

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

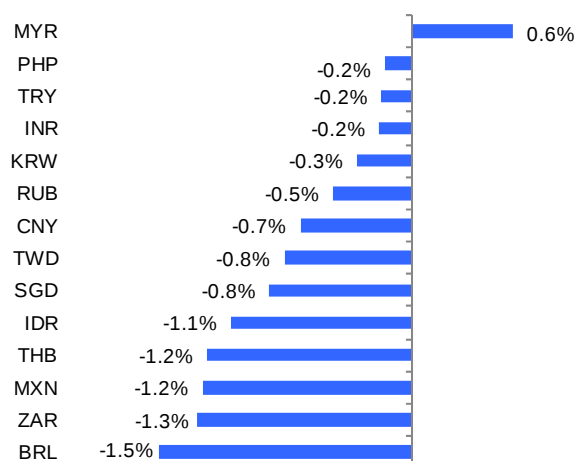
今週のエマージングマーケット

FRB 高官からタカ派発言が相次いだことで、ドル高・新興国通貨安の展開に

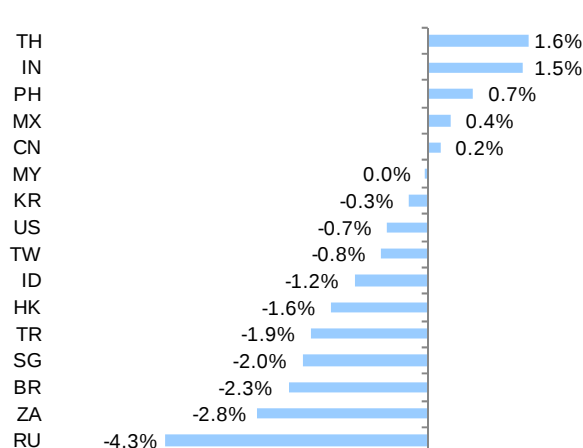
今週の新興国通貨は大半が下落した。週初、ウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁とロックハート・アトランタ連銀総裁が4月利上げの可能性を示唆すると、ドル高地合いとなり新興国通貨は上値重い展開となった。22日、ベルギーのブリュッセルで発生した同時テロを背景にリスクオフムードが広がるも、一時的な動きに止まった。その後、エバンス・シカゴ連銀総裁が米経済の底堅さを強調する発言を受けて、再びドル買い優勢の展開に転じた。23日にブラッド・セントルイス連銀総裁も4月の利上げ可能性について言及すると、ドルは上伸し、新興国通貨は総じて値を下げる展開となった。

個別通貨で見ると、ブラジル中銀（BCB）がドル買い介入姿勢を示したことで、当局はBRL高を望んでいないとの思惑が広がり、BRL（▲1.5%）は下落した。また、タイ中銀（BOT）がGDPの見通しを下方修正したことを受けて、THB（▲1.2%）も軟調となった。そのほか、米利上げ期待の高まりを受けて経常赤字国通貨であるZAR（▲1.3%）、MXN（▲1.2%）やIDR（▲1.1%）が値を下げた。一方、中国鉄道建設大手による地域本部の設立計画や、政府系投資会社（1MDB）の傘下部門売却に関連したMYRの需要観測からMYR（+0.6%）は上昇した。

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) ブルームバーク

エマージングマーケット短期見通し

FRB 高官のタカ派発言を受け、ドル高・新興国通貨安に

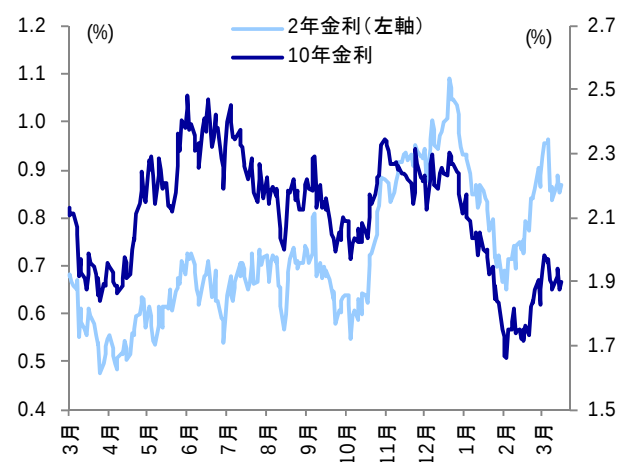
FRB 高官から 4 月利上げを支持する発言が相次ぎドル高地合いとなったことや、米原油在庫が歴史的な高水準まで積み上がったことを背景に原油安となったことで、今週の新興国通貨市場は概ね軟調に推移した。また、25 日から欧米を中心にイースター休暇に入るため、休暇前のポジション調整の動きも影響した模様だ。

米雇用統計を控え、方向感のない出ない展開を予想する

来週、新興国において大きなイベントは予定されておらず、4 月 1 日（金）の米 3 月雇用統計を控えて方向感のない展開を予想する。また、月末週にも当たることから、月末に絡む実需のフローが相場を動かす展開となるだろう。その実需の動きだが、国によっては年度末となるほか、行動様式の変化が起こっている可能性があり、従来以上に読みづらくなっている。例えば KRW は、2014 年以前であれば月末週に入ると輸出勢と見られるドル売りフローを背景に買い進められ、月末日は燃料輸入に絡むと見られるドル買いフローを背景に押し戻されるというパターンが多く観測された。しかし、2015 年に入るとこのパターンは崩れ始め、現在では明確なパターンが見出しづらい状態にある。背景には、長らく続くドル高により、輸出企業が取得した外貨を KRW に両替する比率を下げているほか、輸出額自体が減少しているため、KRW に両替する金額が減少し、市場に与える影響が縮小したことがあると推測する。

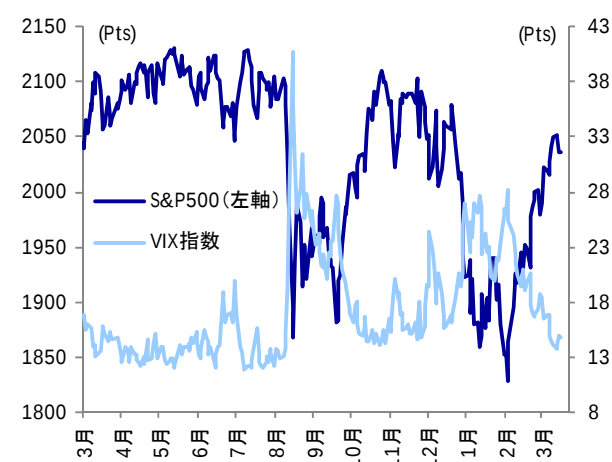
また、一部の新興国では、CNY や原油価格が安定を取り戻した 2 月中旬以降に、株式への資金流入が目立つようになっている。多くの新興国株は安値圏にいたことから、割安感が意識されたことも影響したと考える。逆にいえば、原油価格の再下落などを背景に株式市場が軟調な値動きをみせれば、新興国通貨も連れ安になる可能性が高いだろう。

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

ロシア: 金融政策決定会合レビュー

CBR は市場予想比でタカ派化、当面は据え置きを予想

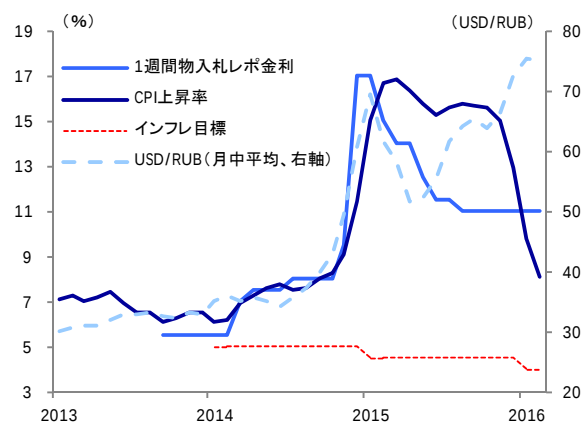
18日に開催されたロシア中銀（CBR）の金融政策決定会合は、5会合連続で政策金利 11.00%の据え置きを決定した。なお、ロシアでは景気低迷を受けて、経済団体などからは利下げの要求も出ていた模様である。また、ここもとの原油価格の底入れにより RUB 安圧力が後退し、インフレ率の縮小が見込まれていた。そのため、市場では前回声明文での「インフレリスクが増幅するならば、金融政策の引き締めも排除しない」との表現が和らぎ、CBR がハト派化すると見る向きもあった。しかし、声明文をみると「インフレ目標の達成を可能にするため、CBR はこれまで計画されてきたよりも長い期間にわたって緩やかな金融引き締めを行う」と、市場予想よりもタカ派な文言が見られ、今後もインフレ圧力が低下するまでは現状維持を続けるとの意向が示された。ナビウリナ CBR 総裁は「インフレ率は低下し、経済成長の落ち込みは和らぎ、RUB 相場は上向いた」との認識を示しているが、「原油価格の動向やその他の要因についての先行き不透明感は依然として高い」、「こうした状況では急激に動かないことが最善」と述べている。そのため、長期的に原油価格や世界経済の安定が見込まれるようになるまで、CBR は金融政策を据え置くと考えられる。

メキシコ: 金融政策決定会合レビュー

MXN の落ち着きを受けて、BOM は金利据え置きを決定

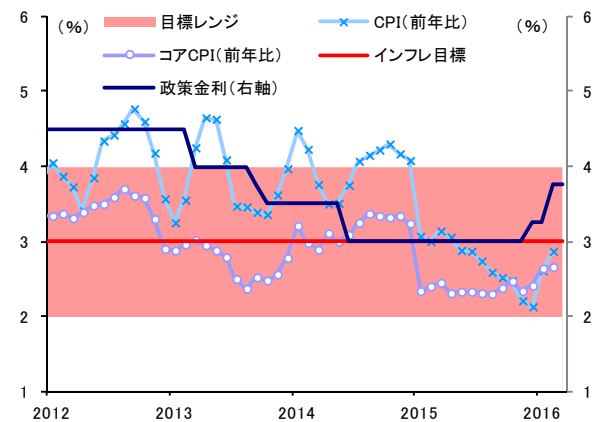
18日に開催された金融政策決定会合にてメキシコ中銀（BOM）は市場予想通り政策金利を 3.75%に据え置いた。2月17日に緊急会合を開催し 50bp の利上げを既に実施しているほか、商品価格の反発や米利上げ見送りを背景とした MXN の堅調な値動きが、今回の金利据え置きの背景にある模様だ。声明文では、米利上げが MXN に与える影響への警戒感を示し、また軟調な MXN に起因するインフレリスクには引き続き注視していくとし

図表 3: ロシア 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: メキシコ 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

た。今後、原油価格の再下落や米利上げなどを背景に MXN 安が進む展開となれば、追加利上げはありうるものの、MXN が安定推移している限りにおいては、BOM は政策金利を今後も据え置くだらう。

タイ：金融政策決定会合レビュー

政策金利の据え置きを決定する
一方、経済見通しを下方修正

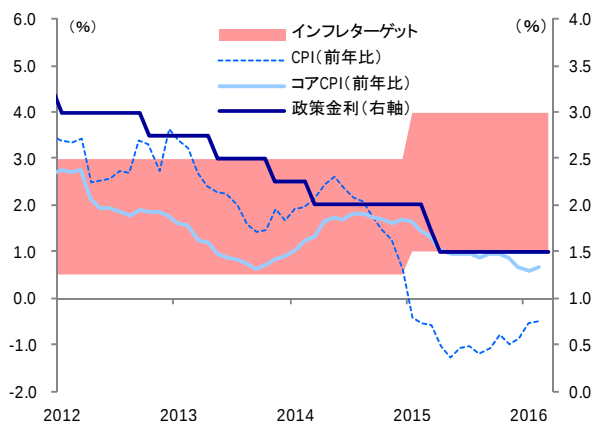
23 日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀（BOT）は市場予想通り 7 会合連続で政策金利を 1.50% に据え置いた。声明文では、景気認識について、政府支出や観光業などに支えられ緩やかに回復しているとする一方、政府が昨年末実施した税還付措置効果や、自動車税引き上げを見込んだ駆け込み需要の効果が剥落したことで、タイ経済の成長速度は減速しているとした。また、直近の資金流入とそれに伴う THB 上昇が見られるも、経済回復の助けとならない可能性がある懸念を示す文言が追記されている。インフレ率については、前回会合（2 月 3 日）までの楽観的な見方からトーンダウンし、インフレリスクはダウンサイドに傾いたとした。これらの状況を踏まえ BOT は 2016 年の成長率見通しを +3.5% から +3.1% に引き下げた。BOT には依然として緩和余地が十分に残されているものの、22 日に低所得者向けの低金利住宅ローンをタイ内閣が承認したばかりであり、財政刺激策の効果を見極めたいという意向が政策金利の据え置きに繋がったのだろう。そのほか、既に高水準となっている家計債務の増加に対する懸念も、後押ししたと考えられる。そのため、BOT はしばらくの間は政策金利を据え置くと予想する。

フィリピン：金融政策決定会合レビュー

堅調な経済情勢を背景に据え
置きを維持

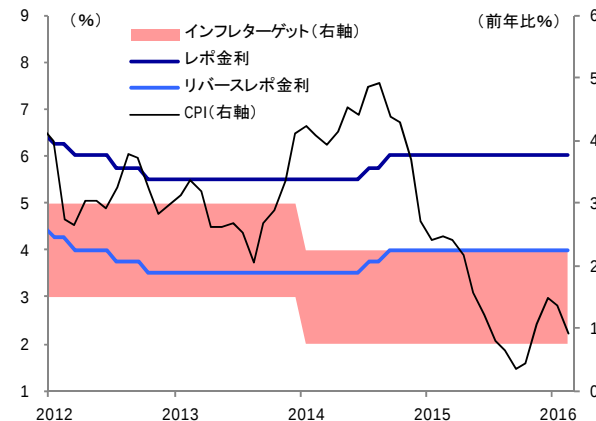
23 日のフィリピン中銀（BSP）の金融政策決定会合では 12 会合連続で政策金利が 4.00% に据え置かれた。声明文では、現状政策を維持する理由として、2017 年にかけてのインフレ率が BSP の目標レンジ内で推移する見

図表 5：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 6：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

込みであることや、個人消費や設備投資を背景に国内景気が堅調であることが前回会合と同様に指摘されている。なお、先行きのインフレ押し上げリスクとして、新たにエルニーニョ現象による食料品価格の上昇を懸念する文言が追加された。もっとも、BSP は原油価格の低迷などによるインフレ率のダウンサイドリスクのほうが大きいと判断しているほか、公共交通機関の運賃引き下げなどを理由に今回会合にてインフレ見通しを小幅に下方修正している（2016 年：+2.2%→+2.1%、2017 年：+3.2→+3.1%）。そのため、当面はインフレ率の安定推移が見込まれるほか、フィリピン経済の堅調も続くと思われる。BSP は次回会合（5 月 12 日）でも現状の金融政策を維持するだろう。

南アフリカ：インフレ圧力の後退が追加緩和を後押しか

CPI が予想以上に加速したことで、利上げの可能性が高まる

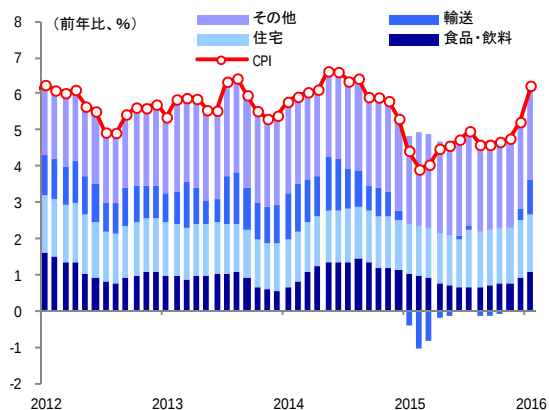
23 日に発表された南アフリカ 2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.0%（1 月：同+6.2%、市場予想：同+6.7%）と加速し、南アフリカ準備銀行（SARB）のインフレターゲット（+3~6%）を大幅に上回り、2009 年 5 月以来の高水準を記録した。内訳を見ると、食品・飲料（1 月：同+6.9%→2 月：同+8.6%）、輸送費（1 月：同+5.5%→2 月：同 8.7%）が大幅に加速し、上昇のけん引役となった。食品・飲料が加速した背景には干ばつが影響しているのだろう。SARB は国内景気が低迷する中でも、3 月 17 日の金融政策決定会合で 25bp の利上げに踏み切っている。今回の CPI の加速をうけ、次回会合（5 月 19 日）でも利上げを実施する可能性が高まったと考える。

シンガポール：2016 年度予算案レビュー

外需の長期低迷を受けて、積極財政にて景気を下支え

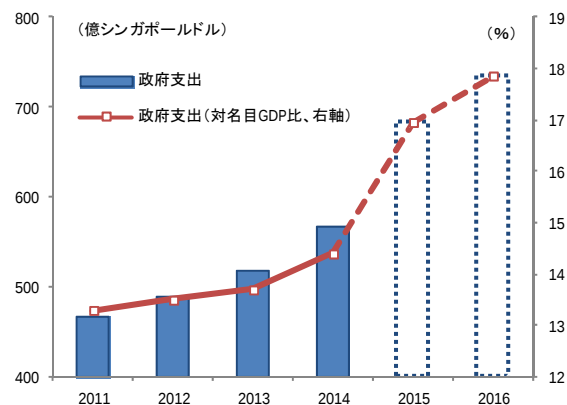
24 日に発表されたシンガポール 2016 年度予算は、歳出が 734.3 億シンガポールドルとなり、前年度から約 50 億シンガポールドル（前年度比+7.3%）

図表 7：南アフリカ 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：シンガポール 政府支出（金額、対名目 GDP 比）



（資料）ブルームバーグ、シンガポール政府、みずほ銀行

（注）2015・2016 年度は実績値ではなく、シンガポール政府見込値

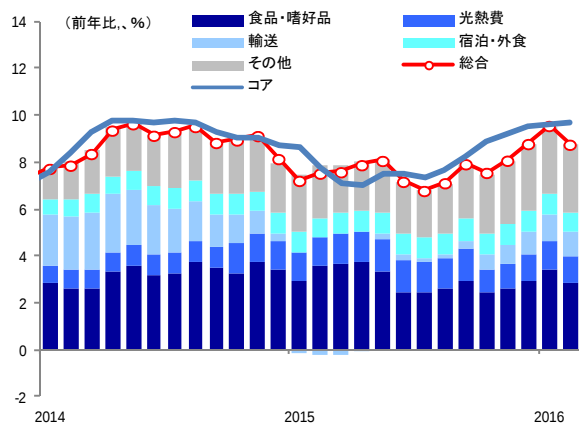
増額された。名目 GDP 比で+17.9%（15 年度：+17.0%）と、リーマンショック後最大となった昨年度予算を更に上回る規模となる。シンガポール政府が積極的な財政刺激政策を志向している背景には、長期に低迷する外需がある。17 日に発表された 2 月石油を除く地場輸出は前年比+2.1%と昨年 10 月以来となるプラスの伸び幅を記録するも、昨年 2 月（同▲9.7%）に急落した反動による伸びであり、前月比で見ると▲4.1%と昨年 8 月来の大幅な縮小を記録した。また、外需の低迷を埋めていた内需も、15 日に発表された 1 月小売売上高が前月比▲1.2%と 2 か月連続でマイナスになるなど、低迷の兆しを見せている。こうした経済情勢が、今回の財政拡張策に繋がったと考える。なお、来月にシンガポール通貨庁（MAS、中央銀行）の政策決定会合が予定されているが、現行の緩やかな SGD 高誘導政策の維持を予想する。過去の例に鑑みると、SGD 安は国内金利上昇をもたらすケースが多い。そのため、SGD 安政策に転換した場合、国内金利が上昇し、内需を下押ししてしまう可能性が高い。また、政府が積極財政にて内需の下支える姿勢を打ち出しており、本会合で為替政策の転換する必要性は低いと考えている。

トルコ：金融政策決定会合レビュー

CBRT は予想外となる金利コリドーの上限引き下げを決定

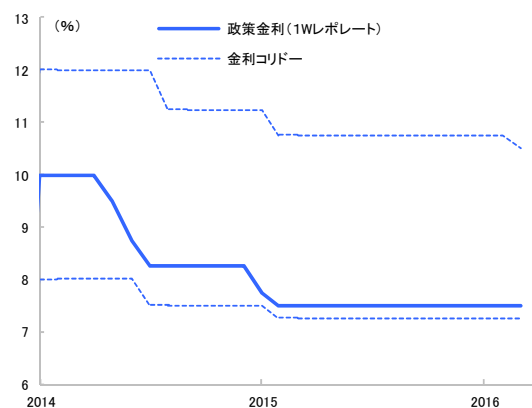
24 日に開催されたトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、政策金利である指標レポレートが 7.50%、金利コリドーの下限である翌日物借入金利は 7.25%に据え置かれたが、上限である翌日物貸出金利が 10.50%に 25bp 引き下げられた。声明文では、昨年 8 月に公表したロードマップに沿って、金融政策の簡素化を進めたとされている。なお、金融政策の簡素化については昨年 12 月会合の声明文で「金融市場の安定が続けば、次回会合から金融政策の簡素化を始める」とされて以降、1 月、2 月会合の声明文では全く触れられていなかった。また、市場では簡素化を進めるの

図表 9：トルコ 消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 10：トルコ 政策金利



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

であれば、金利コリドーの上限（翌日物貸出金利）が引き下げられると同時に、インフレ抑制を目的として金利コリドーの下限（翌日物借入金利）が引き上げられると見る向きもあった。そのため、今回の翌日物貸出金利のみを引き下げる決定は、市場参加者にとってサプライズだった。当面、CBRTはインフレ上昇圧力を理由に引き締めスタンスを維持するとしているが、政府からの利下げ要求を背景に徐々に金利コリドーの上限を引き下げる可能性が高いだろう。もっとも、バシユチュ CBRT 総裁が 4 月 19 日に任期切れとなる予定で、CBRT による金融政策の先行きについては不透明感が強い。

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18日 (金)	フィリピン	2月 総合国際収支	--	-\$316M	-\$813M	--
23日 (水)	フィリピン	1月 貿易収支	-\$160M	-\$2638M	-\$603M	--
23日 (水)	シンガポール	2月 消費者物価指数	-0.7%	-0.8%	-0.6%	--
23日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
23日 (水)	台湾	2月 鉱工業生産	-5.3%	-3.7%	-5.7%	-6.0%
23日 (水)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
24日 (木)	シンガポール	2月 鉱工業生産(前年比)	-1.5%	-4.7%	-0.5%	0.1%
24日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.500%	1.500%	1.625%	--
25日 (金)	韓国	4Q F GDP(前年比)	3.0%	3.1%	3.0%	--
25日 (金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	4.1%	--	3.5%	--
25日 (金)	タイ	2月 貿易収支	\$700M	--	\$238M	--
29日 (火)	韓国	1月 消費者信頼感	--	--	98	--
31日 (木)	韓国	2月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.9%	--
31日 (木)	タイ	2月 貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2636M	--
31日 (木)	タイ	2月 国際収支:経常収支	--	--	\$4066M	--
31日 (木)	インドネシア	2月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	7.7%	--
31日 (木)	マレーシア	2月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	2.2%	--
4月1日 (金)	韓国	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.3%	--
1日 (金)	韓国	2月 国際収支:経常収支	--	--	\$7064m	--
1日 (金)	韓国	3月 貿易収支	--	--	\$7394m	--
1日 (金)	中国	3月 製造業PMI	49.5	--	49.0	--
1日 (金)	中国	3月 非製造業PMI	--	--	52.7	--
1日 (金)	韓国	3月 日経韓国PMI製造業	--	--	48.7	--
1日 (金)	中国	3月 Caixin中国PMI製造業	48.5	--	48.5	--
1日 (金)	タイ	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.5%	--
1日 (金)	インドネシア	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	4.4%	--
中東欧・アフリカ						
3月18日 (金)	ロシア	主要金利	11.00%	11.00%	11.00%	--
21日 (月)	トルコ	3月 消費者信頼感指数	--	67.0	66.6	--
21日 (月)	ロシア	2月 実質小売売上高(前年比)	-5.0%	-5.9%	-7.3%	--
23日 (水)	南アフリカ	2月 消費者物価指数(前年比)	6.8%	7.0%	6.2%	--
24日 (木)	トルコ	2月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
24日 (木)	トルコ	2月 翌日物貸出金利	10.75%	10.50%	10.75%	--
24日 (木)	トルコ	2月 翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
31日 (木)	トルコ	4Q GDP(前年比)	--	--	4.0%	--
31日 (木)	南アフリカ	2月 貿易収支(ラント)	--	--	-17.9B	--
4月1日 (金)	ロシア	4Q F 経常収支	--	--	13000M	--
1~4日	ロシア	4Q GDP(前年比)	--	--	-4.1%	--
ラテンアメリカ						
3月23日 (水)	ブラジル	3月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	10.08%	9.95%	10.84%	--
23日 (水)	ブラジル	2月 経常収支	-\$145M	-\$1919M	-\$4817M	--
23日 (水)	メキシコ	12月 小売売上高(前月比)	1.3%	2.7%	-1.6%	-1.3%
29日 (火)	ブラジル	3月 FGV消費者信頼感	--	--	68.5	--
29日 (火)	メキシコ	1月 経済活動IGAE(前年比)	2.5%	--	2.6%	--
4月1日 (金)	ブラジル	2月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-13.8%	--

(注)2016年3月25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	6.5147	6.60	6.65	6.50	6.35	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7586	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.636	69.5	68.5	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13295 ～ 14002	13258	14000	13850	13650	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ～ 1245.13	1166.25	1250	1260	1240	1210	1190
マレーシアリング	(MYR)	4.0953 ～ 4.4415	4.0293	4.33	4.26	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ～ 48.069	46.405	48.5	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3861 ～ 1.4444	1.3700	1.42	1.40	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ～ 33.791	32.609	33.80	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.32	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22326	22450	22600	22600	22800	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ～ 85.9573	68.6962	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.0613 ～ 17.9169	15.4649	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.8899 ～ 3.0614	2.8762	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	3.6786	4.05	4.15	4.23	4.30	4.33
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ～ 19.4448	17.6103	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	17.278	16.97	16.54	16.77	17.01	16.98
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	14.536	14.43	14.18	14.05	13.92	13.79
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.686	1.61	1.61	1.65	1.67	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.851	0.800	0.794	0.799	0.800	0.805
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.656	8.96	8.73	8.79	8.93	8.99
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ～ 29.357	28.029	25.87	25.82	25.95	26.41	26.88
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.433	2.31	2.32	2.34	2.36	2.40
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	82.32	78.87	78.57	78.99	80.00	79.85
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.459	3.31	3.24	3.25	3.29	3.29
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.192	3.03	3.01	3.03	3.04	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.5052	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	1.651	1.56	1.59	1.68	1.80	1.65
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.295	7.23	7.33	7.03	6.75	6.69
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	39.207	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	30.651	27.65	26.51	25.77	25.12	24.71
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.404	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25日の7時50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。