

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

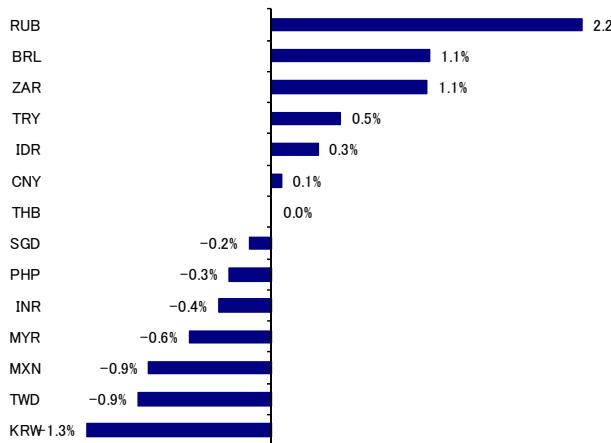
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

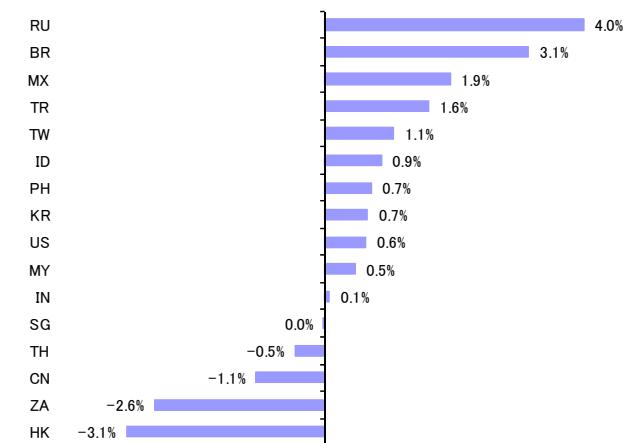
アジア売りと欧州・南米買い

週初 **17** 日に発表された本邦 **7~9** 月期 **GDP** (1 次速報) が予想外に **2** 四半期連続のマイナス成長となり、景気悪化を嫌気して日経平均株価が大幅安となるとドル/円は急落。この動きに **KRW** も連れ高となり **0.6%** 上昇したほか、アジア通貨は概ね底堅い展開。欧米時間は、メルシュ **ECB** 理事、ドラギ **ECB** 総裁が相次いで国債購入の可能性に言及するとユーロ/ドルが大きく下落したことから、新興国通貨は軟調地合いとなつた。翌 **18** 日は、この日の緊急会合で中銀が政策金利を引き上げるとの観測を背景に **IDR** が **2** 週間ぶりの高値をつけた。その他の通貨についても、独 **11** 月 **ZEW** 期待指数が予想を大きく上回ったことを受けたユーロ/ドルの上昇もあって新興国通貨は堅調。翌 **19** 日、前日に中銀が緊急会合で利上げを決定した **IDR** は買いが先行して始まったものの、安倍政権の経済対策への期待などからドル/円はじり高となったことや、**FOMC** 議事要旨の発表を控える中で新興国通貨は売りが優勢。**20** 日はドル/円が年初来安値を更新する中で **KRW** が **▲0.8%** 下落したほか、中国 **11** 月 **HSBC** 製造業 **PMI** (速報値) が **6** か月ぶりに低水準となりアジア通貨の重石となつたが、その後は米 **10** 月消費者物価指数を受けたドル売りに新興国通貨は上昇した。

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

材料難から引き続き方向感なくじり安か

新興国通貨は総じて方向感のない展開

今週の新興国為替相場では先週まで大きく売られていた **RUB** と **BRL** に買い戻しが入る一方で、円安の進行を受けて **KRW**、連れて **TWD** が下げ足を速めたが、その他の通貨は引き続き方向感のない展開。米国金融政策に関する新たな材料が出ず米金利市場が狭いレンジにて推移する中、総じて横ばいないしは小幅安となった。この間、金融市場は全般的にリスクオンムードとなっており、新興国資産は株、債券とともに上昇したものの、為替市場では対円でのドル上昇の波及もあって新興国通貨の上値は重かった。

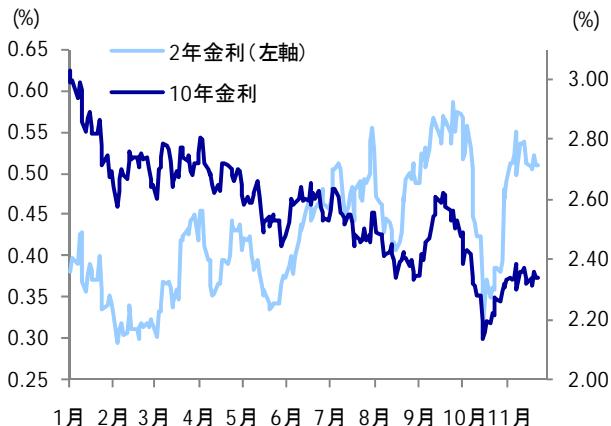
時間軸は 12 月会合でも据え置かれる可能性

19 日に公表された **FOMC** 議事要旨（10 月 28～29 日開催分）は特に目新しい内容もなく市場へのインパクトは限定的となった。注目の時間軸（「**considerable time**」）については、適切な代替文言の選定に苦心しているよう、依然 **FOMC** 内で合意は形成されていない様子。こうした議論の状況を踏まえると次回 12 月の **FOMC** 会合でも当該文言が維持される可能性が出てきた（但し、仮にそうなった場合でも利上げタイミングに関するインプリケーションはもはや限定的だろう）。

物価見通しは声明文よりもハト派の内容

一方で物価見通しについては、期待インフレ率低下の可能性を示唆するデータを注意深く観察する必要性が確認されるなど、声明文よりもやや慎重な議論が展開されていた。この点、10 月会合時点では、サーベイベースのインフレ期待が安定していることを背景に市場ベースのインフレ期待低下を過度に懸念すべきではないとの見方が大勢だった模様だが、前週末に発表されたミシガン大消費者調査では長期期待インフレ率が 2009 年 3 月以来の低水準を記録しており、こうした参加者の楽観的な見方に変化が生じているかどうかを注視したい。同指標は単月の振れや確報時での修正幅

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

が大きく、基調判断には更なるデータを待つ必要があるが、仮に水準が切り下がってくるようなら、FOMC 内部でも利上げ先送り論が勢いを増す可能性があり注意が必要だ。

世界経済減速の影響は
限定的との見方

このほか、同会合における焦点の一つであった世界経済の減速や金融市場の混乱については、多くの参加者が米国経済に及ぼす影響は限定的と楽観的な見方を示し、むしろ声明文にてこれらリスクに言及することが過度に悲観的なメッセージとして受け止められてしまうことを懸念していたことが明らかとなった。また雇用情勢についても声明文通りどちらかというとタカ派の議論が中心であった。

利上げタイミングに関する示唆
に乏しい

以上のように総じて今回の議事要旨に目新しい内容は無く、初回利上げのタイミングに関するインプレッションにも乏しい。上述した期待インフレ率の動向は追っておく必要があるが、現時点では従前通り来年半ばの利上げ実施を想定しておきたい。この場合、債券市場が想定する初回利上げ時期（2015年10月～12月）との隔たりがどこかのタイミングで金利上昇によって修正されるとみられ、これに伴う急速なドル高進行リスクは意識しておく必要があろう。

感謝祭休日で動きにくく、
引き続き横ばい～じり安

来週の新興国通貨は今週に引き続き、横ばいないし小幅安の展開を予想する。米国では7～9月期 GDP2次速報、10月個人消費支出・PCE デフレータなど重要指標の発表が予定されているが、27日（木）が感謝祭の祝日、翌28日（金）が短縮取引となるため、市場参加者も少なく明確な方向感は出にくいだろう。このほか経済指標では FRB の物価見通しの観点から前出のミシガン大調査やカンファレンスボードのインフレ期待指数に注目したい。本邦では25日（火）に日銀金融政策決定会合の議事要旨（10月31日開催分）、28日（金）に10月の全国消費者物価指数、商業販売統計、鉱工業生産等が発表となる。通常、本邦経済指標が新興国通貨に影響を及ぼすことは稀だが、既に消費増税先送りが決まった今、経済指標が良好な結果となれば株高円安に繋がりやすく、これがドル高圧力として新興国通貨の向かい風になる可能性がある。

OPEC では原油価格反発に
注意

新興国では27日（木）にウィーンにて石油輸出国機構（OPEC）の半期総会が開催される。原油価格が1バレル70ドル台まで下落する中、一部加盟国が主張する減産が合意に至るかどうかが焦点であるが、主要産油国であるサウジアラビアがこれに消極的な姿勢を示しており、交渉は難航している模様。但し、市場では既に減産合意に懐疑的な見方が拡がっており、足許の原油価格低下はこうした動きを一部織り込んでいるともみられる。

このためリスクとしては減産合意→原油価格反発という展開に構えておきたい。仮にこの通りとなれば産油国であるロシア、マレーシア、ブラジル、メキシコ等の通貨が選好される一方、石油純輸入国のインドやトルコ、インドネシアは売り圧力に押されそうだ。

スト解消で南ア経済は反発

個別指標では南アフリカ（25日）、フィリピン（27日）、インド（28日）、
ブラジル（28日）の7～9月期GDPが公表となる。南アフリカ7～9月期
GDPは前年比+1.3%と前期の同+1.0%から小幅改善が見込まれている。
同国経済はプラチナ鉱山のスト長期化により今年前半に大きく減速。その後7月も自動車業界等を含む同国最大の労働組合である全国金属労働者組合がストを実施したことで景気の更なる減速が危惧されたが、同ストは4週間程度で終結し、8月以降は各生産指数が大幅に改善している。

フィリピン経済のアウトパフォームは続く

フィリピンの7～9月期GDPは前年比+6.4%と4～6月期からほぼ横ばいの成長が見込まれている。4～6月期にトラック交通規制による輸入の激減というテクニカルな要因もあって成長を大きく押し上げた純輸出（前年比寄与度+4.2ポイント）は、やや寄与度のプラス幅を縮小すると思われるが、旺盛な外需を反映して輸出は前年比二桁台の高い伸びを保っており、引き続きプラス寄与となったと思われる。一方、9月の自動車販売台数が前年比+41.7%を記録するなど国内消費は依然として好調。これに伴って生産も増加していると思われ、全体として近隣地域比高めの成長が続いているとみられる。原油価格が低下し、国内物価の見通しが大きく改善したことで中央銀行も引き締め姿勢を緩和しており、今後もアウトパフォームが見込めそうだ。

金輸入の急増がインドGDPを下押し

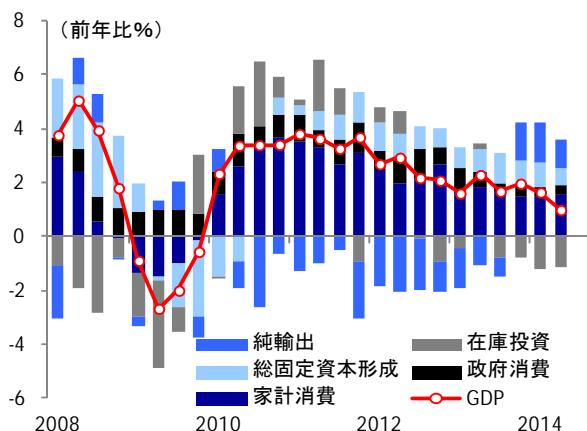
インド経済は選挙戦の不透明感後退もあって4～6月期に製造業、建設業を中心に前年比+5.7%と9四半期ぶりの高成長を記録したが、7～9月期入り後はこれら業種が勢いを落としたほか、輸入規制の緩和による金輸入の急増で純輸出が悪化し、成長率は同+5%台前半に鈍化した公算が大きい。但し、金輸入については政府が再度規制強化を検討しているほか、国内投資プロジェクトの進捗により設備投資は増加基調が続くとみられ、10～12月期以降は再び緩やかな景気回復基調に復すると予想される。

引き続き、景気下押し要因が多い

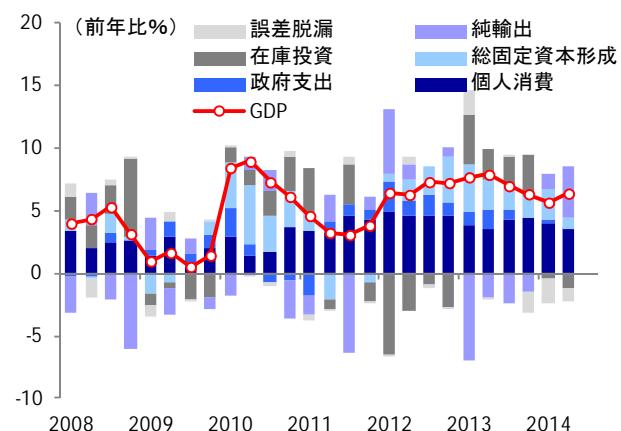
今週17日に発表されたブラジルの9月実質経済活動指数は前月比+0.4%と市場予想（同+0.16%）を上回る良好な結果となった。これにより同国7～9月期GDPは前年比▲0.2%の低下となったとみられ、依然としてマイナス圏ながら前期の同▲1.5%からは改善しよう。但し、10月に入って速報性の高いPMIが製造業・サービス業ともに拡大と縮小の境である50を

下回っており、同国経済がこのまま回復基調を強めると考えるのは早計だろう。さらにブラジル中銀は**10**月後半に再び利上げに動いており、これが個人消費、設備投資の下押し要因となる。また足許では大手石油会社ペトロブラスが贈収賄疑惑に絡んで**14**日に予定されていた業績発表を延期したことから同社株を筆頭にボベスパ指数は大きく売られている。再選を決めたルセフ大統領は汚職があったとされる**2003**年～**2010**年までの間、同社の会長を務めており、仮に新たな事実が発見されれば**2**期目の政権の求心力低下に繋がりかねない。引き続き、国内政治動向も経済・金融市場の重石となりそうである。

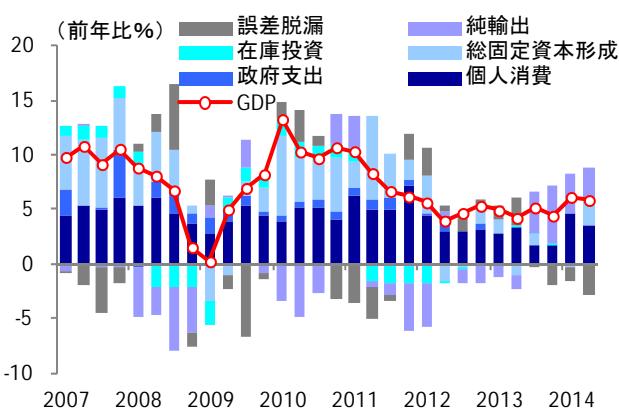
図表3：南アフリカ 実質GDP



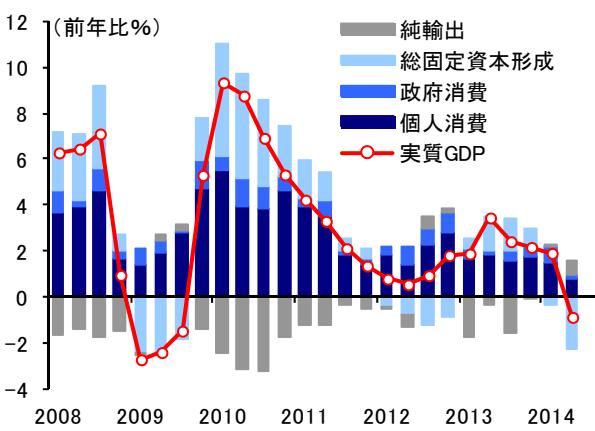
図表4：フィリピン 実質GDP



図表5：インド 実質GDP



図表6：ブラジル 実質GDP



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14日(金)	マレーシア	7~9月期 経常収支(MYR)	10.6B	7.6B	16.0B	--
14日(金)	マレーシア	7~9月期 GDP(前年比)	5.60%	5.60%	6.40%	6.50%
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%	0.60%	-1.60%	--
14日(金)	インド	10月 卸売物価(前年比)	2.10%	1.77%	2.38%	--
14日(金)	中国	10月 新規人民元建て融資	626.4B	548.3B	857.2B	--
14日(金)	中国	10月 マネーサプライM2(前年比)	12.90%	12.60%	12.90%	--
17日(月)	シンガポール	10月 非石油地場輸出(前年比)	-1.70%	-1.50%	0.90%	--
17日(月)	タイ	7~9月期 GDP(前年比)	1.00%	0.60%	0.40%	--
17日(月)	フィリピン	9月 海外送金(前年比)	6.10%	7.90%	6.00%	--
17日(月)	インド	10月 輸出(前年比)	--	-5.00%	2.70%	--
18日(火)	インドネシア	11月 インドネシア銀行レフアレンス・レート	--	7.75%	7.50%	--
19日(水)	フィリピン	10月 総合国際収支	--	\$24M	\$98M	--
20日(木)	中国	11月P HSBO製造業PMI	50.2	50.0	50.4	--
20日(木)	台湾	7~9月期 経常収支	--	\$15799M	\$16469M	\$16487M
21日(金)	マレーシア	10月 消費者物価指数(前年比)	3.00%	--	2.60%	--
24日(月)	シンガポール	10月 消費者物価指数(前年比)	0.60%	--	0.60%	--
24日(月)	台湾	10月 鉱工業生産(前年比)	7.35%	--	10.30%	--
11/24-11/27	タイ	10月 輸出(通関ベース/前年比)	0.60%	--	3.19%	--
25日(火)	シンガポール	7~9月期 GDP(前年比)	2.50%	--	2.40%	--
25日(火)	フィリピン	9月 貿易収支	--	--	-\$17M	--
26日(水)	韓国	11月 消費者信頼感	--	--	105	--
26日(水)	シンガポール	10月 鉱工業生産(前年比)	1.00%	--	-1.20%	--
27日(木)	韓国	10月 経常収支	--	--	\$7624.6M	--
27日(木)	フィリピン	7~9月期 GDP(前年比)	6.40%	--	6.40%	--
28日(金)	韓国	10月 鉱工業生産(前年比)	--	--	1.90%	--
28日(金)	タイ	10月 輸出(前年比)	--	--	2.20%	--
28日(金)	タイ	10月 経常収支	--	--	-\$862M	--
28日(金)	台湾	7~9月期 GDP(前年比)	3.80%	--	3.78%	--
28日(金)	インド	7~9月期 GDP(前年比)	--	--	5.70%	--
中東欧・アフリカ						
11月17日(月)	トルコ	8月 失業率	10.20%	10.10%	9.80%	--
19日(水)	南アフリカ	10月 CPI(前年比)	5.90%	5.90%	5.90%	--
19日(水)	ロシア	10月 鉱工業生産(前年比)	1.50%	2.90%	2.80%	--
20日(木)	トルコ	11月 指標レート	8.25%	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%	5.75%	--
21日(金)	ロシア	10月 実質小売売上高(前年比)	1.20%	--	1.70%	--
21日(金)	ロシア	10月 失業率	5.10%	--	4.90%	--
25日(火)	南アフリカ	7~9月期 GDP(前年比)	--	--	1.00%	--
27日(木)	トルコ	11月 消費者信頼感指数	--	--	70.3	--
28日(金)	南アフリカ	10月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	7.85%	--
28日(金)	南アフリカ	10月 貿易収支(ラント)	--	--	-2.9B	--
ラテンアメリカ						
11月14日(金)	ブラジル	9月 小売売上高(前年比)	0.70%	0.50%	-1.10%	-1.00%
17日(月)	ブラジル	9月 経済活動(前年比)	0.50%	0.92%	-1.35%	--
19日(水)	ブラジル	11月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.54%	6.42%	6.62%	--
20日(木)	メキシコ	9月 小売売上高(前年比)	3.20%	4.50%	4.40%	--
21日(金)	メキシコ	7~9月期 GDP(季調前/前年比)	2.30%	--	1.60%	--
24日(月)	ブラジル	10月 経常収支	--	--	-\$7907M	--
24日(月)	メキシコ	10月 失業率	4.79%	--	4.75%	4.87%
26日(水)	メキシコ	7~9月期 経常収支	--	--	-\$6982M	--
28日(金)	ブラジル	7~9月期 GDP(前年比)	-0.20%	--	-0.90%	--

(注)2014年11月21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 1~10月(実績)		SPOT	12月	2015年		6月	9月	12月
	対ドル	実績			3月	6月			
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
香港ドル	(HKD)	7.7497	~	7.7700	7.7564	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335	~	63.308	61.954	62.50	61.50	63.00	60.50
インドネシアルピア	(IDR)	11254	~	12282	12175	12200	12300	11900	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37	~	1089.71	1115.09	1100	1080	1060	1040
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415	~	3.3511	3.3665	3.30	3.26	3.25	3.16
フィリピンペソ	(PHP)	43.208	~	45.485	45.070	44.80	44.20	44.20	43.80
シンガポールドル	(SGD)	1.2365	~	1.2877	1.3008	1.28	1.26	1.24	1.23
台湾ドル	(TWD)	29.771	~	30.636	30.958	30.20	30.20	30.20	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74	~	33.15	32.81	32.80	32.20	31.30	31.00
ベトナムドン	(VND)	21058	~	21360	21370	21400	21400	21600	21650
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285	~	43.8994	46.2862	43.00	41.50	42.80	43.80
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728	~	11.3909	10.9630	10.80	10.80	10.90	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617	~	2.3900	2.2210	2.25	2.30	2.20	2.30
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832	~	2.5564	2.5730	2.50	2.60	2.50	2.60
メキシコペソ	(MXN)	12.8193	~	13.6723	13.6544	13.60	13.60	13.40	13.20
対円									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	16.166	~	18.395	19.314	18.84	19.33	19.90	20.00
香港ドル	(HKD)	12.975	~	14.503	15.253	14.71	14.95	15.32	15.44
インドルピー	(INR)	1.602	~	1.831	1.910	1.82	1.89	1.89	1.97
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	~	0.930	0.972	0.934	0.943	1.000	1.035
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	~	10.524	10.628	10.36	10.74	11.23	11.44
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187	~	33.904	35.237	34.55	35.58	36.62	37.66
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	~	2.494	2.631	2.54	2.62	2.69	2.72
シンガポールドル	(SGD)	79.00	~	87.46	90.96	89.06	92.06	95.97	96.75
台湾ドル	(TWD)	3.322	~	3.693	3.822	3.77	3.84	3.94	3.93
タイバーツ	(THB)	3.061	~	3.450	3.605	3.48	3.60	3.80	3.84
ベトナムドン	(10000VND)	0.47	~	0.53	0.55	53.27	54.21	55.09	54.97
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	2.489	~	3.212	2.563	2.65	2.80	2.78	2.72
南アフリカランド	(ZAR)	8.944	~	10.302	10.790	10.56	10.74	10.92	10.82
トルコリラ	(TRY)	42.878	~	50.856	53.244	50.67	50.43	54.09	51.74
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	41.293	~	47.148	45.991	45.60	44.62	47.60	45.77
メキシコペソ	(MXN)	7.442	~	8.342	8.665	8.38	8.53	8.88	9.02

(注) 1. 実績の欄は10月31日まで。SPOTは11月21日の8時20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。