

## 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

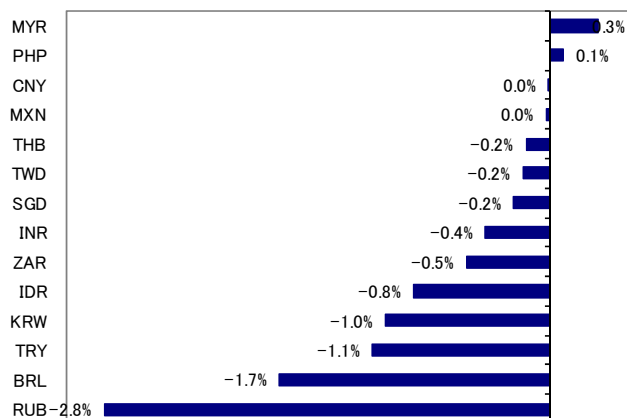
多田出 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

### 今週のエマージングマーケット

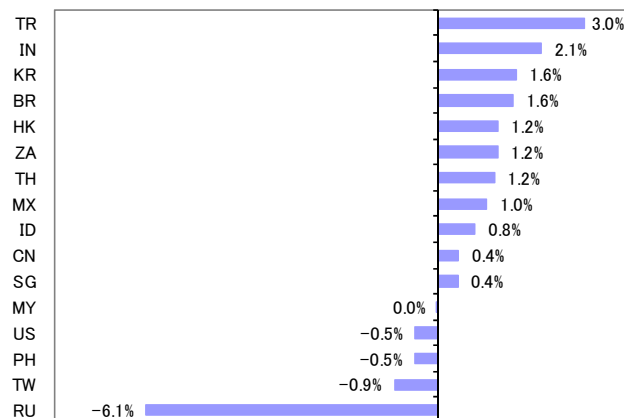
#### 米 GDP と FOMC を受けた米金利上昇、そしてドル高

週初 28 日は、ラマダンのため東南アジアなどイスラム圏で週前半は休場となる中、今週は米国において週中に 4～6 月期 GDP (1 次速報) や FOMC を控えることもあって、積極的な取引は手控えられた。そうした中、マレーシア航空機撃墜事件を受け、欧米による追加的な対ロシア制裁が一段とロシア経済を下押しとの見方から RUB は▲1%超下落する展開となった。翌 29 日のアジア時間は、アジア株が堅調となると KRW や TWD などがじりじりと上昇したが、欧米時間入り後、対ロ制裁強化が嫌気されてユーロが軟調となったことに加え、翌日発表の米 GDP 上振れ期待からドル買いが強まったことなどから新興国通貨は弱含んだ。30 日のアジア時間も FOMC 声明がタカ派的な内容になるとの警戒感からアジア通貨売りが先行したものの、CNY が 7 営業日続伸となったほか、調整の動きなどからアジア通貨は徐々に値を戻した。前日に欧米の経済制裁が強化されたことを受けて RUB は制裁が予想よりもマイルドだったとの見方が広がり株価が上昇に転じると下げ止まった。その後、注目の米 GDP が予想以上に強い結果となると米金利が急騰、ドル買いが優勢となると新興国通貨は総じて値を崩した。31 日も流れは変わらず、INR が▲0.8%超下落したほか、そのほかの新興国通貨も総じて軟調に推移した。

#### 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

## 来週のエマージングマーケット

### 米国金利・ドルの上昇は本格化するのか

ドル高基調の判断にはもう  
暫く時間が必要

今週の外国為替市場ではドルが全面高となり新興国通貨は比較的大きめの調整を見せた。ドルの上昇は FOMC や米 4～6 月期 GDP を控えたポジション調整の動きが、実際に発表された GDP の予想比上振れで加速した格好。主要通貨ではドル/円が一時 4 月以来となる 103 円台、ユーロドルが 2013 年 11 月以来の 1.33 台までドル買いが進められるなど、暫く続いていたレンジを抜けたことで新たなドル高局面の到来を見る向きもあるが、今週の動きだけで判断するのは時期尚早だろう。

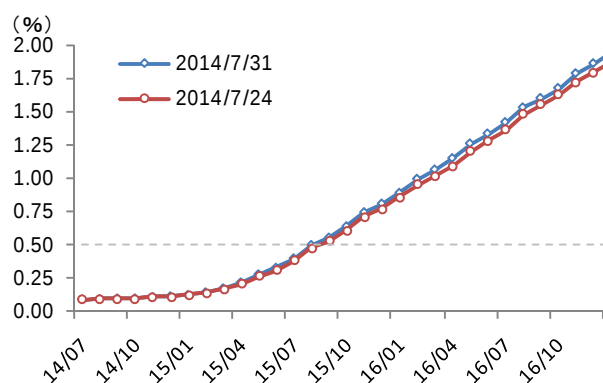
米長期金利水準からはドルの上  
伸は期待薄

確かに米 4～6 月期 GDP は 1～3 月期の上方修正も含めればサプライズではあったものの、在庫投資の寄与度（前期比年率）が 1.7 ポイントと大きく、内容は見た目の数字ほど強いものではない。FF 金利の先物カーブが示唆する市場の利上げ時期予想も 2014 年 8 月から動いておらず(図表 1)、米 10 年金利も 2.5% 台半ばまで上昇したものの、7 月中旬の地政学リスクの高まりにより低下した分を取り戻した程度である。前回ドル/円が 103 円台にあった 4 月序盤には米 10 年金利が 2.7% 台にあったことを考えれば、足許のドルの上昇はやや行き過ぎの感が否めない。

2 年金利の上昇は FRB の  
早期利上げを意識？ドルを  
押し上げる材料となるか

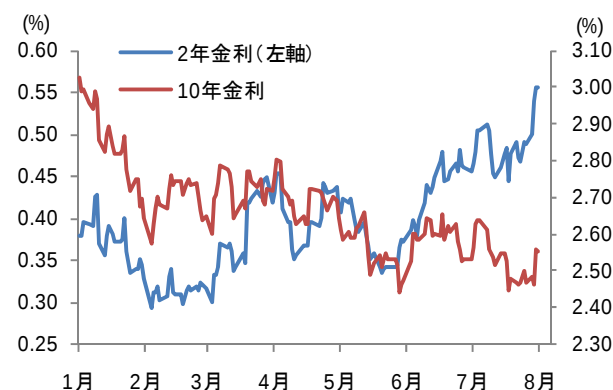
一方、今週の動きで注目したいのは米国 2 年金利とドルの相関を指摘する声が聞かれはじめたことである。10 年金利とは対照的に 2 年金利は地政学リスクが高まる中でもじわじわと水準を切り上げ、前述の GDP 発表後には 2011 年 5 月以来となる 0.58% をつけた(図表 2)。以前に本欄にて 2 年金利の上昇を取り上げ、市場が FRB の利上げを意識し始めたと指摘した。為替市場がこうした動きに目を向け、それがドルの上昇に繋がっているとすれば、今後ドルが更に底堅さを増していく展開も考えられる。

図表 1 : FF 金利先物カーブ



(資料) Bloomberg

図表 2 : 米国債利回りの推移 (2014 年～)



(資料) Bloomberg

月央にかけて再びこう着感が強まる可能性

しかし、金利先物市場等の動きから現時点で米2年金利の上昇余地は限定的だろう。2年金利についてもこれ以上上がらないとすれば、ドルがここから更なる上伸を見せる理由は乏しい。特に今後8月中旬にかけて市場参加者のアクティビティが低下する中、下旬のジャクソンホールシンポジウムまでは目立った材料もなく、米金利・ドル相場は再びこう着感を強める可能性が強いとみている。この通りとなれば、新興国通貨も下落一巡後再び買い戻される展開となろう。

雇用統計によるドルの上昇は限定的か

本日、米国にて7月雇用統計が発表となる。本稿執筆時点のブルームバーグ市場予想の中心値は非農業部門雇用者数で前月比23.0万人増、失業率は6.1%。30日に先に発表された米7月ADP雇用統計は前月比21.8人増と市場予想（同23.0万人増）を下回ったが、依然として20万人を超えており悲観する内容ではなく、関連指標の動向からも大崩れは想定しづらい。ただ市場の目線は相応に切り上がっており、今回の雇用統計は更なる米金利上昇・ドル高の材料にはなりにくいだろう。雇用統計を終えると来週は米国の材料が少なく、全体として方向感の出にくい週となるか。

軍政権の安定でタイ中銀は金融政策据え置きへ

新興国では5日（火）にインド中銀（RBI）、6日（水）にタイ中銀（BOT）が金融政策決定会合を開催するが、両中銀とも今回は政策据え置きが濃厚である。BOTは今年3月に開催された会合にて政策金利を2.0%に引き下げた後、4月、6月の会合にて政策を据え置いた。同国では5月に軍事クーデターが発生したが、その後は軍部主導で政府機能が回復し始めており、これまで滞っていた公共投資や民間投資が再開しているようである。金融市場も落ち着きを取り戻しており、こうした状況を勘案してBOTは当面政策金利を据え置くものとみられる。

インド経済に持ち直しの動き

インドでは景気持ち直しの兆候が増えている。7月1日に発表されたインド6月HSBC総合PMIは53.8と2013年2月28日以来の高水準を記録、5月鉱工業生産も2012年10月以来となる前年比+4.7%に上昇した（図表3）。モディ政権は国内投資プロジェクトの承認を加速させているようで、今後はこうした設備投資を中心にインド経済は勢いを取り戻していくとみられる。一方で6月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.31%と予想を上回るペースで低下しており（図表4）、一部ではRBIの利下げを予想する向きも増えている。但し、今年は雨期に入っても例年に比べて降雨量が伸びず、野菜・穀物の不作による価格上昇リスクは大きい。加えてインフラ不足といった供給制約が解消されないままに国内需要が高まれば再びインフレ上昇を引き起こしかねない。同中銀のターゲットである2016年1月のCPI6.0%は容易な目標ではなく、RBIは相当期間、現在のタカ派ス

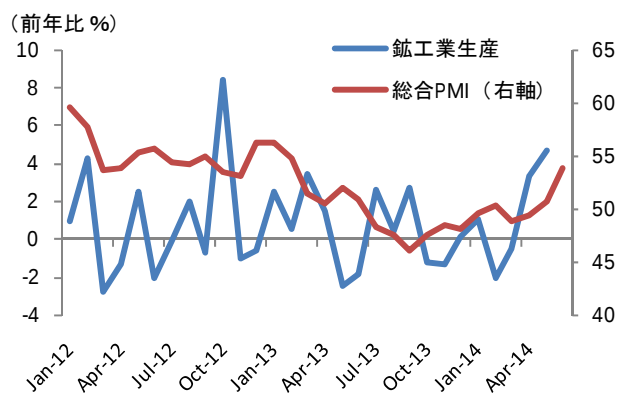
タンスを維持することとなろう。

当面はプルーデンス政策  
による調整が主流に

一方で RBI は 7 月 15 日、インフラ投資・住宅購入のための銀行貸出促進のため、銀行の長期資金調達に係る規制を一部緩和した。これは 7 月 10 日に発表された 2014/2015 年度予算における政府のインフラ・住宅投資指針に呼応したものと考えられる。RBI はこの他にも国内への資金流入や貸出促進のための規制緩和を実施しており、今後当面はこのようなピンポイントでの規制変更による政策の微調整が続いていくとみられる。

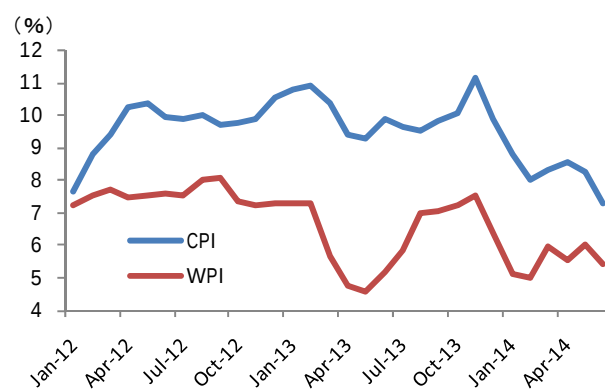
この他、経済指標では 5～7 日中にインドネシア 4～6 月期 GDP、8 日(金)の中国 7 月貿易収支等が注目される。

図表 3：インド 鉱工業生産と HSBC 総合 PMI



(資料)CEIC、Markit

図表 4：インド CPI と WPI (生産者物価指数)



(資料)CEIC

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     |
|------------------|--------|-----------------|-------|---------|---------|---------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                 |       |         |         |         |
| 7月25日(金)         | シンガポール | 6月 鉱工業生産        | 前年比、% | -0.9    | 0.4     | -1.9    |
| 28日(月)           | タイ     | 6月 製造業生産        | 前年比、% | -3.3    | -6.6    | -4.0    |
| 29日(火)           | 韓国     | 6月 経常収支         | 百万USD | -       | 7920.0  | 9080.0  |
| 29日(火)           | タイ     | 6月 輸出(通関ベース)    | 前年比、% | 3.1     | 3.9     | -2.1    |
| 30日(水)           | 韓国     | 5月 鉱工業生産        | 前年比、% | 1.0     | 0.6     | ▲ 2.1   |
| 31日(木)           | タイ     | 6月 経常収支         | 百万USD | 70.00   | 1838.00 | -664.00 |
| 31日(木)           | 台湾     | 4~6月期 実質GDP     | 前年比、% | 3.2     | 3.8     | 3.1     |
| 31日(木)           | フィリピン  | 金融政策決定会合        | %     | 3.8     | 3.8     | 3.5     |
| 8月1日(金)          | 韓国     | 7月 輸出           | 前年比、% | 3.80    |         | 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、% | 1.7     |         | 1.7     |
| 1日(金)            | 中国     | 7月 HSBC製造業PMI   |       | 52.0    |         | 52.0    |
| 3日(日)            | 中国     | 7月 非製造業PMI      |       | -       |         | 55.0    |
| 4日(月)            | シンガポール | 7月 購買部景気指数      |       | -       |         | 50.5    |
| 4日(月)            | インドネシア | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | 4.5     |         | 6.7     |
| 4日(月)            | インドネシア | 6月 輸出           | 前年比、% | ▲ 0.9   |         | ▲ 8.1   |
| 5日(火)            | インド    | 7月 HSBCサービス業PMI |       | -       |         | 54.4    |
| 5日(火)            | フィリピン  | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | 4.6     |         | 4.4     |
| 5日(火)            | 台湾     | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | 1.9     |         | 1.6     |
| 5日(火)            | 中国     | 7月 HSBCサービス業PMI |       | -       |         | 53.1    |
| 5日(火)            | インドネシア | 4~6月期 実質GDP     | 前年比、% | 5.2     |         | 5.2     |
| 6日(水)            | マレーシア  | 6月 輸出           | 前年比、% | -       |         | 16.3    |
| 6日(水)            | タイ     | 金融政策決定会合        | %     | 2.0     |         | 2.0     |
| 7日(木)            | 台湾     | 7月 輸出           | 前年比、% | 5.7     |         | 1.2     |
| 8日(金)            | 中国     | 7月 輸出           | 前年比、% | 6.5     |         | 7.2     |
| 9日(土)            | 中国     | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | 2.3     |         | 2.3     |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                 |       |         |         |         |
| 7月25日(金)         | ロシア    | 金融政策決定会合        |       | 7.5     | 8.0     | 7.5     |
| 25日(金)           | トルコ    | 6月 貿易収支         | 億リラ   | -70.0   | -78.5   | -71.1   |
| 31日(木)           | 南アフリカ  | 6月 貿易収支         | 億ランド  | -63.0   | ▲ 2.0   | ▲ 66.0  |
| 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       |       | 45.0    |         | 46.6    |
| 1日(金)            | ロシア    | 6月 製造業PMI       |       | 48.7    |         | 49.1    |
| 4日(月)            | トルコ    | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | -       |         | 9.2     |
| 5日(火)            | ロシア    | 7月 サービス業PMI     |       | 49.0    |         | 49.8    |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                 |       |         |         |         |
| 7月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、% | ▲ 7.9   |         | ▲ 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 | 2042.00 |         | 2145    |
| 2日(土)            | ブラジル   | 7月 貿易収支         | 百万USD | 825.0   |         | 2365    |
| 5日(火)            | ブラジル   | 7月 サービス業PMI     |       | -       |         | 51.4    |
| 7日(木)            | メキシコ   | 7月 消費者物価指数      | 前年比、% | -       |         | 4       |
| 8日(金)            | ブラジル   | 7月 IPCAインフレ率    | 前年比、% | -       |         | 7       |

(注)2014年8月1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<br>1～7月（実績） | SPOT    | 9月    | 12月   | 2015年<br>3月 | 2015年<br>6月 | 9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   | 6.1738  | 6.17  | 6.12  | 6.06        | 6.02        | 5.95  |
| 香港ドル             | (HKD)      | 7.7497 ～ 7.7684   | 7.7501  | 7.75  | 7.75  | 7.76        | 7.77        | 7.77  |
| インドルピー           | (INR)      | 58.335 ～ 63.308   | 60.560  | 59.00 | 59.50 | 59.50       | 58.50       | 57.50 |
| インドネシアルピア        | (IDR)      | 11254 ～ 12280     | 11580   | 11500 | 11500 | 11500       | 11600       | 11800 |
| 韓国ウォン            | (KRW)      | 1008.37 ～ 1089.71 | 1027.78 | 1005  | 1010  | 1000        | 995         | 1015  |
| マレーシアリンギ         | (MYR)      | 3.1650 ～ 3.3511   | 3.1957  | 3.17  | 3.17  | 3.17        | 3.16        | 3.24  |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 43.208 ～ 45.485   | 43.460  | 43.30 | 43.10 | 43.10       | 42.90       | 43.50 |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 1.2365 ～ 1.2830   | 1.2477  | 1.24  | 1.24  | 1.24        | 1.24        | 1.26  |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 29.771 ～ 30.636   | 30.020  | 29.80 | 29.80 | 29.80       | 29.80       | 30.20 |
| タイバーツ            | (THB)      | 31.74 ～ 33.15     | 32.19   | 32.50 | 32.30 | 32.20       | 32.10       | 32.50 |
| ベトナムドン           | (VND)      | 21058 ～ 21360     | 21218   | 21300 | 21300 | 21400       | 21400       | 21600 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |       |       |             |             |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 32.8285 ～ 36.9029 | 35.6867 | 34.00 | 33.80 | 34.30       | 34.80       | 35.40 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 10.2728 ～ 11.3909 | 10.7058 | 10.60 | 10.50 | 10.60       | 10.70       | 10.80 |
| トルコリラ            | (TRY)      | 2.0617 ～ 2.3900   | 2.1415  | 2.25  | 2.20  | 2.25        | 2.30        | 2.30  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |       |       |             |             |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 2.1832 ～ 2.4505   | 2.2636  | 2.40  | 2.40  | 2.40        | 2.45        | 2.45  |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 12.8193 ～ 13.6063 | 13.2249 | 12.80 | 12.70 | 12.60       | 12.50       | 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   | 16.646  | 16.69 | 17.16 | 17.49       | 17.94       | 18.15 |
| 香港ドル             | (HKD)      | 12.975 ～ 13.598   | 13.260  | 13.29 | 13.55 | 13.66       | 13.90       | 13.90 |
| インドルピー           | (INR)      | 1.602 ～ 1.749     | 1.697   | 1.75  | 1.76  | 1.78        | 1.85        | 1.88  |
| インドネシアルピア        | (100IDR)   | 0.823 ～ 0.921     | 0.887   | 0.896 | 0.913 | 0.922       | 0.931       | 0.915 |
| 韓国ウォン            | (100KRW)   | 9.267 ～ 10.136    | 9.999   | 10.25 | 10.40 | 10.60       | 10.85       | 10.64 |
| マレーシアリンギ         | (MYR)      | 30.187 ～ 32.315   | 32.159  | 32.49 | 33.12 | 33.44       | 34.18       | 33.33 |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 2.220 ～ 2.380     | 2.365   | 2.38  | 2.44  | 2.46        | 2.52        | 2.48  |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 79.00 ～ 83.47     | 82.37   | 83.06 | 84.68 | 85.48       | 87.10       | 85.71 |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 3.322 ～ 3.537     | 3.423   | 3.46  | 3.52  | 3.56        | 3.62        | 3.58  |
| タイバーツ            | (THB)      | 3.061 ～ 3.227     | 3.193   | 3.17  | 3.25  | 3.29        | 3.36        | 3.32  |
| ベトナムドン           | (10000VND) | 47.43 ～ 49.99     | 48.44   | 48.36 | 49.30 | 49.53       | 50.47       | 50.00 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |       |       |             |             |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 2.741 ～ 3.212     | 2.880   | 3.03  | 3.11  | 3.09        | 3.10        | 3.05  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 8.944 ～ 10.174    | 9.599   | 9.72  | 10.00 | 10.00       | 10.09       | 10.00 |
| トルコリラ            | (TRY)      | 42.878 ～ 49.525   | 47.990  | 45.78 | 47.73 | 47.11       | 46.96       | 46.96 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |       |       |             |             |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 41.293 ～ 46.700   | 45.401  | 42.92 | 43.75 | 44.17       | 44.08       | 44.08 |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 7.442 ～ 8.101     | 7.771   | 8.05  | 8.27  | 8.41        | 8.64        | 8.64  |

(注)1. 実績の欄は7月31日まで。SPOTは8月1日の8時25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。