

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

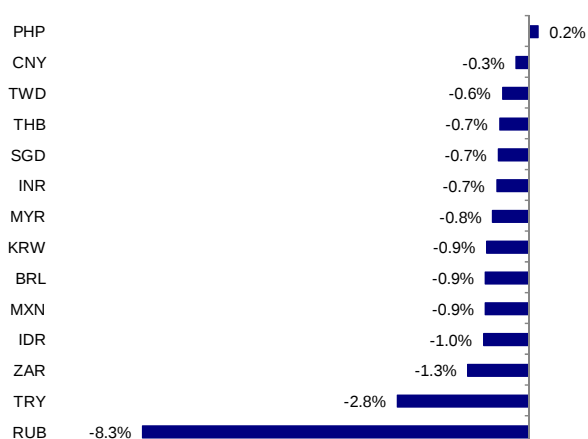
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

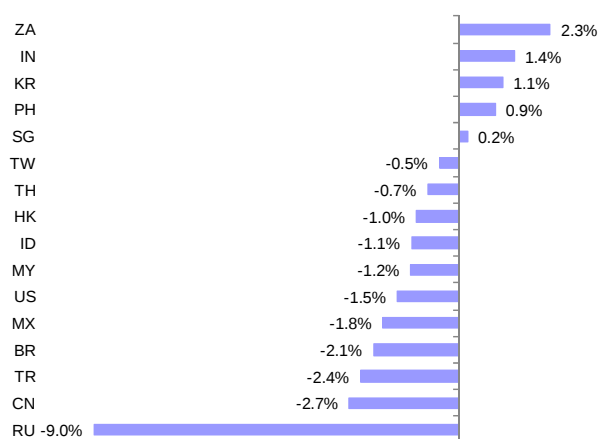
高金利通貨は売り戻し

先週末に行われたギリシャ総選挙では、緊縮策の見直しを求める急進左派連合 (SYRIZA) が勝利した。これを受けて、週初 26 日は EUR/JPY の下落に連れて USD/JPY が値を下げる中、KRW や TWD が堅調に推移。一方、原油安の影響を受けて MYR は▲0.5% 下落し、RUB は先週末にウクライナ東部の情勢が一段と緊迫化し、米欧による追加制裁が懸念される中で▲6.9% 急落。27 日はアジア株が上昇する中でアジア通貨は総じて堅調となり、MYR は月末を控えて輸出勢の需要等により 0.6% 上昇。その後は米国株が崩れ、米金利低下を受けた USD 売りが広がる中、前日大きく値を下げた RUB は 1.4% 買い戻された。一方、南アフリカでは電力不足による計画停電の実施により経済への打撃が懸念され、ZAR は▲1.1% 軟化した。28 日はシンガポール金融管理局 (MAS) が予想外の金融緩和に乗り出したことから SGD は約 4 年半ぶりの安値をつけ、その他のアジア通貨も軟調な展開。その後は、米 12 月耐久財受注の冴えない結果を受けて MXN は売りが強まり、さらに FOMC 声明では景気判断が上方修正され、利上げは年内に開始する姿勢を見せたことから株式市場が下落すると新興国通貨は総じて売り進められた。29 日も流れは変わらず、MYR は約 6 年ぶりの安値をつけたほか、RUB は EU による制裁強化への懸念から▲1.8% 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

米国経済指標が市場のメインドライバーに

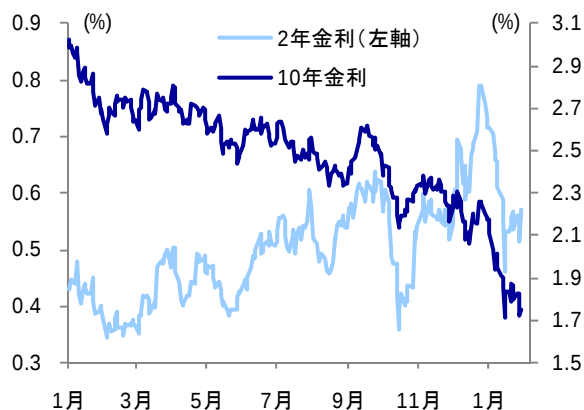
FOMC はタカ派と解釈したい

28 日、注目の FOMC 声明文は解釈の分かれる内容だった。先週の本欄で想定した通り、景気判断は労働市場を中心に上方修正され、原油価格下落の影響を一時的とする物価見通しは維持された。一方で市場ベースのインフレ期待が「急激に(substantially)」低下したと指摘されたほか、低金利政策解除を判断する指標の一つに「国際情勢(international development)」が追加された。金融市場の反応はまちまちで、声明文公表後、米金利は低下シールドカーブはフラット化。前日比横ばい圏内でもみ合っていた株式市場は下落に転じた。為替市場ではドルと円が上昇し、新興国通貨が下落した。市場の一部(特に債券市場)では国際情勢に関する記述をハト派的とする見方もあるが、筆者は景気判断の上方修正や中期的な物価見通しの維持を重視し、全体としてタカ派的であったとみている。この日の市場の反応については FRB による利上げ、あるいはそれに伴うドル高懸念による株安→リスクオフとの解釈が妥当ではないだろうか。

米 1 月雇用統計の賃金項目に
注目が集まる

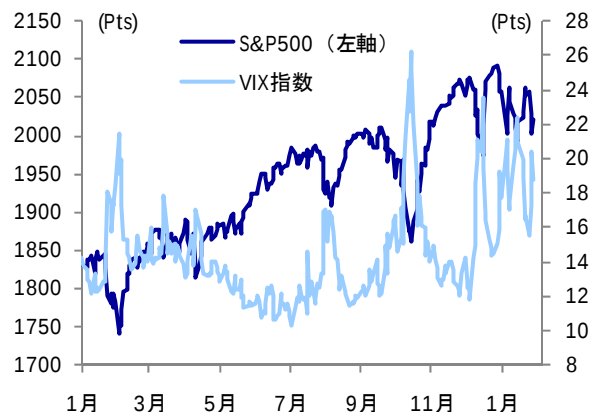
FRB が年半ばの利上げスタンスを変えていないとすれば、3 月 FOMC 会合での時間軸修正に向けて、来週 6 日(金)発表の米 1 月雇用統計が極めて重要な意味を持つてくる。非農業部門雇用者数の前月比 20 万人台の増加を前提として、市場の注目は 12 月に前月比▲0.2%と大きく低下した平均時給に注がれよう。今回の 1 月分にて前月の低下を相殺する反発(あるいは過去分の上方修正)が見られれば、年末付近まで後ずれした市場の利上げ織り込みは修正を迫られ、米金利は上昇、ドル高新興国通貨安となろう。逆に賃金の反発が確認されない場合は年央の利上げ(特に 6 月)の可能性は後退し、新興国通貨にポジティブな材料となる。このほか、賃金関係の指標では 2 日(月)の米 12 月個人所得も重要であるが、いずれにせよ来週は米国指標とそれを受けた FRB の金融政策が新興国通貨のメインドライバーとなりそうだ。

図表 1: 米国債利回りの推移(2014 年～)



(資料)ブルームバーク

図表 2: 米株と VIX 指数の推移(2014 年～)



(資料)ブルームバーク

ドル高が米国経済に及ぼす
影響を注視

FRB の動きと関連して、ドル高が金融市場の新たな懸念材料になってきていることには留意が必要である。今週はグローバルに展開する米企業の決算にて失望が相次ぎ株式市場の下押し要因となったが、減益の主因をドル高と説明する企業も多く、為替動向が企業収益に及ぼす悪影響に注目が集まっている。足許まで米政府や FRB 関係者からドル高を目立って懸念するコメントは聞かれていないが、日欧のみならず新興国までもが金融緩和に動き出している今、FRB が引き締めに動けば更なるドルの上昇は避けられない。今後ドル高による株価や実体経済への悪影響が顕著となれば当局者の判断にも影響が及ぶはずであり、ドル独歩高というコンセンサスのリスク要因としてこれからの動きを注視したい。

インドネシア中銀はタカ派
バイアス継続へ

新興国では月初恒例の指標が多数発表となるが、まずは金融政策との関連から物価指標の動向を押さえておきたい。2日(月)発表のインドネシア1月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.5%と12月の同+8.4%から大幅な減速が見込まれている。12月CPIの上振れは11月に実施された国内燃料価格引き上げの波及が想定を上回ったことが主因であるが、1月には燃料補助金制度改定により国内燃料価格が引き下げられており、これが総合CPIを下押しとみられる。原油安の加速により国内燃料価格は今後も低下していくと考えられるが、根強い賃金上昇圧力や通貨の脆弱性から同国中銀は今後もタカ派バイアスを維持する公算が大きい。物価圧力の減退が想定よりも鈍いようだと、国内景気の鈍化傾向にも関わらず更なる引き締めの可能性を考えざるを得ない。

キャリートレードがBRLを
下支え

同様に6日(金)のブラジル1月拡大CPI(市場予想:前年比+7.1%、前回:同+6.4%)もアップサイドへの警戒が必要である。同国は国内燃料価格を市場価格よりも低位で管理してきたため、原油安がCPIの低下に繋がりにくい。かつ足許では天候要因による食料品価格の上昇、光熱費等の引き上げで物価は今もアップトレンドにある。今後も財政再建のための増税によりインフレは加速するとみられ、中銀による利上げサイクルは昨年末時点の想定よりも長引く可能性が高い。ブラジル経済は更なる鈍化を強いられよう。但し、国内金利の上昇と財政規律の強化は同国債券の魅力を高める。米金利が低下する中、再びキャリートレードがBRLを下支えしているとの声も聞かれており、中銀の利上げサイクル長期化が短期的にBRLを押し上げる展開は想定しておきたい。

韓国CPIはコアに注目
下落基調なら利下げ観測

これら2か国とは対照的に3日(火)の韓国1月CPIは中銀の緩和観測との関係で注目される。同国総合CPIは12月に前年比+0.8%と1999年以来の水準に低下した。韓国中銀(BOK)が重視するコア指数も同+1.6%と約2年ぶりの低水準で推移しており、デシインフレ圧力が広範に高まりを見せている。BOKは足許のインフレ鈍化を供給サイドの問題としているものの、同中銀の調査による家計の期待インフレ率も2002年の統計開始以来最低の2.6%に低下しており、

需要サイドの問題も懸念される。既にして物価水準が中銀目標の下限を下回る水準にある中、CPIの更なる鈍化はBOKへの利下げ圧力を高める結果となろう。特に今後数か月は前年比のベース効果がCPI下押し方向にかかるため、指標の下振れリスクには注意を払いたい。

このほか経済指標では5日(木)インドネシア10~12月期GDP、6日(金)マレーシア12月貿易収支が重要である。経済指標以外では3日(火)にインド中銀(RBI)金融政策決定会合が開催されるが、RBIは15日の緊急会合にて利下げを決定したばかりであり、今回は政策据え置きが濃厚である。声明文にて今後の緩和ペースに関するシグナルの有無を確認したい。

エマージングマーケットピック

最近のアジア各国中央銀行の動き

アジア地域はマレーシアやベトナムなど一部を除いて石油純輸入国が多く、原油価格の下落はインフレ圧力の緩和や対外収支の改善など各国経済にネットでポジティブな影響を及ぼす。我々はこれまでも原油安によるインフレ圧力の低下により域内の多くの国で金融緩和余地が出てくることを指摘してきたが、2015年入り後、早くもこうした動きが見られ始めている。以下では最近のアジア中銀の動きを振り返りたい。

インド:緊急会合で25bpの利下げ

市場の機先を制する RBI の動き

1月15日インド準備銀行(RBI、中央銀行)は緊急会合を招集し、政策金利であるレポレートを25bps引き下げ7.75%にすると発表した。リバースレポレートは6.65%、限界貸出ファシリティ金利(MSR)は8.75%としレポレートを中心とした上下1%の金利コリドーは維持した。声明にてRBIは2016年1月の物価見通しが目標である6.0%を下回る蓋然性が高まったことを利下げの背景として挙げており、緊急会合に先立つ12日に発表された12月CPI(前年比+5.0%)が5%台半ばであった市場予想を大きく下回ったことが直接的なトリガーになったとみられる。

緊急会合は利下げの効果を高める意図?

しかしながら、こうしたファンダメンタルズでは予定されていた2月2日の会合を待たずに異例の対応に踏み切ったRBIの動きを説明することは難しい。真意は測りかねるが、恐らくは世界的にリスクオフムードが長引く中、サプライズ効果と更なる緩和に関するシグナル効果によって利下げの効果を高めようとしたものと思われる。事実、インド資産は16日以降一本調子に上昇しており、RBIの政策変更は功を奏したと言えるだろう。

RBI は更に最大 100bp の
利下げへ

こうした RBI の強いハト派スタンスに鑑み、我々は同中銀が年内に最大 100bp の利下げを実施すると予想している。しかし経済成長への期待から直接投資や証券投資による資金流入の勢いは強く、国内金利の低下が通貨に与える悪影響は限定的だろう。

シンガポール:異例の定例外政策変更に踏み切る

MAS も異例の対応

1 月 28 日、シンガポール金融管理局 (MAS) は臨時で通貨政策見直しを行い、「実効レートの緩やかなシンガポールドル高誘導」のペースを減速すると発表。一方で政策バンドの幅、中心値は据え置いた。通貨政策の変更はシンガポールドル高誘導ペースを 2012 年 4 月に加速して以来約 3 年ぶり。シンガポールドル高誘導ペースの減速自体は想定の範囲内であったが、MAS が定例見直し (4 月と 10 月) 以外で政策変更を行うのは異例である。RBI 同様、政策変更の背景は原油安を受けたインフレ見通しの大幅下方修正である。MAS は国内景気の下振れリスクと、労働市場逼迫によるインフレ圧力というジレンマに直面していたが、最近の原油価格の急落が予防的に引締め度合いを緩める余地を MAS に与えたものと思われる。

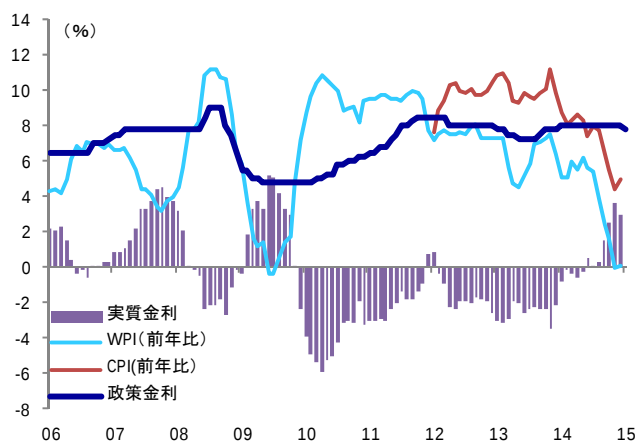
中長期的な SGD 高見通しは
変わらず

MAS による早期の金融緩和により短期的な SGD のダウンサイドリスクは高まったが、中長期的な SGD 高見通しに変更は無い。上述の通り労働市場のひっ迫を考えれば、更なる政策緩和は考えにくい。年後半には EUR の下落一服や CNY の反転上昇が後押しとなり、USD/SGD も 1.30 割れ水準まで SGD 高が進むと予想する。

マレーシア:景気鈍化も緩和に動けず

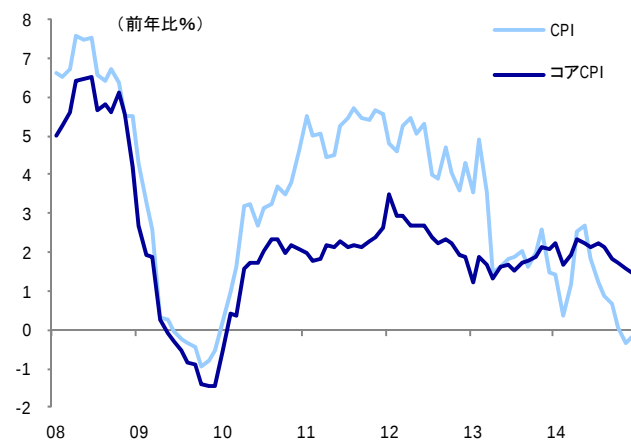
1 月 28 日、マレーシア中銀は政策金利を 3.25% で据え置いた。声明文では 2015 年の物価見通しについて、原油・商品価格の低下が国内コスト上

図表 3:インド 政策金利と国内物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4:シンガポール 消費者物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

国内景気は鈍化見通しも
中銀の緩和は見込めず

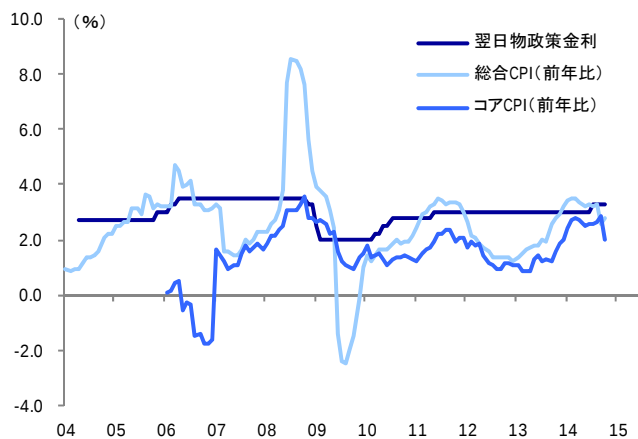
昇圧力を一部相殺する結果、「これまでの見通しよりも低くなる」とした。一方、国内経済については燃料価格の低下による可処分所得の上昇や製造業輸出の持ち直しが景気の下支えとなるとして、着実な回復基調が続くとする従来の見方を維持した。このほか、商品価格の下落や世界経済の不透明感といった国際情勢の変化により金融市場のボラティリティが高まっているが、マレーシア国内においては十分な流動性が確保されており、金融システムの混乱は起こっていないと指摘している。他国同様にインフレ高進への懸念は後退しているものの、産油国であるマレーシアでは原油安が財政や対外収支に与える悪影響が懸念されており、声明文における流動性に関する記述にはこうした市場の不安を和らげる目的があると思われる。我々は同国がロシアのような通貨急落に見舞われるとは考えていないが、通貨の脆弱性は高まっており、中銀が緩和に踏み切る公算は小さい。

タイ: 予想外にタカ派の声明

タイ中銀は当面政策金利を
維持か

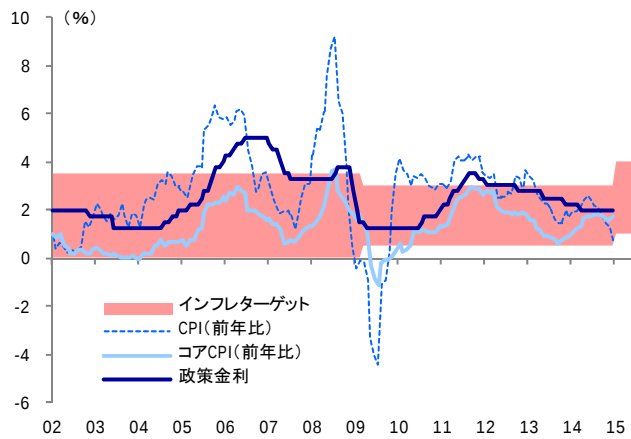
タイ中銀は1月28日の政策決定会合において政策金利を2.0%で据え置いた。決定は前回同様5対2の多数決だった。原油安によるインフレ圧力の鈍化やインフレターゲットの対象をコアCPIからヘッドラインCPIに変更したこともあり、市場では利下げを予想する向きも少なくなかったが、会合後の声明文では、国内経済に関して輸出や観光セクターの改善を指摘したほか、燃料価格低下による内需の押し上げ効果に言及するなど、前回12月会合よりもやや強気の内容。さらに国際金融市場の不透明感増大や低金利の長期化による弊害にも触れており、委員会参加者が緩和に近付いた様子は伺えない。物価についてはヘッドラインCPIが2015年物価目標の下限を下抜ける可能性が高まっていると認めながらも、デフレの可能性を否定。原油相場の落ち着きとともにCPIが年後半に上向くとしている。

図表 5: マレーシア 政策金利と国内物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 6: タイ 政策金利と国内物価



(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26日(月)	韓国	10~12月期	GDP(前年比)	2.80%	2.70%	3.20%	--
23日(金)	中国	1月	HSBC中国製造業PMI	49.5	49.8	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%	-0.20%	-0.30%	--
23日(金)	台湾	12月	鉱工業生産(前年比)	4.68%	7.33%	6.86%	6.72%
26日(月)	シンガポール	12月	鉱工業生産(前年比)	-3.40%	-1.90%	-2.80%	-2.10%
27日(火)	フィリピン	11月	貿易収支	-\$181M	\$272M	-\$56M	-\$194M
28日(水)	タイ	1月	タイ中央銀行指標金利	2.00%	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%	3.25%	--
29日(木)	フィリピン	10~12月期	GDP(前年比)	6.00%	6.90%	5.30%	--
30日(金)	韓国	12月	鉱工業生産(前年比)	-1.70%	--	-3.40%	--
30日(金)	タイ	12月	国際収支:経常収支	\$2300M	--	\$1664M	--
2月1日(日)	韓国	1月	輸出(前年比)	-2.80%	--	3.70%	3.60%
1日(日)	中国	1月	製造業PMI	50.2	--	50.1	--
1日(日)	中国	1月	非製造業PMI	--	--	54.1	--
2日(月)	韓国	12月	経常収支	--	--	\$11406.1	--
2日(月)	韓国	1月	HSBC韓国製造業PMI	--	--	49.9	--
2日(月)	中国	1月	HSBC中国製造業PMI	49.8	--	49.8	--
2日(月)	インドネシア	1月	消費者物価指数(前年比)	7.51%	--	8.36%	--
2日(月)	インドネシア	12月	貿易収支	\$210M	--	-\$426M	--
2日(月)	インド	1月	HSBCインド製造業PMI	--	--	54.5	--
2日(月)	タイ	1月	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.60%	--
3日(火)	韓国	1月	消費者物価指数(前年比)	1.00%	--	0.80%	--
3日(火)	インド	2月	RBILホレート	7.75%	--	7.75%	--
5日(木)	フィリピン	1月	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.70%	--
5日(木)	マレーシア	12月	貿易収支MYR	--	--	11.13B	--
5日(木)	インドネシア	10~12月期	GDP(前年比)	4.95%	--	5.01%	--
中東欧・アフリカ							
1月26日(月)	ロシア	12月	鉱工業生産(前年比)	0.80%	3.90%	-0.40%	--
28日(水)	ロシア	12月	実質小売売上高(前年比)	2.80%	5.30%	1.80%	--
29日(木)	南アフリカ	1月	SARB政策金利発表	5.75%	5.75%	5.75%	--
30日(金)	ロシア	1月	政策金利	17.00%	--	17.00%	--
30日(金)	南アフリカ	12月	貿易収支(ラント)	1.8B	--	-5.7B	--
2月2日(月)	ロシア	1月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	48.9	--
3日(火)	トルコ	1月	消費者物価指数(前年比)	6.76%	--	8.17%	--
5日(木)	ロシア	1月	消費者物価指数(前年比)	--	--	11.40%	--
ラテンアメリカ							
1月23日(金)	ブラジル	12月	経常収支	-\$9700M	-\$10317M	-\$9333M	--
26日(月)	メキシコ	11月	小売売上高(前年比)	3.70%	1.20%	5.60%	--
27日(火)	メキシコ	11月	経済活動IGAE(前年比)	2.30%	2.04%	2.54%	2.69%
29日(木)	メキシコ	1月	政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
2月2日(月)	ブラジル	1月	貿易収支(月次)	--	--	\$293M	--
3日(火)	ブラジル	12月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.80%	--
6日(金)	ブラジル	1月	IBGEインフ率IPCA(前年比)	--	--	6.41%	--

(注)2015年1月30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

		2015年 1月(実績)	SPOT	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)	6.1883 ~ 6.2578	6.2467	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7572	7.7522	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.623	61.873	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 12773	12582	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ~ 1111.70	1093.94	1080	1080	1060	1040	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ~ 3.6375	3.6285	3.60	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ	(PHP)	44.040 ~ 45.105	44.085	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ~ 1.3569	1.3529	1.35	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル	(TWD)	31.166 ~ 32.040	31.507	32.00	32.30	32.10	32.40	32.60
タイバーツ	(THB)	32.48 ~ 33.09	32.77	33.5	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21325 ~ 21508	21345	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ~ 69.4239	68.7777	65.00	63.00	57.00	54.00	56.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.3625 ~ 11.7778	11.5523	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.4221	2.4161	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)	2.5493 ~ 2.7307	2.6044	2.70	2.80	2.70	2.80	2.90
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 14.9930	14.7922	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)	18.701 ~ 19.450	18.930	19.29	19.90	20.39	20.72	20.98
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.568	15.254	15.46	15.96	16.22	16.34	16.45
インドルピー	(INR)	1.865 ~ 1.930	1.911	1.88	1.95	2.08	2.17	2.23
インドネシアルピア	(100IDR)	0.921 ~ 0.969	0.940	0.938	0.984	1.033	1.058	1.085
韓国ウォン	(100KRW)	10.721 ~ 10.998	10.748	11.11	11.48	11.89	12.21	12.55
マレーシアリンギ	(MYR)	32.353 ~ 34.334	32.465	33.33	34.93	37.06	37.91	39.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.693	2.671	2.64	2.76	2.86	2.90	2.94
シンガポールドル	(SGD)	86.71 ~ 90.81	87.40	88.89	93.94	96.92	99.22	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.801	3.763	3.75	3.84	3.93	3.92	3.93
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.688	3.609	3.58	3.72	3.84	3.93	4.00
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5648	0.5538	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)	1.698 ~ 2.078	1.720	1.85	1.97	2.21	2.35	2.29
南アフリカランド	(ZAR)	10.017 ~ 10.424	10.235	10.43	10.78	11.15	11.34	11.23
トルコリラ	(TRY)	48.708 ~ 52.258	48.937	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)	43.724 ~ 46.148	45.373	44.44	44.29	46.67	45.36	44.14
メキシコペソ	(MXN)	7.884 ~ 8.199	7.993	8.28	8.49	8.69	8.82	8.95

(注)1. 実績の欄は1月29日まで。SPOTは1月30日の9時00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。