2016 年 9 月 2 日

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

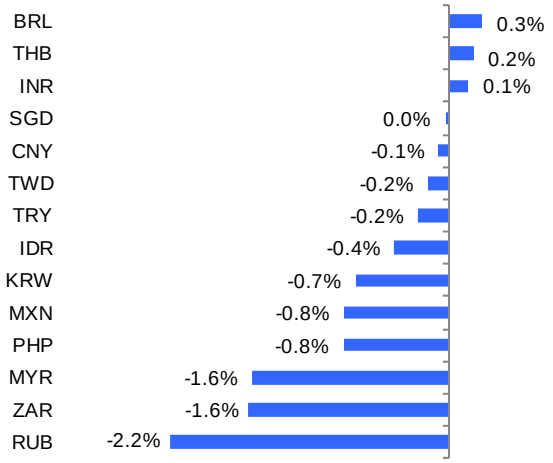
今週のエマージングマーケット

米雇用統計を控えて新興国通貨は小幅に下落

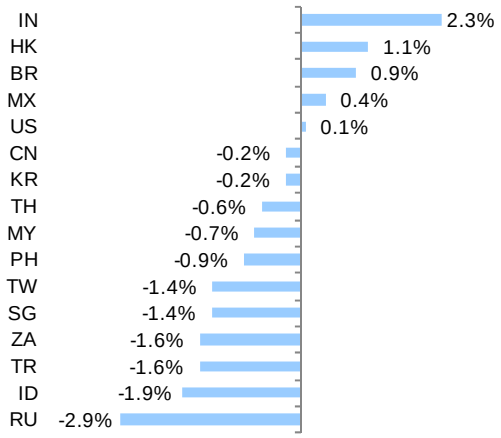
今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長の講演、及びその後のフィッシャー FRB 副議長の発言で、利上げに対して前向きな姿勢が示されるとドルは急伸し、新興国通貨は下押しされた。週初はその流れを引き継ぎ、新興国通貨は軟調に推移。また、原油価格が米在庫の積み上がりを背景に下落したため、資源国通貨は値を下げた。31 日に発表された米 8 月 ADP 雇用統計は市場予想を上回り、ドルが強含むも、新興国通貨は小幅な値動きに止まった。その後は、2 日（金）に米 8 月雇用統計の発表を控える中、市場に様子見ムードが拡がり、新興国通貨は動意に乏しい展開となった。

個別通貨で見ると、原油価格の下落に連れ、資源国通貨である RUB（▲2.2%）、MYR（▲1.6%）、MXN（▲0.8%）は売られた。特に MYR は、祝日（8 月 31 日）を挟んで流動性が薄い中売り進められ、一時 6 月 28 日以来の安値をつけた。ZAR（▲1.6%）は、南アフリカの大手債券運用会社が国営企業大手 6 社向けの融資停止を発表したことが嫌気され、下落した。なお、ブラジルではルセフ大統領の罷免が決定し、テメル副大統領が正式に大統領に昇格することが決定したものの、市場では織り込み済みであったことから、BRL（+0.3%）の反応は限定的となった。

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：ブラジルボベスパ指数、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

米利上げ期待の高まりと原油安が新興国通貨の重石に

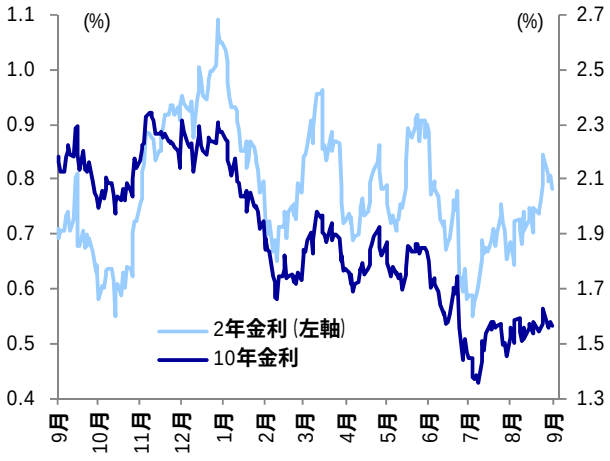
今週の新興国通貨は、米利上げ期待の高まりを背景に小幅ながらも下落する通貨が目立った。また、米原油在庫の積み上がりを受けて、原油価格が軟調となったことも、資源国通貨を中心に新興国通貨を下押しした。もっとも、今晩に発表される米 8 月雇用統計を前に、各通貨とも動意に乏しく、下値は限定的となった。

高まる米利上げ期待を受け、新興国通貨は軟調推移を予想

来週の新興国通貨は軟調推移を予想する。イエレン議長を含む FRB 高官から相次いで年内利上げに前向きな発言が見られている中、米 8 月雇用統計が市場予想を大きく下回る結果とならない限り、米利上げ期待は後退せず、ドル高圧力は続くと考える。また、ドル高は原油価格の下押しにも繋がりやすい。そのため、資源国通貨を中心に新興国通貨は売られやすい地合いとなるだろう。なお、8 日（木）に ECB 理事会が予定されている。前回理事会（7 月 20～21 日開催）の議事要旨では、英国の EU 離脱（Brexit）方針決定の持つ影響は限定的であり、内外経済は堅調に推移するとの見通しが示された。そのため、今回の理事会では、本格的な追加緩和に踏み切る可能性は低く、新興国通貨に与える影響は小さいと見る。

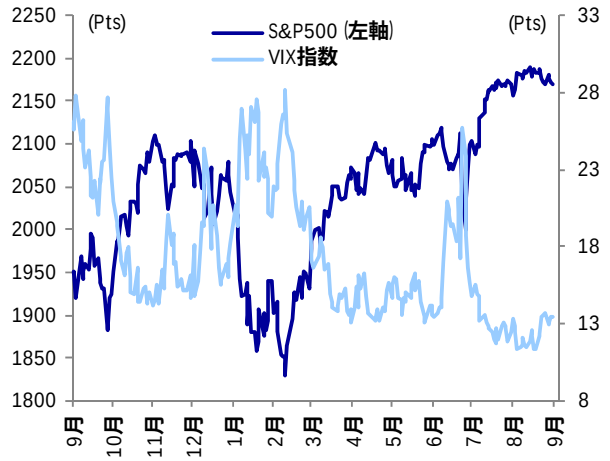
このほか、来週の注目すべき点として中国人民銀行（PBoC）が日次で設定する基準値の動向が挙げられる。PBoC は人民元の実効レート下落を志向しているが、先週からドル高が進む中、実効レートの上昇を容認している。結果、主要通貨が対ドルで下落する中、人民元は対ドルで小幅にしか下落していない。背景には、4 日（日）～5 日（月）に中国の杭州にて開催される G20 首脳会議において、通貨安批判をかわすことが狙いだと推測される。中国は過去にも、重要な国際会議を前に同様の行動をとっており、会議後しばらくすると再び通貨安を志向するということを繰り返してきた。過去の例に照らせば、G20 首脳会議終了後に PBoC の設定する基準値が人民元安方向に設定される可能性が高いと言えよう。

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

マレーシア：金融政策決定会合プレビュー

インフレ率の高止まりを背景に政策金利は据え置きか

7 日（水）に開催されるマレーシア中銀（BNM）の金融政策決定会合では、金融政策の現状維持を予想する。前回会合（7 月 13 日）では市場予想に反し、政策金利が 3.25%から 3.00%に引き下げられた。声明文では Brexit 問題を背景に、世界経済の先行き不透明感が強まっていることが、マレーシア経済にとって下振れリスクだと指摘した。また、軟調な商品価格を受けインフレ見通しを従来の+2.5%～3.5%から+2.0%～3.0%に下方修正している。8 月 24 日に発表されたマレーシア 7 月消費者物価指数（CPI）は前年比+1.1%と 6 月（同+1.6%）から減速し、コア CPI（除く食品・交通）も同+2.5%と 6 月（同+2.8%）から伸び幅が縮小しており、物価面から見ると BNM の緩和余地は拡がっている。もっとも、BNM が今回の会合で利下げに踏み切る可能性は低い。FRB 高官から利上げに前向きな発言が相次いでいる状況下、2 日（金）に発表される米 8 月雇用統計が市場予想通り良好な結果となれば、米利上げ期待の高まりとともに、MYR は軟化し、国内金融市場は不安定化するだろう。そのため BNM は利下げを見送ると考える。但し、米 8 月雇用統計が市場予想を下回る結果となれば、国内金融市場の安定化を背景に BNM が利下げに踏み切る可能性も多分に残されており、今回の会合結果は、直前の市場動向に左右されると考える。

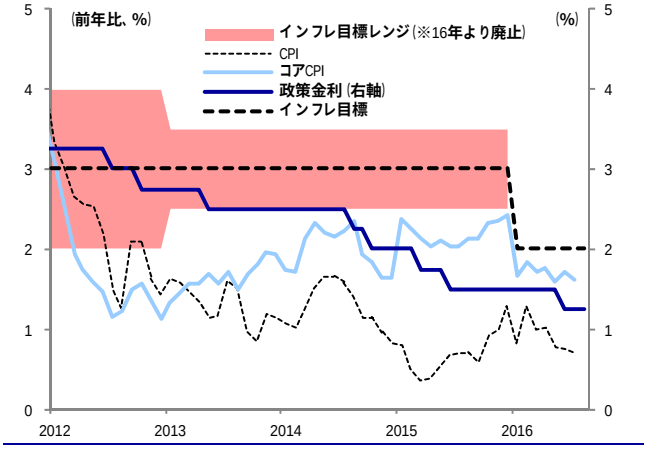
韓国：金融政策決定会合プレビュー

FOMC の内容を見極めるためにも BOK は据え置きか

9 日（金）に開催される韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回 8 月 11 日の会合にて、BOK は政策金利を 1.25%に維持した。6 月に 25bp の利下げを行って以来、2 会合連続での据え置きとなった。声明文には大きな変化は見られず、外需は低迷が続いている一方で個人消費を含む内需が緩やかに改善しているとの認識が示された。李 BOK 総裁は「政策金利は下限に近づきつつあるが、

図表 3： マレーシア 政策金利と消費者物価指数（CPI）

図表 4： 韓国 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

(資料) CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

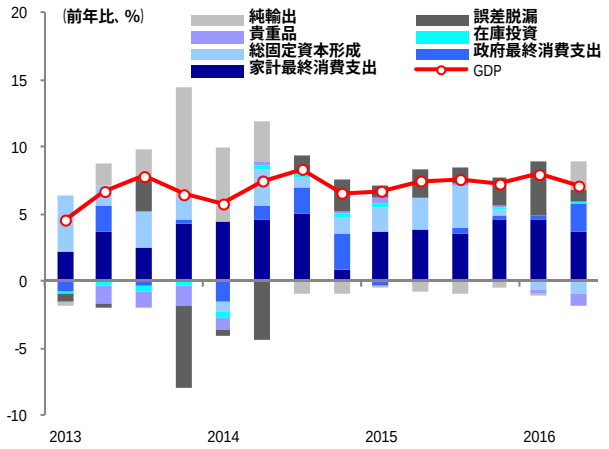
まだ利下げ余地はある」とするも、同時に家計債務の急増へ懸念も見せている。会合後に発表された経済指標では、7 月鉱工業生産が前年比+1.6%と 6 月（同+0.8%）から加速したほか、企業の景況感も改善している。そうした中、7 月 22 日に政府は補正予算案を国会に提出しており、国会で承認されれば、年内の景気下支えも期待されよう。国内経済が小康を得る中で財政刺激も期待されるため、BOK が今回の会合で利下げに動く必要性は小さいだろう。また、9 月 FOMC に関して、市場で米利上げ期待が僅かながらも高まっており、その内容を見極めるためにも BOK は現状の政策金利を据え置くと予想する。

インド：4～6 月期 GDP は減速

個人消費及び設備投資の減速が成長率減速の背景

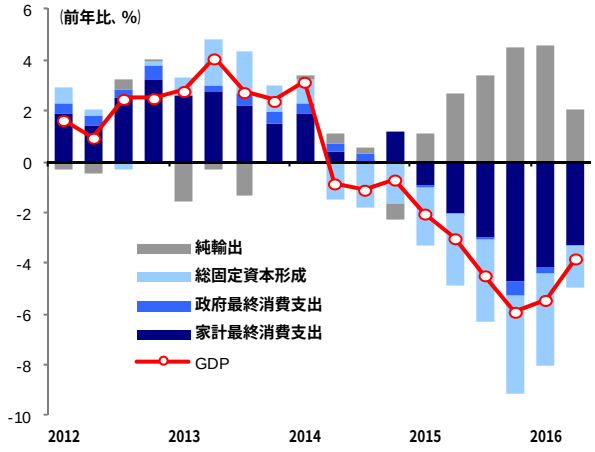
8 月 31 日に発表されたインド 4～6 月期 GDP は前年比+7.1%と市場予想（同+7.6%）を下回り、1～3 月期（同+7.9%）から減速した。需要項目別に見ると、政府最終消費支出（1～3 月期：同+2.9%→4～6 月期：同+18.8%）が加速し、純輸出（1～3 月期：前年比寄与度▲0.1 ポイント→4～6 月期：同+2.1 ポイント）は 2014 年 4～6 月期以来のプラス寄与に転じた。しかしながら、家計最終消費支出（1～3 月期：同+8.3%→4～6 月期：同+6.7%）、及び総固定資本形成（1～3 月期：同▲1.9%→4～6 月期：同▲3.1%）が減速したことにより、4～6 月期 GDP は下押しされた模様だ。今後は、モンスーン期（雨期）の降雨量増加を受けた農業生産の拡大と農業従事者の所得回復を背景に、農村部の消費増大が予想される。このほか、第 7 次賃金委員会の勧告を受けて、公務員給与の増額が行われるため、個人消費は拡大していくだろう。もっとも、過剰設備を背景に民間設備投資の伸び悩みが続く公算が大きく、インド経済は底堅さを保つも、一段の高成長を見込みがたい状況にあると言えよう。

図表 5：インド 実質 GDP 成長率



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：ブラジル 実質 GDP 成長率



(資料) Datastream、みずほ銀行

ブラジル：4～6 月期 GDP はマイナス成長が続く

内需低迷は続き、経済は当面力強さに欠ける推移か

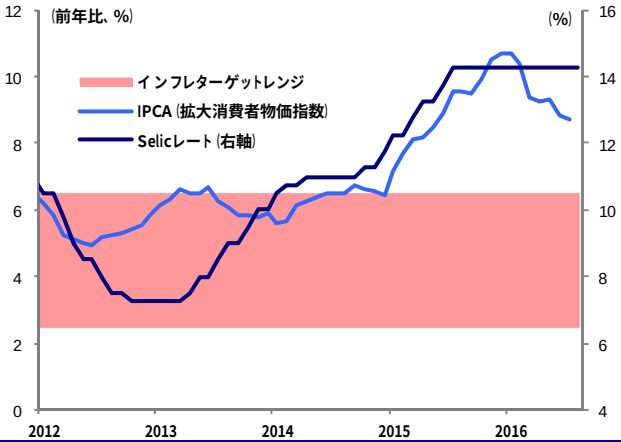
8 月 31 日に発表されたブラジル 4～6 月期 GDP は前年比▲3.8%と 2014 年 4～6 月期以降 9 四半期連続のマイナス成長となった。前期比ベースで見ても▲0.6%と 6 四半期連続で減少しており、ブラジル経済の低迷は続いている。内訳を見ると、財政再建に向けた動きがある中で、政府最終消費支出が前年比▲2.2%と 1～3 月期（同▲1.4%）からマイナス幅が拡大した。また、雇用環境の悪化を背景に家計最終消費支出（同▲5.0%）の弱い動きが続いたほか、政府の歳出抑制や原油安による国内資源企業の投資削減を受けて総固定資本形成（同▲8.8%）の低迷も続いた。8 月 31 日にはブラジル上院の採決にてルセフ大統領の罷免が決定しており、テメル副大統領が新大統領への就任を宣言している。同氏は財政健全化を進める見込みで、貧困対策の縮小や財政支出縮小などを受けた内需低迷により、引き続きブラジル経済は力強さに欠ける推移となるだろう。

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

BCB は利下げに踏み切る可能性を示唆

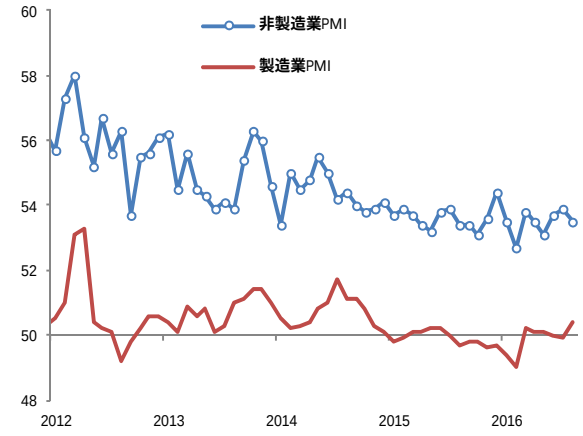
8 月 31 日に開催されたブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合（COPOM）では、全会一致で政策金利 14.25%の据え置きを決定した。声明文では、足許の経済に関して「経済活動が緩やかに回復する兆し」があるとの文言が追加され、景気認識が小幅に上方修正されている。また、前回声明文での「金融緩和の余地はない」との文言が削除され、金融政策変更の条件として、①食品価格上昇によるインフレ加速への影響が限定されること、②金融政策や経済活動からの影響を強く受ける拡大消費者物価指数（IPCA）の項目が適切なペースでのインフレ率の減速傾向を見せること、③財政健全化の実施などに関する不確実性が低下することの 3 点を挙げている。上述の通り、テメル新大統領の就任によって、政府の財政健全化への姿勢が強まる可能性が高まっており、今後インフレ率が減速する動きを見せれば、BCB は利下げに踏み切るだろう。

図表 7： ブラジル 政策金利と拡大消費者物価指数(IPCA)



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8： 中国 製造業・非製造業 PMI



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

中国：製造業 PMI は 2014 年 10 月以来の高水準に

PMI 構成項目の内、需給の強さを示す項目が改善

1 日に発表された中国製造業 PMI は 50.4 と、景気拡大/縮小の分かれ目となる 50 を 2 か月振りに上回り、2014 年 10 月以来の高水準となった。詳細項目を見ると、7 月の長江流域を中心に発生した大洪水の影響が一巡し、生産指数は 52.1 から 52.6 に持ち直している。また、需要の強さを示す新規受注指数は、7 月まで 4 か月連続で下落していたが、8 月は 51.3 と 2016 年 3 月以来の高水準まで上昇した。このほか、輸出に先行する輸出新規受注は 49.7 と 7 月（49.0）を上回っており、8 日に発表される 8 月輸出が 7 月（前年比▲4.4%）からマイナス幅が縮小すると予想する。なお、8 月非製造業 PMI も 53.5 と 7 月（53.9）から低下するも、引き続き 50 を大きく上回り続けている。8 月製造業・非製造業 PMI の結果は、製造業を中心とした生産の持ち直しにより、中国経済の急減速は避けられる可能性が高くなったことを示唆している。

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						
8月26日 (金)	タイ	7月 貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	$1232m	$1213m	$1965m	--
26日 (金)	韓国	8月 消費者信頼感	--	102	101	--
26日 (金)	シンガポール	7月 鉱工業生産(前年比)	0.8%	-3.6%	-0.3%	0.6%
31日 (水)	韓国	7月 鉱工業生産(前年比)	0.4%	1.6%	0.8%	--
31日 (水)	タイ	7月 国際収支:経常収支	$2761m	$3667m	$2978m	--
31日 (水)	インド	2Q GDP (前年比)	7.6%	7.1%	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)	3.0%	2.8%	3.2%	--
1日 (木)	タイ	8月 消費者物価指数(前年比)	0.4%	0.3%	0.1%	--
2日 (金)	韓国	2Q GDP (前年比)	3.2%	3.3%	3.2%	--
2日 (金)	シンガポール	8月 購買部景気指数	49.4	--	49.3	--
5日 (月)	インドネシア	8月 消費者信頼感	--	--	114.2	--
5～30日	インド	8月 国際収支：経常収支	--	--	-$0.3b	--
6日 (火)	台湾	8月 消費者物価指数(前年比)	0.9%	--	1.2%	--
6日 (火)	フィリピン	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.9%	--
7日 (水)	マレーシア	7月 貿易収支MYR	--	--	5.52b	--
7日 (水)	マレーシア	9月 BNM翌日物政策金利	--	--	3.00%	--
7日 (水)	台湾	8月 貿易収支	$4.14b	--	$3.61b	--
8日 (木)	中国	8月 貿易収支	--	--	$52.31b	--
9日 (金)	フィリピン	6月 輸出(前年比)	--	--	-11.4%	--
9日 (金)	中国	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.8%	--
9日 (金)	マレーシア	7月 鉱工業生産(前年比)	--	--	5.3%	--
9日 (金)	韓国	9月 韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	1.25%	--
9～15日	インド	8月 貿易収支	--	--	-7761.4m	--
中東欧・アフリカ						
8月29日 (月)	トルコ	8月 経済信頼感	--	72.7	95.7	--
31日 (水)	南アフリカ	7月 貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	8.0b	5.2b	12.5b	--
9月5日 (月)	トルコ	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	8.8%	--
5日 (月)	ロシア	8月 消費者物価指数(前年比)	6.9%	--	7.2%	--
6日 (火)	南アフリカ	2Q GDP(前年比)	0.5%	--	-0.2%	--
8日 (木)	トルコ	7月 鉱工業生産(前年比)	--	--	1.1%	--
8日 (木)	南アフリカ	7月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-2.5%	--
8日 (木)	南アフリカ	7月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.7%	--
9日 (金)	トルコ	7月 経常収支	--	--	-4.94b	--
9日 (金)	トルコ	2Q GDP(前年比)	--	--	4.8%	--
9日 (金)	ロシア	7月 貿易収支	7.5b	--	8.1b	--
9～12日	ロシア	2Q GDP(前年比)	-0.6%	--	-0.6%	--
ラテンアメリカ						
9月1日 (木)	メキシコ	7月 送金総額	$2302.0m	$2233.7m	$2305.5m	--
2日 (金)	ブラジル	8月 貿易収支(月次)	$4200m	--	$4578m	--
2日 (金)	ブラジル	7月 鉱工業生産（前年比）	-7.0%	--	-6.0%	--
2日 (金)	メキシコ	5月 総設備投資	0.3%	--	0.7%	--
6日 (火)	メキシコ	7月 消費者信頼感指数	--	--	88.9	--
8日 (木)	メキシコ	8月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.7%	--
9日 (金)	ブラジル	8月 IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	--	--	8.7%	--
9～10日	メキシコ	7月 鉱工業生産（前年比）	--	--	0.6%	--

(注) 2016 年 9 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

		2016年 1～8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	6.6750	6.70	6.70	6.69	6.67	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7488	～	7.8295	7.7578	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071	～	68.789	66.959	68.5	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984	～	14002	13269	13400	13200	12800	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1091.15	～	1245.13	1122.05	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442	～	4.4415	4.0795	4.12	4.10	3.90	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860	～	48.069	46.753	47.0	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313	～	1.4444	1.3595	1.37	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006	～	33.791	31.734	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65	～	36.42	34.60	34.8	35.0	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059	～	22535	22293	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107	～	85.9573	65.9040	66.00	64.50	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008	～	17.9169	14.5871	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901	～	3.0973	2.9623	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)	3.1141	～	4.1720	3.2573	3.26	3.35	3.41	3.44	3.47
メキシコペソ	(MXN)	17.0507	～	19.5187	18.7603	18.80	18.50	17.90	17.50	17.10
対円										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	14.964	～	18.563	15.465	15.37	14.93	14.65	14.54	14.44
香港ドル	(HKD)	12.835	～	15.615	13.307	13.27	12.89	12.63	12.50	12.37
インドルピー	(INR)	1.468	～	1.823	1.542	1.50	1.48	1.49	1.50	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740	～	0.896	0.778	0.769	0.758	0.766	0.776	0.759
韓国ウォン	(100KRW)	8.488	～	10.267	9.232	9.12	8.93	8.83	8.82	8.81
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246	～	29.357	25.367	25.00	24.39	25.13	25.19	24.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.127	～	2.570	2.212	2.19	2.16	2.12	2.14	2.14
シンガポールドル	(SGD)	72.61	～	85.54	75.93	75.18	73.53	73.68	73.48	72.18
台湾ドル	(TWD)	3.077	～	3.671	3.253	3.20	3.13	3.10	3.10	3.10
タイバーツ	(THB)	2.814	～	3.412	2.984	2.96	2.86	2.85	2.85	2.85
ベトナムドン	(100VND)	0.4466	～	0.5482	0.4629	0.46	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	1.359	～	1.718	1.565	1.56	1.55	1.56	1.54	1.60
南アフリカランド	(ZAR)	6.397	～	7.805	7.075	6.65	6.06	5.76	5.71	5.82
トルコリラ	(TRY)	32.990	～	41.265	34.846	33.23	30.30	28.82	27.71	27.43
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	27.727	～	32.973	31.695	31.60	29.85	28.74	28.20	27.67
メキシコペソ	(MXN)	5.197	～	7.018	5.502	5.48	5.41	5.47	5.54	5.61

（注）1. 実績の欄は 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 2 日の 7 時 50 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に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。