

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

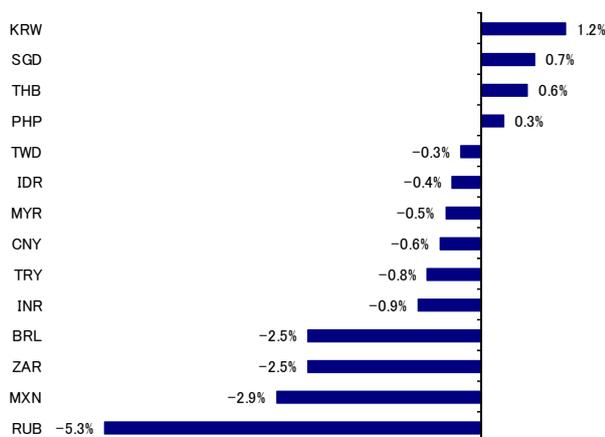
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

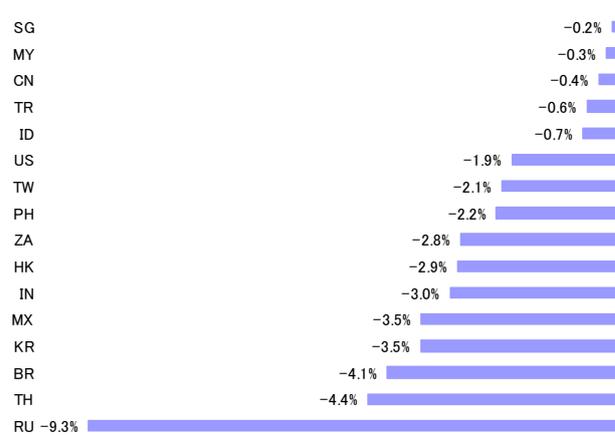
コモディティ通貨売り3週目

先週末に発表された米 11 月雇用統計は市場予想を大幅に上回る結果となり、週初 8 日のアジア時間は USD 買いでスタート。そうした中、原油安の継続が MYR の重石となったほか、IDR は国内企業による年末の USD 需要を受けて金融危機以来の低水準となった。先週末に介入観測から値を上げた RUB も原油安に圧迫されたほか、ZAR は予想以上に悪化した経常赤字が嫌気されて▲1.6%超下落した。9 日は中国証券登記結算が前日に担保債券に関する規制強化を発表したことで上海株が急落し、CNY は一時 2014 年 7 月以来となる 6.20 台まで下落。一方で、市場全体がリスクオフムードとなり JPY が反発したことに連れて KRW を中心にアジア通貨は堅調に推移。10 日も JPY 高進行を背景にアジア通貨も買いが先行したが、石油輸出国機構 (OPEC) が 2015 年の原油需要見通しを下方修正すると原油が大きく下落し、RUB や MXN、BRL などコモディティ通貨売りが強まった。11 日も原油安が材料視される中、MYR は軟調となる一方、JPY 高を背景に KRW は堅調に推移。RUB はロシア中銀が政策金利を 1% 引き上げるも通貨防衛には不十分との見方から▲1.5%超下落し、BRL は中銀議事録で利上げに対する慎重姿勢が明らかとなると▲1.3%超値を下げた。

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

来週も新興国通貨上昇の絵は描きにくい

今週の金融市場は世界的なリスクオフ

今週の新興国通貨はまちまち。アジア通貨が総じて堅調に推移する中、中東欧・中南米通貨がアンダーパフォームした。先週末の米 11 月雇用統計が市場予想を大幅に上回る強い結果となり、週初は米金利上昇、ドル高の流れとなったが、ギリシャ懸念の再燃や中国株の急落をきっかけにリスクオフの流れとなると米金利低下、円の反発がドルを押し下げた。株式市場も世界的に軟調となっており、市場の不安心理を示す VIX 指数は 10 月以来の高水準まで上昇。商品市場でも、OPEC が来年の原油需要予想を引き下げたことで原油価格が下落し、このためドルの下落にも関わらず資源国通貨は軟調となった。

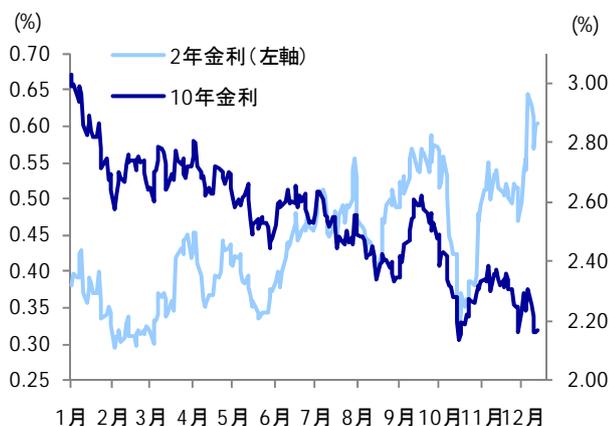
今回は相場調整の面が強い

以上のように今週の外国為替市場では 10 月以来となる世界的なリスクオフがメインドライバーとなり、ドルが広範に下落したが、そのきっかけ（ギリシャの大統領選挙前倒しや中国株の急落）は 10 月時の世界・米国景気鈍化懸念と比べるとややインパクトに欠けるように思える。中国株にしてもドルにしても、クリスマス休暇を控えた調整という側面が大きいだろう（上海株は 11 月 21 日の利下げ以降、一本調子に 20% 超上昇していた）。このため、現時点では足許の相場調整は比較的短期に終了すると見ている。

FOMC はポジティブ材料にはなりにくい

来週の新興国通貨は軟調な展開を予想する。最大のイベントは 16~17 日に予定されている FOMC 会合であるが、中でも注目は時間軸文言の行方であろう。先週はフィッシャーFRB 副議長が文言修正の可能性に言及したことから、市場にて FRB のタカ派化観測が高まったが、今週に入るとウィリアムス・サンフランシスコ連銀総裁、ロックハート・アトランタ連銀総裁が相次いで文言修正に慎重な姿勢を示したことから、不透明感が強ま

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

っている。しかし、後者兩名ともに利上げ時期に関しては引き続き来年半ばが妥当との見解を示していること、また極めて強い結果となった 11 月雇用統計、小売売上高の結果を踏まえれば、今会合での時間軸文言修正の可能性は意識しておくべきだろう。この他、声明文における景気判断や経済見通し（特に政策金利予想）も当然注目に値するが、会合全体のトーンが前回会合よりもハト派色を強めるとは考えにくく、米金利の急上昇を促すような内容にはならないにしても、少なくとも新興国通貨にとってはネガティブな材料と見ておく必要があるだろう。

新興国通貨にとって
ネガティブな材料が多い

なお、先週の本欄では雇用統計を経て **FOMC** に向けてドル買い圧力が強まると見ていたが、リスクオフムードの拡がりによって風向きは変化している。来週も 17 日（水）にギリシャ大統領選挙投票（1 回目）が予定されており、結果によっては市場のリスクセンチメントを悪化させ、ドルの足を引っ張る材料となり得る。しかし、この場合でもリスクオフが市場のドライバーである以上、ドルの下落が新興国通貨上昇には繋がりにくく、このように考えると、来週も新興国通貨の弱含みが続く可能性が高いと言えるのではないだろうか。

ドル/円と新興国通貨に
負の相関

他方、14 日（日）には本邦にて衆議院総選挙が投開票となる。自民党が単独で 300 議席を越す勢いとの報道も聞かれており、（理由はどうあれ）この通りとなればアベノミクスの基盤が強化されることとなり円安ドル高要因であろう。夏場以降、ドル/円と新興国通貨には強い負の相関がみられており、こちらも新興国通貨の下押し圧力となりそうだ。

新興国発の材料に乏しい

片や来週は新興国発の材料に乏しい。経済指標では 16 日（火）の中国 12 月 **HSBC 製造業 PMI**（速報値）、17 日（水）のマレーシア 11 月消費者物価指数（**CPI**）、シンガポール 11 月貿易統計、アジア以外では 19 日（金）のブラジル 12 月拡大 **CPI**（15 日基準）が重要となるがいずれも市場へのインパクトは限定的だろう。

BOT はハト派シグナルに注意

イベントでは 17 日（水）にタイにて中銀（**BOT**）金融政策決定会合が開催される。今会合での政策変更は想定していないが、**BOT** が近い将来の利下げに繋がるようなハト派のメッセージを発する可能性は意識しておきたい。前回会合にて **BOT** は「現行の金融政策は十分緩和的で、現下の景気回復を阻害しない」として現状維持を決めた（決定は 6 対 1 で、1 名は利下げを主張）。この際、12 月会合での成長率見直し引き下げ（現行の見直しは 2014 年：1.5%、2015 年：4.8%）を示唆したが、この点に関してプラユット首相は直近の発言で来年の成長率を 2~3%としており、

これを踏まえると今回例会における **BOT** の成長率見直し引き下げも 11 月例会時の想定を上回る大幅なものとなる公算が大きい。加えて **OPEC** 総会を経て国際原油価格の先安観が強まったことで、物価の観点からも金融緩和の余地は拡大していると思われる。直接的なシグナルが無い場合でも委員会参加者のうちで利下げ派が増えるなどすれば、市場の利下げ観測は盛り上がると思われ、弱含みが続いている **THB** にとって更なるネガティブ材料となるだろう。

エマージングマーケットピック

トルコ:7~9 月期 GDP は予想を下回るも民需に回復の兆し

在庫の下押しが下振れの主因

10 日に発表されたトルコ 7~9 月期実質 GDP は前年比+1.7%と市場予想(同+2.8%)を大幅に下回り、7 四半期ぶりの低成長を記録した。但し、ダウンサイドサプライズの殆どは在庫投資のマイナス寄与拡大(▲0.4 ポイント→▲1.5 ポイント)によりもたらされており、その他項目は民間設備投資が前年比▲3.6%→同+0%に回復したほか、輸出も同+8.0%と高めの伸びを維持するなど見た目の数字ほど悪い内容ではない。

民需に復調の兆し

また季節調整済み前期比ではより復調の兆しが見てとれる。全体の数字こそ在庫投資の減少による押し下げ(前期比寄与度▲2.4 ポイント)で前期比+0.4%に留まったが、個人消費が同▲0.4%から同+2.0%に加速したほか、民間設備投資も同▲0.2%から同+2.6%に大きく増加するなど民需の反発が目立つ。こうした動きは個人消費の動向に 1 四半期先行する消費者信頼感指数が 4~6 月期に持ち直したことや、製造業 PMI の改善とも整合的であるが、背景にはトルコ中銀による 5 月以降の利下げや大統領選を巡る不透明感の払しょくがあると考えられる。昨年の半ば以降減速を続けてきた個人ローンの伸びも夏場には下げ止まりの兆候を見せており、これは利下げの効果と言えらるだろう。

景気は底打ちも厳しい環境が続く

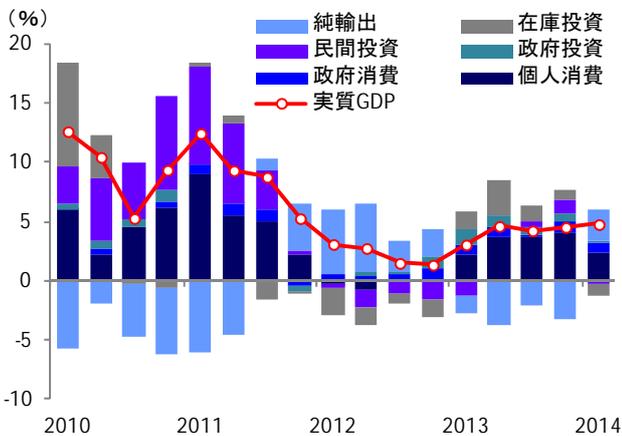
以上のように、7~9 月期 GDP は低水準ながらも同国経済がマイナス成長を記録した 4~6 月期に底を打った可能性を示唆している。特に 10~12 月期については前期に足を引っ張った在庫投資が反発することで高めの成長率を記録しそうだ。但し、その後の景気回復は緩やかなものとなろう。個人消費に先行する消費信頼感指数は 10~12 月期に入って再び低下している。原油価格の下落はエネルギー純輸入国であるトルコにとってポジティブではあるが、同国では光熱費等の管理価格の引き上げも予定されており、これが家計消費の重石となるとみられる。またこうした根強い物価上昇圧力から、トルコ中銀は現行の政策金利を当面維持するとみられ、金融

政策面での一段のサポートは期待できない。外需についても輸出の約4割を占める欧州経済が精彩を欠く状況が続いており、今後は国内景気の底打ちに伴う輸入の増加によって純輸出のプラス寄与も縮小しそうである。

TRYの見通しは大きく改善

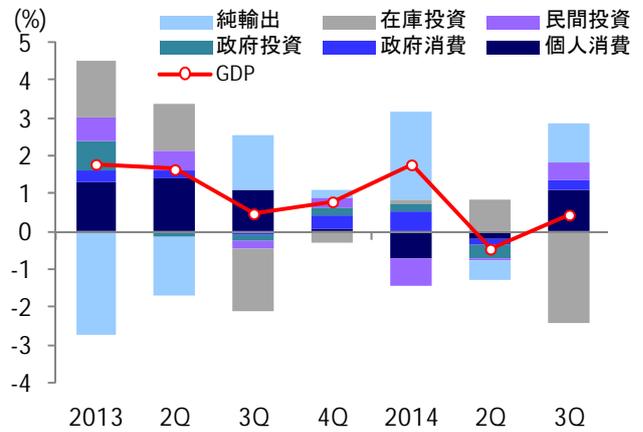
一方でTRY相場については原油価格の下落に伴う貿易収支の改善や川上での物価上昇圧力の緩和により見通しは以前に比べてだいぶ明るくなったと言える。なお今後のリスクとしては、中銀による拙速な金融緩和が挙げられるだろう。過去の経緯からインフレ圧力緩和と景気の低迷を受けて政府が中銀に利下げを催促するような展開が考えられ、中銀が早期にハト派化するようであれば、インフレ再燃の可能性が高まる。政府高官の発言には気を配っておきたい。

図表3：トルコ 実質GDP成長率（前年比）



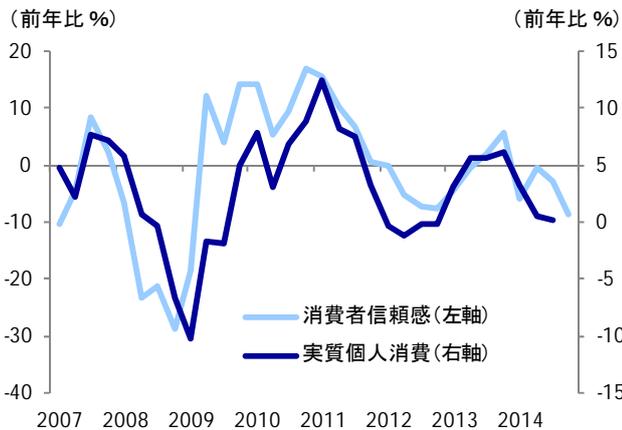
(資料)CEIC、みずほ銀行

図表4：トルコ 実質GDP成長率（季調済み前期比）



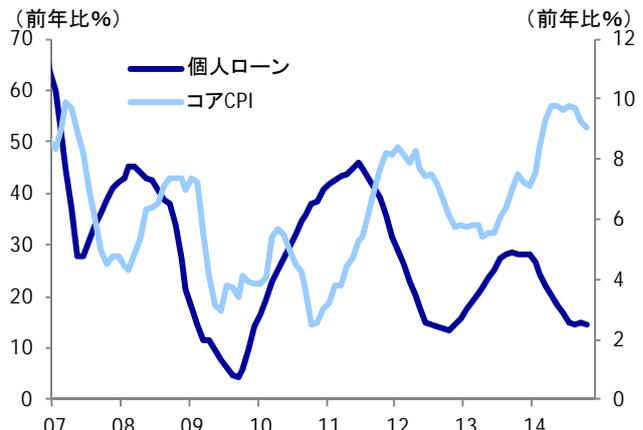
(資料)トルコ統計局、みずほ銀行

図表5：トルコ 個人消費と消費者信頼感



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表6：トルコ 個人ローンとCPI



(資料)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
エマージングアジア							
12月5日(金)	台湾	11月	消費者物価指数(前年比)	1.20%	0.86%	1.07%	1.06%
5日(金)	フィリピン	11月	消費者物価指数(前年比)	4.00%	3.70%	4.30%	--
5日(金)	マレーシア	10月	輸出(前年比)	-0.30%	-3.10%	2.00%	--
8日(月)	中国	11月	輸出(前年比)	8.00%	4.70%	11.60%	--
8日(月)	インド	7~9月期	国際収支:経常収支	-\$9.40B	-\$10.10B	-\$7.80B	--
10日(水)	韓国	11月	失業率(季調済)	3.50%	3.40%	3.50%	--
10日(水)	フィリピン	10月	輸出(前年比)	11.20%	2.90%	15.70%	--
10日(水)	フィリピン	10月	失業率	--	6.00%	6.70%	--
10日(水)	中国	11月	消費者物価指数(前年比)	1.60%	1.40%	1.60%	--
11日(木)	マレーシア	10月	鉱工業生産(前年比)	4.20%	5.00%	5.40%	--
11日(木)	フィリピン	12月	BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
11日(木)	韓国	12月	韓国銀行7日間レポレート	2.00%	2.00%	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%	7.75%	7.75%	--
12/10-12/15	インド	11月	輸出(前年比)	--	--	-5.00%	--
12/10-12/15	中国	11月	新規人民元建て融資	655.0B	--	548.3B	--
12日(金)	中国	11月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	15.80%	--	15.90%	--
12日(金)	中国	11月	小売売上高(前年比)	11.50%	--	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)	4.39%	--	5.52%	--
12日(金)	インド	10月	鉱工業生産(前年比)	2.40%	--	2.50%	--
15日(月)	シンガポール	10月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	0.60%	--
15日(月)	インド	11月	卸売物価(前年比)	1.10%	--	1.77%	--
15日(月)	フィリピン	10月	海外送金(前年比)	--	--	7.90%	--
16日(火)	中国	12月 P	HSBC中国製造業PMI	49.7	--	50.0	--
17日(水)	シンガポール	11月	非石油地場輸出(前年比)	2.20%	--	-1.50%	--
17日(水)	タイ	12月	タイ中央銀行指標金利	2.00%	--	2.00%	--
17日(水)	マレーシア	11月	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.80%	--
18日(木)	台湾	12月	CBC指標金利	--	--	1.88%	--
19日(金)	フィリピン	11月	総合国際収支	--	--	\$24M	--
中東欧・アフリカ							
12月8日(月)	南アフリカ	7~9月期	経常収支	-215B	-230B	-222B	-235B
8日(月)	トルコ	10月	鉱工業生産(前年比)	4.00%	2.40%	2.20%	2.50%
9日(火)	南アフリカ	10月	製造業生産(季調済/前月比)	1.50%	0.50%	4.00%	4.20%
10日(水)	南アフリカ	11月	CPI(前年比)	5.80%	5.80%	5.90%	--
10日(水)	トルコ	7~9月期	GDP(前年比)	2.80%	1.70%	2.10%	2.20%
10日(水)	南アフリカ	10月	小売売上高(実質値、前年比)	2.20%	3.40%	2.30%	--
11日(木)	トルコ	10月	経常収支	-1.80B	-2.03B	-2.22B	--
11日(木)	ロシア	12月	政策金利	10.50%	10.50%	9.50%	--
12/11-12/12	ロシア	7~9月期 P	GDP(前年比)	0.70%	0.70%	0.70%	--
12日(金)	ロシア	10月	貿易収支	11.6B	--	13.0B	--
12/15-12/16	ロシア	11月	鉱工業生産(前年比)	1.10%	--	2.90%	--
ラテンアメリカ							
12月5日(金)	ブラジル	11月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.59%	6.56%	6.59%	--
9日(火)	メキシコ	11月	消費者物価指数(前年比)	4.17%	4.17%	4.30%	--
10日(水)	メキシコ	9月	総設備投資	6.50%	5.70%	4.30%	4.00%
12日(金)	ブラジル	10月	小売売上高(前年比)	1.00%	--	0.50%	--
12日(金)	メキシコ	10月	鉱工業生産(前年比)	2.50%	--	3.00%	--
15日(月)	ブラジル	10月	経済活動(前年比)	--	--	0.92%	--
18日(木)	メキシコ	10月	小売売上高(前年比)	--	--	4.50%	--
19日(金)	ブラジル	12月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	6.42%	--
19日(金)	ブラジル	11月	経常収支	--	--	-\$8131M	--
19日(金)	メキシコ	11月	失業率	--	--	4.71%	4.71%

(注)2014年12月12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	6.1889	6.13	6.11	6.10	6.07	6.03
香港ドル	(HKD)	7.7497	～ 7.7700	7.7518	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335	～ 63.308	62.345	62.50	63.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254	～ 12282	12350	12200	12380	12000	11600	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37	～ 1117.07	1100.84	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415	～ 3.3855	3.4892	3.43	3.46	3.35	3.28	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	43.208	～ 45.485	44.445	44.80	45.50	44.90	44.00	43.80
シンガポールドル	(SGD)	1.2365	～ 1.3099	1.3136	1.31	1.33	1.30	1.28	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771	～ 30.990	31.231	30.90	30.90	31.00	31.10	31.40
タイバーツ	(THB)	31.74	～ 33.15	32.82	32.80	33.10	33.00	32.50	32.00
ベトナムドン	(VND)	21058	～ 21427	21365	21400	21600	21650	21550	21600
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285	～ 49.9993	55.7178	49.00	50.00	52.00	52.00	54.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728	～ 11.3909	11.6223	10.80	10.80	11.00	11.00	11.10
トルコリラ	(TRY)	2.0617	～ 2.3900	2.2793	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	2.6523	2.60	2.65	2.55	2.60	2.70
メキシコペソ	(MXN)	12.8193	～ 13.9590	14.7711	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	19.237	19.25	19.64	20.33	20.76	21.06
香港ドル	(HKD)	12.975	～ 15.340	15.358	15.23	15.46	15.96	16.22	16.34
インドルピー	(INR)	1.602	～ 1.914	1.908	1.89	1.89	1.97	2.08	2.19
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	～ 0.977	0.964	0.967	0.969	1.033	1.086	1.104
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	～ 10.722	10.802	10.73	11.11	11.70	12.12	12.45
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187	～ 35.342	33.896	34.40	34.68	37.01	38.41	39.44
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	～ 2.635	2.661	2.63	2.64	2.76	2.86	2.90
シンガポールドル	(SGD)	79.00	～ 91.16	90.63	90.08	90.23	95.38	98.44	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.322	～ 3.844	3.814	3.82	3.88	4.00	4.05	4.04
タイバーツ	(THB)	3.061	～ 3.618	3.627	3.60	3.63	3.76	3.88	3.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4743	～ 0.5570	0.5577	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	2.111	2.41	2.40	2.38	2.42	2.35
南アフリカランド	(ZAR)	8.944	～ 10.818	10.243	10.93	11.11	11.27	11.45	11.44
トルコリラ	(TRY)	42.878	～ 53.612	52.229	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	44.899	45.38	45.28	48.63	48.46	47.04
メキシコペソ	(MXN)	7.442	～ 8.720	8.061	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12日の8時30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。