2015 年 1 月 9 日

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

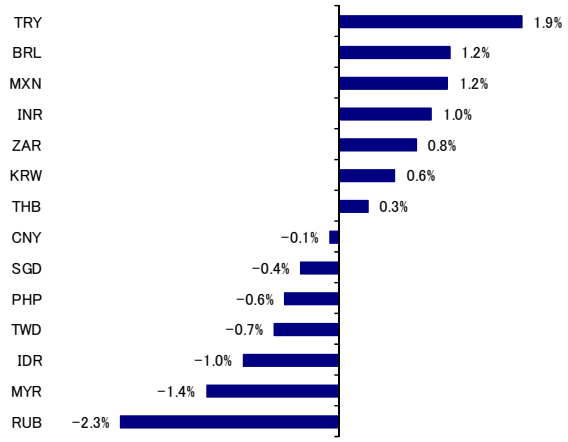
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

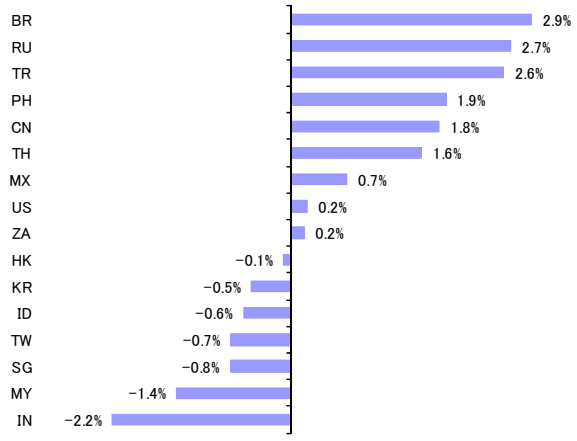
週前半のリスクオフと後半の買い戻し

週明け 5 日は原油相場が軟調でリスクオフが進む中、アジア通貨は総じて下落し、MYR と IDR は▲0.8%値を下げた。欧州時間に入り RUB も原油安が重石となり一時▲4%超下落したほか、米国時間でも WTI 原油が 1 バレル 50 ドルを割り込むなどコモディティ市況の悪化が嫌気されて BRL が▲1.2%軟化。翌 6 日に入ってもリスクオフの流れは止まらず、MYR は 5 年半ぶりの安値を更新。一方で、日経平均株価が 17000 円を割り込む動きを横目に USD/JPY が値を下げる中、KRW は連れて 1.0%上昇した。原油安が続き RUB を中心に新興国通貨が圧迫されたものの、豪州での悪天候が出荷に悪影響を及ぼすとの懸念から鉄鉱石相場が回復したことで、ブラジルでは鉄鋼関連企業の株価を中心に買われ、BRL は 1.1%の上昇となった。7 日は、ユーロ圏インフレ指標や FOMC 議事要旨待ちとなりアジア時間は様子見。注目されたユーロ圏 12 月消費者物価指数（HICP）が前年比▲0.2%と予想以上のマイナスとなるとユーロが一段安となったが、原油価格が反発したことや公表された FOMC 議事要旨は特段サプライズなく、ドルに利益確定売りが入ったことから新興国通貨は買い戻された。8 日のアジア時間は原油の下げ止まりを受けて MYR が上昇したほか、世界的に株式市場が堅調で新興国通貨は下支えされた。MXN は原油の持ち直しを背景に 1.2%上昇し、株式市場も 3 日続伸となっている。

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

市場は落ち着きを取り戻すも楽観は禁物

ドルインデックスは 4 週連続で上昇

昨年末からの流れを引き継ぎ、2015 年の新興国為替相場はリスク回避の売りで始まったが、週後半にかけては良好な米国経済指標や原油価格の反発を受けて同国株式市場が下げ幅を縮めたことで新興国市場も幾分落ち着きを取り戻したようにみえる。一方、ドルインデックスは 4 週連続で上昇し、終値ベースでは 2003 年 11 月以来の高値を記録。ドルの上昇はドラギ ECB 総裁の発言で 1 月 ECB 理事会における国債買い入れ策導入の可能性が高まりユーロが下げ足を速めたことが主因とみられる。この間、米債には逃避買いが入り、10 年債利回りが一時 1 年 7 か月ぶりに 2.0%を割るなど、中長期以降の年限で大幅な金利低下となったが、FRB による利上げが近付く中、短期金利の低下は小幅にとどまっており、これがドルの下値を支えたものと考えられる。

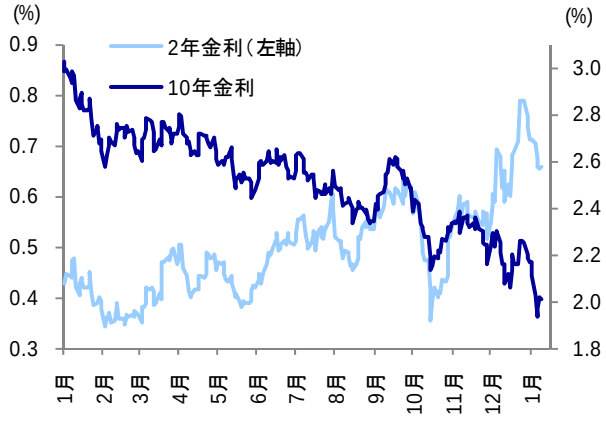
FOMC 議事要旨は新味なし

他方、7 日(水)には 12 月 16～17 日開催の FOMC 議事要旨が公表された。イエレン FRB 議長が会合後の記者会にて語った 1 月及び 3 月の FOMC 会合での利上げの可能性が低いとの見方や、原油安によるディスインフレ圧力が一時的なものであるとの見通しが大半の参加者の共通認識であったことが確認されたが、全体的には新味に欠け、市場の反応は限定的となった。

本格的なリスクオンは望めず

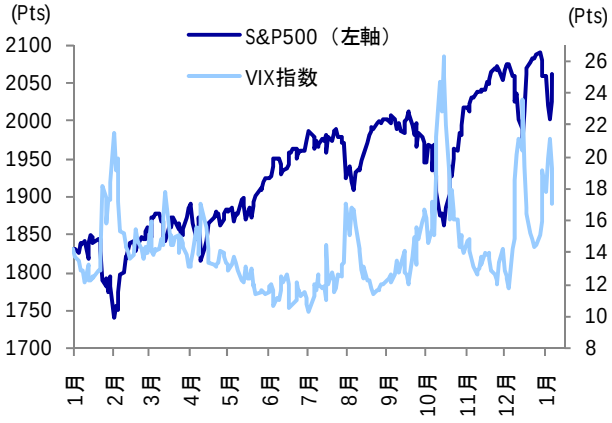
前述の通り、新興国通貨は今週後半に下げ渋ったものの、リスクオフ局面が終局したと考えるのはやや早計かもしれない。現時点でギリシャ問題が欧州危機の再来に繋がるとは考えていないが、当面は投資家のリスク許容度を圧迫するはずであるほか、RUB の下落基調も続いているなど、昨年末にリスクオフをもたらした状況に大きな改善は見られない。また今月 22 日の会合での導入決定が濃厚となっている ECB による新たな量的緩和策についてもその具体的な内容には不透明感が残っている。こうした状況を踏まえると、リスク資産への本格的な

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

資金流入が始まるとは想定しにくく、新興国通貨も当面は不安定な相場つきが続くと考えたほうが良さそうだ。

行き過ぎたリスクオフの巻戻しが新興国通貨を下支え

このため来週の新興国通貨も弱含みを基本とするものの、相応に底堅さをみせる通貨も出てきそうだ。来週の相場を見通す上ではまず今晩発表となる米 12 月雇用統計が重要である。7 日（水）に発表された 12 月 ADP 雇用統計では民間部門雇用者数が前月比 24.1 万人増加しており、本家雇用統計でも非農業部門雇用者数（NFP）で 20 万人以上の雇用拡大が期待される（市場予想は前月比+23.2 万人）。仮に市場予想通りの結果となった場合、これはドルをサポートする材料ではあるが、一方で株式・商品市場がポジティブな反応を示せば、過度の悲観で売られ過ぎていたアジア通貨や一部の資源国通貨には買い戻しが入ると考えられる。このため雇用統計の強さにもよるものの、新興国通貨の下値は限定的となるのではないかとみている（但し、ドル/円に連動する KRW は下落しよう）。雇用統計では NFP のほか、失業率、賃金動向にも注目しておきたい。

インド 12 月 CPI は反発へ

新興国では 12 日（月）のインド 12 月 CPI、15 日（木）の韓国中銀（BOK）金融通貨委員会が重要。インド CPI はインド中銀（RBI）が利下げを実施する可能性がある 2 月 3 日の金融政策決定会合前最後の発表となるが、前回 12 月会合にて RBI は、利下げの条件を①インフレと②財政の見通しの改善としており、今回の CPI は RBI の判断に影響を及ぼし得る。この点、11 月の CPI は前年比+4.38%と過去最低水準まで低下していたが、12 月は野菜価格の前年比ベース効果が急激に剥落するため、再び同+5%台前半に上昇する可能性が高い。ただ、この点は前回の RBI 会合でも既に指摘されており、発表された結果が同水準付近に収まれば利下げに向けたハードルとはならないだろう。

委員会内の投票結果に注目

BOK 会合も利下げあるいはそのシグナルの有無が焦点となるが、筆者は今会合での利下げの可能性は低いとみている。第一に前回 12 月の会合以降に発表された経済指標は 11 月鉱工業生産や 12 月輸出入など低水準ながら市場予想を上回るものが多く、同国経済が以前と比べて減速ペースを速めたとは言い難い。また昨夏以降頻度を増していた政府高官によるウォン安誘導や利下げ催促発言も、11 月以降にウォン相場が水準を大きく切り下げていることもあり、足許ではなりを潜めている。これらを勘案すると現状追加緩和に関して中立姿勢を保っている BOK が今回会合にて利下げに踏み切るにはやや材料不足の感が否めない。しかしながら、外需の減速と国内の構造的要因により同国経済の低迷が続く公算は大きく、BOK が早晩利下げに動くとの我々の見通しに変化は無い。直近 2 回の利下げ時にはいずれもその前の会合にて 1 名の委員が利下げを主張していた。今回会合でも同様の動きが確認されれば次回以降の利下げ実施の可能性が大きく高まるため、委員会内の意見の相違に注目したい。

エマージングマーケットトピック

インドネシア：政府がガソリン補助金制度を撤廃

ガソリン向け補助金を撤廃

インドネシア政府は12月31日、燃料補助金のうち、ガソリン向けの補助金を2015年1月1日から撤廃、軽油向けの補助金を1リットル当たり1000ルピアに固定すると発表した。これにより今月の国内販売価格は、レギュラーガソリンが従来の8500ルピアから7600ルピアに、軽油が従来の7500ルピアから7250ルピアにそれぞれ引き下げられ、今後は原油価格や外国為替レートの変動を踏まえて毎月価格を改定する方法に移行する。

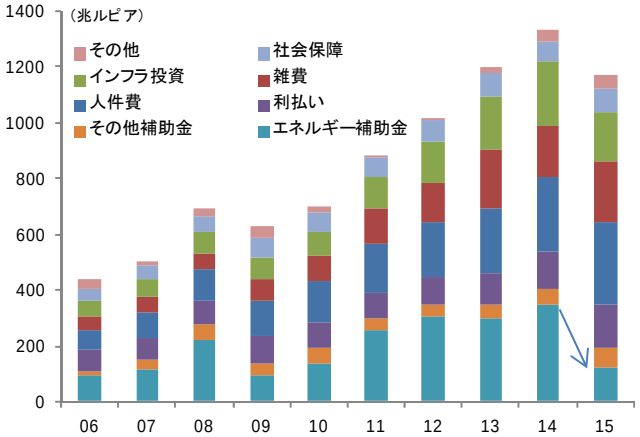
今回の政策変更はポジティブサプライズ

同国の燃料補助金を巡っては昨年11月に財政規律強化の観点から30%強の販売価格引き上げが実施されたが、依然として政府歳出が原油相場に左右されてしまうことから、市場では恒久措置としての補助金撤廃や固定金額制への移行が望まれていた。今回の措置は足許の原油安を受けて国内におけるガソリンの販売可能価格が従前の固定価格を下回ってしまったことが背景と考えられるが、財政への影響が大きいガソリン補助金を早期に撤廃できたことはポジティブサプライズと言えよう。

財政収支の状況は大きく改善

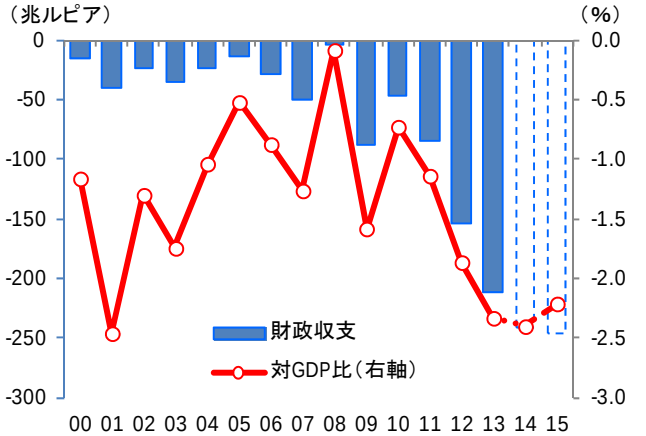
政府は今回の政策変更によって、15年度当初予算で276兆ルピアとしていた燃料補助金を、補正予算では50兆ルピア未満まで減らすことが可能との見方を示している。仮にこの通りとなれば歳出削減額は名目GDPの約2%に上り、同国の財政収支は一気に均衡付近まで改善する。あるいは一部をインフラ投資に充てれば成長率を大きく引き上げることが可能だろう。このほか、上記の価格改定は同国CPI（前年比）を0.5%～0.8%程度押し下げる効果を有するが、2日に発表された12月CPIが前年比+8.4%と市場予想（同+7.9%）を大きく上回っており、インドネシア中銀が現行の引き締め姿勢を緩める公算は小さい。むしろ今後のルピア相場次第では更なる利上げもあり得るということは意識しておきたい。

図表 3：インドネシア　補助金制度改定の歳出への影響



（資料）CEIC　※2015 年度予算案ベース、2013 年以前は実績

図表 4：インドネシア　財政収支の動向



（資料）CEIC　※2015 年度予算案ベース、2013 年以前は実績

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							
1月2日(金)	韓国	12月	HSBC韓国製造業PMI	--	49.9	49.0	--
2日(金)	シンガポール	10～12月期	GDP (前年比)	1.80%	1.50%	2.80%	--
2日(金)	インドネシア	12月	消費者物価指数(前年比)	7.93%	8.36%	6.23%	--
2日(金)	インドネシア	11月	貿易収支	$130M	-$426M	$23M	$21M
2日(金)	インドネシア	12月	HSBCｲﾝﾄﾞﾈｼｱ製造業PMI	--	47.6	48.0	--
2日(金)	インド	12月	HSBCｲﾝﾄﾞ製造業PMI	--	54.5	53.3	--
5日(月)	タイ	12月	消費者物価指数(前年比)	1.10%	0.60%	1.26%	--
5日(月)	シンガポール	12月	購買部景気指数	51	49.6	51.8	--
6日(火)	フィリピン	12月	消費者物価指数(前年比)	2.80%	2.70%	3.70%	--
6日(火)	中国	12月	HSBC中国ｻｰﾋﾞｽ業PMI	--	53.4	53.0	--
7日(水)	マレーシア	11月	貿易収支MYR	4.10B	11.13B	1.19B	1.15B
9日(金)	フィリピン	11月	輸出(前年比)	--	--	2.90%	--
9日(金)	中国	12月	消費者物価指数(前年比)	1.50%	--	1.40%	--
9日(金)	マレーシア	11月	鉱工業生産(前年比)	4.60%	--	5.00%	--
9日(金)	台湾	12月	貿易収支	$3.55B	--	$4.22B	--
01/09-01/15	インド	12月	輸出(前年比)	--	--	7.30%	--
01/10-01/15	中国	12月	新規人民元建て融資	880.0B	--	852.7B	--
12日(月)	インド	11月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.20%	--
12日(月)	インド	12月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.38%	--
13日(火)	中国	12月	貿易収支	$48.30B	--	$54.47B	$54.48B
13日(火)	中国	12月	輸出(前年比)	5.90%	--	4.70%	--
14日(水)	インド	12月	卸売物価(前年比)	--	--	0.00%	--
15日(木)	韓国	1月	韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	2.00%	--
15日(木)	シンガポール	11月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	1.90%	--
15日(木)	フィリピン	11月	海外送金(前年比)	--	--	7.00%	--
15日(木)	インドネシア	1月	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行ﾚﾌｧﾚﾝｽ･ﾚｰﾄ	--	--	7.75%	--
16日(金)	シンガポール	12月	非石油地場輸出(前年比)	--	--	1.60%	--
中東欧・アフリカ							
1月2日(金)	トルコ	12月	HSBCﾄﾙｺ製造業PMI	--	51.4	52.2	--
5日(月)	トルコ	12月	消費者物価指数(前年比)	8.78%	8.17%	9.15%	--
8日(木)	トルコ	11月	鉱工業生産(前年比)	1.80%	0.70%	2.40%	--
12日(月)	南アフリカ	11月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.50%	--
12日(月)	ロシア	12月F	消費者物価指数(前年比)	--	--	11.40%	--
13日(火)	トルコ	11月	経常収支	--	--	-2.03B	--
14日(水)	南アフリカ	12月	ｶｷﾞｿ製造業PMI	--	--	53.3	--
14日(水)	南アフリカ	11月	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.40%	--
15日(木)	トルコ	10月	失業率	--	--	10.50%	--
16日(金)	ロシア	11月	貿易収支	14.0B	--	13.6B	--
01/16-01/19	ロシア	10～12月期	経常収支	--	--	6409M	--
ラテンアメリカ							
1月2日(金)	ブラジル	12月	HSBCﾌﾞﾗｼﾞﾙ製造業PMI	--	50.2	48.7	--
3日(土)	メキシコ	11月	送金総額	$1854.2M	$1772.0M	$2035.7M	--
3日(土)	メキシコ	12月	HSBCﾒｷｼｺ製造業PMI	--	55.3	54.3	--
6日(火)	ブラジル	12月	貿易収支(月次)	$219M	$293M	-$2350M	--
8日(木)	ブラジル	11月	鉱工業生産(前年比)	-4.00%	-5.80%	-3.60%	--
8日(木)	メキシコ	12月	消費者物価指数(前年比)	4.12%	4.08%	4.17%	--
9日(金)	ブラジル	12月	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	6.42%	--	6.56%	--
9日(金)	メキシコ	11月	鉱工業生産(前年比)	2.10%	--	2.10%	--
14日(水)	ブラジル	11月	小売売上高(前年比)	-0.30%	--	1.80%	--
14日(水)	メキシコ	10月	総設備投資(前年比)	5.00%	--	5.70%	--
15日(木)	ブラジル	11月	経済活動(前年比)	-0.40%	--	-1.18%	--

(注)2015 年 1 月 9 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 1～12月（実績）	SPOT	2015年 3月	6月	9月	12月	2016年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	6.0377 ～ 6.2682	6.2141	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	（HKD）	7.7500 ～ 7.7920	7.7546	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	（INR）	58.250 ～ 64.150	62.673	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア	（IDR）	11215 ～ 13020	12674	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	（KRW）	1006.98 ～ 1122.46	1092.88	1080	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	（MYR）	3.1390 ～ 3.5110	3.5540	3.60	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ	（PHP）	43.000 ～ 45.475	45.065	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	（SGD）	1.2384 ～ 1.3263	1.3365	1.35	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル	（TWD）	29.775 ～ 31.887	31.993	32.00	32.30	32.10	32.40	32.60
タイバーツ	（THB）	31.74 ～ 33.15	32.87	33.5	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	（VND）	20990 ～ 21453	21388	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	32.8000 ～ 77.5500	60.4790	65.00	63.00	57.00	54.00	56.00
南アフリカランド	（ZAR）	10.3040 ～ 11.7620	11.5895	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	（TRY）	2.0720 ～ 2.3814	2.3002	2.30	2.20	2.30	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	2.1834 ～ 2.7604	2.6625	2.70	2.80	2.70	2.80	2.90
メキシコペソ	（MXN）	12.8560 ～ 14.7960	14.6630	14.50	14.60	14.50	14.40	14.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	16.164 ～ 19.816	19.280	19.29	19.90	20.39	20.72	20.98
香港ドル	（HKD）	12.974 ～ 15.720	15.449	15.46	15.96	16.22	16.34	16.45
インドルピー	（INR）	1.602 ～ 1.972	1.917	1.88	1.95	2.08	2.17	2.23
インドネシアルピア	（100IDR）	0.823 ～ 0.999	0.945	0.938	0.984	1.033	1.058	1.085
韓国ウォン	（100KRW）	9.267 ～ 10.995	10.953	11.11	11.48	11.89	12.21	12.55
マレーシアリンギ	（MYR）	30.070 ～ 36.038	33.707	33.33	34.93	37.06	37.91	39.02
フィリピンペソ	（PHP）	2.220 ～ 2.728	2.657	2.64	2.76	2.86	2.90	2.94
シンガポールドル	（SGD）	79.00 ～ 92.11	89.64	88.89	93.94	96.92	99.22	100.79
台湾ドル	（TWD）	3.320 ～ 3.902	3.745	3.75	3.84	3.93	3.92	3.93
タイバーツ	（THB）	3.061 ～ 3.692	3.645	3.58	3.72	3.84	3.93	4.00
ベトナムドン	（100VND）	0.4743 ～ 0.5716	0.5602	0.56	0.57	0.58	0.59	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	1.545 ～ 3.212	2.001	1.85	1.97	2.21	2.35	2.29
南アフリカランド	（ZAR）	8.945 ～ 10.819	10.336	10.43	10.78	11.15	11.34	11.23
トルコリラ	（TRY）	42.875 ～ 54.043	52.053	52.17	56.36	54.78	52.92	53.33
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	41.289 ～ 47.249	44.994	44.44	44.29	46.67	45.36	44.14
メキシコペソ	（MXN）	7.444 ～ 8.721	8.170	8.28	8.49	8.69	8.82	8.95

（注）1. 実績の欄は 12 月 31 日まで。SPOT は 1 月 9 日の 9 時 46 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に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。