

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

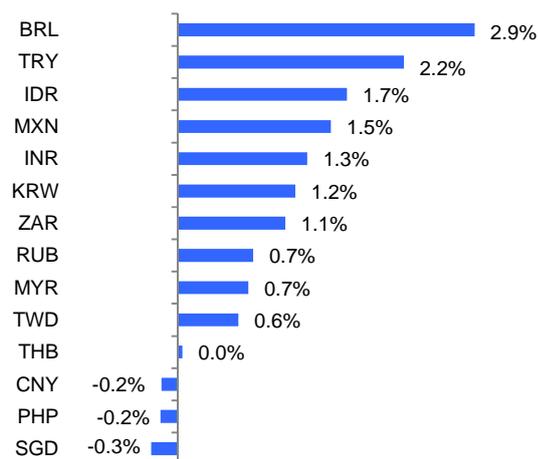
今週のエマージングマーケット

新興国通貨は大半の通貨が上昇

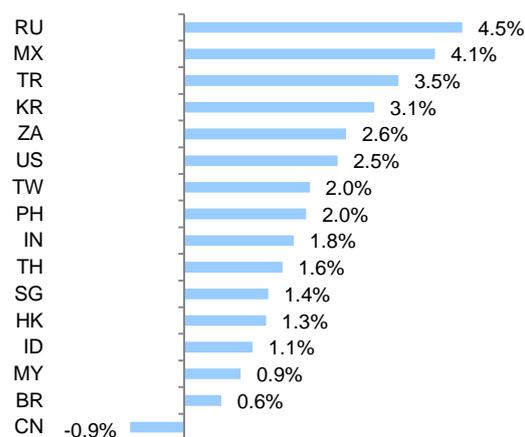
今週の新興国通貨は上昇した。先週末に発表された米11月雇用統計は強弱入り混じる結果となり、ドルは下押しされ新興国通貨は値を上げた。週初、イタリアにおける憲法改正の是非を問う国民投票が否決される見通しとなり、レンツィ首相が辞意表明をしたことを受けて、新興国通貨は一時的に弱含む場面も見られた。6日、イタリア国民投票後に欧州株が上昇に転じるなど、リスク資産の価格が持ち直したことを背景に新興国通貨は堅調な値動きとなった。7日、原油価格が軟化したことを受けて、米国債利回りが低下しドル安の流れになると、新興国通貨は上昇した。8日、ECB理事会で量的緩和プログラムの期間延長や債券購入に関する制限の緩和が決定されると、ユーロが下落しドルが強含む展開になるも、新興国通貨への影響は限定的だった。

個別通貨で見ると、汚職疑惑で一時職務が停止されていたカリエイロス上院議長の留任をブラジル最高裁が認めたことで、財政改革法案の可決に対する期待が高まり、BRL(+2.9%)は上昇した。また、トルコのエルドアン大統領がTRY下支えのため、国民に対し外貨をTRYや金に交換するよう呼びかけたことなどが好感され、TRY(+2.2%)は値を伸ばした。

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

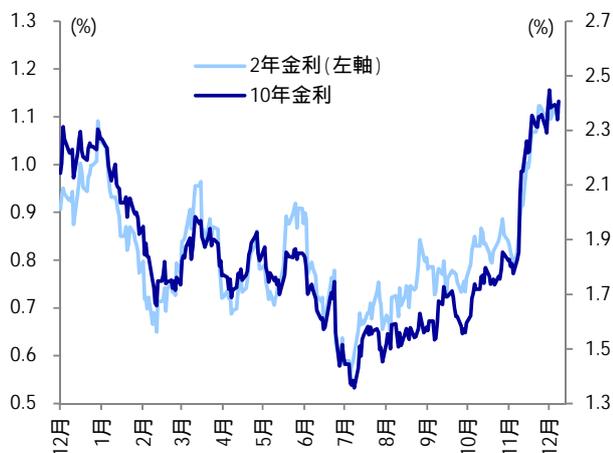
来週のFOMCが新興国通貨に与える影響は限定的か

来週の新興国通貨市場における最大の注目材料として、13日(火)~14日(水)開催のFOMCが挙げられる。イエレンFRB議長は11月17日の議会証言において「比較的早期」に利上げを行うと述べたほか、11月29日に公表されたFOMC議事要旨(11月1~2日開催分)でも12月利上げを確実視させるような記述が多く見られていることから、今回のFOMCで利上げが行われる可能性は高い。もっとも、市場では利上げをほぼ100%織込んでいるため、利上げが実行されても反応は限定的となる見込みだ。むしろ、「いつ、何回利上げできるのか」が市場の焦点となっており、同時に発表されるFOMCメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)がより注目されるだろう。米大統領選後に多くのFRB高官が、トランプ次期大統領の拡張的な財政政策による景気押し上げ効果に期待を示した。一方で、実行時期や規模について不透明感が強いことから、新政権の動向を見極めたいとの意見が目立っている。斯かる状況に鑑みれば、今回の会合で発表されるドットチャートは、ほぼ前回の見通しが据え置かれると考える。そのため、来週の新興国通貨は、FOMC前こそドットチャートが引き上がることへの警戒感から下落するも、会合後は上昇を予想する。

新興国は負の連鎖に陥りつつあるか

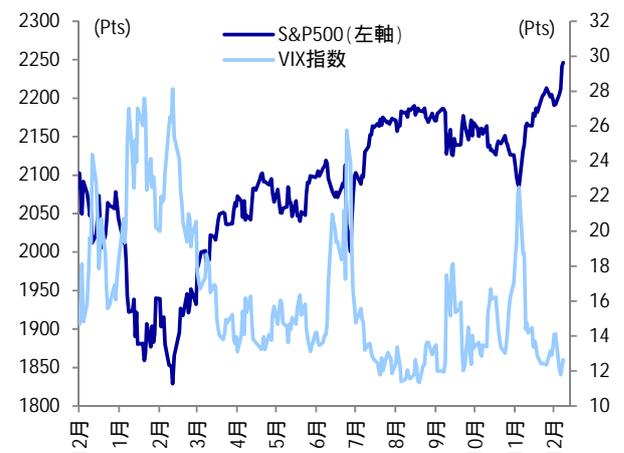
米大統領選後のドル高基調が、新興国の金融政策に影響を及ぼし始めている。7日に開催されたインド準備銀行(RBI)の金融政策決定会合では、高額紙幣の廃貨に伴う混乱から景気減速懸念が強まるも、米国との金利差縮小を背景とした資本流出を防ぐため、政策金利が据え置かれた。トルコでも自国通貨防衛を目的に政策金利が引き上げられたほか、他の各国中銀も資本流出に強い懸念を示し始めている。2015年のブラジルのように、資本流出の抑制などを目的に中銀が連続的な利上げに踏み切れば、深刻な景気後退を引き起こす可能性があり、注意が必要となる。

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

韓国：金融政策決定会合プレビュー

朴大統領は任期終了前の辞任を表明も、政治的不透明感は拭えず

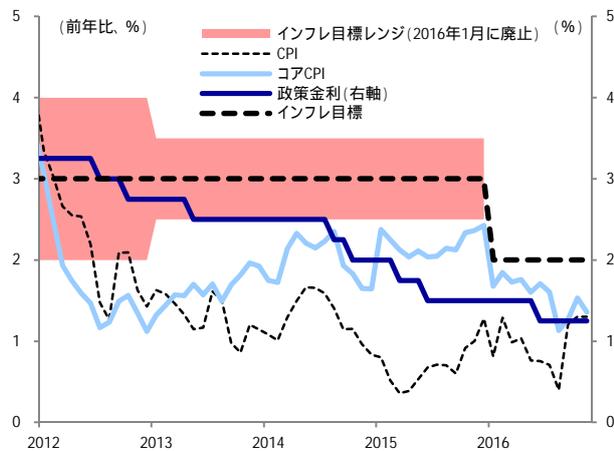
15日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、政策金利が1.25%に据え置かれると予想する。前回会合(11月11日)では、韓国経済は緩やかに成長し続けるとの景気認識を維持するも、英国のEU離脱(Brexit)問題や米大統領選におけるトランプ氏の勝利を受けて「先行き不透明感は増大した」との文言が加えられた。こうした対外情勢に加え、朴大統領のスキャンダルに端を発する政局の混迷化が韓国経済の下振れリスクを増大させている。11月29日に、朴大統領はスキャンダルの責任を取って任期満了前に辞任する考えを示したが、政治的不透明感を払拭するには至っていない。次期大統領として、潘基文・国連事務総長、文在寅・共に民主党党首、李在明・城南市市長が有力視されるも、支持率が拮抗しており、新政権がどのような政策運営を行うか見通しがたい情勢にあるためだ。こうした政治的不透明感の強まりは、消費の先行きを示す11月消費者信頼感指数が95.8と2009年4月以来の低水準に陥るなど、経済指標の悪化に繋がりは始めている。もっとも、ハードデータの悪化はみられていないため、今回の会合でBOKは景気の下振れリスクが増大していることに言及しつつ、現状の金融政策を維持するだろう。

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

景気下支えのため政策金利を引き下げか

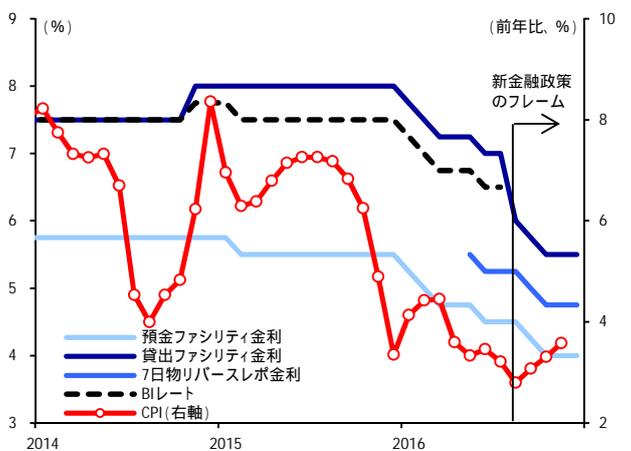
15日(木)に開催されるインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、政策金利(7日物リバースレポ金利)が25bp引き下げられ、4.50%になると予想する。前回会合(11月17日)で、政策金利は4.75%に据え置かれた。声明文では、据え置き決定は「米大統領選の結果をきっかけとした国際金融市場の動揺に対するBIの慎重姿勢と整合的」とした。また、BIはIDRの市場メカニズムを維持しながら、ファンダメンタルズに

図表3：韓国 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として採用された

(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

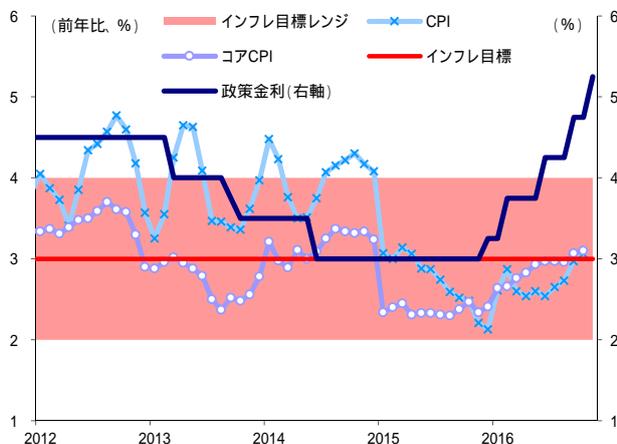
沿った水準で安定推移させ続けると述べ、急激な変動に対する警戒感を示した。前回会合後に発表された経済指標を見ると、11月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.58%と10月(同+3.31%)から加速するも、BI目標(+3~5%)内で安定している。一方、11月製造業PMIは49.7と10月(48.7)を上回ったが、2か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目となる50を下回っており、景気は弱い動きが続いている模様だ。11月30日にワルジョ BI副総裁が「利下げ余地はある」と追加利下げの可能性を示唆し、また米大統領選後に下落していたIDRは、12月に入り値を戻している。こうした状況に鑑みれば、BIが今回の会合で利下げに踏み切る公算は大きい。

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

MXN 下支えのため、追加利上げを実施か

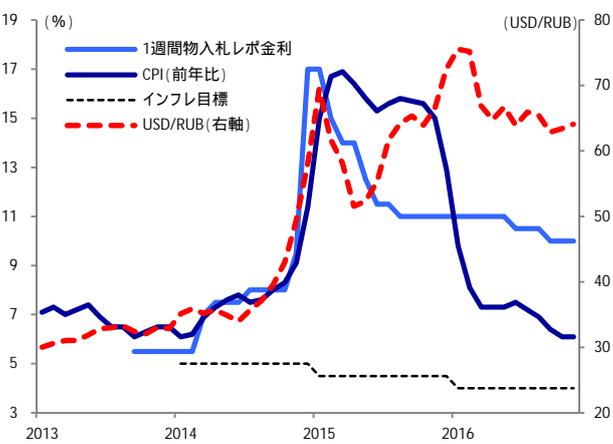
15日(木)に開催されるメキシコ中銀(BOM)の金融政策決定会合では、政策金利は25bp引き上げられ5.50%になると予想する。前回会合(11月17日)で政策金利は4.75%から5.25%に引き上げられた。声明文では米大統領選におけるトランプ氏の勝利を受けて、メキシコ経済の先行きについて不透明感が強くなっていると。特に米国が貿易や資本移動に制限を設けようとしていることに関して強い懸念を示し、メキシコ経済の下振れリスクは更に大きくなったと述べている。なお、利上げの理由としてMXN安に伴うインフレ上昇圧力を抑制することを挙げた。12月に入ってもMXNは引き続き安値圏で推移している。また、今回の会合はFOMC(13~14日)直後に予定されており、米利上げを受けて会合直前のMXNは下落している可能性が高い。11月22日にサンチェスBOM副総裁は「米国は緩やかに金融政策の正常化プロセスを進めている模様だ」、「メキシコの金利も上昇基調となる可能性が高いだろう」と述べ、BOMがFRBに合わせて追加利上げに踏み切る公算が大きいとの考えを示唆した。そのため、今回の会合では追加利上げが決定されると予想する。

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: ロシア 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

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

CBR は前回会合で示した通り政策金利を据え置きか

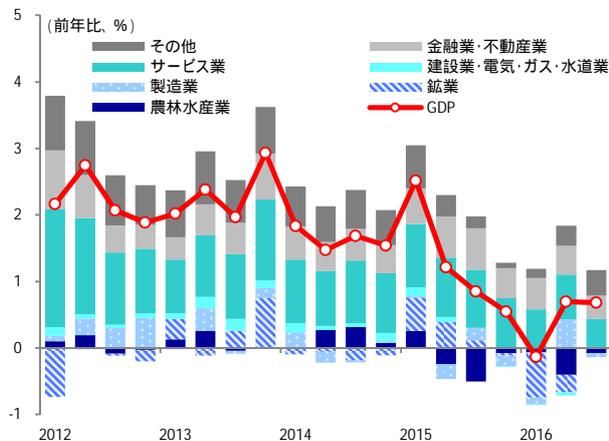
16日(金)に開催されるロシア中銀(CBR)の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回会合(10月28日)で、CBRは政策金利を10.00%に据え置いた。声明文では、据え置き理由としてインフレ率がCBRの見通しに沿って減速していること、9月会合で示した政策金利の見通しが、早期利下げとインフレ率の高止まりを想定する市場期待に働きかけるものだったのに対し、市場が依然としてCBR目標を上回るインフレ率を予想していること、現状の金融政策は緩やかに引き締めのであるが、ロシア経済の回復を妨げるものではないこと、インフレ率が2017年末に+4%とのCBR目標から上振れるリスクが依然として燃えていること、を挙げている。その上で、年内は政策金利が据え置かれる必要があるとしたが、2017年前半には利下げが実施できるとしている。会合後に発表された経済指標を見ると、11月CPIは前年比+5.8%と10月(同+4.5%)から減速した。また、米大統領選を受けた新興国通貨の下落にも拘らず、RUB相場は底堅く推移している。前回会合から各種指標が安定推移する中で、CBRは政策金利を据え置くと予想する。

南アフリカ：7~9月期GDP成長率は4~6月期から横ばい

製造業の低迷が南アフリカ経済の重石に

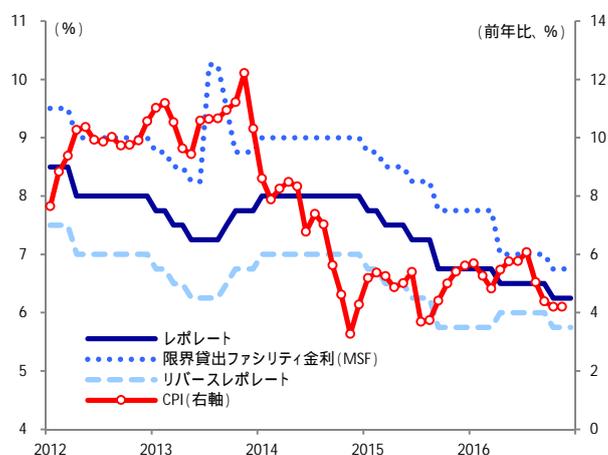
6日に発表された南アフリカ7~9月期GDPは前年比+0.7%と4~6月期(同+0.7%)から伸び率が横ばいとなった。業種別に見ると、農林水産業(4~6月期：同12.0% 7~9月期：同3.6%)は4~6月期に見られた干ばつの悪影響が後退し、マイナス幅が縮小した。また、商品価格の底打ちを背景に鉱業(4~6月期：同3.4% 7~9月期：同0.1%)が持ち直した。一方、製造業(4~6月期：同+3.6% 7~9月期：同0.1%)が前年比マイナスに転じたことを背景に、7~9月期のGDPは伸び悩んだ模様だ。足許、11月バークレイズ製造業PMIは48.3と10月(45.9)からは改善

図表7：南アフリカ 実質GDP



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8：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、みずほ銀行

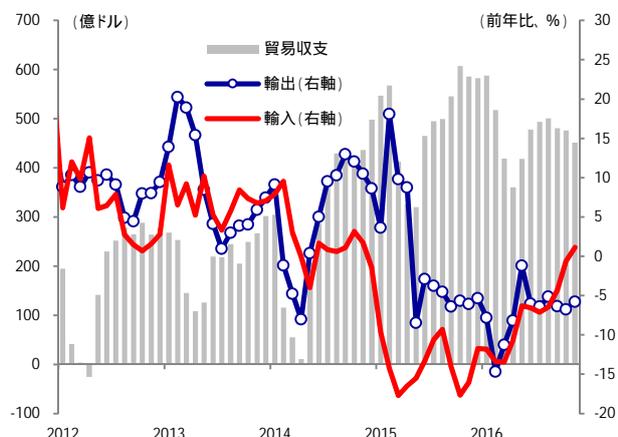
したが、景気拡大/縮小の分かれ目である 50 を 4 か月連続で下回っており、景気は引き続き弱含んでいる。なお、米大手格付け会社は 12 月 2 日、南アフリカの格付けを投資適格で最も低い「BBB - 」に据え置くも、政治混乱が成長促進に向けた改革を阻んでいると警告した。ゴードン財務相は財政赤字を圧縮する公約を掲げているものの、成長率が伸び悩む中、税収は想定を下回る公算が大きいことから実現性は低い。そのため、南アフリカは来年も投資適格を喪失するリスクに晒され続けるだろう。

インド：金融政策決定会合レビュー

米大統領選を背景に RBI は政策金利を据え置き

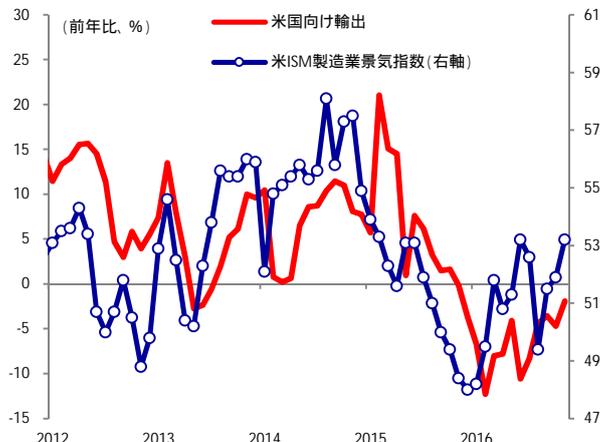
7 日に開催されたインド準備銀行（RBI）の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが 6.25% に据え置かれた。また、市場金利の上限となる限界貸出ファシリティ金利が 6.75%、下限のリバースレポレートが 5.75% とそれぞれ据え置かれ、市場金利の上限と下限との差であるコリドーは 1.00% ポイントに維持されている。11 月 8 日に発表された高額紙幣の廃止を受けて、景気後退懸念が強まっていることを背景に 25~50bp の利下げを予想する向きが多かったため、今回の決定はサプライズとなった。声明文では、米大統領選の結果に伴う米利上げ観測の高まりや新興国からの資金流出など、不確実性の高まりに対応するため政策金利を据え置いたとしている。なお、高額紙幣の廃止については、「成長率を引き下げることがある」としたが、「影響やその持続性を判断するに当たってはより多くの情報を分析することが重要」との見方も示された。RBI は引き続き緩和スタンスを維持するとしているため、高額紙幣廃止による景気下押し効果が大きいと判断すれば、RBI が利下げに踏み切る芽も出てくるだろう。

図表 9： 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、みずほ銀行

図表 10： 中国 米国向け輸出及び米 ISM 製造業景気指数



(注) 米国向け輸出は 3 か月移動平均
(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：輸出が前年比プラスに転じる

主要地域、とりわけ米国向け輸出の回復が目立つ結果に

8日に発表された11月貿易統計において、輸出は前年比+0.1%と市場予想(同 5.0%)を上回り、8か月ぶりに前年比プラスとなった。国別内訳を見ると、主要地域(米国・欧州・日本)向けの輸出が軒並み前年比プラスに転じており、特に米国向け輸出は同+8.1%と2016年3月以来となる前年比プラスに転じた。今年の11月は前年11月より営業日数が1日多いことや、米11月ISM製造業景気指数は53.2と2015年2月以来の高水準となるなど、米製造業の持ち直しが背景にある模様だ。もっとも、トランプ氏は当選後も「中国がアメリカの製品に対して重い関税をかけることや、通貨の切り下げについて、我々に尋ねたかといえば、そうとは思わない」と発言するなど、中国の通商政策に不満を述べており、大統領就任後は追加関税など保護主義的な通商政策を導入する可能性がある。そのため、中国の輸出は回復に向かいつつも、先行き不透明感は強いと言えよう。

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						
12月5日 (月)	中国	11月 Caixin中国PMI(7ヶ工業)	--	53.1	52.4	--
6日 (火)	台湾	11月 消費者物価指数(前年比)	1.5%	2.0%	1.7%	--
6日 (火)	フィリピン	11月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	2.5%	2.3%	--
7日 (水)	マレーシア	10月 貿易収支MYR	7.91b	9.76b	7.56b	7.56b
7日 (水)	インド	RBIレート	6.00%	6.25%	6.25%	--
8日 (木)	タイ	11月 消費者信頼感	--	72.3	73.1	--
8日 (木)	中国	11月 貿易収支	\$46.90b	\$44.61b	\$49.06b	--
9日 (金)	フィリピン	10月 貿易収支	-\$2050m	--	-\$1890m	--
9日 (金)	中国	11月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	--	2.1%	--
9~15日	インド	11月 貿易収支	--	--	-\$10160m	-\$10160m
9~30日	インド	3Q 国際収支: 経常収支	--	--	-\$0.30b	--
10~15日	中国	11月 新規貸出(人民元)	720.0b	--	651.3b	--
10~15日	中国	11月 M2(前年比)	11.5%	--	11.6%	--
12日 (月)	インド	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	4.2%	--
13日 (火)	中国	11月 鉱工業生産(前年比)	6.1%	--	6.1%	--
13日 (火)	中国	11月 小売売上高(前年比)	10.2%	--	10.0%	--
13日 (火)	中国	11月 固定資産投資	8.3%	--	8.3%	--
14日 (水)	インド	10月 卸売物価(前年比)	--	--	3.4%	--
15日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レート	1.25%	--	1.25%	--
15日 (木)	インドネシア	11月 貿易収支	--	--	\$1207m	--
15日 (木)	フィリピン	9月 海外送金(前年比)	--	--	6.7%	--
16日 (金)	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%	--
16日 (金)	シンガポール	11月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-12.0%	--
中東欧・アフリカ						
12月5日 (月)	トルコ	11月 消費者物価指数(前年比)	7.4%	7.0%	7.2%	--
6日 (火)	南アフリカ	3Q GDP(前年比)	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%
6日 (火)	ロシア	11月 消費者物価指数(前年比)	5.9%	5.8%	6.1%	--
8日 (木)	南アフリカ	10月 鉱物生産量(前年比)	2.7%	-2.9%	3.4%	4.7%
8日 (木)	南アフリカ	10月 製造業生産(季調前/前年比)	0.8%	-2.7%	0.0%	0.2%
9日 (金)	南アフリカ	3Q 経常収支	-147b	--	-134b	--
12日 (月)	トルコ	10月 経常収支	--	--	-1.68b	--
12日 (月)	トルコ	3Q GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
12日 (月)	ロシア	10月 貿易収支	7.2b	--	7.4b	--
13~14日	ロシア	3Q GDP(前年比)	-0.4%	--	-0.4%	--
14日 (水)	南アフリカ	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	6.4%	--
16日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	--	10.00%	--
ラテンアメリカ						
12月2日 (金)	メキシコ	10月 送金総額	\$2250.0m	\$2216.4m	\$2378.2m	--
2日 (金)	ブラジル	11月 貿易収支(月次)	\$3000m	\$4758m	\$2346m	--
5日 (月)	メキシコ	9月 総設備投資	0.7%	0.7%	1.3%	--
6日 (火)	メキシコ	11月 消費者信頼感指数	83.5	84.4	85.0	--
8日 (木)	メキシコ	11月 消費者物価指数(前年比)	3.3%	3.3%	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%	--
13日 (火)	ブラジル	10月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.1%	--
14日 (水)	ブラジル	10月 IBGE7ヶ部門売上高 前年比	--	--	-4.9%	--
14~15日	ブラジル	10月 経済活動(前年比)	--	--	-3.7%	--

(注)2016年12月9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	6.8910	6.95	7.05	7.15	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7555	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	67.355	69.0	70.0	67.5	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13287	13800	14000	13600	13300	13000
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1158.97	1190	1220	1230	1220	1200
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4707	4.4222	4.45	4.50	4.35	4.22	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.020	49.688	50.0	51.0	49.8	48.8	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.4233	1.43	1.44	1.41	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.700	32.40	33.00	33.20	33.10	33.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.64	35.5	35.6	35.5	35.1	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22768	22633	22650	22800	22650	22500	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ~ 85.9573	63.3526	65.00	63.00	63.00	60.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	13.6470	14.50	15.00	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.5063	3.4387	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	3.3753	3.30	3.33	3.35	3.38	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	20.3129	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	16.573	16.40	16.31	15.52	15.06	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.704	14.69	14.82	14.30	13.92	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.691	1.65	1.64	1.64	1.63	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.858	0.826	0.821	0.816	0.812	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.806	9.58	9.43	9.02	8.85	8.67
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	25.643	25.62	25.56	25.52	25.59	25.62
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.282	2.28	2.25	2.23	2.21	2.17
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	80.13	79.72	79.86	78.72	77.70	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.597	3.52	3.48	3.34	3.26	3.15
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.200	3.21	3.23	3.13	3.08	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5036	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	1.802	1.75	1.83	1.76	1.80	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.193	8.355	7.86	7.67	7.16	7.20	7.17
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	33.149	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	33.787	34.55	34.53	33.13	31.95	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.613	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9日の7時10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。

4. 見通しの値は『Emerging Market Monthly(12月1日発刊)』及び『中期為替相場見通し(11月30日発刊)』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。