

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

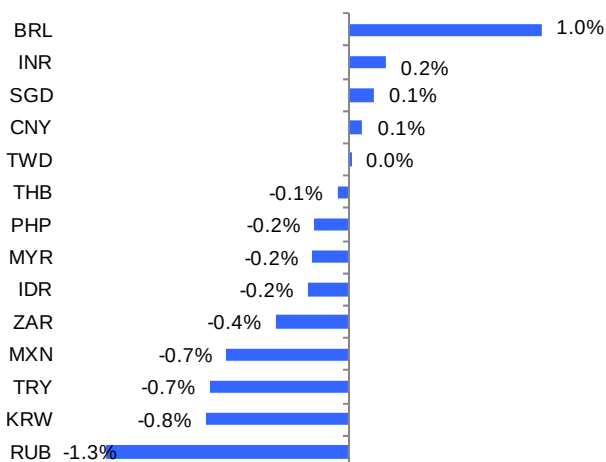
今週のエマージングマーケット

ギリシャ問題と米国利上げ観測が相場の重石

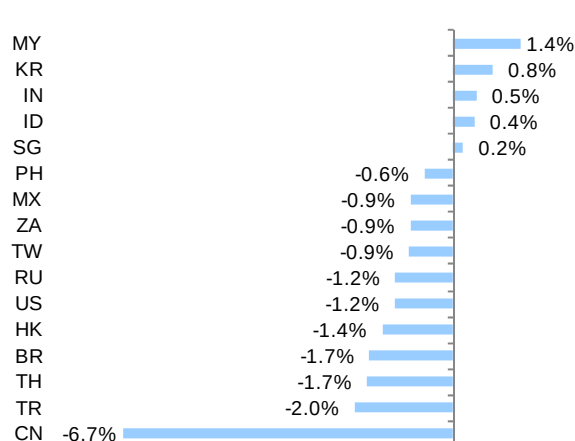
今週の新興国通貨は続落。先週に引き続きギリシャ問題が市場全体の重石となったほか、良好な米国経済指標を受けてドルが広範に上昇した。前週末にギリシャが債権者側との協議を一方的に打ち切り、国民投票の実施を決めたことで、同国のデフォルト懸念が高まり、週初はリスク回避の動きから新興国資産は全面安となった。しかし、市場が落ち着きを取り戻し、ギリシャの国民投票に楽観的な見方が広がると 30 日から 1 日アジア時間にかけて新興国通貨は週初の下げ分を取り戻す展開。その後、1 日米国時間に発表された米経済指標が良好な結果となるとドルが広範に強含み、新興国通貨は再び下落したが、2 日の米 6 月雇用統計が市場の失望を招く結果となると新興国通貨は下げ幅を縮小した。

個別通貨では、供給過剰懸念から 4 月以来の安値をつけた原油相場を嫌気し、RUB、MXN がそれぞれ▲1.3%、▲0.7%の下落。同じ産油国通貨である MYR は米大手格付け会社による格付け見通し引き上げを受けて下落幅が小幅に留まった。KRW は 5 月経常収支黒字額が大幅に縮小したことが売り材料視され▲0.8%下落。TRY は連立政権の右傾化や、シリアへの軍隊越境が検討されているとの報道が重石となり▲0.7%値を下げた。一方、米雇用統計の下振れや予想を上回る同国 5 月鉱工業生産が買い材料視された BRL は+1.0%上昇した。

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

来週はギリシャ問題がメインドライバー

雇用統計は市場予想対比
やや弱めだが、年内利上げ
見送り観測は行き過ぎ

米 6 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比+22.3 万人と市場予想(同+23.3 万人)にほぼ一致したが、過去分が下方修正されたほか賃金も伸び悩み、市場の失望を買った。結果を受けて米金利市場では利上げの織り込みを 2016 年まで先送りする動きもみられたが、連休前の調整を考えてもこれはやや行き過ぎである。6 月 ISM 製造業景況指数や良好な 5 月小売売上高などを総合的に見れば米国経済は 1~3 月期の低迷を脱して改善基調に復したと考えられる。雇用統計も 20 万人台の伸びを維持しており、引き続き、初回利上げはデータ次第との認識が妥当であろう。先週の本欄にて述べた通り、この場合の新興国通貨の動きはデータに振られながらのじり安である。

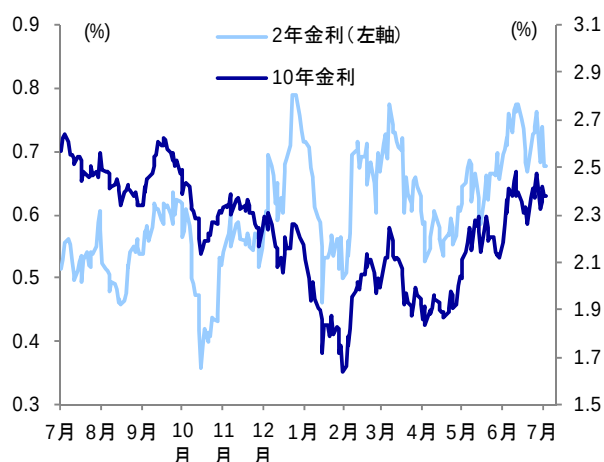
市場は国民投票に対して
楽観的な見方

但し来週に関してはギリシャ問題が市場のドライバーとなる。同国では 5 日(日)に債権者側が提示する財政緊縮案受け入れの是非を問う国民投票が実施される。同緊縮案の受け入れを拒否すればユーロ離脱の公算は高まるが、これまでの報道に基づけばギリシャ国民の 7 割近くがユーロ残留を希望しているとみられ、我々は投票は賛成多数で緊縮案の受け入れが決定されると予想している(大方の市場参加者もこのような展開を想定していよう)。このケースでは市場は一旦リスクオンで反応する可能性が高く、米 6 月雇用統計が不発に終わった分、新興国通貨にも一時的な反発の余地がある。

否決の可能性も小さくない

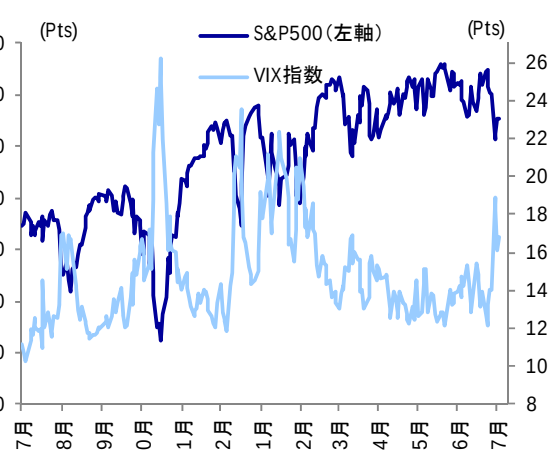
一方で一部の世論調査では反対優勢との報道もされており楽観はできない。仮に緊縮案受け入れ拒否となれば、結末はどうあれ初動は世界的なリスクオフで新興国通貨も下落を免れないだろう。尚、事態が悪化しリスク資産の下落が深まるケースも考え得るが、この場合は FRB の利上げ先送り観測も浮上するはずで、新興国通貨の売り圧力を緩和しよう。

図表 1: 米国債利回りの推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーク

図表 2: 米株と VIX 指数の推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーク

エマージングマーケット:国別の注目材料

韓国:6月貿易黒字は過去最大に

輸出は予想を上回るも
特殊要因で嵩上げされてい
る可能性

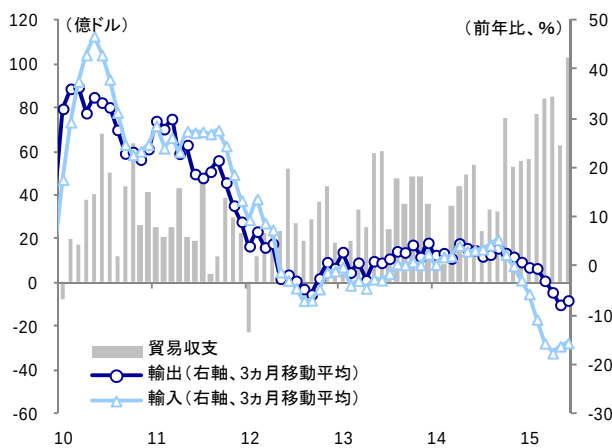
1日に発表された韓国6月貿易統計では輸出が前年比▲1.8%(市場予想:同▲2.0%、5月:同▲10.9%)、輸入が前月比▲13.6%(市場予想:同▲10.8%、5月:同▲15.3%)と輸出入ともに前年比マイナスが続いた。輸入は原油価格の低下に加え、内需の減退により二桁台の減少を続けており、この結果、6月貿易収支黒字額は5月の+63億ドルから過去最大となる+102億ドルに拡大した。韓国産業通商資源部(MOTIE)は輸出の減速は主に原油価格下落による石油製品輸出の減少が原因としており、通信機器や輸送機器等は前年比で増加したものの、今年6月は前年よりも営業日が多かったため、やや過大評価されている可能性がある点には留意が必要。国別では中国と米国向けが僅かに回復をみせる一方で、アジア、欧州と中東向け輸出が減少している。輸出の減速は石油製品の寄与が大きいものの、その他製品も基調は依然弱く、主要輸出国の中国、欧州の景気減速や実効為替レートの上昇が影響している部分も大きそうだ。いずれの要因も短期的な改善は望みにくく、同国輸出は当面低迷した状況が続く可能性が高い。

韓国:金融政策決定会合プレビュー

ハト派姿勢は維持するとみら
れるが、一旦は様子見へ

9日に開催される韓国中銀(BOK)の金融通貨委員会は政策据え置きを予想する。BOKは6月11日の定例会合にて政策金利を25bp引き下げ、史上最低の1.50%とすることを決めた。国内景気が低迷する中、BOKの利下げは時間の問題ではあったが、実際6月会合での利下げ判断には中東呼吸器症候群(MERS)の流行が影響した部分も大きかっただろう。声明文もMERSの感染拡大を受けた消費鈍化に強い懸念を示すハト派の内容となっていた。6月の経済指標では、消費者信頼感が99.0と前月の105.0から大幅に低下し、2012年12月以来の低水準をつけた(セウォル号沈没事故が起こった2014年

図表3: 韓国 貿易収支



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表4: マレーシア 主要格付け会社の政府債務格付け

	～6月29日		6月30日時点	
	外貨建て 長期債	見通し	外貨建て 長期債	見通し
ムーディーズ	A3	ポジティブ	A3	ポジティブ
スタンダード ・アンド ・プアーズ	A-	安定的	A-	安定的
フィッチ	A-	ネガティブ	A-	安定的

(資料)各格付け会社、みずほ銀行

5 月は 104.0) ほか、報道によれば国内小売売上高や観光収入が大幅に減少した模様だ。一方こうした状況を受けて韓国政府は 15 兆ウォン規模の景気刺激策を発表し、2015 年の成長率 3%を死守すると表明した。また、足許では MERS 感染者数の増加ペースが鈍化しており、事態が比較的短期に収束すれば、通年の成長率への影響は軽微に留まるとの見方も出ている。被害の全容が未だ明らかになっておらず BOK は景気見通しに対する慎重姿勢を維持すると思われるものの、一旦は様子見姿勢を取る公算が大きいだろう。

マレーシア:金融政策決定会合プレビュー

国内景気は BNM の見通しに沿って推移
政策変更は考えにくい

9 日(木)のマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回の声明文では、景気見通しについて、雇用環境改善を背景に消費が堅調推移することや、製造業を中心とした輸出増加を見込むなど楽観的な見方を示し、現在の金融政策は「緩和的で景気を支えている」とした。会合以降に発表された指標では、5 月自動車販売が物品・サービス税(GST)導入に伴う駆け込みの反動により、前年比▲8.4%と 4 月(同▲23.1%)に続いて大幅に減少した。また、4 月の輸出も天然ガス価格の下落等を受けて前年比▲8.8%と大幅に減少している。こうした中で 5 月 CPI は前年比+2.1%と過去 2 か月間(4 月同+1.8%、3 月同+0.9%)で上昇幅が拡大した。マレーシア政府は GST 導入に伴う CPI 押し上げ効果を約+1.0pts と試算しており、GST の CPI への影響は概ね想定通りだった模様である。資源価格下落による輸出の減少や、GST 導入による内需の落ち込みについても前回声明文で既に指摘されており、足許の景気動向は概ね BNM の見通しに沿って推移していると言えよう。そのため、BNM は現状の金融政策を維持する見込みである。

マレーシア:フィッチが格付け見通しを「安定的」に引き上げ

MYR 押し上げ効果は一時的
引き続き 1MDB と政治問題が
焦点

米大手格付け会社フィッチ・レーティングスは 6 月 30 日、マレーシアの政府債務格付けの見通しを「ネガティブ」から「安定的」に引き上げた(6 月 30 日時点でムーディーズは「ポジティブ」、スタンダード・アンド・プアーズは「安定的」)。これを受けた為替市場では 7 月 1 日に MYR が急騰し、一時 3.7287 と 6 月 22 日以来の高値を付けた。フィッチが見通しを改定した背景として財政収支の改善や同格国の平均を上回る経常収支、GDP 成長率等を挙げているが、特に財政については、今年 4 月の物品・サービス税(GST)導入や燃料補助金制度の改革が材料視されたとみられる。一方で政府債務や政府保証の増加には警戒を示しており、同国は今後も政府系投資会社 1MDB の運営によって偶発的債務が負う可能性が高いとしている。格付け見通し引き上げによる MYR の上昇は長続きせず、翌 2 日にはドル高の影響もあって 1 日の上昇分を全て吐き出す格好で急落し、3 日にかけては 6 月 30 日と同水準の 3.77 台後半で推移している。

更なる緊縮策は議会の反発
必至。今後も相場の混乱は
続きそう

ブラジル:5月財政収支は予想通りも政府目標達成は困難か

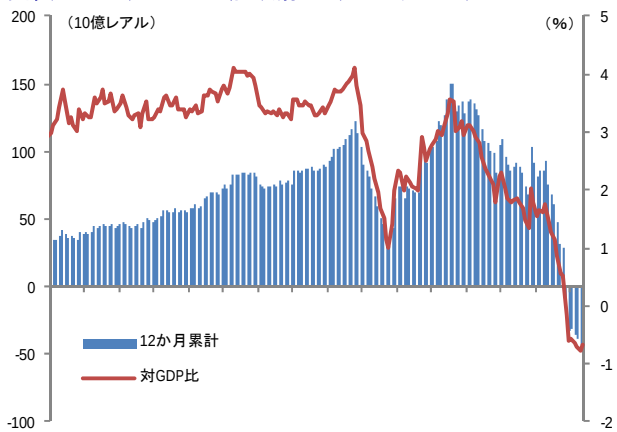
30日に発表されたブラジルの5月一般政府プライマリーバランス(PB)は▲69億レアルの赤字だった。過去12か月間の収支累計を対GDP比で見ると5月は前月の0.76%から0.68%に小幅改善した。他方、5月の総合財政収支は▲598億レアルの赤字となり1998年以降で過去4番目に大きい赤字額である。さらに5月の一般政府債務総額は対GDP比62.5%となり、4月の53.5%から9pts増加した。2期目のルセフ政権が打ち出した財政再建策の多くはまた発効前あるいは発効して間もなく、その効果がデータに表れるのはこれからであるが、それを差し引いても政府が掲げるPB黒字目標(2015年:対GDP比1.1%、2016年:同2.0%)達成は厳しい状況である。目標達成のためには、更なる緊縮策が必須と考えられるが、景気低迷で政権支持率も落ち込む中、実効には強力な政治的リーダーシップが必要となろう。BRLの短期的なトレンドを占うにおいては引き続き政治情勢が大きな比重を占める。

インドネシア:6月CPIは食料品価格が加速

足許の食料品価格上昇は
一時的。エルニーニョ現象な
ど、今後の物価動向を注視

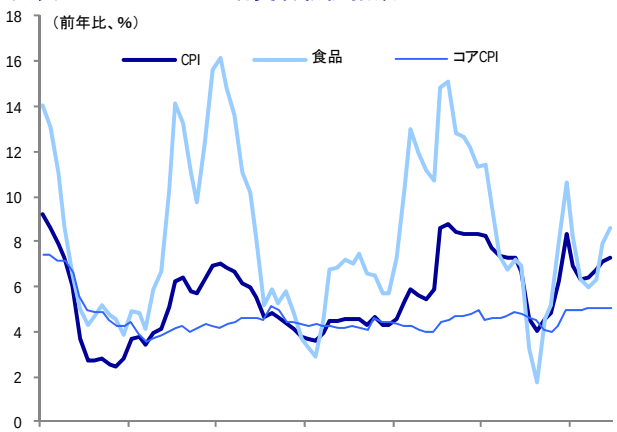
1日に発表されたインドネシアの6月CPIは前年比+7.3%と市場予想の同+7.4%を下回ったものの、5月(同+7.2%)から加速した。6月のCPI加速は食品価格上昇が主因であり、ラマダン前の季節的変動である(今年はラマダンの時期が昨年よりも10日程度早い)。このため今回の上昇分は来月には剥落するとみられる。一方、食品価格を除くコアCPIは5月から横ばいの同+5.0%にとどまった。同国CPIは昨年実施されたガソリン補助金削減の影響剥落により年末にかけてインドネシア中銀(BI)のインフレターゲットは+3~5%圏内に低下するとみられる。金融市場の動向によってはこのタイミングでBIが利下げを実施する可能性もあるが、エルニーニョ現象やIDR安の影響を考慮すれば、物価に係るリスクは明らかに上向きである。いずれにせよ足許では金融緩和の余地はなく引き続き政策金利は現状維持となるであろう。

図表5: ブラジル 一般政府 プライマリーバランス



(資料)ブラジル中銀、Bloomberg、みずほ銀行

図表6:インドネシア 消費者物価指数



(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	前回事	修正値
エマージングアジア						
6月26日 (金)	シンガポール	5月 鉱工業生産(前年比)	-2.60%	2.30%	-8.70%	--
26日 (金)	インドネシア	5月 マネーサプライM2(前年比)	--	13.20%	14.60%	14.90%
30日 (火)	韓国	5月 鉱工業生産(前年比)	-1.90%	-2.80%	-2.70%	-2.60%
30日 (火)	タイ	5月 貿易収支	--	\$4151M	\$1707M	--
30日 (火)	タイ	5月 国際収支:経常収支	--	\$2127M	\$1113M	--
7月1日 (水)	韓国	6月 貿易収支	\$8487M	\$10243M	\$6320M	\$6301M
1日 (水)	中国	6月 製造業PMI	50.4	50.2	50.2	--
1日 (水)	中国	6月 非製造業PMI	--	53.8	53.2	--
1日 (水)	タイ	6月 消費者物価指数(前年比)	-1.00%	-1.07%	-1.27%	--
1日 (水)	韓国	6月 マークイット・韓国製造業PMI	--	46.1	47.8	--
1日 (水)	中国	6月 HSBC中国製造業PMI	49.6	49.4	49.6	--
1日 (水)	インドネシア	6月 消費者物価指数(前年比)	7.40%	7.26%	7.15%	--
1日 (水)	韓国	6月 消費者物価指数(前年比)	0.70%	0.70%	0.50%	--
2日 (木)	インドネシア	6月 消費者信頼感指数	--	111.3	112.8	--
2日 (木)	韓国	6月 国際収支:経常収支	--	\$8653.2M	\$8135.7M	--
2日 (木)	シンガポール	6月 購買部景気指数	50.2	50.4	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	--
7日 (火)	フィリピン	6月 消費者物価指数(前年比)	1.40%	--	1.60%	--
7日~14日	シンガポール	2Q GDP(前年比)	--	--	2.60%	--
9日 (木)	マレーシア	7月 BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
9日 (木)	韓国	7月 韓国銀行7日間レートの	--	--	1.50%	--
9日 (木)	中国	6月 消費者物価指数(前年比)	1.30%	--	1.20%	--
10日 (金)	フィリピン	5月 輸出(前年比)	-10.00%	--	-4.10%	--
中東欧・アフリカ						
6月30日 (火)	南アフリカ	5月 マネーサプライM3(前年比)	8.00%	8.37%	8.38%	--
30日 (火)	南アフリカ	5月 貿易収支(ラント)	-3.1B	5.0B	-2.5B	-1.4B
7月1日 (水)	南アフリカ	6月 BER製造業PMI	50.2	51.4	50.8	--
1日 (水)	ロシア	1Q 経常収支	--	28947M	23542M	--
2日 (木)	ロシア	1Q GDP(前年比)	-2.20%	-2.20%	-2.20%	--
3日 (金)	トルコ	6月 消費者物価指数(前年比)	7.75%	--	8.09%	--
6日~7日	ロシア	6月 消費者物価指数(前年比)	15.50%	--	15.80%	--
9日 (木)	ロシア	2Q 経常収支	13500M	--	28947M	--
10日 (金)	トルコ	5月 経常収支	-3.50B	--	-3.41B	--
ラテンアメリカ						
6月26日 (金)	ブラジル	6月 FGV消費者信頼感	--	83.9	85.1	--
29日 (月)	ブラジル	6月 FGVインフレIGPM(前年比)	5.58%	5.59%	4.11%	--
7月1日 (水)	メキシコ	5月 送金総額	\$2271.0M	\$2198.4M	\$2012.2M	--
2日 (木)	メキシコ	6月 IMEF製造業指数(季調済)	52.0	53.1	52.4	52.6
2日 (木)	メキシコ	6月 IMEF非製造業指数(季調済)	51.5	51.3	51.1	51.2
2日 (木)	ブラジル	6月 貿易収支	\$4000M	\$4527M	\$2761M	--
7日 (火)	メキシコ	6月 消費者信頼感指数	--	--	92.0	--
8日 (水)	ブラジル	6月 IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	8.47%	--
9日 (木)	メキシコ	6月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.88%	--

(注)2015年7月2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 1～6月（実績）	SPOT	9月	12月	2016年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ～ 6.2779	6.2045	6.20	6.18	6.17	6.16	6.16
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7516	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.300	63.513	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13400	13337	13400	13500	13500	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1137.46	1125.00	1110	1110	1100	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7887	3.7752	3.80	3.80	3.75	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.408	45.163	45.5	45.0	44.6	43.8	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3484	1.36	1.36	1.32	1.30	1.30
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	30.926	31.70	31.70	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.96	33.79	34.3	34.0	34.0	33.5	33.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	21805	21820	21850	22100	22000	22200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	55.4466	52.00	52.00	51.00	52.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.7105	12.2517	11.80	11.60	11.40	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.8096	2.6855	2.75	2.75	2.80	2.80	2.85
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 3.3148	3.0967	3.21	3.30	3.33	3.35	3.37
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.7722	15.6721	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 ～ 20.285	19.836	20.00	20.23	20.42	20.13	19.97
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.878	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853 ～ 1.971	1.938	1.92	1.91	1.98	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ～ 0.969	0.923	0.925	0.926	0.933	0.925	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 11.266	10.959	11.17	11.26	11.45	11.38	11.39
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	32.721	32.63	32.89	33.60	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.800	2.735	2.73	2.78	2.83	2.83	2.85
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.89	91.28	91.18	91.91	95.45	95.38	94.62
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.078	3.980	3.91	3.94	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.642	3.62	3.68	3.71	3.70	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5768	0.5667	0.57	0.57	0.57	0.56	0.55
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	2.219	2.38	2.40	2.47	2.38	2.37
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	10.046	10.51	10.78	11.05	10.88	10.79
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	45.815	45.09	45.45	45.00	44.29	43.16
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ～ 46.148	39.729	38.63	37.88	37.84	37.01	36.50
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ～ 8.199	7.855	8.00	8.06	8.40	8.44	8.60

(注)1. 実績の欄は6月30日まで。SPOTは7月3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。