

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

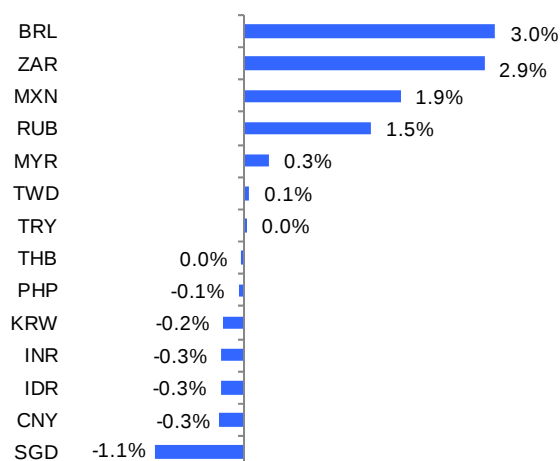
今週のエマージングマーケット

アジア通貨は軟調となる一方、資源国通貨が上昇

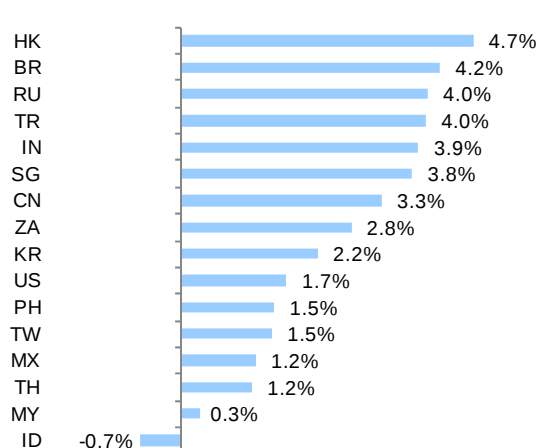
今週の新興国通貨は、アジア通貨が弱含む一方で、資源国通貨は上昇する展開となった。週初は、先週の流れを引き継ぎドル安基調となったことで、新興国通貨は堅調に推移した。12日、IMFが世界経済の成長率について下方修正を発表するも、市場の反応は限定的。その後、サウジアラビアとロシアが増産凍結で合意したとの報道を受けて、原油価格が急伸し、資源国通貨は連れ高となった。13日、市場予想を大幅に上回った中国3月輸出や、米経済の底堅さが確認された米地区連銀経済報告書が発表されるも、新興国通貨の反応は限定的に止まった。14日にシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)が現状のSGD高誘導策から上下どちらの方向にも誘導しない中立スタンスへの移行を発表すると、予想外の政策変更によりSGDは急落し、他のアジア通貨も軒並み値を下げる展開となった。

個別通貨で見ると、ブラジルのルセフ大統領弾劾の可能性が高まったことでBRL(+3.0%)は値を伸ばした。南ア2月小売売上高が市場予想を大幅に上回り、南アフリカ準備銀行(SARB、中央銀行)の利上げ余地が広がったとの思惑からZAR(+2.9%)も上昇した。また、原油価格が急伸したことにより、MXN(+1.9%)、RUB(+1.5%)、MYR(+0.3%)は買われた。一方で、MASの金融政策変更によりSGD(▲1.1%)は下落した。

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) ブルームバーグ

エマージングマーケット短期見通し

新興国通貨は、個別要因によって、値動きがまちまちとなる

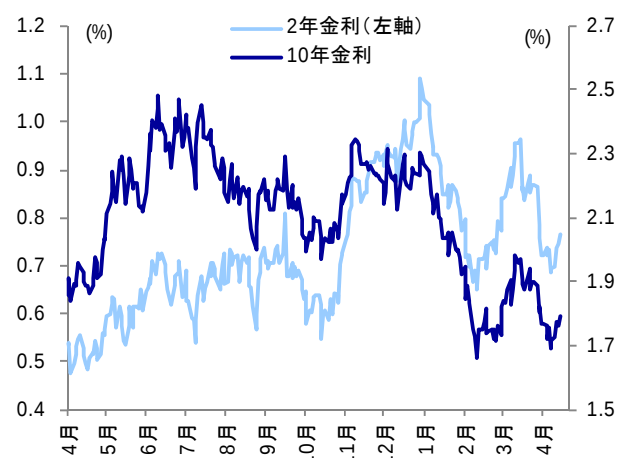
今週の新興国通貨は、個別要因に大きく左右される展開となった。ブラジルにおいてはルセフ大統領弾劾の可能性が高まったことを背景に BRL 高となる一方、韓国では議会選挙での与党惨敗により政策運営能力の低下が懸念され KRW は週末にかけて弱含んだ。また、シンガポールでは予想外の金融政策変更が実施され、SGD は急落している。

ECB 理事会に向けて軟調な展開を予想

来週の新興国通貨は、やや軟調な展開を予想するが、通貨によって値動きが異なる可能性が高い。新興国全体に影響を与えるイベントとしては、21 日（木）の ECB 理事会が挙げられる。前回理事会（3 月 10 日）において、ドラギ ECB 総裁が更なる政策金利引き下げの可能性について否定的な態度を示したことや、新たに導入された追加緩和策の開始時期がまだ先であることを考えると、今回の理事会では現金融政策が維持されると予想する。しかしながら、ユーロ/ドルが昨年 10 月来の水準まで上昇、また 5 年先 5 年物インフレスワップが前回理事会前の水準まで戻していることを背景に、緩和を期待したユーロ売りを仕掛ける向きも見られるだろう。そのため、ECB 理事会にかけてはドル高・新興国通貨安となり、理事会後はドル安・新興国通貨高の展開に転じると予想する。

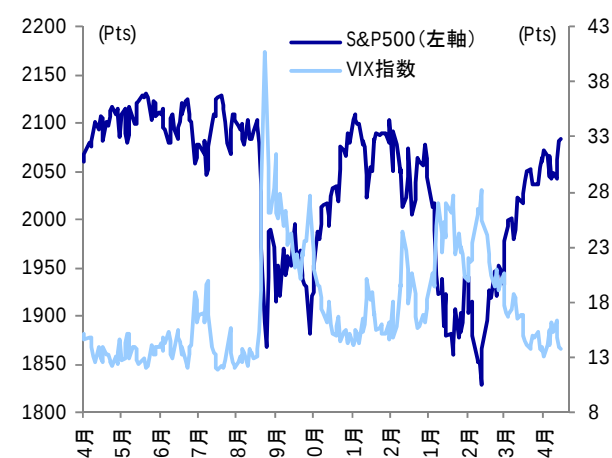
主要国以外では、週末にドーハにおいて OPEC 参加国と非 OPEC 国の原油増産凍結に向けた協議が予定されており、協議の結果は来週の原油価格及び資源国通貨の値動きに大きな影響を及ぼすと考えられる。また、17 日（日）にブラジルではルセフ大統領弾劾を問う下院投票が予定されており、仮に弾劾否決となれば、BRL が急落する可能性が高い。そのほか 19 日（火）には韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合があり、選挙結果を受けて利下げの可能性が高まっている。そのため、各イベントの結果次第では、新興国通貨間で値動きが大きく異なる展開となるだろう。

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

トルコ: 金融政策決定会合プレビュー

CBRT は政策金利コリドー上限を引き下げると予想

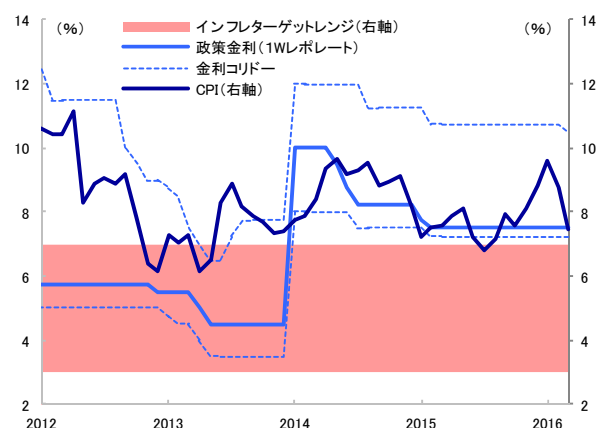
20 日（水）に開催されるトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートは現状の 7.50%に据え置かれるも、金利コリドーの上限である翌日物貸出金利が 25bp 引き下げられ 10.25%になると予想する。前回会合（3 月 24 日）では政策金利が据え置かれる一方で、翌日物貸出金利が 10.50%と 25bp 引き下げられた。市場では併せて金利コリドーの下限（翌日物借入金利）が引き上げられると予想する向きもあったため、市場参加者にとってサプライズとなった。声明文では、昨年 8 月に公表したロードマップに沿って、金融政策の簡素化を進めたとされている。CBRT はインフレ上昇圧力が残っていることを理由に引き締めスタンスを維持するとしている。しかしながら、4 日に発表されたトルコ 3 月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.5%（2 月：同+8.8%）と減速したことや、政府からの利下げ圧力の高まりにも配慮し、CBRT は本会合にて翌日物貸出金利を引き下げだろう。なお、11 日にダウトオール首相は 19 日に任期切れとなるバチュシュ CBRT 総裁の後任に、チェティンカヤ副総裁を指名した。チェティンカヤ氏の金融政策姿勢は未だ明らかになっておらず、20 日の会合は新 CBRT 総裁の政策スタンスを見極める上で重要となるだろう。

インドネシア: 金融政策決定会合プレビュー

BI は緩和効果の波及を見極めるため、利下げを見送るか

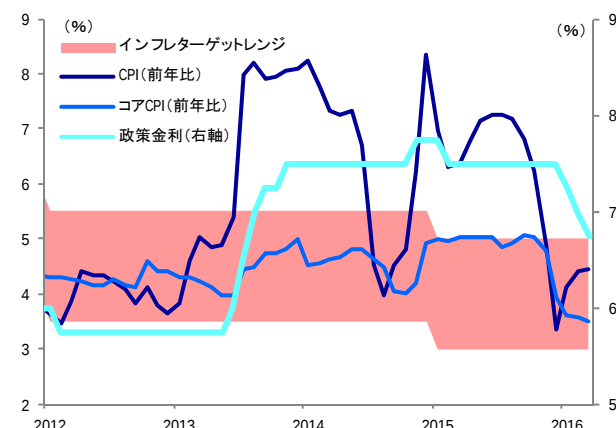
21 日（木）に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では現状の金融政策が維持されると予想する。前回会合（3 月 17 日）では政策金利を 25bp 引き下げ、6.75%にするとともに、貸出・預金ファシリティ金利も 25bp 引き下げ、それぞれ 7.25%と 4.75%にすることを決定した。声明文では、インフレ率がターゲット（+3%～+5%）内に収まる動きをみせているほか、金融市場が落ち着きを取り戻したことが利下げに踏み切った理由としている。1 日に発表されたインドネシア 3 月 CPI は前年比

図表 3: トルコ 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: インドネシア 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

+4.45%とターゲット内に収まった。また、ブ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」といった発言をしており、政府からBIに緩和圧力が掛かっている。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を踏まえ「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みせている。BIは引き続き緩和姿勢を維持するであろうが、本会合では政策金利を据え置くだらう。なお、本日（15日）にBIは、政策金利を現状の公定歩合からリバース・レポ金利に変更することを発表する予定だ。公定歩合（6.75%）は市場金利から乖離が大きくなっており、市場実勢に合った政策金利にすることが狙いと見られる。正式導入は8月になる見込みで、現在の市場実勢に照らせばリバース・レポ金利は5.50%近辺に設定されると予想する。

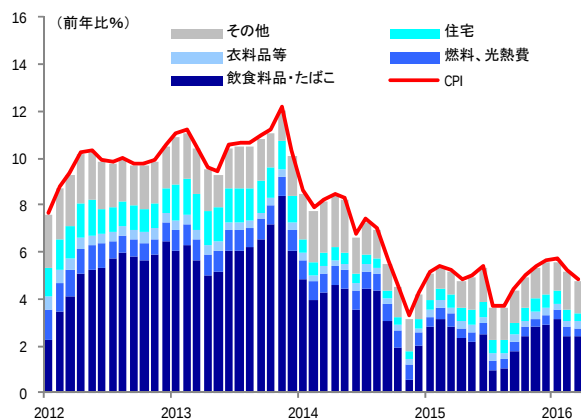
インド：消費者物価指数は減速、生産活動は反発

月次指標はインド経済の堅調さを示す結果に

12日に発表されたインド3月CPIは前年比+4.83%と1月（同+5.18%）から2か月連続で減速した。内訳を見ると、穀類や野菜価格の下落を受けて飲食料品・たばこ（2月：同+5.30%→3月：同+5.21%）の伸びが縮小したほか、住宅（2月：同+4.59%→3月：同+3.38%）の減速も目立った。なお、同日にインド気象庁はモンスーン（雨季）の降雨量が平年を+6%上回るとの予報を発表した。雨季の降雨量不足は農業生産の低迷とともに食料品物価の上昇を引き起こす要因となっていたため、今回の予報を受けてインフレ率の上昇リスクは当面低下したといえるだろう。

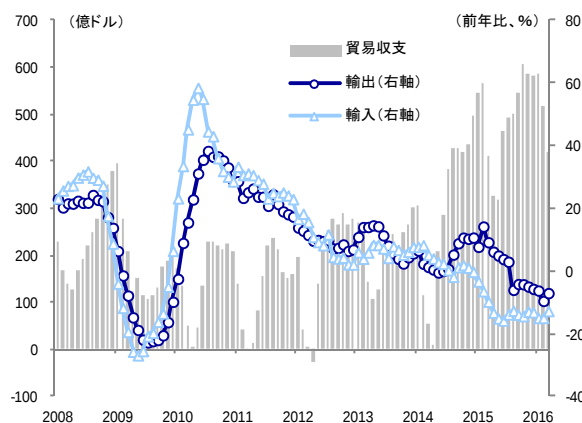
また、CPIと同時に発表されたインド2月鉱工業生産指数は前年比+2.0%と市場予想（同+0.8%）を上回り、4か月ぶりのプラスに転じた。昨年11月に発生した南部タミル・ナドゥ州での豪雨を受けて停滞していた製造業生産が同+0.7%（2月：同▲2.8%）と4か月ぶりの増加となった

図表 5: インド 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 6: 中国 貿易収支及び輸出入



（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

ほか、鉱業（同+5.0%）や電力（同+9.6%）も堅調に推移したことが全体の伸びに繋がった模様だ。市場では予想以上にインフレ率が抑制されたことから、インド準備銀行（RBI、中央銀行）による利下げ余地がさらに拡大したと見る向きもあり、インド 10 年債金利は 2013 年以来の低水準で推移している。しかし、生産活動が回復するなかでは利下げの必要性が大きいとは言えず、次回 6 月 7 日の会合で RBI は現状の金融政策を維持すると予想する。

中国：輸出は 9 か月ぶりに前年比プラス

輸出は前年比で大幅なプラスとなるもベース効果もあったと見る

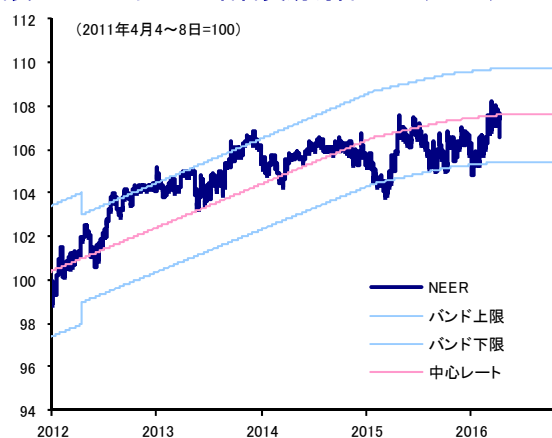
13 日に発表された中国 3 月貿易統計では、輸出が前年比+11.5%（市場予想：同+10.0%、2 月：同▲25.4%）と市場予想を上回り、2015 年の 6 月以来となる前年比プラスの伸びを記録した。一方、輸入は同▲7.6%（市場予想：同▲10.1%、2 月：同▲13.8%）とマイナス幅は縮小したものの、減少は続いている。輸出に先行すると言われていた中国 3 月製造業 PMI 構成指数の内、輸出新規受注が 2 月（47.4）から 50.2 に大きく改善したため、輸出の回復は見込まれていたものの、上昇幅は市場予想を上回った。しかし、輸出が大幅なプラスに転じた背景には、前年 3 月（同▲15%）が春節連休に関連した季節要因で大幅に落ち込んだ反動が影響していると考えられる。今後、輸出の減速感の薄れてはいくものの、今回見られたような大幅な伸びは続かないだろう。

シンガポール：金融政策決定会合レビュー

MAS は政策スタンスを SGD 高から中立に変更

14 日に開催されたシンガポール通貨庁（MAS、中央銀行）の政策決定会合では、金融政策の操作対象である SGD の名目実効為替レート（NEER）について、現行の緩やかな SGD 高誘導から上下どちらの方向にも誘導し

図表 7:シンガポール 名目実効為替レート(NEER)とバンド



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）MAS は SGD 名目実効為替レート及び 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

図表 8:シンガポール 実質 GDP

	2015年			2016年
	2Q	3Q	4Q	1Q
前期比年率(%)				
実質GDP	-1.6	2.3	6.2	0.0
製造業	-13.8	-6	-4.9	18.2
建設業	7.7	0.2	6	10.2
サービス業	0.4	3.8	7.7	-3.8
前年比(%)				
実質GDP	1.7	1.8	1.8	1.8
製造業	-5.2	-6	-6.7	-2
建設業	3.6	3	4.9	6.2
サービス業	3.2	3.4	2.8	1.9

（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

ない中立スタンスへの移行を発表した。なお、NEERの変動幅及び中心レートについては現状水準で据え置いている。MASは世界経済が予想よりも低成長に止まることで、シンガポール経済の成長速度が従来よりも緩やかになること、及び物価上昇圧力が従来予想以上に高まらず、コアCPIが2016年予想レンジ(+0.5%~+1.5%)の下方にて推移する可能性が高くなったことを変更の理由としている。MASは2016年のGDP成長率見通しを+1%~+3%としており、2015年から大きな減速は見込んでいない。しかしながら、外需依存の高い製造業を始めとするセクターの業況が大幅に悪化していることに配慮し、今回の措置に踏み切ったと考えられる。

シンガポール：1~3月期GDPは前期比ほぼ横ばい

サービス業が前期比マイナスに
転じたことで成長率は鈍化

同日に発表されたシンガポール1~3月期GDPは前期比年率±0.0%とほぼ市場予想(同▲0.0%)通りの結果となり、2015年10~12月期(同+6.2%)から大幅に減速した。内訳を見ると、製造業(10~12月期：同▲4.9%→1~3月期：同+18.2%)が2015年に大きく落ち込んだ反動を受けて高い伸びとなったほか、建設業が民需・公需ともに堅調に推移したことで全体を押し上げた。一方、GDPの3分の2を占めるサービス業(同▲3.8%)が10~12月期(同+7.7%)に高成長だった反動を受けてマイナスへ転じたことで、全体の成長率が押し下げられた。12日にIMFは、2016年及び2017年の世界経済見通しを下方修正した。シンガポールの輸出規模はGDP対比で約2倍と他国対比でも大きく、世界経済の鈍化による悪影響を受けやすい。そのため、シンガポール経済は当面精彩を欠く推移となるだろう。

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11日 (月)	中国	3月 消費者物価指数	2.4%	2.3%	2.3%	--
11日 (月)	マレーシア	2月 鉱工業生産(前年比)	3.9%	3.9%	3.2%	--
11日 (月)	台湾	2月 貿易収支	\$4.31b	\$4.50b	\$4.16b	--
12日 (火)	フィリピン	2月 輸出(前年比)	-3.2%	-4.5%	-3.9%	--
12日 (火)	インド	3月 消費者物価指数(前年比)	5.0%	4.8%	5.2%	5.3%
12日 (火)	インド	1月 鉱工業生産(前年比)	0.8%	2.0%	-1.5%	--
13日 (水)	中国	3月 貿易収支	\$33.2b	\$29.9b	\$32.59b	--
13日 (水)	中国	3月 輸出(前年比)	10.0%	11.5%	-25.4%	--
14日 (木)	シンガポール	1Q GDP(前年比)	1.7%	1.8%	1.8%	--
15日 (金)	中国	3月 M2(前年比)	13.5%	--	13.3%	--
15日 (金)	中国	3月 新規貸出(人民元)	1100.0b	--	726.6b	--
15日 (金)	中国	3月 鉱工業生産(前年比)	5.9%	--	5.9%	--
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)	-0.3%	--	1.4%	--
15日 (金)	インドネシア	3月 貿易収支	\$550m	--	\$1136m	--
15~18日	インド	3月 貿易収支	-\$6700m	--	-\$6541.8m	--
18日 (月)	シンガポール	2月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	2.1%	--
18日 (月)	インド	3月 卸売物価(前年比)	-0.7%	--	-0.9%	--
18日 (月)	韓国	3月 韓国銀行7日間レートの	--	--	1.50%	--
19日 (火)	フィリピン	3月 総合国際収支	--	--	-\$316M	--
19日 (火)	マレーシア	3月 消費者物価指数	--	--	4.2%	--
21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の	--	--	6.75%	--
22日 (金)	台湾	3月 鉱工業生産	--	--	-3.7%	--
中東欧・アフリカ						
4月11日 (月)	ロシア	4Q 経常収支	15.8b	11.7b	15.0b	--
11日 (月)	ロシア	2月 貿易収支	7.9b	7.4b	7.9b	7.3b
11日 (月)	トルコ	2月 経常収支	-2.20b	-1.79b	-2.23b	-2.34b
13日 (水)	南アフリカ	2月 小売売上高(実質値、前年比)	2.6%	4.1%	3.1%	3.6%
13日 (水)	南アフリカ	2月 鉱物生産量(前年比)	-5.6%	-8.7%	-4.5%	-5.5%
15~18日	ロシア	3月 鉱工業生産(前年比)	-1.0%	--	1.0%	--
19日 (火)	ロシア	3月 実質小売売上高(前年比)	-5.1%	--	-5.9%	--
20日 (水)	南アフリカ	3月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.0%	--
20日 (水)	トルコ	4月 指標レートの	7.50%	--	7.50%	--
20日 (水)	トルコ	4月 翌日物貸出金利	10.00%	--	10.50%	--
20日 (水)	トルコ	4月 翌日物借入金利	7.25%	--	7.25%	--
21日 (木)	トルコ	4月 消費者信頼感指数	--	--	67.0	--
ラテンアメリカ						
4月8日 (金)	ブラジル	3月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.4%	9.4%	10.4%	--
8日 (金)	メキシコ	3月 消費者信頼感指数	91.2	89.2	88.7	--
11日 (月)	メキシコ	2月 鉱工業生産(季調前/前年比)	1.4%	2.6%	1.1%	0.8%
12日 (火)	ブラジル	2月 広義小売売上高(前月比)	0.5%	1.8%	-1.6%	-1.5%
18~23日	ブラジル	2月 経済活動(前年比)	-5.2%	--	-8.1%	-7.6%
20日 (水)	ブラジル	4月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.0%	--
20日 (水)	ブラジル	3月 経常収支	--	--	-\$1919M	--

(注)2016年4月15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	6.4826	6.52	6.47	6.44	6.40	6.37
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7566	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.645	68.8	66.5	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13180	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1143.20 ～ 1245.13	1156.53	1160	1150	1140	1130	1120
マレーシアリング	(MYR)	3.8920 ～ 4.4415	3.8898	4.10	4.05	3.95	3.90	3.87
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ～ 48.069	46.137	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3415 ～ 1.4444	1.3627	1.40	1.38	1.35	1.33	1.31
台湾ドル	(TWD)	32.156 ～ 33.791	32.414	33.00	32.80	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.09	36.0	35.4	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22320	22600	22500	22300	22300	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	66.7341 ～ 85.9573	66.0808	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.6344 ～ 17.9169	14.5616	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.8142 ～ 3.0614	2.8509	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	3.4829	3.45	3.48	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	17.1019 ～ 19.4448	17.4349	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	16.852	17.33	17.00	16.77	16.25	16.17
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	14.095	14.56	14.18	13.92	13.40	13.27
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.640	1.64	1.65	1.67	1.63	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.829	0.831	0.827	0.831	0.809	0.824
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.478	9.74	9.57	9.47	9.20	9.20
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ～ 29.357	28.066	27.56	27.16	27.34	26.67	26.61
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.363	2.40	2.37	2.36	2.32	2.35
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	80.23	80.71	79.71	80.00	78.20	78.63
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.373	3.42	3.35	3.31	3.21	3.20
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.115	3.14	3.11	3.09	3.00	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.4898	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	1.656	1.74	1.75	1.80	1.65	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.507	7.53	7.10	6.75	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	38.337	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	31.454	32.75	31.61	30.00	28.49	27.84
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.271	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8時40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。