2015 年 8 月 7 日

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@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

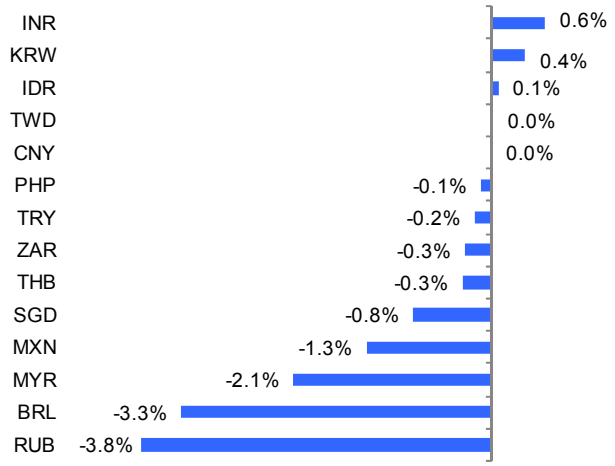
今週のエマージングマーケット

原油価格下落を受けて、資源国通貨が安い

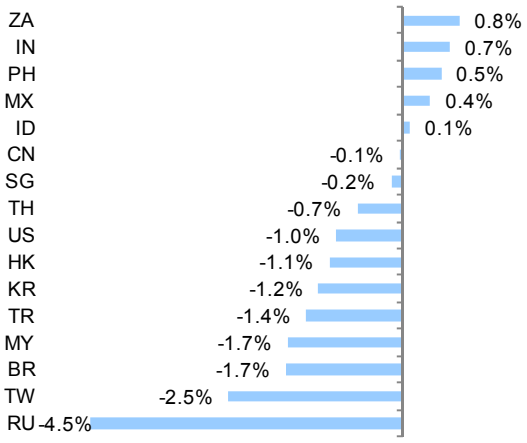
今週の新興国通貨は続落。先週末、FOMC が賃金指標として重視している米 4～6 月期雇用コスト指数は市場予想を下回ったほか、原油価格が大幅続落となった。そのため、週初にドルは堅調に推移し、新興国通貨は下落した。4 日は、週末の米 7 月雇用統計発表を控え市場の動意が薄い中、ロックハート・アトランタ連銀総裁の 9 月利上げ開始を示唆する発言を受けてドルはじりじりと上昇した。5 日に発表された米経済指標（7 月 ADP 雇用統計と 6 月貿易収支）が冴えない結果となったことからドルは軟化するも、その後に発表された米 7 月 ISM 非製造業景況指数が約 10 年ぶりの高水準になるとドル買いが加速。新興国通貨は下げ幅を拡大した。

個別通貨でみると、原油を含むコモディティ価格の下落を受け RUB（▲3.8%）、BRL（▲3.3%）、MYR（▲2.1%）と MXN（▲1.3%）が下落した。RUB は先月末のロシア中銀による利下げも影響しただろう。また BRL はブラジル国内の政治的混乱や景気後退を受け 2003 年 3 月以来の安値をつけた。MYR は政府系投資会社（1MDB）を巡る政治的不透明感から 1998 年 9 月 2 日から 7 年に渡って導入された固定相場制の水準（3.80）を上回る安値を更新した。その他 SGD(▲0.8%)、THB（▲0.3%）、ZAR（▲0.3%）は米利上げ観測を背景に軟化した。

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：ブラジルボベスパ指数、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

引き続き利上げ時期を探る展開か

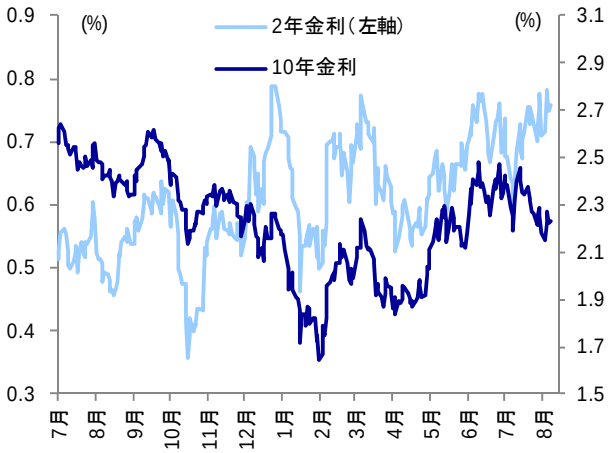
ロックハート総裁の発言は市場の 9 月利上げ期待を高めた

7 月の FOMC 声明文では、雇用環境の現状評価が上方修正され、利上げに必要とされる雇用改善のハードルが引き下げられた。そうした中でロックハート総裁の「9 月利上げを支持する」との発言は、9 月利上げに対する FOMC のスタンスを 7 月時点から一歩進めるものと受け止められる。ここもと FRB 関係者は 9 月利上げの可能性を残す発言を繰り返しているが、債券市場等では織り込みはなかなか進んでいない。同総裁の発言は市場にシグナルを送り、来月 FOMC での利上げを政策の選択肢として確保する意味合いもあっただろう。なお、FOMC メンバーの中でも中立派とされる同総裁の発言によって、6 月の政策委員見通しにてイエレン FRB 議長が年内利上げ 1 回派だったことが示唆されるため、議長を 12 月利上げ派と見る向きもある。しかし、6 月以降のイエレン議長は議会証言等で 9 月利上げの可能性を高める発言を繰り返しており、経済指標の改善を受けて既に 9 月を含めた利上げのタイミングを模索していると筆者は考えている。

新興国通貨安の流れは継続か

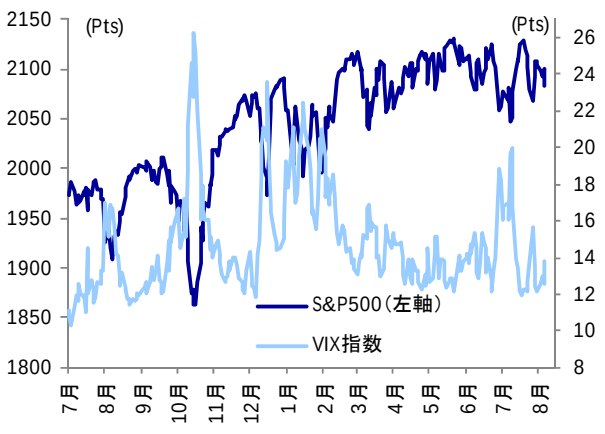
来週の新興国通貨は軟調推移を予想。本日発表の米 7 月非農業部門雇用者数（市場予想：前月比+22.5 万人）は同+20 万人台前半の無難な結果に落ち着くと筆者はみている。前回 FOMC 声明文では、利上げに必要な雇用の改善幅は縮小されており、雇用統計で特段の改善が見られない場合でもドルは堅調に推移し、市場の関心は 13 日（木）の米 7 月小売売上高へ移るだろう。他方で、新興国通貨はじりじりと値を下げる展開となりそうだ。このところの新興国通貨は「ドル高で売られ、ドル安でも買われにくい」傾向が続いている。背景に、新興国での景気低迷や政治不透明感の高まり、加えて資源国では原油の下落があるだろう。当面この傾向は続くとみられ、仮に弱い米雇用統計結果を受けて市場の利上げ期待が後退し、ドルが下落するような場合でも、新興国通貨は軟調な推移を続けそうだ。

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

フィリピン： 金融政策決定会合プレビュー

消費者物価は低下継続も、金融政策は据え置きか

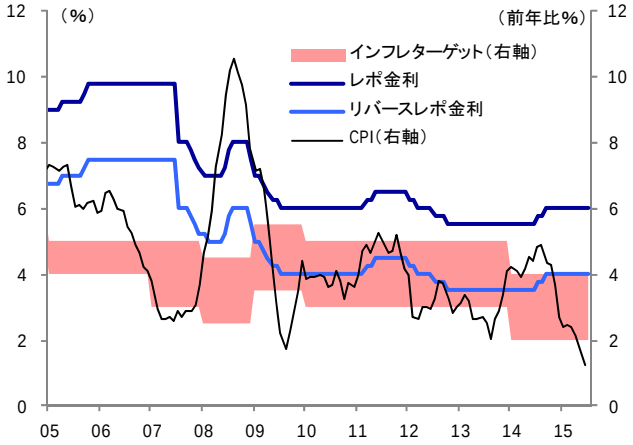
8 月 13 日（木）に開催されるフィリピン中央銀行（BSP）の金融政策決定会合は現状維持を予想する。前回会合（6 月 25 日）で BSP は、今後の消費者物価指数（CPI）の伸びは鈍化するも、物価の上振れリスクと下振れリスクが均衡しているとの見通しを示した。7 月 2 日に、テタンコ BSP 総裁は、エルニーニョ現象による物価上昇リスク、米国利上げを控えて金融市場が不安定化するリスクに対して懸念を示している。他方、足許では 8 月 5 日に発表された 7 月 CPI が、前年比+0.8%と 6 月同+1.2%から更に低下し、BSP の物価目標（+2～+4%）を大きく下回っている。そのため、13 日会合では政策スタンスの調整が必要かどうか検討される予定だ。但し、フィリピン政府は、2015 年の GDP 目標（+7～+8%）達成のために、足許で積極的な財政支出を行う姿勢を見せており、今後の公共投資の加速が景気を押し上げ、インフレ底打ちの要因となる可能性も残されている。BSP は今回会合では一旦様子見姿勢をとり、政策金利を据え置くだろう。

韓国： 金融政策決定会合プレビュー

消費者信頼感、生産関連指数持ち直し傾向を受けて、BOK は様子見か

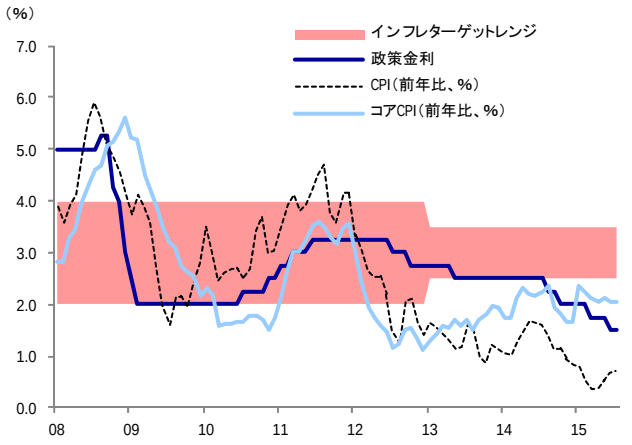
13 日（木）開催の韓国中銀（BOK）金融通貨委員会は現状維持を予想する。前回会合（7 月 9 日）では、中東呼吸症候群（MERS）による混乱が終息することで、国内景気は徐々に上向くとの見方を示した。その後発表された経済指標は、6 月ディスカウントストア売上及び 6 月百貨店売上高が前年比で▲10%を超える減少となったが、消費の先行きを示す 7 月消費者信頼感指数が前月 99 から 100 に小幅上昇、底入れの兆しが見られた。また、韓国の 6 月鉱工業生産は前年比+1.2%と 6 か月ぶりの高水準となる等、生産サイドでも持ち直しの兆しが見られる。こうした状況下、BOK は景気回復基調が持続するのかの見極めにしばらく徹すると予想する。7 月 27 日に韓国政府が MERS 終息を正式に宣言する等、MERS による混乱はほぼ終息を迎えており、今まで MERS によって抑制されてきた消費マインドが、今後持ち直し傾向を強めていくかに注目していきたい。

図表 3： フィリピン 政策金利とインフレ率



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 4： 韓国 政策金利と消費者物価指数



（資料）CEIC、みずほ銀行

韓国： 消費者物価指数は横ばい

電気料金低下も交通費上昇で前月から横ばい

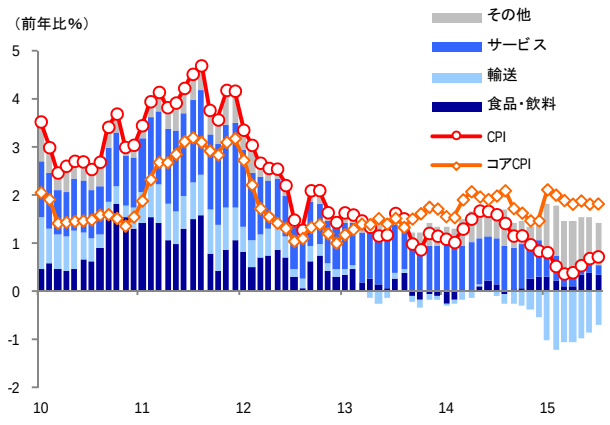
4 日発表の韓国 7 月消費者物価指数（CPI）は前年比+0.7%と 6 月同+0.7%から伸び率が横ばいだった。農作物と石油製品等を除いたコア CPI も同+2.0%と 6 月から上昇幅が変わらなかった。内訳をみると、食品・飲料（6 月同+2.7%→7 月同+2.3%）や住居・光熱費（6 月同▲1.1%→7 月同▲1.7%）が減速する一方、輸送（6 月同▲7.7%→7 月同▲6.3%）や娯楽・文化（6 月同▲0.9%→7 月同▲0.6%）は減少幅を縮小した。原油価格の下落を背景に電気料金が低下したものの、首都圏で交通料金が上昇したため全体としては伸び率が横ばいにとどまった模様だ。

韓国： 経常収支は引き続き黒字を維持

内需低迷による輸入減が純輸出を押し上げて経常黒字に

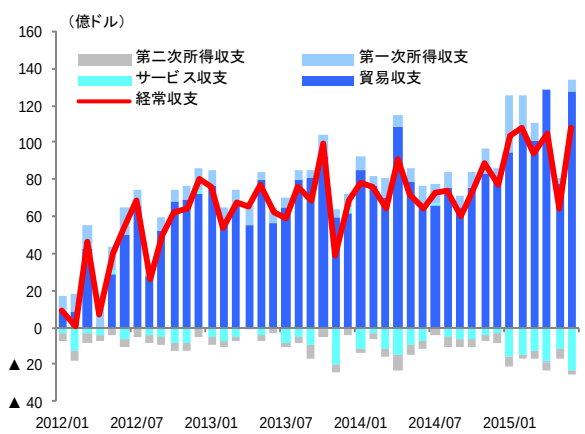
3 日に発表された韓国 6 月経常黒字（季節調整値）は前月比+68.7%と大幅に増加し、108 億ドル（5 月 64 億ドル）となった。貿易黒字の大幅増（5 月 77.7 億ドル→6 月 127.5 億ドル）が全体を押し上げた。経常収支は 2011 年 6 月以来 49 か月連続の黒字が続いており、1～6 月期の経常黒字額（原数値）は 523.9 億ドルと、統計開始以来の速いペースで 500 億ドルを達成した。内訳をみると、サービス収支は韓国国内での MERS の感染拡大を背景に外国人旅行客が大幅に減少したため、▲23.3 億ドルと 5 月の▲11.3 億ドルから赤字幅が拡大した。他方、海外所得や投資収益を含む第一次所得収支が 6.0 億ドル（5 月 3.0 億ドル）に増加している。但し、経常黒字拡大のコアになっている貿易黒字拡大は、内需低迷に伴う輸入の減少によるもので、6 月にかけての韓国経済は MERS 等を背景に停滞していた模様だ。BOK は 7 月 9 日の会合後の声明文で、MERS 終息により国内景気が回復していくとの見方を示しているが、先行きの景気動向次第では追加緩和の可能性も排除できず、引き続き警戒が必要だろう。

図表 5： 韓国　消費者物価指数



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 6： 韓国　国際収支



（資料）ブルームバーグ、みずほ銀行

インド： インド中銀（RBI）は金融政策を据え置き

ラジャン総裁は追加緩和の可能性を残すも、インフレ率上昇を懸念

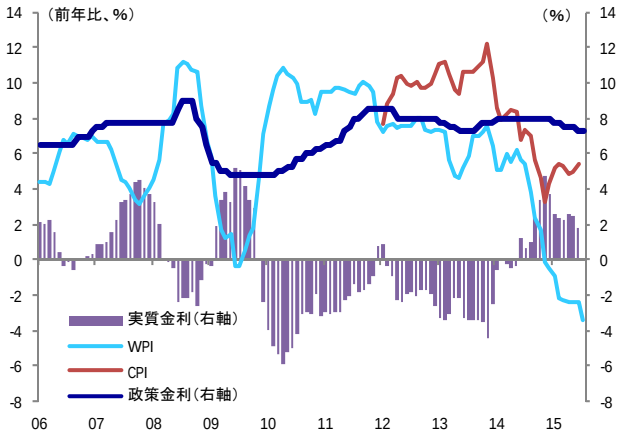
インド中銀（RBI）は 4 日の金融政策決定会合にて市場予想通り、政策金利であるレポレートを現状の 7.25%、リバースレポレートを 6.25%、現金準備率も 4.00%と据え置いた。声明文では、緩和的な政策スタンスを維持するものの、6 月 CPI が加速したこと等を受けて、政策金利を据え置くとしている。また今後の政策変更では、6 月会合時に前倒し（front-load）で行った金融緩和の効果を見極める中で、モンスーン季（雨季）の食品価格への影響や政府による構造改革の進捗、米国の利上げ動向を踏まえるとしている。ラジャン RBI 総裁は「より緩和的なスタンスを取ればインフレリスクが高まるため、“今”は利下げの機会とはならない」と述べ、インフレ率上昇への懸念から今会合で政策金利を据え置いたとした。但し、定例会合以外でも必要があれば政策変更を行う可能性も示している。今後 RBI が追加緩和に踏み切るかは上述の条件次第ではあるが、政府からの利下げ圧力も高まっており、年内利下げの可能性は排除できないだろう。

インドネシア： 4～6 月期 GDP はほぼ予想通りの結果に

2 四半期連続で 2009 年以来の低成長が続く

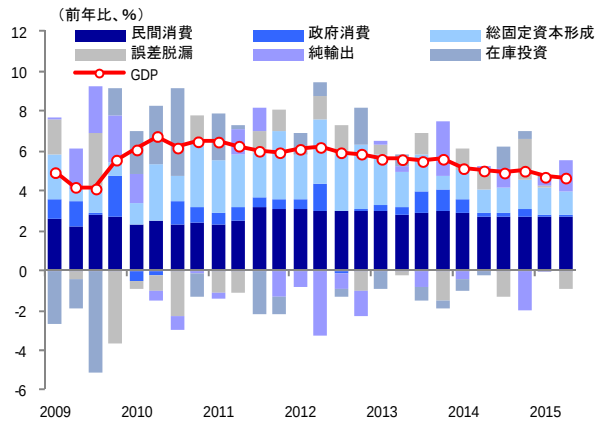
5 日に発表されたインドネシア 4～6 月期 GDP は前年比+4.67%と 1～3 月期同+4.71%から小幅に減速し、依然 2009 年以来の低成長率が続いている。また、2 期連続での成長率鈍化となったことから、インドネシア経済の低迷が継続していることを確認する内容となった。インドネシア統計局長スリャミン氏は、「商品価格の下落や政府による鉄鉱石出荷規制によって鉱工業セクターが、前年比▲5.87%と落ち込んだことが大きく影響した。消費、投資、輸入も軒並み弱かった。」とコメント。インドネシア政府は、2015 年の GDP 目標（+5.2%）達成に向けて、年後半に公共投資を加速させるとしているが、6 月までの予算消化率は 40%未満にとどまっており、公言通り実行できるか疑問符がつく。現状では、商品価格の回復が見られない限り、経済持ち直しは厳しいと見られる。

図表 7： インド 政策金利と消費者物価指数



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 8： インドネシア 実質 GDP



（資料）CEIC、みずほ銀行 ※在庫投資については、数値未公表のため 4～6 月期については誤差脱漏に算入

台湾： 4～6 月期 GDP は予想を大きく下回る結果に

IT 関連機器への需要低迷を背景に輸出が落ち込み

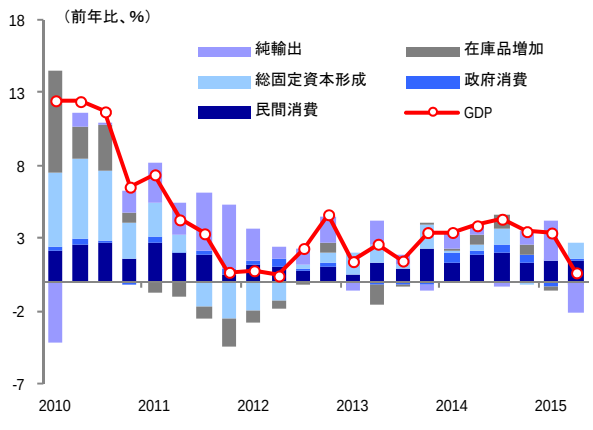
31 日に発表された台湾 4～6 月期 GDP は前年比+0.64%と市場予想同+2.55%を大きく下回った。1～3 月期同+3.37%と比べても顕著な減速となり、2012 年 4～6 月期以来の低成長を記録した。需要別では、国内観光客による消費増加を背景に民間消費が前年比+2.81%（寄与度+1.50pt）と増加。しかし、IT 関連機器等の需要落ち込みを背景に、輸出が同▲1.30%（寄与度▲2.07pt）と 1～3 月期同+5.93%より大きく落ち込んだことが、今回の低調な GDP の主因となった。輸出統計に 2～3 か月先行するといわれている輸出受注数は、中国・ASEAN 経済の減速を背景に、6 月に前年比▲5.76%と 3 か月連続で減少し、2013 年 3 月以来の低水準となっている。そのため、今後も輸出産業の苦境が予想される。

タイ： タイ中銀（BOT）は政策を据え置き

政策金利据え置きも、景気次第で THB 安政策か

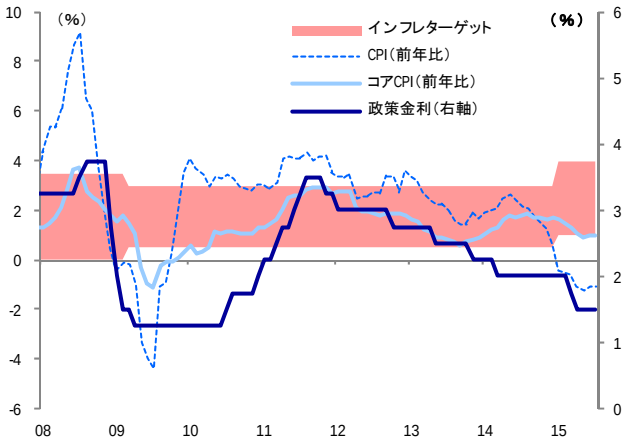
5 日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀（BOT）は全会一致で 1.50%の政策金利据え置きを決定した。声明では、国内経済は年内は足許の回復ペースを維持するとしたが、中国経済の減速や国内干ばつによる景気のダウンサイドリスクの高まりに対して警戒感を示している。他方、物価見通しについては原油のベース効果（昨年の原油高）が剥落するにしたがって年後半にかけて持ち直すと、前回に引き続きデフレ懸念に対して否定的な見方を維持している。但し、外需の弱さや、原油価格の回復が BOT の想定よりも遅れており、インフレ率の反発が後ずれする可能性も指摘されている。今後の政策運営については、BOT は緩和的な金融政策を継続するほか、前回同様に THB 相場の好転（下落）に言及している。BOT は当面、政策金利を据え置くと予想するが、景気下支えのために THB 安誘導を目的とした政策運営を行っていく公算が大きいだろう。

図表 9： 台湾 実質 GDP



（資料）CEIC、みずほ銀行

図表 10： タイ 政策金利と消費者物価指数



（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	前回値	修正値
エマージングアジア							
7月31日 (金)	台湾	2Q	GDP(前年比)	2.6%	0.6%	3.4%	--
31日 (金)	韓国	6月	鉱工業生産(前年比)	-2.0%	1.2%	-2.8%	-3.0%
31日 (金)	タイ	6月	貿易収支	--	$1988M	$4151M	$4152M
8月1日 (土)	韓国	7月	貿易収支	$6.8B	$7.8B	$10.2B	$9.9B
1日 (土)	中国	7月	製造業PMI	50.1	50.0	50.2	--
3日 (月)	タイ	7月	消費者物価指数(前年比)	-1.0%	-1.1%	-1.1%	--
3日 (月)	韓国	7月	消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.7%	0.7%	--
3日 (月)	インドネシア	7月	消費者物価指数(前年比)	7.1%	7.3%	7.3%	--
4日 (火)	インドネシア	7月	消費者信頼感指数	--	109.9	111.3	--
4日 (火)	インド	8月	RBIﾚﾎﾟﾚｰﾄ	7.25%	7.25%	7.25%	--
5日 (水)	マレーシア	6月	貿易収支MYR	5.5B	7.98B	5.51B	--
5日 (水)	タイ	8月	ﾀｲ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
5日 (水)	フィリピン	7月	消費者物価指数(前年比)	0.8%	0.8%	1.2%	--
5日 (水)	インドネシア	2Q	GDP(前年比)	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%
6日 (木)	タイ	7月	消費者信頼感指数	--	--	74.4	--
9日 (日)	中国	7月	消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.4%	--
10～15日	中国	7月	貿易収支	$55.0B	--	$46.5B	--
10～17日	インド	7月	貿易収支	--	--	-$10827M	--
12日 (水)	インド	7月	消費者物価指数(前年比)	--	--	5.4%	--
12日 (水)	中国	7月	小売売上高(前年比)	10.6%	--	10.6%	--
12日 (水)	中国	7月	鉱工業生産 （前年比）	6.6%	--	6.8%	--
13日 (木)	フィリピン	8月	BSP翌日物借入金利	4.00%	--	4.00%	--
13日 (木)	マレーシア	2Q	GDP(前年比)	--	--	5.6%	--
13日 (木)	シンガポール	6月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	0.9%	--
13日 (木)	韓国	8月	韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	1.50%	--	1.50%	--
14～17日	インドネシア	7月	貿易収支	--	--	$477M	--
中東欧・アフリカ							
7月31日 (金)	南アフリカ	6月	貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	4.0B	5.8B	5.0B	4.9B
8月3日 (月)	南アフリカ	7月	ｶｷﾞｿ製造業PMI	51.0	51.4	51.4	--
3日 (月)	トルコ	7月	消費者物価指数(前年比)	6.8%	6.8%	7.2%	--
4日 (火)	ロシア	7月	消費者物価指数(前年比)	15.8%	15.6%	15.3%	--
7日 (金)	トルコ	6月	鉱工業生産(前年比)	3.0%	--	2.4%	--
11～12日	ロシア	2Q	GDP(前年比)	-4.5%	--	-2.2%	--
12～14日	ロシア	6月	貿易収支	14.0B	--	15.3B	--
ラテンアメリカ							
8月4日 (火)	メキシコ	7月	IMEF製造業指数(季調済)	52.8	52.7	53.1	--
4日 (火)	ブラジル	7月	貿易収支(月次)	$2300M	$2379M	$4527M	--
4日 (火)	ブラジル	6月	鉱工業生産(前年比)	-5.0%	-3.2%	-8.8%	-8.9%
4日 (火)	メキシコ	5月	総設備投資	2.5%	2.3%	5.3%	--
6日 (木)	メキシコ	7月	消費者信頼感指数	94.8	--	94.7	--
7日 (金)	ブラジル	7月	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	9.5%	--	8.9%	--
7日 (金)	メキシコ	7月	消費者物価指数(前年比)	2.8%	--	2.9%	--
12日 (水)	ブラジル	6月	広義小売売上高(前月比)	0.0%	--	-1.8%	--
13日 (木)	ブラジル	6月	経済活動(前年比)	-2.5%	--	-4.8%	--

(注)2015 年 8 月 7 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 1～7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	6.2097	6.20	6.23	6.19	6.17	6.16
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7514	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.300	63.765	64.5	65.5	63.5	62.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13544	13529	13500	13600	13600	13400	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1175.75	1161.80	1170	1180	1170	1150	1120
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ～ 3.8420	3.9142	3.80	3.82	3.78	3.65	3.60
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.748	45.790	45.5	46.0	45.3	44.8	44.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.3844	1.37	1.36	1.34	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	31.669	31.70	31.80	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 35.28	35.12	35.5	35.8	35.5	34.5	34.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	21815	21820	21850	22100	22000	22200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	64.0195	60.00	60.00	59.00	57.00	55.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.7715	12.7190	12.80	12.80	12.60	12.30	12.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.8096	2.7780	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 ～ 3.4329	3.5356	3.40	3.50	3.62	3.73	3.77
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 16.4890	16.3257	16.50	16.50	16.00	15.50	15.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 20.285	20.084	20.00	20.06	20.36	20.10	19.97
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	16.089	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853 ～ 1.971	1.956	1.92	1.91	1.98	1.98	1.98
インドネシアルピア	(100IDR)	0.902 ～ 0.969	0.922	0.919	0.919	0.926	0.925	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	10.515 ～ 11.266	10.735	10.60	10.59	10.77	10.78	10.98
マレーシアリンギ	(MYR)	31.691 ～ 34.334	31.868	32.63	32.72	33.33	33.97	34.17
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.800	2.727	2.73	2.72	2.78	2.77	2.78
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.89	90.08	90.51	91.91	94.03	93.94	92.48
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.078	3.938	3.91	3.93	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.523 ～ 3.737	3.551	3.49	3.49	3.55	3.59	3.62
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5768	0.5717	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	1.913	2.07	2.08	2.14	2.18	2.24
南アフリカランド	(ZAR)	9.577 ～ 10.453	9.806	9.69	9.77	10.00	10.08	10.25
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	44.874	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)	36.007 ～ 46.148	35.279	36.47	35.71	34.81	33.24	32.63
メキシコペソ	(MXN)	7.538 ～ 8.199	7.639	7.52	7.58	7.88	8.00	8.20

（注）1. 実績の欄は 7 月 31 日まで。SPOT は 8 月 7 日の 9 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に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。