

# 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

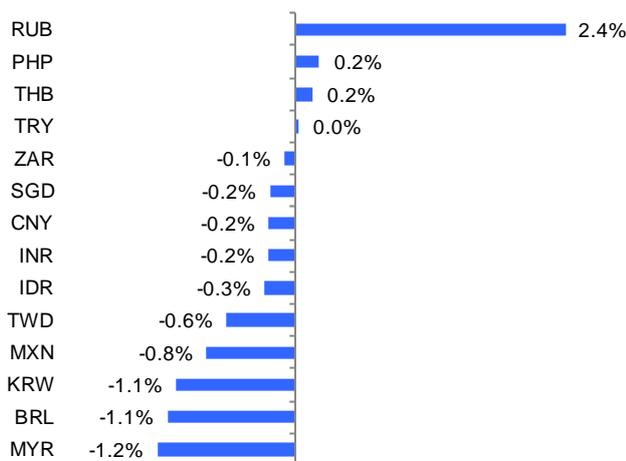
大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

## 今週のエマージングマーケット

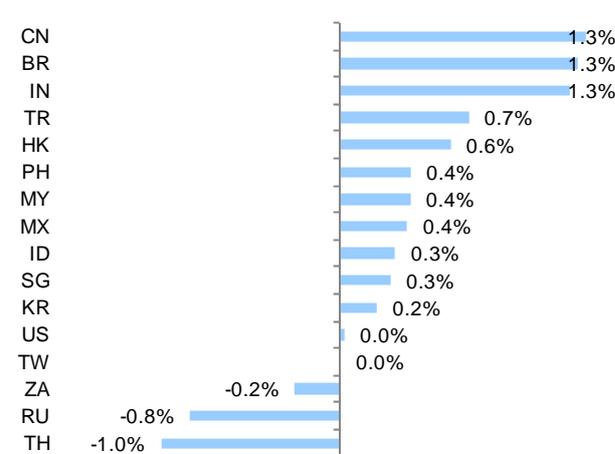
### 各国休場で様子見ムードが強い

今週の新興国市場は先週のウクライナ停戦合意や原油価格の反発を受けてロシアルーブルが上昇したが、中国の旧正月等もあり、その他通貨は方向感の無い展開。週初 16 日は前週末の低調な米経済指標を背景としたドル安を受けて、新興国通貨は上昇して始まったものの、その後は欧州問題が重石となり徐々に上げ幅を縮小した。17 日は材料難から欧州時間まで動意に乏しい展開。韓国中銀は政策金利を据え置いたが市場の反応は限定的だった一方、SGD は 10～12 月期 GDP の改定値が大幅な改善を見せたことで堅調に推移した。欧州時間に入るとギリシャが支援延長を申請する可能性とのヘッドラインにリスクオンムードが広がったが、米金利も上昇したことで新興国通貨は売り圧力に押された。18 日は前日のドル買いの流れを引き継ぎ新興国通貨は軟調スタート。中でも前日にインドネシア中銀が予想外の利下げを決定した IDR が▲0.8% 下落したほか、FOMC 議事要旨や旧正月休暇を前にしたポジション調整の動きから MYR も▲1.0% 値を下げた。しかしその後、NY 時間に公表された FOMC 議事要旨は市場予想よりもハト派の内容と解され、米利上げ期待の後退からドルが広範に反落。新興国通貨はそれまでの下落を打ち消して上昇に転じた。19 日アジア時間は FOMC 議事要旨を受けたドル安の流れが継続したが、欧州時間以降はドルがじりじりと買い戻され、多くの新興国通貨が前日からの上げ幅を相殺した。

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

#### イエレン FRB 議長議会証言に注目 ヘッドラインに振られやすい

ハト派の FOMC 議事要旨で  
米利上げ期待が後退

今週は米国の金融政策を巡って新たな動きが見られた。18 日に公表された FOMC 議事要旨(1 月 27~28 日開催分)は市場予想以上にハト派の内容と解され、今月 6 日の米 1 月雇用統計後に進んだ米金利上昇・ドル高の一部が巻き戻された。特に注目されたのは「利上げのタイミングにかかるリスクを比較考量した場合、多くの参加者が低金利をより長い期間維持する方向に傾いていた」との記述であり、利上げ時期が後ずれする可能性を示唆していると解釈できる。このほか、これまでやや軽視されていた市場ベースの期待インフレ率の低下について議論がされていたこと、ドル高懸念に関する記述等も早期(6 月)の利上げ期待を後退させる材料となった。

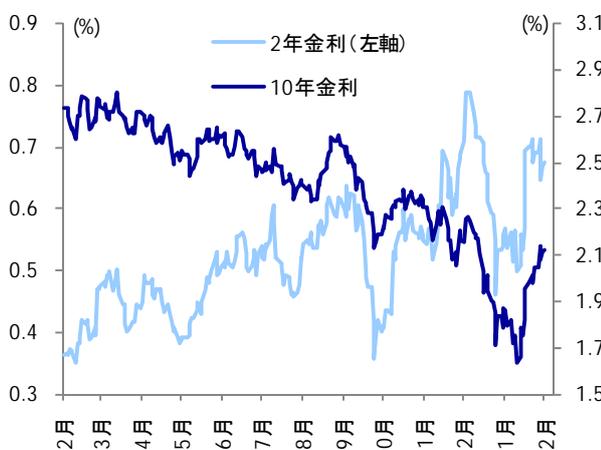
利上げ先送りなら高金利  
通貨がアウトパフォーム

本欄ではこれまで米国の利上げについて 6 月、遅くとも 9 月の開始を前提としてきたが、今回の FOMC 議事要旨はこうした見方に対するリスクを高める内容であった。仮に米国の利上げが今年の後半以降に先送りされる場合、新興国通貨の一時的な反発が予想されるが、中でも恩恵を受けるのが BRL や TRY、INR などの高金利通貨であろう。昨年春頃の米金利低下局面ではドルキャリートレードが勢いを増し BRL を筆頭に高金利通貨が他の新興国通貨をアウトパフォームしていた。現在、先進国金利は当時よりも低い水準にあり、こうした傾向はより顕著となる可能性が高い。他方、ドル高圧力の緩和は新興国中央銀行に金融政策を緩める余地を与える。特にアジア域内ではインドやインドネシアなど利下げにより積極的になる国が多く出てくるだろう。

イエレン議長証言や 3 月  
雇用統計を確認する必要

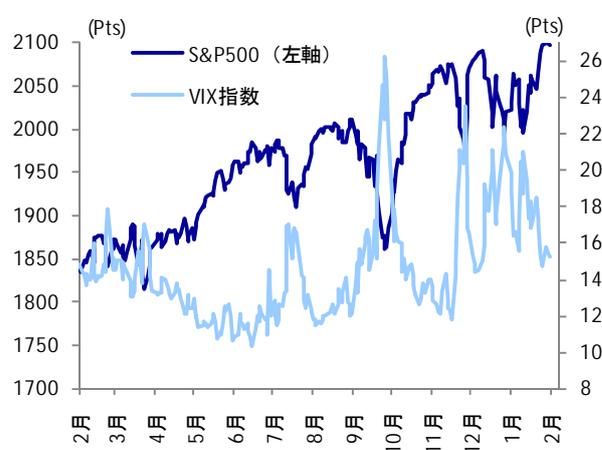
但し、今回の議事要旨だけは 9 月以降への利上げの先送りを決定づけるには不十分であり、現時点で上述のようなシナリオに大きく別途するのは危険である。よく言われているように 1 月雇用統計や原油相場、市場

図表 1: 米国債利回りの推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 米株と VIX 指数の推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

のリスクセンチメントなど状況は1月のFOMC会合時と比べて変化している。また議事要旨における時間軸文言変更に関する議論(「patient」を削除する際に市場が過剰な反応を示すリスクについて)は6月の利上げを選択肢として排除していないことの裏返しとも取ることができる。このため本欄では引き続き6月(遅くとも9月)の利上げ及びそれに向けた新興国通貨安を維持しつつ、来週のイエレンFRB議長の議会証言(2月24~25日)、2月雇用統計(3月6日発表)を待つこととしたい。

議会証言ではイエレン議長のスタンスを確認

来週の新興国通貨は欧米のヘッドラインに振らされることとなりそうだ。筆頭は24(火)/25日(水)に米国議会上院/下院にて開催されるイエレンFRB議長の議会証言だろう。通常、議会証言では金融政策に関して声明文やFOMC議事要旨以上に踏み込んだ発言は期待できないものの、前述の議事要旨にて示されたいくつかの論点(物価、海外情勢、ドル高等)について、イエレン議長がどういった立ち位置にいるのかがわかれば、市場はこれをもとに初回利上げ時期を織り込みに行くはずである。タカ派・ハト派いずれのケースにせよ市場の反応は大きくなるだろう。このほか米国では1月の住宅販売件数や消費者物価、10~12月期GDP2次速報が発表されるがいずれも力強い結果は期待できない。これらについては新興国通貨にポジティブな材料とみておきたい。

ギリシャ問題に関する楽観は禁物

欧州では引き続き、ギリシャ問題が焦点となる。ギリシャは19日、第2次金融支援の延長を正式に申請した。これに対してユーロ圏財務相会合(ユーログループ)は20日に支援延長の可否を判断するとしているが、ドイツ財務省はギリシャの提案がユーログループの合意した要件を満たしていないとの見解を示しており、申請が承認されるかどうかは依然として不透明な状況である。市場では18日にギリシャが支援延長を申請するとの意向を表明して以来楽観ムードが広がっているが、仮にユーログループが合意に至らない場合はこうした楽観が巻き戻される可能性があり、新興国通貨にとっては下押し要因として注意が必要であろう。

南アフリカ GDP は上振れの可能性

新興国では24日(火)に南アフリカ10~12月期GDPが発表される。市場予想は前期比年率+3.7%(7~9月期:同+1.4%)と4四半期ぶりの高成長が見込まれている。同国では昨年後半から国内経済活動に持ち直しの兆しが出始めているほか、原油価格の下落も景気の追い風になっている模様だ。仮に強い結果となればZARのサポート要因ではあるものの、同国では電力供給問題がボトルネックとなり2015年も低成長に留まるとの見通しが支配的であることからこうした買いは長続きしないだろう。このほか経済指標では25日(水)の中国2月HSBC製造業PMIが注目となる。なお、中国は旧正月のため24日まで休場となる。

トルコ中銀は 50bp の  
利下げに踏み切る公算大

経済指標以外では 24 日（火）にトルコにて金融政策決定会合が開催されるが、トルコ中銀（CBRT）は政策金利である指標レポレートを 50bp 引き下げ、7.25%にすると予想する。なお政策金利コリドーの上限（翌日物貸出金利）と下限（翌日物借入金利）もそれぞれ 50bp 引き下げられるとみる。ブルームバーグ調査による市場予想は指標レポレートと翌日物借入金利について 50bp の引き下げ、翌日物貸出金利については意見が分かれている。

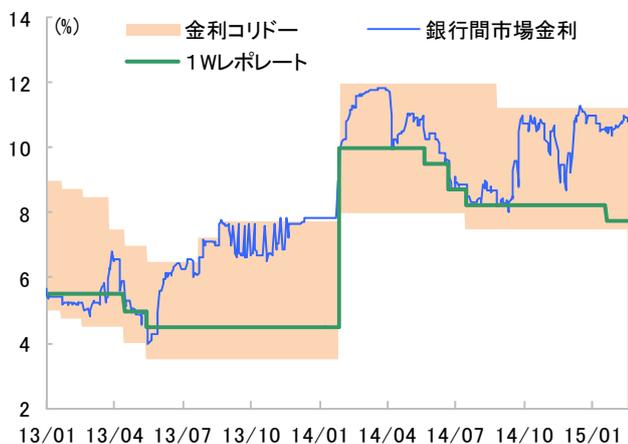
1 月 CPI は予想を上振れ

CBRT は前回 1 月 20 日の金融政策決定会合にて市場の予想に反して 50bp の利下げに踏み切ったが、会合後、エルドアン大統領を含む政府高官からは利下げ幅や翌日物貸出金利を 11.25%に据え置いたことに対して非難の声が噴出した。その後 CBRT は 2 月 3 日に発表される 1 月 CPI の内容によっては利下げのための臨時会合を開催するとの方針を表明したものの、同 CPI が前月比+1.10%、前年比+7.24%と市場予想（前月比+0.70%、前年比+6.80%）を上回ったため、結局臨時会合による利下げは見送られることとなった。

TRY の下落基調は続く

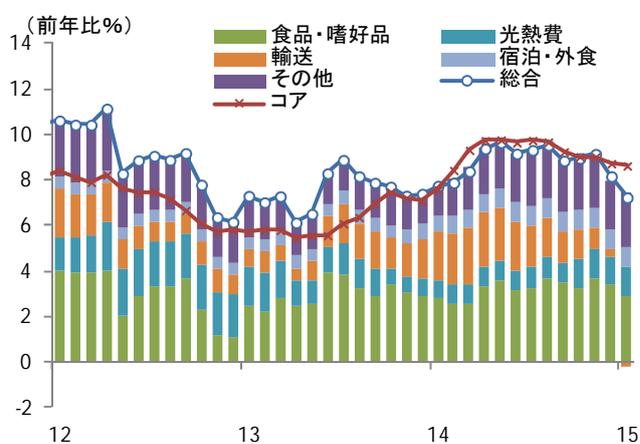
このように原油価格の下落にもかかわらず同国物価の低下速度は鈍く、また貿易収支にも目立った改善の兆しが見えていない。さらに米 1 月雇用統計後のドル高により TRY は月央に 2.50 台を付け史上最安値を更新しており、CBRT に利下げ余地は殆どないように思われる。しかしながら、政府サイドからの強い利下げ圧力や、物価見通しを損なわないようあらゆる手段を用いながら緩やかな利下げを継続すると CBRT の直近の発言を考えると、来週の会合にて再び利下げが実施される公算は大きい。今会合での利下げは既に織り込み済みと思われるものの、緩和サイクルの終わりが見えない以上、TRY 反発の絵は描きにくい。

図表 4:トルコ 政策金利と銀行間市場金利



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5:トルコ 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

## エマージングマーケットピック

### 韓国:BOK は全会一致で現状維持を決定

決定は再び全会一致

韓国中銀（BOK）は 17 日に開催された定例の金融通貨委員会にて全会一致で金融政策の現状維持を決めた。BOK の現状維持は昨年 11 月の会合以来 4 会合連続。ブルームバーグによる事前調査ではエコノミスト 16 人中全員が政策金利（2.00%）の据え置きを予想していた。

声明文における景気認識に  
変化は見られず

声明文のトーンに大きな変化はみられなかった。海外景気に関してはユーロ圏経済の持ち直しの兆しが指摘された一方で、世界経済の緩やかな回復見通しに対するリスクとして新たにギリシャ問題が追加された。国内経済についてはこれまで通り、負の算出ギャップが相当期間残存するとの慎重な見方が維持される一方、物価については石油製品を除く製品の価格上昇により 1 月 CPI が前年比+0.8%で 12 月から横ばいを維持したこと、同月コア CPI が 12 月の同+1.6%から同+2.4%に加速したことが挙げられた。但し、住宅市場に関しては価格上昇の勢いが幾分弱まったとしている。なお、注意すべきは家計債務に関する記述であり、従前の「急速な上昇トレンド」から「近年を大幅に上回る水準の増加基調」に表現が変更され警戒を強めている。

記者会見はややハト派の  
印象

一方で会合後の李総裁による記者会見は 1 月会合時よりもややハト派の内容となった。他国の金融政策の変化によって生じる為替レートの変動に金融政策変更で対応することは適切ではないこと、国内経済が抱える構造的問題に対して金融政策が持つ影響は限定的であることを指摘した一方、現状の政策金利の水準について「経済を下支えするのに十分に低い」から「経済成長を阻害しない」と表現を和らげたほか、景気・物価の方向性について現時点では確証が持てないとするなど、全体としてややトーンダウンした印象。さらに今後の政策について昨年の緩和の効果をもう暫く見極めたいとしたことから、結果的に市場の利下げ期待が維持され金利は低下、一旦買われた KRW はすぐに売り戻された。

追加利下げは時間の問題

筆者はこれまで 1~3 月期の利下げ実施を予想してきたが、今回の政策決定が全会一致であったことから 3 月に利下げが実施される可能性は極めて低くなった。しかし、同国を取り巻く外部環境や国内経済見通しに改善の兆しは見られず、引き続き追加利下げは時間の問題との認識は維持したい。具体的な時期に関しては四半期経済見通しが公表される 4 月の金融通貨委員会を意識しておくべきだろう。但し BOK が緩和を決定する際にウォン/円相場の動向は重要なファクターであり、仮に足許よりも円高になっているような場合は利下げのカードが温存されることも考えられる。BOK の動きを予想するにあたってはドル/円相場の動向にも気を配っておく必要があろう。

## 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
<b>エマージングアジア</b>							
13日(金)	シンガポール	12月	小売売上高(除自動車/前年比)	0.50%	-3.20%	-0.40%	--
13日(金)	インドネシア	10~12月期	経常収支	--	-\$6181M	-\$6836M	-\$6963M
13日(金)	中国	1月	マネーサプライM2(前年比)	12.10%	10.80%	12.20%	--
13日(金)	インド	1月	輸出(前年比)	--	-11.20%	-3.80%	--
16日(月)	タイ	10~12月期	GDP(前年比)	2.00%	2.30%	0.60%	--
16日(月)	インドネシア	1月	貿易収支	\$56M	\$709M	\$187M	\$187M
16日(月)	インド	1月	卸売物価(前年比)	0.11%	-0.39%	0.11%	--
16日(月)	フィリピン	12月	海外送金(前年比)	3.20%	6.60%	2.00%	--
17日(火)	シンガポール	10~12月期	GDP(前年比)	1.70%	2.10%	1.50%	--
17日(火)	シンガポール	1月	非石油地場輸出(前年比)	2.00%	4.30%	2.30%	--
17日(火)	韓国	2月	韓国銀行7日間レポート	2.00%	2.00%	2.00%	--
17日(火)	インドネシア	2月	インドネシア銀行レファレンス・レート	7.75%	7.50%	7.75%	--
18日(水)	マレーシア	1月	消費者物価指数(前年比)	1.90%	1.00%	2.70%	--
18日(水)	フィリピン	1月	総合国際収支	--	\$136M	\$843M	\$864M
23日(月)	シンガポール	1月	消費者物価指数(前年比)	-0.30%	--	-0.20%	--
23-26日	タイ	1月	輸出(通関ベース/前年比)	3.50%	--	1.90%	--
24日(火)	フィリピン	12月	貿易収支	--	--	\$272M	--
25日(水)	韓国	2月	消費者信頼感	--	--	102.0	--
25日(水)	中国	2月	HSBC中国製造業PMI速報	49.5	--	49.7	--
26日(木)	シンガポール	1月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.90%	--
26日(木)	台湾	10~12月期	経常収支	--	--	\$15799M	--
27日(金)	タイ	1月	経常収支	--	--	\$5523M	--
3月1日(日)	韓国	2月	輸出(前年比)	--	--	-0.40%	--
3月1日(日)	中国	2月	製造業PMI	--	--	49.8	--
3月1日(日)	中国	2月	非製造業PMI	--	--	53.7	--
<b>中東欧・アフリカ</b>							
16日(月)	トルコ	11月	失業率	10.50%	10.70%	10.40%	--
16日(月)	ロシア	1月	鉱工業生産(前年比)	0.70%	0.90%	3.90%	--
18日(水)	南アフリカ	1月	CPI(前年比)	4.50%	4.40%	5.30%	--
18日(水)	南アフリカ	12月	小売売上高(実質値、前年比)	2.50%	3.40%	2.60%	2.50%
18日(水)	ロシア	1月	実質小売売上高(前年比)	-1.90%	-4.40%	5.30%	--
18日(水)	ロシア	1月	失業率	5.70%	5.50%	5.30%	--
19日(木)	トルコ	2月	消費者信頼感指数	68.0	--	67.7	--
24日(火)	南アフリカ	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	1.40%	--
24日(火)	トルコ	2月	指標レポート	7.25%	--	7.75%	--
27日(金)	南アフリカ	1月	貿易収支(ラント)	--	--	6.8B	--
<b>ラテンアメリカ</b>							
20日(金)	メキシコ	10~12月期	GDP(季調前/前年比)	2.60%	--	2.20%	--
20日(金)	メキシコ	12月	経済活動IGAE(前年比)	3.00%	--	2.04%	--
23日(月)	メキシコ	12月	小売売上高(前年比)	--	--	1.20%	--
23日(月)	メキシコ	12月	小売売上高(前月比)	--	--	0.80%	--
24日(火)	ブラジル	2月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	6.69%	--
24日(火)	ブラジル	1月	経常収支	--	--	-\$10.3B	--
25日(水)	メキシコ	10~12月期	経常収支	-\$8099M	--	-\$2702M	--
27日(金)	メキシコ	1月	失業率	--	--	4.38%	--

(注)2015年2月20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		SPOT	3月	6月	9月	12月	2016年
		1月(実績)							3月
<b>対ドル</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国人民元	(CNY)	6.1883	~ 6.2578	6.2549	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500	~ 7.7572	7.7582	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295	~ 63.623	62.341	63.0	63.5	61.0	59.5	59.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378	~ 12773	12832	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン	(KRW)	1072.15	~ 1111.70	1108.48	1090	1090	1070	1050	1040
マレーシアリング	(MYR)	3.4960	~ 3.6375	3.6235	3.68	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	44.040	~ 45.105	44.190	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217	~ 1.3569	1.3588	1.36	1.34	1.32	1.31	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166	~ 32.040	31.638	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ	(THB)	32.48	~ 33.09	32.56	33.4	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21279	~ 21508	21330	21600	21650	21550	21600	21600
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658	~ 71.8030	61.8940	68.00	66.00	61.00	57.00	59.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.3625	~ 11.7778	11.6734	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727	~ 2.4478	2.4554	2.50	2.60	2.50	2.40	2.40
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493	~ 2.7307	2.8669	2.65	2.75	2.75	2.80	2.85
メキシコペソ	(MXN)	14.4357	~ 15.0649	15.0035	14.70	14.80	14.80	14.70	14.60
<b>対円</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国人民元	(CNY)	18.701	~ 19.450	19.024	19.29	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル	(HKD)	14.946	~ 15.568	15.338	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー	(INR)	1.865	~ 1.930	1.912	1.90	1.94	2.05	2.12	2.15
インドネシアルピア	(100IDR)	0.921	~ 0.969	0.927	0.938	0.976	1.025	1.050	1.076
韓国ウォン	(100KRW)	10.608	~ 10.998	10.703	11.01	11.28	11.68	12.00	12.21
マレーシアリング	(MYR)	32.353	~ 34.334	32.764	32.61	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.593	~ 2.693	2.686	2.64	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	86.61	~ 90.81	87.57	88.24	91.79	94.70	96.18	98.45
台湾ドル	(TWD)	3.650	~ 3.801	3.761	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ	(THB)	3.538	~ 3.688	3.654	3.59	3.69	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430	~ 0.5648	0.5585	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル	(RUB)	1.644	~ 2.078	1.922	1.76	1.86	2.05	2.21	2.15
南アフリカランド	(ZAR)	10.017	~ 10.424	10.194	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ	(TRY)	47.918	~ 52.258	48.447	48.00	47.31	50.00	52.50	52.92
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル	(BRL)	43.637	~ 46.148	41.507	45.28	44.73	45.45	45.00	44.56
メキシコペソ	(MXN)	7.799	~ 8.199	7.933	8.16	8.31	8.45	8.57	8.70

(注)1. 実績の欄は1月31日まで。SPOTは2月20日の8時58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。  
(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。