

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

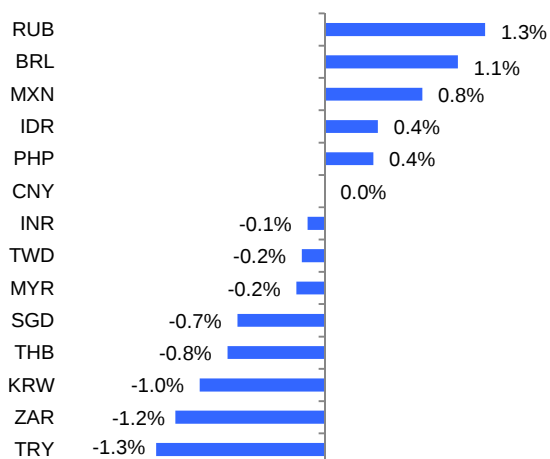
今週のエマージングマーケット

資源国通貨は強含む一方、その他新興国通貨は軟調な展開

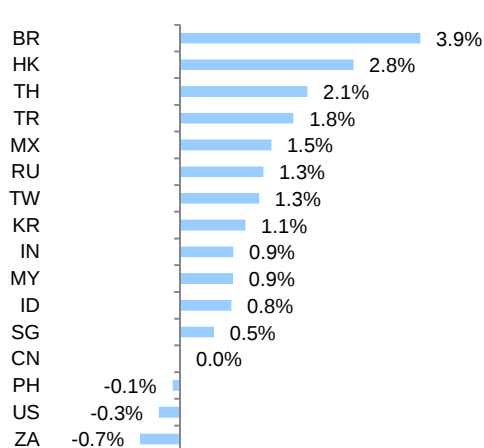
今週の新興国通貨はまちまちの展開。先週末、米司法省の独最大手銀行に対する制裁金の減額が合意に近づいている、との報道を背景に市場のリスクオフムードは後退した。これを受けて週初の新興通貨は堅調な動きとなった。しかし、発表された米9月ISM製造業景気指数が良好な結果になるとドルは上昇し、新興国通貨は下落した。4日、ECBが量的緩和の縮小（テーパリング）を検討しているとの一部報道を受けてユーロは急伸し、ドルと新興国通貨は軟調な値動きとなった。5日、発表された米経済指標（9月ADP雇用統計、9月ISM非製造業景気指数）は強弱入り混じる結果となり、新興国通貨も小動きに止まった。一方、原油価格の上昇に連れて資源国通貨は強含んだ。

個別通貨で見ると、原油価格の上伸を背景にRUB（+1.3%）、BRL（+1.1%）、MXN（+0.8%）が上昇した。一方、TRY（▲1.3%）はクーデター未遂事件を受けて発令されていた非常事態宣言の3か月延長が決定されたほか、同事件に関連して1万人を超える警官が停職処分になったことが嫌気され下落した。また、ZAR（▲1.2%）は与党アフリカ民族会議（ANC）幹部がズマ大統領に対し、「ゴードン財務相に対する警察の捜査に介入すべき」と発言したことを背景に売られた。

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

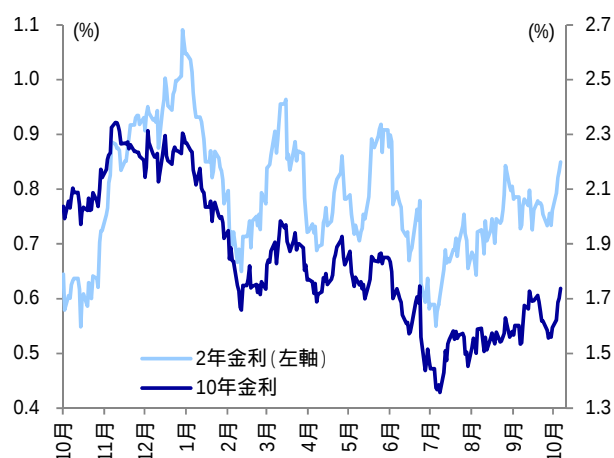
欧州経済及び金融政策への不安後退から安定推移を予想

来週の新興国通貨は、レンジ内推移を予想する。今週は新興国資産を含むリスク資産が冴えない値動きとなったことで、多くの新興国通貨は上値が重い展開となった。背景として、メイ英首相が2017年3月末までにEUへ正式な離脱通知を行うと発言したことで、GBPが急落し31年振りの安値をつけたことや、ECBのテーパリング観測が報じられたことをきっかけに、欧州や米国において金利が上昇したことが挙げられる。また、ラッカー・リッチモンド連銀総裁などFRB地区連銀総裁から早期の利上げを示唆する発言が出たことも、新興国通貨売りの材料となった模様だ。しかしながら、Brexitについては欧州委員会が交渉は通知を受けてからとしている以上、目先で大きな動きが見られるとは考えがたく、来週も相場の材料となる可能性は低い。ECBのテーパリングに関する報道についても、拡大購入資産プログラム（APP）の月間購入額が拡大されたことが2016年3月であることに鑑みれば、時期尚早の感は否めず、テーパリング観測は徐々に後退していくと考える。そのほか、FRB地区連銀総裁によるタカ派発言は、金利市場が織り込む年内利上げの可能性にほとんど影響を与えていない。斯かる状況を考慮すれば、金利市場や株式市場は早晩に落ち着きを取り戻し、来週の新興国通貨はレンジ内推移になると予想する。

来週大きく動くとすれば、TRYか

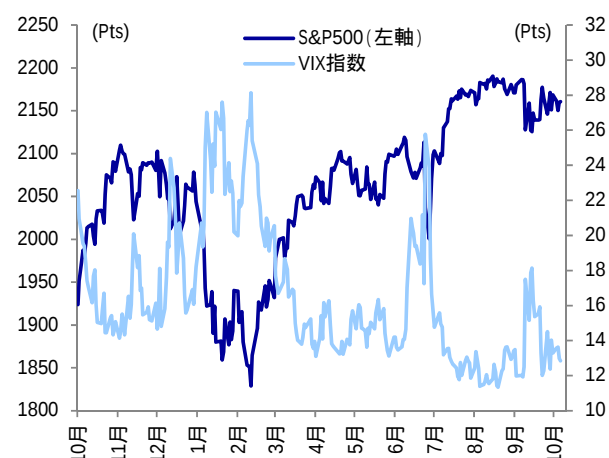
なお、来週は国慶節の長期休暇が明け、中国市場では取引が再開される。長期休暇中のドルインデックスは上昇しており、休暇明けの基準値については人民元安方向に設定される可能性が高い。但し、休暇前の基準値設定動向から察するに、大きく人民元安方向に設定する可能性は低く、引き続き緩やかな人民元安を見込む。むしろ注目されるのはTRYの動向である。格付けが投機的等級に引き下がり、パッシブ運用を行う投資家からの資金流出が今後本格化することを背景に、対ドル史上最安値である3.10近辺も視野に入ってくるだろう。

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

韓国:金融政策決定会合プレビュー

CPI 加速を背景に BOK は政策金利
を据え置きか

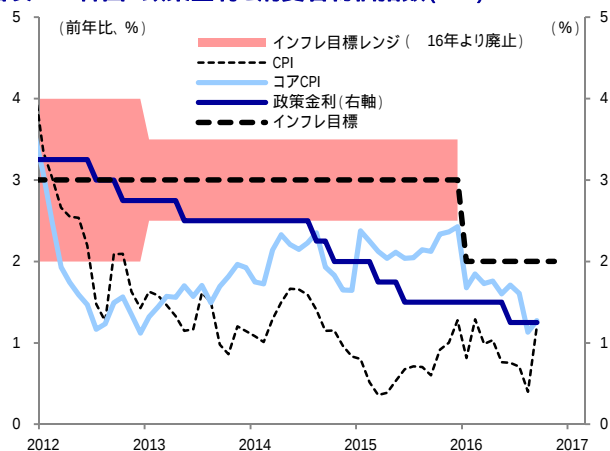
13 日（木）に開催される韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。前回会合（9 月 9 日）にて BOK は政策金利を 1.25% に据え置いた。声明文では韓国経済は緩やかに回復しているとし、今後も政府の拡張的な財政政策が景気を下支えするとした。一方、インフレについては低水準で推移する可能性がある」と指摘している。8 月輸出については一時的な要因を背景に改善したと述べ、実際 1 日に発表された 9 月輸出は前年比▲5.9%と 8 月（同+2.6%）から大幅に減速した。9 月 27 日に発表された BOK の議事要旨（9 月 9 日開催分）では、個人消費や企業投資は弱いとの指摘もあり、メンバーは景気回復への自信を欠いている模様だ。もっとも、5 日に発表された 9 月消費者物価指数（CPI）は同+1.2%と、夏の悪天候により農産物や食品の価格が上昇したことを背景に 8 月（同+0.4%）から加速し、2016 年 2 月以来の高い伸び率となった。9 月 CPI の加速に加え、BOK は家計債務の積み上がりも懸念していることから、今回の会合では政策金利を据え置くと予想する。

シンガポール:金融政策決定会合プレビュー

MAS は現状の金融政策を維持か

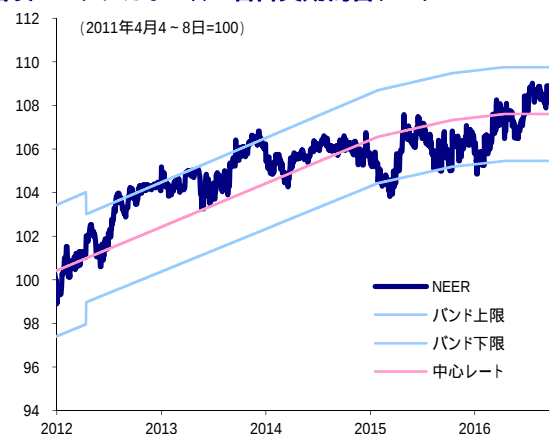
14 日（金）までに開催される予定のシンガポール通貨庁（MAS、中央銀行）の金融政策決定会合では、政策目標である SGD の名目実効為替レート（NEER）を上下どちらにも誘導しない中立スタンスが維持され、中心値も変更されないと予想する。際立った世界経済の悪化や、シンガポールのインフレ見通しに大幅な変更がない限り、現状の金融政策は適切だと MAS は述べている。一時、英国の EU 離脱（Brexit）問題による悪影響も懸念されたが、金融市場は落ち着きを取り戻している。また中国経済も安定の兆しが見えており、世界経済は持ち直しつつある。依然として外需は

図表 3: 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

図表 4: シンガポール 名目実効為替レート



(注) MAS は SGD 名目実効為替レート及び SGD 高誘導ベースの具体的な数値を発表していない。そのため、データはみずほ銀行試算による。

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

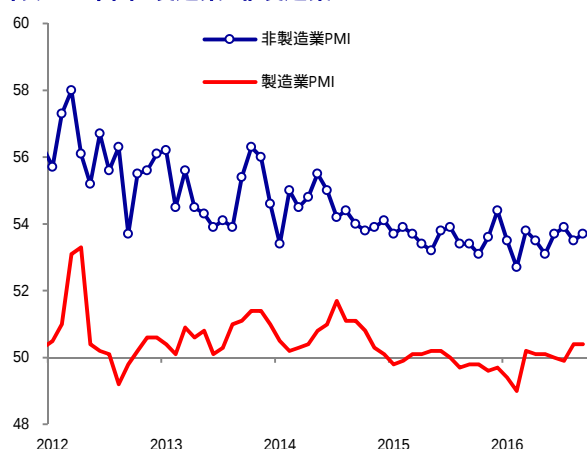
弱い、MAS は現状程度の輸出低迷を既に織り込んでいるため、政策変更の必要性は低いだろう。インフレについても、原油価格の上昇を背景に底入れし、年内には前年比プラスに転じる見通しである。むしろ OPEC による原油の協調減産が実現し、原油価格が暴騰することで、想定より速くインフレが加速した場合には MAS の緩和余地は縮小するリスクすらあるだろう。Brexit 問題や、中国の過剰債務問題に誘発されるリスクを背景に MAS が今後緩和に踏み切る可能性はあるものの、大きな外部環境の悪化は足許で見られておらず、インフレも加速する可能性があるため、今回の会合で MAS は金融政策を維持すると予想する。

中国: PMI は製造業・非製造業ともに上昇

中国経済は安定化の動きも、本格回復は遠い

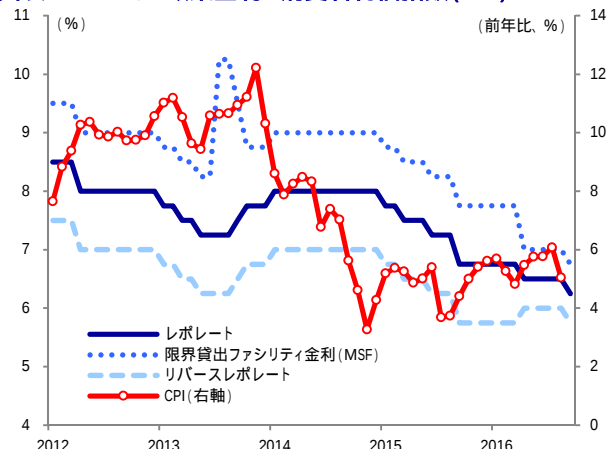
1 日に発表された中国 9 月製造業 PMI は 50.4 と 8 月 (50.4) から横這いだったが、2 か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目となる 50 を上回った。内訳を見ると、新規受注 (8 月 : 51.3 → 9 月 50.9) は低下した一方、輸出受注 (8 月 : 49.7 → 9 月 : 50.1) が 4 か月ぶりに 50 を上回ったほか、雇用 (8 月 : 48.4 → 9 月 : 48.6) も 4 か月連続で上昇した。このほか、生産 (8 月 : 52.5 → 9 月 : 53.6) は 2 か月連続で上昇し、2014 年 9 月以来の高水準となった。在庫調整が進展する中で輸出の底入れを背景に、緩やかながらも生産活動の拡大や雇用の改善が続いている。また、同時に発表された 9 月非製造業 PMI も 53.7 と 8 月 (53.5) から改善した。製造業・非製造業ともに PMI は景気拡大を示しており、政府による財政支出や不動産価格の急上昇による資産効果などが中国経済の安定化に寄与している模様だ。もっとも、中国経済が本格回復に至るためには国内の過剰生産設備の集約化・削減や不動産価格急騰への依存解消、及び高水準にある不良債権の処理など構造改革の進展を待つ必要があるだろう。

図表 5: 中国 製造業・非製造業 PMI



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド 政策金利と消費者物価指数 (CPI)



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:金融政策決定会合レビュー

MPC による初会合は利下げを決定

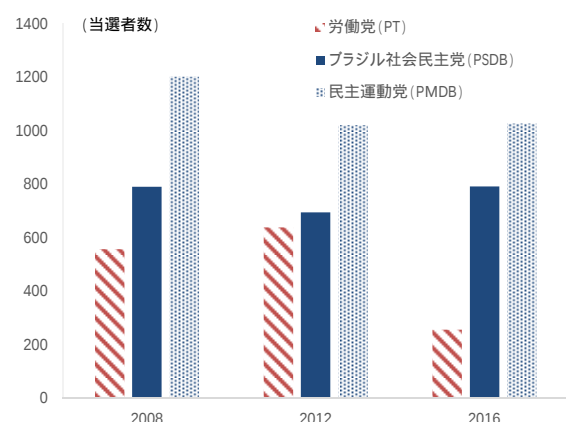
4 日に開催されたインド準備銀行 (RBI) の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが 6.25% に 25bp 引き下げられた。また、市場金利の上限となる限界貸出ファシリティ金利が 6.75%、下限のリバースレポレートが 5.75% にそれぞれ 25bp 引き下げられ、市場金利の上限と下限との差であるコリドーは 1.00% ポイントで維持されている。市場では政策据え置きを予想する向きが多かったため、利下げはサプライズとなった。利下げの背景には、インフレ率が 2017 年 3 月末に RBI 目標の 5% に到達し、中期的な目標 (+2~6%) に落ち着く見込みであることや、インフレ率の上振れリスク縮小がある模様だ。声明文では、8 月 CPI がモンスーン期 (雨期) における平年並みの降水量を受けた食料価格下落などから、年初来の低水準にあることが挙げられた。また、カリフ期 (作期) における作付けが前年を上回っていることにより、農業生産の拡大と食品価格の低下が続くとの見通しを示している。今回の会合は新たに設置された 6 名の金融政策委員会 (MPC) による初めてのもので、全会一致で利下げを決定した。議事要旨は 10 月 18 日 (火) に公表される予定で、政策決定に至った議論や先行きの金融政策スタンスに関する発言などが注目される。

ブラジル:大型地方選挙の結果、与党が支持を拡大

ルセフ元大統領が所属する労働党が支持を失う

2 日に実施された地方選挙では、与党が支持を拡大する一方、罷免されたルセフ元大統領が所属する労働党 (PT) が大きく支持を失う結果となった。注目された 26 州都の市長選では、18 都市で決選投票 (10 月 30 日) にもつれこむなど接戦が繰り広げられているが、PT は現時点で 1 都市でしか勝利しておらず、決選投票にも 1 人しか残っていない。また、州都以外の地方都市を含む市長当選者数で、PT は 256 人と前回 (638 人) から大きく減

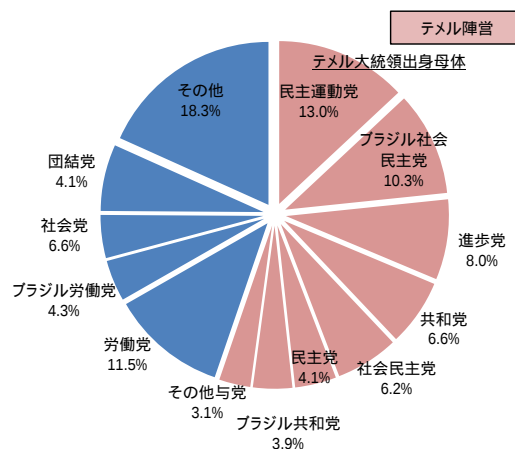
図表 7: ブラジル 主要政党の地方選挙結果



(注) 一部の都市では決選投票が行われており、データは 10 月 3 日時点の暫定値

(資料) 各種報道、みずほ銀行

図表 8: ブラジル テメル政権の下院勢力図



(資料) 各種報道、みずほ銀行

少し、当選者数ランキングで 3 位から 10 位に転落した。一方、テメル大統領の出身母体である民主運動党（PMDB）は、8 年間市長の座を守り続けてきたリオデジャネイロ市長選で敗北するなど苦戦を強いられるも、当選者数は 1027 人と前回（1021 人）から勢力を維持した。また、連立政権を組むブラジル社会民主党（PSDB）は、激戦となったサンパウロ市長選を制したほか、当選者数を 792 人と前回（695 人）から大きく増やすことに成功した。もっとも、今回の選挙結果が、テメル政権が進める財政改革に与える影響は限定的と見る。確かに PT が支持を失ったことは追い風ではあるものの、PMDB が目立った勝利を挙げられなかったことで、テメル大統領は依然として連立維持に腐心しながら、国民に不人気の財政改革を進めていかざるを得ない。今後については「歳出上限法案」に対する下院審議の行方や、「年金改革法案」の議会提出が行われるかが、BRL 相場を見る上で引き続き焦点となるだろう。

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30日 (金)	中国	9月 Caixin中国PMI製造業	50.1	50.1	50.0	--
30日 (金)	タイ	8月 国際収支:経常収支	\$2736m	\$3195m	\$2516m	--
30日 (金)	マレーシア	8月 マネーサプライM3(前年比)	--	2.4%	2.3%	--
30日 (金)	インドネシア	8月 マネーサプライM2(前年比)	--	7.7%	8.1%	8.2%
10月1日 (土)	韓国	9月 貿易収支	\$7250m	\$7105m	\$5303m	--
1日 (土)	中国	9月 製造業PMI	50.5	50.4	50.4	--
1日 (土)	中国	9月 非製造業PMI	--	53.7	53.5	--
3日 (月)	インド	8月 日経インド PMI製造業	--	52.1	52.6	--
3日 (月)	シンガポール	8月 購買部景気指数	49.9	50.1	49.8	--
3日 (月)	インドネシア	8月 消費者物価指数(前年比)	3.1%	3.1%	2.8%	--
3日 (月)	タイ	9月 消費者物価指数(前年比)	0.4%	0.4%	0.3%	--
4日 (火)	韓国	8月 国際収支:経常収支	--	\$5513.2m	\$8706.1m	\$8671.6m
4日 (火)	インド	RBIレート	6.50%	6.25%	6.50%	--
5日 (水)	韓国	9月 消費者物価指数(前年比)	0.7%	1.2%	0.4%	--
5日 (水)	フィリピン	9月 消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.3%	1.8%	--
6日 (木)	タイ	9月 消費者信頼感	--	74.2	73.2	--
6日 (木)	インドネシア	9月 消費者信頼感指数	--	110.0	113.3	--
7日 (金)	マレーシア	8月 貿易収支MYR	6.58b	--	1.91b	--
7日 (金)	台湾	9月 貿易収支	\$3.92b	--	\$3.99b	--
8日 (土)	中国	9月 Caixin中国PMIサービス業	--	--	52.1	--
8~18日	中国	9月 海外直接投資	3.2%	--	5.7%	--
10~14日	シンガポール	3Q GDP(前年比)	1.8%	--	2.1%	--
10~15日	中国	9月 新規貸出(人民元)	1000.0b	--	948.7b	--
10~15日	中国	9月 マネーサプライM2(前年比)	11.6%	--	11.4%	--
11日 (火)	フィリピン	8月 貿易収支	--	--	-\$2053m	--
12日 (水)	マレーシア	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.1%	--
13日 (木)	インド	9月 消費者物価指数(前年比)	4.7%	--	5.1%	--
13日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レート	1.3%	--	1.3%	--
13日 (木)	中国	9月 貿易収支	\$53.00b	--	\$52.05b	--
13~17日	インド	9月 貿易収支	-\$8527.5	--	-\$7674.1	--
14日 (金)	中国	9月 消費者物価指数(前年比)	1.6%	--	1.3%	--
14日 (金)	インド	9月 卸売物価(前年比)	3.9%	--	3.7%	--
中東欧・アフリカ						
9月30日 (金)	南アフリカ	8月 貿易収支(ランド)	1.6b	-8.6b	5.2b	5.0b
10月3日 (月)	トルコ	9月 消費者物価指数(前年比)	7.9%	7.3%	8.1%	--
4日 (火)	ロシア	9月 消費者物価指数(前年比)	6.5%	6.4%	6.9%	--
11日 (火)	南アフリカ	8月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-1.5%	--
11日 (火)	ロシア	3Q 経常収支	200m	--	1459m	--
12日 (水)	トルコ	8月 経常収支	--	--	-2.60b	--
12日 (水)	ロシア	8月 貿易収支	6.8b	--	6.5b	--
13日 (木)	南アフリカ	8月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-5.4%	--
ラテンアメリカ						
10月3日 (月)	メキシコ	8月 送金総額	\$2323.1m	\$2269.7m	\$2233.7m	--
4日 (火)	ブラジル	9月 貿易収支(月次)	\$3900m	\$3803m	\$4140m	--
7日 (金)	ブラジル	9月 IBGEインフレIPCA(前年比)	8.6%	--	9.0%	--
7日 (金)	メキシコ	9月 消費者物価指数(前年比)	2.9%	--	2.7%	--
12日 (水)	メキシコ	8月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.0%	--

(注)2016年10月7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 1～9月(実績)	SPOT	2016年 12月	2017年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.7047	6.6718	6.70	6.69	6.67	6.65	6.63
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7573	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.700	68.8	66.8	65.0	64.0	63.0
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	12987	13200	12800	12500	12650	12600
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1112.00	1120	1110	1100	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.1477	4.10	3.90	3.85	3.88	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.515	48.280	47.5	46.9	46.2	45.9	45.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.3729	1.36	1.35	1.33	1.32	1.31
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.411	31.90	31.70	31.40	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	34.86	35.0	34.4	34.0	33.7	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22305	22380	22200	22150	22250	22230
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ~ 85.9573	62.1395	64.50	63.00	63.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	13.8703	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0973	3.0425	3.20	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	3.2280	3.35	3.41	3.44	3.47	3.50
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.9333	19.2167	19.50	18.90	18.50	18.10	17.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	15.592	14.63	14.50	14.39	14.29	14.18
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	13.396	12.63	12.50	12.37	12.24	12.11
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.558	1.42	1.45	1.48	1.48	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.800	0.742	0.758	0.768	0.751	0.746
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.314	8.75	8.74	8.73	8.72	8.70
マレーシアリング	(MYR)	24.173 ~ 29.357	25.025	23.90	24.87	24.94	24.48	24.42
フィリピンペソ	(PHP)	2.072 ~ 2.570	2.148	2.06	2.07	2.08	2.07	2.07
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	75.69	72.06	71.85	72.18	71.97	71.76
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.308	3.07	3.06	3.06	3.05	3.04
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	2.981	2.80	2.82	2.82	2.82	2.79
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4659	0.44	0.44	0.43	0.43	0.42
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.718	1.673	1.52	1.54	1.52	1.58	1.57
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.805	7.490	6.32	5.88	5.65	5.59	5.70
トルコリラ	(TRY)	32.990 ~ 41.265	34.145	30.63	29.39	28.24	27.14	26.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 32.973	32.191	29.25	28.45	27.91	27.38	26.86
メキシコペソ	(MXN)	5.024 ~ 7.018	5.408	5.03	5.13	5.19	5.25	5.31

(注)1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10月7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。