

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

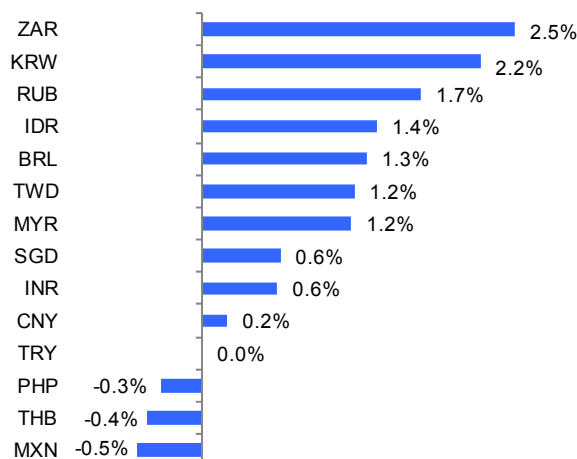
今週のエマージングマーケット

予想を下回る米経済指標の結果を受け、ドル安・新興国通貨高の展開に

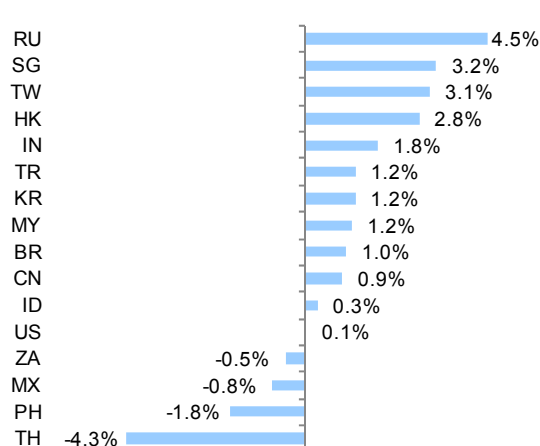
今週の新興国通貨は、大半の通貨が上昇した。先週末に発表された米8月雇用統計が市場予想を下回る結果となり、米利上げ期待が後退すると、ドルは売られ、新興国通貨は買い進まれた。週初もドル売りの流れは継続し、新興国通貨は堅調に推移した。6日に発表された米8月ISM非製造業景気指数が市場予想を大幅に下回ると、ドルは更に下押しされ、新興国通貨は値を伸ばした。7日は米地区連銀経済報告(ベージュブック)の発表があったが、目新しい材料はなく、市場の反応は限定的となった。8日、ECB理事会において追加緩和が見送られ、欧州を始めとした各主要国の金利が上昇する中、米原油在庫の急減を背景に原油価格が反発すると、米金利が急騰した。これを受けてドル高の展開となり、新興国通貨は売り戻された。

個別通貨で見ると、南アフリカ4~6月期GDPが市場予想を上回ったことが好感され、ZAR(+2.5%)は上伸。KRW(+2.2%)は、来週に秋夕(チュソク)の連休を控え、輸出企業の決済需要に伴うドル売りを背景に上昇した。RUB(+1.7%)は原油価格上昇のほか、16日(金)に開催されるロシア中銀(CBR)の金融政策会合で利下げが行われるとの思惑から、債券市場へ資金が流入したことで、値を上げた。また、BRL(+1.3%)は大手投資ファンドが国営石油会社の一部事業を買収したことが好感された。

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

米経済指標の悪化を受けて、ドル安・新興国通貨高の展開

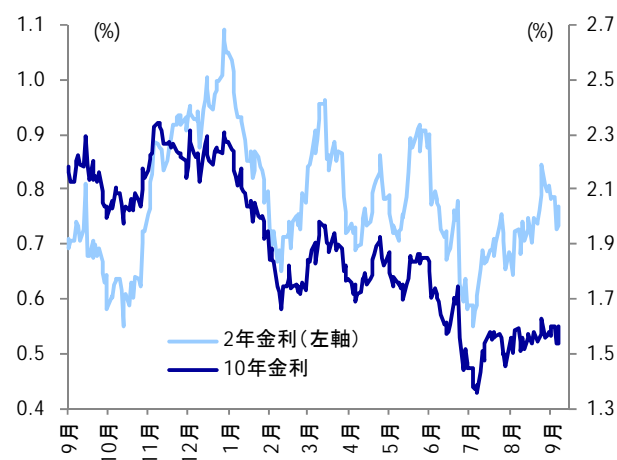
今週の新興国通貨は、概ね堅調に推移した。米8月非製造業ISM景気指数が市場予想を大きく下回ったことを背景にドル安が進んだほか、9月26日（月）～28日（水）に開催されるOPEC非公式会合において、原油生産量の協調減産が合意されるとの思惑から原油価格が堅調に推移したことが影響した。

来週の新興国通貨はレンジ内推移を予想

来週の新興国通貨は、レンジ内推移を予想する。冴えない米経済指標の結果が続いたことで、米利上げ期待が後退し、新興国通貨は買われやすい地合いとなっている。但し、再来週にFOMCを控えており、また中華圏が中秋節の連休に入中、来週は積極的にポジションを傾ける参加者が少なくなると考える。また、原油市況に目を向けても、9月末の非公式OPEC会合に向けて、協調減産を期待する向きから底堅くなる一方で、4月会合のように合意に失敗するとの警戒感もあり、上値も押さえられている。そのため、原油価格は月末の会合まで方向感が出づらいつ展開が続く可能性が高い。斯かる状況下、来週の新興国通貨は底堅くも、上値を迫る動きも見られないことから、レンジ内推移となるだろう。

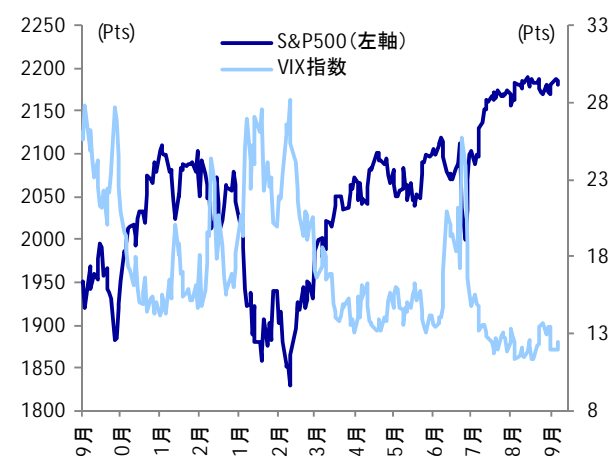
但し、政治リスクの高まりから、BRL、ZAR、MXNの下落には注意が必要となる。まず、ブラジルではテメル政権が財政再建に向けて歳出上限法案や年金の受給年齢見直しなどを策定しているものの、連立政権内から見直しを求める意見が出ており、財政改革が後退する懸念が燃える。また、南アフリカでは、国営航空会社の人事を巡り、ズマ大統領と経営改革を目指す財務省が対立し、財務省が推すメンバーが監査役として就任するも、大統領の親友であるドゥドゥ氏が社長に留任するなど、大統領は相変わらず改革の動きを阻害している。メキシコでも財政改革を推進してきたビデガライ財務相がトランプ氏のメキシコ訪問に反発して辞任するなど、ペニャニエト大統領の政権運営は困難が増した。

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

タイ:金融政策決定会合プレビュー

米利上げ観測が燦る中、BOT は現状の金融政策を維持か

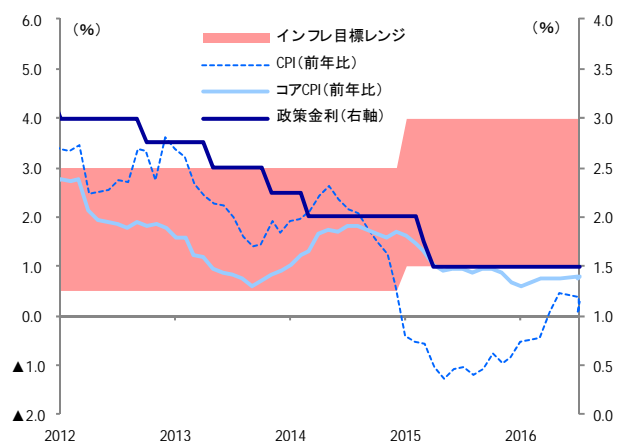
14 日（水）に開催されるタイ中銀（BOT）の金融政策決定会合では、政策金利が 1.50%に据え置かれると予想する。前回会合（8 月 3 日）の声明文では、政府支出や観光業のほか、農家の所得改善による個人消費の拡大をけん引役にタイ経済は緩やかに回復基調にあるとした。一方、世界経済の先行き不透明感が高まっており、前回会合（6 月 22 日）から景気下振れリスクは増大したとの認識を示した。また、タイ経済は引き続き先行き不透明感が高いため、緩和余地を残して置く必要があるとしている。なお THB 高を警戒する文言も再び追加されており、実際、8 月 23 日にウィラタイ BOT 総裁は、「THB の急激な上昇は景気回復には繋がらない。BOT は為替レートの注視を続ける」と述べている。前回会合後発表された 8 月タイ消費者物価指数（CPI）は前年比 +0.3%と 7 月（同+0.1%）から加速するも、BOT のインフレ目標（+1～4%）を依然として下回っていることから、緩和余地があると言えるだろう。但し、FOMC が会合後の翌週に控える中、THB 相場や国内金融市場が不安定になることを避けるために、今回の会合では現状の金融政策を維持すると考える。

ロシア:金融政策決定会合プレビュー

インフレ圧力の後退を受けて、今回の会合で利下げを実行か

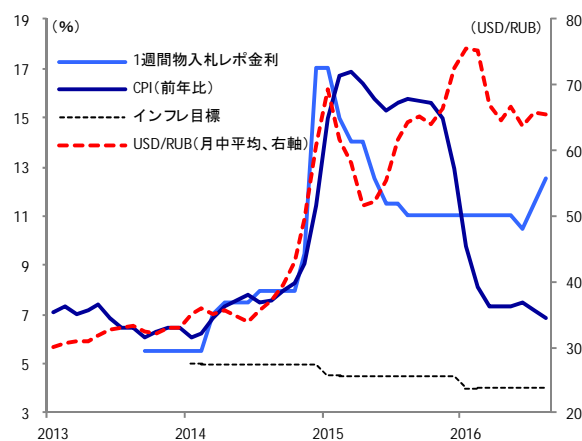
16 日（金）に開催されるロシア中銀（CBR）の金融政策決定会合では、政策金利が 10.50%から 50bp 引き下げられ、10.00%になると予想する。前回会合（7 月 29 日）後に発表された経済指標を見ると、7 月実質賃金は前年比+0.6%と伸び率が年初からほぼ横ばい推移となり、7 月小売売上高も同▲5.0%と横ばい基調が続いている。こうした中、5 日に発表された 8 月 CPI は前年比+6.9%と 7 月（同+7.2%）から減速した。CBR が想定している通り、弱い個人消費が物価の上昇を抑制している模様であり、2017 年末に+4%というインフレ目標達成の確度は上がってい

図表 3: タイ 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

図表 4: ロシア 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

ると言えよう。こうした物価動向を受けて、CBR が今回の会合において利下げを行う可能性は高い。但し、今回は会合直後の18日（日）にロシア下院選挙を控えている。会合前にRUB相場が不安定になっている場合、金融市場の混乱から有権者に悪印象を与えることを避けるために、利下げを見送る可能性も否定できない。そのため、今回の会合結果は直前の金融市場動向に左右され则认为る。

トルコ: CPIは5か月ぶりに減速

CPIの減速を受けCBRTは金利コリ
ドー上限を引き下げか

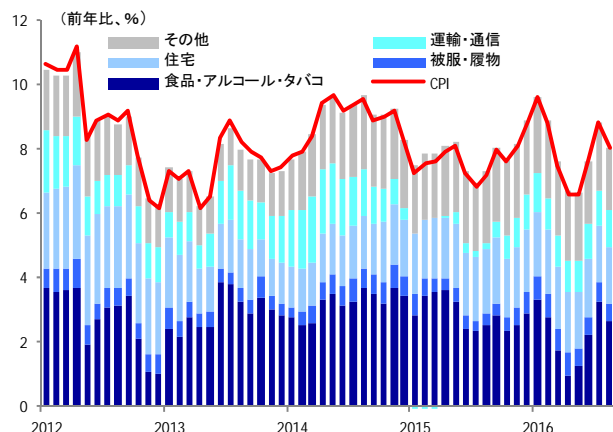
5日に発表されたトルコ8月CPIは前年比+8.1%と7月（同+8.8%）から減速し、市場予想（同+8.4%）を下回る結果となった。内訳を見ると、酒・タバコ（7月：同+19.4%→8月：同+23%）や、原油価格の上昇を背景に輸送費（7月：同+6.1%→8月：同+6.7%）が加速した。一方、食品・飲料費（7月：同+9.7%→8月：同+6.2%）と宿泊・外食費（7月：同+10.0%→8月：同+8.6%）の伸び率縮小が減速の主因となった。また、コアCPI（除くエネルギー・食品）も同+8.1%と7月（同+8.8%）から減速している。CPIはトルコ中銀（CBRT）のインフレ目標（+3〜7%）を依然として上回っているが、景気下支えを図りたいCBRTは、今回のCPI減速を理由に次回（9月22日）の金融政策決定会合で金利コリドーの上限であり、市場金利との連動も高い翌日物貸出金利を引き下げるだろう。

南アフリカ:4〜6月期GDPは持ち直し

鉱業と製造業の持ち直しがGDPの
回復に貢献

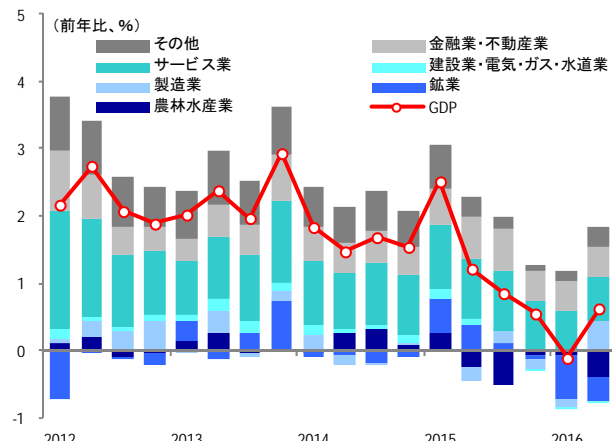
6日に発表された南アフリカ4〜6月期GDPは前年比+0.6%と、1〜3月期（同▲0.1%）のマイナス成長から回復した。業種別に見ると、干ばつの影響から農林水産業（1〜3月期：同▲2.9%→4〜6月期：▲12.0%）が減速したものの、商品価格の底打ちを背景に鉱業（1〜3月期：同▲8.5%→4〜6月期：▲4.5%）が持ち直したほか、製造業（1〜3月期：

図表5: トルコ 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: 南アフリカ 実質GDP成長率



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

同▲0.9%→4～6月期：+3.6%）の回復が4～6月期のGDPをけん引した模様だ。もっとも、大手国営電力会社でストライキが発生し、電力供給が今後減少する可能性があるほか、8月バークレイズ製造業PMIが46.3と7月（52.5）から大きく低下するなど、鉱業や製造業の先行きは明るくない。また、財政改革を推進し、海外投資家からの信頼も厚いゴードン財務相が逮捕される可能性が浮上しており、逮捕となればZAR急落とそれに伴う輸入物価の急上昇が個人消費を冷え込ませるだろう。このように、南アフリカ経済の下振れリスクは引き続き大きいと言えよう。

マレーシア：金融政策決定会合レビュー

前回会合で実施した利下げの効果を見極めるために現状維持か

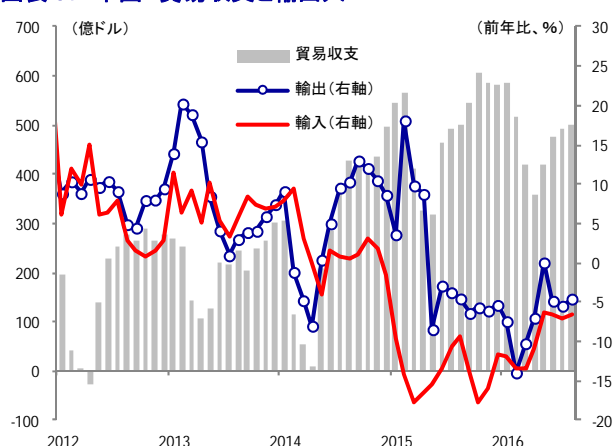
7日に開催されたマレーシア中銀（BNM）の金融政策決定会合では政策金利が現状の3.00%に据え置かれた。声明文では、主要国の経済成長と金融政策変更に関する不確実性や、英国のEU離脱（Brexit）問題が未解決であることが世界経済の下振れリスクになっていると指摘した。マレーシア経済については、輸出は低迷するものの、民間投資の加速が予想されるほか、賃金や雇用の伸びを背景に個人消費が底堅く伸びるとの見方を示している。そのため、2016年マレーシアの経済成長は従来の見通し（+4.0%～4.5%）通り拡大し、2017年も安定的な成長を続けるだろうと述べた。インフレについては、前回会合（7月13日）から見通しに変更はなく、世界的なエネルギー価格や商品価格の低迷を背景に、2016年は+2～3%、2017年も安定した推移になるとした。前回会合でBNMは7年5か月ぶりに利下げを実施しており、その効果を見極めたいとの意向や、FOMCを控えて米利上げ観測が燦々していることを背景に、BNMは今回の会合で政策金利を据え置いたと考える。今後もBNMは緩和姿勢を維持するものの、追加利下げは世界経済

図表 7: マレーシア 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

図表 8: 中国 貿易収支と輸出入



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）貿易収支と輸出入ともに3か月移動平均

及び国内経済の悪化を確認してからだと予想する。

中国:輸出は2か月連続で改善

輸出・輸入ともに前月から改善

8日に発表された中国8月貿易統計では、人民元安などを背景に輸出が前年比▲2.8%と2か月連続でマイナス幅が縮小した。また、懸念された英国のEU離脱(Brexit)問題による悪影響は見られず、8月のEU向け輸出は同+2.4%と4か月振りに前年比でプラスの伸びに転じるなど、主要国向け輸出は軒並み改善している。なお、8月輸入については同+1.5%と2014年10月以来の前年比プラスを記録したが、2015年8月の落ち込み(同▲13.7%)が大きかったため、その反動によるところが大きい。中国人民銀行(PBoC)は輸出振興を図るために人民元の実効レートを下落させる為替政策を継続しており、今後も人民元安を背景に輸出の緩やかな持ち直しが進むと予想する。

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						
9月2日 (金)	シンガポール	8月 購買部景気指数	49.4	49.8	49.3	--
5日 (月)	インドネシア	8月 消費者信頼感	--	113	114	--
6日 (火)	台湾	8月 消費者物価指数(前年比)	1.0%	0.6%	1.2%	--
6日 (火)	フィリピン	8月 消費者物価指数(前年比)	2.0%	1.8%	1.9%	--
7日 (水)	マレーシア	7月 貿易収支MYR	4.25b	1.91b	5.52b	--
7日 (水)	マレーシア	9月 BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
7日 (水)	台湾	8月 貿易収支	\$4.13b	\$3.99b	\$3.61b	--
8日 (木)	中国	8月 貿易収支	\$58.85b	\$52.05b	\$52.31b	--
9日 (金)	フィリピン	6月 輸出(前年比)	-10.0%	--	-11.4%	--
9日 (金)	中国	8月 消費者物価指数(前年比)	1.7%	--	1.8%	--
9日 (金)	マレーシア	7月 鉱工業生産(前年比)	4.5%	--	5.3%	--
9日 (金)	韓国	9月 韓国銀行7日間レートの	1.25%	--	1.25%	--
10~15日	中国	7月 新規貸出(人民元)	750.0b	--	463.6b	--
12日 (月)	インド	8月 消費者物価指数(前年比)	5.4%	--	6.1%	--
12日 (月)	インド	7月 鉱工業生産(前年比)	1.9%	--	2.1%	--
13日 (火)	中国	8月 鉱工業生産(前年比)	6.2%	--	6.0%	--
13日 (火)	中国	8月 小売売上高(前年比)	10.2%	--	10.2%	--
13日 (火)	中国	8月 固定資産投資	7.9%	--	8.1%	--
14日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
15日 (木)	シンガポール	7月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-3.0%	--
15日 (木)	インドネシア	8月 貿易収支	--	--	\$598m	--
15日 (木)	フィリピン	7月 海外送金(前年比)	4.3%	--	4.8%	--
15~16日	インド	8月 貿易収支	-6861.0m	--	-7761.4m	--
16日 (金)	シンガポール	8月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-10.6%	--
中東欧・アフリカ						
9月5日 (月)	トルコ	8月 消費者物価指数(前年比)	8.0%	8.1%	8.8%	--
5日 (月)	ロシア	8月 消費者物価指数(前年比)	6.9%	6.9%	7.2%	--
6日 (火)	南アフリカ	2Q GDP(前年比)	0.6%	0.6%	-0.2%	-0.1%
8日 (木)	トルコ	7月 鉱工業生産(前年比)	1.3%	-4.9%	1.1%	--
9日 (金)	トルコ	7月 経常収支	-2.70b	--	-4.94b	--
9日 (金)	トルコ	2Q GDP(前年比)	3.7%	--	4.8%	--
9日 (金)	ロシア	7月 貿易収支	7.2b	--	8.1b	--
9~12日	ロシア	2Q GDP(前年比)	-0.6%	--	-0.6%	--
14日 (水)	南アフリカ	7月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	1.7%	--
15~16日	ロシア	6月 鉱工業生産(前年比)	0.6%	--	-0.3%	--
16日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	--	10.50%	--
ラテンアメリカ						
9月2日 (金)	ブラジル	8月 貿易収支(月次)	\$4200m	\$4140m	\$4578m	--
2日 (金)	ブラジル	7月 鉱工業生産(前年比)	-7.0%	-6.6%	-6.0%	-5.8%
6日 (火)	メキシコ	7月 消費者信頼感指数	89	87	89	--
8日 (木)	メキシコ	8月 消費者物価指数(前年比)	2.8%	2.7%	2.7%	--
9日 (金)	ブラジル	8月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.0%	--	8.7%	--
9~10日	メキシコ	7月 鉱工業生産(前年比)	-0.2%	--	0.6%	--
13日 (火)	ブラジル	7月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.2%	--

(注)2016年9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

		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	6.6669	6.70	6.70	6.69	6.67	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7568	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.424	68.5	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13063	13400	13200	12800	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1091.15 ～ 1245.13	1092.60	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0408	4.12	4.10	3.90	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	46.837	47.0	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3511	1.37	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ～ 33.791	31.285	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.78	34.8	35.0	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22295	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ～ 85.9573	64.0332	66.00	64.50	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ～ 17.9169	14.1327	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0973	2.9535	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	3.2143	3.26	3.35	3.41	3.44	3.47
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.6781	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	15.288	15.37	14.93	14.65	14.54	14.44
香港ドル	(HKD)	12.835 ～ 15.615	13.206	13.27	12.89	12.63	12.50	12.37
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.539	1.50	1.48	1.49	1.50	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.784	0.769	0.758	0.766	0.776	0.759
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.321	9.12	8.93	8.83	8.82	8.81
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246 ～ 29.357	25.137	25.00	24.39	25.13	25.19	24.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ～ 2.570	2.165	2.19	2.16	2.12	2.14	2.14
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	75.82	75.18	73.53	73.68	73.48	72.18
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.274	3.20	3.13	3.10	3.10	3.10
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.945	2.96	2.86	2.85	2.85	2.85
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ～ 0.5482	0.4593	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	1.598	1.56	1.55	1.56	1.54	1.60
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.247	6.65	6.06	5.76	5.71	5.82
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	34.675	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	31.867	31.60	29.85	28.74	28.20	27.67
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.494	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9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。