

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

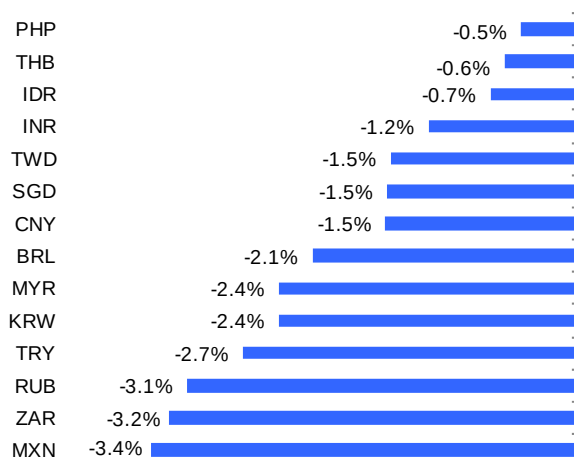
今週のエマージングマーケット

CNY 急落などを背景にリスクオフムードが拡がり、新興国通貨は下落

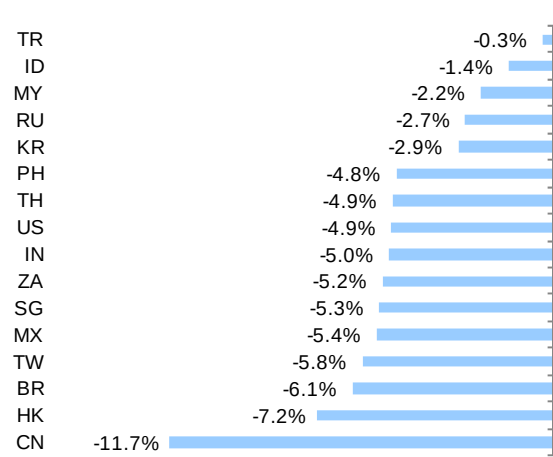
今週の新興国通貨は下落した。週初 4 日に発表された中国 12 月 Caixin (財新) 製造業 PMI が市場予想を下回ったことで、中国景気への不安が高まり、リスクオフムードが拡がった。また、週初から中国人民銀行 (PBoC) が CNY の基準値を大幅に CNY 安方向に設定したことや、北朝鮮が水爆実験を実施したとの報道を背景にリスク回避の動きが更に強まり、ドル高・新興国通貨安が進んだ。7 日に、米株が急落する動きにドル安・主要通貨高となるも、新興国通貨にまで買い戻しの動きは及ばなかった。その後、PBoC が基準値を前日比横ばいに設定したことで、足許の新興国通貨は落ち着きを取り戻しつつある。

個別通貨でみると、原油を始めとした商品市場が軟調となったことで、MXN (▲3.4%)、ZAR (▲3.2%)、RUB (▲3.1%)、MYR (▲2.4%) といった資源国通貨が軒並み値を下げる展開となった。5 日に発表されたトルコ 12 月消費者物価指数 (CPI) が高水準であったことを嫌気して TRY (▲2.7%) も急落。また、市場予想よりも悪化した韓国 12 月輸出や、北朝鮮での水爆実験の実施報道などを嫌気して KRW (▲2.4%) は売られた。そのほか、CNY (▲1.5%) の下落を受けて、中国と貿易関係が深い BRL (▲2.1%)、SGD (▲1.5%)、TWD (▲1.5%) が連れ安となった。

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

中国経済への懸念、原油安、リスクオフムードの拡がり、と売り材料が揃う

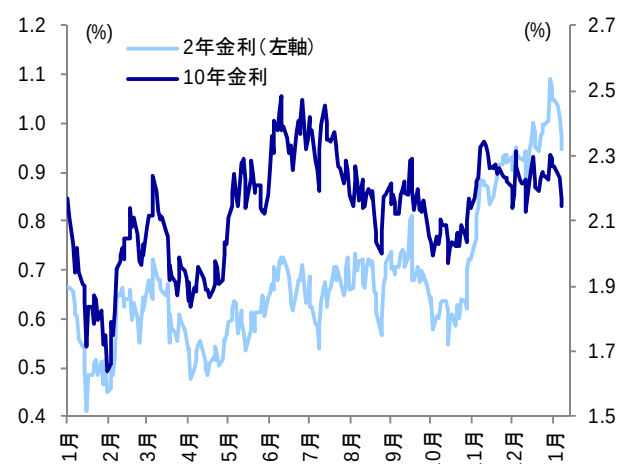
年始より、中国経済への懸念、原油安の進行、リスクオフムードが高まったことで新興国通貨安に

今週の新興国通貨は、総じて売られた。年初より上海株が▲7%下落しサーキットブレーカーが発動したことなどを背景に中国経済の減速懸念が再燃。更に中国人民銀行（PBoC）が基準値を大幅に CNY 安方向に設定したことで CNY 安が進み、連られて他のアジア通貨も売られる展開となった。また、イランとサウジアラビアの対立は、ヨルダンやトルコなど周辺諸国を巻き込みつつある。中東諸国間の関係悪化は、原油協調減産の阻害になるとの見方が市場に拡がり、更なる原油安を招いた。かかる状況下、株式などリスク資産が値を下げ、リスクオフムードが拡がる結果となった。こうして中国経済の低迷懸念、原油安、リスクオフムード拡大と売り要因が揃ったことで、新興国通貨は軒並み値を下げた。

米利上げが、新興国への資金流入を鈍化させる構図は変わらず

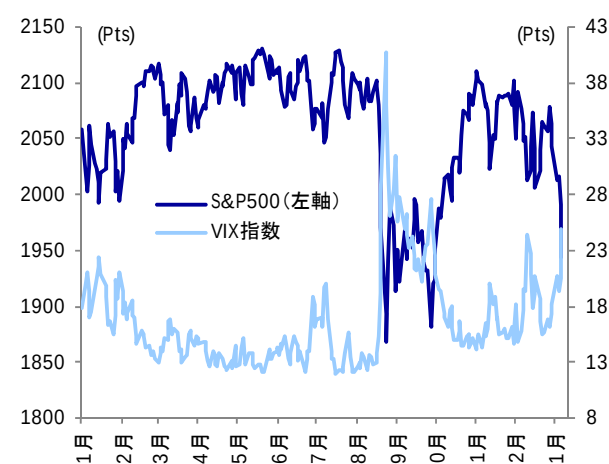
6 日に、世界銀行は中国やブラジル、ロシアといった資源国の経済成長が従来予想よりも鈍化することを理由に、2016 年の世界経済見通しを +3.3%から+2.9%に下方修正すると発表した。また、米利上げが新興国の成長率を 2 年間で▲7%ポイント下げる可能性を指摘している。一方で、12 月の FOMC 以降も FRB 高官から今年中に 4 回利上げをすることに対して肯定的な発言が見られるなど、FRB が利上げペースを緩める様相は見られない。世界銀行が指摘している通り、米利上げ姿勢が変わらなければ、新興国への資金流入が鈍化する要因となり、新興国通貨は売り優勢の展開は当面続くと考えられる。また、PBoC はドルだけでなく他の主要通貨に対しても、CNY 高を抑える姿勢を強めており、今夜発表の米 12 月雇用統計を受けてドル全面高の展開となった場合は、CNY 急落のリスクが高まろう。そうなった場合、中国と貿易関係が深い BRL や他のアジア通貨が連れ安になると予想する。

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

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

景気鈍化の兆しも BOK は現状維持の見込み

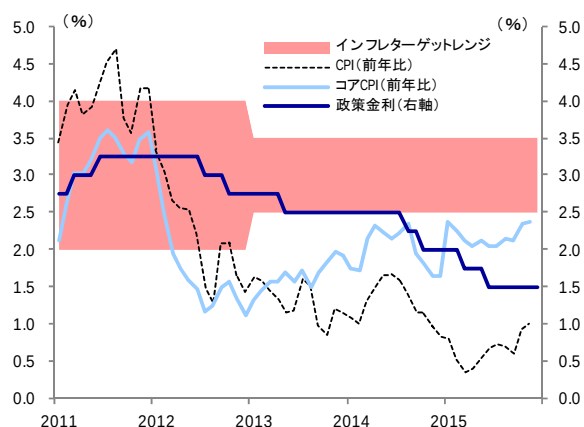
14 日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、政策金利を現状の 1.50%に据え置くと予想する。前回 12 月 10 日の会合では全会一致で市場予想通り現状維持が決定された。李 BOK 総裁は会合後の会見にて、「据え置き理由は国内景気が緩やかに回復していることと米利上げ後の影響を見極めるため」としている。会合後に発表された経済指標を見ると、11 月百貨店売上高は前年比プラスを維持したものの 10 月から増加幅が縮小しているほか、12 月消費者信頼感(コンファデンス)は 3 か月ぶりに低下した。また、12 月輸出もマイナス幅が 11 月から拡大しており、内外需ともに弱い動きとなった。国内の景気回復が堅調とはいえず、今後、一層景気が悪化した場合には利下げの可能性も高まろう。もっとも、李総裁は 11 月会合後の会見で「景気回復の持続を見極めるために 1 月まで待つ必要がある」と発言しており、今会合で BOK は金融政策を据え置くと予想する。

インドネシア: 金融政策決定会合プレビュー

CPI は大幅減速し、利下げ余地は拡大。BI は 25bp の利下げを実行すると予想

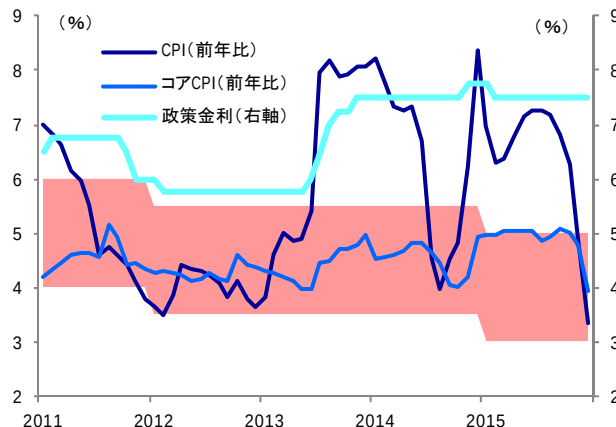
13 日(水)~14 日(木)に予定されているインドネシア中銀(BI)金融政策決定会合では政策金利であるレファレンス・レートの 25bp 引き下げを予想する。前回 12 月会合にて、BI は「2015 年末のインフレ率は 3%を下回ると予想される」、「経常赤字が GDP 対比 2%周辺に落ち着くと見られる」とした上で、金融緩和余地の拡大に対する表現を強めていた。実際、4 日に発表されたインドネシア 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.35%と、BI の事前予想を上回ったものの、11 月(同+4.89%)から大幅に減速した。2014 年 11 月中旬に政府が補助金付燃料価格を引き上げたベース効果により、燃料費が前年比大幅減速したことで、輸送・通信費が同▲1.5%と 11 月(同+3.5%)からマイナスに転じたことが主因となった。今後には

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: 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

については燃料費引き上げのベース効果が剥落することでインフレ率の再加速が見込まれる。そのため、11月に預金準備率を引き下げるなど、緩和姿勢を強めてきたBIが利下げに踏み切るには、インフレが一時的に減速している本会合が好機と考える。また、IDRはレンジ内の動きに留まっており、かつ実効為替ベースでも名目・実質ともに堅調に推移していることも利下げの支援材料となろう。

シンガポール：10～12月期 GDP は予想外の高成長に

サービス業が10～12月期の成長をけん引

1月4日に発表されたシンガポール10～12月期GDPは、前期比年率+5.7%と市場予想（同+1.0%）を大きく上回り、2013年10～12月期以来の高成長となった。製造業は同▲3.1%（7～9月期：同▲3.5%）と2014年10～12月期以来の低迷が続いたものの、GDPの3分の2を占めるサービス業が同+6.5%（7～9月期：同+2.9%）と加速したことや公共事業の増加を背景に建設業が同+7.0%（7～9月期：同▲4.9%）と回復したことが高成長の主因となった。但し、シンガポールのGDPは変動が激しく、かつ改定値が大幅修正される可能性もあるため、来月以降に発表される改定値を確認する必要がある。10～12月期は高成長となったものの、引き続きシンガポール経済の見通しは明るくない。11月石油を除く地場輸出は同▲3.3%と8月以来のマイナス成長となり、11月鉱工業生産についても同▲5.5%と10か月連続で前年を下回る状態が続いている。製造業を中心にシンガポール経済の下振れリスクは引き続き高いと考える。

中国：製造業 PMI は冴えないものの、悪化もせず

国家統計局発表の製造業 PMI も、Caixin 発表の製造業 PMI も中期的な傾向としては安定推移

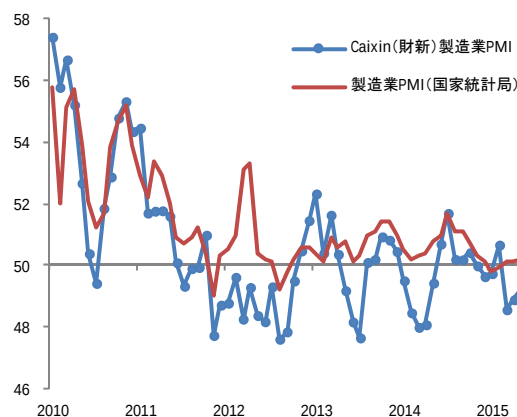
1日に発表された中国12月製造業PMIは49.7と5か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目である50を下回ったが、前月（49.6）から小幅上昇した。また、同日に発表された中国12月非製造業PMIは54.4と前月（53.6）を上回り2か月連続で改善している。市場では、4日に発表された中国12

図表 5: シンガポール 実質 GDP

		2015年			
		1Q	2Q	3Q	4Q
前期比年率 (%)	実質GDP	3.5	-2.8	1.7	5.7
	製造業	1	-17.4	-3.5	-3.1
	建設業	-6.5	15	-4.9	7.0
	サービス業	3.7	-0.4	2.9	6.5
前年比 (%)	実質GDP	2.7	2.0	1.8	2.0
	製造業	-2.6	-4.9	-5.9	-6.0
	建設業	-1.6	2.6	1.1	2.2
	サービス業	4.2	3.5	3.4	3.2

（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 中国 製造業 PMI



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

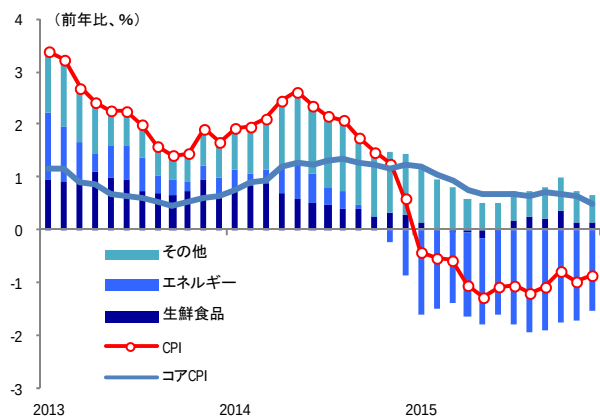
月 Caixin（財新）製造業 PMI が 48.2 と前月（48.6）及び市場予想（48.9）を下回ったことが注目されて CNY 売り要因となった。しかしながら、Caixin 製造業 PMI は、国家统计局が発表する製造業 PMI と比べて振れ幅が大きくなる傾向にあり、単月の結果をもって景況感が悪くなったと判断するのは早計だろう。むしろ中期的な傾向としては、統計局発表の PMI も Caixin 社発表の PMI も 8～9 月を底に悪化から安定へと向かいつつある。よって、今回の PMI は中国経済の低迷を確認しただけであり、過度に悲観する必要はないだろう。

タイ:消費者物価指数(CPI)は 12 か月連続で前年比マイナスに

原油下落のベース効果が剥落していくが見込まれるも、金融政策への影響は限定的か

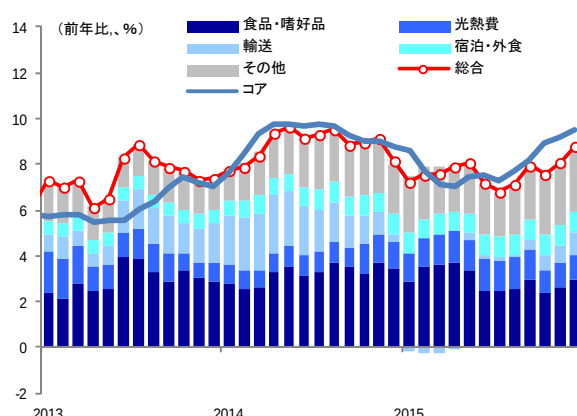
4 日に発表されたタイ 12 月 CPI は前年比▲0.9%と前月（同▲1.0%）から減少幅が縮小したものの、12 か月連続で前年比マイナスとなった。生鮮食品（11 月：同+0.1%→12 月：同+0.2%）が上昇し、輸送・通信費（11 月：同▲1.6%→12 月：同▲1.3%）やエネルギー（11 月：同▲1.7%→12 月：同▲1.5%）もマイナス幅を縮小するも、いずれも変化幅は小幅に留まった。なお、コア CPI（除く生鮮食品、エネルギー）は前年比+0.5%と前月（同+0.6%）から僅かながら減速している。CPI 低下の主因は原油価格の下落によるものであり、今後、原油下落のベース効果が剥落していくにつれて、徐々に物価は上昇に転じると見られる。実際、タイ中銀（BOT）も 2016 年の早い時期にはプラスに転じるとの見通しを示している。しかしながら、依然としてインフレ圧力は弱いとも述べており、プラスに転じた後の加速ペースは限定的になると考えている模様だ。かかる状況下、BOT の利下げ余地は依然大きいように思われるが、利下げによる家計債務の積み上がりも懸念しており、当面 BOT は金融政策を据え置くと予想する。

図表 7: タイ 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: トルコ 消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

トルコ: CPI は 2 か月連続で上昇幅拡大

最低賃金引き上げや増税を背景に、インフレ率の拡大は続く見込み

4日に発表されたトルコ 12 月 CPI は前年比+8.8%と 10 月（同+8.1%）から 2 か月連続で加速した。政府による物価予想（同+7.9%）を上回り、トルコ中銀（CBRT）の目標である同+5%を 5 年連続で上回る結果となった。内訳を見ると、全体の 4 分の 1 を占める食品・飲料（10 月：同+9.5%→11 月：同+10.9%）や衣服・靴（10 月：同+7.1%→11 月：同+9.0%）など日用品の上昇が目立った。今後については、与党公正発展党（AKP）が昨年の選挙で公約としていた最低賃金の 30%引き上げが実施されたことで、サービス価格を中心としたインフレ圧力の拡大が予想される。また、たばこやアルコール飲料の増税、電気料金の引き上げも実施されており、インフレ率は押し上げられるだろう。そうした中、CBRT は 12 月 CPI の発表に先立つ 12 月 22 日の金融政策決定会合にて、市場予想に反して現状政策の据え置きを決定した。既に 22 日の会合前に発表された 11 月 CPI が加速していたことや、8 月 18 日に発表した金融政策簡素化のロードマップにおいて 12 月利上げを仄めかしていただけに、CBRT の据え置きは驚きであった。この背景には、やはり利上げによる景気停滞を警戒する政府及び AKP からの圧力があつたと推測される。そのため、インフレ圧力が拡大する一方、CBRT が引き締めを行えない中で、CPI の上昇基調は継続するだろう。

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						
1月4日 (月)	中国	12月 Caixin中国PMI製造業	49.0	48.2	48.6	--
4日 (月)	インドネシア	12月 消費者物価指数(前年比)	3.0%	3.4%	4.9%	--
4日 (月)	タイ	12月 消費者物価指数(前年比)	-0.8%	-0.9%	-1.0%	--
4日 (月)	インド	12月 日経インド PMI製造業	--	49.1	50.3	--
4日 (月)	シンガポール	12月 購買部景気指数	--	49.5	49.2	--
4日 (月)	シンガポール	4Q GDP (前年比)	1.2%	2.0%	1.9%	1.8%
5日 (火)	韓国	11月 国際収支:経常収支	--	\$9404.4M	\$8961.6M	\$9120.4M
5日 (火)	フィリピン	12月 消費者物価指数(前年比)	1.4%	1.5%	1.1%	--
6日 (火)	台湾	12月 消費者物価指数(前年比)	0.5%	0.1%	0.5%	--
6日 (水)	中国	12月 Caixin中国PMIサービス業	--	50.2	51.2	--
6日 (水)	インド	12月 日経インド PMIサービス業	--	53.6	50.1	--
6日 (水)	インドネシア	12月 消費者信頼感指数	--	107.5	103.7	--
7日 (木)	タイ	12月 消費者信頼感指数	--	76.1	74.6	--
7日 (木)	マレーシア	11月 貿易収支MYR	12.00B	10.24B	12.16B	12.17B
8日 (金)	台湾	11月 貿易収支	\$3.3B	--	\$2.75B	--
9日 (土)	中国	12月 消費者物価指数(前年比)	1.6%	--	1.5%	--
10~15日	中国	12月 新規貸出 (人民元)	700.0B	--	708.9B	--
10~15日	中国	12月 M2(前年比)	13.6%	--	13.7%	--
11~15日	インド	12月 貿易収支	--	--	-\$9781.7M	--
1月12日 (火)	インド	12月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.4%	--
13日 (水)	中国	12月 貿易収支	\$52.30B	--	\$54.10B	--
13日 (水)	中国	12月 輸出(前年比)	-7.5%	--	-6.8%	--
13~14日	インドネシア	1月 インドネシア銀行リファレンス・レート	--	--	7.5%	--
1月14日 (木)	韓国	1月 韓国銀行7日間レート	1.5%	--	1.5%	--
15日 (金)	シンガポール	11月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-4.6%	--
15日 (金)	インドネシア	12月 貿易収支	--	--	-\$346M	--
15日 (金)	フィリピン	11月 海外送金(前年比)	--	--	0.2%	--
中東欧・アフリカ						
1月4日 (月)	トルコ	12月 消費者物価指数(前年比)	8.5%	8.8%	8.1%	--
11日 (月)	トルコ	11月 経常収支	-1.7B	--	-0.13B	--
12~13日	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	12.9%	--
1月14日 (木)	南アフリカ	11月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-4.6%	--
15日 (金)	ロシア	11月 貿易収支	9.6B	--	10.1B	--
ラテンアメリカ						
1月4日 (月)	メキシコ	11月 送金総額	\$1859.5M	\$1887.9M	\$2075.9M	--
4日 (月)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	\$5950M	\$6240M	\$1197M	--
4日 (月)	メキシコ	12月 IMEF製造業指数(季調済)	51.5	50.7	52.1	52.2
4日 (月)	メキシコ	12月 IMEF非製造業指数(季調済)	51.8	49.2	51.5	51.0
7日 (木)	ブラジル	11月 鉱工業生産(前年比)	-10.3%	12.4%	-11.2%	11.1%
7日 (木)	メキシコ	11月 消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.1%	2.2%	--
8日 (金)	ブラジル	12月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	10.8%	--	10.5%	--
8日 (金)	メキシコ	12月 消費者信頼感指数	93.5	--	92.5	--
13日 (水)	ブラジル	11月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.1%	--
14日 (木)	メキシコ	10月 総設備投資	2.9%	--	5.7%	--
14~15日	ブラジル	11月 経済活動 (前年比)	--	--	-6.4%	--

(注)2016年1月8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 1～12月(実績)	SPOT	2016年 3月	6月	9月	12月	2017年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.4939	6.5929	6.50	6.46	6.40	6.38	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7495 ~ 7.7744	7.7554	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 67.128	66.926	67.0	67.5	63.0	62.5	61.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14828	13927	14500	14000	13700	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1208.72	1200.40	1200	1180	1160	1160	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ~ 4.4812	4.3952	4.40	4.15	4.02	3.92	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 47.520	47.114	47.5	46.5	45.7	44.9	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4366	1.4322	1.43	1.39	1.36	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.329	33.324	33.50	33.40	33.10	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 36.67	36.25	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22485	22800	23300	23300	23400	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 74.3525	74.8250	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 16.0543	16.0508	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0752	3.0012	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	4.0444	4.20	4.28	4.21	4.20	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.4675	17.8297	17.00	16.90	16.60	16.40	16.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.210 ~ 20.285	17.833	18.92	18.89	18.75	18.18	18.11
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.160	15.85	15.72	15.46	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.757	1.84	1.81	1.90	1.86	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ~ 0.969	0.844	0.848	0.871	0.876	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	9.816	10.25	10.34	10.34	10.00	10.09
マレーシアリンギ	(MYR)	26.646 ~ 34.334	26.697	27.95	29.40	29.85	29.59	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.494	2.59	2.62	2.63	2.58	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	82.09	86.01	87.77	88.24	87.22	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.528	3.67	3.65	3.63	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.250 ~ 3.737	3.243	3.32	3.34	3.33	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5226	0.54	0.52	0.52	0.50	0.49
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.613 ~ 2.652	1.571	1.76	1.79	1.85	1.93	1.92
南アフリカランド	(ZAR)	7.548 ~ 10.453	7.324	7.94	8.13	7.74	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	38.853 ~ 52.258	39.162	41.00	38.13	35.82	33.14	32.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ~ 46.148	29.064	29.29	28.50	28.50	27.62	27.38
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	6.594	7.24	7.22	7.23	7.07	7.01

(注)1. 実績の欄は12月31日まで。SPOTは1月8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。