

2014 年 12 月 19 日

エマージングマーケットウィークリー

本年は大変お世話になりました。

次回は 2015 年 1 月 9 日発行です。

来年も宜しくお願い致します。

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

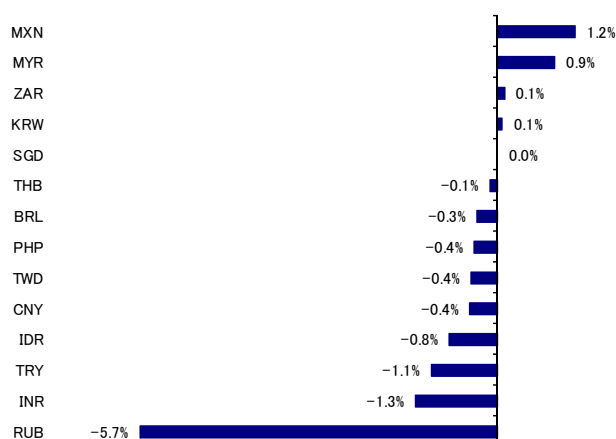
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

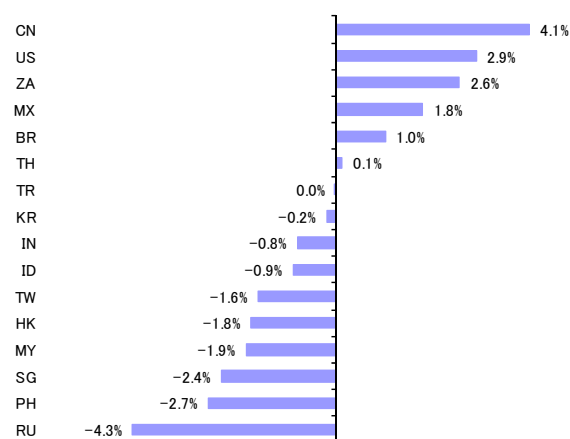
ロシア不安

原油価格が引き続き下落しリスクオフの地合いが続く中、週初 15 日のアジア通貨はまちまちとなったが、IDR は国内企業による USD の年末需要とインドネシアのファンダメンタルズの弱さによって▲2%下落し、16 年ぶりの安値をつけた。その後も原油の弱含みが続くと RUB は▲12%の急落となり、これがファンダメンタルズが脆弱な他の新興国通貨にも飛び火し、TRY が▲3.3%下落したほか、BRL も▲1.5%値を下げた。16 日未明にロシア中銀は 6.5%の緊急利上げを行うものの、RUB の下落は止まらず一時対 USD で 80 近辺まで暴落した。そうした中、USD/JPY が大幅に下落したことで KRW が 1.6%連れ高となったが、IDR は一時 1998 年 8 月以来の安値をつけた。その後もリスクオフムードが払拭できず、BRL は外国為替市場介入プログラムをめぐる不透明感から▲1.5%値を下げた。17 日も序盤は原油安とロシア市場の動揺から引き続き慎重姿勢が目立ったが、ロシア財務省が外貨売りの市場介入を行う意向を示すと RUB は 12%急騰。この動きにそれまで売られていた新興国通貨にも買い戻しが入った。翌 18 日も原油相場の落ち着きや世界的に株式市場が堅調に推移したことも後押しし、新興国通貨は買い戻しの動きが優勢だった。

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

クリスマス休暇にむけて積極的な買い戻しは期待しにくい

FOMC を経てリスク回避姿勢
が和らぐ

今週の新興国通貨は下に行き来いの展開。週初は原油価格が 1 バレル＝60 ドル（ブレント油）を割り、エネルギー関連株や社債、産油国資産が下落するなど前週からのリスクオフが継続、円高につられ上昇した北東アジア通貨を除いて新興国資産は大きく下落した。しかしその後は FOMC を経て米株が上昇すると世界的にリスク回避姿勢が和らぎ、ドル高の流れにも関わらず、新興国通貨には買い戻しが入った。

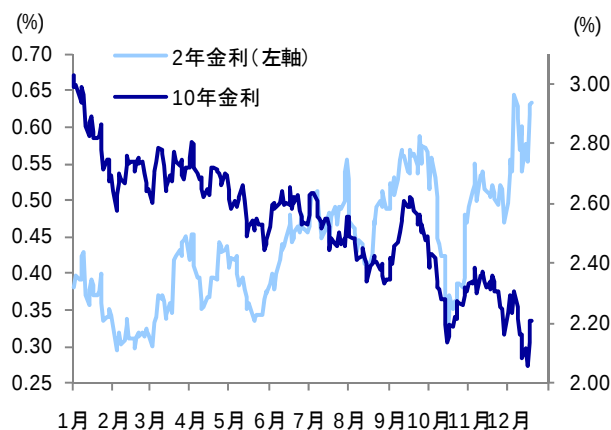
FRB はリスクオフ局面を巧みに
乗り切った

16～17 日に開催された FOMC 会合は、ハト派の声明文・景気見通しにタカ派のイエレン FRB 議長記者会見という、筆者を含めた大方の予想と逆の組み合わせとなった。しかし全体としてみれば事前の想定通り、FRB が来年半ばの利上げに向けて着実に歩みを進めていることを確認する内容といえ、米国債市場は一旦金利低下で反応したもののすぐに急反発。これを受けてドルも広範に上昇した。一方で市場では FRB のタカ派傾斜が足許のリスクオフを加速させてしまうとの懸念もあったが、極めて慎重な声明文の修正、イエレン議長の強気の景気見通しを受けて米株も上昇しており、FRB としてはリスクオフムードが拡がる中で利上げに向けた地ならしを進めるという困難な局面を巧みに乗り切ったと言えるだろう。

米利上げは 2015 年半ばで
変更なし

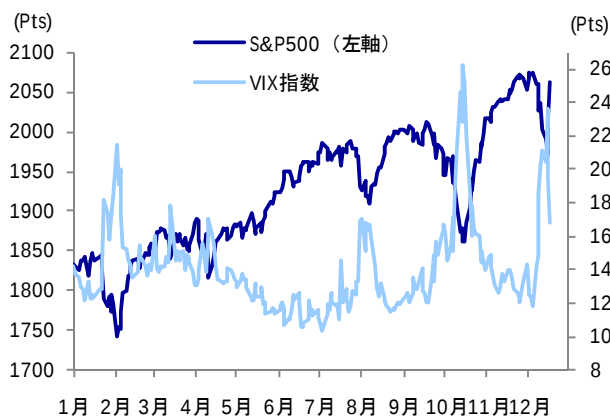
なお利上げ開始時期について、イエレン議長は暗に 2015 年 4 月会合以降の実施をほのめかしたが、今回発表された FOMC 参加者による 2015 年末時点の政策金利予想に基づけば、来年 6 月の会合（6、9、12 月会合にて各 25bp の利上げ）あるいは 9 月会合（9、10、12 月会合にて各 25bp の利上げ）からの利上げ開始が濃厚となった。ただこれは従前の FRB 高官発言や市場コンセンサスと一致しており、新興国通貨との関係でも見通し

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

に変更は無い。来年半ばの利上げが近づくにつれ、米金利が上昇、新興国通貨一般に売り圧力がかかるだろう。

リスクセンチメントの改善で
一部通貨に買い戻しも

但し、短期的には市場のリスクセンチメントが新興国通貨のカギを握る。今月のリスクオフは OPEC 総会を経て原油の先安観が加速したことで、エネルギー関連銘柄、産油国資産が売られ、クレジット懸念に発展したものと考えられるが、同時に今週の FOMC での FRB タカ派化懸念や年末を控えたポジション調整の動きが重なったことでやや誇張された面もある。このうち原油価格については「1 バレル=40 ドルになっても減産はしない」との UAE 石油相の発言にも見られるように早期のトレンド反転は期待しにくく、このためロシア、マレーシア、メキシコといった石油純輸出国通貨は上値の重い展開が続きそうだ。一方で 12 月 FOMC を無難に通過したことで、FRB の金融政策に関する不透明感はある程度払しょくされたはずである。市場参加者の過度のリスク回避姿勢が和らげば、エネルギー純輸入国で原油安が本来ポジティブに作用するような国の通貨は市場流動性の回復とともに（米国利上げに向けた本格的なドル買いの前に）一旦買い戻される展開となるだろう。特に売られ過ぎの感があった INR、IDR でその傾向は顕著となりそうだ。

来週はクリスマス休暇を控えて
動きにくい展開か

とはいえ、原油価格動向やギリシャの大統領選挙（29 日の第 3 回目投票が焦点）といったその他のリスクオフ要因は残存しているほか、クリスマス休暇に向けて市場のアクティビティが低下していく時期でもあり、足許で積極的に新興国通貨を買っていく向きは少ないだろう。来週の新興国通貨は横ばいないしは小幅の弱含みを予想する。

米国 7～9 月期 GDP は
同国経済の堅調を確認

経済指標・イベントでは、23 日（火）に米国にて 7～9 月期 GDP（3 次速報）が発表される。個人消費中心に上方修正が濃厚であり、米国経済の堅調を再確認する内容となると予想する。イエレン議長が来年 1～3 月期の早期利上げの可能性を否定したことにより、強い米国経済指標に対しては市場も素直にポジティブな反応を示すと思われる。但し、ドルの上昇も予想され新興国通貨にとってはネガティブである。

政治問題で TRY の見通しが
悪化

新興国では 24 日（水）にトルコ金融政策決定会合が開催されるが、金融政策の現状維持を予想。足許の TRY 安を受けて中銀はインフレ警戒姿勢を強めるとみる。同国では 15 日、警察がイスラム教指導者のギュレン氏に近いメディアを強制捜査し関係者 24 名を逮捕。エルドアン大統領とギュレン運動の政治的緊張が高まったとして TRY は一時▲5%弱急落し、足許でも今年 1 月以来の安値付近で推移している。エネルギー純輸入国であ

るトルコでは、10月以降の原油安により貿易収支の改善や国内物価の低下が見込まれるとして、TRYも他の新興国通貨が下落する中で底堅い推移を保ってきた。こうした経済ファンダメンタルズの見通し改善を受けて、市場の一部では中銀が引き締め姿勢を緩和するとの期待も出ていたが、今回の一件を受けたTRYの下落でそうした可能性は遠ざかっただろう。

エマージングマーケットピック

インド: 金輸入の増加で11月貿易赤字が急拡大

規制緩和で金輸入の拡大は続く

12月15日に発表されたインド11月貿易収支は169億ドルの赤字と前月の134億ドルから大幅に拡大し、2013年5月以来の赤字幅を記録した。輸出が前年比+7.3%と前月の同▲5.0%から反発したものの、輸入が同+26.8%とこれを上回る急増となったことが影響した。輸入の急増は金輸入の増加によるものである。11月の金輸入額は約56億ドルと前年比約6倍の増加となり、輸入規制が強化される以前の2013年5月以来の高水準をつけた。先月11月28日、インド政府はいわゆる「80:20の原則」を含む金輸入規制を撤廃すると発表した。今回の貿易統計は11月分であり、この規制緩和の影響は殆ど反映されていないはずである。規制緩和を受けて金輸入は更に加速すると思われる、短期的には貿易収支赤字の拡大傾向が続く公算が大きい。

原油収支の改善が相殺

しかし、金輸入の拡大がINR相場の脅威となる可能性は低いだろう。まず、金輸入額の増大分は原油価格低下による原油収支の改善によりほぼ相殺される見込みである。同国では、価格低下による需要の増加を加味しない場合、原油1バレル=1ドルの下落で年間輸入額は約10億ドル減少する。仮にブレント油1バレル=70ドル台が1年間続いた場合、仮に同国の金輸入量が規制導入前の高水準に戻ったとしても貿易収支は悪化しない計算となる。足許でブレント油は1バレル=60ドルちょうど付近まで下落しており、これは金輸入額の増大を補ってお釣りがくる水準である。

政府は輸入規制の再強化も

さらに金輸入額の増加が続いた場合、政府は再度規制を強化するとみられる。そもそも11月の規制緩和は原油安により国内物価や貿易収支、そしてINR相場の見通しが改善したことが背景にあると考えられるが、ここ許のリスクオフによりINRは約1年ぶりの安値である1ドル=63ルピー台まで下落しており、国内経済への悪影響を考えれば政府としては更なる通貨安は避けたいところだろう。この点、18日には政府高官が金輸入規制の再強化の可能性に言及している。これらを加味すれば、今後金輸入額の増加が加速することで貿易収支赤字が拡大し、INRが下落するといった展開は考えにくい。過度の懸念は不要であろう。

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%	15.80%	15.90%	--
12日(金)	中国	11月	小売売上高(前年比)	11.50%	11.70%	11.50%	--
12日(金)	中国	11月	鉱工業生産(前年比)	7.50%	7.20%	7.70%	--
12日(金)	中国	11月	新規人民元建て融資	655.0B	852.7B	548.3B	--
12日(金)	中国	11月	マネーサプライM2(前年比)	12.50%	12.30%	12.60%	--
12日(金)	インド	11月	消費者物価指数(前年比)	4.39%	4.38%	5.52%	--
12日(金)	インド	10月	鉱工業生産(前年比)	2.30%	-4.20%	2.50%	2.80%
15日(月)	シンガポール	10月	小売売上高(除自動車/前年比)	0.50%	1.90%	0.60%	--
15日(月)	インド	11月	卸売物価(前年比)	1.08%	0.00%	1.77%	--
15日(月)	フィリピン	10月	海外送金(前年比)	6.50%	7.00%	7.90%	--
15日(月)	インド	11月	輸出(前年比)	--	7.30%	-5.00%	--
16日(火)	中国	12月 P	HSBC中国製造業PMI	49.8	49.5	50.0	--
17日(水)	シンガポール	11月	非石油地場輸出(前年比)	3.90%	1.60%	-1.50%	--
17日(水)	マレーシア	11月	消費者物価指数(前年比)	2.70%	3.00%	2.80%	--
17日(水)	タイ	12月	タイ中央銀行指標金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
18日(木)	台湾	12月	CBC指標金利	1.875%	1.875%	1.875%	--
19日(金)	フィリピン	11月	総合国際収支	--	--	\$24M	--
23日(火)	シンガポール	11月	消費者物価指数(前年比)	-0.20%	--	0.10%	--
23日(火)	台湾	11月	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.97%	--
24日(水)	韓国	12月	消費者信頼感	--	--	103.0	--
26日(金)	シンガポール	11月	鉱工業生産(前年比)	0.40%	--	0.20%	--
26日(金)	タイ	11月	輸出(通関ベース/前年比)	--	--	3.97%	--
30日(火)	韓国	11月	国際収支:経常収支	--	--	\$9013.2M	--
30日(火)	韓国	11月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.20%	--
30日(火)	タイ	11月	国際収支:経常収支	--	--	\$2628M	--
31日(水)	韓国	12月	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.00%	--
中東欧・アフリカ							
12月12日(金)	ロシア	10月	貿易収支	11.6B	13.6B	13.0B	--
15日(月)	トルコ	9月	失業率	10.20%	10.50%	10.10%	--
15日(月)	ロシア	11月	鉱工業生産(前年比)	1.20%	-0.40%	2.90%	--
16日(火)	ロシア		政策金利	--	17.00%	10.50%	--
17日(水)	ロシア	11月	実質小売売上高(前年比)	1.10%	1.80%	1.70%	1.60%
17日(水)	ロシア	11月	失業率	5.20%	5.20%	5.10%	--
24日(水)	トルコ	12月	指標レボレート	--	--	8.25%	--
29日(月)	ロシア	12月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	51.7	--
30日(火)	トルコ	12月	消費者信頼感指数	--	--	68.7	--
30日(火)	南アフリカ	11月	貿易収支(ラント)	-6.8B	--	-21.3B	--
ラテンアメリカ							
12月12日(金)	ブラジル	10月	小売売上高(前年比)	1.00%	1.80%	0.50%	--
12日(金)	メキシコ	10月	鉱工業生産(前年比)	2.50%	2.10%	3.00%	--
15日(月)	ブラジル	10月	経済活動(前年比)	-0.30%	-1.18%	0.92%	--
18日(木)	メキシコ	10月	小売売上高(前年比)	4.30%	5.60%	4.50%	--
19日(金)	ブラジル	12月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.42%	--	6.42%	--
19日(金)	ブラジル	11月	経常収支	-\$8500M	--	-\$8131M	--
19日(金)	メキシコ	11月	Unemployment Rate SA	4.66%	--	4.71%	--
23日(火)	ブラジル	12月	FGV消費者信頼感	--	--	95.3	--
23日(火)	メキシコ	10月	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.93%	--

(注)2014年12月19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	6.2156	6.13	6.11	6.10	6.07	6.03
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7700	7.7560	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	63.113	62.50	63.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12282	12563	12200	12380	12000	11600	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1117.07	1098.52	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3855	3.4668	3.43	3.46	3.35	3.28	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.740	44.80	45.50	44.90	44.00	43.80
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.3099	1.3139	1.31	1.33	1.30	1.28	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.990	31.445	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	21388	21400	21600	21650	21550	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 49.9993	61.5383	49.00	50.00	52.00	52.00	54.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	11.5570	10.80	10.80	11.00	11.00	11.10
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.3241	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	2.6628	2.60	2.65	2.55	2.60	2.70
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.9590	14.5488	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	19.121	19.25	19.64	20.33	20.76	21.06
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 15.340	15.325	15.23	15.46	15.96	16.22	16.34
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.914	1.882	1.89	1.89	1.97	2.08	2.19
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.977	0.946	0.967	0.969	1.033	1.086	1.104
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.722	10.822	10.73	11.11	11.70	12.12	12.45
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 35.342	34.279	34.40	34.68	37.01	38.41	39.44
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.635	2.647	2.63	2.64	2.76	2.86	2.90
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 91.16	90.46	90.08	90.23	95.38	98.44	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.844	3.780	3.82	3.88	4.00	4.05	4.04
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.618	3.612	3.60	3.63	3.76	3.88	3.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4743 ～ 0.5570	0.5557	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	1.929	2.41	2.40	2.38	2.42	2.35
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.818	10.284	10.93	11.11	11.27	11.45	11.44
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 53.612	51.107	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	44.637	45.38	45.28	48.63	48.46	47.04
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.720	8.171	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19日の9時15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。