

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部

マーケット・エコノミスト

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

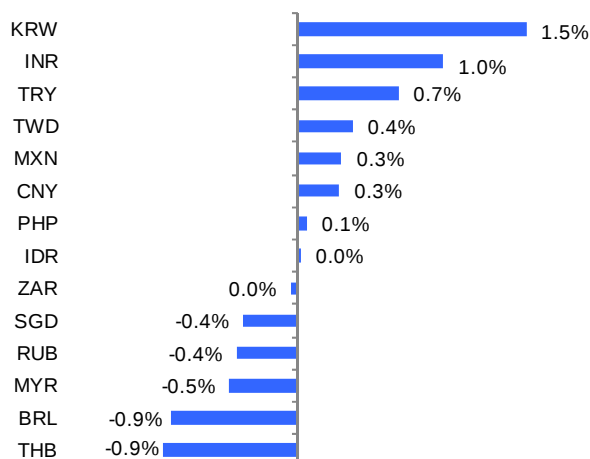
今週のエマージングマーケット

米雇用統計を控えて、新興国通貨はまちまちな値動きに

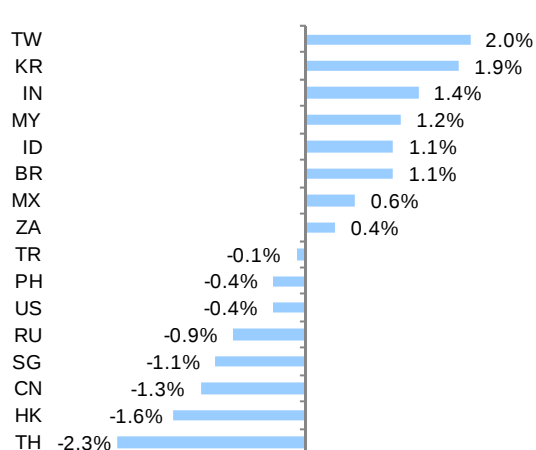
今週の新興国通貨はまちまちな値動きに。週初ダロリーNY 連銀総裁の発言を受けドルが上昇し、新興国通貨にも売り圧力がかかる展開となった。その後、欧州株価が軟調に推移したことや中国経済への懸念が高まると、米国株の下落に伴いドルが売られたことで、新興国通貨は買われた。週央にはアジア株の軟調推移を受けて、アジア通貨に売り圧力がかかるも、ECBの追加緩和期待が拡がり、リスクオフムードが後退したことで、新興国通貨は再度買われた。週末にかけて、米経済指標のまちまちの結果と週末の米9月雇用統計待ちムードでドルが方向感なく推移したことで、新興国通貨も通貨によってまちまちな反応となった。

個別通貨でみると、月末の輸出業者のドル売りを背景に KRW が上昇した (+1.5%)。また、29日にインド準備銀行(RBI)は市場予想を上回る下げ幅で利下げを実施し、これが好感され INR は値を伸ばした (+1.0%)。同日ブラジル8月中央政府部門の基礎的財政赤字幅が予想対比縮小したことで、BRLは一時上昇するも、ルセフ大統領が予算案承認に苦慮していることが伝わると再度下落した (▲0.9%)。また、THB は28日に発表された貿易統計が予想を下回ったことを受けて、2007 年来の最安値をつけた (▲0.9%)。

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

熾る米利上げ期待、高まる新興国における利下げ期待

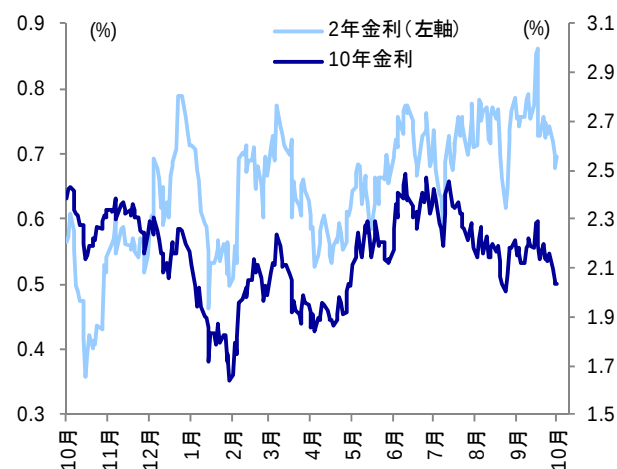
新興国通貨は、米雇用統計を控えて、株式など他の市場動向に左右される展開

今週の新興国通貨は、経済動向と言うよりも株式の上下動に左右される展開となった。本日米国時間に発表される米9月雇用統計を控えていることから、積極的な取引は控えられ、株など他の市場の値動きを見ながら受動的に動いていた模様。週末にかけては、懸念されていた1日の中国9月製造業・非製造業PMIがまちまちの内容となったことで、リスクオフムードが緩和するも、反応は各通貨で異なる展開となった。

来週も見通しを大きく変えるような決定的な材料は出ず、引き続き不安定な値動き継続か

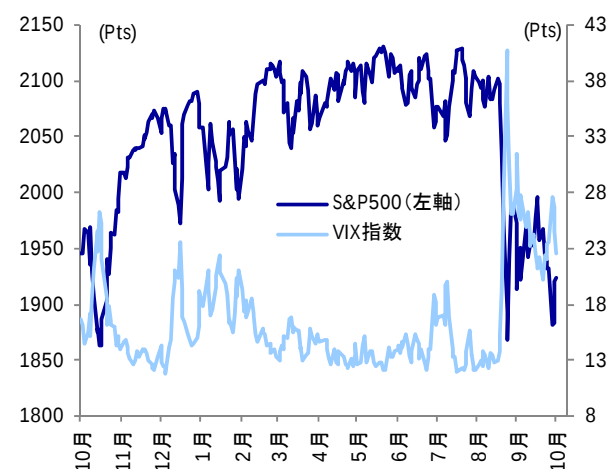
来週の新興国通貨は、不安定な値動きになると予想する。米9月雇用統計が市場予想（前月比+20万人の増加）通りとなっても、従来のトレンドに戻っただけであり、米年内利上げを決定づけるまでには至らない。一方で、中国経済指標は冴えない結果が続くと予想されるものの、PMIの数値に鑑みると、大崩れは想定し難い。以上のように、米利上げ時期については依然不透明かつ中国経済の低迷懸念も払拭されない中、決定打となる要素も出ないため、新興国通貨は経済指標の結果や他の市場の値動きに左右されやすい状態になると予想する。なお、新興国において利下げ期待が高まりつつある。9月29日にRBIは、市場の予想を上回る50bpの利下げを実行した。KRWにおいても、輸出の落ち込みを背景に韓国中銀（BOK）による利下げ期待は熾り、SGDでも国内経済指標の悪化を受けて、シンガポール金融管理局（MAS）による緩やかなシンガポール高誘導という通貨政策が変更される可能性がある。今月は下旬にECB理事会、日銀金融政策決定会合、FOMCと主要国の金融政策決定会合が控えており、金融政策は注目されやすい地合いにある。新興国の各中銀がハト派色を高めれば、米国との金融政策の違いが着目され、月を通してみた場合、新興国通貨の重石となろう。

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

インド: 金融政策決定会合レビュー

世界経済の成長減速、消費者物価の低下、緩和効果の浸透を背景に 50bp の利下げ

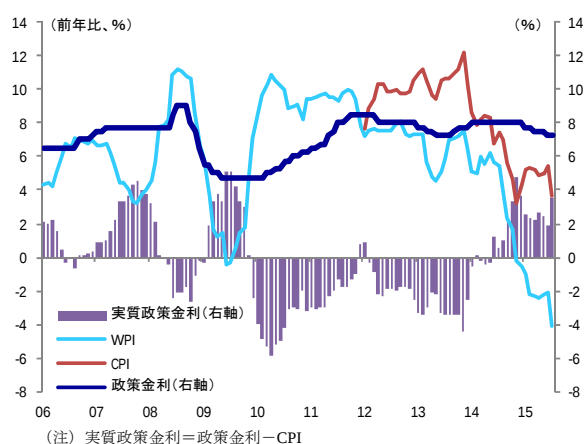
29 日の金融政策決定会合にて、RBI は市場予想 (25bp の利下げ) を上回る 50bp の利下げを実行し、政策金利であるレポレートを 6.75% とすることを決定した。利下げは今年 4 回目である。今回の金利引き下げの背景として、コモディティ価格の下落を受けて消費者物価指数 (CPI) が低下したこと、懸念していた米 9 月利上げが見送られたこと、さらに政府からの利下げ圧力も強まっていたことが考えられる。実際、RBI は 50bp の利下げの理由として①中国をはじめとする世界経済の成長減速、②コモディティ価格の下落や政府の管理政策により食品価格が抑えられ、インフレが抑制されたこと、③これまでの利下げによる緩和の効果が十分でなく、緩和効果を浸透させる必要があること、を挙げている。なお、インフレ率については原油価格の下落により 2016 年までに前年比+6% の目標は達成できるとし、同+5.8% を着地見込みとしている。2017 年 1~3 月期のインフレ目標を同+5% とした。また、2015~2016 年の GVA (粗付加価値) 実質成長率を前年比+7.6% から同+7.4% へと下方修正している。先行きについて RBI は引き続き緩和的なスタンスを継続するとしたほか、今回の利下げは「前倒し」であり、今後は政府と協力して障害を取り除くことが課題であるとした。こうした RBI の発言を受けて、我々は当面 RBI が政策金利を据え置くと予想する。

韓国: 貿易収支は大幅黒字も、輸出の減少継続

貿易収支は過去 2 番目となる大幅な黒字を記録も、輸出は減少が継続

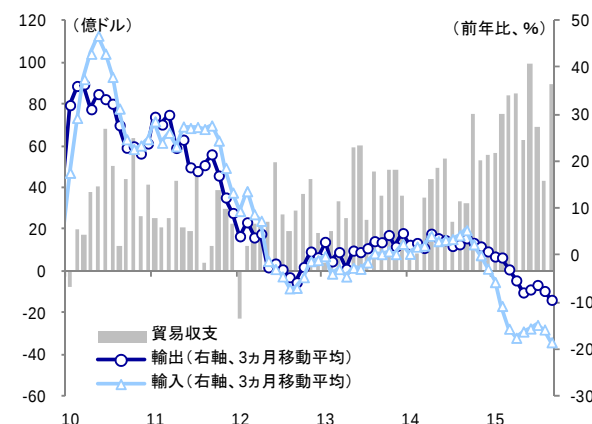
1 日に発表された韓国 9 月貿易統計では、輸出が前年比▲8.3% (市場予想: 同▲10.0%、8 月: 同▲14.9%)、輸入が同▲21.8% (市場予想: 同▲18.1%、8 月: 同▲18.3%) と輸出入ともに減少が続いた。9 月の貿易黒字額は 8 月の+42.7 億ドルから 46.7 億ドル増加し、過去 2 番目の規模となる+89.4 億ドルに拡大した。今回で 44 か月連続の黒字となった。輸出は市場予想を上回ったものの、9 か月連続でのマイナスであり、中国経済減速の影響が如実に出ている模様。実際、

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: 韓国 貿易収支



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

韓国の輸出の4分の1が中国向けであり、中国向け輸出は3か月連続で減少している。一方、明るい材料としてEU向けの輸出は需要の回復を受けて増加した。韓国財務省は「今後国内需要は加速する」としているほか、同日発表された8月鉱工業生産が前月比+0.4%と市場予想の同▲1.1%を上回ったことを受けて、BOKによる追加利下げ観測はやや後退している。但し、依然として中国経済の減速による景気下押し圧力は続いており、BOK年内利下げの可能性は残っている。

中国：PMIは2つの指標でまちまちの内容

中小企業を中心に景気停滞の影響が拡大

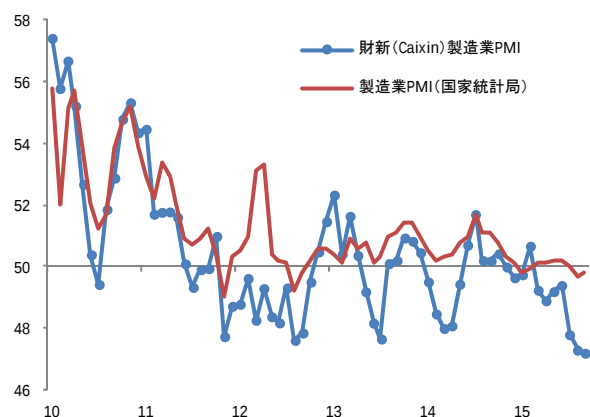
1日に発表された中国9月製造業PMIは49.8と8月の49.7から小幅に上昇したものの、2か月連続で景気拡大と悪化の境目である50を下回った。他方、非製造業PMIは53.4と前月から横ばいを維持した。製造業の内訳を見ると、受注残（8月:44.6→9月:43.8）が低下したものの、新規受注数（8月:49.7→9月:50.2）や新規輸出受注（8月:47.7→9月:47.9）が上昇しており、先行きの生産拡大に期待が持てる内容になっている。但し、その後に発表された中国9月Caixin（財新）製造業PMI確報値は47.2と速報値の47.0から上方修正されたものの、引き続き7か月連続で50を下回った。内訳をみると輸出受注や新規受注、生産などの低下が目立っている。中国当局が発表するPMIに比べて財新PMIは回答企業に占める中小企業の割合が多いとされており、中国の景気低迷は中小企業でより深刻化している模様である。なお、Caixin非製造業PMIも50.5と前月の51.5から低下した。中国経済の停滞は、資源価格の下落や新興国経済の低迷に繋がっており、引き続き新興国通貨の下押し要因となりそうだ。

タイ：CPIは引き続きマイナス推移も、金融政策は据え置きか

CPI低下も国内債務問題から、BOTは政策金利据え置きか

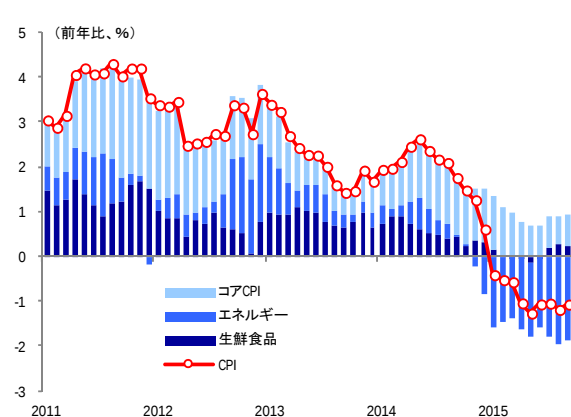
1日に発表されたタイ9月CPIは前年比▲1.1%と8月の同▲1.2%から減少幅が縮小したものの9か月連続のマイナスとなった。生鮮食品や住居・

図表5：中国製造業PMI



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表6：タイ 消費者物価



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

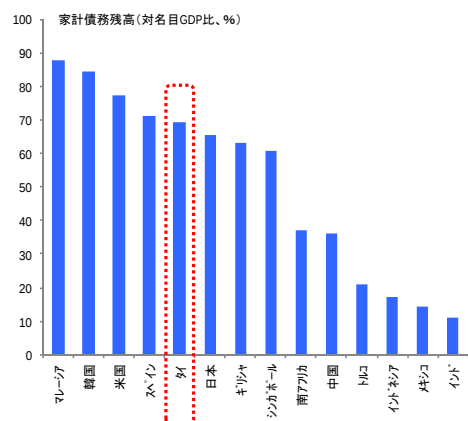
家具では上昇幅が前月から縮小したものの、昨年秋頃からの原油価格下落の影響が一巡し始めたことにより、運輸・通信では下落幅が縮小している。なお、コア CPI (除く生鮮食品、エネルギー) は前年比+1.0%と 8 月同+0.9%から小幅に上昇し、ここもと 1%前後で安定的に推移している。最近の CPI の低下は主に資源価格下落によるもので、今後は原油価格下落のベース効果が剥落するに従って物価は徐々に上昇基調に転じると見られる。なお、タイ中央銀行 (BOT) は 9 月 25 日、中国経済の停滞などを理由に 2015 年の成長率見通しを従来の+3.0%から+2.7%に下方修正した。インフレ率がマイナス圏に陥る中で BOT の利下げ余地が拡大しているようにも思われる。但し、既に BOT は 3、4 月に利下げを実施しているほか、利下げにより国内家計債務の更なる積み上がりが懸念されるため、当面 BOT は金融政策を据え置くと予想する。

インドネシア: CPI は伸び率低下も BI の目標を上回る

CPI の減速が金融政策に与える影響は限定的

1 日に発表されたインドネシア 9 月 CPI は前年比+6.8%と 8 月の同+7.2%から伸び率が低下した。内訳をみると、エネルギー価格の下落を背景に住居・水道・光熱費 (8 月前年比+6.4%→9 月同+5.8%) の上昇幅縮小が目立ったほか、食品 (8 月同+9.3%→9 月同+8.3%) なども物価押し下げ要因になった。足許のインドネシア経済は低調な推移が続いていることから、インフレ率低下を受けてインドネシア中銀 (BI) の利下げ余地が拡大したと見ることもできる。但し、CPI は BI の 2015 年におけるインフレ目標 (前年比+3~+5%) を依然として上回って推移しているほか、下落基調が続いているエネルギーや、変動幅の大きい生鮮食品を除くコア CPI は、前年比+5.1%と前月の同+4.9%から伸び幅が拡大している。そのため、9 月 CPI が金融政策に与える影響は限定的だろう。

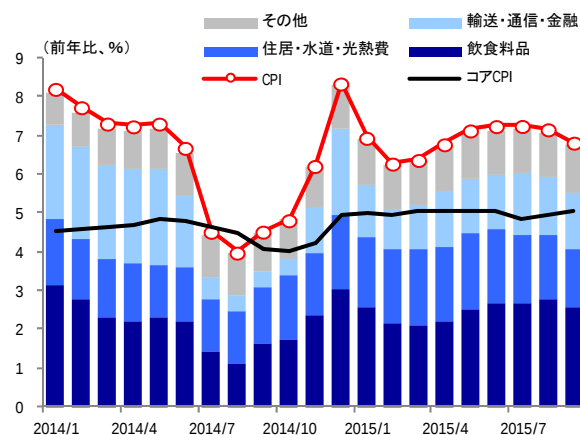
図表 7: タイ 家計債務(対 GDP 比率)の各国比較



(注) 2014 年 12 月時点

(資料) BIS、各国中央銀行、政府機関データ、みずほ銀行

図表 8: インドネシア 消費者物価



(資料) ブルームバーグ、CEIC、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
エマージングアジア							
9月28日 (月)	タイ	8月	貿易収支(通関ベース)	\$965M	\$721M	\$770M	--
28日 (月)	インドネシア	8月	マネーサプライM2(前年比)	--	13.3%	12.7%	12.5%
29日 (火)	インド	9月	RBIレポレート	7.00%	6.75%	7.25%	--
30日 (水)	マレーシア	8月	マネーサプライM3(前年比)	--	4.6%	3.9%	3.8%
30日 (水)	タイ	8月	貿易収支	--	\$2907M	\$2708M	--
30日 (水)	タイ	8月	国際収支:経常収支	\$1500M	\$2650M	\$2116M	\$2160M
10月1日 (木)	韓国	8月	鉱工業生産(前年比)	-1.8%	0.3%	-3.3%	-3.2%
1日 (木)	韓国	9月	貿易収支	\$6678M	\$8943M	\$4347M	\$4270M
1日 (木)	中国	9月	製造業PMI	49.7	49.8	49.7	--
1日 (木)	中国	9月	非製造業PMI	--	53.4	53.4	--
1日 (木)	中国	9月	Caixin中国PMIサービス業	--	50.5	51.5	--
1日 (木)	インドネシア	9月	消費者物価指数(前年比)	7.00%	6.83%	7.18%	--
1日 (木)	シンガポール	9月	購買部景気指数	49.4	48.6	49.3	--
1日 (木)	タイ	9月	消費者物価指数(前年比)	-1.07%	-1.07%	-1.19%	--
2日 (金)	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	--	--	\$10115M	--
6日 (火)	台湾	9月	消費者物価指数(前年比)	-0.50%	--	-0.45%	--
6日 (火)	フィリピン	9月	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.6%	--
7日 (水)	マレーシア	8月	貿易収支MYR	3.25B	--	2.38B	--
7日 (水)	台湾	9月	貿易収支	\$3.25B	--	\$3.96B	--
7~14日	シンガポール	3Q	GDP(前年比)	1.3%	--	1.8%	--
8日 (木)	タイ	9月	消費者信頼感指数	--	--	72.3	--
9日 (金)	フィリピン	8月	輸出(前年比)	--	--	-1.8%	--
9日 (金)	インド	9月	貿易収支	--	--	\$-12478M	--
中東欧・アフリカ							
9月30日 (水)	ロシア	2Q	経常収支(確報)	--	\$15818M	\$19200M	--
30日 (水)	南アフリカ	8月	マネーサプライM3(前年比)	10.0%	10.0%	10.3%	--
30日 (水)	南アフリカ	8月	貿易収支(ラント)	-3.4B	-9.9B	-0.4B	-1.1B
30日 (水)	ロシア	2Q	GDP(確報、前年比)	-4.6%	-4.6%	-4.6%	--
10月1日 (木)	南アフリカ	9月	鉱工業製造業PMI	49.0	--	48.9	--
5日 (月)	トルコ	9月	消費者物価指数(前年比)	--	--	7.1%	--
5~6日	ロシア	9月	消費者物価指数(前年比)	15.8%	--	15.8%	--
8日 (木)	南アフリカ	8月	鉱物生産量(前年比)	--	--	5.6%	--
8日 (木)	南アフリカ	8月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.3%	--
8~9日	ロシア	4Q	消費者信頼感指数	--	--	-23.0	--
9日 (金)	ロシア	3Q	経常収支	--	--	\$15818M	--
ラテンアメリカ							
10月1日 (木)	メキシコ	9月	送金総額	\$2179.6M	\$2266.4M	\$2231.8M	--
2日 (金)	ブラジル	9月	貿易収支	\$2500M	--	\$2689M	--
2日 (金)	メキシコ	7月	総設備投資	4.3%	--	8.6%	--
6日 (火)	メキシコ	9月	消費者信頼感指数	--	--	90.4	--
7日 (水)	ブラジル	8月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	9.53%	--
8日 (木)	メキシコ	8月	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.59%	--

(注)2015年10月2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 1～9月(実績)	SPOT	12月	2016年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.4489	6.3571	6.45	6.40	6.36	6.30	6.28
香港ドル	(HKD)	7.7496 ~ 7.7744	7.7501	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 66.890	65.513	68.0	66.5	65.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14828	14691	15000	14800	14500	14000	13600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1208.72	1176.35	1220	1200	1170	1140	1110
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 4.4812	4.4067	4.40	4.25	4.15	4.02	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 47.059	46.745	47.8	47.5	46.7	46.0	45.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4335	1.4298	1.43	1.39	1.36	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.329	32.893	33.20	33.00	32.70	32.20	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 36.51	36.49	37.0	36.5	35.5	34.7	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22475	22550	23000	23000	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 71.8030	65.5201	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 14.1588	13.9260	14.00	13.50	13.00	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0752	3.0282	3.30	3.40	3.50	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 4.2478	4.0095	4.05	4.30	4.36	4.28	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.3425	16.9123	17.30	17.00	16.90	16.60	16.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.210 ~ 20.285	18.852	18.91	19.06	19.03	19.05	18.95
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.464	15.72	15.72	15.59	15.46	15.34
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.828	1.79	1.83	1.86	1.90	1.90
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ~ 0.969	0.816	0.813	0.824	0.834	0.857	0.875
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	10.164	10.00	10.17	10.34	10.53	10.72
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ~ 34.334	27.246	27.73	28.71	29.16	29.85	30.36
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.568	2.55	2.57	2.59	2.61	2.61
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	83.82	85.31	87.77	88.97	90.23	90.15
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.644	3.67	3.70	3.70	3.73	3.72
タイバーツ	(THB)	3.267 ~ 3.737	3.284	3.30	3.34	3.41	3.46	3.47
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5332	0.54	0.53	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	1.827	1.74	1.79	1.86	2.00	1.98
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ~ 10.453	8.607	8.71	9.04	9.31	9.23	9.15
トルコリラ	(TRY)	38.853 ~ 52.258	39.566	36.97	35.88	34.57	34.29	34.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ~ 46.148	29.891	30.12	28.37	27.75	28.04	28.33
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	7.087	7.05	7.18	7.16	7.23	7.26

(注)1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10月2日の8時15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。