

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

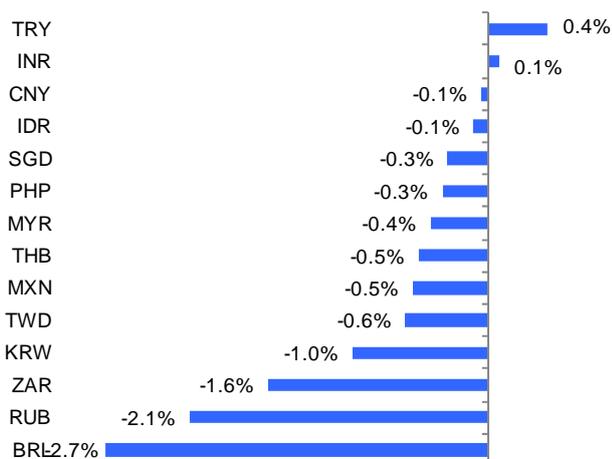
今週のエマージングマーケット

ギリシャ、中国発のリスクオフ

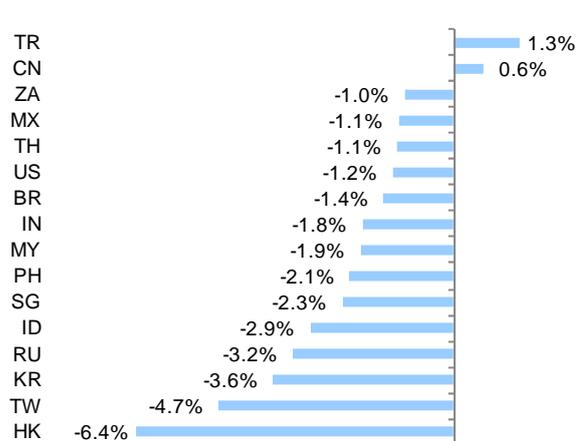
今週の新興国通貨は続落。前週末に実施されたギリシャの国民投票にて緊縮反対派が賛成派を上回る結果となったことで、ギリシャのユーロ離脱懸念が高まり、週初からリスクオフの新興国通貨売りが優勢となった。さらに中国当局の downside 措置にも拘わらず、上海総合株価指数が 8 日に一時▲8%超の急落を見せると、同国経済のハードランディング懸念が拡がり、こうした動きは更に加速した。もっとも 8 日の FOMC 議事要旨を経て米国の 9 月利上げ期待が後退したほか、9 日には上海総合株価指数が+5%の反発を見せたことで投資家のセンチメントは若干改善し、新興国通貨も下げ幅を縮小した。

個別通貨では、BRL が▲2.7%と新興国通貨の下げを主導。中国経済の鈍化懸念を背景にブラジルの主要輸出品である鉄鉱石が 10 年ぶりの安値まで急落したことが重石となった。また同様に原油価格も 3 か月ぶりの安値に下落しており、これを受けて RUB (▲2.1%)、MXN (▲0.5%) と MYR (▲0.4%) も売られた。このうち MXN は過去最安値である 15.8652、MYR は 16 年ぶりの安値 3.8070 まで値を下げた。このほか中国向けの輸出依存度が高い KRW (▲1.0%) や ZAR (▲1.6%) の下落が目立った。

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

エマージングマーケット短期見通し

不透明感の払しょくには時間を要する

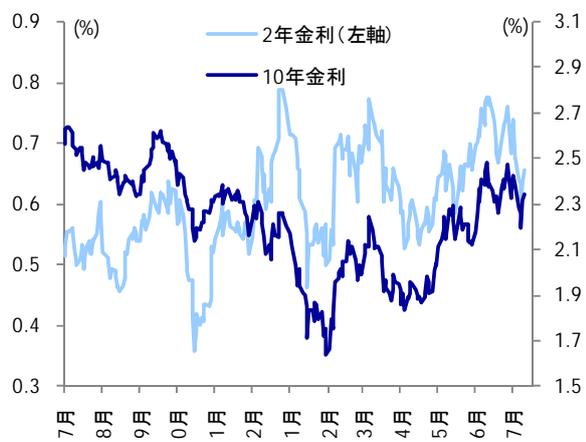
世界的にリスクオフで9月利上げの可能性は大きく後退

今週の新興国通貨は世界的なリスクオフで続落。中国株の大幅下落を受けた同国経済の減速懸念が商品価格の下落に繋がっており、特に資源国通貨の下げが目立った。一方、8日に発表されたFOMC議事要旨(ギリシャ・中国情勢悪化以前の6月16~17日開催分)では、「利上げを決断するには雇用や物価についての更なる材料が必要」とされ、「ギリシャ問題や中国等の新興国経済の不確実性への懸念」が示された。議事要旨の内容自体は驚きではなかったが、指摘されたギリシャ問題や中国経済の動向が会合時から悪化していることから、市場の利上げ期待が後退した。この点、利上げ開始は依然としてデータ次第であり、当の米国経済は4~6月期に入って明るさを取り戻してはいる。ただ足許の世界情勢を考慮するとさすがに2か月後の利上げは厳しそうだ。9月利上げの可能性は大きく低下したと考えるのが自然だろう。

不透明要因は残存
新興国通貨の力強い反発は期待できない

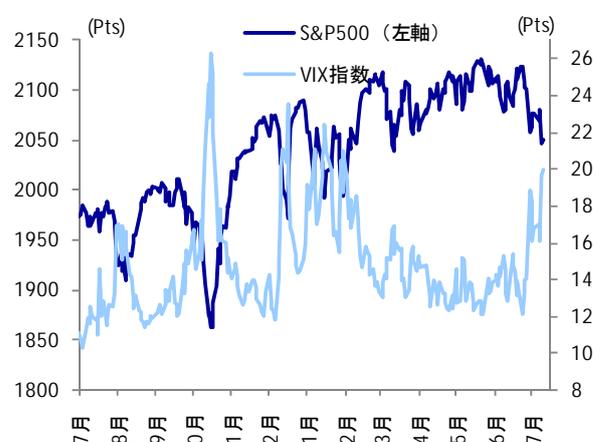
来週の新興国通貨も上値の重い展開を予想する。引き続きギリシャ問題と中国株式市場の動向が市場の焦点となろう。前者については11日(土)のユーロ圏財務相会合及び12日(日)のユーロ圏首脳会議、後者は9日に+5%と反発した上海総合指数の勢いが持続するかどうか注目される。いずれも最悪の事態(ギリシャのユーロ離脱と中国経済のハードランディング)は避けられるというのが現時点での想定だが、事態が短期に収束して市場のセンチメントが急反転するとは考えにくく、暫くは不透明感が燻った状況が続くだろう。なお米利上げの先送りは本来新興国通貨にとってポジティブであるが、足許のリスクオフムードの下ではこれを材料にした新興国通貨買いは限定的に留まろう。米利上げ時期を占う上では15日(水)と16日(木)に行われるイエレンFRB議長の本会議証言で、同議長が6月FOMC後の経済環境変化に対してどのようなスタンスを示すかにも留意したい。

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:株価急落でハードランディング懸念が高まる

中国は株価下支えのため
異例の対応

サプライズとなった6月27日の追加利下げも奏功せず、上海総合株価指数は過去3週間で30%超急落。上海証券取引所では全体の約3分の1に及ぶ銘柄が取引停止の状態となっている。こうした事態を受けて、中国は総動員で市場の安定確保に動いている。中国証券監督管理委員会(CSRC)は需給緩和のため新規株式公開(IPO)を制限する方針を示し、中国株式市場への上場を計画していた28社はIPOを中止した。また中国人民銀行(中央銀行、PBoC)も信用取引向け融資を手掛ける国営の中国証券金融(CSF)に対する流動性支援を発表した。これに呼応して中国の大手証券会社21社は4日、総額1200億元(約193億ドル)以上を優良銘柄で構成される上場株式投信(ETF)に充てると発表。また、上海総合指数が4500に戻るまでは、各社の保有株を売却しない方針も表明した。

中国家計の金融資産におけ
る株式の割合は小さいが

こうした当局の動きにも拘わらず上海総合株価指数は8日に一時▲8%の下落を見せ、市場では同国経済のハードランディングを懸念する声が増えた。株式市場の下落が中国経済に与える直接的な影響については①逆資産効果による家計消費の減少、②企業ファイナンスの停滞(IPO停止や株式担保融資の減少)による投資の鈍化が挙げられる。このうち重要なのは①家計消費への影響であろう(中国企業のファイナンスにおけるIPOや株式担保融資の割合は小さく、投資に与える直接的な影響は軽微と考えられる)。2015年入りの株取引は8割が個人投資家によるものとの発表がなされており、今回の株価急落で傷ついたのは主に家計のバランスシートであるとみられる。消費への影響を探る上では家計資産における市場性資産の割合が重要であるが、この点、サンプル調査によれば中国家計の金融資産における株の割合は15%程度と言われており(諸説あり)¹、OECD諸国の平均をやや下回る(日本6.7%、韓国16.9%、米国31.2%)²。平時であれば殊更に懸念する必要はなさそうだが、既に成長率は目標の7%を割る6%台後半に減速しているとみられる中、足許で下げ止まりの兆しが見えてきた国内経済の腰折れに繋がる可能性はあり、こうした懸念が上述の異例の措置に繋がっていると思われる。

利下げ等の追加緩和措置が
取られる可能性が高まった

取引停止や証券会社・株主への買い支え要請といったなりふり構わない対応には当局・PBoCの焦りが滲み出ているように見える。今後の経済指標にも因るが、利下げを含めた追加的な措置が採用される公算は高まっている。なお、筆者は現時点で中国経済のハードランディングリスクは依然として小さいと考えている。

¹ 詳しくはみずほ総合研究所 2015年6月29日付みずほインサイト「株価下落が中国経済に与える影響 個人消費の冷え込みと不良債権の拡大加速に注意」をご参照ください。

² OECD Factbook 2014: Economic, Environmental and Social Statistics

韓国: 政府が景気刺激策を発表。BOK は予想通りの現状維持

2.5 兆ウォンが MERS 対策に

韓国政府は 3 日、12 兆ウォンの補正予算案を発表した。補正予算と他の刺激策を合わせると合計 22 兆ウォンを景気刺激策として投じることとなる。補正予算の 12 兆ウォンのうち、5.6 兆ウォンが税収入減の穴埋めに使用され、残りの 6.2 兆ウォンが中東呼吸器症候群 (MERS) 対策や干ばつ、労働者支援や、地方経済支援等に充当される。具体的には 2.5 兆ウォンが MERS の影響を受けた医療機関や旅行業界支援、0.8 兆ウォンが干ばつ対応、1.2 兆ウォンが若年層や高齢者の雇用、残り 1.7 兆ウォンは社会資本 (SOC) を通して地域経済活性化支援に充てられる。

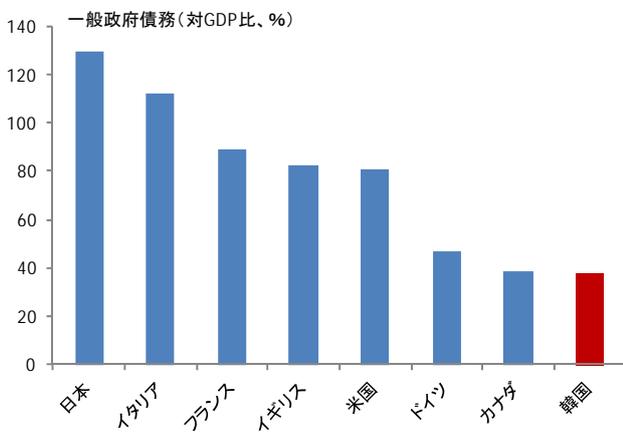
財政悪化を懸念する必要はない

今回の補正予算により政府支出は当初より 9.3 兆ウォン増の 384.7 兆ウォンとなる。財源は 0.7 兆ウォンが韓国中銀 (BOK) の余剰金と各種基金からの調達、残りは主に国債発行により賄われる。この結果、財政赤字は GDP 比 2.1% から 3.0% へ、一般政府債務は GDP 比 35.7% から 37.5% に悪化する。もともと同国の一般政府債務は他の先進国と比べても小さく、財政悪化を懸念する必要はないだろう。なお、企画財務部 (MoSF) によるとこの歳出は成長率を 2015 年度は 0.3 ポイント、2016 年度は 0.4 ポイント押し上げるとしている。

BOK は中立スタンスに回帰
年内は政策据置を予想

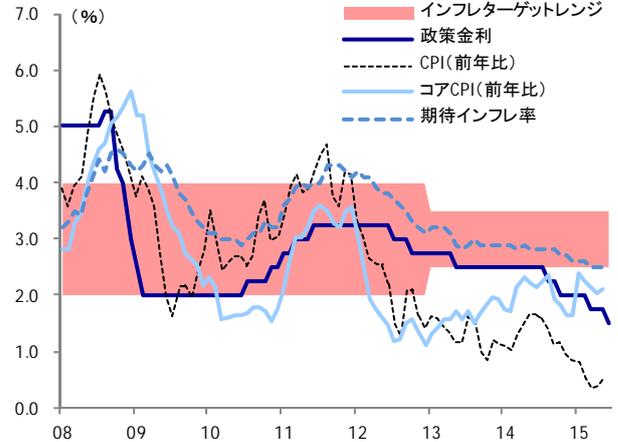
一方、韓国中銀 (BOK) は 9 日の金融通貨委員会にて予想通り、全会一致で政策金利を現状の 1.5% に据え置いた。BOK は 2015 年の成長率見通しを従前の +3.1% から +2.8% に下方修正したが、4~6 月期の景気減速 (同中銀の予測では前期比 +0.4%) を一時的要因によるものとし、MERS による混乱が収束することで国内景気は徐々に上向くとの見通しを示した。声明文及び会見は家計債務の積み上がりに関する懸念が示されるなど、全体としてニュートラルなスタンスに戻った印象。筆者は現時点で追加利下げを想定していないが、この点は景気動向次第であり、特に今後発表される消費者信頼感指数や商業販売統計の動向が重要になってくる。

図表 3: 一般政府債務残高の国際比較 (2015 年見直し)



(資料) IMF、韓国政府、みずほ銀行

図表 4: 韓国 政策金利と消費者物価



(資料) CEIC、みずほ銀行

足許で利下げ余地は小さく
BI は政策据え置きを予想

インドネシア:金融政策決定会合プレビュー

14日(火)に開催されるインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合は、現状の金融政策の据え置きを予想する。前回6月18日の会合にてBIは市場予想通り政策の現状維持を決定した。声明文に目立った変更はなく、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た。また、景気見通しについては外需低迷や公共投資の遅れにより4~6月期まで低成長が続くが、年後半には加速するとの見方を維持した。但し、プロジョネゴロ財務相によると政府による2015年上期の成長率予想は5.2%から4.9%に下方修正されており、景気は引き続き弱い動きが予想される。前回会合後に発表された指標をみると、6月の消費者物価指数(CPI)は前年比7.26%と前月の7.15%から上昇幅が拡大し、依然としてBIのインフレ目標(+3~5%)を上回って推移している。また、7月はギリシャの問題を受けた世界的なリスクオフムードにより、IDRはアジア通貨危機直後の1998年9月以来の安値水準である13300台となっており、輸入物価上昇によるインフレ圧力は高まっている。そのため、足許の景気が力強さに欠けるなかでも、BIの利下げ余地は小さく、引き続き現状の金融政策を維持するだろう。

BNMは中立姿勢を維持
当面は政策据置が濃厚

マレーシア:BNM 会合は予想通りの現状維持

9日に開催されたマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合は予想通りの現状維持となった(政策金利は現状の3.25%で据え置き)。声明文では、世界経済に関して緩やかな回復が続いているとしながらも、欧州債務問題や先進国の金融政策変更、及びそれらに伴う国際金融市場のボラティリティの上昇などダウンサイドリスクが増え、以前より不安定になっていると指摘。一方、国内経済については内需にけん引された緩やかな景気回復が続いているとの見方を維持した。先行きについても、物品・サービス税(GST)導入により個人消費が減速するものの、こうした悪影響は徐々に剥落していき、いずれは消費が回復するとの楽観的な見通しを示している。また物価動向もGST導入と燃料価格引き上げにより一定期間押し上げられる(4月と5月の平均インフレ率は前年比+2.0%と3月の同+0.9%から加速した)としつつも、2016年後半には落ち着くと中立的な姿勢を見せた。なお、今回の声明文では新たに国内金融市場の混乱と国内金融システムへの影響についての言及があったが、これに関しても十分な流動性と健全性を背景に、信用の伸びも適切なレベルを維持しているとしており、特段懸念する様子は見受けられない。全体として中立的な姿勢を崩しておらず、国内景気も概ねBNMの見通しに沿って推移していることから、目先の政策変更は想定されない。

BCB はさらに 75bp の追加
利上げを実施すると予想

ブラジル:物価上昇は止まらず。更に 2 回の利上げを予想

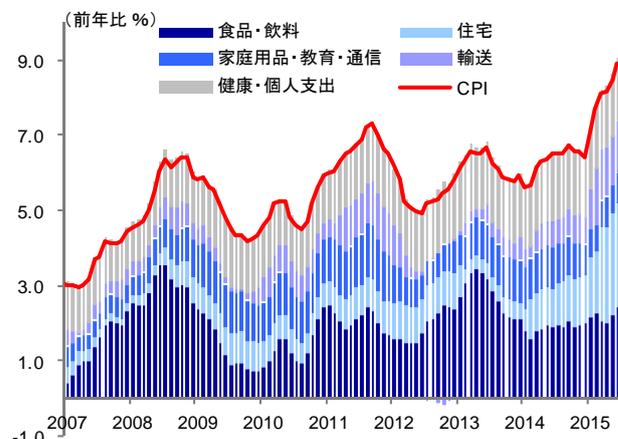
8 日にブラジル地理統計院 (IBGE) が発表した 6 月拡大消費者物価指数 (IPCA) は前月比+0.79%と 5 月同+0.74%から加速した。価格が上昇した品目の割合を示すディフュージョン・インデックス (DI) は 5 月の 70.2%から 67.8%に下落したものの、6 月の数字としては依然として過去 10 年でもっとも高い水準である。前年比では+8.89%と 2003 年 12 月以来の高水準まで上昇。サービス価格は 5 月の同+8.23%から 6 月同+7.9%に減速したが、基調物価は 5 月の同+7.76%から同+7.85%に加速した。また品目別では管理価格 (光熱費など)、市場価格ともに前月から伸びを加速させた。前年比+15.1%、6 月の市場価格は前年比+7.1%に加速した。こうした結果は構造的な物価上昇圧力の大きさと、その抑制がいかに困難かを示しており、同国の置かれた困難な状況を浮き彫りにしている。我々はブラジル中銀が政策金利である Selic レートを 7 月に 50bp、9 月に 25bp 引き上げ、14.5%にすると予想する。

図表 5: マレーシア 政策金利と消費者物価



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 6: ブラジル 拡大消費者物価指数 (IPCA)



(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						
7月3日 (金)	中国	6月 HSBC中国サービス業PMI	--	51.8	53.5	--
3日 (金)	マレーシア	5月 貿易収支MYR	5.50B	5.51B	6.89B	6.87B
7日 (火)	フィリピン	6月 消費者物価指数(前年比)	1.50%	1.20%	1.60%	--
9日 (木)	マレーシア	7月 BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
9日 (木)	韓国	7月 韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.50%	1.50%	--
9日 (木)	中国	6月 消費者物価指数(前年比)	1.30%	1.40%	1.20%	--
10日 (金)	フィリピン	5月 輸出(前年比)	-10.00%	--	-4.10%	--
10日 (金)	マレーシア	5月 鉱工業生産(前年比)	3.10%	--	4.00%	--
10日 (金)	インド	5月 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.10%	--
10~15日	中国	6月 新規融資(人民元)	1050.0B	--	900.8B	--
10~15日	中国	6月マネーサプライM2(前年比)	11.00%	--	10.80%	--
10~15日	インド	5月 輸出(前年比)	--	--	-20.20%	--
10~15日	インド	5月 貿易収支	--	--	-\$10.4B	--
13日 (月)	インド	6月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.01%	--
13日 (月)	中国	6月 貿易収支	\$56.35B	--	\$59.49B	--
13日 (月)	中国	6月 輸出(前年比)	1.00%	--	-2.50%	--
14日 (火)	シンガポール	2Q GDP(前年比)	2.40%	--	2.60%	--
14日 (火)	インド	6月 卸売物価(前年比)	--	--	-2.36%	--
14日 (火)	インドネシア	6月 インドネシア銀行レポレート	--	--	7.50%	--
15日 (水)	中国	2Q GDP(前年比)	6.80%	--	7.00%	--
15日 (水)	フィリピン	5月 海外送金(前年比)	--	--	5.10%	--
15日 (水)	インドネシア	6月 輸出(前年比)	--	--	-15.24%	--
15日 (水)	インドネシア	6月 貿易収支	--	--	\$955M	--
15日 (水)	シンガポール	5月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-0.70%	--
16日 (木)	シンガポール	6月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-0.20%	--
15日 (水)	マレーシア	6月 消費者物価指数	2.40%	--	2.10%	--
中東欧・アフリカ						
7月3日 (金)	トルコ	6月 消費者物価指数(前年比)	7.75%	7.20%	8.09%	--
6日 (月)	ロシア	6月 消費者物価指数(前年比)	15.40%	15.30%	15.80%	--
9日 (木)	ロシア	2Q 経常収支	14000M	19200M	28947M	--
10日 (金)	トルコ	5月 経常収支	-3.53B	--	-3.41B	--
10日 (金)	ロシア	5月 貿易収支	15.3B	--	15.0B	--
10日 (金)	ロシア	5月 輸出	30.6B	--	31.5B	--
15日 (水)	南アフリカ	5月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.40%	--
15~16日	ロシア	6月 鉱工業生産(前年比)	-4.00%	--	-5.50%	--
17日 (金)	ロシア	6月 実質小売売上高(前年比)	-8.80%	--	-9.20%	--
ラテンアメリカ						
7月7日 (火)	メキシコ	6月 消費者信頼感指数	92.4	94.7	92.0	--
8日 (水)	ブラジル	6月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.94%	8.89%	8.47%	--
9日 (木)	メキシコ	6月 消費者物価指数(前年比)	2.89%	2.87%	2.88%	--
10日 (金)	メキシコ	5月 鉱工業生産(前年比)	0.50%	--	1.10%	--
14日 (火)	ブラジル	5月 小売売上高(前年比)	-3.70%	--	-3.50%	--
14日 (火)	ブラジル	5月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.30%	--
15日 (水)	ブラジル	5月 経済活動(前年比)	-3.80%	--	-3.13%	--

(注)2015年7月10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		SPOT	9月	12月	2016年		
		1~6月(実績)					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	6.2088	6.20	6.18	6.17	6.16	6.16
香港ドル	(HKD)	7.7497	~ 7.7744	7.7519	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295	~ 64.300	63.390	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378	~ 13400	13334	13400	13500	13500	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21	~ 1137.46	1133.91	1110	1110	1100	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.4960	~ 3.7887	3.7952	3.80	3.80	3.75	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950	~ 45.408	45.195	45.5	45.0	44.6	43.8	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151	~ 1.3941	1.3499	1.36	1.36	1.32	1.30	1.30
台湾ドル	(TWD)	30.354	~ 32.040	31.065	31.70	31.70	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29	~ 33.96	33.95	34.3	34.0	34.0	33.5	33.0
ベトナムドン	(VND)	21256	~ 21840	21814	21820	21850	22100	22000	22200
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365	~ 71.8030	57.2097	52.00	52.00	51.00	52.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575	~ 12.7105	12.4951	11.80	11.60	11.40	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727	~ 2.8096	2.6758	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	3.2203	3.21	3.30	3.33	3.35	3.37
メキシコペソ	(MXN)	14.4357	~ 15.7722	15.8102	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	19.604	20.00	20.23	20.42	20.13	19.97
香港ドル	(HKD)	14.946	~ 16.233	15.699	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853	~ 1.971	1.920	1.92	1.91	1.98	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906	~ 0.969	0.913	0.925	0.926	0.933	0.925	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	10.607	~ 11.266	10.757	11.17	11.26	11.45	11.38	11.39
マレーシアリング	(MYR)	32.092	~ 34.334	31.982	32.63	32.89	33.60	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593	~ 2.800	2.686	2.73	2.78	2.83	2.83	2.85
シンガポールドル	(SGD)	86.10	~ 92.89	90.15	91.18	91.91	95.45	95.38	94.62
台湾ドル	(TWD)	3.650	~ 4.078	3.918	3.91	3.94	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.538	~ 3.737	3.586	3.62	3.68	3.71	3.70	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430	~ 0.5768	0.5580	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	2.128	2.38	2.40	2.47	2.38	2.37
南アフリカランド	(ZAR)	9.685	~ 10.453	9.740	10.51	10.78	11.05	10.88	10.79
トルコリラ	(TRY)	43.474	~ 52.258	45.472	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	37.774	38.63	37.88	37.84	37.01	36.50
メキシコペソ	(MXN)	7.697	~ 8.199	7.698	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10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。