

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

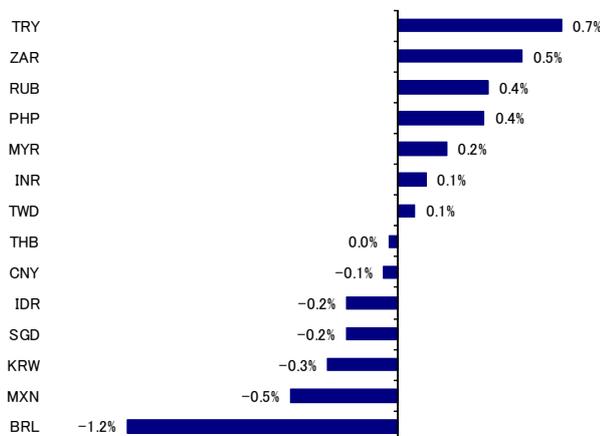
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

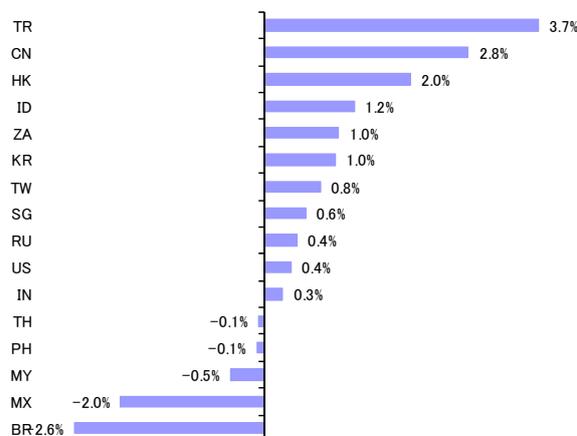
ドル相場が方向感を欠く中で原油安と円安を材料視

先週末発表された米 10 月雇用統計が予想を下回ったことを受けたドル売りの流れが継続し、アジア通貨は買いが先行した。その後は米金利が上昇する動きにドル買いが優勢となり、新興国通貨は総じて軟化。そうした中、**RUB** はロシア中銀（**CBR**）が通貨バスケットの許容変動バンドと変動バンド外における規則的な為替介入に基づく為替政策メカニズムを廃止することを発表したことを受けて買い戻しが入り **2.4%**超上昇した。翌 **11** 日もドル買いでスタートする中、安倍首相が消費増税を先送りして解散総選挙に踏み切るとの思惑から日経平均株価とドル/円が急伸し、対 **KRW** を中心にドルが一段高。**RUB** は **▲2.3%**下落し、前日の上げ幅をほぼ失った。**12** 日はアジア通貨に買い戻しが入ったが、**USD/KRW** は心理的節目となる **1100** を上回り、**KRW** は **1** 年 **2** か月ぶりの安値まで値を下げた。一方で、**RUB** は **CBR** が外貨スワップの規模を縮小したことを背景に **2.4%**超上昇。**13** 日は新興国通貨がまちまちに動く展開となり、**KRW** は韓国中銀の李柱烈総裁が会見で、一段の円安の影響に懸念を示したことが重石となり上値重く推移。**RUB** は原油価格（北海ブレント）が **4** 年ぶり安値まで値を下げる動きに **▲2.0%**超下落した一方で、**TRY** は原油価格の下落を好感して上昇した。

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: ブラジルボベスパ指数、MX: メキシコボルサ指数

(資料)ブルームバーグ

来週のエマージングマーケット

米国指標や FOMC 議事要旨 引き続きドル高に注意

新興国通貨は概ね横ばい

今週の新興国通貨は個別要因で大きく動いた **RUB** を除けば小動き。週初は米 **10** 月雇用統計を受けた米金利の動きに振らされたが、その後は目立った材料もなく方向感は出なかった。一方、国際商品価格の下落基調は続いているものの、日欧の緩和的金融政策や米国企業決算の好調により株価は全般的に堅調であり、市場のセンチメントはどちらかというリスクオン。市場参加者の不安心理を表す **VIX** 指数も通常時の水準まで低下しており、こうした市場の落ち着きも新興国通貨を下支えしたと考えられる。

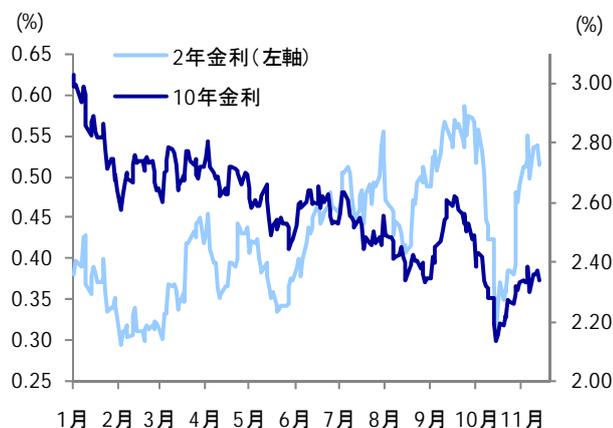
米 10 月雇用統計は
強弱まちまちの内容だが

米 **10** 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 **21.4** 万人増、失業率が **5.8%** に低下する一方で平均時給は前月比 **0.1%** の小幅な増加に留まるなど強弱まちまちの内容。これに対して市場は金利低下で反応し、米 **10** 年金利は **10bp** 程度的大幅低下を見せた。この金利低下は長続きせず、今週に入ると長期金利上昇を警戒するサンフランシスコ連銀のレポートや国債入札に向けたセットアップの動きもあって金利は雇用統計発表前の水準まで戻ってはいるが、**FF** 先物レートが示唆する市場の利上げ予想は依然として **2015** 年 **9** 月～**11** 月頃と多くの **FOMC** 参加者が言及している **2015** 年半ばよりも若干遅いタイミングである。インフレ見通しの低位安定が背景と考えられるが、雇用統計の内容等を考えるとやや悠長に構え過ぎている感は否めず、引き続き米金利上昇（新興国通貨下落）方向のリスクに注意を払っておきたい。

FOMC 議事要旨はドル高
イベントか

来週の米国では **10** 月鉱工業生産（**17** 日）、**10** 月住宅着工件数（**19** 日）、**10** 月消費者物価指数（**CPI**、**20** 日）と指標の発表が予定されているが、市場への影響という観点からは **19** 日（水）の **FOMC** 議事要旨が最注目

図表 1：米国債利回りの推移（2014 年～）



(資料)ブルームバーグ

図表 2：米株と VIX 指数の推移（2014 年～）



(資料)ブルームバーグ

イベントだろう。前回 10 月に公表された 9 月 FOMC の議事要旨では世界経済の鈍化に関する議論があったことが明らかとなり、その後の FRB ハト派傾斜期待→米金利低下のきっかけとなった。今回は資産購入プログラムの終了が決定され、市場予想よりもタカ派と解された 10 月会合分であり、基本的にはドル高イベントとして構えておきたい。内容については特に時間軸文言に関してどのような議論が行われていたかが重要である。

タイ経済は反発も輸出が弱い

新興国では 17 日（月）にタイ 7～9 月期 GDP、20 日（木）に中国 HSBC 製造業 PMI、21 日（金）にメキシコ 7～9 月期 GDP の発表が予定されている。タイ 7～9 月期 GDP は季節調整済み前期比+1.9%と 4～6 月期の同 +0.9%から大きく加速する見込みである。タイでは 5 月に発生したクーデターにより軍政権が発足、政府機能が回復したことにより滞っていた投資プロジェクトの認可も再開した。民間消費についても夜間外出禁止令等による落ち込みの反動が見込めるほか、消費者信頼感も大幅に改善しており、国内需要は広範に反発する見込みである。しかし先行きについて楽観はできない。世界景気の鈍化懸念が燻ぶる中、輸出の伸びは精彩を欠いており、製造業を抑制している。これを受けてタイ中銀も追加の利下げを示唆するなどハト派な姿勢を見せているが、原油価格の下落により国内のヘッドライン CPI が低下する見込みであることを考えれば近いうちに利下げが実施される可能性は高まっており、THB 相場の重石となるだろう。

メキシコ経済は緩やかな回復基調が継続

メキシコの 7～9 月期 GDP は前年比+2.3%と前期の+1.6%からの加速を見込む。メキシコでは全体の 8 割を占める米国向け輸出の復調を受けて製造業を中心に景気加速の兆しが出てきた。また増税の影響もあって低迷してきた個人消費にも復調の兆しが見え始めている。一方で石油やガス生産など鉱業部門で低迷が続いており経済全体の足を引っ張っている。主に投資不足による生産能力の低下が背景であるが、この点についてはエネルギー改革による民間設備投資の進捗を待つ必要があるだろう。このほか、政府による公共投資のペースが穏やかに留まっていることも景気回復が遅れている要因の一つとして挙げられよう。全体として年後半に入ってメキシコ経済は回復基調を強めていると言えるものの、そのペースは依然当初の想定を下回るものである。10～12 月期以降は一段の景気加速を見込むが、原油価格の低下による輸出の減少や国内治安の問題など下振れリスクも存在しており、過度の楽観は禁物である。

トルコ、南アフリカ中銀は政策据え置きへ

経済指標以外では 20 日（木）にトルコと南アフリカにて金融政策決定会合が開催されるが、いずれも現状維持を予想する。燃料価格下落の影響で低下基調にある CPI が、両國中銀に様子見をする余地を与えたと思われる。

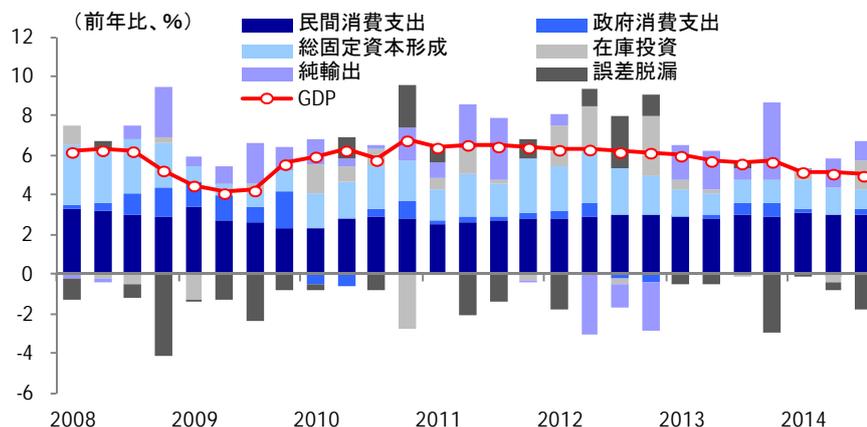
エマージングマーケットピック

インドネシア:国内景気は低迷。燃料補助金削減の行方は？

7～9 月期 GDP は見た目以上に冴えない内容

インドネシア 7～9 月期 **GDP** は前年比+5.0%と 4～6 月期の同+5.1%から鈍化し、**2009 年 7～9 月期**以来の低成長を記録した。需要別では民間消費が前年比+5.6%から同+5.4%に減速、固定資本形成も同+5.2%から同+4.0%に鈍化した。純輸出は輸出が前期からほぼ横ばいの伸びとなる中、輸入が前年比▲5.1%から同▲3.6%に増加し、結果として純輸出の前年比寄与度は 1.6 ポイントから 1.0 ポイントに低下した。一方で政府消費は前期の前年比▲0.7%から同+4.4%に大きく反発したが選挙実施に伴う支出増が要因と思われ、一時的な増加であろう。同じく在庫投資の寄与度が前期の▲0.3 ポイントから+1.5 ポイントに急増しているが、これは今後の生産を見通す上ではネガティブな材料である。

図表 3：インドネシア 実質 GDP



(資料)インドネシア中央統計庁、CEIC

燃料補助金削減の先送り論
強まる

以上のようにインドネシア 7～9 月期 **GDP** は見た目の数字以上に弱い内容となったが、同国における次の焦点は燃料補助金の削減であろう。当初ジョコ=ウィドド (ジョコウィ) 大統領は就任後 2 週間以内に補助金付き国内燃料価格を 50%引き上げると表明していたが、足許まで具体的な話は聞かれておらず、市場では政策の実現について不透明感が漂っている。カラ副大統領は依然として 11 月中の実施を目指しているようであるが、与党内部でも値上げ実施に対して慎重な意見は少なくない。また国際原油価格が大きく下落しているため、補助金削減を先送り、あるいは削減額を小幅に留めるべきとの声も大きくなっているようである。このような状況下、前述の弱い **GDP** 統計が政策先送りの根拠となるとの見方も浮上している。

しかし改革派の政治家として国内外投資家からの期待を集めてきたジョコ氏にとって目玉の政策である補助金削減の規模縮小や先送りの代償は

燃料補助金削減は予定通り
実施と予想

大きい。同氏は大統領就任前からユドヨノ前大統領にも補助金削減を迫ってきた。景気の低迷についてはある程度分かっていたことであり、自身が公言した政策を先送りするとなれば、単なるポピュリストとの烙印を押され、その後の信認回復は困難なものとなろう。我々はジョコ大統領が予定通り 11月に50%の国内燃料価格引き上げを決定するとの予想を据え置く。足許では市場の期待も相応にはげ落ちてきていると見え、我々の予想通りとなれば短期的に IDR を押し上げるだろう。またこれに伴って消費者物価指数は再び7%台に上昇すると思われ、中央銀行は7.5%の政策金利を維持、景気動向を見ながら利上げを模索する展開となるだろう。

図表4：インドネシア 国内ガソリン価格



(資料) Pertamina、CEIC、みずほ銀行 ※ガソリン小売価格は Pertamina 社の Pertamax の価格

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						
11月7日(金)	マレーシア	9月 輸出(前年比)	3.40%	2.00%	1.70%	--
7日(金)	台湾	10月 輸出(前年比)	4.80%	0.70%	4.70%	--
8日(土)	中国	10月 貿易収支	\$42.00B	\$45.41B	\$30.94B	\$30.96B
8日(土)	中国	10月 輸出(前年比)	10.60%	11.60%	15.30%	--
10日(月)	中国	10月 消費者物価指数(前年比)	1.60%	1.60%	1.60%	--
11日(火)	フィリピン	9月 輸出(前年比)	11.60%	15.70%	10.50%	--
11日(火)	マレーシア	9月 鉱工業生産(前年比)	5.50%	5.40%	6.50%	--
12日(水)	韓国	10月 失業率(季調済)	3.50%	3.50%	3.50%	--
12日(水)	インド	10月 消費者物価指数(前年比)	5.69%	5.52%	6.46%	--
12日(水)	インド	9月 鉱工業生産(前年比)	0.80%	2.50%	0.40%	0.50%
13日(木)	韓国	11月 韓国銀行7日間レポレート	2.00%	2.00%	2.00%	--
13日(木)	中国	10月 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	16.00%	15.90%	16.10%	--
13日(木)	中国	10月 小売売上高(前年比)	11.60%	11.50%	11.60%	--
13日(木)	中国	10月 鉱工業生産(前年比)	8.00%	7.70%	8.00%	--
13日(木)	インドネシア	11月 インドネシア銀行レファレンスレートの	7.50%	7.50%	7.50%	--
13日(木)	インドネシア	7~9月期 国際収支:経常収支	-\$7230M	-\$6836M	-\$9100M	-\$8689M
11/12-11/15	中国	10月 新規人民元建て融資	626.4B	--	857.2B	--
11/12-11/15	中国	10月 マネーサプライM2(前年比)	12.90%	--	12.90%	--
14日(金)	マレーシア	7~9月期 国際収支:経常収支MYR	10.6B	--	16.0B	--
14日(金)	マレーシア	7~9月期 GDP(前年比)	5.60%	--	6.40%	--
14日(金)	シンガポール	9月 小売売上高(除自動車/前年比)	-0.70%	--	-1.60%	--
14日(金)	インド	10月 卸売物価(前年比)	2.10%	--	2.38%	--
11/14-11/17	インド	10月 輸出(前年比)	--	--	2.70%	--
17日(月)	シンガポール	10月 非石油地場輸出(前年比)	-2.10%	--	0.90%	--
17日(月)	タイ	7~9月期 GDP(前年比)	1.10%	--	0.40%	--
17日(月)	フィリピン	9月 海外送金(前年比)	--	--	6.00%	--
19日(水)	フィリピン	10月 総合国際収支	--	--	\$98M	--
20日(木)	中国	11月P HSBC中国製造業PMI	--	--	50.4	--
21日(金)	マレーシア	10月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.60%	--
中東欧・アフリカ						
11月10日(月)	トルコ	9月 鉱工業生産(前年比)	3.60%	2.20%	5.20%	--
11日(火)	ロシア	9月 輸出	41.4B	38.8B	40.9B	--
11日(火)	南アフリカ	9月 製造業生産(季調済/前月比)	1.90%	4.00%	2.20%	2.60%
12日(水)	南アフリカ	9月 小売売上高(実質値、前年比)	2.80%	2.30%	2.10%	2.00%
13日(木)	トルコ	9月 経常収支	-2.60B	-2.22B	-2.77B	-2.15B
11/13-11/14	ロシア	7~9月期 A GDP(前年比)	0.30%	0.70%	0.80%	--
19日(水)	南アフリカ	10月 CPI(前年比)	--	--	5.90%	--
11/19-11/20	ロシア	10月 鉱工業生産(前年比)	1.50%	--	2.80%	--
20日(木)	トルコ	11月 指標レポレート	8.25%	--	8.25%	--
20日(木)	南アフリカ	11月 SARB政策金利発表	5.75%	--	5.75%	--
21日(金)	ロシア	10月 実質小売売上高(前年比)	1.20%	--	1.70%	--
ラテンアメリカ						
11月7日(金)	ブラジル	10月 IBGEインフレIPCA(前年比)	6.65%	6.59%	6.75%	--
7日(金)	メキシコ	10月 消費者物価指数(前年比)	4.30%	4.30%	4.22%	--
11日(火)	メキシコ	9月 鉱工業生産(前年比)	3.40%	3.00%	1.40%	1.10%
14日(金)	ブラジル	9月 小売売上高(前年比)	0.70%	--	-1.10%	--
17日(月)	ブラジル	9月 経済活動(前年比)	0.32%	--	-1.35%	--
19日(水)	ブラジル	11月 IBGEインフレIPCA-15(前年比)	--	--	6.62%	--
20日(木)	メキシコ	9月 小売売上高(前年比)	--	--	4.40%	--
21日(金)	メキシコ	7~9月期 GDP(季調前/前年比)	2.20%	--	1.60%	--

(注)2014年11月14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

		2014年		SPOT	12月	2015年			
		1～10月(実績)				3月	6月	9月	12月
対ドル									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	6.0393	～ 6.2674	6.1261	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7497	～ 7.7700	7.7549	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335	～ 63.308	61.563	62.50	61.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254	～ 12282	12205	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37	～ 1089.71	1101.23	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415	～ 3.3511	3.3450	3.30	3.26	3.25	3.16	3.20
フィリピンペソ	(PHP)	43.208	～ 45.485	44.862	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365	～ 1.2877	1.2941	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771	～ 30.636	30.623	30.20	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74	～ 33.15	32.84	32.80	32.20	31.30	31.00	31.80
ベトナムドン	(VND)	21058	～ 21360	21325	21400	21400	21600	21650	21900
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285	～ 43.8994	46.5411	43.00	41.50	42.80	43.80	44.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728	～ 11.3909	11.2255	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617	～ 2.3900	2.2428	2.25	2.30	2.20	2.30	2.40
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832	～ 2.5564	2.5888	2.50	2.60	2.50	2.60	2.70
メキシコペソ	(MXN)	12.8193	～ 13.6723	13.6137	13.60	13.60	13.40	13.20	13.10
対円									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	16.166	～ 18.395	18.958	18.84	19.33	19.90	20.00	20.24
香港ドル	(HKD)	12.975	～ 14.503	14.977	14.71	14.95	15.32	15.32	15.44
インドルピー	(INR)	1.602	～ 1.831	1.886	1.82	1.89	1.89	1.97	2.07
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	～ 0.930	0.952	0.934	0.943	1.000	1.035	1.034
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	～ 10.524	10.544	10.36	10.74	11.23	11.44	11.76
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187	～ 33.904	34.725	34.55	35.58	36.62	37.66	37.50
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	～ 2.494	2.575	2.54	2.62	2.69	2.72	2.76
シンガポールドル	(SGD)	79.00	～ 87.46	89.75	89.06	92.06	95.97	96.75	96.00
台湾ドル	(TWD)	3.322	～ 3.693	3.793	3.77	3.84	3.94	3.93	3.93
タイバーツ	(THB)	3.061	～ 3.450	3.536	3.48	3.60	3.80	3.84	3.77
ベトナムドン	(10000VND)	0.47	～ 0.53	0.54	53.27	54.21	55.09	54.97	54.79
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	2.489	～ 3.212	2.487	2.65	2.80	2.78	2.72	2.73
南アフリカランド	(ZAR)	8.944	～ 10.302	10.346	10.56	10.74	10.92	10.82	10.91
トルコリラ	(TRY)	42.878	～ 50.856	51.779	50.67	50.43	54.09	51.74	50.00
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	41.293	～ 47.148	44.851	45.60	44.62	47.60	45.77	44.44
メキシコペソ	(MXN)	7.442	～ 8.342	8.531	8.38	8.53	8.88	9.02	9.16

(注)1. 実績の欄は10月31日まで。SPOTは11月14日の9時59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レベル。
(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。