

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

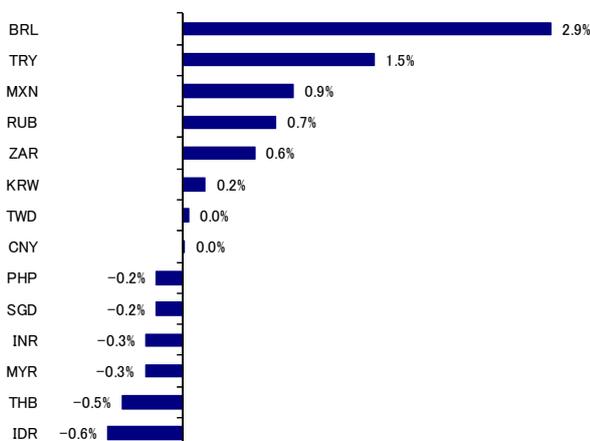
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

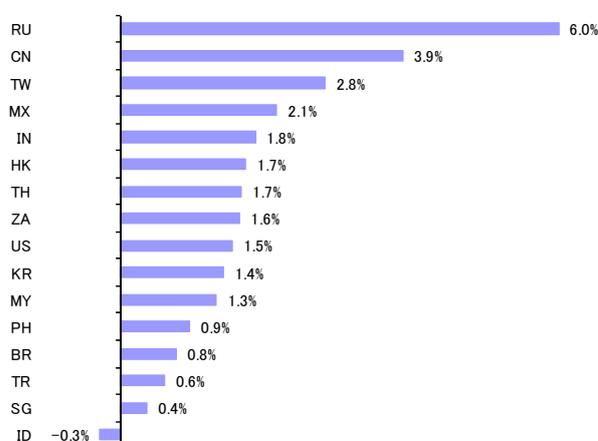
最終的にはドル買いに打ち勝つ

週初 27 日の新興国通貨は買いが先行。独 10 月 IFO 企業景況感指数が 2 年ぶりの低水準となったことは売り圧力となったものの、米 9 月中古住宅販売仮契約の弱い結果を受けたドル売りもあって底堅く推移。一方、週末に行われたブラジル大統領選挙で現職のルセフ大統領が勝利したことを嫌気して BRL は▲1.9%下落したほか、RUB も前週から流れは変わらず▲1.1%値を下げた。翌 28 日も RUB 売りが続いたほか、IDR は政府が燃料補助金の削減を決めかねていることが重石となり▲0.5%となった。しかし、弱い米経済指標を背景としたドル売り地合いが続く中、そのほかの通貨に関しては概ね堅調で、特に BRL については最近の下げがきつかったこともあって 2.4%超と急騰。29 日は FOMC を控えて、ハト派姿勢への期待からアジア通貨は上昇する展開だったものの、注目の FOMC では労働市場のスラックに係る文言は明確に上方修正されたうえ、海外景気に対する懸念も明確な言及はなく、一気にドル買いに転じた。30 日もドル買い地合いが続いたが、米 7~9 月期 GDP (1 次速報) において個人消費が予想を下回ったことからドル売りの流れとなり、新興国通貨は反発している。RUB は本日に金融政策会合を控えた買い戻しもあって 3.3%上昇したほか、BRL も予想外の利上げを背景に 2.5%の大幅な反発をみせている。

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: ブラジルボベスパ指数、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

先進国の重要指標・イベントを睨んだ展開

今週の新興国通貨は上下に動く展開。世界的なリスクセンチメントの改善が続く中、週央までは堅調地合いを保った後、**29**日の**FOMC**を受けて一旦売り優勢となるも、米金利の落ち着きを受けて再び買い戻された。

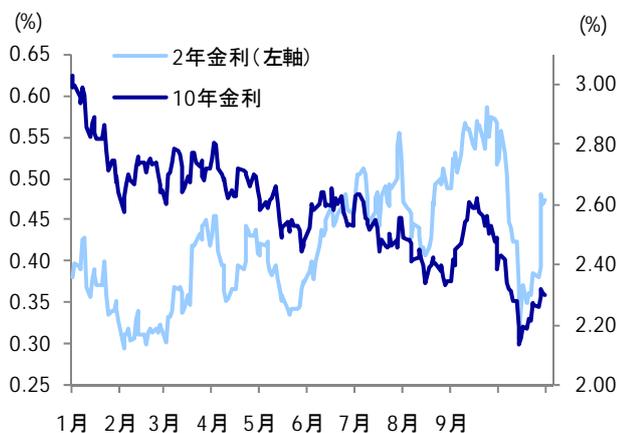
出口戦略先送り観測は後退

FOMC 会合の結果及びその後の市場の反応は概ね想定通りとなった。すなわち **FOMC** は当初の予定通り資産購入プログラムの終了を決定。声明文では時間軸文言「**considerable time**」を維持、短期的なインフレ見通しを下方修正する一方で労働市場に関する判断を上方修正し、労働市場の弛みについても徐々に縮小していくとした。意外感があったのは月央の世界的リスクオフの一因となった世界経済の減速や金融市場のボラティリティ上昇に対する警戒が一切示されなかったことである。**9**月**FOMC** 議事要旨にてこれらのリスクが議論されていたことが判明して以来、市場は**FRB** のハト派化期待を高め、声明文でも言及があるのではと予想していたためサプライズであった。これらを受けて **29** 日の米金利は **2** 年債利回りが前日比**+8bp**、**5** 年債利回りが同**+7bp** と短中期金利を中心に大きく上昇、利上げ先送り期待が修正された格好となっている。

中期的なドル高/新興国通貨安の可能性高まる

以上のように今週の**FOMC** 会合では**FRB** が米国経済の回復に自信を深めていることが示されたが、このタイミングでタカ派シグナルと解されかねない文言変更を行ったことは、緩和先送り観測を強める市場へのけん制との捉え方もできよう。経済指標の振れや地政学リスク等により上下はあるものの、米国の利上げに向けてドル高が続いていくとの我々の見方をサポートする内容である。この間、新興国通貨には、通貨毎に程度の差はあれ、向かい風が吹き続けることになる。

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

米指標は同国経済の底堅さを示唆しよう

来週は米国で 10 月の **ISM** 製造業景況指数、雇用統計や中間選挙、欧州では **ECB** 理事会に英中銀金融政策決定会合と先進国にて重要経済指標、イベントが多数予定されており、これらを受けたドルの動向が新興国通貨の騰落を規定しよう。米指標については製造業関連指標で幾分弱い結果が予想されるが、再注目の雇用統計については 20 万人以上の雇用増加幅を維持する可能性が高くドルを下支えしそうだ。中間選挙は上下院とも共和党の優勢が伝えられているが、これによりホワイトハウスの機能不全が急速に改善するとは考えにくく、短期的な市場への影響は限定的であろう。

中国経済に対する悲観論は後退するか

新興国では 1 日（土）に中国 10 月製造業 **PMI** の発表が予定されている。同国では 9 月貿易統計や鉱工業生産が予想を上回る良好な結果を見せており、政府当局の的を絞った緩和策が効き始めたとの見方が広がっている。既に発表されている 10 月 **HSBC** 製造業 **PMI** が 9 月の 50.2 から 50.4 に上昇しており、より内需の動向を反映するといわれる国家統計局の **PMI** も同様の動きを見せれば中国経済に対する過度の悲観論が後退し、市場のリスクセンチメント向上に寄与するだろう。このほか、同日に発表される韓国 10 月貿易収支はハードデータとして速報性に優れており、先進国及びアジア地域の需要を図る上で注目の材料である。

タイ・マレーシア中銀は金融政策据え置きの公算

経済指標以外では 5 日（水）にタイ、6 日（木）にマレーシアにて金融政策決定会合が実施されるが、いずれも政策据え置きを予想。このうちマレーシアについては従来年内の追加利上げを予想していたが年内は据え置きとの予想に変更する。13 日マレーシア中銀（**BNM**）のゼティ総裁は **WSJ** のインタビューに対して世界経済が依然として不透明であり、マレーシア経済には緩和的な金融政策が必要であるとの見方を示した。また国内金融システムの安定に関しては、引き続き注視しているものの必ずしも金融政策を用いる必要はなく、マクロプルデンシャル政策での対応も可能であったとした。

マレーシアは来年1~3月の利上げを見込む

こうしたコメントは 7 月の利上げ実施時に見せた金融政策の正常化に前向きな姿勢と比べてハト派的であると言えるが、恐らく 10 月以降の世界経済の減速懸念や地政学リスクの高まりを受けてのものであろう。但し、前述のインタビューでもゼティ総裁は国内経済自体に関しては楽観的な見方を崩してはおらず、実際、前回 9 月の会合以降に発表された経済指標は貿易収支が輸出入ともに増加、鉱工業生産も増勢を強めるなど、同国経済の回復基調に変調は見られない。以上から、年内については政策据え置きの可能性が高まったものの、世界経済を取り巻く不透明感が後退し次第、来年 1~3 月期には再び金融政策の正常化プロセスに復するものと考えられる。

エマージングマーケットピック

ブラジル中銀金融政策決定会合:予想外の利上げに踏み切る

COPOM 会合は予想外の
25bp 利上げを決定

29日に実施された金融政策委員会(COPOM)会合にてブラジル中銀(BCB)は現状維持の市場予想に反して、政策金利である SELIC レートの 25bp 引き上げを決定した。直前のブルームバーグ調査ではエコノミスト 53 人中利上げを予想していたのは 1 人だけだった。声明文によれば今回の決定は全会一致ではなく、8 人中 3 人は政策据え置きを主張していた。

声明文要旨(日本語訳は筆者):

「前回の会合以降、特に経済における相対的な価格調整の強まり (*the intensification of the relative price adjustments*) がインフレに係るリスクを悪化させた。委員会は、こうした状況を勘案した場合、2015 年及び 2016 年のインフレ見通しを、より少ないコストで確実に抑制するためには、金融政策を調整することが適切であると判断した。」

COPOM 内での意見相違は
2013 年 4 月 17 日以来

ブラジル中銀の金融政策を巡っては、これまでの利上げにもかかわらず消費者物価指数が高水準で張り付いており低下の兆しが見えないこと、今後もリアル安による輸入物価の上昇が波及し、国内物価を押し上げる可能性が高いことなどから、金利スワップ市場も 1 年以内に 50bp 程度の利上げを見込んでおり、後はタイミングの問題だった。ただトンビニ BCB 総裁を含め BCB 高官からは喫緊の引き締めに関するシグナルは発せられていなかった(むしろインフレは抑制されているとしていた)ため、このタイミングでの政策変更はサプライズとなった。COPOM 内で意見が割れたのは 2013 年 4 月 17 日に 25bp の利上げを決定して以来であり、このことも BCB が市場の機先を制して動こうとしたことを示している。

BRL 急落が利上げの背景か

声明文中の「*relative price adjustments*」が何を指すかは定かではないが、大統領選挙決選投票を前に BRL が 1 ドル 2.50 を超え 2008 年以來の安値を付けたことは BCB を動かした大きな要因の一つであろう。大統領選の終了やルセフ大統領が演説にてインフレ抑制の継続を強調したこともある程度影響したと考えられるが、いずれにしても BCB が早めに手を打ったことは同中銀の信認を高める上でポジティブである。

追加利上げについては意見が
分かれる

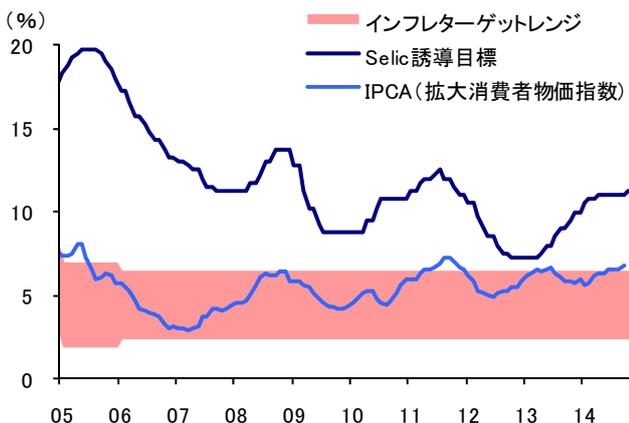
今回の利上げが新たな利上げサイクルの始まりとなるかどうかについては見方が分かれている。政策据え置きを主張した委員がいたことから利上げは単発との見方もあるが、上述した前回 2013 年 4 月時はそこから 1 年に渡る利上げプロセスが開始しており一概には言えない。この点については来週 11 月 6 日(木)に公表となる COPOM 議事録にてヒントを探すこ

ととなろうが、個人的には依然として利上げの余地はあると考えており、今回、早期の利上げが最終的なコストを抑える、との論理で利上げに動いた以上はそうしたスタンスを維持して更なる引き締め動くべきではないだろうか。

BRL 相場はルセフ政権の政策次第

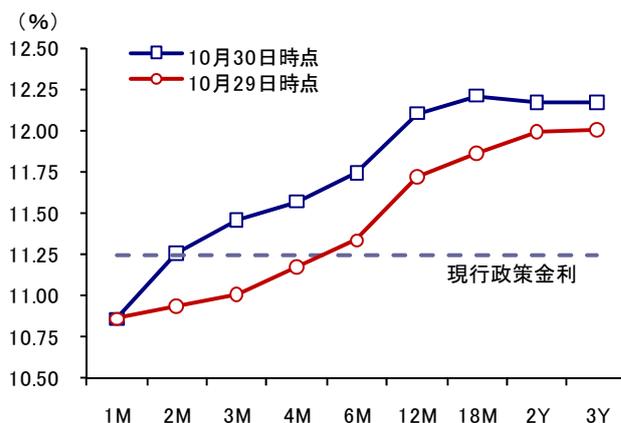
以上のように今回の **BCB** の利上げはブラジル経済及び **BRL** 相場にとってポジティブサプライズであったと言えるが、**BRL** の今後については依然 **2** 期目のルセフ政権の政策次第であり、楽観は禁物であろう。

図表 3：ブラジル 消費者物価指数と政策金利



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：ブラジル 金利スワップカーブ



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

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	-\$100M	-\$17M	-\$33M	-\$41M
24日(金)	シンガポール	9月	鉱工業生産(前年比)	-0.80%	-1.20%	4.20%	4.00%
28日(火)	タイ	9月	貿易収支(通関ベース)	\$1300M	-\$1798M	\$1150M	--
29日(水)	韓国	9月	経常収支	--	\$7624.6M	\$7274.0M	\$7196.7M
30日(木)	韓国	9月	鉱工業生産(前年比)	2.80%	1.90%	-2.80%	--
31日(金)	台湾	7~9月期	GDP(前年比)	3.90%	--	3.74%	--
31日(金)	タイ	9月	経常収支	\$638M	--	\$239M	--
11月1日(土)	韓国	10月	輸出(前年比)	1.40%	--	6.80%	6.90%
1日(土)	韓国	10月	貿易収支	\$4900M	--	\$3361M	\$3428M
1日(土)	中国	10月	製造業PMI	51.2	--	51.1	--
3日(月)	韓国	10月	HSBC韓国製造業PMI	--	--	48.8	--
3日(月)	中国	10月	非製造業PMI	--	--	54.0	--
3日(月)	中国	10月	HSBC中国製造業PMI	50.4	--	50.4	--
3日(月)	インドネシア	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.53%	--
3日(月)	インド	10月	HSBCインド製造業PMI	--	--	51.0	--
3日(月)	インドネシア	9月	貿易収支	--	--	-\$318M	--
3日(月)	タイ	10月	消費者物価指数(前年比)	1.60%	--	1.75%	--
4日(火)	韓国	10月	消費者物価指数(前年比)	1.30%	--	1.10%	--
4日(火)	シンガポール	10月	購買部景気指数	--	--	50.5	--
5日(水)	台湾	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.72%	--
5日(水)	フィリピン	10月	消費者物価指数(前年比)	4.20%	--	4.40%	--
5日(水)	中国	10月	HSBC中国サービス業PMI	--	--	53.5	--
5日(水)	タイ		タイ中央銀行指標金利	2.00%	--	2.00%	--
11/05-11/07	インドネシア	7~9月期	GDP(前年比)	--	--	5.12%	--
6日(木)	マレーシア		BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
7日(金)	マレーシア	9月	貿易収支	5.75B	--	3.86B	--
7日(金)	台湾	10月	貿易収支	--	--	\$3.50B	--
8日(土)	中国	10月	貿易収支	--	--	\$30.94B	\$30.96E
中東欧・アフリカ							
10月31日(金)	ロシア	10月	HSBCロシア製造業PMI	50.0	--	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)	-11.5B	--	-16.3B	--
11月3日(月)	トルコ	10月	HSBCトルコ製造業PMI	--	--	50.4	--
3日(月)	トルコ	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	8.86%	--
3日(月)	南アフリカ	10月	カギの製造業PMI	--	--	50.7	--
11/05-11/06	ロシア	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	8.00%	--
ラテンアメリカ							
10月24日(金)	ブラジル	9月	経常収支	-\$7000M	-\$7907M	-\$5489M	-\$5493M
24日(金)	メキシコ	8月	経済活動IGAE(前年比)	2.30%	1.29%	2.52%	2.49%
30日(木)	ブラジル		SELICレート	11.00%	11.25%	11.00%	--
11月3日(月)	ブラジル	10月	HSBCブラジル製造業PMI	--	--	49.3	--
3日(月)	メキシコ	10月	HSBCメキシコ製造業PMI	--	--	52.6	--
4日(火)	メキシコ	9月	送金総額	--	--	\$2010.4M	--
4日(火)	ブラジル	10月	貿易収支(月次)	--	--	-\$939M	--
4日(火)	ブラジル	9月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.40%	--
6日(木)	ブラジル		COPOM議事要旨				
7日(金)	ブラジル	10月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	6.75%	--
7日(金)	メキシコ	10月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.22%	--

(注)2014年10月31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		SPOT	12月	2015年			
		1~9月(実績)				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	6.1154	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7500	~ 7.7700	7.7553	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335	~ 63.308	61.454	62.50	61.50	61.00	59.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254	~ 12280	12139	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン	(KRW)	1008.37	~ 1089.71	1053.75	1045	1020	1000	990	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415	~ 3.3511	3.2830	3.28	3.23	3.19	3.22	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208	~ 45.485	44.900	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365	~ 1.2830	1.2778	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル	(TWD)	29.771	~ 30.636	30.390	30.00	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ	(THB)	31.74	~ 33.15	32.54	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	41.5020	39.00	39.40	40.00	40.50	41.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728	~ 11.3909	10.8764	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ	(TRY)	2.0617	~ 2.3900	2.1994	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	2.4026	2.40	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.8193	~ 13.6063	13.4383	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	17.876	18.02	18.33	18.56	18.82	18.89
香港ドル	(HKD)	12.975	~ 14.141	14.096	14.06	14.18	14.29	14.41	14.41
インドルピー	(INR)	1.602	~ 1.800	1.779	1.74	1.79	1.82	1.90	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823	~ 0.921	0.901	0.893	0.894	0.933	0.974	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.267	~ 10.524	10.374	10.43	10.78	11.10	11.31	11.55
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187	~ 33.767	33.299	33.23	34.06	34.80	34.78	35.67
フィリピンペソ	(PHP)	2.220	~ 2.494	2.435	2.43	2.49	2.51	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	79.00	~ 86.28	85.55	85.16	87.30	89.52	91.06	89.60
台湾ドル	(TWD)	3.322	~ 3.618	3.597	3.63	3.64	3.68	3.70	3.67
タイバーツ	(THB)	3.061	~ 3.393	3.360	3.32	3.42	3.55	3.61	3.52
ベトナムドン	(10000VND)	0.47	~ 0.52	51.42	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	2.634	2.79	2.79	2.78	2.77	2.73
南アフリカランド	(ZAR)	8.944	~ 10.174	10.051	10.09	10.19	10.18	10.18	10.18
トルコリラ	(TRY)	42.878	~ 49.525	49.704	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	45.501	45.42	45.83	45.31	45.71	44.80
メキシコペソ	(MXN)	7.442	~ 8.264	8.135	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31日の9時20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。