

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

斎藤 周

03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

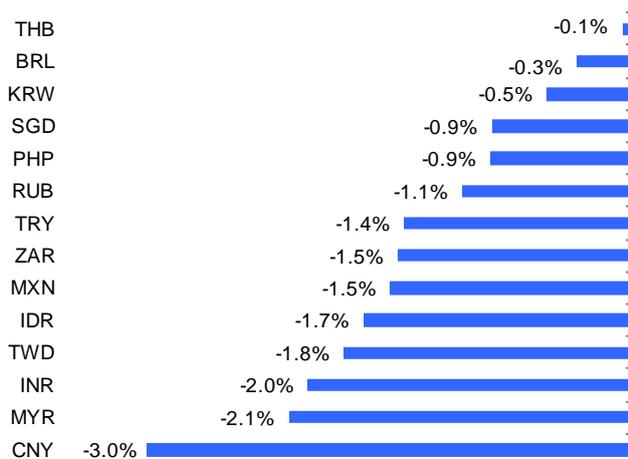
今週のエマージングマーケット

CNYの基準値引き下げで、新興国通貨は連れ安

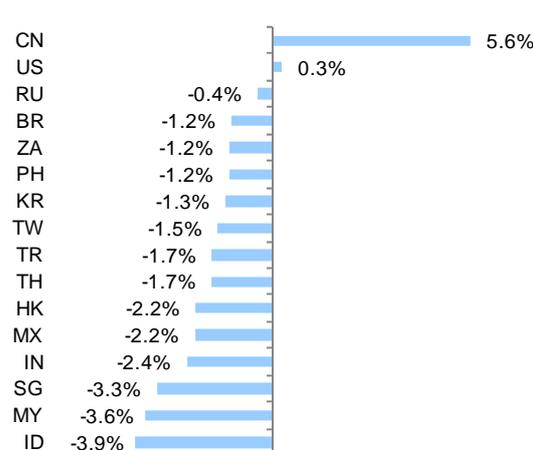
今週の新興国通貨は総じて下落。週初10日は、先週末に発表された米7月雇用統計が市場予想を下回るも、まずまずの結果となったことを受けて、市場は全般的に動意に乏しい展開。しかし、11~13日にかけて中国人民銀行(PBoC)がCNYの基準値を引き下げると(3日通算、対ドルで約▲4.5%の下落)、アジアを中心に新興国通貨はCNYに連れ安となり対ドルで大幅に下落した。更なるドル高進行は米国経済の足かせとなるため、FRBが利上げを遅らせるとの観測が拡がる中、米6月JOLT求人が冴えない結果になるとドルは軟化、新興国通貨も一旦落ち着きを取り戻した。

個別通貨でみてもCNYの基準値引き下げの影響は大きく、CNY(▲3.0%)はもちろんのこと、MYR(▲2.1%)、INR(▲2.0%)、TWD(▲1.8%)、IDR(▲1.7%)、MXN(▲1.5%)と新興国通貨は軒並み下落した。一時、MYRとIDRは17年ぶり、TWD、PHP、SGDは5年ぶりの安値圏となった。MYR下落には政治問題や外貨準備減少も影響したとみられる。また、INRでは国内のインフレ率低下による利下げ期待高まりが下落要因となった。なお、インドネシア中銀はIDR防衛のため大規模なドル売りの為替介入を行ったほか、ベトナム国立銀行は取引バンドの拡大に踏み切った。

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

エマージングマーケット短期見通し

新興国通貨反転の材料は乏しい

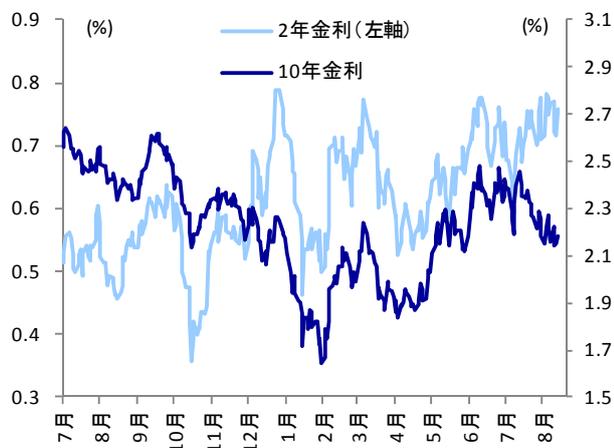
PBoC による基準値の引き下げにより、市場環境は大幅に変化

PBoC による CNY の基準値の引き下げ（次頁詳細）は、2005 年 7 月の管理変動相場制への移行後で最大の引き下げ幅となった。また、米国の利上げや 9 月の米中首脳会談を控えたタイミングで実施されたことから、外交の地ならしすら行えない程に中国経済の低迷が深刻であるとの憶測を呼び、市場では大きな驚きとして受け止められたためリスクオフの動きが広がった。アジア新興国では、経済の輸出依存度が高い韓国や台湾等で、輸出競争力の低下から貿易収支が悪化すると見る向きもあり通貨下落が目立った。債券市場をみると、CNY 安を背景としたドル高の更なる進行が FRB 利上げの足かせになるとの推測から、米 7 月雇用統計以降に高まっていた 9 月利上げ期待は後退し、米国債は短期・長期ともに金利が低下している。さらに、中国の景気停滞により、原油を始めとした資源需要の低迷が当面続くとの見方を背景に、コモディティ価格も下落した。

新興国通貨安の環境は続く

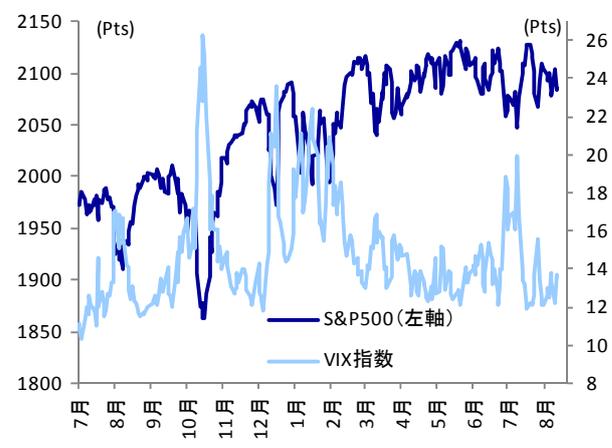
来週の新興国通貨は軟調推移を予想する。ここもとの新興国通貨は、①米国の利上げ期待に伴うドルインデックスの上昇、②中国の景気停滞、③原油を始めとしたコモディティ価格下落が相場の重石となってきた。確かに CNY の基準値引き下げが米利上げ期待の後退を招いたため、ドル軟化・新興国通貨高要因になるともいえる。しかし、利上げ期待後退は CNY 安→ドル高→米経済悪化懸念によるものであり、結局は新興国通貨のネガティブ材料（ドル高）である。またアジア新興国では輸出先である中国景気の反転が見えず、輸出不振が景気の重石になっていることや、CNY 安に対抗するために（資金流出等に繋がらない程度であれば）自国通貨安を容認する可能性が高い。さらに、需要不足懸念によるコモディティ価格低迷が続くとみられ、資源国通貨も軟調な推移となるだろう。

図表 1: 米国債利回りの推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 米株と VIX 指数の推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

エマージングマーケット: 国別の注目材料

中国: 中心レートを大幅に CNY 安方向へ設定、輸出振興策が

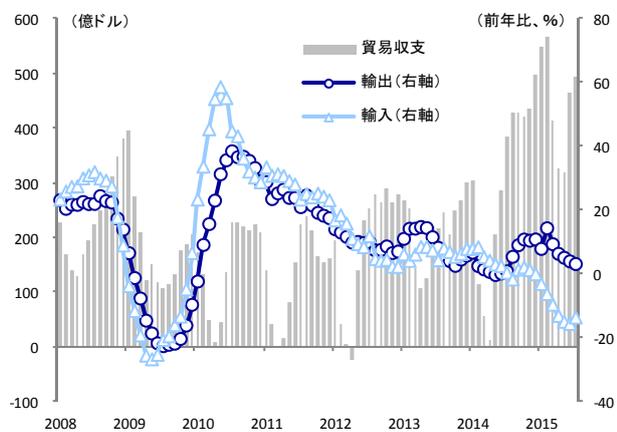
PBoCは、為替の自由化の一環と述べるも、真意は輸出振興策と見られる

11日に発表されたPBoCの基準値は、対ドルで6.2298(10日 6.1162)と前日比▲1.9%の大幅なCNY安方向に設定された。これを受けて、CNY(オンショア人民元)は急激に売り込まれ、前日6.21近辺から一時6.33台までCNY安が進む展開となった。同日PBoCは、今回のレート設定に関するQ&Aを発表した。マクロ経済指標が示す適正レートと市場実勢レートの乖離が大きくなったため、一度限りの補正を行ったと説明しており、今次補正は市中レートを尊重しながら基準値を決定する「為替レートの自由化」の一環とも述べた。

但し、額面通り市場自由化の流れの中で今回の決定がなされたと見る市場参加者は少ない。むしろ、前週末8日に発表された中国7月貿易黒字が430.3億ドルと、市場予想(532.5億ドル)を大きく下回る結果となり、輸出が前年比▲8.3%と4か月ぶりの大幅な減少となったことを受けて、輸出振興のためにCNY安政策を実施したとの解釈が主流になっている。実際、7月24日に国務院が輸出入の安定成長を促すために、CNYの日次変動幅(バンド)拡大を検討する旨の政策意見を公表しており、輸出振興のための為替政策が事前に検討されていたとみられる。来年にIMF特別引き出し権(SDR)構成通貨への採用の是非を控える中で、バンド拡大等の制度変更を伴う政策は実質的な「介入」と受け止められかねず、中国政府がそうした為替政策はSDR採用の阻害要因になると判断し、為替市場の「自由化」とも主張できる「基準値を市場実勢値に近付ける政策」を取ったと考えられる。

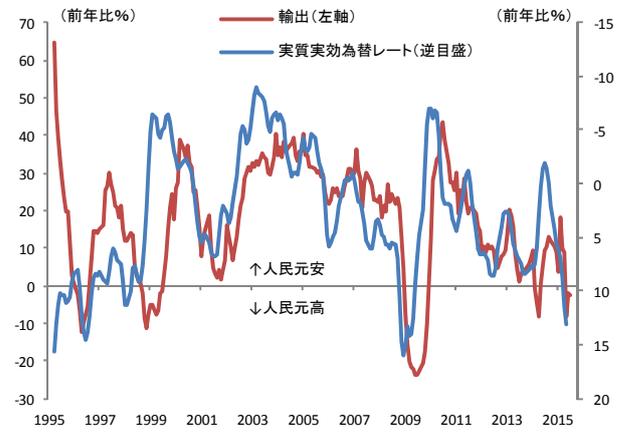
一連の動きを受けて、CNY安政策であるバンド拡大の必要性は薄れており、来年3月の全人代前後までバンド拡大はないだろう。また、PBoCはオンショアの引けレートを基準値の参照にすると述べており、以前より市中レートの影響を受けることから、当面のCNY相場は変動幅の大きい状態が続くと予想する。

図表3: 中国 貿易収支



(資料)中国海関総署、CEIC、みずほ銀行 (注)3か月移動平均

図表4: 中国 CNY 実効為替レートと輸出伸び率



(資料)Bloomberg、みずほ銀行

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

消費者物価指数は横ばいに転じるも、引き続き輸入物価上昇リスクが高く、BI は現状維持継続か

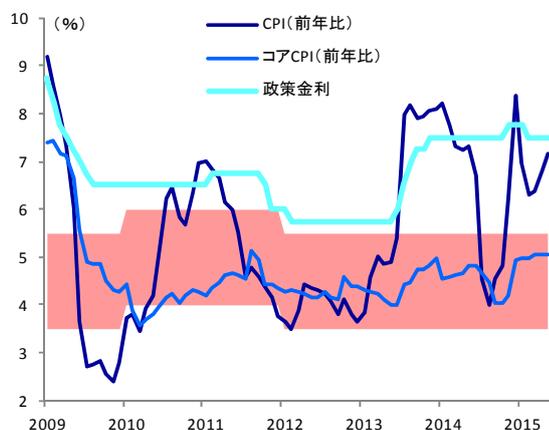
18 日(火)に開催されるインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合は、現状の金融政策を据え置くと予想する。前回 7 月 14 日の会合では、声明文に目立った変更はなく、景気は依然低迷しているが年後半には加速するとの見方が維持された。物価についても、2015 年のインフレ率が BI の物価目標(+3.0%~+5.0%)に留まるとの見方を維持している。前回会合後に発表された指標をみると、7 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.26%と 6 月(同+7.26%)から横ばいとなったが、依然として BI のインフレ目標を上回って推移している。また、4~6 月期の GDP が同+4.67%と 2 期連続で上昇幅が縮小するなかで、インドネシア統計局のサスミ副局長は、7 月のコア CPI が同+4.86%と前月(同+5.00%)を下回ったことを受けて、BI は利下げをすべきと発言している。しかし、IDR はアジア通貨危機直後の最安値(2008 年 11 月の 13000)を更新しており、輸入物価上昇によるインフレ圧力は高まっている。そのため、景気後退が深刻化する中でも BI の利下げ余地は小さく、今会合で BI は政策金利を据え置くだらう。

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

消費者物価指数は、トルコ中銀の想定水準近辺で推移。今回は据え置きを予想

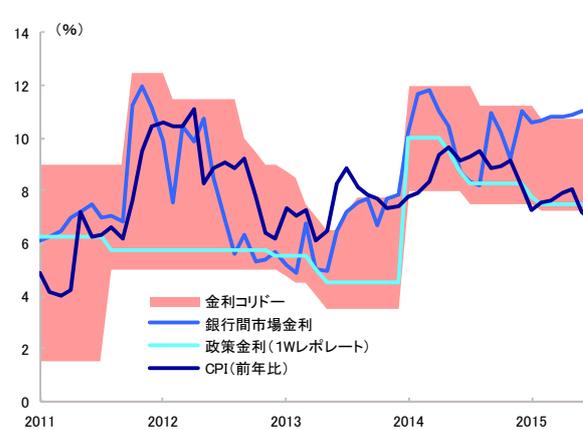
18 日(火)に開催されるトルコ中銀(CBRT)の金融政策委員会は、政策据え置きを予想する。前回会合後の経済指標をみると、7 月消費者物価指数(CPI)が前年比+6.81%と 2 か月連続で上昇幅が縮小。7 月鉱工業生産も前年比+5.5%と 2013 年 12 月以来の高い伸び率を記録する等経済に好転の兆しが見え始めている。また、7 月 30 日に CBRT が発表したインフレレポートでは、2015 年のインフレ予想値について前年比+6.9%と前回(4 月)の同+6.8%から若干上方修正された。また、9 月に向けてインフレ率はピークアウトし、年末にかけては方向感のない動きに終始するとの見通しが発表された。そのため CBRT は、利上げを急ぐほど年内の物価上昇を見込んでおらず、当面は様子見姿勢を取ると考えられる。尚、同時に CBRT は、現状のコリドーを含む 4 つの政策金利を併用

図表 5: インドネシア 政策金利とインフレ率



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 6: トルコ 政策金利とインフレ率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

する方法について、金融政策の透明性を高めるために見直しを検討していると発表しており、将来的に政策金利が一本化される可能性があるだろう。

インド：消費者物価指数は大幅に減速

食料品価格の落ち着きによるインフレ率減速で、RBI の利下げ余地は拡大

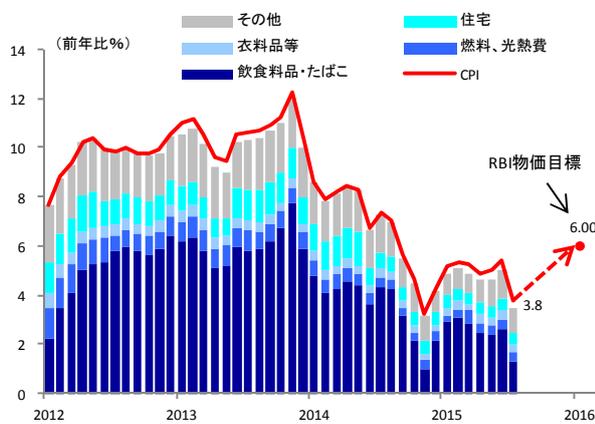
12日に発表されたインド7月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.8%と市場予想(同+4.4%)を下回り、6月同+5.4%から大幅に減速した。内訳をみると食料品が7月同+2.9%と6月(同+5.7%)から上昇幅が大きく縮小している。食料品のなかでも6月に高い伸び率をみせた豆類(6月同+22.2%→7月同+22.9%)や卵・魚・肉類(6月同+6.9%→7月同+6.6%)が7月はほぼ横ばいと、落ち着きを取り戻したほか、野菜(6月同+5.3%→7月同▲7.9%)の下落が影響した。7月に開催されたインド中銀(RBI)の金融政策決定会合では、RBIが利下げ余地を探る中で6月CPIが予想外に加速したため、先行きのインフレ率上昇への懸念から政策金利が据え置かれた。モンスーン期(雨期)が終了していないことから、食料品価格上昇への懸念は依然として残存している(インドではモンスーン期の雨量が食料品価格に影響)ほか、RBIは今後の政策変更においては政府による構造改革の進捗や米利上げ動向も注視するとしている。しかし、7月CPIがRBIのインフレ目標(2016年1月までに物価上昇率6%)を大きく下回ったことにより、RBIの年内追加緩和余地は拡大したといえよう。

韓国：BOKは予想通りの現状維持

BOKは足許の景気回復モメンタムに手ごたえを感じるも、中国リスクを警戒

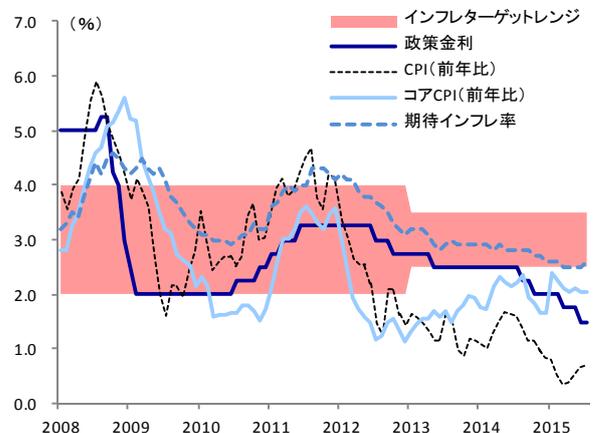
韓国中銀(BOK)は13日の金融通貨委員会にて予想通り、全会一致で政策金利を現状の1.5%に据え置いた。声明文及び会見では、家計債務の積み上がり懸念を示しつつも、中東呼吸器症候群(MERS)による混乱が収束することや過去の利下げ効果の顕在化により、国内景気は徐々に向上するという前回のスタンスをほぼ踏襲した。しかし、現在は国内よりも国外のほうがリスク要因として大きいとの考えを新たに示した。特に、「直近の人民元切り下げが韓国貿易に与え

図表 7: インド 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 8: 韓国 政策金利とインフレ率



(資料)CEIC、みずほ銀行

る影響に注視する」、「中国減速リスクの高まりが韓国経済見通しを不透明にする」と述べる等、とりわけ中国を主なリスク要因としている。以上のことから、BOKは国内経済が概ね巡航速度に戻りつつある手ごたえを感じており、当面は様子見スタンスを継続すると思われる。しかし、中国の景気低迷が深刻化する場合は、追加利下げを含む政策対応を行う可能性があるだろう。

ブラジル：小売売上高は5か月連続で減少

ブラジルへの個人消費主導の経済成長モデルの適用は限界

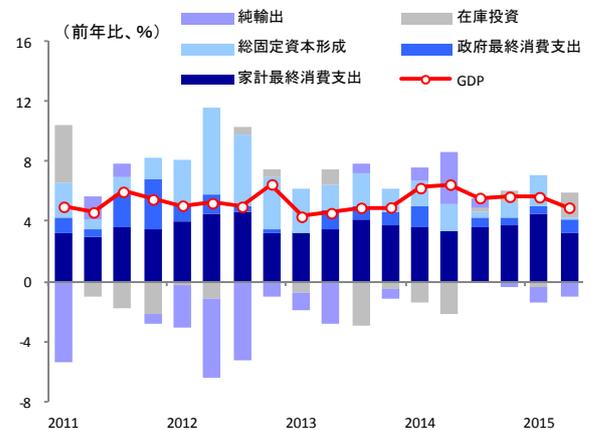
12日ブラジル地理統計院（IBGE）が発表した6月小売売上高は前月比▲0.4%（5月同▲0.9%）と5か月連続で減少した。また、自動車や建材を含む広義小売売上高は6月同▲0.8%（5月同▲1.8%）と7か月連続の減少となった。内訳をみると自動車・オートバイと書籍を除く全ての業種が減少しており、特に家具や家電などの耐久消費財への支出が控えられた模様である。四半期ベースでも、4～6月期広義小売売上高は前期比▲3.5%となり2四半期連続で減少している。小売売上高と高い相関にある消費者信頼感、ブラジル中銀（BCB）による利上げや急速な経済の落ち込み、国内の政治的混乱を背景に低下している。BCBは直近7月の金融政策委員会（COPOM）でも政策金利を引き上げたが、声明では利上げサイクルを一旦打ち止めることを示唆している。そのため、金利上昇による消費へのネガティブ要因は軽減される見込みとなった。しかし、依然として景気回復や政治的混乱収束の兆しは見られず、個人消費の持ち直しまでにはしばらく時間がかかるだろう。個人消費は引き続き減少トレンドにあるとみられ、同国で目指されてきた消費主導の経済成長モデルは限界に達しているといえる。

図表9：ブラジル 小売売上と消費者信頼感



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表10：マレーシア GDP 成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

マレーシア：GDP 成長率は 2 四半期連続で減速

個人消費の減速は小幅に留まるも、設備投資が大幅に減速

13 日に発表されたマレーシア 4～6 月期 GDP は前年比+4.9%と市場予想(同+4.5%)を上回るも、1～3 月期(同+5.6%)から減速した。前期比でも+1.1%と 1～3 月期(同+1.2%)から減速している。需要項目別では、総固定資本形成が前年比+0.5%(1～3 月期同+7.9%)と減速したが、政府最終支出は同+6.8%(1～3 月期同+4.1%)と加速した。また、家計最終消費支出は同+6.4%(1～3 月期同+8.8%)と前期から減速したものの、4 月に物品・サービス税(GST)の導入を控えて 1～3 月期に駆け込み需要が盛り上がったことを勘案すると減速幅は小さかったと言えるだろう。なお、同日発表された 4～6 月期経常収支は 76 億 MYR の黒字と 1～3 月期の 100 億 MYR から縮小した。資源価格下落が輸出額を押し下げたほか、MYR 安により輸入額が増加したため貿易収支悪化が経常黒字縮小の主因となった。また、サービス収支や第二次所得収支も黒字幅が縮小している。本来であれば市場予想比堅調な経済成長率や、経常黒字は MYR のサポート材料となるはずだが、IMDB を巡る政治的混乱や資源価格の低迷、CNY の切り下げが今後も MYR の重石となる見込みである。

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						
8月6日 (木)	タイ	7月 消費者信頼感指数	--	73.4	74.4	--
9日 (日)	中国	7月 消費者物価指数(前年比)	1.5%	1.6%	1.4%	--
8日 (土)	中国	7月 貿易収支	\$54.70B	\$43.03B	\$46.54B	--
12日 (水)	インド	7月 消費者物価指数(前年比)	4.4%	3.8%	5.4%	--
12日 (水)	中国	7月 小売売上高(前年比)	10.6%	10.5%	10.6%	--
12日 (水)	中国	7月 鉱工業生産(前年比)	6.6%	6.0%	6.8%	--
13日 (木)	フィリピン	8月 フィリピン中央銀行 特別預金口座金利	--	2.5%	2.5%	--
13日 (木)	マレーシア	2Q GDP(前年比)	4.5%	4.9%	5.6%	--
13日 (木)	韓国	8月 韓国銀行7日間レートの	1.5%	1.5%	1.5%	--
14日 (金)	シンガポール	6月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	0.9%	--
14日~17日	インド	7月 貿易収支	-\$11.0B	--	-\$10.8B	--
14日~17日	インドネシア	7月 貿易収支	--	--	\$477M	--
17日 (月)	タイ	2Q GDP(前年比)	-2.9%	--	3.0%	--
17日 (月)	シンガポール	7月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	4.7%	--
17日 (月)	フィリピン	6月 海外送金(前年比)	--	--	5.8%	--
18日 (火)	インドネシア	8月 インドネシア銀行レファレンスレートの	--	--	7.5%	--
18日 (火)	インドネシア	7月 貿易収支	--	--	\$477M	--
19日 (水)	マレーシア	7月 消費者物価指数	--	--	2.5%	--
中東欧・アフリカ						
8月7日 (金)	トルコ	6月 鉱工業生産(前年比)	3.0%	5.5%	2.4%	--
10日 (月)	ロシア	2Q GDP(前年比)	-4.5%	-4.6%	-2.2%	--
11日 (火)	ロシア	6月 貿易収支	\$14.0B	\$13.8B	\$15.3B	--
11日 (火)	ロシア	6月 輸出	\$30.3B	\$30.3B	\$30.9B	--
17日 (月)	トルコ	5月 失業率	--	--	9.6%	--
17日~18日	ロシア	7月 鉱工業生産(前年比)	-4.7%	--	-4.8%	--
18日 (火)	トルコ	8月 指標レートの	--	--	7.5%	--
18日 (火)	トルコ	8月 翌日物貸出金利	--	--	10.8%	--
18日 (火)	トルコ	8月 翌日物借入金利	--	--	7.3%	--
19日 (水)	南アフリカ	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	4.7%	--
19日 (水)	南アフリカ	6月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.4%	--
19日 (水)	ロシア	7月 実質小売売上高(前年比)	-9.7%	--	-9.4%	--
19日 (水)	ロシア	7月 失業率	5.5%	--	5.4%	--
21日 (金)	トルコ	6月 消費者信頼感指数	--	--	64.7	--
ラテンアメリカ						
8月6日 (木)	メキシコ	7月 消費者信頼感指数	94.8	92.2	94.7	--
7日 (金)	ブラジル	7月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.5%	9.6%	8.9%	--
7日 (金)	メキシコ	7月 消費者物価指数(前年比)	2.8%	2.7%	2.9%	--
12日 (水)	ブラジル	6月 広義小売売上高(前月比)	-1.0%	-0.8%	-1.8%	--
14日 (金)	ブラジル	6月 経済活動(前年比)	-1.5%	--	-4.8%	--
20日 (木)	メキシコ	6月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.5%	--
20日 (木)	メキシコ	2Q GDP(前年比)	--	--	2.5%	--
21日 (金)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	9.3%	--
21日 (金)	メキシコ	6月 小売売上高(前年比)	--	--	4.1%	--

(注)2015年8月14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

		2015年		SPOT	9月	12月	2016年		
		1~7月(実績)					3月	6月	9月
対ドル									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	6.1818	~ 6.2779	6.3982	6.40	6.45	6.40	6.36	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7497	~ 7.7744	7.7553	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295	~ 64.300	65.105	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378	~ 13544	13768	13500	13600	13600	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21	~ 1175.75	1173.63	1170	1180	1170	1150	1120
マレーシアリング	(MYR)	3.4960	~ 3.8420	4.0107	3.80	3.82	3.78	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950	~ 45.748	46.144	45.5	46.0	45.3	44.8	44.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3151	~ 1.3941	1.3974	1.37	1.36	1.34	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354	~ 32.040	32.215	31.70	31.80	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29	~ 35.28	35.20	35.5	35.8	35.5	34.5	34.0
ベトナムドン	(VND)	21256	~ 21840	22092	22030	22030	22900	23100	23100
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365	~ 71.8030	64.6861	60.00	60.00	59.00	57.00	55.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575	~ 12.7715	12.8060	12.80	12.80	12.60	12.30	12.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727	~ 2.8096	2.8195	2.75	2.75	2.80	2.80	2.85
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493	~ 3.4329	3.5192	3.40	3.50	3.62	3.73	3.77
メキシコペソ	(MXN)	14.4357	~ 16.4890	16.4052	16.50	16.50	16.00	15.50	15.00
対円									
エマージングアジア									
中国人民元	(CNY)	18.666	~ 20.285	19.446	19.38	19.38	19.69	19.50	19.52
香港ドル	(HKD)	14.946	~ 16.233	16.043	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853	~ 1.971	1.909	1.92	1.91	1.98	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.902	~ 0.969	0.904	0.919	0.919	0.926	0.925	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	10.515	~ 11.266	10.560	10.60	10.59	10.77	10.78	10.98
マレーシアリング	(MYR)	31.691	~ 34.334	31.059	32.63	32.72	33.33	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593	~ 2.800	2.699	2.73	2.72	2.78	2.77	2.78
シンガポールドル	(SGD)	86.10	~ 92.89	89.04	90.51	91.91	94.03	93.94	92.48
台湾ドル	(TWD)	3.650	~ 4.078	3.862	3.91	3.93	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.523	~ 3.737	3.535	3.49	3.49	3.55	3.59	3.62
ベトナムドン	(100VND)	0.5430	~ 0.5768	0.5632	0.56	0.57	0.55	0.54	0.53
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	1.644	~ 2.652	1.923	2.07	2.08	2.14	2.18	2.24
南アフリカランド	(ZAR)	9.577	~ 10.453	9.716	9.69	9.77	10.00	10.08	10.25
トルコリラ	(TRY)	43.474	~ 52.258	44.118	45.09	45.45	45.00	44.29	43.16
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル	(BRL)	36.007	~ 46.148	35.408	36.47	35.71	34.81	33.24	32.63
メキシコペソ	(MXN)	7.538	~ 8.199	7.584	7.52	7.58	7.88	8.00	8.20

(注)1. 実績の欄は7月31日まで。SPOTは8月14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。

(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。