

## エマージングマーケットウィークリー

国際為替部

深谷 公勝

03-3242-7065

masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

多田出 健太

03-3242-7065

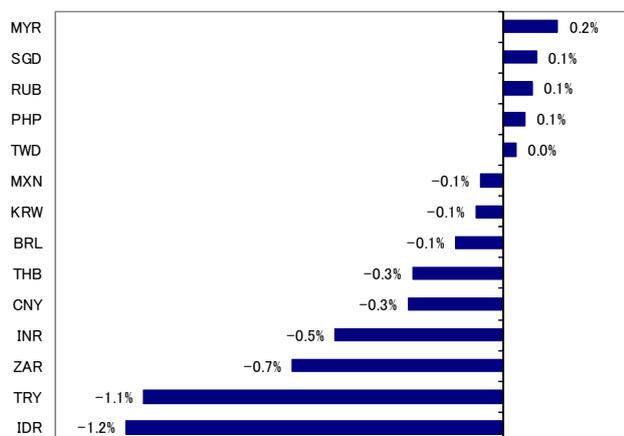
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

### 今週のエマージングマーケット

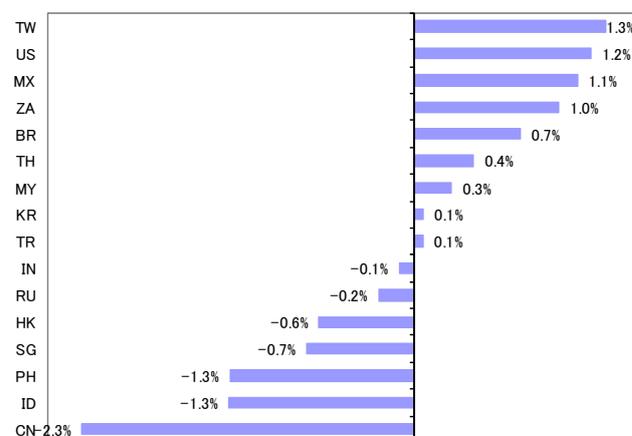
#### FOMC 後には反発を見せるも基本線は軟調地合い

イラク情勢が緊迫化し原油価格が上昇する状況に、週明け 16 日のアジア時間は新興国通貨の大半が軟調。THB は政情不安の後退を背景に買い戻しが継続したが、特に原油高による経常収支悪化やインフレ高進が懸念された INR が下落。ZAR は 13 日に米格付け会社 S&P が格下げしたことも悪材料となり値を下げた。17 日もイラクやウクライナ情勢といった地政学的リスクが煽る中、米金利の上昇も重石となって新興国通貨は売りが優勢の展開となった。発表された米 5 月消費者物価指数が前月比+0.4%と市場予想を上回る伸びを示すと FOMC でタカ派的なスタンスが強まるとの思惑から米金利が上昇。18 日は序盤からアジア通貨は下落する通貨が相次ぎ、IDR は一時 12000 台に乗せて 4 か月ぶり安値をつけた。だが注目の FOMC では、一部が期待したタカ派への傾斜はみられず、イエレン FRB 議長の記者会見はややハト派寄りの印象と受け止められた。新興国通貨は大きく反発し、ZAR は 1~3 月期経常収支の予想以上の改善も後押しとなり 1.7%上昇したほか、BRL、TRY、MXN などが 1%超の上げ幅となった。翌 19 日のアジア時間も流れを引き継ぎショートカバーからアジア通貨は堅調に推移。PHP はフィリピン中央銀行が政策金利は据え置いたものの、SDA 金利を引き上げたことを背景に上昇が加速した。

#### 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)Bloomberg

## 来週のエマージングマーケット

### 新興国通貨は上値の重い展開が続くか

FOMC は想定内の結果で  
新興国通貨は反発

今週の新興国通貨は軟調。週央の **FOMC** を前にした米金利（特に短期ゾーン）の上昇に加え、イラク情勢の悪化という新たな地政学的リスクも新興国通貨の重石となった。注目の **FOMC** では、声明文における景気判断の上方修正、**2014** 年の成長率見通しの大幅下方修正（**2.8~3.0%**→**2.1~2.3%**）、参加者による **2014** 年、**2015** 年末時点の政策金利予測の小幅引き上げ、ハト派のイエレン議長記者会見と、先週の本欄で想定した内容と概ね一致。一部の市場参加者が懸念していたような急激なタカ派傾斜の兆候は無く、結果発表後はそれまでの米金利とドルの上昇が巻き戻されるとともに新興国通貨が上昇した。

イラク情勢が新興国通貨の  
新たな下押し要因

**FOMC** を終えて、来週は新興国通貨の反発を期待したいところであるが、足許ではネガティブ材料が増えており、当面上値の重い展開が続く可能性が高まっている。中でも影響が大きいのはイラク情勢である。地政学的リスクの高まりによるリスクセンチメントの悪化はもちろんのこと、新興国の多くは原油を輸入に頼っており、原油価格の上昇は国内物価上昇、経常収支悪化、財政収支悪化（燃料補助金を出している場合）と様々なチャネルで経済・通貨に悪影響を及ぼす。今回のイスラム教過激派による首都攻撃により同国内の石油生産がどの程度影響を受けるかについて現時点では見方が分かれているが、予断を許さない状況であり、原油相場は今後同国関連のヘッドラインによって上下に振らされる展開が続くだろう。こうした不透明感の増大は相当期間、新興国通貨相場の重石となりそうだ。

市場の利上げ予想は  
どこに落ち着くか

より中期的な観点で重要なのは米国の利上げ時期に関する市場の見方の変化である。先述の通り、早期利上げ観測を牽制する内容となったイエレン議長の記者会見を受けて、市場の行き過ぎた利上げ前倒し期待は後退し米金利は低下したが、それでも短期ゾーンの戻りは鈍く、**6** 日に発表された米 **5** 月雇用統計後の金利上昇の半分を取り戻したに過ぎない。**FF** 金利先物が示唆する利上げ時期も **2015** 年 **9** 月と雇用統計前の **2015** 年 **10** 月半ばと比べて僅かながら前倒しされた状態が続いている。この点、**FOMC** 参加者の **FF** 金利見通し引き上げや最近の物価指標の上昇を受けて、市場が **FRB** のタカ派傾斜リスクに備え始めた可能性が考えられる。利上げ時期や出口戦略については **FOMC** 内でも合意は形成されていないはずで、今後、経済指標の動向を見ながらということになるが、仮に潮目が変わったということであれば、米金利は下がりやすく上がりやすい地合いが続くこととなる。当然、新興国通貨にとっては向かい風である。米経済指標の動向と **FRB** 高官の発言にはこれまで以上の注意が必要である。

米国指標では住宅販売と個人消費に注目

来週は米国にて住宅販売統計や耐久財受注、**GDP3** 次速報など重要な経済指標の発表が相次ぐ。**GDP3** 次速報は **2** 次速報の前期比年率 **▲1.0%** から大幅な下方修正が見込まれるが、これは既に織り込み済みと思われる、市場予想通りなら影響は軽微だろう。やはり注目は住宅販売と個人消費の動向となる。市場は結果の強弱に素直に反応すると思われるが、市場が米国の利上げ時期を模索している状況下、市場予想対比強い結果となった場合のほうが影響は大きい。

中国の経済指標は漸く底打ちの兆し

新興国では **23** 日 (月) の中国 **6** 月 **HSBC** 製造業 **PMI** と **24** 日 (火) のトルコ中銀 (**CBRT**) 金融政策決定会合が重要だろう。前者は小幅の改善を予想する。中国の経済指標は足許で漸く底打ち感が出てきている。当局も景気テコ入れ姿勢を明確にしており、ここからの一段の景気悪化は避けられるだろう。とはいえ、国内不動産価格の下落など、当局による規制強化や構造改革推進の影響は端々に表れてきており、中国経済は当面低空飛行を強いられよう。引き続き、同国経済に対する過度の期待は禁物である。

**CBRT** は **50bp** の利下げへ

**CBRT** は **50bp** の利下げを予想する。同中銀は **5** 月会合にて **50bp** の利下げを実施したが、その後もエルドアン首相は更なる利下げを求める発言をしている。今月初めには **CBRT** の高官 **5** 人が更迭されるなど、政府からの緩和圧力は強まっている。同国の国内物価は依然として上昇基調にあり、現時点での不用意な利下げは物価のアップサイドリスクを高めることになる。もとより、政治圧力によって金融政策の方針を変化させることとなれば、中央銀行の信認という観点からもネガティブである。

### 今週のトピック

#### ベトナム: 中央銀行が通貨ドンの切り下げを発表

**18** 日、ベトナム国家銀行 (中央銀行、**SBV**) は同国の輸出を支援する目的から通貨ドンの対ドル基準値を **1%** 切り下げ、**1** ドル **21,246** ドンとすることを発表した (以下は弊行在シンガポールエコノミスト **Vishnu Varathan** の **6** 月 **19** 日付レポート『**VND: Using the Window of (Devaluation) Opportunity!**』の一部抜粋 (訳は筆者) です)。

**SBV** がこのタイミングで切り下げに踏み切った理由として **3** つを指摘しておきたい。まず **1** つは近隣諸国通貨の下落がドンの切り下げを正当化したということである。昨年 **6** 月のドン切り下げ以来、**THB** や **CNY** といったベトナムの主要貿易相手国 (同時に競争相手国) の通貨が大きく下落しており、輸出競争力維持という名目でのドン切り下げが正当化されやすい局面だったと言えるだろう。

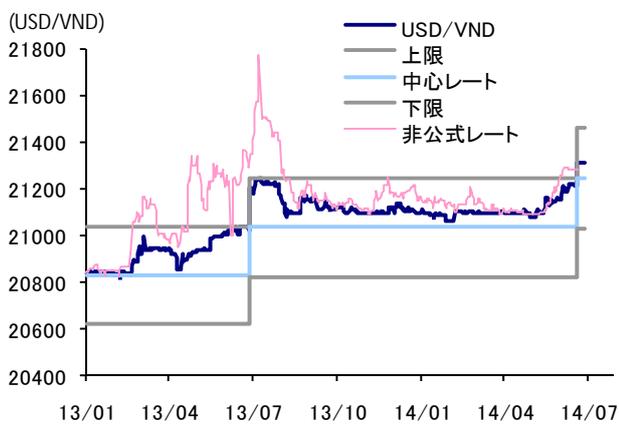
2 つ目は金融政策の代替手段として通貨切り下げが選択されたということである。ベトナムではトレンドを下回る低成長が続いているが、**SBV** は景気下支えの目的から既に政策金利を歴史的な低水準に引き下げており、金利操作による更なる金融緩和には限界があった。**SBV** にとって通貨切り下げは金融政策の代替手段として最善の選択肢だったのだろう。

3 つ目は、よりタイミングに関することになるが、ベトナムの物価が既に底を打ち、今後加速する可能性が高いということである。同国の **CPI** は依然として低水準で推移しているが、食料品や交通輸送運賃を中心に底打ちの兆しが見え始めている。足許の中東における地政学的リスクの増大やエルニーニョ現象発生リスクはこうした物価の更なるアップサイドリスクである。ひとたびインフレの加速が始まれば、通貨切り下げを実施しにくくなるため、**SBV** としては **CPI** が低位安定しているうちに切り下げを実施しておきたいと考えたものと思われる。

上記 3 つに加えて、通貨ドンの減価がベトナムの銀行セクターへの海外投資家の参入を促す上で好都合だったということもあるだろう。同国では銀行の不良債権処理のために資産管理会社 (**VAMC**) を設立し、商業銀行から不良債権を買い取っている。今後はこうした債権の流通市場を育成し、外資を呼び込むという計画だが、その上でドン安は有利に働く。但し、これはあくまで副次的な効果であり、切り下げの主たる目的ではない。いずれにしても、**SBV** の今回の通貨切り下げは足許の状況を最大限に活かした、絶妙なタイミングでの政策決定だったと評価できるだろう。

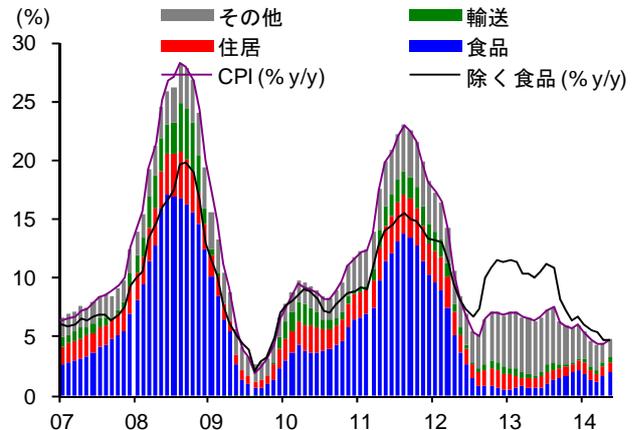
以上

図表 1: ベトナム ドン相場と政策バンド



(資料)ブルームバーグ、ロイター

図表 2: ベトナム 消費者物価指数



(資料)CEIC

## エマージング経済カレンダー

日付	国	経済指標・イベント	単位	市場予想	発表値	前回値
<b>エマージングアジア</b>						
13日(金)	中国	5月 小売売上高	年初来/前年比、%	12.0	12.1	12.0
13日(金)	中国	5月 鉱工業生産	年初来/前年比、%	8.7	8.7	8.7
13日(金)	中国	5月 固定資産投資	前年比、%	17.2	17.2	17.3
13日(金)	シンガポール	4月 小売売上高	前年比、%	▲ 3.6	6.0	▲ 3.8
16日(月)	インド	5月 卸売物価指数	前年比、%	5.34	6.01	5.20
16日(月)	フィリピン	4月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	5.8	5.2	6.5
17日(火)	シンガポール	5月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	0.5	-6.6	0.9
18日(水)	タイ	金融政策決定会合	%	2.00	2.0	2.00
19日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.50	3.50	3.50
20日(金)	台湾	5月 輸出受注	前年比、%	7.2		8.9
20日(金)	マレーシア	5月 消費者物価指数	前年比、%	3.3		3.4
23日(月)	中国	5月 HSBC製造業PMI(速報値)		49.8		49.4
23日(月)	台湾	5月 鉱工業生産	前年比、%	2.70		4.80
23日(月)	シンガポール	5月 消費者物価指数	前年比、%	2.8		2.5
24~27日	タイ	5月 輸出(通関ベース)	前年比、%	-		▲ 0.87
26日(木)	シンガポール	5月 鉱工業生産	前年比、%	-		4.6
26日(木)	台湾	金融政策決定会合		1.875		1.875
27日(金)	韓国	5月 経常収支	百万USD	-		7,125
27日(金)	韓国	5月 鉱工業生産指数	前年比、%	-		2.4
27日(金)	タイ	5月 製造業生産	前年比、%	-		▲ 3.9
<b>中東欧・アフリカ</b>						
17日(火)	ロシア	1~3月期 実質GDP(確報値)	前年比、%	0.9	0.9	0.9
18日(水)	南アフリカ	5月 消費者物価指数	前年比、%	6.5	6.6	6.1
18日(水)	南アフリカ	4月 実質小売売上高	前年比、%	1.7	1.8	0.8
18日(水)	ロシア	5月 鉱工業生産	前年比、%	2.0	2.8	2.4
20日(金)	ロシア	5月 実質小売売上高	前年比、%	2.7		2.6
20日(金)	ロシア	5月 設備投資	前年比、%	▲ 3.3		▲ 2.7
24日(火)	トルコ	金融政策決定会合	%	9.00		9.50
<b>ラテンアメリカ</b>						
13日(金)	ブラジル	4月 経済活動指数	前年比、%	▲ 1.85	▲ 2.29	0.28
18日(水)	ブラジル	6月 IPCA-15インフレ率	前年比、%	6.35	6.41	6.31
20日(金)	メキシコ	4月 小売売上高	前年比、%	▲ 1.3		1.7
24日(火)	ブラジル	5月 経常収支	百万USD	-		8,291
27日(金)	メキシコ	5月 貿易収支	百万ペソ	-		5,096

(注)2014年6月13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

		2014年 1～5月(実績)	SPOT	6月	9月	12月	2015年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ~ 6.2674	6.2293	6.21	6.16	6.11	6.06	6.00
香港ドル	(HKD)	7.7514 ~ 7.7684	7.7506	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ~ 63.308	60.086	59.50	59.50	58.50	59.00	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ~ 12280	11935	11700	11500	11450	11350	11300
韓国ウォン	(KRW)	1015.25 ~ 1089.71	1018.75	1020	1015	1010	1000	1000
マレーシアリング	(MYR)	3.1937 ~ 3.3511	3.2130	3.21	3.20	3.20	3.19	3.24
フィリピンペソ	(PHP)	43.505 ~ 45.485	43.760	43.80	43.50	43.50	43.00	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2451 ~ 1.2830	1.2495	1.25	1.25	1.25	1.24	1.24
台湾ドル	(TWD)	29.771 ~ 30.636	30.009	30.00	29.90	29.80	29.80	29.80
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 33.15	32.48	32.90	32.70	32.60	32.80	33.00
ベトナムドン	(VND)	21058 ~ 21233	21316	21100	21100	21100	21100	21100
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ~ 36.9029	34.3768	34.80	35.00	35.20	35.20	35.40
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ~ 11.3909	10.7551	10.80	10.70	10.60	10.60	10.70
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ~ 2.3900	2.1433	2.15	2.25	2.20	2.25	2.30
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ~ 2.4505	2.2276	2.25	2.40	2.40	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ~ 13.6063	13.0253	12.80	12.80	12.70	12.60	12.50
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.166 ~ 17.426	16.363	16.43	16.72	17.18	17.49	18.00
香港ドル	(HKD)	12.975 ~ 13.598	13.151	13.16	13.29	13.53	13.66	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ~ 1.749	1.696	1.71	1.73	1.79	1.80	1.86
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ~ 0.921	0.854	0.872	0.896	0.917	0.934	0.956
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ~ 10.104	10.005	10.00	10.15	10.40	10.60	10.80
マレーシアリング	(MYR)	30.187 ~ 32.156	31.724	31.78	32.19	32.81	33.23	33.33
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ~ 2.380	2.329	2.33	2.37	2.41	2.47	2.48
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ~ 83.47	81.58	81.60	82.40	84.00	85.48	87.10
台湾ドル	(TWD)	3.322 ~ 3.537	3.397	3.40	3.44	3.52	3.56	3.62
タイバーツ	(THB)	3.061 ~ 3.227	3.138	3.10	3.15	3.22	3.23	3.27
ベトナムドン	(10000VND)	47.67 ~ 49.99	47.82	48.34	48.82	49.76	50.24	51.18
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ~ 3.212	2.965	2.93	2.94	2.98	3.01	3.05
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ~ 10.174	9.477	9.44	9.63	9.91	10.00	10.09
トルコリラ	(TRY)	42.878 ~ 49.525	47.558	47.44	45.78	47.73	47.11	46.96
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ~ 46.700	45.758	45.33	42.92	43.75	44.17	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ~ 8.101	7.826	7.97	8.05	8.27	8.41	8.64

(注)1. 実績の欄は5月30日まで。SPOTは6月20日の8時頃。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レベル。

(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。