

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

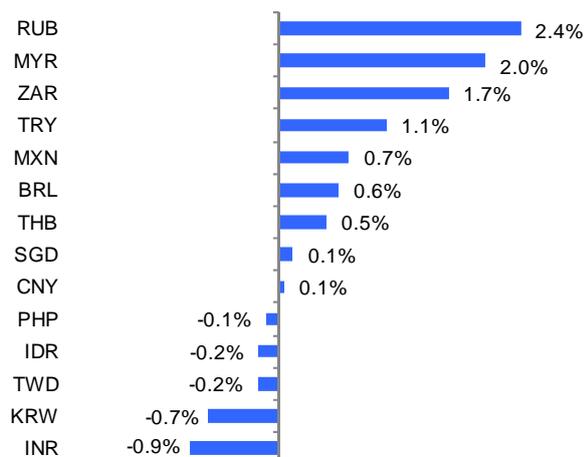
今週のエマージングマーケット

原油の反発を受けて資源国通貨を中心に値を取り戻す

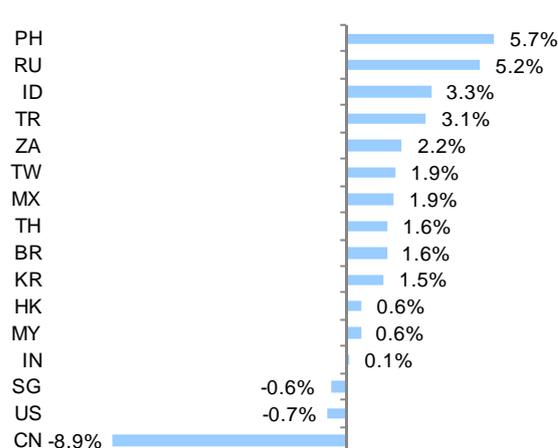
今週の新興国通貨は買い戻される通貨が目立った。先週末のドラギ ECB 総裁による追加緩和示唆や原油価格の反発を背景にリスクセンチメントが改善し、新興国通貨は上昇。週初は原油価格の不安定な動きからリスクオフムードが再燃し、資源国通貨を中心に新興国通貨は軟調な推移となった。しかし、26日にイラク石油相の発言を受けて原油価格が反転すると、資源国通貨を中心に新興国通貨は底堅い値動きに転じる。その後、米1月消費者信頼感指数が市場予想を上回ったことを背景にドルが強含み、資源国通貨を除く他の新興国通貨は軟化した。27日、FOMC 声明文で若干ハト派寄りの姿勢が見られたため、市場の3月利上げ期待が後退し、ドルは主要国通貨対比で弱含むも、新興国通貨への影響は限定的となった。

個別通貨で見ると、原油価格の反発を受け RUB (+2.4%)、MYR (+2.0%)、ZAR (+1.7%)、MXN (+0.7%) といった資源国通貨が買われた。MYR については、原油安による歳入減が見込まれるにも拘わらず、従来の財政収支目標を順守すると政府が発表したことも好感された。そのほか、インスタブル 100 種指数が大幅反発したことを受けて TRY (+1.1%) は上昇。一方で、輸入企業からの月末ドル需要を背景に INR (▲0.9%) は軟化。また、10~12月期 GDP の結果を嫌気して KRW (▲0.7%) 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

株価の動向が来週の新興国通貨に大きな影響を与える

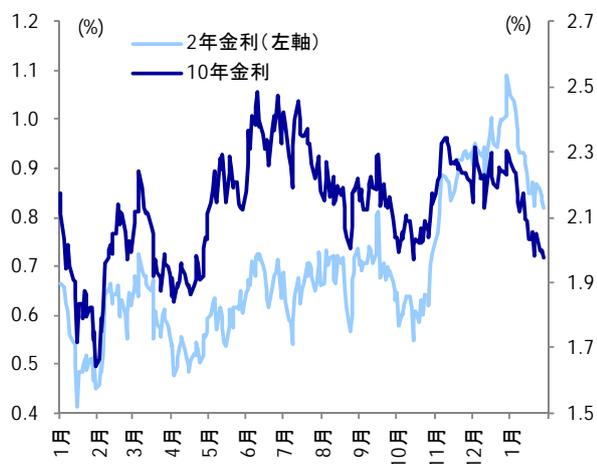
原油価格の上昇を背景に資源国通貨が買い戻される

今週の新興国通貨は、原油価格の上昇を背景に資源国通貨が買い戻される展開となった。一方で、原油輸入国の通貨は冴えない値動きとなり、特にINRは先週末に一段安となったまま、最安値圏から抜け出せずにいる。また、上海総合指数が節目とみられていた3000を大きく割り込み年初来▲25.0%となったことを筆頭に、シンガポールST指数が同▲11.1%、ブラジルボベスバ指数が同▲10.9%と大きく値を下げる新興国株が散見され始めている（年初来騰落率は28日NY引け時点）。今後もリスクオフムードが広がり、新興国株の下落幅が拡大すれば、株式投資資金の流出が懸念される。資金流出拡大は通貨安に繋がり、ドルなどで見た評価損が拡大するため、新興国の金融資産売却及び資本流出の加速とそれに伴う通貨の一段安を引き起こす。そのため、新興国株の値動きが新興国通貨に与える影響が今後は高くなっていくだろう。

来週にリスクセンチメントが大きく改善するとは考え難い

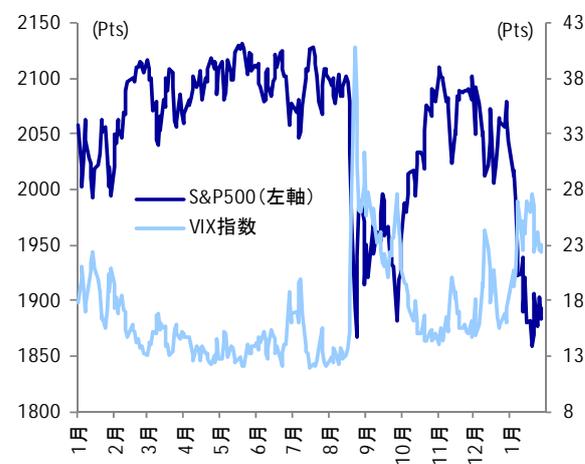
27日のFOMC声明文では、海外経済の低迷や金融市場の混乱を受けた米景気のダウンサイドリスクを注視するとの文言が追加されたものの、追加利上げ時期の後ずれを示唆するまでには至らなかった。米企業の10~12月期決算の発表が本格化しているが、エネルギー産業を中心に厳しい見通しを発表する企業が見られており、FRBが懸念するダウンサイドリスクは顕在化しつつあるように見受けられる。来週に発表される米1月ISM製造業景気指数、米1月雇用統計でも冴えない結果が市場では予想されており、リスクセンチメントは大きく改善しないと考える。来週も株式市況の低迷が続く以上、株式投資資金などの証券投資にて経常赤字分の資金を調達している国々の通貨に売り圧力がかかるだろう。原油価格の横ばい傾向が続けば急落は免れると考えるが、更に直近の最安値を更新する展開となると、新興国通貨は資源国通貨を中心に急落すると予想する。

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

インド: 金融政策決定会合プレビュー

堅調な景気動向を背景に、政策金利の据え置きを予想

2月2日(火)に予定されているインド準備銀行(RBI、中央銀行)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12月会合でラジャンRBI総裁は、2017年3月のインフレ率が+5%近辺に収まるような経済環境が今後も続けば「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。会合後に発表された経済指標をみると、12月製造業PMIは49.1と、2年2か月ぶりに景気の拡大/縮小の分かれ目となる50を下回った。また、11月鉱工業生産も前年比▲3.2%と2014年12月以来のマイナスに陥っている。もっとも、製造業の弱い動きは自動車産業集積地である南部タミルナド州が昨年11月中旬以降豪雨に見舞われたためと見られる。サービス業やコンポジットPMIは引き続き50を上回っており、景気は堅調さを維持している模様だ。また、12月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.6%と11月同+5.4%から小幅に加速している。景気が底堅く推移する中、インフレの小幅上昇も見られ、RBIが今回会合で緩和を行う必要性は乏しいだろう。我々は今会合でRBIが政策金利を据え置くと予想する。

タイ: 金融政策決定会合プレビュー

インフレ率の上昇、緩和的な金融環境を背景に政策金利を据え置くと予想する

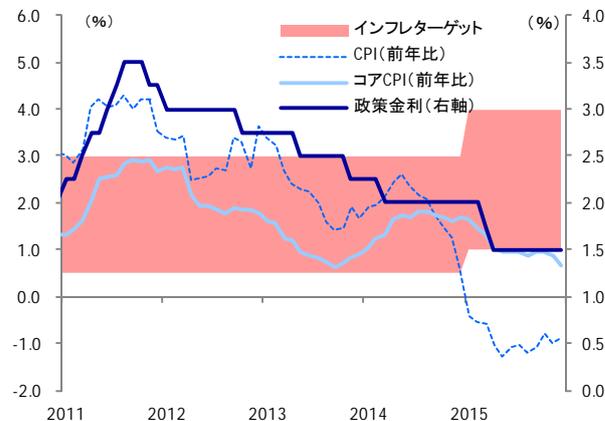
2月3日(水)に開催されるタイ中央銀行(BOT)の金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。前回会合(12月16日)では全会一致で政策金利を1.5%に据え置くとともに、声明文では引き続き中国を始めとするアジア諸国の景気低迷がタイ経済のダウンサイドリスクであることに言及した。また、タイ経済は政府支出の増加及び観光者数の持ち直しにより、緩やかに回復が続き、更に緩和的な金融環境と為替レート(THB/安)が景気回復を後押しするとの見方が維持された。前回会合後に発表された12月CPIは前年比▲0.9%(11月:同▲1.0%)と僅かながらマイナス幅が縮小したものの、CPIは11か月連続マイナス推

図表3: インド 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: 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

移を続けており、BOT の緩和余地は残されている。しかし、CPI は 2016 年の早い時期にプラスに転じると BOT が見込んでいるほか、ウィラタイ BOT 総裁は、「タイ金融市場は十分に緩和されている」と述べるなど、政策金利の更なる引き下げの必要性は低いとの見方を示している。そのため、本会合では政策金利を据え置くだらう。

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

1 月の FOMC の結果に追随し、政策金利を据え置くと予想

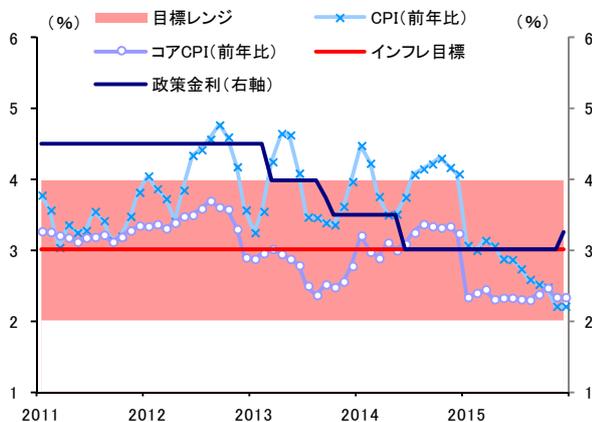
2 月 4 日（木）に開催されるメキシコ中央銀行（BOM）の金政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回会合（12 月 18 日）では、米利上げに追随し政策金利を過去最低の 3.00% から 3.25% に引き上げた。声明文では「利上げをしなければ、無秩序な MXN の下落によりインフレ期待と実際のインフレ率に悪影響を及ぼす可能性がある」と利上げの背景について述べている。会合後発表されたメキシコ 12 月 CPI は前年比+2.1%（11 月：同+2.2%）と過去最低水準となった。また、カルステンズ BOM 総裁は、「FRB が利上げを続けるとしても、非常に緩やかなペースになることから、BOM の利上げペースも非常に緩やかになる」と述べ、追加利上げは FRB 次第との見方を示した。CPI が低下を続けており、また 27 日の FOMC にて金融政策の変更がなかったため、BOM は現状の政策金利を据え置くと予想する。

韓国：不調な外需を内需で補うという構図は 10~12 月期 GDP でも変わらず

純輸出は 4 四半期連続でマイナス寄与となる一方、底堅い最終消費と資本形成が成長を支え

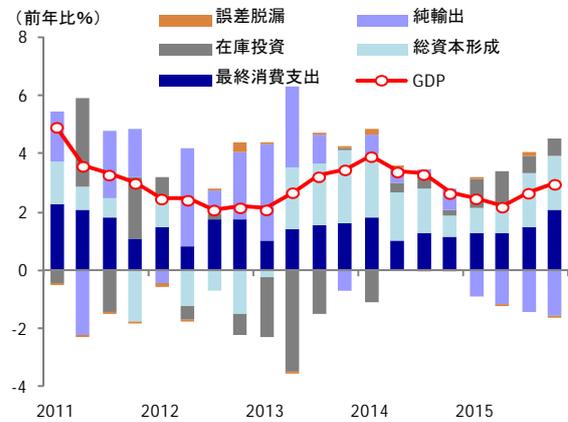
26 日に発表された韓国 10~12 月期 GDP は、市場予想通り前年比+3.0%（7~9 月期：同+2.7%）となった。前年比寄与度で見ると、純輸出（7~9 月期：同▲1.4%→10~12 月期：同▲1.6%）が 4 四半期連続でマイナスとなる一方で、最終消費（7~9 月期：同+1.5%→10~12 月期：+2.1%）と総固定資本形成（7~9 月期：同+1.5%→10~12 月期：同+1.5%）などの内需が景気を下支えした。但し、前期比で見ると 10~12 月期の成長率は+0.6%

図表 5: 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

図表 6: 韓国 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

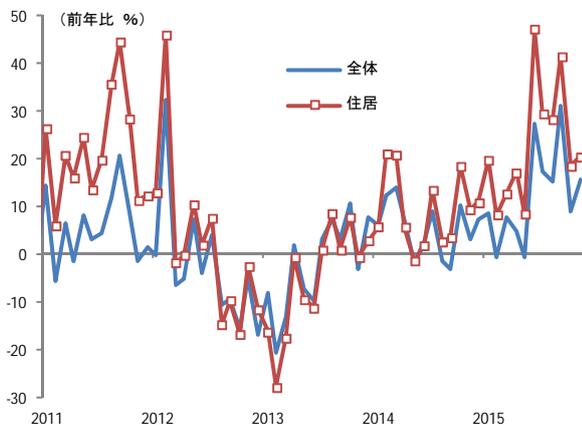
となり、7～9月期（同+1.3%）から減速した。住宅投資が前期に大きく伸びた反動により、10～12月期の建設投資は前期比▲6.1%と7～9月期（同+5.0%）から伸び率が大幅なマイナスに転じたことが影響した模様だ。家計債務は既に過去最高水準にあり、建設許可数は6月に2012年来となる高水準な伸びを記録して以降は、増加ペースの鈍化が続いている。住宅在庫も急速に積み上がりつつあるため、韓国の住宅市況先行きは明るいとは言えず、今後も伸びや悩む可能性が高い。BOKによる追加利下げが期待されるものの、利下げは家計債務の更なる増大に繋がりにかぬない。そのため、BOKは追加利下げに対し慎重にならざるを得ず、政策金利の据え置きを当面続けると予想する。

フィリピン:10～12月期成長率は市場予想比上ぶれ

成長率上ぶれにより2016年の成長率目標は引き下げも、BSPは金融政策を据え置く見込み

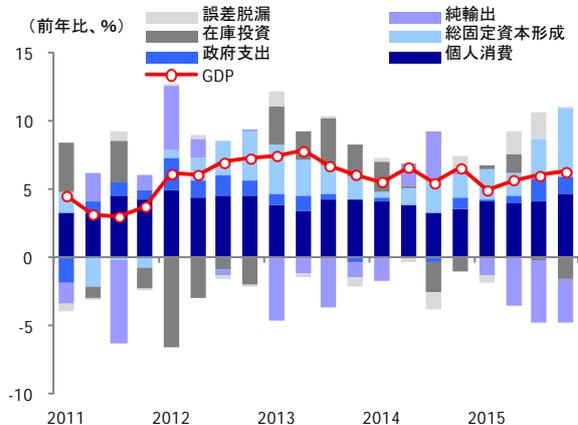
28日に発表されたフィリピン10～12月期GDPは前年比+6.3%と7～9月期（同+6.1%）から加速し、市場予想（同+5.9%）を上回る結果となった。また、同時に発表された2015年の成長率は同+5.8%と昨年（同+6.1%）から減速したものの市場予想（同+5.7%）を上回った。10～12月期の内訳を前年比寄与度で見ると、政府支出（7～9月期:同+1.7%→10～12月期:同+1.4%）と在庫投資（7～9月期:同▲0.1%→10～12月期:同▲1.5%）が減速した一方、個人消費（7～9月期:同+4.2%→10～12月期:同+4.7%）や設備投資（7～9月期:同+2.9%→10～12月期:同+4.9%）の拡大に加えて、純輸出のマイナス幅縮小が全体の押し上げに寄与している。業種別では、サービス業のほか製造業や建設業が成長のけん引役になった模様だ。なお、GDPの結果を受けて、フィリピン中銀（BSP）のテタンコ総裁は、当面の政策調整を行う必要はないと発言し、今後は中国での新たな経済政策の実施や、原油価格及び金融市場の動向を見極める姿勢を示している。そのため、当面BSPは景気下支えを理由に緩和を行わず、現状政策を維持すると考えられる。

図表7: 韓国 建設許可数



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8: フィリピン 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

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25日 (月)	シンガポール	12月 消費者物価指数	-0.7%	-0.6%	-0.8%	--
26日 (火)	韓国	4Q GDP(前年比)	3.0%	3.0%	2.7%	--
26日 (火)	フィリピン	11月 貿易収支	-\$1310M	-\$977M	-\$1937M	-\$1944M
26日 (火)	タイ	12月 貿易収支(通関 ^ハ -ス)	\$1214M	\$1487M	\$299M	--
27日 (水)	韓国	1月 消費者信頼感	--	100	103	102
28日 (木)	フィリピン	4Q GDP(前年比)	5.9%	6.3%	6.0%	6.1%
29日 (金)	韓国	12月 鉱工業生産(前年比)	-3.3%	--	-0.3%	--
29日 (金)	台湾	4Q GDP(前年比)	-0.5%	--	-0.6%	--
29日 (金)	タイ	12月 国際収支: 経常収支	\$4719M	--	\$2997M	--
29日 (金)	タイ	12月 貿易収支	--	--	\$2086M	--
2月1日 (月)	韓国	12月 国際収支: 経常収支	--	--	\$9404.4M	--
1日 (月)	韓国	1月 貿易収支	--	--	\$7162M	\$7001M
1日 (月)	韓国	1月 輸出(前年比)	--	--	-13.8%	-14.1%
1日 (月)	中国	1月 製造業PMI	49.6	--	49.7	--
1日 (月)	中国	1月 非製造業PMI	--	--	54.4	--
1日 (月)	中国	1月 Caixin中国PMI製造業	48.2	--	48.2	--
1日 (月)	インド	1月 日経インド ^{PM} 製造業	--	--	49.1	--
1日 (月)	インドネシア	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.4%	--
1日 (月)	タイ	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.9%	--
2日 (火)	韓国	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.3%	--
2日 (火)	インド	1月 RBI ^レ レート	--	--	6.75%	--
2日 (火)	シンガポール	1月 購買部景気指数	--	--	49.5	--
3日 (水)	中国	1月 Caixin中国PMI ^非 製造業	--	--	50.2	--
3日 (水)	タイ	2月 タイ中央銀行指標金利	--	--	1.50%	--
4日 (木)	タイ	1月 消費者信頼感指数	--	--	76.1	--
5日 (金)	フィリピン	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.5%	--
5日 (金)	台湾	1月 消費者物価指数(前年比)	0.5%	--	0.1%	--
中東欧・アフリカ						
1月25日 (月)	ロシア	12月 実質小売売上高(前年比)	-15.3%	-15.3%	-13.1%	--
28日 (木)	南アフリカ	1月 SARB政策金利	6.75%	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 ^ト)	4.9B	--	1.8B	--
2月3日 (水)	トルコ	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	8.8%	--
5日 (金)	ロシア	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	12.9%	--
ラテンアメリカ						
1月25日 (月)	メキシコ	11月 経済活動IGAE(前年比)	1.9%	2.7%	2.3%	--
26日 (火)	ブラジル	12月 経常収支	-\$2500M	-\$2460M	-\$2931M	-\$2968M
26日 (火)	メキシコ	11月 小売売上高(前年比)	5.0%	5.7%	4.8%	--
29日 (金)	メキシコ	4Q GDP(前年比)	2.3%	--	2.6%	--
2月2日 (火)	ブラジル	1月 貿易収支	--	--	\$6240M	--
2日 (火)	ブラジル	12月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-12.4%	--
3日 (水)	メキシコ	12月 送金総額	--	--	\$1887.9M	--
4日 (木)	メキシコ	11月 総設備投資	--	--	1.0%	--
5日 (金)	ブラジル	1月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.7%	--
5日 (金)	メキシコ	1月 消費者信頼感指数	--	--	93.0	--

(注)2016年1月29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、その正確性を全般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	6.5753	6.50	6.46	6.40	6.38	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7495 ~ 7.7744	7.7932	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 67.128	68.225	68.5	68.0	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14828	13873	14300	14100	13750	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1208.72	1208.55	1200	1180	1160	1160	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 4.4812	4.2055	4.40	4.32	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 47.520	47.767	48.0	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4366	1.4278	1.44	1.41	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.329	33.589	33.50	33.40	33.10	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 36.67	35.81	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22240	22600	22800	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 74.3525	76.5350	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 16.0543	16.2085	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0752	2.9707	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	4.0697	4.20	4.28	4.21	4.20	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.4675	18.3490	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	18.058	18.92	18.89	18.75	18.18	18.11
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.244	15.85	15.72	15.46	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.741	1.80	1.79	1.82	1.80	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ~ 0.969	0.856	0.860	0.865	0.873	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	9.834	10.25	10.34	10.34	10.00	10.09
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ~ 34.334	28.237	27.95	28.24	28.57	28.36	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.485	2.56	2.57	2.58	2.54	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	83.20	85.42	86.52	86.96	85.93	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.537	3.67	3.65	3.63	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.250 ~ 3.737	3.317	3.32	3.34	3.33	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5342	0.54	0.54	0.52	0.50	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.613 ~ 2.652	1.549	1.76	1.79	1.85	1.93	1.92
南アフリカランド	(ZAR)	7.548 ~ 10.453	7.330	7.94	8.13	7.74	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	38.853 ~ 52.258	39.973	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	29.183	29.29	28.50	28.50	27.62	27.38
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	6.474	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29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。