

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

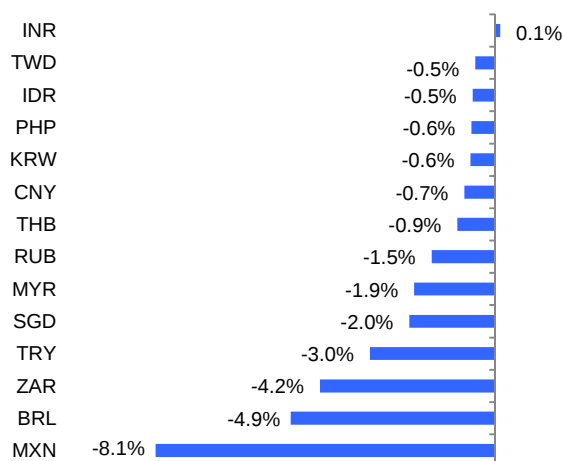
今週のエマージングマーケット

米大統領選でのトランプ氏勝利を受けて新興国通貨は下落

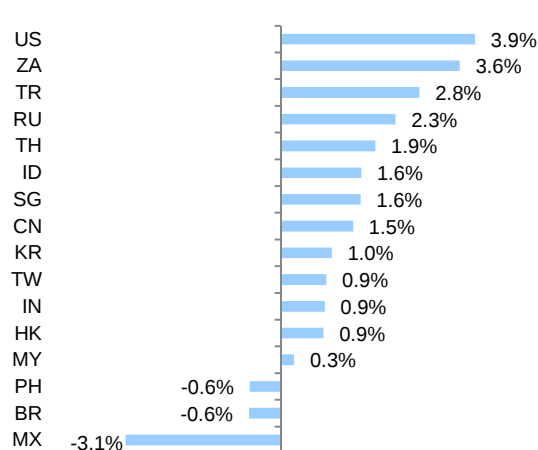
今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末に発表された米 10 月雇用統計では 10 月の非農業部門雇用者数変化が市場予想を下回るも、過去 2 か月分が上方修正され、平均時給は予想を上回った。そのため、市場では米 12 月利上げ期待が高まったことでドルは底堅く推移し、新興国通貨は下落した。週初、クリントン氏の私用メール問題について FBI は訴追しないとの発表が報じられるとドルは上昇、大半の新興国通貨は軟調な動きとなった。8 日、米大統領選はクリントン氏が優勢との見方を背景にリスクオンムードが広がり、新興国通貨は堅調に推移した。9 日、米大統領選の開票が始まり、予想より接戦であることが判明するとトランプ氏の当選が意識されドルは下落し、新興国通貨も弱含んだ。その後、トランプ氏が勝利を収め、同氏による勝利演説が終わると、市場の懸念は後退しドルは反発、新興国通貨は下落した。

個別通貨で見ると、米大統領選でトランプ氏が勝利したことを背景としたドル高の動きを受けて、MXN (▲8.1%)、BRL (▲4.9%)、ZAR (▲4.2%)、TRY (▲3.0%) が下落した。TRY は国内の政情不安も重石となり、対ドルで過去最安値を更新し、MYR は軟調な原油価格も下押し要因となった。

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、みずほ銀行

エマージングマーケット短期見通し

トランプ大統領誕生により米経済は加速するとの見方が台頭

米大統領選におけるトランプ氏の勝利後、市場では同氏が掲げる大幅減税やインフラ投資に注目が集まり、米経済が加速するとの見方が広がった。また、労働市場が完全雇用に近づいている中で拡張的な財政政策が行われれば、インフレ率も高まるとの見方から、米利上げ期待が高まっている。その結果、為替市場ではドル高の動きが強まり、新興国通貨は MXN を筆頭に大きく値を下げる展開となった。トランプ氏の具体的な政策運営については、来月にかけて行われる閣僚人事の過程にて明らかになっていくと推測される。逆に言えば、それまでは政策の具体的な方向感は見えず、当面の間は米経済の加速に対する期待が保たれることで、ドル高の流れが続く、新興国通貨は軟調になると予想する。また、大統領選後もブラード・セントルイス連銀総裁が「12 月利上げは合理的」と述べるなど、FRB 高官からは年内利上げについて前向きな姿勢が見られていることも、ドル高の流れを支える材料となろう。

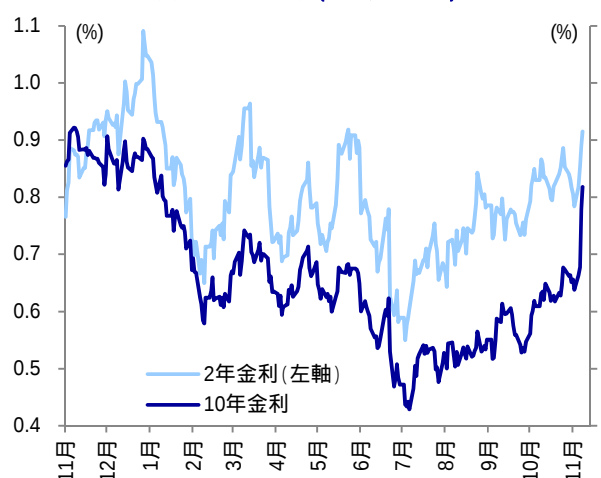
イタリアの国民投票に向けた懸念も高まる

為替市場ではトランプ氏の動向だけでなく、12 月 4 日（日）に予定されているイタリアの憲法修正に向けた国民投票についても懸念が高まっている。事前調査では賛成派と反対派の支持率はほぼ拮抗しており、予断を許さない状況だ。EUR/GBP が約 1 か月ぶりの低水準となるなど、EUR 売り圧力が徐々に高まっており、EUR 急落をきっかけとした、ドル急騰と新興国通貨の急落に注意が必要となる。

MXN の軟調な動きは継続

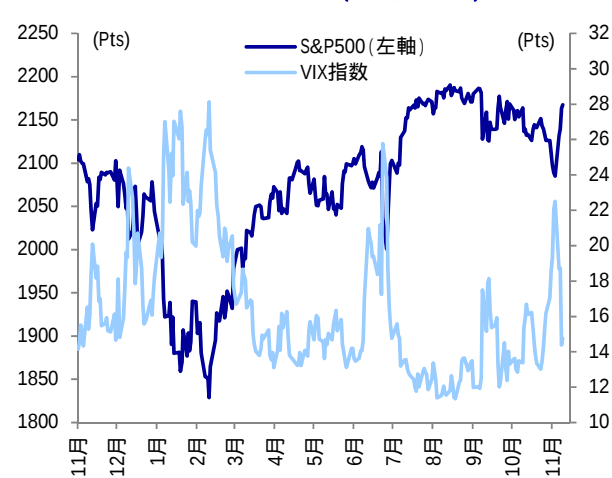
なお、トランプ大統領の誕生を受けて、MXN は対ドルで史上最安値を更新している。年初来では約▲16%下落しており、昨年の下げ幅（約▲14%）を上回った。リーマンショック時の 2008 年には約▲21%下落しており、トランプ氏が引き続き北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しについて発言するようであれば、もう一段下げる余地があると言えよう。

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、みずほ銀行

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、みずほ銀行

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

景気弱含みを受けて年内にも追加緩和か

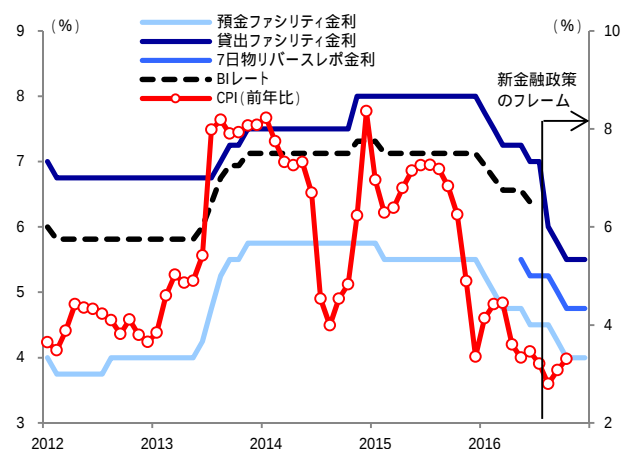
17日（木）に開催されるインドネシア中銀（BI）金融政策決定会合では、政策金利（7日物リバースレポレート）の据え置きが予想される。前回会合（10月20日）でBIは政策金利を25bp引き下げ、4.75%としている。声明文では、利下げの理由として経常赤字が予想よりも抑えられたこと、貿易黒字の拡大やルピア相場が安定していることが挙げられた。また、7～9月期の成長率はBIの事前予想を下回り前年比+5%程度になるとし、金融緩和を通じた内需の刺激による下支えが必要との見方が示されている。会合後に発表された経済指標を見ると、10月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.31%と引き続きBI目標（+3～5%）の下限近くで推移した。物価が安定する一方、7～9月期GDPは後述の通り減速し、10月製造業PMIが3か月ぶりに景気拡大/縮小の分かれ目となる50を下回っており、景気は引き続き弱い動きになると予想される。今回の会合では、2会合連続での利下げ効果を見極めるためにもBIは政策金利を据え置くと見られるが、年内にも追加緩和が行われる可能性は高いだろう。

インドネシア：7～9月期GDPは小幅に減速

政府消費の減少を受けて成長率は鈍化

7日に発表されたインドネシア7～9月期GDPは前年比+5.02%と4～6月期（同+5.19%）から2四半期ぶりに減速した。在庫投資が3四半期ぶりに拡大した一方、家計最終消費支出（4～6月期：同+5.1%→7～9月期：同+5.0%）や総固定資本形成（4～6月期：同+5.1%→7～9月期：同+4.1%）が伸び悩んだ。また、政府消費（4～6月期：同+6.2%→7～9月期：同▲3.0%）が9四半期ぶりに減少したほか、純輸出寄与度は前年比▲0.55%ポイントと7四半期ぶりのマイナスとなったことが成長率減速の主因になった。も

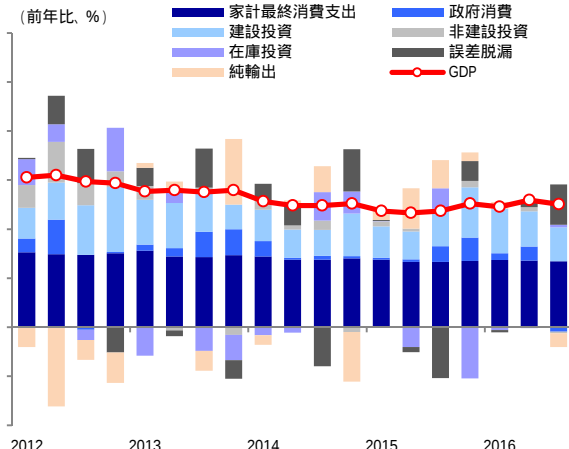
図表3：インドネシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(注)7日物リバースレポレート金利は、5月から発表が開始され、8月から正式に政策金利に採用された

(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表4：インドネシア 実質GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

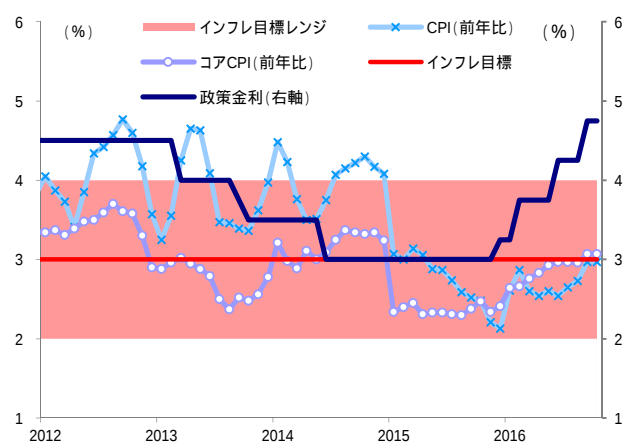
つとも、政府予算が前倒しで執行されてきたことから年後半にかけての政府消費縮小は事前に予想されており、今回の結果は想定通りの内容といえる。2016 年にかけてのインドネシア経済は、政府のインフラ投資が下支えしてきた面も大きく、年末までの景気は力強さに欠ける可能性が高い。

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

MXN への売り圧力を抑制するために、政策金利を引き上げか

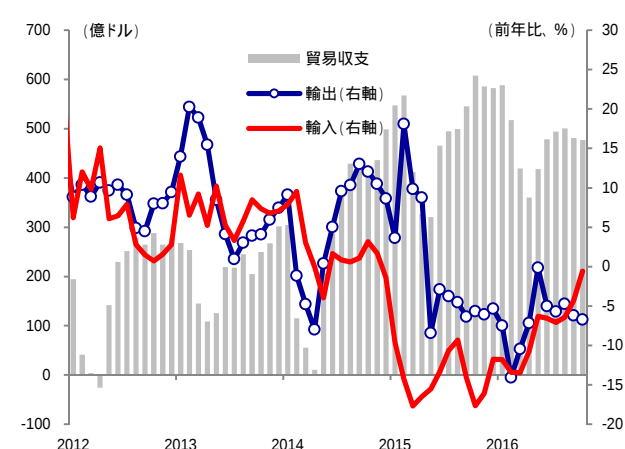
17 日（木）に開催されるメキシコ中銀（BOM）の金融政策決定会合では、政策金利を 50bp 引き上げ 5.25%になると予想する。前回会合（9 月 29 日）において、政策金利は 4.25%から 4.75%と 50bp 引き上げられた。声明文では、「MXN は新興国通貨の中で最も望ましくないパフォーマンスを示す通貨のひとつになってしまっている」と述べ、MXN 安が続いていることを問題視する表現が追加された。利上げに関しては、米国との金利差を拡大させることで MXN 安を抑制することが目的とした。また、インフレについては、年内はインフレ目標の+3%近辺で落ち着くとの見通しを示したが、MXN 安によるインフレ率上振れを引き続き警戒するとしている。足許、メキシコ 10 月 CPI は前年比+3.1%と 9 月（同+3.0%）から僅かに加速したものの、インフレ目標とほぼ同水準であり、インフレ動向に鑑みれば、利上げの必要性は低い。しかし、注目だった 9 日の米大統領選挙で共和党候補のトランプ氏が勝利したことを受け、MXN は急落した。そのため、BOM は MXN を下支えするべく利上げに踏み切るだろう。なお、米大統領選でトランプ氏が勝利宣言をした後、カルステンズ BOM 総裁とミード財務大臣は記者会見を行った。会見では MXN 安の対し詳細な政策は打ち出されず、必要に応じて対応すると述べるに留まっている。

図表 5：メキシコ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：中国 貿易収支及び輸出入



(注) 貿易収支及び輸出入は 3 か月移動平均

(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

主要輸出先については持ち直すも、
韓国向けや英国向けが減速

中国：10月輸出は冴えない結果に

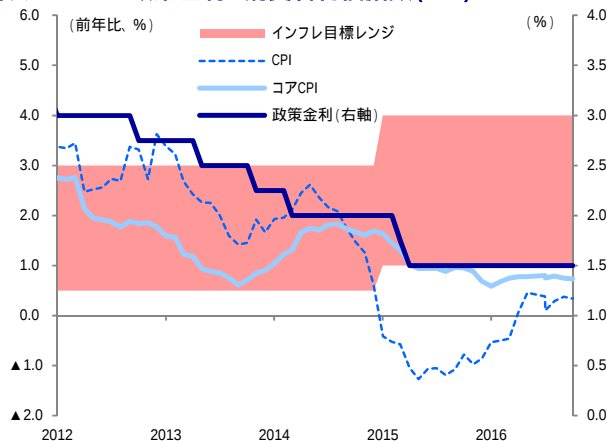
8日に発表された10月貿易統計において、輸出は前年比▲7.3%と9月（同▲10.0%）から持ち直すも、市場予想（同▲6.0%）を下回る結果となった。国別の内訳を見ると、主要輸出先である米国・日本・EU向けの輸出が揃って改善するも、依然として前年比マイナスという状況は変わっていない。こうした中、韓国メーカーの携帯電話発火事故による影響もあり、韓国向け輸出は同▲18.1%と9月（同▲5.2%）から大きく減速し、EU離脱（Brexit）が懸念される英国向け輸出は同▲13.8%と9月（同▲10.8%）からマイナス幅が拡大したことで、輸出の足枷となった。外需が冴えない中、中国人民銀行（PBoC）は人民元の実効為替レートを下落させることで、輸出の下支えを図っている。しかしながら、実効為替レートは下落し続けるも、輸出価格の引き下げは進んでいない。その結果、輸出数量は伸びず、輸出額の伸び悩みに繋がっている。背景には、中国企業が価格低下よりも利潤回復を優先させる動きがある模様だ。中国企業は、2015年の人民元高局面でも輸出価格をほぼ据え置いた結果、利潤が大きく圧迫された。そのため、人民元安でも輸出価格を小幅にしか下げないことで利潤の回復を図っていると見られる。実際、中国企業の売上総利益は、2015年においてはほとんどの月で前年比マイナスを記録したが、2016年に入り二桁の伸びを度々記録するなど、回復基調が鮮明となっている。このように中国企業が価格引き下げよりも利潤改善を優先する傾向が続く限り、輸出の本格的な回復は見られないと考える。

12 会合連続で政策金利を据え置き

タイ：金融政策決定会合レビュー

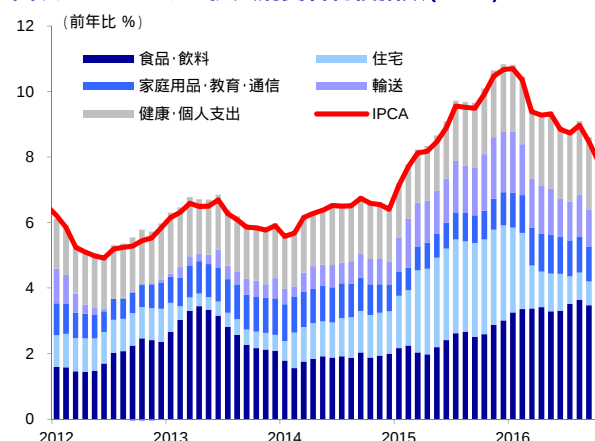
9日に開催された金融政策決定会合にて、タイ中銀（BOT）は12会合連続で政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では、引き続き政府支出をけん引役としてタイ経済は拡大しているとの景気認識を示した。また、工業製

図表7：タイ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8：ブラジル 拡大消費者物価指数(IPCA)



(資料)CEIC、みずほ銀行

品を中心として輸出が予想より堅調だったことがタイ経済を下支えしたと述べている。一方、中国人観光客数が見通しより減少する可能性や、米国や欧州の政治的不透明感の高まりにより、景気下振れリスクが拡大したと指摘した。インフレについては、徐々に物価目標に向けて加速するが生鮮食品や原油価格次第では想定より緩やかなペースになる可能性を示唆している。なお、今回会合でも THB 高を警戒する文言は引き続き維持された。今後の金融政策に関しては、タイ経済は引き続き先行き不透明感が高く、緩和余地を残しておく必要があるとしている。会合後の会見において、ジャトゥロン BOT 総裁補は、2016 年の成長率は予想通り+3.2%近辺になると見ているが、下振れリスクは大きいと述べた。一方、2016 年輸出については予想の前年比▲2.5%よりもマイナス幅が縮小するとの見解を示している。また、米大統領にトランプ氏が選出されたものの、世界貿易の先行きに対する不透明感の高まりを BOT 政策委員会は既に見込んでいとも述べた。米大統領選挙を終えても、BOT の景気認識は大きく変わっていないため、経済指標などに大幅な悪化が見られない限り、現状の金融政策を維持し続けるだろう。

ブラジル: インフレ率の減速は続く

インフレ率の減速は BCB の利下げサポート要因だが

9 日に発表されたブラジル 10 月拡大消費者物価指数 (IPCA) は前年比+7.9%と 2 か月連続で減速し、2015 年 2 月以来の低水準になった。エネルギー価格や公共交通運賃の減速を受けて管理価格の伸び率が同+7.0%と 9 月 (同+7.9%) から縮小した。また、非管理価格も飲食料品 (9 月: 同+3.5%→10 月: 同+3.0%) を始めとして全ての項目で減速している。そのため、インフレ率の観点からはブラジル中銀 (BCB) の追加利下げ余地が拡大したと言えるだろう。しかし、8~9 日に投開票が行われた米大統領選挙で事前予想に反してトランプ共和党候補が勝利したことで、BRL は選挙前から昨日 (10 日) にかけて▲6.6%急落した。こうした市場の動揺を理由に BCB は昨年末以降に断続的に実施してきた先物市場でのドル買い介入を当面見送ることを発表するなど、市場動向を見極める姿勢を強めている。斯かる状況下、11 月 30 日から 12 月 1 日にかけては BCB の金融政策決定会合 (COPOM) が予定されているが、同会合で政策金利が据え置かれる可能性が高まっている。

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	前回値	修正値
エマージングアジア						
11月4日 (金)	フィリピン	10月 消費者物価指数(前年比)	2.3%	2.3%	2.3%	--
4日 (金)	マレーシア	9月 貿易収支MYR	8.90b	7.56b	8.51b	--
4日 (金)	インドネシア	10月 消費者信頼感指数	--	116.8	110.0	--
7日 (月)	インドネシア	3Q GDP(前年比)	5.1%	5.0%	5.2%	5.2%
7日 (月)	台湾	10月 貿易収支	\$4.95b	\$4.38b	\$4.37b	--
8日 (火)	中国	10月 貿易収支	\$51.70b	\$49.06b	\$41.99b	--
9日 (水)	中国	10月 消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.1%	1.9%	--
9日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
10日 (木)	フィリピン	9月 貿易収支	-\$1942m	-\$1890m	-\$2023m	--
10日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
11~15日	中国	10月 新規貸出(人民元)	672.0b	--	1220.0b	--
11~15日	中国	10月 M2(前年比)	11.4%	--	11.5%	--
11日 (金)	マレーシア	3Q GDP(前年比)	4.0%	--	4.0%	--
11日 (金)	マレーシア	3Q 国際収支:経常収支MYR	2.0b	--	1.9b	--
11日 (金)	インド	9月 鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	-0.7%	--
11日 (金)	韓国	韓国銀行7日間ボレート	1.25%	--	1.25%	--
11日 (金)	インドネシア	3Q 国際収支:経常収支	-\$4535m	--	-\$4700m	-\$4679m
13~15日	インド	10月 貿易収支	-\$8700.0	--	-\$8339.6	--
14日 (月)	中国	10月 鉱工業生産(前年比)	6.2%	--	6.1%	--
14日 (月)	中国	10月 小売売上高(前年比)	10.7%	--	10.7%	--
14日 (月)	中国	10月 固定資産投資	8.2%	--	8.2%	--
15日 (火)	インド	10月 卸売物価(前年比)	3.7%	--	3.6%	--
15日 (火)	インド	10月 消費者物価指数(前年比)	4.1%	--	4.3%	--
15日 (火)	シンガポール	9月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-6.5%	--
15日 (火)	インドネシア	10月 貿易収支	--	--	\$1217m	--
15日 (火)	フィリピン	9月 海外送金(前年比)	--	--	16.3%	--
17日 (木)	シンガポール	10月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-4.8%	--
17日 (木)	フィリピン	3Q GDP(前年比)	--	--	7.0%	--
17日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行 預金ファシリティ・レート	--	--	4.75%	--
18日 (金)	フィリピン	10月 総合国際収支	--	--	\$117m	--
中東欧・アフリカ						
11月10日 (木)	南アフリカ	9月 鉱物生産量(前年比)	1.0%	3.4%	-0.2%	0.1%
10日 (木)	南アフリカ	9月 製造業生産(季調済/前月比)	-0.3%	1.5%	-1.0%	-1.1%
11日 (金)	トルコ	9月 経常収支	-1.95b	--	-1.78b	--
11日 (金)	ロシア	9月 貿易収支	6.9b	--	4.9b	--
14~15日	ロシア	3Q GDP(前年比)	-0.5%	--	-0.6%	--
16日 (水)	南アフリカ	9月 実質小売売上高(前年比)	--	--	0.2%	--
16~17日	ロシア	10月 鉱工業生産(前年比)	-0.5%	--	-0.8%	--
18日 (金)	ロシア	10月 実質小売売上高(前年比)	-3.0%	--	-3.6%	--
ラテンアメリカ						
11月7日 (月)	メキシコ	10月 消費者信頼感指数	83.3	85.0	84.1	--
9日 (水)	ブラジル	10月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	7.9%	7.9%	8.5%	--
9日 (水)	メキシコ	10月 消費者物価指数(前年比)	3.1%	3.1%	3.0%	--
10日 (木)	ブラジル	9月 広義小売売上高(前月比)	-0.5%	-0.1%	-2.0%	--
11日 (金)	メキシコ	9月 鉱工業生産(前年比)	-1.0%	--	0.3%	--
16日 (水)	ブラジル	9月 IBGEサービス部門売上高 前年比	--	--	-3.9%	--
17~18日	ブラジル	9月 経済活動(前年比)	--	--	-2.7%	--

(注)2016年11月11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 1～10月(実績)	SPOT	2016年 12月	2017年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.7868	6.8059	6.73	6.77	6.80	6.83	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7561	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.626	67.5	68.5	67.0	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13138	13200	13150	12850	12650	12600
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1150.20	1160	1140	1120	1100	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.2802	4.18	4.23	4.12	3.98	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.713	48.728	48.8	48.6	47.8	47.0	46.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.4116	1.38	1.39	1.36	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.598	31.90	31.70	31.40	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.30	35.5	34.4	34.3	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22326	22380	22350	22260	22210	22230
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ~ 85.9573	65.6355	64.50	63.00	63.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	14.1473	14.50	15.00	15.50	15.00	15.00
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.1273	3.2507	3.20	3.30	3.40	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.3932	3.20	3.22	3.25	3.27	3.30
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.9333	20.5593	19.00	18.80	18.50	18.50	18.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	15.630	14.86	14.48	14.26	14.06	13.87
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	13.774	12.89	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.596	1.48	1.43	1.45	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.813	0.758	0.745	0.755	0.759	0.754
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.162	8.62	8.60	8.66	8.73	8.80
マレーシアリング	(MYR)	24.173 ~ 29.357	24.837	23.92	23.17	23.54	24.12	24.05
フィリピンペソ	(PHP)	2.072 ~ 2.570	2.170	2.05	2.02	2.03	2.04	2.03
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	75.68	72.46	70.50	71.32	71.11	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.381	3.13	3.09	3.09	3.09	3.07
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.026	2.82	2.85	2.83	2.84	2.79
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4786	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.718	1.631	1.55	1.56	1.54	1.60	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.806	7.552	6.90	6.53	6.26	6.40	6.33
トルコリラ	(TRY)	32.827 ~ 41.265	32.864	31.25	29.70	28.53	27.43	27.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 33.633	31.485	31.25	30.43	29.85	29.36	28.79
メキシコペソ	(MXN)	5.024 ~ 7.018	5.196	5.26	5.21	5.24	5.19	5.22

(注)1. 実績の欄は10月31日まで。SPOTは11月11日の6時50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。