

## 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

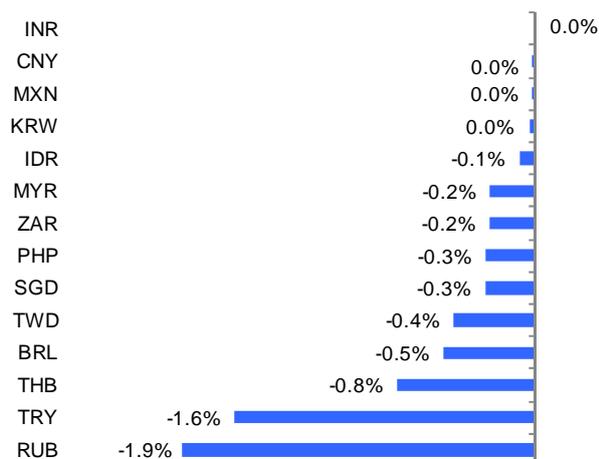
### 今週のエマージングマーケット

#### 中東欧・南米通貨が弱い

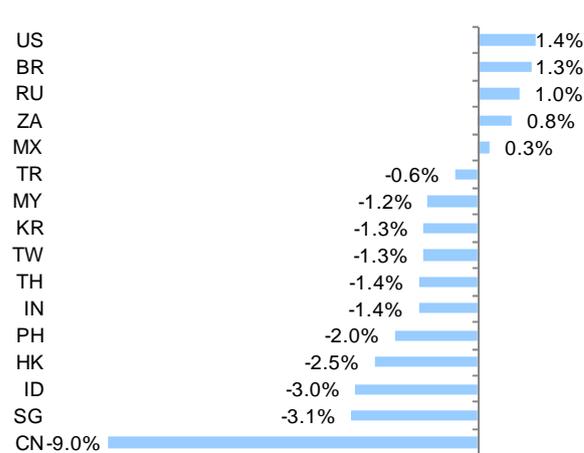
今週の新興国通貨はじり安。週初は上海株式市場が再び急落したことで世界的にリスクセンチメントが悪化。これを受け米金利は低下し、ドルが対主要通貨で弱含んだが、こうした動きが新興国通貨に波及することはなかった。28日、中国株式市場が下げ止まると、金融市場は翌日にFOMCの結果発表を控えて各資産とも小動き。29日のFOMCは一部で警戒されたタカ派の内容とはならず新興国通貨は小幅反発した。しかし翌30日は米4～6月期GDPの発表を控えて新興国通貨は売り優勢の展開。GDPは事前予想に概ね一致し年次改定も大勢に影響を与える内容ではなかったが、9月利上げの可能性が繋がれた格好で新興国通貨は指標発表後も軟調推移となった。

個別通貨では、米国の利上げ観測を背景にファンダメンタルズの脆弱なRUB(▲1.9%)、TRY(▲1.6%)、BRL(▲0.8%)といった通貨が積極的に売られた。TRYはトルコ軍による過激派組織「イスラム国」や反政府武装組織クルド労働党(PKK)の拠点空爆といった情勢緊迫化も嫌気された。BRLは28日に節目の3.40を一時上抜けた後、一旦は反発したが、ブラジル中銀が利上げサイクルの中断を示唆したこともあり、30日に再度下落。ZARは週中に一時上昇する場面も見られたが、30日には売りが加速し、2001年12月以来の安値12.75をつけた。アジア通貨は輸出企業のドル売り需要もあり相対的に底堅い動きとなった。

#### 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

### 燻り続けるもう一段のドル買い

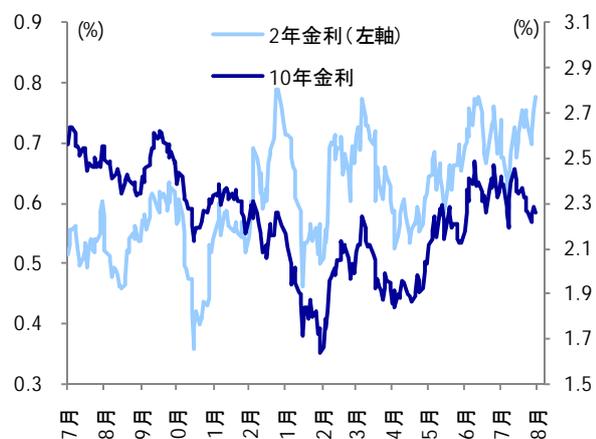
FOMC 声明文では利上げ開始は「データ次第」を再確認

29 日の FOMC 声明文では、労働市場や住宅投資に関して現状の景気判断が上方修正されたほか、利上げに必要な労働市場の改善幅は前回声明文から縮小し、総じて利上げに一步近づいたといった印象。但し、予想通り、具体的な時期に関する言質は得られず、結局のところ利上げ開始は「データ次第」ということを再確認するに留まった。こうした中、昨日発表された米 4～6 月期 GDP は前期比年率+2.3%と市場予想(同+2.5%)に概ね一致。年次改定では 1～3 月期が同▲0.2%から同+0.6%に上方修正される一方、2012 年からの平均の成長率は同+2.2%から同+2.0%に小幅に下方修正されるといったまちまちの内容となった。米 10 年金利は GDP 発表後に大きく低下したが、短期金利やドルインデックスの低下幅は限定的となっており、市場は 9 月利上げへの警戒を解けずにいるようである。一方、新興国でも 27 日の上海株急落(▲8.4%)、商品価格下落、トルコ軍による「イスラム国」空爆などリスク資産にとってネガティブな材料が増えている。新興国通貨の下落基調は当面続きそうである。

雇用統計を控えてドル買いの流れは継続か

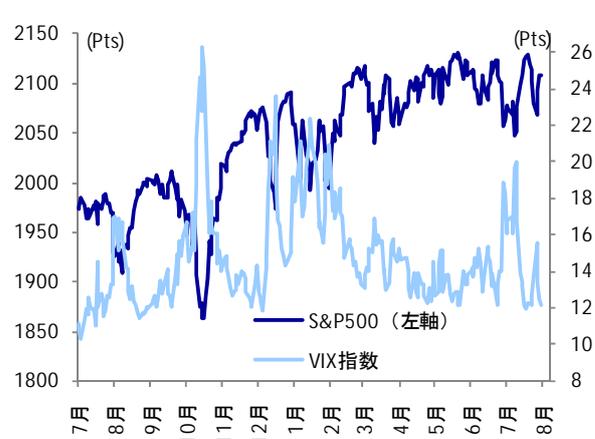
来週の新興国通貨は軟調な推移を予想する。上述の通り、9 月利上げの可能性を警戒せざるを得ない状況下、来週は 7 日(金)の米 7 月雇用統計に向けて新興国通貨への売り圧力が続くと思われる。7 月非農業部門雇用者数の市場予想は前月比+22.5 万人となっているが、同+20 万人を割るようなダウンサイドサプライズとならない限り、市場は 9 月利上げ期待を維持しつつ、翌週 13 日(月)の米 7 月小売売上高へ関心を移していこう(もちろん同+25 万人を上回るような強い結果となれば 9 月利上げ期待が一気に高まる)。但し、9 月 FOMC までは主要経済指標の発表が 1 回ないしは 2 回控えており、目先の指標の結果をもって利上げ時期を割りきるのには難しい。このように利上げ期待が燻ぶり続ける中、新興国通貨はじりじりと下値を切り下げていきそうだ。一方、新興国では 8 月 4 日にインド、5 日にタイで金融政策決定会合が予定されている(詳細は後述)。

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

タイ: 金融政策決定会合プレビュー

通貨安志向の高まりも  
利下げのハードルは高い

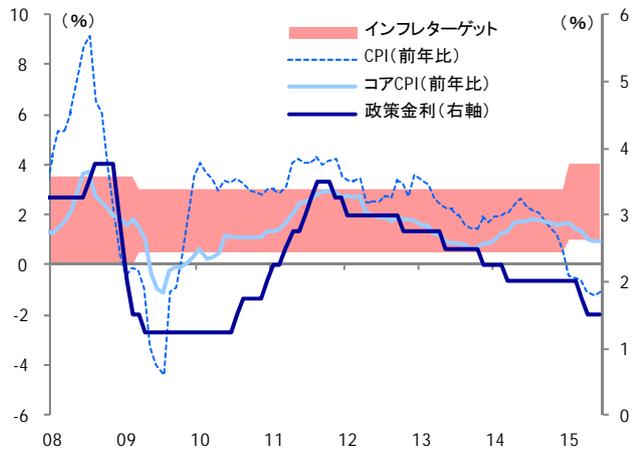
8月5日(水)に開催されるタイ中銀(BOT)の金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回6月10日の会合でBOTは1.5%の政策金利据え置きを決定した。声明文では、今後も緩和的な金融政策を継続するとの姿勢は維持したが、過去2回の利下げによる金融環境やTHB相場の好転(下落)にも言及しており、筆者はBOTの追加利下げに対する意欲は後退した印象を受けた。会合後に発表された指標をみると、6月の輸出が前年比▲7.9%と5月の同▲5.0%から減速したほか、6月の消費者信頼感も6か月連続で低下しており景気は軟調な推移が続いている。また、6月の消費者物価指数(CPI)も前年比プラスを維持したものの、上昇幅が先月から縮小するなど引き続きデフレ懸念が燻っている。そうした中、プリディヤトーン副首相が、景気をコントロールするためには利下げではなく為替介入が望ましく、もう少しTHB安が進むことが輸出を後押しすると発言したほか、ソムマイ財務相は家計債務拡大に繋がる利下げに反対する姿勢を示している。BOTの年内追加利下げを排除することはないが、こうした政府高官の意向を受けて当面BOTは政策金利を据え置くと考えられる。また、低迷する輸出促進のために今会合でBOTが為替介入に踏み切ると考えるのは拙速に過ぎるが、4月に実施した資本流出規制の緩和(最大500万ドルまでの預金目的の外貨を自由に購入できるほか、年間5000万ドルまで海外不動産の購入ができるようになる)等のTHB安誘導政策を実施する可能性はあるだろう。

インド: 金融政策決定会合プレビュー

雨量減少で利下げ余地縮小も  
利下げサイクルは継続

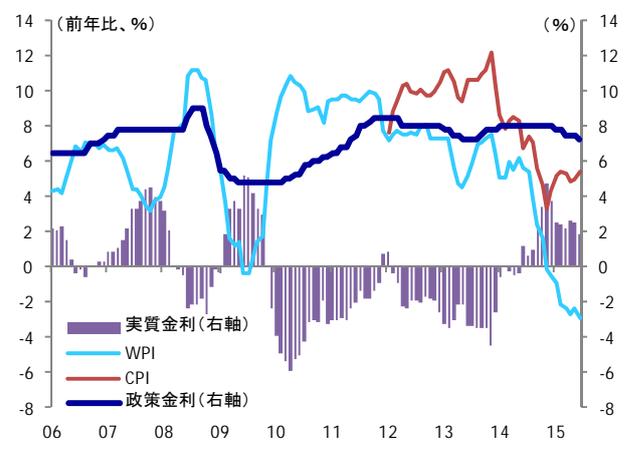
来週の金融政策決定会合は政策据え置きを見込む。前回6月2日に開催された会合にてインド中銀(RBI)はインフレリスクの高まりを認めながらも、前倒し(to front-load)での利下げが適当であるとして政策変更には踏み切った。その国内物

図表3: タイ 政策金利とインフレ率



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表4: インド 政策金利とインフレ率



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※実質金利は政策金利-CPI(2012年以前はWPIを使用)

価については予断を許さない状況が続いている。6月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.4%と5月の同+5.0%から加速した。食料品価格の上昇が主因だが、RBIは6月会合時の声明文にて、ベース効果により8月までは物価の減速基調が続くとしていたため、この結果は同中銀にとってもサプライズであったと推察される。注目のモンスーン期雨量について、6月までは多くの地域で想定以上の雨が降ったようであるが、7月に入ってからは一転して平年を下回って推移している。カリフ(雨季作)の農産物生産に大きく影響するのが7~8月の雨量であることを考えれば、インフレ高進のリスクシナリオの確度は前回会合時よりも増した考えるべきだろう。これらを踏まえれば来週の会合にて追加利下げが実施される可能性は極めて低いと言えそうだ。今後について、RBIは追加利下げに前向きとみられ、利下げサイクルは今後も継続していくだろう。7~8月の降雨量と農作物価格の推移によっては年内利下げの可能性も排除すべきではない。

### メキシコ: 貿易赤字は縮小

国内新規投資の盛り上がり  
輸入を押し上げ

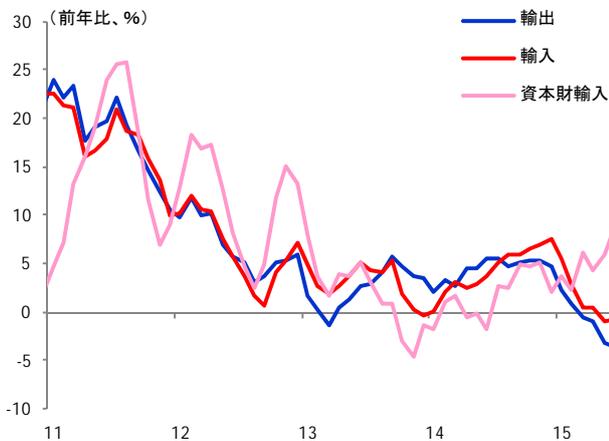
27日にメキシコ国家統計地理情報局(INEGI)が発表したメキシコ6月貿易統計では、輸出が前年比+1.2%(5月同▲8.8%)、輸入が前年比+4.7%(5月同▲5.5%)と、輸出入ともに3か月ぶりのプラスに転じた。この結果、貿易収支は▲7.5億ドルと5月の同▲10.2億ドルに引き続き大幅な赤字となった。輸出入を品目別で見ると、原油相場の低迷によって石油関連製品輸出が同▲41.0%(5月同▲37.2%)の大幅減となり、全体の足を引っ張る形が継続。12か月連続で前年比マイナスが続いている。他方、石油関連以外では農林水産品(同+10.7%)、鉱産物(同+13.9%)、工業製品(同+6.5%)と全ての項目がプラスとなった。特に自動車を除く工業製品で輸出増加の動きがみられた。輸入については、消費財(同+2.4%)、中間財(同+3.0%)、資本財(同+21.7%)ともに前年比で増加。特に設備投資の先行指標となる資本財輸入は3か月移動平均でも緩やかな拡大基調にあり、エネルギー改革関連の新規投資が盛り上がりつつある可能性が示唆される。消費財も前月比で見ると4か月連続の増加となっており、内需底打ちの兆しとして注目される。原油価格が軟調な動きを示しているほか、最大の輸出先である米国経済の足取りがおぼつかないなど、同国輸出は向かい風にさらされている。一方で内需は緩やかながらも上向いており、このため貿易赤字の拡大傾向は当面続きそうである。

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

利上げサイクルは打ち止めか

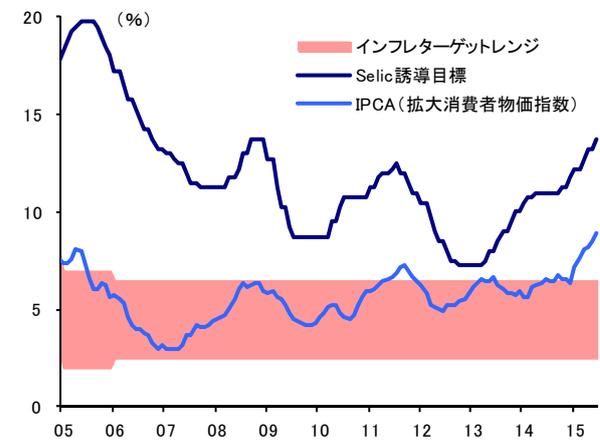
ブラジル中銀(BCB)は30日に金融政策委員会(COPOM)を開催し、全会一致で政策金利であるSelicレートを50bp引き上げ、14.25%とすることを決定した。今回で6会合連続、計300bpの利上げを実施したことになり、政策金利は2006年10月以来の高水準となった。声明文では利上げの理由に前回会合時に発表された内容に加えて「the current balance of risks(リスクバランスの現状)」が加えられたほか、2016年のインフレ目標(中心値:+4.5%)達成のためには「holding that interest rate level for a sufficiently prolonged period is necessary(この金利水準を十分な期間維持することが必要)」との表現が加えられた。追加された文言から、現状の金利水準がインフレ抑制のために十分であることが示唆されており、BCBによる利上げは一旦打ち止めになるとみられる。8月6日に公表予定のCOPOM議事要旨では利上げサイクルの終了に関する参加者の議論に注目が集まろう。

図表 5: メキシコ 輸出と輸入



(資料)CEIC、みずほ銀行 ※数値は3か月移動平均値

図表 6: 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

## 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	前回は	修正値
<b>エマージングアジア</b>						
7月24日 (金)	中国	6月 Caixin 中国製造業PMI	49.7	48.2	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	\$509M	-\$301M	-\$337M
24日 (金)	シンガポール	6月 鉱工業生産(前年比)	-0.40%	-4.40%	-2.30%	-1.70%
27日 (月)	タイ	6月 貿易収支(通関 <sup>レ</sup> -ス)	\$1990M	\$150M	\$2410M	--
31日 (金)	台湾	2Q GDP(前年比)	2.55%	--	3.37%	--
31日 (金)	韓国	6月 鉱工業生産(前年比)	-2.00%	--	-2.80%	--
31日 (金)	タイ	6月 貿易収支	--	--	\$4151M	\$4152M
8月1日 (土)	韓国	7月 貿易収支	\$6809M	--	\$10243M	\$9977M
1日 (土)	中国	7月 製造業PMI	50.1	--	50.2	--
3日 (月)	タイ	7月 消費者物価指数(前年比)	-0.98%	--	-1.07%	--
3日 (月)	韓国	7月 消費者物価指数(前年比)	0.70%	--	0.70%	--
3日 (月)	インドネシア	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.26%	--
3日 (月)	シンガポール	7月 購買部景気指数	--	--	50.4	--
4日 (火)	インドネシア	7月 消費者信頼感指数	--	--	111.30	--
4日 (火)	インド	8月 RBIポレート	7.25%	--	7.25%	--
5日 (水)	マレーシア	6月 貿易収支MYR	5.25B	--	5.51B	--
5日 (水)	タイ	8月 中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
5日 (水)	台湾	7月 消費者物価指数(前年比)	-0.64%	--	-0.56%	--
5日 (水)	フィリピン	7月 消費者物価指数(前年比)	0.80%	--	1.20%	--
5日 (水)	インドネシア	2Q GDP(前年比)	--	--	4.71%	--
6日 (木)	タイ	7月 消費者信頼感指数	--	--	74.4	--
7日 (金)	台湾	7月 貿易収支	\$3.22B	--	\$2.18B	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
7月31日 (金)	南アフリカ	6月 貿易収支(ラ <sup>ド</sup> )	4.0B	--	5.0B	--
8月3日 (月)	トルコ	7月 マークイット・トルコ製造業PMI	--	--	49.0	--
3日 (月)	南アフリカ	7月 鉱工業製造業PMI	--	--	51.4	--
3日 (月)	ロシア	7月 マークイット・ロシア製造業PMI	--	--	48.7	--
3日 (月)	トルコ	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	7.20%	--
4日~5日	ロシア	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	15.30%	--
5日 (水)	南アフリカ	7月 スタンダード銀行南アフリカPMI	--	--	49.2	--
7日 (金)	トルコ	6月 鉱工業生産(前年比)	--	--	2.40%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
7月24日 (金)	ブラジル	7月 FGV消費者信頼感	--	82.0	83.9	--
24日 (金)	メキシコ	5月 経済活動IGAE(前年比)	1.15%	1.51%	2.09%	--
8月3日 (月)	ブラジル	7月 マークイット・ブラジル製造業PMI	--	--	46.5	--
3日 (月)	メキシコ	7月 マークイット・メキシコ製造業PMI	--	--	52.0	--
4日 (火)	メキシコ	7月 IMEF製造業指数(季調済)	--	--	53.1	--
4日 (火)	ブラジル	7月 貿易収支(月次)	--	--	\$4527M	--
4日 (火)	ブラジル	6月 鉱工業生産(前年比)	--	--	-8.80%	--
4日 (火)	メキシコ	5月 総設備投資	--	--	5.30%	--
6日 (木)	メキシコ	7月 消費者信頼感指数	--	--	94.7	--
7日 (金)	ブラジル	7月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	8.89%	--
7日 (金)	メキシコ	7月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.87%	--

(注)2015年7月31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
<b>対ドル</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国人民幣	(CNY)	6.1818	~ 6.2779	6.2097	6.20	6.18	6.17	6.16	6.16
香港ドル	(HKD)	7.7497	~ 7.7744	7.7530	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295	~ 64.300	64.041	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378	~ 13400	13458	13400	13500	13500	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21	~ 1137.46	1168.22	1110	1110	1100	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	3.4960	~ 3.7887	3.8190	3.80	3.80	3.75	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950	~ 45.408	45.641	45.5	45.0	44.6	43.8	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3151	~ 1.3941	1.3755	1.36	1.36	1.32	1.30	1.30
台湾ドル	(TWD)	30.354	~ 32.040	31.564	31.70	31.70	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29	~ 33.96	35.14	34.3	34.0	34.0	33.5	33.0
ベトナムドン	(VND)	21256	~ 21840	21818	21820	21850	22100	22000	22200
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365	~ 71.8030	59.7319	52.00	52.00	51.00	52.00	52.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575	~ 12.7105	12.6989	11.80	11.60	11.40	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727	~ 2.8096	2.7835	2.75	2.75	2.80	2.80	2.85
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493	~ 3.3148	3.3718	3.21	3.30	3.33	3.35	3.37
メキシコペソ	(MXN)	14.4357	~ 15.7722	16.2817	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>									
中国人民幣	(CNY)	18.666	~ 20.285	20.000	20.00	20.23	20.42	20.13	19.97
香港ドル	(HKD)	14.946	~ 16.233	16.018	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853	~ 1.971	1.937	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	10.592	11.17	11.26	11.45	11.38	11.39
マレーシアリング	(MYR)	32.092	~ 34.334	32.514	32.63	32.89	33.60	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593	~ 2.800	2.720	2.73	2.78	2.83	2.83	2.85
シンガポールドル	(SGD)	86.10	~ 92.89	90.29	91.18	91.91	95.45	95.38	94.62
台湾ドル	(TWD)	3.650	~ 4.078	3.934	3.91	3.94	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.538	~ 3.737	3.534	3.62	3.68	3.71	3.70	3.73
ベトナムドン	(100VND)	0.5430	~ 0.5768	0.5692	0.57	0.57	0.57	0.56	0.55
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル	(RUB)	1.644	~ 2.652	2.079	2.38	2.40	2.47	2.38	2.37
南アフリカランド	(ZAR)	9.685	~ 10.453	9.780	10.51	10.78	11.05	10.88	10.79
トルコリラ	(TRY)	43.474	~ 52.258	44.606	45.09	45.45	45.00	44.29	43.16
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル	(BRL)	36.473	~ 46.148	36.831	38.63	37.88	37.84	37.01	36.50
メキシコペソ	(MXN)	7.697	~ 8.199	7.628	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31日の8時00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。