

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

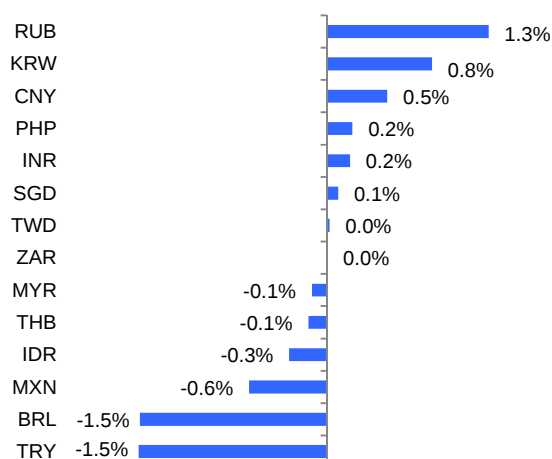
今週のエマージングマーケット

ドル高が一服し、多くの新興国通貨は落ち着きを取り戻す展開

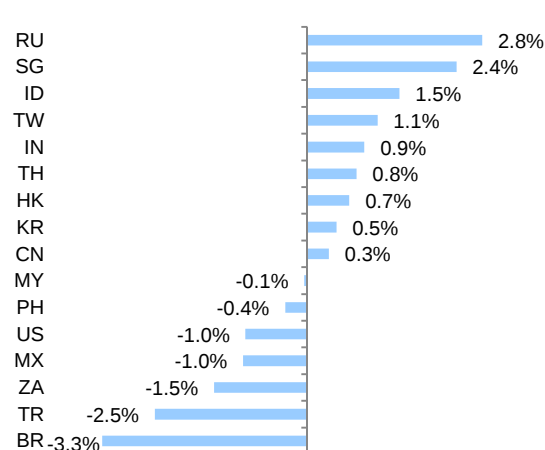
今週の新興国は一部の通貨を除き、落ち着きを取り戻す展開となった。週初、トランプ次期大統領の経済政策への期待を背景としたドル高・新興通貨安の流れは弱まった。米州時間に入り、米大統領選における激戦州の投票再集計要請にクリントン陣営も参加するとの報道や、NY ダウ平均が軟調な推移となったことでドル安となり、新興国通貨は上昇した。11月29日、OPEC 総会の会合結果に対する不透明感の高まりから原油価格が下落し、資源国通貨は売られた。その後、米11月消費者信頼感指数が予想を上回る結果となり、ドル高・新興国通貨安の展開となった。30日、OPEC 総会で「日量120万バレル削減で合意した」との報道を受け、原油価格は急上昇し、資源国通貨は急反発した。なお、他の新興国通貨は米金利上昇を背景に弱含んだ。12月1日は米11月雇用統計発表を翌日に控えていることもあり、新興国通貨は動意に乏しい展開となった。

個別通貨を見ると、原油価格の上昇にRUB(+1.3%)は連れ高となった。またKRW(+0.8%)は月末の輸出企業によるドル売りフローを背景に上昇。一方、TRY(▲1.5%)は資源輸入依存度の高さが嫌気され、下落した。BRL(▲1.5%)は議会と汚職捜査を進める検察との摩擦が拡大し、政治不安の高まりが意識され売られた。

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

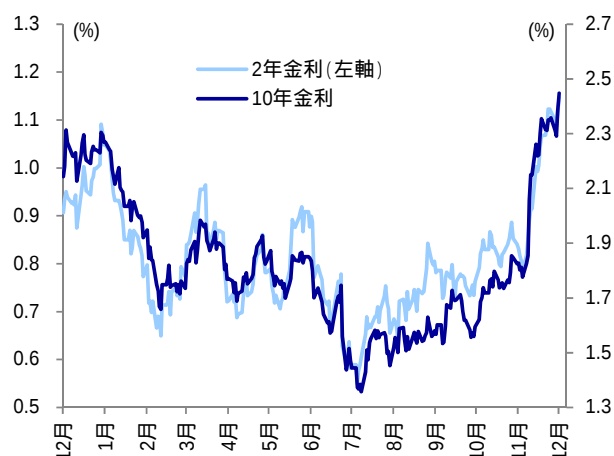
OPEC の減産合意を受けて、資源国通貨は堅調な値動きに

今週の新興国通貨は多くの通貨が落ち着きを取り戻す展開となり、なかでも資源国通貨の堅調な値動きが目立った。11月30日に開催のOPEC総会で、原油生産量の協調減産が合意に至ったことを受けた原油価格の上昇が主因となった。当初は大幅な減産を強いられるサウジアラビアが合意に難色を示しており、減産決定は難しいとの見方が広がっていた。しかし、最終的に同国が減産を受け入れたことで、今回の合意に至った模様だ。なお、同合意に基づき、OPEC総生産量は2017年1月から日量3250万バレルとなり、6か月間は据え置かれる。11月8日に発表された米エネルギー省(EIA)の予想によれば、原油の需給は2017年1～3月期において日量73万バレルの供給過剰となる見込みだ。しかし合意通りに減産が実行されれば、OPECの生産量はEIAの予想対比で▲48万バレル削減され、過剰生産量の6割強は解消する。トランプ次期大統領による経済対策への期待を背景にドル高・新興国通貨安の流れは続くものの、原油需給の大幅な改善が見込まれることから、資源国通貨は底堅い値動きになると予想する。

資源国通貨の堅調な値動きはしばらく続くと予想

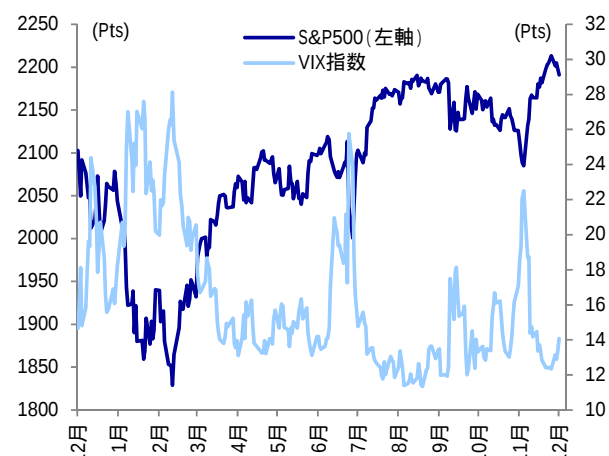
なお、商品市場では原油価格だけでなく銅価格の急上昇が注目されている。トランプ次期大統領が掲げる大規模なインフラ投資計画を受けて、需要増が期待されているためだ。また、中国において11月7日に財政改革派だった楼財務相が突如として解任されたことを受け、来年に政府が大規模なインフラ投資を実行すると見る向きが多くなったことも影響している。更に中国では、重工業の活動状況を示すといわれる李克強指数が4月(前年比+4.04%)から加速を続け、10月は同+10.58%と2013年8月以来の高い伸びとなっている。こうした指標を背景に資源需要は回復しつつあるとの見方も広がっており、原油に限らず商品価格全体が堅調な値動きになる可能性が高い。そのため、資源国通貨はしばらく底堅い値動きが続くと考えられる。

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

インド：金融政策決定会合プレビュー

経済・金融情勢の見極めるため、
RBI は現状の金融政策を維持か

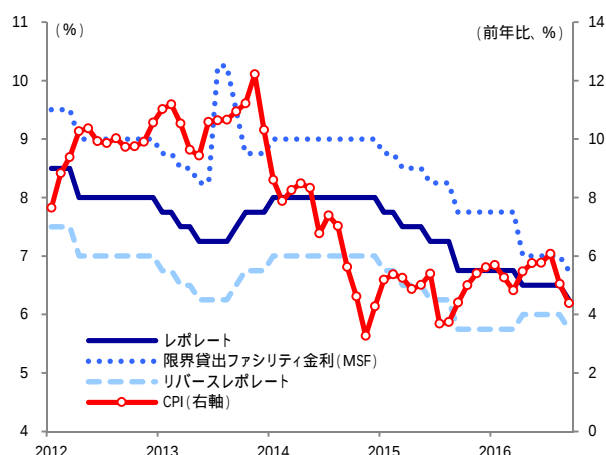
12月7日（水）に開催されるインド準備銀行（RBI）の金融政策決定会合では、政策金利（レポレート）が6.25%に据え置かれると予想する。前回会合（10月4日）は、パテル RBI 総裁就任と金融政策委員会（MPC）設置が行われた後の初会合だったため市場の注目度は高かった。市場の事前予想は政策据え置きだったが、実際にはインフレ率の低位安定などを理由に25bpの利下げが決定された。これにより RBI の成長を重視する姿勢が示されている。会合後に発表された10月消費者物価指数（CPI）は前年比+4.2%と引き続き RBI の中期目標（+2～6%）に収まった。そうした中、11月8日に発表された高額紙幣廃止による景気下押しが懸念されており、RBI が追加利下げに踏み切る芽もある。一方、米大統領選の結果を受けて INR は対ドルで過去最安値を更新しており、為替相場を踏まえれば利下げ余地は小さいだろう。そのため、今回の会合では経済・金融情勢を見極めるため、RBI は現状の金融政策を維持すると予想する。

インド：7～9月期 GDP は小幅に加速

インド経済は年末にかけて減速する
公算大

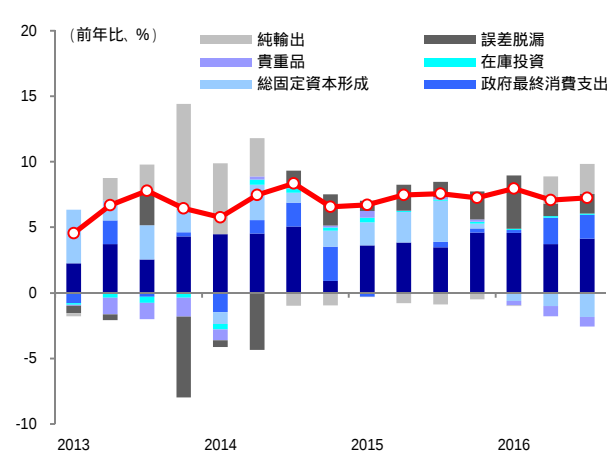
11月30日に発表されたインド7～9月期 GDP は前年比+7.3%と4～6月期（同+7.1%）から加速した。内訳を見ると、総固定資本形成が3四半期連続で減少（同▲5.6%）した一方、家計最終消費支出（同+8.9%）が加速したことが成長率拡大の主因となった。このほか、輸入の大幅減を受けて純輸出寄与度による押し上げも強まっている。総固定資本形成が停滞している背景には、前年の政府によるインフラ投資拡大の反動が出ているほか、設備稼働率の低迷を受けた民間設備投資の伸び悩みがあると考えられる。なお、8日には国内に流通する現金の約86%を占めていた高額紙幣を廃止することが決定されたが、新紙幣への両替が円滑に行われないなどの混乱も目立っている。一部では、この廃貨に伴う混乱が収束するのは2017年

図表3：インド 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4：インド 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

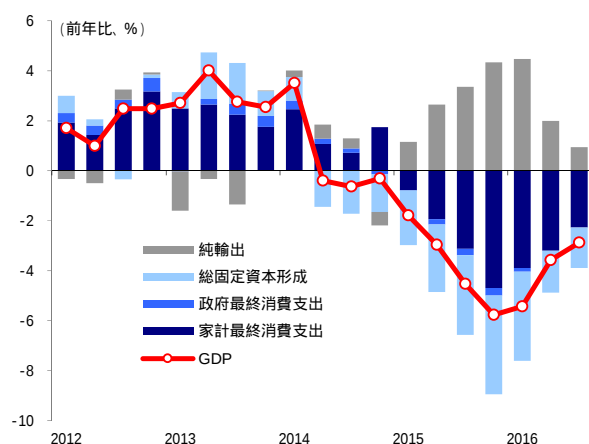
半ばになるとの声も聞かれる。そのため、少なくとも 10～12 月期にかけては、これまで成長けん引役となってきた家計最終消費支出が減速する公算が大きく、経済成長率が前年比+7%台を割り込む可能性もある。インドでは株式への資金流入が INR 相場の下支えとなる場面も見られており、成長率鈍化に伴う企業収益悪化は INR 安材料になると考えられる。

ブラジル: 7～9 月期 GDP はマイナス幅が縮小も、先行きは明るくない

家計最終消費支出や総固定資本形成の改善が継続

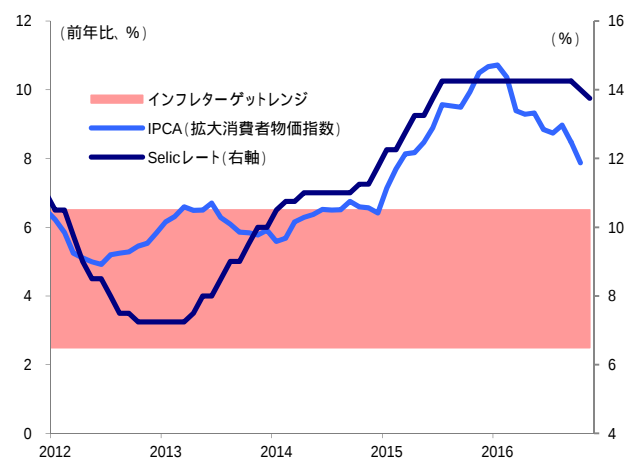
11 月 30 日に発表されたブラジル 7～9 月期 GDP は前年比 ▲2.9%と 4～6 月期（同 ▲3.6%）からマイナス幅が縮小した。マイナス成長は 10 四半期連続となる。内訳を見ると、家計最終消費支出（4～6 月期：同 ▲4.8%→7～9 月期：同 ▲2.9%）と総固定資本形成（4～6 月期：同 ▲8.6%→7～9 月期：同 ▲8.4%）のマイナス幅が縮小した。一方、政府最終消費支出（4～6 月期：同 ▲0.5%→7～9 月期：同 ▲0.8%）は悪化し、また輸出の鈍化と輸入の持ち直しを受けて、純輸出の前年比寄与度は+0.9%ポイントと 4～6 月期（同+2.0%ポイント）から縮小した。ブラジル経済は、家計最終消費支出と総固定資本形成の改善を背景に 3 四半期連続で成長率のマイナス幅が縮小しているものの、先行きは明るくない。政府は財政健全化を進めており、歳出は抑制される方向にある。それに加え、FRB による連続的な利上げに対する期待の高まりなどを背景に、BRL は軟調な地合いとなっており、ブラジル中銀（BCB）の利下げ余地は縮小しつつある。政府や BCB による景気下支えが見込みがたくなる中、ブラジル経済の低迷が続く公算は大きいと言えよう。

図表 5: ブラジル 実質 GDP



(資料) ブルームバーグ、Datastream、みずほ銀行

図表 6: 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

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

BCBは経済及びBRLの先行き不透明感が強くなっていることを懸念

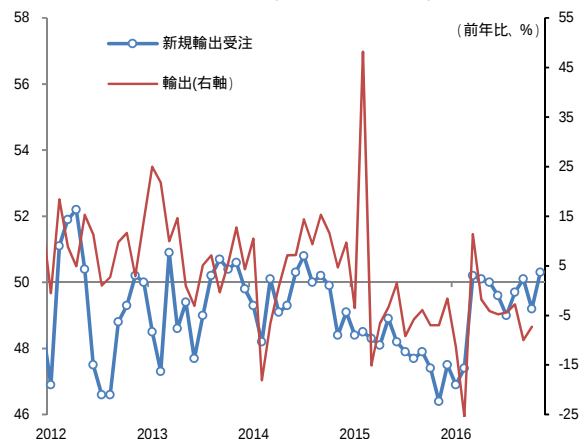
11月30日に開催されたブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合において、政策金利は25bp引き下げられ13.75%となった。声明文では、足許のインフレ率が予想以上のペースで減速しているほか、食品価格は続落し、その他の項目でも減速傾向が見え始めるなど、インフレ率の上振れリスクは縮小しているとした。一方で、国内経済については予想よりも弱含んでいるとし、景気回復は想定よりも遅れるとの見方を示した。一連の記述は、インフレ率が減速を続ける確度が高まる中、景気を下支えするためにBCBが利下げに踏み切ったことを示唆している。なお、「資産価格の変動が大きくなっていることは、新興国経済にとって好ましい時期の終わりを示す」と資金流出が進むことで、ブラジル経済にも悪影響が出る可能性を懸念する文言が追加された。また、直近は下院が政治家に対する汚職捜査の範囲を限定するような法案を成立させたことで、BRLが急落し、輸入物価上昇の可能性が高まっている。そのため、次回会合（2017年1月10日）において、BCBが利下げを行う余地は縮小していると言えよう。

中国：製造業PMIは2か月連続で上昇

総じて強い内容も、原材料価格の上昇が気かり

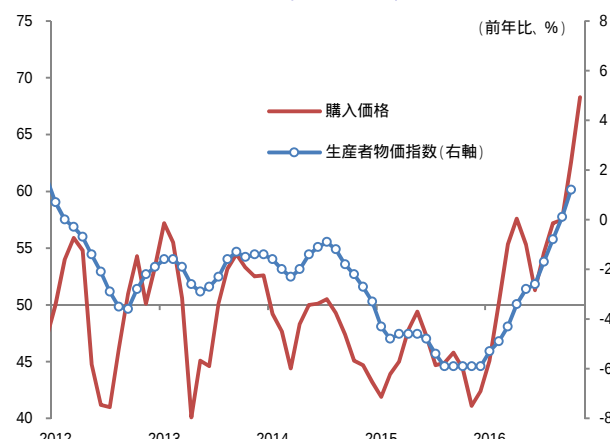
12月1日に発表された中国11月製造業PMIは51.7と10月（51.2）から2か月連続で上昇し、2014年7月以来の高水準となった。内訳を見ると、ほとんどの項目が前月対比で改善しており、特に新規受注は53.2と4か月連続で上昇している。また、輸出に先行する新規輸出受注は10月に49.2と景況判断の分かれ目である50を下回ったものの、11月は50.3と50を上回った。そのため、8日（木）に発表される11月輸出は10月（前年比▲7.3%）より、マイナス幅が縮小する可能性が高い。総じて強い内容といえるが、PMIを発表した中国国家統計局は「原材料価格の上昇と運輸コストの増加を懸念している」と述べた。実際、PMIの構成項目の内、原材料の購入価格を示す指数は2015年11月（41.1）から上昇を続け、2016年11

図表7：中国 製造業PMI(新規輸出受注)と輸出



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8：中国 製造業PMI(購入価格)と生産者物価指数



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

月は 68.3 と 2011 年 3 月以来の高水準となっている。同指数は、生産者物価指数（PPI）に先行する傾向があり、12 月 9 日（金）に発表される 11 月 PPI は 10 月（前年比+1.2%）より加速する公算が大きい。なお、国家統計局は原材料価格が上がった理由として、CNY 安による輸入物価の上昇を挙げている。中国人民銀行（PBoC）は米大統領選後の CNY 続落を受けて資本取引規制を一段と強化したと報じられており、その背景として資金流出の抑制もさることながら、CNY 安を通じた輸入物価の上昇を抑えたいとの思惑もあったと考えられる。今後も PBoC はドル高が進み CNY に売り圧力がかかる局面では、ドル売り介入や資本規制の厳格化などにより下落スピードの抑制を図るだろう。

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						
11月25日 (金)	マレーシア	10月 消費者物価指数(前年比)	1.5%	1.4%	1.5%	--
25日 (金)	台湾	3Q GDP(前年比)	2.1%	2.0%	2.1%	--
28日 (月)	タイ	10月 貿易収支(通関ベース)	\$1920m	\$248m	\$2546m	--
30日 (水)	タイ	10月 国際収支:経常収支	\$3075m	\$2875m	\$2929m	--
30日 (水)	インド	3Q GDP(前年比)	7.5%	7.3%	7.1%	--
12月1日 (木)	韓国	11月 消費者物価指数(前年比)	1.4%	1.3%	1.3%	--
1日 (木)	韓国	10月 国際収支:経常収支	--	\$8719.3m	\$8260.5m	\$8067.1m
1日 (木)	中国	11月 製造業PMI	51.0	51.7	51.2	--
1日 (木)	中国	11月 非製造業PMI	--	54.7	54.0	--
1日 (木)	中国	11月 Caixin中国PMI非製造業	51.0	50.9	51.2	--
1日 (木)	インドネシア	11月 消費者物価指数(前年比)	3.4%	3.6%	3.3%	--
1日 (木)	タイ	11月 消費者物価指数(前年比)	0.6%	0.6%	0.3%	--
2日 (金)	韓国	3Q GDP(前年比)	2.7%	2.6%	2.7%	--
5日 (月)	中国	11月 Caixin中国PMI非製造業	--	--	52.4	--
5~30日	インド	3Q 国際収支:経常収支	--	--	-\$0.30b	--
6日 (火)	台湾	11月 消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.7%	--
6日 (火)	フィリピン	11月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	--	2.3%	--
7日 (水)	マレーシア	10月 貿易収支MYR	--	--	7.56b	--
7日 (水)	台湾	11月 貿易収支	\$4.00b	--	\$4.38b	--
7日 (水)	インド	42711 RBIレート	--	--	6.25%	--
8日 (木)	タイ	11月 消費者信頼感	--	--	73.1	--
8日 (木)	中国	11月 貿易収支	\$46.80b	--	\$49.06b	--
8日 (木)	中国	11月 輸出(前年比)	-5.7%	--	-7.3%	--
9日 (金)	フィリピン	10月 貿易収支	--	--	-\$1890m	--
9日 (金)	中国	11月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	--	2.1%	--
9日 (金)	マレーシア	10月 鉱工業生産(前年比)	--	--	3.2%	--
9~15日	インド	11月 貿易収支	--	--	-\$10160m	-\$10160.8m
中東欧・アフリカ						
11月30日 (水)	南アフリカ	9月 貿易収支(ラット)	-6.7b	-4.4b	6.7b	6.9b
12月5日 (月)	トルコ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.2%	--
6日 (火)	南アフリカ	3Q GDP(前年比)	--	--	0.6%	--
6~7日	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	5.9%	--	6.1%	--
8日 (木)	南アフリカ	10月 鉱物生産量(前年比)	--	--	3.4%	--
8日 (木)	南アフリカ	10月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	1.5%	--
9日 (金)	南アフリカ	3Q 経常収支	--	--	-134b	0.0%
ラテンアメリカ						
11月24日 (木)	メキシコ	9月 小売売上高(前月比)	0.2%	-0.2%	0.6%	0.4%
25日 (金)	メキシコ	3Q 経常収支	-\$7588m	-\$7571m	-\$7852m	-\$8041m
30日 (水)	ブラジル	3Q GDP(前年比)	-3.2%	-2.9%	-3.8%	--
12月1日 (木)	ブラジル	SELレートの	13.75%	13.75%	14.00%	--
2日 (金)	メキシコ	10月 送金総額	\$2250.0m	--	\$2378.2m	--
2日 (金)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	\$3000m	--	\$2346m	--
5日 (月)	メキシコ	9月 総設備投資	--	--	1.3%	--
6日 (火)	メキシコ	11月 消費者信頼感指数	--	--	85	--
8日 (木)	メキシコ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.1%	--
9日 (金)	ブラジル	11月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	7.1%	--	7.9%	--

(注)2016年12月2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 1～11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 ~ 6.9235	6.8856	6.95	7.05	7.15	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7563	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	68.346	69.0	70.0	67.5	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13565	13800	14000	13600	13300	13000
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1167.50	1190	1220	1230	1220	1200
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4707	4.4635	4.45	4.50	4.35	4.22	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.020	49.699	50.0	51.0	49.8	48.8	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.4261	1.43	1.44	1.41	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.901	32.40	33.00	33.20	33.10	33.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.69	35.5	35.6	35.5	35.1	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22768	22690	22650	22800	22650	22500	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ~ 85.9573	63.9725	65.00	63.00	63.00	60.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	14.1066	14.50	15.00	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.5063	3.5036	3.30	3.40	3.50	3.50	3.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.4645	3.30	3.33	3.35	3.38	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	20.7762	21.00	22.00	21.00	20.50	20.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	16.638	16.40	16.31	15.52	15.06	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.714	14.69	14.82	14.30	13.92	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.670	1.65	1.64	1.64	1.63	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.841	0.826	0.821	0.816	0.812	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.773	9.58	9.43	9.02	8.85	8.67
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	25.588	25.62	25.56	25.52	25.59	25.62
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.299	2.28	2.25	2.23	2.21	2.17
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	80.03	79.72	79.86	78.72	77.70	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.577	3.52	3.48	3.34	3.26	3.15
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.199	3.21	3.23	3.13	3.08	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5027	0.50	0.50	0.49	0.48	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.799	1.784	1.75	1.83	1.76	1.80	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.193	8.089	7.86	7.67	7.16	7.20	7.17
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	32.551	34.55	33.82	31.71	30.86	30.59
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 33.909	32.941	34.55	34.53	33.13	31.95	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.492	5.43	5.23	5.29	5.27	5.15

(注)1. 実績の欄は11月30日まで。SPOTは12月2日の7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。

4. 見通しの値は^①Emerging Market Monthly(12月1日発行)^②及び^③中期為替相場見通し(11月30日発行)^④に基づく

(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。