

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

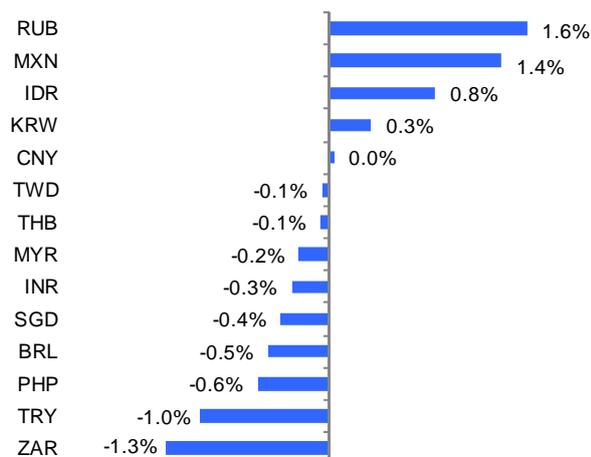
今週のエマージングマーケット

米大統領候補によるテレビ討論会をきっかけに新興国通貨は上昇

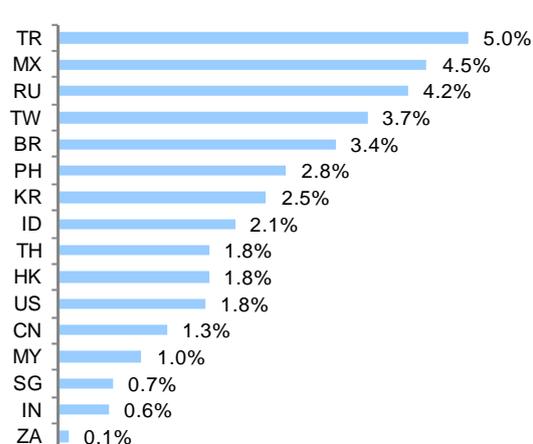
今週の新興国通貨は、多くの通貨がレンジ内で推移した。週初、独最大手銀行の財務懸念を巡る問題について、メルケル独首相が支援を拒否したとの報道が伝わると金融株を中心に先進国株が下落した。これに連れドルは軟化したが、新興国通貨は小動きに止まった。27日、米大統領選に向けた民主党・共和党候補による第1回テレビ討論会が実施された。結果は、民主党候補のクリントン氏が優勢と報じられたことで、リスクオンムードとなり新興国通貨は買われた。28日、イエレンFRB議長は議会証言で「大半のFOMCメンバーは年内の利上げは1回となる可能性が高いとみている」と発言したが、米利上げ期待は高まらず、新興国通貨の反応は限定的となった。同日に石油輸出国機構(OPEC)の非公式会合で増産凍結が合意との報道を背景に原油価格は急伸し、資源国通貨が上昇した。

個別通貨で見ると、原油価格の上昇を受け資源国通貨であるRUB(+1.6%)、MXN(+1.4%)が買い進められた。MXNは米大統領候補者によるテレビ討論会で、メキシコに対して強硬な姿勢をとるトランプ氏が優勢となったことも好感された。一方、大手ビール会社による買収資金の流入期待から買われていたZAR(▲1.3%)は、買収の正式許可をきっかけに、ポジション調整と見られる動きを背景に下落した。

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、みずほ銀行

エマージングマーケット短期見通し

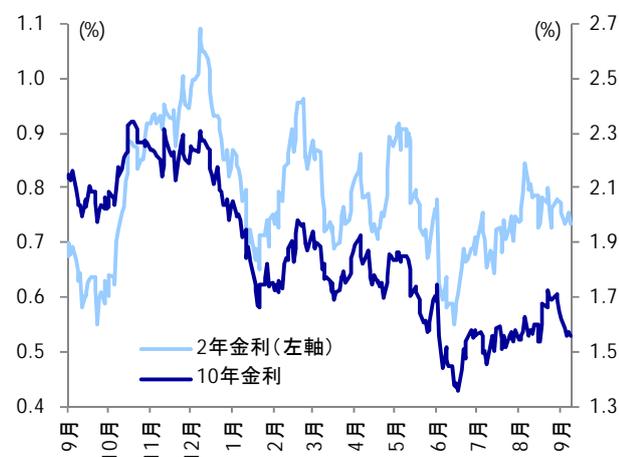
原油価格が底堅く推移すること
で、新興国通貨も連れ高に

来週の新興国通貨は、週初から堅調に推移するも、週末にかけて軟調推移に転じると予想する。来週初は底堅さを増す原油価格が、新興国通貨を下支えするだろう。28日にOPEC非公式会合において、原油生産量を日量3250万バレル～3300万バレルに制限することで合意した。OPECの8月原油生産量は日量3326万バレル（エネルギーインテリジェンスグループ推計）であり、11月のOPEC総会で正式に決定されれば、少なくとも日量26万バレルが減産される見込みである。米エネルギー省（EIA）の予想値によれば、10～12月期においては日量76万バレルの供給過剰となる見込みであり、今回の減産が実行に移されれば過剰生産量の3割強は解消すると考えられる。原油価格はこうした需給改善期待を背景に底堅く推移し、新興国通貨も連れ高となるだろう。

米雇用統計及びTV討論会を
控えて、軟調推移に転じるか

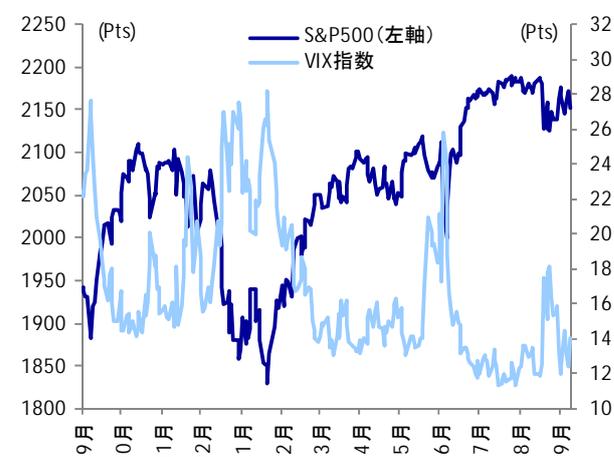
もともと、来週末に米国において重要なイベントが控えるため、先行き不透明感の高まりから、週末にかけて新興国通貨は売り優勢になると予想する。まず、10月7日（金）に米9月雇用統計が発表される。非農業部門雇用者数については前月比+17.5万人と市場では予想されており、8月（同+15.1万人）から増加幅は小幅な拡大に止まる見込みである。しかしながら、多くのFRB高官が年内利上げを示唆する中、予想を大きく上回った場合は、米利上げ期待が急速に高まる可能性がある。また、9日（日）には米大統領候補による第2回テレビ討論会が予定されている。1回目はヒラリー氏が優勢と報じられると、米国の政策が大きく変更される懸念が後退し、新興国通貨は上昇した。但し、オバマ大統領がロムニー共和党候補に対し、1回目の討論会で惨敗するも、2回目以降に巻き返して続投を決めた過去もあり、トランプ氏が今後巻き返す可能性は十分ある。そのため、米利上げ期待の高まりに対する警戒感や米国の政治リスクが再度意識されることで、週末にかけての新興国通貨は軟調な展開となるだろう。

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、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

インド:金融政策決定会合プレビュー

CPI減速もRBIは今回の会合で政策金利を据え置きか

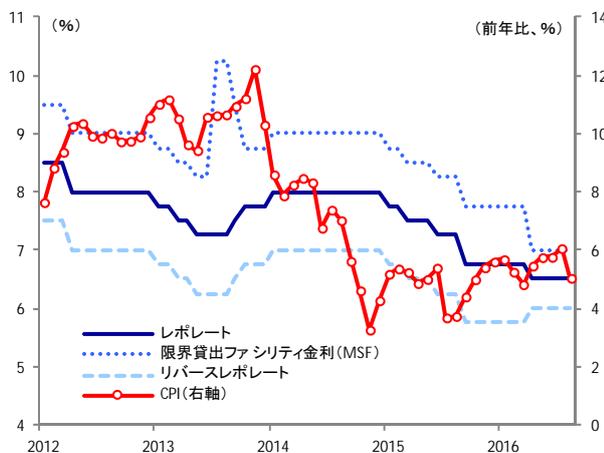
10月4日(火)に開催されるインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合では、政策金利6.50%の据え置きを予想する。前回会合(8月9日)では、金融政策の現状維持が決定された。声明文では消費者物価指数(CPI)が食品価格の上昇を背景に高水準になったことを指摘している。また、第7次賃金委員会の勧告を受けた公務員給与引き上げの実施、物品・サービス税(GST)の導入など、インフレ率が2017年3月までに目標の+5.0%から上振れるリスクがあるとした。しかし、9月12日に発表されたインド8月CPIは前年比+5.05%と7月(同+6.07%)から減速した。モンスーン期(雨期)の降水量が例年より多く食品価格の伸びを抑制したことが減速の背景にある模様だ。今回のインフレ率低下を受け、RBIが利下げに踏み切る可能性は排除できない。もっとも、インフレ率が目標の+5%を依然として上回っていることに加え、減速は単月でしか見られておらず、インフレが低下傾向にあると言い切るには時期尚早だと考える。今回の会合はパテルRBI総裁にとって最初の金融政策決定会合にあたり、金融政策委員(MPC)の合議制により決定する初会合でもある。MPCの外部委員の3名も22日に決定した。MPCのメンバーはタカ派が多いとされることから、今回は政策金利を維持すると予想する。今後もインフレ率が安定し、8月に政府より導入されたインフレターゲット(+2%~6%)内で推移すると見込まれれば、RBIは年内にも利下げに踏み切ると考える。

中国:10月1日より人民元がSDR構成通貨入り

SDR構成通貨入りも、人民元相場への影響は限定的と予想

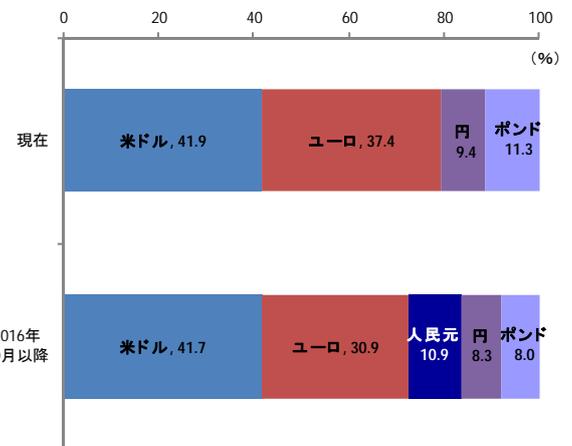
2015年11月のIMF理事会で決定された通り、人民元は10月1日よりSDR(IMF特別引き出し権)の構成通貨として正式に採用される。SDRはIMFによる国際準備通貨であり、IMF加盟国は自国が金融危機に陥った際に、予め配分されたSDRと構成通貨を始めとした自由取引通貨を交換できる。

図表3: インド 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: IMF SDR構成比率



(資料)IMF、みずほ銀行

人民元が構成通貨入りすることで、将来の SDR と構成通貨の交換に備えた需要、及び「主要通貨」というステータスを得たことにより各国の準備通貨として採用されることによる需要、の2点から人民元買いが進むことが期待されている。まず、SDR との交換に備えた需要については、現在の SDR 残高が 2800 億ドルの規模に留まっており、人民元の構成比率が約 10.9%であることから、概算で約 306 億ドルと 8 月貿易収支 (約 521 億ドル) を下回る規模の需要しか生み出さない。また、交換に備えた人民元買いは、理事会での決定から始まっていると推測されるため、今後の人民元相場に与える影響は小さいと考える。

外貨準備のアロケーション変更は少しずつしか行われない

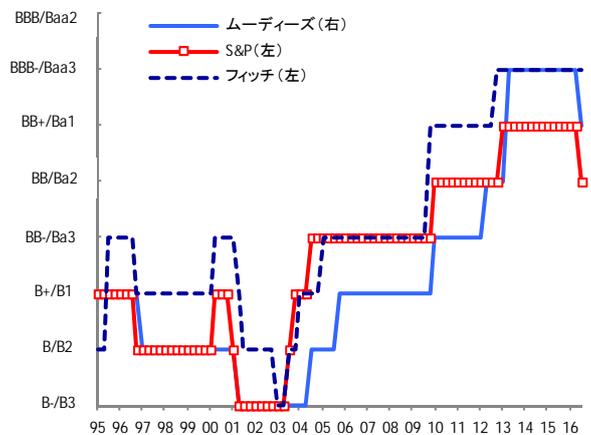
次に、「主要通貨」というステータスを得ることにより、各国の準備通貨として採用が進むことで、人民元への需要がどの位高まるかを考える。世界全体の外貨準備は 10.9 兆ドル (IMF 集計、2016 年 3 月末時点) となっており、IMF の調査によれば、2014 年時点で 38 か国において人民元は外貨準備の構成通貨として採用され、1.1%のシェアを占めていた。同調査で既存の SDR 構成通貨である JPY のシェアが 3.4%、GBP のシェアが 4.1% だったことに鑑みると、当面の伸び余地は+2~3%ポイントだと予想できる。このシェアを世界全体のシェアと仮定すれば、単純計算で最大 3270 億ドルの外貨準備が人民元へと今後振り替えられる計算となる。もちろん、このアロケーション変更が急速に実行されれば、人民元高方向に相場を動かす力はあるものの、その可能性は低い。実際、2013 年時点では、人民元を組み入れる国は 27 か国、シェアは 0.7%であり、2014 年におけるシェア上昇幅は+0.4%ポイントに留まった。今後も+0.4%ポイントずつシェアが伸びると仮定すれば、人民元買い需要は年間 436 億ドル程度になると推計される。月次貿易収支の 1 か月分にも満たず、やはり人民元相場への影響は限定的と見る。

図表 5: IMF 外貨準備の構成通貨に関するアンケート結果

	2013		2014		
	シェア (%)	回答国(数)	シェア (%)	回答国(数)	
USD	61.3	127	USD	63.7	127
EUR	23.7	109	EUR	21.0	108
GBP	4.2	108	GBP	4.1	109
JPY	3.3	87	JPY	3.4	88
AUD	2.2	79	AUD	2.1	78
CAD	2	84	CAD	2.0	85
RMB	0.7	27	RMB	1.1	38
NZD	0.2	27	NZD	0.2	69
CHF	0.2	73	CHF	0.2	29
Other	2.1		Other	2.1	

(資料)IMF 「Survey on The Holdings of Currencies in Official Foreign Currency Asset 2015」、みずほ銀行

図表 6:トルコ 格付け推移



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)ムーディーズは S&P、フィッチと格付け表記が異なる

トルコ: 格付けは投機的等級に引き下げ

格下げの背景には7月のクーデター未遂

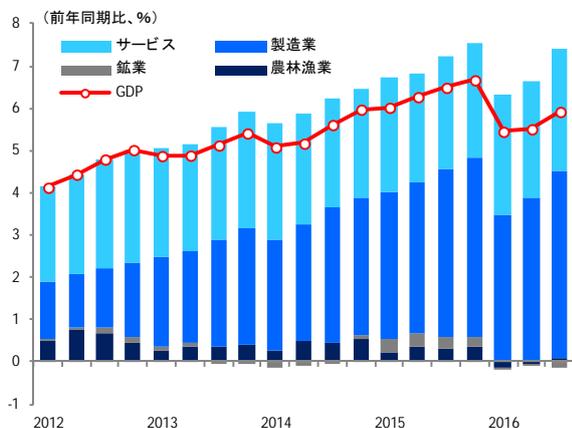
米大手格付け会社ムーディーズは、23日にトルコの政府債務格付けを投資適格級である「Baa3」から投機的等級である「Ba1」に1段階引き下げ、見通しは「安定的」とした。格下げは7月15日に発生したクーデター未遂を受けた動きで、既に他の大手格付け会社であるスタンダード・アンド・プアーズ（S&P）は7月20日に同国の格付けを投機的等級に引き下げていた。そのため、現時点（9月29日）で投資適格級を維持しているのはフィッチ・レーティングスのみとなる。これを受けて、TRYは22日から26日にかけて対ドルで▲1.29%の急落を見せ、一時3.00近辺まで下落した。ムーディーズは公表文にて、格下げを行った理由に、①トルコにおける政治リスクの高まりや不安定な投資家心理を背景に、対外債務に関連したリスクが拡大したこと、②クーデター未遂に表れている通り、政府の統治能力が低下しており、従前に期待されていた持続的な成長に必要な構造改革が行われ難くなったことを指摘している。なお、格下げ後のTRY相場は軟調推移が継続し、29日にエルドアン大統領が非常事態宣言を延長する可能性について言及すると、政治リスクの高まりも意識され、更に売り進められる展開となった。

ベトナム: GDP 成長率は加速

海外からの投資を受けて資本形成がけん引役に

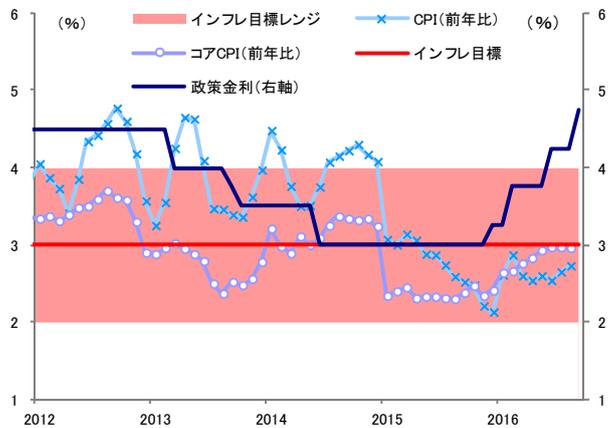
29日に発表されたベトナム1～9月期GDPは前年同期比+5.93%と1～6月期（同+5.52%）から加速した。産業別に見ると、商品価格の低迷を背景に鉱業が同▲3.6%と1～6月期（同▲2.2%）からマイナス幅が拡大し、3四半期連続で減少した。一方で、製造業（1～6月期：同+10.1%→1～9月期：同+11.2%）の伸びが加速したほか、畜産での生産増加などもあり農林漁業（1～6月期：同▲0.2%→1～9月期：同+0.6%）が増加に転じたことが全体を押し上げている。また、需要項目別では、最終消費支出が減速する一方で、海外からの投資も支えとなり資本形成の伸びが拡大したほか、外需

図表 7: ベトナム 実質 GDP 成長率



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: メキシコ 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

の下押し圧力も改善している。ベトナムでは年末にかけて成長率が加速する傾向があるが、足許の成長率は政府の 2016 年における成長目標（前年比+6.7%）を大きく下回っており、今年の目標達成は難しいだろう。

メキシコ:金融政策決定会合レビュー

MXN 安が進んだを受けて、50bp の利上げを決定

29 日（木）に開催されたメキシコ中銀（BOM）金融政策決定会合では、政策金利が 50bp 引き上げられ、4.75%となった。声明文において、景気認識はほぼ変わらない一方で、MXN 安に対する懸念についての表現が強まっている。具体的には、「MXN は新興国通貨の中で最も望ましくないパフォーマンスを示す通貨の一つになってしまっている」と新興国通貨高が進む中、MXN 安が続いていることを問題視する表現が追加された。また、今回の利上げについて、米国との金利差を拡大させることで MXN 安を抑制することが目的だとしている。インフレについては、引き続き上昇すると予想されるも、年内はインフレ目標の+3%近辺で落ち着くとの見通しを示した。もっとも、MXN 安により、食料品を始めとした輸入物価上昇を懸念する文言が残されていることから、通貨安によるインフレ率上振れリスクを引き続き強く警戒していることが示唆された。次回会合（11 月 17 日）は米大統領選（11 月 8 日）後に開催される。クリントン氏が勝利し、MXN 安が収まっていれば、追加利上げに踏み切る可能性は低いと考えるものの、トランプ氏が勝利した場合はその限りではない。

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23日 (金)	シンガポール	8月 消費者物価指数(前年比)	-0.4%	-0.3%	-0.7%	--
24日 (土)	タイ	8月 貿易収支(通関ベース)	\$1267m	\$2128m	\$1213m	\$843m
27日 (火)	台湾	7月 鉱工業生産(前年比)	4.0%	7.7%	-0.3%	-0.4%
29日 (木)	韓国	9月 消費者信頼感	--	101.7	102.0	101.8
29日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
30日 (金)	韓国	8月 鉱工業生産(前年比)	1.6%	2.3%	1.6%	--
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 国際収支:経常収支	\$3218m	--	\$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%	--
10月1日 (土)	韓国	9月 貿易収支	\$7495m	--	\$5303m	--
1日 (土)	中国	9月 製造業PMI	50.4	--	50.4	--
1日 (土)	中国	9月 非製造業PMI	--	--	53.5	--
3日 (月)	インド	8月 日経インドPMI製造業	--	--	52.6	--
3日 (月)	シンガポール	8月 購買部景気指数	--	--	49.8	--
3日 (月)	インドネシア	8月 消費者物価指数(前年比)	3.0%	--	2.8%	--
3日 (月)	タイ	9月 消費者物価指数(前年比)	0.4%	--	0.3%	--
4日 (火)	韓国	8月 国際収支:経常収支	--	--	\$8706.1m	--
4日 (火)	インド	RBIレートの	6.50%	--	6.50%	--
5日 (水)	韓国	9月 消費者物価指数(前年比)	0.8%	--	0.4%	--
5日 (水)	台湾	9月 消費者物価指数(前年比)	0.5%	--	0.6%	--
5日 (水)	フィリピン	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	1.8%	--
6日 (木)	タイ	9月 消費者信頼感	--	--	73.2	--
6日 (木)	インドネシア	9月 消費者信頼感指数	--	--	113.3	--
7日 (金)	マレーシア	8月 貿易収支MYR	--	--	1.91b	--
7日 (金)	台湾	9月 貿易収支	\$3.9b	--	\$3.99b	--
中東欧・アフリカ						
9月29日 (木)	南アフリカ	8月 マネーサプライM3(前年比)	5.0%	5.5%	4.4%	--
29日 (木)	トルコ	9月 経済信頼感	--	87.8	72.7	--
30日 (金)	南アフリカ	8月 貿易収支(ラント)	1.6b	--	5.2b	--
10月3日 (月)	トルコ	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	8.1%	--
3~4日	ロシア	2Q GDP(前年比)	--	--	-0.6%	--
3~4日	ロシア	3Q 経常収支	--	--	3400m	--
4~5日	ロシア	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	6.9%	--
ラテンアメリカ						
9月22日 (木)	ブラジル	9月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	8.9%	8.8%	9.0%	--
23日 (金)	メキシコ	7月 小売売上高(前月比)	0.4%	0.4%	1.0%	--
26日 (月)	メキシコ	7月 経済活動IGAE(前年比)	1.4%	1.3%	2.2%	--
26日 (月)	ブラジル	9月 FGV消費者信頼感	--	81	79	--
26日 (月)	ブラジル	8月 経常収支	-\$755m	-\$579m	-\$4050m	--
29日 (木)	メキシコ	オバーナイト・レート	4.75%	4.75%	4.25%	--
10月3日 (月)	メキシコ	8月 送金総額	--	--	\$2233.7m	--
4日 (火)	ブラジル	9月 貿易収支(月次)	--	--	\$4140m	--
7日 (金)	ブラジル	9月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	9.0%	--
7日 (金)	メキシコ	9月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.7%	--

(注)2016年9月30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	6.6672	6.70	6.70	6.69	6.67	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7559	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.855	68.5	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ~ 14002	12972	13400	13200	12800	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1098.81	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.1233	4.12	4.10	3.90	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.069	48.312	47.0	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.3643	1.37	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.382	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	34.67	34.8	35.0	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22294	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ~ 85.9573	63.0800	66.00	64.50	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	13.9302	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0973	2.9983	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	3.2597	3.26	3.35	3.41	3.44	3.47
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.5187	19.5488	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	15.227	15.37	14.93	14.65	14.54	14.44
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	13.040	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	0.780	0.769	0.758	0.766	0.776	0.759
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.171	9.12	8.93	8.83	8.82	8.81
マレーシアリング	(MYR)	24.246 ~ 29.357	24.631	25.00	24.39	25.13	25.19	24.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ~ 2.570	2.102	2.19	2.16	2.12	2.14	2.14
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	74.13	75.18	73.53	73.68	73.48	72.18
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.223	3.20	3.13	3.10	3.10	3.10
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	2.917	2.96	2.86	2.85	2.85	2.85
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4535	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	1.603	1.56	1.55	1.56	1.54	1.60
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.805	7.262	6.65	6.06	5.76	5.71	5.82
トルコリラ	(TRY)	32.990 ~ 41.265	33.726	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	31.026	31.60	29.85	28.74	28.20	27.67
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ~ 7.018	5.173	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30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。