

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

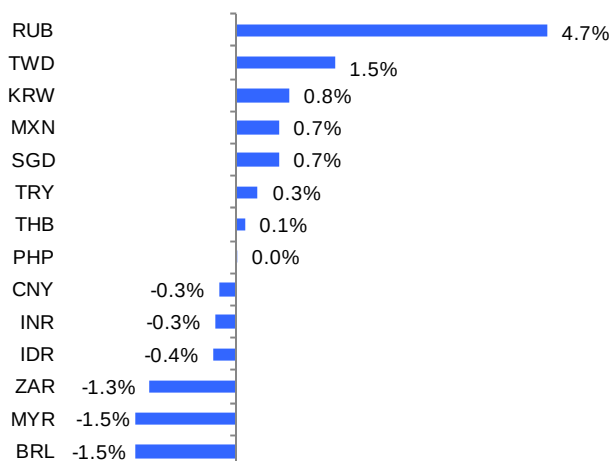
今週のエマージングマーケット

新興国通貨も荒い値動きに

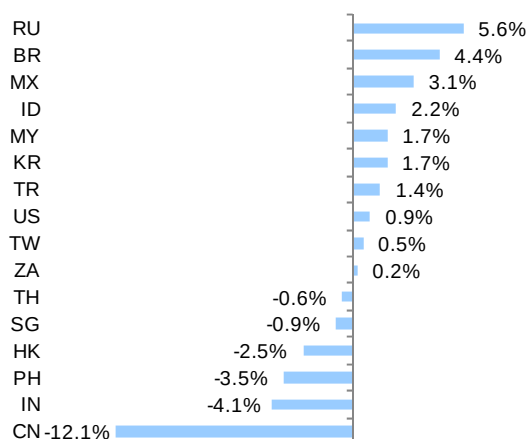
今週の新興国通貨は、週初売り込まれるも、週末にかけて急速に買い戻される展開となった。中国経済の減速懸念から週初、上海総合指数が 3000 の節目を割れて 2014 年 12 月以来の安値を記録したことをきっかけに先進国株も大幅下落、市場全体はリスクオフムードに包まれ、新興国通貨も下落した。25 日に中国人民銀行（PBoC）が金利の引き下げ、上海総合指数が持ち直したこと等を背景にリスクオフムードは和らぎ、ドルも売り地合いから反転した。更に、ダドリーNY 連銀総裁が米 9 月利上げ可能性低下について言及すると、米利上げ時期後退観測も出始め、結果、新興国通貨は底値から戻す展開となった。

個別通貨でみても、荒い値動きとなった通貨が目立った。RUB は一時 71 を上回り、年初来安値（71.85）に近付いたものの原油の回復を受けて大幅回復、66 も瞬間的に下回る展開となり+4.7%の上昇。KRW は韓国と北朝鮮の高官協議の合意や輸出業者の決済需要により+0.8%上昇した。他方、BRL は政治不安も手伝い、一時 12 年ぶりの安値をつけて週央に約▲3%下落するも、その後▲1.5%まで下げ幅縮小。ZAR は一時過去最安値となる 14.00 台をつけるも▲1.3%下落に留まった。

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

新興国通貨間で強弱が分かれる展開を予想

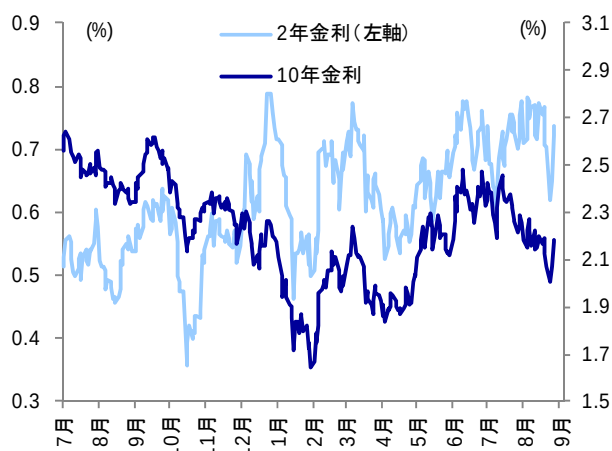
ドル高・ドル安の流れにそれほど振られない通貨と大きく振られる通貨に二分された

世界経済減速に伴う輸出減への耐性によって、通貨のパフォーマンスは大きく異なると予想

週初、中国経済低迷懸念が加熱し、遂には世界経済減速懸念となり各国株が下落した。これにより、米利上げ時期の後ずれが予想されるようになり、ドル高の勢いを大きく削ぐ結果となった。こうした荒い展開の中、新興国通貨間の動きは、落ち着いた反応を見せる通貨と大きく反応する通貨とに二分された。KRW、THB、TWD 等の経常黒字国通貨は週初でも売り幅が比較的限定的となる中、BRL、IDR、TRY 等の経常赤字国は歴史的な節目を越える程の大きな売り局面を経験したのちに、週末にかけて大きく値を戻す変動の大きい値動きとなった。

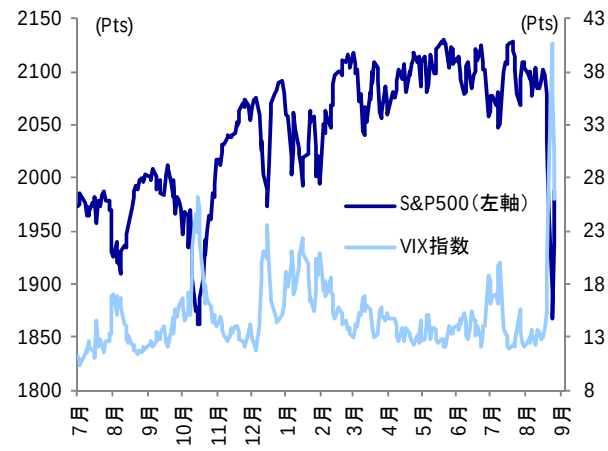
来週の新興国通貨はボラタイルな値動きを予想する。新興国通貨市場の 3 大ドライバー（①米利上げ期待、②中国景気、③原油価格）の内、②中国景気への低迷懸念は世界経済減速懸念に発展し、今や米利上げ想定時期後ずれが市場の焦点となりつつある。かかる状況下、1 日（火）に米 8 月 ISM 製造業景況指数、4 日（金）に米 8 月雇用統計等米国の重要経済指標発表が予定されており、米経済指標の結果に新興国通貨市場も過敏に反応すると考えている。また、世界経済の不透明感が増す中、ファンダメンタルズが堅調な国の通貨とそうでない通貨で週次パフォーマンスは大きく異なると見ている。SGD、TWD、KRW 等の通貨は、世界経済減速により輸出が減少しても経常黒字を維持できると見られていることから、米経済指標の動向への反応は比較的緩やかになると予想される。一方、資金調達を海外からの資本流入に頼っている経常赤字国の通貨は、世界経済動向に大きく左右される為、反応は大きくかつ売り方向の展開になりやすいと見る。特に BRL、TRY、ZAR は、経常赤字に加えて政治不安という売り要素もあることから、米経済指標が悪化した場合の大きく売られる可能性が高い。

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: 中国人民銀行(PBoC)が追加緩和決定、株安対策か

中国人民銀行(PBoC)は追加利下げに含みを持たせており、株価・経済動向次第では追加利下げか

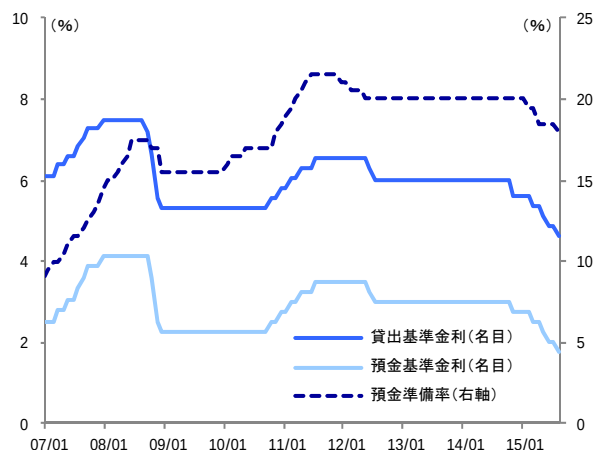
PBoCは25日、貸出/預金基準金利を25bp引き下げ、それぞれ4.60%、1.75%とすることを決めた。また預金準備率(RRR)を一律50bp引き下げることを決定した(ベンチマークである大手金融機関のRRRは18.0%へ)。PBoCが基準金利と預金準備率を同時に引き下げるのは、リーマンショック時の対応以来。

今次利下げの背景として、PBoCは国内経済の下押し圧力及び世界経済の変動増大の二点を理由に挙げている。しかし、5月以降の過去二回(5月10日、6月27日)の利下げは、株価が軟調になるタイミングで実行されている。今回も25日に上海総合株式指数が3000を割り込み2014年12月以来の安値になった後、アジア時間夜の時間帯に利下げが発表されたことに鑑みると、株価対策と考えるのが妥当であろう。周PBoC総裁は利下げ発表時の会見で、過去の一連の利下げにより、企業の借入コストが順調に下がってきていることに手ごたえを感じている旨を述べており、株価の大崩れがなければ現状維持を続けていた可能性は高い。

なお、景気動向をみると8月財新中国製造業PMIが47.1と6か月連続で景気拡大・後退の判断基準となる50を下回る等、足許の中国経済指標は芳しくない結果が続いている。基準仲値調整を起点とした人民元安が輸出回復につながるまでの目先1~2か月間は、こうした冴えない経済指標を背景に株式にも下落圧力が強まると考えられることから、目先の追加緩和とリスクは引き続き高いと予想する。

また、PBoCは金利自由化の一環として、1年超(1年は含まず)の預金金利について、上限金利を撤廃すると発表した。今年3月の全国人民代表大会(全人代)で、周総裁は「預金金利基準を今年中に撤廃する可能性が高い」と発言しており、年内に1年以内の預金金利上限についても撤廃されると見込まれる。

図表3: 中国 貸出/預金 基準金利



(資料)ブルームバーグ、中国人民銀行、みずほ銀行

図表4: 上海総合株式指数と各種施策



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル：金融政策決定会合プレビュー

前回声明文で、現状の政策金利がインフレを抑制する為に十分な水準であることが示唆されており、今回は現状維持か

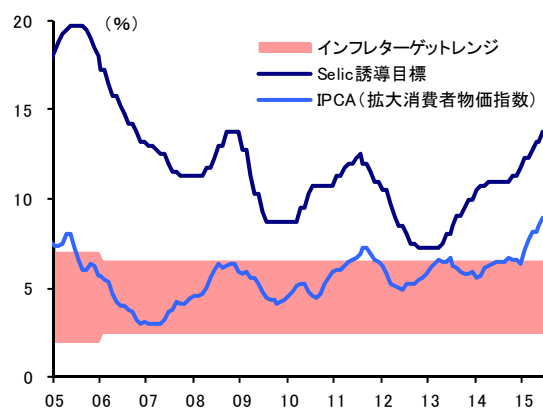
9月3日（木）のブラジル中銀（BCB）の通貨政策委員会（COPOM）では政策金利である Selic レートの据え置きを予想する。前回7月の会合で BCB は7会合連続で Selic レートを引き上げ、14.25%とすることを決定した。結果的に利上げサイクルを開始した2014年10月以降、計325bpの利上げを実施したことになり、政策金利は2006年9月以来の高水準になっている。声明文では、2016年のインフレ目標（中心値：+4.5%）達成のためには「この金利水準を十分な期間維持することが必要（the maintenance of this basic interest rate level, for a sufficiently long period, is necessary）」との表現が加えられ、現状の金利水準がインフレ抑制に十分であることが示唆されている。8月7日に発表された7月 IBGE 消費者物価指数は前年比+9.56%（6月同+8.89%）と7か月連続で上昇幅が拡大しているものの、今後は政策金利の引き上げ効果が顕在化するとみられ、年末にかけてインフレ率は鈍化するだろう。

フィリピン：貿易赤字転落も、輸入の増加は生産増の明るい兆し

中国向けを中心に輸出の減速は続くものの、輸入の増加は将来の内需・生産回復を示唆

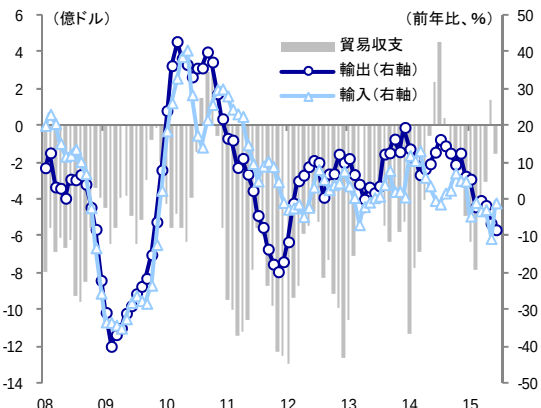
25日に発表されたフィリピン6月貿易統計では、輸出が前年比▲1.8%（5月同▲17.4%）と下げ幅を縮小し、輸入が前年比+22.6%（5月同▲13.4%）とプラスに転じた。この結果、貿易収支は▲5.55億ドルと5月（同+5.07億ドルの黒字）から赤字に転じている。輸出は、中国向けが前年比▲30.2%（5月同▲62.1%）と前月よりマイナス幅が縮小して全体の改善に寄与したが、当面は中国の景気停滞に伴い輸出の弱い動きが続くだろう。他方、輸入は4か月ぶりに増加し、伸び率は2014年1月（同+25.7%）以来の高水準となった。内訳をみると、輸入量に占める割合が大きい鉱物燃料が同▲21.9%（5月同▲24.8%）と前月に引き続き減少した。一方で、輸入全体の3分の1を占める電子機器が前年比+120.2%（5月同▲12.2%）、その

図表5：ブラジル 政策金利とインフレ率



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表6：フィリピン 貿易収支



（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

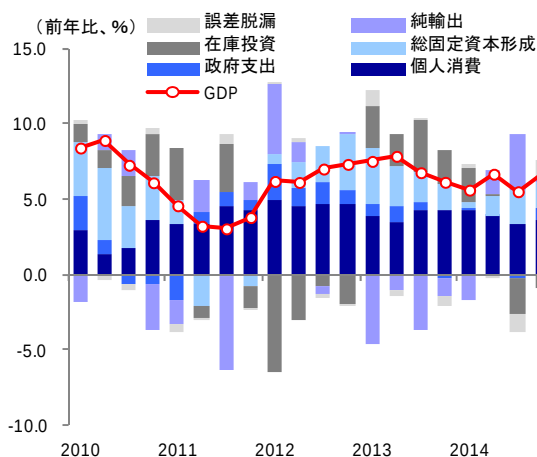
他製造品は同+22.76%（5月同▲35.91%）と大幅に増加したことが輸入全体を押し上げた。足許の輸入の増加はフィリピンの内需・生産の底堅さを示しており、フィリピン経済は他国対比堅調であることが確認できる。良好なファンダメンタルズを背景に、PHPは新興国通貨の中では良好なパフォーマンスが期待できるだろう。

堅調な個人消費、政府支出の加速を受けて、GDPの伸び率は前期から加速

フィリピン：4～6月期 GDP は前期から伸び率が加速

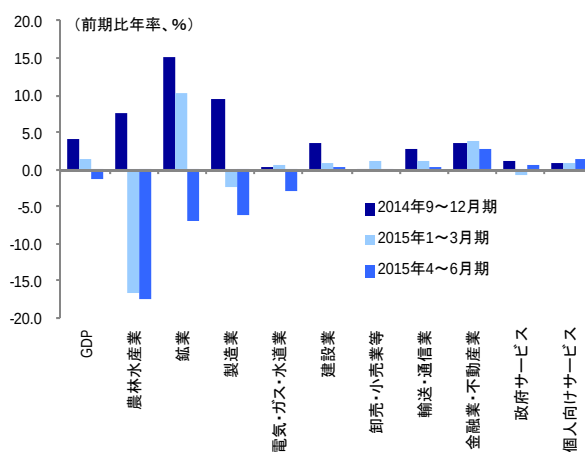
27日に発表されたフィリピン4～6月期GDPは前年比+5.6%と1～3月期（同+5.0%）から伸び率が加速した。需要項目別では、政府支出が前年比+3.9%（1～3月期同+1.7%）、個人消費同が+6.2%（1～3月期同+6.0%）と加速する一方、総固定資本形成は同+8.9%（1～3月期同+10.0%）と鈍化した。また、輸出が鈍化（1～3月期同+6.4%→4～6月期同+3.7%）するなか、輸入（1～3月期同+8.7%→4～6月期同+12.7%）は伸びをみせ、純輸出（前年比寄与度▲3.8%pts）が押し下げ要因となった。産業別にみると、農林水産業が同▲0.5%（1～3月期同+1.1%）が鈍化する一方、鉱業が同+2.4%（1～3月期同▲3.1%）、サービス業同+6.2%（1～3月期同+5.4%）は加速した。以上のように、輸入拡大により純輸出がGDPにマイナスの寄与となったが、この背景には底堅い個人消費や政府による財政支出があると考えられ、フィリピン経済は内需をけん引役に堅調を維持していることを示す内容となった。今次GDPの結果を受け、フィリピン中銀（BSP）のテタンコ総裁は、追加刺激策及び金融政策の直ぐの修正は必要ないとの見解を示した。我々も今回の結果を踏まえ、当面BSPは政策金利を据え置くとの見方を維持する。

図表7：フィリピン 実質 GDP 成長率



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表8：南アフリカ 実質 GDP 成長率



（資料）CEIC、みずほ銀行

南アフリカ: 4～6 月期 GDP は予想外の減速

商品価格の下落やストライキの影響で、4～6 月期 GDP は予想外の減速

25 日に発表された南アフリカ 4～6 月期 GDP は前期比 ▲0.3% と 1～3 月期（同+0.3%）から減速する結果となった。また、市場予想を下回るマイナス成長で、予想外の景気減速となっている。産業別にみると、金融・不動産や個人向けサービスなどのサービス業がプラスに寄与したものの、鉱業や製造業、農林水産業が揃って減速しており、全体を押し下げた。資源需要減少による商品価格の下落やストライキが鉱業生産の重石となり、炭鉱やその他金属鉱山等の減産が目立った。また、最大の輸出相手国である中国経済の低迷が製造業の足枷となり、鉄鋼や非鉄製品、石油製品等が低迷している。今後も中国における景気停滞を背景とした商品価格の低迷や、財輸出の減速は継続するとみられ、南アフリカ経済が景気後退に陥る可能性が高まっている。実体経済の低迷は必然的に ZAR 安材料となるだろう。

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	前回は	修正値
エマージングアジア						
8月21日 (金)	中国	8月 Caixin 中国製造業PMI	48.2	47.1	47.8	--
24日 (月)	シンガポール	7月 消費者物価指数(前年比)	-0.2%	-0.4%	-0.3%	--
24日 (月)	台湾	7月 鉱工業生産	-2.0%	-3.0%	-1.4%	-1.8%
25日 (火)	フィリピン	6月 貿易収支	\$882M	-\$555M	\$509M	\$507M
26日 (水)	シンガポール	7月 鉱工業生産(前年比)	-4.0%	-6.1%	-4.4%	-4.0%
26日 (水)	韓国	8月 消費者信頼感	--	102	100	--
27日 (木)	フィリピン	2Q GDP(前年比)	5.7%	5.6%	5.2%	5.0%
27日 (木)	タイ	7月 貿易収支(通関へ-ス)	\$375M	\$770M	\$150M	--
9月1日 (火)	韓国	8月 貿易収支	\$6000M	--	\$7762M	\$7723M
1日 (火)	中国	8月 製造業PMI	49.7	--	50.0	--
1日 (火)	タイ	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-1.1%	--
1日 (火)	中国	8月 Caixin中国製造業PMI	47.3	--	47.1	--
1日 (火)	インドネシア	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.3%	--
1日 (火)	韓国	8月 消費者物価指数(前年比)	0.6%	--	0.7%	--
1日~14日	インドネシア	8月 消費者信頼感指数	--	--	109.9	--
9月2日 (水)	シンガポール	8月 購買部景気指数	--	--	49.7	--
2日 (水)	韓国	7月 国際収支:経常収支	--	--	\$12.2B	--
3日 (木)	韓国	2Q GDP(前年比)	--	--	2.2%	--
3日 (木)	タイ	8月 消費者信頼感指数	--	--	73.4%	--
4日 (金)	フィリピン	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	0.8%	--
4日 (金)	マレーシア	7月 輸出(前年比)	--	--	5.0%	--
4日 (金)	マレーシア	7月 貿易収支MYR	--	--	7.98B	--
中東欧・アフリカ						
8月21日 (金)	トルコ	6月 消費者信頼感指数	65.0	62.4	64.7	--
25日 (火)	南アフリカ	6月 鉱物生産量(前年比)	3.1%	4.0%	2.7%	--
25日 (火)	南アフリカ	2Q GDP(前年比)	2.0%	1.2%	2.1%	--
31日 (月)	南アフリカ	7月 貿易収支(注ト)	--	--	5.8B	--
9月1日 (火)	トルコ	8月 マークイット・トルコ製造業PMI	--	--	50.1	--
1日 (火)	ロシア	8月 マークイット・ロシア製造業PMI	--	--	48.3	--
3日 (木)	トルコ	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	6.8%	--
3日 (木)	南アフリカ	8月 スタンダード銀行南アフリカPMI	--	--	48.9	--
4日~7日	ロシア	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	15.6%	--
ラテンアメリカ						
8月21日 (金)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	9.6%	9.6%	9.3%	--
21日 (金)	メキシコ	6月 小売売上高(前年比)	4.6%	5.4%	4.1%	--
25日 (火)	ブラジル	8月 FGV消費者信頼感	--	80.6	82.0	--
25日 (火)	ブラジル	6月 経常収支	-\$6550M	-\$6163M	-\$2547M	-\$2564M
25日 (火)	メキシコ	2Q 経常収支	-\$8480M	-\$7980M	-\$9446M	-\$8587M
28日 (金)	ブラジル	2Q GDP(前年比)	-2.1%	--	-1.6%	--
9月2日 (水)	ブラジル	8月 貿易収支(月次)	--	--	\$2379M	--
2日 (水)	ブラジル	7月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.2%	--
3日 (木)	メキシコ	6月 総設備投資	--	--	2.3%	--
4日 (金)	メキシコ	8月 消費者信頼感指数	--	--	92.2	--

(注)2015年8月28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 1～7月（実績）	SPOT	9月	12月	2016年 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	6.4056	6.40	6.45	6.40	6.36	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7504	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.300	66.045	65.5	66.0	64.5	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13544	13990	14000	14100	13950	13600	13400
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1175.75	1185.10	1190	1220	1200	1170	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.8420	4.2318	4.10	4.18	3.98	3.88	3.75
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.748	46.663	46.5	46.8	46.3	45.5	44.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3997	1.41	1.42	1.37	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	32.162	32.70	33.00	32.80	32.50	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 35.28	35.67	35.7	35.8	35.5	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	22475	22100	22100	22500	22500	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	66.1553	70.00	70.00	68.00	65.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.7715	13.1345	13.50	13.50	13.00	12.50	12.50
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.8096	2.9108	3.10	3.30	3.40	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 3.4329	3.5537	3.50	3.50	3.65	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 16.4890	16.8777	17.10	17.30	17.00	16.90	16.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 20.285	18.908	19.38	19.38	19.69	19.50	19.52
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.627	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853 ～ 1.971	1.834	1.89	1.89	1.95	1.95	1.97
インドネシアルピア	(100IDR)	0.902 ～ 0.969	0.866	0.886	0.887	0.903	0.912	0.918
韓国ウォン	(100KRW)	10.515 ～ 11.266	10.316	10.42	10.25	10.50	10.60	10.79
マレーシアリング	(MYR)	31.691 ～ 34.334	28.445	30.24	29.90	31.66	31.96	32.80
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.800	2.579	2.67	2.67	2.72	2.73	2.76
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.89	86.53	87.94	88.03	91.97	91.85	92.48
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.078	3.766	3.79	3.79	3.84	3.82	3.84
タイバーツ	(THB)	3.523 ～ 3.737	3.395	3.47	3.49	3.55	3.59	3.59
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5768	0.5389	0.56	0.57	0.56	0.55	0.54
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	1.831	1.77	1.79	1.85	1.91	2.05
南アフリカランド	(ZAR)	9.577 ～ 10.453	9.223	9.19	9.26	9.69	9.92	9.84
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	41.597	40.00	37.88	37.06	35.43	35.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	36.007 ～ 46.148	34.060	35.43	35.71	34.52	33.51	32.37
メキシコペソ	(MXN)	7.538 ～ 8.199	7.176	7.25	7.23	7.41	7.34	7.41

（注）1. 実績の欄は7月31日まで。SPOTは8月28日の8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。
（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。