

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

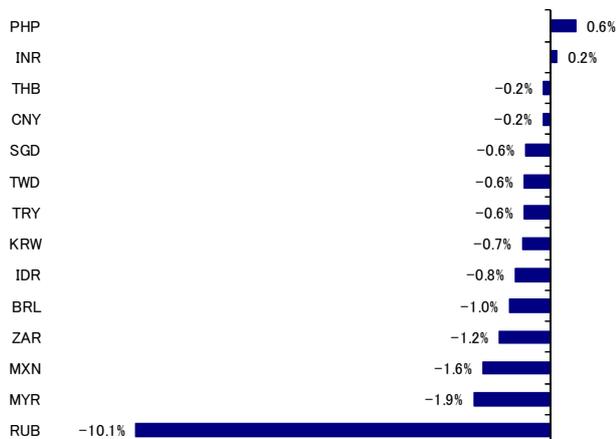
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

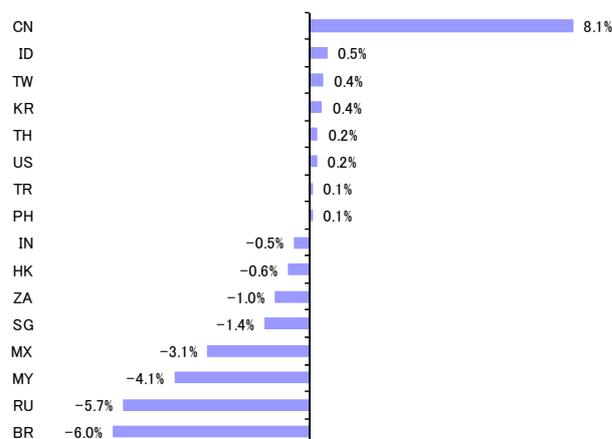
続・コモディティ通貨売り

週初1日も原油価格下落が続く中、石油純輸出国でパーム油の主要生産地であるマレーシアでは、原油安による経済への打撃が懸念され MYR が約5年ぶりの安値をつけた。また RUB も原油の大幅安を嫌気し、一時▲10%近く大暴落となったが、ロシア中銀による介入観測から下げ幅を縮めた。その後は原油が約5年ぶりの安値から持ち直すと USD 売りが強まり、翌2日のアジア通貨は大半が上昇。だが、再び原油が下落に転じると RUB は▲4.3%値を下げ、さらに ECB の追加緩和観測が高まり EUR/USD が軟調となる動きが波及し、新興国通貨は総じて対 USD で弱含んだ。この日、フィッシャーFRB 副議長は FOMC 声明文の時間軸文言「相当な期間」に関し、「当局がその削除に数か月前よりも近づいているのは明白だ」と発言。米金利が上昇すると USD 買いが強まり、3日のアジア通貨は総じて売られる展開となった。一方で、ロシア中銀が1日に7億ドルの介入を行ったとのデータを公表すると RUB は1.5%反発。4日 USD/JPY が120円の大台に迫る中で KRW が下げを主導しアジア通貨は弱含んだが、ECB 理事会では現状維持が決定され、追加緩和を期待していた一部の参加者の EUR 買い戻しの動きに連れ、新興国通貨は下げ渋った。

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

FOMC に向けてドルが底堅さを増す展開か

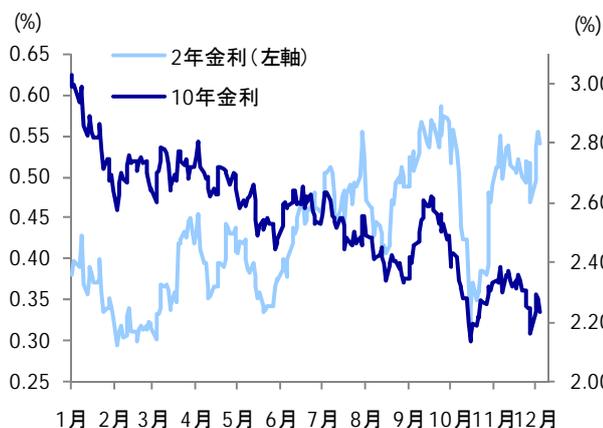
複数要因が新興国通貨を押し下げ

今週の新興国通貨は総じて下落。株式市場は世界的に上昇しており、先週に引き続きリスクセンチメントは良好な状態であったが、底堅い米国経済指標と FRB 高官の発言で米金利が大きく反発した（但し、週後半にかけて上げ幅を縮小）ほか、ECB による追加緩和期待を背景としたユーロの対ドルでの下落が新興国通貨の重石となった。また先週末に原油相場が急落したこともドルの押し上げに寄与した。

FRB 高官発言は予想外にタカ派の内容
FOMC に向けてドル買い圧力が強まりそう

先週の本欄にて米経済指標の下振れやユーロ反発によるドル下落のリスクに注意と指摘したが、今週については総じて裏目に出た（ECB 理事会自体は予想通りユーロ買い要因となったが）。中でも想定外であったのは FRB 高官、とりわけ主流派でハト派寄りのフィッシャーFRB 副議長、ダドリーNY 連銀総裁の発言が思った以上にタカ派方向であったことである。両氏はともに足許の原油価格下落が米国経済にとってポジティブであるとの見方を示した。市場では足許の原油価格下落を受けたインフレ率の低下により低金利政策がより長引くとの見方も出ていたが、フィッシャー副議長とダドリー総裁はこれを否定。原油価格の下落が現時点で利上げ開始時期の判断に影響を与えていないことを明らかにした。更にフィッシャー副議長は「『相当な期間 (a considerable period)』の文言を削除する時期が近付いている」と発言しており、これにより声明文における「相当な期間」との時間軸文言が今月 16~17 日の FOMC にて修正される可能性は高まったと言えよう。同氏は時間軸文言を置かない選択肢にも言及しているが、いずれにせよ今月の FOMC が来年半ばの利上げに向けて一步踏み込んだタカ派の会合となる公算は大きくなった。今後 2 週間は再び米国の利上げをテーマとしたドル高新興国通貨売りの流れとなりそうである。

図表 1：米国債利回りの推移 (2014 年～)



(資料)ブルームバーク

図表 2：米株と VIX 指数の推移 (2014 年～)



(資料)ブルームバーク

米指標はドルのサポート要因

来週の新興国通貨は前述の通り、今週に続いて厳しい相場環境が続くそうであるが、まずは本日発表の米 11 月雇用統計がポイントとなろう。関連指標はまちまちではあるものの、直近のトレンドである 20 万人台の雇用増加は確保できそうで、この通りとなれば約 2 週間後の FOMC に向けてドルが徐々に底堅さを増す展開となろう。さらに米国では 11 日（木）に 11 月小売売上高の発表が予定されているが、国内ガソリン小売価格の下落による家計の購買力増加で良好な結果が見込まれており、こちらもドルをサポートしよう。翌 12 日（金）のミシガン大消費者信頼感指数も上昇する可能性が高いが、同統計ではインフレ期待の動向に注意しておきたい。一方、ドル安（新興国通貨サポート）要因としては上記米経済指標の下振れリスクのほか、14 日（日）に投開票となる本邦の衆議院選挙関連のヘッドラインに注意したい。世論調査などで自民党にネガティブな方向の話題が出れば、円高ドル安材料と見なされるだろう。

中国政府関連のヘッドライン
は新興国通貨の向かい風

新興国では 9 日（火）に中国にて、政府が来年の経済運営を協議する中央経済工作会議が開幕するとみられる。より安定的で持続可能な経済成長（ニューノーマル）への移行がテーマとなると思われるが、最大の注目は 2015 年の成長率目標（正式な発表は来年 3 月の全人代まで先送りされる可能性があるが、政府高官の談話として漏れ伝わることも多い）であろう。我々はコンセンサス同様に 2014 年の 7.5% から 7.0% に引き下げると見ている。この他、金融市場の国際化を含めた構造改革の中身も重要となるが、いずれも短期的な視点に立てば世界経済を後押しする材料とは判断されにくく、新興国資産に与える影響はネガティブだろう。同国ではこのほか、8 日（月）に 11 月貿易統計、10 日（水）に 11 月消費者物価指数、12 日（金）に 11 月鉱工業生産、小売売上高等の発表が予定されている。

BOK のハト派度合いを測る

中国以外では 11 日に韓国、フィリピン、インドネシアにて金融政策決定会合が開催される。いずれも政策の現状維持を予想するが、サプライズがあるとすれば韓国中銀（BOK）の利下げだろう。夏場以降、国内経済の減速や円安ウォン高による景気のダウンサイドリスク増大を受けて BOK は 2 度の利下げを実施、政策金利を過去最低の 2.00% に引き下げた。前回 11 月会合は現状維持となったが、その後発表された国内景気指標は 10 月鉱工業生産、11 月輸出入ともに大きく予想を下回る弱い結果となっており、BOK による追加緩和期待は高まっている。我々は政府による経済対策やこれまでの利下げの効果を見極める意味でも、利下げは来年 1~3 月期と予想しているが、足許の原油価格の大幅下落で BOK の物価見通しも切り下がっているであろうことを考えれば、来週に会合にて早期の利下げに踏み切っても不思議ではない。ウォン安要因として注意はしておきたい。

この他、新興国の経済指標では 10 日（水）にトルコ 7～9 月期 GDP（市場予想：前年比+2.8%、前期：同+2.1%）、11 日（木）にロシア 7～9 月期 GDP（市場予想：前年比+0.7%、前期：同+0.7%）が発表となる。

エマージングマーケットピック

ブラジル:COPOM が 2 会合連続の利上げを実施

我々の予想を上回る 50bp の
利上げを実施

12 月 3 日に開催されたブラジル中銀金融政策委員会（COPOM）は、政策金利である SELIC レートを 50bp 引き上げ 11.75%とすることを決定した（図表 3）。利上げは前回 10 月の会合に続き 2 会合連続。利上げ幅に対する市場の事前予想は割れており、ブルームバーグが実施した調査によればエコノミスト 55 人中 31 人が 50bp、24 人が 25bp を予想していた。

声明では今後の方針に関して、「金融政策の持つ累積効果と遅行性を考慮し、更なる金融政策の変更は控えめなものとなると予想される」として、今回の利上げサイクルが大規模なものにはならないことを示唆した。

市場の関心はルセフ政権の
政策へ
失望なら更なる利上げが必要

国際商品価格が下落し新興国でもディスインフレ傾向が強まってきているが、ブラジルは資源輸出国であって商品価格の下落による物価沈静効果は大きくなく、逆に国内管理価格の引き上げが見込まれる同国ではインフレ圧力は今後も高まっていくと見られる。COPOM の声明文から、次回 1 月の会合での 25bp の利上げ（政策金利は 12.0%）をもって、一旦様子見となる可能性が高いが、同国ファンダメンタルズの見通しは最悪目に見ても明るくはなく、通貨レアルの売り圧力は続くだろう。ただ、足許で市場の関心は 2 期目のルセフ政権、とりわけジョアキン新財務相の政策に移っており、その中身が明らかになるまでは経済ファンダメンタルズを材料としたレアル売りは控えられよう。但し、2 期目のルセフ政権が失望を買えば、こうした売り圧力は急激に勢いを増すと思われ、この場合 COPOM は更なる利上げに追い込まれる可能性が高いだろう。

インド:政府が金輸入規制を撤廃

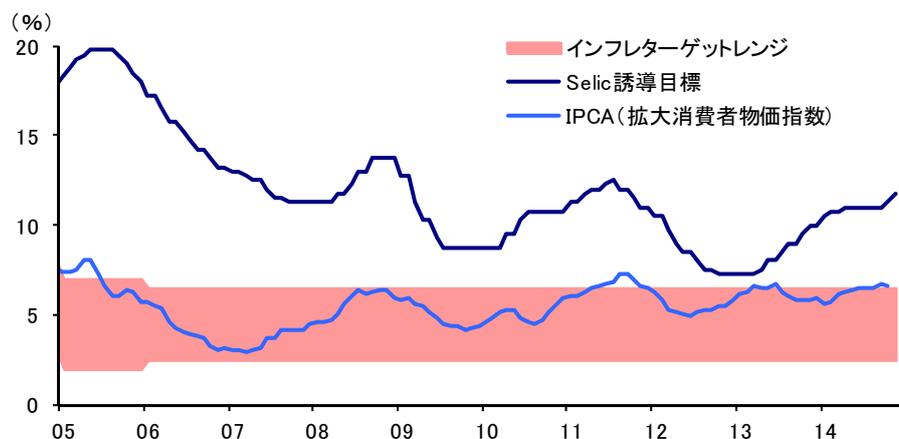
原油価格下落で
政府は金輸入増大を許容

先週 11 月 28 日、インド政府は金輸入規制を撤廃すると発表した。規制の中には輸入量の 20%の再輸出を義務付ける、いわゆる「80：20 の原則」も含まれる。インドは 2013 年半ば以降の通貨ルピー急落への対応として同国経常赤字の主因の一つである金輸入（図表 4）の規制を強化した。ただ、モディ首相は首相就任以前より闇市場の拡大を理由に同規制に反対する意向を示しており、首相就任後、ルピー相場が安定した今年 5 月に入って商社の金取引を解禁するなど一部の規制を緩和していた。

原油輸入の減少は
金輸入の再拡大で相殺

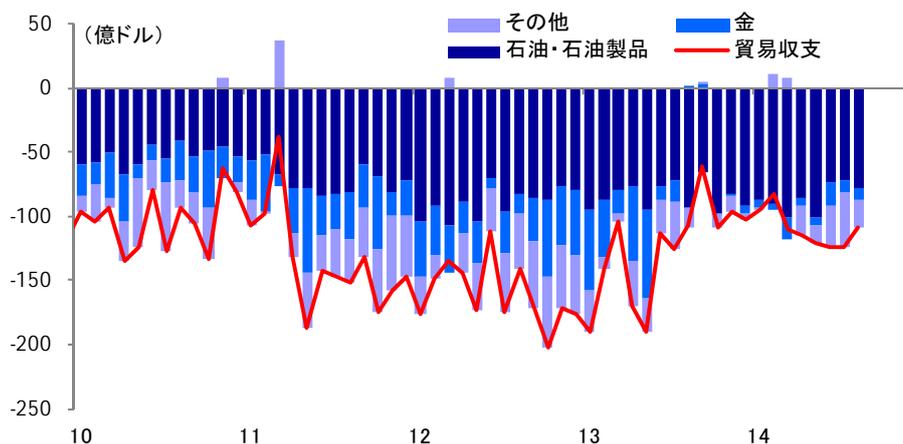
今回の措置は原油を中心とした国際商品価格の下落を受けて同国貿易収支の見通しが改善したことが背景と思われるが、仮に金輸入額が規制強化前の水準に戻った場合、原油価格下落による収支改善分をほぼ相殺してしまうこととなる（原油価格が現行水準に留まった場合、1年間で同国貿易収支は20%程度改善すると推計される）。このため原油価格の下落により期待された貿易収支改善によるルピー上昇とのシナリオは難しくなった。もっとも報道によれば政府は金に対する関税を変更する方向で新規制を導入する意向であるともされており、政府の方針について続報が待たれる。

図表 3：ブラジル 政策金利と消費者物価



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：インド 貿易収支赤字の要因



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※最新データは2014年8月分

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28日(金)	韓国	10月	鉱工業生産(前年比)	-0.30%	-3.20%	1.90%	--
28日(金)	タイ	10月	国際収支:経常収支	\$250M	\$2628M	-\$862M	--
28日(金)	台湾	7~9月期	GDP(前年比)	3.80%	3.63%	3.78%	--
28日(金)	インド	7~9月期	GDP(前年比)	5.00%	5.30%	5.70%	--
12月1日(月)	韓国	11月	輸出(前年比)	1.80%	-1.90%	2.50%	2.30%
1日(月)	韓国	11月	HSBC韓国製造業PMI	--	49.0	48.7	--
1日(月)	中国	11月	製造業PMI	50.5	50.3	50.8	--
1日(月)	中国	11月	HSBC中国製造業PMI	50.0	50.0	50.0	--
1日(月)	インドネシア	11月	消費者物価指数(前年比)	6.12%	6.23%	4.83%	--
1日(月)	タイ	11月	消費者物価指数(前年比)	1.30%	1.26%	1.48%	--
1日(月)	インドネシア	10月	貿易収支	-\$61M	\$23M	-\$270M	-\$270M
2日(火)	韓国	11月	消費者物価指数(前年比)	1.10%	1.00%	1.20%	--
2日(火)	インド	12月	RBIレポレート	8.00%	8.00%	8.00%	--
3日(水)	中国	11月	非製造業PMI	--	53.9	53.8	--
3日(水)	中国	11月	HSBC中国サービス業PMI	--	53.0	52.9	--
4日(木)	韓国	7~9月期 F	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)	4.00%	--	4.30%	--
5日(金)	マレーシア	10月	輸出(前年比)	-0.30%	--	2.00%	--
8日(月)	中国	11月	輸出(前年比)	9.00%	--	11.60%	--
10日(水)	フィリピン	10月	輸出(前年比)	--	--	15.70%	--
10日(水)	中国	11月	消費者物価指数(前年比)	1.60%	--	1.60%	--
12/10-12/15	インド	11月	輸出(前年比)	--	--	-5.00%	--
11日(木)	マレーシア	10月	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.40%	--
11日(木)	フィリピン	12月	BSP翌日物借入金利	4.00%	--	4.00%	--
11日(木)	韓国	12月	韓国銀行7日間レポレート	1.75%	--	2.00%	--
11日(木)	インドネシア	12月	インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	7.75%	--
12日(金)	中国	11月	固定資産投資(除農村部/前年比)	15.80%	--	15.90%	--
12日(金)	中国	11月	小売売上高(前年比)	11.60%	--	11.50%	--
12日(金)	中国	11月	鉱工業生産(前年比)	7.50%	--	7.70%	--
12日(金)	インド	11月	消費者物価指数(前年比)	--	--	5.52%	--
12日(金)	インド	10月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.50%	--
中東欧・アフリカ							
28日(金)	南アフリカ	10月	貿易収支(ラント)	-6.3B	-21.3B	-2.9B	-3.0B
3日(水)	トルコ	11月	消費者物価指数(前年比)	9.00%	9.15%	8.96%	--
12/04-12/05	ロシア	11月	消費者物価指数(前年比)	8.90%	--	8.30%	--
8日(月)	南アフリカ	7~9月期	経常収支	--	--	-222B	--
8日(月)	トルコ	10月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.20%	--
10日(水)	南アフリカ	11月	消費者物価指数(前年比)	--	--	5.90%	--
10日(水)	トルコ	7~9月期	GDP(前年比)	2.80%	--	2.10%	--
11日(木)	トルコ	10月	経常収支	--	--	-2.22B	--
11日(木)	ロシア	12月	政策金利	9.50%	--	9.50%	--
12/11-12/12	ロシア	7~9月期	GDP(前年比)	0.70%	--	0.70%	--
12日(金)	ロシア	10月	貿易収支	11.9B	--	13.0B	--
ラテンアメリカ							
11月28日(金)	ブラジル	7~9月期	GDP(前年比)	-0.20%	-0.20%	-0.90%	--
2日(火)	ブラジル	11月	貿易収支(月次)	-\$2500M	-\$2350M	-\$1177M	--
2日(火)	ブラジル	10月	鉱工業生産(前年比)	-3.00%	-3.60%	-2.10%	--
4日(木)	ブラジル		SELICレート	11.75%	11.75%	11.25%	--
5日(金)	ブラジル	11月	IBGEインフレIPCA(前年比)	6.59%	--	6.59%	--
9日(火)	メキシコ	11月	消費者物価指数(前年比)	4.17%	--	4.30%	--
12日(金)	ブラジル	10月	小売売上高(前年比)	--	--	0.50%	--
12日(金)	メキシコ	10月	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.00%	--

(注)2014年12月5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				
		1～11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	6.1549	6.13	6.11	6.10	6.07	6.03	
香港ドル	(HKD)	7.7497	～ 7.7700	7.7515	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77	
インドルピー	(INR)	58.335	～ 63.308	61.936	62.50	63.50	63.00	60.50	58.00	
インドネシアルピア	(IDR)	11254	～ 12282	12309	12200	12380	12000	11600	11500	
韓国ウォン	(KRW)	1008.37	～ 1117.07	1110.95	1100	1080	1060	1040	1020	
マレーシアリング	(MYR)	3.1415	～ 3.3855	3.4462	3.43	3.46	3.35	3.28	3.22	
フィリピンペソ	(PHP)	43.208	～ 45.485	44.640	44.80	45.50	44.90	44.00	43.80	
シンガポールドル	(SGD)	1.2365	～ 1.3099	1.3114	1.31	1.33	1.30	1.28	1.26	
台湾ドル	(TWD)	29.771	～ 30.990	31.149	30.90	30.90	31.00	31.10	31.40	
タイバーツ	(THB)	31.74	～ 33.15	32.88	32.80	33.10	33.00	32.50	32.00	
ベトナムドン	(VND)	21058	～ 21427	21340	21400	21600	21650	21550	21600	
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285	～ 49.9993	54.4554	49.00	50.00	52.00	52.00	54.00	
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728	～ 11.3909	11.1971	10.80	10.80	11.00	11.00	11.10	
トルコリラ	(TRY)	2.0617	～ 2.3900	2.2350	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	2.5908	2.60	2.65	2.55	2.60	2.70	
メキシコペソ	(MXN)	12.8193	～ 13.9590	14.1535	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	19.451	19.25	19.64	20.33	20.76	21.06	
香港ドル	(HKD)	12.975	～ 15.340	15.446	15.23	15.46	15.96	16.22	16.34	
インドルピー	(INR)	1.602	～ 1.914	1.934	1.89	1.89	1.97	2.08	2.19	
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	～ 0.977	0.973	0.967	0.969	1.033	1.086	1.104	
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	～ 10.722	10.774	10.73	11.11	11.70	12.12	12.45	
マレーシアリング	(MYR)	30.187	～ 35.342	34.739	34.40	34.68	37.01	38.41	39.44	
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	～ 2.635	2.686	2.63	2.64	2.76	2.86	2.90	
シンガポールドル	(SGD)	79.00	～ 91.16	91.30	90.08	90.23	95.38	98.44	100.79	
台湾ドル	(TWD)	3.322	～ 3.844	3.848	3.82	3.88	4.00	4.05	4.04	
タイバーツ	(THB)	3.061	～ 3.618	3.641	3.60	3.63	3.76	3.88	3.97	
ベトナムドン	(100VND)	0.4743	～ 0.5570	0.5611	0.55	0.56	0.57	0.58	0.59	
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	2.347	～ 3.212	2.202	2.41	2.40	2.38	2.42	2.35	
南アフリカランド	(ZAR)	8.944	～ 10.818	10.693	10.93	11.11	11.27	11.45	11.44	
トルコリラ	(TRY)	42.878	～ 53.612	53.554	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	46.211	45.38	45.28	48.63	48.46	47.04	
メキシコペソ	(MXN)	7.442	～ 8.720	8.459	8.68	8.82	9.25	9.55	9.69	

(注)1. 実績の欄は11月28日まで。SPOTは12月5日の9時17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。