

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

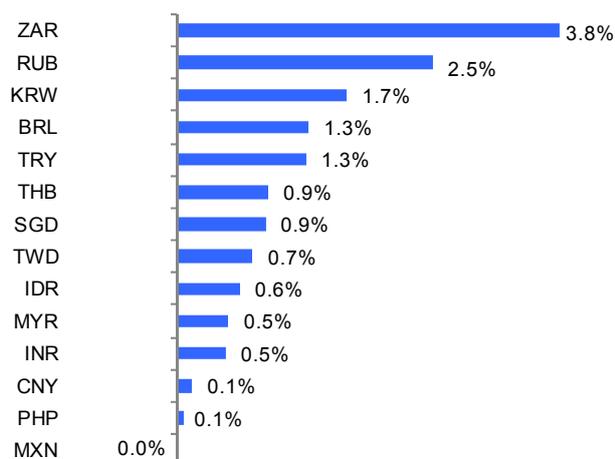
今週のエマージングマーケット

FOMCの結果を受けて、ドル安・新興国通貨高の展開

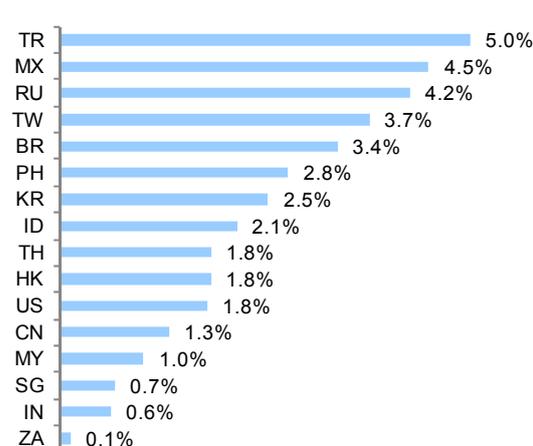
今週の新興国通貨は上昇した。先週末に発表された米8月消費者物価指数（CPI）が市場予想を上回る結果となり、ドルが強含むも、新興国通貨への影響は限定的となった。週初、ベネズエラ大統領の「石油輸出機構（OPEC）の加盟国と非加盟国が、原油相場の安定に向けた合意に近づいている」との発言を背景に原油価格が上昇。これに連れ資源国通貨は堅調に推移した。21日の日銀金融政策決定会合では、長期金利の目標を設けるなど、新たな金融政策の枠組みを導入した。しかし、日銀の金融政策の効果に対し懐疑的な見方が広がり、一時上昇したドル/円が急落したことで、新興国通貨も値を戻す展開となった。注目のFOMCでは、政策金利が据え置かれ、イエレンFRB議長も記者会見で、「今回は更なる経済指標を検証するために待つことにした」と年内利上げについて特段言及しなかった。そのため、ドル安の動きが強まり、新興国通貨は買いが優勢となった。

個別通貨で見ると、ビール世界最大手会社による南ア大手ビール会社の買収フロー観測（推計73億ドル相当）を背景にZAR（+3.8%）は上昇した。また、RUB（+2.5%）は原油価格の上昇に連れ高となったほか、ユーロ債（発行通貨の国内市場以外の市場で発行される債券）の追加発行に対し、海外投資家からの需要が高まっているとの報道が好感された。

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、みずほ銀行

エマージングマーケット短期見通し

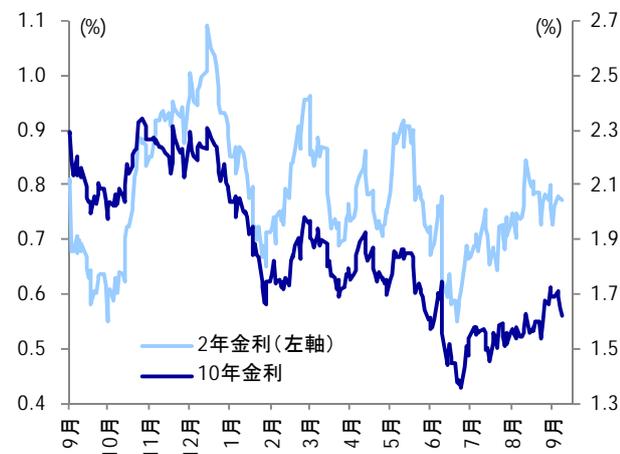
FOMCを受けたドル安の動きが
来週の新興国通貨を下支え

今週の新興国通貨は、FOMCにおける利上げの見送りと、メンバーの政策金利見通し（ドットチャート）の引き下げを受けて、多くの通貨が値を戻した。来週についても、米利上げ姿勢の後退に伴うドル安の動きを背景に新興国通貨の上昇は続くと予想する。また、FOMCの結果を受けて、リスク資産へ投資資金を振り替える動きが強まることも、新興国通貨の下支え要因となるだろう。実際、新興国通貨と米株の連動性は8月以降に高まっている。背景には、英国のEU離脱（Brexit）問題による主だった悪影響が見られなかったことで、新興国資産を含むリスク資産への投資意欲が高まったと推測される。なお、26日（月）からアルジェリアにて開催されるOPEC非公式会議では、協調減産が見送られる可能性があるものの、FOMCを受けたドル安の動きが原油価格を下支えするだろう。減産が見送られたとしても影響は一時的に止まり、資源国通貨への売り圧力も限定的になると見込む。

但し、MXNはトランプリスクを
背景に上値が重い動きを予想

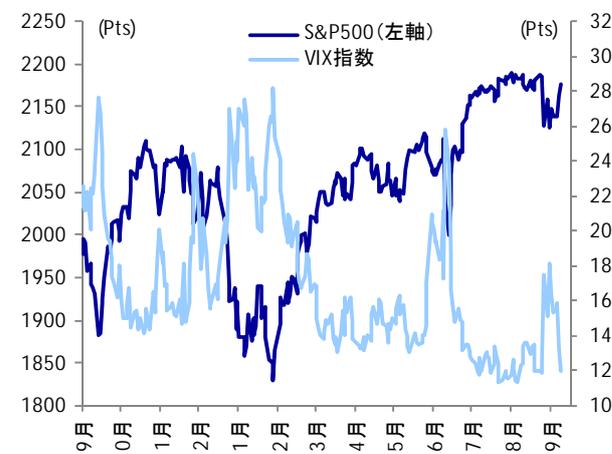
但し、多く新興国通貨が上昇する中、MXNについては上値が重い展開を予想する。メキシコからの移民制限や貿易関税の引き上げに言及しているトランプ氏が共和党の大統領候補になることが確実となった5月以降、MXNは同氏の当選リスクの高まりを背景に売り優勢の展開が続いている。今月に入り、トランプ氏優勢の報道や、ヒラリー氏の健康問題が取り沙汰たされると、更に値を下げ、中旬に対ドルで史上最安値を更新した。米大統領選は、26日（月）の大統領候補による第1回目のテレビ討論会を皮切りに本格化していく。今後、クリントン氏が明確に優勢とならない限り、トランプ氏の当選リスクへの懸念が燻り続け、MXNには下押し圧力がかかり続けるだろう。両候補の支持率が拮抗し続けた場合、11月8日（火）の投票日まで、MXNは支持率の動向に振らされる不安定な値動きが続くと見る。

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、みずほ銀行

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、みずほ銀行

メキシコ:金融政策決定会合プレビュー

MXN 安を阻止するために、BOM は 今回の会合で利上げか

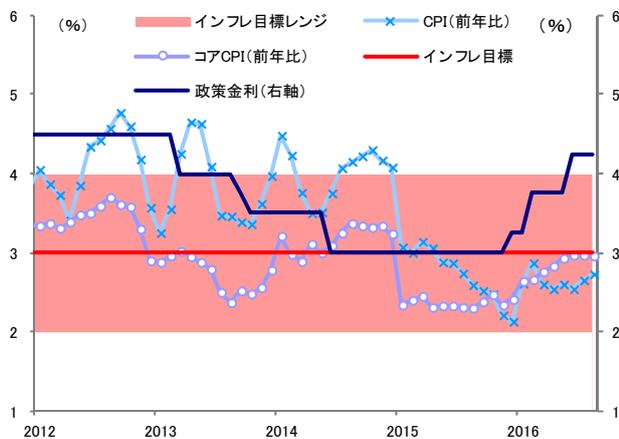
29 日（木）に開催されるメキシコ中銀（BOM）金融政策決定会合では政策金利が 25bp 引き上げられ 4.50%になると予想する。前回会合（8 月 11 日）の声明文では引き続き、MXN 安による輸入物価上昇を通じたインフレ圧力の高まりに対し強い警戒感が示された。BOM は MXN 安のリスク要因として、11 月の米大統領選挙に対する不透明感、原油価格が下落する可能性、経常赤字の拡大と米追加利上げを挙げている。前回会合時は MXN が安定的な推移を見せ、インフレ率も BOM のインフレ目標（+2~4%）内に収まっていたため、政策金利を据え置いた。前回会合後に発表されたメキシコ 8 月消費者物価指数（CPI）は前年比+2.7%と 7 月（同+2.7%）から横ばいとなっている。しかし、足許で MXN は大幅に下落しており、9 月中旬には対ドルで過去最安値を更新した。15 日にサンチェス BOM 副総裁は、「MXN 安が引き起こすインフレ圧力を注視する」と述べたほか、「MXN の相場展開が引き続き、金融政策の重要な判断材料となる」と言明した。メキシコ移民排斥や対米貿易に関税を課すと発言したトランプ氏が米大統領選で当選する可能性や、米年内利上げ期待の煽りが MXN を下押しすると考えられる。斯かる状況下、BOM は MXN を下支えするため、今回の会合で利上げに踏み切ると予想する。

ロシア:金融政策決定会合レビュー

利下げ実行も、インフレ目標達成のため年内は据え置きを示唆

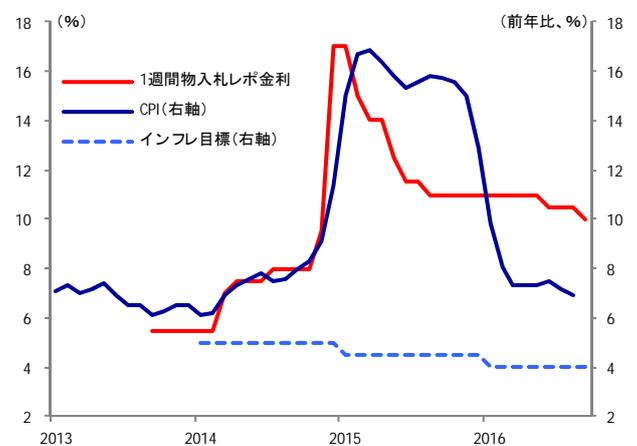
16 日に開催された金融政策決定会合でロシア中銀（CBR）は、政策金利を 50bp 引き下げ 10.00%とした。声明文では、インフレ率及びインフレ期待の低下、景気回復の見通しが不透明であることが利下げの理由とされた。もっとも、CBR は 2017 年末までに+4.0%のインフレ目標実現のためには、2016 年内は政策金利を 10.00%に維持する必要があると言明し、次回利下げを 2017 年 1~6 月に行う可能性を示唆している。また、ロシア 8 月 CPI

図表 3: メキシコ 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

は前年比+6.9%と7月(同+7.2%)から減速したが、CBRはこれを2015年の急激な物価上昇の反動であり一時的なものとしている。ナビウリナ CBR 総裁は会見にて、インフレ期待が低下トレンドを示していると述べるには時期早尚で、金融政策は引き締めスタンスを維持するべきだと発言した。ロシアのインフレ率は輸入物価の影響を強く受けるため、原油価格の値動きに力強さが見られず RUB が上昇しない中では引き続きインフレ圧力が煽る見込みだ。CBR は声明文どおり、年内は引き締めスタンスを維持するだろう。

景気は年末にかけて緩やかに回復か

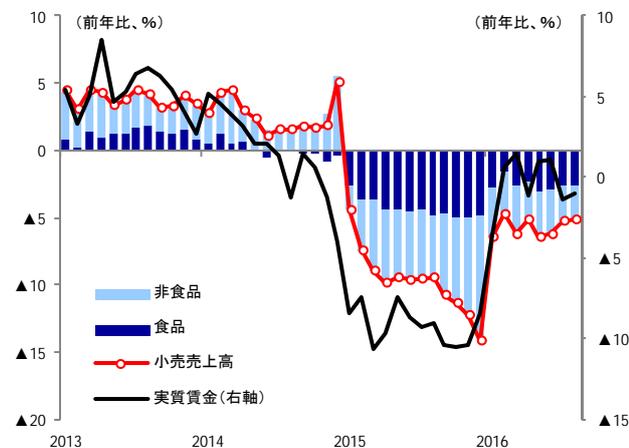
国内景気について、19日に発表されたロシア8月雇用・消費関連統計では、失業率が5.2%と7月(5.3%)から5か月連続で低下した。一方、実質賃金は前年比▲1.0%と7月(同▲1.3%)と2か月連続でマイナスとなった上、8月小売売上高は前年比▲5.1%と20か月連続で減少しており、個人消費は弱い動きが続いている。CBRは景気の回復傾向が定着するには時間がかかるが、2016年後半にはGDPが前期比プラスに転じるとの見方を示している。雇用・消費も年末にかけて緩やかな回復が期待されよう。

ロシア:下院選挙では与党が大勝

政治基盤の安定を背景に財政健全化姿勢が維持される見込み

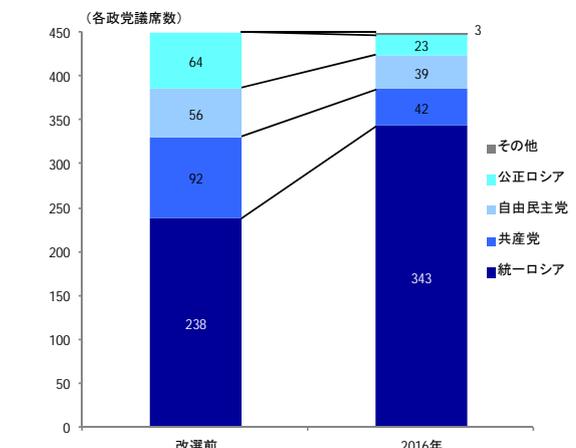
18日にロシアで実施された下院選挙では、与党・統一ロシアが343議席を獲得して改選前(238議席)から大幅に議席数を拡大した。このほか、プーチン大統領を支持する共産党(42議席)、自由民主党(39議席)、公正ロシア(23議席)を合わせると、450議席中447議席が政府寄りとなった。モスクワやサンクトペテルブルクなどの都市部を中心に投票率が48%程度(2011年:60%)に落ち込んだため、組織力の強い統一ロシアの議席拡大に繋がった模様だ。なお、今回の選挙に際しては、財政悪化に伴って実施されていた公務員給与の引き上げ凍結や公的年金の縮小を背景に、与党支持率の低下などプーチン大統領の政治基盤が弱体化することが懸念さ

図表 5: ロシア 小売売上高と実質賃金



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: ロシア 下院選挙結果



(資料)各種報道、ロシア中央選挙管理委員会、みずほ銀行

(注)開票率 97%時点

れていた。下院選での勝利はそうした懸念を払拭するもので、政府の財政再建を後押しする結果になっている。

ハト派姿勢を強める各新興國中銀

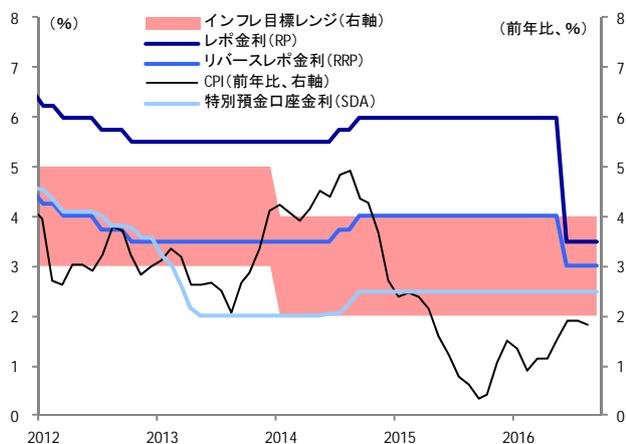
堅調な国内経済と安定的なインフレ率を背景に、BSPは金融政策を維持

22日にはフィリピン、インドネシア、トルコ、南アフリカにおいて金融政策決定会合が相次いで開催された。フィリピンでは現状維持が決定される一方、インドネシアやトルコでは追加緩和が決定され、南アフリカではタカ派姿勢の後退が見られた。まず、フィリピン中銀（BSP）の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利であるリバースレポ（RRP）金利を3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出（RP）金利を3.50%、下限である短期特別口座（SDA）金利を2.50%にそれぞれ据え置いた。コリドーは1.00%ポイントに維持された。前回会合（8月11日）同様、堅調な国内経済とインフレ率がBSPの目標（+2~4%）内に長期的に収まるとの見方を維持し、現状の金融姿勢については引き続き「適切」とした。フィリピンのインフレ率は安定しており、また国内経済も底堅く推移していることから、BSPは現状の金融政策を維持し続けると予想する。

インフレ率が低下する中、景気下支えを理由にBIは利下げに踏み切る

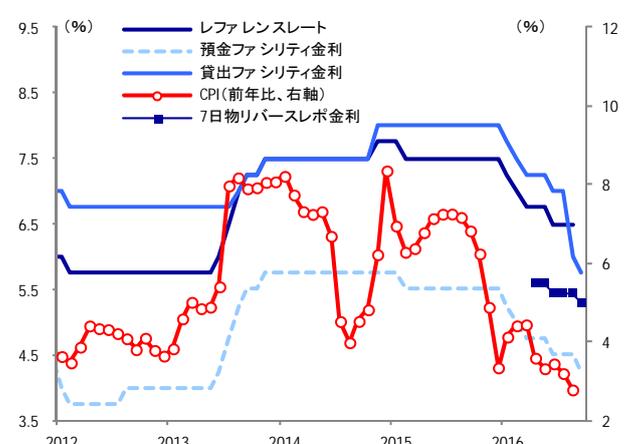
また、インドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利が25bp引き下げられ、5.00%に設定された。同時に、金利コリドーの上限金利となる貸出ファシリティ金利は5.75%、下限となる預金ファシリティ金利も4.25%とそれぞれ25bp引き下げられた。コリドーは1.50%で維持された。BIはインフレ率が低下し、IDRも安定する中、弱含みつつある景気を下支えるために利下げを実施したと述べた。また、国内経済の勢いが鈍化していることへの対処が必要としており追加利下げの可能性を残している。もともと、従来の2016年成長率見通し（+4.9%~5.3%）を維持しており、利下げに踏み切るか否かは今後の経済指標の結果次第と予想する。

図表 7: フィリピン 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: インドネシア 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

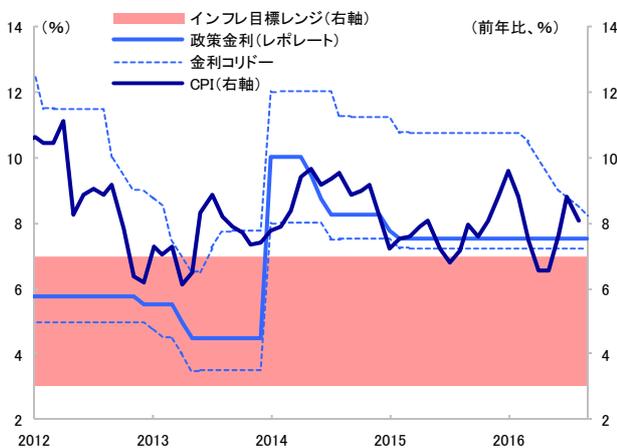
CBRT は引き続き金利コリドー上限の引き下げを志向

トルコ中銀（CBRT）金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートは7.50%に据え置かれるも、金利コリドーの上限であり、市場金利が連動する翌日物貸出金利が25bp引き下げられ、8.25%となった。一方、コリドー下限である翌日物借入金利は7.25%に据え置かれたため、コリドーは1.25%ポイントから1.00%ポイントに縮小している。CBRTは、コリドー上限を引き下げた理由として、消費の低迷を背景にCPIが減速しつつある中、国内景気の下支えることを挙げている。なお、年初からの緩和措置などにより、トルコ経済は10～12月期に持ち直すとしている。また、金融システムの状態については「引き締まっている」との見方を示し、CBRTは金利コリドー上限の更なる引き下げが必要と考えている模様だ。そのため、今後も景気下支えを理由に、CBRTは金利コリドーの上限を引き下げ続けるだろう。

SARB は利上げサイクルの終了を示唆

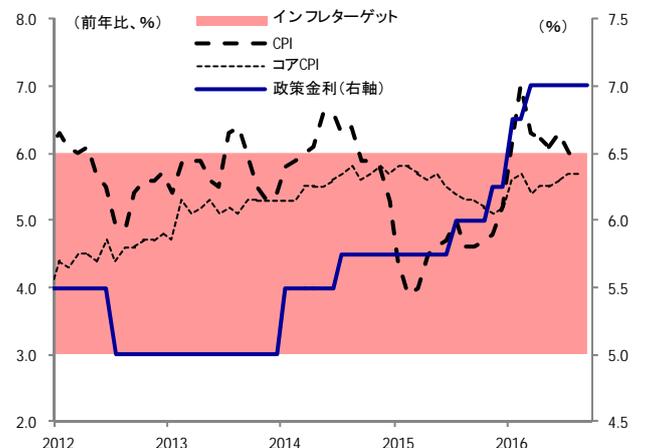
南アフリカ準備銀行（SARB）の金融政策決定会合では、政策金利が現状の7.00%で維持された。据え置き理由について、SARBの予想以上にZAR高が進んだことで、インフレ率の上振れリスクと下振れリスクが均衡しつつあることが挙げられた。また、今後の金融政策姿勢について、「金融引き締めサイクルの終了に差し掛かっている可能性がある」とした。一方で、クガニャゴ SARB 総裁は、「金融緩和に転じるためのハードルは高い」とも述べており、当面は現状の金融政策が維持される可能性が高いだろう。

図表 9: 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

図表 10: 南アフリカ 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

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16日 (金)	シンガポール	8月 非石油地場輸出(前年比)	-3.3%	0.0%	-10.6%	--
19日 (月)	フィリピン	8月 総合国際収支	--	\$682m	\$215m	--
21日 (水)	マレーシア	8月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	1.5%	1.1%	--
22日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
22日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポレート	5.00%	5.00%	5.25%	--
23日 (金)	シンガポール	8月 消費者物価指数(前年比)	-0.3%	--	-0.7%	--
24~27日	タイ	8月 輸出(通関ベース/前年比)	-1.7%	--	-6.4%	--
24~27日	タイ	8月 貿易収支(通関ベース)	\$1284m	--	\$1213m	\$843m
26日 (月)	シンガポール	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.6%	--
27日 (火)	台湾	7月 鉱工業生産(前年比)	4.0%	--	-0.3%	--
29日 (木)	韓国	9月 消費者信頼感	--	--	102	--
29日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.375%	--
30日 (金)	韓国	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	1.6%	--
30日 (金)	マレーシア	9月 日経マレーシアPMI	--	--	47.4	--
30日 (金)	韓国	9月 日経韓国PMI製造業	--	--	48.6	--
30日 (金)	中国	9月 Caixin中国PMI製造業	50.1	--	50.0	--
30日 (金)	タイ	8月 輸出(前年比)	--	--	-4.5%	--
30日 (金)	タイ	8月 貿易収支	--	--	\$3195m	--
30日 (金)	タイ	8月 国際収支:経常収支	--	--	\$3667m	--
30日 (金)	マレーシア	8月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	2.3%	--
30日 (金)	インドネシア	8月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	8.1%	--
中東欧・アフリカ						
9月16日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	10.00%	10.50%	--
19日 (月)	ロシア	8月 実質小売売上高(前年比)	-4.9%	-5.1%	-5.0%	-5.2%
21日 (水)	南アフリカ	8月 消費者物価指数(前年比)	5.9%	5.9%	6.0%	--
22日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利発表	7.00%	7.00%	7.00%	--
22日 (木)	トルコ	8月 消費者信頼感指数	--	74.29	74.44	--
22日 (木)	トルコ	指標レートの	7.50%	7.50%	7.50%	--
22日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	8.25%	8.25%	8.50%	--
22日 (木)	トルコ	翌日物借入金金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
29日 (木)	南アフリカ	8月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	4.4%	--
29日 (木)	トルコ	9月 経済信頼感	--	--	72.7	--
30日 (金)	南アフリカ	8月 貿易収支(ラント)	--	--	5.2b	--
30日 (金)	ロシア	2Q 経常収支	--	--	3400m	--
ラテンアメリカ						
9月16日 (金)	ブラジル	7月 IBGEサービス部門売上高 前年比	-4.5%	-4.5%	-3.4%	--
19日 (月)	ブラジル	7月 経済活動(前年比)	-4.5%	-5.2%	-3.1%	-2.9%
22日 (木)	ブラジル	9月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	8.9%	--	9.0%	--
23日 (金)	メキシコ	7月 小売売上高(前月比)	0.4%	--	1.0%	--
23日 (金)	メキシコ	7月 小売売上高(前年比)	7.8%	--	9.4%	--
26日 (月)	メキシコ	7月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.2%	--
26日 (月)	ブラジル	9月 FGV消費者信頼感	--	--	79.3	--
26日 (月)	ブラジル	8月 経常収支	--	--	-\$4050m	--
29日 (木)	ブラジル	9月 FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	11.5%	--
29日 (木)	ブラジル	8月 全国失業率	--	--	11.6%	--

(注)2016年9月23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	6.6648	6.70	6.70	6.69	6.67	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7558	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.665	68.5	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ~ 14002	13074	13400	13200	12800	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1103.10	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.1095	4.12	4.10	3.90	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.069	47.810	47.0	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.3561	1.37	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.398	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	34.61	34.8	35.0	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22308	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ~ 85.9573	63.6857	66.00	64.50	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	13.6400	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0973	2.9427	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	3.2206	3.26	3.35	3.41	3.44	3.47
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.5187	19.6180	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	15.123	15.37	14.93	14.65	14.54	14.44
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	13.006	13.27	12.89	12.63	12.50	12.37
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.513	1.50	1.48	1.49	1.50	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.772	0.769	0.758	0.766	0.776	0.759
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.145	9.12	8.93	8.83	8.82	8.81
マレーシアリング	(MYR)	24.246 ~ 29.357	24.527	25.00	24.39	25.13	25.19	24.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ~ 2.570	2.108	2.19	2.16	2.12	2.14	2.14
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	74.38	75.18	73.53	73.68	73.48	72.18
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.213	3.20	3.13	3.10	3.10	3.10
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	2.914	2.96	2.86	2.85	2.85	2.85
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4522	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	1.583	1.56	1.55	1.56	1.54	1.60
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.805	7.393	6.65	6.06	5.76	5.71	5.82
トルコリラ	(TRY)	32.990 ~ 41.265	34.270	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	31.321	31.60	29.85	28.74	28.20	27.67
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ~ 7.018	5.141	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23日の7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。