

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

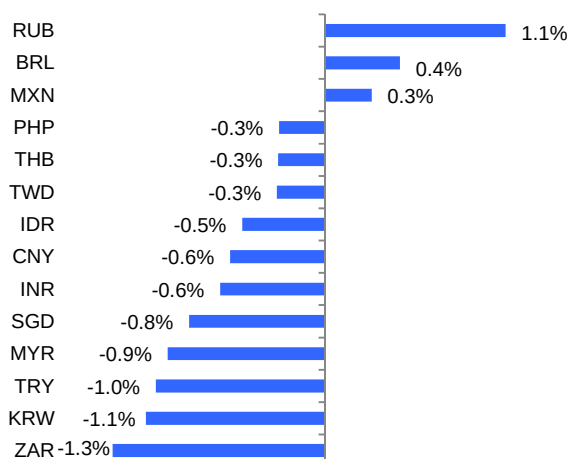
今週のエマージングマーケット

FOMCの結果を受け、大半の新興国通貨は下落

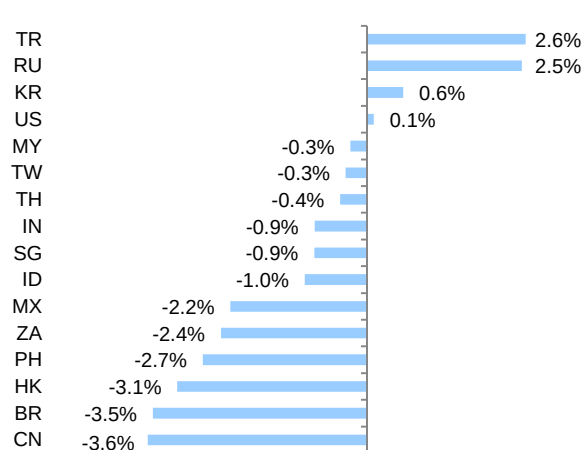
今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末に開催された OPEC 加盟国と非 OPEC 加盟国の会合で約 15 年ぶりに協調減産が合意されると、週初に原油価格は上昇し、資源国通貨は強含んだ。13 日、FOMC を控えて様子見ムードが広がり、新興国通貨は動意が乏しい展開となった。14 日、FOMC では、市場予想通り FF 金利の誘導目標が 25bp 引き上げられたが、メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）において 2017 年の利上げ見通しが 2 回から 3 回に上方修正されたことがサプライズとなり、ドルが急伸し新興国通貨は下落した。15 日に発表された米 12 月 NY 製造業景気指数の市場予想を上回る結果を背景にドル高が進むと、資源国通貨を除く新興国通貨は軟調推移となった。

個別通貨で見ると、FOMC 後の米金利上昇を受け、ZAR（▲1.3%）、MYR（▲0.9%）は弱含んだ。KRW（▲1.1%）は 9 日に朴大統領の弾劾訴追案が可決されたものの、大統領が辞任を表明せず、退陣時期が不透明となっていることが売り材料となった。また、12 日発表のトルコ 7～9 月期 GDP が市場予想を下回る結果となったことが嫌気され、TRY（▲1.0%）は軟化した。一方、週初の原油価格上昇を受け RUB（+1.1%）は連れ高となった。

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: ブラジルボベスパ指数、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

来週の新興国通貨は落ち着きを取り戻す展開を予想

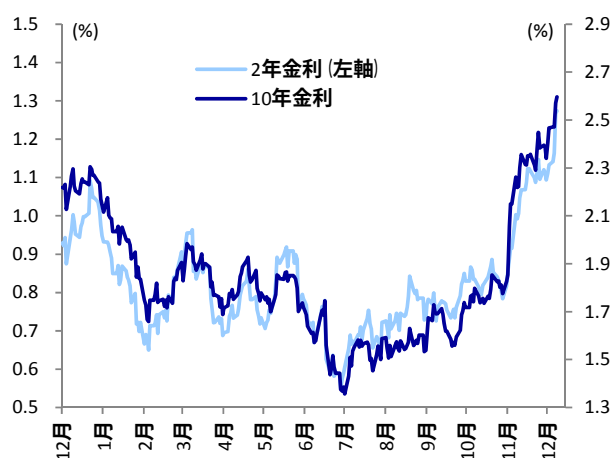
12月13～14日に開催されたFOMCでは、FOMCメンバーの政策金利見通し（ドットチャート）において2017年の利上げ見通しが2回（中央値、9月時点）から3回へと上方修正された。FOMC前のFRB高官発言では、トランプ次期大統領が掲げる拡張的な財政政策については就任後の動向を見極めたいとの意見が多かった。そのため、ドットチャートで利上げペースの加速が示唆されたことは市場にとってサプライズとなり、FOMC後に米金利は急上昇し、ドル高・新興国安の展開となった。

もっとも、イエレンFRB議長は「トランプ次期大統領の政策については先行き不透明感が非常に強く、しばらくはその動向を見守る」と述べており、当面は政策金利を維持する可能性が高い。また、欧米を中心に多くの金融機関が決算末（12月末）を控えてバランスシートの制約に直面する中、積極的にポジションを傾ける動きも少なくなると思われる。こうした状況に鑑みれば、米金利市場を中心に市場の動意は徐々に乏しくなっていくだろう。為替市場でもドル高の勢いが鈍り、来週の新興国通貨は小幅な下落に止まると予想する。

資源国通貨の底堅い値動きは今後も続く公算が大きい

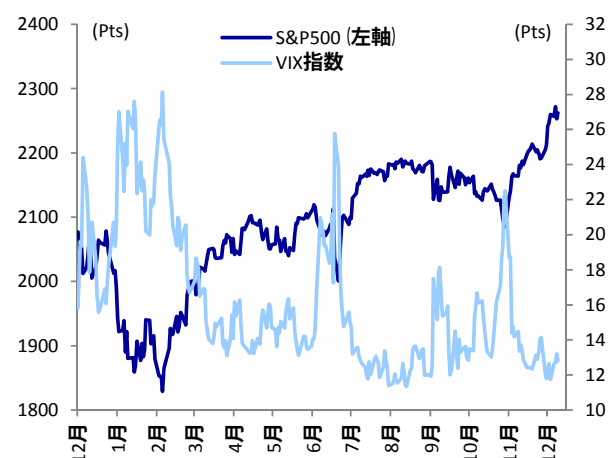
FOMC後も、原油価格がレンジ内で落ち着いた値動きとなっていることから、RUBや南米通貨など資源国通貨は高値圏で推移している。その原油市場では、先物取引において価格水準のみならずカーブにも変化が見られ始めた。原油先物市場では、通常であれば保管コストが加味されて、受け渡し期日が先の契約になればなるほど価格は上昇していく。しかしながら、受け渡し期日によっては、期日が手前の契約が先の契約よりも高くなっている。これは先んじて原油を確保しようという動きの表れであり、足許はカーブ全体に同様の傾向が拡がりつつある。こうした原油市場の動向から、資源国通貨の底堅い値動きが続く公算は大きいと言えよう。

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

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

TRY 相場が落ち着く中で、CBRT は政策金利を据え置きか

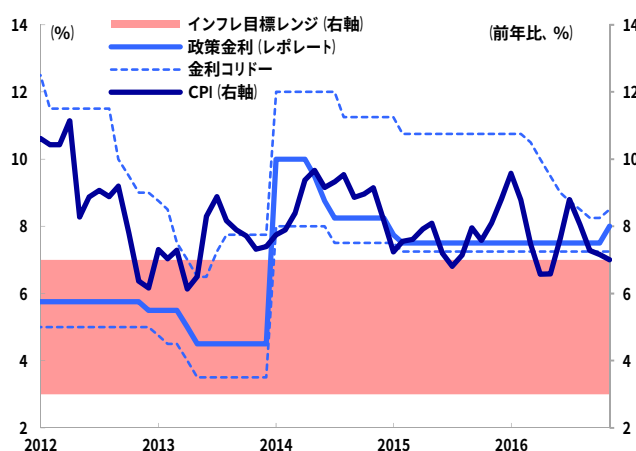
20 日（火）に開催されるトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、市場金利と連動する翌日物貸出金利が 8.50% に据え置かれると予想する。また、政策金利のレポレートは 8.00%、市場の下限金利である翌日物借入金利も 7.25% に据え置かれる見込みだ。前回会合（11 月 24 日）では、2015 年以降に据え置かれ続けてきたレポレートが 50bp 引き上げられ、今年に入って 250bp ポイントの利下げが行われてきた翌日物貸出金利が 25bp 引き上げられた。背景には、TRY の下落を食い止めることで、輸入物価上昇を通じたインフレ圧力を抑制したいとの思惑があった模様だ。その後に発表された 11 月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.0%と 10 月（同+7.2%）から小幅に減速しており、インフレ率は今のところ安定している。また、TRY 相場は依然として安値水準にあるが、足許では横ばい推移となっている。そうした中、7 月に発生したクーデター未遂の影響もあり、7～9 月期 GDP は前年比▲1.8%と市場予想（同+0.3%）を下回る弱い結果となった。エルドアン大統領は景気下支えを目的とした利下げを主張してきたほか、通貨安に対しても利下げで対処することが必要だとの旨の発言を行っている。そのため、CBRT に対する政権からの利下げ圧力は大きく、利上げのハードルは高いと考えられることから、今回の会合で CBRT は政策金利を据え置くと予想する。

トルコ： GDP は 7 年ぶりのマイナス成長に

クーデター未遂の影響から 7 年ぶりのマイナス成長に

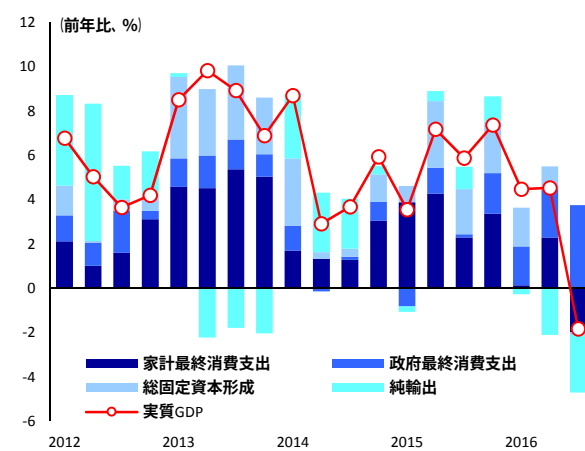
12 日に発表されたトルコ 7～9 月期 GDP は前年比▲1.8%と 4～6 月期（同+3.0%）から大幅に減速し、2009 年 7～9 月期以来 7 年ぶりのマイナス成長となった。内訳を見ると、政府最終消費支出（4～6 月期：同+13.7%→7～9 月期：同+23.8%）が加速した一方で、家計最終消費

図表 3： 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

図表 4： トルコ 実質 GDP



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

支出（4～6 月期：同+3.7%→7～9 月期：同▲3.2%）が大幅に減速したほか、総固定資本形成や輸出も減速している。今回の成長率減速の背景には7月に発生したクーデター未遂によるマインド悪化などがあったと見られる。もっとも、足許の経済指標は生産や住宅販売などで回復の動きも見られており、トルコ経済は底入れしている可能性が高いだろう。

タイ：金融政策決定会合プレビュー

政府による消費刺激策の効果を見極めるため、政策金利を据え置きか

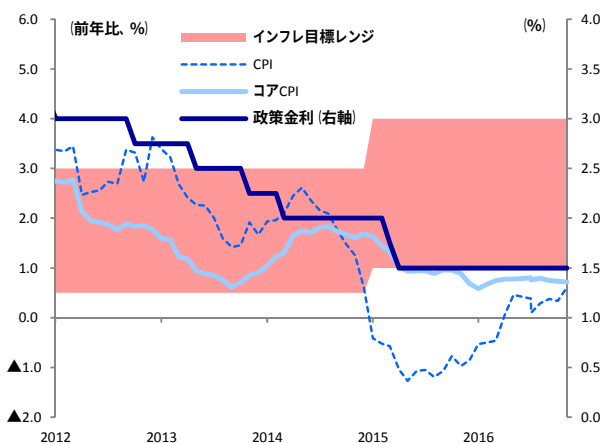
21 日（水）に開催される金融政策決定会合では、政策金利が 1.50%に据え置かれると予想する。前回会合（11 月 9 日）の声明文では、政府支出をけん引役としてタイ経済は拡大しているとの景気認識を示した。一方、中国人観光客が見通しより減少する可能性や、米国や欧州における政治的不透明感が強まったことにより、景気下振れリスクが拡大したと述べている。また、3 会合連続で THB 高を警戒する文言が維持された。しかし、米大統領選後の THB は弱含み、BOT が懸念を示した水準から離れつつある。また、足許のタイ 11 月 CPI は前年比 +0.6%と 10 月（同+0.3%）から加速したが、依然として BOT 目標（+1～4%）を下回っており、BOT には引き続き緩和余地があると言えるだろう。もっとも、タイ政府は低所得者を対象に合計 128 億バーツの給付金支給や、観光振興を目的にタイ人の国内旅行費用（12 月分）に対する税制優遇策を承認している。これらの消費刺激策の効果を見極めるため、今回の会合で BOT は政策金利を据え置くと予想する。

インド：11 月 CPI は 2 年ぶりの低水準

食料品価格の下落を受けて、CPI は減速

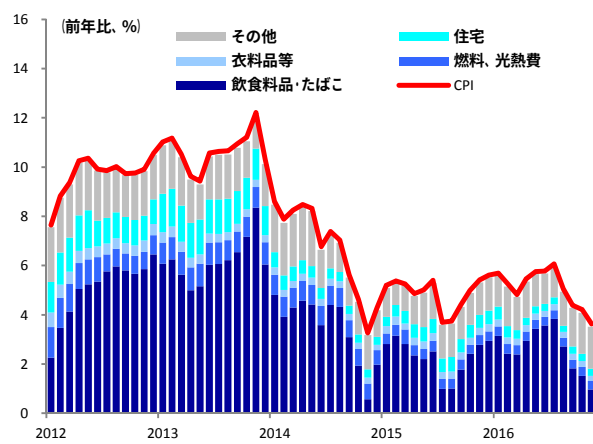
13 日に発表されたインド 11 月 CPI は前年比+3.6%と 10 月（同+4.2%）から減速し、2014 年 11 月以来の低水準となった。内訳を見ると、食料品・飲料価格が同+2.11%と 10 月（同+3.32%）から伸び率が縮小し、

図表 5：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 6：インド 消費者物価指数 (CPI)



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

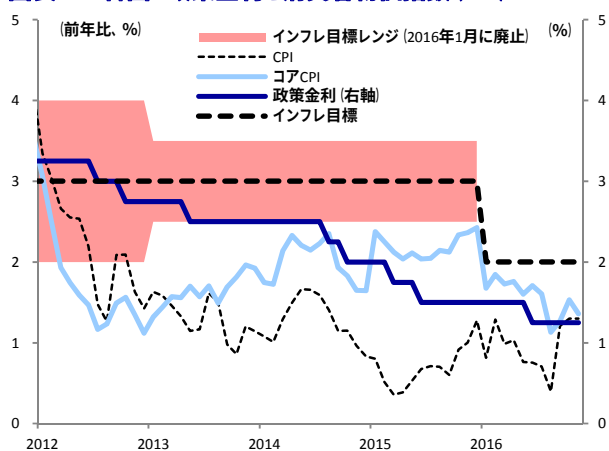
特に生鮮野菜価格（10月：同▲5.7%→11月：同▲10.3%）のマイナス幅拡大が全体を押し下げた。背景には、モンスーン期（雨期）における平年並みの降水量を受け農業生産が順調であり、またカリフ期（作期）の作付けも昨年を上回っていることがある模様だ。また、11月の高額紙幣廃止を受けた消費の落ち込みも一因となっている。CPIが低下したことによって、インド中銀（RBI）に利下げ余地ができたと言えよう。そのため、高額紙幣廃止に伴う景気下押し圧力が強まれば、RBIは次回（2017年2月8日）の金融政策決定会合で利下げに踏み切る公算が大きいだろう。

韓国：金融政策決定会合レビュー

BOK は市場予想通り、現状の金融政策維持を決定

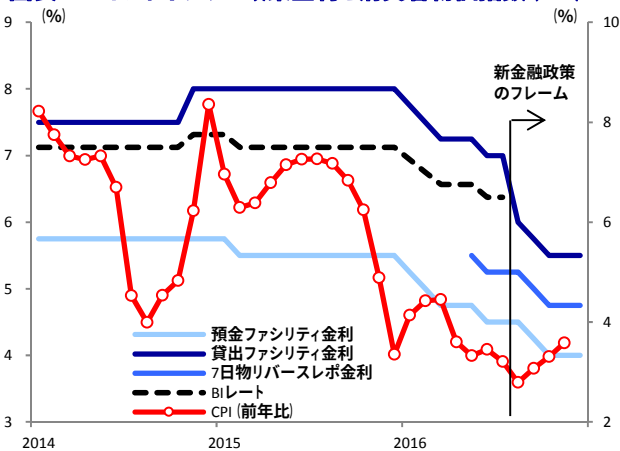
15日に開催された韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、市場予想通り6会合連続で政策金利が1.25%に据え置かれた。声明文では、景気認識について輸出は回復する一方で内需は弱いと述べるも、世界経済の回復に連れ韓国経済は緩やかに持ち直すとの認識を示している。しかし、昨今の国内外の情勢変化により、経済の先行きについて不透明感は増大したと述べた。国外情勢は米新政権の動向を、国内情勢は朴大統領の進退を巡る政局の混乱を示している模様だ。その国内政治情勢については、9日に韓国の国会が朴大統領への弾劾追訴案を賛成多数で可決した。今後は、憲法裁判所が180日以内に弾劾の是非を判断することになっている。しかし、野党は裁判所の判断を待たずに早期退陣を求めるとしており、朴大統領の辞任時期について与野党で議論が紛糾し、国会運営が滞る可能性が高い。政局の混乱が長期化すれば、消費者マインドの悪化などを通じて景気に悪影響を与える公

図表 7: 韓国 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

図表 8: 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、みずほ銀行

算が大きくなるだろう。但し、李 BOK 総裁は家計債務の積み上がりにも懸念を示しており、経済指標の悪化が顕著に表れない限り、当面は政策金利を据え置くと予想する。

インドネシア：金融政策決定会合レビュー

米新政権の政策に関する先行き不透明感から政策金利を据え置き

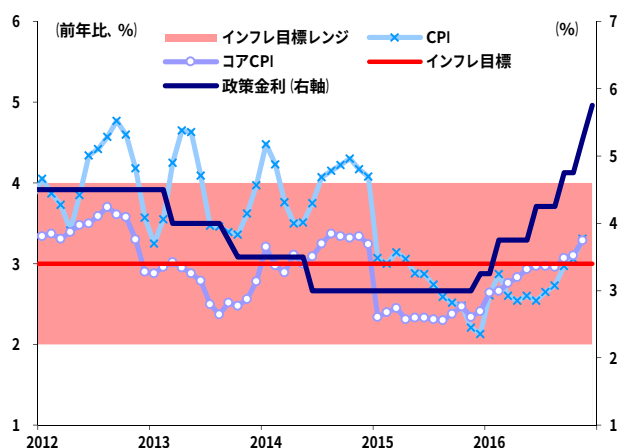
15 日に開催されたインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利である 7 日物リバースレポレートが 4.75% に据え置かれた。また、市場金利の上限となる貸出ファシリティ金利は 5.50%、下限の翌日物借入ファシリティ金利は 4.00% に維持されている。BI は景気下支えを目的に、今年に入って利下げを 6 回行ってきた。しかし、足許では米大統領選に伴う金融市場の混乱の影響もあり、3 会合連続で政策金利を据え置いている。声明文では、政策運営に当たって米国の財政・通商政策や、中国における金融システム改革などに係るリスクを注視する姿勢が示された。また、IDR に関しては米国の政策変更によるインドネシアからの突発的な資金流出が警戒されている。会合前にはワルジョ BI 副総裁が「利下げ余地はある」との発言をしており、BI は引き続き緩和姿勢をとる可能性が高い。しかし、トランプ次期大統領の経済政策（トランプノミクス）への先行き不透明感が強い中では、当面 BI は現状の金融政策を維持するだろう。

メキシコ：MXN 売り圧力を抑制するために利上げを実行

BOM は MXN 安を通じたインフレ圧力の高まりを引き続き警戒

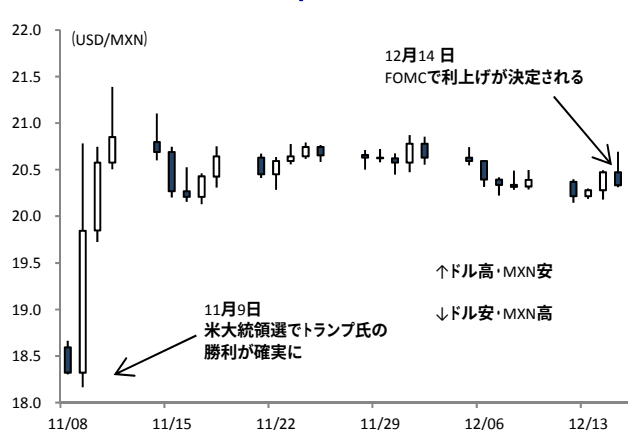
15 日に開催されたメキシコ中銀（BOM）の金融政策決定会合では、政策金利が 50bp 引き上げられ 5.75% となった。声明文では、トランプ次期大統領の政策について先行き不透明感が強く、メキシコ経済の下振れリスクは高いとした。また、MXN については米大統領選後の

図表 9：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、みずほ銀行

図表 10：メキシコペソ (USD/MXN) 相場動向



(注) 米大統領選 (11 月 8 日) 以降の値動き

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

急激な動きが一巡し、現在は落ち着きを取り戻したとの認識を示している。もっとも、米新政権による拡張的な財政政策により来年もドル高が続く公算が大きい中、MXN の売り圧力を抑制するために、今回の会合で利上げを実行したと述べた。なお、インフレ見通しは 2017 年こそ目標（+3.0%）を超えるも、2018 年には再び+3.0%近辺に戻るとの見方を維持した。BOM は MXN 安を通じたインフレ圧力の強まりを警戒しており、2016 年からは米国との金利差を拡大させることで通貨安の抑制に努めている。FRB が利上げ姿勢を維持している以上、BOM は米利上げに合わせて政策金利を引き上げるという展開が来年も続く可能性が高い。

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						
12月9日 (金)	フィリピン	10月 貿易収支	-\$2050m	-\$2163m	-\$1890m	--
9日 (金)	中国	11月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	2.3%	2.1%	--
13日 (火)	インド	11月 消費者物価指数(前年比)	3.9%	3.6%	4.2%	--
13日 (火)	中国	11月 鉱工業生産(前年比)	6.1%	6.2%	6.1%	--
13日 (火)	中国	11月 小売売上高(前年比)	10.2%	10.8%	10.0%	--
13日 (火)	中国	11月 固定資産投資	8.3%	8.3%	8.3%	--
14日 (水)	中国	11月 マネーサプライM2(前年比)	11.5%	11.4%	11.6%	--
14日 (水)	インド	10月 卸売物価(前年比)	3.1%	3.2%	3.4%	--
15日 (水)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.25%	1.25%	1.25%	--
15日 (木)	インドネシア	11月 貿易収支	\$818m	\$838m	\$1207m	\$1235m
15日 (木)	フィリピン	9月 海外送金(前年比)	10.8%	-3.0%	6.7%	--
15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%	4.75%	4.75%	--
15~16日	インド	11月 貿易収支	-\$10500m	-\$13009m	-\$10160m	--
16日 (金)	シンガポール	11月 非石油地場輸出(前年比)	-2.7%	--	-12.0%	--
19日 (月)	フィリピン	11月 総合国際収支	--	--	-\$183m	--
21日 (水)	マレーシア	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.4%	--
21日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
22日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	--	3.00%	--
22日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	--	1.375%	--
23日 (金)	シンガポール	11月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-0.1%	--
23日 (金)	シンガポール	11月 鉱工業生産(前年比)	--	--	1.2%	--
23日 (金)	台湾	11月 鉱工業生産(前年比)	4.6%	--	3.7%	--
中東欧・アフリカ						
12月9日 (金)	南アフリカ	3Q 経常収支	-148b	-176b	-134b	-123b
12日 (月)	トルコ	10月 経常収支	-1.70b	-1.68b	-1.68b	--
12日 (月)	トルコ	3Q GDP(前年比)	0.3%	-1.8%	3.1%	--
12日 (月)	ロシア	10月 貿易収支	7.0b	6.6b	7.4b	--
13日 (火)	ロシア	3Q GDP(前年比)	-0.4%	-0.4%	-0.4%	--
14日 (水)	南アフリカ	11月 消費者物価指数(前年比)	6.6%	6.6%	6.4%	--
16日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	--	10.00%	--
19日 (月)	ロシア	11月 失業率	5.5%	--	5.4%	--
19日 (月)	ロシア	11月 実質小売売上高(前年比)	-3.4%	--	-4.4%	--
20日 (火)	トルコ	指標レポレート	--	--	8.00%	--
20日 (火)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	8.50%	--
20日 (火)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
21日 (水)	トルコ	12月 消費者信頼感指数	--	--	68.9	--
ラテンアメリカ						
12月9日 (金)	ブラジル	11月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	7.1%	7.0%	7.9%	--
13日 (火)	ブラジル	10月 広義小売売上高(前月比)	-1.0%	-0.3%	-0.1%	0.0%
14日 (水)	ブラジル	10月 IBGEサービス部門売上高 前年比	-5.2%	-7.6%	-4.9%	--
15日 (木)	ブラジル	10月 経済活動(前年比)	-5.5%	-5.3%	-3.7%	-3.4%
20日 (火)	ブラジル	11月 経常収支	--	--	-\$3339m	--
20日 (火)	メキシコ	10月 小売売上高(前年比)	--	--	8.1%	--
21日 (水)	ブラジル	12月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	7.6%	--
23日 (金)	メキシコ	10月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.6%	--
23日 (金)	メキシコ	11月 失業率	--	--	3.6%	--

(注) 2016年12月16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	6.9467	6.95	7.05	7.15	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7606	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.863	67.835	69.0	70.0	67.5	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ～ 14002	13384	13800	14000	13600	13300	13000
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ～ 1245.13	1178.28	1190	1220	1230	1220	1200
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ～ 4.4707	4.4657	4.45	4.50	4.35	4.22	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 50.020	49.894	50.0	51.0	49.8	48.8	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.4432	1.43	1.44	1.41	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	31.006 ～ 33.791	31.913	32.40	33.00	33.20	33.10	33.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ～ 36.42	35.80	35.5	35.6	35.5	35.1	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22768	22734	22650	22800	22650	22500	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ～ 85.9573	61.5257	65.00	63.00	63.00	60.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ～ 17.9169	13.9672	14.50	15.00	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.5063	3.5091	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	3.3651	3.30	3.33	3.35	3.38	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 21.3897	20.3464	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	17.044	16.40	16.31	15.52	15.06	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ～ 15.615	15.238	14.69	14.82	14.30	13.92	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.743	1.65	1.64	1.64	1.63	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.884	0.826	0.821	0.816	0.812	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.983	9.58	9.43	9.02	8.85	8.67
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ～ 29.357	26.353	25.62	25.56	25.52	25.59	25.62
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ～ 2.570	2.360	2.28	2.25	2.23	2.21	2.17
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	81.94	79.72	79.86	78.72	77.70	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.706	3.52	3.48	3.34	3.26	3.15
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	3.305	3.21	3.23	3.13	3.08	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ～ 0.5482	0.5199	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	1.916	1.75	1.83	1.76	1.80	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 8.193	8.468	7.86	7.67	7.16	7.20	7.17
トルコリラ	(TRY)	30.804 ～ 41.265	33.695	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	35.140	34.55	34.53	33.13	31.95	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ～ 7.018	5.812	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16日の7時40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。