

## 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

齋藤 周

03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

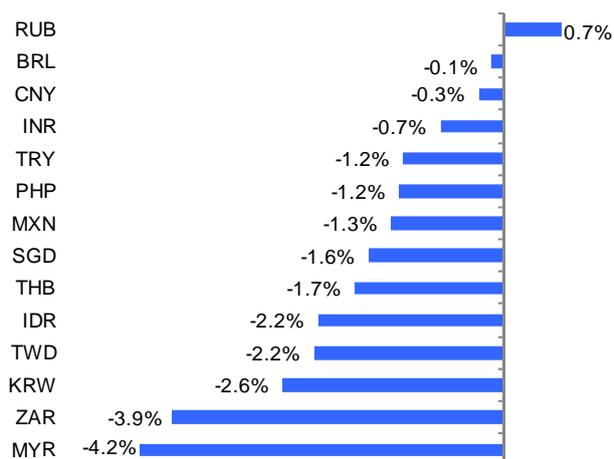
### 今週のエマージングマーケット

#### 米利上げ期待が煽る中リスクオフムードが蔓延し、新興国通貨は大幅下落

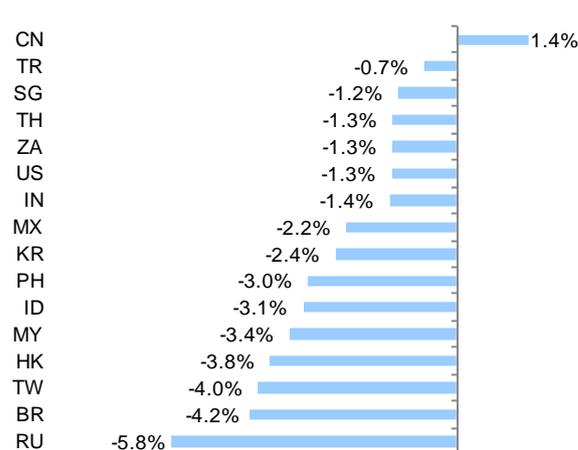
今週の新興国通貨は総じて大幅下落となった。先週のFOMCにおいて利上げは見送られたものの、イエレンFRB議長記者会見では10月利上げの可能性に言及したほか、更に今週に入り複数のFRB高官が早期利上げを示唆したことでドル高が進行。また、中国9月Caixin（財新）製造業PMIが市場予想を下回り、中国経済及び世界経済の成長鈍化への懸念が高まったことや、独大手自動車メーカーの不正問題を受けてリスクオフムードが広がった。こうした動きを受けて新興国通貨は再び売り圧力に晒された。

個別通貨で見るとBRLが、政治・財政懸念、最大貿易相手の中国の経済低迷、信用格付けの引き下げ等を受けて一時史上最安値をつける展開となった。その後、トンビニ中銀総裁がドル売り介入を積極化することを示唆したことで、週末にかけて回復した（▲0.1%）。またMYRは引き続き政府系投資会社（IMDB）を巡る問題が重石となり軟化（▲4.2%）。ZARは南アフリカ中銀（SARB）が同国成長見通しを引き下げたことを受け下落した（▲3.9%）。KRWは冴えない中国経済指標の結果を嫌気し徐々に売られる展開となった（▲2.6%）。

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

#### 米利上げ期待、中国景況感悪化、原油価格低下と売り要素が揃い踏み

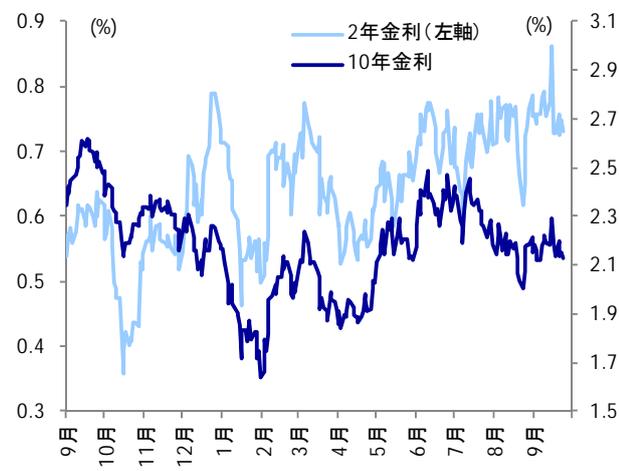
新興国通貨は、米利上げ期待、中国景況感悪化、原油価格低下と売り要素が揃い、下落

今週の新興国通貨は、①FRB メンバーからの年内利上げを堅持する発言、②中国景況感の悪化、③原油価格の低下と主要な売り要素が全て揃ったことで、売り込まれる展開となった。①～②は我々の想定範囲内であったが、③については、底堅い動きを予想していただけにやや意外な値動きとなった。原油売りの背景には、米国エネルギー省（EIA）が発表した米原油生産量が7週ぶりに増加したことがある。しかし、今回の増加幅は小幅であったことから、一時的な動きと思われる。また長期的なトレンドで見れば米国内での生産・在庫は調整方向にあることから、今後原油価格は底入れの様相を見せるだろう。但し、今週の原油価格の値動きにも現れている通り、市場は供給動向に敏感になっているため、今後もEIAの週次レポートの内容次第では、一時的に原油安・資源通貨安を引き起こすこともあるだろう。

燻ぶり続ける米利上げ期待、高まる新興国中銀による利下げ期待が新興国通貨の重石に

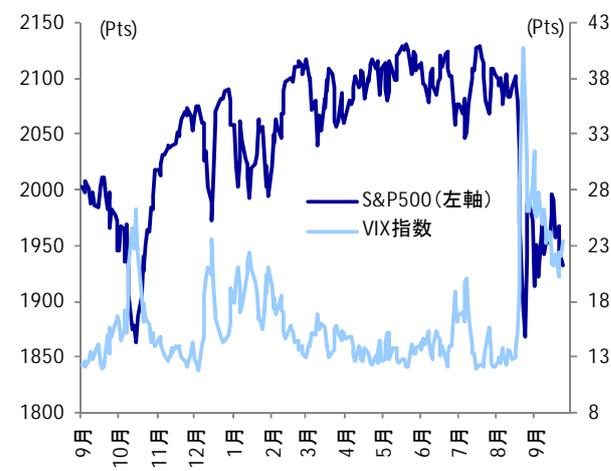
来週の新興国通貨は、引き続き軟調な展開を予想する。29日に開催されるインド準備銀行（RBI）の金融政策決定会合では、我々は25bpの利下げを予想している。低い消費者物価指数（CPI）、鈍るGDP成長率、更に前回FOMCにおける利上げ先送りを受けて、新興国の各国中銀は利下げを実行すると期待が市場にはあり、RBIの利下げがそうした期待を更に強めると見ている。また、2日（金）に発表される米9月雇用統計においては、雇用回復の目処とされている前月比+20万人が予想されており、米国の年内利上げへの期待は引き続き維持されると考える。こうした政策金利を巡る思惑が、来週の新興国通貨を動かす主要な要因となるだろう。なお、新興国各国が金利を引き下げたとしても、景気浮揚効果が出るにはラグがあることから、資本流出の抑制に貢献するには時間がかかると見ている。よって、年内は新興国通貨安が続くとの見方は維持したい。

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

インド: 金融政策決定会合プレビュー

CPI の減速と国内経済の成長鈍化を受けて、25bp 利下げを予想

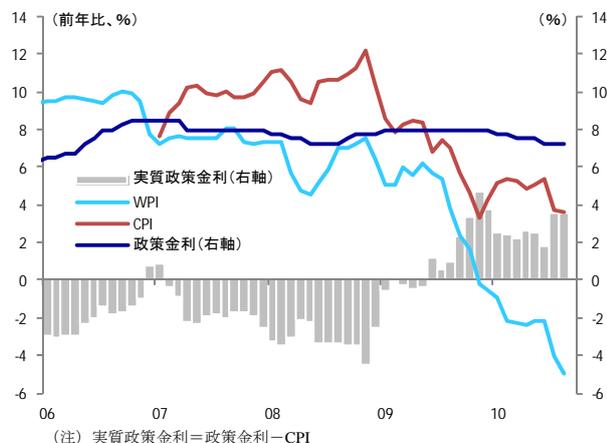
29 日(火)開催のインド中銀(RBI)金融政策決定会合では、25bp の利下げを予想する。インドでは景気減速感が広がる一方、雨量不足による食品価格を中心としたインフレ懸念が高まっている。そのため、前回会合(8月4日)では、RBIが緩和的なスタンスを維持する一方で、6月消費者物価指数(CPI)の加速を理由に利下げが見送られた。会合後に発表された指標を見ると、4~6月期GDPが前年比+7.0%と1~3月期の同+7.5%から減速し、引き続き国内経済に弱さが見られる中、利下げの足枷となっていたCPIは8月に前年比+3.66%と7月から小幅に縮小し、2014年11月以来の低水準を記録した。ラジャンRBI総裁は8月29日に報道機関のインタビューに対して、追加利下げの機会があるかを見極めるため指標を注視していると発言している。また、9月11日にパナガリヤ首相顧問がRBIに利下げを求めており、政府からの利下げ圧力も強まっている。これまでRBIはインフレ高進への警戒感から利下げに踏み切らなかった模様だが、8月のCPIが引き続き低水準になったことや、政府による利下げ圧力が高まっていることを背景に利下げに踏み切る可能性が高いだろう。

メキシコ: 金融政策決定会合レビュー

国内景気の低迷やインフレ安定を理由に、政策金利据え置きを決定

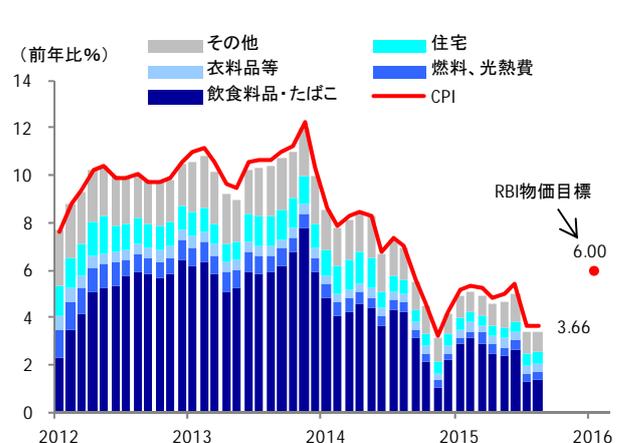
21日の金融政策決定会合で、メキシコ中銀(BOM)は国内の景気低迷やインフレ安定を理由に、政策金利を過去最低の3.00%に据え置いた。BOMは労働市場等の低迷が続いているとしたほか、市場のインフレ期待は安定しており年内のインフレ率は3%未満で推移するとの見方を示した。今後の政策運営においては、為替相場や米国との金融政策格差、国内景気を注視するとしているが、最も影響を与えるのは米利上げ動向だろう。市場ではFOMCが10月に臨時的記者会見を開催し、利上げに踏み切ると見る向きもあるが、9月利上げが見送られ

図表 3: インド 政策金利と消費者物価・卸売物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 4: インド 消費者物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

た理由の一つである新興国経済の低迷が1か月を待たずに回復する見込みは小さく、米10月利上げは困難だと考えられる。BOMの次の一手は12月FOMC後の会合となる見込み。

**トルコ：金融政策決定会合レビュー**

トルコ中銀は、インフレ懸念が後退するまで慎重なスタンスを継続すると表明

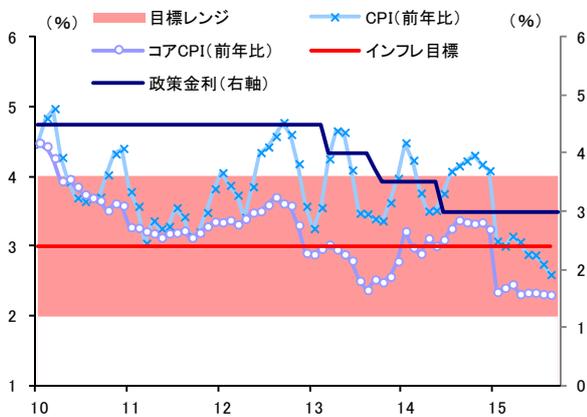
22日の金融政策決定会合にて、トルコ中銀（CBRT）は予想通り金融政策の現状維持を決定した。声明文では前回会合から大きな変化は見られず、内容は概ね据え置かれた。足許のCPIがCBRTのインフレ目標（+5%）を上回る前年比+7.14%で推移する一方で、CBRTはインフレ懸念が十分後退するまでは慎重な政策スタンスを継続すると表明している。なお、足許のトルコ経済・為替相場にとって最大のリスクは政治情勢である。エルドアン大統領の再選挙宣言を受けて8月28日には再選挙（11月1日）までの暫定内閣が与野党によって発足された。しかし、9月22日には与党公正発展党（AKP）とクルド系の国民民主主義党（HDP）との間で発生した反政府武装組織クルド労働者党（PKK）を巡る意見の隔たりから、HDPに所属する閣僚2人が辞任を発表するなど、引き続き不安定な政治が続いている。一部の世論調査によると、11月の再選挙でも与党AKPは過半数を確保できず、連立協議が必要になるとされており、与野党間の意見の隔たりによる不安定な政治が長期化するリスクが燻っている。こうした混乱を背景にTRYは9月に過去最安値をつけるなど低迷しており、当面TRYは他新興国通貨対比でもアンダーパフォームする状態が続くと予想している。

**南アフリカ：金融政策決定会合レビュー**

全会一致で据え置きを決定。最新の物価見通しでも、来年初のインフレ急上昇を予想

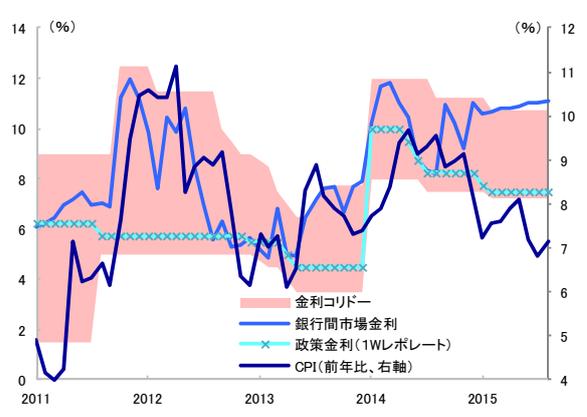
南アフリカ中銀（SARB）は、23日に開催された金融政策決定会合にて政策金利（6.00%）を全会一致で据え置くこと決めた。声明文では、インフレ上昇リスクが引き続き残るとしつつも、国内景気の鈍化に配慮し、今回

図表 5: メキシコ 政策金利と消費者物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: トルコ 政策金利と消費者物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

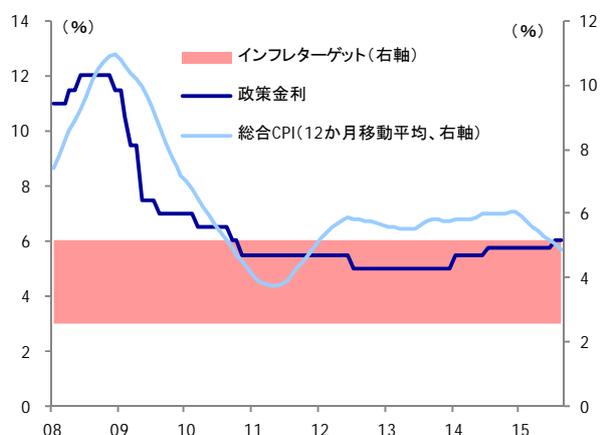
の利上げを見送ったと発表した。合わせて、最新の経済・物価見通しが公表され、GDP 成長率は下方修正（2015 年：+2.0%→+1.5%、2016 年：+2.1%→+1.6%、2017 年：+2.6%→+2.1%）される一方で、物価については今年は下方修正されたものの、来年以降は上昇するとの見方を維持した（2015 年：+5.0%→+4.7%、2016 年：+6.1%→+6.2%、2017 年：+5.7%→+5.8%）最新の物価見通しにおいても、SARB は引き続き来年 1～3 月期にかけて CPI が前年比+6.7%まで加速すると見込んでいる。そのため我々は、SARB が当面は現状を維持するも、インフレ率の高まりにより年末にかけて利上げを再開するとの従来の見方を維持する。

### 中国：Caixin 製造業 PMI は更に悪化

中国 9 月 Caixin 製造業 PMI は、2009 年 3 月以来の低水準に

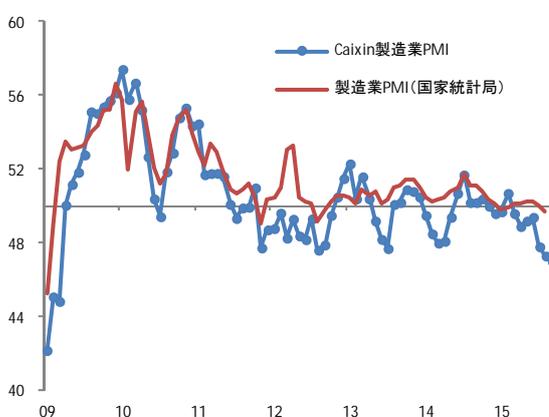
23 日に発表された中国 9 月 Caixin 製造業 PMI は、47.0 と市場予想（47.5）を下回り、2009 年 3 月以来の低い水準となった。詳細項目でも、先行性のある受注や輸出受注、仕入れ価格が前月比で軒並み悪化した上、いずれも景況感の判断の分かれ目である 50 を下回る状況が続いている。Caixin 製造業 PMI は、中国統計局から発表される中国製造業 PMI と比べアンケート回答企業に占める中小企業の割合が多い。同指数が悪化を続けていることから、人民元実質切り下げや中国人民銀行（PBoC）による連続利下げの効果が、中小企業まで波及していないと考えられる。10 月 1 日（木）に中国統計局が発表する 9 月製造業 PMI を皮切りに 9 月の中国経済指標が発表されていくが、芳しくない結果になると予想する。

図表 7: 南アフリカ 政策金利と消費者物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: 中国 Caixin 製造業 PMI



(資料)ブルームバーグ、Datastream、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
<b>エマージングアジア</b>						
9月18日 (金)	フィリピン	8月 総合国際収支	--	-\$450M	\$354M	--
23日 (水)	マレーシア	8月 消費者物価指数	3.0%	3.1%	3.3%	--
23日 (水)	シンガポール	8月 消費者物価指数	-0.6%	-0.8%	-0.4%	--
23日 (水)	フィリピン	7月 貿易収支	-\$236M	-\$1177M	-\$555M	-\$554M
23日 (水)	中国	9月 Caixin 中国製造業PMI	47.5	47.0	47.3	--
24日 (木)	フィリピン	9月 BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
24日 (木)	台湾	9月 CBC指標金利	1.875%	1.750%	1.875%	--
25日 (金)	韓国	9月 消費者信頼感	--	103	102	--
28日 (月)	タイ	8月 貿易収支(通関 <sup>レ</sup> -入)	\$1000M	--	\$770M	--
28日 (月)	インドネシア	8月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	12.7%	12.5%
29日 (火)	インド	9月 RBIレ <sup>レ</sup> レート	7.00%	--	7.25%	--
30日 (水)	マレーシア	8月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	3.9%	--
30日 (水)	タイ	8月 貿易収支	--	--	\$2708M	--
30日 (水)	タイ	8月 国際収支:経常収支	--	--	\$2116M	--
10月1日 (木)	韓国	8月 鉱工業生産(前年比)	-2.0%	--	-3.3%	--
1日 (木)	韓国	9月 貿易収支	\$4982M	--	\$4347M	\$4270M
1日 (木)	中国	9月 製造業PMI	--	--	49.7	--
1日 (木)	中国	9月 非製造業PMI	--	--	53.4	--
1日 (木)	中国	9月 Caixin中国PMI <sup>レ</sup> サービス業	--	--	51.5	--
1日 (木)	タイ	9月 消費者信頼感指数	--	--	72.3	--
1日 (木)	インドネシア	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.2%	--
1日 (木)	シンガポール	9月 購買部景気指数	--	--	49.3	--
1日 (木)	タイ	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-1.2%	--
1~14日	インドネシア	8月 消費者信頼感指数	--	--	112.6	--
2日 (金)	韓国	9月 消費者物価指数(前年比)	0.9%	--	0.7%	--
2日 (金)	韓国	8月 国際収支:経常収支	--	--	\$10114.8M	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
9月22日 (火)	トルコ	9月 指標レ <sup>レ</sup> レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
23日 (水)	南アフリカ	8月 消費者物価指数(確報、前年比)	4.8%	4.6%	5.0%	--
23日 (水)	南アフリカ	9月 SARB政策金利発表	6.00%	6.00%	6.00%	--
29~30日	ロシア	2Q 経常収支	--	--	19200M	--
30日 (水)	南アフリカ	8月 マネーサプライM3(前年比)	9.9%	--	10.3%	--
30日 (水)	南アフリカ	8月 貿易収支(ラ <sup>レ</sup> ト)	--	--	-0.4B	--
10月1~2日	ロシア	2Q GDP(確報、前年比)	-4.6%	--	-4.6%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
9月21日 (月)	ブラジル	7月 経済活動(前年比)	-4.5%	-4.3%	-1.2%	-1.3%
22日 (火)	ブラジル	9月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	9.6%	9.6%	9.6%	--
23日 (水)	メキシコ	7月 小売売上高(前年比)	4.7%	5.8%	5.4%	--
23日 (水)	ブラジル	8月 経常収支	-\$3200M	-\$2487M	-\$6163M	-\$5721M
24日 (木)	メキシコ	7月 経済活動IGAE(前年比)	2.2%	2.0%	3.1%	--
10月1日 (木)	メキシコ	9月 送金総額	--	--	\$2231.8M	--
2日 (金)	ブラジル	9月 貿易収支	--	--	\$2689M	--
2日 (金)	ブラジル	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-8.9%	--
2日 (金)	メキシコ	7月 総設備投資	--	--	8.6%	--

(注)2015年9月25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
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.4489	6.3823	6.40	6.45	6.40	6.36	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7496 ~ 7.7744	7.7506	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 66.765	66.156	66.5	68.0	66.5	65.0	63.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14196	14684	14300	15000	14800	14500	14000
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1199.68	1192.63	1190	1220	1200	1170	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 4.2995	4.3740	4.25	4.28	4.25	4.15	4.02
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 46.845	46.830	47.2	47.8	47.5	46.7	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4169	1.4243	1.42	1.43	1.39	1.36	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.015	33.129	32.70	33.00	32.80	32.50	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 35.94	36.27	36.0	37.0	36.5	35.5	34.7
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22490	22550	22550	23000	23000	23000
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 71.8030	66.1010	70.00	70.00	68.00	65.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 14.0682	13.8855	13.50	13.50	13.00	12.50	12.50
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0031	3.0508	3.10	3.30	3.40	3.50	3.50
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル	(BRL)	2.5493 ~ 3.6823	3.9507	3.90	3.90	3.90	4.00	4.00
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.3056	16.8677	17.10	17.30	17.00	16.90	16.60
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	18.210 ~ 20.285	18.836	19.06	18.91	18.91	18.87	18.89
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.510	15.72	15.72	15.59	15.46	15.34
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.810	1.83	1.79	1.82	1.85	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ~ 0.969	0.819	0.853	0.813	0.818	0.828	0.850
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	10.105	10.25	10.00	10.08	10.26	10.44
マレーシアリング	(MYR)	27.635 ~ 34.334	27.445	28.71	28.50	28.47	28.92	29.60
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.564	2.58	2.55	2.55	2.57	2.59
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	84.40	85.92	85.31	87.05	88.24	89.47
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.629	3.73	3.70	3.69	3.69	3.72
タイバーツ	(THB)	3.267 ~ 3.737	3.315	3.39	3.30	3.32	3.38	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5345	0.54	0.54	0.53	0.52	0.52
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.652	1.818	1.74	1.74	1.78	1.85	1.98
南アフリカランド	(ZAR)	8.751 ~ 10.453	8.658	9.04	9.04	9.31	9.60	9.52
トルコリラ	(TRY)	39.182 ~ 52.258	39.380	39.35	36.97	35.59	34.29	34.00
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル	(BRL)	32.671 ~ 46.148	30.012	31.28	31.28	31.03	30.00	29.75
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	7.127	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25日の8時45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。