に発表された FOMC 声明文においては、国内経済や物価動向についての認識は前回会合から上方修正されるも、世界経済は米国経済にとって引き続きリスクと述べた。ドットチャートでは政策金利見通しが引き下げられており（25bp ずつの利上げと仮定し、年 4 回→2 回）、世界経済の低迷が米国経済に悪影響を及ぼしつつあるとの認識が FOMC メンバー間で広がっていることを示唆している。斯かる状況下、世界経済の低迷懸念の主因である中国経済については、回復基調が見られず、また 6 月には英国の EU 離脱という世界経済にとってのリスクシナリオが控えていることから、FRB が 4～6 月期に利上げを実行する可能性は低いと考える。

今後の新興国通貨市場にとっては、債券フローが重要になってくるだろう。年初来で見ると、タイやインドネシアなどでは債券フローの流入が加速しており、また、政治情勢が混乱を極めている南アフリカですら、流入超を記録した。裏を返せば、先進国でマイナス金利導入の動きが見られる中、金利が高い新興国債券での運用需要が高まっていることを示している。当面の米利上げの可能性が低くなったことで、債券フローの流入加速が予想されることから、新興国通貨への売り圧力は後退していくだろう。

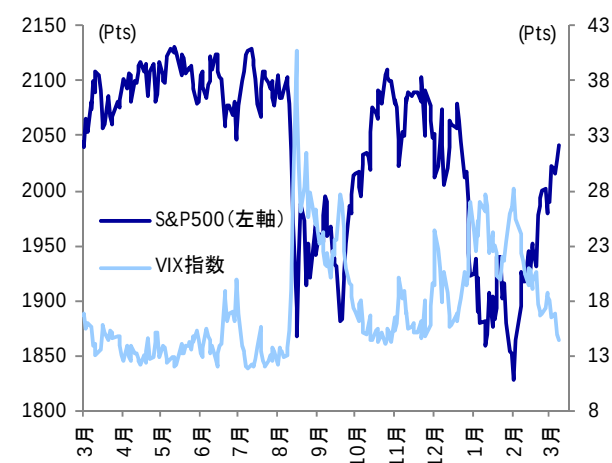
リスクは、政治情勢の悪化。南アフリカやブラジルでは、政府要人の汚職捜査が進んでおり、また韓国議会選挙やフィリピン大統領選など重要な政治イベントが来月以降に控えている。結果次第では、政権運営の先行きが不透明になり、通貨の値動きが不安定になることが懸念される。

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

タイ: 金融政策決定会合プレビュー

BOT は政策金利を引き続き据え置くと予想

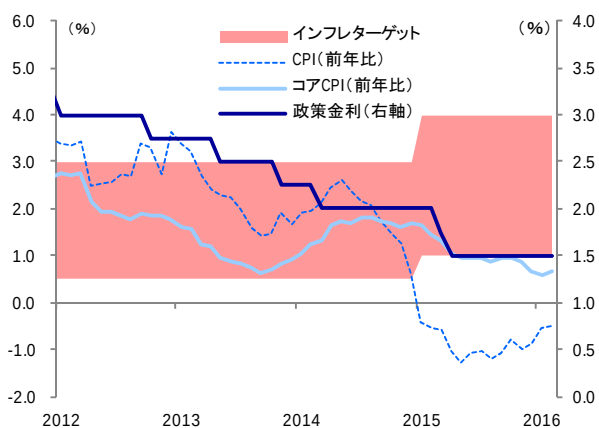
23 日に開催されるタイ中銀 (BOT) の金融政策決定会合では、政策金利 1.50% の据え置きを予想する。前回会合 (2 月 3 日) では全会一致で政策金利を据え置くとともに、声明文では景気認識について引き続き緩やかに回復しているとした。しかし、海外情勢を中心にダウンサイドリスクへの記述は詳細になり、12 月 16 日の声明文では、金利水準について「十分に緩和的」とされていたのが、前回声明文では「緩和的」となり追加緩和の示唆ともとれる表現に変更された。実際、2 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比▲0.5% (1 月:同▲0.5%) と依然としてマイナスが続いており、BOT の緩和余地は残されていると言えよう。しかしながら、ウィラタイ BOT 総裁は、金融政策より財政政策の方が有効なツールだと述べるなど、追加緩和に慎重な姿勢を堅持している。よって、BOT の緩和余地は十分にあるものの、今後国内経済指標が大幅な悪化をみせない限り、政策金利を当面維持するだろう。なお、BOT は 23 日の会合で 2016 年経済成長見直しを見直し、31 日に公表する予定である。

フィリピン: 金融政策決定会合プレビュー

金利コリドー導入を前に BSP は政策金利を当面据え置くだらう

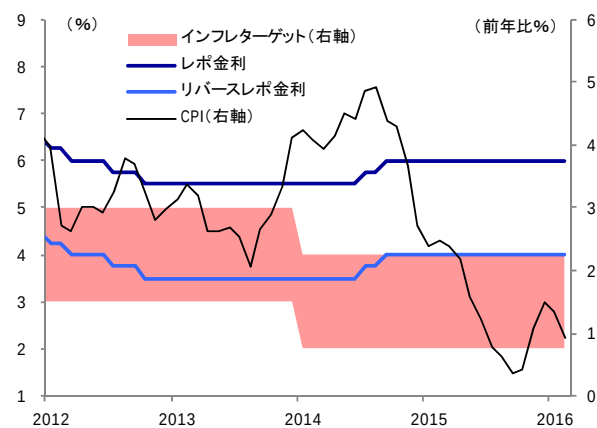
23 日に開催されるフィリピン中銀 (BSP) の金融政策決定会合では現状政策の維持を予想する。前回会合 (2 月 11 日) では、政策金利が 4.00% に据え置かれた。声明文では①インフレ見通しがアンカー (固定) されていることで、2016 年にかけて見通しの下限がインフレ目標 (3±1%) の範囲内で推移しそうなこと、②原油価格下落によってインフレ圧力が緩やかになっていること、③好調な個人消費などにより経済成長が後押しされそうなのが政策決定の理由として指摘されている。会合後に発表された経済指標を見ると、1 月 OFW (海外フィリピン人労働者) 送金は前年比+3.4%と 2 か月連続で前年比プラスの伸びを記録したほか、2 月 CPI は前年比+0.9%

図表 3: タイ 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: フィリピン 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

と1月（同+1.3%）から減速している。テタンコ BSP 総裁は ECB が追加緩和に踏み切った翌日（11 日）に「他の中銀の政策スタンスを注視しているが、歩調を合わせて動く必要はない」と述べた。そのため、安定的に推移している経済・物価情勢を踏まえて BSP は現状の金融政策を据え置くだらう。なお、BSP は4～6 月期に金利コリドーの導入を予定しており、今後の経済情勢によって政策を変更する場合、そのタイミングを活用する可能性が高いだろう。

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

景気下支えを理由に CBRT は、利上げを見送ると予想

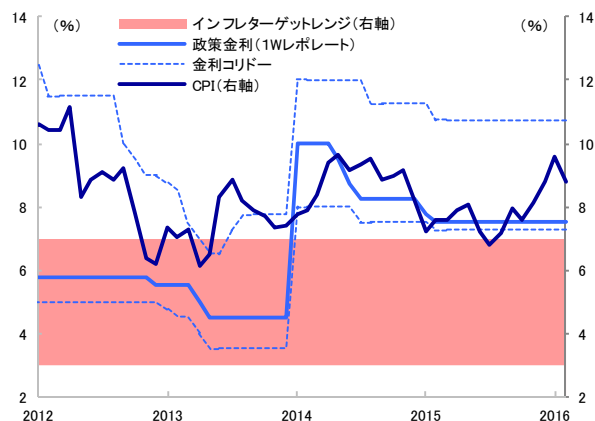
24 日に開催されるトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、現状の金融政策を維持すると予想する。前回会合（2 月 23 日）の声明文は前々回会合（1 月 19 日）から大きな変更はなく、引き続き物価動向を注視しながら引き締めスタンスを維持するとした。昨年末に言及された金融政策簡素化については、声明文に盛り込まれなかった。2 月 CPI は前年比+8.8%（1 月：同+9.6%）と僅かながら減速したものの、CBRT のインフレターゲット（+5%）を依然として大幅に上回っている。前回会合時にインフレ率が高水準にも拘わらず、利上げに踏み切らなかったのは、政府からの景気下支えを求める圧力があつたのだろう。またバチュシュ CBRT 総裁任期も4 月に切れるため、現段階で利上げに動きにくいことも考えられる。今会合も前回と同様の理由から、政策金利 7.50%を据え置くと予想する。

中国：内需関連指標の結果はまちまちに

鉱工業、小売売上高は冴えない結果も、固定資産投資が堅調

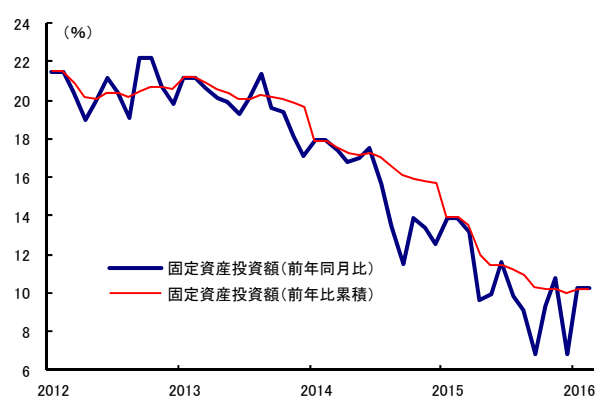
12 日に、今年初めての発表となった中国の内需関連指標は、強弱入り混じる結果となった。2 月鉱業生産は年初来前年比で+5.4%と市場予想（同+5.6%）及び12 月（同+6.1%）を下回った。2 月小売売上高も、自動車販売の減速などを受けて、同+10.2%とこちらも12 月（同+10.0%）を下回る

図表 5: 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

図表 6: 中国 固定資産投資



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

結果となっている。一方で、2月固定資産投資は同+10.2%と、市場予想（同+9.3%）及び12月（同+10.0%）を上回った。不動産投資が持ち直した影響が大きく、中国国家统计局は不動産業の寄与度は同+7.5%ポイントに上るとコメントした。なお、同日に発表された2月新築不動産販売面積は、同+30.4%と2013年4月以来の高い伸びを示している。同指標は、過去の例に照らせば、不動産価格に先行するケースが多いことから、当面は不動産価格の上昇を背景に不動産販売額が堅調に伸び続け、固定資産投資や小売売上高の下支えに貢献すると予想する。

インド：インフレ圧力の後退が追加緩和を後押し

CPIが予想以上に減速したこと
で、利下げ確率は上昇

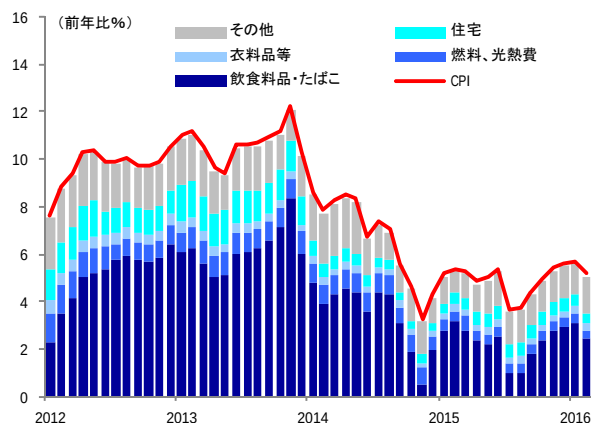
14日に発表されたインド2月CPIは前年比+5.2%（市場予想：同+5.6%、1月：同+5.7%）と市場予想を下回り、前月から減速した。内訳を見ると、食料品・飲料・タバコが同+5.3%（1月：同+6.8%）と鈍化の主因となった。同日発表されたインド2月卸売物価指数（WPI）も原油価格の下落を背景に同▲0.9%と16か月連続マイナスの伸び率となっている。上昇懸念のあったCPIが減速し、2月29日に発表された2016年度予算案で財政健全化目標が堅持されたことで、インド準備銀行（RBI）が次回（4月5日）金融政策決定会合で利下げする可能性が高まったと言えよう。

インドネシア：金融政策決定会合レビュー

金融市場が安定を取り戻したこ
となどを背景に利下げを決定

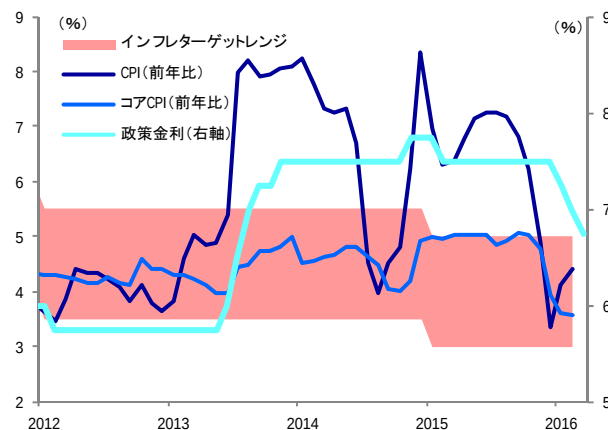
17日に開催されたインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では政策金利を25bp引き下げ、6.75%にすることを決定した。同時に、貸出ファシリティ金利及び預金ファシリティ金利についても25bp引き下げ、それぞれ7.25%、4.75%とした。声明文では、引き続きインフレ率がターゲット（+3%～+5%）内に収まる動きを見せているほか、前回会合（2月18日）時から金融市場が落ち着きを取り戻してきたことが、利下げに踏み切った理由とされている。BIは、景気下支えを重視する一方で、資本流出

図表7：インド 消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8：インドネシア 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

や IDR 安にも懸念を示していた。その IDR は、年初来で約 5% も上昇し、15～16 日に開催された FOMC において利上げが見送られたことを背景に、堅調な値動きを続けていたことも BI の利下げを後押しした模様だ。なお、BI は今後の金融政策に関して、国内外の経済情勢や金融システムの安定性を踏まえて「慎重に決定する」としており、これまでの緩和効果の波及を見極める姿勢を見せている。また、BI の報道官は流動性の管理に一層の注意を払うと述べており、政策金利の引き下げではなく、流動性供給にて金融緩和を進める可能性を示唆している。BI は引き続き緩和スタンスを維持すると見られるが、政策金利を当面据え置くだらう。

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	前回値	修正値
エマージングアジア						
3月11日 (金)	中国	2月 マネサ [®] ライM2(前年比)	13.7%	13.3%	14.0%	--
11日 (金)	中国	2月 新規貸出 (人民元)	1200.0b	726.6b	2510.0b	--
14日 (月)	インド	2月 消費者物価指数(前年比)	5.5%	5.2%	5.7%	--
15日 (火)	インド	2月 貿易収支	-\$6800.0m	-\$6541.8m	-\$7638.9m	--
15日 (火)	シンガポール	1月 小売売上高(除自動車/前年比)	-3.8%	1.4%	-3.6%	-3.7%
15日 (火)	インドネシア	2月 貿易収支	\$100m	\$1136m	\$51m	\$14m
15日 (火)	フィリピン	1月 海外送金(前年比)	3.5%	3.4%	4.9%	--
16日 (水)	韓国	1月 失業率	3.6%	4.1%	3.5%	--
17日 (木)	シンガポール	2月 非石油地場輸出(前年比)	-0.8%	2.1%	-9.9%	-10.1%
17日 (木)	インドネシア	2月 インドネシア銀行レファレンス・レート	6.75%	6.75%	7.00%	--
18日 (金)	フィリピン	2月 総合国際収支	--	--	\$813M	--
23日 (水)	フィリピン	1月 貿易収支	--	--	-\$603M	--
23日 (水)	シンガポール	2月 消費者物価指数	--	--	-0.6%	--
23日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
23日 (水)	台湾	2月 鉱工業生産	-5.6%	--	-5.7%	--
23日 (水)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	4.00%	--
24日 (木)	シンガポール	2月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.5%	--
24日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.500%	--	1.625%	--
25日 (金)	韓国	4Q F GDP(前年比)	--	--	3.0%	--
25日 (金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	--	--	3.5%	--
25日 (金)	タイ	2月 輸出 (前年比)	--	--	-8.9%	--
25日 (金)	タイ	2月 貿易収支	--	--	\$2380M	--
中東欧・アフリカ						
3月11日 (金)	ロシア	1月 輸出	20.4b	17.6b	28.4b	--
11日 (金)	ロシア	1月 貿易収支	10.2b	79.0b	11.0b	--
15日 (火)	トルコ	12月 失業率	11.0%	10.8%	10.5%	--
16日 (水)	南アフリカ	1月 小売売上高(実質値、前年比)	3.6%	3.1%	4.1%	--
16日 (水)	ロシア	2月 鉱工業生産(前年比)	-2.1%	1.0%	-2.7%	--
17日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利	6.88%	7.00%	6.75%	--
18日 (金)	ロシア	主要金利	11.00%	--	11.00%	--
21日 (月)	トルコ	3月 消費者信頼感指数	--	--	66.6	--
21日 (月)	ロシア	2月 失業率	6.0%	--	5.8%	--
21日 (月)	ロシア	2月 実質小売売上高(前年比)	-4.8%	--	-7.3%	--
23日 (水)	南アフリカ	2月 消費者物価指数(前年比)	6.8%	--	6.2%	--
24日 (木)	トルコ	2月 指標レ [®] レート	--	--	7.50%	--
24日 (木)	トルコ	2月 翌日物貸出金利	--	--	10.75%	--
24日 (木)	トルコ	2月 翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
3月11日 (金)	メキシコ	1月 鉱工業生産(季調前/前年比)	0.1%	1.1%	0.0%	--
14日 (月)	ブラジル	1月 経済活動(前年比)	-7.1%	-8.1%	-6.5%	-6.2%
23日 (水)	ブラジル	3月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.8%	--
23日 (水)	ブラジル	2月 経常収支	--	--	-\$4817M	--
23日 (水)	メキシコ	12月 小売売上高(前年比)	--	--	3.4%	--
23日 (水)	メキシコ	12月 小売売上高(前月比)	--	--	-1.6%	--
24日 (木)	ブラジル	1月 全国失業率	--	--	9.0%	--

(注)2016年3月18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	6.4773	6.60	6.65	6.50	6.35	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7558	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.746	69.5	68.5	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13295 ～ 14002	13075	14000	13850	13650	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ～ 1245.13	1173.22	1250	1260	1240	1210	1190
マレーシアリング	(MYR)	4.0953 ～ 4.4415	4.0563	4.33	4.26	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ～ 48.069	46.301	48.5	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3861 ～ 1.4444	1.3510	1.42	1.40	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ～ 33.791	32.585	33.80	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.75	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22273	22450	22600	22600	22800	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ～ 85.9573	68.1028	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.0613 ～ 17.9169	15.1516	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.8899 ～ 3.0614	2.8434	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	3.6280	4.05	4.15	4.23	4.30	4.33
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ～ 19.4448	17.3386	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	17.217	16.97	16.54	16.77	17.01	16.98
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	14.367	14.43	14.18	14.05	13.92	13.79
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.669	1.61	1.61	1.65	1.67	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.852	0.800	0.794	0.799	0.800	0.805
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.648	8.96	8.73	8.79	8.93	8.99
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ～ 29.357	27.541	25.87	25.82	25.95	26.41	26.88
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.413	2.31	2.32	2.34	2.36	2.40
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	82.47	78.87	78.57	78.99	80.00	79.85
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.420	3.31	3.24	3.25	3.29	3.29
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.205	3.03	3.01	3.03	3.04	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.5003	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	1.634	1.56	1.59	1.68	1.80	1.65
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.353	7.23	7.33	7.03	6.75	6.69
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	39.170	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	30.732	27.65	26.51	25.77	25.12	24.71
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.427	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18日の8時頃。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。