

## 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

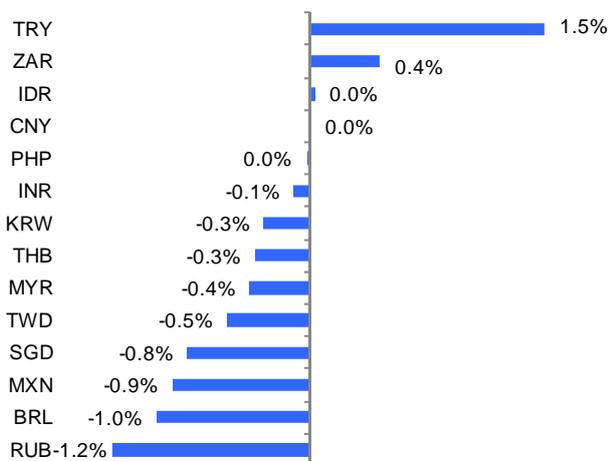
### 今週のエマージングマーケット

#### FOMC を受けたドル売りは続かず新興国通貨は反落

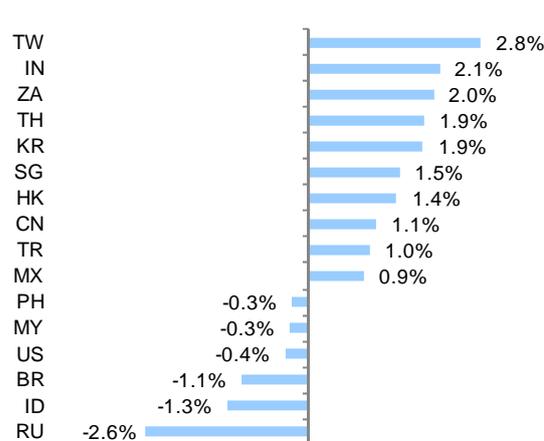
新興国通貨は下落。米利上げ観測やギリシャ懸念が重石となった。週初はギリシャが先週末に新たな改革案を提示したことが好感され、市場のリスクセンチメントが改善。米金利の上昇とともにドルも緩やかに上昇したが、このタイミングでは新興国通貨も買われた。しかし、23日に入るとパウエル FRB 理事によるタカ派コメントを受けて9月利上げ期待が再燃し、ドルは上げ幅を拡大、新興国通貨は反落。24日も米1～3月期GDP3次速報値の良好な結果を受けてドル高新興国通貨安の流れ。その後ユーロ圏財務相会合の協議物別れでリスクオフムードが広がりドルは上げ幅を縮小したが、新興国通貨は上値の重い展開が続いた。25日はギリシャ問題が尾を引く中、終日方向感のない展開となった。

個別通貨では、総選挙結果を巡って与党 AKP が連立政権を樹立するとの観測が高まった TRY が強い動きをみせ+1.5%の上昇。一方、週央まで上昇していた原油価格の反落が嫌気され、RUB(▲1.2%)、MXN(▲0.9%)、MYR(▲0.4%) が軟調な動きを示した。ウクライナ情勢を巡って EU がロシアへの制裁を延長したことを受けて、ロシアは欧米の農水産物輸入を禁止する報復制裁を1年間延長したが市場の反応は限定的だった。このほか国営石油会社ペトロブラスの汚職事件を巡る捜査で政治不透明感が増した BRL も▲1.0%軟化した。

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

### 雇用統計でサプライズなければじり安が継続

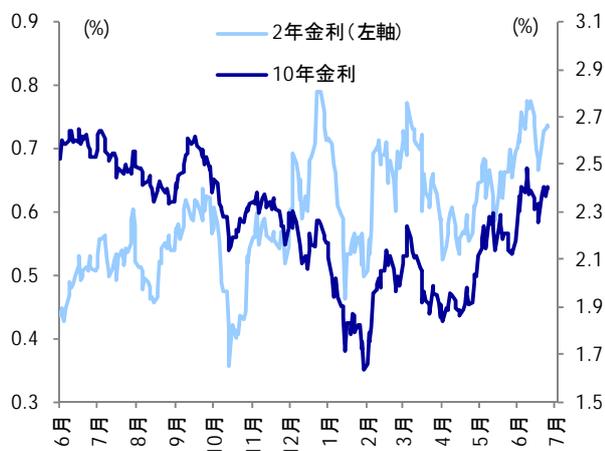
今後も米利上げ観測に振られる相場が続きそう

予想通り、FOMC 後のドル売り・新興国通貨買いは長続きせず、米国住宅指標の上振れやパウエル FRB 理事の発言を受けて米国の利上げに注目が移ると新興国通貨は下落に転じた。パウエル理事は「9 月利上げの確率は五分五分といったところ」と発言し、自身は9 月と12 月の年2 回の利上げを予想しているとした。先週の本欄にて指摘した通り、キャスティングボートを握ると思われるイエレン FRB 議長の立ち位置は明確ではなく、初回利上げに関しては引き続きデータ次第で9 月もあり得るとのスタンスで臨むべきである。今後も FRB から明確なシグナルが出るまでは米国経済指標や FRB 高官発言に振られる相場が続きそうだが、この意味で来週2 日(木)に発表される米6 月雇用統計は重要である。

雇用統計が予想通りなら  
新興国通貨はじり安が継続

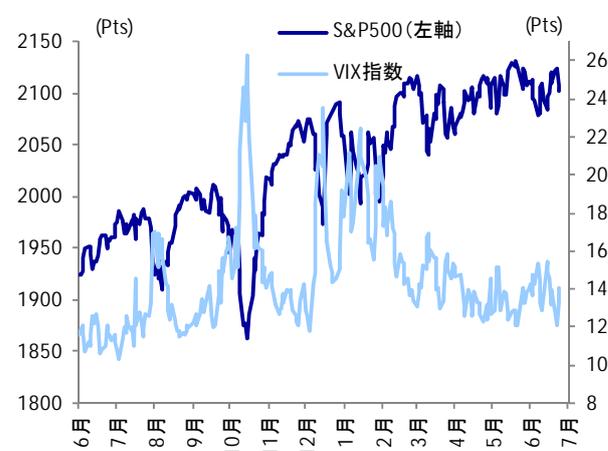
但し、雇用統計に相応のサプライズ(非農業部門雇用者数変化で前月比+25 万人以上、あるいは同+20 万人以下)が無い限り、市場の利上げ観測に方向感はないだろう。仮に市場予想の同+22.0 万人程度に落ち着いた場合、新興国通貨はこれまで通り、上下に振れながらのじり安といった展開が続くことになりそうだ。一方、今週の住宅指標や1~3 月期 GDP3 次速報など、市場は強めの指標により反応しやすい地合いとなっており、雇用統計前の6 月消費者信頼感指数や6 月 ISM 製造業景況指数の上振れにも注意が必要だろう。新興国では1 日(水)に発表される韓国、インドネシア、タイの5 月消費者物価指数(CPI)及び中国6 月製造業/非製造業 PMI、3 日(金)のマレーシア5 月貿易収支、トルコ6 月 CPIが重要である。指標以外では後述するように中国政府が預貸比率規制の撤廃を決めたこともあり、中国人民銀行(PBoC)による預金準備率(RRR)引き下げが実施される可能性を意識しておきたい。

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

### 中国: 預貸比率規制を撤廃へ

当局は銀行貸出の伸び悩みを問題視

中国政府は 24 日、銀行貸出に関する 75%の預貸比率規制を定めた商業銀行法を改正し、同規制を撤廃する方針を固めた(実施時期は未定で全国人民代表大会(全人代)常務委員会の承認が必要)。同規制の撤廃は銀行の貸出余力を拡大させ、新規貸出促進に寄与するほか、銀行による貸出予枠確保のための預金金利引き上げ競争やこれに伴う季節的な流動性低下を緩和する効果も見込まれる。またこれまで同規制の抜け道としてオフバランスの理財商品が使われていたこともあり、シャドーバンキングの抑制にも繋がりそうだ。ただ政府及び PBoC は昨年来の利下げの効果が銀行貸出に及んでおらず貸出金利が高止まりしていることを問題視しており、今回の措置は主にそうした状況への的を絞った対応であると思われる。

短期的な効果は限定的だが追加金融緩和の可能性は高まる

しかし、銀行融資の促進に関して短期的な効果は限定的とみられる。足許で 4 大国有銀行の預貸比率が 68.6%~73.8%に留まっていることからわかるように、貸出の低迷は需要の減退や企業の収益性悪化を受けた銀行の貸出態度硬化が主因であり、預貸比率規制によるものではない。中小銀行では融資を増やすところもありそうだが、国全体でみた融資総額に与える影響は限られよう。また規制が撤廃されても預貸比率は引き続き銀行経営の健全性の指標として当局の管理対象となるため、銀行が同比率を大きく悪化させる可能性は低いとの指摘もある。とはいえ、今回の決定により当局の景気下支えに対する強い意向を確認できたことは心強い。預貸比率規制の撤廃により預金準備率(RRR)や基準金利引き下げの効果はこれまでよりも高まる。近いうちに追加金融緩和(過去のパターンでは次の一手は RRR 引き下げが濃厚)が実施される可能性は高まったと言えるだろう。

### 中国: 製造業 PMI が 2 か月連続の上昇

PMI は改善も引き続き水準は低く、当局のサポートが必要

23 日に発表された中国 6 月 HSBC/Markit 製造業 PMI(速報値)は 49.6 と市場予想の 49.4 を小幅に上回り、2 か月連続で上昇した。詳細項目では先行性のある受注や輸出受注、仕入価格等が上昇する一方、雇用や出荷価格、在庫等が低下した。指標発表元のレポートによれば、「購買行動が一か月にわたってわずかに増加する中で、生産が改善している兆しがみられる。他方、内外需とも弱いなかで企業の成長期待は低迷し、製造業雇用は過去半年間で最速のペースで削減された」としている。受注指数の改善など景気悪化のペースが和らいだ兆しは見えてとれるものの、指数自体は引き続き 50 を下回っており、楽観には程遠い状況である。7%の成長率目標達成は依然として厳しい状況と言え、政府・中銀による的を絞った緩和は継続していくだろう。

政治情勢が落ち着くまでは  
政策変更は考えにくい

**トルコ:CBRT は予想通りの現状維持**

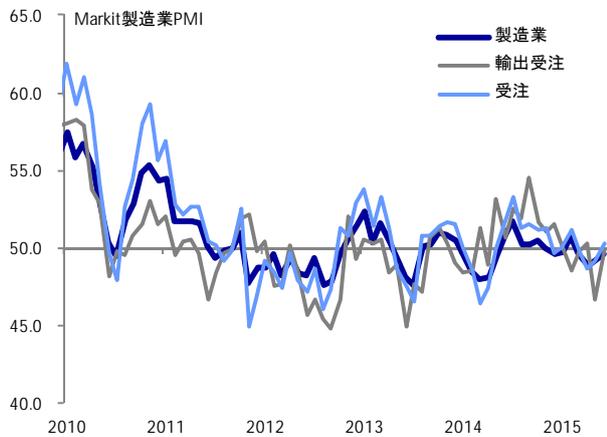
23 日の金融政策決定会合にて、トルコ中銀 (CBRT) は予想通り金融政策の現状維持を決定した。声明文では、食品価格の下落を背景に短期的なインフレ率低下の見通しが示されたが、足許の為替動向が基調物価改善の重石となっていることが指摘されている。また、金融政策においては、金融市場の不確実性とエネルギーや食品価格のボラティリティーを受けて慎重姿勢の維持が必要だとしている。これまで中銀への介入を積極的に行ってきたエルドアン大統領の影響力が低下することで、CBRT がタカ派姿勢を強化すると見る向きも一部であったが、ゼイベクチ経済相が利下げを求めるなど、依然として政府からの緩和催促は続いている。新聞僚に親市場派の人物が起用されるとの観測もでており、今後 CBRT の独立性が向上することは考えられるが、少なくとも国内政治情勢が落ち着きを取り戻すまでは、CBRT が政策スタンスを大きく転換する公算は小さいだろう。

MHP との連立の可能性が高まる

**トルコ:28 日の組閣命令で連立交渉が本格化**

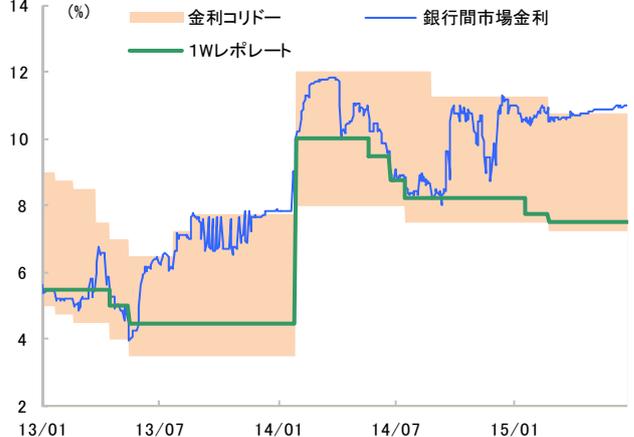
6 月 24 日、エルドアン大統領は選挙結果の確定 (19 日) を受けて国会を召集した。28 日にも与党公正発展党 (AKP) に組閣が命じられ、連立協議が本格化するとみられる。AKP との連立可能性が最も高いとされているのは右派政党の民族主義者行動党 (MHP) であり、可能性は 6 割程度との観測が伝わっている。また、中道左派の共和人民党 (CHP) は党首が連立には前向きであるものの、党内で連立に否定的な意見が大勢を占めているようだ。他方、クルド系の国民民主主義党 (HDP) は連立に否定的で、応じる可能性が最も低いとされている。組閣命令から 45 日以内に政権が発足しない場合、大統領は再選挙を行うことができる。そのため、再選挙が可能となる 8 月中旬までに連立協議がまとまらない場合、政治を巡る不確実性が再び高まるだろう。TRY は政治情勢が安定するまでは上値の重い軟調な推移となる見込みである。

**図表 3: 中国 HSBC 製造業 PMI**



(資料) Markit、みずほ銀行

**図表 4:トルコ 政策金利と銀行間市場金利**



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

コア CPI の鈍化は政府の  
財政プログラムが主因

**シンガポール: コア CPI は減速も通貨政策への影響は限定的か**

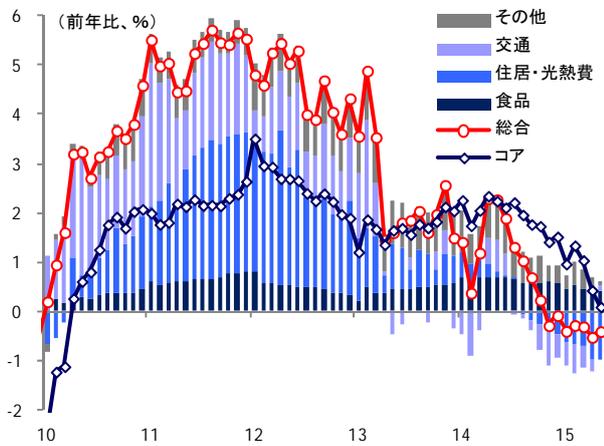
23 日に発表されたシンガポール 5 月 CPI は前年比▲0.4%と、前月(同▲0.5%)からマイナス幅が縮小した。他方、家賃と自動車取得価格を除くコア CPI は同+0.1%と市場予想を下回り、前月の同+0.4%から減速した。コア CPI の内訳をみると、衣類・靴(4 月同▲2.0%→5 月同±0.0%)やヘルスケア(4 月同▲0.4%→5 月同▲0.2%)が前月からマイナス幅を縮小したが、家庭用耐久財・サービス(4 月同+1.7%→5 月同▲2.0%)が大幅に減速して全体を押し下げた。シンガポール金融管理局(MAS)及びシンガポール通商産業省(MIT)によると、サービス物価の低下は国内の外国人労働者への課税額の引き下げや、国家資格・審査料金の免除といった政府の政策に依るところが大きい。そのため、5 月のコア CPI の落ち込みは一時的な動きとみられ、MAS の 2015 年インフレ見通しもコアで+0.5~1.5%、総合で▲0.5~+0.5%と据え置かれている。足許のコア CPI 低下で MAS がタカ派姿勢を軟化させる可能性は低い。

フィリピン経済は年後半に  
加速へ  
追加緩和の余地は小さい

**フィリピン: 中銀はインフレ見通しを 2.1%に引き下げたが**

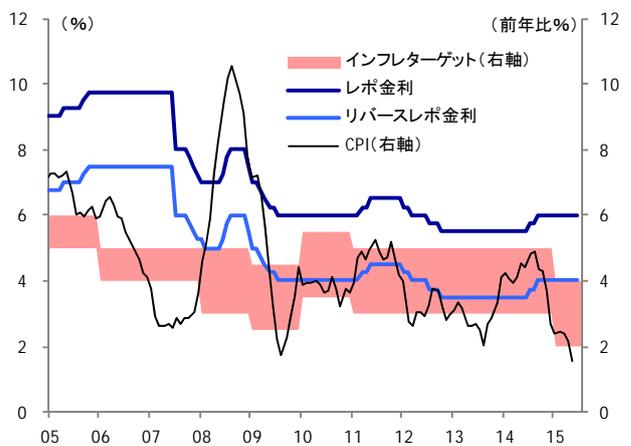
フィリピン中央銀行(BSP)は 25 日の金融政策決定会合にて予想通り政策金利(4.0%)及び短期特別預金口座(SDA)の適用金利(2.5%)を据え置いた。声明では、5 月 CPI の鈍化(4 月:前年比+2.2%→5 月:同+1.6%)を受けて、2015 年のインフレ見通しを従前の+2.3%から目標レンジ(+2~4%)下限付近の+2.1%へ引き下げる一方、先行きについては上振れ要因(エルニーニョ現象による食品価格の上昇、光熱費の上昇)、下振れ要因(世界経済回復の遅れ)をそれぞれ指摘し、リスクは均衡しているとした。国内経済については個人消費や政府支出に支えられているとした上で、今後は大規模な公共投資が景気の牽引役となるとの見方を示した。我々も公共投資の加速が年後半の同国経済を押し上げ、インフレも底打ちするとみているが、この通りとなれば金融緩和の余地は小さい。引き続き、当面の政策維持を予想する。

**図表 5: シンガポール 消費者物価指数**



(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

## 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19日 (金)	フィリピン	5月 総合国際収支	--	-\$58M	\$380M	--
19日 (金)	マレーシア	5月 消費者物価指数	2.10%	2.10%	1.80%	--
23日 (火)	中国	6月 HSBC中国製造業PMI	49.4	49.6	49.2	--
23日 (火)	シンガポール	5月 消費者物価指数	-0.40%	-0.40%	-0.50%	--
25日 (木)	タイ	5月 貿易収支(通関 <sup>レ</sup> ス)	--	--	-\$523M	--
25日 (木)	韓国	6月 消費者信頼感	--	99.0	105.0	--
25日 (木)	フィリピン	4月 貿易収支	--	-\$301M	\$264M	--
25日 (木)	フィリピン	6月 BSP翌日物借入金利	--	4.00%	4.00%	--
26日 (金)	シンガポール	5月 鉱工業生産(前年比)	-2.60%	--	-8.70%	--
26日 (金)	インドネシア	5月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	14.60%	14.90%
30日 (火)	韓国	5月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.70%	--
30日 (火)	タイ	5月 貿易収支	--	--	\$1707M	--
30日 (火)	タイ	5月 国際収支:経常収支	--	--	\$1113M	--
30日 (火)	タイ	5月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.50%	--
7月1日 (水)	韓国	6月 貿易収支	--	--	\$6320M	\$6301M
1日 (水)	中国	6月 製造業PMI	--	--	50.2	--
1日 (水)	中国	6月 非製造業PMI	--	--	53.2	--
1日 (水)	タイ	6月 消費者物価指数(前年比)	--	--	-1.27%	--
1日 (水)	中国	6月 HSBC中国製造業PMI	49.6	--	49.6	--
1日 (水)	インドネシア	6月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.15%	--
1日 (水)	韓国	6月 消費者物価指数(前年比)	0.70%	--	0.50%	--
1~14日	インドネシア	6月 消費者信頼感指数	--	--	112.8	--
2日 (木)	韓国	6月 国際収支:経常収支	--	--	\$8135M	--
2日 (木)	シンガポール	6月 購買部景気指数	--	--	50.2	--
3日 (金)	中国	6月 HSBC中国サービス業PMI	--	--	53.5	--
3日 (金)	マレーシア	5月 貿易収支MYR	5.40B	--	6.89B	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
6月22日 (月)	トルコ	6月 消費者信頼感指数	--	66.4	64.3	--
23日 (火)	トルコ	6月 指標レート	7.50%	7.50%	7.50%	--
30日 (火)	南アフリカ	5月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	8.38%	--
30日 (火)	南アフリカ	5月 貿易収支(ラ <sup>ン</sup> ド)	--	--	-2.5B	--
7月1日 (水)	ロシア	1Q 経常収支	--	--	23542M	--
1~2日	ロシア	1Q GDP(前年比)	--	--	-2.20%	--
3日 (金)	トルコ	6月 消費者物価指数(前年比)	--	--	8.09%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
6月19日 (金)	ブラジル	4月 経済活動(前年比)	-2.50%	-3.13%	0.54%	0.69%
22日 (月)	ブラジル	5月 経常収支	-\$4600M	-\$3366M	-\$6901M	--
22日 (月)	メキシコ	4月 小売売上高(前年比)	5.20%	4.60%	5.50%	--
24日 (水)	メキシコ	4月 経済活動IGAE(前年比)	2.25%	2.09%	2.65%	--
26日 (金)	ブラジル	6月 FGV消費者信頼感	--	--	85.1	--
29日 (月)	ブラジル	6月 FGVインフラIGPM(前年比)	5.56%	--	4.11%	--
7月1日 (水)	メキシコ	5月 送金総額	--	--	\$2012M	--
2日 (木)	ブラジル	6月 貿易収支(月次)	--	--	\$2761M	--
2日 (木)	ブラジル	5月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.60%	--
3日 (金)	メキシコ	4月 総設備投資	--	--	6.60%	--

(注)2015年6月26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	6.2092	6.23	6.20	6.17	6.15	6.14
香港ドル	(HKD)	7.7497 ~ 7.7744	7.7518	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 64.283	63.625	63.8	64.5	65.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	13328	13100	13300	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1137.46	1110.20	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.7575	3.59	3.62	3.66	3.59	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	45.099	44.7	45.5	45.3	44.8	44.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.3941	1.3428	1.33	1.35	1.35	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 32.040	30.943	31.50	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.92	33.76	34.3	34.5	34.0	33.8	33.2
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21840	21838	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	54.7227	51.00	52.00	52.00	51.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	12.1065	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.7433	2.6549	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	3.1275	3.15	3.21	3.30	3.33	3.35
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.4897	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	19.900	19.58	20.00	20.26	20.49	20.20
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.051	15.940	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.853 ~ 1.950	1.942	1.91	1.92	1.92	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.927	0.931	0.932	0.954	0.984	0.984
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 11.217	11.119	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	32.929	33.98	34.25	34.15	35.10	35.94
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.781	2.742	2.73	2.73	2.76	2.81	2.82
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ~ 92.15	92.02	91.73	91.85	92.59	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 4.067	3.993	3.87	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.660	3.56	3.59	3.68	3.73	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ~ 0.5722	0.5658	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	2.258	2.39	2.38	2.40	2.47	2.38
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	10.208	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	43.474 ~ 52.258	46.533	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	39.503	38.73	38.63	37.88	37.84	37.01
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ~ 8.199	7.978	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26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。