

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

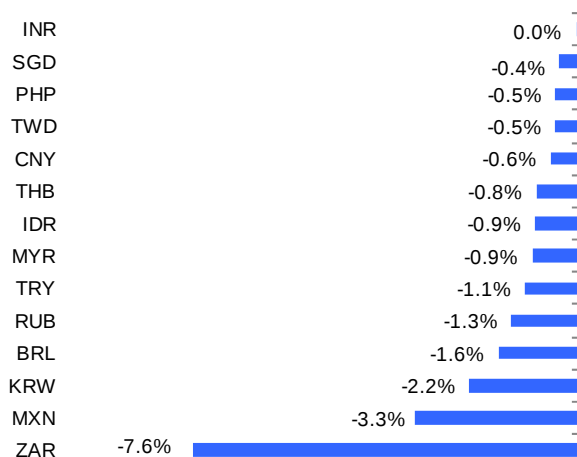
今週のエマージングマーケット

原油価格の下落、政治情勢の混乱を背景に軟調な展開に

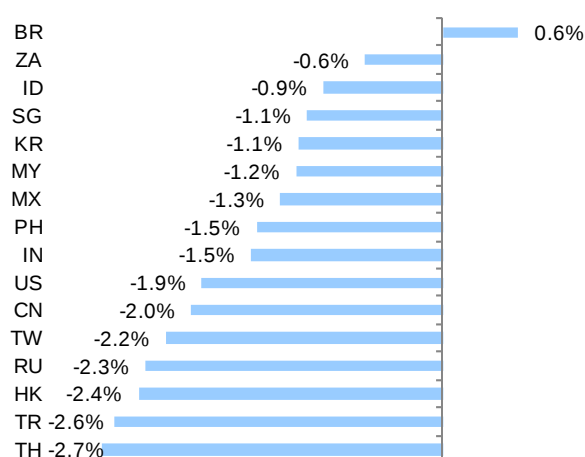
今週の新興国通貨は徐々に値を下げていく展開となった。先週末、注目の米 11 月雇用統計は市場予想を上回る強い結果となったものの、新興国通貨の反応は限定的となり、週初も雇用統計発表前と同水準で推移。しかし、先週末の OPEC 総会で減産合意が見送られたことで、原油価格が値を下げるに連れ、資源国通貨が売り込まれ始めた。さらに 8 日の中国 11 月貿易統計が冴えない結果になると、資源国通貨に限らず新興国通貨全体で軟調な展開となった。やがて、原油価格の下落と中国の冴えない貿易統計は、市場全体にリスクオフムードの広がりを招く結果となり、OPEC 月次報告書で OPEC 全体の 11 月産油量が 2012 年以来の高水準となったことが発表されると、原油は更に値を下げ、資源国通貨を始めとした新興国通貨への売り圧力は高まった。

個別通貨でみると、南アフリカのズマ大統領がネネ財務相を解任したとの報道を受け、ZAR (▲7.6%) は急落した。原油価格の下落に連れ MXN (▲3.3%)、RUB (▲1.3%)、MYR (▲0.9%) は軟化。また、韓国株式市場の下落にともない KRW (▲2.2%) は大きく値を下げた。このほか、米大手格付け会社が投資適格級の喪失を示唆したことで BRL (▲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

FRB メンバーの政策金利見通しが焦点に

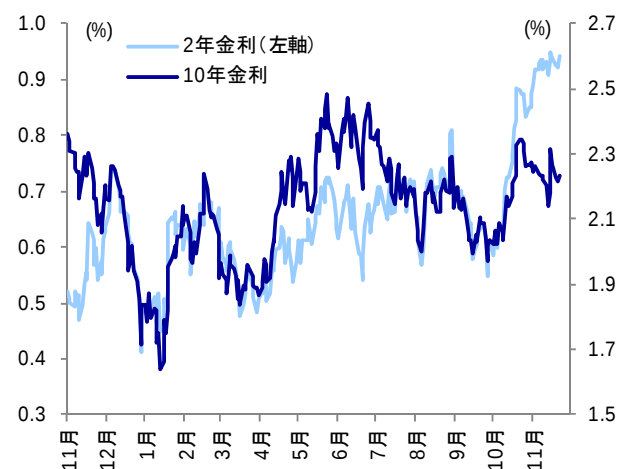
コモディティと政治情勢の混乱
が新興国通貨のリスク要因

今週の新興国通貨は、軟調な値動きとなった。また、FOMC 前ということもあり積極的なポジション構築を避ける動きがあったためか、週前半では小幅な動きに留まる通貨が目立った。但し、原油価格が 40 ドルを割れたことや、政治情勢の混乱が見られたことで、MXN など資源国通貨や ZAR など一部の通貨は大きく売られる展開となった。新興国通貨にとっては、引き続きコモディティ価格の低迷と政治情勢の混乱がリスクであることを再認識させられた週となった。今週は大きな動きを見せなかったものの、大統領の弾劾手続きが進みつつあるブラジルは、年内に政局が大きく変わる可能性もあり、引き続き注意が必要な状態が続いている。

FRB メンバーの金利見通しが
引き下がれば、新興国通貨も
落ち着きを取り戻すか

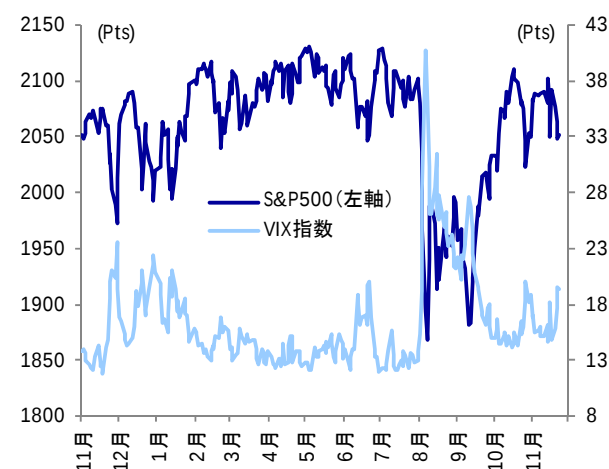
15 日（火）～16 日（水）によいよ 12 月 FOMC が開催される。12 月利上げが市場にほぼ織込まれる中、新興国通貨にとっては、利上げ決定のアナウンスよりも FRB メンバーの政策金利見通し（予想中央値）の方がより重要になると見込まれる。政策金利見通しが発表される FOMC 前後 1 か月の値動きを、IDR や KRW を例に 2013 年から見てみると、政策金利見通しが引き上がった場合、FOMC 前に売られ、そのまま値を戻せないケースが目立つ。一方で、政策金利見通しが引き下がると、FOMC 後に買い戻しが入り、売られた分をほぼ取り戻す展開となるケースが多くなっている。前回 FOMC 以降、米 11 月 ISM 製造業景気指数が 48.6 と 2009 年 6 月以来の低水準を記録し、米企業の 7～9 月期収益が 6 年ぶりに前年比マイナスに陥るなど、米国経済の先行きに関して悪材料が積み上がりつつある。更に 2014 年 9 月の FOMC 以降、回を重ねるごとに見通しが下がっていることに鑑みると、今回も下がる可能性が高い。そうなれば、FOMC 後の新興国通貨は落ち着きを取り戻す展開となるだろう。

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

タイ: 金融政策決定会合プレビュー

インフレ率の持ち直し、緩和的な金融政策の効果を見極めるために今回は現状維持を予想

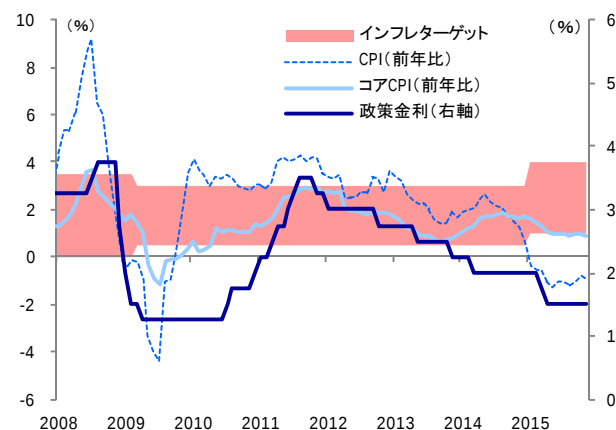
16日(水)に開催されるタイ中央銀行(BOT)の金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。前回会合(11月4日)では全会一致で1.5%の政策金利が据え置かれるとともに、声明文では中国を始めとするアジア諸国の景気低迷がタイ経済のダウンサイドリスクであることに言及した。しかし、先行きについては緩和的な金融環境と為替レート(THB 安)が景気回復を下支えするとした。前回会合後発表された11月消費者物価指数(CPI)は前年比▲1.0%(10月同▲0.8%)と更にマイナス幅が拡大したことで、BOTの緩和余地は拡大した。しかし、2日にウィラタイ BOT 総裁は、「2016年のCPIは早い時期にプラスに転じる見込みであり、物価の安定に関しては現時点では何も問題ない」と述べている。また、タイ11月消費者信頼感指数も74.6(10月同73.4)と2か月連続で上昇しており、消費者心理は改善の兆しを見せている。以上のように、BOTは今後インフレ率が上昇に転じると見ているほか、楽観的な景気見通しを保持しているため、当面は政策金利を据え置くであろう。

フィリピン: 金融政策決定会合プレビュー

国内経済が順調に推移する中、BSPは金融政策を据え置くと考え

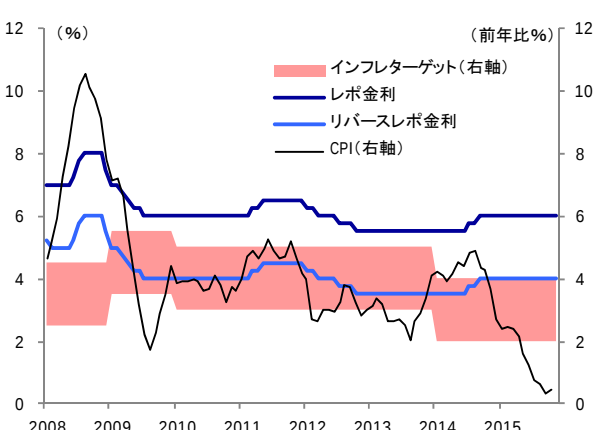
17日に開催されるフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合では、現状政策の据え置きを予想する。前回11月12日の会合では政策金利が4.00%に据え置かれた。声明文では、2015年のインフレ率がBSPの目標(+2.0%~+4.0%)の下方に留まるとの認識が示されたほか、インフレ予測が下方修正された(2015年:+1.6%→+1.4%、2016年:+2.6%→+2.3%)。また、景気認識に関して、外部環境や海外経済の不均衡な成長に懸念が示されたものの、堅調な国内需要が経済の下支えとなるとの見方を示した。会合後に発表された経済指標を見ると、9月の海外フィリピン人労働者(OFW)送金は前年比+4.3%と8月(同▲0.6%)から反発したほか、7~9月期GDP

図表3: 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4: フィリピン 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)

は前年比+6.0%（4～6 月期同+5.8%）と加速している。また、11 月 CPI は前年比+1.1%と 10 月（同+0.4%）から加速したものの、BSP 目標を依然下回っている。国内経済が順調な推移を続ける中で、物価も安定的に推移しているほか、16 日 FOMC では米利上げ開始も予想されており、BSP があえて金融政策を変更する必要性は小さいだろう。

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

米利上げ開始の影響を見極めるために BI は現状政策を据え置きか

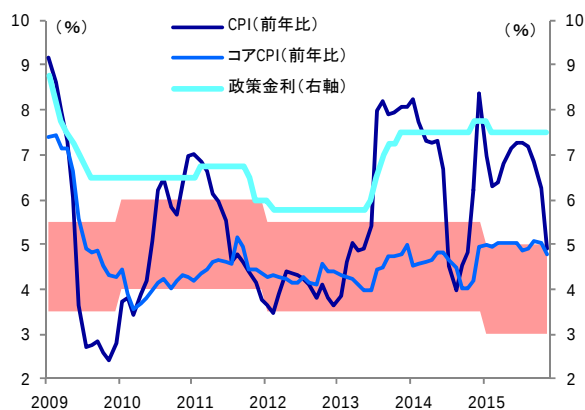
17 日に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回 11 月 17 日の会合では政策金利が 7.50%に据え置かれたが、景気下支えを目的に預金準備率が 8.00%から 7.50%に引き下げられた。声明文では、物価について 2015 年は BI の目標（+3%～+5%）に収まるとの見方が示され、引き続き利下げ余地が残されているとの見方が示された。実際、会合後に発表された 11 月 CPI は前年比+4.9%と 10 月（同+6.3%）から伸びが大幅に縮小した。なお、政府当局からは景気下支えを目的とした利下げ圧力が続いている模様だが、16 日 FOMC での決定が予想される米国の利上げを受けて、IDR を含む新興国通貨は下落する可能性がある。そのため、BI は今会合では米利上げの影響を見極めるために金融政策を据え置くだろう。また、来年 1 月にかけて米利上げによる IDR 相場及びインドネシア経済への影響が一巡し、ベース効果剥落によるインフレ率の低下が確認された場合、BI が利下げに踏み切る可能性が高まると考えられる。

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

メキシコ中銀は、米利上げの影響を見極めるために利上げを先送りか

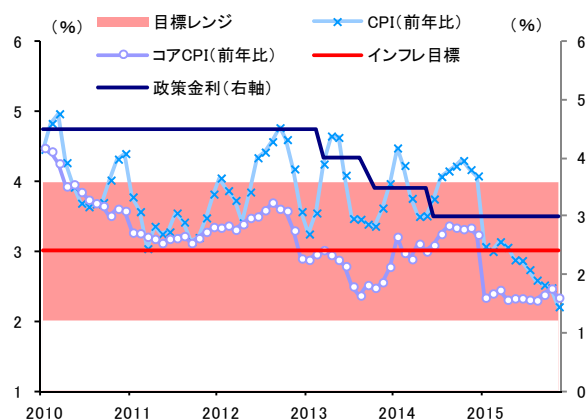
18 日（金）に開催されるメキシコ中銀（BOM）の金政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。今年の 7 月に、BOM は資本流出を防ぐために、FRB に合わせて利上げをする方針を示しており、また金融政策決定会合の日程を FOMC の後に変更するなど、米利上げに向けた準備を進

図表 5：インドネシア 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

図表 6：メキシコ 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

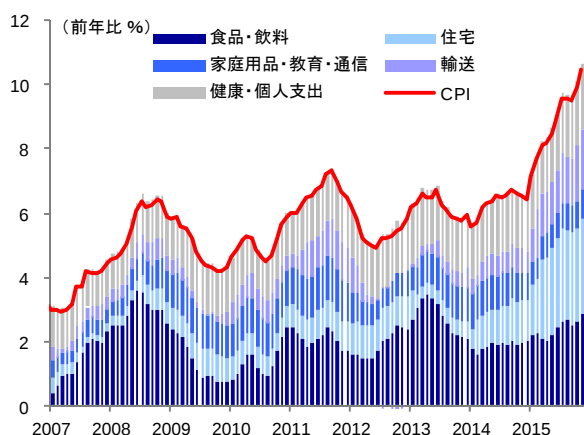
めてきた。15～16日のFOMCにおいて、米利上げが行われることはほぼ確実と見られ、BOMも追随して利上げすると予想する向きもある。しかし、12日の発表された前回会合（10月29日）の議事要旨によると、経済成長の減速と低下基調にあるインフレ率を背景に利上げに消極的な意見が見られる一方、メキシコの債券市場から投資家が流出する事態を回避するために利上げを支持する意見もあり、利上げに向けてメンバー内で意見の隔たりがあることが確認された。また、7日にカルステンス BOM 総裁は、米利上げが迫るなかで MXN の値動きに配慮するものの、BOM 政策金利決定における判断材料は FRB の政策だけではない考えを示すなど、ここにきて利上げに慎重な態度を打ち出している。更に前回会合後に発表されたメキシコ 11 月消費者物価指数 CPI は前年比 ▲2.2%（10 月同 ▲2.5%）と史上最低値を更新しており、インフレの面からも BOM が利上げをする必要性は薄れている。よって、米利上げによる国内経済への影響や MXN の動向を見極めるために、利上げは先送りされ则认为。

ブラジル:インフレ率は上昇継続、遂に 2 桁台へ

大半の品目で物価上昇率の加速が見られる結果に

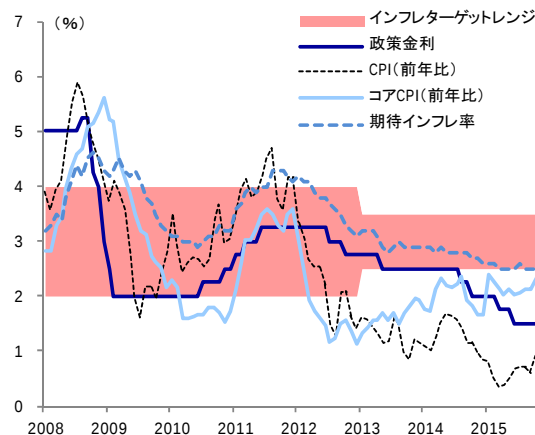
9日に発表されたブラジル 11 月拡大消費者物価指数（IPCA）は前年比 +10.48%（10 月同 +9.93%）と加速し、2003 年 11 月以来の高水準となった。全品目の内 78%で上昇が観測され、比率としては 2002 年以来の高水準となるなど幅広い分野で上昇幅が拡大した。内訳をみると BRL 安により上昇したガソリン価格の影響を受けて輸送費（10 月：前年比 +9.5%→11 月：前年比 +10.2%）が加速したことを始め、食料品（10 月：同 +10.4%→11 月：+11.5%）、衣類（10 月：同 +3.7%→11 月：同 +4.2%）、と幅広い品目で上昇が加速。光熱費や公共交通費などの管理価格についても（10 月：同 +17.5%→11 月：同 +18.0%）加速が見られた。この結果により、ブラジル中銀（BCB）は来年初にも利上げへと追い込まれる可能性が出てきた。

図表 7: ブラジル 拡大消費者物価指数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: 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

韓国：金融政策決定会合レビュー

国内景気の回復と米利上げ
を背景に BOK は政策据え置
き

10 日に開催された韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では全会一致で政策金利が 1.50% に据え置かれた。据え置きは今年 3 月に 25bp の利下げが行われて以来 6 会合連続で、今回の決定は市場予想通りとなった。声明では、引き続き輸出の減少傾向が続いているものの、消費者マインド改善により消費と投資の回復が続いているとの認識が示された。また、先行きについては海外経済の不透明感が韓国の経済成長に与える影響が大きくなることに引き続き懸念を表明した。他方、農作物やサービス価格上昇に伴う物価の高まりが指摘されたが、原油価格の下落により一時的なものになるとの見通しが示されている。李 BOK 総裁は会合後の会見にて、「据え置きの理由は国内景気が緩やかに回復していることと米利上げ後の影響を見極めるため」と発言した。韓国経済は緩やかながらも回復を続けており、また米利上げによる影響も不透明であるため、当面 BOK は金融政策を据え置くだらう。なお、李総裁はこれまで利下げの障害となってきた家計債務の増加に懸念を示し、今後家計の借入抑制措置が取られる可能性を示唆している。

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						
12月4日 (金)	フィリピン	11月 消費者物価指数(前年比)	0.7%	1.1%	0.4%	--
7日 (月)	台湾	11月 貿易収支	\$5.98B	\$2.75B	\$6.12B	--
8日 (火)	中国	11月 貿易収支	\$64.00B	\$54.10B	\$61.64B	--
8日 (火)	中国	11月 輸出(前年比)	-5.0%	-6.8%	-6.9%	--
10日 (木)	韓国	12月 韓国銀行7日間レートの	1.50%	1.50%	1.50%	--
10~15日	中国	11月 新規貸出(人民元)	735.0B	--	513.6B	--
10~15日	中国	11月 M2(前年比)	13.4%	--	13.5%	--
10~15日	インド	11月 貿易収支	-\$10100M	--	-\$9767.3M	--
10~31日	インド	3Q 国際収支: 経常収支	-\$7.8B	--	-\$6.2B	--
11日 (金)	インド	10月 鉱工業生産(前年比)	7.6%	--	3.6%	--
12日 (土)	中国	11月 小売売上高(前年比)	11.1%	--	11.0%	--
12日 (土)	中国	11月 鉱工業生産(前年比)	5.7%	--	5.6%	--
12日 (土)	中国	11月 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	10.1%	--	10.2%	--
14日 (月)	インド	11月 卸売物価(前年比)	-2.5%	--	-3.8%	--
14日 (月)	インド	11月 消費者物価指数(前年比)	5.4%	--	5.0%	--
15日 (火)	インドネシア	11月 貿易収支	--	--	\$1019M	--
15日 (火)	シンガポール	10月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-1.4%	--
15日 (火)	フィリピン	10月 海外送金(前年比)	--	--	4.3%	--
16日 (水)	タイ	12月 タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
17日 (木)	シンガポール	11月 非石油地場輸出(前年比)	1.7%	--	-0.5%	--
17日 (木)	フィリピン	12月 BSP翌日物借入金利	--	--	4.00%	--
17日 (木)	台湾	12月 CBC指標金利	1.6%	--	1.8%	--
17日 (木)	インドネシア	12月 インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	7.50%	--
18日 (金)	フィリピン	11月 総合国際収支	--	--	\$469M	--
中東欧・アフリカ						
12月4日 (金)	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	14.9%	15.0%	15.6%	--
8日 (火)	南アフリカ	3Q 経常収支	-152B	-165B	-124B	--
9日 (水)	南アフリカ	11月 消費者物価指数(前年比)	4.8%	4.8%	4.7%	--
10日 (木)	トルコ	10月 経常収支	-0.20B	-0.13B	0.10B	-0.12B
10日 (木)	トルコ	3Q GDP(前年比)	2.7%	4.0%	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	11.0%	--	11.0%	--
11日 (金)	ロシア	10月 貿易収支	9.4B	--	9.6B	--
15~16日	ロシア	11月 鉱工業生産(前年比)	-2.9%	--	-3.6%	--
17日 (木)	ロシア	11月 実質小売売上高(前年比)	-11.5%	--	-11.7%	--
ラテンアメリカ						
12月4日 (金)	メキシコ	11月 消費者信頼感指数	92.0	92.5	91.3	--
9日 (水)	ブラジル	11月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	10.4%	10.5%	9.9%	--
9日 (水)	メキシコ	11月 消費者物価指数(前年比)	2.3%	2.2%	2.5%	--
11日 (金)	メキシコ	10月 鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	1.7%	--
16日 (水)	ブラジル	10月 小売売上高(前年比)	--	--	-6.2%	--
16日 (水)	ブラジル	10月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-1.5%	--
17~22日	ブラジル	10月 経済活動(前年比)	--	--	-6.2%	--
18日 (金)	ブラジル	12月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	10.3%	--

(注)2015年12月11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	6.4386	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7495 ～ 7.7744	7.7501	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 66.891	66.720	66.5	66.8	67.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	13953	14200	14500	14000	13750	13500
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1181.53	1190	1170	1140	1110	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.2632	4.40	4.40	4.15	4.00	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.350	47.255	47.5	47.5	46.5	45.7	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4366	1.4037	1.43	1.43	1.38	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	32.849	32.90	32.70	32.40	31.90	31.70
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.67	36.03	36.5	37.0	36.5	36.0	35.5
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22480	22550	23300	23300	23300	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	69.0219	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.4920	15.4005	14.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	2.9262	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	3.8124	3.90	4.20	4.40	4.30	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3425	17.2018	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	18.898	19.07	19.69	19.34	19.21	18.79
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.699	15.85	16.24	15.85	15.59	15.21
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.823	1.85	1.89	1.84	1.92	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.872	0.866	0.869	0.879	0.880	0.874
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.317	10.34	10.77	10.79	10.90	10.83
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ～ 34.334	28.553	27.95	28.64	29.64	30.25	30.26
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.576	2.59	2.65	2.65	2.65	2.63
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	86.68	86.01	88.11	89.13	90.30	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.704	3.74	3.85	3.80	3.79	3.72
タイバーツ	(THB)	3.250 ～ 3.737	3.376	3.37	3.41	3.37	3.36	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5413	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	1.761	1.76	1.85	1.89	2.02	1.97
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ～ 10.453	7.898	8.48	9.00	9.11	9.31	9.08
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	41.580	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	31.916	31.54	30.00	27.95	28.14	28.10
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.074	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11日の8時30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。