

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

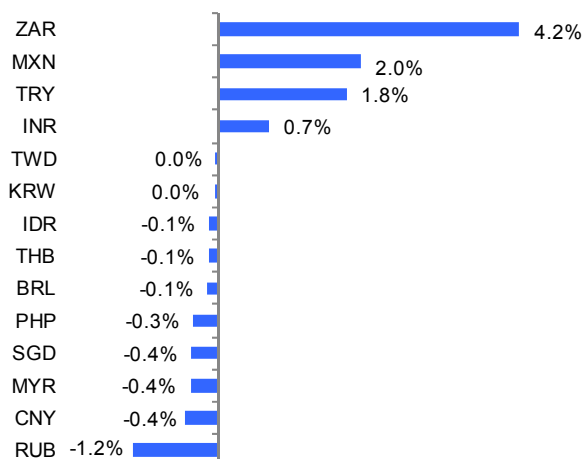
今週のエマージングマーケット

米利上げを受けても、新興国通貨は落ち着いた値動きに

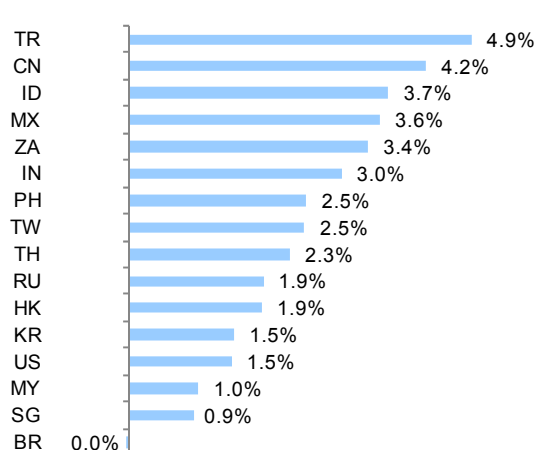
今週の新興国通貨は、FOMC 開催週にも拘わらず動意の薄い展開となった。週初は、引き続き原油が軟調な値動きとなったことに加え、中国経済に対する弱気な見方が新興国通貨の重石となった。15 日に原油価格の下落が一服すると、資源国通貨を始めとして新興国通貨は値を戻す展開となる。しかし、米経済指標（12 月 NY 連銀製造業景気指数、11 月消費者物価指数）が市場予想を上回ったためドルが上昇し、再び新興国通貨に売り圧力がかかった。注目の FOMC では市場予想通り 0.25% の利上げが発表された。市場が高い関心を持っていた政策金利見通しの中央値も大きな変化はなくドルは小幅に上昇するも、新興国通貨への影響は限定的となっている。

個別通貨でみると、先週に南アフリカのズマ大統領がネネ財務相を更迭し、ほぼ無名国会議員のファンルーエン氏を後任に起用することを表明したことで急落していた ZAR は、ズマ大統領が財務相経験者のゴードン氏を新財務相に指名したことから急伸（+4.2%）。また、米利上げに追随してメキシコ中銀が政策金利を引き上げたことから MXN（+2.0%）は買われた。そのほか、先週末に売り込まれていた TRY（+1.8%）は、FOMC が予想範囲内の結果となったことで反発。一方で、原油価格が下落したことを受けて、RUB（▲1.2%）は 8 月以来となる 70 を上回る水準まで売られた。

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

年末にかけては政治情勢がリスクとなりうる

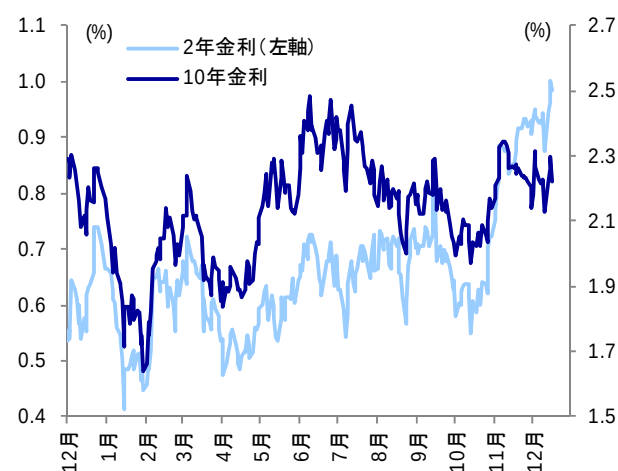
FRB メンバーの 2016 年末政策金利見通しは引き下がらず

今週の新興国通貨は、15～16 日の FOMC に向けて売られた分を取り戻す展開となった。FOMC 後に公表された FRB メンバーの政策金利見通し（予想中央値）では、2017 年末・2018 年末にかかる金利が小幅に下がったのみで、2016 年は年 4 回の利上げペースを維持するとの見通しは変わらなかった（25bp ずつ利上げした場合）。過去の FOMC 前後の値動きを見てみると、来年の見通しが引き下がらない場合、FOMC 後も大半の新興国通貨は上値が重いまま推移する傾向にあり、この傾向が続くとすれば年内は大きく値を戻すことなく上値の重い展開が続くだろう。

BRL、RUB、TRY、ZAR と政治的懸念事項を抱えた国々の通貨は年末にかけて急落するリスクを孕む

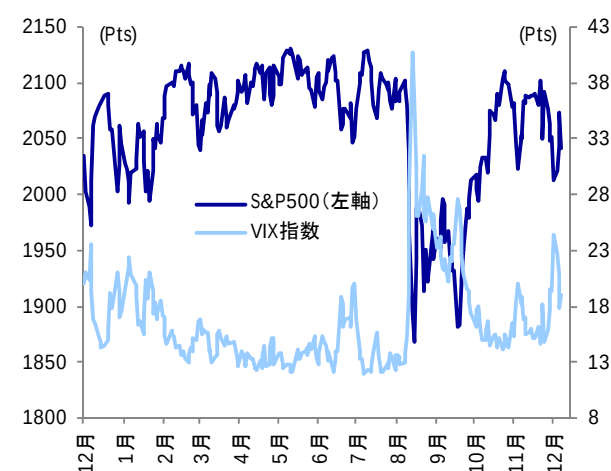
FOMC が終わり、年内も残すところわずか 2 週間となった。去年の例に例えば、新興国通貨も徐々に値幅が小さくなり動意が薄くなっていくことが予想される。同時に市場の流動性も薄くなっていくため、イベントが発生すると大きく動いてしまうリスクが高くなる時期でもある。今年は政治的懸念を残す新興国が多く、年末にかけては政治に絡んだ突発的なニュースに注意が必要となるだろう。ブラジルではルセフ大統領の弾劾手続きが進行中であり、年内に下院での弾劾可決に移るか否かの判断結果が出る予定である。ロシア軍機の撃墜以降トルコとロシア間の政治的緊張は収まる気配を一向に見せず、先週末にはトルコ漁船がロシア軍艦に威嚇射撃を受け、更に 15 日に予定されていた両国大統領による首脳会談はキャンセルされた。南アフリカでもズマ大統領が、理由の公表無しに財務相を突然解任しており、大統領に対して与党のアフリカ民族会議（ANC）内でも不信感が高まっている。年末にかけて新興国通貨は安定推移を見込むものの、こうした国々の通貨は急落リスクを抱えていると考えている。

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

中国: 中国外貨取引センター(CFETS)が人民元指数を発表

CFETS は人民元指数を発表、あくまで CNY を国際通貨にするための施策だと考える

11 日に CFETS は、ドルを含む主要取引先国の通貨と CNY の強弱を総合的に示した人民元指数を公開すると発表した。BIS (国際決済銀行) が発表している NEER (名目実効為替レート) などと類似した計数であり、特段疑義を抱くような内容ではなかった。しかしながら、対ドルで CNY 安が進む局面で発表されたことで、中国人民銀行 (PBoC) が今後は CFETS 人民元指数を参照し、対ドルで CNY 安を更に容認するのではないかとの思惑が市場に拡がる結果となった。CNY 安期待の高まりによる資本流出を避けたい PBoC としては放任しておけなかったのか、週明けの 14 日に CNY 安容認の可能性を明確に否定する声明文をすぐさま出している。同指数を CFETS が発表したのは FRB、ECB、BOE や日銀など各主要国中銀が自国通貨にて同様の指数を発表しており、SDR (IMF 特別引き出し権) 構成通貨への組入れに続く、国際通貨としての体制作りの一環として公表しただけだと考える。敢えて PBoC の意図を探り当てるとすれば、CFETS 人民元指数でみれば CNY 安は限定的であることを強調して、CNY 安懸念を後退させることにあったと推測される。

南アフリカ: 突如として財務相の解任を発表、政治的混乱が続く

ズマ大統領は、ネネ財務相を突然解任

9 日にズマ大統領は突如としてネネ財務相の解任を発表した。20 年ぶりとなる所得税の引き上げを提案するなど財政健全化に尽力してきたネネ氏が理由を公表されることなく解任されたことで、財政政策の見通しが不透明となり ZAR は対ドル最安値を更新した。また、後任として指名されたファンルーエン氏が、財務・金融分野での実績が皆無の人物だったことも市場の動揺を誘う結果となった。その後 ZAR が一時 16 台をつけるなど南

図表 3: 中国 CFETS 人民元指数

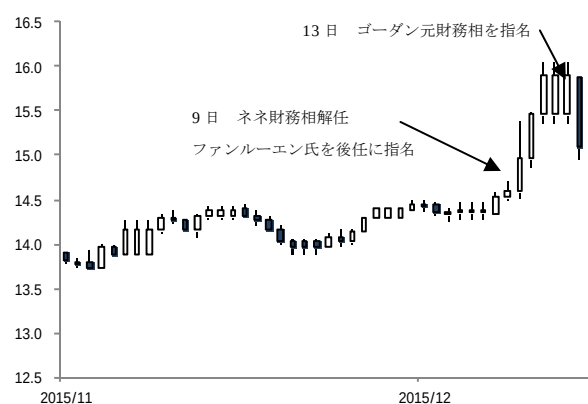
通貨	比重 (%)	年初来騰落率 (%)
USD	26.4	-4.3
EUR	21.4	7.4
JPY	14.7	-2.0
HKD	6.6	-4.3
GBP	3.9	0.0
AUD	6.3	9.7
NZD	0.7	11.4
SGD	3.8	2.3
CHF	1.5	-4.2
CAD	2.5	14.9
MYR	4.7	18.1
RUB	4.4	17.5
THB	3.3	5.2

(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)年初来騰落率は 2015 年 12 月 18 日 11 時 20 分前後に計算

各通貨の人民元対比の騰落率

図表 4: USD/ZAR の値動き



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)イベントは筆者追記

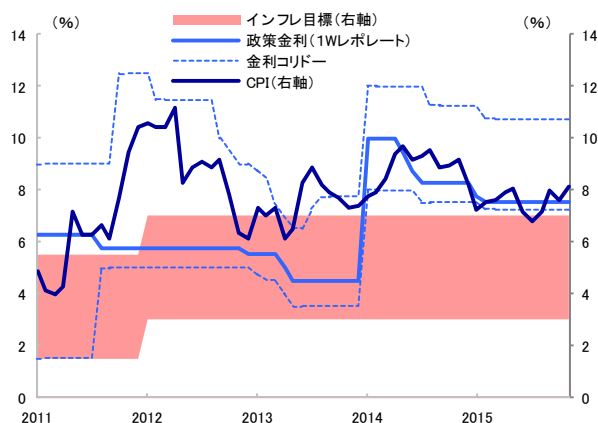
アフリカ金融市場が混迷を深めると、13日にズマ大統領は突如として元財務相であるゴードン氏の復帰を決定。これを受けて、ZARは急伸し15ちょうど近辺まで値を戻す展開となった。今回の解任劇は、ネネ財務相が財政緊縮の観点からズマ大統領により推進されてきた原子力発電所開発に反対したことや国営航空会社の再編に着手しようとしたことが原因と見られており、ズマ大統領が財政再建に後ろ向きであることが示唆された。今は安定した値動きを見せているZARだが、不安定な政治情勢を背景にいつまた急激に売られてもおかしくない状態にあるといえよう。

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

米利上げの影響を見極めるためにCBRTは政策金利を据え置く見込み

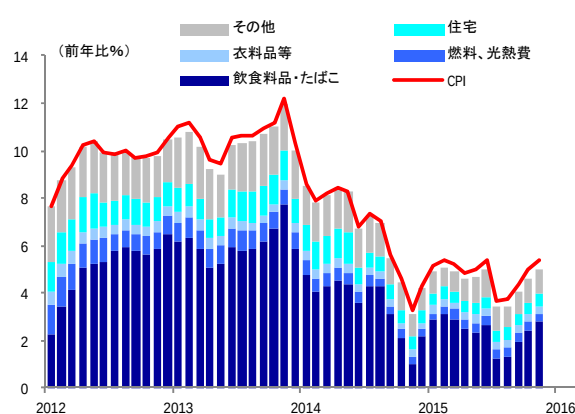
22日（火）に開催されるトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、現政策金利の据え置きを予想する。前回会合（11月24日）において、CBRTは政策金利の維持を決定した。声明文には大きな変化はなく、引き続き物価動向を見ながら引き締めスタンスを維持するとしている。会合後に発表された経済指標を見ると、トルコ7～9月期GDPは前年比+4.0%と4～6月期（同+3.8%）から加速し高い伸びを維持している。また、トルコ11月消費者物価指数（CPI）は前年比+8.10%（10月同+7.58%）と上昇幅が拡大した。これまで、エルドアン大統領及び公正発展党（与党、AKP）は国内景気の停滞を理由にCBRTに対して利下げ圧力を強めていた。しかし、足許の成長率が高い水準を維持している中、インフレ率も上昇しているためCBRTは利下げ要求には応じないだろう。我々は、CBRTが今会合では米利上げの影響を見極めるために政策金利を据え置くと考えているが、17日にドル建て準備預金の付利を引き上げる（0.24%→0.49%へ）などCBRTは利上げに向けた準備を進めており、来年の早い段階ではインフレ抑制と米利上げに伴う資本流出を防ぐことを目的に利上げに踏み切ると予想している。

図表 5: 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

図表 6: インド 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：消費者物価指数は上昇加速も、中銀の想定範囲内に留まる

食料品を中心に消費者物価指数は加速を続けるも、依然中銀の想定範囲内に留まる

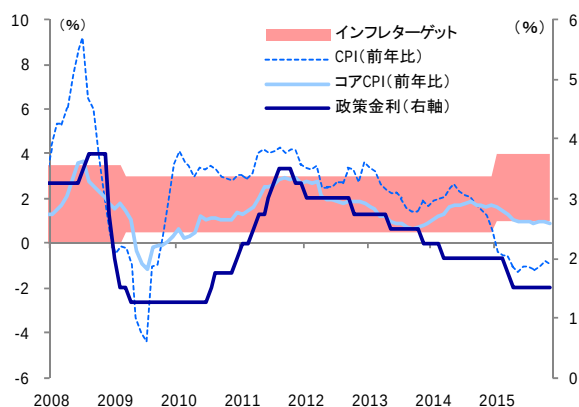
14日に発表されたインド11月CPIは前年比+5.41%（10月同+5.00%）と3か月連続で伸び率が拡大した。また11月コアCPI（食品、燃料、光熱費を除く）も同+4.98%（10月同+4.83%）と僅かながら伸び率を拡大した。内訳をみると、食料品（10月：同+5.3%→11月：同+6.1%）、とりわけ豆類（10月：同+42.4%→11月：同+46.1%）が加速したことがCPI上昇の主因となった。懸念されていたモンスーン期の雨量の少なさが影響し始めている可能性があるものの、インド準備銀行（RBI）の2016年1月までの物価見通しは前年比+5.8%としており、依然目標を下回っている。そのため、今回の結果が金融政策に与える影響は限定的だと考える。

タイ：金融政策決定会合レビュー

タイ中銀は、予想通り全会一致で政策金利の据え置きを決定

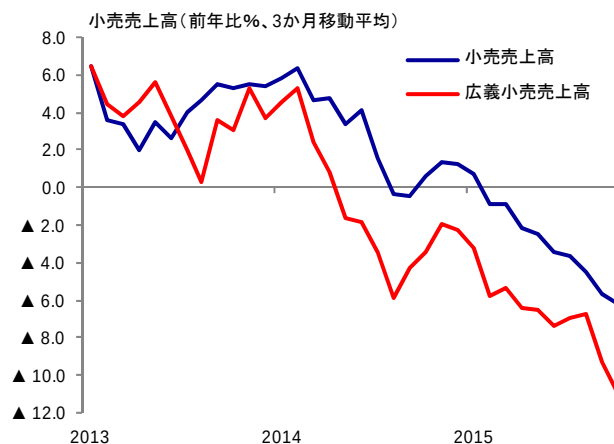
16日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀（BOT）は市場予想通り全会一致で1.5%の政策金利を据え置いた。据え置きは今回で5回連続。声明文では、景気の認識について前回会合（11月4日）から大きな変化はみられず、タイ経済は政府支出の増加及び観光者数の回復により、緩やかに回復を続け、ダウンサイドリスクは中国を始めとするアジア諸国の景気低迷にあるとの見方が維持された。先行きについても、緩和的な金融環境と為替レート（THB 安）が景気回復を後押しするとの見方を据え置いた。但し、米利上げの影響を考慮してか「先進国との金融政策の違いにより金融市場が不安定になる可能性を考慮すると、金利据え置きが妥当」という文言が追加された。物価の認識については、ベース効果剥落の影響から2016年前半にはプラスに転じるとした。しかし、タイ11月CPIは前年比▲1.0%（10月同▲0.8%）と減速しており、来年にかけて大きく上昇する兆しは見られていない。斯かる環境下、BOTは国内景気が大幅に減速した場合は、利下げに踏み切ると考えられる。もっとも、

図表 7： 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 8：ブラジル 広義小売売上高



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）広義小売売上高とは、建設・資材・自動車を含んだ小売売上高

今次声明文にある通り経済は回復し続けるという見方を維持しているため、当面は現状の金融政策を維持するであろう。

ブラジル:小売売上高の減少トレンドは継続、遂に2社目の格下げ

日用品の売上は増加も、自動車や建材が全体を押し下げ

16日に発表されたブラジル10月小売売上高は前月比+0.6%と市場予想（同▲1.1%）を上回り、9か月ぶりに増加した。内訳をみると、燃料（同▲2.6%）やオフィス用品・通信等（同▲9.2%）の販売が落ち込んだ一方で、飲食料品（同+2.0%）や家電（同+0.6%）が2か月連続で増加、衣料品（同+1.9%）も5か月ぶりに増加し、全体をけん引した。もっとも、建設資材や自動車を含む広義小売売上高は前月比▲0.1%と3か月連続で減少している。また、季節調整前の原数値ベースの広義小売売上高は前年比▲11.8%と2014年6月以降はマイナス成長が続いており、ブラジルの個人消費が引き続き減少トレンドにあることが示唆されている。今後、個人消費が回復するためには雇用改善や高インフレの解消、消費者心理の改善が必要となろう。しかし、原油価格の下落や主要貿易相手国である中国経済の停滞など、ブラジル経済の好調を支えてきた外部環境が悪化する中で、ルセフ大統領を巡る弾劾手続きが行われるなどの政治的混乱も続いている。そのため、雇用の改善や、消費者心理の好転は考えづらく、ブラジルの個人消費は当面弱い推移が続くと見られる。

大手格付け会社がブラジルの信用格付けを投機的等級に引き下げ

16日、米格付け会社フィッチはブラジルの信用格付けを投資適格級から投機的等級（ジャンク級）となるBB+に引き下げた。ブラジルの格付けについては、スタンダード&プアーズが既にジャンク級に引き下げており、大手格付け会社では2社目の引き下げとなった。15日、ルセフ大統領が2016年の基礎的財政収支黒字目標を当初のGDP比+2.0%から+0.5%に引き下げたことが決め手と見られている。ブラジルでは、財政健全化を図るために公共料金の引き上げなどを実施した結果、インフレ率が高騰し内需が縮小、そして税収が減ることで財政が悪化するという負の連鎖に陥っている。格下げはブラジルからの資本流出を招く可能性もあり、残る大手格付け会社ムーディーズの格付け見直し作業の結果に注目が集まる。

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11日 (金)	中国	11月 新規貸出 (人民元)	735.0B	708.9B	513.6B	--
11日 (金)	中国	11月 マネーサプライM2(前年比)	13.4%	13.7%	13.5%	--
11日 (金)	インド	10月 鉱工業生産(前年比)	7.6%	9.8%	3.6%	3.8%
12日 (土)	中国	11月 小売売上高(前年比)	11.1%	11.2%	11.0%	--
12日 (土)	中国	11月 鉱工業生産 (前年比)	5.7%	6.2%	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%	10.2%	--
14日 (月)	インド	11月 卸売物価(前年比)	-2.5%	-2.0%	-3.8%	--
14日 (月)	インド	11月 消費者物価指数(前年比)	5.3%	5.4%	5.0%	--
15日 (火)	インド	11月 貿易収支	-\$10.2B	-\$9.8B	-\$9.8B	--
15日 (火)	インドネシア	11月 貿易収支	\$900M	-\$346M	\$1019M	\$1013M
15日 (火)	シンガポール	10月 小売売上高(除自動車/前年比)	-3.5%	-4.6%	-1.4%	-1.8%
15日 (火)	フィリピン	10月 海外送金(前年比)	4.3%	0.2%	4.3%	--
16日 (水)	タイ	0 14中央銀行指標金利	1.5%	1.5%	1.5%	--
17日 (木)	シンガポール	11月 非石油地場輸出(前年比)	1.5%	-3.3%	-0.5%	0.0%
17日 (木)	フィリピン	12月 BSP翌日物借入金金利	4.0%	4.0%	4.0%	--
17日 (木)	台湾	12月 CBC指標金利	1.8%	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	7.5%	7.5%	7.5%	--
17~31日	インド	3Q 国際収支：経常収支	-\$7.8B	--	-\$6.2B	--
18日 (金)	フィリピン	11月 総合国際収支	--	--	\$469M	--
23日 (水)	マレーシア	11月 消費者物価指数	--	--	2.5%	--
23日 (水)	シンガポール	11月 消費者物価指数	--	--	-0.8%	--
23日 (水)	台湾	11月 鉱工業生産	-5.7%	--	-6.2%	--
24日 (木)	韓国	12月 消費者信頼感	--	--	106	--
24日 (木)	シンガポール	10月 鉱工業生産(前年比)	-2.6%	--	-5.4%	--
24~29日	タイ	11月 貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2100M	\$2101M
中東欧・アフリカ						
12月10日 (木)	ロシア	3Q GDP(前年比)	-4.1%	-4.1%	-4.1%	--
11日 (金)	ロシア	12月 主要金利	11.0%	11.0%	11.0%	--
11日 (金)	ロシア	10月 貿易収支	9.4B	10.1B	9.6B	--
15日	ロシア	11月 鉱工業生産(前年比)	-3.0%	-3.5%	-3.6%	--
17日 (木)	ロシア	11月 実質小売売上高(前年比)	-11.5%	-13.1%	-11.7%	--
21日 (月)	トルコ	12月 消費者信頼感指数	--	--	77.2	--
22日 (火)	トルコ	11月 指標レ・レート	--	--	7.50%	--
ラテンアメリカ						
12月11日 (金)	メキシコ	10月 鉱工業生産(前年比)	1.0%	0.5%	1.7%	--
16日 (水)	ブラジル	10月 小売売上高(前年比)	-8.3%	-5.6%	-6.2%	-6.3%
16日 (水)	ブラジル	10月 広義小売売上高(前年比)	-14.5%	-11.8%	-11.5%	--
17~22日	ブラジル	10月 経済活動(前年比)	-6.1%	--	-6.2%	--
18日 (金)	ブラジル	12月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	10.7%	--	10.3%	--
21日 (月)	ブラジル	11月 経常収支	--	--	-\$4166M	--
21日 (月)	メキシコ	10月 小売売上高(前年比)	--	--	4.9%	--
23日 (水)	ブラジル	10月 FGV 消費者信頼感	--	--	76.7	--
23日 (水)	メキシコ	10月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.1%	--

(注)2015年12月18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	6.4837	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7495 ～ 7.7744	7.7523	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 66.891	66.421	66.5	66.8	67.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	14009	14200	14500	14000	13750	13500
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1180.10	1190	1170	1140	1110	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.3130	4.40	4.40	4.15	4.00	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.350	47.468	47.5	47.5	46.5	45.7	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4366	1.4188	1.43	1.43	1.38	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	32.821	32.90	32.70	32.40	31.90	31.70
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.67	36.15	36.5	37.0	36.5	36.0	35.5
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22525	22550	23300	23300	23300	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	71.1530	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.4920	15.2290	14.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	2.9274	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	3.8783	3.90	4.20	4.40	4.30	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3425	17.0435	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	18.903	19.07	19.69	19.34	19.21	18.79
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.811	15.85	16.24	15.85	15.59	15.21
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.845	1.85	1.89	1.84	1.92	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.875	0.866	0.869	0.879	0.880	0.874
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.343	10.34	10.77	10.79	10.90	10.83
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ～ 34.334	28.386	27.95	28.64	29.64	30.25	30.26
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.579	2.59	2.65	2.65	2.65	2.63
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	86.39	86.01	88.11	89.13	90.30	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.734	3.74	3.85	3.80	3.79	3.72
タイバーツ	(THB)	3.250 ～ 3.737	3.390	3.37	3.41	3.37	3.36	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5441	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	1.721	1.76	1.85	1.89	2.02	1.97
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ～ 10.453	8.049	8.48	9.00	9.11	9.31	9.08
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	41.856	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	31.588	31.54	30.00	27.95	28.14	28.10
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.191	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 18 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。