

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

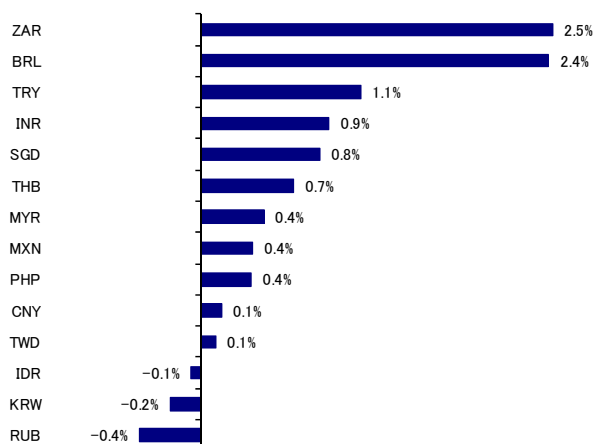
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

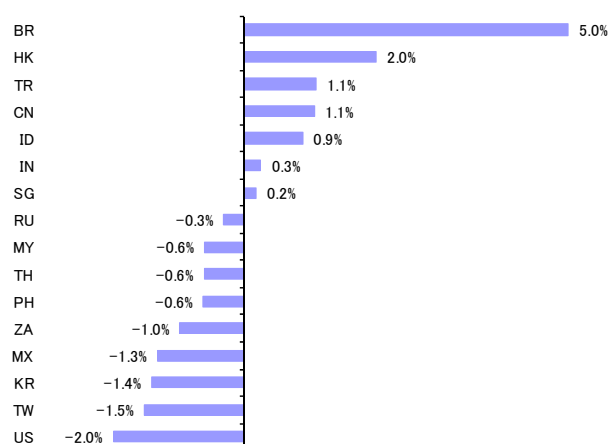
ドル高地合い一服で新興国通貨に買い戻しの動き

先週 3 日に発表された米 9 月雇用統計は非農業部門雇用者数が予想を上回るなど良好な結果となり、為替市場ではドル全面高となった。だが、週明け 6 日は多くのアジア市場が休場の中、主要通貨に対してドル買いの流れが一服。利益確定のドル売りの流れとなると、新興国通貨も買い戻しが優勢となった。ブラジルでは 5 日に行われた大統領選挙において現職ルセフ大統領が 1 位となったものの、ネベス氏が予想以上の票を獲得して 2 位となり、政権交代への期待から BRL は 1.3% の上昇。7 日もドル売り地合いが継続し、新興国通貨には全般的に買いが入ったものの、KRW は北朝鮮の警備艇が軍事境界線を侵犯し、韓国海軍が警告射撃をしたことを背景にほとんどの上げを打ち消した。しかし、IMF が世界経済見通しを下方修正したことなどから、翌 8 日は新興国通貨が軟調な展開。アジア通貨の大半が値を下げたほか、RUB は過去最安値を更新した。一方、国慶節明けの中国では、中国人民銀行（中央銀行、PBoC）が対ドル基準値を前営業日に比べ元高方向に設定したことから CNY は上昇した。その後、公表された FOMC 議事要旨がハト派寄りの内容となると新興国通貨は反発。9 日のアジア時間にかけても新興国通貨の買い戻しが続いたが、その後は米金利が上昇する動きに反落する展開となった。

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

ドル買いは一旦収束。新興国通貨は個別材料に左右される

今週の新興国は反発。週初は良好な米 9 月雇用統計を受けて売り圧力に押されたが、8 日に発表された FOMC 議事要旨(9 月 16~17 日開催分)が市場予想対比ハト派と解釈され、週後半にはドル売りが優勢となった。

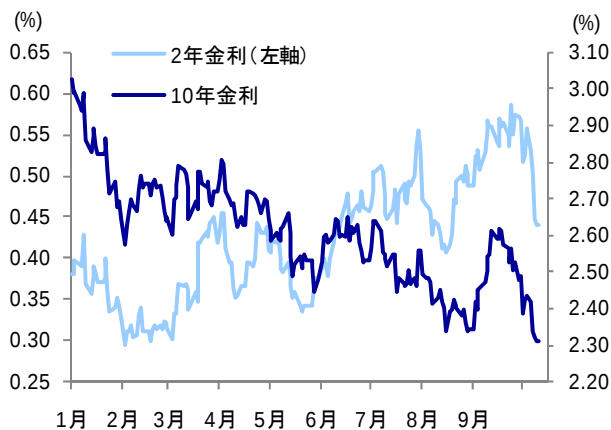
議事録では景気の下振れ
リスクが議論に

議事要旨にて特に材料視されたのは、「何人かの参加者が、ユーロ圏における低成長・低インフレの継続が更なるドルの増価に繋がり、米国の対外経済部門に悪影響を与えると懸念を表明した」との記述である。また世界経済の減速や地政学リスクが米国経済の先行きに対するダウンサイドリスクとして議論されており話題となった。一方で注目された時間軸(「considerable time」)については、より経済データの動向を重視するような文言に替えるべきとの認識では一致しているようであるが、文言変更が不用意なシグナルを与えてしまうとの意見も出ており、代替案は固まっていない模様。10 月の FOMC にて表現が修正される可能性は残るが、この場合でも市場にタカ派シグナルを与えないよう細心の注意が払われるはずで、市場の反応はマイルドなものとなるだろう。

ドル高は当面落ち着きそう

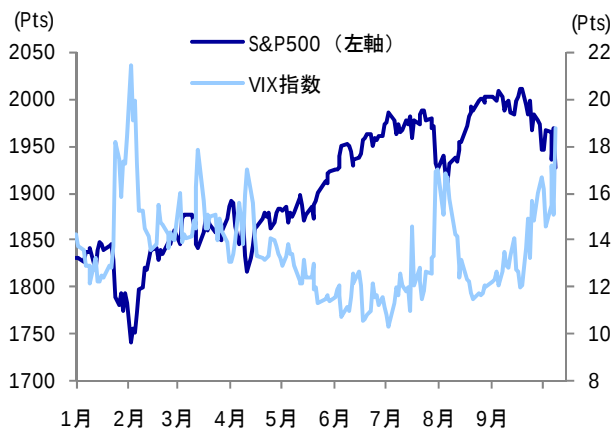
全体として先行きに対する慎重姿勢が前面に出た内容となったが、この会合後に発表された米 9 月雇用統計では非農業部門雇用者数が前月比+24.8 万人と再び強い伸びを示しており、また FOMC 主流派のダドリー NY 連銀総裁が「来年半ばの利上げ予想は妥当」とコメントしていることなどから、議事要旨を受けた利上げ先送り観測や足許の米金利低下はやや行き過ぎの感が否めない。とはいえ、暫くの間、金利を再び大きく押し上げるようなイベントは見当たらず、米国の利上げを睨んだドル高・新興国通貨安は当面なりを潜めそうである。来週の米国では 9 月小売売上高(15 日)、9 月鉱工業生産(16 日)、9 月住宅着工件数(17 日)と 7~9 月期の成長率を測る上で重要な指標が発表となるが、こうした

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

状況では新興国通貨に与える影響は軽微に留まるだろう。それよりも複数予定されているFRB高官の発言、中でも17日(金)のイエレンFRB議長講演等が市場の注目を集めそうだ。

中国9月貿易収支で内需の
低迷度合いを測る

ドル高が一服するとなれば今後は新興国の個別材料が各通貨のメインテーマとなる。このような中、来週については13(日)の中国9月貿易収支に注目したい。8月分では輸出が緩やかに持ち直す一方で内需の鈍化から輸入の減速傾向が鮮明となったが、9月分も同様の傾向が続きそうである。こうした見方は9月の製造業PMIが横ばいを維持した一方、サービス業PMIが低下したこととも整合的である。内需の低迷については政府・中央銀行が様々な策を講じて下支えを図ってはいるものの、こうした策が奏功し、輸入が増加に転じてくるのは早くても年終盤になるだろう。

MAS会合は現状維持
韓国中銀は利下げの可能性

この他、14日(火)にシンガポールにて半年に一度の金融通貨局(MAS)会合、15日(水)には韓国中銀の金融政策決定会合が開催される。前者は根強い賃金上昇圧力を背景に現行の引き締め政策を維持、後者については後述するように25bpの利下げを予想する。(MAS会合について詳細は10月8日付「通貨ニュース:Mizuho Insights MASウォッチ:現状の通貨政策継続の見通し」をご参照いただきたい)。

エマージングマーケットピック

韓国中銀 金融通貨委員会プレビュー

BOK会合は見方が分かれる

15日(水)に韓国中銀(BOK)の金融通貨委員会会合が開催される。筆者は前回9月会合以降に見られた李柱烈(イ・ジュヨル)BOK総裁のハト派寄りの発言や政府による積極的な緩和催促姿勢に鑑み、来週の会合にてBOKが25bpの利下げに踏み切る可能性が高いと考えている。市場予想は割れており、ブルームバーグの調査ではエコノミスト11人中7人が25bpの利下げ、4人が政策据え置きを予想している。

前回会合以降、BOKは
慎重姿勢を強めた

9月中盤以降、李総裁のスタンスはハト派に傾斜した。9月12日に開催された金融通貨委員会では政策据え置きが決定されたものの、決定は満場一致ではなく、1名の委員は利下げを主張(議事録によれば他2名の委員が8月の緩和が不十分であるリスクに言及していた)。会合後の記者会見にて李総裁は8月の利下げが家計と企業のマインド改善に寄与したとしつつも、景気回復のペースが緩やかに留まる公算が大きいと発言、また円安の進行が輸出競争力の低下を通して韓国企業に悪影響を与えるリスクに懸念を表明した。さらに16日に行われたセミナーでは再度円安が韓国の輸出に悪影響を与える可能性を強調したのに加え、高水準の家計債務や若年層の失業など、同国が抱える構造問題

について触れ、更なる経済支援策の必要性を指摘した。このように BOK の景気に対する認識は、政府・中銀の景気刺激策及び世界経済の回復により年後半に持ち直すとしていた 8 月会合時と比べ、明らかに慎重姿勢が増している。

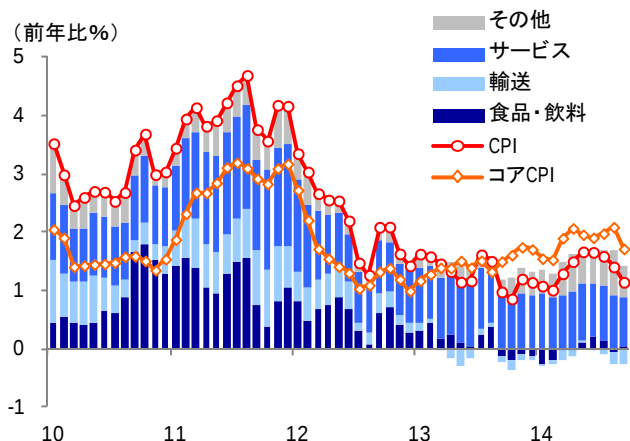
経済指標は冴えない結果が続く

この間、実体経済は冴えない動きが続いている。9 月 30 日に発表された韓国 8 月鉱工業生産は前月比▲3.8%と市場予想(同+0.1%)を下回り、単月の落ち込みとしてはリーマンショック以降最大を記録した。その後 10 月に入って発表された消費者物価指数(CPI)は前年比+1.1%と 2 月以来の低水準、コア CPI も同+1.9%と同じく 2 月以来 7 カ月ぶりに 2.0%を割れた(BOK のインフレ目標は 2.5%~3.5%)。足許の CPI の減速は国際原油価格の下落に因るところが大きい、その他の品目でも価格上昇率の落ち着きないしは小幅な鈍化が見られており、少なくとも今年初めに懸念されたようなインフレリスクは大きく後退したと言えるだろう。一方、9 月の対外部門は輸出入ともに前月の落ち込みから反発。基調としても緩やかな増加を辿ってはいるが、再三指摘している通り、アジア・ユーロ圏経済の減速や実行ベースでみたウォン高を勘案すれば短期的な輸出の加速は期待できない。9 月に再び 50 を割れた製造業 PMI もこうした先行きに関する輸出企業の不安感を反映したものと思われる。以上のように、月次の経済指標は景気回復及び物価上昇のペースが当局の想定を下回る状況が続く可能性を示唆しており、BOK の追加利下げを正当化しよう。

緩和期待が続けばウォンの下落基調は継続

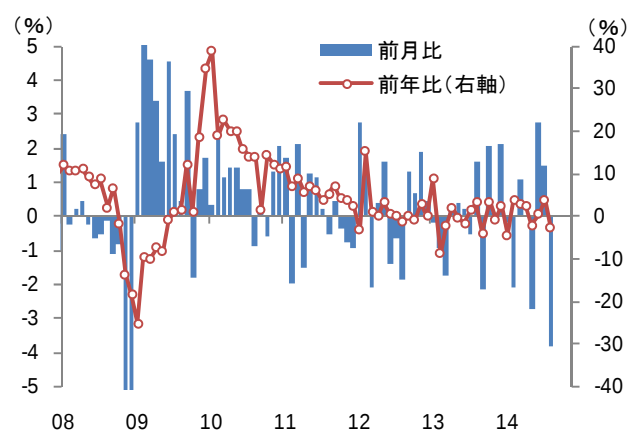
来週会合での追加利下げは完全には織り込まれていないと見られ、実施されればウォンは一段下げ幅を拡大する公算が大きい。仮に緩和が見送られた場合でも、利下げ派の増加や李総裁からのハト派発言が確認されれば、市場は利下げ期待を維持し、ウォンの下落基調は継続するだろう。一方でこのいずれも確認できない場合、ウォン相場は反転上昇、同国株式市場は売り圧力に押されることとなる。

図表 3：韓国 消費者物価指数



(資料)CEIC

図表 4：韓国 鉱工業生産



(資料)CEIC

ブラジル:大統領選挙は予想外の結果に

予想に反してネベス氏が
決選投票へ

10月5日、ブラジルで大統領選挙が実施された。各候補者の得票率は現職のジルマ・ルセフ大統領(労働者党、PT)が41.6%、アエシオ・ネベス候補(ブラジル社会民主党、PSDB)が33.6%、マリナ・シルバ候補(ブラジル社会党、PSB)が21.3%となり、筆者を含めた大方の予想に反してルセフ大統領とネベス候補による決選投票が実施されることとなった。ネベス氏躍進の背景にはルセフ大統領のネガティブキャンペーンによってシルバ候補を離れた票がネベス氏に流れたこと、投票日直前に実施されたテレビ討論会におけるネベス氏の健闘などがあると見られている。市場はネベス氏がルセフ大統領に8ポイント差まで詰め寄ったことを好感し、リアルを含めてブラジル資産は大きく反発している。

決選投票までは世論調査が
市場のドライバーに

注目の決選投票は26日(日)に実施されるが、情勢は拮抗している。選挙戦の終盤に票を大きく伸ばしたネベス氏は勢いでルセフ大統領を上回るうえ、シルバ氏のブラジル社会党が正式にネベス氏支持を表明したことでシルバ氏に入った票の多くがネベス氏に流れるとみられる。また初回投票までは所属政党の議席数に応じて与えられていた政見放送の放映時間も決選投票では均等配分となるため、現職の優位も和らぐ。一方でこれまでシルバ氏に向けられてきたルセフ大統領のネガティブキャンペーンの矛先はネベス氏に向くこととなる。低所得者層を中心にネベス氏の掲げる投資家目線の政策を嫌気する有権者も出てきそう。いずれにせよ26日に向けてブラジルリアル相場のメインドライバーは各世論調査の結果となりそうで、この間はボラタイルな相場展開が予想される。

ネベス氏はシルバ氏よりも
投資家に優しい

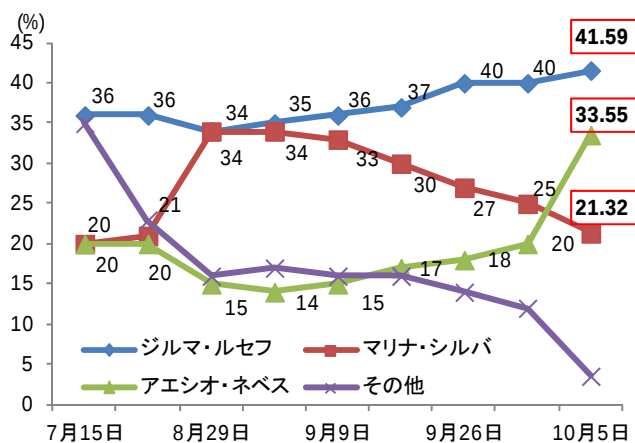
仮にネベス氏が勝った場合、シルバ氏の時と同様、短期的にブラジル資産は大幅な反発を見せるだろう。ネベス氏の掲げる政策はシルバ氏のそれと大差はないものの、同氏はカルドゾ政権時(1999～2002年)にブラジル中銀総裁として金融改革を指揮し、著名投資家ジョージ・ソロス氏の顧問としてファンドマネジャーを務めた経験もあるアルミニオ・フラウガ氏を財務相に起用すると公言するなど、より市場フレンドリーとされている。またシルバ氏には環境保護活動家としての一面が経済発展の足かせになるとの懸念もあったため、その意味ではネベス氏勝利時の市場のファーストリアクションはシルバ氏の時よりもポジティブなものとなろう。しかし、その後は各種政策・改革の実行力が焦点となり、こうなると政治的基盤の脆いネベス氏に過度の期待ができないことはシルバ氏と同様である。

議会選挙では少数政党が
躍進

この点、大統領選挙と同時に実施された議会選挙では主要政党が総じて議席数を減らし、少数政党が躍進した。ルセフ氏のPTは18議席減の70議席、連立を組むブラジル民主運動党も5議席減の66議席となった。ネベス氏のPSDBは10議席増やしたが54議席に留まった。同国においては税制改革等の大規模な法律改正に最低でも308議席の賛成が必要であり、これまでも重要法案が多数

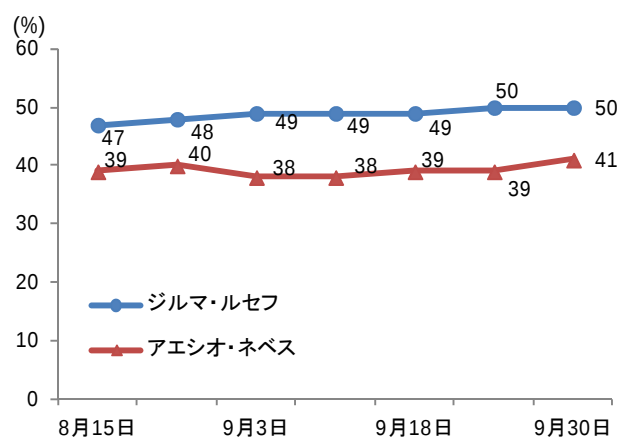
派工作の過程で廃案や骨抜きになってきた経緯がある。今回の選挙でもこうした状況に変化は見られず(むしろ悪化した)、結局のところ、いずれの候補者が勝利するにせよ、迅速で抜本的な構造改革は期待できないというのが現時点でのメインシナリオである。大統領選の勝敗はブラジルレアルの短期的な水準こそ左右するものの、中期的な下落見通しに影響を与えるものではないと考える。

図表 5：ブラジル大統領選挙 世論調査と結果



(資料)Data Folha、各種報道 ※赤枠内の数字が実際の選挙結果

図表 6：ブラジル大統領選挙 世論調査（決選投票）



(資料)Data Folha

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							
10月3日(金)	中国	9月	非製造業PMI	--	54.0	54.4	--
7日(火)	台湾	9月	消費者物価指数(前年比)	1.50%	0.72%	2.07%	2.06%
7日(火)	マレーシア	8月	輸出(前年比)	-1.40%	1.70%	0.60%	0.80%
7日(火)	マレーシア	8月	貿易収支	5.66B	3.86B	3.64B	--
7日(火)	台湾	9月	貿易収支	\$3.46B	\$3.50B	\$4.11B	--
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%	7.50%	--
8日(水)	フィリピン	9月	消費者物価指数(前年比)	4.50%	4.40%	4.90%	--
8日(水)	中国	9月	HSBC中国サービス業PMI	--	53.5	54.1	--
10日(金)	フィリピン	8月	輸出(前年比)	9.10%	--	12.40%	--
10日(金)	マレーシア	8月	鉱工業生産(前年比)	5.20%	--	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%	--
10/10-10/15	中国	9月	新規人民元建て融資	747.9B	--	702.5B	--
10/10-10/15	中国	9月	マネーサプライM2(前年比)	13.00%	--	12.80%	--
13日(月)	インド	9月	消費者物価指数(前年比)	--	--	7.80%	--
13日(月)	中国	9月	貿易収支	\$41.00B	--	\$49.84B	--
14日(火)	シンガポール	7~9月期	GDP(前年比)	2.70%	--	2.40%	--
14日(火)	インド	9月	卸売物価(前年比)	--	--	3.74%	--
15日(水)	韓国	9月	失業率(季調済)	--	--	3.50%	--
15日(水)	韓国		韓国銀行7日間レポレート	2.13%	--	2.25%	--
15日(水)	中国	9月	消費者物価指数(前年比)	1.70%	--	2.00%	--
15日(水)	シンガポール	8月	小売売上高(除自動車/前年比)	-0.20%	--	-0.40%	--
15日(水)	フィリピン	8月	海外送金(前年比)	--	--	6.00%	--
17日(金)	シンガポール	9月	非石油地場輸出(前年比)	2.50%	--	6.00%	--
17日(金)	マレーシア	9月	消費者物価指数(前年比)	2.60%	--	3.30%	--
中東欧・アフリカ							
10月3日(金)	トルコ	9月	消費者物価指数(前年比)	9.36%	8.86%	9.54%	--
3日(金)	ロシア	9月	消費者物価指数(前年比)	8.00%	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)	0.30%	--	-3.60%	--
9日(木)	ロシア	7~9月期	経常収支(USドル)	8800M	--	14120M	--
10日(金)	トルコ	8月	鉱工業生産(前年比)	5.70%	--	3.60%	--
10日(金)	ロシア	8月	貿易収支(USドル)	16.1B	--	17.1B	--
15日(水)	トルコ	8月	経常収支(USドル)	--	--	-2.63B	--
15日(水)	トルコ	7月	失業率	--	--	9.10%	--
15日(水)	南アフリカ	8月	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.40%	--
10/15-10/16	ロシア	9月	鉱工業生産(前年比)	0.20%	--	0.00%	--
17日(金)	ロシア	9月	実質小売売上高(前年比)	1.50%	--	1.40%	--
ラテンアメリカ							
10月3日(金)	ブラジル	9月	HSBCブラジル サービス業PMI	--	51.2	49.2	--
8日(水)	ブラジル	9月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	6.65%	6.75%	6.51%	--
8日(水)	メキシコ	7月	総設備投資	3.50%	3.10%	2.20%	2.30%
9日(木)	メキシコ	9月	消費者物価指数(前年比)	4.24%	--	4.15%	--
10日(金)	メキシコ	8月	鉱工業生産(前年比)	2.10%	--	2.10%	--
15日(水)	ブラジル	8月	小売売上高(前年比)	--	--	-0.90%	--
16日(木)	ブラジル	8月	経済活動(前年比)	--	--	-0.23%	--
17日(金)	メキシコ	9月	失業率	--	--	4.87%	5.19%

(注)2014年10月10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	6.1305	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7700	7.7565	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	61.055	62.50	61.50	61.00	59.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	12186	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1070.22	1045	1020	1000	990	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3511	3.2527	3.28	3.23	3.19	3.22	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.655	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2713	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.382	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	21215	21400	21400	21600	21650	21900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 39.8520	40.1093	39.00	39.40	40.00	40.50	41.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	11.0652	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.2706	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	2.3985	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.4391	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	17.728	18.02	18.33	18.56	18.82	18.89
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 14.141	14.011	14.06	14.18	14.29	14.41	14.41
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.800	1.780	1.74	1.79	1.82	1.90	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.892	0.893	0.894	0.933	0.974	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.524	10.155	10.43	10.78	11.10	11.31	11.55
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 33.767	33.412	33.23	34.06	34.80	34.78	35.67
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.494	2.434	2.43	2.49	2.51	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 86.28	85.49	85.16	87.30	89.52	91.06	89.60
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.618	3.577	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	51.23	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	2.710	2.79	2.79	2.78	2.77	2.73
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.822	10.09	10.19	10.18	10.18	10.18
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	47.864	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	45.312	45.42	45.83	45.31	45.71	44.80
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.264	8.087	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10日の9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。