

## 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

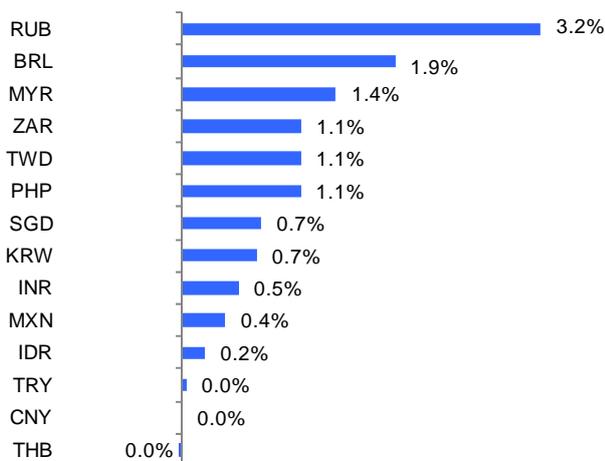
### 今週のエマージングマーケット

#### ハト派の FOMC を受けて新興国通貨は上昇

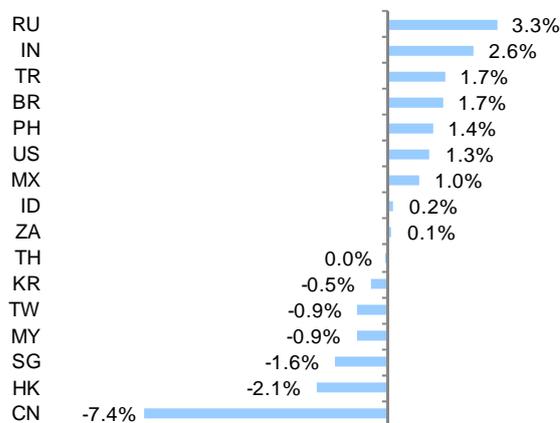
今週の新興国通貨は前週に引き続き上昇した。週初は米経済指標(5月鉱工業生産、5月NY連銀製造業景況指数)の冴えない結果やギリシャ問題を巡る協議の難航で市場のリスクセンチメントが悪化する中、欧米株は軟調に推移し、先進国金利には低下圧力がかかった。しかし、外国為替市場では週央のイベントを控えて様子見ムードが強くなり、主要通貨、新興国通貨とも方向感のない展開が続いた。17日はFOMCを控えてアジア時間終盤からドルがじりじりと買い上げられたが、FRBが公表した経済見通し(the Summary of Economic Projections, SEP)やイエレンFRB議長の記者会見がハト派の内容となると、ドルは殆どの通貨に対して急反落。新興国通貨も大きく買い戻された。

個別通貨では原油価格が底堅い動きを示したこともあり RUB(+3.2%)や BRL(+1.9%)、MYR(+1.4%)、ZAR(+1.1%)といった資源国通貨の上昇が目立った。このうちRUBは輸出企業の納税に伴うRUB買い需要がサポート材料となったとの声が聞かれた。またブラジル中銀はBRL防衛のための通貨スワップのロールオーバー規模を縮小したが大きな材料にはならなかった。一方でアジア通貨は全般に上値の重い展開。特に5月貿易統計が弱い結果となったIDRや中銀による追加緩和観測が広がったTHBがアンダーパフォームした。

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ตันบูล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

### FOMC を終えてドル高は一旦小休止か

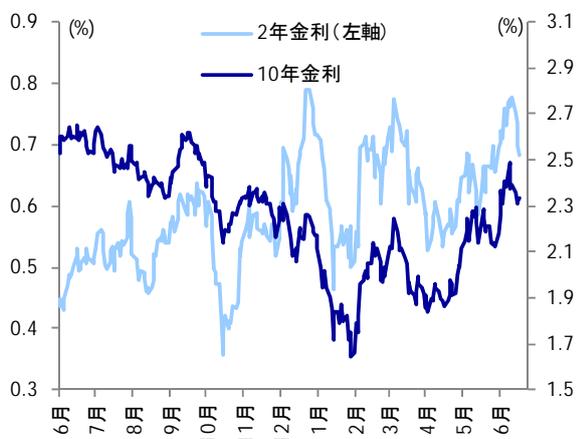
過去3か月間でFOMC参加者の利上げ意欲は後退

今週は17日のFOMCを経てドルが広範に下落し、新興国通貨は上昇した。FOMCではSEP中の参加者の政策金利予測(所謂ドットチャート)が下方修正され、これがハト派と解された。具体的には2016年末、2017年末のFFレート予測値(中央値)がそれぞれ25bpずつ引き下げられた。初回利上げ時期との関係で注目される2015年末に関しては中央値こそ0.625%(0.50~0.75%)で動かなかったものの、年内1回の利上げ(すなわち12月会合での利上げ開始)を意味する0.375%(0.25~0.50%)を予測する参加者が3月時点の1名から5名に増加した。市場では直近3か月間におけるFOMC参加者の利上げ意欲の後退が示されたと評価されたほか、後述するようにキャスティングボートを握るイエレンFRB議長が年内1回の利上げを主張するグループに入った可能性(従来は年内2回の利上げを支持していると考えられていた)も指摘されており、勢いを増していた9月利上げ開始期待が後退することとなった。

9月利上げの可能性は残る

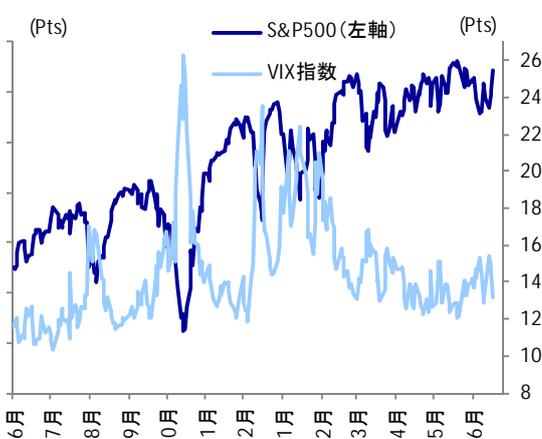
しかし、筆者は初回利上げの時期に関して依然として予断を許さない状況だと考えている。確かに投票権を持つメンバーに限った票読みでは年内利上げ1回派が増加し、1回派と2回派の勢力図は今や5分5分になったとみられる。ただこの中にはイエレン議長の判断に同調すると見込まれるメンバーも多く、最終的には同議長の判断が決定打となりそうな情勢である。他方、当のイエレン議長の記者会見は景気見通しに関して慎重な姿勢を維持するハト派の内容となったが、利上げについては主に、「初回利上げの重要性を過剰に述べるべきではない」とするに止まり、時期に関して何らの言質も与えていない(むしろ当該発言は深読みすれば、9月の利上げを所与としたもののようにも受け取れる)。いずれにせよ今回増加した年内1回の利上げを支持する参加者の

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

中にイエレン議長が含まれると決めつけるのは尚早である。同議長の立ち位置は今後のデータ次第で変わり得るとの認識でいたほうが無難だろう。このように考えた場合、極短期的には一旦 FRB の利上げを材料にしたドル高は小休止となるだろうが、これは長続きせず、次回雇用統計の発表が近付けばまたすぐに利上げ開始時期が市場のドライバーになる局面が訪れる可能性が高い。

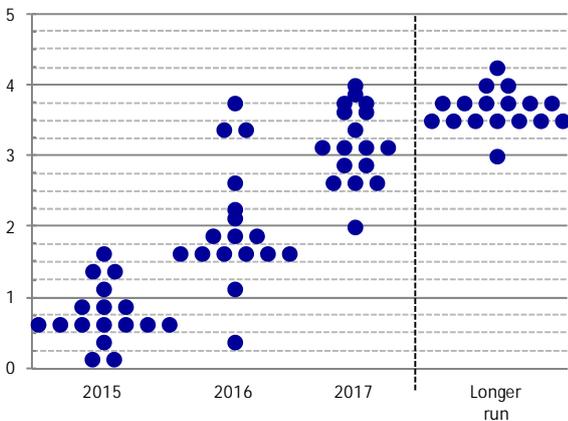
新興国通貨の中長期的な見通しは利上げペースに依存

一方で中長期的な視点に立った場合、米国の利上げ開始が9月か12月かといった議論はあまり大きな意味を持たない。米国の出口戦略に伴う新興国からの資本流出圧力の大きさや持続性を占う上では、イエレン議長が強調するように、やはり利上げのペースが重要となる。この点、ドットチャートや議長会見にて示された通り、今次引き締めサイクルでの利上げペースは過去の例に比べてかなり抑制されたものとなる公算が大きい。我々は従前より米国の初回利上げが終わればドル高が一服し、新興国通貨に反発の余地が生まれるとしてきたが、こうした見方の蓋然性は以前より増していると言えるだろう。足許では通貨安を志向している新興国も多く、ドル高圧力の弱まりが直ちに新興国通貨高に繋がるかは国毎にまちまちであろうが(ドル高圧力の緩和とともに金融・財政政策を緩和方向に転換する国は多そうだ)、少なくとも新興国市場や景気の見通しにとって、こうした動きはポジティブな展開である。

市場の焦点はFRBから  
ギリシャ問題に

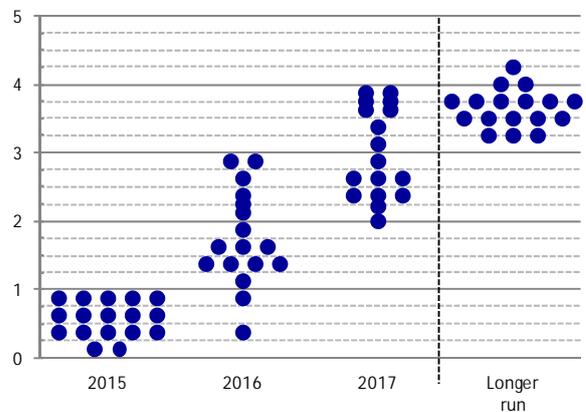
来週の新興国通貨は横ばいを見込む。欧州にてギリシャのデフォルト・ユーロ離脱懸念が熾ぶっており、関連するヘッドラインを受けた市場のリスクセンチメントの動向が新興国市場のメインドライバーとなるだろう(イベントでは25~26日に首脳会合が開催される)。米国では5月の住宅販売統計、耐久財受注、個人所得/消費支出等が発表となるが、前述の通りFOMCを通過した後でトレンドは出にくいだろう。新興国ではトルコ(23日)、フィリピン(25日)の金融政策決定会合、ブラジルのインフレレポート、経済指標では中国6月HSBC製造業PMI等に注目が集まる。

図表 3: SEP ドットチャート(2015年3月)



(資料)FRB、みずほ銀行

図表 4: SEP ドットチャート(2015年6月)



(資料)FRB、みずほ銀行

エマージングマーケット: 国別の注目材料

トルコ: 金融政策決定会合プレビュー

政策変更は考えにくい  
引き続き政治情勢を注視

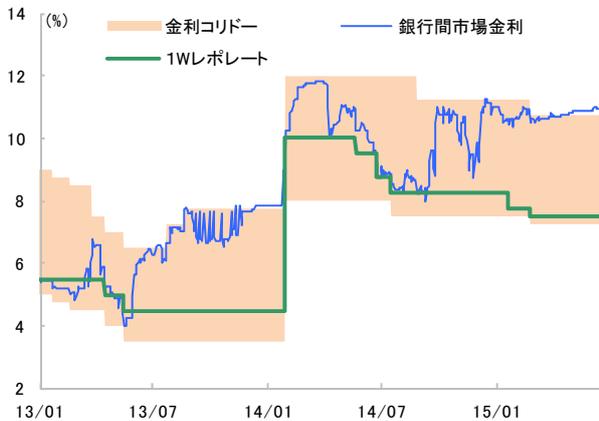
23日(水)に開催されるトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、政策据え置きを予想する。7日の総選挙で与党公正発展党(AKP)が過半数割れとなったことで、経済的に指導力があるエルドアン大統領の影響力低下が懸念される事態となった。これを受けて選挙後にTRYは大幅に下落しており、CBRTは9日にドル高・ユーロ高抑制を目的に1週間物貸出金利のドル建てを4.0%から3.5%、ユーロ建てを2.0%から1.5%にそれぞれ引き下げた。今回会合に際しては、5月CPI(前年比+8.09%、4月同+7.91%)や1~3月期GDP(前年比+2.3%、市場予想:同+1.7%)の上振れや、エルドアン大統領の影響力低下によりCBRTがTRY防衛やインフレ目標達成のために利上げを行いやすくなったと見る向きもある。しかしながら国内政治は組閣に向けた連立協議の只中であり、そうした状況下での金融政策の180度転換は極めて考えにくい。上述の外貨建て貸出金利の引き下げもCBRTの基本的なスタンスが変わっていないことの証左である。以上を踏まえると、今会合は現状維持が濃厚であるが、とはいえ国内政治の動向次第ではTRY売り圧力が再燃し、CBRTが利上げに追い込まれる可能性も否定できない。TRY相場を巡ってはダウンサイドリスクを意識しながら、政治情勢を見守っていく必要がある。

フィリピン: 金融政策決定会合プレビュー

BSPは政策据え置きへ  
景気に対する楽観的姿勢が  
維持されよう

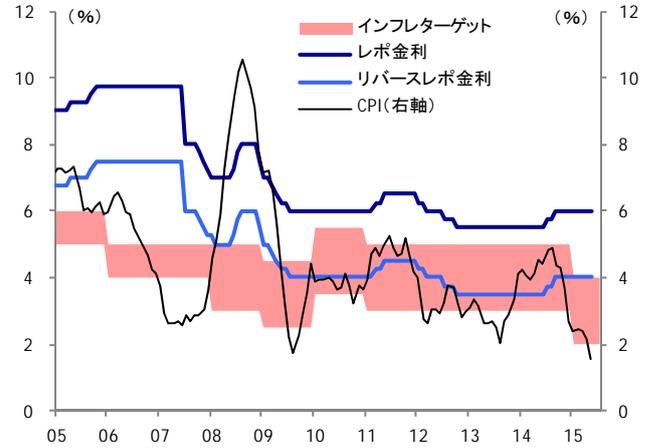
25日(木)に開催されるフィリピン中央銀行(BSP)の金融政策決定会合では、政策金利が4.00%に据え置かれると予測する。5月14日の前回会合では、足許の物価がBSPの目標(+2.0%~4.0%)に収まっていること等を背景に政策金利が据え置かれた。会合後に発表された指標をみると、5月CPIは同+1.6%と4月同+2.2%から上昇幅が縮小し、BSPの目標を下回っている。また、政府支出の大幅減速を背景に1~3月期GDPは前年比+5.2%と、10~12月

図表 5: トルコ 政策金利と銀行間市場金利



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 6: フィリピン 政策金利と物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

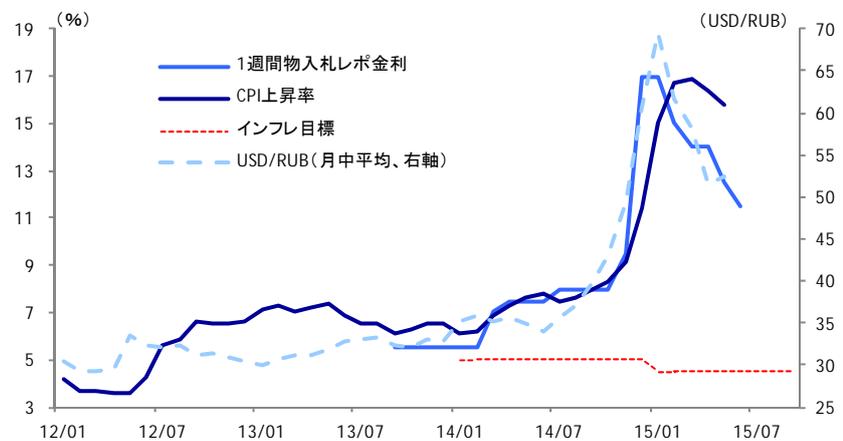
期の同+6.6%から伸び率が低下しており、政府内では 2015 年の成長率目標 (+7.0%~8.0%) 未達の懸念が浮上している。他方、テタンコ BSP 総裁は先行きのインフレ期待が維持されていることや、今後の政府支出拡大が見込まれることを理由に金融緩和による景気下支えを否定している。実際、足許のインフレ率低下は 2013 年 9 月頃から始まり 2014 年 7 月にピークをつけた米価上昇(政府が自給率上昇を目的に輸入抑制を行う中、大雨や台風などの天候不順により発生)の反動が背景にあるとみられ、この影響が一巡する今年の 7 月以降はインフレ率上昇が見込まれる。また、政府は公共投資の事前計画改善や計画推進の円滑化等の取り組みを行っており政府支出の回復も期待される。そのため、BSP は今会合にて金融政策を据え置く可能性が高いほか、インフレ圧力と成長率回復期待を背景に、今後も当分の間は現状の金融政策を維持する見込みである。

**ロシア：100bp の利下げを実施。今後数か月は利下げの余地が狭まる**

今後の利下げはより小刻み  
となりそう

ロシア中銀(CBR)は 15 日の金融政策決定会合にて市場予想通り政策金利を 100bp 引き下げ、11.5%とした。利下げは今年 4 回目であり、昨年 10 月以降に実施した計 900bp の利上げのうち、今回で 550bp を戻したことになる。CBR は内需の低下と 2~5 月の RUB 高を背景にインフレリスクが後退したとし、1 年先の物価予測を「7%以下」と、前回会合時の「8%以下」から引き下げた。また 2017 年には物価目標である 4%まで低下するとの見方を示し、こうした物価見通しの改善と国内景気の低迷を理由に今後も金融緩和を続けていくとした。一方で根強いインフレ期待、管理価格の引き上げや財政支出の拡大等を物価上振れ要因として挙げ、特に今後数か月は潜在的な金融緩和余地は限られると指摘している。以上を踏まえれば、CBR が昨年の利上げの巻き戻しを継続するとの見方に変化はないものの、年の後半の利下げは物価や金融市場の動向を見ながらより小刻み(25~50bp)なものとなる公算が大きい。

**図表 7:ロシア 政策金利と物価、RUB 相場**



(資料)CEIC、みずほ銀行

資本財輸入の減少が設備  
投資の鈍化を示唆

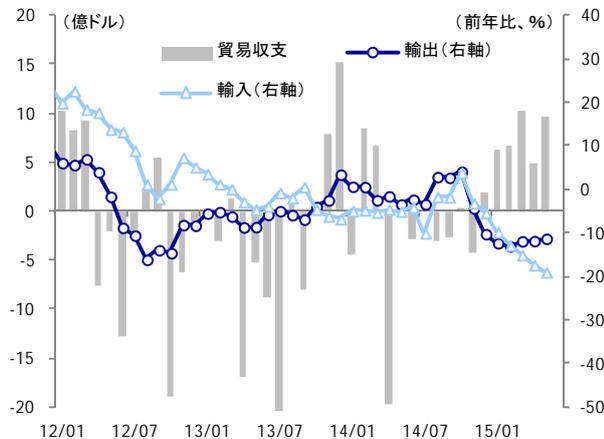
**インドネシア：5月貿易統計は輸出入ともに大幅減少**

15日に発表されたインドネシアの5月貿易統計では輸出が前年比▲15.2%（市場予想：同▲8.1%、前月：同▲8.3%）、輸入が前年比▲21.4%（市場予想：同▲12.4%、前月：同▲22.3%）と、輸出入ともに大きく減少した結果、貿易収支は+9.6億ドルと昨年12月以降6か月連続の黒字を記録した。輸出の内訳をみると、商品価格の低迷を背景に石油・ガス（4月同▲45.0%→5月同▲42.3%）の大幅減が続いた。また、石油・ガスを除くコア輸出（4月同±0.0%→5月同▲10.1%）は、鉱石等（4月同▲13.8%→5月同▲5.9%）のマイナス幅が縮小したが、工業製品（4月同+1.5%→5月同▲10.7%）や農作物（4月同+4.7%→5月同▲8.0%）が減少に転じたことで、押し下げられた。輸入については、石油・ガスが同▲43.9%と減少した。コア輸入（同▲13.9%）では、内需の低迷を背景に消費財輸入（4月同▲19.4%→5月同▲9.7%）の減少が続いたほか、資本財輸入（4月同▲23.8%→5月同▲17.8%）も減少している。資本財輸入の動向は、進捗の遅れが指摘されていた公共投資の進捗状況を見るうえで注目されたが、今月の結果を見る限り公共投資は依然として停滞している模様だ。

BI会合は現状維持  
当面は様子見が続くか

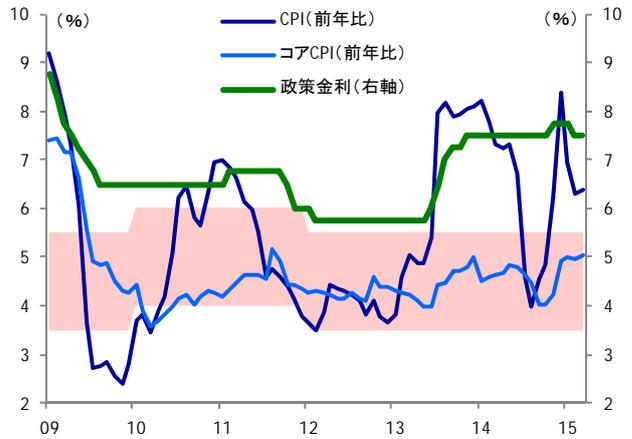
他方、インドネシア中銀は18日に開催された金融政策決定会合にて市場予想通り、各種政策金利の据え置きを決めた。声明文に目立った変更は無く、物価については引き続き原油価格やIDR相場といったリスク要因を注視していくとし、景気見通しについては外需の低迷や公共投資の遅れで4~6月期まで低成長が続くが、年の後半には加速するとの見方を維持した。声明文や会合後のカンファレンスの内容を踏まえるとBIは当面現状の政策を維持する公算が大きい。

**図表 8: インドネシア 貿易収支**



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※輸出、輸入は3か月移動平均値

**図表 9: インドネシア 政策金利と物価**



(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
<b>エマージングアジア</b>						
6月12日 (金)	インド	4月 鉱工業生産(前年比)	1.50%	4.10%	2.10%	--
6月12日 (金)	インド	5月 消費者物価指数(前年比)	5.00%	5.01%	4.87%	--
6月15日 (月)	インド	5月 貿易収支	-\$11.0B	-\$10.4B	\$11.0B	--
6月15日 (月)	インド	5月 卸売物価(前年比)	-2.50%	-2.36%	-2.65%	--
6月15日 (月)	インドネシア	5月 貿易収支	\$661M	\$955M	\$454M	\$477M
6月15日 (月)	シンガポール	4月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	-0.70%	-3.20%	-3.40%
6月15日 (月)	フィリピン	4月 海外送金(前年比)	8.30%	5.10%	11.30%	--
6月18日 (木)	インドネシア	6月 インドネシア銀行レファレンス・レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
6月19日 (金)	フィリピン	5月 総合国際収支	--	--	\$380M	--
6月19日 (金)	マレーシア	5月 消費者物価指数	2.10%	--	1.80%	--
6月23日 (火)	中国	6月 HSBC中国製造業PMI	49.4	--	49.2	--
6月23日 (火)	シンガポール	5月 消費者物価指数	-0.30%	--	-0.50%	--
6月24日 (水)	台湾	5月 鉱工業生産	1.42%	--	1.06%	--
6月25日 (木)	タイ	5月 貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$523M	--
6月25日 (木)	韓国	6月 消費者信頼感	--	--	105.0	--
6月25日 (木)	フィリピン	4月 貿易収支	--	--	\$264M	--
6月25日 (木)	フィリピン	6月 BSP翌日物借入金利	--	--	4.00%	--
6月25日 (木)	フィリピン	6月 フィリピン中銀 特別預金口座金利	--	--	2.50%	--
6月26日 (金)	シンガポール	5月 鉱工業生産(前年比)	-3.50%	--	-8.70%	--
6月26日 (金)	インドネシア	5月 マネーサプライM2(前年比)	0.00%	0.00%	14.60%	14.90%
<b>中東欧・アフリカ</b>						
6月11日 (木)	南アフリカ	4月 製造業生産(季調済/前月比)	0.40%	-2.00%	1.20%	--
6月11日 (木)	南アフリカ	4月 鉱物生産量(前年比)	7.40%	7.70%	18.80%	19.50%
6月15日 (月)	ロシア	1Q GDP(前年比)	-1.90%	-2.20%	-1.90%	--
6月16日 (火)	ロシア	5月 鉱工業生産(前年比)	-3.80%	-5.50%	-4.50%	--
6月17日 (水)	南アフリカ	5月 消費者物価指数(前年比)	4.50%	4.60%	4.50%	--
6月17日 (水)	南アフリカ	4月 小売売上高(実質値、前年比)	2.10%	3.40%	2.00%	2.50%
6月18日 (木)	ロシア	5月 実質小売売上高	-10.00%	-9.20%	-9.80%	-9.60%
6月22日 (月)	トルコ	6月 消費者信頼感指数	--	--	64.3	--
6月23日 (火)	トルコ	6月 指標レートの	7.50%	--	7.50%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
6月16日 (火)	ブラジル	4月 小売売上高(前年比)	-1.80%	-3.50%	0.40%	0.30%
6月16日 (火)	ブラジル	4月 広義小売売上高(前月比)	-0.50%	-0.30%	-1.60%	-1.80%
6月19日 (金)	ブラジル	4月 経済活動(前年比)	-2.50%	--	0.54%	--
6月22日 (月)	ブラジル	5月 経常収支	--	--	-\$6901M	--
6月22日 (月)	メキシコ	4月 小売売上高(前年比)	5.20%	--	5.50%	--
6月22日 (月)	メキシコ	4月 小売売上高(前月比)	--	--	0.20%	--
6月24日 (水)	メキシコ	4月 経済活動IGAE(前年比)	2.20%	--	2.65%	2.70%

(注)2015年6月19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
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.2779	6.2081	6.23	6.20	6.17	6.15	6.14
香港ドル	(HKD)	7.7497 ~ 7.7744	7.7525	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 64.283	63.733	63.8	64.5	65.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	13307	13100	13300	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1137.46	1107.12	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.7090	3.59	3.62	3.66	3.59	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	44.924	44.7	45.5	45.3	44.8	44.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.3941	1.3346	1.33	1.35	1.35	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 32.040	30.744	31.50	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.92	33.64	34.3	34.5	34.0	33.8	33.2
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21840	21810	21730	21780	21820	21780	21700
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 71.8030	52.5047	51.00	52.00	52.00	51.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	12.2477	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.7433	2.7154	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 3.3148	3.0602	3.15	3.21	3.30	3.33	3.35
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.3345	15.50	15.50	15.00	14.70	14.30
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	18.666 ~ 20.063	19.823	19.58	20.00	20.26	20.49	20.20
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.051	15.873	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.853 ~ 1.950	1.931	1.91	1.92	1.92	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.925	0.931	0.932	0.954	0.984	0.984
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 11.217	11.134	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	33.121	33.98	34.25	34.15	35.10	35.94
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.781	2.734	2.73	2.73	2.76	2.81	2.82
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ~ 92.15	92.20	91.73	91.85	92.59	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 4.067	4.003	3.87	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.658	3.56	3.59	3.68	3.73	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ~ 0.5722	0.5643	0.56	0.57	0.57	0.58	0.57
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.652	2.392	2.39	2.38	2.40	2.47	2.38
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	10.047	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ~ 52.258	45.319	45.19	45.09	45.45	45.00	44.29
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ~ 46.148	40.181	38.73	38.63	37.88	37.84	37.01
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ~ 8.199	8.026	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19日の8時50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。