

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

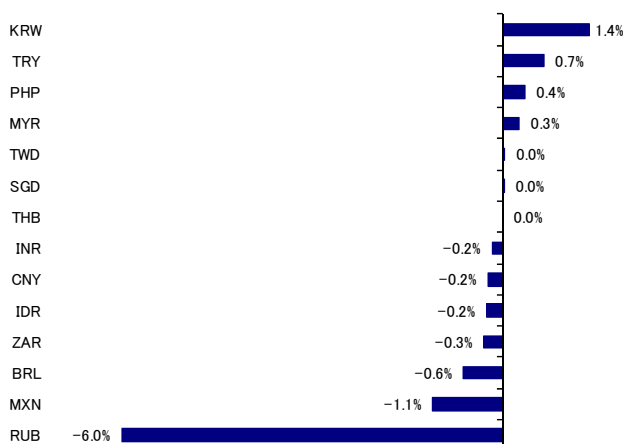
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

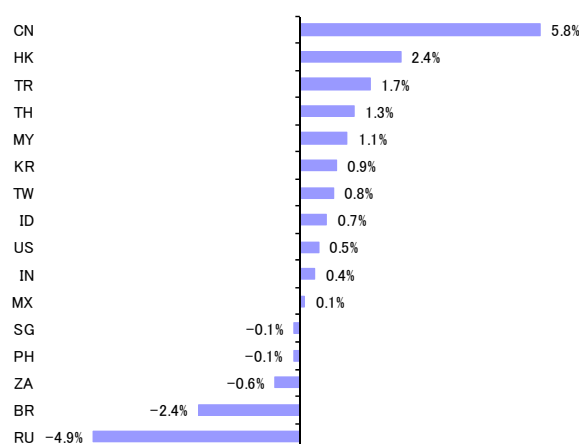
コモディティ通貨売り

先週 21 日に中国が政策金利引き下げを決定したことに加え、ドラギ ECB 総裁が追加緩和の可能性を示唆したことがリスク志向の高まりに繋がり、週明け 24 日はアジア通貨が総じて上昇して始まった。MYR は政府が財政健全化を進めるために、ガソリンとディーゼル燃料の補助金を 12 月 1 日に撤廃することを発表したことが好感された。RUB は月末の納税期に向けて輸出企業の大規模な外貨売りが出るとの思惑から 2.2% 超上昇。25 日も USD/JPY の下落に連れて大半のアジア通貨は堅調な推移。その後発表された米 7～9 月期 GDP (2 次速報) が予想外に上方改定となると USD 買いが強まったものの、米 11 月消費者信頼感指数の弱い結果にドル売りが優勢となり、新興国通貨は反転した。26 日のアジア時間もドル売りの流れは継続し、USD/JPY が引き続き軟調に推移したことも手伝いアジア通貨は押し上げられた。BRL はルセフ大統領が次期財務相にジョアキン・レヴィ氏を起用するとの観測を好感して 1.0% 超上昇。こうした中、RUB は原油価格の下落が重石となり 25、26 日の 2 日間で▲4.7% 値を下げた。27 日は USD/JPY の下落に連れて KRW が 0.8% 上昇するなどアジア通貨は底堅く推移したが、OPEC が減産を見送ると RUB は▲3.1% 超下落した。

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

来週のエマージングマーケット

引き続き動意が出にくい時間帯継続もイベントでドル調整の可能性

好地合いだったが
新興国通貨の反発は限定的

今週の新興国通貨は横ばい。先週末の中国人民銀行（PBoC）による予想外の利下げや ECB の追加緩和期待により世界的にリスクセンチメントが改善する中、米国の冴えない経済指標もあり新興国通貨に買いが入ったが、米国の感謝祭休日を挟んだ市場参加者のアクティビティ低下や、燻ぶる新興国通貨の先安観が上値を重くした。

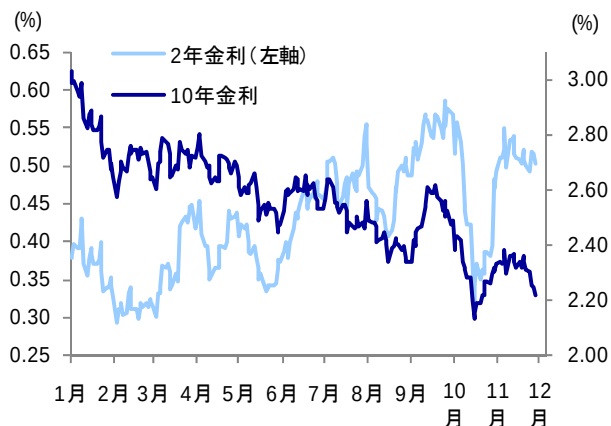
原油価格の低迷が続く公算が高まる

27 日開催された注目の OPEC 総会は、日量 3000 バレルとする現行の生産枠を維持することで合意。一部加盟国が主張していた価格維持のための減産は見送られた。これを受けて WTI 原油先物価格は 1 バレル 70 ドルを割り、2010 年 5 月以来の安値をつけた。今回の結果は大方の予想通りではあったものの、OPEC の思惑が明確となったことで原油価格が長期にわたって低水準に留まるとの見方が強まっている。これまで指摘してきた通り、本欄で主に扱う新興国通貨の大半にとって原油価格の下落はポジティブである。これらの国ではインフレ圧力の低下とそれに伴う家計の購買力上昇・金融政策の柔軟性拡大、加えて貿易・財政収支の改善が望め、通貨の健全性が大きく高まる。一方でマレーシア、ロシアといった産油国にとっては当然ネガティブ材料であり、既にその傾向が強くなってきている MYR や RUB の弱含みが続くこととなろう。

ECB は現状維持
失望のユーロ買い戻しに注意

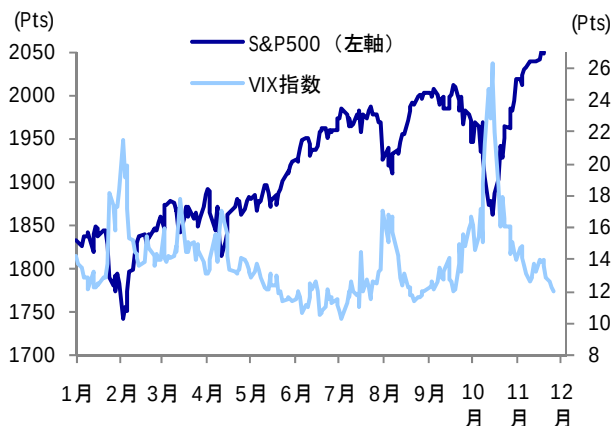
来週は先進国、新興国ともに重要指標や金融政策決定会合等のイベントが数多く予定されているが、基本的には 4 日（木）の ECB 理事会と 5 日（金）の米 11 月雇用統計を受けたドルの動きが新興国通貨の騰落を左右することとなるだろう。ECB 理事会についてはドラギ ECB 総裁をはじめとした高官の発言もあって本格的な量的緩和（QE）導入への期待が高まってい

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

るが、当面は現行政策の効果を検証する段階との認識が妥当であり、今会合での政策変更は想定されない。問題は会合後の記者会見にてドラギ総裁が市場の期待を充足させることができるかどうかであるが、既に市場は来年 1～3 月期の QE 開始を織り込み始めておりハードルは高そうだ。失望のユーロ買いによるドル下落で新興国通貨が強含む展開に注意したい。

米雇用統計もリスクは
下振れ→ドル売りか

米 10 月雇用統計については直近のトレンドである 20 万人台前半であれば FED の出口戦略に与える影響は小さいと考えられ、市場の反応は限られよう。一方、足許の市場環境では弱い結果のほうにより反応が出やすく、ここからリスクは指標下振れ→ドル売り方向に傾いていると言えよう。

RBI はインフレ警戒姿勢を
維持へ

新興国では 2 日（火）にインド、3 日（水）にブラジル、5 日（金）にメキシコで中銀の金融政策決定会合が開催される。このうちインド、メキシコは政策据え置き、ブラジルは 25bp の利上げを予想する。インドでは天候要因による生鮮食品需給の緩和、国内景気の減速により 10 月消費者物価指数（CPI）が前年比+5.52%と統計開始以来の低水準を記録するなど、国内インフレ圧力が急速に緩和している。こうした状況を受けてジェイトリー財務相がラジャンインド中銀（RBI）総裁に利下げを要請するとの観測報道もあり、一部で RBI の緩和期待が高まっている。しかしながら同国 CPI は食品価格に左右される部分が大きく、その動向は極めてボラタイルである。これまでインフレ抑制姿勢を前面に押し出してきたラジャン総裁だけに 2016 年 1 月の物価目標である 6.0%が安心して見通せる状況となるまでは現行の政策を据え置くのではないだろうか。我々は RBI の利下げを来年後半と予想している。

BCB は 2 会合連続利上げの
公算大

ブラジル中銀（BCB）は政策金利である SELIC レートを 25bp 引き上げ、11.50%にすると予想する。BCB は前回 10 月 29 日の会合にて市場予想に反して 25bp の利上げに踏み切った。大統領選挙決選投票前後で BRL が 1 ドル 2.50 を超え 2008 年以來の安値にまで下落したことが利上げの主因とみられるが、事前のシグナルも出さずに一部委員の反対を受けてまで利上げを急いだのには、市場の機先を制すことでアナウンスメント効果を高めようとする狙いがあったと思われる。同国 CPI は今年 6 月以降、中銀のインフレ目標（4.5%±2.0%）の上限を上回る水準で推移している。今後も通貨安が輸入物価を押し上げると予想されるほか、国内ではガソリン価格や電気料金の値上げも実施される見込みであり、インフレ圧力は今後さらに増大していく公算が大きい。このような物価見通しを踏まえると BCB には依然利上げ余地が残されていると考えられ、2 会合連続で引き締めが実施される可能性は高いだろう。

50bp の利上げもあり得る

なお、利上げ幅については 25bp を予想しているが、これを上回る 50bp の利上げもあり得るだろう。今週 27 日、ブラジルのルセフ大統領は政府の新経済対策チームの顔ぶれを発表し、現職のトンビニ BCB 総裁は留任となった。この日行われた会見で同総裁は外国為替市場への介入の縮小やインフレ抑制への強い意志を改めて表明するなどタカ派姿勢を強めており、2 期目のルセフ政権が国内構造改革への取り組みを強化していくとのメッセージを送る意味でも、来週の会合にて BCB が市場予想を上回るタカ派姿勢を見せる可能性が高まっていると言えるだろう。

新財務相を市場は好感

他方、新経済対策チームでは注目の次期財務相にジョアキン・レビィ氏が任命された。同氏は国内 4 大銀行の一つであるバンコ・ブラデスコの幹部を務め、IMF に在籍したこともある経済通で、特に財政規律に厳しいと言われる。同氏の起用は 2 期目のルセフ政権の財政規律強化にかける意気込みの表れととることもでき、市場は概ね好感している。但し、ルセフ大統領が財政政策の実質的な指揮権を同氏に移譲するかどうかは不透明であり、過度な期待は禁物であり、今後の政策を注視していく必要があるだろう。

エマージングマーケットピック

フィリピン: 7~9 月期 GDP が市場予想を大きく下回る

7~9 月期は予想外の低成長

フィリピンの 7~9 月期 GDP は前年比+5.3%と 4~6 月期の同+6.4%から減速し、11 四半期ぶりの低成長となった。個人消費が前年比+5.7%から同+5.2%に減速したほか、政府消費が前年比▲2.6%（寄与度：▲0.3 ポイント）と 14 四半期ぶりの低水準となり全体の足を引っ張った。

テクニカルな要因も下押し

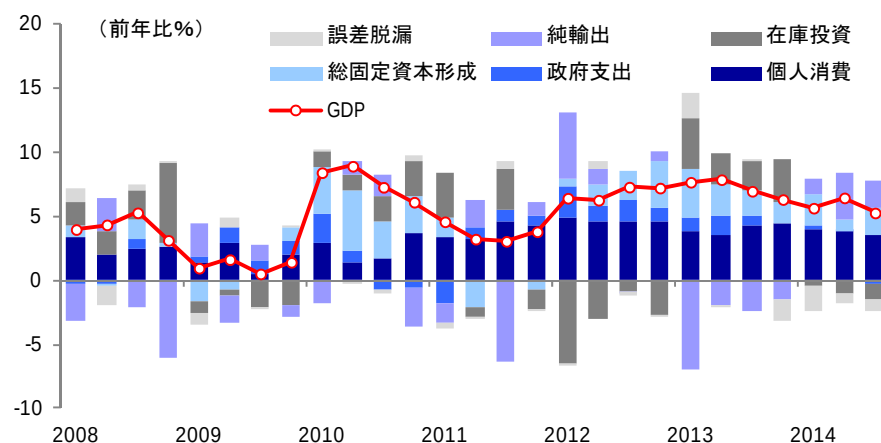
もっとも 4~6 月期にマニラ市内の交通規制の影響で急減したとみられる輸入が増加し、純輸出のプラス寄与度が大きく低下（3.6→2.1 ポイント）したほか、同規制を受けた物流の滞りで在庫が取り崩された（寄与度：▲1.1→▲1.3 ポイント）ことの影響も大きく、7~9 月期にかけて国内景気が急速に悪化したわけではないと言える。また政府支出の減少については、2011 年に開始した景気支援のための「支出促進プログラム（DAP）」に関して 7 月に最高裁が違憲判決を出したことで政府が支出に慎重になったことが要因とみられる（同プログラムの合憲性が問われる中、既に 4~6 月期には政府支出の遅れが指摘されていた）。一方で総固定資本形成は 4~6 月期の前年比+4.5%（寄与度：+0.9 ポイント）から同+10.1%（寄与度：+2.1 ポイント）に加速。建設投資、耐久財投資ともに高めの伸びをみせた。

フィリピン経済の加速見通しは維持も中銀は当面様子見へ

この結果を受けて我々は同国 2014 年通年の成長率を従前の 6.1%から 5.7%に引き下げたが（政府目標は 6.5~7.5%）、成長下押し要因の一部（政

府消費や在庫投資等）は 10～12 月期には反発する可能性が高く、同国経済が 2015 年に向けて成長を加速させていくとの見通しに変更はない。但し、個人消費の伸びが足踏みしているほか、政府支出の動向は政治的な不透明要因にも左右されることから、フィリピン中銀は一旦引き締めスタンスを解除し、当面政策金利を現行の 4.0% で様子見と予想する。

図表 3：フィリピン 実質 GDP



(資料)CEIC

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21日(金)	マレーシア	10月	消費者物価指数(前年比)	3.00%	2.80%	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%	0.10%	0.60%	--
25日(火)	シンガポール	7~9月期	GDP(前年比)	2.50%	2.80%	2.40%	2.30%
25日(火)	フィリピン	9月	貿易収支	-\$2M	\$281M	-\$17M	-\$137M
26日(水)	韓国	11月	消費者信頼感	--	103.0	105.0	--
26日(水)	シンガポール	10月	鉱工業生産(前年比)	0.60%	0.20%	-1.20%	-1.00%
26日(水)	タイ	10月	輸出(通関ベース/前年比)	0.55%	3.97%	3.19%	--
27日(木)	韓国	10月	国際収支:経常収支	--	\$9013.2M	\$7624.6M	\$7410.5M
27日(木)	フィリピン	7~9月期	GDP(前年比)	6.50%	5.30%	6.40%	--
28日(金)	韓国	10月	鉱工業生産(前年比)	-0.20%	-3.20%	1.90%	--
28日(金)	タイ	10月	国際収支:経常収支	-\$115M	--	-\$862M	--
28日(金)	インド	7~9月期	GDP(前年比)	5.10%	--	5.70%	--
12月1日(月)	韓国	11月	輸出(前年比)	3.40%	--	2.50%	2.30%
1日(月)	韓国	11月	HSBC韓国製造業PMI	--	--	48.7	--
1日(月)	中国	11月	製造業PMI	50.5	--	50.8	--
1日(月)	中国	11月	HSBC中国製造業PMI	50.0	--	50.0	--
1日(月)	インドネシア	11月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	--	49.2	--
1日(月)	インドネシア	10月	輸出(前年比)	-1.70%	--	3.87%	--
1日(月)	インドネシア	11月	消費者物価指数(前年比)	6.80%	--	4.83%	--
1日(月)	インド	11月	HSBCインド製造業PMI	--	--	51.6	--
1日(月)	タイ	11月	消費者物価指数(前年比)	1.32%	--	1.48%	--
2日(火)	韓国	11月	消費者物価指数(前年比)	1.20%	--	1.20%	--
2日(火)	インド	12月	RBIレートの(政策金利)	8.00%	--	8.00%	--
2日(火)	シンガポール	11月	購買部景気指数	--	--	51.9	--
3日(水)	中国	11月	非製造業PMI	--	--	53.8	--
3日(水)	中国	11月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	52.9	--
4日(木)	韓国	7~9月期	GDP(前年比)	3.20%	--	3.20%	--
5日(金)	フィリピン	11月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.30%	--
5日(金)	マレーシア	10月	輸出(前年比)	--	--	2.00%	--
中東欧・アフリカ							
11月21日(金)	ロシア	10月	実質小売売上高(前年比)	1.20%	1.70%	1.70%	--
21日(金)	ロシア	10月	失業率	5.10%	5.10%	4.90%	--
25日(火)	南アフリカ	7~9月期	GDP(前年比)	1.40%	1.40%	1.00%	1.30%
28日(金)	南アフリカ	10月	貿易収支(ラント)	-6.3B	--	-2.9B	--
12月1日(月)	ロシア	11月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	50.3	--
1日(月)	トルコ	11月	HSBCトルコ製造業PMI	--	--	51.5	--
1日(月)	南アフリカ	11月	鉱工業製造業PMI	--	--	51.8	50.1
3日(水)	トルコ	11月	消費者物価指数(前年比)	9.25%	--	8.96%	--
12/04-12/05	ロシア	11月	消費者物価指数(前年比)	--	--	8.30%	--
ラテンアメリカ							
11月21日(金)	メキシコ	7~9月期	GDP(季節前/前年比)	2.30%	2.20%	1.60%	--
24日(月)	ブラジル	10月	経常収支	-\$7500M	-\$8131M	-\$7907M	-\$7880M
26日(水)	メキシコ	7~9月期	経常収支	-\$6714M	-\$2702M	-\$6982M	-\$7654M
28日(金)	ブラジル	7~9月期	GDP(前年比)	-0.20%	--	-0.90%	--
1日(月)	ブラジル	11月	HSBCブラジル製造業PMI	--	--	49.1	--
1日(月)	メキシコ	11月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	--	53.3	--
2日(火)	メキシコ	10月	送金総額	--	--	\$1957.7M	--
2日(火)	ブラジル	11月	貿易収支(月次)	--	--	-\$1177M	--
2日(火)	ブラジル	10月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.10%	--
12/03-12/04	ブラジル	12月	SELICレート(政策金利)	11.50%	--	11.25%	--
5日(金)	ブラジル	11月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.63%	--	6.59%	--

(注)2014年11月28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 1～11月(実績)	SPOT	12月	2015年 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	6.1386	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7700	7.7528	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	61.875	62.50	61.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12282	12177	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1117.07	1098.36	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3681	3.3465	3.30	3.26	3.25	3.16	3.20
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.850	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.3099	1.2995	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.990	30.906	30.20	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.78	32.80	32.20	31.30	31.00	31.80
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21427	21395	21400	21400	21600	21650	21900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 48.8813	48.5826	43.00	41.50	42.80	43.80	44.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.9763	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.2074	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 ～ 2.6287	2.5311	2.50	2.60	2.50	2.60	2.70
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.7865	13.7693	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 ～ 19.414	19.211	19.50	20.00	20.74	21.18	21.42
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 15.340	15.211	15.23	15.46	15.96	16.22	16.34
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.914	1.907	1.89	1.95	1.97	2.08	2.19
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.977	0.969	0.967	0.976	1.042	1.096	1.095
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.709	10.721	10.73	11.11	11.70	12.12	12.45
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 35.342	35.102	35.76	36.81	38.15	39.87	39.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.635	2.619	2.63	2.71	2.81	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 91.16	90.75	92.19	95.24	100.00	102.44	101.60
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.844	3.821	3.91	3.97	4.11	4.16	4.16
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.618	3.597	3.60	3.73	3.96	4.06	3.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4743 ～ 0.5566	0.5506	0.55	0.56	0.57	0.58	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.376 ～ 3.212	2.425	2.74	2.89	2.90	2.88	2.89
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.818	10.744	10.93	11.11	11.38	11.45	11.55
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 53.412	53.420	52.44	52.17	56.36	54.78	52.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 47.231	46.666	47.20	46.15	49.60	48.46	47.04
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.720	8.564	8.68	8.82	9.25	9.55	9.69

(注)1. 実績の欄は11月27日まで。SPOTは11月28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。