

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

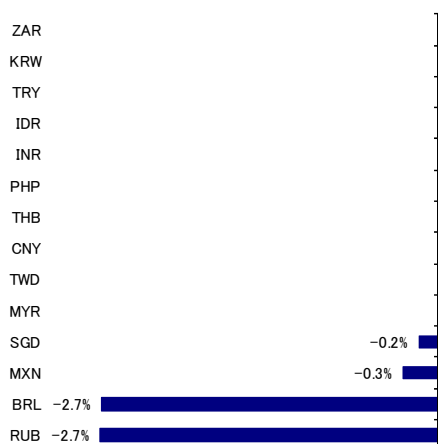
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

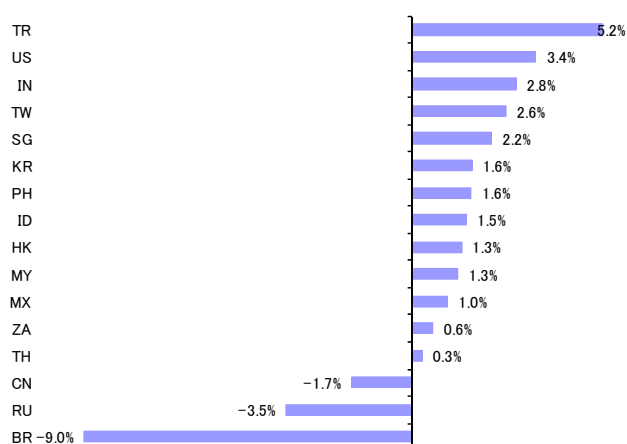
際立つロシアルーブルとブラジルリアル売り

週初 20 日は、先週末に発表された米経済指標の良好な結果を受けて世界経済に対する過度な懸念が後退する中、アジア株が全面高となるなどリスク資産に買いが入り、新興国通貨は堅調な滑り出し。ジョコ・ウィドド氏が大統領に就任したインドネシアでは IDR が 0.7% 上昇となった。一方、前週末にロシア国債が格下げされたことを嫌気して RUB は▲0.8%、世論調査で現職ルセフ大統領がリードしたことで BRL は▲1.2% の下落となった。21 日も新興国通貨への追い風が続く中、中国 7～9 月期 GDP が予想を上回ったことも手伝い堅調な値動きが続いたものの、ECB が社債の買い入れを検討していると報じられてユーロ/ドルが下落すると、ドル買いの流れが波及し新興国通貨は軟化。BRL は売りが続き、この日も▲0.8% と続落となった。しかし 22 日は一転し、ECB による追加策への期待からアジア株が上昇し、市場のセンチメントは改善。輸出勢のドル売りもあって KRW などアジア通貨は上昇したが、26 日に発表される ECB のストレステストで 11 行が失格になったとの報道や、米 9 月消費者物価指数が予想を上回ったことでドル買いが強まると新興国通貨は下落。23 日はユーロ圏 10 月 PMI（速報値）の結果を受けたユーロ買いに連れ高となる場面もみられたが、最後は堅調な米経済指標を背景としたドル買いに押された。

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

10月 FOMC は新興国通貨にとってネガティブな材料となりそう

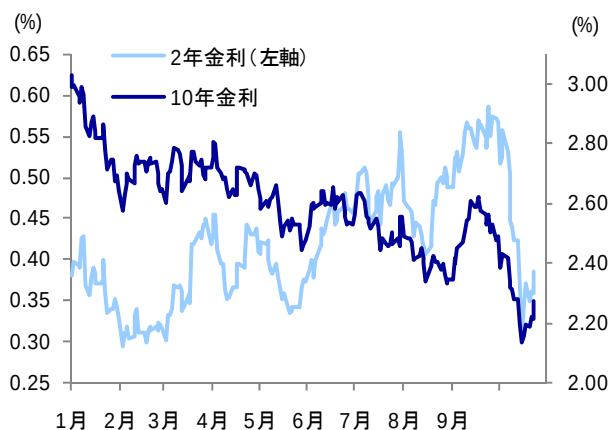
新興国通貨は概ね小動き

今週の金融市場は先週までのリスクオフトレードが巻き戻される展開。市場のセンチメントを押し下げているエボラ出血熱は米国にて新たな感染者が確認されるなど予断を許さない状況が続いているが、今週に入って発表された米国・中国の経済指標が総じて予想を上回ったことや米企業決算の堅調な結果も手伝い、市場は先週のパニック的なリスクオフから落ち着きを取り戻した。先週 2012 年以来の高水準に上昇した VIX 指数は急低下し、ダウ平均株価も先週の下落分を取り戻している。但し、世界経済の減速懸念は依然として燦燦と輝いているほか、米国利上げ先送り観測も根強く、金融市場の方向感はまだ定まっていはいない。唯一コンセンサスが形成されていると思われるのはユーロ圏経済の減速と ECB の緩和方向であり、このためユーロは上値の重い展開が続いている。こうした中、新興国通貨はリスクオフの巻き戻しとドル高の間でこう着状態となり、BRL や RUB を除けば概ね小幅な値動きに留まっている。

FOMC は予定通り QE 終了を宣言へ

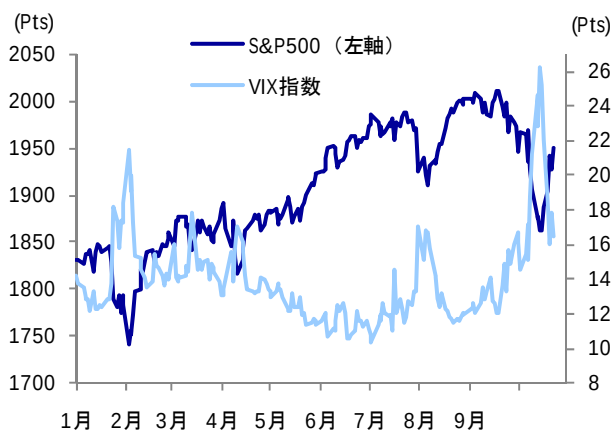
来週の新興国通貨も引き続き方向感を欠く展開がメインシナリオであるが、リスクとしてはダウンサイドを意識しておきたい。来週最大のイベントは 29 日（水）に米国にて開催される FOMC 会合となろうが、中でも市場の関心は量的緩和（QE）の終了と声明文のハト派化にあると思われる。前者については今月 16 日にブラード・セントルイス連銀総裁が、インフレ期待の低下を理由に「QE 縮小を一時停止し暫く様子見をすることが合理的」と発言したことが話題となった。しかし FOMC 内における同総裁の立ち位置や他の FRB 高官の発言を勘案すると実際にこうした措置が取られる可能性は小さく、当初の予定通り QE 終了が宣言される公算が大きいだろう。

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：米株と VIX 指数の推移（2014 年～）



(資料)ブルームバーグ

時間軸文言は維持が濃厚
ダウンサイドリスクへの言及が
ポイントに

声明文については時間軸文言「**considerable time**」の変更のほか、物価判断の下方修正、世界経済の鈍化や地政学リスクといった米国経済のダウンサイドリスクへの言及が焦点となる。このうち時間軸については 9 月 FOMC 会合の議事要旨にて、文言の変更が意図せぬシグナルを発するリスクに懸念が示されており、足許の不安定な市場環境下、なお且つ記者会見の無い今回会合にて表現を置き換える可能性は低いだろう。一方後者について、直近の FRB 高官の発言は足許の市場の混乱を懸念するものも多く、声明文にてリスクとして言及される可能性はあろう。しかし、米国経済の緩やかな回復基調が継続していると見られる中、今回会合の声明文が、上記 FOMC 議事要旨を受けて急速に高まった市場の FRB ハト派化期待を充足するほどに慎重姿勢を強めるかどうかについてはやや懐疑的である。

FOMC は市場期待ほどハト派
にならない可能性

このように考えると、今回の FOMC 会合は全体として市場の期待ほどにハト派とならないケースを警戒しておくべきではないだろうか。この場合の市場の反応としては、利上げ先送り観測の後退による米金利上昇→ドル高、あるいは株式市場が崩れることによるリスクオフ（米金利の上昇は限定的）が予想される。足許の市場環境では後者の可能性が高そうだが、いずれにしても新興国通貨にとってはネガティブ材料である。

ロシア中銀は利上げへ
アジア地域は材料難

新興国ではブラジル、ロシア、メキシコで金融政策決定会合が予定されており、このうちロシアについては 100bp の利上げ（後述）、その他は政策据え置きを見込む。ブラジルは景気の低迷が続いているがインフレ圧力は根強く金融緩和の余地は小さい。メキシコはコア消費者物価が中銀目標の前年比+3.0%付近で安定する中、国内景気に持ち直しの兆しが見られ始めている。こうした状況下、メキシコ中銀は当面現行の政策金利を維持すると見られる。この他、アジア地域では週後半にかけていくつかの国で国際収支やマネーサプライといった月次の指標が発表となるが市場の反応は限定的となるだろう。突発的なヘッドラインリスクを除けば来週は米国金融政策を睨んだ動きが新興国通貨のメインドライバーとなりそうである。

エマージングマーケットピックアップ

ブラジル:大統領選挙決選投票 世論調査でルセフ大統領が巻き返す

決選投票はルセフ大統領と
ネベス氏の一騎打ち

ブラジルでは 26 日に大統領選挙の決選投票が実施され、第一回投票において 1 位（41.6%）の票を獲得した現職のジルマ・ルセフ大統領（労働者党、PT）と下馬評を覆して 2 位（得票率 33.6%）に躍進したアエシオ・ネベス上院議員（ブラジル社会民主党、PSDB）が次期大統領の座を競いあう。

世論調査結果を巡って
ブラジル市場は乱高下

10 月半ばまでは、第一回投票にて 3 位となったマリナ・シルバ氏の支持を獲得したネベス氏が勢いで勝るとの思惑が拡がり、事実、世論調査でも同氏がルセフ大統領をリードしていたことからブラジル資産は大きく上昇した。しかしその後はルセフ大統領の支持率がネベス氏を上回り、これを受けて株価、レアルはそれまでの上昇分を吐き出している。

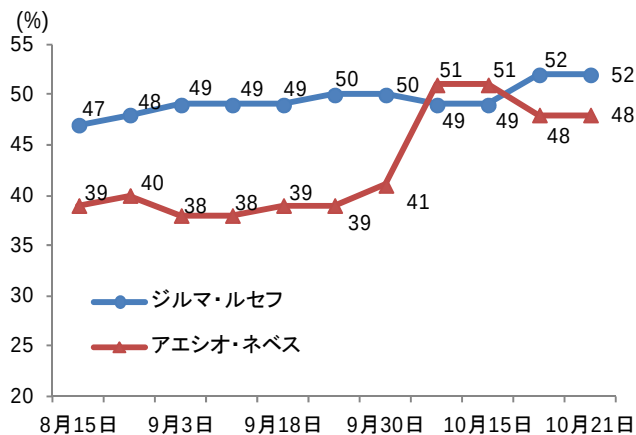
ルセフ大統領の選挙活動が
支持率を押し上げ

ルセフ大統領の支持率上昇については所得の向上や社会保障の強化といった過去の政策の成果を強調したルセフ大統領の選挙活動が功を奏した結果との指摘がある。実際、民間調査会社 **Datafolha** の調査では実体経済のテクニカルリセッション入りにも拘わらず、足許で景気の先行きに楽観的な有権者が増えている。加えて国民に絶大な人気を誇るルラ前大統領が積極的な応援活動を再開したことも大きそうだ。一方でネベス氏に対するネガティブキャンペーンも効果を発揮していると見られ、同氏の不支持率は急速に上昇している。片やネベス氏は国営石油会社ペトロブラスの贈収賄への与党議員の関与についてルセフ大統領を批判してきたが、この件についてはネベス氏の属する **PSDB** の議員が関与していた可能性も浮上しており、やや分が悪くなっている（ルセフ大統領は 18 日、PT 議員の関与を認め捜査に協力することを表明した）。

市場は選挙結果に素直に
反応しそう

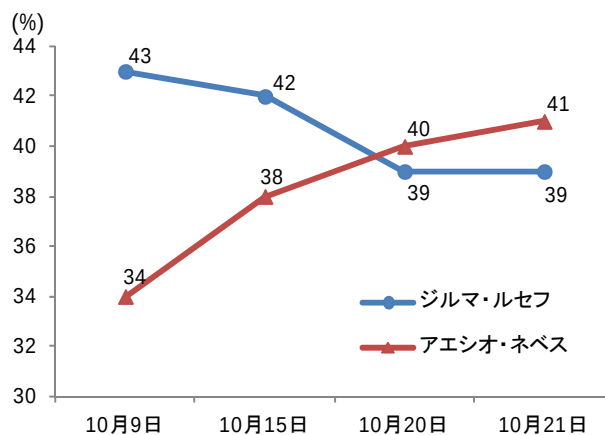
このように足許でネベス氏の勢いが落ちてきているとの見方が拡がっているものの、両候補の支持率の差は統計誤差（±2%）の範囲内に留まっており、戦局は依然拮抗している。市場予想にも偏りは見られず、現時点でのレアル相場は決選投票結果に対してスクエアな状態と言えるだろう。このため市場はルセフ大統領が再選した場合はブラジル資産売り、ネベス氏が勝利した場合は買いと、選挙結果に素直に反応するだろう。但し、同国経済は極めて困難な状況にあり、いずれの候補者が勝つにせよ難しいかじ取りを迫られるということは頭に置いておきたい。

図表 3：ブラジル大統領選挙 決選投票



(資料)Datafolha、みずほ銀行

図表 4：ブラジル大統領選挙 決選投票（不支持率）



(資料)Datafolha、みずほ銀行

ロシア中銀金融政策決定会合:100bp の利上げを予想

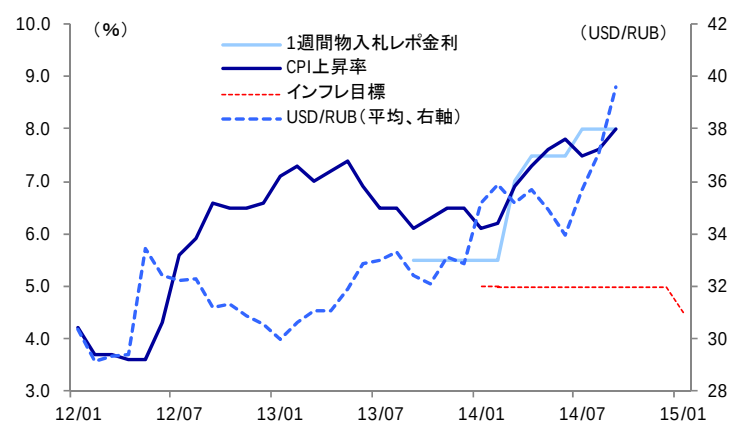
ロシア中銀は 100bp の利上げ
に踏み切ると予想

ロシアでは 31 日（金）にロシア中央銀行（CBR）の金融政策決定会合が予定されており、当社は主要政策金利である 1 週間物入札レポ金利を現在の 8.00%から 9.00%へ 100bp 引き上げると予想する。現時点でのブルームバーグの調査では、大半が 50bp の利上げを予想している。

CBR は通貨下落による
物価上昇を警戒

9 月会合では、ウクライナ問題に絡む欧米の制裁の影響を見極めたいとして、主要政策金利である 1 週間物入札レポ金利を 8.00%に据え置いたが、インフレ期待が高まり中銀の物価目標達成を脅かす場合には、追加利上げの用意があることを明らかにした。9 月会合以降に発表された、ロシア 9 月消費者物価指数（CPI）は前年比+8.0%と 8 月の同+7.6%から加速。CBR のナビウリナ総裁は 13 日に「最近インフレが加速した背景には、対ロ制裁に踏み切った国々からの食品輸入の禁止や、ルーブル安による輸入価格の上昇がある」と指摘する一方、「これらを原因とした物価高騰が続き、インフレ見通しの脅威となるようなら、金融政策の手段を活用する」と述べている。今年に入ってから CBR は 3 回にわたって合計 250bp の利上げを行っているが、これらは全て地政学的な緊張に伴うルーブル安に対処した結果である。9 月以降もロシアルーブルは断続的に最安値を更新し、10 月入り後もインフレは加速している。しかも、ルーブルの下落ペースは 2014 年の 1～3 月期と同様にかなり早いスピードで進んでおり、CBR は大幅な利上げに踏み切るだろう。

図表 5：ロシア政策金利、インフレ率、為替レート



(資料)ブルームバーグ

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17日(金)	シンガポール	9月	非石油地場輸出(前年比)	2.90%	0.90%	6.00%	--
17日(金)	マレーシア	9月	消費者物価指数(前年比)	2.60%	2.60%	3.30%	--
20日(月)	フィリピン	9月	総合国際収支	--	\$98M	\$114M	--
21日(火)	中国	9月	固定資産投資(除農村部/年初来/前年)	16.30%	16.10%	16.50%	--
21日(火)	中国	9月	小売売上高(前年比)	11.70%	11.60%	11.90%	--
21日(火)	中国	9月	鉱工業生産(前年比)	7.50%	8.00%	6.90%	--
21日(火)	中国	7~9月期	GDP(前年比)	7.20%	7.30%	7.50%	--
23日(木)	中国	10月	HSBC中国製造業PMI	50.2	50.4	50.2	--
23日(木)	シンガポール	9月	消費者物価指数(前年比)	0.90%	0.60%	0.90%	--
23日(木)	フィリピン		BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
23日(木)	台湾	9月	鉱工業生産(前年比)	6.80%	10.30%	7.03%	6.89%
24日(金)	韓国	7~9月期	GDP(前年比)	3.30%	3.20%	3.50%	--
24日(金)	フィリピン	8月	貿易収支	-\$75M	--	-\$33M	--
24日(金)	シンガポール	9月	鉱工業生産(前年比)	-0.40%	--	4.20%	--
28日(火)	韓国	10月	消費者信頼感	--	--	107	--
29日(水)	韓国	9月	国際収支:経常収支	--	--	\$7274.0M	--
10/29-10/30	タイ	9月	輸出(通関ベース/前年比)	-0.35%	--	-7.40%	--
10/29-10/30	タイ	9月	貿易収支(通関ベース)	\$1300M	--	\$1150M	--
30日(木)	韓国	9月	鉱工業生産(前年比)	3.00%	--	-2.80%	--
31日(金)	台湾	7~9月期	GDP(前年比)	3.65%	--	3.74%	--
31日(金)	タイ	9月	国際収支:経常収支	--	--	\$239M	--
31日(金)	マレーシア	9月	マネーサプライM3(前年比)	--	--	4.80%	--
11月1日(土)	韓国	10月	輸出(前年比)	--	--	6.80%	6.90%
1日(土)	韓国	10月	貿易収支	--	--	\$3361M	\$3428M
1日(土)	中国	10月	製造業PMI	--	--	51.1	--
中東欧・アフリカ							
10月17日(金)	ロシア	9月	実質小売売上高(前年比)	1.40%	1.70%	1.40%	--
17日(金)	ロシア	9月	失業率	4.90%	4.90%	4.80%	--
22日(水)	南アフリカ	9月	CPI(前年比)	6.10%	5.90%	6.40%	--
23日(木)	トルコ		指標レポート	8.25%	8.25%	8.25%	--
28日(火)	南アフリカ	7~9月期	南アフリカ失業率	--	--	25.50%	--
30日(木)	トルコ	10月	消費者信頼感指数	--	--	74.0	--
31日(金)	ロシア	10月	HSBCロシア製造業PMI	--	--	50.4	--
31日(金)	ロシア		政策金利	8.50%	--	8.00%	--
31日(金)	南アフリカ	9月	貿易収支(ラント)	--	--	-16.3B	--
ラテンアメリカ							
10月17日(金)	メキシコ	9月	失業率	4.80%	4.75%	4.87%	4.83%
21日(火)	ブラジル	10月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.66%	6.62%	6.62%	--
22日(水)	メキシコ	8月	小売売上高(前年比)	2.70%	4.40%	2.00%	1.20%
24日(金)	ブラジル	10月	FGV消費者信頼感	--	--	103.0	--
24日(金)	ブラジル	9月	経常収支	-\$7000M	--	-\$5489M	--
24日(金)	メキシコ	8月	経済活動IGAE(前年比)	2.30%	--	2.52%	--
10/29-10/30	ブラジル		SELICレート	11.00%	--	11.00%	--
30日(木)	ブラジル	10月	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	3.54%	--

(注)2014年10月24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	6.1197	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7700	7.7572	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	61.281	62.50	61.50	61.00	59.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	12063	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1056.14	1045	1020	1000	990	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3511	3.2740	3.28	3.23	3.19	3.22	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.807	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2768	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.399	30.00	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.36	32.80	32.20	31.30	31.00	31.80
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21360	21265	21400	21400	21600	21650	21900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 39.8520	41.7281	39.00	39.40	40.00	40.50	41.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.9770	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.2356	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	2.5000	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.5554	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	17.681	18.02	18.33	18.56	18.82	18.89
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 14.141	13.948	14.06	14.18	14.29	14.41	14.41
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.800	1.766	1.74	1.79	1.82	1.90	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.897	0.893	0.894	0.933	0.974	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.524	10.245	10.43	10.78	11.10	11.31	11.55
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 33.767	33.048	33.23	34.06	34.80	34.78	35.67
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.494	2.415	2.43	2.49	2.51	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 86.28	84.74	85.16	87.30	89.52	91.06	89.60
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.618	3.559	3.63	3.64	3.68	3.70	3.67
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.393	3.344	3.32	3.42	3.55	3.61	3.52
ベトナムドン	(10000VND)	0.47 ～ 0.52	50.88	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	2.593	2.79	2.79	2.78	2.77	2.73
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.857	10.09	10.19	10.18	10.18	10.18
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.399	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	43.280	45.42	45.83	45.31	45.71	44.80
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.264	7.982	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24日の8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。