

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

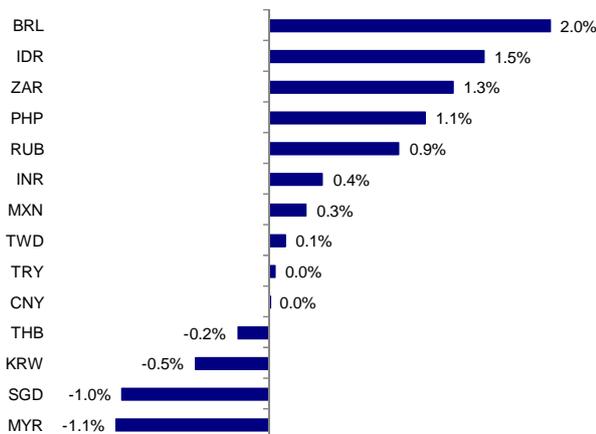
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

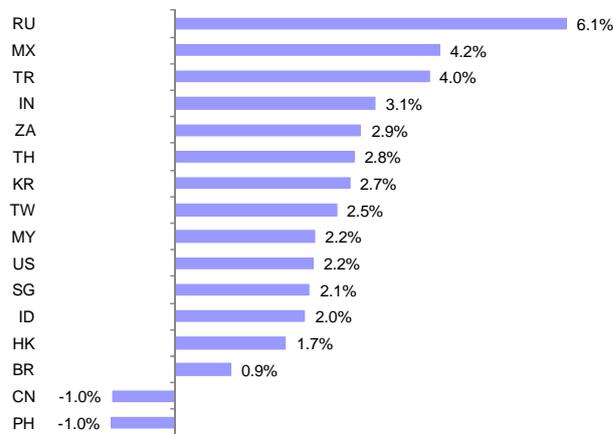
高金利通貨が堅調

週初 19 日は、中国証券監督管理委員会が国内証券会社 3 社に対し信用取引の新規口座の開設を 3 か月間認めないとする処分を発表したことで中国株式市場が大暴落。また、中国 12 月新築住宅価格が弱い内容となったことも相俟ってアジア通貨は全体的に下押しされた。MYR は原油安に CNY 安に加え、マレーシアのナジブ首相による予算の見直し発表を 20 日に控えて売られた。BRL は中国経済指標の悪化を嫌気し、ブラジル株式市場が軟調となると▲1.2%下落した。翌 20 日はナジブ首相が発表した 2015 年度修正予算案の内容が失望を誘い、MYR は約 6 年ぶりの安値まで下げた。一方、ブラジル政府が燃料、輸入品、および消費者ローンに対する税金を引き上げると発表したことが好感され BRL は 1.5% 上昇。21 日のアジア時間は、翌日の ECB 理事会での量的緩和決定への期待から大半の通貨が上昇したが、MYR は格下げ懸念から前日に続き下落した。欧州時間も新興国通貨は堅調を維持し、BRL は前日の流れを引き継いで続伸。一方、カナダ中銀が原油安を背景として 25bp のサプライズ利下げを決定すると、他の資源国の利下げ期待が拡がり、MXN は▲0.6%下げた。22 日は ECB 理事会を控えてアジア通貨は概ね堅調となり、ECB が量的緩和の導入を決定すると新興国通貨は全般的に大きく買い進められる展開となった。

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

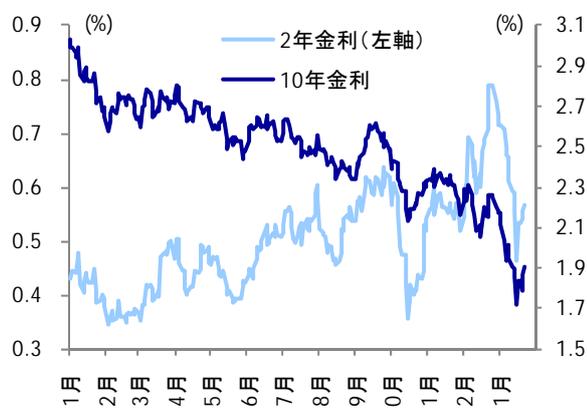
FOMC、米 10~12 月期 GDP はドル高材料となりそう

来週はグローバルに重要な経済指標・イベントが多く予定されているが、中でも注目は 27~28 日の FOMC 会合であろう。今回の会合では経済見通しの公表・記者会見が行われなため、声明文の内容が注目される。特に物価に関する記述は重要である。前回 12 月の声明文では物価について、□労働市場のスラックは徐々に縮小、□原油価格下落の影響は一時的、□サーベイベースのインフレ期待は安定、と楽観的な見方が示されていたが、1 月初めに発表された 12 月雇用統計では賃金上昇率が予想を大幅に下回る失望的な内容となった。既に市場はインフレ率の低迷による FRB の利上げ後ずれを織り込む動きを見せており、今会合での声明文がそうした動きを追認するものとなるかどうか焦点となる。

この点、物価に関する記述がハト派に転化することは無いとみている。先週の本欄でも指摘した通り、雇用統計は単月の振れが大きく、12 月分の結果は割り引いてみる必要がある (FOMC も単月のデータを重視しない旨を強調している)。また 2004 年以来の高水準に上昇した 1 月ミシガン大消費者信頼感指数は原油価格の下落が米国経済にポジティブな影響を及ぼしていることの証左である。これらも考慮すると、物価を含めて声明文のトーンがハト派に傾斜することは想定しにくいのではないだろうか。声明文一つで市場の利上げ後ずれ期待が改められるとは思わないが、更なる後押しを牽制する材料にはなるだろう。少なくともこれは新興国通貨にとってはネガティブな材料である。

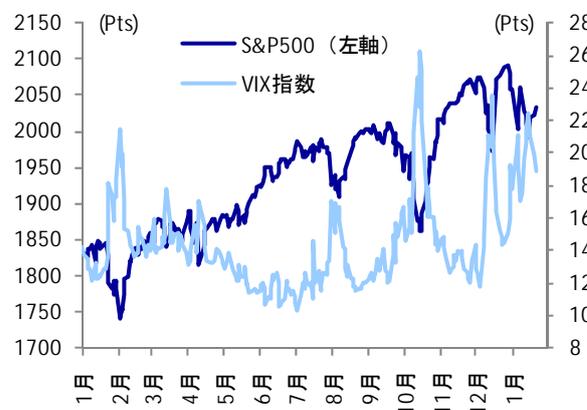
このほか、米国では 30 日 (金) に発表される 10~12 月期 GDP (一次速報) も重要である。市場予想では 7~9 月期の前期比年率+5.0%という高成長

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

に続き、同+3.3%の伸びが見込まれている。内訳では、失望的だった 12 月小売売上高にもかかわらず、個人消費が前年比+4.2%と 2010 年 10~12 月期以来の高い伸びを見せると予想されており、この通りとなれば前述の FOMC 会合と合わせてドル高材料であろう。

新興国では 28 日（水）にタイとマレーシア、29 日（木）に南アフリカとメキシコ、30 日（金）にロシアと各国で中銀による金融政策決定会合が相次ぐ。いずれも現状維持を予想するが、後述するようにタイについては市場の見方も分かれており、相場への影響も出てきそうだ。

タイ中央銀行（BOT）は 28 日（水）に金融政策委員会（MPC）を開催する。5 日に発表されたタイ 12 月消費者物価指数（CPI）は前年比+0.6%と 2009 年 10 月以来の低水準となった。また、BOT は 2015 年からインフレターゲットの参照指標をこれまでの生鮮食料品とエネルギーを除いたコア CPI から総合 CPI に変更し、2015 年の目標は 2.5%±1.5%としている。それゆえ、既にインフレ率はインフレターゲット下限を下回っており、これにより、BOT が景気下支えに向けて利下げする余地が出たと見る向きも少なくない。現時点で市場予想は真っ二つに割れている状況である。前回 12 月 17 日の MPC では 5 対 2 の投票で政策金利を 2.0%に据え置いたものの、反対した 2 人は 25bp の利下げを主張している。但し、利下げに踏み切ることによって国内の家計債務問題を一段と悪化させるリスクがあるほか、（参照指標を変更したとはいえ）総合 CPI が鈍化する一方でコア CPI は下げ渋っており、利下げの決定には慎重となろう。昨年みられた政情不安は現状では影を潜めているが、今年後半から来年の民政移管を進める過程で再び混乱が訪れるリスクも相応にあり、我々はしばらく様子見するとのスタンスを維持する。

マレーシア中央銀行（BNM）も同日に政策決定会合を開く。カナダ中央銀行が 21 日にサプライズ利下げ実施したことで、市場では他の資源国においても利下げに動くとの観測が広がった。マレーシアも原油価格の下落によって経済にダメージを受けているが、今すぐ金融緩和に動く可能性は低い。昨年夏場に約 3 年ぶりの利上げを実施し、更なる追加利上げも辞さないスタンスを示していた頃と比べればハト派に傾斜しているものの、依然として物価抑制に軸足を置いている。実際、BNM のゼティ総裁は 20 日に現行の政策金利は「極めて緩和的」だとの認識を改めて表明している。また、4 月の物品・サービス税（GST）導入に伴いインフレ圧力が高まる可能性がある中では尚更利下げに対して二の足を踏むだろう。

エマージングマーケットピック

トルコ: 中銀が市場予想に反して 50bp の利下げを実施

トルコ中銀（CBRT）は 20 日に開催された金融政策決定会合にて筆者を含む市場の予想に反して政策金利である 1 週間レポ金利を 50bp 引き下げ、7.75%にすることを決定。一方で政策金利コリドーの上限と下限である緊急貸出金利と預金金利をそれぞれ 11.25%と 7.50%で据え置いた。

声明文では、□（原油安による）交易条件の改善と消費者信用の伸びの鈍化が経常収支の見通しの改善、□タイトな金融・マクロプルーデンス政策による燃料と食品を除くコアインフレの減速、□原油を中心とした商品価格の下落によるディスインフレ圧力等を挙げ、利下げを決定した背景を説明した。一方で先行きについてはインフレ率が 2015 年半ばまでに目標である 5%に近付くとしながらも、今後もタイトな金融政策を継続するとして従前のインフレ警戒姿勢を維持した格好となっている。

トルコはインド同様にエネルギーの殆どを輸入に頼っており、昨今の商品価格の低下は輸入物価押し下げを通して国内インフレを抑制する。加えて昨年は、1 月～2 月にかけて通貨リラが急速に減価し輸入物価が上昇していたため、ベース効果により前年比でみた同国 CPI は今後数か月で鈍化ペースを速めるとみられる。このため、TRY や原油価格が現行水準で推移するとすれば CBRT の指摘通り、CPI は目標である 5%に向かって低下していく公算は大きい。しかしながら同国は国内政治に不透明要因を抱えており、TRY 相場のボラティリティは他の新興国通貨対比で高い。昨年末もエルドアン大統領と対立する国内イスラム教勢力ギュレン運動との関係悪化のヘッドラインを受けて TRY は 1 日で 3%の急落をみせた。この点、今年 6 月の総選挙に向けて政治不透明感が高まるとされているほか、同時

図表 3:トルコ 政策金利と銀行間市場金利



(資料)トルコ中銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

期に米国が利上げを実施する可能性もあり、TRY は下落圧力に押され易い状況にある。TRY の急速な下落が同国物価に与える影響を考えれば、今回の利下げはやや拙速であった感を否めない。

上述の通り、CBRT は今後もインフレ警戒姿勢を継続しているものの、今回 CBRT が金利コリドーを維持したことについて、既に政府高官から非難の声が相次いでいるほか、緊急会合を開いて更なる利下げを実施すべきとの強い意見も聞かれており、過去の経緯を踏まえれば、声明文にかかわらず利下げが継続的に実施される可能性は高いと言わざるを得ない。為替相場や外部環境に変化が無く、CBRT の見通しに沿ってインフレ圧力が低下していけばこうした利下げも正当化されるが、国内政治の混乱や原油価格の反発、その他地政学リスクなど一度そのシナリオが崩れれば、中銀の信認が低下している分、TRY 相場の下落に歯止めが利かなくなる恐れがある。引き続き、過度の楽観は避けるべきだろう。

ブラジル:市場予想通り 50bp の利上げを実施

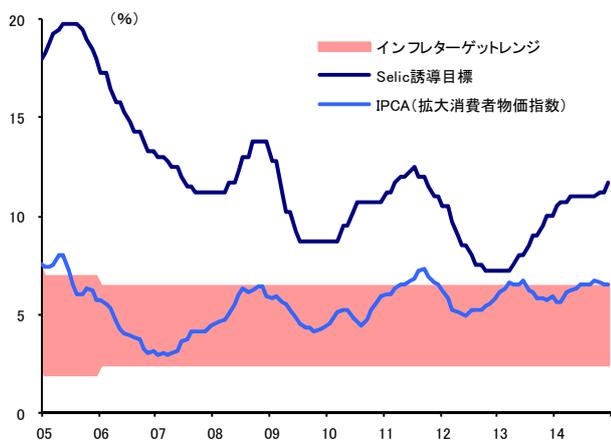
ブラジル中銀は 22 日に実施された金融政策決定会合において政策金利である Selic レートを 50bp 引き上げ 12.25%とした。ブルームバーグ調査によればエコノミスト 60 人中 56 人が 50bp の利上げを予想していた。

声明文では「マクロ経済と物価見通しに基づき、委員会は全会一致で 50bp の利上げを決定した」とのみ記載されており、12 月会合時の声明文にあった「金融政策が有する効果の累積性と遅行性に鑑み、更なる政策変更は控えめなものとなる」という一段落が丸々削除された。当初市場は 12 月声明文に記載された上記文言に基づき、今回あるいは更にもう 1 回の利上げをもって、中銀は一旦様子見に転じるとみていたが、声明文からハト派の文言が外れたことで今後も利上げサイクルが継続する可能性が高まったと言える。

中銀のスタンスの変化については、政府による財政緊縮策ともリンクしていよう。中銀会合に先立つ 19 日、政府は財政規律強化の一環として大幅な増税を発表した。対象は燃料、輸入品、消費者ローンであり、増税額は合計で 77 億ドルにのぼる。この増税により昨年 9 月の前年比+6.8%をピークに 12 月には同+6.4%まで低下している同国 CPI は再び上昇に転じるとみられ、ブラジル中銀としても政策金利の更なる引き締めが必要になったと判断したものと思われる。増税効果の波及度合いにもよるが、25bp~50bp の利上げが今後複数回実施されるとみるべきだろう。

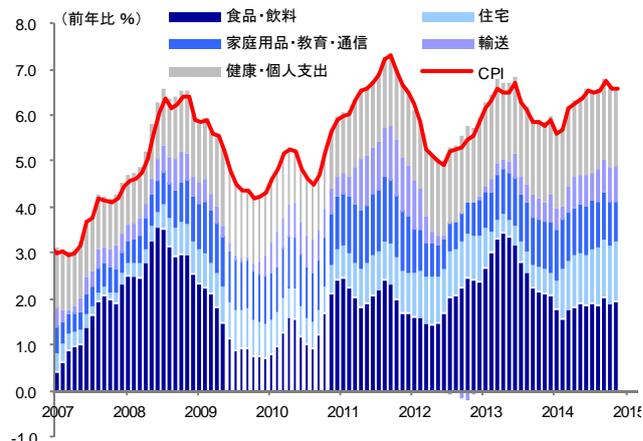
なお、上記増税策を含めて、2期目のルセフ政権は構造改革への強い意志を示しており、市場もこれを好意的に受け止めている。財政リスクの低下は対内資金流入を促し、BRLをサポートする。但し、金融・財政の引き締めは既に停滞している国内経済をさらに下押すため、景気の悪化は今後さらに顕著となるとみられる。同国では過去にも反政府デモの激化や政府支持率の低下を受けて改革が頓挫してきた経緯もあって、国内情勢の変化にも目を配っておく必要がある。

図表 4: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 5:ブラジル 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							
20日(火)	中国	12月	固定資産投資(年初来/前年比)	15.70%	15.70%	15.80%	--
20日(火)	中国	12月	小売売上高(前年比)	11.70%	11.90%	11.70%	--
20日(火)	中国	12月	鉱工業生産(前年比)	7.40%	7.90%	7.20%	--
20日(火)	中国	10~12月期	GDP(前年比)	7.20%	7.30%	7.30%	--
20日(火)	フィリピン	12月	総合国際収支	--	\$843M	-\$314M	--
21日(水)	マレーシア	12月	消費者物価指数(前年比)	2.80%	2.70%	3.00%	--
23日(金)	韓国	10~12月期P	GDP(前年比)	2.80%	--	3.20%	--
23日(金)	中国	1月 P	HSBC中国製造業PMI	49.5	--	49.6	--
23日(金)	シンガポール	12月	消費者物価指数(前年比)	-0.10%	--	-0.30%	--
23日(金)	台湾	12月	鉱工業生産(前年比)	4.68%	--	6.86%	--
26日(月)	シンガポール	12月	鉱工業生産(前年比)	-3.80%	--	-2.80%	--
01/26-01/29	タイ	12月	輸出(通関ベース/前年比)	--	--	-1.00%	--
27日(火)	フィリピン	11月	貿易収支	--	--	-\$56M	--
28日(水)	タイ	1月	タイ中央銀行指標金利	2.00%	--	2.00%	--
28日(水)	マレーシア	1月	BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
29日(木)	フィリピン	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	5.30%	--
30日(金)	韓国	12月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.40%	--
30日(金)	台湾	10~12月期P	GDP(前年比)	3.15%	--	3.63%	--
30日(金)	タイ	12月	国際収支:経常収支	--	--	\$1664M	--
2月1日(日)	韓国	1月	輸出(前年比)	--	--	3.70%	--
1日(日)	中国	1月	製造業PMI	--	--	50.1	--
1日(日)	中国	1月	非製造業PMI	--	--	54.1	--
中東欧・アフリカ							
1月16日(金)	ロシア	11月	貿易収支	14.2B	13.4B	13.6B	14.2B
17日(土)	ロシア	10~12月期P	経常収支	10000M	10500M	6409M	--
20日(火)	南アフリカ	11月	鉱物生産量(前年比)	-0.60%	-0.40%	-1.10%	-0.70%
20日(火)	トルコ	1月	指標レートの	8.25%	7.75%	8.25%	--
21日(水)	南アフリカ	12月	CPI(前年比)	5.50%	5.30%	5.80%	--
01/26-01/27	ロシア	12月	鉱工業生産(前年比)	1.00%	--	-0.40%	--
28日(水)	ロシア	12月	実質小売売上高(前年比)	2.80%	--	1.80%	--
28日(水)	ロシア	12月	失業率	5.50%	--	5.20%	--
29日(木)	南アフリカ	1月	SARB政策金利発表	--	--	5.75%	--
30日(金)	ロシア	1月	主要金利	17.00%	--	17.00%	--
30日(金)	南アフリカ	12月	貿易収支(ラト)	--	--	-5.7B	--
ラテンアメリカ							
22日(木)	ブラジル	1月	SELICレート	12.25%	12.25%	11.75%	--
23日(金)	ブラジル	1月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.69%	--	6.46%	--
23日(金)	ブラジル	12月	経常収支	-\$9700M	--	-\$9333M	--
26日(月)	メキシコ	11月	小売売上高(前年比)	--	--	5.60%	--
27日(火)	メキシコ	11月	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.54%	--

(注)2015年1月23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	2015年				2016年
		1～12月(実績)			3月	6月	9月	12月	3月
対ドル									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	6.0377	～ 6.2682	6.2104	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	61.355	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア	(IDR)	11215	～ 13020	12426	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	(KRW)	1006.98	～ 1122.46	1086.20	1080	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1390	～ 3.5110	3.6020	3.60	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ	(PHP)	43.000	～ 45.475	44.253	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.2384	～ 1.3263	1.3402	1.35	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル	(TWD)	29.775	～ 31.887	31.436	32.00	32.30	32.10	32.40	32.60
タイバーツ	(THB)	31.74	～ 33.15	32.62	33.5	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	20990	～ 21453	21335	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	32.8000	～ 77.5500	64.9500	65.00	63.00	57.00	54.00	56.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.3040	～ 11.7620	11.4170	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.0720	～ 2.3814	2.3294	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	2.5689	2.70	2.80	2.70	2.80	2.90
メキシコペソ	(MXN)	12.8560	～ 14.7960	14.5900	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	19.125	19.29	19.90	20.39	20.72	20.98
香港ドル	(HKD)	12.974	～ 15.720	15.321	15.46	15.96	16.22	16.34	16.45
インドルピー	(INR)	1.602	～ 1.972	1.935	1.88	1.95	2.08	2.17	2.23
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	～ 0.999	0.956	0.938	0.984	1.033	1.058	1.085
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	～ 10.995	10.939	11.11	11.48	11.89	12.21	12.55
マレーシアリンギ	(MYR)	30.070	～ 36.038	32.974	33.33	34.93	37.06	37.91	39.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	～ 2.728	2.688	2.64	2.76	2.86	2.90	2.94
シンガポールドル	(SGD)	79.00	～ 92.11	88.68	88.89	93.94	96.92	99.22	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.320	～ 3.902	3.779	3.75	3.84	3.93	3.92	3.93
タイバーツ	(THB)	3.061	～ 3.692	3.641	3.58	3.72	3.84	3.93	4.00
ベトナムドン	(100VND)	0.4743	～ 0.5716	0.5567	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	1.852	1.85	1.97	2.21	2.35	2.29
南アフリカランド	(ZAR)	8.945	～ 10.819	10.415	10.43	10.78	11.15	11.34	11.23
トルコリラ	(TRY)	42.875	～ 54.043	51.016	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	46.139	44.44	44.29	46.67	45.36	44.14
メキシコペソ	(MXN)	7.444	～ 8.721	8.117	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23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。