

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

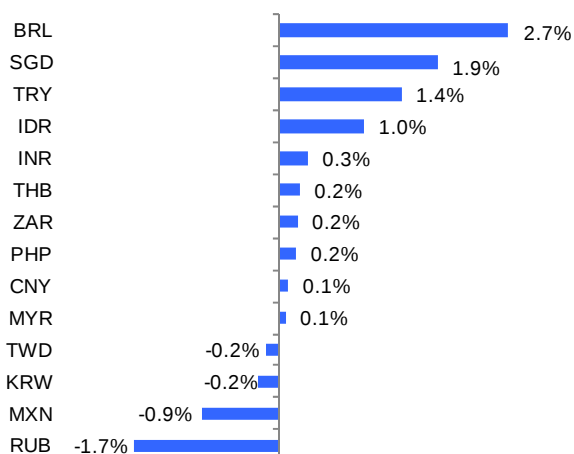
今週のエマージングマーケット

原油の反発と米利上げ期待の後退が新興国通貨を下支え

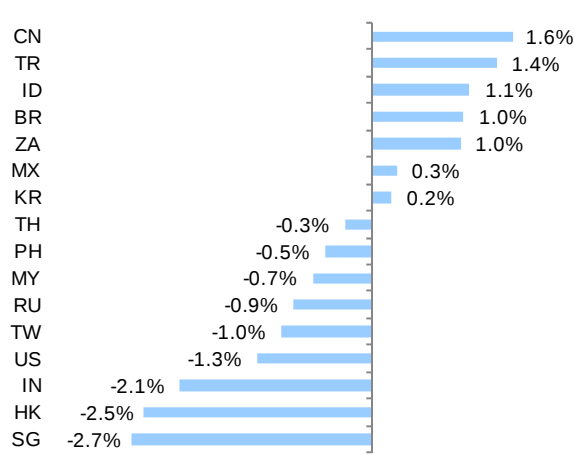
今週の新興国通貨は、一部の資源国通貨を除けば、概ね底堅い値動きとなった。先週末は、日銀によるマイナス金利政策導入を背景としたリスクオンムードから、新興国通貨は堅調に推移した。週初の1日に発表された中国経済指標（1月製造業 PMI、1月 Caixin 製造業 PMI）が冴えない結果となったことで、原油価格が下落に転じ、資源国通貨は売り優勢の展開となった。3日にダドリーNY 連銀総裁が今後の利上げペース鈍化を示唆する発言をしたことに加え、米1月ISM非製造業景況指数が市場予想を下回る結果となったことを背景にドル安・新興国通貨高が進行。また、ベネズエラ石油相による「11日に開催されるOPEC総会にて生産枠が据え置かれる見通し」との発言を受けて原油価格が持ち直したことで、資源国通貨は急落を免れる展開となった。

個別通貨で見ると、原油価格は週後半に反発したものの、週前半に下落した分を取り戻すことができず資源国の通貨であるRUB（▲1.7%）、MXN（▲0.9%）は軟化した。一方で、米利上げ期待の後退を受けて、経常赤字国の通貨であるBRL（+2.7%）、TRY（+1.4%）やIDR（+1.0%）が大きく買い戻された。また、ドル安・アジア通貨高となったことを受けてSGD（+1.9%）も上昇した。

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) ブルームバーク

エマージングマーケット短期見通し

原油価格底打ちを背景に週前半は堅調な展開を予想

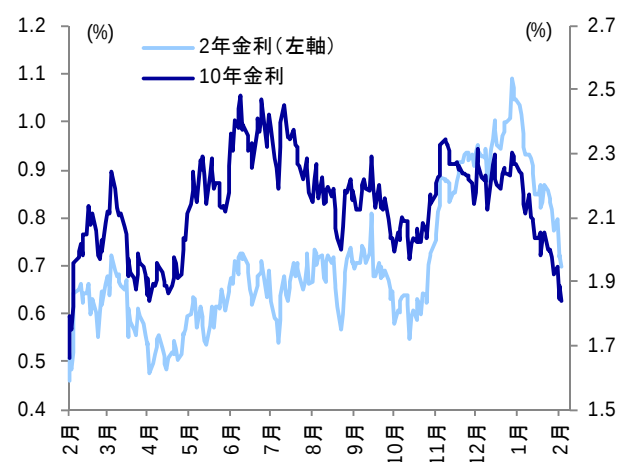
原油価格や米経済指標の結果に新興国通貨も大きく振らされる展開

米利上げの先送り期待が来週も高まる可能性は低い

今週の新興国通貨は、原油価格や米経済指標の結果を受けて乱高下する展開となった。週初は、中国 1 月製造業 PMI の冴えない結果を背景に原油需要の先行き懸念が高まり、原油価格が下落。新興国通貨も資源国を中心に軟調な展開となった。しかしながら、米 1 月 ISM 非製造業景気指数が前月から急低下すると、ドル安が進行。原油価格が上昇する動きに、新興国通貨は軒並み買い戻される展開となった。

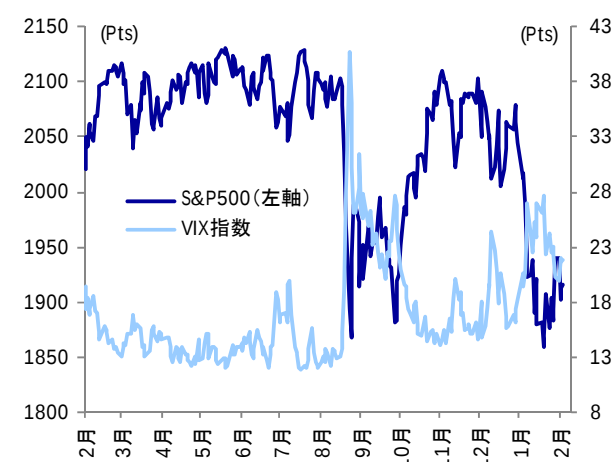
来週は中国が旧正月で休場となるため、原油価格の動向と米利上げ期待が新興国通貨を大きく動かすだろう。NYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル取引所）のデータによれば、投機筋（Non Commercial、非商業部門）の WTI 原油先物ショートポジション（グロス）は 1 月 12 日に過去最大を記録するなど高水準となっていた。そのため、原油価格の底堅さが確認されれば、ポジションの解消に伴って反発する可能性は高く、新興国通貨も買い優勢の展開が見込まれる。しかしながら、米利上げの先送り期待については、来週も高まるとは考え難い。1 日にフィッシャーFRB 副議長が、「金融市場の混乱が米国経済にどのような影響を及ぼすのか判断を下すのは余りにも難しい」と述べている通り、利上げ先送りを決断するにはもう少し経済指標の結果を見たいというのが FRB メンバーの本音であると推測する。10 日（水）に予定されているイエレン FRB 議長の議会証言においても、経済指標の動向を注視すると述べるに止まるだろう。そうなれば、米利上げ先送り期待の後退を背景に、進んでいたドル安の流れも止まり、新興国通貨買い優勢の展開も途切れると考える。但し、本日（5 日）発表の米 1 月雇用統計の結果が市場予想を大きく下回った場合は、ドル安の流れが予想外に長引く可能性があることには留意したい。

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

フィリピン: 金融政策決定会合プレビュー

堅調な経済成長を理由に BSP は金融政策を据え置く見込み

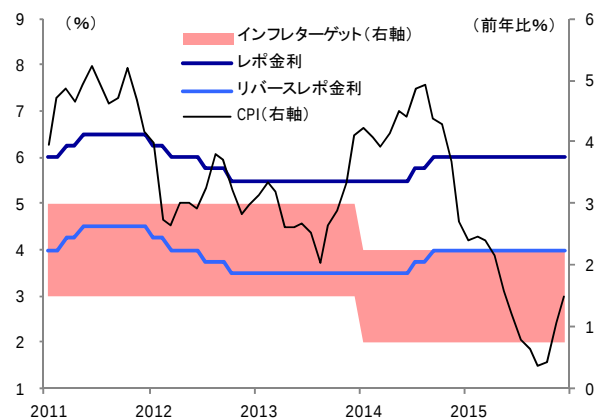
11日(木)に予定されているフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回12月の会合では10会合連続で政策金利が4.00%に据え置かれた。声明文では、米利上げ開始を受けた金融市場の不安定化に対して懸念が示されたが、「現段階では金融政策を据え置くことによってBSPがグローバル経済の進展と、その状況に対処できる金融政策の有効性について考える余地が生じる」と、米利上げ後の経済情勢と市場動向を見極める姿勢を見せた。会合後に発表されたフィリピン10~12月期GDPは前年比+6.3%と7~9月期(同+6.1%)から加速し、市場予想(同+5.9%)を上回る結果になった。これを受けてタタンコBSP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、金融市場の動向を引き続き見極める姿勢を示している。また、日銀によるマイナス金利政策導入後の2月1日にも堅調な国内経済を理由に「政策スタンスを変更する緊急性を感じておらず、先進国の政策に歩調を合わせる必要はない」との旨を述べた。そのため、当面の間BSPは現状政策を維持するだろう。

ロシア:金融政策決定会合レビュー

想定以上の原油安を受けて CBR は政策スタンスを転換

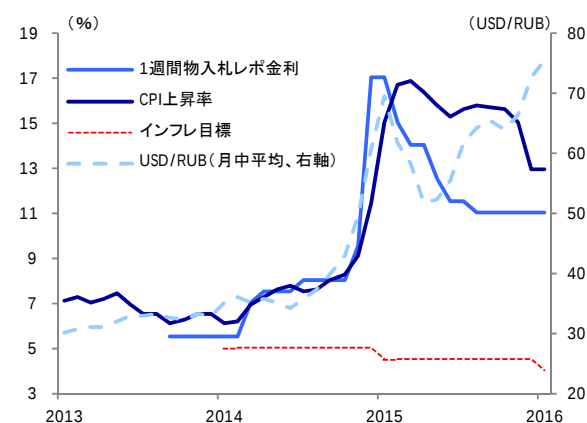
1月29日に開催されたロシア中銀(CBR)の金融政策決定会合は、4会合連続で政策金利11.00%の据え置きを決定した。前回12月会合にかけて、インフレ急騰の影響が一巡する年初のタイミングで、国内景気を下支えるために利下げを目指していたと見られる。実際、同会合の声明文では「インフレ率が予想通り低下し、インフレ上昇圧力が後退すればCBRは来るべき会合で政策金利を引き下げる」と明記されていた。しかし、今回の声明文では「インフレリスクが増幅するならば、金融政策の引き締めも排除しない」と、前回会合から政策スタンスの

図表3: 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

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

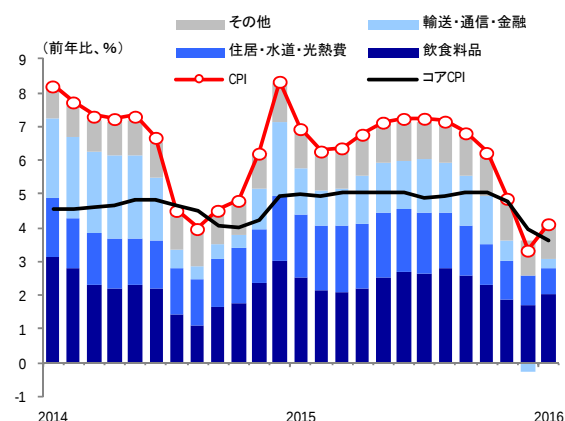
転換が示されている。これは年明け以降に、ブレント原油が 27 ドル/バレルと 2003 年以来の低水準まで下落する中で RUB が一時 85 台後半まで値を下げたことが影響していた模様だ。食料品など消費財の多くを輸入に依存するロシア経済にとって自国通貨安はインフレ圧力の増大に直結する。足許では原油価格が 30 ドル/バレル台を回復したことに伴い RUB も値を戻しているが、今後原油価格が再び 30 ドル割れとなり、RUB 安の進行が続くようであれば、CBR は利上げに踏み切ると考えている。

インドネシア：CPI は小幅に加速も BI は緩和姿勢維持か

食品価格やエネルギー価格の上昇によりインフレ率は小幅に加速

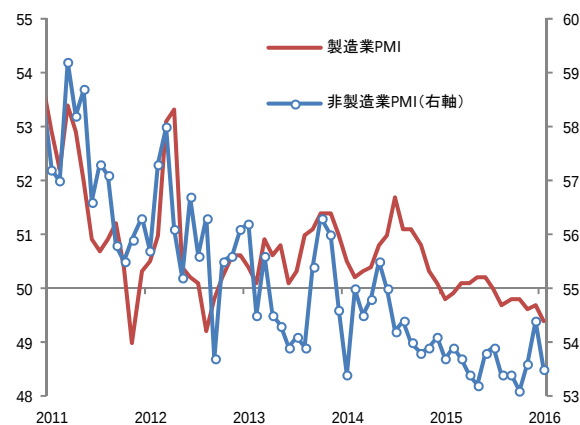
1 日に発表されたインドネシア 1 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.1%と 12 月 (同+3.4%) から小幅に加速した。内訳をみると、食肉やコメなどの野菜価格が上昇したことで食品 (12 月:同+4.9%→1 月:同+6.6%) の伸び幅が拡大したほか、エネルギー (12 月:同▲4.0%→1 月:同+1.6%) も上昇に転じている。もっとも、インフレ率は依然としてインドネシア中銀 (BI) の目標レンジ (+3%~+5%) の範囲内で推移しており、引き続き BI には緩和余地があるといえよう。前回会合 (1 月 14 日) の声明文では、「2015 年 10~12 月期の経済成長は財政政策や金融緩和にも拘わらず十分に改善しなかった」、「さらなる利下げは国内外経済についての厳密な調査の後に行われる」とされている。また、1 月 25 日にはワルジヨ BI 副総裁が「追加的な金融緩和があるとみられるが、国内と海外情勢の評価に基づいて実施される」との旨を発言している。引き続き、BI は景気下支えを理由に利下げの機会を窺っている模様だが、同時に景気動向を見極めるとの発言も相次いでおり、次回会合 (2 月 17 日~18 日) では国内外の経済情勢や 1 月の利下げ効果を見極めるために現状の政策を据え置くと予想している。

図表 5: インドネシア 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: 中国 製造業 PMI と非製造業 PMI



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

過剰生産能力の解消に伴い、製造業の景況感は低迷続く

中国：製造業 PMI は相変わらず冴えない結果に

1日に発表された中国1月製造業 PMI は 49.4 となり、2012 年 8 月以来の低水準となった。また、景気拡大/縮小の分かれ目である 50 を下回った期間は 1 月で 6 か月目となり、過去最長の縮小期間に入っている。中国国家統計局は、弱い需要と過剰生産能力削減の取り組みが、今次の弱い結果に繋がったと述べた。中国政府は国有企業の再編などを通じて過剰生産能力の削減に努めると述べており、製造業の景況感が改善基調に戻るには相応の時間が必要となるだろう。一方で、同時に発表された中国 1 月非製造業 PMI は 53.5 と 1 年 4 か月ぶりの高水準となった前月 (54.4) から低下したものの、中期的には横ばい基調を続けている。中国経済は、冴えない製造業を、堅調な内需を背景としたサービス業の伸びで下支えするという構図が続いている。

インド：金融政策決定会合レビュー

RBI は歳出抑制や財政改革の進展を追加緩和の条件とした

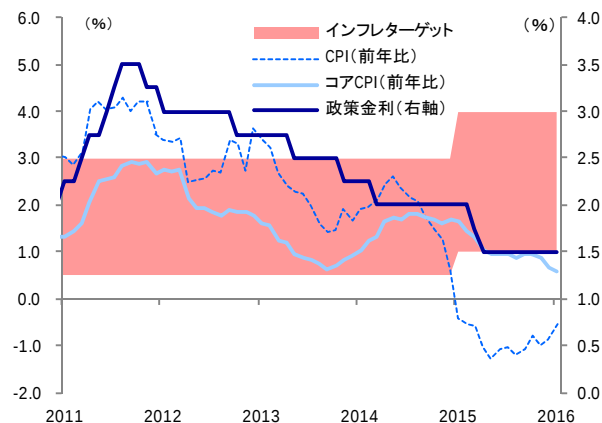
2 日の金融政策決定会合にてインド準備銀行 (RBI、中央銀行) は市場予想通り政策金利であるレポレートを 6.75% に据え置いた。声明文では引き続き緩和スタンスを維持するとし、先行きの追加緩和に含みを持たせている。但し、インフレ率が目標である 2017 年 3 月の +5% 達成に向けて推移することが、利下げの必要条件であると引き続き明示した。また、今回の声明文では、2016 年度政府予算案において歳出抑制と財政改革の進展が見られることが、追加利下げの条件として追記された。しかしながら、2015 年 11 月に諮問機関が 10 年に一度の公務員給与の大幅引き上げを勧告しており、財政支出圧力は高まっている。斯かる状況下、29 日までに発表される政府予算案にて、RBI を納得させるような内容が出てくるとは考え難く、次回 (4 月 5 日) 会合では政策金利の据え置きが決定されるだろう。

図表 7: インド 政策金利と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行
(注)CPI は 2015 年 12 月が最新データ

図表 8: 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

タイ：金融政策決定会合レビュー

国内景気の悪化が見られた際は、BOT が追加利下げを行う可能性が高まる

3 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政策金利を 1.50% に据え置いた。もともと本会合開催前にウィラタイ BOT 総裁は、金融市場は十分緩和されており、追加緩和を当面は実行しない考えを示していた。据え置きは今回で 6 回連続となる。声明文では景気認識について、前回会合（12 月 16 日）から大きな変化はなく、引き続き緩やかに回復しているとした。しかし、今回の声明文では、海外情勢を中心にダウンサイドリスクへの記述が詳細になり、また前回声明文では現状の金融政策は「十分に緩和的」とされていたのが、今回は「緩和的」となり、追加緩和に向けた布石とも受け取れる表現変更がされた。タイ 1 月 CPI は前年比▲0.5%（12 月同▲0.9%）とマイナス幅は縮小したものの、依然として原油価格の下落を背景にマイナスの伸びが続いており、BOT の緩和余地は残されている。斯かる環境下、国内経済指標に悪化の兆しが見られた場合、BOT が追加利下げに踏み切る可能性が従前よりも高まったと考える。

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	前回は	修正値
エマージングアジア						
1月29日 (金)	韓国	12月 鉱工業生産(前年比)	-3.3%	-1.9%	-0.3%	-0.1%
29日 (金)	インドネシア	12月 マネーサプライM2(前年比)	--	8.9%	9.2%	9.2%
29日 (金)	台湾	4Q GDP(前年比)	-0.50%	-0.28%	-0.63%	--
29日 (金)	タイ	12月 国際収支：経常収支	\$4360M	\$4879M	\$2997M	--
2月1日 (月)	韓国	1月 輸出(前年比)	-10.3%	-18.5%	-13.8%	-14.1%
1日 (月)	韓国	1月 貿易収支	\$6679M	\$5326M	\$7162M	\$7001M
1日 (月)	中国	1月 製造業PMI	49.6	49.4	49.7	--
1日 (月)	中国	1月 非製造業PMI	--	53.5	54.4	--
1日 (月)	中国	1月 Caixin中国PMI製造業	48.1	48.4	48.2	--
1日 (月)	タイ	1月 消費者物価指数(前年比)	-0.4%	-0.5%	-0.9%	--
1日 (月)	インドネシア	1月 消費者物価指数(前年比)	4.3%	4.1%	3.4%	--
1日 (月)	インド	1月 日経インドPMI製造業	--	51.1	49.1	--
2日 (火)	韓国	1月 消費者物価指数(前年比)	1.1%	0.8%	1.3%	--
2日 (火)	インド	1月 RBIレート	6.75%	6.75%	6.75%	--
2日 (火)	シンガポール	1月 購買部景気指数	49.7	49.0	49.5	--
3日 (水)	中国	1月 Caixin中国PMI非製造業	--	52.4	50.2	--
3日 (水)	タイ	1月 タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
3日 (水)	インドネシア	1月 消費者信頼感指数	--	112.6	107.5	--
4日 (木)	タイ	1月 消費者信頼感	--	75.5	76.1	--
5日 (金)	フィリピン	1月 消費者物価指数(前年比)	1.4%	--	1.5%	--
5日 (金)	インドネシア	4Q GDP(前年比)	4.8%	--	4.7%	--
5日 (金)	マレーシア	12月 貿易収支MYR	9.70B	--	10.24B	--
8日 (月)	インド	4Q GDP(前年比)	--	--	7.4%	--
10日 (水)	フィリピン	12月 輸出(前年比)	--	--	-1.1%	--
10日～15日	インド	1月 貿易収支	--	--	-	--
10日～15日	中国	1月 新規貸出(人民元)	1900.0B	--	597.8B	--
12日 (金)	インド	12月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.2%	--
12日 (金)	インド	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.6%	--
中東欧・アフリカ						
1月29日 (金)	ロシア	1月 主要金利	11.00%	11.00%	11.00%	--
29日 (金)	南アフリカ	11月 貿易収支(ラント)	4.9B	8.2B	1.8B	0.7B
2月3日 (水)	トルコ	1月 消費者物価指数(前年比)	9.5%	9.6%	8.8%	--
5日～8日	ロシア	1月 消費者物価指数(前年比)	9.8%	--	12.9%	--
11日 (木)	トルコ	12月 経常収支	--	--	-2.11b	--
11日 (木)	南アフリカ	12月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-0.8%	--
11日 (木)	南アフリカ	12月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-1.2%	--
11日 (木)	ロシア	12月 貿易収支	9.8b	--	9.1b	--
ラテンアメリカ						
1月29日 (金)	メキシコ	4Q GDP(前年比)	2.3%	2.5%	2.6%	--
2月2日 (火)	ブラジル	1月 貿易収支(月次)	\$500m	\$923m	\$6240m	--
2日 (火)	ブラジル	12月 鉱工業生産(前年比)	-10.6%	-11.9%	-12.4%	--
3日 (水)	メキシコ	12月 送金総額	\$2113.6m	\$2188.0m	\$1887.9m	--
4日 (木)	メキシコ	11月 総設備投資	0.5%	-0.4%	1.0%	--
5日 (金)	ブラジル	1月 IBGEインフル率IPCA(前年比)	10.5%	--	10.7%	--
9日 (火)	メキシコ	1月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.1%	--

(注)2016年2月5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

		2016年 1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)	6.4904 ~ 6.5962	6.5695	6.70	6.65	6.55	6.40	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7891	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ~ 68.258	67.566	68.5	68.0	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13616 ~ 14002	13640	14300	14100	13750	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ~ 1216.23	1202.06	1230	1220	1200	1190	1170
マレーシアリング	(MYR)	4.1120 ~ 4.4415	4.1452	4.40	4.32	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ~ 48.069	47.650	48.0	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4090 ~ 1.4444	1.3978	1.44	1.41	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ~ 33.791	33.382	34.20	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.62	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ~ 22520	22289	22600	22800	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ~ 85.9573	76.8498	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.4086 ~ 17.9169	15.8648	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.9138 ~ 3.0614	2.9131	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)	3.9601 ~ 4.1720	3.8902	4.20	4.31	4.35	4.40	4.40
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ~ 18.8024	18.2641	18.50	18.00	17.50	17.30	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.627 ~ 18.563	17.828	18.06	17.59	17.86	18.13	18.11
香港ドル	(HKD)	14.831 ~ 15.615	15.005	15.59	15.08	15.08	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.702 ~ 1.823	1.730	1.77	1.72	1.77	1.80	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ~ 0.890	0.857	0.846	0.830	0.851	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.536 ~ 10.267	9.800	9.84	9.59	9.75	9.75	9.83
マレーシアリング	(MYR)	26.394 ~ 29.357	28.398	27.50	27.08	27.86	28.36	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.409 ~ 2.570	2.470	2.52	2.46	2.52	2.54	2.58
シンガポールドル	(SGD)	80.49 ~ 85.54	83.61	84.03	82.98	84.78	85.93	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.443 ~ 3.671	3.501	3.54	3.44	3.49	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.194 ~ 3.410	3.282	3.27	3.21	3.25	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5176 ~ 0.5482	0.5244	0.54	0.51	0.51	0.50	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.676	1.524	1.68	1.70	1.80	1.93	1.77
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.367	7.81	7.80	7.55	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	37.892 ~ 41.265	40.114	40.33	36.56	34.93	33.14	32.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.025 ~ 30.486	30.045	28.81	27.15	26.90	26.36	26.14
メキシコペソ	(MXN)	6.227 ~ 7.018	6.399	6.54	6.50	6.69	6.71	6.76

(注)1. 実績の欄は1月29日まで。SPOTは2月5日の8時頃。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。