

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

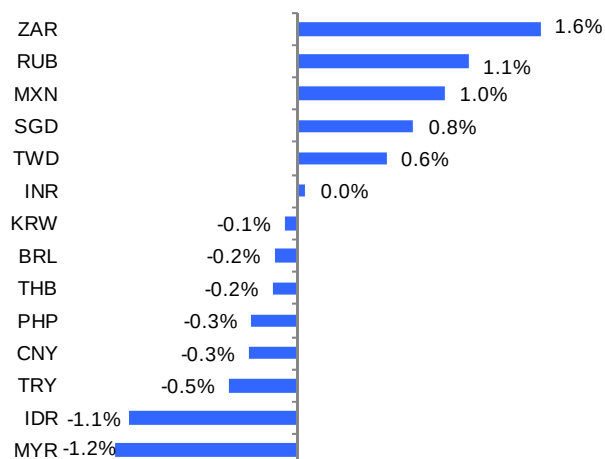
今週のエマージングマーケット

新興国通貨は荒い値動き

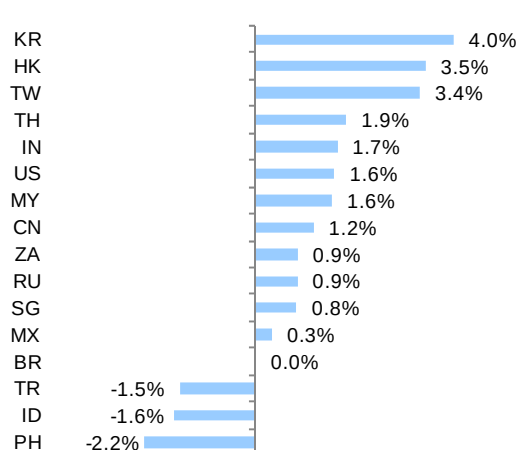
今週の新興国通貨は強弱まちまちとなった。先週末発表された米 8 月雇用統計は米国の利上げに対する明確な手掛かりとはならず、市場の注目は 8 日発表の中国 8 月貿易統計へ移った。週初は同統計結果の悪化が懸念されて新興国通貨は売り地合いとなった。実際に貿易統計は冴えない結果となったが、前日に株式配当に対する課税免除が発表されたことが好感されて中国株が大きく反発。リスクオフムードが後退し、新興国通貨の大半が上昇する展開となった。9 日には中国政府が財政政策強化への前向きな姿勢を発表し、アジア時間に新興国通貨は一段高となるも、強い米経済指標（7 月 JOLT 求人）がドルのサポート材料となり、売り戻される展開に。週末にかけてはレンジ内推移に留まる通貨が目立った。

個別通貨でみると、南アフリカ 7 月製造業・鉱業生産が市場予想を上回ったことを受けて、ZAR は+1.6% 上昇。また、RUB (+1.1%) と MXN (+1.0%) は週後半に原油価格が反発したことを背景に急伸した。一方、政府系投資会社（IMDB）を巡る政治的不透明感もあって MYR は▲1.2% 下落したほか、原油価格の一時的な急落によって IDR が▲1.1% 軟化した。TRY はクルド人武装組織との対立激化や政治情勢への懸念から▲0.5% 下落し、一時過去最安値となる 3.05 台をつけた。

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

予想通り FOMC にて利上げが見送られれば、一層安定する見込み

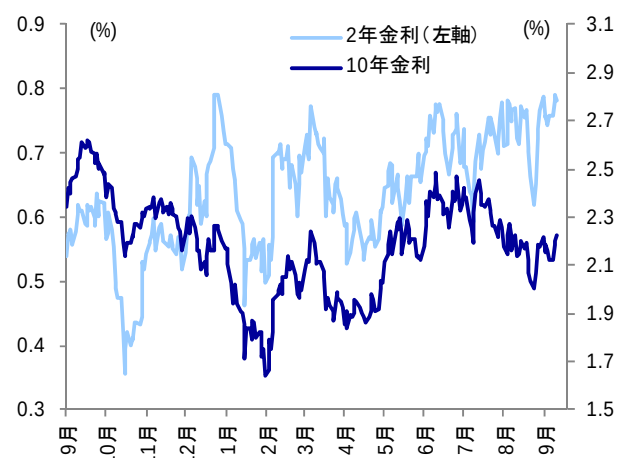
中国貿易統計は冴えない結果となるも、上海株が大きく値を戻したことで、新興国通貨は値持ちする

今週の新興国通貨はこれまで売り込まれていた MXN 等の資源国通貨の買い戻しや、ZAR 及び TRY といった経常赤字・高金利通貨の上昇が週前半に目立った。注目された 8 日の中国貿易統計において、輸出の伸びが前年比▲6.1%と市場予想（同▲8.9%）を上回ったことや、配当に対する優遇税制を受けて上海株が大きく値を戻したことで、リスクオフムードが後退したことが主因と思われる。その後は、堅調な米経済指標を背景に再び米国の利上げが懸念され、新興国通貨は上昇幅を縮小、通貨によっては下落に転じた。

米国の利上げ先送りで、一旦安心感から買い戻されるか

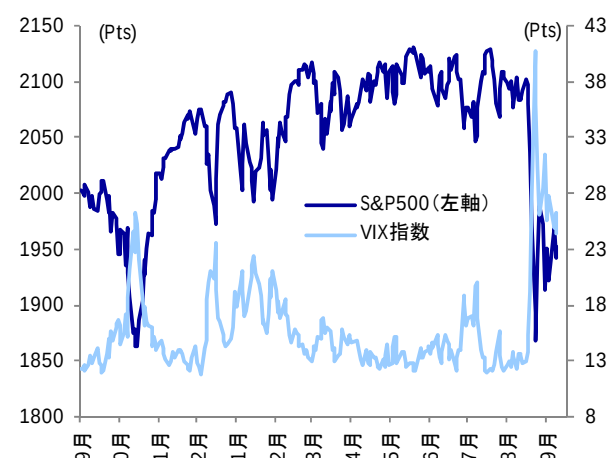
来週の新興国通貨にとっては 17 日（木）の FOMC が最も重要なイベントだと考える。今週の値動きから察するに、新興国通貨売りには一巡感も出ており、FOMC まではレンジ内の値動きになると予想する。足許のリスクオフの流れを受けて、FRB 高官発言も 9 月利上げに消極的な方向に傾きつつあることから、利上げは見送り、同時に発表される FOMC メンバーの政策金利見通しについても、下方修正されると見ている。よって、週末にかけては新興国通貨が一旦買い戻される可能性が高い。特に、今まで売り込まれてきた資源国通貨や、経常赤字から米利上げに耐性が弱いとされてきた TRY、ZAR 等は買い戻される余地が大きいと考える。しかし、9 月利上げについて市場ではあまり織り込みが進んでいないため、万が一利上げが実行された場合は、新興国通貨への売り圧力は巨大なものになるだろう。経常黒字国といえども例外ではなく、対ドルで相次いで最安値をつける通貨が出てきてもおかしくない。なお、17 日に利上げが見送られても、引き続き米国の年内利上げの可能性は変わっておらず、新興国の買い地合いは長くは続かないだろう。

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: 1MDB による MYR 押し下げ幅は 0.1~0.3 程度

MYR 安の背景には、①米利上げ期待、②中国景気停滞、③原油価格低迷に加えて、国内の政治的混乱がある

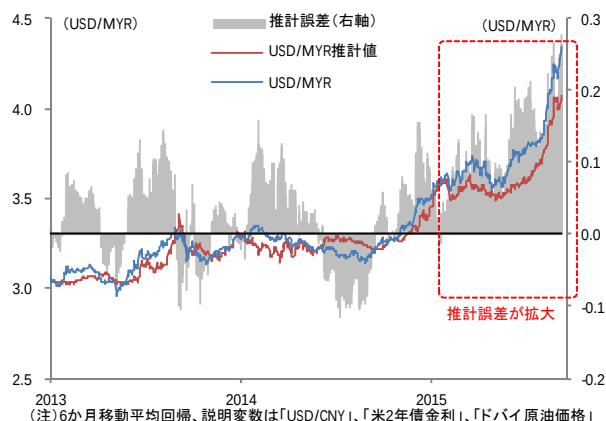
9月のMYRはアジア通貨危機直後（1998年1月）以来の水準である4.37をつけた。背景には他アジア新興国通貨同様に①米利上げ期待、②中国経済の停滞、③それに伴う原油を始めとした資源価格低迷がある。但し、MYRの下落幅（2013年6月のバーナンキ発言後）は▲39.3%と他アジア通貨（CNY、INR、IDR、KRW、PHP、SGD、THB、TWD）の平均▲15.2%に比べて突出しており、個別要因の影響が大きいと思われる。なかでも注目されるのは政府系投資会社（1MDB）を巡る政治的混乱である。我々の推計では、政治的混乱を含む個別要因によるMYR押し下げ効果はUSD/MYRベースで0.1~0.3程度と試算され、もし政治的混乱が無かった場合、上述のMYR下落幅は▲20%台に収まっていた可能性が高い。

試算では、①米利上げ期待を表す「米2年債金利」、②中国の景気停滞による通貨切り下げを示す「USD/CNY」、③資源国通貨であるMYRと高い相関にある「ドバイ原油価格」の3つのデータでUSD/MYRの推移を説明する推計式を算出した。そして、①、②、③の要因では説明できない部分（＝推計誤差）を、政治的混乱を含むMYRの個別要因とした（図3）。

政治的混乱によるMYR押し下げ効果はUSD/MYRで0.1~0.3と試算され、当面MYRは上値重い推移を予想

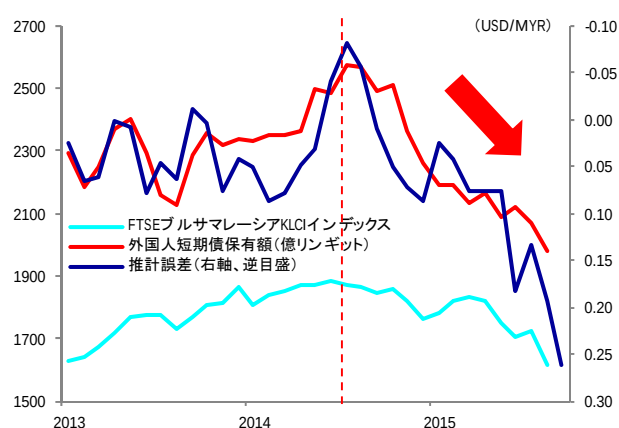
図に示した通り、推計誤差は2012年から2015年初めにかけては▲0.1~+0.1程度で推移しており、上述の①、②、③以外の要因がMYR相場に与える影響は小さかったことが伺える。しかし、1MDBに関連したナジブ首相の汚職疑惑が燃り始めた2015年以降、個別要因によるMYRの押し下げ圧力は0.1~0.3程度に拡大した。また、2014年7月以降は推計誤差の拡大とともに、外国人投資家の政府短期債保有額の減少や株価指数の低下が見

図表3: 推計による1MDBのMYR押し下げ幅



(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: 政治的要因と債券売り、株価の推移



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

られ、IMDB を巡る問題が通貨安と同時に資本流出も引き起こしていることが示唆された。8 月 29 日にはナジブ首相退陣を求めるデモが発生する等、問題は混迷化しており、MYR とマレーシアの金融市場は当面弱い推移となりそうだ。

タイ：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

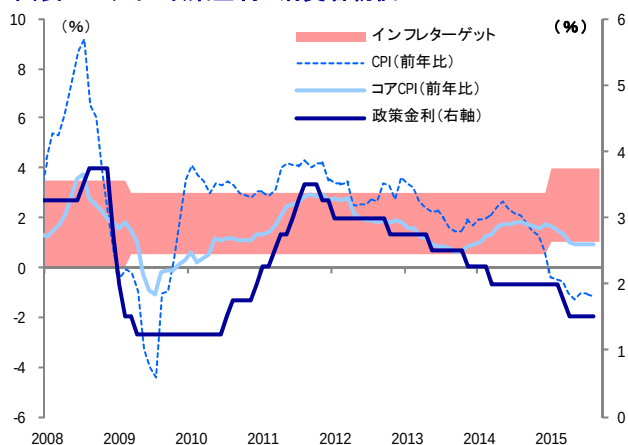
6 日（水）に開催されるタイ中銀（BOT）の金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回 8 月 5 日の会合で BOT は 1.50% の政策金利据え置きを決定した。声明文では前回に引き続き今後も緩和的な金融政策を継続するとの姿勢を示した。一方、中国経済の減速や国内干ばつによる景気のダウンサイドリスクへの高まりに対し警戒感を示し、外需の弱さや原油価格回復が BOT の想定より遅れているため、インフレ率の反発が予想より後ずれる可能性も指摘した。会合後発表された指標をみると 4～6 月期 GDP が前年比+2.8%と 1～3 月期（同+3.0%）から減速している。また 8 月消費者物価指数（CPI）も前年比▲1.2%と 7 月（同▲1.0%）から低下した。斯かる状況下、8 月にバンコク中心部で発生した爆弾テロ事件を背景に、外国人観光客の減少や、消費マインドの低下に伴う内需の停滞によりデフレ懸念が燻っている。BOT の景気刺激を目的とした利下げ余地は拡大しているように思われるが、既に 3、4 月に 2 か月連続で利下げを実施していることに加え、国内の家計債務問題を抱えているため、さらなる緩和は難しいと考える。我々は当面 BOT は金利を据え置くものと予想する。

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

国内景況感は冴えないも、IDR 安を通じたインフレ圧力の高まりから、当面は現状維持か

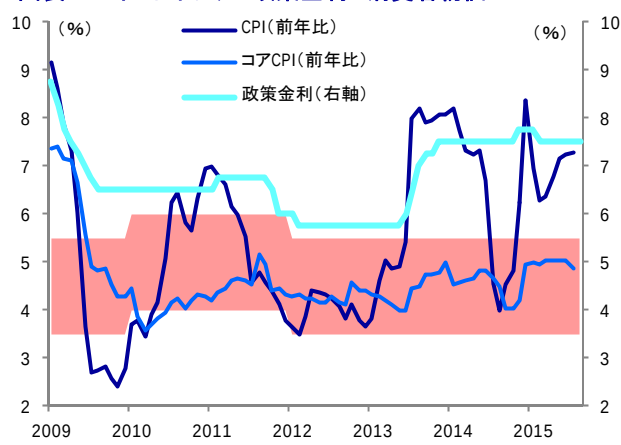
17 日（木）に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合は、金融政策の据え置きを予想する。前回会合（8 月 18 日）の声明では、当面は為替市場運営の最適化によって、IDR の安定に注力することを表明し

図表 5： タイ 政策金利と消費者物価



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 6： インドネシア 政策金利と消費者物価



（資料）CEIC、みずほ銀行

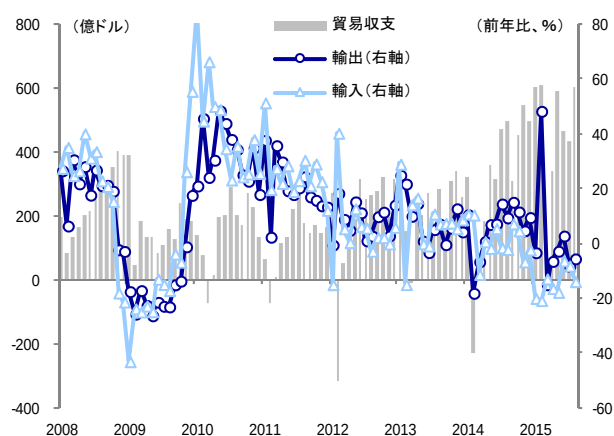
た。物価については足許で安定しており、政策調整を通して 2015 年のインフレ率が BI の物価目標（+3%~+5%）に留まるとの見方が示された。ブジョネゴロ財務相は年末までにインフレ率が+4%に低下すれば BI が金融政策を見直す可能性があることを示唆した。しかし、1 日に発表された 8 月 CPI は前年比+7.18%（7 月同+7.26%）と鈍化したものの、コア CPI は同+4.92%（7 月同+4.86%）と加速しており、未だ物価目標を上回る状況が続いている。また、IDR は 8 月の中国人民銀行（PBoC）の CNY 切り下げを受けて 17 年振りの安値圏をつける等、IDR 安トレンドが続いており、通貨安による輸入物価上昇圧力の高まり懸念は依然として燻っている。景気後退が深刻化する中、BI の利下げ余地は小さく、今会合では政策金利を据え置くだろう。なお、7 日に発表された 8 月外貨準備高は 1053.5 億ドルと（7 月 1075.5 億ドル）大幅に減少しており、BI が積極的に IDR を買い支えていたことが伺えた。

中国：貿易統計は芳しくない結果に、物価は緩やかに上昇基調継続

貿易収支は大幅黒字となるも、主因は輸入の大幅減少であり、今後も中国経済の先行きに懸念が残る結果に

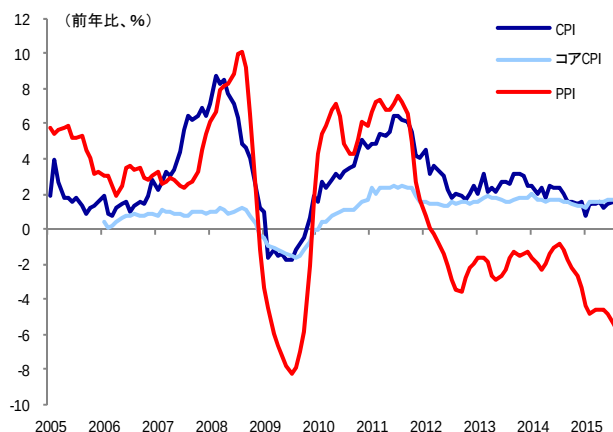
8 日（火）に発表された中国 8 月貿易統計は、輸出が前年比▲5.5%と 7 月（同▲8.3%）からマイナス幅が縮小した一方、輸入は同▲13.8%（7 月同▲8.1%）と大幅に減少した。輸入が輸出の減少ペースを上回り、貿易収支は 602.4 億ドル（7 月 430.3 億ドル）と増加した。先月の輸出の伸びが前年比 2 桁近いマイナスだったことは、当局の景気後退への警戒感を強め、PBoC が人民元切り下げに踏み切るきっかけになったとされている。そのため、人民元切り下げによる輸出の浮揚効果も期待されたが、8 月の輸出は 10 か月連続で前年を下回る弱い結果となった。今後の輸出の先行きを見通す上で注目されるのは輸入動向だろう。8 月の輸入の大幅減は原油を始めとした商品価格の低迷が背景にあるが、同時に中国の加工貿易（原

図表 7：中国 貿易収支



（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8：中国 消費者物価指数



（資料）タイ商業省、CEIC、みずほ銀行

材料を輸入して加工品を輸出) 停滞による原材料への需要減の影響も大きい模様だ。そのため、当面の中国経済は輸出を中心に停滞が続くとみられ、PBoC による追加利下げを含めた更なる景気刺激策が実施される可能性が高い。

生産者物価指数が2009年10月以来の大きな下げ幅を記録するなど、こちらも芳しくない結果に

10日に発表された中国8月CPIは、前年比+2.0%と7月(同+1.6%)から加速し、2014年8月以来1年ぶりの高い伸び率となった。原油等のエネルギー価格が下落する一方で、供給不足となった豚肉を含む肉(7月同+7.6%→8月同+9.3%)や生鮮野菜(7月同+10.5%→8月同+15.9%)を始めとした食品が全体を押し上げた。もっとも、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+1.7%と3か月連続で横ばいだったほか、CPIも2015年の政府目標である3.0%を下回っており、依然として中国経済は停滞が続いている模様だ。また、中国8月生産者物価指数(PPI)は前年比▲5.7%と7月(同▲5.4%)からマイナス幅が拡大し、2009年10月以来の下げ幅となった。資源安により原材料(7月同▲9.7%→8月同▲11.1%)や鉱業(7月同▲19.4%→8月同▲20.9%)が下落した。PPIの下落によってCPIが今後さらに低下する可能性も考えられる。

ブラジル:信用格付けが「投機的」に引き下げ

S&P がブラジルの政府債務格付けを「BBB-」から「BB+」と、「投資適格級」から「投機的」に引き下げ

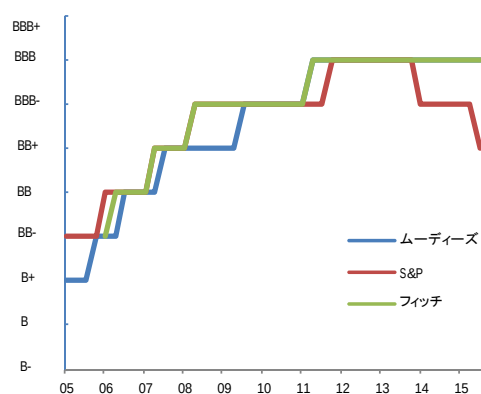
米大手格付け会社のスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)は、9月9日にブラジルの政府債務格付けを「BBB-」から「BB+」に引き下げた。これにより、ブラジル国債は投資適格級を失い(9月10日時点、ムーディーズ:「Baa3」、フィッチ・レーティングス:「BBB」はともに投資適格級を維持)、ブラジル政府の資金調達環境は悪化するとみられる。見通しについても「ネガティブ」とされ(ムーディーズ:「安定的」、フ

図表 9: ブラジル 各社格付状況

	～9月9日		9月10日時点	
	外貨建て 長期債	見通し	外貨建て 長期債	見通し
ムーディーズ	Baa3	安定的	Baa3	安定的
スタンダード ・アンド ・プアーズ	BBB-	—	BB+	ネガティブ
フィッチ	BBB	ネガティブ	BBB	ネガティブ

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: ブラジル 格付け推移(格付会社別)



(資料)各種報道、ブルームバーグ、みずほ銀行

イッチ・レーティングス：「ネガティブ」)、今後も格付けが引き下げられる可能性が燦っている。引き下げが行われる直前に、レビ財務相が高所得者層の所得税率引き上げに言及するなど、ブラジル政府は信用格付けの維持を模索してきた模様だ。しかし、S&Pは格付けを引き下げた理由として政治問題の深刻化や経済政策の混乱を指摘している。これまでルセフ政権は財政改革や経済再建を目指してきたが、改革に伴う混乱がかえって格付け引き下げに繋がったといえよう。

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4日 (金)	フィリピン	8月 消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.6%	0.8%	--
4日 (金)	マレーシア	7月 貿易収支MYR	6.30B	2.38B	7.98B	--
8日 (火)	中国	8月 貿易収支	\$48.00B	\$60.24B	\$43.03B	--
8日 (火)	中国	8月 輸出(前年比)	-6.6%	-5.5%	-8.3%	--
10日 (木)	フィリピン	7月 輸出(前年比)	-3.9%	-1.8%	-3.3%	-1.8%
10日 (木)	中国	8月 消費者物価指数(前年比)	1.8%	2.0%	1.6%	--
10日～30日	インド	2Q 国際収支:経常収支	-\$5.35B	--	-\$1.3B	--
10日～15日	中国	8月 マネーサプライ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	--
11日～15日	インド	8月 貿易収支	-\$10512M	--	-\$12812M	--
11日 (金)	マレーシア	9月 BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
11日 (金)	韓国	9月 韓国銀行7日間レートの	1.50%	--	1.50%	--
13日 (日)	中国	8月 小売売上高(前年比)	10.6%	--	10.5%	--
13日 (日)	中国	8月 鉱工業生産(前年比)	6.3%	--	6.0%	--
13日 (日)	中国	8月 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	11.2%	--	11.2%	--
14日 (月)	インド	8月 卸売物価(前年比)	-4.4%	--	-4.1%	--
14日 (月)	インド	8月 消費者物価指数(前年比)	3.6%	--	3.8%	--
15日 (火)	インドネシア	8月 貿易収支	--	--	\$1332M	--
15日 (火)	フィリピン	7月 海外送金(前年比)	--	--	6.1%	--
16日 (水)	タイ	8月 タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
17日 (木)	シンガポール	8月 非石油地場輸出(前年比)	-3.5%	--	-0.8%	--
17日 (木)	インドネシア	9月 インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	7.50%	--
18日 (金)	フィリピン	8月 総合国際収支	--	--	\$354M	--
中東欧・アフリカ						
9月4日 (金)	ロシア	8月 消費者物価指数(前年比)	15.6%	15.8%	15.6%	--
8日 (火)	ロシア	2Q GDP(前年比)	-4.5%	-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)	-1.2%	0.3%	0.9%	0.8%
10日 (木)	トルコ	7月 経常収支	-3.55B	-3.15B	-3.36B	-3.28B
10日 (木)	トルコ	2Q GDP(前年比)	3.1%	3.8%	2.3%	2.5%
10日 (木)	南アフリカ	7月 鉱物生産量(前年比)	2.8%	5.6%	4.0%	5.4%
11日 (金)	ロシア	7月 貿易収支	12.7B	--	13.8B	--
11日 (金)	ロシア	9月 主要金利	11.00%	--	11.00%	--
15日 (火)	南アフリカ	2Q 経常収支	--	--	-189B	--
15日～16日	ロシア	8月 鉱工業生産(前年比)	-4.5%	--	-4.7%	--
16日 (水)	南アフリカ	7月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.5%	--
16日 (水)	ロシア	8月 実質小売売上高(前年比)	-9.0%	--	-9.2%	--
ラテンアメリカ						
9月4日 (金)	メキシコ	8月 消費者信頼感指数	92.2	90.4	92.2	--
9日 (水)	メキシコ	8月 消費者物価指数(前年比)	2.62%	2.59%	2.74%	--
10日 (木)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.54%	9.53%	9.56%	--
11日 (金)	メキシコ	7月 鉱工業生産(前年比)	0.6%	--	1.4%	--
16日 (水)	ブラジル	7月 小売売上高(前年比)	-3.9%	--	-2.7%	--
16日 (水)	ブラジル	7月 広義小売売上高(前月比)	-0.4%	--	-0.8%	--
17日～19日	ブラジル	7月 経済活動(前年比)	--	--	-1.2%	--

(注)2015年9月11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								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ～ 6.4489	6.3772	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	66.434	66.5	67.5	66.0	64.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 14196	14333	14300	14800	14500	14000	13600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1199.68	1194.27	1190	1220	1200	1170	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 4.2995	4.3127	4.25	4.28	4.15	4.02	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 46.845	46.908	47.2	47.8	47.5	46.7	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.4169	1.4133	1.42	1.43	1.39	1.36	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 33.015	32.500	32.70	33.00	32.80	32.50	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 35.94	36.04	36.0	36.3	35.5	35.0	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 22547	22473	22550	22550	23000	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	67.6391	70.00	70.00	68.00	65.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 14.0682	13.6305	13.50	13.50	13.00	12.50	12.50
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 3.0031	3.0192	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	3.8496	3.50	3.50	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 17.3056	16.7554	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)	18.210 ～ 20.285	18.914	19.06	18.91	18.91	18.87	18.89
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.562	15.72	15.72	15.59	15.46	15.34
インドルピー	(INR)	1.747 ～ 1.971	1.816	1.83	1.81	1.83	1.86	1.90
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ～ 0.969	0.842	0.853	0.824	0.834	0.857	0.875
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ～ 11.266	10.204	10.25	10.00	10.08	10.26	10.44
マレーシアリング	(MYR)	27.635 ～ 34.334	28.028	28.71	28.50	29.16	29.85	30.36
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ～ 2.800	2.568	2.58	2.55	2.55	2.57	2.59
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ～ 92.89	85.34	85.92	85.31	87.05	88.24	89.47
台湾ドル	(TWD)	3.551 ～ 4.078	3.702	3.73	3.70	3.69	3.69	3.72
タイバーツ	(THB)	3.267 ～ 3.737	3.347	3.39	3.36	3.41	3.43	3.47
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ～ 0.5768	0.5368	0.54	0.54	0.53	0.52	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	1.783	1.74	1.74	1.78	1.85	1.98
南アフリカランド	(ZAR)	8.751 ～ 10.453	8.849	9.04	9.04	9.31	9.60	9.52
トルコリラ	(TRY)	39.182 ～ 52.258	39.936	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	31.329	34.86	34.86	33.61	32.88	32.16
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ～ 8.199	7.199	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11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。