

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

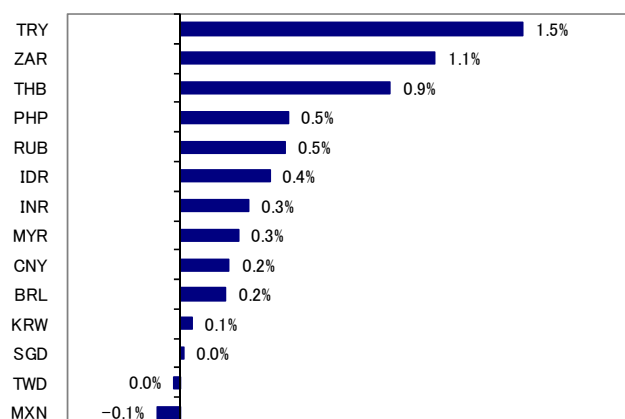
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

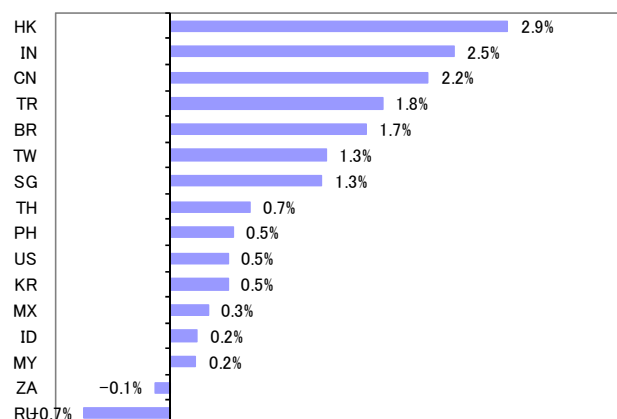
地政学リスクの一服で新興国通貨が反発

前週 17 日に発生したマレーシア航空機墜落や中東情勢緊迫化を背景としたリスク回避の動きが一服し、週初 21 日の新興国通貨は上昇してスタート。ただ日中は NY 時間に至るまで新たな材料が出ず、各通貨とも小動きとなった。22 日もアジア資産買い戻しの動きは継続。欧州時間に入ると米 6 月消費者物価指数の発表を控えて米金利が上昇し、新興国通貨も売り圧力に押される場面があったが、発表されたコア指数が予想を下回り、米金利が反落すると新興国通貨は再び上昇した。一方で IDR は取引終盤に急落。同国大統領候補の一人であるプラボウォ氏が選挙結果を受け入れないとの意向を示したことが悪材料視された。翌 23 日も目新しい材料が無い中、前日の米株高・米金利低下が後押しとなり新興国通貨は堅調地合い。IDR も前日引け後に公式に発表された大統領選挙結果でのジョコ＝ウィドド氏の勝利を受けて前日の下げ幅を取り戻した。24 日の新興国通貨は小幅反落。欧米の良好な経済指標を背景に米金利が上昇しドルが買われた。個別通貨では 4～6 月期 GDP が予想を下回った KRW や、中銀が過度の通貨高けん制発言をした THB 等が下げを主導した。週を通して見ると中銀が景気下支え姿勢を明確にした TRY やストライキ終息観測の出た ZAR、軍政の安定を受けて証券市場に資金が流入した THB の上昇が目立った。

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

来週のエマージングマーケット

米国重要イベントの消化～地政学リスクを念頭に置きながら～

地政学リスクに伴うリスクオフは一先ず一服	先週 17 日に立て続けに発生したマレーシア航空機墜落やイスラエルのガザ地区侵攻に伴い、金融市場では一時的にリスク回避の動きが広がったが、今週はそうした動きも一服している。ウクライナ問題を筆頭に地政学リスクは今後もことある毎に浮上し、新興国通貨を含むリスク資産の売り要因となろうが、その後の反発を踏まえれば相場のトレンドを形成するほどの影響はない（もちろん、地政学的問題が危機的状況まで進展した場合には、この限りではない）。
米金利低下と低ボラがメイン	現状、より重要な市場環境は米金利低下と低ボラティリティであり、突発的なヘッドラインがなければ、グローバルなイールド・ハンティングにより新興国への資金流入とそれに伴う新興国通貨堅調という構図は変わらないだろう。
米 CPI も金利上昇に繋がらず	地政学リスクに意識が向かう中で安全資産としてのニーズのほか、欧州の金利低下による米国債の相対的な魅力向上もあって、米国の長期金利は低位安定が継続している。今週発表された米 6 月消費者物価指数（CPI）が上振れた場合には米金利が上昇する可能性があったものの、コア CPI が予想を下振れたことから金利低下を促す結果となった。
FOMC は無風がメインシナリオ	来週は地政学リスクには注意を向けつつ、米国で相次ぐ重要イベントを消化していくこととなろう。29～30 日に開催される FOMC では、これまで通り 100 億ドルの資産買い入れ規模縮小が既定路線で、声明文では良好な雇用統計の結果を反映して雇用情勢に関する現状判断の修正が注目される。但し、今回はイエレン FRB 議長の記者会見が予定されておらず、出口戦略に関する議論も議事要旨の公開を待つ必要があることから、基本的には無風での通過を予想している。
経済指標では米 GDP と米雇用統計に注目	また、経済指標では 30 日（水）の米 4～6 月期 GDP（1 次速報）と 8 月 1 日（金）の米 7 月雇用統計に注目が集まる。4～6 月期 GDP については、歴史的な寒波の影響もあって前期比年率▲2.9%と景気後退期並みの弱い結果となった 1～3 月期からの反動で、同+2.9%程度の反発が見込まれている。7 月雇用統計では、非農業部門雇用者数は引き続き 20 万人を超える結果が期待できそうだが、市場への影響の観点では月次の雇用増加幅の重要性は低下しており、同統計中の平均時給等の上振れが伴わない限り、ドルの押し上げ効果は限定的だろう。

アルゼンチン債務支払い猶予
期限の到来

新興国では、30日（水）にアルゼンチン債務支払い猶予期限が到来する。アルゼンチン政府は猶予期間である30日（水）までに債務再編に応じなかった債権者（ホールドアウト債権者）に対する債務を弁済するか、あるいは返済について合意に達した上で、不履行となった利払いを実行する必要がある、これが実現しない場合、同国政府は2001年以来のデフォルトに転落することになる（詳しくは後述する今週のトピックをご参照）。市場ではアルゼンチン政府が何とかデフォルトを回避すると見る向きが多いが、期限が迫る中、徐々にデフォルト観測が強まりつつある。

デフォルトでもシステミックな
リスクは小さい

メインシナリオではないものの、デフォルトが発生した場合の影響を考えておきたい。結論から言えば、アルゼンチンがデフォルトに陥った場合でも、デフォルトの連鎖がもたらされるようなシステミックリスクは小さい。それは、2001年にデフォルトして以降、10年以上国際資本市場から遠ざかっていたアルゼンチンに対する他国のエクスポージャーは小さいためである。

新興国全般への売り圧力波及
も想定していない

また、アルゼンチンのデフォルトがその他の新興国資産の大規模な売りを招くとも想定していない。今年1月に起きたアルゼンチン・ショックは記憶に新しく、6月にもアルゼンチンのデフォルト懸念は浮上しており、市場参加者にとっては寝耳に水という事態ではない。アルゼンチンのデフォルトは中長期的には同国のマクロ経済の悪化が経済的結びつきの強い中南米諸国に悪影響を及ぼすことが予想され、それら地域の通貨には下押し圧力が掛かる可能性があるものの、市場参加者はあくまで冷静な反応を示し、世界的にパニック的な動きが広がることはないだろう。

フィリピン金融政策決定会合
の見方は割れており、
相応のインパクトを想定

そのほか、31日（木）にはフィリピンで金融政策決定会合が予定されている。現時点におけるブルームバーグの調査では、フィリピン中央銀行（BSP）は政策金利であるリバースレポ金利を25bp引き上げると予想する向きが6人、据え置くと予想する向きが5人となっており、市場の見方は割れている。また、ブルームバーグの調査では短期特別預金口座（SDA）金利が対象でないため市場コンセンサスを把握することは難しいが、恐らくリバースレポ金利の予想と似たようなものだろう。筆者はリバースレポ金利を現行の3.50%に据え置き、SDA金利は25bp引き上げて2.50%とすると予想している。いずれにせよ、市場の見方は割れており、今会合の決定は市場に相応のインパクトを与える可能性がある（詳しくは後述する今週のトピックをご参照）。

今週のトピック

アルゼンチンはデフォルトを回避できるか

デフォルトの瀬戸際

アルゼンチンがデフォルトするか否かの瀬戸際に追い込まれている¹。アルゼンチン政府は7月21日、ニューヨーク連邦地裁裁判所に対し、6月30日が期限であった債務再編に応じた債権者への利払いを認めるよう改めて要請した。この利払いが認められればホールドアウト債権者との交渉時間を稼げるからだが、同裁判所はこれを退け、同地裁が指名した調停人を交えて協議し決着を図るよう両者（アルゼンチン政府とホールドアウト債権者）に指示した。

期限は30日

アルゼンチン政府は猶予期間である7月30日（水）までにホールドアウト債権者に対する債務を弁済するか、あるいは返済について合意に達した上で、不履行となった利払いを実行する必要がある、これが実現しない場合、同国政府は2001年以来のデフォルトに転落することになる。

デフォルト回避が優勢

市場では6月半ばに同国デフォルトの可能性が浮上して以降、急速に危機感が強まったが、その後は最終的にはデフォルトは回避されると楽観視する向きが多かった。上述したニューヨーク連邦地裁の判断を受けてデフォルト観測が高まっているものの、それでもデフォルト回避への期待は根強く残っている。

RUFO条項が交渉の妨げ

アルゼンチン政府とホールドアウト債権者との交渉の妨げになっているのは「RUFO（Rights Upon Future Offers）条項」の存在である。RUFO条項によって、過去の債務再編時よりも良い条件をホールドアウト債権者に提示することは禁じられており、ホールドアウト債権者との取り決めは他の全ての債権者にも適用されることになる。アルゼンチン政府は、既存債権者への追加費用が発生すれば財政が破たんすると主張している。

RUFO条項の期限切れを狙って合意形成へ

但し、RUFO条項は今年の12月31日に期限切れとなるため、政府は来年までホールドアウト債権者への支払いを延期することで、過去の債務再編時よりも良い条件を提示し、合意に漕ぎつける可能性がある。この場合、今回の訴訟の原告以外のホールドアウト債権者が追加訴訟を起こすリスクがあり、デフォルト懸念が完全に払拭されるわけではないが、急場を凌ぐとみられる。

¹ 2014年7月4日付通貨ニュース『アルゼンチンペソ：再びデフォルトに陥るリスクが浮上』をご参照下さい。

フィリピン中銀は2会合連続で SDA 金利引き上げを予想

6 月 CPI は鈍化するも
リスクはアップサイド

BSP は 31 日（木）に政策決定会合を開催する。前回 6 月 19 日の会合では、政策金利であるリバースレポ金利を 3.50%、レポ金利を 5.50%にそれぞれ据え置く一方、短期特別預金口座（SDA）金利を 25bp 引き上げて 2.25%とすることを決定した²。7 月 4 日に発表されたフィリピン 6 月 CPI は前年同月比+4.4%と 5 月の同+4.5%から 3 か月ぶりに減速した。だが、食品・飲料は同+7.4%と 5 月の同+6.7%と 4 か月連続でインフレが加速し、さらに今年はエルニーニョ現象発生の可能性が高くなっており、物価を巡るリスクはアップサイドである。

2015 年のインフレターゲット
を踏まえると追加利上げか

BSP は前回会合で今年の平均インフレ率見通しを 4.4%と従来の 4.3%から引き上げると同時に、2015 年は 3.7%との予想を示した。BSP は 2014 年のインフレターゲットを 3~5%に定めており、今年はターゲットの上限を突破する可能性は高くない。しかしながら、2015 年は 2~4%に設定していることを考慮すると、更なる利上げの必要性がありそうである

インフレ圧力が強まれば
適切な手段を講じる

タタンコ BSP 総裁は 6 月 CPI 発表後に声明で「特に供給側の動きに注意しながら物価の動きを追っていく」と説明し、インフレ圧力が強まったときには「適切な手段を講じる」としている。

今会合での焦点は利上げの
有無とその対象金利

筆者は今会合における焦点は 2 つあると考えている。1 つ目が利上げの有無、2 つ目はその対象となる金利である。1 つ目の利上げの有無に関しては、その名の通り金利を引き上げるかどうかであるが、現時点におけるブルームバーグの調査では、政策金利であるリバースレポ金利の 25bp 引き上げを予想する向きが 6 人、据え置きを予想する向きが 5 人となっており、市場の見方は割れている。ここまでであれば他国の金融政策会合と特段変わりはないが、フィリピンの場合はここに 2 つ目のどの金利を引き上げるかというポイントが加わる。

重要なのは SDA 金利

フィリピンの主要政策金利は上述の通りリバースレポ金利だが、現在 BSP はリバースレポを行う際の担保となる国債を十分保有しておらず、実際の取引は行われていない。従ってリバースレポ金利の引き上げは単なるアナウンスメント効果しか持たず、市場に影響を及ぼすのは銀行の余剰資金の唯一の運用先となっている SDA 金利である。

SDA 金利引き上げは通貨高を
招き難いこともインセンティブ

また、SDA 金利の引き上げであれば、海外からの資金流入増に伴う過度なペソ高進行が起これにくいことも、金融調節に SDA 金利を用いるインセ

² 2014 年 6 月 20 日通貨ニュース『フィリピン中銀は実質的な利上げへ』をご参照下さい。

ンティブとなろう。BSP は 2012 年 7 月に国内銀行が海外投資家の資金を SDA に預け入れることを禁止したほか、2014 年 1 月 1 日以降、単位型投資信託を除き、信託勘定による SDA への資金預け入れを禁止している。

市場の見方は割れており
市場に相応のインパクト

ブルームバーグの調査では SDA 金利が対象でないため市場コンセンサスを把握することは難しいが、恐らくリバースレポ金利の予想と似たようなものだろう。筆者はリバースレポ金利を現行の 3.50% に据え置き、SDA 金利は 25bp 引き上げて 2.50% とすると予想している。いずれにせよ、市場の見方は割れており、今会合の決定は市場に相応のインパクトを与える可能性がある。

以上

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
エマージングアジア						
7月21日(月)	台湾	6月 輸出受注	前年比、%	-	10.6	4.7
23日(水)	シンガポール	6月 消費者物価指数	前年比、%	2.5	1.8	2.7
23日(水)	台湾	6月 鉱工業生産	前年比、%	6.0	8.6	5.4
24日(木)	中国	7月 HSBC製造業PMI(速報値)		51.0	52.0	50.7
24日(木)	韓国	4~6月期 実質GDP	前年比、%	3.7	3.6	3.9
25日(金)	シンガポール	6月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.90		-2.50
28日(月)	タイ	6月 製造業生産	前年比、%	-3.5		-4.1
29日(火)	韓国	6月 経常収支	百万USD	-		9300.0
29日(火)	タイ	6月 輸出(通関ベース)	前年比、%	3.10		▲ 2.14
30日(水)	韓国	5月 鉱工業生産	前年比、%	0.50		-2.10
31日(木)	タイ	6月 経常収支	百万USD	-		▲ 664.0
31日(木)	台湾	4~6月期 実質GDP	前年比、%	3.0		3.1
31日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.8		3.5
8月1日(金)	韓国	7月 輸出	前年比、%	3.00		2.50
1日(金)	中国	7月 製造業PMI		51.4		51.0
1日(金)	タイ	7月 消費者物価指数	前年比、%	-		2.35
1日(金)	インドネシア	7月 Markit製造業PMI		-		52.7
1日(金)	インド	7月 Markit製造業PMI		-		51.500
1日(金)	韓国	7月 HSBC製造業PMI		-		48
1日(金)	台湾	7月 HSBC製造業PMI		-		54.0
1日(金)	韓国	7月 消費者物価指数	前年比、%	1.6		1.7
1日(金)	中国	7月 HSBC製造業PMI				52.0
3日(日)	中国	7月 非製造業PMI		-		55.0
中東欧・アフリカ						
7月23日(水)	南アフリカ	6月 消費者物価指数	前年比、%	6.7	6.6	6.6
25日(金)	ロシア	金融政策決定会合		7.5		7.5
25日(金)	トルコ	貿易収支	億リラ	-70.0		▲ 71.1
30日(月)	南アフリカ	6月 貿易収支	億ランド	-		▲ 66.0
8月1日(金)	トルコ	7月 製造業PMI		-		48.8
1日(金)	南アフリカ	7月 製造業PMI		-		46.6
1日(金)	ロシア	6月 製造業PMI		-		49.1
ラテンアメリカ						
7月22日(火)	ブラジル	6月 IPCA-15インフレ率	前年比、%	6.56	6.51	6.41
22日(火)	メキシコ	5月 小売売上高	前年比、%	1.00	1.60	▲ 0.40
24日(木)	メキシコ	6月 経済活動指数(IGAE)	前年比、%	2.0	1.4	0.5
25日(金)	ブラジル	5月 経常収支	百万USD	3,900.0		6,635
25日(金)	メキシコ	5月 貿易収支	百万USD	756.0		132
8月1日(金)	ブラジル	7月 製造業PMI		-		48.7
1日(金)	ブラジル	6月 鉱工業生産	前年比、%	-		▲ 3.2
1日(金)	メキシコ	7月 製造業PMI		-		51.8
1日(金)	メキシコ	6月 海外労働者送金	百万USD	-		2145
2日(土)	ブラジル	7月 貿易収支	百万USD	-		2365

(注)2014年7月25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 1～6月（実績）	SPOT	9月	12月	2015年 3月	2015年 6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ～ 6.2674	6.1943	6.17	6.12	6.06	6.02	5.95
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7684	7.7503	7.75	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	60.105	59.00	59.50	59.50	58.50	57.50
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11569	11500	11500	11500	11600	11800
韓国ウォン	(KRW)	1010.80 ～ 1089.71	1031.30	1005	1010	1000	995	1015
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1937 ～ 3.3511	3.1780	3.17	3.17	3.17	3.16	3.24
フィリピンペソ	(PHP)	43.505 ～ 45.485	43.302	43.30	43.10	43.10	42.90	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2451 ～ 1.2830	1.2400	1.24	1.24	1.24	1.24	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.018	29.80	29.80	29.80	29.80	30.20
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 33.15	31.84	32.50	32.30	32.20	32.10	32.50
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21360	21240	21300	21300	21400	21400	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 36.9029	34.9708	34.00	33.80	34.30	34.80	35.40
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.5282	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.0920	2.25	2.20	2.25	2.30	2.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ～ 2.4505	2.2217	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	12.9593	12.80	12.70	12.60	12.50	12.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ～ 17.426	16.431	16.69	17.16	17.49	17.94	18.15
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.132	13.29	13.55	13.66	13.90	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.693	1.75	1.76	1.78	1.85	1.88
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.880	0.896	0.913	0.922	0.931	0.915
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.104	9.869	10.25	10.40	10.60	10.85	10.64
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	32.026	32.49	33.12	33.44	34.18	33.33
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.350	2.38	2.44	2.46	2.52	2.48
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	82.08	83.06	84.68	85.48	87.10	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.391	3.46	3.52	3.56	3.62	3.58
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.197	3.17	3.25	3.29	3.36	3.32
ベトナムドン	(10000VND)	47.43 ～ 49.99	47.92	48.36	49.30	49.53	50.47	50.00
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ～ 3.212	2.910	3.03	3.11	3.09	3.10	3.05
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.667	9.72	10.00	10.00	10.09	10.00
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.652	45.78	47.73	47.11	46.96	46.96
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 46.700	45.812	42.92	43.75	44.17	44.08	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.854	8.05	8.27	8.41	8.64	8.64

（注）1. 実績の欄は6月30日まで。SPOTは7月25日の9時18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。