

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

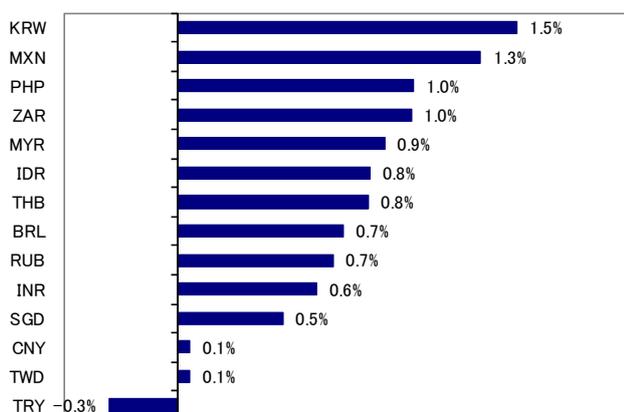
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

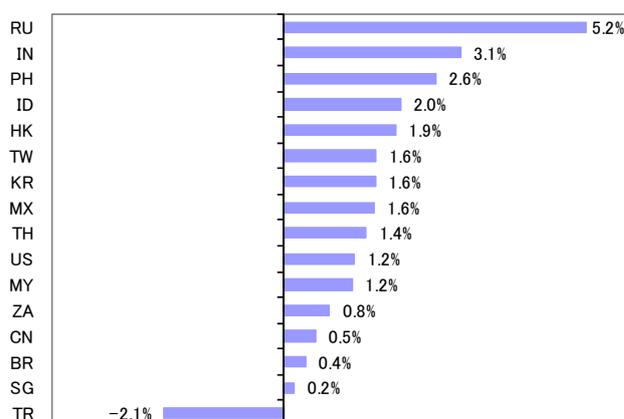
地政学リスク後退と米金利低下を受けた新興国通貨の買い戻し

前週 8 日はオバマ大統領がイラクへの限定的な空爆を承認したことを受けてリスク回避ムードが高まったが、その後はロシアがウクライナとの緊張を徐々に緩める方向で検討と報じられたことなどから、地政学リスクへの懸念は和らいだ。そうした中で週明け 11 日は新興国通貨の大半が上昇となったが、TRY は格付け会社フィッチがエルドアン氏の大統領選勝利を受けて政治リスクへの高まりを指摘したことで売りが強まった。12 日もアジア通貨は底堅い値動きが続いたが、独 8 月 ZEW 景況感指数が予想を大幅に下回ったことでユーロ/ドルが下落し、その後米金利が上昇したことも相俟って新興国通貨もドル買いに押される動きが目立った。13 日は前日の流れを受けてアジア通貨が総じて軟調となったものの、米 7 月小売売上高が予想を下回り、米金利が低下すると新興国通貨は持ち直し。14 日は韓国中銀が予想通り利下げを決定したが、追加利下げを示唆するシグナルはなかったことから買い戻しが優勢となり、その他のアジア通貨上昇を牽引した。その後も発表されたユーロ圏 4~6 月期 GDP が予想の範囲内の結果となり、ショートカバーからユーロが買い戻される動きや、米新規失業保険申請件数の悪化を受けたドル売りに新興国通貨は押し上げられる展開となった。

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

市場の米利上げ時期予想は後ろ倒し。市場は再び膠着か

リスクオフの巻き戻しの中、
米国では利上げ観測が後退

今週はウクライナや中東情勢に関する過度の不安が後退し、それまでのリスクオフトレードの巻き戻しが優勢となり、新興国通貨も総じて買い戻された。この間、米国では **11** 日の **S.フィッシャーFRB 副議長** のハト派コメントや、**13** 日に発表された米 **7** 月小売上高の下振れで金利低下が加速。**2** 年金利は約 **2** か月ぶりの水準に低下。**FF** 金利先物カーブが示唆する市場の米国利上げ時期予想も先週対比で約 **1** か月後ろ倒しされ **2015** 年 **10** 月付近となっている。

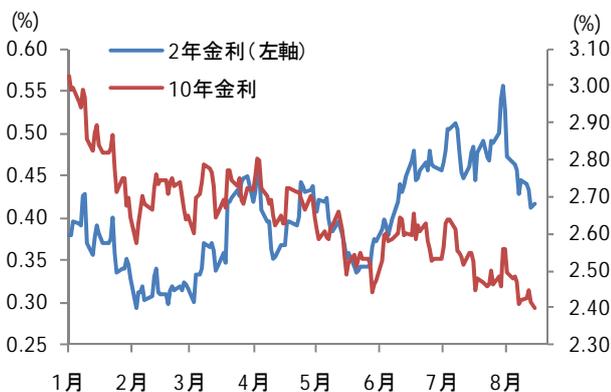
イエレン FRB 議長からのタカ派サプライズの可能性は低下

先週の本欄では米国株の軟調と **VIX** 指数・ドルの高止まりから株式や外国為替市場において金利市場とは対照的に **FRB** の早期利上げ懸念が依然燻ぶっている可能性を指摘した。筆者はこうした各市場間の動きのズレが、来週 **21** 日から開催されるジャクソンホール経済シンポジウムでのイエレン **FRB** 議長の講演をきっかけに金利が上昇する形で是正される展開もあり得ると考えていたが、足許でこのようなシナリオの発現可能性は低下したとみられる。前回 **7** 月の **FOMC** 以降に発表された米経済指標は **4~6** 月期 **GDP**こそ強い結果となったものの、その他指標については強弱まちまち。総じて堅調とは言えるものの、米経済の一段の加速を示唆する内容とはなっていない。特に個人消費の足踏みはイエレン議長が懸念する賃金の伸び悩みが背景にあると読むこともでき、このような状況下で同議長がタカ派のメッセージを発するとは考えにくいだろう。

9月 FOMC まで米金利は
膠着か

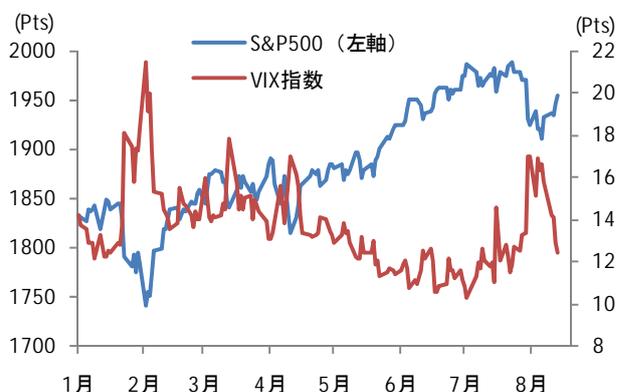
来週のジャクソンホールを過ぎれば、**9** 月 **16~17** 日の **FOMC** まで **FRB** の政策に関して市場の見方が変わるようなイベントは予定されておらず、少なくともそれまでは米金利・ドルの本格的上昇を心配する必要性は後退したように思える。

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

新興国通貨は地政学リスクを睨んだもみ合いへ

とはいえ、米国経済が緩やかながらも回復基調を続けている以上、**10月FOMC**での資産買い入れプログラム終了との路線に変更は無く、このため市場が米金利低下→新興国通貨上昇というトレンドに回帰するとは考えにくい。結局、米金利は**9月FOMC**まで米経済指標を睨みながら狭いレンジでもみ合い、新興国通貨はこの金利の動きと地政学リスクに振らされながらも底堅く推移するとの展開が最も想定しやすいか。

エマージングマーケットピック

トルコ: 大統領選挙はエルドアン現首相が勝利

トルコ大統領選は市場の想定通り

10日、トルコで行われた初の国民直接投票による大統領選挙にてエルドアン現首相の当選が確実となった。選挙管理委員会によればエルドアン氏は**51.9%**の票を獲得した模様であるが、同氏の勝利は金融市場においては完全に織り込み済みであり、選挙結果が市場に与える影響は限定的である。

政府は大統領制導入に向けた体制整備に着手

エルドアン氏は長期的な政治の安定確保のため米国式の大統領制導入を目指しており、今後はこれに向けた準備が進められるだろう。その際、まずはこれまで大統領に付されながらも儀礼的な権限とされてきた議会の招集権限や首相・大臣を含む重要ポストの任免権等を最大限に活用し、実質的な大統領権限の強化を図るとみられる。トルコの大統領は政治的に中立でなければならず、エルドアン氏は大統領就任とともに公正発展党（**AKP**）を離党することとなるが、首相後任には**AKP**から同氏に忠実な人物が指名される見込みであり、実質的にはこれまで通りのエルドアン体制が継続していく。その後、来年に予定されている議会選挙を経て憲法を改正、本格的な大統領制に移行する構えであろう。

選挙に向けた財政拡大は通貨の脆弱性を高める

但し、同国における憲法改正には議会において少なくとも議員定数の**5分の3**以上の賛成を獲得する必要があるが、国内における大規模デモの発生や、これまで共に戦ってきたイスラム教有力団体ギュレン運動との対立などにより、**AKP**の支持基盤は依然ほど盤石ではないとされている。このため、新政権は選挙に向けて景気浮揚のための財政拡大等や金融緩和（の催促）等の戦略をとるとみられるが、こうした動きは双子の赤字と高インフレーションを抱える同国の脆弱性を高めることとなる。

国内政情不安もトルコリラにネガティブ

またエルドアン氏が大統領権限を強化し、独裁色を強めれば、国内の他勢力の反発は強まる。昨年末に発生した汚職疑惑による閣僚親族複数の逮捕劇は前述のエルドアン氏とギュレン運動との対立が背景にあるとされているが、こうした国内政治の不安定化は海外投資家のトルコ資産からの逃

避を促す。米国の金融政策が出口に向かう中、こうした通貨の脆弱性が意識されれば、今年の初めのようなトルコリラの大幅下落が再発する可能性は小さくない。短期的にはトルコリラに対する慎重な見方を維持せざるを得ないだろう。

韓国:韓国中銀は 25bp の利下げを決定

利下げ決定後、USD/KRW は反落

14 日に開催された金融政策決定会合にて韓国中央銀行 (BOK) は政策金利を **25bp** 引き下げ、**2.25%** とすることを決めた。BOK による政策変更は **2013 年 5 月** 以来となる。一方で政策発表後の外国為替市場では **USD/KRW** が大幅下落 (ウォン高)。今会合での **25bp** の利下げはほぼ織り込み済みであったため、「噂で買って、事実で売る」動きによるものと思われる。

総裁会見はニュートラルな内容

会合後の声明文ではセウォル号沈没事故後に落ち込んだ民間の信頼感と需要の回復の遅れを指摘。そのうえで物価については緩やかな上昇トレンドにあるものの、当面の間インフレ圧力は抑制された状態が続くとの見通しが示された。注目の李柱烈 (イ・ジュヨル) BOK 総裁の記者会見はニュートラルな内容。今回の利下げが **6 対 1** の多数決での決定だったこと、政府からの緩和圧力を否定するコメント以外は概ね声明文に沿った内容となり、特に追加緩和を示唆するような発言はみられなかった。この記者会見を受けて市場では **BOK** による利下げはこれで打ち止めとの見方が大勢となり、これがその後のウォン高に繋がったと思われる。

韓国経済には依然としてダウンサイドリスク

しかし、韓国経済の先行きに関するリスクは依然としてダウンサイドに傾いていると思われる。**13 日** に発表された中国の **7 月** 鉱工業生産、小売売上高、固定資産投資はいずれも予想を下回り前月から減速している。小売売上高の下振れは中国内需の低迷を示唆しているが、これは既に発表されている **7 月** の輸入の減少と整合的である。中国当局は景気下支え姿勢を明確にしており、農村部における預金準備率の引き下げなどピンポイントな政策を打ち出しているものの、国内構造改革との両立の観点から当局がどの程度まで内需を底上げするかには不透明感がある。

輸出が伸び悩めば、政治面からの緩和圧力が増大

加えて欧州では地政学リスクの高まりもあって景気の再減速が鮮明となってきた。**14 日** に発表された **4~6 月** 期ユーロ圏 **GDP** は前期比横ばいと、**1~3 月** 期の同 **+0.2%** から減速した。また独 **8 月 ZEW** 景況指数が急落するなど、ユーロ圏経済の低迷は **7~9 月** 期入り後も続いている模様だ。中国とユーロ圏向けの輸出は韓国輸出総額の **3 割強** を占めておりこれらの国の需要低迷が及ぼす影響は大きい。貿易依存度の大きい同国において輸出が伸び悩めば、政治の目は為替水準に向かいやすく、この結果、**BOK** に対

する利下げ圧力は高まる。**BOK** 自身は中銀の独立性を強調しているものの、こうした政治面からの緩和圧力の高まりは市場の利下げ期待に繋がり、韓国ウォンの重石となるだろう。

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	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア							
8日(金)	中国	7月	輸出(前年比 %)	7.0	14.5	7.2	
8~18日	インド	7月	輸出(前年比 %)	-	7.3	10.2	
9日(土)	中国	7月	消費者物価指数(前年比 %)	2.3	2.3	2.3	
10~15日	中国	7月	新規融資(億元)	7,700	3,852	10,800	10,793
11日(月)	マレーシア	6月	鉱工業生産(前年比 %)	5.0	7.0	6.0	5.9
12日(火)	フィリピン	6月	輸出(前年比 %)	11.00	21.30	6.90	
12日(火)	インド	6月	鉱工業生産(前年比 %)	5.1	3.4	4.7	5.0
12日(火)	インド	7月	消費者物価指数(前年比 %)	7.40	7.96	7.31	7.46
12日(火)	シンガポール	4~6月期	実質GDP(確報値)	2.4	2.4	2.1	4.8
13日(水)	中国	7月	小売売上高(前年比 %)	12.2	12.2	12.4	
13日(水)	中国	7月	鉱工業生産(前年比 %)	9.2	9.0	9.2	
13日(水)	中国	7月	固定資産投資(前年比 %)	17.4	17.0	17.3	
14日(木)	韓国		金融政策決定会合	2.25	2.25	2.50	
14日(木)	インドネシア		金融政策決定会合	7.50	7.50	7.50	
14日(木)	インド	7月	卸売物価指数(前年比 %)	5.10	5.19	5.43	
15日(金)	台湾	4~6月期	実質GDP(前年比 %)	3.80	3.74	3.84	
15日(金)	マレーシア	4~6月期	実質GDP(前年比 %)	5.8	6.4	6.2	
15日(金)	シンガポール	6月	小売売上高除く自動車(前年比 %)	0.3	▲ 2.1	0.1	0.2
15日(金)	フィリピン	6月	海外労働者(OFW)送金(前年比 %)	-	5.9	5.4	
18日(月)	シンガポール	7月	地場輸出(除く石油)(前年比 %)	▲ 3.9		▲ 4.6	
18日(月)	タイ	4~6月期	実質GDP(前年比 %)	0.3		▲ 0.6	
20日(水)	マレーシア	7月	消費者物価指数(前年比 %)	3.3		3.3	
21日(木)	中国	7月	HSBC製造業PMI(速報値)	51.6		51.7	
中東欧・アフリカ							
8日(金)	トルコ	6月	鉱工業生産(前年比 %)	2.5	1.4	3.3	3.5
11~12日	ロシア	4~6月期	実質GDP(前年比 %)(確報値)	0.7	0.8	0.9	
13日(水)	南アフリカ	6月	実質小売売上高(前年比 %)	2.0	0.0	2.4	2.6
14日(木)	トルコ	6月	経常収支	-	▲ 40.9	▲ 34.3	▲ 35.0
18~19日	ロシア	7月	鉱工業生産(前年比 %)	0.8	1.5	0.4	
19日(火)	ロシア	7月	実質小売売上高(前年比 %)	1.0		0.7	
20日(水)	南アフリカ	7月	消費者物価指数(前年比 %)	6.3		6.6	
ラテンアメリカ							
8日(金)	ブラジル	7月	IPCAインフレ率(前年比 %)	6.60	6.50	6.52	
11日(月)	メキシコ	6月	鉱工業生産(前年比 %)	2.1	2.0	1.6	
14日(木)	ブラジル	6月	小売売上高(前年比 %)	3.5	0.8	4.8	4.7
15日(金)	ブラジル	6月	経済活動指数(前年比 %)	▲ 2.15		▲ 0.17	
20日(水)	ブラジル	6月	IPCA-15インフレ率	-		6.51	
21日(木)	メキシコ	4~6月期	実質GDP(前年比 %)	1.5		1.8	
22日(金)	ブラジル	7月	経常収支(百万ドル)	-		3345	

(注)2014年8月15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	6.1531	6.15	6.10	6.06	6.02	5.95
香港ドル (HKD)		7.7497 ~ 7.7684	7.7507	7.75	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー (INR)		58.335 ~ 63.308	60.770	59.50	60.50	59.50	58.50	57.50
インドネシアルピア (IDR)		11254 ~ 12280	11679	11550	11550	11600	11650	11700
韓国ウォン (KRW)		1008.37 ~ 1089.71	1020.93	1030	1015	1010	1000	1015
マレーシアリンギ (MYR)		3.1650 ~ 3.3511	3.1795	3.18	3.15	3.15	3.14	3.24
フィリピンペソ (PHP)		43.208 ~ 45.485	43.670	43.30	43.10	43.10	42.90	43.50
シンガポールドル (SGD)		1.2365 ~ 1.2830	1.2462	1.25	1.24	1.24	1.24	1.26
台湾ドル (TWD)		29.771 ~ 30.636	30.022	29.90	29.80	29.70	29.70	30.00
タイバーツ (THB)		31.74 ~ 33.15	31.85	32.50	32.30	32.20	32.10	32.50
ベトナムドン (VND)		21058 ~ 21360	21200	21300	21300	21400	21400	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		32.8285 ~ 36.9029	35.9365	36.00	35.80	36.20	36.60	37.00
南アフリカランド (ZAR)		10.2728 ~ 11.3909	10.5534	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ (TRY)		2.0617 ~ 2.3900	2.1529	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	2.2666	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ (MXN)		12.8193 ~ 13.6063	13.0759	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	16.657	16.75	17.05	17.49	17.77	18.15
香港ドル (HKD)		12.975 ~ 13.598	13.223	13.29	13.42	13.66	13.77	13.90
インドルピー (INR)		1.602 ~ 1.749	1.687	1.73	1.72	1.78	1.83	1.88
インドネシアルピア (100IDR)		0.823 ~ 0.921	0.878	0.892	0.900	0.914	0.918	0.923
韓国ウォン (100KRW)		9.267 ~ 10.136	10.039	10.00	10.25	10.50	10.70	10.64
マレーシアリンギ (MYR)		30.187 ~ 32.315	32.235	32.39	33.02	33.65	34.08	33.33
フィリピンペソ (PHP)		2.220 ~ 2.380	2.347	2.38	2.41	2.46	2.49	2.48
シンガポールドル (SGD)		79.00 ~ 83.47	82.24	82.40	83.87	85.48	86.29	85.71
台湾ドル (TWD)		3.322 ~ 3.537	3.414	3.44	3.49	3.57	3.60	3.60
タイバーツ (THB)		3.061 ~ 3.227	3.218	3.17	3.22	3.29	3.33	3.32
ベトナムドン (10000VND)		47.43 ~ 49.99	48.34	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	2.852	2.86	2.91	2.93	2.92	2.92
南アフリカランド (ZAR)		8.944 ~ 10.174	9.712	9.72	9.90	10.00	10.00	10.00
トルコリラ (TRY)		42.878 ~ 49.525	47.606	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	45.218	42.92	43.33	44.17	43.67	44.08
メキシコペソ (MXN)		7.442 ~ 8.101	7.838	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15日の7時45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。