

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

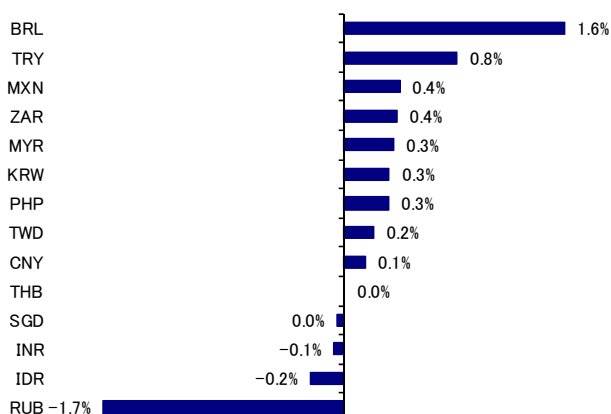
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

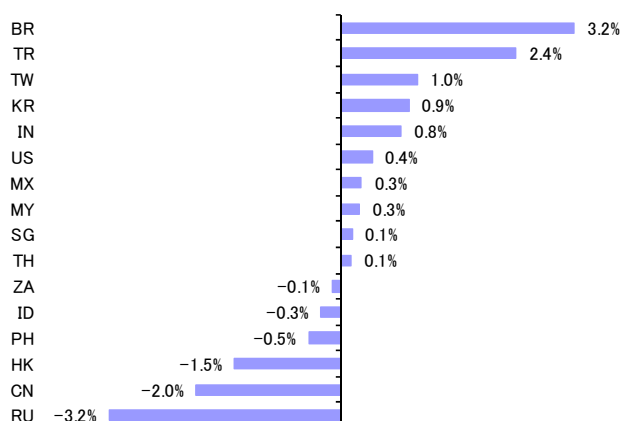
ウクライナ情勢と ECB による予想外の利下げに右往左往

週初 1 日は米国がレイバー・デイのため休場ということもあり、新興国通貨は動意薄の展開。そうした中で、ウクライナ情勢を巡る欧米の経済制裁が懸念される RUB は過去最安値を更新した。2 日は、週後半に ECB 理事会と米 8 月雇用統計の発表を控えて利益確定の売りが優勢となると、MYR を中心に売りが強まった。その後もドル買いが続きユーロ/ドルが年初来安値を更新する流れに新興国通貨も対ドルで弱含み、米 8 月 ISM 製造業景気指数が予想を上回ったことも手伝って東欧・アフリカや中便米通貨は週安値まで値を下げる展開。翌 3 日のアジア時間も強い米経済指標を背景としたドル買いの時間帯が継続し、大半のアジア通貨は週安値まで下落した。だが、ロシア、ウクライナ両国の大統領が停戦に向けた措置に合意したとの報道にリスク回避ムードが後退したことから新興国通貨は反転、RUB は 1.6% 超の上昇となった。翌 4 日のアジア時間も、ECB 理事会への警戒感はあるながらもアジア通貨は堅調に推移。注目の ECB 理事会では予想外に利下げが決定され、ユーロキャリー取引の思惑から新興国通貨は一旦買われるが、その後は為替市場全般でドル買いが強まる流れに新興国通貨は反落する展開となっている。

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

来週のエマージングマーケット

米 8 月雇用統計は米金利上昇のきっかけとなるか

ドルは2013年7月以来の高値

今週の外国為替市場ではドルが続伸、ドルインデックスは2013年7月以来の水準まで上昇した。もっともドルインデックスの上昇は円、ユーロの下落によるところが大きい。円は年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) 絡みの思惑から下落が加速し、ドル/円は年初以来となる 105 円台前半まで円安が進行。ユーロは ECB の利下げを受けて 1.29 台まで下落した。このような中、新興国通貨は方向感の無い展開。週初は全般的なドル高の勢いに押されたものの、ウクライナとロシアとの停戦合意のヘッドラインや ECB による利下げを受けて下げ幅を取り戻した。

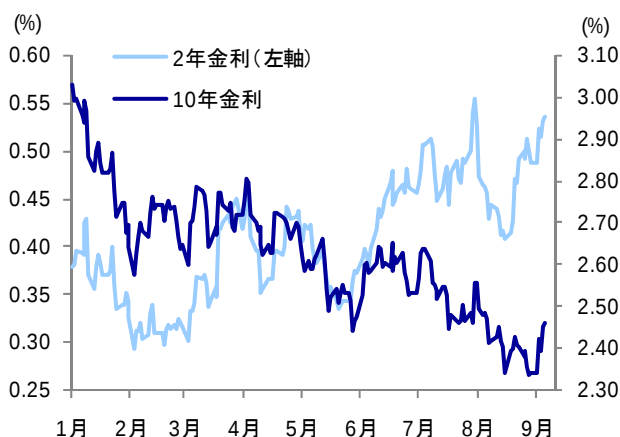
再来週の FOMC に向けて
市場はボラタイルに

来週の新興国通貨は翌週 16~17 日に開催される FOMC に向けてボラタイルな展開を予想。またその際のリスクはダウンサイドとみる。やはり一番の山場は本日発表の米 8 月雇用統計だろう。本稿執筆時点の市場予想は非農業部門雇用者数が前月比+23 万人、失業率が横ばいの 7.0%。市場では 8 月 20 日に発表された FOMC 議事要旨における出口戦略前倒しの可能性の示唆、22 日のジャクソンホールシンポジウムにおけるイエレン FRB 議長の中立的な講演以降、次回 9 月の FOMC にて FRB が金融政策正常化に向けた何らかのシグナルを発するのではないかと憶測が高まっている。

声明文はよりバランスのとれた
内容となる可能性

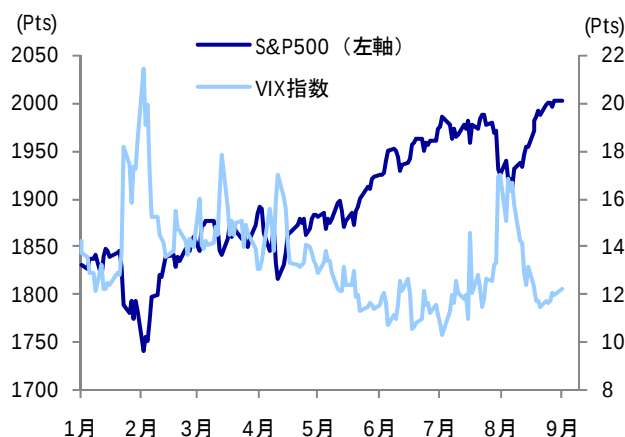
筆者自身は、イエレン議長を筆頭にした FOMC の主流派のハト派姿勢に鑑み、利上げ時期の前倒しを示唆するようなことは無いと考えているが、最近の雇用指標を中心とした経済指標の改善を反映する形で声明文がよりバランスの取れたものに修正される可能性は大いにあるだろう。そしてこうした修正は地政学リスクや ECB の追加緩和により、堅調な国内経済と相いれない水準に留まっている米長期金利に調整を促すきっかけとな

図表 1 : 米国債利回りの推移 (2014 年~)



(資料)ブルームバーグ

図表 2 : 米国株価指数と VIX 指数 (2014 年~)



(資料)ブルームバーグ

米金利が上昇すれば新興国
通貨も下落へ

り得る。特に来週の米国は今晚の雇用統計を終えれば 12 日（金）まで主要な指標の発表が無く、3 回の国債入札（3 年、10 年、30 年）が予定されているだけである。仮に今晚の雇用統計が良好な結果に終われば、FOMC を前に金利に大きめの調整が入る可能性は小さくない。8 月中旬以降、ユーロや円の下落が緩衝材となり新興国通貨はドル高の中でも底堅さを保ってきた。しかしながら米国の出口戦略が本格的に意識され、米金利が上昇を始めれば、さすがに大幅な下落は免れないだろう。一方でこうした状況下、新興国通貨買いをサポートする材料は乏しく、この意味で新興国通貨のリスクはダウンスайдに大きいと言えるだろう。

インドネシア中銀はタカ派
スタンス継続

新興国では 11 日（木）にフィリピン、インドネシア、12 日（金）に韓国、ロシアと週の後半に中銀の金融政策決定会合が相次ぐが、この中で政策変更の可能性が高いのはフィリピンだろう（フィリピン中銀については後述）。インドネシアでは 9 月 1 日に発表された 8 月消費者物価指数（CPI）が前年比+3.99%と 2013 年 1 月以来となる 3%台まで低下した。しかし同国では 10 月に発足する新政権が国内燃料価格の更なる引き上げに前向きであり、実施されれば CPI は再び前年比 7%台まで上昇しよう。中銀は国際収支の安定を優先課題としており、CPI の再上昇が見込まれる中、通貨の下落を引き起こすような不用意な緩和は避けるはずである。このため当面は現状の引き締めスタンスを継続する公算が大きい。

韓國中銀は様子見

韓國中銀は 8 月 14 日に実施された前回会合にて市場予想通り 25bp の利下げを決定した。しかし会合後の記者会見にて総裁は今後の見通しについてはデータ次第であるとして中立姿勢を見せ、これがよりハト派のスタンスを期待していた向きの失望を買いウォンは上昇した。国内経済について、その後発表された指標はまちまちとなっており明確な方向感が出ていない。よって今回会合については前回見せた中立姿勢を維持し、様子见到徹する可能性が高いだろう。

ウクライナ情勢小休止で
中銀もカードを温存

ロシア中銀は前回 7 月 25 日の会合にて予想に反して今年 3 回目となる 50bp の利上げを実施、政策金利を 8.0%に引き上げた。8 月 11 日に発表された 4～6 月 GDP は 5 四半期ぶりの低水準である前年比+0.8%をつけるなど同国経済は低迷が顕著であるが、にも拘らず地政学リスクを受けたルーブル安の影響もあって国内物価は極めて早いペースで上昇している。ロシア中銀の前回の利上げは更なる通貨下落の阻止とインフレ抑制を意図したものと思われるが、この点、前回会合時よりもさらに進んだルーブル安から追加利上げを予想する向きもある。しかし、足許ではロシア・ウクライナの停戦合意などルーブル安は一服する様子を見せており、利上げ

カード温存という観点からも今回は政策を据え置くのではないだろうか。

エマージングマーケットピック

フィリピン: 中銀は引き締めペースを加速か

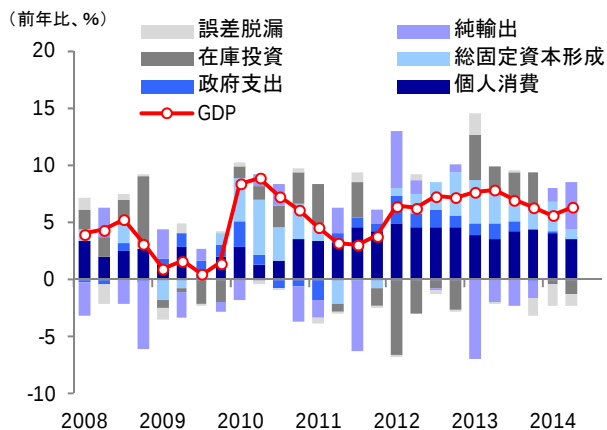
フィリピン経済は好調を持続

フィリピン中銀は前回 7 月 31 日の会合にて政策金利であるリバースレポ金利、レポ金利を 25bp 引き上げ、それぞれ 3.75%、5.75%とするなど、3 年 2 か月ぶりとなる利上げに踏み切った。声明文では利上げを「インフレ圧力と高いインフレ期待に対する予防的措置」とし、また「物価と金融システムの安定に必要な更なる行動をする用意がある」と今後の更なる利上げの可能性を示唆した。会合後に発表された 4~6 月期 GDP は前年比 6.4%と前期の同 5.6%から大幅に加速するなど、国内経済は引き続き好調である（図表 3）。もっとも需要別では個人消費を中心に内需が鈍化する一方で純輸出が大幅に寄与を伸ばすなどまちまちの内容。またこの純輸出は 2 月に始まったマニラ市のトラック通行規制の影響で港湾機能が大幅に低下し、輸入が急減したことが要因である。とはいえ 3 年ぶりの伸びを記録した 7 月銀行貸出動向など 7~9 月期入り後も指標の堅調は続いており、景気の見通しは引き続き良好である。

中銀は SDA 金利引き上げへ

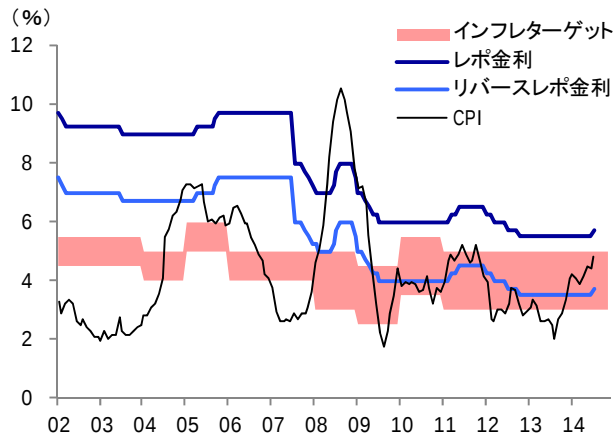
懸案のインフレは 7 月 CPI が前年比+4.9%に加速（図表 4）。同国 2014 年のインフレ目標（前年比 3~5%）内には留まってはいるが、来年 2015 年のインフレ目標が 2~4%に設定されていることを考えると、景気が力強さを増す状況下、中銀は金融引き締めのペースアップを図るのではないだろうか。筆者は年内に少なくともさらに 1 回、各種政策金利が引き上げられると予想。今回については前回引き上げたリバースレポ金利は据え置き、短期金利により実質的な影響を与える特別預金口座（SDA）金利を引き上げる可能性が高いとみる。

図表 3：フィリピン 実質 GDP 成長率



（資料）フィリピン統計調整委員会、CEIC

図表 4：フィリピン 消費者物価指数と政策金利



（資料）フィリピン中銀、国家統計局、CEIC

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							
9月1日(月)	韓国	8月	輸出(前年比)	-0.80%	-0.10%	5.70%	5.40%
1日(月)	韓国	8月	HSBC韓国製造業PMI	--	50.3	49.3	--
1日(月)	中国	8月	製造業PMI	51.2	51.1	51.7	--
1日(月)	中国	8月	HSBC中国製造業PMI	50.3	50.2	50.3	--
1日(月)	タイ	8月	消費者物価指数(前年比)	2.25%	2.09%	2.16%	--
1日(月)	インドネシア	8月	消費者物価指数(前年比)	4.01%	3.99%	4.53%	--
1日(月)	インドネシア	7月	貿易収支	-\$406M	\$124M	-\$305M	-\$288M
1日(月)	インド	4~6月期	国際収支:経常収支	--	-\$7.84B	-\$1.20B	--
2日(火)	韓国	8月	消費者物価指数(前年比)	1.60%	1.40%	1.60%	--
2日(火)	シンガポール	8月	購買部景気指数	51.0	49.7	51.5	--
3日(水)	中国	8月	非製造業PMI	--	54.4	54.2	--
3日(水)	中国	8月	HSBC中国サービス業PMI	--	54.1	50.0	--
4日(木)	韓国	4~6月期	GDP(前年比)	--	3.50%	3.60%	--
5日(金)	台湾	8月	消費者物価指数(前年比)	1.80%	--	1.75%	--
5日(金)	フィリピン	8月	消費者物価指数(前年比)	5.00%	--	4.90%	--
5日(金)	マレーシア	7月	輸出(前年比)	5.30%	--	7.90%	--
8日(月)	中国	8月	貿易収支	\$40.60B	--	\$47.30B	--
8日(月)	中国	8月	輸出(前年比)	9.00%	--	14.50%	--
10日(水)	フィリピン	7月	輸出(前年比)	--	--	21.30%	--
11日(木)	中国	8月	消費者物価指数(前年比)	2.20%	--	2.30%	--
11日(木)	マレーシア	7月	鉱工業生産(前年比)	4.60%	--	7.00%	--
11日(木)	フィリピン		BSP翌日物借入金利	3.75%	--	3.75%	--
11日(木)	インドネシア		インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	7.50%	--
12日(金)	韓国		韓国銀行7日間レボレート	2.25%	--	2.25%	--
12日(金)	インド	8月	消費者物価指数(前年比)	--	--	7.96%	--
12日(金)	インド	7月	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.40%	--
13日(土)	中国	8月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	16.90%	--	17.00%	--
13日(土)	中国	8月	小売売上高(前年比)	12.10%	--	12.20%	--
13日(土)	中国	8月	鉱工業生産(前年比)	8.80%	--	9.00%	--
中東欧・アフリカ							
9月3日(水)	トルコ	8月	消費者物価指数(前年比)	9.40%	9.54%	9.32%	--
4日(木)	ロシア	8月	消費者物価指数(前年比)	7.60%	7.60%	7.50%	--
8日(月)	トルコ	7月	鉱工業生産(前年比)	1.30%	--	1.40%	--
09/08-09/09	ロシア	4~6月期	GDP(前年比)	--	--	0.80%	--
9日(火)	南アフリカ	4~6月期	経常収支	-188B	--	-161B	--
10日(水)	トルコ	4~6月期	GDP(前年比)	2.80%	--	4.30%	--
11日(木)	トルコ	7月	経常収支(USDドル)	-2.55B	--	-4.09B	--
11日(木)	南アフリカ	7月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	1.40%	--
11日(木)	ロシア	7月	貿易収支	12.0B	--	14.0B	--
12日(金)	ロシア		1週間入札レート	8.00%	--	8.00%	--
ラテンアメリカ							
9月1日(月)	ブラジル	8月	HSBCブラジル製造業PMI	--	50.2	49.1	--
1日(月)	メキシコ	7月	送金総額(USDドル)	1954.4M	1995.7M	2037.8M	--
1日(月)	メキシコ	8月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	52.1	51.5	--
2日(火)	ブラジル	8月	貿易収支(月次)	\$400M	\$1168M	\$1575M	--
2日(火)	ブラジル	7月	鉱工業生産(前年比)	-3.70%	-3.60%	-6.90%	-7.10%
4日(木)	ブラジル		SELICレート	11.00%	11.00%	11.00%	--
5日(金)	ブラジル	8月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.52%	--	6.50%	--
9日(火)	メキシコ	8月	消費者物価指数(前年比)	4.09%	--	4.07%	--
11日(木)	ブラジル	7月	小売売上高(前年比)	--	--	0.80%	--
11日(木)	メキシコ	7月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.00%	--
12日(金)	ブラジル	7月	経済活動(前年比)	--	--	-2.15%	--

(注)2014年9月5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

		2014年 1～8月（実績）	SPOT	9月	12月	2015年 3月	2015年 6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ～ 6.2674	6.1386	6.13	6.08	6.05	6.02	5.95
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7684	7.7503	7.75	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	60.365	59.50	59.00	58.00	57.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11765	11550	11450	11600	11650	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1018.95	1015	1005	1000	980	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3511	3.1780	3.16	3.10	3.15	3.17	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	43.561	43.30	43.00	43.00	43.00	43.00
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2557	1.25	1.23	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	29.939	29.90	29.80	29.80	29.90	30.10
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.09	31.90	31.70	31.80	32.10	32.50
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21874	21193	21300	21300	21400	21400	21650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 37.5094	36.9961	36.00	35.80	36.20	36.60	37.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.7391	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.1631	2.25	2.20	2.25	2.30	2.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ～ 2.4505	2.2429	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.1513	13.20	13.00	12.80	12.60	12.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ～ 17.426	17.167	16.80	17.27	17.52	17.77	18.15
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.597	13.29	13.55	13.66	13.77	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.746	1.73	1.78	1.83	1.88	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.896	0.892	0.917	0.914	0.918	0.939
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.350	10.342	10.15	10.45	10.60	10.92	11.13
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 33.104	33.159	32.59	33.87	33.65	33.75	34.39
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.412	2.419	2.38	2.44	2.47	2.49	2.51
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.99	83.92	82.40	85.37	84.80	85.60	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.520	3.44	3.52	3.56	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.280	3.284	3.23	3.31	3.33	3.33	3.32
ベトナムドン	(10000VND)	0.47 ～ 0.50	49.72	48.36	49.30	49.53	50.00	49.88
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ～ 3.212	2.848	2.86	2.93	2.93	2.92	2.92
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.813	9.72	10.00	10.00	10.00	10.00
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.717	45.78	47.73	47.11	46.52	46.96
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 46.955	46.984	42.92	43.75	44.17	43.67	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	8.013	7.80	8.08	8.28	8.49	8.57

（注）1. 実績の欄は 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 5 日の 8 時 30 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レベル。

（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。