

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

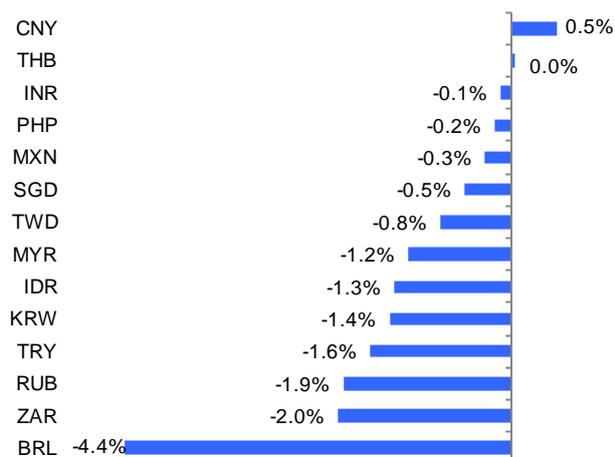
今週のエマージングマーケット

新興国通貨は荒い値動き

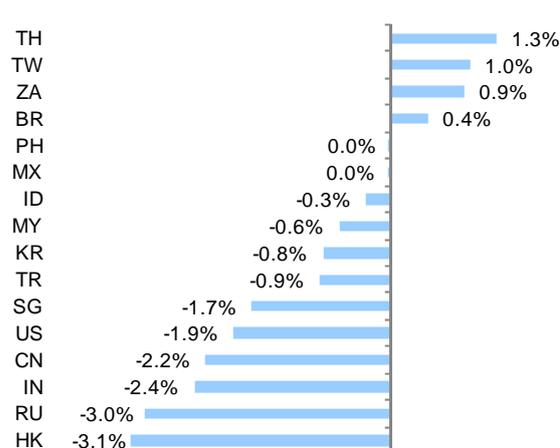
今週の新興国通貨は下落した。先週の中国株下落から始まった世界的な株式市場の下落は落ち着きを取り戻したものの、今週も市場全体に中国経済減速への警戒感が漂っていた。そうした中、1日に発表された中国8月製造業PMIの冴えない結果を受けて、市場ではリスクオフムードが拡がり、新興国通貨は軟化。他方、同日発表された米8月ISM製造業景況指数の、市場予想を下回る結果にドルインデックスも上値が押さえられた。また、中国人民銀行(PBoC)が人民元売り規制を発表したことを受けて、市場のリスクオフムードはさらに加速し、新興国通貨は下落した。2日の米8月ADP雇用統計発表後には、ドル買いの動きも見られたが、市場は週末4日に米8月雇用統計を控えて様子見ムードとなっている。

個別通貨で見ると、財政赤字の拡大により投資適格格付けを失う懸念が浮上したことに加え、政治・経済の先行き不透明感拡大を背景にBRLは▲4.4%下落して2002年以来の安値をつけた。ZARは冴えない南ア経済指標の結果や、最大の輸出先である中国の経済減速懸念により▲2.0%下落。また、原油価格の上下する動きに連れてRUB(▲1.9%)、MYR(▲1.2%)、が下落した。TRYは、トルコ政府が「イスラム国」に空爆を行う中、バグダッドでトルコ人労働者が拉致されたことを受けて軟化(▲1.6%)した。

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

米中経済指標が新興国通貨を左右

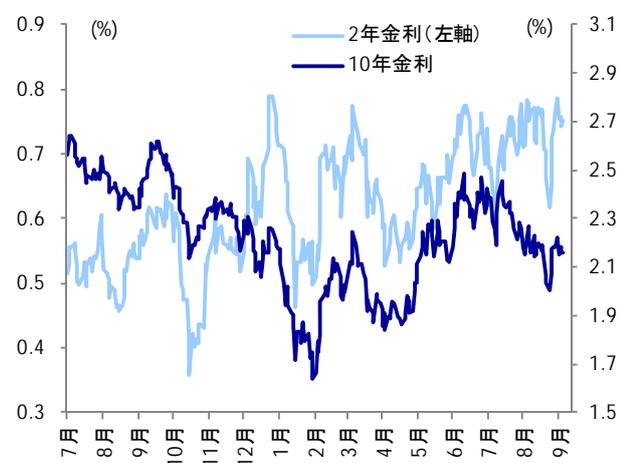
燻り続ける米 9 月利上げ期待が、引き続き新興国通貨の重石に

先週 8 月 27 日～30 日にかけて開催されたジャクソンホール会議で、フィッシャーFRB 副議長は「9 月利上げは以前は強い論拠があった」、「現在も検討中で結論を出すのは時期尚早」との旨を述べた。また同氏は、中長期的なインフレ率が FOMC の目標である 2%に達するとの自信も示している。これに対して、市場は 9 月利上げが米国の経済指標次第でまだ有り得ると受け止めた。また、これまでの FOMC でも指摘されてきたインフレ率低迷が利上げの足枷になるとの懸念が、市場で後退する結果となった。そのため、米金利とドルインデックスは週を通して高止まりで推移し、新興国通貨は下落した。なお、OPEC が原油安への懸念を表明したこと等が伝わり、原油価格上昇と共に資源国通貨が上昇する局面もあったが、原油在庫の積み上がりが明らかになると週末にかけてどちらも下落している。

雇用統計は利上げの決定打と
ならないか

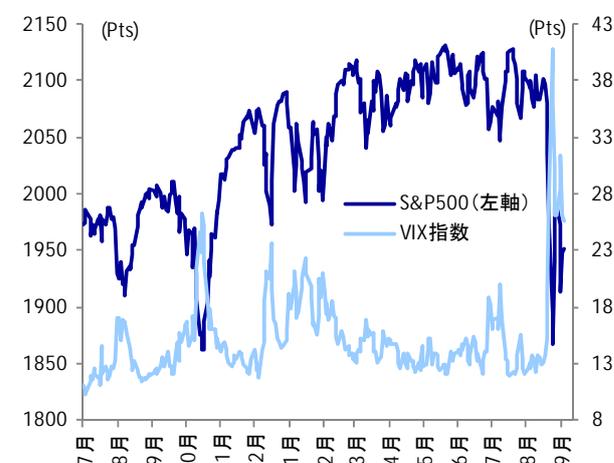
来週の新興国通貨は引き続き軟調推移となる見込みである。今週 4 日に予定されている米 8 月雇用統計（市場予想：前月比+21.7 万人）が雇用改善の目安である同+20 万人を割り込む大幅な下振れとならない限り、9 月利上げ期待は 17 日（木）の FOMC まで燻り続けるだろう。我々は雇用統計が下振れしても同+20 万人の水準は維持すると予想しており、新興国通貨は米 9 月利上げ期待の中で上値重い展開が続くと見ている。また、足許のリスクオフムード拡大の発端となった中国の景気動向が、8 日（火）発表の中国 8 月貿易統計で確認されるため、同指標（特に輸出）への注目が集まろう。中国の輸出に先行する人民元の名目実効為替レートをみると、8 月の輸出が市場予想（同▲6.1%）程度かそれを下回る可能性は高く、新興国通貨の一段安となるリスクがある。なお、原油を始めとした資源価格も中国の景気動向に影響を受けるため、中国経済の堅調さが確認されるまでは資源国通貨の反発も難しいだろう。

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

マレーシア: 金融政策決定会合プレビュー

マレーシア中銀が想定する通りの景気動向となっていることから、今回は現状維持を予想

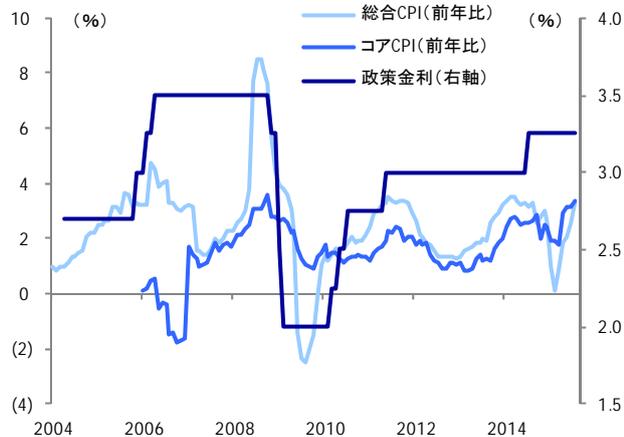
9月11日(金)のマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合では現状維持を予想する。前回会合(7月9日)の声明文では、世界経済に関して緩やかな回復が続いているとしながらも、国際金融市場のボラティリティの上昇などダウンサイドリスクが増加し、以前より不安定になっていると指摘した。一方、国内経済については内需にけん引された緩やかな景気回復が続いているとの見方を維持した。また物価動向も物品・サービス税(GST)導入と燃料価格引き上げにより一定期間押し上げられる(7月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%とGST導入前である3月の同+0.9%から加速した)としつつも、2016年後半には落ち着くとの見方を示した。4~6月期のGDPが前年比+4.6%と市場予想(同+4.5%)を上回る等GST導入に伴う悪影響は限定的となっており、今のところ概ねBNMの見通しに沿って推移している。そのため、我々は目先の政策変更は想定していない。なお、ここもとの原油価格の下落や政府系投資会社(1MDB)に係るナジブ首相の汚職疑惑を背景にMYR安が加速している。しかし、ゼディBNM総裁は8月13日の記者会見において、「MYR安が急速に進んでいるが、固定相場制には戻さない」と発言し、為替制度変更を伴う相場安定策を否定している。

ロシア: 金融政策決定会合プレビュー

RUB安が急速に進み、インフレ加速懸念が高まっている現状下では、ロシア中央銀行は更なる利下げには踏み切れないと予想

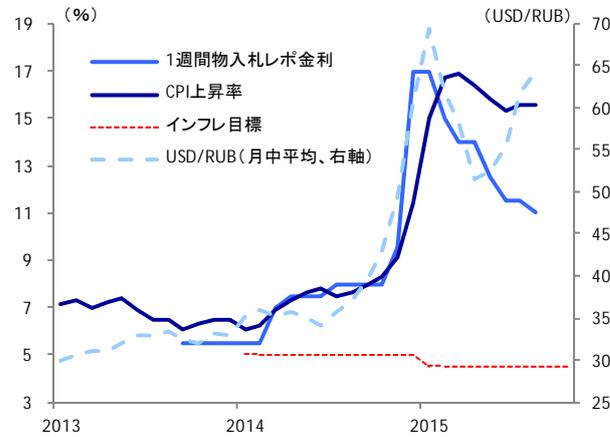
9月11日(金)のロシア中央銀行(CBR)金融政策決定会合では、現状維持を予想する。7月31日の前回会合でCBRは、景気の大規模悪化リスクが高まっていることを理由に政策金利を50bp引き下げて11.00%とすることを決定した。但し、利下げによりRUBの下げ幅が拡大すると、輸入物価上昇に伴いインフレを加速させてしまうとの警戒感から、利下げは今次緩

図表3: マレーシア 政策金利と消費者物価



(資料)マレーシア中央銀行、マレーシア統計局、CEIC、みずほ銀行

図表4: ロシア 政策金利と消費者物価



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

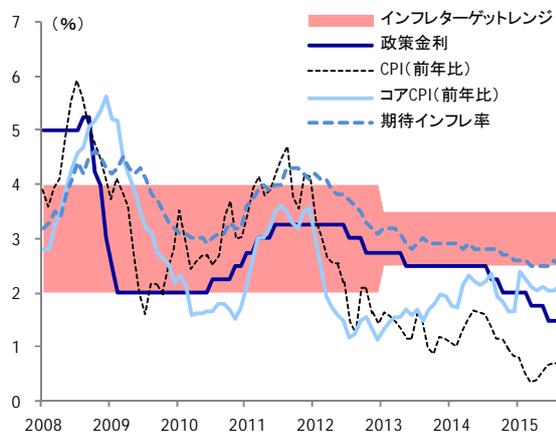
和局面の中で最も小幅にとどまっている。それにも拘らず会合後には、60近辺だった対ドルレートが、8月中に一時70台まで下落するなど、RUB安は大幅に進行している。8月24日にウリュカエフ経済発展相（前CBR副総裁）は、「9月に再び利下げすべきかどうかには疑問がある」との旨を発言しており、政府サイドからも利下げ見送り圧力が掛かっている。インフレ懸念が高まる中で、CBRは今回会合で金融政策を据え置くと予想する。

韓国：金融政策決定会合プレビュー

中国を始めとする国外動向を注視するために、当面現状維持を予想

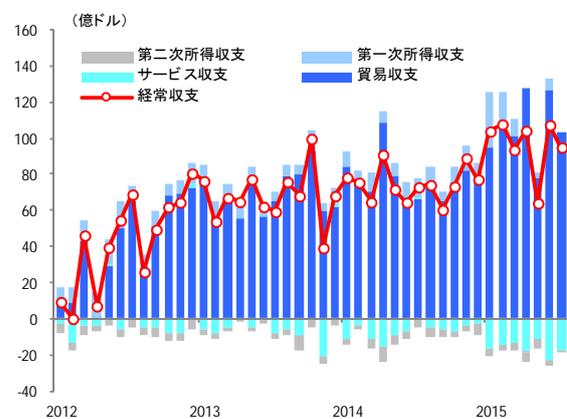
9月11日（金）に開催される韓国中銀（BOK）の金融通貨委員会は現状維持を予想する。前回国会（8月13日）の声明文及び会見では、BOKは家計債務の積み上がりに懸念を示しつつも、中東呼吸器症候群（MERS）による混乱が収束することや過去の利下げ効果の顕在化により、国内景気は徐々に上向くという今までの見通しをほぼ踏襲した。しかし、前会合では新たに、国内よりも国外のほうがリスク要因として大きいとの考えを示した。特に、「直近の人民元切り下げが韓国貿易に与える影響に注視する」、「中国減速リスクの高まりが韓国経済見通しを不透明にする」と述べる等、とりわけ中国を主なリスク要因として挙げている。以上のことから、BOK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いる模様だ。但し、4日（金）にトルコのアンカラで開催されるG20財務大臣・中央銀行会議を前に、李BOK総裁とチェ財務相が会合を持つとの報道が伝わっている。過去にBOK総裁と財務相の会合後に利下げが実行されたケースが多いことから、11日の金融通貨委員会で利下げが実施される可能性には警戒したい。もっとも我々は、当面BOKは中国経済情勢を見極めるために現状維持を継続すると予想している。

図表 5: 韓国 政策金利と消費者物価



(資料)韓国銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 6: 韓国 経常収支



(資料)韓国銀行、CEIC、みずほ銀行

韓国： 経常収支は黒字が続く

中国経済の停滞を受けて貿易収支は縮小

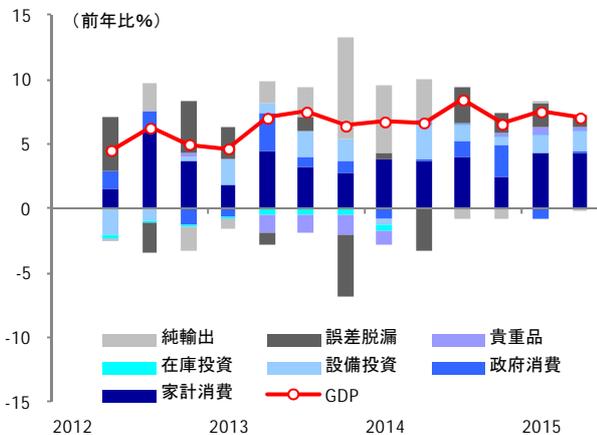
2日に発表された韓国7月経常収支(季節調整値)は+94.9億ドルの黒字(前月比▲11.5%)と6月の+108億ドルから縮小したものの、2011年6月以来50か月連続で黒字を維持している。内訳をみると、海外所得や投資収益を含む第一次所得収支は増加した(6月6.1億ドル→7月9.7億ドル)。また、外国人旅行客の大幅減少の原因となっていたMERSが7月下旬に終息宣言が出されたこともあり、サービス収支は赤字幅が縮小した(6月▲23.4億ドル→7月▲17.6億ドル)。他方、中国経済の停滞を受けて経常黒字のコアとなっている貿易黒字が縮小(6月+126.8億ドル→7月+103.7億ドル)した。貿易収支が黒字を維持したのは、内需低迷による輸入量の減少や原油価格の下落を背景とした輸入額減価によるものである。今後、内需は緩やかに回復すると見られるが、中国経済は引き続き弱い動きが続き、輸出は弱い動きが続くだろう。1日に発表された韓国8月貿易統計をみても、輸出は前年比▲14.7%と7月同▲3.4%から減少幅が拡大している。

インド： 4~6月期 GDP は前期から伸び率が鈍化

個人消費の停滞が景気の足枷に。他方で、GVAは1~3月期から加速

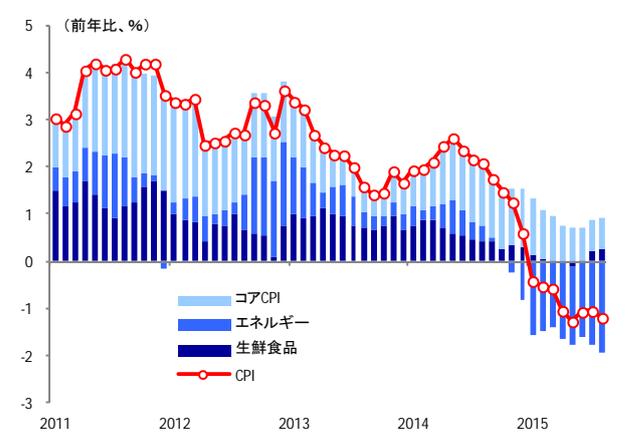
31日に発表されたインド4~6月期GDPは、前年比+7.0%と1~3月期の同+7.5%から減速した。需要項目別にみると、民間最終消費が前年比+7.4%(1~3月期同+7.9%)、金を始めとした貴重品が同+19.4%(1~3月期同+43.6%)と減速しており、個人消費が振るわなかった模様である。一方、産業毎の付加価値を合計した実質総付加価値(GVA)は、前年比+7.1%と1~3月期+6.1%から加速した。内訳をみると、製造業は同+7.2%(1~3月期同+8.4%)と鈍化した。一方、農林水産業は同+1.9%(1~3月期同▲1.4%)、鉱業は同+4.0%(1~3月期同+2.3%)、建設業が同+6.9%(1~3月期同+1.4%)と成長を下支えした。インドのGVAはGDPよりも経済実態に近いともいわれているが、GDPの大幅減速に鑑みるとインド経済は依然力強さに欠け

図表7: インド 実質 GDP 成長率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8: タイ 消費者物価指数



(資料)タイ商業省、CEIC、みずほ銀行

ていよう。ラジャン・インド中銀（RBI）総裁も8月29日の報道インタビューに対して、金融政策が緩和局面にあるとして近い将来の利下げを示唆している。7月の消費者物価指数（CPI）の伸び率が低下し、足許で懸念されていたインフレ率が落ち着きを見せており、8月CPIも引き続き低水準に収まった場合、9月の金融政策決定会合でRBIが利下げに踏み切る公算が大きい。

タイ：インフレ率はマイナスが続く

原油価格下落が輸送費やエネルギー価格を下押し。BOTの緩和余地拡大も、家計債務問題から利下げは見送り

1日に発表されたタイ8月CPIは前年比▲1.2%と7月同▲1.0%から低下し、8か月連続のマイナスとなった。また、食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.9%と7月の同+0.9%から上昇幅が横ばいだった。内訳をみると、マイナスをけん引したのは輸送・通信（7月同▲6.9%→8月同▲7.6%）とエネルギー（7月同▲15.6%→8月同▲17.0%）だった。依然として昨年秋以来の原油価格の下落が、原油輸入国であるタイの物価押し下げ圧力となっている。斯かる状況下、タイ経済は8月にバンコク中心部で発生した爆弾テロ事件を受けた外国人観光客の減少や、消費マインドの低下に伴う内需停滞により、引き続き弱い動きが続くと見られる。物価上昇率がマイナス圏に陥る中、景気刺激を目的としたタイ中銀（BOT）の利下げ余地は拡大しているようにも思われる。しかし、BOTは既に3、4月に2か月連続で利下げを実施しているほか、国内の家計債務問題を抱える中では、さらなる緩和余地は小さいだろう。我々は、当面BOTは金利を据え置くものと予想する。

ブラジル：2014年10月以来の利上げサイクルは終了

利上げの効果が徐々に顕在化することで、BCBは当面の間は金融政策を据え置く見込み

ブラジル中銀（BCB）は2日に金融政策委員会（COPOM）を開催し、市場予想通り政策金利であるSelicレートを現状の14.25%に据え置くことを決定した。これをもって7会合連続、計325bpの利上げサイクルは終了した。声明文では、2016年のインフレ目標（中心地：+4.5%）を達成するためには「この金利水準を十分な期間維持することが必要（holding that interest rate level for a sufficiently prolonged period is necessary）」と、前回会合（7月30日）で付け加えた文言が繰り返し使用されている。現状では7月IBGE消費者物価指数は前年比+9.56%とインフレ目標を大幅に上回っているが、これまでの政策金利引き上げ効果が徐々に顕在化するとみられる。BCBも当面の間は政策金利を据え置くだろう。

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	前回値	修正値
エマージングアジア						
9月1日 (火)	韓国	8月 貿易収支	\$6077M	\$4347M	\$7762M	\$7723M
1日 (火)	中国	8月 製造業PMI	49.7	49.7	50.0	--
1日 (火)	タイ	7月 消費者物価指数(前年比)	-1.01%	-1.19%	-1.05%	--
1日 (火)	中国	8月 Caixin中国製造業PMI	47.1	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)	7.37%	7.18%	7.26%	--
1日 (火)	韓国	8月 消費者物価指数(前年比)	0.70%	0.70%	0.70%	--
1日~14日	インドネシア	8月 消費者信頼感指数	--	112.6	109.9	--
2日 (水)	韓国	7月 国際収支:経常収支	--	\$10.1B	\$12.1B	\$12.1B
3日 (木)	韓国	2Q GDP(前年比)	--	2.2%	2.2%	--
3日 (木)	タイ	8月 消費者信頼感指数	--	72.3	73.4	--
4日 (金)	フィリピン	8月 消費者物価指数(前年比)	0.7%	--	0.8%	--
4日 (金)	マレーシア	7月 貿易収支MYR	6.30B	--	7.98B	--
7日~30日	インド	2Q 国際収支:経常収支	-\$3.20B	--	-\$1.3B	--
8日 (火)	中国	8月 貿易収支	\$48.9B	--	\$43.03B	--
8日 (火)	中国	8月 輸出(前年比)	-6.1%	--	-8.3%	--
10日 (木)	フィリピン	7月 輸出(前年比)	--	--	-3.3%	-1.8%
10日 (木)	中国	8月 消費者物価指数(前年比)	1.9%	--	1.6%	--
10日~15日	中国	8月 M2(前年比)	13.3%	--	13.3%	--
10日~15日	中国	8月 新規融資(人民元)	850.0B	--	1480.0B	--
10日~15日	インド	8月 貿易収支	--	--	-\$12812M	--
11日 (金)	マレーシア	9月 BNM翌日物政策金利	--	--	3.3%	--
11日 (金)	韓国	9月 韓国銀行7日間レートの	--	--	1.5%	--
中東欧・アフリカ						
8月31日 (月)	南アフリカ	7月 貿易収支(ラット)	-1.6B	-0.4B	5.8B	5.5B
9月3日 (木)	トルコ	8月 消費者物価指数(前年比)	6.9%	7.1%	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	--	49.3	48.9	--
4日~7日	ロシア	8月 消費者物価指数(前年比)	15.6%	--	15.6%	--
8日~9日	ロシア	2Q GDP(前年比)	-4.6%	--	-4.6%	--
10日 (木)	南アフリカ	7月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.9%	--
10日 (木)	トルコ	7月 経常収支	--	--	-3.36B	--
10日 (木)	トルコ	2Q GDP(前年比)	3.3%	--	2.3%	--
10日 (木)	南アフリカ	7月 鉱物生産量(前年比)	--	--	4.0%	--
10日~14日	ロシア	7月 貿易収支	12.9B	--	13.8B	--
11日 (金)	ロシア	9月 主要金利	11.0%	--	11.0%	--
ラテンアメリカ						
8月28日 (金)	ブラジル	2Q GDP(前年比)	-2.1%	-2.6%	-1.6%	--
9月2日 (水)	ブラジル	8月 貿易収支(月次)	\$2900M	\$2689M	\$2379M	--
2日 (水)	ブラジル	7月 鉱工業生産(前年比)	-6.3%	-8.9%	-3.2%	-2.8%
3日 (木)	メキシコ	6月 総設備投資	6.5%	8.6%	2.3%	--
4日 (金)	メキシコ	8月 消費者信頼感指数	92.2	--	92.2	--
9日 (水)	メキシコ	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.7%	--
10日 (木)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	9.6%	--

(注)2015年9月4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 1～8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								
中国人民幣	(CNY)	6.1818 ~ 6.4489	6.3559	6.40	6.45	6.40	6.36	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7496 ~ 7.7744	7.7502	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 66.765	66.243	65.5	66.5	64.5	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14196	14170	14300	14800	14500	14000	13600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1199.68	1190.28	1190	1220	1200	1170	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 4.2995	4.2485	4.25	4.26	4.00	3.88	3.75
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 46.845	46.789	47.2	47.8	47.5	46.7	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4169	1.4162	1.41	1.42	1.37	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.015	32.507	32.70	33.00	32.80	32.50	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 35.94	35.85	36.0	36.3	35.5	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22490	22100	22100	22500	22500	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 71.8030	67.2154	70.00	70.00	68.00	65.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 14.0682	13.5770	13.50	13.50	13.00	12.50	12.50
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0031	2.9721	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 ~ 3.6823	3.7403	3.50	3.50	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.3056	16.8058	17.10	17.30	17.00	16.90	16.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣	(CNY)	18.210 ~ 20.285	18.891	19.06	18.91	18.91	18.87	18.89
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.494	15.72	15.72	15.59	15.46	15.34
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.813	1.86	1.83	1.88	1.89	1.90
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ~ 0.969	0.847	0.853	0.824	0.834	0.857	0.875
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	10.082	10.25	10.00	10.08	10.26	10.44
マレーシアリング	(MYR)	27.635 ~ 34.334	28.311	28.71	28.64	30.25	30.93	31.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.571	2.58	2.55	2.55	2.57	2.59
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	84.78	86.52	85.92	88.32	88.89	89.47
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.694	3.73	3.70	3.69	3.69	3.72
タイバーツ	(THB)	3.267 ~ 3.737	3.349	3.39	3.36	3.41	3.48	3.47
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5339	0.55	0.55	0.54	0.53	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.652	1.786	1.74	1.74	1.78	1.85	1.98
南アフリカランド	(ZAR)	8.751 ~ 10.453	8.844	9.04	9.04	9.31	9.60	9.52
トルコリラ	(TRY)	39.182 ~ 52.258	40.398	39.35	36.97	35.59	34.29	34.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.671 ~ 46.148	32.102	34.86	34.86	33.61	32.88	32.16
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	7.145	7.13	7.05	7.12	7.10	7.17

(注)1. 実績の欄は8月31日まで。SPOTは9月4日の9時00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。