

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

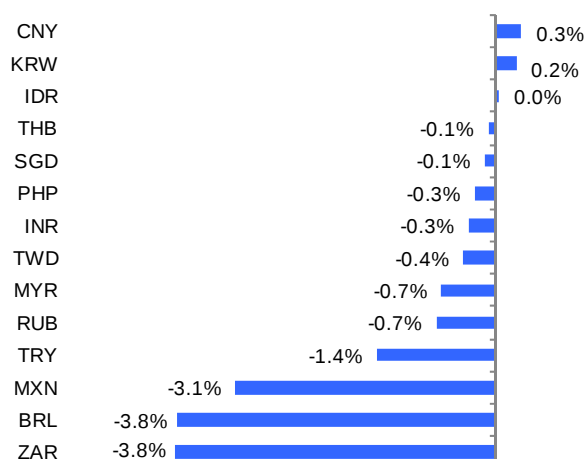
今週のエマージングマーケット

良好な米雇用統計の結果を受けても、新興国通貨の売り幅は限定的に

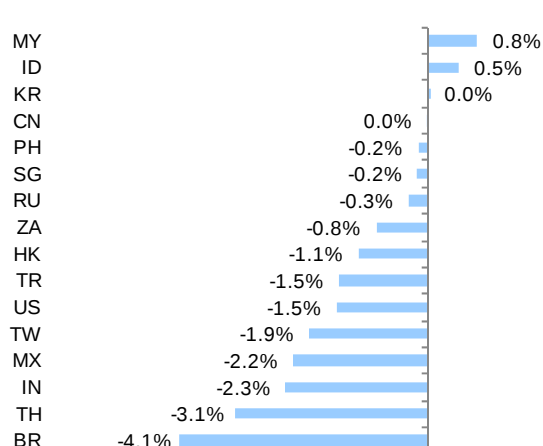
今週の新興国通貨は概ね小幅な値動きに止まるも、政治リスクが意識された通貨は大幅安となった。先週末発表された米3月雇用統計は良好な結果であったものの、4月の米利上げに対する期待は高まらずドルは下落した。週初は為替市場全体が方向感に乏しい値動きとなる中、イラン石油相が主要産油国による増産凍結に当面参加しない旨を表明すると、原油価格は下落。資源国通貨は連れ安となった。5日は発表された米経済指標(3月ISM非製造業景気指数)が市場予想を上回ったことからドルは強含むも、新興国通貨の売り幅は限定的となった。6日は中国3月Caxin PMI(サービス業・総合)が良好な結果となったことや、3月FOMC議事要旨において、数人のメンバーが4月利上げは適切でないと発言したことが示されると、ドル安・新興国通貨高方向に切り返し、新興国通貨の売り幅は縮小した。

個別通貨でみると、南アフリカではズマ大統領弾劾は否決されたものの、政局の混乱を受けてZAR(▲3.8%)は下落した。また、ブラジルではルセフ大統領の弾劾回避に向けた動きが強まり、BRL(▲3.8%)は売られた。原油価格が週初下落したことを背景にMXN(▲3.1%)、MYR(▲0.7%)、RUB(▲0.7%)は軟化。また、財務相が大幅な利下げを要求したことで、金融政策への不透明感が高まりTRY(▲1.4%)は値を下げた。

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

一部の新興国通貨は売られる
も、年初来では高値圏で推移

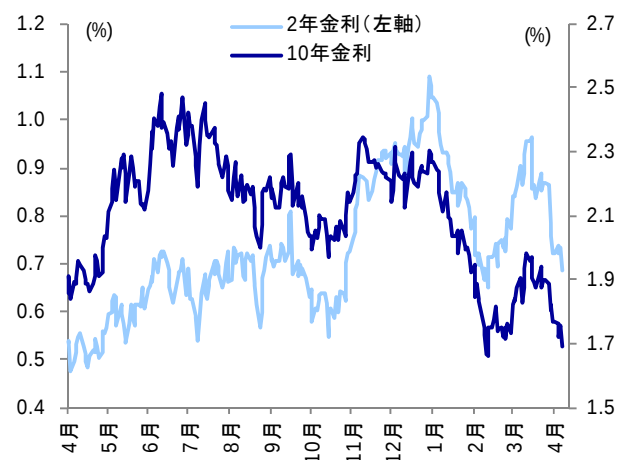
今週の新興国通貨は、資源国通貨や政治リスクが意識された通貨を除き安定した値動きとなった。資源国通貨については、イラン石油相が増産凍結に不参加の意思を表明したことに加え、サウジアラビア副皇太子も合意に向けて消極的な態度を示したことなどを背景に、原油価格が週前半に値を下げたことが影響した。しかしながら、売り幅は小幅に止まっており、最も売られた ZAR についても、3 月 29 日のイエレン FRB 議長講演前の水準に戻っただけで、2016 年初から見ると高値圏での推移が続いている。

米経済指標の改善を受けても
ドル高は進まず

1 日の米 3 月雇用統計は、平均時給や労働参加率の改善が見られるなど良好な結果となった。昨年であれば、米利上げ期待が高まり、ドル高・新興国通貨安の展開となるところだが、今週の為替市場ではドル高が進む気配は見られなかった。背景には、6 日に公表された FRB 議事要旨に示されている通り、FRB が懸念している世界経済の低迷が依然として続いているからだと考える。5 日にラガルド IMF 専務理事が「世界経済の見通しはさらに弱くなった」と述べるなど、世界経済は底入れする様相を見せておらず、FRB が利上げに踏み切れるような世界経済情勢となるには今しばらくの時間がかかると予想する。そのため、来週についてもドル高・新興国通貨安が大きく進む可能性は低いと考える。

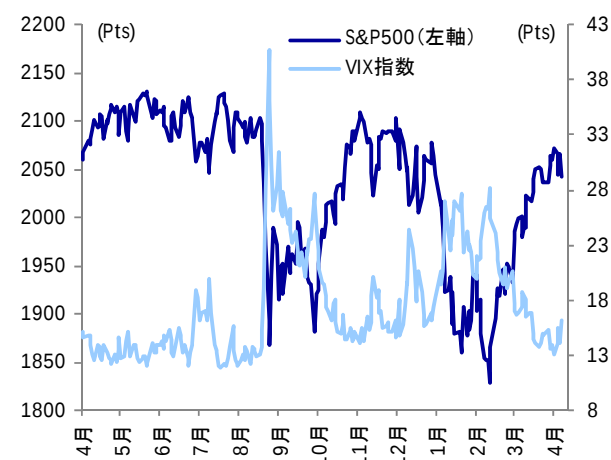
リスクは、15 日（金）に発表予定の中国 1～3 月期 GDP が市場予想（前年比+6.7%）を大きく下回ることが挙げられる。しかし、中国 3 月 PMI が前月対比で上昇し、同日発表の内需系指標も改善が見込まれるため、市場予想を大きく下回る可能性は低いと考える。なお、過去の事例を振り返ると、中国 GDP の振れ幅は小さく、実績値と市場予想値の乖離幅は 0.1%ポイントに収まるケースが多い。

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

韓国: 議会選挙プレビュー

与党セヌリ党が大勝を収められるかどうかは不透明な情勢に

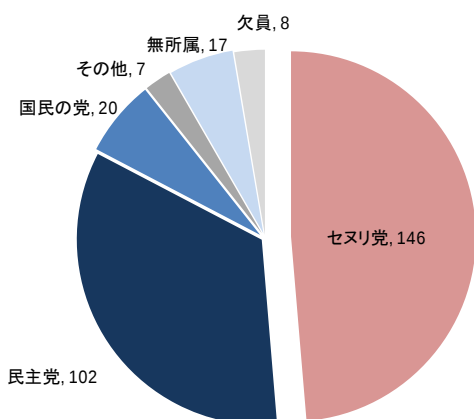
13日(水)に韓国議会選挙が予定されている。当初は、最大野党の新政治民主連合が、民主党と国民の党に分裂した影響から与党セヌリ党が圧勝すると見られていた。しかし、セヌリ党内では朴大統領に近い「親朴派」と「非朴派」の対立が激化し、一部の非朴派党員が公認指名を得られなかったことを不服として、無所属での出馬を表明する事態にまで発展している。この内紛により、セヌリ党は国民の心象を損ねてしまった。結果、世論調査では、セヌリ党は41%の支持率を確保し、民主党(20%)、国民の党(8%)に差をつけ、選挙において過半数を獲得する可能性が濃厚となっているものの、大勝ラインと言われている180議席(全議席の6割)獲得は厳しい情勢となっている。また、3月29日にはセヌリ党の選挙対策委員長が、「韓国中銀(BOK)は先進国同様にMBS購入を含む量的緩和を導入すべき」との旨を示している。今回の選挙でセヌリ党が大勝はおろか過半数獲得も逃すような事態になれば、朴大統領への経済失策批判が与党内や世論で高まると考えられるため、選挙後にBOKへの追加緩和圧力が一段と高まると予想する。

韓国: 輸出は15か月連続で前年比マイナス

マイナス幅は縮小も輸出は15か月連続の前年比減少を記録

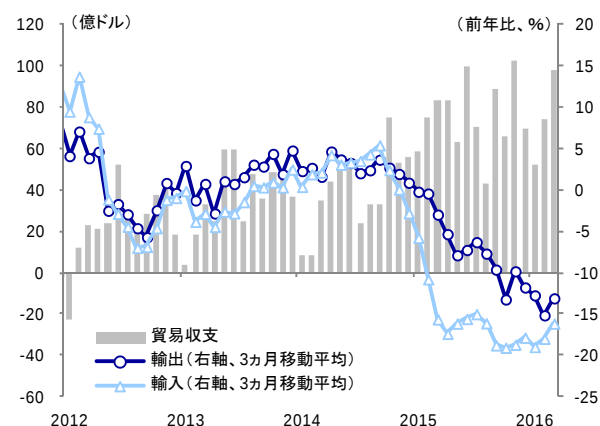
1日に発表された韓国3月貿易統計では、輸出が前年比▲8.2%(2月:同▲12.2%、市場予想:同▲10.9%)、輸入が同▲13.8%(2月:同▲14.6%、市場予想:同▲14.3%)と輸出は15か月連続、輸入は18か月連続で減少した。輸出入ともに前月及び市場予想よりもマイナス幅は縮小したもの、依然として前年比で減少が続いている。また、輸出のマイナス幅縮小は、スマートフォンの新機種製造によるものとの指摘も聞かれており、今後も輸出の改善が続くかは依然として不透明な情勢にある。

図表3: 韓国 各党の議席数



(資料)韓国国会、国際金融情報センター、みずほ銀行

図表4: 韓国 貿易収支



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)輸出入ともに3か月移動平均

中国：製造業 PMI は 8 か月ぶりに節目となる 50 を上回る

春節明けによる生産量急回復が
PMI 持ち直しに繋がったか

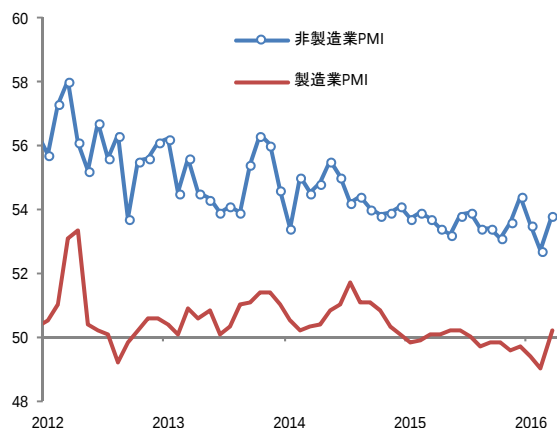
1 日に発表された中国 3 月製造業 PMI は 50.2 と 2 月（49.0）から上昇し、景気拡大/縮小の分かれ目である 50 を 8 か月ぶりに上回った。また同日に発表された中国 3 月非製造業 PMI も 53.8 と 2 月（52.7）から上昇した。PMI を発表している中国国家統計局は、春節が明け企業の生産活動が一斉に再開されたことや、輸出需要の持ち直し、不動産投資を始めとする固定資産投資の回復が PMI 上昇の背景にあるとした。一方で、同統計局は、春節明けの季節要因の影響も大きく、小規模企業は資金繰りの悪化見られており、今後も継続的な改善が続くかについては慎重な見方を示した。同統計局の指摘にある通り、春節前後は経済活動の振れ幅が大きくなる傾向があり、今月の結果をもって景況感が持ち直し基調に入ったと判断するのは早計だと考える。

インドネシア：消費者物価指数(CPI)は小幅に加速

インフレは落ち着いた推移となる
も、BI の緩和は経済指標次第

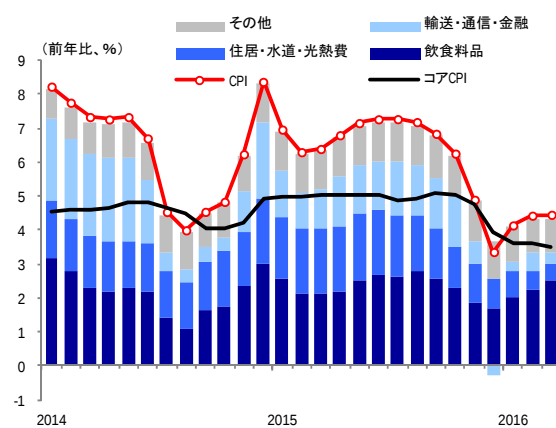
1 日に発表されたインドネシア 3 月消費者物価指数（CPI）は前年比 +4.45% と 2 月（同+4.42%）から僅かながら加速した。内訳を見ると、原油価格の下落を受けてエネルギー（2 月：同+2.3%→3 月：同▲0.2%）の伸びがマイナスに転じた一方、エルニーニョ現象が背景とみられる干ばつの影響によって、香辛料の価格が上昇したことで食品（2 月：同+7.6%→3 月：同+9.1%）の伸びが加速した。4 月 1 日からは原油安を受けて補助付きガソリン価格が引き下げられており、当面インフレ率はインドネシア中銀（BI）の目標レンジ（+3%～+5%）の範囲内で推移する見込みだ。プロジョネゴロ財務相は「インフレ率が 4% 近辺で推移する限り、中銀は政策金利を引き下げることが可能だ」といった旨の発言をしており、今後も政府から BI に緩和圧力が掛かり続けると見られる。しかし、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、4 月 21 日の会合で緩和が行われるかど

図表 5： 中国 製造業・非製造業 PMI



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6： インドネシア 消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

うかは今後発表される経済指標次第となるだろう。

ロシア：10～12月期もGDPの停滞続く

原油安による消費及び投資の
低迷が下押し要因に

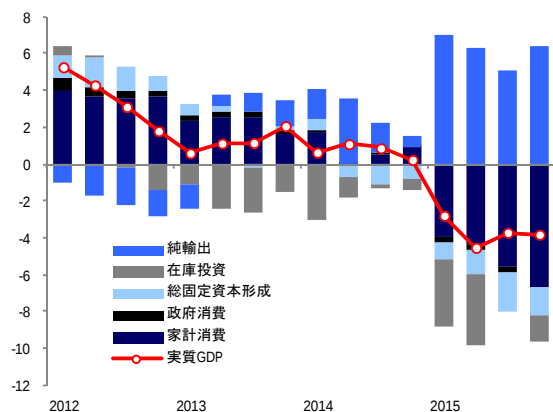
1日に発表されたロシア10～12月期GDPは前年比▲3.8%と、7～9月期（同▲3.7%）から減速した。また、同時に発表された2015年の成長率は同▲3.7%と2014年（同+0.6%）から大きく減速している。10～12月期の内訳を見ると、純輸出は欧州による経済制裁を受けた輸入減により、同+6.4%と全体を押し上げている。もっとも、個人消費の減少幅が拡大（7～9月期：同▲10.4%→10～12月期：同▲12.4%）したほか、設備投資（7～9月期：同▲11.3%→10～12月期：同▲6.0%）も減少が続いた。背景には2014年秋頃から続く原油安や、それに伴うRUB安を受けた輸入物価の上昇がある。17日（日）にはOPEC及び非OPEC産油国による産油量に関する会合が予定されているが、サウジアラビア副皇太子が「イランが合意しない場合、サウジアラビアも合意しない」との発言をしているほか、ロシアの3月産油量が増加しているとの報道も見られ、会合で増産凍結が合意される可能性は低く、原油価格の低迷は当面続くだろう。そのため、今後も原油価格の低迷とともにロシア経済の弱い動きは続く見込みだ。

トルコ：インフレ率は予想以上に低下

インフレ率の減速を受けて、
CBRTは次回会合で利下げか

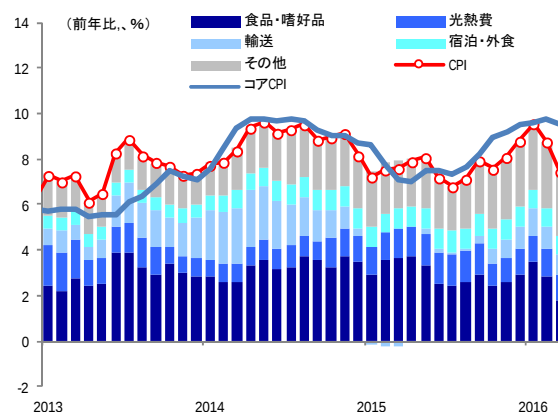
4日に発表されたトルコ3月CPIは前年比+7.5%（2月：同+8.8%、市場予想：同+8.2%）と前月及び市場予想を下回り、2015年8月以来の低水準を記録した。内訳を見ると食品・飲料（2月：同+2.2%→3月：同+1.1%）が低下の主因となった。一方、3月コアCPI（除くエネルギー・食品）は同+9.5%（2月：同+9.7%）と僅かながら減速したものの、依然として高水準である。しかし、ヘッドラインのCPIが低下したことを受け、政府から利下げ圧力が高まると想定されることから、トルコ中銀（CBRT）が次回

図表7：ロシア 実質GDP



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8：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

(4月20日)金融政策決定会合において利下げを実施する可能性が高まったと言えよう。

インド:金融政策決定会合レビュー

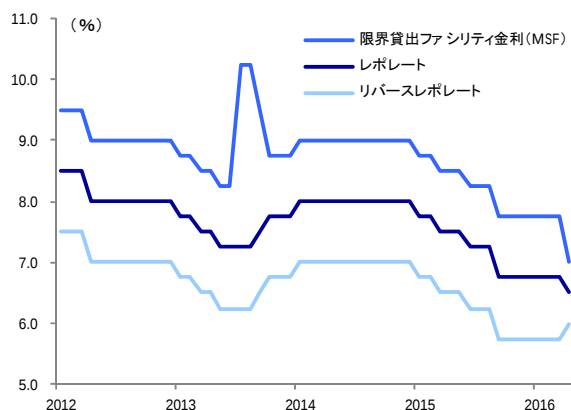
インフレの落ち着きと財政改革の進展を受けて RBI は利下げ

5日に開催されたインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合では政策金利(レポレート)が6.50%と25bp引き下げられた。これまでRBIは、インフレ率が2017年3月に目標である+5%達成に向けて推移することを利下げの条件として示していた。また、前回2月会合の声明文では、2月末発表の2016年度政府予算案で財政改革姿勢が維持されることも追加条件としている。今回会合の声明文では「インフレ率は予想に沿って推移しており、2016年1月の目標は下振れして達成」「2016年度のインフレ率は緩やかに減速して+5%近辺で推移する見込み」とされた。また、2016年度政府予算案に対しては「政府は財政健全化の姿勢を維持した」「地方の需要を再活性化し、社会インフラを高め、ビジネス環境を改善するような総合的な戦略を示した」と高い評価を与えており、事前に提示していた条件が満たされたことでRBIは利下げに踏み切った模様だ。

また、RBIは利下げの効果を貸出金利に波及させることを目的に、金利コリドーの下限であるリバースレポレートを5.75%から6.00%に引き上げ、上限である限界貸出ファシリティ金利(MSF)を7.75%から7.00%に引き下げた。これまで利下げ効果波及の障害とされてきた200bpと広い金利コリドー幅は100bpに縮小しており、利下げ効果の拡大が期待される。

このほか、預金準備率(CRR、4.00%)の日次達成率が95%から90%に引き下げられている(インドの場合、日次で準備預金を一定以上積むことが求められており、今回の緩和で準備預金の金額が法定準備額の95%から90%に引き下げられた)。これにより、各金融機関は余裕をもって資金繰りを行うことが可能となるため、手元資金を貸し出しやすくなり、オ

図表9: インド 各種政策金利



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表10: インド 政策金利(レポレート)及び消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

一バーナイト市場における不必要なボラティリティが軽減されるほか、市場の流動性拡大も期待できる。我々の試算によれば日次達成率の 50bp 引き下げは、CRR の 20bp 引き下げと同等の効果が見込まれる。併せて、RBI は公開市場操作（OMO）によって新たに 1500 億ルピーの政府債券買い入れを決定しており、市場の資金調達金利は低下していくと予想する。

RBI は「金融スタンスは引き続き緩和姿勢」、「新たな政策余地が生じた場合に備えて経済及び金融情勢を注視していく」としており、今後も経済情勢によっては追加緩和も辞さない構えを見せている。もっとも、当面は利下げ効果や政府予算の執行度合いを見極めるために、現状の金融政策を維持するだろう。

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	前回値	修正値
エマージングアジア						
4月1日 (金)	韓国	3月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	1.0%	1.3%	--
1日 (金)	韓国	3月 貿易収支	\$8496m	\$9820m	\$7394m	\$7385m
1日 (金)	中国	3月 製造業PMI	49.4	50.2	49.0	--
1日 (金)	中国	3月 非製造業PMI	--	53.8	52.7	--
1日 (金)	中国	3月 Caixin中国PMI製造業	48.3	49.7	48.0	--
1日 (金)	タイ	3月 消費者物価指数(前年比)	-0.4%	-0.5%	-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%	4.5%	4.4%	--
5日 (火)	フィリピン	3月 消費者物価指数(前年比)	1.1%	1.1%	0.9%	--
5日 (火)	インド	RBIレート	6.50%	6.50%	6.75%	--
5日 (火)	インドネシア	3月 消費者信頼感指数	--	109.8	110.0	110.0
5日 (火)	中国	3月 Caixin中国PMIサービス業	--	52.2	51.2	--
5日 (火)	タイ	3月 消費者信頼感	--	73.5	74.7	--
6日 (水)	マレーシア	2月 貿易収支MYR	6.8b	7.35b	5.39b	--
11日 (月)	中国	3月 消費者物価指数(前年比)	2.5%	--	2.3%	--
11日 (月)	台湾	2月 貿易収支	\$4.43b	--	\$4.16b	--
12日 (火)	フィリピン	2月 輸出(前年比)	--	--	-3.9%	--
12日 (火)	インド	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.2%	--
12日 (火)	インド	1月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.5%	--
13日 (水)	中国	2月 貿易収支	\$33.2b	--	\$32.59b	--
13日 (水)	中国	2月 輸出(前年比)	9.7%	--	-25.4%	--
14日 (木)	シンガポール	1Q GDP(前年比)	1.6%	--	1.8%	--
15日 (金)	中国	3月 鉱工業生産(前年比)	6.0%	--	0.0%	--
15日 (金)	中国	3月 小売売上高(前年比)	10.4%	--	10.2%	--
15日 (金)	中国	1Q GDP(前年比)	6.7%	--	6.8%	--
15日 (金)	シンガポール	2月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	1.4%	--
15日 (金)	インドネシア	3月 貿易収支	--	--	\$1136m	--
15~18日	インド	3月 貿易収支	--	--	-\$6541.8m	--
中東欧・アフリカ						
4月1日 (金)	ロシア	4Q GDP(前年比)	-3.9%	-3.8%	-4.1%	-3.7%
4日 (月)	トルコ	3月 消費者物価指数(前年比)	8.2%	7.5%	8.8%	--
5日 (火)	ロシア	3月 消費者物価指数(前年比)	7.5%	7.3%	8.1%	--
11日 (月)	ロシア	4Q 経常収支	--	--	15.0b	--
11日 (月)	ロシア	2月 貿易収支	7.9b	--	7.9b	--
11日 (月)	トルコ	2月 経常収支	--	--	-2.23b	--
13日 (水)	南アフリカ	2月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
13日 (水)	南アフリカ	2月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-4.5%	--
15~18日	ロシア	3月 鉱工業生産(前年比)	-0.9%	--	1.0%	--
ラテンアメリカ						
4月2日 (土)	メキシコ	2月 送金総額	\$1998.9m	\$2093.2m	\$1932.2m	--
2日 (土)	ブラジル	3月 貿易収支	\$4490m	\$4435m	\$3043m	--
5日 (火)	メキシコ	1月 総設備投資	1.0%	0.1%	1.1%	--
7日 (木)	メキシコ	3月 消費者物価指数(前年比)	2.6%	2.6%	2.9%	--
8日 (金)	ブラジル	3月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.4%	--	10.4%	--
12日 (火)	ブラジル	2月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-1.6%	--
13~14日	ブラジル	2月 経済活動(前年比)	--	--	-8.1%	-7.6%

(注)2016年4月8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	6.4625	6.52	6.47	6.44	6.40	6.37
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7597	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.468	68.8	66.5	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13163	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1143.20 ～ 1245.13	1151.33	1160	1150	1140	1130	1120
マレーシアリング	(MYR)	3.8920 ～ 4.4415	3.9158	4.10	4.05	3.95	3.90	3.87
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ～ 48.069	46.140	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3415 ～ 1.4444	1.3528	1.40	1.38	1.35	1.33	1.31
台湾ドル	(TWD)	32.156 ～ 33.791	32.382	33.00	32.80	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.20	36.0	35.4	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22295	22600	22500	22300	22300	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	66.7341 ～ 85.9573	68.0326	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.6344 ～ 17.9169	15.2623	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.8142 ～ 3.0614	2.8642	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	3.6888	3.45	3.48	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	17.1019 ～ 19.4448	17.8844	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	16.700	17.33	17.00	16.77	16.25	16.17
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	13.952	14.56	14.18	13.92	13.40	13.27
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.623	1.64	1.65	1.67	1.63	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.822	0.831	0.827	0.831	0.809	0.824
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.333	9.74	9.57	9.47	9.20	9.20
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ～ 29.357	27.688	27.56	27.16	27.34	26.67	26.61
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.350	2.40	2.37	2.36	2.32	2.35
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	80.03	80.71	79.71	80.00	78.20	78.63
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.343	3.42	3.35	3.31	3.21	3.20
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.076	3.14	3.11	3.09	3.00	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.4856	0.50	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.687	1.592	1.74	1.75	1.80	1.65	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.094	7.53	7.10	6.75	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	37.788	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	29.346	32.75	31.61	30.00	28.49	27.84
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.053	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8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。