

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

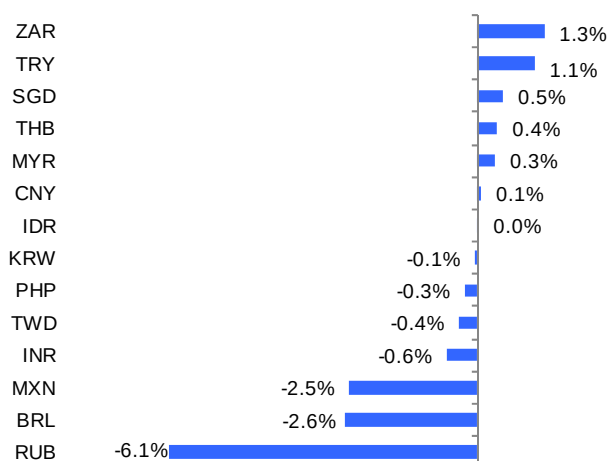
今週のエマージングマーケット

米経済指標・ECB 理事会の結果は、新興国通貨に大きな影響を与えず

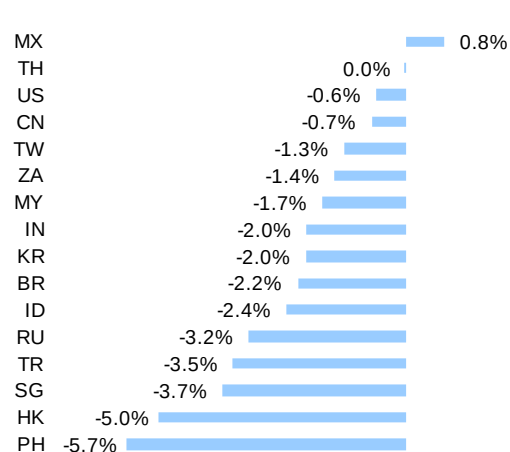
今週の新興国通貨はまちまちな展開。先週末、米 12 月小売売上高が市場予想を下回ったことでドル安となり、新興国通貨への売り圧力も弱まった。週初、CNY 基準値が CNY 高方向に設定されたことを受けリスクオフムードは和らぎ、新興国通貨は値を切り返した。19 日、注目の中国 10～12 月期 GDP はほぼ市場予想通りだったものの、原油価格が再び 1 バレル 30 ドルを割れたことで、資源国通貨は急落し、他の新興国通貨も上値重い値動きに留まる。20 日、米 12 月消費者物価指数（CPI）が市場予想を下回ると、再びドル安の展開となった。21 日の ECB 理事会にてドラギ ECB 総裁が「3 月に金融政策スタンスの見直しを行う可能性がある」と発言したことで、一時ドル高・ユーロ安が進行するも、その後ユーロが買い戻されたため、新興国通貨への影響は限定的となった。

個別通貨でみると、原油価格の大幅な下落を背景に RUB（▲6.1%）が一時 85.9573 まで下落し過去最安値を更新、資源国通貨である MXN（▲2.5%）も売り込まれた。インフレ圧力が強まる中、ブラジル中銀（BCB）が利上げを見送ると、同国経済の安定性に対する懸念が拡がり BRL（▲2.6%）は値を下げた。一方、主要国株式が反発したことを受けて、年初から軟調だった ZAR（+1.3%）や TRY（+1.1%）は買い戻された。

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) ブルームバーク

エマージングマーケット短期見通し

原油安の影響は他の金融市場及び企業活動にまで波及し始める

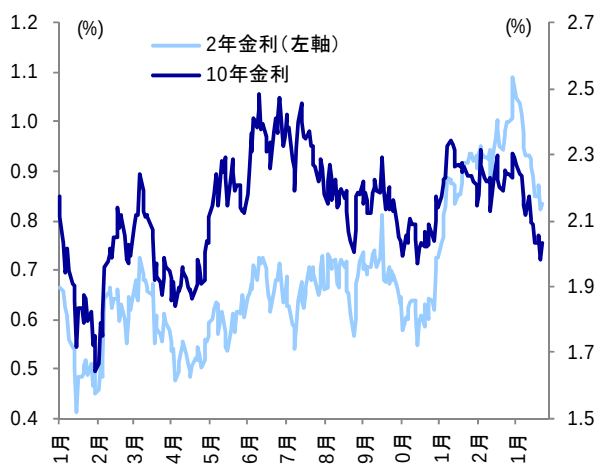
原油安に伴う資源国通貨安が
今週も続く

今週の新興国通貨は、中国人民銀行（PBoC）が設定する CNY 基準値が引き続き横ばいに設定されたことや、中国 10～12 月期 GDP がほぼ市場予想通りとなったことで、中国経済に対する低迷懸念が後退し、落ち着きを取り戻す通貨が目立った。一方で、原油は軟調な値動きを続け、RUB を筆頭に資源国通貨は大きく値を下げる展開となった。

原油安の影響は、他の金融市場にも波及、企業活動に多大な悪影響を及ぼす可能性も

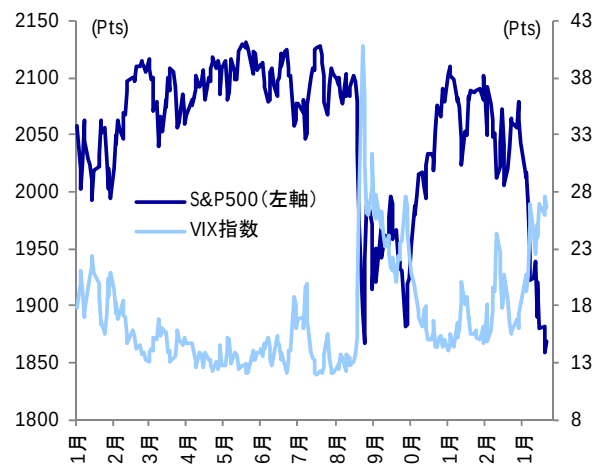
原油安は他の商品価格を押し下げるに止まらず、金融市場全体に深刻な悪影響を及ぼしつつある。NY ダウ平均が年初来▲8.9%、日経平均株価が同▲15.9%、ドイツ株式指数（DAX）が同▲10.9%と主要先進国の株式は相次いで下落（騰落率は 21 日 NY 引け時点）。新興国の中でも経済は比較的堅調と言われてきたインドの SESEX 指数も 2014 年 5 月以来となる低水準まで下落した。また、カレンシーボード制（対ドルでバンド制）を敷き平常時はほとんど動かないことで知られている HKD が、対ドル上限値（1USD=7.75HKD）から、対ドル下限値（1USD=7.85HKD）近辺である 7.83 付近まで売り込まれるなど、金融市場全体に不穏な空気が漂い始めている。更に、米投機的格付け社債（以下、米ハイイールド債）の CDS（クレジットデフォルトスワップ）価格（保証料）が、ギリシャ危機が注目された 2012 年 5 月以来の高値となっていることも気付きである。年間 3000 億ドル発行される米ハイイールド債の内、約 2 割を占めるエネルギー関連企業への業績懸念が深刻化していることが CDS 価格上昇の要因なのだろう。信用コストが上昇している現状下では、今後エネルギー関連企業が社債やローンにて調達する場合の調達金利の目線が上がるため、資金繰りの悪化など企業活動に悪影響が出てくる可能性が高い。このように原油安の影響は日々拡大しつつあり、リスクオフムードも拡がり続けることから、来週も資源国通貨を中心に新興国通貨は軟調な値動きが続くと予想する。

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

南アフリカ: 金融政策決定会合プレビュー

低迷する国内経済に配慮し、今回は利上げを見送ると予想

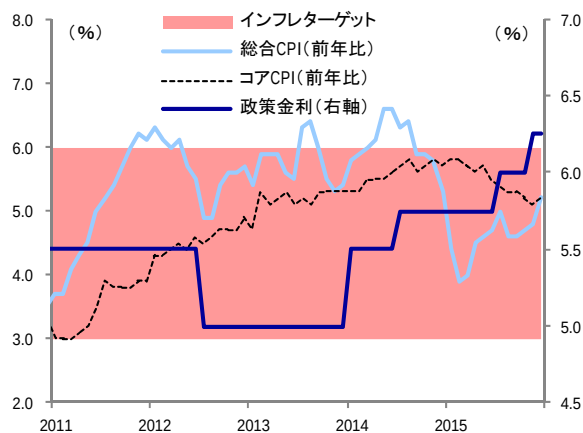
28日(木)に開催される南アフリカ中銀(SARB)の金融政策決定会合では、金融政策の現状維持を予想する。前回会合では会合前に発表された10月の消費者物価指数(CPI)が前年比+4.7%とインフレ目標レンジ(+3~+6%)に収まっていたにも拘わらず25bpの利上げを実施した。しかしながら声明文では、「経済の過度な下ぶれを避けつつ、物価安定を図る」と物価安定がより重要な政策目標あることを示しつつも、「脆弱になっている国内経済について細心の注意を払う」と景気減速への懸念を示す文言が追加された。1月20日に発表された12月CPIは前年比+5.2%と前月(同+4.8%)から加速したものの、目標レンジ内に留まった。一方で、12月製造業PMIは45.5と未だ景気拡大/縮小の分かれ目である50を大きく下回る状況が続くなど、南アフリカ経済は低迷を続けている。インフレ率が目標レンジ内に収まる中、改善しない国内景気を理由に、今回の会合では利上げを据え置くと予想する。

ロシア: 金融政策決定会合プレビュー

RUB急落を受けたインフレ圧力の高まりから、政策金利据え置きを予想

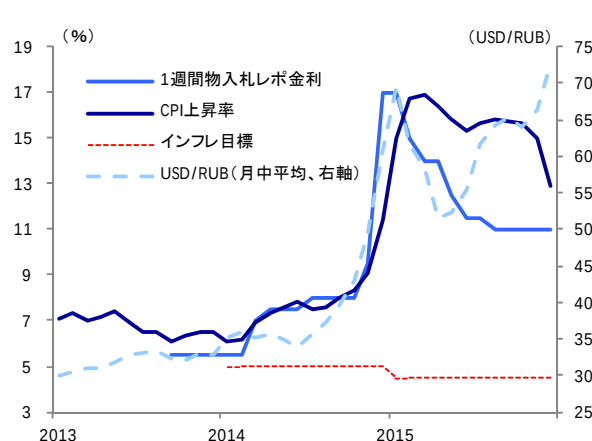
29日(金)に開催されるロシア中銀(CBR)金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。前回会合(12月11日)にかけては、政府当局者などから景気低迷を理由に利下げが求められていた模様だが、CBRはインフレ拡大リスクに配慮し政策金利を11.00%に据え置いた。声明文では、インフレ率がCBRの予想通り2016年末の+6%に向けて収束し、インフレ上昇リスクも低下すれば、今後の会合で利下げを行うとしている。但し、日用品などの多くを輸入に依存するロシアのインフレ動向はRUB相場に依存しており、RUBはここもとの原油価格下落の影響を強く受けて下落が続いている。21日には変動相場制に移行して以降の安値(2014年12月:79.1688)を超えて史上最安値を更新(85.9573)したほか、名目実効為替レートも史上最安値水準まで低下している。RUBの下落を

図表3: 南アフリカ 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

受けてインフレ率は CBR 予想を上振れて推移する可能性が高まっており、今会合では現状の金融政策が維持されるだろう。

中国：10～12 月期 GDP は先行きに懸念を残す内容に

10～12 月期 GDP の伸び幅は縮小、けん引役となっていた総資本形成の寄与度が低下

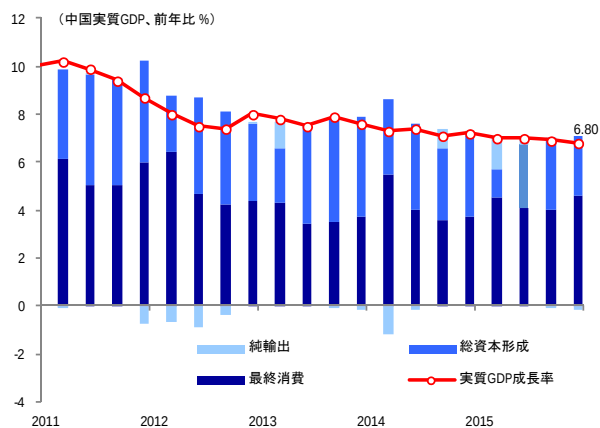
19 日に発表された中国 10～12 月期 GDP は、前年比+6.8%と市場予想（同+6.9%）及び 7～9 月期（同+6.9%）を下回る結果となった。2015 年通年で同+6.9%と政府目標（同+7.0%前後）には収まったものの、今まで成長をけん引していた総資本形成が、前年比寄与度で見ると 3 四半期ぶりに失速（7～9 月期:+3.0%→10～12 月期:同+2.5%）するなど、先行きについて懸念を残す内容となった。また、同日に発表された 12 月鉱工業生産も同+5.9%と前月（同+6.2%）より低下、12 月固定資産投資も年初来前年比+10.0%と前月（同+10.2%）から伸びが縮小、生産の伸びが鈍化したことに伴い設備投資も控えられている模様だ。唯一の明るい材料は、12 月小売売上高が同+11.1%と前月（同+11.2%）を下回るも、3 か月移動平均で見た基調が上昇基調を保ったことにある。こうした底堅い消費の伸びが景気の腰折れを防ぐと見られるものの、輸出の回復とそれに伴う生産の持ち直しが見られない限り、成長率の鈍化は今後も続くだろう。

トルコ：金融政策決定会合レビュー

トルコ中銀は、インフレ率の加速にも拘わらず、政策金利の据え置きを決定

トルコ中銀（CBRT）は 19 日に開催された金融政策決定会合にて、現状政策の維持を決定した。会合前の 4 日に発表された 12 月 CPI は前年比+8.8%（11 月:同+8.1%）と加速しており、CBRT のインフレ目標である+5%から更に乖離する結果となっていたものの、声明文は前回会合（12 月 22 日）から大きな変更は無く、引き続き物価動向を注視しながら引き締めスタンスを維持するとした。更に声明文では、前回追加された、「金融市場の安定が続けば、次回会合から金融政策の簡素化を始める」との一文が削除さ

図表 5：中国 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：中国 小売売上高



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)3 か月移動平均

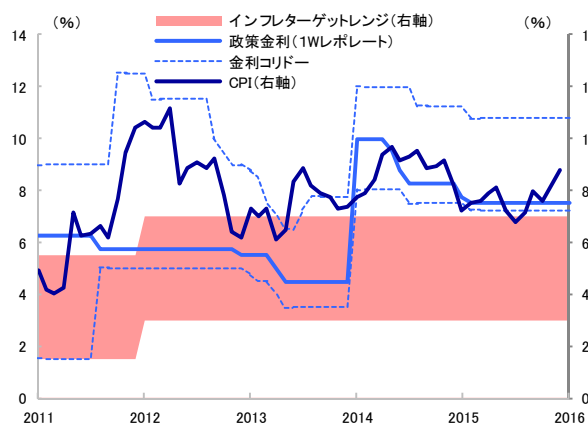
れた。簡素化について取り下げた理由について、声明文内では明確に示されなかった。インフレが加速し、TRY も弱含むなか、CBRT が主要政策金利を据え置いたことは、物価安定・TRY 安定から成長加速に政策の軸を移しつつあることを示唆している。背景としては、成長率の見通しを年初から引き上げるなど、経済対策に積極的な姿勢を見せている政府からの圧力があつたのだろう。インフレ率の高騰が消費の鈍化などを通じて実体経済に影響を及ぼし始めない限り、利上げ回避に向けた政治的圧力は続き、CBRT は政策金利を据え置くと予想する。

ブラジル: 金融政策決定会合レビュー

BCB は景気低迷を理由に、事前予想に反して据え置きを決定

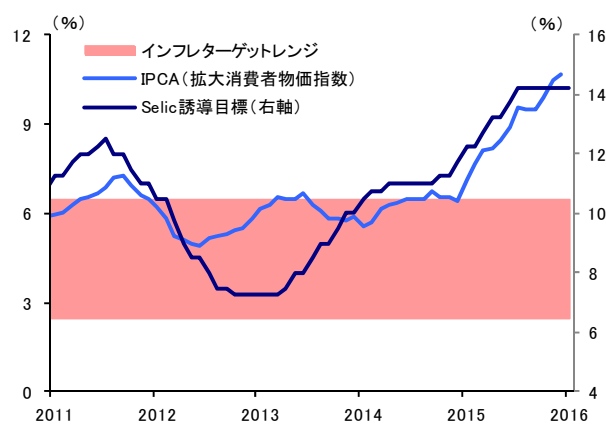
21 日にかけて開催されたブラジル中銀 (BCB) 金融政策決定会合 (COPOM) では、6 対 2 で市場予想 (50bp の利上げ) に反して政策金利の据え置きが決定された。声明文によると、「足許のリスクバランス、主に海外での不確実性の増大」が現状維持の理由とされており、反対の 2 人は前回会合と同様に 50bp の利上げを主張している。前回 COPOM にて利上げサイクル再開が示唆されたにも拘らず、インフレ抑制姿勢を転換したのは 19 日公表の IMF 世界経済見通しでブラジルの成長率見通しが大幅下方修正されたからだとされている。実際、トンビニ BCB 総裁は 19 日に「IMF によるブラジル経済見通しの下方修正を重視する」、「COPOM に際しては利用可能な関連情報をすべて評価する」との声明を発表していた。今回の金利据え置きに対し、一部には景気低迷を受けて労働者党 (与党) や労働組合が利上げ見送りを求めていることを挙げて、BCB が政治圧力に屈して利上げを見送ったと見る向きもある。我々は、これ以上中銀として看過できないほどに国内経済が悪化しただけであって、BCB が政治的圧力に屈したとまでは考えていない。しかし、いずれにせよ BCB の姿勢転換が会合直前だったこと、決定が予想を大きく下回ったことを踏まえると、BCB

図表 7: 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 8: 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

に対する市場の信任は一時的に大きく揺らぐ結果となった。今後も商品価格の下落や世界経済の低迷が続くと見られるほか、ブラジル経済が改善に転じる望みも薄い。そのため、当面 BCB は現状維持を続けるだろう。

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15日 (金)	中国	12月 新規貸出 (人民元)	700.0B	597.8B	708.9B	--
15日 (金)	中国	12月 マネーサプライM2(前年比)	13.6%	13.3%	13.7%	--
15日 (金)	インドネシア	12月 貿易収支	\$100M	-\$236M	-\$346M	-\$408M
15日 (金)	フィリピン	11月 海外送金(前年比)	3.5%	3.2%	0.2%	--
18日 (月)	インド	12月 貿易収支	-\$9.54B	-\$11.66B	-\$9.78B	--
18日 (月)	シンガポール	12月 非石油地場輸出(前年比)	-4.4%	-7.2%	-3.3%	-3.4%
19日 (火)	中国	11月 小売売上高(前年比)	11.3%	11.1%	11.2%	--
19日 (火)	中国	11月 鉱工業生産 (前年比)	6.1%	5.9%	6.2%	--
19日 (火)	中国	11月 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	10.2%	10.0%	10.2%	--
19日 (火)	中国	4Q GDP(前年比)	6.9%	6.8%	6.9%	--
19日 (火)	フィリピン	12月 総合国際収支	--	-\$481M	-\$141M	--
20日 (水)	マレーシア	12月 消費者物価指数	2.7%	2.7%	2.6%	--
21日 (木)	マレーシア	1月 BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
22日 (金)	台湾	12月 鉱工業生産	-5.6%	--	-4.9%	--
25日 (月)	シンガポール	12月 消費者物価指数	-0.7%	--	-0.8%	--
26日 (火)	韓国	4Q GDP(前年比)	--	--	2.7%	--
26日 (火)	フィリピン	11月 貿易収支	--	--	-\$1937M	--
26日 (火)	シンガポール	12月 鉱工業生産(前年比)	-6.8%	--	-5.5%	--
26~27日	タイ	12月 貿易収支(通関ベース)	\$1188M	--	\$299M	--
1月27日 (水)	インドネシア	12月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	9.2%	--
27日 (水)	韓国	1月 消費者信頼感	--	--	103.0	--
28日 (木)	フィリピン	4Q GDP(前年比)	--	--	6.0%	--
28日 (木)	韓国	12月 鉱工業生産(前年比)	-3.7%	--	-0.3%	--
29日 (金)	台湾	4Q GDP(前年比)	-0.3%	--	-0.6%	--
29日 (金)	タイ	12月 国際収支: 経常収支	--	--	\$2997M	--
29日 (金)	タイ	12月 貿易収支	--	--	\$2086M	--
中東欧・アフリカ						
1月18日 (月)	ロシア	4Q 経常収支	12950M	13000M	7509M	--
19日 (火)	トルコ	1月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
20日 (水)	南アフリカ	12月 消費者物価指数(前年比)	5.2%	5.2%	4.8%	--
21日 (木)	トルコ	1月 消費者信頼感指数	--	71.6	73.6	--
27日 (水)	ロシア	12月 実質小売売上高(前年比)	-15.0%	--	-13.1%	--
28日 (木)	南アフリカ	1月 SARB政策金利	6.75%	--	6.25%	--
29日 (金)	ロシア	1月 主要金利	11.00%	--	11.00%	--
29日 (金)	南アフリカ	11月 貿易収支(ラント)	--	--	1.8B	--
ラテンアメリカ						
1月15日 (金)	ブラジル	11月 経済活動 (前年比)	-6.8%	-6.1%	-6.4%	-6.3%
21日 (木)	ブラジル	1月 SELICレート	14.50%	14.25%	14.25%	--
22日 (木)	ブラジル	1月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	10.7%	--	10.7%	--
25日 (日)	メキシコ	11月 経済活動IGAE(前年比)	1.9%	--	2.3%	--
26日 (月)	ブラジル	12月 経常収支	--	--	-\$2931M	--
26日 (月)	メキシコ	11月 小売売上高(前年比)	4.0%	--	4.8%	--
28日 (水)	ブラジル	1月 FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	10.5%	--
29日 (木)	メキシコ	4Q GDP(前年比)	2.3%	--	2.6%	--

(注)2016年1月22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	6.5800	6.50	6.46	6.40	6.38	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7495 ～ 7.7744	7.8159	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 67.128	68.025	67.0	67.5	63.0	62.5	61.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14828	13907	14500	14000	13700	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1208.72	1213.82	1200	1180	1160	1160	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ～ 4.4812	4.3815	4.40	4.15	4.02	3.92	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 47.520	47.903	47.5	46.5	45.7	44.9	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4366	1.4337	1.43	1.39	1.36	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.329	33.785	33.50	33.40	33.10	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 36.67	36.20	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22400	22800	23300	23300	23400	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 74.3525	82.4528	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 16.0543	16.5414	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0752	3.0156	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	4.1552	4.20	4.28	4.21	4.20	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.4675	18.7189	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	17.812	18.92	18.89	18.75	18.18	18.11
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.077	15.85	15.72	15.46	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.737	1.84	1.81	1.90	1.86	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ～ 0.969	0.847	0.848	0.871	0.876	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	9.790	10.25	10.34	10.34	10.00	10.09
マレーシアリンギ	(MYR)	26.646 ～ 34.334	26.658	27.95	29.40	29.85	29.59	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.438	2.59	2.62	2.63	2.58	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	82.20	86.01	87.77	88.24	87.22	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.488	3.67	3.65	3.63	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.250 ～ 3.737	3.255	3.32	3.34	3.33	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5261	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	1.432	1.76	1.79	1.85	1.93	1.92
南アフリカランド	(ZAR)	7.548 ～ 10.453	7.124	7.94	8.13	7.74	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	38.853 ～ 52.258	39.065	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	28.344	29.29	28.50	28.50	27.62	27.38
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	6.295	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22日の8時25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。