

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

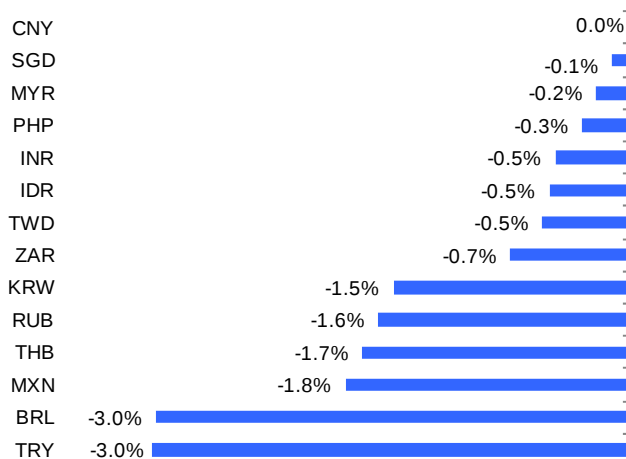
今週のエマージングマーケット

米国利上げ観測が再燃

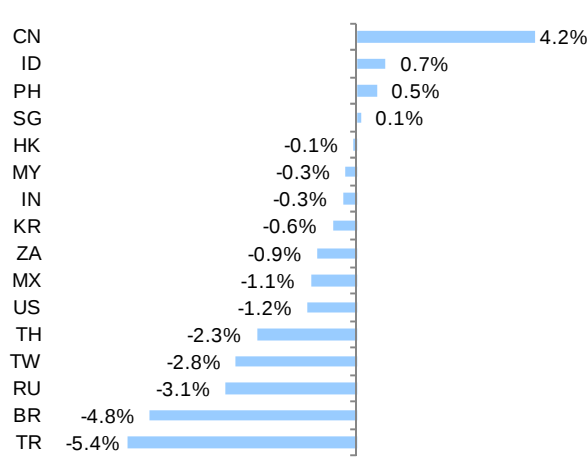
今週の新興国通貨は続落。ギリシャ問題と中国株式市場への懸念が後退し、市場の関心が再度 FRB の利上げに戻ってきた。週初、過度のリスクオフの巻き戻し(米国の年内利上げの再織り込み)から新興国通貨は軟調な地合いでスタートしたが、ブラード・セントルイス連銀総裁が 9 月利上げの可能性に言及すると、こうした動きが加速。米短期金利の上昇とともに新興国通貨は売られた。21 日には低調な企業決算や商品市況の下落を受けて、NY ダウ平均が下落し、ドルが反落する場面も見られたが、翌 22 日の米 6 月中古住宅販売件数が市場予想を上回ると流れは反転し、再びドル高新興国通貨売りの動きが優勢となった。この間、原油価格は一時 1 バレル 50 ドルを割り込む場面もあり、資源国通貨に下方圧力を加えた。

個別通貨では TRY と BRL がともに▲3.0%で新興国通貨の下げを主導。トルコ南部のシリア国境付近で発生した爆発テロで地政学的リスクが高まったほか、BRL はルセフ連立政権内の対立で政局の不透明感が強まっていることが重石となった。MXN(▲1.8%)とRUB(▲1.6%)は原油価格の下落に連れ安。このほか、国内輸入企業によるドル買いフローに下押され THB、KRW がそれぞれ▲1.7%、▲1.5%の下落。THB については同国副首相が通貨安による経済への恩恵に言及したことも売り材料視され、約 6 年ぶりの安値 34.90 をつけた。

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

FOMC、米 GDP で 9 月利上げ期待は更なる高まりを見せるか

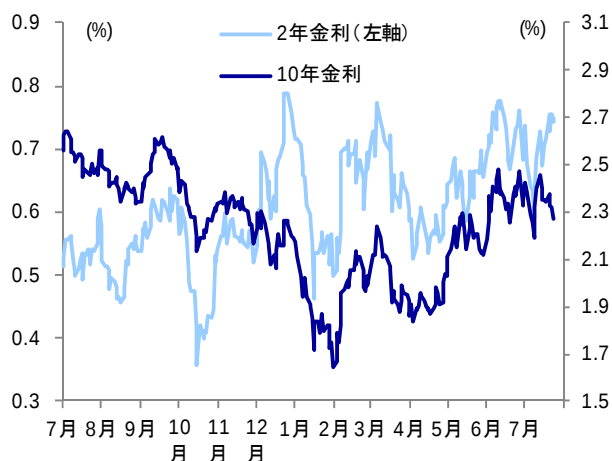
ブラード総裁発言で 9 月
利上げ観測が再燃

今週の外国為替市場ではドルが新興国通貨に対して広範に上昇した。米 2 年金利が 6 月 17 日以来の高水準をつけ、イールドカーブはベアフラット化、株式市場・商品市場が下落していることから、FRB による 9 月の利上げを意識した動きと言えよう(株の下落は低調な企業決算によるところが大きい)。ギリシャ債務問題やイエレン FRB 議長議会証言といった重要イベントを終えて、新興国市場も一旦夏休みモードに入るかと予想していたが、20 日のブラード総裁の発言(「9 月利上げの可能性は 50%以上」)もあり、来週 28~29 日の FOMC に向けて筆者の想定以上に市場の警戒感が高まったようだ。

FOMC 声明文に大きな修正は
無い見込み
GDP の結果が重要に

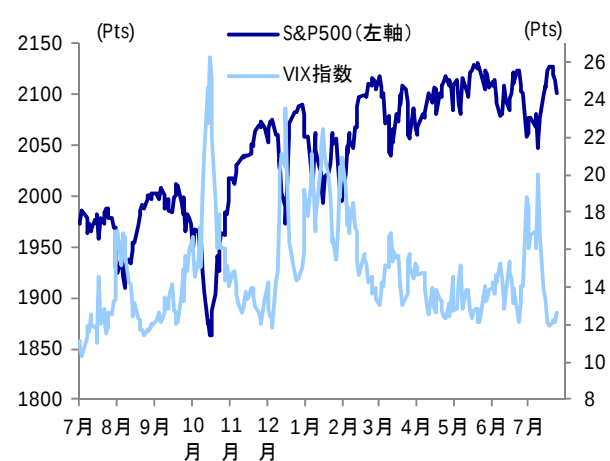
今回の FOMC では議長記者会見や景気見通しの公表が無い、会合後の声明文が焦点となる。しかし前回会合以降のデータは住宅関連指標を除けば殆どが横ばいないしは小幅の悪化であり、景気判断は概ね据え置きとなる公算が大きい。9 月会合前の最後の声明文ではあるものの、経済データを見る限り、このタイミングで次回会合での利上げの可能性を高める文言修正が行われるとは考えにくい。仮に声明文が無風となった場合、タカ派サプライズを見込んでいた向きの失望を誘いそうであるが、翌日に 4~6 月期 GDP の発表を控えているため、一方向にポジションを傾ける動きは限られよう。4~6 月期 GDP は前期比年率 2.5%と 1~3 月期(同▲0.2%)からの反発が予想されているが、それ以上に同時に行われる年次改定の結果に注目が集っている。かねてから指摘されている季節調整の不備が修正され、マイナス成長だった 1~3 月期がプラス成長に転じるようなことがあれば、9 月利上げのサポート材料である。このように来週の新興国市場は FOMC と米 4~6 月期 GDP の組み合わせ次第となるが、いずれに振れた場合でも、ここで形成されたトレンドは 8 月 7 日の米 7 月雇用統計まで続くことになりそうだ。

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

韓国: 4~6 月期 GDP は予想通り MERS の影響で大幅減速

MERS が韓国経済を下押し
個人消費の改善が鍵

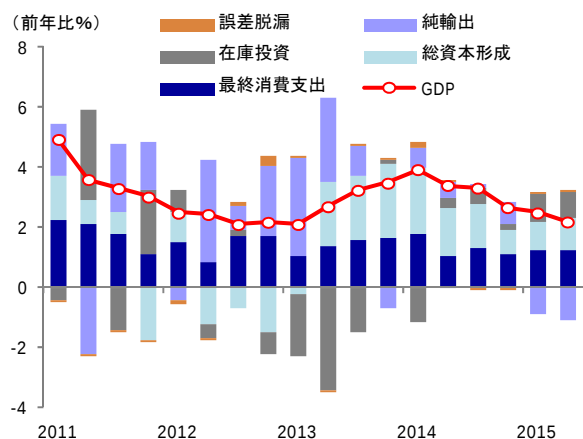
23 日に発表された韓国 4~6 月期 GDP は前期比+0.3%と 1~3 月期の同+0.8%から減速。前年比では+2.2%と 2013 年 1~3 月期以来の低成長を記録した。需要別では家計消費が前期比▲0.3% (1~3 月期同+0.8%)と大幅鈍化。中東呼吸器症候群 (MERS) の感染拡大による消費者の外出控えが影響したとみられる。また MERS による外国人旅行者の減少によりサービス輸出が同▲7.2% (寄与度▲0.5pts)と 2009 年 4~6 月期以来の落ち込みをみせた。一方、財輸出が同+1.1% (寄与度+0.6pts)と 4 四半期ぶりの高い伸びを示したほか、政府消費 (同+0.7%、寄与度+0.1pts)や建設投資 (同+1.7%、寄与度+0.2pts)が成長を下支えた。4~6 月期の成長は広く予想されていた通り MERS の影響により大きく押し下げられたが、財輸出の反発など明るい兆しもみられた。年後半は政府の景気刺激策が主なけん引役となるとみられるが、鍵となるのは個人消費の回復度合いである。昨年のセウォル号事故後のように家計消費の改善が予想を下回るとなれば韓国中銀による追加緩和の可能性も浮上してこよう。

シンガポール: CPI は一時的に落ち込みも、金融政策は据え置きへ

MAS 政策への影響は限定的

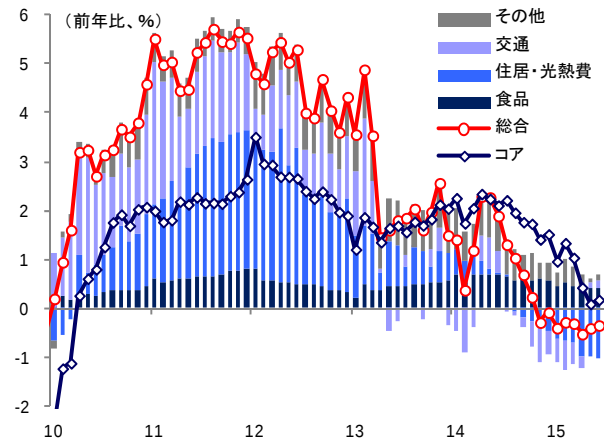
6 月消費者物価指数 (CPI) は前年比▲0.3%と 5 月同▲0.4%からマイナス幅が縮小した。また家賃と自動車取得価格を除くコア CPI は同+0.2%と前月同+0.1%から僅かに加速した。内訳では食品 (5 月同+1.8%→6 月同+2.0%)や通信 (5 月同+0.3%→6 月同+0.5%)等が伸びをみせる一方、住居・高熱費 (5 月同▲3.8%→6 月同▲3.9%)やヘルスケア (5 月同▲0.2%→6 月▲0.3%)が減速した。コア CPI は 5 年ぶりの低水準が続いているが、大部分は原油価格の下落によるものであり、シンガポール金融管理局 (MAS) も一時的な動きとしている。足許の CPI の動きを理由に MAS が 10 月に金融緩和に踏み切る可能性は低いだろう。

図表 3: 韓国 実質 GDP



(資料) 韓国銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 4: シンガポール CPI



(資料) シンガポール統計局、CEIC

政府の物価目標達成には
失業率の上昇が必要か

ブラジル：インフレ率は10年ぶりの高水準

22日にブラジル地理統計院(IBGE)が発表した7月中旬の拡大消費者物価指数(IPCA-15)は前月比+0.59%と6月の同+0.99%から鈍化した。一方、前年比で見ると+9.25%と約10年ぶりの高い伸びとなっており、政府目標中心値である+4.5%を2倍以上上回る結果となった。今後、政府目標を達成する上で重要なのはサービス価格の低下である。当行ブラジル担当エコノミストによれば、景気減速により2016年に管理価格が+5.5%(2015年+15%)、財価格が+3.5%まで低下するとの前提を置いた場合、政府目標の達成にはサービス価格が直近の+7.9%から+5.0%にまで低下する必要があるが、このサービス価格水準と整合的な失業率を試算すると9.5%となる。これは2006年以来の高水準であるが、足許の失業率6.3%と比べてもかなり高い(ブラジルでは過去のインフレ率に合わせて最低賃金が調整されるため、特に賃金コストが転嫁されるサービス価格の下方硬直性が強く、物価押し下げには労働需要の大幅な緩和が必要となる)。この試算は政府が物価目標達成を本気で目指した場合に同国経済には依然大幅な下振れ余地があることを示しているが、この過程では政権の支持率低下や議会の対立等が予想される。そうした政策が円滑に実施されインフレ減速が実現するとは考えにくく、リアル相場の下落基調は当面続きそうだ。

前回声明文は据え置き
引き続き利上げサイクルを維持

ブラジル：金融政策決定会合プレビュー

30日(木)のブラジル中銀(BCB)通貨政策委員会(COPOM)は50bpの利上げを予想する。前回6月会合にてBCBは全会一致で50bpの利上げを決定し、Selicレートを2008年12月以来の高水準である13.75%に引き上げた。声明文では4月会合の文言がそのまま据え置かれており、BCBはこれまでのペースで利上げを継続するとみられる。また、6月17日に公表された議事要旨では、個人消費と失業率の悪化が指摘されてはいたが、インフレ率抑制のためには「決断と忍耐」が必要だとしており、BCBのインフレに対するタカ派姿勢が示された。さらに、7月4日の四半期インフレ報告書では、2015年のインフレ見通しが前年比+7.9%から同+9.0%に大幅に引き上げられている。上述したように物価目標の達成には国内景気を一段と押し下げる必要があり、BCBは引き続き50bpの利上げを行うとみられる。なお、今会合後の声明文では政策変更の可能性を示唆する「現時点では(at this juncture)」等の文言が見られるかも注目される。我々は次回9月会合での25bpの利上げをもって、利上げサイクルは一旦打ち止めになるとみているが、足許の物価の推移やBRL相場を見る限り、リスクはタカ派サイドに傾いていると言えよう。

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

会合日程を FOMC 後に変更
次の一手は米利上げ後か

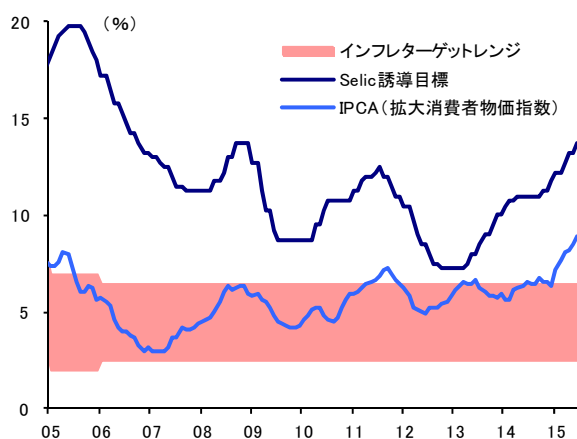
30 日(木)に開催されるメキシコ中銀の政策決定会合ではオーバーナイト金利の据え置きを予想する。メキシコ中銀は 7 月 1 日に、2015 年の政策決定会合を全て米 FOMC の直後に開催するように日程を変更した(7 月 30 日、9 月 21 日、10 月 29 日、12 月 17 日)。メキシコ中銀の理事会はこの変更で、「政策判断時に FRB の政策判断について最新の情報を得られる」としている。同中銀は米国の利上げ開始に伴う資金流出を防ぐため、かねてから米利上げに合わせた利上げを行う方針を示しており、今回の日程変更でその姿勢をより明確にした。春先にかけては、メキシコ中銀が米国に先んじて利上げを行うとの見方もあったが、今回の日程変更を見る限り、その可能性は低いと言えよう。メキシコ中銀の次の一手は 9 月あるいは 12 月会合での利上げが濃厚である。

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

インフレ率上昇を見極めるため
一旦、利下げペース鈍化か

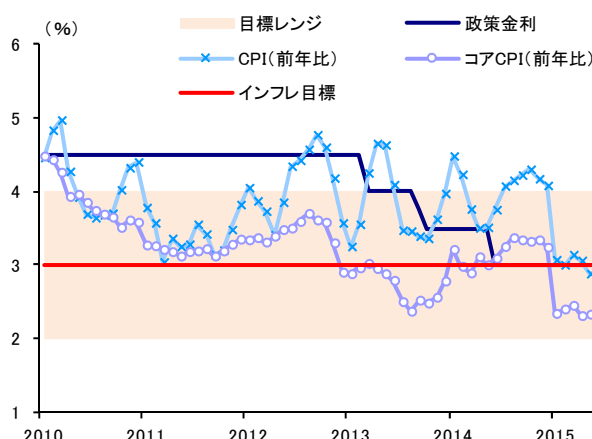
31 日のロシア中央銀行(CBR)金融政策決定会合では、政策金利を 50bp 切り下げると予想する。6 月 15 日の前回会合で CBR は、インフレ見通しの低下と国内景気の停滞を理由に政策金利を 100bp 引き下げて 11.50%とすることを決定した。会合後の声明文で CBR は 1 年先のインフレ見通しをそれまでの+8%から+7%に引き下げたが、RUB 安を背景としたインフレ期待の上昇や管理価格の引き上げが物価上振れ要因になると指摘しており、今後数か月間は金融緩和余地が狭まるとしている。実際に、原油価格の下落を受けて、RUB 相場は前回会合以来約▲6.0%下落しているほか、週次の消費者物価指数(CPI、～7 月 6 日)が管理価格の引き上げを受けて前週比+0.7%と一時的であるが大幅に上昇した。もっとも、その後の週次 CPI(～13 日)は前週比+0.1%と落ち着きを取り戻しているため、急速なインフレ率の上昇は見込まれないが、インフレ期待が高まっていることもあり、CBR は利下げペースを一旦緩めるとみられる。

図表 5: ブラジル 政策金利とインフレ率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: メキシコ 政策金利とインフレ率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

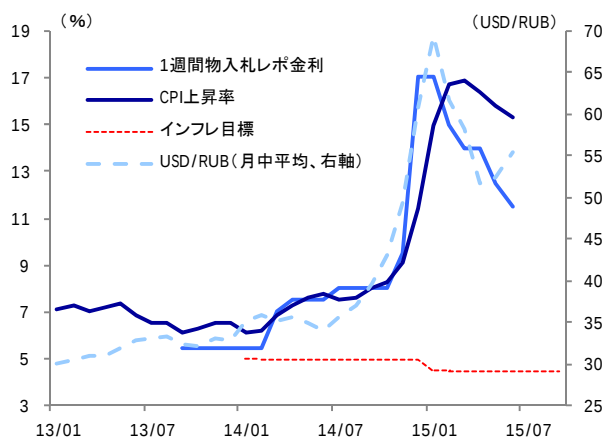
南アフリカ: SARB は 25bp の利上げを決定

予想以上にタカ派の会合

次回利上げは ZAR 相場次第

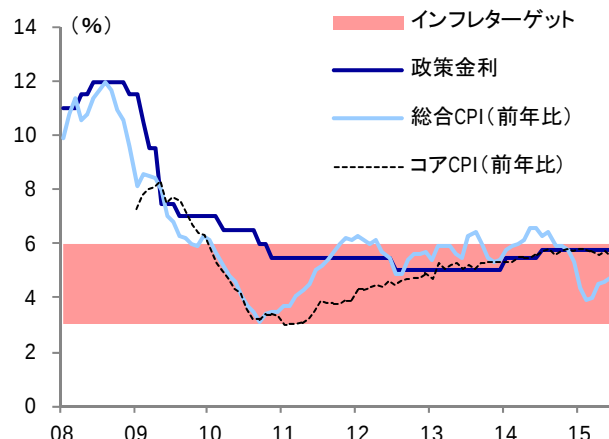
南アフリカ中銀(SARB)は 23 日に開催された金融政策決定会合にて政策金利を 25bp 引き下げ 6.00%とすることを決めた。決定は 4 対 2 で 2 名は据え置きを主張した。直前のブルームバーグ調査ではエコノミスト 31 人中 17 人が利上げを予想していた。我々は CPI の上昇一服、南アフリカ電力規制当局(Nersa)による電気料金引き上げ認可の見送り、米国早期利上げ期待の後退など、前回会合にて SARB が指摘したインフレリスクが短期的には改善していること、その一方で国内経済指標の鈍化が鮮明になっていることを受けて、SARB が利上げを先送りすると予想していた。しかし SARB はこのいずれの要因も認めながらも、先行きのインフレ期待に大きな変化が見られないことを挙げ、来年 1～6 月期にかけて CPI が目標レンジの上限を突破する可能性があるとして利上げに踏み切った。SARB は今回の利上げは政策金利正常化のための利上げサイクルの一環であることを説明した上で、今後についてはデータ次第であるとしている。国内景気の弱さに鑑み、当面は様子見姿勢が続くと考えられるが、この点は米国の利上げとそれを受けた ZAR 相場の動向に大きく左右されよう。

図表 7: ロシア 政策金利とインフレ率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 南アフリカ 政策金利とインフレ率



(資料)南アフリカ準備銀行、南アフリカ統計局、ブルームバーグ

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20日 (月)	中国	6月	新規融資 (人民元)	1050.0B	1279.1B	900.8B	--
20日 (月)	フィリピン	6月	総合国際収支	--	\$485M	-\$58M	--
23日 (木)	韓国	2Q	GDP (前年比)	2.30%	2.20%	2.50%	--
23日 (木)	シンガポール	6月	消費者物価指数 (前年比)	-0.30%	-0.30%	-0.40%	--
24日 (金)	中国	6月	Caixin 中国製造業PMI	49.7	--	49.4	--
24日 (金)	韓国	7月	消費者信頼感	--	100.0	99.0	--
24日 (金)	フィリピン	5月	貿易収支	-\$100M	--	-\$301M	--
24日 (金)	シンガポール	6月	鉱工業生産 (前年比)	-0.40%	--	-2.30%	--
27日 (月)	タイ	6月	輸出 (通関ベ-ス/前年比)	-4.60%	--	-5.00%	--
27日 (月)	タイ	6月	貿易収支 (通関ベ-ス)	\$1980M	--	\$2410M	--
27日 (月)	インドネシア	6月	マネーサプライM2 (前年比)	--	--	13.20%	--
31日 (金)	マレーシア	6月	マネーサプライM3 (前年比)	--	--	5.70%	--
31日 (金)	台湾	2Q	GDP (前年比)	2.50%	--	3.37%	--
31日 (金)	韓国	6月	鉱工業生産 (前年比)	--	--	-2.80%	--
31日 (金)	タイ	6月	輸出 (前年比)	--	--	-5.50%	--
31日 (金)	タイ	6月	貿易収支	--	--	\$4151M	\$4152M
31日 (金)	タイ	6月	経常収支	--	--	\$2127M	--
中東欧・アフリカ							
7月22日 (水)	南アフリカ	6月	消費者物価指数 (前年比)	5.00%	4.70%	4.60%	--
23日 (木)	トルコ	6月	消費者信頼感指数	--	64.7	66.4	--
23日 (木)	トルコ	7月	指標レ-ト	7.50%	7.50%	7.50%	--
23日 (木)	トルコ	6月	翌日物貸出金利	10.75%	10.75%	10.75%	--
23日 (木)	トルコ	6月	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
23日 (木)	南アフリカ	7月	SARB政策金利発表	6.00%	6.00%	5.75%	--
28日 (火)	南アフリカ	7月	失業率	--	--	26.40%	--
28日 (火)	南アフリカ	6月	マネーサプライM3 (前年比)	--	--	8.37%	--
31日 (金)	南アフリカ	6月	貿易収支 (ラ-ト)	--	--	5.0B	--
ラテンアメリカ							
7月17日 (金)	ブラジル	5月	経済活動 (前年比)	-4.00%	-4.75%	-3.13%	-3.24%
22日 (水)	ブラジル	7月	IBGEインフレ率IPCA-15 (前年比)	9.28%	9.25%	8.80%	--
22日 (水)	ブラジル	6月	経常収支	-\$2137M	-\$2547M	-\$3366M	-\$3341M
22日 (水)	メキシコ	5月	小売売上高 (前年比)	4.70%	4.10%	4.60%	--
24日 (金)	ブラジル	7月	FGV消費者信頼感	--	--	83.9	--
24日 (金)	メキシコ	5月	経済活動IGAE (前年比)	1.15%	--	2.09%	--
24日 (金)	メキシコ	6月	失業率 (季節調整済)	4.35%	--	4.40%	--
30日 (木)	ブラジル	7月	FGVインフレIGPM (前年比)	--	--	5.59%	--

(注) 2015年7月24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	6.2132	6.20	6.18	6.17	6.16	6.16
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7505	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.300	63.858	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13400	13420	13400	13500	13500	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1137.46	1161.61	1110	1110	1100	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.7887	3.8042	3.80	3.80	3.75	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.408	45.340	45.5	45.0	44.6	43.8	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3690	1.36	1.36	1.32	1.30	1.30
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	31.246	31.70	31.70	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.96	34.77	34.3	34.0	34.0	33.5	33.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	21808	21820	21850	22100	22000	22200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	57.9143	52.00	52.00	51.00	52.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.7105	12.4510	11.80	11.60	11.40	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.8096	2.7340	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	3.2862	3.21	3.30	3.33	3.35	3.37
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.7722	16.2157	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	19.950	20.00	20.23	20.42	20.13	19.97
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.982	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	10.650	11.17	11.26	11.45	11.38	11.39
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ～ 34.334	32.527	32.63	32.89	33.60	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.800	2.730	2.73	2.78	2.83	2.83	2.85
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.89	90.48	91.18	91.91	95.45	95.38	94.62
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.078	3.959	3.91	3.94	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.737	3.560	3.62	3.68	3.71	3.70	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5768	0.5677	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	2.139	2.38	2.40	2.47	2.38	2.37
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ～ 10.453	9.957	10.51	10.78	11.05	10.88	10.79
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	45.272	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	37.666	38.63	37.88	37.84	37.01	36.50
メキシコペソ	(MXN)	7.697 ～ 8.199	7.637	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24日の8時30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。