

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

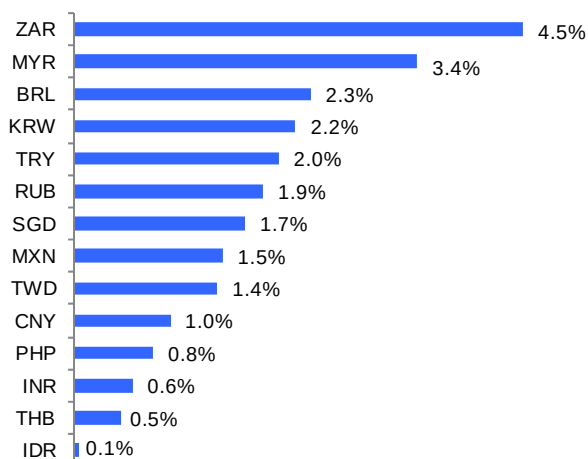
今週のエマージングマーケット

イエレン FRB 議長のハト派発言を受けて新興国通貨は上昇

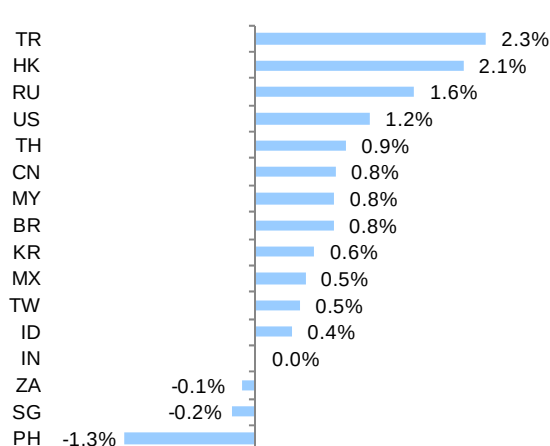
今週の新興国通貨は上昇した。先週末に発表された米 10～12 月期 GDP（3 次速報値）は市場予想を上回ったものの、イースター休暇により市場参加者が少なく、市場の反応は限定的となった。週初もその流れを引き継ぎ、為替市場全体の動きが鈍くなる中、新興国通貨もまちまちな動きに止まった。29 日、イエレン FRB 議長が講演において、米国経済は堅調であるものの、世界経済の減速リスクが残されており追加利上げは慎重に行うべきと発言したことを受けて、ドル安・新興国通貨高の展開となった。30 日、米 3 月 ADP 雇用統計が良好な結果となるも前日のイエレン議長のハト派発言が影響し、新興国通貨は上値を伸ばした。

個別通貨でみると、イエレン議長発言により米利上げ期待が後退したことを受け、経常赤字国の通貨である ZAR（+4.5%）、TRY（+2.0%）、RUB（+1.9%）、MXN（+1.5%）が上昇。ZAR については、ズマ大統領の公金流用に対し違憲判決が下されたことで、大統領退陣期待が高まったことも影響した。また、月末の輸出企業のドル売り需要を背景に MYR（+3.4%）と KRW（+2.2%）は値を伸ばした。ブラジル民主運動党（PMDB）が連立政権から離脱を発表し、ルセフ大統領が弾劾される可能性が高まったことを背景に BRL（+2.3%）は買われている。

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

イエレン議長のハト派発言を受けて、ドル安・新興国通貨高に

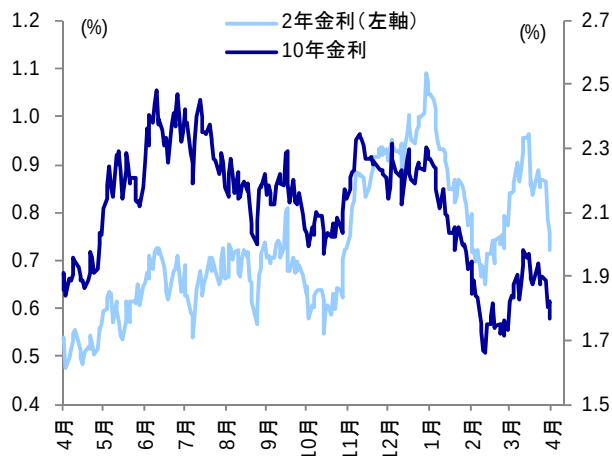
3月29日、イエレンFRB議長が講演にて、「インフレ率が持続的な上昇基調にあると判断するのは早計」、「慎重な利上げペースは正当化される」などのハト派発言をしたため、米追加利上げ期待が後退。それに伴いドル安の流れとなり、新興国通貨高が進む展開となった。また、イエレン議長発言後には、各新興国株価も持ち直しており、新興国株式への投資フロー流入が新興国通貨を下支えしたと推測される。

議長発言を受け、来週の新興国通貨も底堅い展開を予想

CNYの安定、原油価格の底打ち、更に米政策金利見通しの引き下げを受けて、3月に入り新興国通貨は軒並み底堅さを増している。本日発表の米雇用統計が市場予想対比で良好な結果になったとしても、イエレン議長が追加利上げに慎重な姿勢を維持している以上、追加利上げ期待が急速に高まるとは考えづらい。そのため、新興国通貨売りの流れも一時的なものとなるだろう。来週についても、新興国通貨は堅調な値動きを続けると予想する。

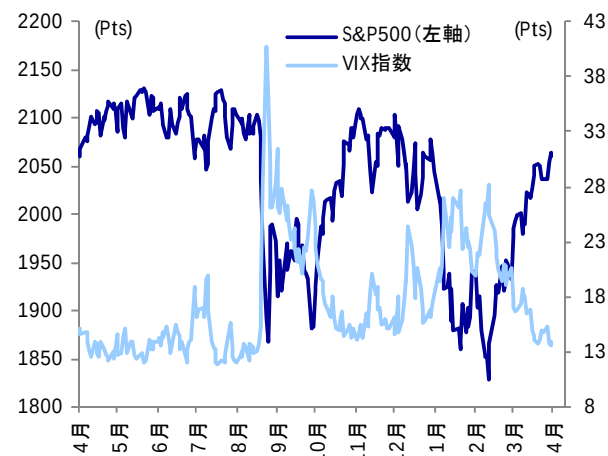
しかし、新興国通貨が概ね上昇するのをよそに、IDRが上値重い展開になっていることは気がかりである。IDRは、他の新興国通貨に先んじて買い基調となっていた。背景には、インドネシア中銀（BI）が昨年後半から利下げに積極的な姿勢を見せており、それを見込んだ債券投資フローの流入があったと推測される。17日に開催されたBI金融政策決定会合で3会合連続の利下げ決定後、BIが更なる利下げに慎重な姿勢を示したのを境に、IDRは上値が重くなり始めた。このIDRの値動きは、追加緩和期待が後退すれば債券投資フローが細り、新興国通貨は再び売り優勢の展開に転じかねないことを示している。足許ではインド、韓国、タイなどで追加緩和が予想されており、こうした国々では証券投資フローの流入が観測されている。インドネシアの例に鑑みれば、緩和打ち止め姿勢が見られると流れが反転する可能性が高く、各中銀の動向が注視される。

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

インド: 金融政策決定会合プレビュー

財政改革の進展とインフレ率の低下を受けて RBI は利下げへ

4月5日(火)に開催されるインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合では25bpの利下げを予想する。前回会合(2月2日)の声明文では、引き続き緩和スタンスを維持する中、インフレ率がRBI目標(2017年3月時点で+5%)に向けて推移することに加えて、2016年度政府予算案において歳出抑制と財政改革の進展が見られることが追加利下げの条件として追記された。実際に2月末に発表された政府予算案では、財政健全化目標が堅持されたほか、補助金が削減されて投資支出額が増大するなど財政改革の進展が見られた。また、2月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.2%と1月(同+5.7%)から小幅ながらも減速している。財政改革の進捗が期待されるほか、インフレ率にも落ち着きが見られており、RBIは今会合にて利下げに踏み切るだろう。

シンガポール: 金融政策決定会合プレビュー

政府の積極的な財政政策などを背景に MAS は現状維持か

具体的な日時は公表されていないものの、4月上中旬にシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)の半年に一度の政策決定会合が予定されており、現状の金融政策が維持されると予想する。MASはSGDの名目実効為替レート(NEER)を金融政策の操作対象としており、前回(昨年10月)の会合では、NEERの変動幅及び中心値を据え置いた。また、現行の緩やかなSGD高誘導スタンスを維持するものの、誘導ペースは小幅に緩めるとした。2015年7~9月期GDPが前期比年率+1.7%と4~6月期(同▲2.5%)から持ち直したものの、低成長に止まったことが決定の背景にある模様だ。

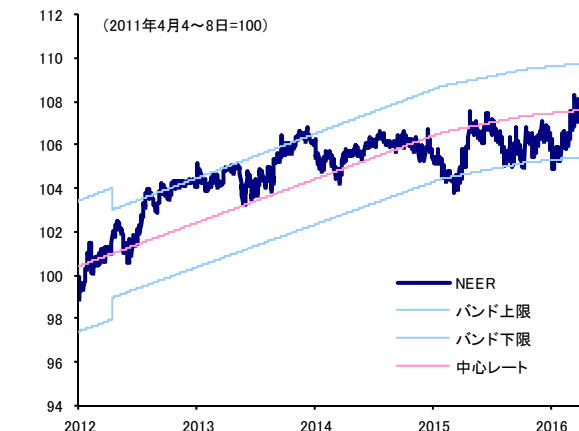
前回会合後に発表された2015年10~12月期GDPは同+6.2%と大きく持ち直したものの、足許は経済指標の冴えない結果が続いている。3月17日

図表3: インド 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表4: シンガポール SGD 名目実効レート(NEER)とバンド



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)MASはSGD名目実効レート及びSGD高誘導ペースの具体的な数値を発表していない。そのため、上図は筆者試算値。

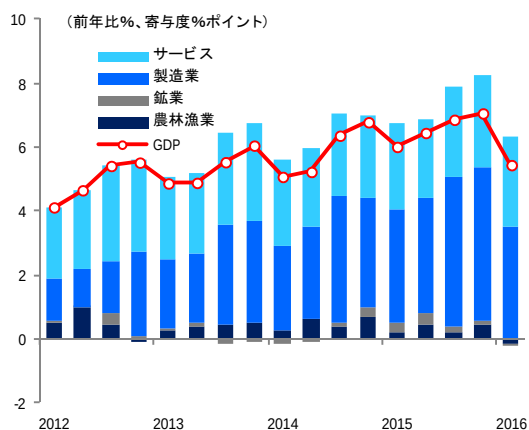
に発表された 2 月石油を除く地場輸出は、前月比▲4.1%と昨年 8 月来の大幅なマイナスを記録した。また、外需の低迷を埋めていた内需も、15 日に発表された 1 月小売売上高が前月比▲1.2%と 2 か月連続でマイナスになるなど、低迷の兆しを見せている。それでも MAS が動かないと予想する理由は、過去の例を踏まえると、SGD 安は国内金利上昇をもたらすケースが多いため。SGD 安政策に転換した場合、国内金利が上昇し、内需を下押ししてしまう可能性が高い。また、24 日に発表された 2016 年度予算案にて政府が積極財政にて内需の下支える姿勢を打ち出している。そのため、MAS は本会合で現状の金融政策を維持し、経済動向を注視する姿勢を続けるだろう。低迷する輸出を背景に SGD 高の誘導ペースを更に緩やかにする可能も残されているものの、微調整の範囲内であり SGD 相場に大きな影響を及ぼすまでには至らないだろう。

ベトナム：2016 年 1～3 月期 GDP は予想外の減速

GDP は減速も、悪天候や季節性が原因

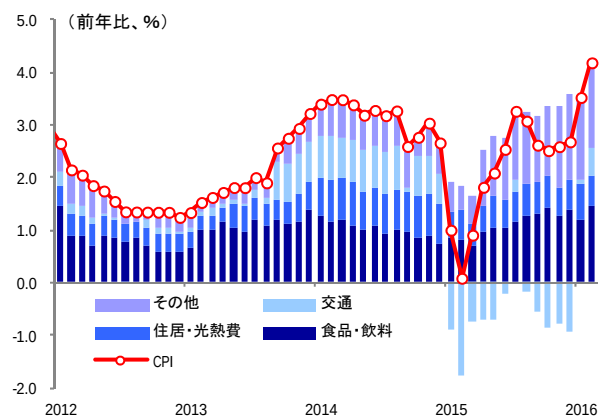
3 月 25 日に発表されたベトナム 2016 年 1～3 月期 GDP は前年比+5.46%と 2015 年 10～12 月期（同+6.68%）や市場予想（同+6.10%）を下回る結果となった。北部の寒波や中部の干ばつにより、農業部門は前年比寄与度で、2015 年 10～12 月期の+0.36%ポイントから▲0.13%ポイントに悪化した。また、メコン川流域の塩害により工業部門の生産稼働率が落ち込んだ影響で、製造業が 2015 年 10～12 月期の同+4.23%ポイントから同+3.49%ポイントに低下したことが、1～3 月期 GDP 成長率の減速に繋がった模様だ。また、ベトナムは旧正月の影響で例年 1～3 月期 GDP が一番低くなり、年末に向けて加速するという季節性がある。GDP の約 60%を占める民間消費についても、3 月小売売上高は前年比+8.7%と 2 月（同+4.2%）から持ち直しており、ベトナム経済は引き続き加速を期待できる状態にあると言える。

図表 5: ベトナム 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: マレーシア 消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

マレーシア：インフレ率は 2008 年 12 月以来の高水準に

CPI が予想以上に加速したこと
で、BNM は利下げ見送りか

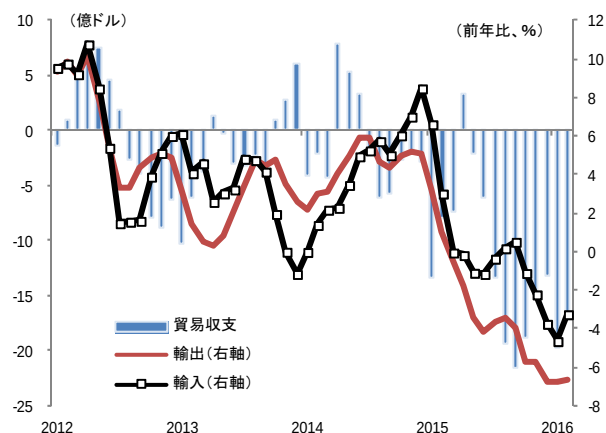
3 月 25 日に発表されたマレーシア 2 月 CPI は前年比+4.2%（市場予想：同+4.0%、1 月：同+3.5%）と加速し、2008 年 12 月以来の高水準となった。内訳を見ると、食品・飲料（1 月：同+3.9%→2 月：同+4.2%）と交通（1 月：同+0.6%→2 月：同+3.6%）が上昇の主因となった。2015 年 4 月に導入された物品・サービス税（GST）導入の影響により、マレーシアの CPI は前年比で加速し続けており、2016 年 1～3 月期についても CPI 加速が予想されていた。また、3 月 1 日にマレーシア国内取引・消費省は 25 キログラム入りの国産小麦粉の補助金撤廃を発表したことに加え、年内に高速道路料金が引き上げられる可能性もあり、今後もインフレ上昇が懸念される。なお、マレーシア中銀（BNM）の 2016 年インフレ目標は+2.5%～+3.5%に設定されており、2 月 CPI は目標を上回っている。そのため、BNM はしばらく現状の金融政策維持を志向するだろう。

メキシコ：貿易赤字が継続

石油関連輸出は大幅なマイナス
が続く

3 月 29 日に発表されたメキシコ 2 月貿易統計では、輸出が前年比▲6.4%（1 月：同▲5.3%）とマイナス幅が拡大するも、輸入額が縮小（同▲1.3%）したことにより、貿易赤字額は▲7.2 億ドルと 1 月（▲34.4 億ドル）から縮小した。2014 年後半からの原油価格急落に伴い、マイナスの伸びが続いている石油関連輸出は、2 月も同▲45.6%（1 月：同▲48.5%）と前月から僅かながら改善を見せるも大幅なマイナスを記録しており、原油価格持ち直しの効果は未だ顕在化していない。また最大の輸出国である米国の製造業低迷も、メキシコ全体の輸出減速に大きく影響している模様だ。しかし、米 ISM 製造業景気指数は今年に入り改善を続けている。メキシコの輸出は同指数に遅行する傾向を持つため、今後については改善が期待できるだろう。

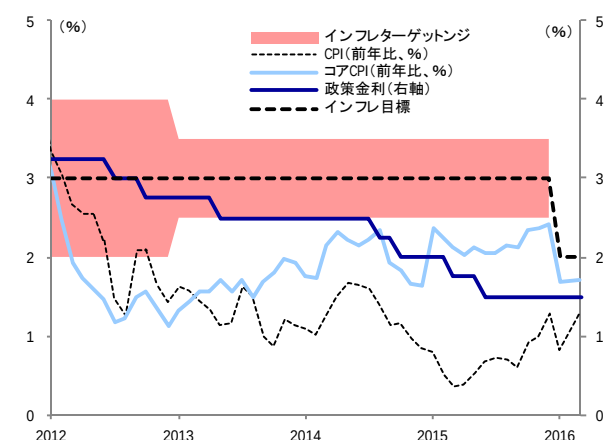
図表 7：メキシコ 貿易収支



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）貿易収支、輸出・輸入すべて 3 か月移動平均

図表 8：韓国 政策金利と消費者物価指数(CPI)



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）BOK は 2016 年よりインフレーターゲットレンジを廃止

韓国：BOK 議事要旨及び金融政策を巡る動向について

BOK は今後、利下げだけでなく
量的緩和を行う可能性も

3 月 29 日に公表された韓国中銀（BOK）2 月金融政策決定会合（政策金利は据え置き）の議事要旨では、1 人の委員が輸出の予想以上の低迷や、景気回復への期待低迷が内需拡大を弱めていること、加えて米利上げが後ろ倒しされる見込みであることを理由に 25bp の利下げを主張したことが明らかになった。一方、他の委員からは景気停滞やインフレ鈍化が認められるものの、資金流出や家計債務の積み上がりが見られる現状下では、将来に備えて今は緩和余地の確保を優先すべきとの主張が見られた。実際、李 BOK 総裁は、金融市場が不安定な中での利下げ効果に不透明さを感じている旨の発言をしており、他の BOK メンバーからも利下げに伴う資金流出や家計債務増加への強い警戒感を示すコメントをしている。

しかし、29 日に与党セリヌ党が「先進国の金融緩和と同様に、BOK も MBS の購入などを通じた量的緩和策により景気サポートが可能」との旨を示しており、政府からの追加緩和圧力は高まっていよう。4 月 21 日には、任期切れに伴い BOK の委員会メンバーが 7 名中 4 名入れ替わる予定で、新任委員の多くはハト派とも言われている。30 日には李総裁が 2016 年の成長率がこれまでの予測の+3%に届かない可能性が高いと発言しており、次回 4 月の会合で BOK の経済見通しが下方修正されるとみられる。そうした中で、今後 BOK が利下げに止まらず、量的緩和を実施する可能性が高まっていると考ええる。

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						
3月25日 (金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	4.1%	4.2%	3.5%	--
25日 (金)	タイ	2月 貿易収支	\$700M	\$4986M	\$238M	--
29日 (火)	韓国	1月 消費者信頼感	--	100	98	--
31日 (木)	韓国	2月 鉱工業生産 (前年比)	-0.2%	2.4%	-1.9%	--
31日 (木)	タイ	2月 貿易収支(通関ベ-ス)	--	\$5987M	\$2636M	--
31日 (木)	タイ	2月 国際収支:経常収支	\$6100M	\$7401M	\$4066M	--
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	--	--	\$7063.6m	--
1日 (金)	韓国	3月 貿易収支	--	--	\$7394m	--
1日 (金)	中国	3月 製造業PMI	49.4	--	49.0	--
1日 (金)	中国	3月 非製造業PMI	--	--	52.7	--
1日 (金)	中国	3月 Caixin中国PMI製造業	48.3	--	48.5	--
1日 (金)	タイ	3月 消費者物価指数(前年比)	-0.4%	--	-0.5%	--
1日 (金)	インドネシア	3月 消費者物価指数(前年比)	4.5%	--	4.4%	--
4日 (月)	インド	3月 日経インドPMI製造業	--	--	51.1	--
4日 (月)	シンガポール	3月 購買部景気指数	--	--	48.5	--
5日 (火)	フィリピン	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	0.9%	--
5日 (火)	インド	RBIレ-ト	6.50%	--	6.75%	--
5日 (火)	インドネシア	3月 消費者信頼感指数	--	--	110.0	110.0
5日 (火)	中国	3月 Caixin中国PMI非製造業	--	--	51.2	--
6日 (水)	マレーシア	2月 貿易収支MYR	--	--	5.39b	--
7日 (木)	台湾	3月 消費者物価指数(前年比)	1.2%	--	2.4%	--
7日 (木)	タイ	3月 消費者信頼感	--	--	74.7	--
7~14日	シンガポール	1Q GDP(前年比)	--	--	1.8%	--
8~18日	インド	3月 貿易収支	--	--	-\$6541.8m	--
中東欧・アフリカ						
3月31日 (木)	トルコ	4Q GDP(前年比)	5.0%	5.7%	4.0%	3.9%
31日 (木)	南アフリカ	2月 貿易収支(ラ-ト)	-4.3B	-1.1B	-17.9B	-18.0B
4月1日 (金)	ロシア	4Q 経常収支	--	--	13000M	--
1~4日	ロシア	4Q GDP(前年比)	-3.9%	--	-4.1%	--
4月4日 (月)	トルコ	3月 消費者物価指数(前年比)	8.1%	--	8.8%	--
5~6日	ロシア	3月 消費者物価指数(前年比)	7.5%	--	8.1%	--
4月7日 (木)	南アフリカ	2月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-1.8%	--
8日 (金)	トルコ	2月 鉱工業生産(前年比)	--	--	5.6%	--
8~11日	ロシア	消費者信頼感指数	--	--	-26.0	--
ラテンアメリカ						
3月29日 (火)	ブラジル	3月 FGV消費者信頼感	--	67.1	68.5	--
29日 (火)	メキシコ	1月 経済活動IGAE(前年比)	2.5%	2.3%	2.6%	--
4月1日 (金)	ブラジル	2月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-13.8%	--
2日 (土)	メキシコ	2月 送金総額	\$1970.0m	--	\$1932.2m	--
2日 (土)	ブラジル	3月 貿易収支	\$4400m	--	\$3043m	--
5日 (火)	メキシコ	1月 総設備投資	--	--	1.1%	--
7日 (木)	メキシコ	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.9%	--
8日 (金)	ブラジル	3月 IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	10.4%	--
8日 (金)	メキシコ	3月 消費者信頼感指数	--	--	88.7	--

(注)2016年4月1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 1～3月（実績）	SPOT	2016年 6月	9月	12月	2017年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ～ 6.5962	6.4536	6.55	6.50	6.47	6.43	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7561	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.248	68.8	66.5	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13239	13650	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1143.20 ～ 1245.13	1143.42	1160	1150	1140	1130	1120
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8920 ～ 4.4415	3.8995	4.30	4.20	4.09	3.98	3.87
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ～ 48.069	45.970	48.0	46.5	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3415 ～ 1.4444	1.3481	1.40	1.38	1.35	1.33	1.31
台湾ドル	(TWD)	32.156 ～ 33.791	32.212	33.00	32.80	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.13	36.2	35.5	35.0	34.8	34.5
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22293	22600	22600	22800	22800	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	66.7341 ～ 85.9573	67.0029	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.6344 ～ 17.9169	14.6857	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.8142 ～ 3.0614	2.8186	3.00	3.20	3.30	3.40	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.5327 ～ 4.1720	3.5922	3.45	3.48	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	17.1019 ～ 19.4448	17.2648	18.00	17.50	17.30	17.00	16.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.906 ～ 18.563	17.410	17.25	16.92	16.69	16.17	16.09
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	14.508	14.56	14.18	13.92	13.40	13.27
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.699	1.64	1.65	1.67	1.63	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.850	0.828	0.827	0.831	0.809	0.824
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.832	9.74	9.57	9.47	9.20	9.20
マレーシアリンギ	(MYR)	26.326 ～ 29.357	28.814	26.28	26.19	26.41	26.13	26.61
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.444	2.35	2.37	2.36	2.32	2.35
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	83.48	80.71	79.71	80.00	78.20	78.63
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.493	3.42	3.35	3.31	3.21	3.20
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.204	3.12	3.10	3.09	2.99	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.5048	0.50	0.49	0.47	0.46	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.687	1.682	1.74	1.75	1.80	1.65	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.661	7.53	7.10	6.75	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	39.915	37.67	34.38	32.73	30.59	29.43
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 31.825	31.336	32.75	31.61	30.00	28.49	27.84
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.518	6.28	6.29	6.24	6.12	6.17

（注）1. 実績の欄は3月31日まで。SPOTは4月1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。

4. 上記見通しは暫定値であり、4月 Emerging Market Monthly 発刊時に更新される可能性があります

（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。