

The Emerging Market Weekly

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

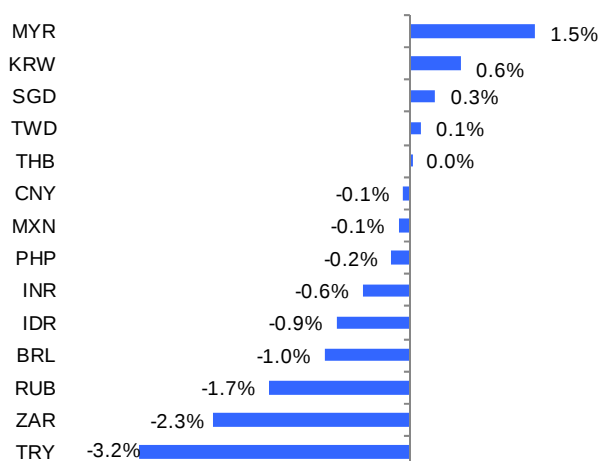
今週のエマージングマーケット

米経済指標にも反応は薄く、新興国通貨はまちまちの値動き

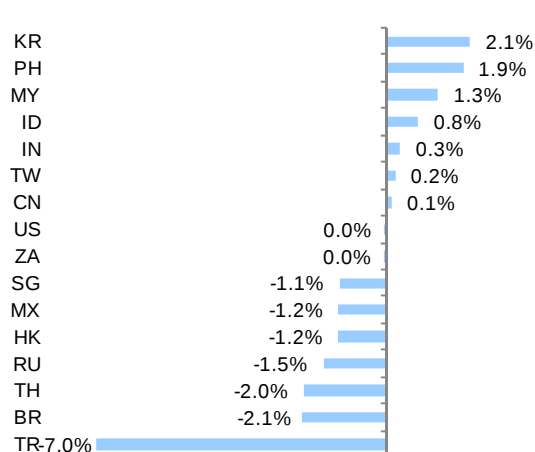
今週の新興国通貨はまちまちの動きとなった。週初は FRB の緊急会合開催を控えてドルが堅調に推移し、新興国通貨は上値の重い展開となった。同日発表された米経済指標（10 月シカゴ連銀米活動指数、11 月製造業 PMI、10 月中古住宅販売件数）がいずれも市場予想を下回るも相場への影響は見られなかった。24 日はトルコ軍によるロシア軍機撃墜を背景にリスクオフムードが広がったものの、新興国通貨への影響は限定的。25 日は ECB が追加緩和策の詳細について検討に入っているとの報道を受けて、ドルが強含むも、その後は米感謝祭を控え動意の薄い展開となった。

個別通貨でみると、原油価格の反発に加え、政府系投資会社（1MDB）が一部事業売却による債務圧縮に踏み切ったことを受けて MYR（+1.5%）は上昇した。また月末にかけた企業のドル売り需要の高まりから KRW（+0.6%）は小幅に上伸。一方、トルコ軍によるロシア軍機撃墜により TRY（▲3.2%）、RUB（▲1.7%）は下落した。米利上げがリスク要因となるとの中銀報告書を受けて ZAR（▲2.3%）は軟化。ブラジルでは与党大物議員と大手投資銀行の CEO が汚職事件の捜査妨害をした容疑で警察に身柄を拘束されたことで、財政健全化に向けた法案の議会通過が困難になるとの懸念から BRL（▲1.0%）は下落した。

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

エマージングマーケット短期見通し

今週の新興国通貨は個別要因で動く展開、来週は売り基調に戻るか

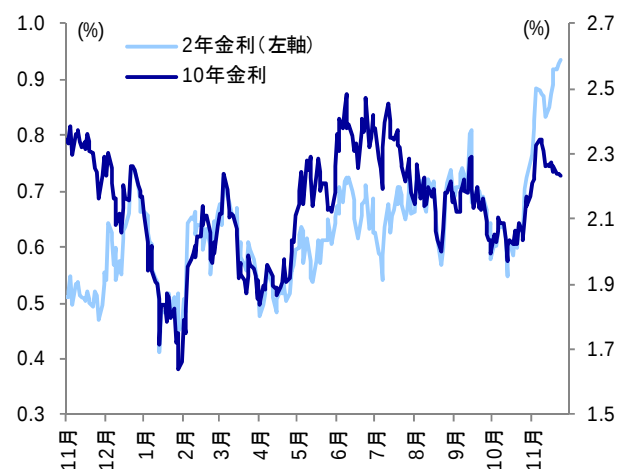
今週の新興国通貨は、個別要因が値動きに大きな影響を与えた

今週の新興国通貨は、個別要因に左右される展開となったため、動きはまちまちとなった。主要通貨では12月3日にECB理事会を控えて、ユーロ/ドルの弱い値動きが目立ったものの、新興国通貨に与える影響は限定的。新興国への債券投資フローは引き続き流入傾向にあり、KRWでは外国人投資家の月初来ネット債券購入額が11月25日時点で+19.7億ドルとなり、足許3か月連続で流入を記録する可能性が高まっている。こうした動きが、新興国通貨とユーロ/ドルとの動きが乖離する一因になったと見ている。但し、来週の米11月雇用統計というイベントを控えて、債券投資も一旦手控えられると考えられることから、月末に係る実需の動きが一巡した月初から再び売り基調となるだろう。

コモディティ要因・政治要因についても留意が必要な状況

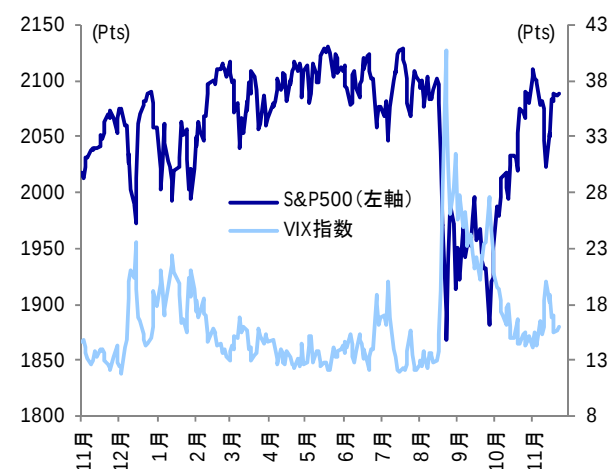
新興国通貨は先月より徐々に値動きが安定し始めており、米利上げに向けた地ならしが進みつつあるように見受けられる。但し、コモディティ価格の動向及び政治リスクについては引き続き留意が必要な状況が続いている。特にコモディティ価格は、原油などエネルギー産品から低下が本格化し、金属市場にも波及、直近は穀物市場においても最安値を更新する商品が出始めている。こうした市場が安定する為には、供給調整が必要だが、過去に強気な価格見通しを基に設備投資をしてしまっている新興国としては、供給を絞ることは難しく、調整には相応の時間が必要となるだろう。また、政治要因については、一時期市場に与える影響は小さくなりつつあったものの、TRYでは「IS国」攻撃中のロシア軍機をトルコ軍が撃墜、BRLでは有力与党上院議員が逮捕されるなど再び市場の注目を浴び始めている。今後、コモディティ要因・政治要因の大小が新興国通貨内の年末に向けたパフォーマンスの優劣を分ける可能性が高まっている。

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

インド:金融政策決定会合プレビュー

RBI は金融政策を当面据え置きか

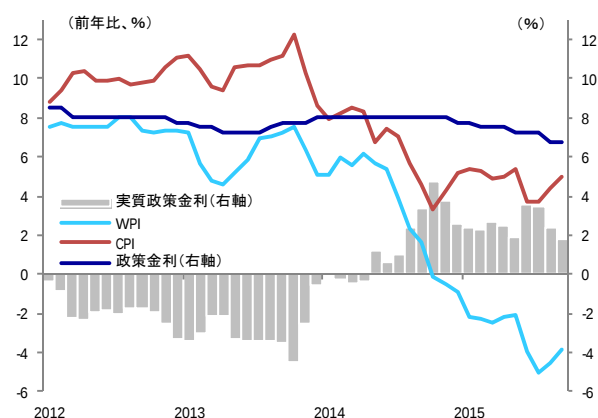
12月1日(火)に開催されるインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回9月29日の会合では、RBIは市場予想(25bp)を上回る50bpの利下げを行い、政策金利を6.75%とすることを決定した。RBIは利下げの理由として①世界経済の成長減速、②国内のインフレが抑制されたこと、③緩和効果を浸透させる必要があること、を挙げている。前回会合後の経済情勢をみると、引き続き世界経済が好転する動きは見えていない。また、インド10月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.0%と9月(同+4.4%)から加速したものの、そのペースは遅く、2016年1月にはRBIの目標である+6.0%に収まる見込みである。そのため、RBIには依然として利下げ余地があるように思われる。もっとも、RBIは9月に実施した利下げを「前倒し」としており、今後は政府と協力してこれまでの利下げを銀行貸出金利に浸透させることを課題としている。そのため、当面RBIは金融政策を据え置くと予想する。

トルコ:金融政策決定会合レビュー

米の金融政策動向を見極めるために、今回は政策金利を据え置いたと見られる

トルコ中銀(CBRT)は24日に開催された金融政策決定会合にて、市場予想通り金融政策の維持を決定した。今回は公正発展党(与党、AKP)が圧勝した総選挙後初の会合となった。声明文には前会合から大きな変化はなく、引き続き物価動向を見ながら引き締めスタンスを維持するとした。本会合前の3日に発表されたトルコ10月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.58%(9月同+7.95%)と僅かながら減速するも、CBRTのインフレ目標(+5%)を大幅に上回る結果となった。しかしCBRTが今回利上げを見送ったのは12月の米利上げの影響を見極める構えなのであろう。米利上げを確認した後に、CBRTはインフレ抑制とTRYの下支えをするために来年

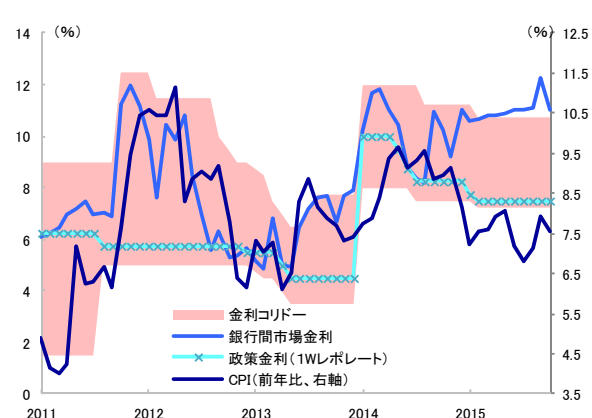
図表3: インド 政策金利と消費者・卸売物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)実質政策金利=政策金利-CPI(消費者物価指数)

図表4: トルコ 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

の早い段階で利上げに踏み切る公算が大きい。

南アフリカ：2 四半期連続のマイナス成長は免れるも、低成長に留まる

製造業、卸売・小売業がプラス成長をけん引も、景況感の悪化が続いており予断を許さない状況が続く

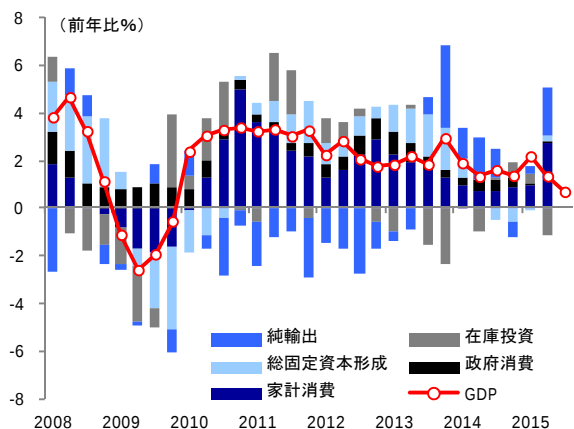
24日に発表された南アフリカ 7～9 月期 GDP は、前期比年率+0.7%（4～6 月期：同▲1.3%）とプラス成長に転じ、2 四半期連続のマイナス成長は免れた。干ばつの影響で農業が 3 四半期連続のマイナス成長（4～6 月期：同▲19.7%→7～9 月期：同▲12.6%）となったほか、コモディティ価格の下落を受けて鉱業（4～6 月期：同▲6.3%→7～9 月期：同▲9.8%）が更に減速した。一方で製造業（4～6 月期：同▲6.3%→7～9 月期：同+6.2%）及び卸売・小売業（4～6 月期：同▲0.6%→7～9 月期：同+2.5%）が回復したことが、今回のプラス成長につながった。但し、南アフリカの景況感は悪化しつつあり、また南アフリカ準備銀行（SARB）が 19 日の金融政策決定会合にて 25bp の利上げに踏み切ったことで、消費及び設備投資への悪影響が懸念される状態にある。斯かる状況下では、7～9 月期 GDP の結果をもって、南アフリカ経済が持ち直したと判断するのは早計だと考える。

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

BCB は 6 対 2 で据え置きを決定も、次回会合で利上げサイクル再開か

25 日（水）のブラジル中銀（BCB）金融政策決定会合（COPOM）では、政策金利（Selic レート）の据え置きが 6 対 2 で決定された。トンビニ BCB 総裁は据え置きの姿勢を示したが、反対した 2 人の委員は 50bp の利上げを主張した。声明文では、前回会合で記載されていた「政策金利を十分な期間維持することが、インフレ率の目標への収束に必要」との文言が削除されている。足許の拡大消費者物価指数（IPCA）が前年比+9.93%と 2003 年 11 月以来の高水準となり、BCB のインフレ目標（+2.5%～+6.5%）を大きく上回る状況が続いているため、次回 2016 年 1 月の会合にて、BCB は再び利上げサイクルに入る可能性が高く、我々は 50bp の利上げを予想する。

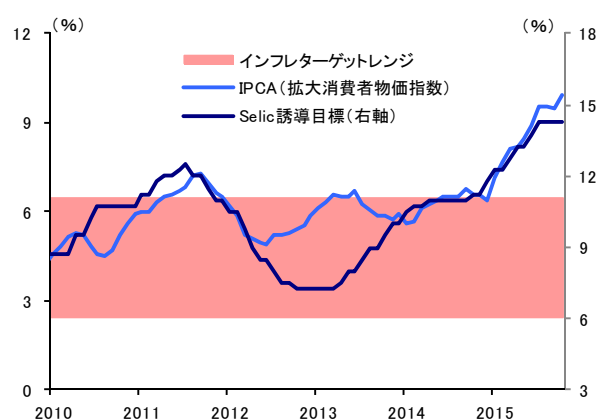
図表 5：南アフリカ 実質 GDP



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）2015 年 7～9 月期 GDP の需要別内訳は未公表

図表 6：ブラジル 政策金利と消費者物価指数



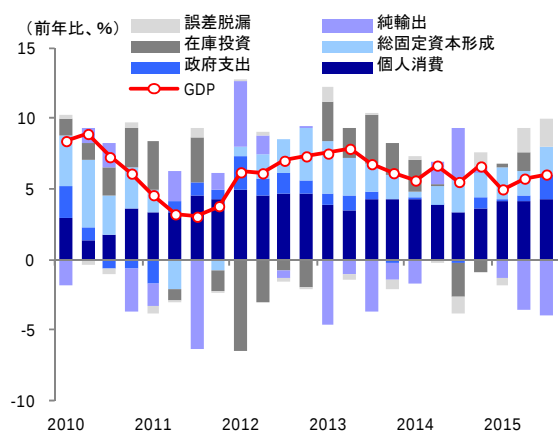
（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

フィリピン:7～9 月期 GDP は個人消費と政府支出がけん引

外需はマイナス成長となるも、個人消費や政府支出といった内需が成長を力強くけん引した

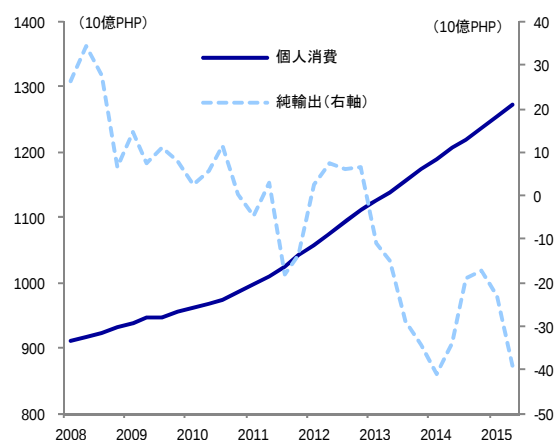
25日に発表されたフィリピン7～9月期GDPは前年比+6.0%と、市場予想(同+6.3%)を下回る結果になったものの、4～6月期(同+5.8%)を上回り2014年10～12月期以来の高成長となった。内訳をGDP寄与度(前年比)で見ると、純輸出(4～6月期:同▲3.5%→7～9月期:同▲3.9%)が3四半期連続でマイナス要因となる一方で、底堅い個人消費(4～6月期:同+4.1%→7～9月期:同+4.3%)と政府支出の伸び(4～6月期:同+0.5%→7～9月期:同+1.7%)がけん引役となった。外需は低迷し続けているものの、フィリピン経済成長の主因であるOFW(海外フィリピン人労働者)送金は9月に前年比+4.3%と3か月ぶりに高い伸びとなったことから、同国経済は底堅い推移が見込まれる。また、CPIが低水準に留まっていることも、個人消費のサポート要因となろう。なお、経済・物価動向ともに順調に推移しており、フィリピン中銀(BSP)は2016年に入っても政策金利の据え置きを続けると予想する。

図表 7: フィリピン 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: フィリピン 個人消費と純輸出



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)個人消費・純輸出ともに4四半期移動平均

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20日 (金)	マレーシア	10月 消費者物価指数	2.5%	2.5%	2.6%	--
20日 (金)	台湾	3Q 国際収支：経常収支	--	\$19665M	\$16550M	\$16380M
23日 (月)	シンガポール	10月 消費者物価指数	-0.4%	-0.8%	-0.6%	--
23日 (月)	フィリピン	10月 総合国際収支	--	\$469M	\$219M	--
24日 (火)	タイ	10月 貿易収支(通関ベース)	\$1656M	\$2100M	\$2790M	--
25日 (水)	シンガポール	3Q GDP(前年比)	1.4%	1.9%	1.4%	--
25日 (水)	フィリピン	9月 貿易収支	-\$1555M	-\$1230M	-\$954M	-\$1048M
26日 (木)	韓国	11月 消費者信頼感	--	106.0	105.0	--
26日 (木)	フィリピン	3Q GDP(前年比)	6.3%	6.0%	5.6%	5.8%
27日 (金)	台湾	3Q GDP(前年比)	-1.0%	--	-1.0%	--
30日 (月)	韓国	10月 鉱工業生産(前年比)	2.4%	--	2.4%	--
30日 (月)	タイ	9月 国際収支：経常収支	--	--	\$1557M	--
30日 (月)	インド	3Q GDP(前年比)	7.2%	--	7.0%	--
12月1日 (火)	韓国	11月 貿易収支	--	--	\$6690M	\$6655M
1日 (火)	韓国	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	0.9%	--
1日 (火)	中国	11月 製造業PMI	--	--	49.8	--
1日 (火)	中国	11月 非製造業PMI	--	--	53.1	--
1日 (火)	中国	11月 Caixin中国PMI製造業	--	--	48.3	--
1日 (火)	中国	11月 Caixin中国PMI非製造業	--	--	52.0	--
1日 (火)	インドネシア	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	6.3%	--
1日 (火)	インド	12月 RBIレート	6.75%	--	6.75%	--
1日 (火)	タイ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.8%	--
2日 (水)	韓国	10月 国際収支：経常収支	--	--	\$10610.8M	--
2日 (水)	韓国	3Q F GDP(前年比)	--	--	2.6%	--
3日 (木)	タイ	11月 消費者信頼感指数	--	--	73.4	--
4日 (金)	フィリピン	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	0.4%	--
4日 (金)	マレーシア	10月 貿易収支MYR	--	--	9.69B	--
中東欧・アフリカ						
11月24日 (火)	南アフリカ	3Q GDP(前年比)	1.3%	1.0%	1.2%	1.3%
24日 (火)	トルコ	11月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
30日 (月)	南アフリカ	10月 貿易収支(ラント)	--	--	-0.9B	--
12月3日 (木)	トルコ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.6%	--
4日 (金)	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	15.0%	--	15.6%	--
ラテンアメリカ						
11月20日 (金)	メキシコ	3Q GDP(前年比)	2.4%	2.6%	2.2%	0.023
25日 (水)	ブラジル	9月 FGV消費者信頼感	--	76.7	75.7	--
25日 (水)	メキシコ	3Q 経常収支	-\$8135M	-\$8856M	-\$7980M	-\$7651M
26日 (木)	ブラジル	11月 SELICレート	14.25%	14.25%	14.25%	--
26日 (木)	ブラジル	10月 経常収支	-\$4110M	-\$4166M	-\$3076M	-\$3066M
12月1日 (火)	ブラジル	3Q GDP(前年比)	-4.1%	--	-2.6%	--
2日 (水)	メキシコ	11月 送金総額	--	--	\$2060.0M	--
2日 (水)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	--	--	\$1996M	--
2日 (水)	メキシコ	11月 IMEF製造業指数(季調済)	--	--	51.6	--
2日 (水)	メキシコ	11月 IMEF非製造業指数(季調済)	--	--	50.4	--
3日 (木)	メキシコ	9月 総設備投資	4.8%	--	2.9%	--

(注)2015年11月27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	6.3895	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7496 ～ 7.7744	7.7505	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 66.890	66.566	66.5	66.5	65.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	13742	14500	14500	14000	13750	13500
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1147.30	1200	1180	1150	1120	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.2218	4.40	4.40	4.15	4.00	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.059	47.120	46.9	47.0	46.3	45.6	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4335	1.4087	1.39	1.38	1.36	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	32.545	32.90	32.70	32.40	31.90	31.70
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.51	35.76	36.9	37.0	36.5	36.0	35.5
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22490	22550	23000	23000	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	65.8325	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.1588	14.2888	14.00	13.50	13.00	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	2.9263	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	3.7435	4.05	4.30	4.40	4.30	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3425	16.5682	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	19.191	18.91	19.06	18.87	18.73	18.47
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.821	15.72	15.72	15.46	15.21	14.95
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.842	1.83	1.83	1.85	1.87	1.86
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.892	0.841	0.841	0.857	0.858	0.859
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.669	10.17	10.34	10.43	10.54	10.64
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ～ 34.334	29.027	27.73	27.73	28.92	29.50	29.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.600	2.60	2.60	2.59	2.59	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	87.04	87.77	88.41	88.24	88.06	87.22
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.768	3.71	3.73	3.70	3.70	3.66
タイバーツ	(THB)	3.267 ～ 3.737	3.430	3.31	3.30	3.29	3.28	3.27
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5452	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	1.869	1.74	1.79	1.85	1.97	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ～ 10.453	8.581	8.71	9.04	9.23	9.08	8.92
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	41.879	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	32.758	30.12	28.37	27.27	27.44	27.62
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.401	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27日の8時10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。