

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

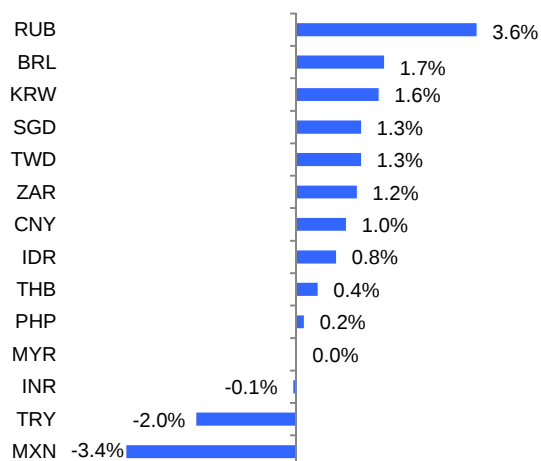
今週のエマージングマーケット

今週は大半の新興国通貨が上昇

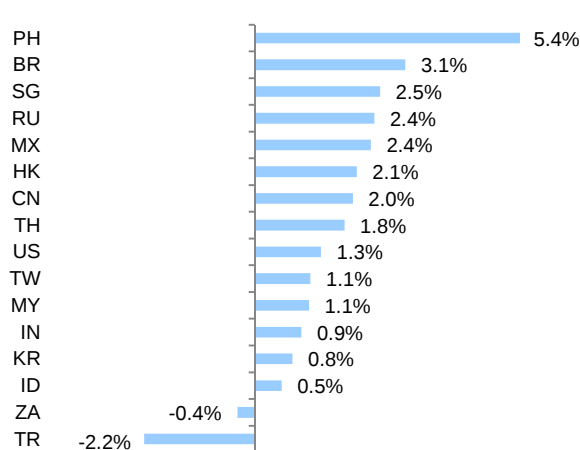
今週の新興国通貨は大半が上昇した。週初 3 日に発表された中国 12 月 Caxin（財新）製造業 PMI が良好な結果となったことを受け、アジア通貨を中心に新興国通貨が買われる展開となった。NY 時間に米 12 月 ISM 製造業景気指数が 53.7 と 2014 年 12 月以来の高水準となりドル買い圧力が高まるも、新興国通貨は小幅な下落に止まった。4 日に FOMC 議事要旨（12 月 13～14 日開催分）が発表されるも市場予想に比べてハト派寄りの内容となったことで、ドルは下押しされ、新興国通貨は上昇した。5 日、米 12 月 ADP 雇用統計が市場予想を下回ったことを背景にドルは弱含み、新興国通貨は堅調に推移した。

個別通貨で見ると、原油価格の底堅い値動きを背景に RUB（+3.6%）や BRL（+1.7%）は買い進まれた。また、KRW（+1.6%）はオフショア人民元（CNH）の急上昇に連れ高となった。一方、MXN（▲3.4%）は米大手自動車企業がトランプ次期大統領の意向を汲んで、メキシコにおける新工場建設の撤回を発表したことなどを背景に売られた。また、3 日に発表されたトルコ 12 月消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回る結果となったことが嫌気され、TRY（▲2.0%）は下落した。

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

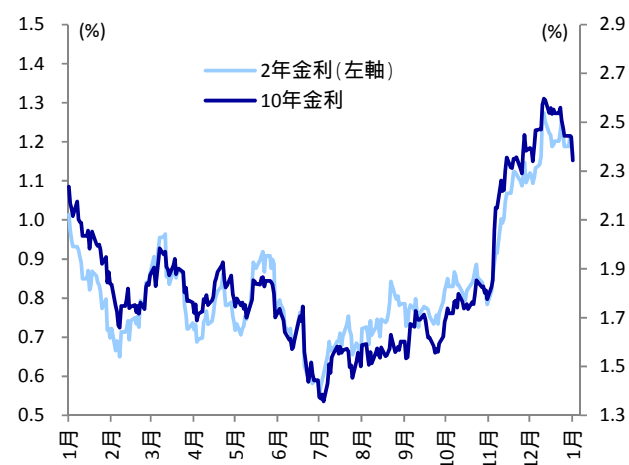
来週の新興国通貨は軟調推移を予想

来週の新興国通貨は軟調推移を予想する。来週における最大の注目イベントとして、11日（水）のトランプ次期大統領による記者会見が挙げられる。同会見では新興国経済に大きな影響を与える通商政策についての発言が注目されるも、ツイッターで発信されているコメントを見る限り、保護主義的な姿勢を変える様子は無さそうだ。トランプ次期大統領は3日に米大手自動車企業がメキシコへの投資を取りやめ、代わりに国内生産の拡大を発表すると、「素晴らしい、だがこれは始まりに過ぎない。彼らに続く企業は増える」と発言している。5日には日本の大手自動車企業がメキシコにおける米国向け輸出車の生産体制を強化する計画について非難するコメントを発信した。なお、これらの動きを受けて、対内直接投資減少に対する懸念を背景にMXNは1月4日に対ドルで史上最安値を更新するなど売り優勢の展開が続いている。一連の発言に鑑みれば、11日の会見では、保護主義的な通商政策の採用を示唆するようなコメントが出てくる可能性が高く、来週の新興国通貨は売り優勢の展開を予想する。

今週見られた人民元高は一時的な動きに止まる見込み

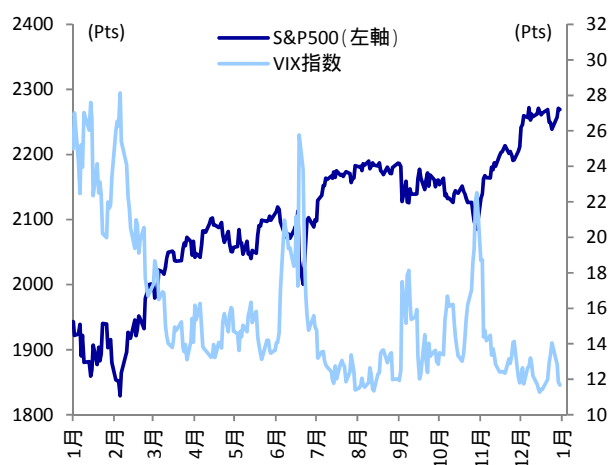
今週はオフショア人民元（CNH）の急上昇をきっかけに、アジア通貨は買い進まれた。CNH市場における金利上昇を受けたCNH売りポジション維持コストの増大に伴うポジション解消が背景として挙げられる。CNH市場の金利は上昇を続けており、しばらくはポジション調整が続く公算は大きい。もっとも、人民元下落への警戒感は根強い。オプション市場に目を向けると、人民元売りオプションと買いオプションの価格差を示すリスクリバーサル（期間3か月）は年初より低下するも、前回FOMC（12月13～14日開催）前の高値圏で推移している。そのため、ポジション調整が一巡すれば、再び人民元売り圧力が高まると考える。

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

BCB は景気でこ入れを目的
に利下げする見込み

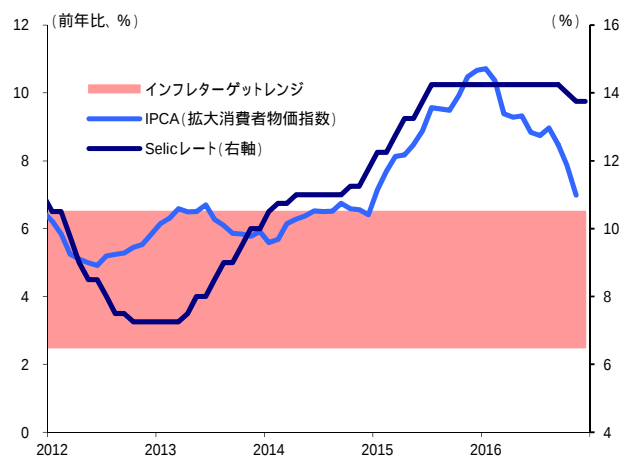
12 日（木）に開催されるブラジル中銀（BCB）の金融政策委員会（COPOM）では政策金利が 25bp 引き下げられ、13.50%になると予想する。前回会合（11 月 30 日）では、BCB はインフレ率減速の確度が高まる中、景気の下支えを理由に 25bp の利下げを行った。その後に発表された経済指標を見ると、10 月拡大小売売上高は前年比▲10.0%と 9 月（同▲8.5%）からマイナス幅が拡大したほか、10 月鉱工業生産指数も同▲7.3%と 9 月（同▲4.7%）から減速ペースを強めている。そうした中、拡大消費者物価指数（IPCA）の先行指数である 12 月 IPCA-15（※月初から 15 日までのデータに基づく IPCA）は同+6.6%と 11 月（同+7.6%）から減速した。斯かる状況下、12 月 22 日に公表された BCB の四半期インフレ報告書では、2017 年の成長率は +1.3%から+0.8%に下方修正された。一方、インフレ率は+4.4%と据え置かれている（BCB 目標：+4.5%）。このほか、輸入物価を通してインフレ率に影響する為替相場は、昨年末から USD/BRL が 3.3 近辺から 3.2 近辺まで下落しており、BCB の利下げを後押しする材料は多い。そのため、今回の会合にて BCB は景気下支えを目的に 25bp の利下げを実施すると考える。

韓国：金融政策決定会合プレビュー

政治的不透明感が強い中、
政策金利は据え置きか

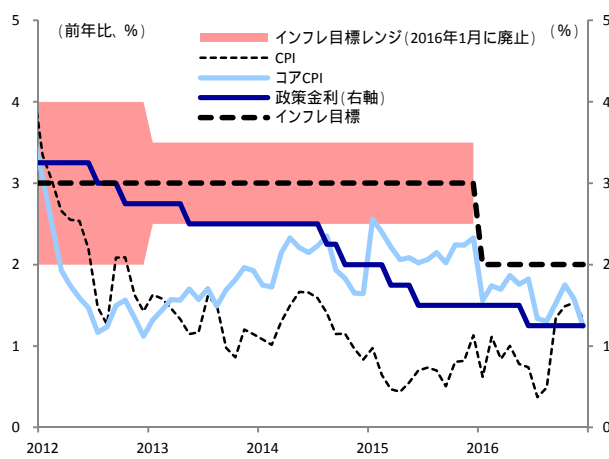
13 日（金）に開催される韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、政策金利が 1.25%に据え置かれると予想する。前回会合（12 月 15 日）では景気認識について、輸出は回復する一方で内需は弱いとするも、世界経済の回復に連れ韓国経済は緩やかに持ち直すとの見方を示した。片や、国内外の情勢変化により、経済の先行きについて不透明感は強まっているとした。国外情勢は米新政権の動向を、国内情勢は朴大統領の進退を巡る政局の混乱を指している模様だ。12 月 9 日に朴大統領の弾劾訴追案が国会で可決されたが、朴大統領は弾劾を不当として争う姿勢を示している。実際、憲法裁判所において弾劾の正当性について審議が開始されたものの、3 日と 5 日

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：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

に行われた審議のいずれも朴大統領は欠席した。憲法裁判所は朴大統領の出欠に拘らず、審理を進める方針を示しているが、審議には最大 180 日間かかる可能性があり、朴大統領の退陣時期は不透明となっている。こうした政治の混乱は、12 月消費信頼感指数が 94.2 と 2009 年 4 月以来の低水準に陥るなど、一部の経済指標悪化に繋がっている。もっとも、経済指標の悪化は広範囲に表れていないため、今回の会合では政策金利を据え置くと予想する。

ベトナム：製造業や農林漁業の持ち直しを背景に GDP は加速

ベトナム経済は内需・外需ともに良好

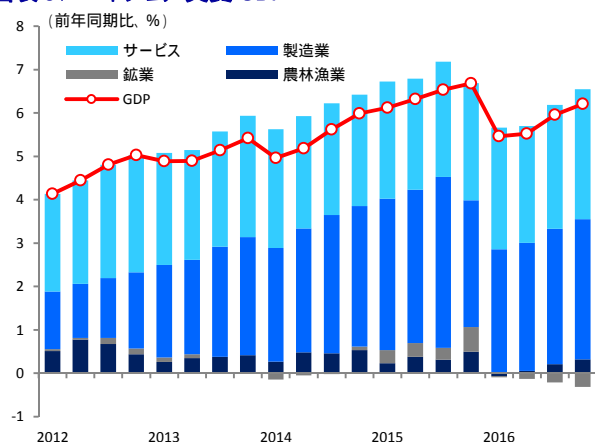
12 月 28 日に発表された 2016 年の年間 GDP 成長率は前年比+6.21%と 1～9 月期（前年同期比+5.93%）から加速した。製造業が前年比+11.90%と 3 四半期連続で伸び率が拡大し、2007 年以来の高水準となったことが、ベトナム経済全体の加速に大きく寄与した。また、年初は干ばつでマイナス成長に陥った農林漁業が同+1.36%と持ち直したことも、GDP 加速の要因となった。なお、2016 年の GDP 成長率は政府目標（+6.3%～6.5%）を下回ったが、年初の干ばつや塩害など天候要因が下振れの主因であり、足許のベトナム経済は内需・外需ともに良好な状態を保っている。実際、同日に発表された 12 月小売売上高は前年比+8.7%と 11 月（同+7.4%）から加速し、12 月輸出も同+16.9%と 2014 年 4 月以来の高い伸び率になった。内需・外需ともに底堅いことから、ベトナム経済の力強い成長は当面続くだろう。

中国：CFETS インデックスに 11 通貨を追加

新たに KRW、MXN など 11 通貨を追加

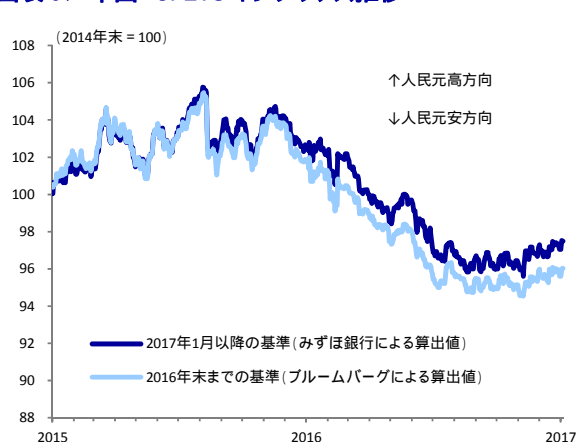
12 月 29 日に中国外貨取引センター（CFETS）は各国通貨と人民元との為替レート加重平均である人民元指数（CFETS インデックス）の算出方法を調整すると発表した。声明によると今回の調整は算出と発表に係るメカニズムの改善を目的にしており、通貨バスケットは新たに 11 通貨を加えた合

図表 5：ベトナム 実質 GDP



(資料) ブルームバーク、CEIC、みずほ銀行

図表 6：中国 CFETS インデックス推移



(資料) ブルームバーク、CEIC、みずほ銀行

計 24 通貨となった。また、通貨バスケットの構成やウェイトは毎年更新する方針が示されている。今回バスケットに追加された通貨は貿易ウェイトの大きい KRW や MXN のほか、ZAR、TRY、SAR、AED などである。但し、国際決済銀行 (BIS) による実効為替レート (EER) に含まれる TWD や INR は引き続き加えられなかったほか、USD がバスケットに占める割合が最も大きいなど、BIS ベースの EER との違いは残存している。今回の発表の背景には、対ドルでの人民元下落とそれに伴う資金流出が取り沙汰されていることもあるのだろう。当局には対ドルだけではなく通貨バスケットで見た相対的な人民元の底堅さをアピールする狙いがあると考えられる。実際、CFETS インデックスは 2016 年 11 月からは上昇基調に転じているほか、新たな通貨バスケットで算出すると 2016 年以降の下落ペースはより緩やかなものになる。穿った見方をすれば、今後当局は CFETS インデックスの上昇を理由に、対ドルでの人民元下落を容認していく可能性があるだろう。

中国：12 月製造業 PMI は底堅い結果に

自動車減税の反動などを受けて、景況感は悪化する見込み

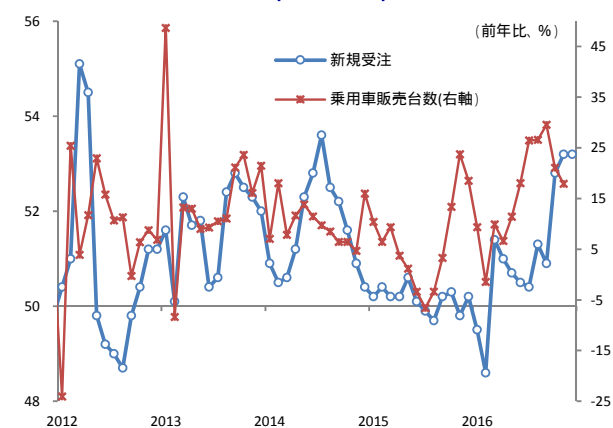
1 月 1 日に発表された中国 12 月製造業 PMI は 51.4 と 11 月 (51.7) から小幅に低下するも、景況判断の分かれ目である 50 を 5 か月連続で上回った。内訳を見ても、新規受注が 53.2 と 2 か月連続で 2014 年 7 月以来の高水準となり、新規輸出受注も 50.1 と 50 を上回っており、生産・輸出の持ち直しが続いていることを示唆している。総じて良好な内容と言えるが、先行きについては懸念が残る。好調な新規受注の背景には、自動車取得税を 10% から 5% に引き下げたことによる自動車販売の急激な伸びがあった。しかしながら、同措置は 2016 年末で終了し、2017 年初から自動車取得税は 7.5% と 2016 年対比で引き上げられた。これを受けて今後は景況感が悪

図表 7: 中国 CFETS インデックス及び BIS EER のウェイト

	BIS ベース	CFETS インデックス		
		2017 年以降	2016 年まで	変化
USD	17.8%	22.4%	26.4%	-4.0%
EUR	18.7%	16.3%	21.4%	-5.1%
JPY	14.1%	11.5%	14.7%	-3.2%
KRW	8.5%	10.8%	-	-
AUD	1.5%	4.4%	6.3%	-1.9%
HKD	0.8%	4.3%	6.6%	-2.3%
MYR	2.2%	3.8%	4.7%	-0.9%
SGD	2.7%	3.2%	3.8%	-0.6%
GBP	2.9%	3.2%	3.9%	-0.7%
THB	2.1%	2.9%	3.3%	-0.4%
RUB	1.8%	2.6%	4.4%	-1.7%
CAD	2.1%	2.2%	2.5%	-0.4%
SAR	1.0%	2.0%	-	-
AED	0.7%	1.9%	-	-
ZAR	0.6%	1.8%	-	-

(資料) CFETS、みずほ銀行

図表 8: 中国 製造業 PMI (新規受注) と乗用車販売台数



(注) 乗用車販売台数は 11 月が最新データ

(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

化する公算が大きい。また、トランプ次期大統領が保護主義的な通商政策を導入する可能性が高まっていることも、景況感の悪化に繋がるだろう。

シンガポール: 2016 年 10～12 月期 GDP は予想を上回る結果に

MAS の金融政策変更に対する
思惑は燦り続けるか

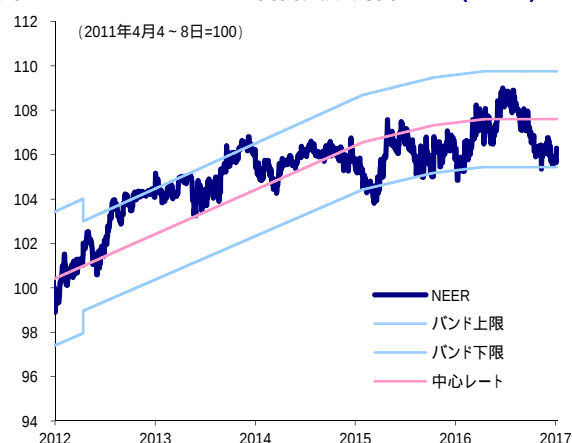
1 月 3 日に発表されたシンガポール 2016 年 10～12 月期 GDP は前年比 +1.8%と市場予想（同+0.3%）を上回り、7～9 月期（同+1.2%）から加速した。電子機器やバイオ医療分野の伸びを背景に製造業が同+6.5%と 7～9 月期（同+1.7%）から大きく持ち直したことが、シンガポール経済全体の伸びをけん引した。なお、2016 年の年間 GDP 成長率は+1.8%となり、シンガポール通産省（MTI）の見通し（+1.0%～1.5%）を上回った。もともと、米新政権の保護主義的な通商政策に対する警戒感など背景に、シンガポール経済の先行きについては懸念が強い。また、シンガポール通貨庁（MAS、中央銀行）の政策操作対象である SGD の名目実効為替レート（NEER）は、過去に SGD 安方向に中心レートが切り下げられた時と同じく、MAS の定める変動幅の下限（SGD 安方向）で推移している。そのため、今回の好調な GDP を受けても、MAS が中心レートを SGD 安方向に切り下げるとの思惑は燦り続けるだろう。

図表 9: シンガポール 実質 GDP

		2016年			
		1Q	2Q	3Q	4Q
前期比年率 (%)	実質GDP	0.2	0.4	-1.9	9.1
	製造業	19.3	2.3	-8.1	14.6
	建設業	3.2	6.7	-14.8	-4.7
	サービス業	-5.0	-1.0	-0.4	9.4
前年比 (%)	実質GDP	2.1	2.1	1.2	1.8
	製造業	-0.4	1.5	1.7	6.5
	建設業	4.4	4.1	-0.2	-2.8
	サービス業	1.6	1.3	0.3	0.6

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: シンガポール 名目実効為替レート(NEER)



(注)MAS は SGD の名目実効為替レート及び誘導ベースの具体的な数値を発表していない。そのため、データはみずほ銀行試算。

(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

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22日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
22日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	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)	0.0%	0.0%	-0.1%	--
26日 (月)	タイ	11月 貿易収支(通関ベース)	\$500m	\$1543m	\$248m	--
27日 (火)	韓国	12月 消費者信頼感	--	94.2	95.8	--
30日 (金)	韓国	12月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%
30日 (金)	タイ	11月 国際収支:経常収支	\$2600m	\$3195m	\$2875m	--
1月1日 (日)	韓国	12月 貿易収支	\$7050m	\$7003m	\$8003m	\$8199m
1日 (日)	中国	12月 製造業PMI	51.5	51.4	51.7	--
1日 (日)	中国	12月 非製造業PMI	--	54.5	54.7	--
2日 (月)	インド	12月 日経インド PMI製造業	--	49.6	52.3	--
3日 (火)	中国	12月 Caixin中国製造業PMI	50.9	51.9	50.9	--
4日 (水)	タイ	12月 消費者物価指数(前年比)	1.0%	1.1%	0.6%	--
5日 (木)	中国	12月 Caixin中国PMI非製造業	--	53.4	53.1	--
5日 (木)	台湾	12月 消費者物価指数(前年比)	2.1%	1.7%	2.0%	--
6日 (金)	マレーシア	11月 貿易収支MYR	10.25b	--	9.76b	--
8~18日	中国	12月 海外直接投資	0.8%	--	0.0%	--
9日 (月)	台湾	12月 貿易収支	\$4.35b	--	\$4.27b	--
10日 (火)	中国	12月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	--	2.3%	--
10日 (火)	フィリピン	11月 貿易収支	--	--	-\$2163m	--
10日 (火)	中国	12月 消費者物価指数(前年比)	2.2%	--	2.3%	--
10~15日	中国	12月 マネーサプライM2(前年比)	11.4%	--	11.4%	--
10~15日	中国	12月 新規貸出(人民元)	650.0b	--	794.6b	--
10~16日	インド	12月 貿易収支	--	--	-\$13.0b	--
12日 (木)	インド	12月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.6%	--
13日 (金)	中国	12月 貿易収支	\$48.10b	--	\$44.61b	\$44.2b
13日 (金)	中国	12月 輸出(前年比)	-3.4%	--	0.1%	-1.6%
中東欧・アフリカ						
12月29日 (木)	南アフリカ	11月 貿易収支(ラット)	-0.6b	-1.1b	-4.4b	-3.9b
30日 (金)	ロシア	3Q 経常収支	404m	1900m	1666m	--
30日 (金)	ロシア	3Q GDP(前年比)	-0.4%	-0.4%	-0.4%	--
1月3日 (火)	トルコ	12月 消費者物価指数(前年比)	7.6%	8.5%	7.0%	--
9日 (土)	トルコ	11月 鉱工業生産(前年比)	--	--	2.0%	--
9日 (土)	ロシア	4Q 経常収支	--	--	404m	--
10日 (日)	ロシア	12月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.4%	--
11日 (月)	トルコ	11月 経常収支	--	--	-1.68b	--
12日 (火)	南アフリカ	11月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-1.9%	--
ラテンアメリカ						
12月23日 (金)	メキシコ	10月 経済活動IGAE(前年比)	1.4%	1.2%	1.6%	1.6%
1月2日 (月)	ブラジル	12月 貿易収支(月次)	\$3750m	\$4415m	\$4758m	--
6日 (金)	メキシコ	12月 消費者信頼感指数	84.1	--	84.4	--
9日 (月)	メキシコ	12月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.3%	--
10日 (火)	ブラジル	11月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.3%	--
11日 (水)	ブラジル	12月 IBGEインフレIPCA(前年比)	6.3%	--	7.0%	--
11~12日	ブラジル	SELICレート	13.25%	--	13.75%	--
13日 (金)	ブラジル	11月 経済活動(前年比)	--	--	-5.3%	--

(注)2017年1月6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 1～12月 (実績)	SPOT	2017年 3月	6月	9月	12月	2018年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.9649	6.8767	7.05	7.15	7.17	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7545	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	67.961	70.0	67.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13367	13900	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1186.17	1220	1240	1220	1200	1180
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4872	4.4858	4.55	4.40	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.056	49.525	51.0	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4537	1.4283	1.46	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.913	32.60	33.00	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.67	36.4	35.9	35.4	35.0	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22773	22618	22880	22750	22650	22500	22450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.0016 ~ 85.9573	59.2750	60.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	13.6080	14.00	14.50	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.5935	3.5920	3.50	3.60	3.70	3.80	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.1988	3.40	3.50	3.42	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	21.4226	22.00	21.00	20.50	20.20	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	16.787	16.45	15.66	15.20	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.876	14.95	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.698	1.66	1.66	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.863	0.835	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.756	9.51	9.03	8.93	8.75	8.81
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	25.933	25.49	25.45	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.349	2.27	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	80.76	79.45	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.718	3.614	3.56	3.39	3.34	3.24	3.23
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.234	3.19	3.12	3.08	3.00	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5099	0.51	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.954	1.946	1.93	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.603	8.480	8.29	7.72	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	32.106	33.14	31.11	29.46	27.63	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 36.021	36.053	34.12	32.00	31.87	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.384	5.27	5.33	5.32	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2016年12月30日まで、SPOTは1月6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(1月4日発行)」及び「中期為替相場見通し(2016年12月22日発行)」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。