

The Emerging Market Weekly

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

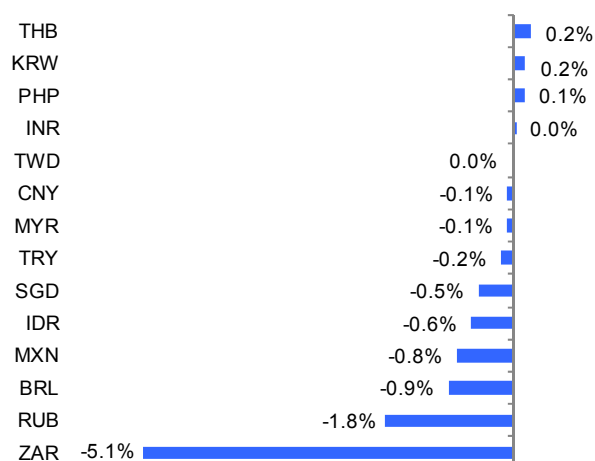
今週のエマージングマーケット

イエレン FRB 議長講演を控えて、新興国通貨は軟調な値動きに

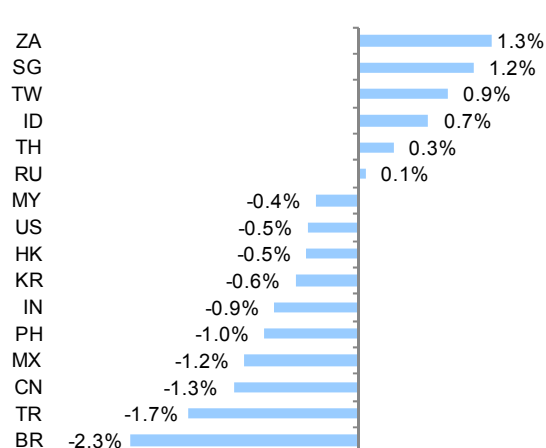
今週の新興国通貨は下落した。先週末、複数の FRB 高官が相次いで米国経済に対する強気な見方を示したことを背景にドルが上昇し、新興国通貨は下押しされた。週初もその流れは続き、新興国通貨は軟調推移となる中、原油価格が下落し、資源国通貨は大きく値を下げた。23日、米7月新築住宅販売件数は市場予想を大きく上回る結果となったが、新興国通貨の反応は限定的。但し、イランが減産協力に前向きになっているとの観測が拡がり、原油価格は反発すると、資源国通貨は買い戻された。24日、米7月中古住宅販売件数は冴えない結果となるも、26日のジャクソンホールでのイエレン FRB 議長の講演を控えて様子見ムードとなり、新興国通貨は動意が乏しい展開となった。

個別通貨で見ると、南アフリカのゴードン財務相が警察の特別捜査部門から出頭命令を受け、同氏が従わない方針を示したことが嫌気され ZAR (▲5.1%) は急落した。また、原油価格の軟調推移を背景に RUB (▲1.8%) は下落。BRL (▲0.9%) は、テメル連立政権から離脱する党が現れるとの観測記事が嫌気され、軟調な値動きとなった。大手格付け会社がメキシコのソブリン格付け見通しを引き下げたことを背景に、MXN (▲0.8%) は軟化した。

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

イエレン議長の講演を控え、新興国通貨売りが進む

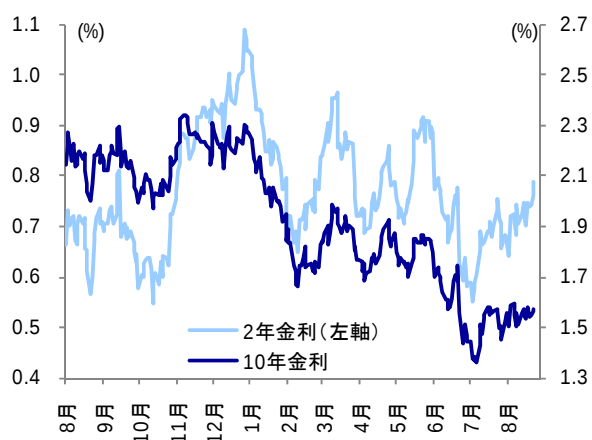
通貨によって動きはまちまちになる可能性が高い

今週の新興国通貨は、軟調な展開となった。本日の NY 時間に控えたジャクソンホールにおけるイエレン議長の講演に対する警戒感から、新興国通貨は値を下げた。また、原油価格が週末にかけて下落したことも、資源国通貨を中心に値を下げる要因となった模様だ。

来週は 9 月 2 日（金）に米 8 月雇用統計が控えており、良好な結果とそれに伴うドル高への警戒感から、週末にかけて新興国通貨には売り圧力がかかると予想する。もっとも、来週は月末週であり実需の動きによって、月末までは通貨ごとの動きがまちまちになるだろう。また、中国の杭州において 9 月 4（日）～5 日（月）に開催される G20 首脳会議を控えて、CNY が他の新興国通貨とは異なる動きを見せる可能性が高い。中国人民銀行（PBoC）は、7 月 23～24 日に開催された G20 財務相・中央銀行総裁会議を前に、他の新興国が売られる中、基準値を CNY 高方向に設定した。過去に米中首脳会談など重要な国際会議前にも同様の動きを見せており、会議で通貨安批判が出ることを避けたいとの思惑が当局にあると市場では言われている。そのため、今回の G20 にかけても他の新興国通貨が軟調となる中、CNY は上昇すると考える。なお、ブラジルではルセフ大統領の弾劾について、8 月 30（火）～31（水）日に上院における最終採決が行われる可能性が高い。但し、弾劾の正式成立は多くの市場参加者が既に予想しており、金融市場に与える影響は限定的になると見る。

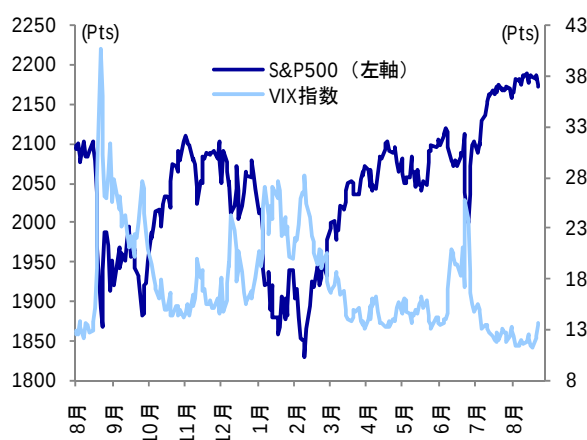
7 月以降、緩やかな景気回復と米利上げ期待の後退を背景に、通常は相反した動きとなる株と債券が双方とも上昇する相場が続いている。昨年 3 月や 7 月も同様の相場展開が見られたが、米利上げ期待の高まりや人民元の大幅切り下げに伴うチャイナ・ショックにより 1～2 か月程度で終了した。今回も株高・債券高の展開となってから 2 か月が経過しようとしており、急な相場の方向転換に注意が必要となる。

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

ブラジル:金融政策決定会合プレビュー

インフレ率は高水準に止まっているため、政策金利は据え置きか

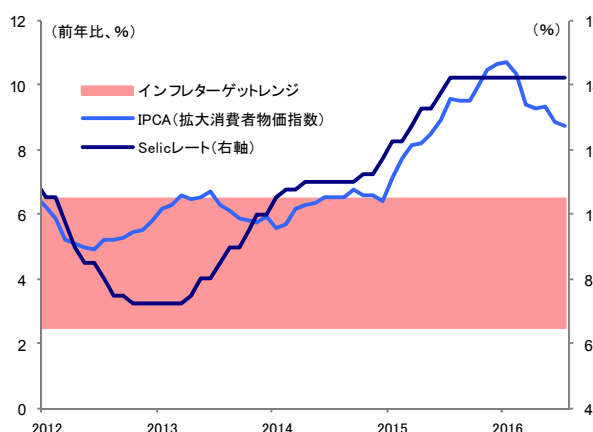
9月1日(木)に開催されるブラジル中銀(BCB)の金融政策決定会合(COPOM)では政策金利14.25%の据え置きを予想する。前回会合(7月20日)の声明文では、2017年インフレ見通しの予想値を従来の+4.7%からインフレ目標である+4.5%(中心値)付近に引き下げた。そのほか、インフレ見通しに関する上振れ・下振れリスク要因が追記され、インフレ加速リスクの方が大きいとの判断から政策金利の据え置きを決定したことが示された。前回会合後発表されたブラジル7月拡大消費者物価指数(IPCA)は前年比+8.7%と6月(同+8.8%)から僅かな減速に止まり、引き続き高水準となっている。また、ゴールドファイブ BCB 総裁は、インフレ目標を達成するには、もっと速いペースでインフレ率が鈍化する必要があると述べており、今回の会合において BCB は政策金利を据え置くと予想する。

インドネシア:金融政策決定会合レビュー

7日物リバースレポレートが新たな政策金利に

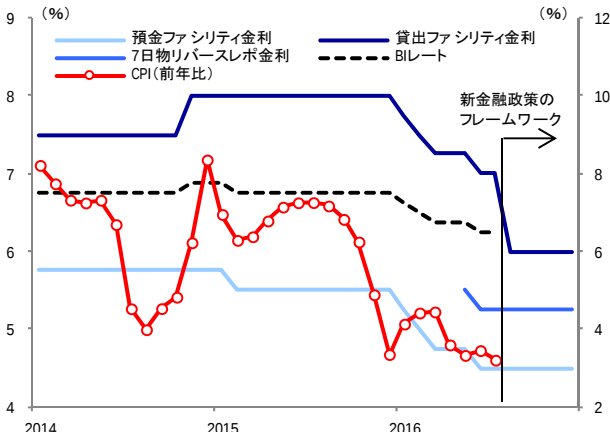
19日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、この日から政策金利として適用された7日物リバースレポレートが5.25%に、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は4.50%に据え置かれた。一方、貸出ファシリティ金利は6.00%に100bp引き下げられ、上限金利と下限金利の差であるコリドーは政策金利を中心に上下0.75%ポイントずつの1.50%ポイントとなった。アグス BI 総裁は、政策金利据え置き理由に世界経済の成長が緩慢な中で、マクロ経済の安定性が維持されていることや、今後の経済成長が見込まれることを指摘している。声明文では、2016年の物価見通しは目標(+3~5%)内での推移が続くとの見方を維持した一方、成長率見通しは政府歳出の縮小を背景に従前の+5.0~5.4%から+4.9~5.3%に下方修正された。先行きの金融政策については、目標レンジ内で安定推移するインフレ率

図表 3: ブラジル 政策金利と拡大消費者物価指数(IPCA)



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: インドネシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

や経常赤字の改善、為替レートの安定を背景に追加緩和の余地があるとしている。そのため、景気減速への懸念が強まった場合には BI が利下げに踏み切るとも考えられるが、我々は米利上げ期待が熾ぶる中で、年内に BI が利下げを行う可能性は低いと見ている。

インド: RBI 新総裁にパテル氏を指名

ラジャン路線が継承されるかが注目点

20 日に政府は、9 月 4 日に退任するラジャン・インド準備銀行（RBI、中央銀行）総裁の後任にウルジット・パテル RBI 副総裁を指名した。ラジャン総裁は 2013 年 9 月の就任以降、インフレ目標の導入や積極的な金融緩和などを行ったほか、国内金融機関の不良債権処理に取り組むなど、インドの経済成長を金融面から後押ししてきた。そのため、同氏に対する市場からの信任は厚く、続投を予想する向きが多かったため退任発表は驚きであった。パテル氏は 2013 年 1 月に RBI 副総裁に就任しており、ラジャン総裁と共に政策運営を行ってきた経験があるほか、インフレ目標や金融政策委員会の導入はパテル氏のレポートが参考にされている。また、インフレに対してタカ派的とも言われており、これまでの金融政策の継承が期待されよう。もっとも、ラジャン総裁は景気刺激を目的とした利下げに消極的だったことや、経済政策などへの発言がインド人民党（BJP、政府与党）の一部から反発を受けて退任に追い込まれている。そのため、今後はパテル新総裁が政府・与党からの圧力をかわしつつ、引き続きインフレ抑制や不良債権処理などの改革を行っていかれるかどうか注目されよう。

トルコ: 金融政策決定会合レビュー

インフレ率は加速も、金利コリドーの上限が引き下げられる

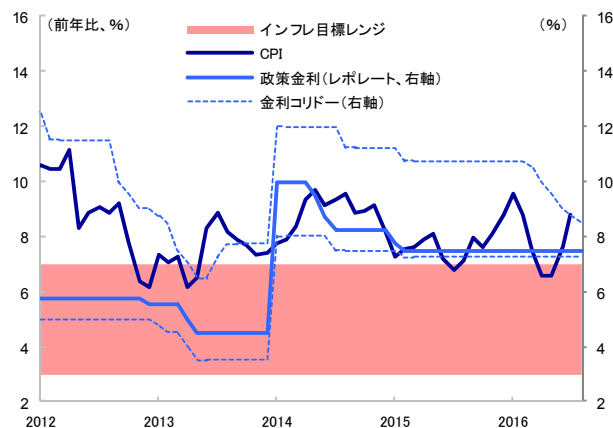
23 日に開催されたトルコ中銀（CBRT）の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが 7.50%、金利コリドーの下限である翌日物借入金利は 7.25% に据え置かれる一方、金利コリドーの上限である翌日

図表 5: インド パテル新 RBI 総裁の経歴

	経歴
1963年10月28日	誕生
1990年	イェール大学経済学博士号取得
1990～1995年	IMFに勤務
1996～1997年	IMF代表としてRBIにて、債券市場、銀行セクター改革、年金改革、実質為替レート目標管理、外国為替市場改革に関してアドバイスを提供
1998～2001年	インド財務省にコンサルタントとして勤務
2001～2008年	さまざまな政府機関の委員会での委員やインド商品取引所の要職などを歴任
2008～2009年	エネルギー企業でマクロ経済のリスク評価や商用化アプローチの戦略作成に携わる
2013年1月	RBI副総裁に就任

(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指数 (CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

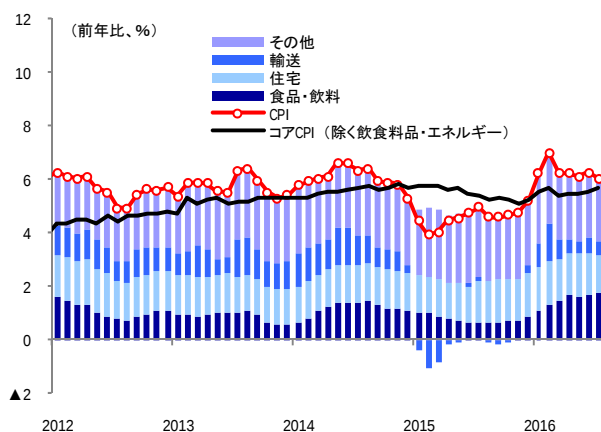
物貸出金利が 25bp 引き下げられ 8.50% となった。その結果、コリドーは 1.50%ポイントから 1.25%ポイントに縮小している。金利コリドー上限の引き下げは 6 会合連続となる。声明文では、一時的に観光業の収入が減少する可能性を示す一方、世界的なリスク選好の回復や、リラ建て及び外貨建て預金準備率をそれぞれ 0.50%引き下げた措置により、7 月中旬の国内要因（クーデター未遂）の悪影響はおおむね解消したとした。なお、預金準備率の引き下げ措置によって、11 億リラと 6 億ドルの流動性が市場に供給されると CBRT は試算している。インフレ率については、インフレを押し上げている非加工食品の大幅な上昇はすぐに収束し、コア消費者物価指数（CPI）も緩やかに低下すると、楽観的な見方を維持した。もっとも、トルコ 7 月 CPI は前年比+8.8%と 6 月（同+7.6%）から大幅に加速しており、物価面から見ると、金利コリドーの上限を引き下げる余地は小さい。今回の会合で金利コリドーの上限を引き下げたのは政府からの利下げ圧力があつたのだろう。今後も政府からの圧力を背景に CBRT は金利コリドーの上限を引き下げ続けるだろう。

南アフリカ:CPI は減速

CPI は 7 か月振りにインフレ目標内に収束

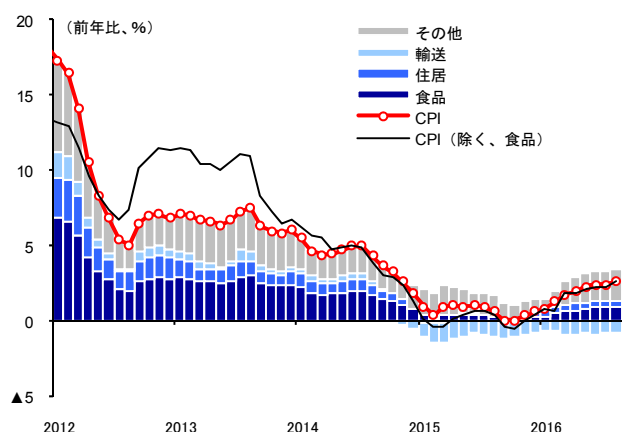
24 日に発表された南アフリカ 7 月 CPI は前年比+6.0%と 6 月（同+6.3%）から減速し、南アフリカ準備銀行（SARB、中央銀行）のインフレ目標（+3~6%）内に 7 か月ぶりに収束した。内訳を見ると、食品・飲料費（6 月：同+10.8%→7 月：同+11.3%）が加速する一方、住宅費（6 月：同+6.5%→7 月：同+5.8%）、輸送費（6 月：同+3.3%→7 月：同+3.1%）の減速により CPI 全体の伸び幅が縮小した模様だ。しかし、クガニャゴ SARB 総裁は、「ZAR 安の影響により、CPI が一時的にインフレ目標を上回る水準で推移する可能性がある」と述べているほか、「現在の金

図表 7: 南アフリカ 消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: ベトナム 消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

融政策姿勢は引き続き緩和的」との認識を示した。前回の金融政策決定会合（7月21日開催）では、景気の弱さ理由に政策金利を据え置いたが、インフレ圧力は引き続き高く、SARBは利下げよりも利上げの機会を窺い続けると予想する。

ベトナム:インフレ率は2014年11月以来の高水準に

食料品価格の落ち着きと医療費の
伸び鈍化が物価急騰を防ぐ

24日に発表されたベトナム8月CPIは前年比+2.57%と2014年11月以来の高い伸び率となった。ベトナムのCPIは、原油価格の低下などを背景に2015年は前年比+0%近辺で推移していた。しかしながら、2016年に入ると深刻な干ばつを背景に食料品価格が上昇したほか、政府が3月から医療費引き上げたことで加速を続けている。食料品価格については干ばつの影響が後退するとともに、安定していくことが見込まれていたが、政府は8月に医療費を再度引き上げる方針を示しており、インフレ率の急騰が懸念されていた。しかし、政府は物価への影響が大き過ぎると判断し、全国一律の引き上げではなく、優先順位の高い州から順番に引き上げる方針に転換した。そのため、今後もベトナムのインフレ率は高止まりするものの、急騰する可能性は低いと見る。

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						
8月19日 (金)	台湾	2Q 国際収支：経常収支	--	\$17131m	\$20716m	\$20037m
19日 (金)	台湾	2Q GDP(前年比)	0.7%	0.7%	0.7%	--
19日 (金)	インドネシア	8月 インドネシア銀行 預金ファシリティ・レート	5.13%	5.25%	5.25%	--
19日 (金)	フィリピン	7月 総合国際収支	--	\$215m	\$418m	--
23日 (火)	シンガポール	7月 消費者物価指数(前年比)	-0.5%	-0.7%	-0.7%	--
23日 (火)	台湾	7月 鉱工業生産(前年比)	1.7%	-0.3%	0.9%	1.4%
24日 (水)	マレーシア	7月 消費者物価指数 (前年比)	1.2%	1.1%	1.6%	--
25日 (木)	フィリピン	6月 貿易収支	-\$2003m	-\$2098m	-\$2021m	--
26日 (金)	タイ	7月 貿易収支(通関ベース)	\$1263m	--	\$1965m	--
26日 (金)	韓国	8月 消費者信頼感	--	--	101	--
26日 (金)	シンガポール	7月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.3%	--
26日 (金)	インドネシア	7月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	8.7%	--
30日 (火)	マレーシア	7月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	1.9%	--
31日 (水)	韓国	7月 鉱工業生産(前年比)	--	--	0.8%	--
31日 (水)	タイ	7月 輸出(前年比)	--	--	1.9%	--
31日 (水)	タイ	7月 貿易収支	--	--	\$3791m	--
31日 (水)	タイ	7月 国際収支：経常収支	--	--	\$2978m	--
31日 (水)	インド	2Q GDP(前年比)	7.7%	--	7.9%	--
9月1日 (木)	インドネシア	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	3.2%	--
1日 (木)	タイ	8月 消費者物価指数(前年比)	0.4%	--	0.1%	--
2日 (金)	韓国	2Q GDP(前年比)	--	--	3.2%	--
2日 (金)	シンガポール	8月 購買部景気指数	--	--	49.3	--
中東欧・アフリカ						
8月23日 (火)	トルコ	8月 消費者信頼感指数	66.5	74.4	67.0	--
23日 (火)	トルコ	8月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
23日 (火)	トルコ	8月 翌日物貸出金利	8.50%	8.50%	8.75%	--
23日 (火)	トルコ	8月 翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
24日 (水)	南アフリカ	7月 消費者物価指数(前年比)	6.1%	6.0%	6.3%	--
29日 (月)	トルコ	8月 経済信頼感	--	--	95.7	--
30日 (火)	南アフリカ	7月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.9%	--
31日 (水)	南アフリカ	7月 貿易収支(ラント)	--	--	12.5b	--
ラテンアメリカ						
8月22日 (月)	メキシコ	2Q GDP(前年比)	2.4%	2.5%	2.4%	2.5%
22日 (月)	メキシコ	6月 経済活動IGAE(前年比)	1.9%	2.2%	2.2%	2.1%
23日 (火)	メキシコ	6月 小売売上高(前月比)	-0.3%	1.0%	1.2%	--
23日 (火)	ブラジル	7月 経常収支	-\$3774m	-\$4050m	-\$2479m	-\$2488m
24日 (水)	ブラジル	8月 FGV消費者信頼感	--	79.3	76.7	--
24日 (水)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	9.0%	9.0%	8.9%	--
25日 (木)	メキシコ	2Q 経常収支	-\$7017m	-\$7852m	-\$6991m	--
9月1日 (木)	メキシコ	8月 IMEF製造業指数(季調済)	--	--	48.9	--
1日 (木)	メキシコ	8月 IMEF非製造業指数(季調済)	--	--	52.4	--
1日 (木)	メキシコ	7月 送金総額	--	--	\$2305.5m	--
2日 (金)	ブラジル	8月 貿易収支(月次)	--	--	\$4578m	--
2日 (金)	ブラジル	7月 鉱工業生産 (前年比)	--	--	-6.0%	--
2日 (金)	メキシコ	5月 総設備投資	--	--	0.7%	--

(注)2016年8月26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

		2016年 1～7月（実績）	SPOT	2016年 9月	12月	2017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)	6.4528 ～ 6.7047	6.6595	6.68	6.68	6.66	6.64	6.62
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7554	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	67.055	68.0	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13242	13000	12800	12700	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1120.15 ～ 1245.13	1115.74	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0198	4.10	3.90	3.87	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	46.360	46.9	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3532	1.36	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.845 ～ 33.791	31.677	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.55	35.1	34.5	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22301	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ～ 85.9573	64.7226	63.00	60.00	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.8303 ～ 17.9169	14.2049	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0973	2.9357	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)	3.1832 ～ 4.1720	3.2345	3.30	3.40	3.46	3.52	3.56
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.3637	19.00	18.70	18.30	17.70	17.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ～ 18.563	15.094	15.12	14.67	14.56	14.46	14.35
香港ドル	(HKD)	12.880 ～ 15.615	12.967	13.02	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.500	1.49	1.45	1.47	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.759	0.777	0.766	0.764	0.768	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.015	8.94	8.75	8.74	8.73	8.72
マレーシアリング	(MYR)	24.246 ～ 29.357	24.938	24.63	25.13	25.06	24.94	24.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ～ 2.570	2.163	2.15	2.11	2.10	2.12	2.12
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	74.32	74.26	72.06	72.93	72.73	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.171	3.14	3.07	3.07	3.07	3.06
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.910	2.88	2.84	2.82	2.82	2.82
ベトナムドン	(100VND)	0.4475 ～ 0.5482	0.4509	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.718	1.554	1.60	1.63	1.54	1.52	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.080	6.52	5.94	5.71	5.65	5.76
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	34.240	32.58	29.70	28.53	27.43	27.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 32.973	31.091	30.61	28.82	28.03	27.27	26.69
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.476	5.32	5.24	5.30	5.42	5.49

（注）1. 実績の欄は7月29日まで。SPOTは8月26日の7時30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。