

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

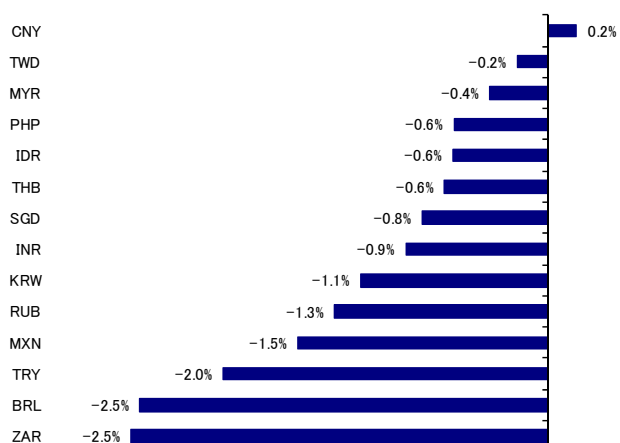
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

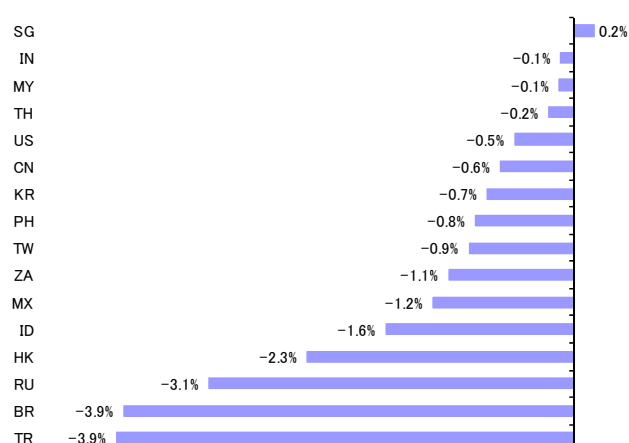
ドル買い地合いながらも個別材料によって濃淡も

先週末に発表された米 8 月雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月比 +14.2 万人と市場予想の同+23.0 万人を大幅に下回る結果となった。これを受けて週初 8 日はアジア通貨が堅調にスタートしたが、サンフランシスコ連銀のスタッフが「市場参加者は FRB の想定に比べて利上げペースを過小評価している」といった旨の報告書を公表したことが話題となり米金利が上昇すると、新興国通貨はドル買いに押されて急速に下げる展開。翌 9 日も流れは変わらず、特に高金利の新興国通貨を中心に大幅な下落が続いたが、連休明けの中国では、中国人民銀行（中央銀行、PBoC）が基準値を約 4 年ぶりの大きさを人民元高方向に設定すると CNY は値を上げた。10 日に入っても全面的なドル高地合いの中、フィリピン 7 月輸出が予想を下回る伸びに留まったことが嫌気されて PHP は売りが優勢。そのほかの通貨も一段安となった。11 日は中銀が利上げを発表したことを受けて PHP が上昇したほか、MYR も翌週に控える金融政策決定会合での利上げ期待から買い進められた。一方で、EU が最新の対ロシア追加制裁を 12 日から発動することを発表すると RUB は過去最安値を更新している。

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) Bloomberg

来週のエマージングマーケット

9 月 FOMC は新興国通貨相場の転換点になるか

FOMC に向けて米金利が上昇
新興国通貨は下落

今週の外国為替市場ではドルが全面高。ユーロも広範に買い戻されたため、結果として新興国通貨は大幅下落となった。前週末に発表された米 8 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 14.2 万人増と市場予想を大きく下回る低調な結果。「良好な雇用統計→FOMC を警戒した米金利の上昇→新興国通貨下落」という展開を想定していた筆者としては出鼻をくじかれた格好となったが、やはり来週の FOMC に対する市場の警戒感は強まっており、その後は弱い雇用統計にもかかわらず米金利は反発。10 年金利は 8 月 1 日以来となる 2.5% 台半ばまで上昇しドル買いが加速した。8 日にサンフランシスコ (SF) 連銀が発表した FOMC 参加者による FF 金利予測と市場の織り込みの乖離に関するレポートも米金利の上昇に寄与した。

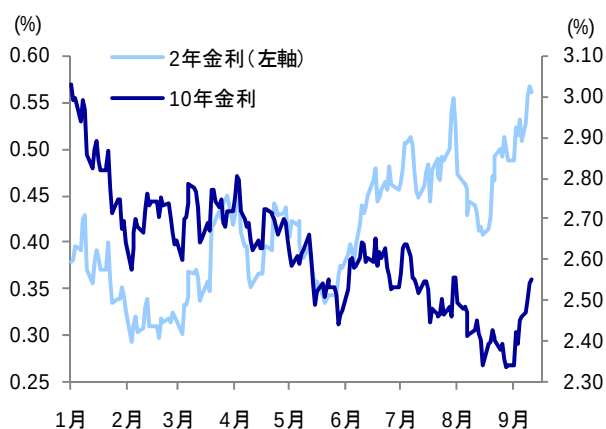
FOMC は声明文が修正される
可能性

いよいよ来週 16~17 日に FOMC が開催される。今会合でのポイントは①声明文の修正、②経済見通し (SEP)、③出口戦略の詳細となろうが、新興国通貨との関係では①~③の結果を受けた米金利の動向が重要である。①については特に 7 月会合の議事要旨にて、近い将来に修正が必要とされた「労働市場には依然として著しい労働資源の活用不足 (significant underutilization of labor resources) が残っている」との記述及び資産買い取りプログラム終了後から利上げまでの時間軸に関する「for a considerable time」の修正に注目が集まる。

FF 金利誘導目標水準の変化
に注目

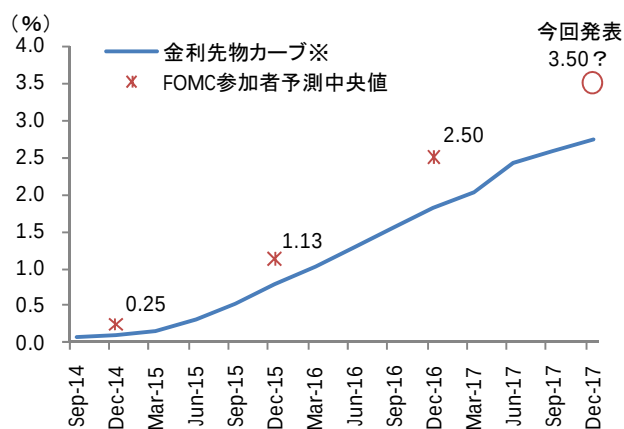
この点、先週も述べた通り、これらの記述が堅調な米経済指標を反映する形でよりバランスのとれた表現に置き換えられる可能性は高いものの、イエレン議長をはじめとした FOMC の主流の慎重姿勢を考えれば、利上げ

図表 1 : 米国債利回りの推移 (2014 年~)



(資料) Bloomberg

図表 2 : FF 金利誘導目標予測と市場の織り込み



(資料) Bloomberg、FRB ※2017 年 3 月まで FF 金利先物、それ以降はユーロドル金利先物 (FF 金利とのスプレッドを調整) を使用

前倒しの可能性を強調するような表現とはならないとみている。しかしながら、上述の SF 連銀のレポートも指摘した通り、FRB の利上げペースに関する足許の市場の織り込みは、FOMC 参加者の予測中央値に比べてかなり緩和的であり米金利の上昇余地は大きい。このため景気判断の僅かな上方修正でも、米国が徐々に出口に近づいているとの認識が市場に広がれば、金利水準の調整を促すきっかけになり得るだろう。特に SF 連銀のレポート以降、市場でそうした機運が高まっていることは意識しておくべきである。

ドット図も金利上昇要因か

SEP では FF 金利誘導目標水準の予測値 (ドット図) の動向が焦点となる。今回の発表では新たに 2017 年末の予測値が公表されるが、この数値も含めて、足許の市場の織り込みとの乖離がさらに広がるようであれば、こちらも金利上昇要因となる。なお、金利先物カーブの形状から市場は 2017 年についても年間 100bp の利上げペースを想定しているようだ。

以上のように全体として来週の FOMC ではハト派サイドのサプライズは期待しにくく、対新興国通貨でドルが大きく買い戻される展開は想定しにくい。引き続き、新興国通貨のダウンサイドリスクを見ておきたい。

各国中銀は政策据え置きへ

新興国では 17 日 (水) にタイ、18 日 (木) にマレーシアと南アフリカにて金融政策決定会合が開催されるが、いずれも政策据え置きを予想する (マレーシアについては後述)。この他、経済指標では 15 日 (月) のインド 8 月卸売物価、17 日 (水) のシンガポール 8 月貿易統計、マレーシア 8 月消費者物価指数、19 日 (金) のフィリピン 8 月国際収支、ブラジル 9 月拡大消費者物価指数が注目されるが、来週については新興国発の材料が相場に与える影響は限定的となりそうだ。

エマージングマーケットトピック

マレーシア: 中銀は政策据え置きの公算

利上げに乗り出した BNM

バンク・ネガラ・マレーシア (BNM、中央銀行) は 18 日に金融政策委員会 (MPC) を開催する。前回 7 月 10 日の会合では、政策金利である翌日物政策金利 (OPR) を 25bp 引き上げて 3.25% とすることを決定し、2011 年 5 月以来となる利上げに乗り出した。

安定した成長と平均を上回る
インフレが要因

前回の声明では利上げについて、「安定した成長見通しと長期平均を上回り続けるインフレ」が背景であると説明し、「今回の金融状況の正常化はまた、マレーシア経済の成長見通しを損ないかねない広範な経済・金融の

不均衡のリスクを軽減することも狙いとしている」と表明した。

次の一手は利上げ

マレーシア 4～6 月期実質 GDP は前年比+6.2%と市場予想および 1～3 月期を上回るなど景気は堅調であり、BNM のゼティ総裁は「今年の経済成長率は中銀見通しの 4.5～5.5%を超えるだろう」との見方を示している。また、インフレに関しては 2015 年 4 月に 6%の物品・サービス税 (GST) を導入する予定であり、これはインフレ率の上昇に結びつくほか、今年後半から来年初にかけては駆け込み需要が生じるとみられる。これらを踏まえると BNM の次のアクションは追加利上げとなる公算が大きい。

焦点は利上げのタイミング

問題は動くタイミングであるが、足許では欧州や日本向けの輸出が振るわないほか、インフレについても高水準ながら加速はしておらず、前回会合で利上げを決めていることもあって今会合は現状維持で様子見となろう。次の利上げが次回 11 月会合なのか、年明けとなるかを見極めるべく声明文に注目したい。

ムーディーズがブラジルの格付け見通しをネガティブに

ムーディーズはブラジルを
ネガティブウォッチ

9 月 9 日、米格付け会社ムーディーズインベスターズがブラジルのソブリン格付け見通しを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた。声明発表後、レアルは下落したが同国格付けについては今年 3 月、既に S&P が投資適格級で最低となる BBB-に引き下げており、他の格付け会社においても格下げの可能性が高いとみられていたことから市場の反応は一時的に留まった。

新政権による改革進展が
格付け据え置き的前提

ムーディーズによれば見直し改定の理由は①減速する国内景気、②投資家の信頼感低下とそれによる固定資本形成の鈍化、③これらの経済状況がもたらす政府債務状況の悪化の 3 点である。その一方で高水準の外貨準備や政府のバランスシートにおける外貨建て債務の割合の小ささ、国内金融システムの健全性等から Baa2 のソブリン債格付けは据え置いた。但し、声明によれば、この据え置きの判断は今年 10 月の大統領選挙にて誕生する新政権が財政規律を強化すること、ビジネス環境向上のための政策を実行することを前提としているようだ。

大統領選は混迷を増す

大統領選については依然として混戦模様が続いている。ブラジル民間調査会社 Datafolha が発表した最新の世論調査では現職のルセフ大統領の支持率が回復し、これを受けてレアルは大きく下落した。政策に関してルセフ大統領は仮に再選した場合、閣僚の大半を入れ替えて新しい体制で改革を

進めることを表明している。一方、有力対抗馬であるシルバ氏も中央銀行の独立性確保や過度の市場介入の抑制等を公約としているが、両候補者ともムーディーズが前提としている財政問題や国内構造改革に関して具体的に確固たる政策を提示してはいない。

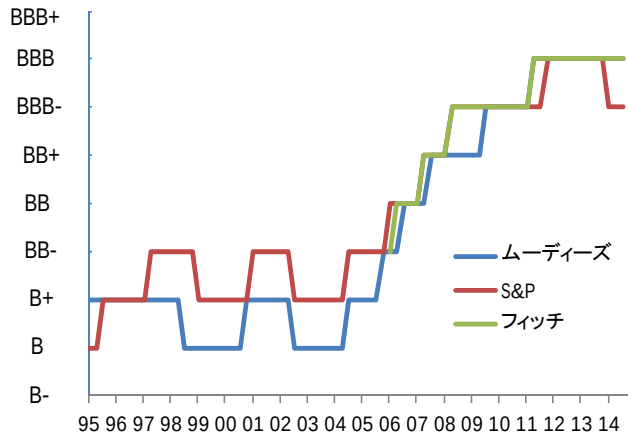
経済はリセッション入り

景気に関しても 8 月 29 日に発表された 4～6 月期 GDP が前期比▲0.6% となり、下方修正された前期の同▲0.2%に続いて 2 期連続のマイナス成長を記録。テクニカルなリセッションに陥った。しかし米国の金融政策が出口に近付き通貨レアルへの逆風が予想される中、中央銀行は現在の引き締め姿勢を当面継続する可能性が高い。また財政制約から公的支出拡大による景気押し上げも期待できず、このため国内景気の低迷は当分続きそうだ。

更なる格下げに注意

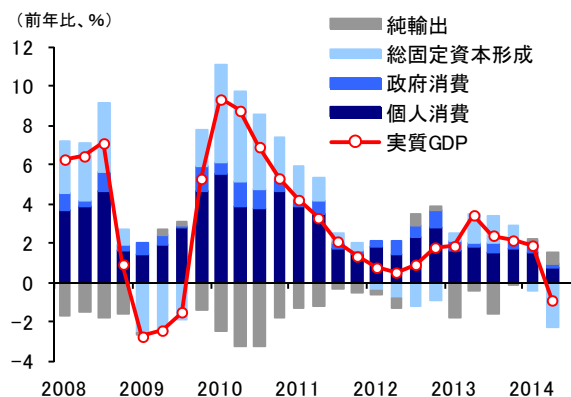
このように格付け見通し引き下げに際してムーディーズが指摘した問題が早期に反転改善する可能性は低く、注意すべきはむしろ更なる悪化のリスクだろう。新大統領が決まる 10 月以降、同国格付けが下方修正される可能性があることは意識しておきたい。

図表 3：ブラジル 外貨建て長期債務格付け



(資料)Bloomberg ※S&P の定義を基準に他 2 社の格付けを分類

図表 4：ブラジル 実質 GDP 成長率



(資料)CEIC

以上

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5日(金)	台湾	8月	消費者物価指数(前年比)	1.80%	2.07%	1.75%	1.76%
5日(金)	フィリピン	8月	消費者物価指数(前年比)	5.00%	4.90%	4.90%	--
5日(金)	マレーシア	7月	貿易収支(リンギ)	3.30B	3.64B	3.97B	4.11B
8日(月)	中国	8月	貿易収支	\$40.00B	\$49.84B	\$47.30B	--
8日(月)	中国	8月	輸出(前年比)	9.00%	9.40%	14.50%	--
9日(火)	台湾	8月	輸出(前年比)	4.50%	9.60%	5.80%	--
10日(水)	フィリピン	7月	輸出(前年比)	15.20%	12.40%	21.30%	--
9/11-9/15	中国	8月	新規人民元建て融資(人民元)	700.0B	--	385.2B	--
9/11-9/15	中国	8月	マネーサプライM2(前年比)	13.50%	--	13.50%	--
11日(木)	中国	8月	消費者物価指数(前年比)	2.20%	2.00%	2.30%	--
11日(木)	マレーシア	7月	鉱工業生産(前年比)	4.30%	0.50%	7.00%	--
11日(木)	フィリピン		BSP翌日物借入金金利	4.00%	4.00%	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%	7.50%	7.50%	--
12日(金)	韓国		韓国銀行7日間レポレート	2.25%	--	2.25%	--
12日(金)	インド	8月	消費者物価指数(前年比)	7.83%	--	7.96%	--
12日(金)	インド	7月	鉱工業生産(前年比)	1.80%	--	3.40%	--
13日(土)	中国	8月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年)	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%	--
15日(月)	シンガポール	7月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-2.10%	--
15日(月)	インド	8月	卸売物価(前年比)	4.38%	--	5.19%	--
15日(月)	フィリピン	7月	海外送金(前年比)	--	--	5.90%	--
17日(水)	シンガポール	8月	非石油地場輸出(前年比)	2.60%	--	-3.30%	--
17日(水)	タイ		タイ中央銀行指標金利	2.00%	--	2.00%	--
17日(水)	マレーシア	8月	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.20%	--
18日(木)	マレーシア		BNM翌日物政策金利	--	--	3.25%	--
19日(金)	フィリピン	8月	総合国際収支	--	--	\$501M	--
中東欧・アフリカ							
9月8日(月)	トルコ	7月	鉱工業生産(前年比)	1.90%	3.60%	1.40%	1.60%
8日(月)	ロシア	4~6月期	GDP(前年比)	--	0.80%	0.80%	--
9日(火)	南アフリカ	4~6月期	経常収支(ランド)	-201B	-222B	-161B	--
10日(水)	トルコ	4~6月期	GDP(前年比)	2.80%	2.10%	4.30%	4.70%
11日(木)	トルコ	7月	経常収支	-2.75B	-2.63B	-4.09B	-4.10B
11日(木)	南アフリカ	7月	製造業生産(季調済/前月比)	-1.90%	-3.60%	1.40%	1.60%
11日(木)	ロシア	7月	貿易収支(米ドル)	12.0B	17.1B	14.0B	--
12日(金)	ロシア	9月	政策金利	8.00%	--	8.00%	--
17日(水)	南アフリカ	8月	CPI(前年比)	--	--	6.30%	--
09/17-09/18	ロシア	8月	鉱工業生産(前年比)	1.20%	--	1.50%	--
18日(木)	南アフリカ	9月	政策金利	--	--	5.75%	--
ラテンアメリカ							
9月5日(金)	ブラジル	8月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.52%	6.51%	6.50%	--
5日(金)	メキシコ	8月	消費者信頼感指数	91.0	89.7	90.5	--
9日(火)	メキシコ	8月	消費者物価指数(前年比)	4.10%	4.15%	4.07%	--
10日(水)	メキシコ	6月	総設備投資(前年比)	2.80%	2.20%	0.40%	--
11日(木)	ブラジル	7月	小売売上高(前年比)	1.70%	-0.90%	0.80%	1.00%
11日(木)	メキシコ	7月	鉱工業生産(前年比)	2.30%	2.10%	2.00%	--
12日(金)	ブラジル	7月	経済活動(前年比)	-1.00%	--	-2.15%	--
19日(金)	ブラジル	9月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	6.49%	--

(注)2014年9月12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	6.1303	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	60.931	59.50	59.00	58.00	57.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11827	11550	11450	11600	11650	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1035.96	1015	1005	1000	980	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3511	3.1937	3.16	3.10	3.15	3.17	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	43.895	43.30	43.00	43.00	43.00	43.00
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2632	1.25	1.23	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.021	29.90	29.80	29.80	29.90	30.10
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.19	31.90	31.70	31.80	32.10	32.50
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21874	21205	21300	21300	21400	21400	21650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 37.5094	37.5279	36.00	35.80	36.20	36.60	37.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.9688	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.1997	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	2.2977	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.2310	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	17.462	16.80	17.27	17.52	17.77	18.15
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.812	13.29	13.55	13.66	13.77	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.757	1.73	1.78	1.83	1.88	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.905	0.892	0.917	0.914	0.918	0.939
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.350	10.333	10.15	10.45	10.60	10.92	11.13
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 33.104	33.519	32.59	33.87	33.65	33.75	34.39
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.412	2.439	2.38	2.44	2.47	2.49	2.51
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.99	84.75	82.40	85.37	84.80	85.60	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.566	3.44	3.52	3.56	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.280	3.326	3.23	3.31	3.33	3.33	3.32
ベトナムドン	(10000VND)	0.47 ～ 0.50	50.48	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	2.853	2.86	2.93	2.93	2.92	2.92
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.759	9.72	10.00	10.00	10.00	10.00
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.666	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	46.590	42.92	43.75	44.17	43.67	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	8.091	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 12 日の 7 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。