

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

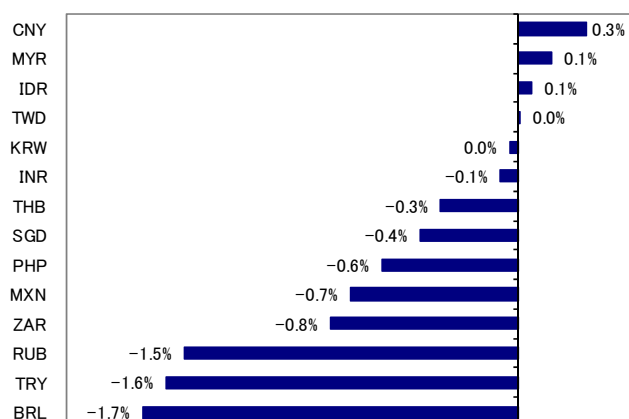
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

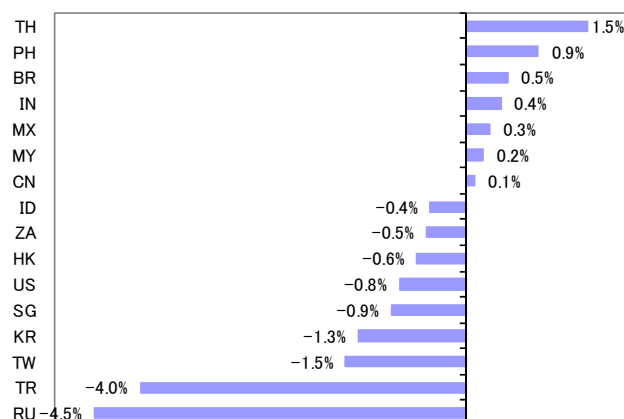
地政学リスクが重石となる時間帯が継続

前週 8 月 1 日に発表された米 7 月雇用統計では、非農業部門雇用者数が市場予想に届かず、賃金が伸び悩んだことなどもあって米金利は大きく低下した。為替市場ではドル売りが優勢となると新興国通貨は押し上げられ、週明け 4 日のアジア時間にかけても、新興国通貨の上昇は続いた。その後、ポルトガル中銀によるポルトガル大手銀行の救済が発表されたことも新興国通貨を後押しし、翌 5 日もアジア通貨は堅調な値動きが目立った。しかしながら、米 7 月 ISM 非製造業景気指数の予想を上回る結果を受けたドル買いに加え、ポーランドのシコルスキ外相が「ロシアはウクライナに圧力をかけるか侵入しようとしている」と発言したことが嫌気されると、新興国通貨は急反落。6 日のアジア時間もウクライナ情勢の緊迫化に対する懸念からアジア通貨は総じて下落した。また、独 6 月製造業受注の大幅悪化やイタリア 4~6 月期 GDP の予想外のマイナス成長を受けて欧州株が軟調となると新興国通貨は一段と値を下げたものの、その後はショートカバーから買い戻された。しかし、ウクライナ情勢の緊迫化等、地政学リスクが意識される中で 7 日はリスク回避の動きが先行し、対ユーロでのドル買いやウクライナ東部で戦闘機が撃墜されたとのヘッドラインも重石となり、新興国通貨は軟調な値動きが継続した。

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

地政学リスクと煽る米早期利上げ観測

地政学リスクの増大で市場の
リスク許容度が低下

今週はウクライナを巡るロシアと欧米の対立悪化でリスクオフムードが
拡がり、新興国通貨は先週に続いて下落した。一方で先週まで新興国通貨
売りの材料となった米金利については、前週末に発表された米7月雇用統
計の予想比下振れを受けて基調が反転、各年限で米4～6月期GDP発表以
前の水準まで低下している。

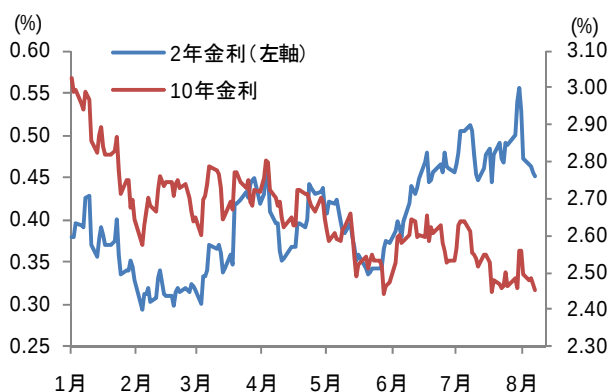
米7月雇用統計は引き続き
良好な結果

米7月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比20.9万人増加、失業率は
6.2%に上昇と市場予想（同23万人増、失業率6.1%）を下回った。指標
発表後、FF金利先物カーブが示唆する市場参加者のFRBの利上げ予想は
2015年8月から9月に後ろ倒しとなり、先週急上昇した米2年金利も10bp
超の低下を見せている。但し、雇用統計自体は6カ月連続で20万人台の
雇用増加を維持しているほか、失業率についても労働参加率の上昇（労働
市場の回復により職探しを始める人が増えた）が主因であり、全体として
は引き続き良好な内容。ただ平均時給が前月比横ばいと+0.2%の市場予
想を下回っており、金利市場は特にこの点を材料視したと考えられる。

米国株とVIX指数の動きに
注目

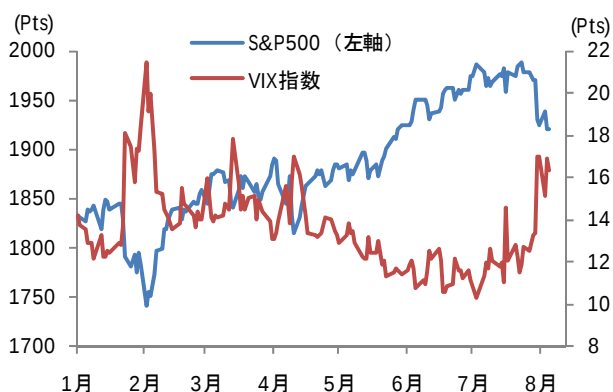
米金利が既に7月後半の上昇を吐き出しているということを考えると、足
許の地政学リスクが収まればすぐにまた新興国通貨が買い戻されるとの
見方もできる。この点、米国株とVIX指数の動きには注意しておきたい。
S&P500指数は雇用統計の前日、米4～6月期雇用コスト指数の上振れ後
米金利の上昇に伴い急落、これを受けてVIX指数も急騰した。その後、前
述の通り、米金利は上昇分を取り戻しているが、米株を買い戻す動きは見
られず、VIX指数も高止まったままである。VIX指数の高止まりは市場の
心理的な不安が終息していないことを物語っている。もちろんこの背景に
は冒頭の地政学リスクの増大が多分に影響しているだろうが、こうした動

図表1：米国債利回りの推移（2014年～）



（資料）ブルームバーグ

図表2：米国株価指数とVIX指数（2014年～）



（資料）ブルームバーグ

きのきっかけが米 4～6 月期 GDP 上振れ等による FRB の早期利上げ懸念だったこと、米金利の低下にもかかわらず外国為替市場でドルが底堅さを保っていることを勘案すると、やはり根底には FRB の金融政策を巡る警戒感が依然として燻ぶっているのだと考えられる。先週も指摘した通り、米国にて賃金の明確な上昇が確認されていない以上、他の経済指標の堅調をもって利上げ前倒し→ドルの本格上昇と考えるのはやや早計である。しかし、キャリートレードの前提条件である市場の低ボラティリティが揺らぎ始めたのであれば、地政学リスクの後退後も新興国通貨、特にファンダメンタルズに不安を抱える通貨の戻りは鈍いものとなるだろう。

FOMC ハト派メンバーの
発言に注目

来週の米国では 13 日（水）に 7 月小売売上高、15 日（金）に 8 月 NY 連銀製造業景況指数、8 月ミシガン大消費者信頼感指数と経済指標の発表予定は多くない。小売売上高は 5 日に発表された ISM 非製造業景況指数や ICSC チェーンストア協会の既存店売上高の好調な結果から引き続き良好な結果が期待できよう。また来週は 13 日（水）NY 連銀のダドリー総裁、ボストン連銀のローゼングレン総裁というハト派の FOMC メンバーの発言が予定されており、金融政策への言及に注目が集まる。

新興国では 13 日（水）中国 7 月小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資や 15 日（金）マレーシア 4～6 月期 GDP と重要指標の発表が予定されている。イベントでは 10 日（日）にトルコ大統領選挙、14 日（木）に韓国中銀とインドネシア中銀の金融政策決定会合が予定されている。

エマージングマーケットピック

韓国:金融政策決定会合プレビュー

BOK は 25bp の利下げへ

14 日（木）に開催される金融政策決定会合にて韓国中銀（BOK）は 25bp の利下げに踏み切ると予想。また今後の政策見通しについて更なる緩和の可能性を残すとみる。韓国では予想を下回る経済指標が続く中、前回 7 月 10 日に実施された金融政策決定会合での現状維持の決定が全会一致ではなかったこと、李柱烈（イ・ジュヨル）BOK 総裁の物価上昇を警戒するトーンがやや軟化したことをきっかけに利下げ観測が高まってきた。足許で市場は今回合での 25bp の利下げを相当程度織り込んでいるとみられ、仮に現状維持ということになれば、韓国ウォンは急上昇を見せるだろう。

当面はハト派スタンスを
継続するか

筆者自身は李総裁の従前のタカ派姿勢に鑑み、8 月会合では政策を据え置き、もう暫く様子見をする可能性も十分にあり得ると考えてきたが、7 月 24 日に発表された 4～6 月期 GDP の下振れ、7 月 31 日に公表された金融政策決定会合議事録（7 月 10 日開催分）が予想以上にハト派な内容であ

ったことを受けて、次回会合での 25bp の利下げ及び当面のハト派スタンスの継続との見方に変更した。

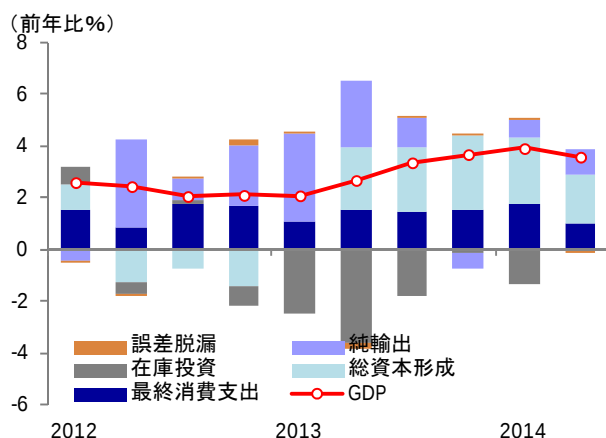
7 月会合では利下げに前向きな参加者が複数いた

7 月会合の議事録はハト派と言える内容だった。同会合における政策据え置きへの決定は 6 対 1。反対票を投じたのは財務省推薦のジョン・ヘバン氏で、同氏は景気の下振れリスクが高まったとして 25bp の利下げを主張した。一方、政策据え置きに賛成したメンバーの中にも将来の利下げに前向きな者が複数いたと見られる。議事録によれば、ある参加者は利下げの余地があるとしながらも、市場の織り込みがされていないという理由で現状維持に票を投じたようである。また他の参加者で柔軟な政策運営の必要性を主張した者もいたようだ。これら利下げに前向きな姿勢を示した二名は、2013 年 5 月の利下げに先立って同年 1 月から現状維持に反対票を投じていたハ・ソンクン氏、同氏に続いて 4 月会合にて利下げを主張したジョン・スンウォン氏だとみられる。両名とも現在の政策委員会においてハト派のメンバーとされている。

BOK は市場の緩和期待を維持できるか

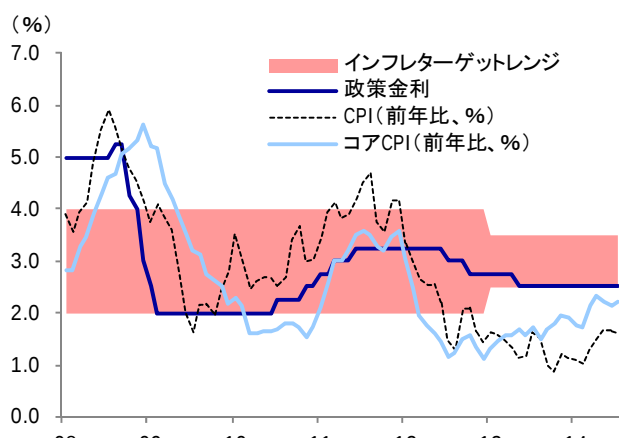
このように BOK 内でも景気のダウンサイドリスクを意識する声が増える中、政府サイドの強い景気サポート姿勢、足許の市場の利下げ織り込み度合いを勘案すれば、BOK が来週の会合で利下げに踏み切る可能性は高いと言えよう。焦点は追加緩和の有無であるが、この点については国内外の経済情勢を見ながらということになる。但し、過度のウォン高是正や市場とのコミュニケーションという観点から不用意に門戸を閉ざすような発言はせず、市場の緩和期待維持を試みる可能性が高いと予想する。

図表 3：韓国 実質 GDP



(資料)CEIC

図表 4：韓国 政策金利と消費者物価指数 (CPI)



(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
エマージングアジア							
8月4日(月)	シンガポール	7月	購買部景気指数		50.7	51.5	50.5
4日(月)	インドネシア	7月	消費者物価指数	前年比、%	4.4	4.5	6.7
4日(月)	インドネシア	6月	輸出	前年比、%	-1.0	4.5	-8.1
5日(火)	インド	7月	HSBCサービス業PMI		-	52.2	54.4
5日(火)	フィリピン	7月	消費者物価指数	前年比、%	4.6	4.9	4.4
5日(火)	台湾	7月	消費者物価指数	前年比、%	1.86	1.75	1.64
5日(火)	中国	7月	HSBCサービス業PMI		-	50.0	53.1
5日(火)	インドネシア	4~6月期	実質GDP	前年比、%	5.2	5.1	5.2
6日(水)	マレーシア	6月	輸出	前年比、%	15.00	7.90	16.20
6日(水)	タイ		金融政策決定会合	%	2.0	2.0	2.0
7日(木)	台湾	7月	輸出	前年比、%	6.80	5.80	1.20
8日(金)	中国	7月	輸出	前年比、%	7.0		7.2
9日(土)	中国	7月	消費者物価指数	前年比、%	2		2
10~15日	中国	7月	新規融資	億元	7700.0		10793.0
11日(月)	マレーシア	6月	鉱工業生産	前年比、%	4.6		6.0
12日(火)	フィリピン	6月	輸出	前年比、%	-		6.9
12日(火)	インド	6月	鉱工業生産	前年比、%	5.1		4.7
12日(火)	インド	7月	消費者物価指数	前年比、%	7.4		7.3
12日(火)	シンガポール	4~6月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	2.4		2.1
13日(水)	中国	7月	小売売上高	年初来/前年比、%	12.2		12.1
13日(水)	中国	7月	鉱工業生産	年初来/前年比、%	8.8		8.8
13日(水)	中国	7月	固定資産投資	前年比、%	17.4		17.3
14日(木)	韓国		金融政策決定会合	%	-		2.5
14日(木)	インドネシア		金融政策決定会合	%	7.5		7.5
14日(木)	インド	7月	卸売物価指数	前年比、%	5.1		5.4
15日(金)	台湾	4~6月期	実質GDP	前年比、%	-		3.8
15日(金)	マレーシア	4~6月期	実質GDP	前年比、%	5.5		6.2
15日(金)	シンガポール	6月	小売売上高	前年比、%	2.3		▲ 6.0
15日(金)	フィリピン	6月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%	-		5.4
中東欧・アフリカ							
8月4日(月)	トルコ	7月	消費者物価指数	前年比、%	8.9	9.3	9.2
4日(月)	ロシア	7月	消費者物価指数	前年比、%	7.5	7.5	7.8
5日(火)	ロシア	7月	サービス業PMI		49.5	49.7	49.8
5日(火)	ロシア	7月	コンポジットPMI			51.3	50.1
7日(木)	南アフリカ	6月	製造業生産	前年比、%	-2.0	0.5	▲ 3.7
8日(金)	トルコ	6月	鉱工業生産	前年比、%	2.5		3.3
11~12日	ロシア	4~6月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	0.7		0.9
13日(水)	南アフリカ	6月	実質小売売上高	前年比、%	-		2.4
14日(木)	トルコ	6月	経常収支	億ドル	▲ 38.0		▲ 34.3
ラテンアメリカ							
8月5日(火)	ブラジル	7月	サービス業PMI		-	50	51
7日(木)	メキシコ	7月	消費者物価指数	前年比、%	4.1	4	4
8日(金)	ブラジル	7月	IPCAインフレ率	前年比、%	6.6		6.5
11日(月)	メキシコ	6月	鉱工業生産	前年比、%	-		1.6
14日(木)	ブラジル	6月	小売売上高	前年比、%	-		4.8
15日(金)	ブラジル	6月	経済活動指数	前年比、%	-		▲ 0

(注)2014年8月8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 1～7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	6.1609	6.15	6.10	6.06	6.02	5.95
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7684	7.7509	7.75	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	61.233	59.50	60.50	59.50	58.50	57.50
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11796	11550	11550	11600	11650	11800
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1037.49	1030	1015	1010	1000	1015
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1650 ～ 3.3511	3.2073	3.18	3.15	3.15	3.14	3.24
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.080	43.30	43.10	43.10	42.90	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2522	1.25	1.24	1.24	1.24	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.044	29.90	29.80	29.70	29.70	30.00
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.25	32.50	32.30	32.20	32.10	32.50
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21360	21220	21300	21300	21400	21400	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 36.9029	36.3173	36.00	35.80	36.20	36.60	37.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.7587	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.1687	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	2.2952	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.2845	13.20	13.00	12.80	12.60	12.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ～ 17.426	16.574	16.75	17.05	17.49	17.77	18.15
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.174	13.29	13.42	13.66	13.77	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.668	1.73	1.72	1.78	1.83	1.88
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.866	0.892	0.900	0.914	0.918	0.915
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.136	9.842	10.00	10.25	10.50	10.70	10.64
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.315	31.837	32.39	33.02	33.65	34.08	33.33
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.316	2.38	2.41	2.46	2.49	2.48
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	81.54	82.40	83.87	85.48	86.29	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.399	3.44	3.49	3.57	3.60	3.60
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.166	3.17	3.22	3.29	3.33	3.32
ベトナムドン	(10000VND)	47.43 ～ 49.99	48.12	48.36	48.83	49.53	50.00	50.00
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ～ 3.212	2.812	2.86	2.91	2.93	2.92	2.92
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.491	9.72	9.90	10.00	10.00	10.00
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	47.084	45.78	47.27	47.11	46.52	46.96
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 46.700	44.488	42.92	43.33	44.17	43.67	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.686	7.80	8.00	8.28	8.49	8.57

(注)1. 実績の欄は7月31日まで。SPOTは8月8日の8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。