

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

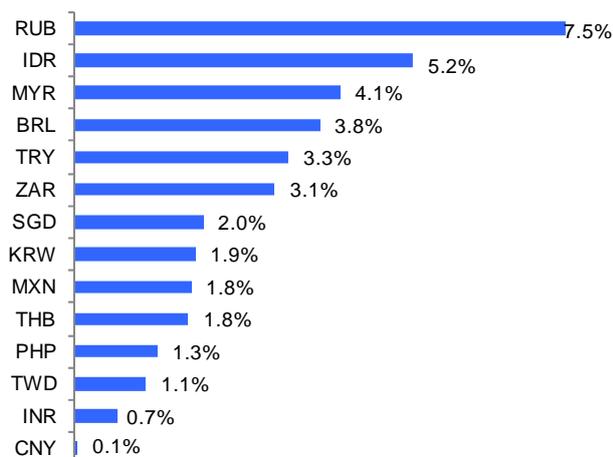
今週のエマージングマーケット

米利上げ期待の後退を受けて、新興国通貨は急伸

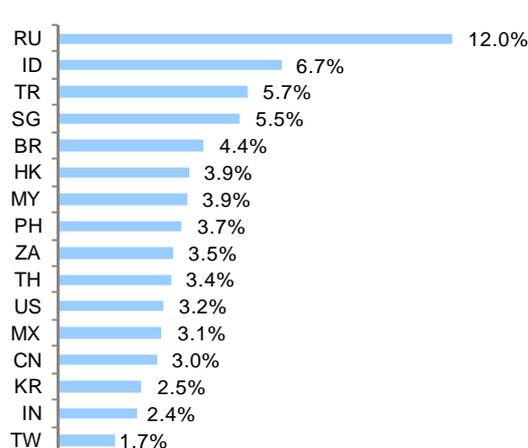
今週の新興国通貨は急伸した。先週末の米9月雇用統計は市場予想を大幅に下回る結果となり、年内の利上げ観測が後退したことでドル売り新興国通貨買いが進行した。今週初は、米9月非製造業ISMが良好な結果であったことに加え、ローゼンブレン・ボストン連銀総裁が年内利上げ支持を表明したことや、TPPの大筋合意を受けてドルは反発した。しかし、株価が上昇し続けたことで、市場全体にリスクオンムードが広がり、新興国通貨買いが選好される展開となった。更に米エネルギー省が2016年のグローバルな原油生産予想を下方修正すると、需給調整が進むとの思惑が広がり原油が急伸、資源国通貨をはじめとした新興国通貨が一段と買われた。

個別通貨で見ると、原油の持ち直しを背景にRUBが急伸(+7.5%)。また、米利上げ観測の後退による資本流入や、インドネシア政府による景気刺激策第3弾への期待感を背景にIDRは急速に買い戻された(+5.2%)。そのほかMYRは8月貿易統計が市場予想を上回ったことで急上昇(+4.1%)。その他通貨も市場のリスクオンムード広がりを受けて広範囲に買い戻され、BRL(+3.8%)、TRY(+3.3%)、ZAR(+3.1%)、SGD(+2.0%)、KRW(+1.9%)と軒並み上昇した。

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

米経済指標の結果に一喜一憂し、大きく振れる不安定な相場が続く

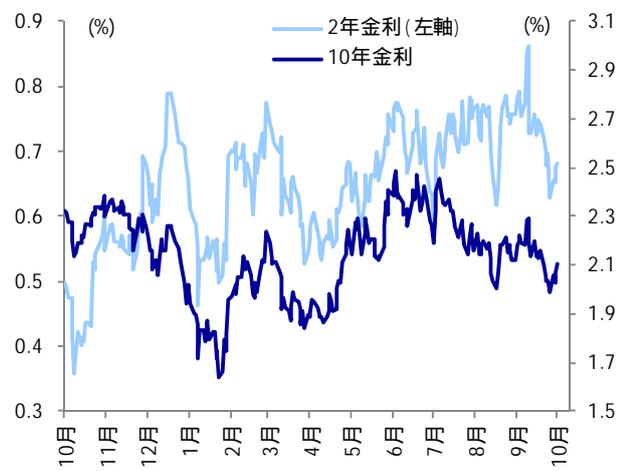
米利上げ期待の後退を受け、新興国通貨は急速に買い戻される

米9月雇用統計が予想を下回る結果となったことで、米利上げ期待が後退、今週の新興国通貨は大きく買い戻される展開となった。特に経常赤字や資源安を背景に売り込まれていた通貨の反発は大きく、例えば IDR は一時1000ポイント以上の IDR 高となった。FRB の量的緩和終了が意識され始めた2013年以降の最大月次変動幅が約1200ポイントであることに鑑みると、今週の新興国通貨への買い需要がいかに大きかったかがわかる。このほか、MYR、RUB などでも大幅反発が見られた。

来週は中国の貿易統計に注目。市場予想通りであれば、中国経済の低迷懸念に再度焦点が当たるか

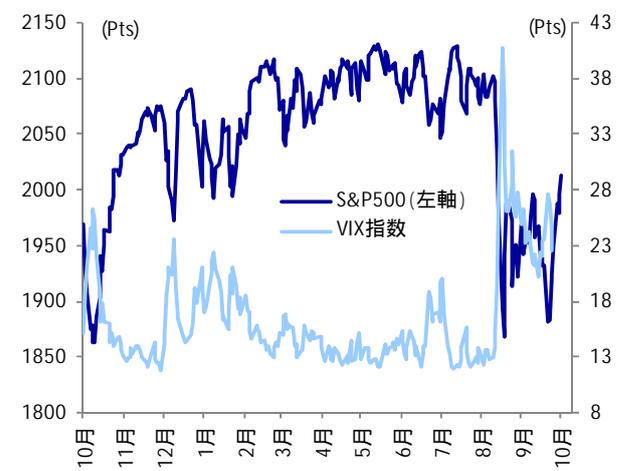
今週材料視された米ファンダメンタルズの悪化は、米利上げ期待の後退をもたらす意味で新興国通貨の買い材料となるが、一方で世界経済の減速懸念を増大させるため売り材料ともなりうる。国際通貨基金（IMF）が6日に公表した最新の世界経済見通しにおいて、コモディティ価格の急落を背景に新興国経済の2015年、2016年成長率を各々▲0.2%下方修正するなど、世界経済の成長鈍化リスクは残存している。こうした中、来週の13日（火）には中国9月貿易統計の発表が予定されており、輸出の減速が続くと予想される（市場予想：前年比▲6.0%、前月：同▲5.5%）。このため、再来週19日（月）発表の中国7～9月期GDPに向けて、中国経済の減速懸念が再度意識されるであろう。今週の買い戻しは一時的なものであり、新興国通貨買いトレンドに転じたと考えるのは早計と見ている。また、中期的な視点に立てば、米利上げに向けたパスも不透明であり、市場が米経済指標に一喜一憂するという状況は変わっていない。今回は冴えない米経済指標の結果が続いたことから、米利上げを不安視する方向に反応したが、いつ逆の反応が起きてもおかしくない。新興国通貨は、28日（水）のFOMCに向けて、方向感も定まらず、但し値幅が大きい不安定な値動きが続くと予想される。

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

シンガポール: 金融政策決定会合プレビュー

景気後退懸念の高まりから MAS は金融緩和に踏み切る見込み

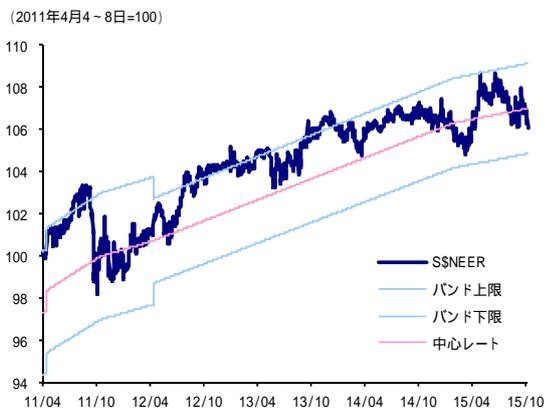
14 日(水)にはシンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)の政策決定会合、及びシンガポール 7~9 月期 GDP の発表が予定されている。MAS の金融政策に関しては、金融緩和が行われる見込みである。MAS は SGD の名目実効為替レート(SSNEER)を操作することで政策を調整しており、今年 1 月には臨時的な政策見直しで、景気減速懸念を理由に「SSNEER の緩やかな SGD 高誘導」を継続するものの、その誘導ペースを減速させると発表した。今月の会合でも SGD 高誘導ペースを鈍化させるほか、SSNEER のバンド幅を拡大して金融緩和姿勢を強化することが予想される。足許にかけてのシンガポール経済は弱い動きが続いており、1~3 月期 GDP は前期比年率+2.6%と 2014 年の同+3.0%から減速したほか、4~6 月期には同 4.6%と 4 四半期ぶりのマイナス成長に陥った。内需は堅調だったが、中国を中心にアジア諸国向けの輸出が落ち込んでいることがマイナス成長の主因である。また、14 日発表予定の 7~9 月期 GDP の市場予想は同 0.1%とマイナス成長が続く見込みで、シンガポールは定義上景気後退に陥る公算が大きい。そうした中で、8 月のコア CPI(住居費及び個人道路交通費を除く消費者物価指数)は、前年比+0.2%と前月から減速し、MAS の予想レンジの+0.5%~+1.5%を下回って推移している。景気が停滞する中で物価上昇圧力の緩和が見られており、MAS は金融緩和に踏み切るだろう。

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

財政政策による景気下支えもあり、BOK は現状政策を維持すると予想

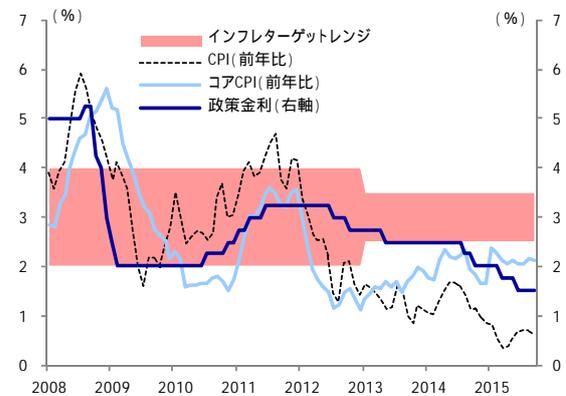
15 日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では現状政策の据え置きを予想する。前回 9 月会合で BOK は、市場予想通り全会一致で政策金利を 1.50%に据え置くことを決定した。声明文では、経済全体の見通しについて慎重なトーンが目立った。特に国内経済の見通しに関して、国内経済を取り巻く環境の不透明性が「高い」から「高まっている」とより厳しい表現に変更されている。確かに、会合後に発表された経済指標を見ると、内需低迷を受けて 9 月

図表 3: シンガポール SGD 名目実効レートとバンド



(資料)ブルームバーグ、シンガポール統計局、みずほ銀行

図表 4: 韓国 政策金利と消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

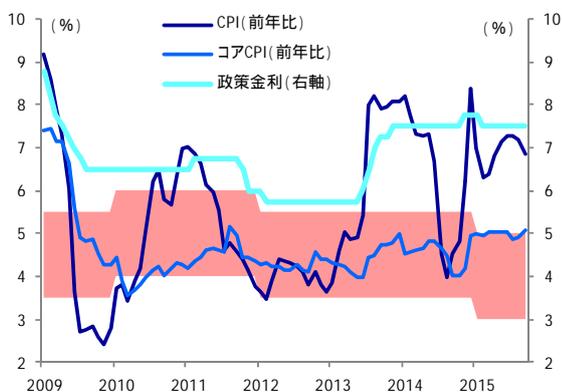
の輸入伸び率は、マイナス幅が 8 月から拡大している。だが一方で、9 月消費者信頼感の前月から改善したほか、9 月の大手百貨店売上高は前年比+5%程度増加している模様で、個人消費には明るい動きも見られる。また、8 月鉱工業生産は小幅に増加し、9 月輸出もマイナス幅が前月から縮小した。足許の景気改善の背景には 7 月に発表された政府による景気刺激策があるだろう。今回の会合では BOK による経済見通しも発表される予定だが、李 BOK 総裁は 2015 年の経済成長率が引き続き 7 月時点の見通しである+2.8%程度になるとの認識を示している。年内の成長率が BOK の想定通りに推移する中で、今会合で BOK は政策を据え置くと予想する。

インドネシア:金融政策決定会合プレビュー

IDR 相場上昇やインフレ率低下も、依然利下げ余地は小さく、据え置きを予想

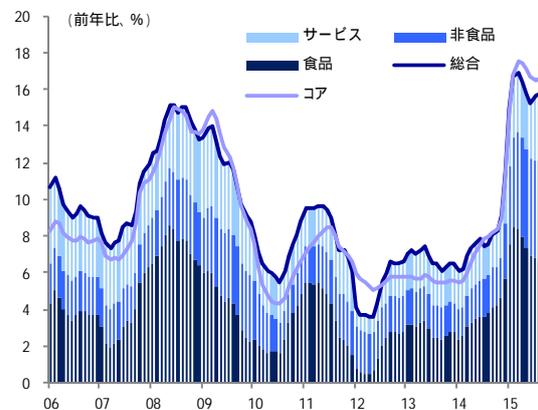
15 日(木)に開催されるインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、金融政策の据え置きを予想する。前回 9 月会合で BI は 7 会合連続で政策金利の据え置きを決定した。声明では、据え置きの理由として同日予定されていた FOMC にて米利上げが実施される想定だったことを挙げている。また、18 日にナスティオン経済調整相が、米 9 月利上げが見送られたことで、「(IDR に対する) 圧力と投機的な動きは続くだろう」と発言しており、当局による IDR 安への高い警戒感も政策据え置きの背景にあっただろう。前回会合後の景気動向を見ると、9 月消費者信頼感指数は 97.5 と 8 月の 112.6 から大幅に低下しており、足許では弱い推移が続いている模様である。他方で、9 月のインフレ率は前月から小幅に縮小したほか、IDR 相場も 10 月に入って前月末から約+6%上昇(IDR 高)し、8 月以降の下落幅をほぼ取り戻している。そのため、ここもとで BI の利下げ余地は俄かに拡大しているとも言える。但し、我々は米年内利上げ観測が熾り続ける限り、IDR は下落しやすい状況にあると見ている。また、BI の政策担当幹部が 10 月 7 日に利下げの余地は無いとの認識を示していることから、今会合でも BI は政策金利を据え置くと予想している。

図表 5: インドネシア 政策金利と消費者物価指数



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: ロシア 消費者物価指数



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

ロシア: CPI は頭打ちの兆し

CPI の減速が金融政策に与える影響は限定的か

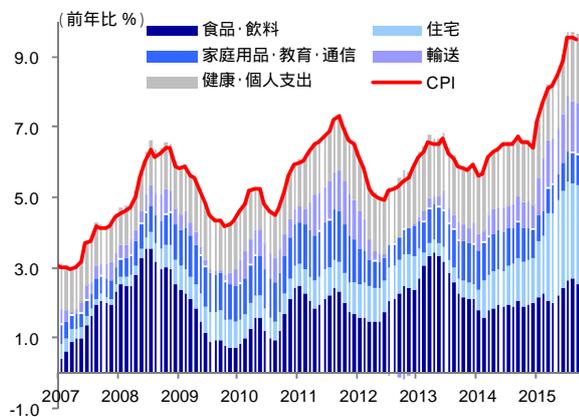
5日に発表されたロシア9月消費者物価指数(CPI)は前年比+15.7%と前月(同+15.8%)からやや減速した。コアCPIは前年比+16.6%と伸び率は前月から横ばいだった。内訳をみると食品(8月同+18.1%→9月同+17.1%)やサービス(8月同+14.1%→9月同+13.8%)は減速する一方で、非食品(8月同+14.6%→9月同+15.2%)は加速した。ロシア中銀(CBR)は前回9月11日の金融政策決定会合にて、RUB安によるインフレ圧力増大に警戒感を示し利下げを見送った。但し、内需の低迷と過去の金融引き締め効果によりCPIの伸びは将来的には押さえられるとした。今回の9月CPIが減速したことは、CBRの予想通りCPI上昇は頭打ちとなった可能性がある。依然としてCPIは高水準ではあるが、RUBはここ最近安定的な動きをみせている。ロシアの景気低迷が続く中でCBRの金融緩和余地は拡大したと見る。次回10月の会合にて利下げを行う可能性は高くなっている。

ブラジル: CPI はブラジル中銀のターゲットを超える水準で継続か

ガソリン価格、サービス価格ともに下がる様相は見せておらず、中銀のターゲットより高いインフレ率が継続か

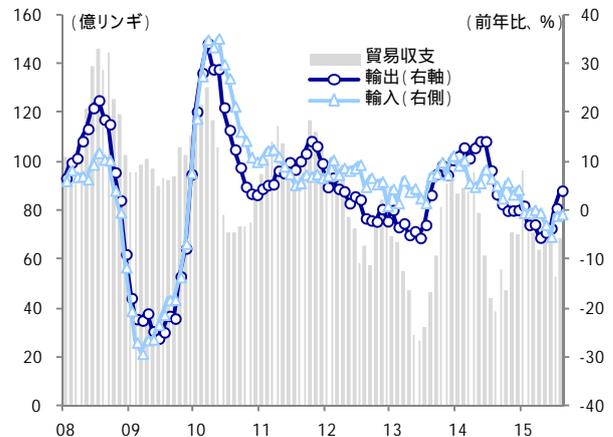
7日にブラジル地理統計院(IBGE)が発表した9月拡大消費者物価指数(IPCA)は前年比でみると8月の+9.53%から9月同+9.49%と僅かながら減速するも、前月比では+0.54%と8月同+0.22%から伸びが加速した。内訳をみると、管理価格(光熱費など)の伸び率が上昇(前年比+16.34%)したほか、またサービス価格も高水準の伸び率を維持した(同+8.15%)。足許BRL安の進行を受けてガソリン小売価格が上昇基調に転じており、今後もインフレ率加速の要因になると考える。また過去のインフレ率に合わせて最低賃金が調整されるため、サービス価格からも物価上方圧力がかかることが想定される。2016年前半にベース効果によりインフレ率は減速するも、上述の理由からブラジル中銀(BCB)の2016年インフレターゲット中心値である前年比+4.5%まで減速することは見込み難い。引き続きBCBの利下げ余地は限定的であると考えられる。

図表7: ブラジル 消費者物価指数



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8: マレーシア 貿易収支



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

マレーシア：貿易収支は好調も、先行き不透明感は漂う

輸出の伸びが回復する一方で、輸入の伸びは大幅なマイナスに。国内需要の低迷が懸念される

7日に発表されたマレーシア8月貿易統計では、輸出が前年比+4.1%（市場予想：同+1.3%、7月：同+3.5%）と市場予想、前月の伸びを大きく上回った。一方、輸入は同▲6.1%（市場予想：同+1.7%、7月：同+5.9%）と大幅に減速した。この結果、貿易黒字は7月の+23.8億リンギから8月は+101.9億リンギと大幅に増加した。内訳をみると輸出の大幅な増加の背景には電子製品（7月同+12.1%→8月同+16.7%）の伸びがあり、LNG天然ガス（7月同▲23.6%→8月同▲42.1%）の減速を相殺している。一方、輸入の減速の背景には資本財（7月同+3%→8月▲14%）と中間財（7月同+5.7%→8月同▲13.6%）の弱さがあり、国内需要の減速と原油価格の低迷の深さが伺える。本指標が市場予想を大幅に上回ったことで、指標発表後にMYRは一時上昇をみせているものの、政府系投資会社（1MDB）の問題など政治的な問題は依然解決されておらず、中国をはじめとする主要貿易相手国の経済が低迷していることに鑑みれば、MYR高にトレンドが変わったと判断するには早いと考えている。

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						
10月2日 (金)	インドネシア	8月 消費者信頼感指数	--	97.5	112.6	--
2日 (金)	韓国	9月 消費者物価指数(前年比)	0.8%	0.6%	0.7%	--
2日 (金)	韓国	8月 経常収支	--	\$8455.6M	\$10114.8M	\$9301.7M
6日 (火)	フィリピン	9月 消費者物価指数(前年比)	0.6%	0.4%	0.6%	--
7日 (水)	マレーシア	8月 貿易収支MYR	4.10B	10.19B	2.38B	2.37B
7日 (水)	台湾	9月 貿易収支	\$3.9B	\$5.25B	\$3.96B	--
7日 (水)	台湾	9月 消費者物価指数(前年比)	-0.5%	0.3%	-0.5%	--
8日 (木)	タイ	9月 消費者信頼感指数	--	72.1	72.3	--
9日 (金)	フィリピン	8月 輸出(前年比)	-2.9%	--	-1.8%	--
10~15日	中国	9月 新規貸出(人民元)	900.0B	--	809.6B	--
10~15日	中国	9月 M2(前年比)	13.1%	--	13.3%	--
10月12日 (月)	マレーシア	8月 鉱工業生産(前年比)	3.8%	--	6.1%	--
12日 (月)	インド	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.2%	--
12日 (月)	インド	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.7%	--
12~16日	インド	9月 貿易収支	--	--	-12478M	--
10月13日 (火)	中国	9月 貿易収支	\$47.90B	--	\$60.24B	--
13日 (火)	中国	9月 輸出(前年比)	-6.0%	--	-5.5%	--
14日 (水)	韓国	9月 失業率(季調済)	--	--	3.6%	--
14日 (水)	シンガポール	3Q GDP(前年比)	1.2%	--	1.8%	--
14日 (水)	中国	9月 消費者物価指数(前年比)	1.8%	--	2.0%	--
14日 (水)	インド	9月 卸売物価(前年比)	--	--	-5.0%	--
15日 (木)	インドネシア	9月 貿易収支	--	--	\$434M	--
15日 (木)	シンガポール	8月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	0.8%	--
15日 (木)	韓国	10月 韓国銀行7日間ボレート	1.5%	--	1.5%	--
15日 (木)	フィリピン	8月 海外送金(前年比)	--	--	0.5%	--
15日 (木)	インドネシア	10月 インドネシア銀行レファレンスレート	--	--	7.5%	--
16日 (金)	シンガポール	9月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-8.4%	--
16日 (金)	マレーシア	9月 消費者物価指数	3.0%	--	3.1%	--
中東欧・アフリカ						
10月5日 (月)	トルコ	9月 消費者物価指数(前年比)	7.7%	8.0%	7.1%	--
5日 (月)	ロシア	9月 消費者物価指数(前年比)	15.8%	15.7%	15.8%	--
7日 (水)	ロシア	3Q 消費者信頼感指数	--	-24	-23	--
8日 (木)	南アフリカ	8月 鉱物生産量(前年比)	6.3%	3.8%	5.6%	--
8日 (木)	南アフリカ	8月 製造業生産(季調済/前月比)	0.5%	0.4%	0.3%	--
9日 (金)	ロシア	3Q 経常収支	8950M	--	15818M	--
12日 (月)	ロシア	8月 貿易収支	10.4B	--	10.7B	--
14日 (水)	トルコ	8月 経常収支	--	--	-3.15B	--
ラテンアメリカ						
10月2日 (金)	ブラジル	9月 貿易収支	\$2500M	\$2944M	\$2689M	--
2日 (金)	メキシコ	7月 総設備投資	4.3%	4.6%	8.6%	--
6日 (火)	メキシコ	9月 消費者信頼感指数	91.4	90.6	90.4	--
7日 (水)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.5%	9.5%	9.5%	--
8日 (木)	メキシコ	8月 消費者物価指数(前年比)	2.55%	2.52%	2.59%	--
14日 (水)	ブラジル	8月 広義小売売上高(前月比)	--	--	0.6%	--
17日 (土)	ブラジル	8月 経済活動(前年比)	--	--	-4.3%	--

(注)2015年10月9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	6.3534	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	65.079	68.0	66.5	65.0	63.0	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14828	13887	15000	14800	14500	14000	13600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1208.72	1158.61	1220	1200	1170	1140	1110
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 4.4812	4.2355	4.40	4.25	4.15	4.02	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 47.059	46.140	47.8	47.5	46.7	46.0	45.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4335	1.4047	1.43	1.39	1.36	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.329	32.599	33.20	33.00	32.70	32.20	32.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 36.51	35.83	37.0	36.5	35.5	34.7	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22216	22550	23000	23000	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 71.8030	61.3958	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 14.1588	13.3045	14.00	13.50	13.00	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0752	2.8935	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	3.7853	4.05	4.30	4.36	4.28	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.3425	16.4588	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	18.870	18.91	18.91	18.87	18.73	18.47
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.469	15.72	15.59	15.46	15.21	14.95
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.843	1.79	1.82	1.85	1.87	1.86
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ~ 0.969	0.863	0.813	0.818	0.828	0.843	0.853
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	10.401	10.00	10.08	10.26	10.35	10.45
マレーシアリング	(MYR)	26.646 ~ 34.334	28.254	27.73	28.47	28.92	29.35	29.59
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.596	2.55	2.55	2.57	2.57	2.54
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	85.35	85.31	87.05	88.24	88.72	87.88
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.678	3.67	3.67	3.67	3.66	3.63
タイバーツ	(THB)	3.267 ~ 3.737	3.347	3.30	3.32	3.38	3.40	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5397	0.54	0.53	0.52	0.51	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.652	1.956	1.74	1.78	1.85	1.97	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	8.431 ~ 10.453	9.010	8.71	8.96	9.23	9.08	8.92
トルコリラ	(TRY)	38.853 ~ 52.258	41.422	36.97	35.59	34.29	33.71	33.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ~ 46.148	31.672	30.12	28.14	27.52	27.57	27.62
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	7.285	7.05	7.12	7.10	7.11	7.07

(注)1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10月9日の8時40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。