

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

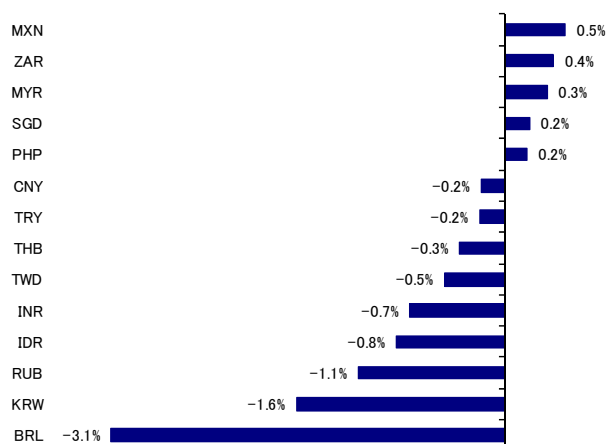
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

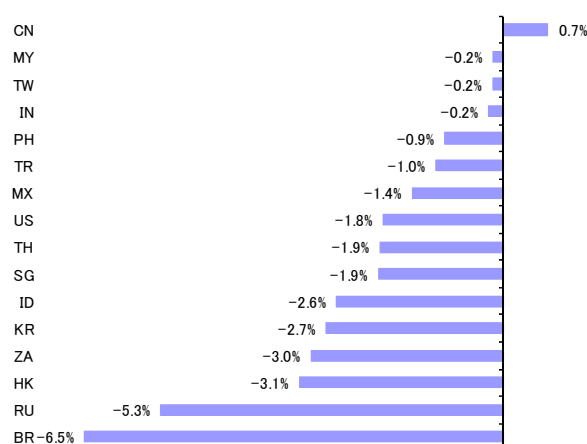
個別の材料で新興国通貨はまちまちな動き

週初 9 月 29 日は、前週末に発表された米 4～6 月期 GDP（3 次速報）が上方修正されたことや、米著名債券投資家の移籍報道を受けて債券相場が値崩れし、米金利上昇を受けたドル買いの流れを継続。インドネシア議会が 26 日に州知事や市長の直接選挙を廃止する法案を可決したことを受けて IDR は▲1% 近く下落した。また、普段あまり注目されない HKD だが、この日は民主化デモの激化を背景に一時 7.77 近辺まで急激に売られたほか、CNH（オフショア人民元）も連れ安となった。BRL は世論調査で現職ルセフ大統領の支持率上昇が明らかとなると▲1.1% の下げ。30 日もドル買い地合いが続き、政治的不透明感が嫌気されている IDR は 8 か月ぶり安値をつけるなど、新興国通貨は全般に軟調な値動き。但し、欧米時間に入るとドル買いが一服したこともあって新興国通貨は 10 月 1 日にかけて買い戻しが入った。だが、ドル/円が一時 110 円台に突入するなど円安が進んだうえ、韓国 9 月消費者物価指数が予想を下回り、利下げ観測が広がった KRW は▲0.7% 下落したほか、世論調査結果を受けて BRL は再度▲1.4% 近く値を下げた。翌 2 日政府が燃料の補助金削減を決定した MYR が 0.8% 上昇したほか、ドル買いが一服する中、新興国通貨は全般的に買いが優勢となった。

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ตันบูล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

新興国通貨の買い戻しは想定しにくい

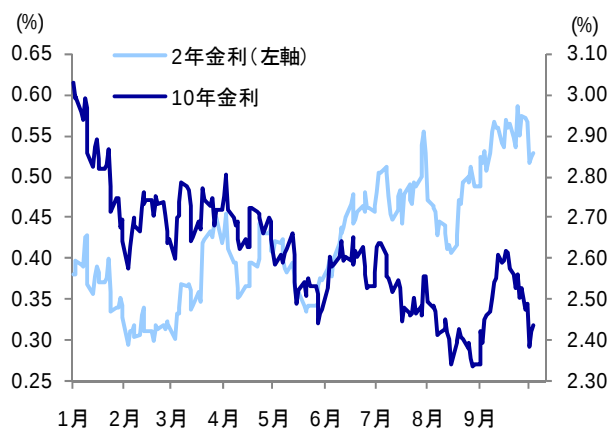
地政学リスクが新興国通貨を
下押し

今週の新興国市場は続落。但し、先週までのように米国金融政策の出口を睨んだドル全面高が要因ではなく、香港の民主化デモ激化などの地政学リスクの高まりを受けたリスクオフや個別通貨毎の材料によるところが大きい。実際、VIX 指数(恐怖指数)が約 2 か月ぶりの水準に上昇する中、株価指数は先進国、新興国市場ともに下落するなど世界的にリスクセンチメントが悪化している。新興国通貨の下落は BRL や KRW が主導。前者は大統領選を 5 日に控えて、最新の世論調査にて現職のルセフ大統領の支持率が上がったことが嫌気された。後者は危惧された通り、今週発表された 8 月鉱工業生産や消費者物価指数(CPI)の下振れにより韓国中銀による追加緩和期待が高まったことが主因と考えられる。2 日の ECB 理事会後は予想通りユーロ買い戻しとなったが、大きな動きには至らず、新興国通貨へのインパクトは限定的だった。

雇用統計が良好なら再び
ドル高圧力

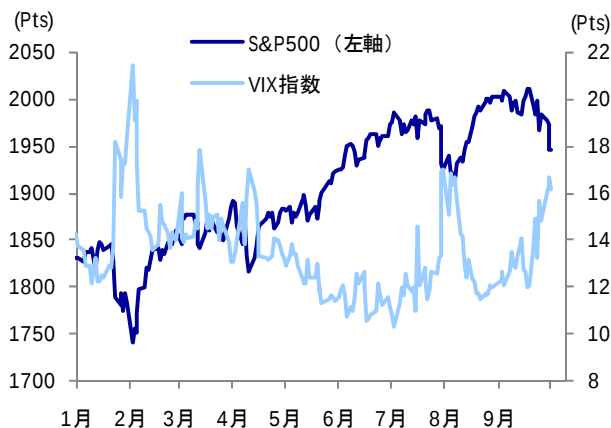
来週の新興国通貨は引き続き弱含みの展開を予想する。鍵となるのは本日発表の米 9 月雇用統計。先週の本欄にて詳述した通り、本日の雇用統計は再び良好な結果となる可能性が高い。今週は米国で発表された 9 月 ISM 製造業景況指数、消費者信頼感指数、シカゴ PMI といったマインド系の先行指標で予想比下振れが散見されたが、いずれも水準自体は依然として高く、現時点で米国経済の回復ペース鈍化を過度に懸念する必要はないだろう。これを前提とすれば、良好な雇用統計を経て市場は再びドルの先高観を強めると思われ、新興国通貨の向かい風となりそうだ。さらに来週は 8 日(水)に 9 月 16~17 日開催分の FOMC 議事要旨が公表されるが、FF 金利予測の引き上げに見られるようにタカ派委員の発言が存在感を増していると考えられ、全体としてハト派(新興国通貨にポジティブ)の材料とはなりにくい。あとは地政学リスクとの兼ね合いとなるが、いずれにせよ新興国通貨が大きく買い戻される展開は想定しにくい。

図表 1 : 米国債利回りの推移 (2014 年~)



(資料)ブルームバーク

図表 2 : 米株と VIX 指数の推移 (2014 年~)



(資料)ブルームバーク

香港民主化デモの行方を
注視

新興国では後述する 5 日(日)のブラジル大統領選挙が最大のイベントとなる。一方アジアでは香港の民主化デモの動向を注視したい。中国では国慶節で 7 日まで休日ということもあり、デモ隊の規模も膨れ上がっている。デモ隊は梁振英行政長官の辞任と選挙制度改革の決定撤回を要求しているが、民主化運動の中国本土への飛び火を恐れる中国政府がこうした要求を受け入れる可能性は低い。片や、武力行使による強制排除も世界や本土の反感を高める可能性があるほか、香港と同様に一国二制度による統一を持ちかけている台湾との関係にも悪影響を与えるため消極的にならざるを得ない。デモ隊指導部と平和的な交渉を進めつつ祝日が明けデモが自然消滅するのを待つというのが中国政府にとっての最善策だと思われるが、それまでにデモ隊が暴徒化する可能性も否定できず予断は許さない。現時点では今回の民主化デモが天安門事件のような大規模な混乱に発展するとは予想していないものの、当面は地政学リスクとしてリスク資産の重石となりそう。この他、7 日(火)にはインドネシア中銀の金融政策決定会合が予定されているが、引き続き 7.50%の政策金利を据え置くとみる。同銀の次の一手はジョコ=ウィドド新政権による燃料補助金削減前後の利上げとなるだろう。

エマージングマーケットピック

ブラジル大統領選挙プレビュー

勝敗は 26 日の決選投票へ

10 月 5 日(日)にブラジル大統領選挙の投票が行われる。現職ジルマ・ルセフ大統領(労働者党、PT)、ブラジル社会党(PSB)のマリナ・シルバ氏、ブラジル社会民主党(PSDB)のアエシオ・ネベス氏の 3 候補が次期大統領の座を競う。足許までの世論調査ではいずれの候補も過半数の票を得ておらず、上位 2 名(ルセフ大統領とシルバ氏となる公算大)での決選投票に持ち込まれる可能性が高い(投票は 10 月 26 日)。決選投票については過去に本欄でも触れたが、8 月 13 日に起きた飛行機事故により死亡した社会党(PSB)エドアルド・カンボス氏に代わり大統領候補となったマリナ・シルバ氏に対する国民の支持が強く、9 月前半までの世論調査では同氏が現職のルセフ大統領をリード。政権交代期待からブラジル資産が上昇した。しかし、9 月中旬以降の世論調査ではルセフ大統領が巻き返し、株価や通貨レアルが大きく反落している。

決選投票における上位 2 名の
支持率は依然拮抗

9 月 30 日に公表された最新の世論調査によると、ルセフ氏とシルバ氏の決選投票となったケースでは、ルセフ氏がシルバ氏を 8 ポイント差でリードしていることがわかった。同国の選挙戦においては公然での発言機会や資金面から現職候補が圧倒的有利とされており、9 月後半のルセフ氏の追い上げはこうした現職のアドバンテージを活かして繰り広げたシルバ氏に対するネガティブキャンペーンが功を奏したものとみられる。但し、ルセフ氏-シルバ氏の決選投票となった場

合、ネベス陣営はシルバ氏支持に回ることを表明しており、20%程度と言われる浮動票の一部がネベス氏とともにシルバ氏に流れる可能性がある。世論調査の統計誤差も加味すれば、戦局はまさに拮抗している状況である。

ルセフ大統領も改革推進を打ち出しているが

仮にルセフ大統領の再選となった場合、ブラジル資産は更なる売り圧力に押されることとなろう。支持率の低下や金融市場からの圧力を受けて、同氏もマンテガ財務相を含む閣僚の大幅入れ替えや税制改革の推進等を打ち出しているものの、在職中に構造改革が殆ど進んでこなかったことや国営石油企業ペトロブラスの経営改革に消極的と見られることなどから、同氏に対する投資家の信認は低い。市場におけるルセフ大統領再選の織り込みは不十分と見られ、短期的にブラジル資産は大幅下落を見る可能性が高い。

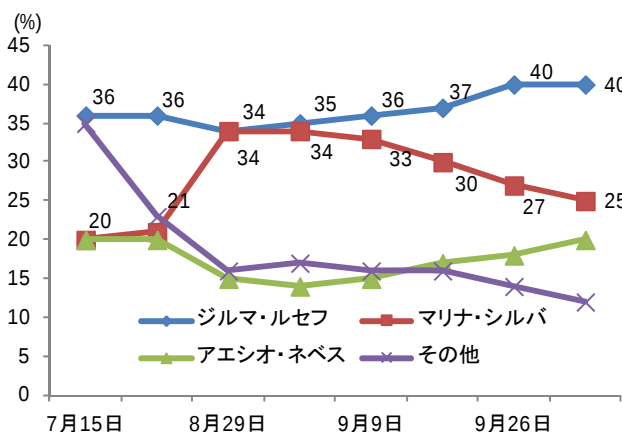
シルバ氏は議会運営に不透明感

一方のシルバ氏は現時点で大統領任期満了後の再出馬をしない意向を表明、財政規律の強化や構造改革を前面に押し出しており、国内外の投資家からの期待は大きい。このため同氏が勝利した場合、ブラジル資産には短期的な大幅反発が期待できる。しかし、同氏が掲げる中央銀行の独立性向上・市場介入の抑制は必ずしもリアル相場にポジティブに作用しない。また、構造改革推進には強い政治基盤が必須であるが、現状では PSB とその連立による議会過半数の獲得は難しいとの見方が大勢である。選挙後こうした状況が明らかになるにつれ、改革期待は剥落、ブラジル資産は上げ幅を縮小する展開となるだろう。

改革には相当の時間が必要

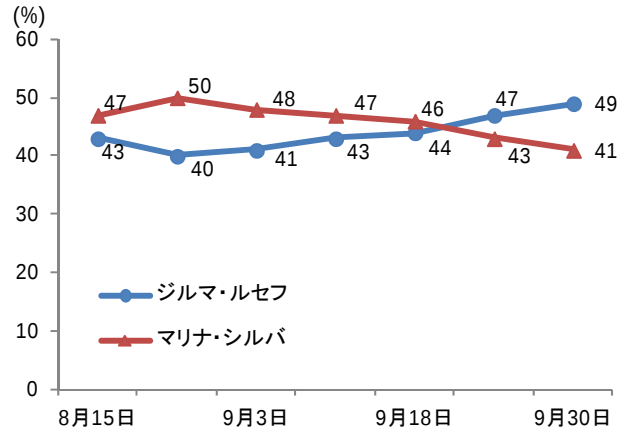
いずれの候補者が勝利するにせよ、スタグフレーションに陥る国内経済の中で構造改革を断行していくのは容易なことではない。もっとも同国にはソブリン格下げ懸念も熾ぶっており、そうした市場からの圧力により政府も改革路線に舵を切らざるを得ないと考えられるが、そのペースは極めて緩やかとなる可能性が高い。BRL 相場の下落トレンド反転は当面先となりそうだ。

図表 3：ブラジル大統領選挙 世論調査（第一回投票）



(資料)Data Folha

図表 4：ブラジル大統領選挙 世論調査（決選投票）



(資料)Data Folha

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26日(金)	シンガポール	8月	鉱工業生産(前年比)	4.90%	4.20%	3.30%	3.00%
29日(月)	韓国	8月	国際収支:経常収支	--	\$7274.0M	\$7908.8M	\$7843.3M
29日(月)	タイ	8月	貿易収支(通関ベース)	-\$179M	\$1146M	-\$1102M	--
30日(火)	韓国	8月	鉱工業生産(前年比)	2.00%	-2.80%	3.40%	3.90%
30日(火)	中国	9月	HSBC中国製造業PMI	50.5	50.2	50.5	--
30日(火)	インド	9月	RBIリパースレポレート	7.00%	7.00%	7.00%	--
30日(火)	タイ	8月	国際収支:経常収支	\$225M	\$239M	-\$864M	-\$856M
10月1日(水)	韓国	9月	消費者物価指数(前年比)	1.50%	1.10%	1.40%	--
1日(水)	韓国	9月	貿易収支	\$3784M	\$3361M	\$3407M	\$3369M
1日(水)	韓国	9月	HSBC韓国製造業PMI	--	48.8	50.3	--
1日(水)	中国	9月	製造業PMI	51.0	51.1	51.1	--
1日(水)	インドネシア	9月	HSBCインドネシア製造業PMI	--	50.7	49.5	--
1日(水)	インドネシア	9月	消費者物価指数(前年比)	4.57%	4.53%	3.99%	--
1日(水)	インドネシア	8月	貿易収支	\$130M	-\$318M	\$124M	\$42M
1日(水)	インド	9月	HSBCインド製造業PMI	--	51.0	52.4	--
1日(水)	タイ	9月	消費者物価指数(前年比)	1.97%	1.75%	2.09%	--
1日(水)	シンガポール	9月	購買部景気指数	49.9	50.5	49.7	--
3日(金)	中国	9月	非製造業PMI	--	--	54.4	--
7日(火)	フィリピン	9月	消費者物価指数(前年比)	4.50%	--	4.90%	--
7日(火)	マレーシア	8月	貿易収支	--	--	3.64B	--
7日(火)	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%	--
8日(水)	中国	9月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	54.1	--
10日(金)	フィリピン	8月	輸出(前年比)	--	--	12.40%	--
10日(金)	マレーシア	8月	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.50%	--
10日(金)	インド	8月	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.50%	--
10/10-10/15	インド	9月	輸出(前年比)	--	--	2.40%	--
10/10-10/14	シンガポール	7~9月期	GDP(前年比)	2.40%	--	2.40%	--
中東欧・アフリカ							
30日(火)	南アフリカ	8月	貿易収支(ラント)	-8.7B	-16.3B	-6.9B	-6.8B
10月1日(水)	ロシア	4~6月期	経常収支	--	14120M	17100M	--
1日(水)	ロシア	9月	HSBCロシア製造業PMI	50.0	50.4	51.0	--
1日(水)	トルコ	9月	HSBCトルコ製造業PMI	--	50.4	50.3	--
1日(水)	南アフリカ	9月	カギソ製造業PMI	50.1	50.7	49.0	--
1日(水)	ロシア	4~6月期	GDP(前年比)	0.80%	0.80%	0.80%	--
10/02-10/03	ロシア	7~9月期	経常収支	8300M	--	14120M	--
3日(金)	トルコ	9月	消費者物価指数(前年比)	9.36%	--	9.54%	--
10/03-10/06	ロシア	9月	消費者物価指数(前年比)	8.00%	--	7.60%	--
9日(木)	南アフリカ	8月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-3.60%	--
10日(金)	トルコ	8月	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.60%	--
ラテンアメリカ							
10月1日(水)	ブラジル	9月	HSBCブラジル製造業PMI	--	49.3	50.2	--
1日(水)	メキシコ	9月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	52.6	52.1	--
2日(木)	メキシコ	9月	IMEF製造業指数(季調済)	52.0	52.7	51.6	51.7
2日(木)	ブラジル	9月	貿易収支(月次)	-\$600M	-\$939M	\$1168M	--
2日(木)	ブラジル	8月	鉱工業生産(前年比)	-5.80%	-5.40%	-3.60%	-3.80%
8日(水)	ブラジル	9月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	6.51%	--
8日(水)	メキシコ	7月	総設備投資	--	--	2.20%	--
9日(木)	メキシコ	9月	消費者物価指数(前年比)	4.25%	--	4.15%	--
10日(金)	メキシコ	8月	鉱工業生産(前年比)	2.50%	--	2.10%	--

(注)2014年10月3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 1～9月(実績)	SPOT	12月	2015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)	6.0393 ~ 6.2674	6.1378	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7700	7.7617	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ~ 63.308	61.610	62.50	61.50	61.00	59.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ~ 12280	12150	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ~ 1089.71	1061.28	1045	1020	1000	990	970
マレーシアリング	(MYR)	3.1415 ~ 3.3511	3.2530	3.28	3.23	3.19	3.22	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ~ 45.485	44.745	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ~ 1.2830	1.2726	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771 ~ 30.636	30.441	30.00	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74 ~ 33.15	32.44	32.80	32.20	31.30	31.00	31.80
ベトナムドン	(VND)	21058 ~ 21360	21260	21400	21400	21600	21650	21900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ~ 39.8520	39.6195	39.00	39.40	40.00	40.50	41.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ~ 11.3909	11.1913	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ~ 2.3900	2.2683	2.35	2.40	2.45	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ~ 2.4781	2.4949	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ~ 13.6063	13.3732	13.50	13.50	13.30	13.00	12.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ~ 17.891	17.707	18.02	18.33	18.56	18.82	18.89
香港ドル	(HKD)	12.975 ~ 14.141	14.002	14.06	14.18	14.29	14.41	14.41
インドルピー	(INR)	1.602 ~ 1.800	1.764	1.74	1.79	1.82	1.90	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ~ 0.921	0.894	0.893	0.894	0.933	0.974	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ~ 10.524	10.240	10.43	10.78	11.10	11.31	11.55
マレーシアリング	(MYR)	30.187 ~ 33.767	33.409	33.23	34.06	34.80	34.78	35.67
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ~ 2.494	2.429	2.43	2.49	2.51	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ~ 86.28	85.40	85.16	87.30	89.52	91.06	89.60
台湾ドル	(TWD)	3.322 ~ 3.618	3.570	3.63	3.64	3.68	3.70	3.67
タイバーツ	(THB)	3.061 ~ 3.393	3.350	3.32	3.42	3.55	3.61	3.52
ベトナムドン	(10000VND)	0.47 ~ 0.52	51.12	50.93	51.40	51.39	51.73	51.14
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ~ 3.212	2.743	2.79	2.79	2.78	2.77	2.73
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ~ 10.174	9.711	10.09	10.19	10.18	10.18	10.18
トルコリラ	(TRY)	42.878 ~ 49.525	47.913	46.38	45.83	45.31	46.67	46.67
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ~ 47.148	43.561	45.42	45.83	45.31	45.71	44.80
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ~ 8.264	8.127	8.07	8.15	8.35	8.62	8.75

(注)1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10月3日の9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。