

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

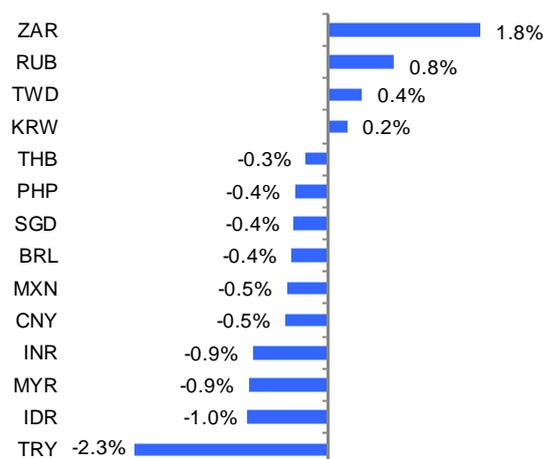
今週のエマージングマーケット

多くの新興国通貨は引き続き軟調な展開

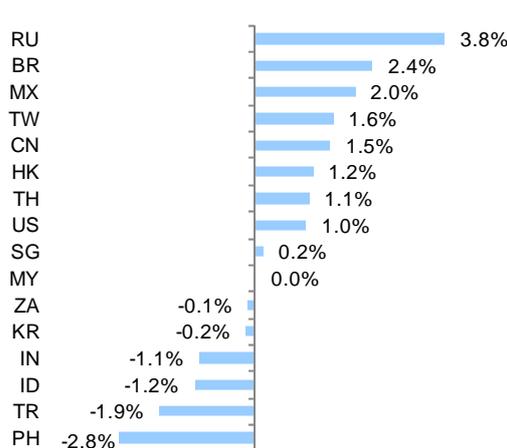
今週の新興国は総じて軟調な展開。先週に引き続き週初もトランプ次期大統領が掲げる拡張的な財政政策に対する期待の高まりからドルは上昇し、多くの新興国通貨は上値重く推移。22日、米10月中古住宅販売件数が2か月連続で増加するも、ドル高の動きが一服し、新興国通貨の値動きも小幅に止まった。23日、米10月耐久財受注と米11月ミシガン大学消費者マインドの良好な結果を受け、米12月利上げ期待が高まるとドルは急伸し、新興国通貨は再び軟化した。24日、NY市場は休場だったが、ドル高が続く中、多くの新興国通貨は下押しされた。なお、原油価格を始めとした商品価格の堅調な値動きを背景に、資源国通貨は底堅く推移した。

個別通貨で見ると、南ア最大の労働組合がラマポーザ副大統領をズマ大統領の後任に推したことで政権交代が円滑に進むとの思惑や、商品価格上昇を受け ZAR (+1.8%) は値を上げた。また原油価格の堅調な値動きに RUB (+0.8%) は連れ高となった。一方、TRY (▲2.3%) はトルコ中銀 (CBRT) が利上げに踏み切るも、欧州議会がトルコの EU 加盟交渉の凍結を求める決議案を可決すると下落。米金利上昇を背景とした資金流出に伴い、IDR (▲1.0%)、MYR (▲0.9%) と INR (▲0.9%) は軟化した。

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、みずほ銀行

エマージングマーケット短期見通し

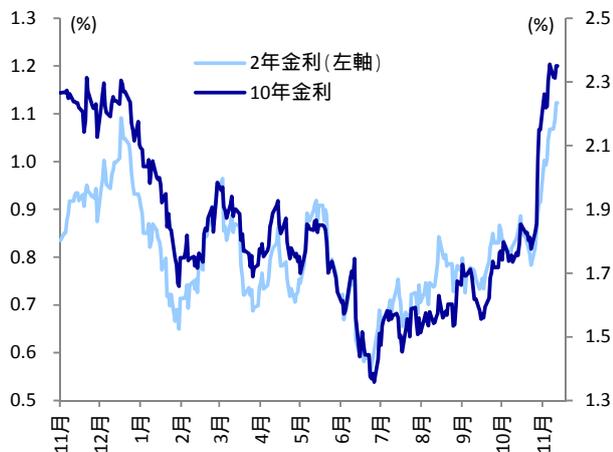
米財政政策への期待からドル高・新興国通貨安が継続か

今週の新興国通貨は、先週に続きトランプ次期大統領が掲げる拡張的な財政政策への期待からドル高が進んだことで、軟調な展開となった。米国が積極的な財政政策を実行することは、過去の例に鑑みれば米国の輸入増に繋がり、新興国経済は米国向け輸出増を背景に底堅く推移した。しかしながら、トランプ次期大統領は保護的な通商政策を採る可能性が高く、新興国の輸出増は見込みがたい情勢にある。斯かる状況下、市場では米経済に対する見通しが強気になる一方、新興国経済については弱気な見方が広がった。その結果、新興国の証券投資フローが流出に転じ、新興国通貨の続落に繋がっている模様だ。トランプ次期大統領が通商政策を選挙時から変更する可能性は残されているものの、商務長官候補に「北米自由貿易協定 (NAFTA) により米雇用が失われた」と主張する投資家のウィルバー・ロス氏が挙がるなど、政策変更の公算は小さくなりつつある。そのため来週の新興国通貨は、今週と同様に米経済加速に対する期待と米国の保護的な通商政策による新興国経済への下押し懸念を背景に軟調な展開を続けると予想する。

「政治不安」が新興国通貨に及ぼす影響が高まる

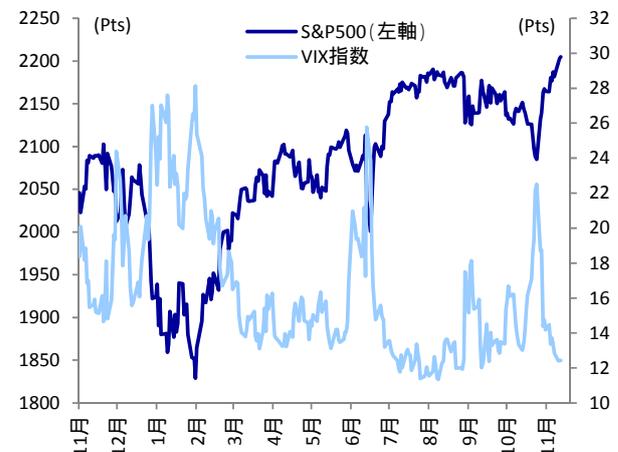
米選挙後に新興国通貨が軒並み売られる中、RUB の売り幅は限定的となっている。原油価格がレンジ内で安定推移していることが主な理由だが、政治リスクが低いことも影響していると考ええる。実際、同じ産油国でも政治不安を抱える MYR はアジア通貨危機以降の最安値付近まで売られた。政治リスクが通貨の下落幅を大きくしていることは、KRW が経常黒字国にも拘らず、アジア通貨の中で MYR に次ぐ下落率となっていることから見て取れる。2016 年は英国の EU 離脱 (Brexit) 問題、米大統領選におけるトランプ氏の勝利と、政治要因により市場が大きく動かされたため、政治リスクに市場参加者が敏感になっているのだろう。そのため、新興国においても政治不安の高まりは通貨急落に繋がる可能性が高いため、留意が必要となる。

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、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

ブラジル：金融政策決定会合プレビュー

BRL 安を背景に BCB は政策金利を据え置きか

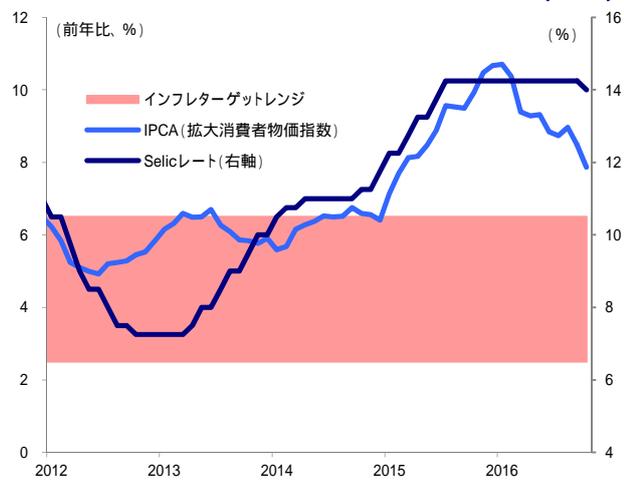
12月1日(木)に開催されるブラジル中銀(BCB)の金融政策決定会合において、政策金利は14.00%に据え置かれると予想する。前回会合(10月19日)で、BCBは政策金利を14.25%から14.00%に25bp引き下げた。声明文では、経済活動には緩やかに回復する兆しが見えると述べている。また利下げを続ける条件として、①食品価格上昇によるインフレ率の押し上げ幅が限定的になること、②金融政策や経済活動からの影響を強く受ける拡大消費者物価指数(IPCA)の項目が適切なペースで減速傾向を見せること、③財政健全化策の実行に関する不確実性が低下することの3点を挙げた。足許、ブラジル10月IPCAは前年比+7.9%と9月(同+8.5%)から減速し、2015年2月以来の低水準となった。インフレ率から見ると、BCBの追加利下げ余地は拡大したと言える。しかし、米大統領選でトランプ氏が勝利して以降、BRLは急落し輸入物価の上昇に対する懸念が強まっている。16日にゴールドファインBCB総裁は、緩やかなペースで利下げを進める計画に変更はないと述べる一方、外貨準備はBRLの変動を抑えるために使われるべきと、BRL買い介入の可能性を示唆した。不透明なトランプ次期大統領の経済政策に対する懸念からBRLの下落が続く公算が大きく、BRL動向を懸念し始めているBCBは、今回の会合では政策金利を据え置くと予想する。米次期政権の人事や政策が明確になり、BRLが落ち着きを取り戻すまで、BCBは現状の金融政策を維持する見込みだ。

タイ：7~9月期 GDP は減速

純輸出は改善するも、家計最終消費支出など内需を主因に減速

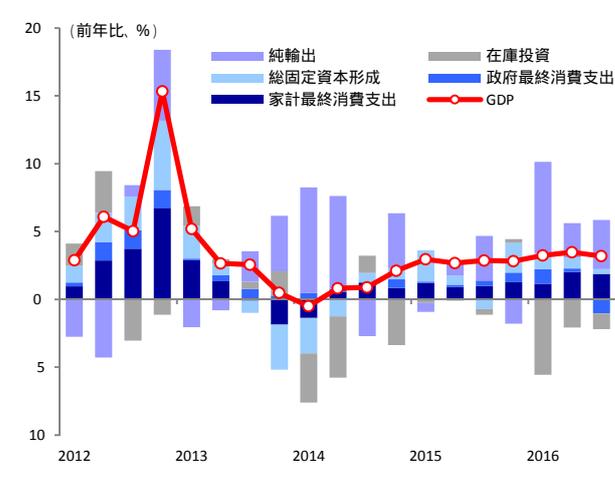
21日に発表されたタイ7~9月期GDPは前年比+3.2%と4~6月期(同+3.5%)から減速した。内訳を見ると、純輸出が前年比寄与度で+3.6%ポイントと4~6月期(同+2.6%ポイント)から拡大した。財輸出(4~6月期：前年比+2.0%→7~9月期：同+3.4%)の加速と堅調な来訪者数増加を

図表3：ブラジル 政策金利と拡大消費者物価指数(IPCA)



(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

受けたサービス輸出（4～6月期：同+12.6%→7～9月期：同+14.7%）の伸び率拡大が背景にある。一方、政府最終消費支出（4～6月期：同+1.5%→7～9月期：同▲5.8%）と総固定資本形成（4～6月期：同+3.2%→7～9月期：同+1.4%）は減速した。また、家計最終消費支出（4～6月期：同+3.8%→7～9月期：同+3.5%）も消費刺激策の効果剥落に伴い減速した。輸出が伸びるも、内需は弱含んだことが7～9月期 GDP の減速に繋がっている。なお、10月のプミポン国王の崩御に伴い、10～12月期は個人消費や観光業の下押しが懸念される。我々の試算によると、国王崩御に伴う10～12月期の個人消費の落ち込みはGDP比▲0.4%程度となる見込みであり、年内のタイ経済は引き続き力強さに欠ける可能性が高いだろう。

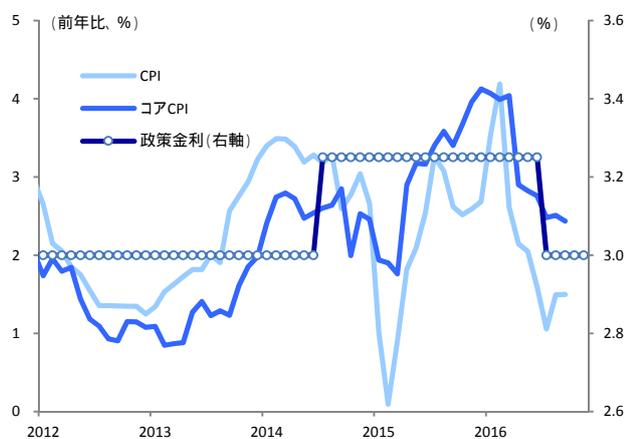
マレーシア：金融政策決定会合レビュー

通貨安懸念が煽る中、BNM は政策金利を据え置き

23日に開催されたマレーシア中銀（BNM）の金融政策決定会合では、政策金利が3.00%に据え置かれた。声明文では、世界的に台頭している保護主義や金融市場の不安定化に伴い、世界経済の先行きについて不透明感が増しているとした。もっとも、国内景気については、雇用改善を背景とした民間消費の底堅い推移やインフラを中心とした設備投資が10～12月期の景気のドライバーになるとしている。このほか今後に関して、2016年と2017年の成長率は事前の予想を達成するとの見方が示されたほか、インフレ率は世界的な商品価格低迷を背景にBNM目標（+2.0～2.5%）の下限近くで推移するとされた。また、2017年における金融政策決定会合の日程も決定している。

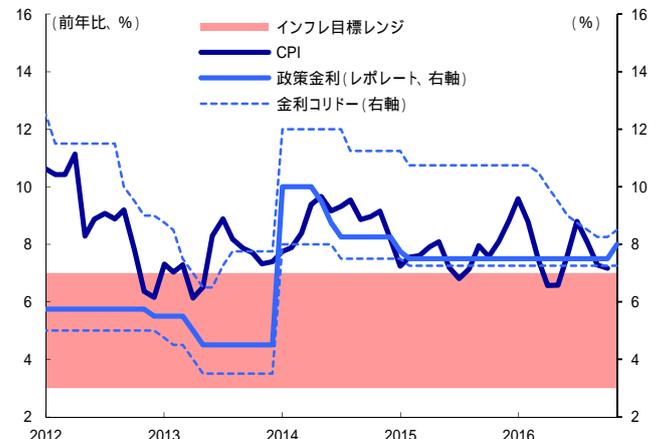
BNMが指摘するように、米大統領選の結果を受けて新興国からは資金が流出しており、MYRも大幅に下落した。オンショア市場ではBNMがMYR買い介入に踏み切っていることを公表しており、下落のペースは抑えられている。しかし、NDF（Non-Deliverable Forward）市場でのMYRの

図表5：マレーシア 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：トルコ 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

下落幅は大きく、BNM が規制強化に踏み出すとの噂も報道された¹。足許にかけても、マレーシアからの資金流出は継続しており、MYR の軟調地合いが続いている。今年7月には国内景気の下支えを目的に利下げに踏み切ったBNMだが、資金流出懸念が燃る中では、当面政策金利は据え置かれるだろう。

トルコ：金融政策決定会合レビュー

CBRTは市場予想に反し、金利コリドーの上限を25bp引き上げ

24日に開催されたトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、市場参加者の予想に反し、金利コリドーの上限である翌日物貸出金利が25bp引き上げられ、8.50%となった。政策金利であるレポレートは、50bp引き上げられ8.00%になる一方、金利コリドーの下限である翌日物借入金利は7.25%で据え置かれた。その結果、コリドーは1.00%ポイントから1.25%ポイントに拡大している。声明文では、利上げの理由として「金融市場の不安定化と先行き不透明感の高まりがTRY急落を引き起こし、その結果インフレ率の上振れリスクが高まっていること」を挙げている。2016年に入り、CBRTは景気の下支えを図るために市場金利と連動する翌日物貸出金利を10.75%から8.25%と2.50%も引き下げてきた。しかしながら、TRYが対ドルで史上最安値を連日のように更新する事態を受けて、金融政策の方針を転換した模様だ。次回会合(12月20日)の前に予定されているFOMC(12月13日～14日)では利上げが行われる公算が大きく、TRY安基調は続くと思込まれる。そのため、CBRTは次回の会合でも翌日物貸出金利を引き上げる可能性が高い。

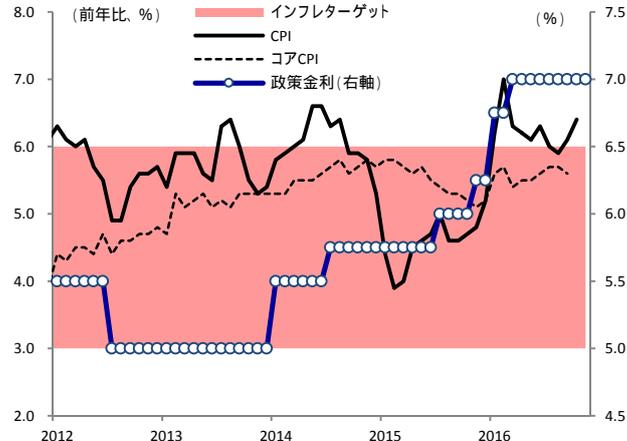
CBRTによる利上げを受けて、TRYは一時買い進まれるも、すぐに売り戻され対ドルの史上最安値を更新した。背景には、欧州議会がトルコのEU加盟交渉凍結を決定したほか、23日にエルドアン大統領が国内銀行に対して「金利を適

図表7：TRY相場動向



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8：南アフリカ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、みずほ銀行

¹詳細は、通貨ニュース（2016年11月24日発行）『マレーシア：市場で囁かれる「通貨危機」の可能性 (https://www.mizuhobank.co.jp/forex/pdf/news/ccy161124_myf.pdf)』をご参照ください。

正な水準に引き下げるべき」と述べたことを受け、CBRT の利上げがいずれ阻止されるとの見方があった模様だ。こうした情勢に鑑みれば、エルドアン大統領が TRY 防衛を意識した発言をしない限り、TRY は下落し続けるだろう。

南アフリカ：金融政策決定会合レビュー

米大統領選挙を受けて政策スタンスの見直しへ

24日に開催された南アフリカ準備銀行（SARB）の金融政策決定会合では、政策金利が7.00%に据え置かれた。声明文では、米次期政権による経済政策に関する不確実性の高まりから、資金フローの変化などを受けて新興国市場が不安定化することへの警戒感が示された。また、クニャカゴ SARB 総裁は、米利上げ観測の高まりや11月末と12月上旬に予定されている南アの格付け発表に対する懸念から、ZAR は不安定化したと発言している。インフレ率についても、SARB 目標（+3~6%）の上限近くで推移する見込みとし、上振れリスクが僅かながらも拡大したことが政策金利の据え置きに繋がったと述べた。さらに、これまで SARB は金融政策が「利上げプロセスの終わり近く」と位置づけてきたが、インフレ率の上振れリスクを理由に政策スタンスを見直す可能性を示唆した。足許では ZAR 相場は落ち着いて推移している。しかし、米次期政権の経済政策に対する期待を背景に、南アからの資金流出に伴い ZAR 安が進むようであれば、SARB が早晚利上げサイクルを再開する可能性は高い。

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18日 (金)	フィリピン	10月 総合国際収支	--	-\$183m	\$117m	--
21日 (月)	タイ	3Q GDP(前年比)	3.4%	3.2%	3.5%	--
23日 (水)	シンガポール	10月 消費者物価指数(前年比)	0.0%	-0.1%	-0.2%	--
23日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
24日 (木)	シンガポール	3Q GDP(前年比)	1.0%	1.1%	0.6%	--
25日 (金)	韓国	11月 消費者信頼感	--	95.8	101.9	--
25日 (金)	マレーシア	10月 消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
25日 (金)	台湾	3Q GDP(前年比)	2.1%	--	2.1%	--
28日 (月)	タイ	10月 貿易収支(通関ベース)	\$1500m	--	\$2546m	--
30日 (水)	韓国	10月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.0%	--
30日 (水)	タイ	10月 国際収支:経常収支	--	--	\$2929m	--
30日 (水)	インド	3Q GDP(前年比)	7.6%	--	7.1%	--
30日 (水)	マレーシア	10月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	2.2%	--
30日 (水)	インドネシア	10月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	1.3%	--
12月1日 (木)	韓国	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.3%	--
1日 (木)	韓国	10月 国際収支:経常収支	--	--	\$8260.5m	--
1日 (木)	中国	11月 製造業PMI	51.0	--	51.2	--
1日 (木)	中国	11月 非製造業PMI	--	--	54.0	--
1日 (木)	中国	11月 Caixin中国PMI-サービス業	51.0	--	51.2	--
1日 (木)	タイ	11月 消費者信頼感	--	--	73.1	--
1日 (木)	インドネシア	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.3%	--
1日 (木)	タイ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	0.3%	--
2日 (金)	韓国	3Q GDP(前年比)	--	--	2.7%	--
中東欧・アフリカ						
11月18日 (金)	ロシア	10月 実質小売売上高(前年比)	5.4%	5.4%	5.2%	--
23日 (水)	南アフリカ	10月 消費者物価指数(前年比)	6.3%	6.4%	6.1%	--
24日 (木)	トルコ	指標レート	7.50%	8.00%	7.50%	--
24日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	8.25%	8.50%	8.25%	--
24日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
24日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利発表	7.00%	7.00%	7.00%	--
29日 (火)	南アフリカ	10月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.6%	--
30日 (水)	南アフリカ	9月 貿易収支(ラント)	--	--	6.7b	--
ラテンアメリカ						
11月22日 (火)	ブラジル	10月 経常収支	-\$3100m	-\$3339m	-\$465m	-\$503m
23日 (水)	ブラジル	10月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	7.6%	7.6%	8.3%	--
23日 (水)	メキシコ	3Q GDP(前年比)	2.0%	2.0%	2.0%	--
23日 (水)	メキシコ	9月 経済活動IGAE(前年比)	1.7%	1.6%	2.9%	--
24日 (木)	メキシコ	9月 小売売上高(前月比)	0.2%	--	0.6%	--
25日 (金)	メキシコ	3Q 経常収支	-\$7500m	--	-\$7852m	--
29日 (火)	ブラジル	11月 FGVインフレ率IGPN(前年比)	7.3%	--	8.8%	--
30日 (水)	ブラジル	3Q GDP(前年比)	-3.2%	--	-3.8%	--
11/30 ~ 12/1	ブラジル	SELレートの	13.75%	--	14.00%	--
12月2日 (金)	メキシコ	10月 送金総額	--	--	\$2378.2m	--
2日 (金)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	--	--	\$2346m	--
2日 (金)	ブラジル	10月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.8%	--

(注)2016年11月25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	6.9219	6.73	6.77	6.80	6.83	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7564	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	68.748	67.5	68.5	67.0	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13558	13200	13150	12850	12650	12600
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1180.35	1160	1140	1120	1100	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.4602	4.18	4.23	4.12	3.98	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.713	49.942	48.8	48.6	47.8	47.0	46.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.4323	1.38	1.39	1.36	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.929	31.90	31.70	31.40	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.65	35.5	34.4	34.3	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22751	22380	22350	22260	22210	22230
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ~ 85.9573	64.4995	64.50	63.00	63.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	14.1491	14.50	15.00	15.50	15.00	15.00
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.1273	3.4574	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	3.3968	3.20	3.22	3.25	3.27	3.30
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.9333	20.7417	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	16.350	14.86	14.48	14.26	14.06	13.87
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.603	12.89	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.647	1.48	1.43	1.45	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.835	0.758	0.745	0.755	0.759	0.754
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.582	8.62	8.60	8.66	8.73	8.80
マレーシアリング	(MYR)	24.173 ~ 29.357	25.397	23.92	23.17	23.54	24.12	24.05
フィリピンペソ	(PHP)	2.072 ~ 2.570	2.268	2.05	2.02	2.03	2.04	2.03
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	79.08	72.46	70.50	71.32	71.11	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.547	3.13	3.09	3.09	3.09	3.07
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.176	2.82	2.85	2.83	2.84	2.79
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4975	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	1.756	1.55	1.56	1.54	1.60	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.806	8.005	6.90	6.53	6.26	6.40	6.33
トルコリラ	(TRY)	32.827 ~ 41.265	32.751	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	33.345	31.25	30.43	29.85	29.36	28.79
メキシコペソ	(MXN)	5.024 ~ 7.018	5.461	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25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。