

## 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

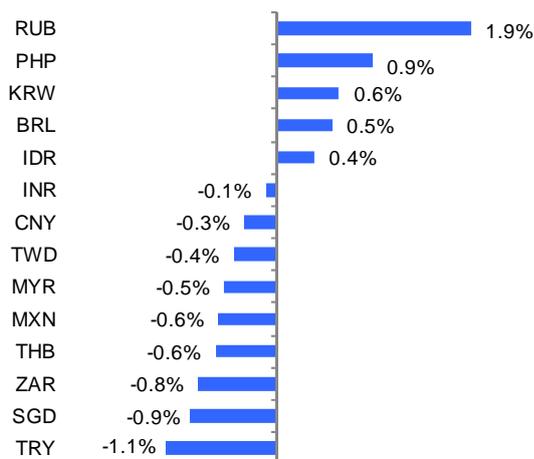
### 今週のエマージングマーケット

#### 今週の新興国通貨は方向感に欠ける展開

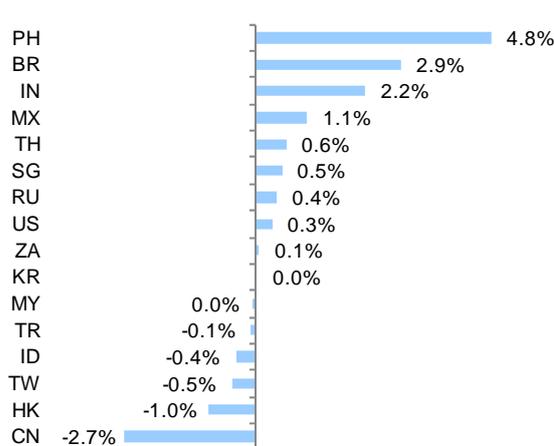
今週の新興国通貨はまちまちの展開となった。週初はカナダの森林火災を受けて原油生産量の減少観測が高まり、原油価格は一時上昇するもすぐに反落し、資源国通貨を中心に新興国通貨は下押しされた。10日に発表された中国の4月消費者物価指数(CPI)、4月生産者物価指数(PPI)はほぼ予想通りの結果となったため、新興国通貨への影響は限定的となった。11日、EIA米週間石油在庫統計で予想外の原油在庫減が明らかになると、原油価格は反発し、資源国通貨は買い戻された。また、米百貨店大手の低調な決算などを背景にドルが軟化した。12日、ドルは反発に転じるも上昇に勢いを欠いたことで、新興国通貨は総じて小動きとなった。

個別通貨で見ると、原油価格の反発を背景にRUB(+1.9%)は堅調に推移。また、フィリピンの大統領選挙では、ドゥテルテ氏の当選が確実となり、PHP(+0.9%)は上昇した。韓国中銀が本日開催の金融政策決定会合で、金融政策の現状維持を決定するとの思惑から、KRW(+0.6%)は底堅く推移した。ブラジルのルセフ大統領に対する弾劾手続きは、上院において弾劾法廷設置の是非を巡る審議が賛成多数で可決、同氏の一時停職が決定したことを好感してBRL(+0.5%)は上昇。TRY(▲1.1%)は、ダウトオール首相辞任を巡る政局の混乱が嫌気されて下落した。

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

一部の通貨を除き、今週の新興国通貨は小動きに止まる

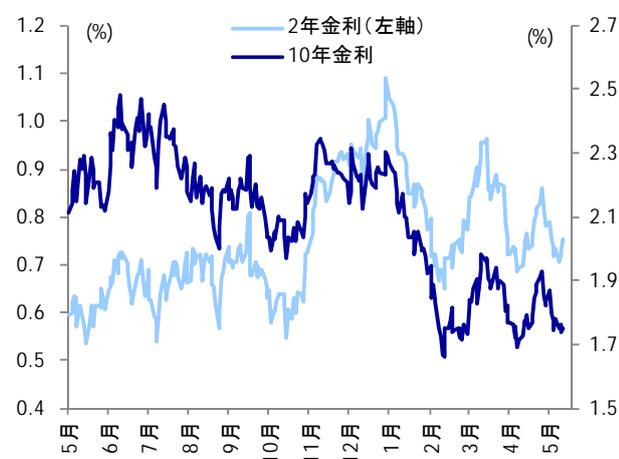
今週の新興国通貨は、ドル/円相場の上昇を主因としたドル高の動きを受けて、総じて小動きとなる中、政治的要因を背景に一部の通貨が大きく動く展開となった。フィリピンではドゥテルテ氏が大統領選で当確となり、大統領選に伴う不透明感が後退したことから、PHPが上昇。また、ブラジルでは上院予備投票においてルセフ大統領の職務一時停止が決定されたことが好感され、BRL高に繋がった。

中国の経済指標改善を背景に  
来週は底堅い動きとなるだろう

来週の注目材料として、まず14日(土)に発表される中国の内需関連指標が挙げられる。既に発表された4月輸出は前年比マイナスに陥ったものの、傾向として見れば減速から横這いへと改善しつつある。そのため、今回発表される4月鉱工業生産も小幅減速に止まるだろう。また、内需に影響を与える不動産市況は引き続き好調であり、4月小売売上高や4月固定資産投資も改善が期待される。よって、来週初の新興国通貨は中国の景気懸念の後退により、底堅い値動きとなるだろう。18日(水)にはFOMC議事要旨(4月26~27日開催分)が公表され、参加者の経済・物価の見通しに対する議論結果が判明する。しかしながら、発表された声明文が前回からの経済認識を総じて上方修正する一方で、利上げに対する言質を与えなかったことから察するに、メンバー間の経済・物価見通しに関する意見の隔たりが大きくなっている可能性がある。故に、今回の議事要旨で利上げに対する明確なメッセージが見られないと予想されることから、新興国通貨に大きな影響は与えないだろう。原油価格が低下しない限り、来週の新興国通貨は総じて安定推移になると予想する。

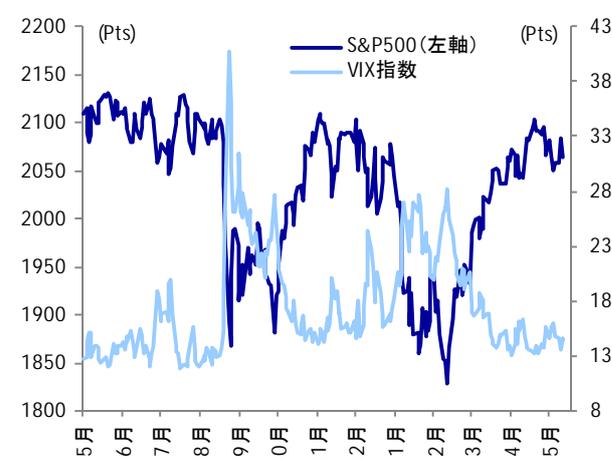
なお、来週は16日(月)にタイ、17日(火)にロシア、19日(木)にフィリピンが1~3月期GDPを発表する。GDPの結果もさることながら、同結果を受けて、各国政府が2016年の成長見通しを下方修正するのかどうかにも注目が集まる。

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

フィリピン: 大統領選レビュー

事前予想に反してドゥテルテ氏が圧勝

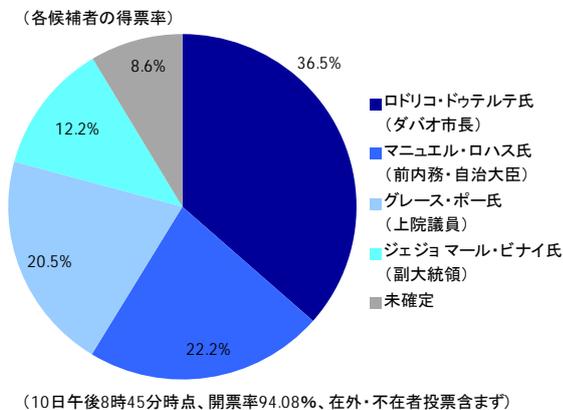
9日に投開票が行われたフィリピン大統領選挙ではドゥテルテ・ダバオ市長の当選が確実な情勢となった。選挙管理委員会の非公式統計(10日午後8時45分時点、開票率94.08%)による各候補者の投票率は、ドゥテルテ氏が36.5%、アキノ大統領の後継者指名を受けていたロハス前内務・自治相が22.2%、上院議員のポー氏は20.5%、ビナイ副大統領は12.2%となっている。接戦との事前予想に反してドゥテルテ氏が他の候補を大幅に引き離す結果になった。同氏はダバオ市長時代の治安維持に際して、法的手続きを経ないで処罰を行う武装した自警団を活用したほか、自身も「誘拐犯を3人射殺した」と告白するなど、超法規的な政治手法をも厭わない姿勢を取っている。その手法はかつて独裁政権を維持した故マルコス大統領を惹起させるもので、強権的な政策変更が行われた場合、政治的混乱によって景気が下押しされるリスクが警戒される。もっとも、現地報道によるとドゥテルテ氏は汚職撲滅やインフラ投資拡大を行ってきた現政権の経済政策を概ね引き継ぐ見込みである。そのため、当面のフィリピン経済は堅調さを維持すると予想する。

マレーシア: 金融政策決定会合プレビュー

コアCPIの高止まりなどを背景にBNMは現状維持を決定か

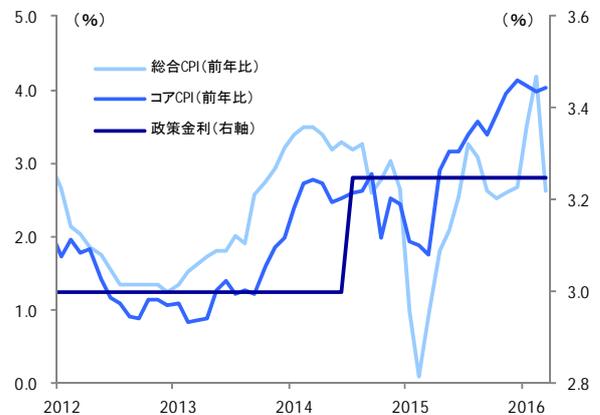
19日(木)に開催されるマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合では、金融政策の現状維持を予想する。前回会合(3月9日)の声明文では、世界経済は緩やかに回復しているものの、先進国の景気回復速度は鈍く、アジア諸国は輸出が減速する中、内需によって持ち堪えている状況が続いているとした。また、コモディティ価格の急落や過剰債務問題、地政学的リスクの上昇など、ダウンサイドリスクに関する記述が前回より詳細になった。インフレについては2015年よりは加速するとみられるものの、エネルギーやコモディティ価格の低迷により緩和され、当初想定していた以上

図表3: フィリピン 各候補者の得票率



(資料)NNA、みずほ銀行

図表4: マレーシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

に緩やかな伸びになると楽観的な姿勢を示した。マレーシア 3 月消費者物価指数 (CPI) は、ベース効果の剥落に伴い前年比+2.6% (2 月:同+4.2%) と大幅に減速したが、コア CPI (除く食品・交通) は同+4.0% (2 月:同+4.0%) とほぼ横ばいとなっている。引き続き物価上昇圧力は残っていると懸念されることから、BNM は CPI の動向を見極めるため政策金利を当面据え置くと予想する。なお、今会合はムハンマド BNM 総裁就任以来初の会合となる。

**インドネシア: 金融政策決定会合プレビュー**

インフレ率の上昇圧力が煽る中、BI は政策金利を据え置きか

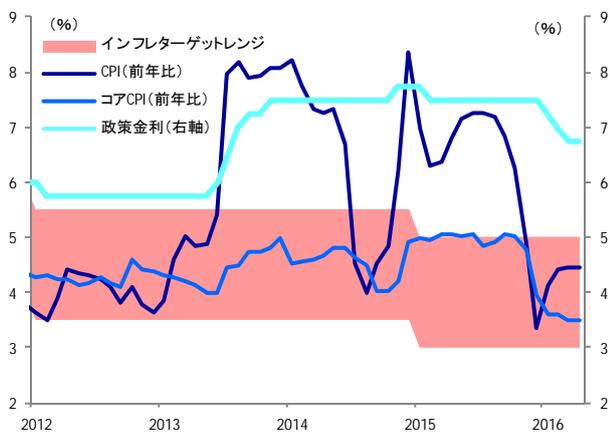
19 日 (木) に開催されるインドネシア中銀 (BI) 金融政策決定会合では金融政策の現状維持を予想する。前回会合 (4 月 21 日) では、金融政策の据え置きが決定されたほか、8 月 19 日から新たな政策金利として適用される 7 日物リバースレポ金利が市場実勢に近い 5.50% に設定された。声明文では、国内経済は 4~6 月期も堅調に推移すると予想されるほか、エネルギー価格の低下や内需拡大の鈍化を理由に 2016 年のインフレ率は BI の目標 (+4~5%) 内に止まるとの楽観的な見方が示された。実際、2 日に発表されたインドネシア 4 月 CPI はガソリン価格の下落などを受けて前年比+3.6% と 3 月 (同+4.5%) から減速している。但し、足許で原油価格が反発に転じているほか、エルニーニョ現象による食品価格への影響も徐々に顕在化することが予想され、インフレ率は緩やかに加速する可能性が高いだろう。年内は経済の緩やかな拡大も見込まれる中、BI は今回会合で現状の政策金利を据え置くと予想する。

**南アフリカ: 金融政策決定会合プレビュー**

3 月 CPI は減速も、SARB は金融政策を維持するだろう

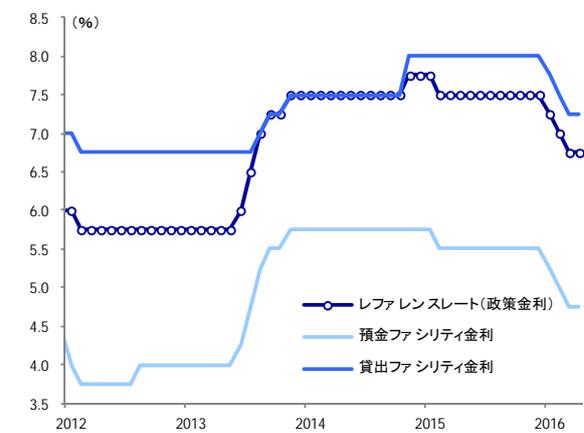
19 日 (木) に開催される南アフリカ準備銀行 (SARB) の金融政策決定会合では、金融政策の現状維持を予想する。前回会合 (3 月 17 日) では政策金利を 25bp 引き上げ 7.00% とした。会合前に発表された南アフリカ 2

図表 5: 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

図表 6: インドネシア 各種政策金利



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

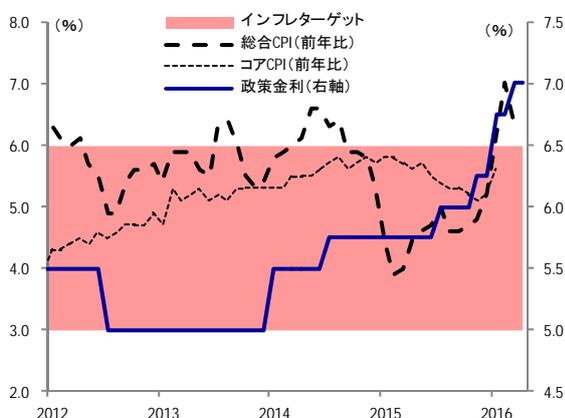
月 CPI (前年比+7.0%) が加速し、SARB のインフレターゲット (+3~6%) を上回ったことから、インフレを抑制するために利上げを実施した模様だ。前回の会合後に発表された 3 月 CPI は同+6.3%とガソリン価格の下落を背景に減速しており、インフレ圧力低下の兆しが見られている。もっとも、今後は干ばつの影響による食品価格の上昇や原油価格の反発を受けて CPI が再び加速する懸念がある。そのため、SARB は物価動向を見極めるために、今回の会合では政策金利を据え置くだらう。なお、会合前日に発表される 4 月 CPI が大幅に加速することがあれば、SARB はインフレ抑制のため利上げに踏み切る可能性が高いと考える。

**インドネシア: 1~3 月期 GDP 成長率は小幅に減速**

年後半にかけて成長率は緩やかに加速する見通し

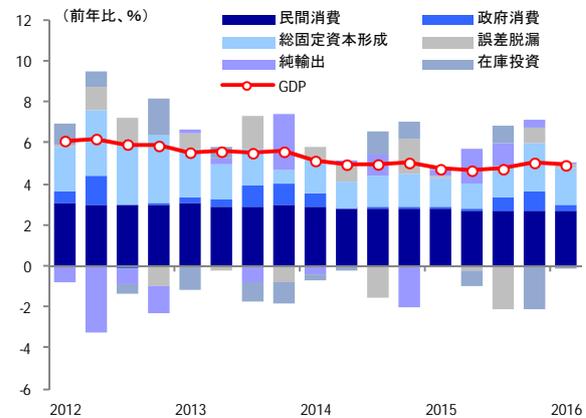
4 日に発表されたインドネシア 1~3 月期 GDP は前年比+4.92%と市場予想 (同+5.07%) を下回り、10~12 月期 (同+5.04%) から小幅に減速した。内訳を見ると、民間消費が底堅い動きとなったものの、政府消費 (10~12 月期: 同+7.4%→1~3 月期: 同+3.4%) や建設投資 (10~12 月期: 同+8.2%→1~3 月期: 同+7.7%) のほか純輸出 (10~12 月期: 前年比寄与度+0.36%ポイント→1~3 月期: 同+0.03%ポイント) も大幅に減速した。純輸出減速の背景には石炭などの資源価格低迷のほか、海外経済の停滞が影響した模様だ。また業種別では、鉱業・採掘のほか農林水産で弱い動きが目立っており、エルニーニョ現象を背景とした干ばつが穀物生産を下押ししたとみられる。もっとも、インドネシア統計局のスリヤミン長官は「経済活動は第 1 四半期に弱い傾向がある」、「2016 年は昨年よりも良いスタートを切れている」と先行きの景気に対して楽観的な見方を示している。6 月上旬からの断食月 (ラマダン) やラマダン明けの 7 月の大祭 (レバラン) では個人消費が拡大するとの見方もあり、インドネシア経済は今後も 5%前後の成長が続くことが期待される。

図表 7: 南アフリカ 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 8: インドネシア 実質 GDP



(資料)CEIC、みずほ銀行

中国：4月輸出は前月を大幅に下回る結果

4月輸出は、中国経済の減速を示すほど悪い内容ではない

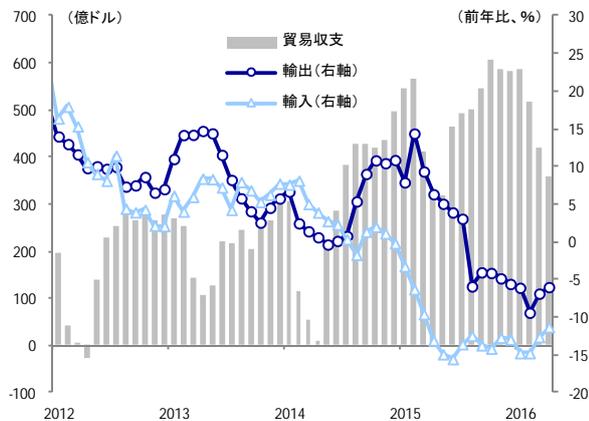
8日に発表された中国4月貿易統計では、輸出が前年比▲1.8%（市場予想：同+0.0%、3月：同+11.5%）と3月を大幅に下回る結果となった。もっとも、3月は2015年3月（同▲15%）が春節連休に関連した季節要因で大幅に落ち込んだ反動から大きく上昇しており、4月はその影響が剥落することから伸び率は急激に縮小することが事前に見込まれていた。また、1日に発表された4月製造業PMIは50.1と3月（50.2）に続いて景気拡大/縮小の分かれ目である50を上回ったほか、PMIの構成指数であり輸出の先行指標である輸出受注も50.1と3月（50.2）に続き50を上回った。こうした結果は、中国経済の減速基調から持ち直しつつあることを示唆しており、4月輸出の結果だけをもって、中国経済が再度減速していると判断するのは早計と言えよう。

タイ：金融政策決定会合レビュー

BOTは景気下ぶれを引き続き懸念

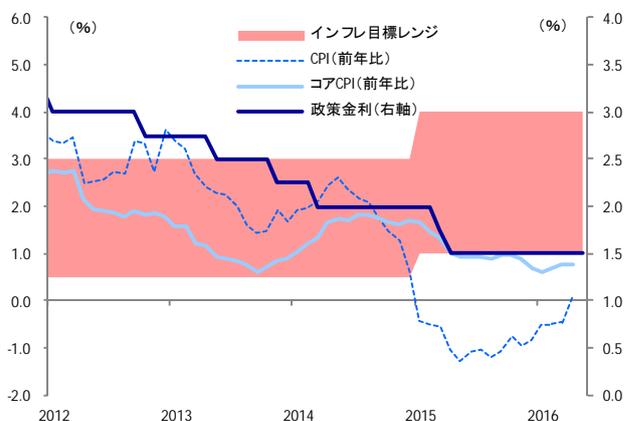
12日に開催された金融政策決定会合にて、タイ中銀（BOT）は市場予想通り8会合連続で政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では、景気認識については政府支出と観光業に支えられ緩やかに回復しているとする一方で、タイ経済の下ぶれリスクは強まっているとの認識を示した。長引く干ばつが、農家の収入減に繋がることで個人消費の減速が懸念されるほか、最近のTHB高が経済回復の下支えとならない可能性があることが下ぶれの要因として挙げられた。インフレについては、4月CPIが原油価格の反発と生鮮食品価格の上昇を背景にプラスに転じたものの、今後の加速ペースは緩やかになるとした。引き続きBOTは経済の下ぶれリスクを強く懸念するなどハト派姿勢を崩していない。今後、国内経済指標の悪化が続けば、BOTが利下げに踏み切る公算は大きいであろう。

図表9：中国 貿易収支と輸出入



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行  
(注)輸出・輸入ともに3か月移動平均

図表10：タイ 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

## 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
<b>エマージングアジア</b>						
5月6日 (金)	マレーシア	3月 貿易収支MYR	7.1b	11.19b	7.35b	--
8日 (日)	中国	4月 貿易収支	\$40.00b	\$45.56b	\$29.86b	--
8日 (日)	中国	4月 輸出(前年比)	0.0%	-1.8%	11.5%	--
9日 (月)	台湾	4月 貿易収支	\$4.50b	\$4.80b	\$4.50b	--
10日 (火)	中国	4月 消費者物価指数(前年比)	2.3%	2.3%	2.3%	--
11日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
12日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
12日 (木)	インド	4月 消費者物価指数(前年比)	5.1%	5.4%	4.8%	--
12日 (木)	インド	3月 鉱工業生産(前年比)	2.5%	0.1%	2.0%	--
12日~15日	中国	4月 新規貸出(人民元)	800.0b	--	1370.0b	--
12日~15日	中国	4月 M2(前年比)	13.5%	--	13.4%	--
13日 (金)	マレーシア	1Q GDP(前年比)	4.0%	--	4.5%	--
13日 (金)	マレーシア	1Q 国際収支:経常収支MYR	6.6b	--	11.4b	--
13日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レオレート	1.50%	--	1.50%	--
13日 (金)	インドネシア	1Q 国際収支:経常収支	--	--	-\$5115m	--
13日~17日	インド	4月 貿易収支	-\$7000.0m	--	-\$5070.9m	--
14日 (土)	中国	4月 鉱工業生産(前年比)	6.5%	--	6.8%	--
14日 (土)	中国	4月 小売売上高(除自動車/前年比)	10.6%	--	10.5%	--
16日 (月)	タイ	1Q GDP(前年比)	2.8%	--	2.8%	--
16日 (月)	インド	4月 卸売物価(前年比)	-0.2%	--	-0.9%	--
16日 (月)	インドネシア	4月 貿易収支	\$100m	--	\$497m	--
16日 (月)	フィリピン	3月 海外送金	-2.8%	--	9.1%	--
17日 (火)	シンガポール	4月 非石油地場輸出(前年比)	-6.5%	--	-15.6%	--
18日 (水)	マレーシア	4月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.6%	--
19日 (木)	フィリピン	1Q GDP(前年比)	6.7%	--	6.3%	--
19日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
19日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行レオレート	6.75%	--	6.75%	--
19日~26日	シンガポール	1Q GDP(前年比)	--	--	1.8%	--
20日 (金)	台湾	1Q 国際収支:経常収支	--	--	\$20011m	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
5月5日 (木)	ロシア	4月 消費者物価指数(前年比)	7.4%	7.3%	7.3%	--
10日 (火)	トルコ	3月 経常収支	-3.85b	-3.68b	-1.79b	--
12日 (木)	南アフリカ	3月 製造業生産(季調済/前月比)	0.4%	-0.3%	1.3%	--
12日 (木)	ロシア	3月 貿易収支	8.0b	7.7b	7.4b	--
16日~17日	ロシア	1Q GDP(前年比)	-2.0%	--	-3.8%	--
18日 (水)	南アフリカ	4月 消費者物価指数(前年比)	6.2%	--	6.3%	--
19日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利	7.25%	--	7.00%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
5月6日 (金)	ブラジル	4月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.2%	9.3%	9.4%	--
6日 (金)	メキシコ	4月 消費者信頼感指数	90	88.9	89.2	--
9日 (月)	メキシコ	4月 消費者物価指数(前年比)	2.6%	2.5%	2.6%	--
11日 (水)	ブラジル	3月 広義小売売上高(前月比)	-0.6%	-1.1%	1.8%	1.4%
12日 (木)	メキシコ	3月 鉱工業生産(季調前/前年比)	-0.9%	-2.0%	2.6%	--
13日 (金)	ブラジル	3月 経済活動(前年比)	-5.9%	--	-4.5%	--
20日 (金)	メキシコ	1Q GDP(前年比)	--	--	2.7%	--

(注)2016年5月13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 1~4月(実績)	SPOT	2016年 6月	9月	12月	2017年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.5962	6.5167	6.50	6.47	6.43	6.40	6.37
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7607	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.625	68.5	66.5	64.5	63.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ~ 14002	13299	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ~ 1245.13	1162.53	1160	1170	1150	1140	1130
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.0250	4.05	4.05	3.90	3.87	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ~ 48.069	46.610	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3352 ~ 1.4444	1.3728	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.150 ~ 33.791	32.527	32.70	33.00	32.70	32.40	32.10
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.32	35.9	35.4	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22099 ~ 22535	22310	22500	22300	22300	22400	22150
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	63.9923 ~ 85.9573	64.9003	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ~ 17.9169	15.0403	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7909 ~ 3.0614	2.9626	2.90	3.10	3.30	3.40	3.50
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.4294 ~ 4.1720	3.4830	3.38	3.45	3.60	3.66	3.71
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.4448	17.9630	18.00	17.50	17.30	17.00	16.70
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.467 ~ 18.563	16.687	16.92	16.54	16.33	15.78	15.70
香港ドル	(HKD)	13.693 ~ 15.615	14.046	14.18	13.79	13.53	13.02	12.89
インドルピー	(INR)	1.600 ~ 1.823	1.634	1.61	1.61	1.63	1.59	1.61
インドネシアルピア	(100IDR)	0.805 ~ 0.896	0.820	0.809	0.805	0.808	0.786	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ~ 10.267	9.318	9.48	9.15	9.13	8.86	8.85
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ~ 29.357	27.071	27.16	26.42	26.92	26.10	25.97
フィリピンペソ	(PHP)	2.278 ~ 2.570	2.338	2.34	2.31	2.30	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	78.90 ~ 85.54	79.40	79.71	78.68	77.78	75.94	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.292 ~ 3.671	3.351	3.36	3.24	3.21	3.12	3.12
タイバーツ	(THB)	3.041 ~ 3.412	3.086	3.06	3.02	3.01	2.91	2.90
ベトナムドン	(100VND)	0.4766 ~ 0.5482	0.4886	0.49	0.48	0.47	0.45	0.45
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.718	1.685	1.69	1.70	1.75	1.60	1.59
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.248	7.33	6.90	6.56	6.31	6.06
トルコリラ	(TRY)	37.603 ~ 41.265	36.785	37.93	34.52	31.82	29.71	28.57
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 31.825	31.297	32.54	31.01	29.17	27.60	26.95
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ~ 7.018	6.068	6.11	6.11	6.07	5.94	5.99

(注)1. 実績の欄は4月29日まで。SPOTは5月13日の8時5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。