

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

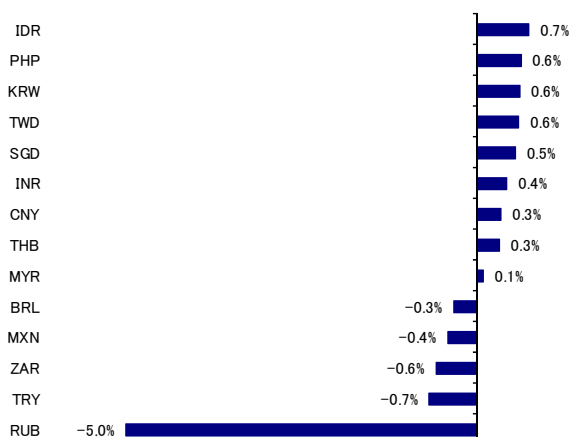
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

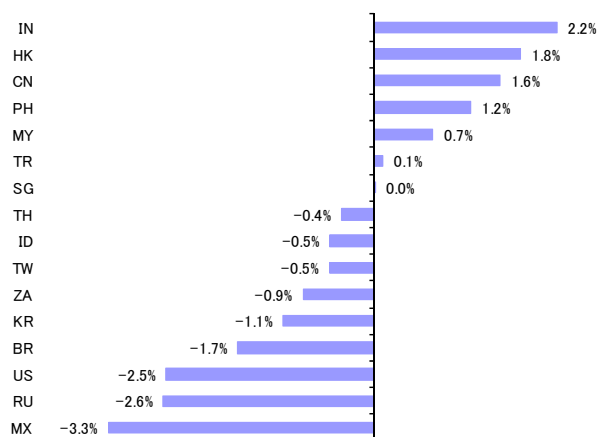
高ボラティリティ

先週末の米 12 月雇用統計における平均賃金低下を受けた USD 売りの流れを受け、週明け 12 日のアジア通貨は大半が上昇。一方、欧州系大手格付け会社フィッチ・レーティングスがロシアを格下げしたことや、原油安が一段と進んだことで RUB は▲1.7% 下落。BRL は先週大きく上昇したことの反動もあって▲1.0% 値を下げた。13 日は USD/JPY が下落する中、ドル売りの流れが波及し大半のアジア通貨が上昇となったが、原油の一段安が重石となり MYR は▲0.7% 下落。ブレント原油が 1 バレル 45 ドル台まで下値を下げると、RUB は▲3.0% 値を下げた。一方、BRL はレビ財務相がブラジル経済に関して強気な見方を示したことが好感されて 1.1% 上昇。14 日のアジア時間は動意に乏しい展開となったが、KRW は USD/JPY の下落に連れて買われる一方、MYR は原油安を背景に 5 年半ぶりの安値をつけた。その後は原油価格が下げ渋り、ZAR は南ア 11 月小売売上高が予想を上回ったことで 0.8% 上昇。NY 時間に原油が大幅反発となると、これに大きな反応を見せたのが RUB で 1.3% 超上昇したほか、MXN も 0.9% の上昇となった。15 日はインド中銀が緊急利下げを発表し、株式市場が大幅高となったことを好感し INR は 0.4% 上昇。他方、スイス中銀が CHF の上限を撤廃すると EUR/CHF が急落し、市場のボラティリティが急激に高まったことから、新興国通貨は売りが優勢となった。

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

ドル高圧力減退で新興国通貨に反発のチャンス

リスクオフムードは継続も

ドル安が新興国通貨を押し上げ

今週の新興国通貨は週後半に下げ幅を縮小する展開。株式市場は軟化し、市場の不安心理を示す VIX 指数も節目の 20 を超える水準にあるなど、引き続き市場のリスクオフムードは払しょくされていないものの、冴えない米経済指標を受けた米金利の低下・ドル安と原油価格の下げ止まりが新興国通貨を押し上げた。

米 12 月賃金、小売統計は
予想に反して冴えない結果

9 日に発表された米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 25.2 万人増、失業率が 5.6%に低下と市場予想を大きく上回る良好な結果となったものの、注目の平均時給が前月比▲0.2%と前月から予想外の下落、さらに 11 月分も速報時の同+0.4%から同+0.2%に下方修正された。一方、14 日公表の米 12 月小売売上高は前月比▲0.9%と市場予想（同▲0.1%）を大きく下振れ。価格低下によるガソリン売り上げの減少が主因だが、自動車・ガソリンを除くベースでも前月比▲0.3%と予想外の減少となった。

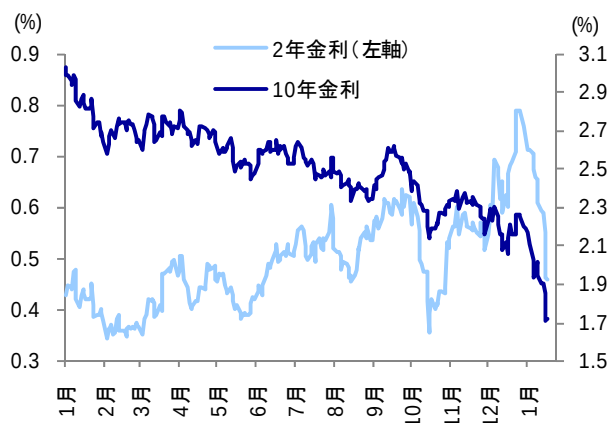
市場の米利上げ予想は後退も
指標は割り引いてみる必要

これらの結果を受けて FF 金利先物カーブが示唆する FRB の初回利上げ時期は今年 10～12 月期にまでずれ込んだほか、10 年債利回りは一時 2013 年 5 月以来の 1.71%まで低下するなど市場は FRB の利上げ先送りを織り込む動きを見せている。確かにいずれも失望的な内容ではあるものの、両統計ともに単月の振れは大きく、極端な結果は割り引いてみる必要がある。特に小売売上高については年末商戦前後で季節調整が適切に行われていない可能性があるほか、足許で改善を続けている消費者信頼感とも方向感に乖離があり、翌月の発表にて大幅な反発や上方修正の可能性もある。

ドル買いの勢いは減退

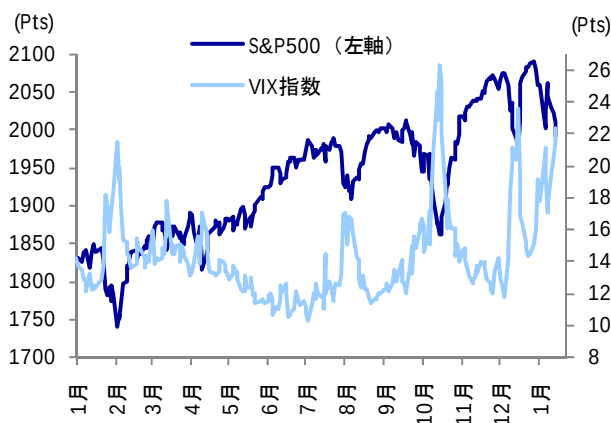
とはいえ市場で高まりを見せている FRB の利上げ先送り観測が見直され

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

るためには27～28日に開催されるFOMC会合あるいは来月の指標発表を待つ必要があり、少なくともそれまでは米国の金融政策を睨んだドル買いはなりを潜めそうだ。市場のリスクオフムード自体は完全に払拭されたわけではなく楽観はできないものの、今後1～2週間は新興国通貨にとっては一時的な反発のチャンスとなるかもしれない。

来週は欧州のイベントが市場のドライバーに

来週は重要イベントが複数予定されており、新興国通貨もボラティルな動きを見せそうだ。先進国では22日(木)のECB理事会に注目が集まろう。域内物価の減速やECB高官による発言から国債買い入れを通じた新たな量的緩和策(QE)に関し何らかの決定が下される公算が大きい。この点、為替市場は国債買い入れの導入をほぼ完全に織り込んでいるとみられ、短期的には「噂で買って、事実で売る」のドル売りユーロ買い戻しの展開に注意したい。この場合、対ユーロでのドル売り波及により新興国通貨は対ドルで上昇するだろう。週末25日(日)にはギリシャ総選挙が予定されている。現与党の巻き返しも伝えられているが、結果を予想することは極めて困難である。新興国通貨への影響としては、与党が勝利した場合、リスクオンと対ドルでのユーロ買い戻しで新興国通貨にポジティブ、急進左派連合(SYRIZA)が勝利した場合、リスクオフと対ドルでのユーロ売りでネガティブな影響を及ぼすと考えておきたい。

中国GDPは小幅減速へ

新興国では20日(火)に中国10～12月期GDP、22日(木)に韓国10～12月期GDPの発表が予定されている。中国GDPは前年比+7.2%と前期の同+7.3%から小幅の減速が見込まれている。既に発表されている経済指標は鉱工業生産や小売売上高など緩やかな減速基調が続いている。このうちGDPとの相関が高い鉱工業生産は11月のAPEC開催に伴う工場の操業停止の影響が剥落することで12月には強め結果が予想されるが、それでも7～9月期平均には及ばない。その他の関連統計を見ても前期から目立った改善を見せているものは見当たらず、GDPも良くて横ばいに留まろう。なお、仮に市場予想通りとなった場合、2014年通年での成長率は+7.3%となり政府目標の7.5%を下回るが、今後も国内構造改革が重石となり中国経済の緩やかな減速は続くだろう。一方で政府は2015年の成長率目標を7.0%に引き下げ、ハードランディング懸念に対しては的を絞った財政・金融緩和にて対応するとのスタンスを継続するとみられる。

韓国GDPは減速も市場への影響は限定的か

韓国10～12月期GDPは前期の前年比+3.2%から同+2.8%への鈍化が予想されている。この場合、前年比では6四半期ぶりの+3.0%割れとなるが、今週の韓国中銀(BOK)金融通貨委員会にて既に10～12月期の成長が同水準まで鈍化するとの指摘がされており、市場の反応も限定的となろう。

TRY 相場安定の観点から
トルコ中銀はタカ派姿勢継続

経済指標以外では 20 日（火）にトルコ、21 日（水）にブラジルで中銀による金融政策決定会合が開催される。このうちトルコ中銀（CBRT）は現状維持を見込む。5 日に発表された 12 月 CPI は原油価格の下落を受けた国内燃料コストの伸び率鈍化を主因として前年比+8.2%と前月の同+9.2%から急減速し、2014 年 2 月以来の低水準をつけた。足許の原油相場を考えれば、国内燃料コストは今後も低下していくと考えられるほか、昨年はリラ安の影響で 1 月から輸入物価が上昇していた影響でベース効果が拡大するため、前年比でみた場合の同国 CPI は今後鈍化ペースを速めるとみられる。しかし通貨リラの脆弱性を抱える CBRT に緩和の余地は小さい。昨年末はエルドアン大統領と対立する国内イスラム教勢力ギョレン運動の関係悪化で TRY は大きく値を下げた。その後、大きな政治混乱に繋がっていないことから TRY は 12 月の下げ幅を埋めているが、市場はリスクオフムードにあるほか、今後何らかのヘッドラインにより再び TRY 売りが加速する可能性は排除できない。TRY 相場が十分に落ち着きを取り戻すまで CBRT は現行のタカ派姿勢を緩めないだろう。

ブラジル中銀は今回の利上げ
で一旦様子見か

一方でブラジル中銀は 25bp の利上げを予想する。実施されれば 50bp の利上げを決めた 12 月会合に続いて 3 会合連続での利上げとなる。ブラジルでは国内ガソリン価格を補助金（国営石油会社ペトロブラスが出資）にて管理しているため、原油価格の下落が直接ガソリン小売価格の低下には繋がらない。このため他の新興国に比べて CPI も高止まりしており、同國中銀は現在も段階的な利上げサイクルの最中にある。焦点は今後の利上げがどの程度の規模となるかであるが、この点、同中銀は前回会合後の声明文にて「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ている。CPI 自体も国内需要の鈍化によって高水準ながらピークを打った感があるほか、原油価格の低下を受けてペトロブラスがガソリン小売価格の引き上げを見送る方針を決めたことで同国の物価見通しは幾分明るくなったとみられる。これらを勘案すると今回の利上げサイクルは来週の会合での利上げをもって一旦打ち止めとなり、ブラジル中銀は当面様子見に転じるのではないだろうか。

エマージングマーケットピック

韓国:韓国中銀は全会一致で政策金利を据え置き

BOK はハト派の声明文に
タカ派の記者会見

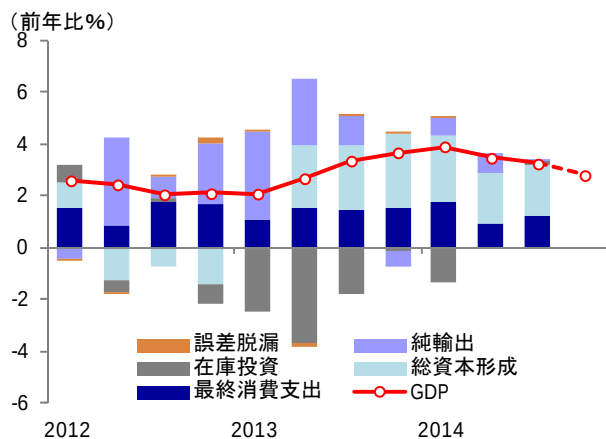
韓国中銀（BOK）は 15 日に開催された金融通貨委員会にて事前予想通り政策金利の現状維持を前回一致で決定した。声明文は国内経済に関して僅かながらハト派に傾斜。これまでの内需の低迷と国内経済主体のマインド低下に加えて新たに輸出の減速が指摘されたほか、負の生産ギャップにつ

いても従前の「緩やかなペースで縮小していく」から「相当期間残存する」に修正された。一方で会合後の総裁記者会見は声明文に比べてやや強気の内容。政策金利については現行の政策金利が景気を下支えるのに十分低い水準としたうえで、「経済が潜在成長率に近いペースを保っている中、供給サイドの問題で低下している物価に対して金融政策の変更をもって対処するのは適切でない」と指摘。物価については「明らかに原油価格の下落が要因であり、暫くは低水準での推移が続くが年後半にかけては上昇に転じる」との見方を示した。外国為替市場は当初ハト派の声明文を受けて **KRW** 売りで反応したものの、記者会見が始まると追加利下げ期待が後退し、**KRW** は上昇に転じた。

引き続き追加利下げを予想
も円安一服がリスク

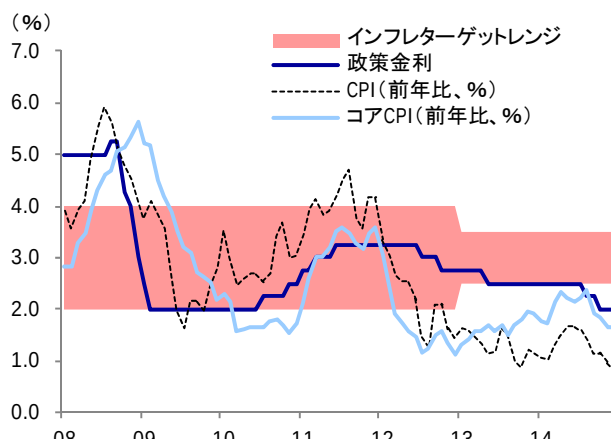
今回の会合は総じて想定の範囲内の内容だった。先週の本欄にて指摘した通り、前回 12 月会合以降の経済指標に明確な悪化の様子は見られず、今会合にて **BOK** が政策を変更するには材料不足であった。しかしながら、外需の減速と国内の構造問題により同国経済の低迷が続くとの見通しに変化はなく、**BOK** が今後数か月のうちに追加の利下げを実施する可能性は引き続き高いとみる。原油価格下落によるインフレ圧力の低下も追加利下げのサポート要因である。一方でこうした見方に対するリスクとして円安の一服が挙げられる。ドルの下落やリスク回避の円買いもあって 12 月以降、円対ウォンでの下落は一服している。昨年後半は円安が加速する中、韓国の輸出競争力の減退を懸念した政府高官による円安けん制が相次いだ。こうした流れの中で **BOK** は利下げを実施したが、12 月以降はそうした声は殆ど聞かれていない。一方で円相場に関しては足許のリスクオフムードが一服し、市場の関心が再び **FRB** の金融政策に移れば再び下落トレンドに回帰する可能性が高く、**BOK** としてはそうした展開に備えてカードを温存しておきたいと考えるかもしれない。

図表 3: 韓国 実質 GDP 成長率



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 4: 韓国 政策金利と消費者物価



(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							
1月9日(金)	フィリピン	11月	輸出(前年比)	--	19.70%	2.90%	2.50%
9日(金)	中国	12月	消費者物価指数(前年比)	1.50%	1.50%	1.40%	--
9日(金)	マレーシア	11月	鉱工業生産(前年比)	4.70%	4.70%	5.00%	5.10%
9日(金)	台湾	12月	輸出(前年比)	3.40%	-2.80%	3.70%	--
12日(月)	インド	11月	鉱工業生産(前年比)	2.30%	3.80%	-4.20%	--
12日(月)	インド	12月	消費者物価指数(前年比)	5.35%	5.00%	4.38%	--
13日(火)	中国	12月	貿易収支	\$49.00B	\$49.61B	\$54.47B	\$54.48B
13日(火)	中国	12月	輸出(前年比)	6.00%	9.70%	4.70%	--
14日(水)	韓国	12月	失業率(季調済)	3.40%	3.50%	3.40%	--
14日(水)	インド	12月	卸売物価(前年比)	0.40%	0.11%	0.00%	--
14日(水)	フィリピン	11月	海外送金(前年比)	6.40%	2.00%	7.00%	--
15日(木)	韓国	1月	韓国銀行7日間レホレート	2.00%	2.00%	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)	1.30%	-0.40%	1.90%	--
15日(木)	インドネシア	1月	インドネシア銀行レファレンス・レート	7.75%	7.75%	7.75%	--
15日(木)	中国	12月	新規人民元建て融資	880.0B	697.3B	852.7B	--
15日(木)	中国	12月	マネーサプライM2(前年比)	12.50%	12.20%	12.30%	--
16日(金)	シンガポール	12月	非石油地場輸出(前年比)	-2.20%	2.30%	1.60%	--
01/16-01/19	インド	12月	輸出(前年比)	--	--	7.30%	--
20日(火)	中国	12月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	15.70%	--	15.80%	--
20日(火)	中国	12月	小売売上高(前年比)	11.80%	--	11.70%	--
20日(火)	中国	12月	鉱工業生産(前年比)	7.40%	--	7.20%	--
20日(火)	中国	10~12月期	GDP(前年比)	7.20%	--	7.30%	--
20日(火)	フィリピン	12月	総合国際収支	--	--	-\$314M	--
21日(水)	マレーシア	12月	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.00%	--
23日(金)	韓国	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	3.20%	--
23日(金)	中国	1月 P	HSBC中国製造業PMI	--	--	49.6	--
23日(金)	シンガポール	12月	消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.30%	--
中東欧・アフリカ							
1月12日(月)	南アフリカ	11月	製造業生産(季調済/前月比)	0.50%	-2.10%	0.50%	0.10%
12日(月)	ロシア	12月	消費者物価指数(前年比)	--	11.40%	11.40%	--
13日(火)	トルコ	11月	経常収支	-5.40B	-5.64B	-2.03B	-2.04B
14日(水)	南アフリカ	12月	カキソ製造業PMI	52.2	50.2	53.3	--
14日(水)	南アフリカ	11月	小売売上高(実質値、前年比)	2.00%	2.60%	3.40%	3.20%
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	8500M	--	6409M	--
20日(火)	南アフリカ	11月	鉱物生産量(前年比)	--	--	-1.10%	--
20日(火)	トルコ	1月	政策金利(レホレート)	8.25%	--	8.25%	--
21日(水)	南アフリカ	12月	CPI(前年比)	--	--	5.80%	--
ラテンアメリカ							
1月9日(金)	ブラジル	12月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.42%	6.41%	6.56%	--
9日(金)	メキシコ	11月	鉱工業生産(前年比)	2.10%	1.80%	2.10%	2.50%
14日(水)	ブラジル	11月	小売売上高(前年比)	-0.40%	1.00%	1.80%	2.20%
14日(水)	メキシコ	10月	総設備投資	5.10%	6.80%	5.70%	--
15日(木)	ブラジル	11月	経済活動(前年比)	-1.50%	--	-1.18%	--
01/21-01/22	ブラジル	1月	政策金利(SELICレート)	12.25%	--	11.75%	--
23日(金)	ブラジル	1月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	6.46%	--
23日(金)	ブラジル	12月	経常収支	--	--	-\$9333M	--

(注)2015年1月16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	6.1883	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7920	7.7528	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	58.250 ～ 64.150	62.068	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア	(IDR)	11215 ～ 13020	12555	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	(KRW)	1006.98 ～ 1122.46	1074.89	1080	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1390 ～ 3.5110	3.5635	3.60	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ	(PHP)	43.000 ～ 45.475	44.675	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.2384 ～ 1.3263	1.3256	1.35	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル	(TWD)	29.775 ～ 31.887	31.748	32.00	32.30	32.10	32.40	32.60
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.74	33.5	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	20990 ～ 21453	21345	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8000 ～ 77.5500	65.1367	65.00	63.00	57.00	54.00	56.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.3040 ～ 11.7620	11.5491	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.0720 ～ 2.3814	2.3077	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	2.6420	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	18.782	19.29	19.90	20.39	20.72	20.98
香港ドル	(HKD)	12.974 ～ 15.720	14.986	15.46	15.96	16.22	16.34	16.45
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.972	1.875	1.88	1.95	2.08	2.17	2.23
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.999	0.926	0.938	0.984	1.033	1.058	1.085
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.995	10.823	11.11	11.48	11.89	12.21	12.55
マレーシアリンギ	(MYR)	30.070 ～ 36.038	32.604	33.33	34.93	37.06	37.91	39.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.728	2.632	2.64	2.76	2.86	2.90	2.94
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 92.11	87.64	88.89	93.94	96.92	99.22	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.320 ～ 3.902	3.660	3.75	3.84	3.93	3.92	3.93
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.692	3.548	3.58	3.72	3.84	3.93	4.00
ベトナムドン	(100VND)	0.4743 ～ 0.5716	0.5447	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	1.785	1.85	1.97	2.21	2.35	2.29
南アフリカランド	(ZAR)	8.945 ～ 10.819	10.059	10.43	10.78	11.15	11.34	11.23
トルコリラ	(TRY)	42.875 ～ 54.043	50.343	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	43.991	44.44	44.29	46.67	45.36	44.14
メキシコペソ	(MXN)	7.444 ～ 8.721	7.924	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16日の9時12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。