

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
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

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

齋藤 周
03-3242-7065
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

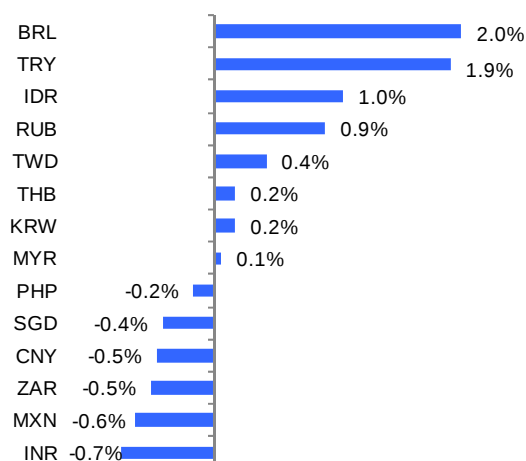
今週のエマージングマーケット

米中経済指標の結果に、新興国通貨はまちまちな展開

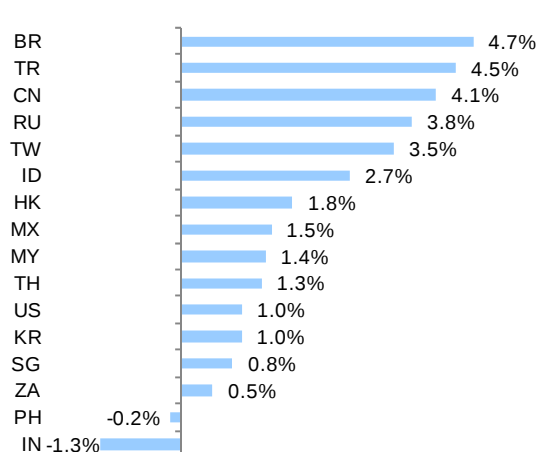
今週の新興国通貨はまちまちな展開となった。週初に発表された中国 10 月製造業 PMI の冴えない結果に新興国通貨は軟化。その後、米経済指標（10 月 ISM 製造業景況指数、9 月建設支出）の好調な結果を受けてドルが上昇し、新興国通貨はさらに下落した。4 日に発表された中国 10 月サービス業 PMI は 3 か月ぶりの高水準となり、アジア諸国を中心に新興国通貨は強含んだ。しかし、米 10 月 ISM 非製造業景況指数が良好な結果となったことに加え、イエレン FRB 議長が議会証言で「まだ決定していないものの、12 月（利上げ）の可能性はある」と予想以上にタカ派的な発言をしたことからドルは急伸、新興国通貨は下落した。

個別通貨でみると、ブラジル中銀（BCB）が 3 日にドル売り介入に踏み切ったため BRL（+2.0%）は上昇。1 日のトルコ再総選挙では苦戦が予想されていた公正発展党（AKP、与党）が圧勝し、議席の過半数を獲得したことが好感され TRY（+1.9%）は急伸した。また、IDR（+1.0%）は株価上昇や景気回復観測を受けて上昇、原油価格の上昇を背景に RUB（+0.9%）も堅調に推移した。一方、米 12 月利上げ期待の高まりに伴い、INR（▲0.7%）、MXN（▲0.6%）、ZAR（▲0.9%）などが値を下げ、他のアジア通貨も下押しされた。

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

エマージングマーケット短期見通し

年内米利上げ期待を背景に、新興国通貨は米経済指標に一喜一憂

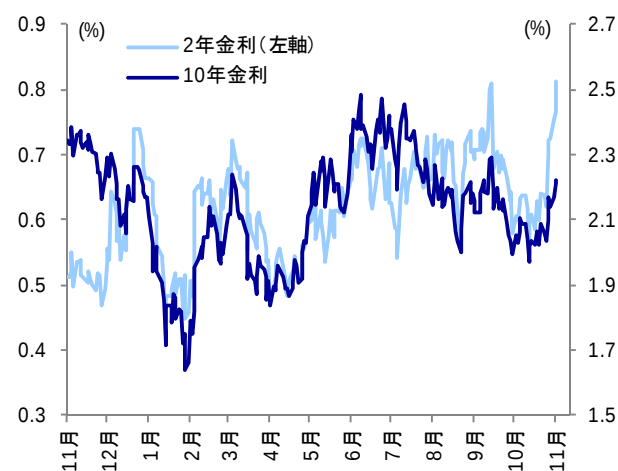
イエレン議長は議会証言で年内利上げの可能性を指摘

4日に行われたイエレンFRB議長による議会証言では、12月利上げの可能性が確認され、市場ではタカ派的な内容と受け止められた。具体的には「労働市場の一層の改善をもたらすのに十分なペースで経済が成長し、インフレ率は中期的に2%に達すると予想している」、「今後のデータが景気拡大を裏付ければ12月に利上げを行う可能性が十分にある」との旨の発言を行った。また、同日に講演を行ったダドリー・NY連銀総裁もイエレン議長の姿勢に完全に同意すると述べている。イエレン議長としては、2013年5月以降にFRBが金利正常化に関して市場と対話を行ってきた以上、FRBへの信頼の毀損にも繋がる年内利上げ見送りは避けたいのだろう。また、今後の景気後退に備えて利下げ幅を確保したいとの思惑もあり、どうしても利上げには踏み切りたいという心情にあると考える。しかし、イエレン議長は「年内利上げに関して何も決定していない」と述べるなど、現実には米経済が利上げに耐えうるかどうかは確信を得ていないようである。

利上げは米経済指標次第だが、是非を決着する程の結果は見込みにくい

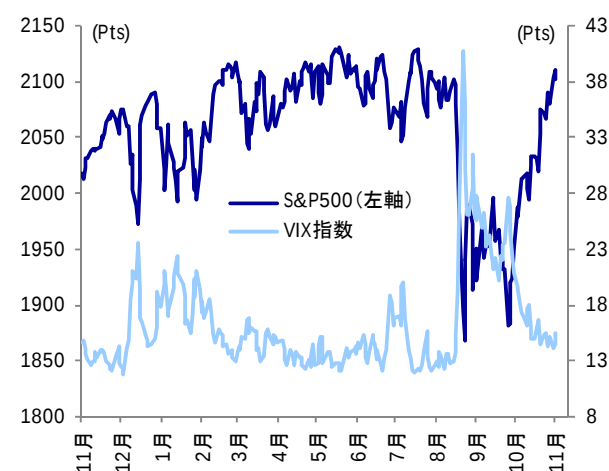
来週の新興国通貨は横ばい推移を予想する。本日発表される米10月非農業部門雇用者数（市場予想：前月比+18.2万人）は、予想値近辺に落ち着くと考えている。そのため、雇用回復の目安とされる同+20万人の水準は下回るものの、9月（同+14.2万人）からは改善ペースが拡大する「まずまずの結果」との評価がなされ、市場が年内米利上げの是非を結論着けるには至らないだろう。市場の関心は13日（金）発表の米10月小売売上高に移ると見られる。他方、新興国通貨は米利上げへの不透明感が漂う中で、アジア新興国では8日（日）中国10月貿易収支で見込まれる輸出底入れが反発材料となるほか、産油国では原油価格の低迷が引き続き重石になると考えている。もともと、それらの要因が米利上げ期待以上に為替相場に影響を与えるとはいえず、値動きは小幅に留まるだろう。

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

エマージングマーケット:国別の注目材料

トルコ: 総選挙での与党圧勝は予想外

治安悪化が AKP 圧勝の背景か

1 日に実施されたトルコの再総選挙では、公正発展党 (AKP、与党) が予想外に圧勝した。同選挙が行われた背景には、今年 6 月の総選挙で AKP が 258/550 議席 (改選前は 312 議席) と過半数を割り込む大敗を喫した後、野党との連立交渉が不調に終わったことがある。今回の再総選挙でも、事前の世論調査で AKP の苦戦が伝えられていたことから、6 月と同様に AKP の過半数割れを予想する向きも多かった。しかし、総選挙の投票が迫る中で 10 月に首都アンカラでの爆破事件が発生したこともあり、テロ対策の強化姿勢を示した AKP へ支持が集まった模様だ。

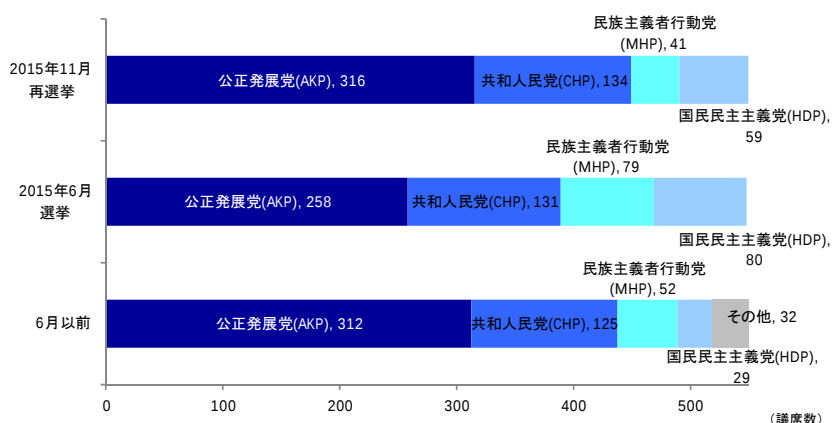
AKP は 6 月総選挙前よりも議席数を伸ばす

選挙結果を見ると、AKP は 316 議席と改選前から議席数を大幅に増やし、6 月選挙前の議席数をも上回った。また、野党である中道左派の共和人民党 (CHP) は 134 議席 (改選前 131 議席)、親クルド派の国民民主主義党 (HDP) は 59 議席 (同 80 議席)、右派である民族主義者行動党 (MHP) は 41 議席 (同 79 議席) と軒並み議席を失っている。トルコ選挙管理委員会のギュヴェン委員長は 1 日、「最終的な選挙結果は 11~12 日以内に発表する」としているが、結果の大勢が覆るとは考えにくい。

政治的指導力の回復はトルコ経済・TRY にプラス材料

AKP 単独政権の誕生により、再びエルドアン大統領の政治的指導力が回復すると見られるほか、大統領権限を強化するための新憲法制定の動きも再開するだろう。6 月総選挙ではエルドアン大統領の強権的な政治姿勢が嫌気され、AKP は議席を失う結果となった。しかし、景気停滞やイスラム国との対峙など危急の課題が積み上がる中で、むしろ強権的な政治的指導力の回復はトルコ経済にも TRY にも好材料となるだろう。但し、米利上げ期待や地政学リスクの高まりもあり、TRY は引き続き軟調な推移となる見通し。

図表 3: トルコ 政党別議席数の内訳



(資料)ロイター、みずほ銀行

韓国：金融政策決定会合プレビュー

国内景気の回復や中国経済の改善期待から BOK は政策金利据え置きか

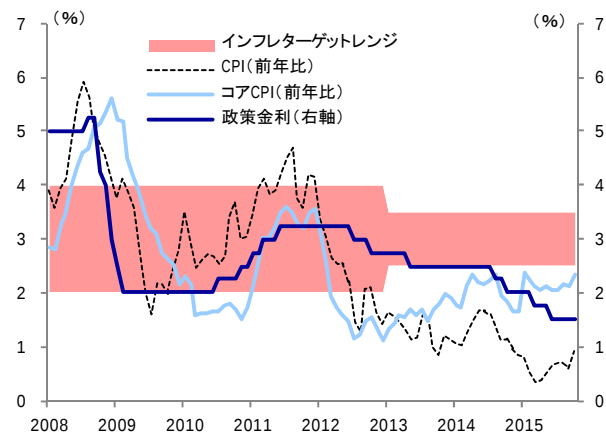
12 日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では現状維持を予想する。前回会合(10 月 15 日)では、全会一致で政策金利が 1.50%に据え置かれた。声明文では、国内経済を取り巻く不透明感について、警戒感が小幅に引き下げられたほか、国内消費や労働市場の改善に関しても、やや前向きな表現に変更されている。会合後に発表された経済指標をみると、GDP の 4 割超を占める輸出は 10 月に前年比 ▲15.8%と 9 月(同 ▲8.4%)からマイナス幅が大きく拡大しており、引き続き懸念材料である。但し、主要な輸出先である中国で景気底入れの動きが見られることや、国内の月次指標でも 10 月消費者信頼感や 10 月鉱工業生産指数などで改善の動きが確認できる。なお、11 月初旬に BOK は、2014 年以降に実施した 4 回の利下げによる 2015 年の GDP 押し上げ効果が+0.18 ポイントに限られるとの推計を発表している。これまでの利下げによる実体経済の押し上げ効果が限定的との認識は、景気回復を目的とした更なる金融緩和実施へのハードルを高めるだろう。我々は依然として BOK の年内利下げを予想しているが、前回会合での景気認識引き上げや、国内景気回復の動きが見られる中で、今回会合でも BOK は政策金利を据え置くと予想する。

中国：景況感指数は回復の兆しを見せる

PMI は市場予想を下回るも、先行性が高い新規受注は生産の持ち直しを示唆

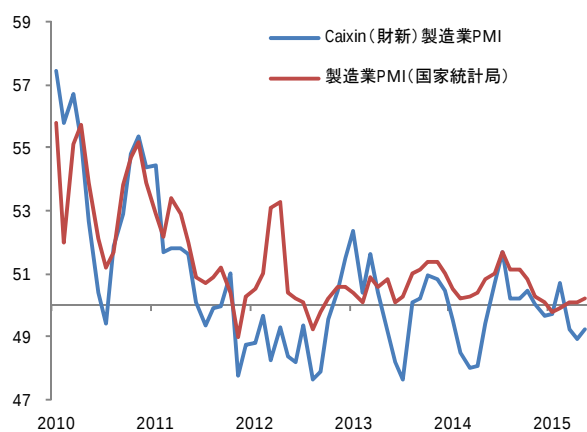
1 日に発表された中国 10 月製造業 PMI は 49.8 と 9 月(49.8)から横ばいとなったものの、3 か月連続で景気拡大と悪化の境目である 50 を下回った。但し内訳を見ると、先行性が高いとされている新規受注数(9 月:50.2→10 月:50.3)が 3 か月連続で改善した。また、2 日に発表された中国 10 月 Caixin(財新)製造業 PMI 速報値は 48.3 と 4 か月ぶりの改善に転じた。こうした結果から、企業活動が明確に拡大に転じたとは言い難いものの、底打ちから回復方向へ移行しつつあることが伺える。なお、Caixin 製造業 PMI は国家統計局が発表する PMI に比べて、回答企業に占める中

図表 4：韓国 政策金利と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 5：中国 PMI



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

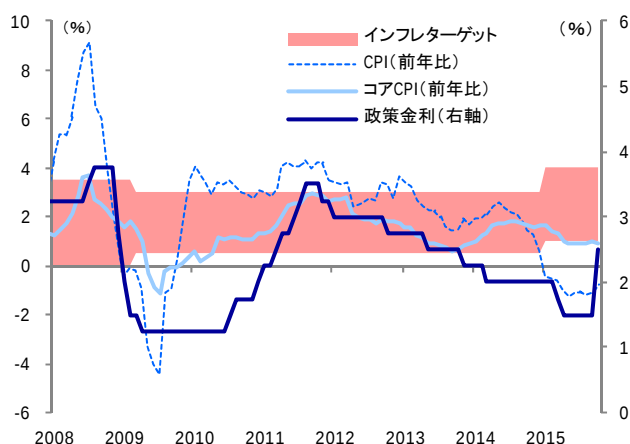
小企業の割合が大きい。そのため、Caixin 製造業 PMI の改善が見られたことは景気改善が大企業だけでなく中小企業にも波及している可能性を示唆している。8 日（日）には中国 10 月貿易統計が発表されるが、そこでも輸出のマイナス幅縮小が見られれば、これまで軟調な結果が続いていた鉱工業生産など生産関連のハードデータの持ち直しにも期待ができる。中国経済は、回復の兆しを強めていると言えよう。

タイ：金融政策決定会合レビュー

政策金利据え置きも、金融緩和姿勢を維持

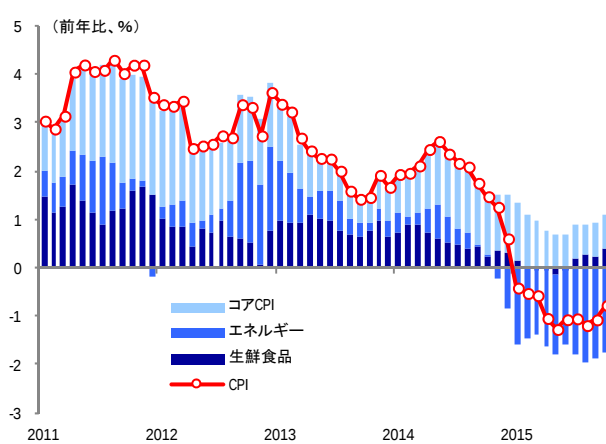
4 日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀（BOT）は市場予想通り全会一致で 1.50% の政策金利を据え置いた。据え置きは今回で 4 回連続。声明文では、景気・物価の認識について前回会合（9 月 16 日）から大きな変化は見られなかった。7～9 月期は内需の改善による緩やかな景気回復が指摘されたものの、中国を始めとするアジア諸国の景気低迷がタイ経済のダウンサイドリスクになるとしている。先行きについては、金融環境と為替レート（THB 安）が景気回復を後押しするとした。また、インフレについても、今後緩やかに回復し、2016 年 1～3 月期にプラスに転じるとの見通しが示された。BOT は今後も緩和的な金融政策を維持し、必要であれば景気を下支えするための政策に踏み切るとしている。2 日に発表されたタイ 10 月消費者物価指数（CPI）は前年比 ▲0.8%（9 月同 ▲1.1%）とマイナス幅を縮小したが、依然として続く物価下落は BOT にとって追加利下げ余地となるだろう。今後、国内景気的大幅減速が見られれば、BOT に対する利下げ圧力は高まると見られるが、ここもとではタイ政府による景気刺激策の効果が顕在化してきており、その効果を見極めるためにも、当面は現状の金融政策を維持する見込み。

図表 6： タイ 政策金利と消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 7： タイ 消費者物価指数



（資料）CEIC、みずほ銀行

インドネシア：インフレ率は低下する一方、GDP は前期から加速

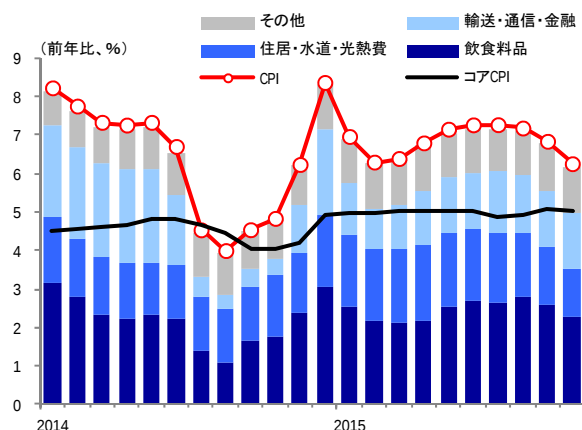
インフレ率低下も、BI は当面
政策金利を維持する見込み

2日に発表されたインドネシア10月CPIは前年比+6.3%（9月同+6.8%）と減速し、11か月ぶりの低水準となった。コアCPI（食品・エネルギーを除く）も同+5.0%（9月同+5.1%）と僅かながら減速した。CPIの内訳をみると、エネルギーが同+9.6%（9月同+12.5%）と大幅に減速し、これにより住居・水道・光熱費が同+5.8%（9月同+6.8%）と伸び幅を縮小した。また、食品が同+6.9%（9月同+8.3%）と押し下げ要因となった。インドネシア経済が低調な推移を続ける中で、先月に引き続きCPIが減速したことから、インドネシア中銀（BI）の利下げ余地は拡大していよう。実際に、BIは10月15日の金融政策決定会合では政策金利を据え置いたが、声明文ではインフレ圧力低下による利下げ余地を指摘している。しかし、ここもとでは年内の米利上げ期待が高まっており、IDRは依然として不安定な推移を続けている。そのため、インフレ率の低下だけを理由にBIが利下げに踏み切るとは考えにくいだろう。

7～9月期の成長率は市場予
想を下回るも、前期から加速す
るまざるの仕上がり

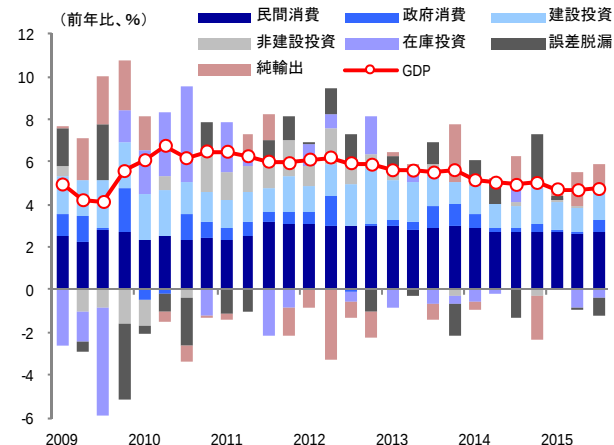
5日に発表されたインドネシア7～9月期GDPは前年比+4.73%と市場予想（同+4.80%）を下回ったものの、4～6月期（同+4.67%）からは僅かながら加速した。内訳を見ると、原油価格下落や海外経済の停滞を受けて純輸出が前年比寄与度+1.17%（4～6月期同+1.64%）と減速した一方、これまで景気けん引役とされていながらも、進捗の遅れが指摘されてきた公共投資の拡大を背景に政府消費（4～6月期同+0.08%→7～9月期同+0.61%）や建設投資（4～6月期同+1.13%→7～9月期同+1.47%）が全体を押し上げた。バンバン財務相は9月に今年は+4.9～+5.0%の成長が達成可能としているが、2015年の成長率は金融危機が発生した2009年以降最も低い成長率となる見込みである。

図表 8：インドネシア 消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 9：インドネシア GDP



（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							
11月2日 (月)	韓国	9月	国際収支:経常収支	--	\$10610.8M	\$8455.6M	\$8400.6M
2日 (月)	中国	10月	Caixin中国PMI製造業	47.6	48.3	47.2	--
2日 (月)	インドネシア	10月	消費者物価指数(前年比)	6.4%	6.3%	6.8%	--
2日 (月)	タイ	10月	消費者物価指数(前年比)	-1.0%	-0.8%	-1.1%	--
3日 (火)	韓国	10月	消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.9%	0.6%	--
4日 (水)	中国	10月	Caixin中国PMIサービス業	--	52.0	50.5	--
4日 (水)	タイ		タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
5日 (木)	フィリピン	10月	消費者物価指数(前年比)	0.4%	0.4%	0.4%	--
5日 (木)	タイ	10月	消費者信頼感指数	--	73.4	72.1	--
5日 (木)	マレーシア		BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
5日 (木)	インドネシア	3Q	GDP(前年比)	4.80%	4.73%	4.67%	--
6日 (金)	マレーシア	9月	貿易収支 (MYR)	10.40B	--	10.19B	--
8日 (日)	中国	10月	貿易収支	\$62.09B	--	\$60.34B	--
8日 (日)	中国	10月	輸出(前年比)	-3.4%	--	-3.7%	--
9日 (月)	台湾	10月	貿易収支	\$5.10B	--	\$5.25B	--
10日 (火)	フィリピン	9月	輸出(前年比)	--	--	-6.3%	--
10日 (火)	中国	10月	消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.6%	--
10~15日	中国	10月	新規貸出(人民元)	800.0B	--	1050.0B	--
10~15日	中国	10月	マネーサプライM2(前年比)	13.2%	--	13.1%	--
10~16日	インド	10月	貿易収支	--	--	-\$10478M	--
11日 (水)	中国	10月	小売売上高(前年比)	10.9%	--	10.9%	--
11日 (水)	中国	10月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	10.2%	--	10.3%	--
12日 (木)	フィリピン	11月	BSP翌日物借入金利	--	--	4.0%	--
12日 (木)	インド	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.4%	--
12日 (木)	韓国	11月	韓国銀行7日間貸付レート	--	--	1.50%	--
13日 (金)	マレーシア	3Q	GDP(前年比)	--	--	4.9%	--
13日 (金)	マレーシア	3Q	経常収支MYR	--	--	7.6B	--
13日 (金)	インドネシア	3Q	経常収支	--	--	-\$4477M	--
中東欧・アフリカ							
10月30日 (金)	ロシア	10月	主要金利	10.5%	11.0%	11.0%	--
30日 (金)	南アフリカ	9月	貿易収支 (ZAR)	-4.9B	-0.9B	-9.9B	-10.1B
11月3日 (火)	トルコ	10月	消費者物価指数(前年比)	7.8%	7.6%	8.0%	--
5日 (木)	ロシア	10月	消費者物価指数(前年比)	15.6%	15.6%	15.7%	--
10日 (火)	トルコ	9月	経常収支	--	--	-0.16B	--
11日 (水)	ロシア	9月	貿易収支	8.9B	--	8.7B	--
12~13日	ロシア	3Q	GDP(前年比)	-4.4%	--	-4.6%	--
ラテンアメリカ							
11月4日 (水)	メキシコ	10月	送金総額	\$2147.9M	\$2060.0M	\$2266.4M	--
4日 (水)	ブラジル	10月	貿易収支(月次)	\$1233M	\$1996M	\$2944M	--
4日 (水)	メキシコ	8月	総設備投資	3.8%	2.9%	4.6%	4.4%
6日 (金)	ブラジル	10月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.9%	--	9.5%	--
6日 (金)	メキシコ	10月	消費者信頼感指数	90.0	--	90.6	--
9日 (月)	メキシコ	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.5%	--
12日 (木)	ブラジル	9月	広義小売売上高(前月比)	--	--	-2.0%	--
13~18日	ブラジル	9月	経済活動(前年比)	--	--	-4.5%	--

(注)2015年11月6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 1～10月(実績)	SPOT	12月	2016年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ～ 6.4489	6.3461	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7496 ～ 7.7744	7.7509	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 66.890	65.744	66.5	66.5	65.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	13543	14500	14500	14000	13750	13500
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1138.56	1200	1180	1150	1120	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.2985	4.40	4.40	4.15	4.00	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.059	46.926	46.9	47.0	46.3	45.6	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4335	1.4066	1.39	1.38	1.36	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	32.458	32.90	32.70	32.40	31.90	31.70
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.51	35.56	36.9	37.0	36.5	36.0	35.5
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22320	22550	23000	23000	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	63.3915	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.1588	13.9019	14.00	13.50	13.00	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	2.8634	3.30	3.40	3.50	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 4.2478	3.7800	4.05	4.30	4.40	4.30	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3425	16.6054	17.30	17.00	16.90	16.60	16.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.210 ～ 20.285	19.179	18.91	19.06	18.87	18.73	18.47
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.703	15.72	15.72	15.46	15.21	14.95
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.849	1.83	1.83	1.85	1.87	1.86
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.899	0.841	0.841	0.857	0.858	0.859
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.692	10.17	10.34	10.43	10.54	10.64
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ～ 34.334	28.315	27.73	27.73	28.92	29.50	29.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.593	2.60	2.60	2.59	2.59	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	86.53	87.77	88.41	88.24	88.06	87.22
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.750	3.71	3.73	3.70	3.70	3.66
タイバーツ	(THB)	3.267 ～ 3.737	3.422	3.31	3.30	3.29	3.28	3.27
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5453	0.54	0.53	0.52	0.51	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	1.920	1.74	1.79	1.85	1.97	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ～ 10.453	8.755	8.71	9.04	9.23	9.08	8.92
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	42.506	36.97	35.88	34.29	33.71	33.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ～ 46.148	32.183	30.12	28.37	27.27	27.44	27.62
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.330	7.05	7.18	7.10	7.11	7.07

(注)1. 実績の欄は10月30日まで。SPOTは11月6日の8時15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。