

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

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

斎藤 周
03-3242-7065
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

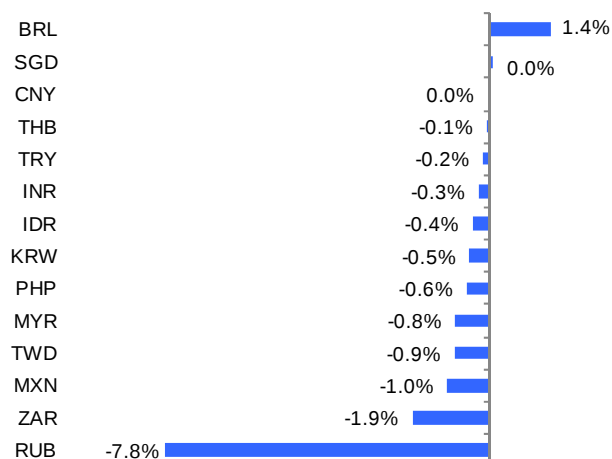
今週のエマージングマーケット

欧米金利急上昇。ドル下落も新興国通貨はじり安

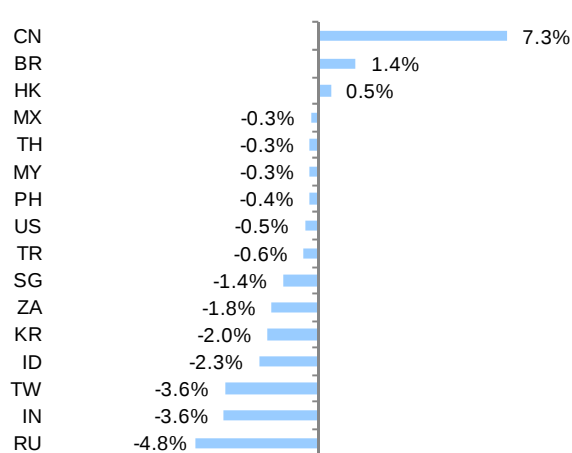
今週の新興国通貨は続落。市場は極めてボラティルな動きをみせ、欧米金利が急上昇する中、ユーロが対ドルで急騰。ドルインデックスは 5 月 22 日以来の低水準をつけた。きっかけはドイツ金利の上昇でユーロ圏 5 月 CPI の上振れ、ギリシャ問題に対する楽観に加え、4 日の ECB 理事会にてドラギ ECB 総裁が債券市場のボラティリティ上昇を容認する発言をしたことが債券売りを加速させた。片や、新興国通貨はドルインデックスの下落にサポートされることもなく、米国経済指標の良好な結果もあってじりじりと値を下げる展開となった。

個別通貨では BRL が 1.4% の上昇。国営石油会社ペトロブラスを含む複数のブラジル企業による海外での起債発表を受けて、ドル資金流入期待が高まった。4 日にブラジル中銀が 50bp の利上げを発表したが、市場の反応は限定的だった。一方、ロシア中銀による断続的な RUB 売り介入(直近は 6 月 2 日に 107 億ルーブル)と原油相場の軟調を嫌気して RUB が ▲7.8% 下落。また米大手格付け会社がソブリン格付けを引き下げるとの懸念が広がった ZAR は ▲1.9% 軟化した。MXN は 7 日の連邦選挙に向けた抗議活動の広がりが嫌気され ▲1.0% の下落。同じく 7 日に総選挙を控えた TRY は、公正発展党 (AKP) の単独政権維持に苦戦するとの見方から ▲0.2% と軟調に推移した。

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

エマージングマーケット短期見通し

欧州関連の材料は新興国通貨にネガティブ？米5月雇用統計に注目

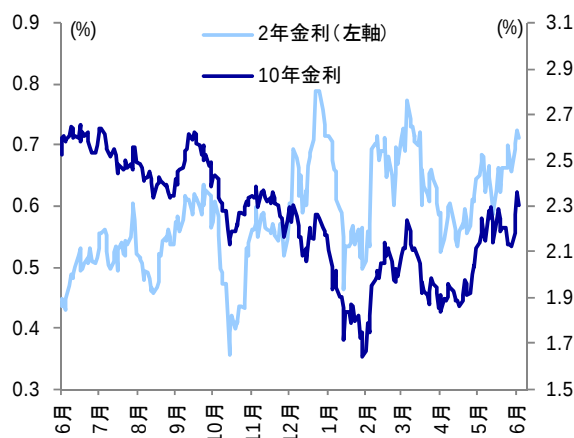
市場のボラティリティ上昇なら
キャリートレードによる新興国
通貨への資金流入が減少

冒頭の通り、今週の新興国通貨はドルインデックスの下落にも拘らず続落となった。5月ISM製造業景況指数や5月ADP雇用統計といった良好な米経済指標を受けFRBの利上げ期待も背景にあらうが、各通貨とも対ユーロでの下落率が軒並み2%を超えていることから、ユーロキャリートレードの巻き戻しが重石となった面も大きいだろう。これは今年4月末から5月初旬にかけての欧州金利・ユーロ急騰局面と同様の展開である。欧州債市場の先行きに関する見方は分かれるが、ドラギ総裁の発言により今後も金融市場の高ボラティリティが続くリスクは高まった。ボラティリティの上昇によってキャリートレードの妙味が減退すれば、新興国通貨は追い風を一つ失うこととなる。このほか、ギリシャ問題も交渉が合意すれば金利・ユーロ上昇、物別れに終わればリスクオフと、どちらに転んでも新興国通貨のサポート要因とはならなそう。

米雇用統計が市場予想通り
なら緩やかなドル高が継続

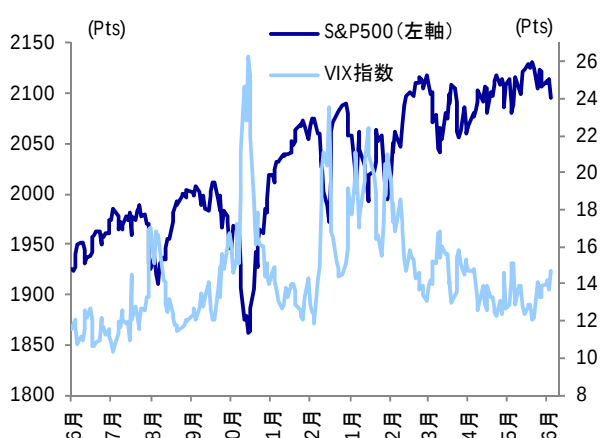
米国では本日5月雇用統計が発表となる。市場予想は非農業部門雇用者数で前月比+22.5万人、失業率は5.4%となっている。先週の本欄にて指摘した通り、5月後半のドル上昇はFRBによる9月の利上げを見込んだ動きであった可能性が高く、仮に節目の+20万人を割るようであればドルは足許までの上昇を吐き出す可能性が高い。一方、市場予想付近に収まった場合、9月利上げの決定打とはいかないまでも、その他の米経済指標が底打ちの様相を呈してきたこともあり、緩やかなドル高新興国通貨安の流れが続きそう。新興国では中国の5月主要経済指標(8日貿易収支、11日小売売上高、鉱工業生産、固定資産投資)、タイ(10日)及び韓国(11日)の金融政策決定会合に注目。このほか7日(日)のトルコ総選挙は、明確なコンセンサスが形成されているとは言えず、いずれの結果に対してもTRY相場は大きく反応するだろう。

図表1: 米国債利回りの推移(過去1年間)



(資料)ブルームバーグ

図表2: 米株とVIX指数の推移(過去1年間)



(資料)ブルームバーグ

エマージングマーケット:国別の注目材料

トルコ:6月7日(日)総選挙プレビュー

AKP は憲法改正に必要な
330 議席獲得を目指す

トルコでは6月7日に総選挙が実施される。最大の注目点は与党の公正発展党 (AKP) が憲法改正の是非を問う国民投票実施に必要な 330/550 議席を確保するかどうかである。AKP は大統領権限の強化を掲げ、憲法改正によりトルコの政治制度を現状の議院内閣制から実権型大統領制へ移行することを目指している。足許の各党議席数をみると、AKP が312議席、共和人民党 (CHP) 125 議席、民族主義者行動党 (NHP) 52 議席、その他 36 議席となっている。現在の議席数を踏まえれば、330 議席は決して不可能な数字ではない。

一部では AKP の過半数割れ
予想も

もともと、最新の世論調査では AKP の苦戦が報じられる一方、親クルド人政党である人民民主党 (HDP) の善戦が伝えられている。トルコの選挙制度は「ドント方式」の比例代表制であり、議席獲得に 10%の最低得票率が設定されている(無所属の立候補者にはこの規定は課せられない)。前回 2011 年の総選挙で得票率が 10%を超えて議席を得た政党は AKP (327 議席)、CHP (135 議席)、NHP (53 議席) の3党のみだったが、足許では HDP の支持率が 10%付近で推移しており、足切り水準を超えて新たに議席を獲得する可能性が高まっている。この場合、その分の議席を AKP が失う格好になるとみられる。片や AKP は支持率が低下していることもあり、過半数割れの予想も出るなど苦しい選挙戦を強いられている。

勢力図の現状維持なら
TRY 買い
その他は TRY 安要因

TRY 相場との関係では勢力図の現状維持 (AKP が過半数の 276 以上 330 議席未満を獲得) が最も理想的な結果であろう。他方、AKP が過半数を割れた場合、TRY は強い売り圧力に押されよう。ここ数年のエルドアン大統領の執政には賛否両論あるものの、トルコ経済がエルドアン大統領の指導力の下で高成長を実現してきたことは事実であり、同大統領の指導力低下がトルコ経済に与える悪影響は大きいとみられる。もともと仮に世論調査の結果に反して AKP が 330 議席以上を確保した場合でも、エルドアン大統領の権限強化を嫌気して TRY は下落する可能性が高い。なお、市場経済に理解の深いババジャン副首相の去就にも注目が集まる。同氏はバシュチュ・トルコ中銀総裁の起用を提案した人物であり、これまで中銀の独立性を擁護してきた。総選挙後に政界引退が見込まれているが、これにより、トルコ政府による金融政策への介入がより強まることが懸念されている。

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

BOK の利下げは時間の問題

6月11日(木)に開催される韓国中銀(BOK)金融通貨委員会は現状維持を予想する。前回会合(5月15日)にてBOKは景気の先行きに対する楽観的

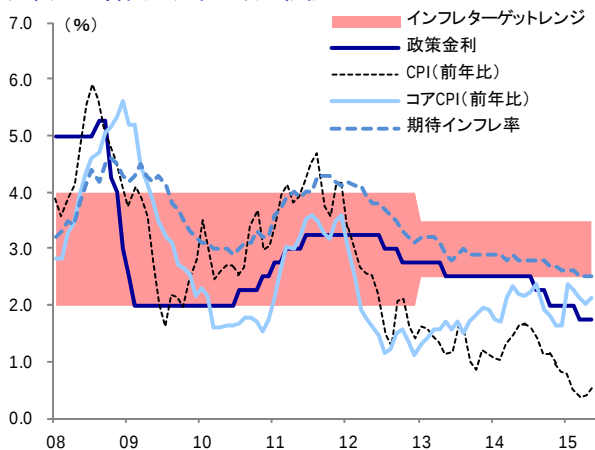
な見方を維持し政策金利の据え置きを決定した。しかしその後に発表された経済指標は4月鉱工業生産(前月比▲1.2%)や5月輸出(前年比▲10.9%)などいずれも弱い結果に終わっている。前回会合にてBOKが強調した消費者信頼感指数は5月に引き続き小幅な改善をみせたものの、足許では中東呼吸器症候群(MERS)の流行により再び家計のマインド悪化が懸念される状況となっている。先月末には崔炅煥(チェ・ギョンファン)企画財政相が利下げ催促とも取れる発言をしており、BOKによる利下げの可能性は高まっていると言えるだろう。一方で実施のタイミングについては四半期見通しが公表される7月とのこれまでの見方を維持したい。MERSの流行もあり、韓国政府が輸出促進策を発表する予定の6月にBOKが協調して行動に出る可能性は残る。ただBOKとしては本格的に景気が悪化した場合に備えて、極力利下げ余地を残しておきたいという本音もありそうで、利下げは6月消費者信頼感指数など更なるデータの悪化を確認した後となるのではないだろうか。

タイ: 金融政策決定会合プレビュー

追加利下げの可能性は残るが、今回は一旦様子見か

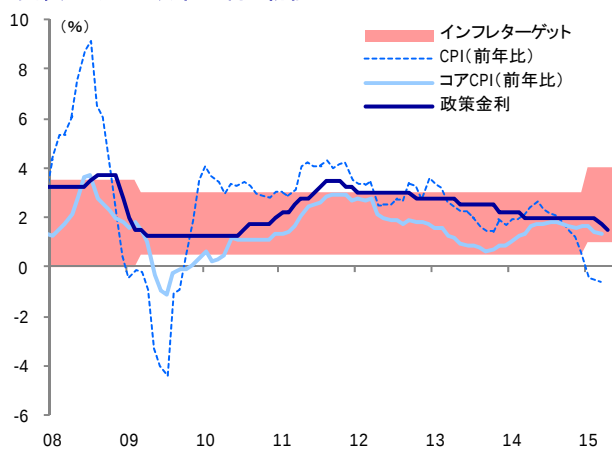
6月10日(水)に開催されるタイ中銀(BOT)の金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回4月29日の会合でBOTは景気下支えを目的に市場予想に反して25bpの利下げを行ったほか、資本流出を促す措置を発表するなどTHB高に対する警戒感を強めた。会合後に発表された経済指標では、4月消費者信頼感が4か月連続で低下するなど景気の低迷が続いているが、一方で4月輸出が2か月連続でマイナス幅を縮小するなど、一部に明るい兆しも見え始めている。またTHBは前回会合から▲2.5%以上下落しており、BOTが懸念するTHB高にも一服感がみられる。BOTのハト派姿勢を踏まえると追加利下げの可能性も排除できないが、2会合連続での利下げの後ということもあり、今会合では一旦政策を据え置き、様子見をする公算が大きい。

図表3: 韓国 政策金利と物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表4: タイ 政策金利と物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

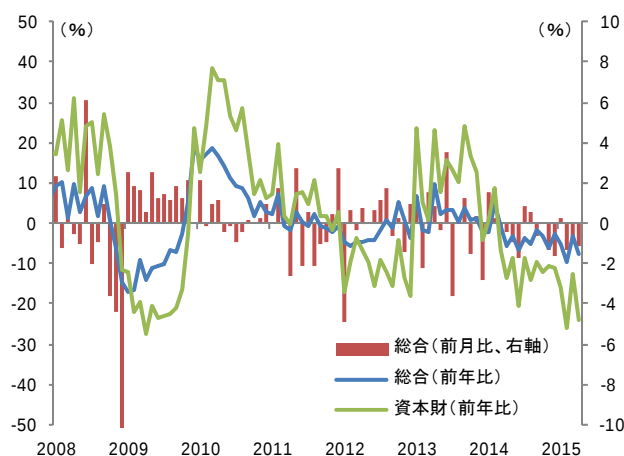
4～6 月期も生産は減少へ

ブラジル：3 か月連続の生産減少。COPOM は 50bp の利上げ

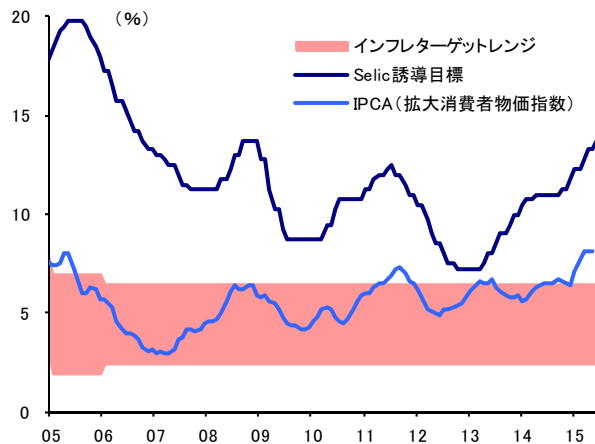
ブラジル地理統計院 (IBGE) が 2 日に発表した 4 月ブラジル鉱工業生産は前月比 ▲1.2% と 3 月同 ▲0.8% に引き続き 3 か月連続の減少となった。前回同様、生産減少は多岐にわたっており、特に投資のバロメーターとなる資本財生産は前月比 ▲5.1% (3 月同 ▲3.6%) と減少幅が拡大した。当月に生産を拡大した業種の割合を示す DI は 2009 年 2 月以来の低水準である 31.8% に低下した。生産の先行指数である鉱工業信頼感の低迷は、4～6 月期も鉱工業セクターが成長の大きな足かせとなることを示唆している。電気料金の価格上昇、金融・財政の引き締め、高い労働費と不十分なインフラという状況下、我々は 2015 年の鉱工業生産が 2014 年の ▲3.2% から ▲4.0% に減速すると予測する。

次回利上げも 50bp となる可能性

他方、ブラジル中銀 (BCB) は 4 日に金融政策委員会 (COPOM) を開催し、全会一致で政策金利である Selic レートを 50bp 引き上げ、13.75% とすることを決定した。今回で 5 会合連続、計 250bp 利上げを実施したことになり、政策金利はいまや 2008 年 12 月以来の高水準となった。声明文は前回会合時と同一の内容となっており、次回会合での政策変更の可能性を示唆する「現時点では (at this juncture)」等の文言は用いられなかった。我々は次回 7 月の会合での 25bp の利上げをもって、BCB による引き締めは一旦打ち止めになると予想しているが、インフレ期待が高止まりする中、声明文が据え置かれたことで、こうした見方に対するリスクはタカ派サイドに傾いている。6 月 11 日に公表予定の COPOM 議事要旨では利上げサイクルの終了に関する参加者の議論に注目が集まろう。

図表 5: ブラジル 鉱工業生産

(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 6: ブラジル 政策金利と消費者物価

(資料) CEIC、みずほ銀行

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						
5月29日 (金) タイ	4月	国際収支:経常収支	\$50M	\$1113M	\$2223M	--
29日 (金) マレーシア	4月	マネーサプライM3(前年比)	--	6.50%	7.90%	--
29日 (金) インド	1Q	GDP(前年比)	7.30%	7.50%	7.50%	--
29日 (金) インドネシア	4月	マネーサプライM2(前年比)	--	14.60%	16.00%	16.30%
6月1日 (月) 韓国	5月	貿易収支	\$6200M	\$6320M	\$8488M	\$8498M
1日 (月) 中国	5月	製造業PMI	50.3	50.2	50.1	--
1日 (月) 中国	5月	非製造業PMI	--	53.2	53.4	--
1日 (月) タイ	5月	消費者物価指数(前年比)	-1.10%	-1.27%	-1.04%	--
1日 (月) インドネシア	5月	消費者物価指数(前年比)	7.01%	7.15%	6.79%	--
2日 (火) 韓国	4月	国際収支:経常収支	--	\$8135.7M	\$10391.0M	\$10429.3M
2日 (火) 韓国	5月	消費者物価指数(前年比)	0.40%	0.50%	0.40%	--
2日 (火) シンガポール	5月	購買部景気指数	49.3	50.2	49.4	--
3日 (水) インドネシア	5月	消費者信頼感指数	--	112.8	107.4	--
4日 (木) 韓国	1Q	GDP(前年比)	--	2.50%	2.40%	--
5日 (金) フィリピン	5月	消費者物価指数(前年比)	1.90%	--	2.20%	--
5日 (金) マレーシア	4月	貿易収支MYR	6.00B	--	7.82B	--
8日 (月) 中国	5月	貿易収支	\$44.35B	--	\$34.13B	--
9日 (火) 中国	5月	消費者物価指数(前年比)	1.30%	--	1.50%	--
10日 (水) タイ	6月	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
10日 (水) フィリピン	4月	輸出(前年比)	--	--	2.10%	--
11日 (木) マレーシア	4月	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.90%	--
11日 (木) 韓国	5月	韓国銀行7日間貸付レート	--	--	1.75%	--
12日 (金) インド	4月	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.10%	--
12日 (金) インド	5月	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.87%	--
～15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	10.50%	--	10.10%	--
中東欧・アフリカ						
5月29日 (金) 南アフリカ	3月	貿易収支(ラント)	-4.9B	-2.5B	0.5B	0.0B
6月1日 (月) 南アフリカ	5月	鉱工業製造業PMI	46.7	50.8	45.4	--
4日 (木) ロシア	5月	消費者物価指数(前年比)	15.90%	15.80%	16.40%	--
10日 (水) トルコ	1Q	GDP(前年比)	--	--	2.60%	--
11日 (木) トルコ	4月	経常収支	--	--	-4.96B	--
11日 (木) ロシア	4月	貿易収支	15.6B	--	15.0B	--
11日 (木) 南アフリカ	4月	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	1.20%	--
11日 (木) 南アフリカ	4月	鉱物生産量(前年比)	--	--	18.80%	--
ラテンアメリカ						
5月29日 (金) ブラジル	1Q	GDP(前年比)	-1.80%	-1.60%	-0.20%	--
6月1日 (月) メキシコ	4月	送金総額	\$2134.6M	\$2012.2M	\$2257.9M	\$2254.2M
2日 (火) ブラジル	5月	貿易収支(月次)	\$2400M	\$2761M	\$491M	--
2日 (火) ブラジル	4月	鉱工業生産(前年比)	-8.10%	-7.60%	-3.50%	-3.40%
3日 (水) メキシコ	3月	総設備投資	6.70%	6.60%	1.30%	--
9日 (火) ブラジル	5月	FGVインフレ率IGP-DI(前年比)	4.75%	--	3.94%	--
9日 (火) メキシコ	5月	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.06%	--
10日 (水) ブラジル	5月	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.30%	--	8.17%	--
11日 (木) メキシコ	4月	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.70%	--

(注)2015年6月5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

		2015年 1～5月（実績）	SPOT	6月	9月	12月	2016年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ～ 6.2779	6.2005	6.23	6.20	6.17	6.15	6.14
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7521	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.283	64.006	63.8	64.5	65.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13250	13281	13100	13300	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1137.46	1113.75	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ～ 3.7350	3.6983	3.59	3.62	3.66	3.59	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.841	44.7	45.5	45.3	44.8	44.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3486	1.33	1.35	1.35	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	30.961	31.50	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.92	33.73	34.3	34.5	34.0	33.8	33.2
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	21818	21730	21780	21820	21780	21700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	56.2760	51.00	52.00	52.00	51.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.5252	12.3790	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.7433	2.6704	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 3.3148	3.1336	3.15	3.21	3.30	3.33	3.35
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.6679	15.5402	15.50	15.50	15.00	14.70	14.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 20.063	20.064	19.58	20.00	20.26	20.49	20.20
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.051	16.048	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.853 ～ 1.950	1.944	1.91	1.92	1.92	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.937	0.931	0.932	0.954	0.984	0.984
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 11.217	11.172	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリンギ	(MYR)	32.092 ～ 34.334	33.539	33.98	34.25	34.15	35.10	35.94
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.781	2.767	2.73	2.73	2.76	2.81	2.82
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.15	92.24	91.73	91.85	92.59	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.067	4.019	3.87	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.687	3.56	3.59	3.68	3.73	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5722	0.5702	0.56	0.57	0.57	0.58	0.57
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	2.207	2.39	2.38	2.40	2.47	2.38
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	10.050	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	46.579	45.19	45.09	45.45	45.00	44.29
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ～ 46.148	39.643	38.73	38.63	37.88	37.84	37.01
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ～ 8.199	8.004	7.87	8.00	8.33	8.57	8.67

（注）1. 実績の欄は5月29日まで。SPOTは6月5日の8時40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。

（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。