

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

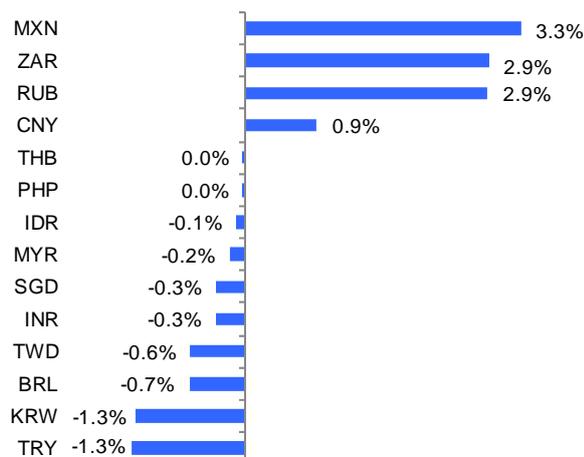
今週のエマージングマーケット

原油価格の持ち直しを受けて、資源国通貨は値を戻す展開に

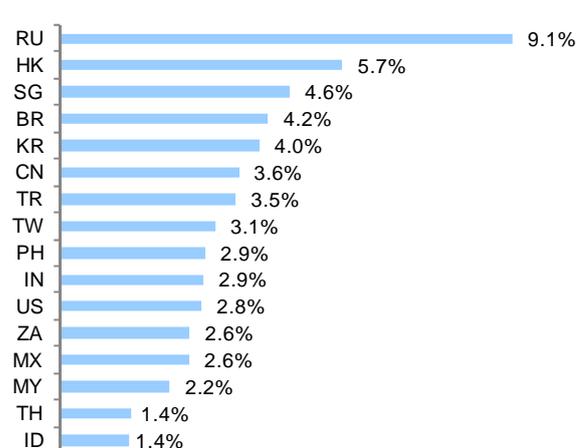
今週の新興国通貨はまちまちの展開。先週末に発表された米1月小売売上高の良好な結果を受けて、過度なリスクオフムードが後退し、新興国通貨は上昇。週初に発表された中国の1月貿易統計が市場予想を大きく下回る結果となるも、CNYが安定推移したことで新興国通貨に与える影響は限定的となった。しかし、16日にサウジ石油相の「原油生産を1月の水準に凍結することは適切」との発言を受けて原油価格が下落すると、資源国通貨を中心に新興国通貨は売り優勢の展開に転じた。17日、イラン石油相が「原油市場の安定に向けた措置を支持する」と発言すると、原油価格は上昇に転じ、資源国通貨も値を戻した。なお、資源国通貨以外の新興国通貨は、一部の地政学リスクが意識された通貨を除き、概ね横ばい推移となった。

個別通貨でみると、原油価格の反発を背景にMXN(+3.3%)、ZAR(+2.9%)、RUB(+2.9%)が上昇した。MXNは17日にメキシコ中銀(BOM)が緊急利上げに踏み切り、ドル売り介入を行ったことも買い材料となった。またZARは南ア1月消費者物価指数(CPI)が高水準になったことを受け、利上げ期待が高まったことも好感された。一方、北朝鮮の地政学リスクの高まりからKRW(▲1.3%)は下落、またTRY(▲1.3%)もテロ発生が悪材料視され、軟調となった。

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

原油生産量の据え置きが合意に達しても、資源国通貨の上昇余地は限定的

CNYの動向よりも、原油価格の動向に大きく影響される

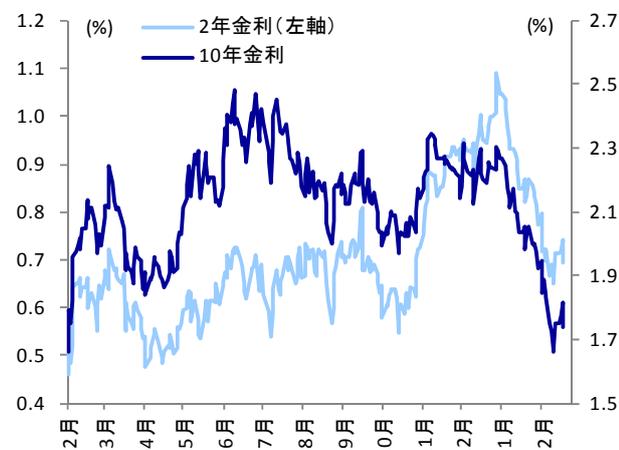
今週の新興国通貨市場では、旧正月明けの中国人民銀行（PBoC）が定める基準値の動向が注目されたものの、概ねドル高・ドル安の流れに沿った設定となり、影響は限定的となった。一方で、原油市場の動向は、資源国通貨を中心に新興国通貨の値動きに大きな影響を与えた。原油生産量の据え置きを目指した協議について、当初、OPEC 生産量 2 位のイランは同調しないと見られたことから、原油価格は急落。翌日（17日）にイラン石油相が生産量据え置き支持を表明すると原油価格は上昇に転じ、資源国通貨についても大きく買い戻される展開となった。

生産量据え置き協議は、原油安トレンドを変えるには至らず

来週についても、原油価格の動向に新興国通貨はふられ続けるだろう。原油生産量を1月水準で据え置く計画を支持したイランについても、自国の生産量を抑制するかどうかについては言及しておらず、原油増産が回避されるか未だに不透明な情勢にある。仮に1月の水準に据え置かれたとしても、過去最高水準での生産が続くことには変わりなく、供給過剰は解消されないと考える。そのため、合意に至ったとしても原油価格の戻り幅は限定的となり、資源国通貨についても大幅な上昇は見込み難い。また、リスクオフムードも後退しないことから、新興国通貨は全般的に上値重い展開を予想する。

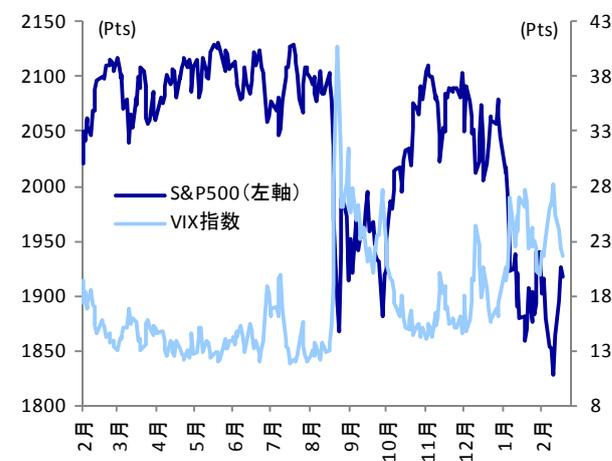
なお、原油価格の低迷が長期化すればするほど、原油生産国の対外債務支払いに対する懸念から、リスクオフムードが高まると考える。26日（金）に、産油国の中で最もデフォルトに近いと言われているベネズエラの15億ドルの債券償還が予定されている。現時点では、支払いに必要な外貨準備（2015年12月末時点：164億ドル）を保有しており、今回の支払いでデフォルトに陥る可能性は低いものの、年内に支払い不能に陥る可能性があるため、注視が必要となる。

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

トルコ: 金融政策決定会合プレビュー

インフレ加速、TRY 弱含みも利上げは先送りされると予想

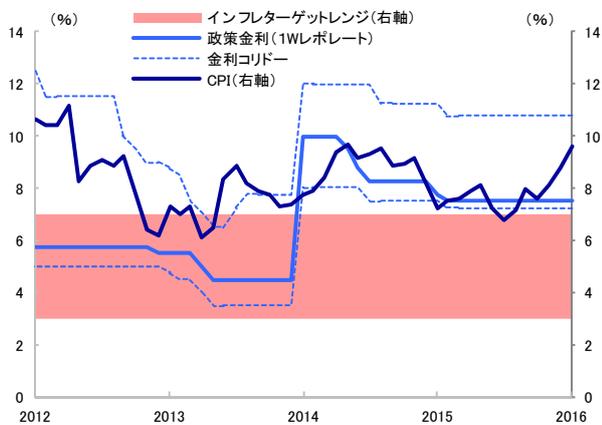
23日(火)に開催されるトルコ中銀(CBRT)の金融政策決定会合では、現金融政策の維持を予想する。前回会合(1月19日)の声明文は、前々回(12月22日)から大きな変更はなく、引き続き物価動向を注視しながら引き締めスタンスを維持するとした。しかし、会合前にインフレ加速とTRYの弱含みが事前に見られていたにも拘わらず利上げを見送っており、声明文の内容とは裏腹にCBRTが物価安定・TRY安定から成長加速に金融政策の軸を移しつつあることを示唆している。前回会合後発表されたトルコ1月消費者物価指数(CPI)は前年比+9.58%(12月:同+8.81%)と加速しており、2014年5月以来の高水準となった。しかしながら、景気の鈍化を避けるために、CBRTは政策金利を据え置くと予想する。

タイ:10~12月期 GDPは7~9月期対比で僅かながら減速

タイ経済のけん引役である輸出は低迷を続ける

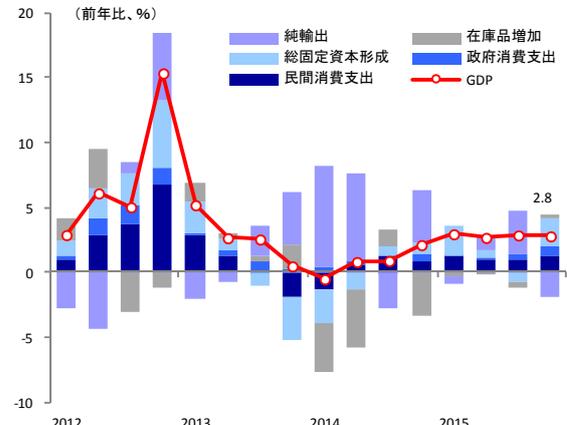
15日に発表されたタイ10~12月期GDPは前年比+2.8%(市場予想:同+2.6%、7~9月期:同+2.9%)と市場予想は上回ったものの、7~9月期から小幅に減速した。同時に発表された2015年成長率も同+2.8%と市場予想(同+2.7%)を僅かながら上回り、2014年(同+0.7%)から加速した。10~12月期の内訳を前年比寄与度で見ると、タイ経済のけん引役である純輸出(7~9月期:同+3.3%pt→10~12月期:同▲1.9%pt)は大幅に減速。しかしながら、政府の公共投資の拡大により、政府消費支出(7~9月期:同+0.4%pt→10~12月期:同+0.7%pt)と総固定資本形成(7~9月期:同▲0.7%pt→10~12月期:同+2.2%pt)が伸びたことで大幅減速を回避した。また、年末に発表された所得税減税の影響で、民間消費支出(7~9月期:同+1.0%pt→10~12月期:同+1.2%pt)が伸びたことも下支えとなった。しかしながら、中国をはじめとするアジア諸国の景気低迷を受けて、輸出の減速傾向は続いている。実際、タイ国家経済社会

図表3: 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4: タイ 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

開発委員会は国内で起きた干ばつや世界経済の減速に伴う輸出不振を理由に、2016年度の成長率見通しを+3.0~4.0%から+2.8%~3.8%に下方修正した。減税効果により一時的に伸びている個人消費も、今後GDP成長率押し上げ効果が剥落することが考えられることから、タイ経済のダウンサイドリスクは引き続き高いといえよう。

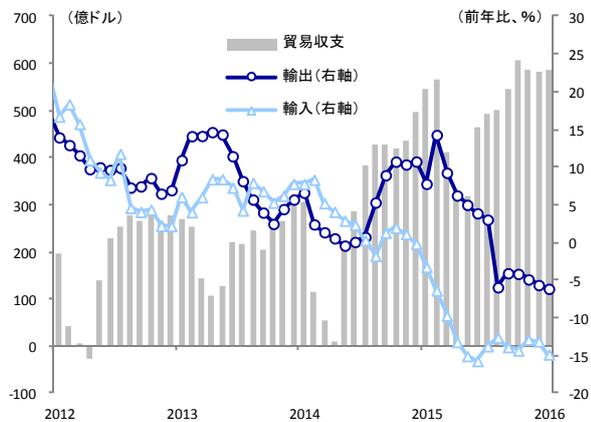
中国：輸出の伸びは予想外の大幅なマイナスに

CNY安が輸出回復に繋がらない可能性が高まっている

15日に発表された中国1月貿易統計では、輸出が前年比▲11.2%と前月(同▲1.4%)及び市場予想(同▲1.8%)を大きく下回る結果となった。輸入についても同▲18.8%となり、こちらも前月(同▲7.6%)と市場予想(▲3.6%)を大幅に下回った。旧正月の影響や、12月に大きく上昇した香港向け輸出の反動が影響している可能性がある。

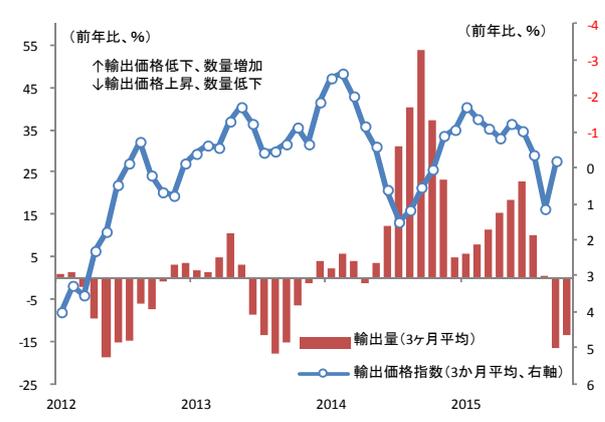
現時点で判断を下すのはやや早いものの、1月貿易統計の結果は、中国人民銀行(PBoC)による一連のCNY基準値切り下げが、輸出増に繋がらない可能性が高いことを示唆している。昨年8月以降にCNY安が急激に進んだものの、輸出価格は2014年のCNY大幅切り下げ時対比で思うように下がらず、輸出数量は昨年末から減少傾向が続いている。背景には、人件費の高騰などを受けて、中国輸出企業の損益分岐点となる価格の高止まりがあると推測される。斯かる状況下、輸出価格を思うように下げられないまま、国際競争上不利に立たされたことで輸出量全体が伸び悩んでいる可能性が高い。ユーロ高や円高を背景に、NEERで見たCNYが安くなっていることで、足許はCNY高方向に推移しているものの、再びユーロ安や円安トレンドに戻るようなことがあれば、中国人民銀行(PBoC)は躊躇なく基準値を再びCNY安方向に設定すると予想する。

図表 5: 中国 貿易収支と輸出入



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行
(注)3か月移動平均

図表 6: 中国 輸出価格指数と輸出数量



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行
(注)3か月移動平均、輸出価格は2015年12月が最新データ

韓国：金融政策決定会合レビュー

韓国中銀は内外経済認識を下方修正、より追加緩和に傾く

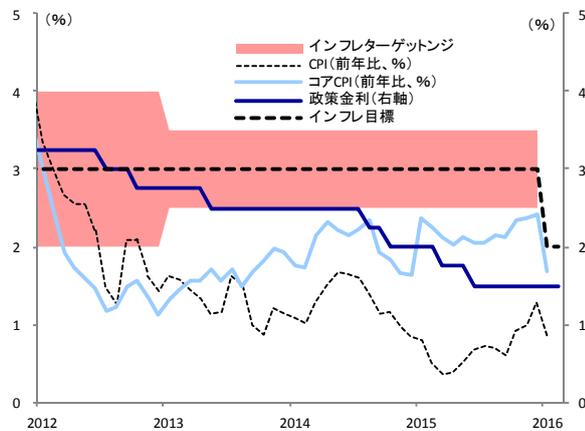
16日に開催された韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利1.50%の据え置きを決定した。据え置きは本会合で8回連続となったが、今回は全会一致ではなく、1名が25bpの利下げに投票した。声明文では前回会合（1月14日）時よりも、外部経済の認識が悲観的となり、米国とユーロ圏の経済については、回復のペースが弱まったと記載された。また、韓国経済についても、前回までは外需が不調ではあるものの、内需が堅調であるとしていたが、今次声明文では輸出減少ペースは加速しており、内需も弱まりを見せ始めていると示された。李 BOK 総裁は記者会見で、追加緩和の余地はあると認めるも、世界経済および金融市場を巡る不透明感を背景に、今回は政策金利を据え置いたと述べた。以前よりも利下げに近づいてはいるものの、金融市場が不安定となる中での利下げについて効果が不透明であることを懸念した模様だ。今後、韓国経済及び中国を始めとした世界経済について悪化の兆しが確認されれば、来月にも BOK は利下げに踏み切る公算が大きい。

メキシコ：金融政策決定会合レビュー

メキシコ中銀は50bpの利上げを発表

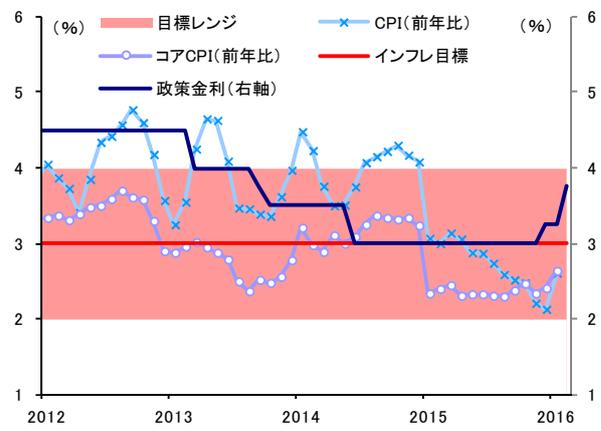
17日にメキシコ中銀（BOM）は緊急の金融政策決定会合を開催し、政策金利を50bp引き上げ、3.75%とすることを決定した。BOMは利上げ発表に先立ち、従来の入札方式に基づくドル売り介入ではなく、2009年来となる直接介入に踏み切った。同時に、メキシコ財務省は原油安に伴う歳入減を受けて、歳出の削減を発表。一連の施策は、政府とBOMが資本流出及び急激なMXN安に危機感を募らせており、投資家からの信頼を回復するために実行したと考えられる。また、カルステンズ BOM 総裁は、「MXN安によりインフレ期待が高まり、CPIの上昇が進む事態を防ぐために利上げを決定した」と述べており、FRBの金融政策に追随するという

図表 7: 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 8: 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

従来の姿勢から MXN 安を防ぐことに金融政策の軸が移ったことを示唆した。今後も、原油安を背景に MXN が急落すれば、BOM は躊躇なく利上げを実行していこう。

マレーシア：10～12 月期 GDP は小幅に減速

民間消費は底堅いものの、総資本形成の減速は気になり

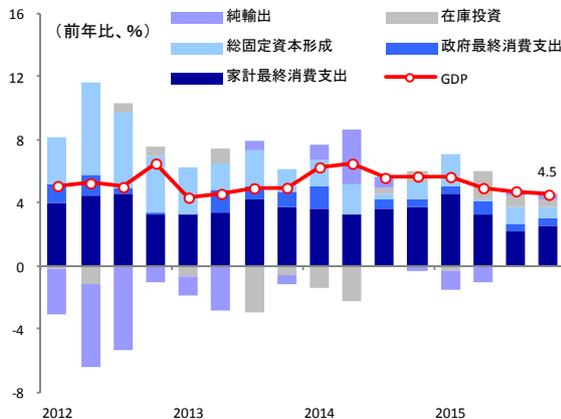
18 日に発表されたマレーシア 10～12 月期 GDP は、前年比+4.5%と 7～9 月期（同+4.7%）から減速したものの、市場予想（同+4.1%）を上回る結果となった。内訳を前年比寄与度で見ると、2015 年 7～9 月期に 4 四半期ぶりにプラスに転じた純輸出（7～9 月期：同+0.3%pt→10～12 月期：同+0.3%pt）が引き続きプラス寄与となった。また、底堅い民間消費（7～9 月期：同+2.2%pt→10～12 月期：同+2.5%pt）も景気の下支えとなった。気かりは、総資本形成（7～9 月期：同+1.8%pt→10～12 月期：同+1.1%pt）の鈍化である。MYR 安を背景に伸びてきた輸出も、12 月は前年比+1.4%と昨年 10 月（同+16.7%）をピークに減速傾向が鮮明となっており、また 1 月製造業 PMI も 48.6 と昨年 4 月から景気拡大/縮小の判断の分かれ目である 50 を下回ったままである。伸び悩む輸出と低迷し続ける景況感を背景に、企業は設備投資に消極的となっている可能性が高い。今後も輸出の減速とそれに伴う設備投資の低い伸びが、マレーシア経済の足枷となるだろう。

インドネシア：金融政策決定会合レビュー

経済成長の加速に向けて、追加利下げを実行

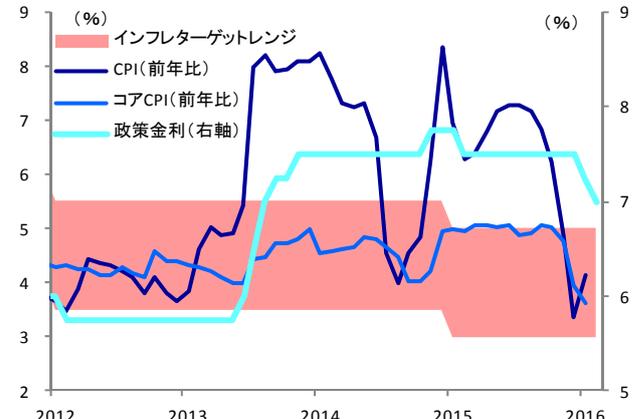
18 日に開催されたインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利を 25bp 引き下げ、7.00%にすると発表した。同時に預金準備率についても、7.5%から 6.5%に引き下げた。2015 年の GDP は前年比+4.8%と政府が予算作成時に掲げた同+5.8%を大きく下回る結果となったことを受け、2016 年の GDP 目標値（前年比+5.5%）達成に向けて、政府は予

図表 9: マレーシア 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 10: 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

算執行速度を上げるなど、財政政策を積極的に活用する姿勢を示していた。BIもこうした政府の意向を受けて、経済成長の加速をより重視する方向に舵を切った模様だ。また、前回会合後に発表された1月CPIは前年比+4.1%と、12月(同+3.4%)から小幅に加速したものの、BIの目標レンジ(+3%~+5%)に収まっていたことも今回の利下げに繋がった。インフレ率が目標レンジ内に収まるようであれば、今後もBIは積極的に追加利下げの機会を窺い続けるだろう。

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						
2月12日 (金)	インド	12月 鉱工業生産(前年比)	-0.2%	-1.3%	-3.2%	-3.4%
2月12日 (金)	インド	1月 消費者物価指数(前年比)	5.4%	5.7%	5.6%	--
2月15日 (月)	インド	1月 貿易収支	-\$9941.5m	-\$7638.9m	-	--
2月15日 (月)	タイ	4Q GDP(前年比)	2.6%	2.8%	2.9%	--
2月15日 (月)	シンガポール	12月 小売売上高(除自動車/前年比)	-1.1%	-3.6%	-2.0%	-2.1%
2月15日 (月)	中国	1月 貿易収支	\$60.60b	\$63.29b	\$60.09b	--
2月15日 (月)	中国	1月 輸出(前年比)	-1.8%	-11.2%	-1.4%	--
2月15日 (月)	インドネシア	1月 貿易収支	-\$241m	\$51m	-\$236m	-\$161m
2月16日 (火)	台湾	1月 貿易収支	\$4.32b	\$3.51b	\$4.17b	\$4.13b
2月16日 (火)	台湾	1月 輸出(前年比)	-14.5%	-13.0%	-13.9%	-13.7%
2月16日 (火)	韓国	2月 韓国銀行7日間レートの	1.50%	1.50%	1.50%	--
2月17日 (水)	シンガポール	1月 非石油地場輸出(前年比)	-7.6%	-9.9%	-7.2%	--
2月17日 (水)	台湾	4Q GDP(改定値/前年比)	-0.3%	-0.5%	-0.3%	--
2月18日 (木)	中国	1月 消費者物価指数	1.9%	1.8%	1.6%	--
2月18日 (木)	マレーシア	4Q GDP(前年比)	4.1%	4.5%	4.7%	--
2月18日 (木)	インドネシア	2月 インドネシア銀行レートの	7.50%	7.00%	7.25%	--
2月19日 (金)	フィリピン	12月 海外送金(前年比)	0.5%	--	3.2%	--
2月24日 (水)	シンガポール	4Q GDP(改定値/前年比)	1.8%	--	2.0%	--
2月24日 (水)	フィリピン	12月 貿易収支	--	--	-\$977M	--
2月24日 (水)	マレーシア	1月 消費者物価指数	--	--	2.7%	--
2月25日 (木)	韓国	1月 消費者信頼感	--	--	100	--
2月25日 (木)	タイ	1月 貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1487M	--
2月26日 (金)	シンガポール	1月 鉱工業生産(前年比)	-4.2%	--	-7.9%	--
2月26日 (金)	台湾	1月 鉱工業生産	--	--	-6.2%	--
中東欧・アフリカ						
2月15日 (月)	ロシア	1月 鉱工業生産(前年比)	-2.9%	-2.7%	-4.5%	--
2月17日 (水)	南アフリカ	1月 消費者物価指数(前年比)	6.0%	6.2%	5.2%	--
2月17日 (水)	南アフリカ	12月 小売売上高(実質値、前年比)	3.5%	4.1%	3.9%	3.8%
2月18日 (木)	ロシア	1月 実質小売売上高(前年比)	-8.5%	--	-15.3%	--
2月18日 (木)	ロシア	1月 失業率	6.0%	--	5.8%	--
2月19日 (金)	トルコ	2月 消費者信頼感指数	71	--	72	--
2月23日 (火)	トルコ	2月 指標レートの	--	--	7.5%	--
2月23日 (火)	トルコ	2月 翌日物貸出金利	--	--	10.8%	--
2月23日 (火)	トルコ	2月 翌日物借入金利	--	--	7.3%	--
2月25日 (木)	南アフリカ	4Q 失業率	25.6%	--	25.5%	--
ラテンアメリカ						
2月16日 (火)	ブラジル	12月 広義小売売上高(前年比)	-7.1%	-7.1%	-7.8%	--
2月19日 (金)	ブラジル	11月 失業率	9.0%	--	9.0%	--
2月22日 (月)	メキシコ	12月 小売売上高(前年比)	--	--	5.7%	--
2月22日 (月)	メキシコ	12月 小売売上高(前月比)	--	--	0.5%	--
2月23日 (火)	ブラジル	2月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.7%	--
2月23日 (火)	メキシコ	12月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.7%	--
2月23日 (火)	メキシコ	4Q GDP(確報値/前年比)	--	--	2.5%	--
2月26日 (金)	メキシコ	4Q 経常収支	--	--	-\$8856M	--

(注)2016年2月19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		SPOT	2016年				2017年
		1月(実績)			3月	6月	9月	12月	3月
対ドル									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	6.4904	~ 6.5962	6.5182	6.70	6.65	6.55	6.40	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7488	~ 7.8295	7.7794	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135	~ 68.258	68.468	68.5	68.0	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13616	~ 14002	13503	14300	14100	13750	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55	~ 1216.23	1227.22	1230	1220	1200	1190	1170
マレーシアリング	(MYR)	4.1120	~ 4.4415	4.1715	4.40	4.32	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820	~ 48.069	47.611	48.0	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4090	~ 1.4444	1.4029	1.44	1.41	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835	~ 33.791	33.227	34.20	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65	~ 36.42	35.58	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183	~ 22520	22355	22600	22800	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064	~ 85.9573	76.4226	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.4086	~ 17.9169	15.4045	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.9138	~ 3.0614	2.9684	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	4.0295	4.20	4.31	4.35	4.40	4.40
メキシコペソ	(MXN)	17.1868	~ 18.8024	18.2964	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	17.460	18.06	17.59	17.86	18.13	18.11
香港ドル	(HKD)	14.831	~ 15.615	14.566	15.59	15.08	15.08	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.702	~ 1.823	1.657	1.77	1.72	1.77	1.80	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829	~ 0.890	0.839	0.846	0.830	0.851	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.536	~ 10.267	9.217	9.84	9.59	9.75	9.75	9.83
マレーシアリング	(MYR)	26.394	~ 29.357	27.248	27.50	27.08	27.86	28.36	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.409	~ 2.570	2.389	2.52	2.46	2.52	2.54	2.58
シンガポールドル	(SGD)	80.49	~ 85.54	80.78	84.03	82.98	84.78	85.93	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.443	~ 3.671	3.410	3.54	3.44	3.49	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.194	~ 3.410	3.185	3.27	3.21	3.25	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5176	~ 0.5482	0.5069	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	1.479	1.68	1.70	1.80	1.93	1.77
南アフリカランド	(ZAR)	6.525	~ 7.805	7.354	7.81	7.80	7.55	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	37.892	~ 41.265	38.163	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	28.127	28.81	27.15	26.90	26.36	26.14
メキシコペソ	(MXN)	6.227	~ 7.018	6.194	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19日の8時20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。