2015 年 12 月 4 日

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

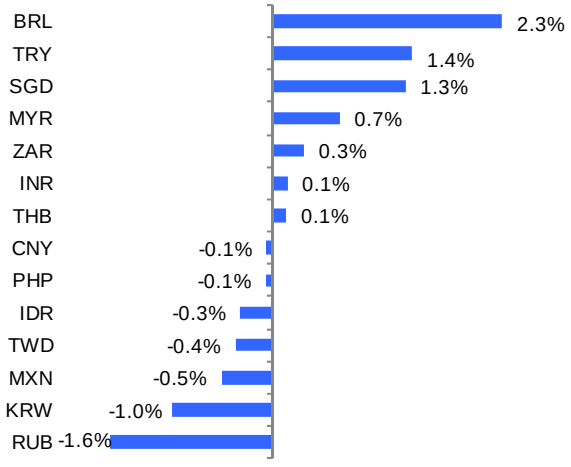
今週のエマージングマーケット

FRB 高官発言にも反応は限定的、ECB 理事会を受けて買い進まれる通貨も

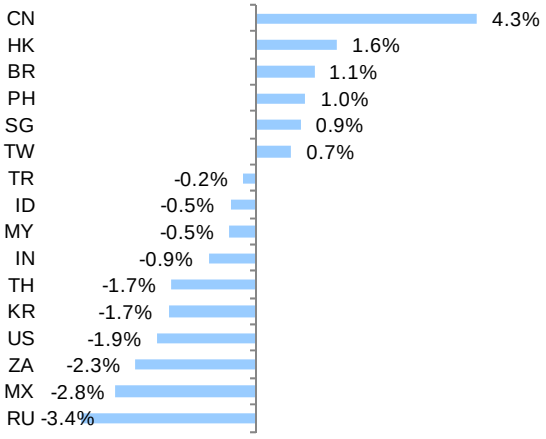
今週の新興国通貨は底堅い値動きとなった。週初に発表された予想を上回る米経済指標の結果に対し、新興国通貨の反応は限定的となり底堅い動きを続けた。その後、1 日には米 11 月 ISM 製造業景況指数が 3 年ぶりに景況判断の分岐点である 50 を下回ったことからドル安・新興国通貨高が進んだ。2 日、米 11 月 ADP 雇用統計の予想を上回る結果や、イエレン FRB 議長の年内利上げに対する前向きなコメントから一時ドルは買われるも、同時に利上げペースは緩やかになると発言したことや地区連銀経済報告（ベージュブック）において景気鈍化を報告する地区が増加したことを受けて新興国通貨の売り幅は限定的となった。3 日には、ECB 理事会にて追加緩和が発表されるも、市場の期待を下回る内容だったことから急速にユーロ高ドル安が進み、新興国通貨の売り圧力は更に後退した。

個別通貨でみると、ルセフ大統領の弾劾手続きが開始され、政権交代の期待が高まったことから BRL（+2.3%）は急伸。先週のトルコ軍によるロシア軍機撃墜事件は収束を見せ始める中、トルコ 10 月貿易収支の赤字額が縮小したことで TRY（+1.4%）は上昇した。また、市場の期待を下回る ECB 追加緩和策を受けて、ドル安 SGD 高（+1.3%）が進んだ。一方、原油価格が下落したことに連れて RUB（▲1.6%）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：ブラジルボベスパ指数、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

2016 年に負の連鎖から抜け出す国は現れるのか

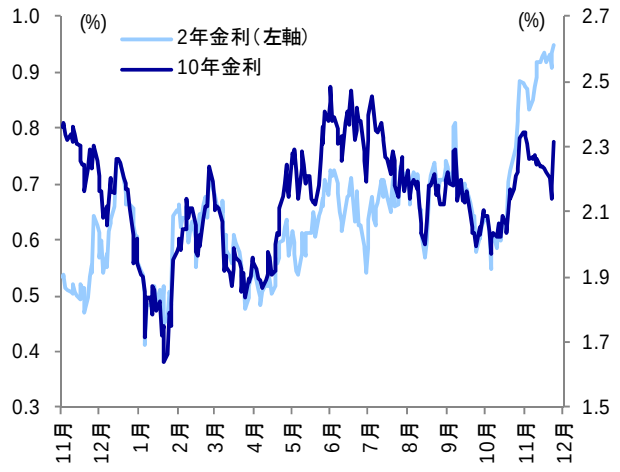
米雇用統計、FOMC を控えてポジション調整の動きに留まる

今週の新興国通貨は、FRB 高官から次々と年内利上げに積極的な発言が出るも、反応は限定的となり、むしろ米 11 月雇用統計を前にポジション調整と見られる巻き戻しの動きが目立った。TRY は前週にロシア軍機の撃墜を受けて、大きく売られていた分を取り戻す動きとなり、一方で KRW は月末のドル売り需要が後退したことで売り戻される値動きとなった。その後、ECB 理事会を受けて新興国通貨は総じて買い優勢の展開となるも、週次の騰落率で見れば総じて小動きに留まる通貨が多く、イベントを前に静観する参加者が多かったと推測される。

新興国経済は負の循環に陥りつつある

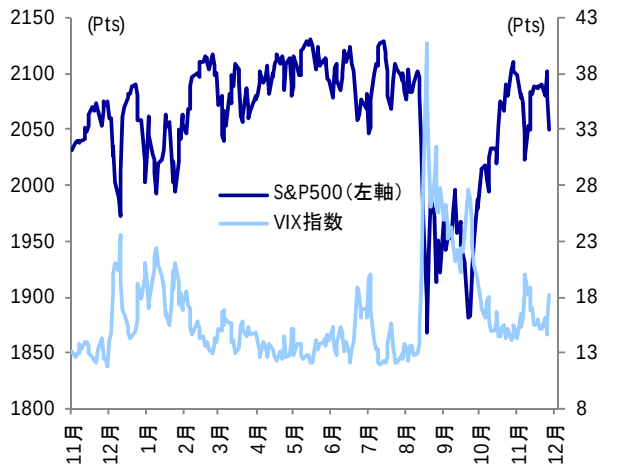
新興国の 7～9 月期 GDP が出揃いつつあるが、前期から目立った変化は見られていない。コモディティ依存型経済の国々は落ち込みが激しく、ブラジルの 7～9 月期 GDP は前期比▲1.7%と 3 四半期連続の減少となった。また、輸出主導型経済の国々も苦戦しており、シンガポールの 7～9 月期 GDP は前期比年率+1.9%と 2014 年 1～3 月期以来の低成長となった。内需主導型経済の国々でも伸び悩みが見られ、インドネシアの 7～9 月期 GDP は前年比+4.73%と 4～6 月期（同+4.67%）から加速するも伸び幅は小幅に留まった。米利上げによる影響で、資本流出・自国通貨安が進んだことで、内需主導経済の国々において消費が伸び悩み、結果、そうした国々の輸入が増加しないため、輸出主導型経済の国々も苦戦している。そうなれば製品の原材料であるコモディティ需要も伸びず、ブラジルのような国では景気後退が発生する。こうした負の連鎖を抜け出すためには、行動様式を変える必要があり、その点で韓国経済は注目に値する。同国は外需から内需へと景気のけん役を急速に変えつつあり、7～9 月期 GDP は前期比+1.3%と 2010 年 4～6 月期以来の高成長を遂げた。こうした動きが他の輸出主導型経済の国々にも見られるかに 2016 年は注目していきたい。

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

韓国： 金融政策決定会合プレビュー

好調な内需、輸出の持ち直しを背景に、今回は金融政策を維持する見込み

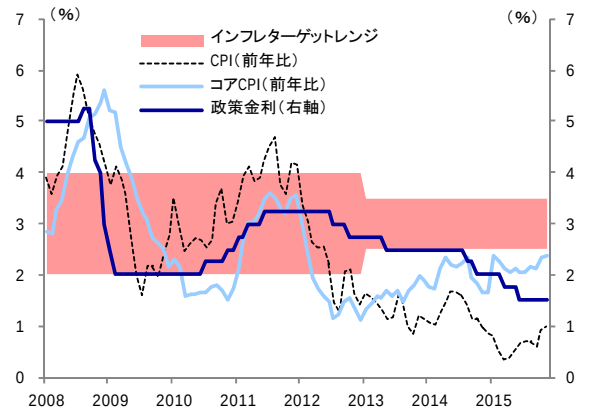
10 日（木）に開催される韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では現状維持を予想する。前回会合（11 月 12 日）後の記者会見において李 BOK 総裁が「景気回復の持続を見極めるためには 1 月まで待つ必要」があると述べていることから、今回の会合で政策金利が変更される可能性は極めて低いと言えよう。前回会合後に発表された経済指標を見ると、11 月貿易統計では今まで減少幅の拡大基調が続いていた輸出が前年比▲4.7%と、前月（同▲15.9%）から減少幅が大きく縮小し、3 か月移動平均でみた中期的な基調では持ち直しの兆しを見せている。また、10 月小売売上高は前年比+6.5%と 2012 年 2 月以来となる高い伸びを示すなど内需は好調な状態が続いている。BOK の想定通り韓国経済は堅調に推移しており、当面利下げの必要性は低いと考える。

ロシア： 金融政策決定会合プレビュー

CBR は、トルコ製品の輸入禁輸措置と米利上げの影響を見極めるために、現状維持か

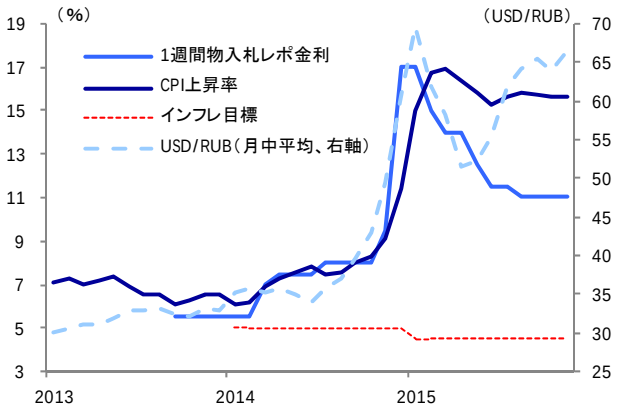
11 日（金）に開催されるロシア中銀（CBR）の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回会合（10 月 30 日）では足許のインフレ率が依然として高いことを理由に政策金利を 11%に据え置いたものの、今後はインフレが低下する可能性があり、利下げに向けた準備を数か月間かけて行う方針を明らかにした。実際、ロシア 10 月の消費者物価指数（CPI）は前年比+15.6%（9 月同+15.7%）と僅かながらも減速し、また 11 月 13 日にナビウリナ CBR 総裁は遅くとも来年の 3 月までに利下げに着手すると述べている。しかし、11 月 24 日にトルコ軍がロシア軍機を撃墜し、ロシアがトルコ製品の一部を対象とした輸入禁止措置を決定。この輸入禁止措置が食料品価格の高騰を招く可能性があるほか、利上げ開始が見込まれる FOMC の直前でもあるため、CBR は国内インフレ動向や米利上げの RUB 相場への影響を見極めるために利下げを見送ると予想する。

図表 3： 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 4： ロシア 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

インド：成長率が加速するなか、RBI は政策を据え置き

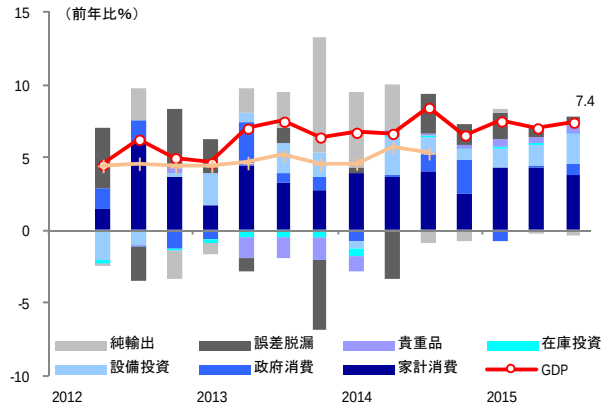
7～9 月期 GDP は設備投資の拡大などを背景に伸びが加速

11 月 30 日に発表されたインド 7～9 月期 GDP は前年比+7.4%と 4～6 月期（同+7.0%）から加速した。需要項目別にみると、民間最終消費が（4～6 月期：同+7.4%→7～9 月期：同+6.8%）減速する一方、海外企業を中心に設備投資（4～6 月期：同+4.9%→7～9 月期：同+6.9%）が拡大したほか、政府支出（4～6 月期：同+1.2%→7～9 月期：同+5.2%）が成長をけん引した。また、産業ごとの付加価値を合計した実質総付加価値（GVA）も前年比+7.4%と 4～6 月期（同+7.1%）から加速した。内訳をみると、建設業（4～6 月期：同+6.9%→7～9 月期：同+2.6%）や卸・小売業（4～6 月期：同+12.8%→7～9 月期：同+10.6%）が減速したものの、自動車を中心に製造業（4～6 月期：同+7.2%→7～9 月期：同+9.3%）が好調だったほか、金融・不動産を始めとした法人サービス業及び個人サービス業が全体を押し上げた。GDP と GVA ともに前期から伸びを高めており、インド経済は回復基調にある模様だ。

RBI は現状据え置きを決定も、追加緩和に含みを持たせる

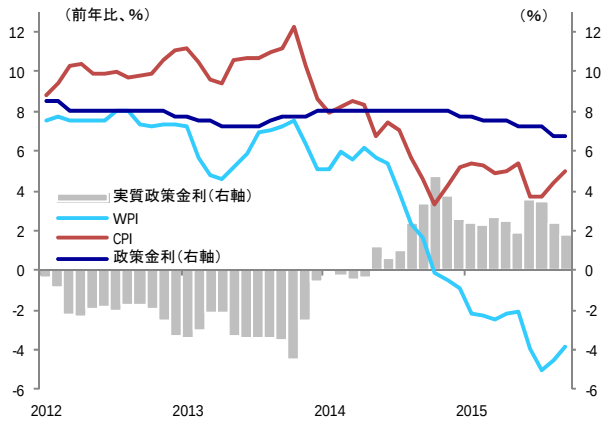
1 日の金融政策決定会合にて、インド準備銀行（RBI、中央銀行）は市場予想通り政策金利であるレポレートを 6.75%に据え置いた。ラジャン RBI 総裁は、足許の景気認識について、資本財や自動車などで堅調な伸びが見られるものの、海外経済や地方での需要低迷の影響が大きく、景気を下押ししているとの認識を示した。なお、2015 年度の成長率予想は+7.4%に据え置いた。また、インフレに関しては、原油価格は地政学リスクが無ければ当面低水準に留まることなどから、ダウンサイドリスクはあるものの、概ね前回会合時点の見通し通りに推移するとしている。今後は、2017 年 3 月のインフレ率が+5%に到達するように経済が安定推移すれば、「RBI は一段の緩和余地を利用する」とし、先行きの追加緩和に含みを持たせた。但し、RBI は 9 月の利下げを「前倒し」としているほか、引き続きこれま

図表 5： インド 実質 GDP



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6： 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）

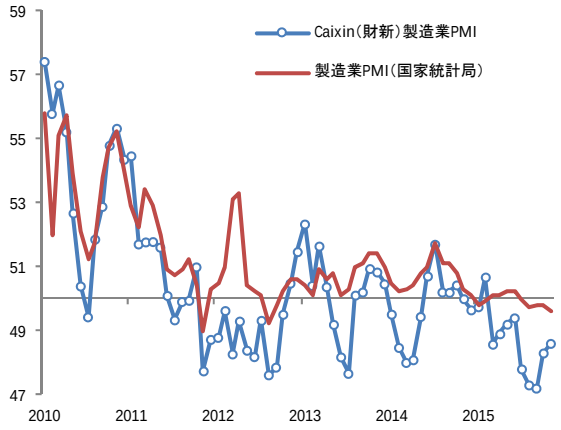
での金融緩和の効果を浸透させることに腐心しているとみられ、当面は政策金利を据え置き、利下げ効果の波及を図っていくと考えられる。

中国：PMI は、統計局発表値と Caixin（財新）発表値で大きく異なる結果に

統計局発表の PMI では、景気回復基調が未だ見られず

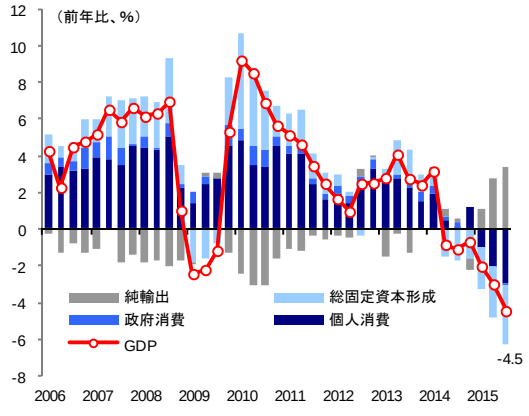
1 日に発表された中国 11 月製造業景況指数（PMI）は 49.6 と 10 月（49.8）及び市場予想（49.8）を下回り、4 か月連続で景気拡大と悪化の境目である 50 を下回った。なお、これだけ長期間に 50 を下回るのは、リーマンショック後の 2008 年 10 月～2009 年 2 月以来となる。内訳を見ると、前月まで 3 か月連続で改善を続けていた新規受注数（10 月:50.3→11 月:49.8）が 4 か月ぶりに低下し、50 を割り込んだ。輸出受注数（10 月:47.4→11 月: 46.4）も 2011 年 11 月以来の低水準になるなど、景気先行性の高い指標に下振れが目立った。一方で、同時に発表された中国 11 月 Caixin（財新）製造業 PMI 速報値は 48.6 と前月（48.3）から上昇した。内訳では、新規受注数（10 月:48.0→11 月:47.8）の減少幅は小幅となり、輸出受注数（10 月:50.7→11 月: 51.6）に至っては 2 か月連続で改善し、50 を上回っている。このように、国家統計局が発表する PMI と民間会社である Caixin が発表する PMI の結果に乖離が生じている。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小企業の割合が大きい。そのため、統計局が発表する PMI よりも振れ幅が大きくなる傾向があり、今回の結果は前月下振れた分が戻ってきたものと解釈される。よって、基調としては緩やかな低下が続いており、中国経済が底入れしたと判断するには早計と考える。8 日（日）には製造業の先行きを示す上で重要な中国 11 月貿易統計が発表されるが、そこでも輸出の改善が見られなければ、PMI の基調が示す通り中国経済の低迷が予想以上に長引くことを示唆しており、資本流出懸念を背景とした CNY 安基調は当初の予想以上に長引く可能性が高い。

図表 7： 中国製造業 PMI



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8： ブラジル 実質 GDP



（資料）ブルームバーグ、Data Stream、みずほ銀行

ブラジル：7～9 月期 GDP は 1996 年以来となる大幅なマイナス成長に

7～9 月期 GDP は、主要項目全てで減速を記録

1 日に発表されたブラジル 7～9 月期 GDP は前期比▲1.7%と市場予想（同▲1.2%）より悪化し、更に 4～6 月期についても下方修正（同▲1.9%→同▲2.1%）された。前年比でみると▲4.5%（4～6 月期：同▲3.0%）と大きな減速となっており、1996 年 10～12 月期以来となる大幅なマイナス成長となった。内訳をみても、個人消費（4～6 月期：同▲3.0%→7～9 月期：同▲4.5%）、政府消費（4～6 月期：同▲0.3%→7～9 月期：同▲0.4%）、総固定資本形成（4～6 月期：同▲12.9%→7～9 月期：同▲15.0%）、輸出（4～6 月期：同+7.7%→7～9 月期：同+1.1%）、輸入（4～6 月期：同▲11.5%→7～9 月期：同▲20.0%）と主要項目の全てで減速を記録した。特に総固定資本形成においては 6 期連続でマイナス成長となっており、GDP への寄与度は前年比で▲3.2%ポイントと 7～9 月期 GDP のマイナス成長（同▲4.5%）の主因となった。ブラジル経済の減速が止まる気配は今のところない。足許、BRL 安による物価の高止まりも懸念されており、ブラジル中銀（BCB）は内需刺激のために金融緩和に踏み切ることができない状況に追い込まれている。更にブラジル政府は財政目標見通し引き下げの法案の可決に失敗し、100 億レアルの予算が凍結されたことで政府支出が一部を除いて停止された。そうした中、ルセフ大統領の弾劾手続きが開始されるなど政治情勢はここにきて混迷を深めている。ブラジルは自国だけでは、経済的な苦境を打破できず、ひたすら外部環境の改善を待つ苦しい状況に陥っている。

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27日 (金)	台湾	3Q GDP(前年比)	-1.0%	-0.6%	-1.0%	--
30日 (月)	韓国	10月 鉱工業生産(前年比)	2.2%	1.5%	2.4%	2.8%
30日 (月)	タイ	9月 国際収支:経常収支	$2800M	$5178M	$1557M	--
30日 (月)	インド	3Q GDP(前年比)	7.3%	7.4%	7.0%	--
12月1日 (火)	韓国	11月 貿易収支	$6957M	$10361M	$6690M	$6655M
1日 (火)	韓国	11月 消費者物価指数(前年比)	0.9%	1.0%	0.9%	--
1日 (火)	中国	11月 製造業PMI	49.8	49.6	49.8	--
1日 (火)	中国	11月 非製造業PMI	--	53.6	53.1	--
1日 (火)	中国	11月 Caixin中国PMI製造業	48.3	48.6	48.3	--
1日 (火)	インドネシア	11月 消費者物価指数(前年比)	4.9%	4.9%	6.3%	--
1日 (火)	インド	12月 RBIﾚﾎﾟﾚｰﾄ	6.75%	6.75%	6.75%	--
1日 (火)	タイ	11月 消費者物価指数(前年比)	-0.7%	-1.0%	-0.8%	--
2日 (水)	韓国	10月 国際収支:経常収支	--	$8961.6M	$10610.8M	$10540.3M
2日 (水)	韓国	3Q GDP(前年比)	--	2.7%	2.6%	--
3日 (木)	タイ	11月 消費者信頼感指数	--	74.6	73.4	--
3日 (木)	中国	11月 Caixin中国PMIｻｰﾋﾞｽ業	--	51.2	52.0	--
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	--
7日 (月)	台湾	11月 貿易収支	$5.98B	--	$6.12B	--
7～31日	インド	3Q 国際収支：経常収支	-$7.8B	--	-$6.2B	--
8日 (火)	中国	11月 貿易収支	$63.50B	--	$61.64B	--
8日 (火)	中国	11月 輸出(前年比)	-5.3%	--	-6.9%	--
10日 (木)	韓国	12月 韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	1.50%	--
10～15日	中国	11月 新規貸出（人民元）	800.0B	--	513.6B	--
10～15日	中国	11月 ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲM2(前年比)	13.4%	--	13.5%	--
10～15日	インド	11月 貿易収支	--	--	-$9767.3M	--
中東欧・アフリカ						
11月30日 (月)	南アフリカ	10月 貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	-7.8B	-21.4B	-0.9B	-1.3B
12月3日 (木)	トルコ	11月 消費者物価指数(前年比)	7.8%	8.1%	7.6%	--
4～7日	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	14.9%	--	15.6%	--
8日 (火)	南アフリカ	3Q 経常収支	--	--	-124B	--
9日 (水)	南アフリカ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	4.7%	--
10日 (木)	トルコ	10月 経常収支	--	--	$0.10B	--
10日 (木)	トルコ	3Q GDP(前年比)	--	--	3.8%	--
10日 (木)	ロシア	3Q GDP(前年比)	-4.1%	--	-4.1%	--
11日 (金)	ロシア	12月 主要金利	10.5%	--	11.0%	--
11日 (金)	ロシア	10月 貿易収支	$9.4B	--	$9.6B	--
ラテンアメリカ						
12月1日 (火)	ブラジル	3Q GDP(前年比)	-4.2%	-4.5%	-2.6%	-3.0%
2日 (水)	メキシコ	11月 送金総額	$2135.0M	$2075.9M	$2060.0M	--
2日 (水)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	$1200M	$1197M	$1996M	--
3日 (木)	メキシコ	9月 総設備投資	5.2%	5.3%	2.9%	--
4日 (金)	メキシコ	11月 消費者信頼感指数	92.0	--	91.3	--
9日 (水)	ブラジル	11月 IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	--	--	9.9%	--
9日 (水)	メキシコ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.5%	--

(注)2015 年 12 月 4 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 1～11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	6.3980	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7495 ～ 7.7744	7.7502	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 66.891	66.661	66.5	66.8	67.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	13845	14200	14500	14000	13750	13500
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1164.55	1190	1170	1140	1110	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.2253	4.40	4.40	4.15	4.00	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.350	47.175	47.5	47.5	46.5	45.7	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4366	1.3968	1.43	1.43	1.38	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	32.780	32.90	32.70	32.40	31.90	31.70
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.67	35.85	36.5	37.0	36.5	36.0	35.5
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22488	22550	23300	23300	23300	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	67.5688	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.4920	14.3611	14.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	2.8834	3.00	3.20	3.35	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 4.2478	3.7591	3.90	4.20	4.40	4.30	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3425	16.7109	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	19.175	19.07	19.69	19.34	19.21	18.79
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.829	15.85	16.24	15.85	15.59	15.21
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.838	1.85	1.89	1.84	1.92	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.886	0.866	0.869	0.879	0.880	0.874
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.630	10.34	10.77	10.79	10.90	10.83
マレーシアリンギ	(MYR)	26.646 ～ 34.334	29.227	27.95	28.64	29.64	30.25	30.26
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.618	2.59	2.65	2.65	2.65	2.63
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	87.83	86.01	88.11	89.13	90.30	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.743	3.74	3.85	3.80	3.79	3.72
タイバーツ	(THB)	3.250 ～ 3.737	3.422	3.37	3.41	3.37	3.36	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5455	0.55	0.54	0.53	0.52	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	1.816	1.76	1.85	1.89	2.02	1.97
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ～ 10.453	8.542	8.48	9.00	9.11	9.31	9.08
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	42.536	41.00	39.38	36.72	34.57	33.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ～ 46.148	32.630	31.54	30.00	27.95	28.14	28.10
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.341	7.11	7.41	7.28	7.29	7.20

（注）1. 実績の欄は 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 4 日の 8 時 20 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に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。