

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

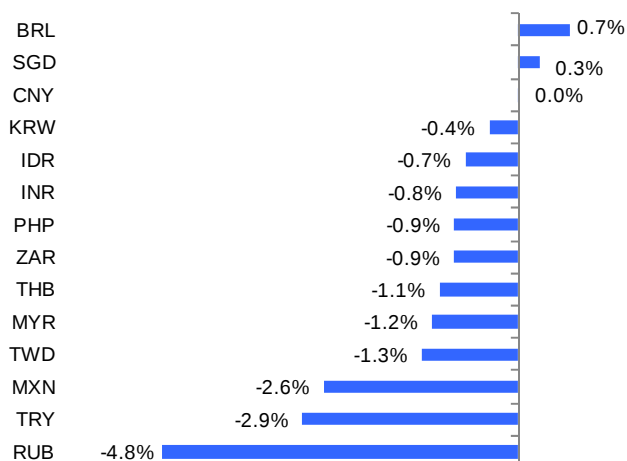
今週のエマージングマーケット

市場は再び米国の利上げに注目

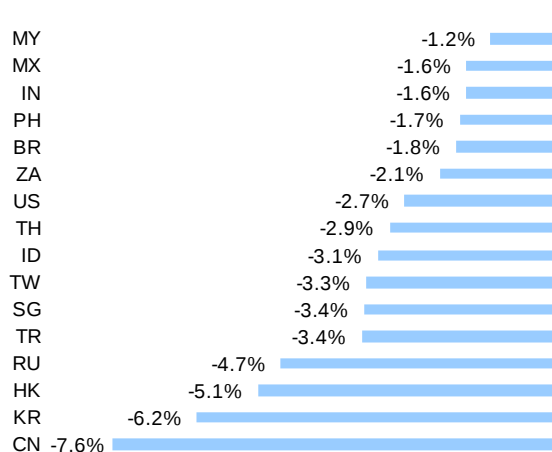
今週の新興国通貨は先週に引き続き下落した。今週前半に発表された米住宅関連指標（8月NAHB住宅市場指数、7月住宅着工件数）の良好な結果を受けてドルは底堅く推移するも、19日に米7月消費者物価指数（CPI）とFOMC議事要旨の発表を控え、市場全体に様子見ムードが広がった。米7月CPIが市場予想を下回りドルは軟化、ブラード・セントルイス連銀総の発言を受けてドルは一時値を戻すも、FOMC議事要旨の内容が9月利上げ期待を高める内容ではなかったためドルは下落した。但し、米国の9月利上げ期待が後退するも、依然としてその可能性が燦々していることが重石となり、新興国通貨は軟調な展開となった。

個別通貨では、原油安を背景にRUB（▲4.8%）やMXN（▲2.6%）が新興国通貨の下げを主導。トルコで連立交渉が決裂して再選挙が実施される見込みとなったことや、各地でテロ事件が発生したこともありTRYは▲2.9%下落して一時過去最安値となる3.0031をつけた。また、ベトナム国立銀行（中央銀行、SBV）が19日にVND切り下げと取引バンド拡大を実施したためVNDは▲1.3%軟化。THBはタイのバンコク中心部で17日に爆弾事件が発生したことが嫌気され▲1.1%下落し、約6年4か月ぶりの安値をつけた。他方、BRLは米利上げ期待後退を受けて+0.7%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

新興国通貨の選別が進む展開を予想

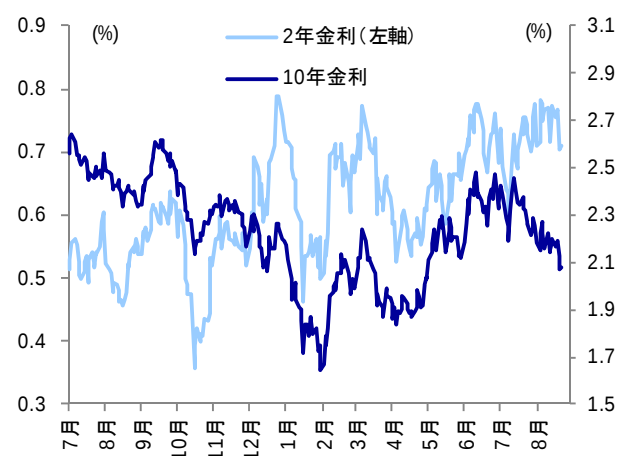
新興国通貨は総じて下落するも、国別の材料による動きも目立った

CNY の基準値引き下げによって先週の新興国通貨は総じて下落したが、今週に入ってから一部の通貨で下げ基調が緩やかとなり、落ち着きを取り戻したように見える。但し、資源国では原油安による通貨下落が続いていることや、トルコやタイ等での政情不安定・治安悪化による通貨安、ベトナムでは CNY 安に対応した VND 切り下げ等、足許では国別の要因による動きも目立った。そうした中、19 日に発表された FOMC 議事要旨（7 月 28 日～29 日）では、FOMC 政策委員の多くが「利上げの時期に近付いている」、「雇用情勢はさらに改善している」と考えているものの、賃金上昇がなかなか進まないことや原油安を背景に「インフレ目標（+2%）達成を確信するためには更なる根拠が必要」との認識が示され、市場からはハト派的な内容と受け止められた。また、議事要旨で指摘されていた中国経済の停滞等については、情勢が 7 月以降悪化している。そのため、市場での 9 月利上げ期待は後退して米債金利は短期・長期ともに低下、ドルインデックスは急落して新興国通貨の押し下げ圧力は緩和したように思われる。

引き続き外部要因が新興国通貨を押し下げるも、国別要因にも注意が必要

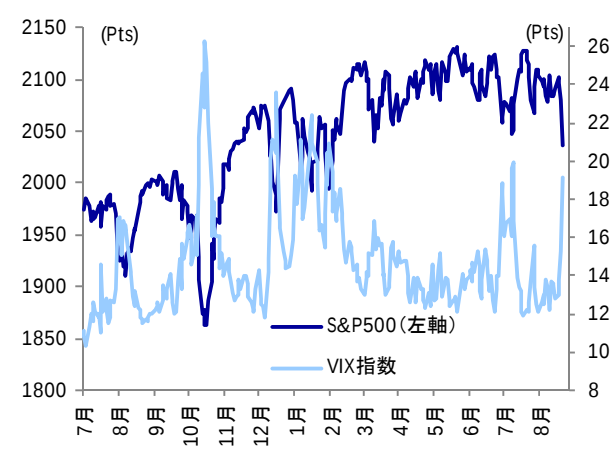
来週の新興国通貨は上値重い中、まちまちな展開を予想する。新興国通貨市場では、引き続き先週の本欄で指摘した 3 つの要因（①米利上げ期待、②中国景気、③原油価格）がドライバーになるとみている。米 4～6 月期 GDP2 次速報等の予定に注意が必要だろう。加えて国別の要因についても留意したい。SGD や PHP を始めとしたファンダメンタルズが堅調な国では、先週の CNY 切り下げの影響が一服して反発する可能性もある。他方、原油価格と高い相関にある RUB、MXN や MYR、IDR 等では通貨安傾向が続くとみられる。また、国内でのテロや総選挙の再実施決定により政情悪化が著しい TRY や、治安悪化もあって政権への信頼感が低下している THB も通貨の反発は期待できないだろう。

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

ベトナム: USD/VND の切り下げ及び取引バンド拡大へ

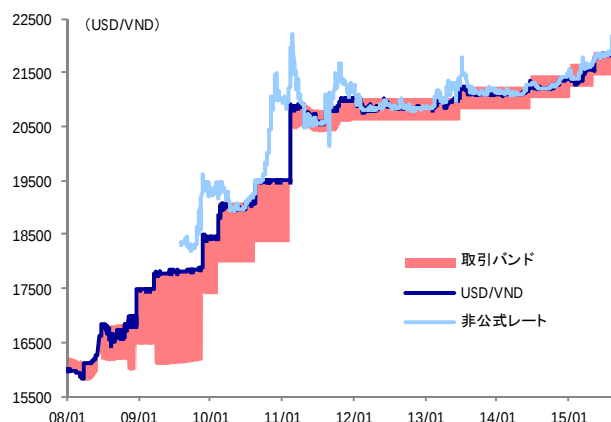
他アジア諸国対比の輸出競争力を維持するために VND 切り下げに踏み切り、今後も VND 安リスクあり

SBV は 19 日、USD/VND の取引バンドを従来の $\pm 2\%$ から $\pm 3\%$ に拡大するとともに、中心レートを対ドルで 21,673 から 21,890 へと切り下げことを発表した。SBV は 2015 年内の切り下げ幅を $\Delta 2\%$ に留めるとの公約を掲げる中、今年 1 月に $\Delta 1\%$ 切り下げを行い、輸出競争力確保を目的に 5 月にも切り下げ($\Delta 1\%$)を実施している。そのため、市場参加者からは今回の中心レート切り下げは 2016 年以降になると予想されていたため、CNY 切り下げを受けた 8 月 12 日の VND の取引バンドを $\pm 1\%$ から $\pm 2\%$ へと拡大させた際には、やはり SBV は年内の中心レート切り下げを避け、為替政策において他の政策手段を取るとの受け止めが広がった。しかし、今回 SBV は公約を超える計 $\Delta 3\%$ の切り下げを実行したため、市場の驚きを生む結果となった。

SBV が実質的に年初比最大 $\Delta 5\%$ の VND 安を容認するに至った背景には、主に輸出競争力維持があったと思われる。他のアジア通貨を見ると、対ドルで MYR (年初比 $\Delta 14.8\%$)、IDR (同 $\Delta 10.5\%$)、KRW (同 $\Delta 7.7\%$)、THB (同 $\Delta 7.3\%$)とも大幅安となっている。他方、今回の切り下げ発表前の VND は最大で $\Delta 3.0\%$ の通貨安にとどまっており、結果的にはアジア通貨間で相対的に強い通貨となり、輸出競争力の面で不利な立場となっていた。また、ベトナムの外貨準備は安全性の目安となる輸入 3 か月分を下回る等、決して潤沢とは言えず、VND 安を阻止する力が小さかったことも理由の一つになったと考えられる。更に、7 月 CPI が前年比 $+0.9\%$ にとどまっており、VND 安による輸入物価上昇の悪影響が深刻にはならないとの判断もあったと推測される。

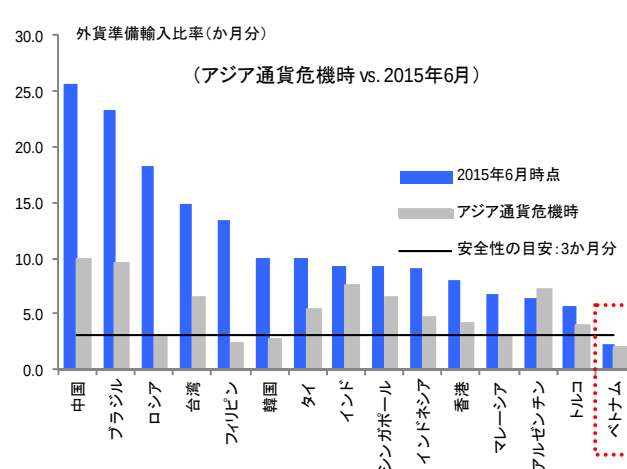
今回の切り下げは、ドル高が進む過程においては、SBV が輸出競争力維持のため VND 安を志向することを証明する結果となった。よって、年内の米利上げを受けて、2016 年初にかけてドル高が一段と進む場面では、更

図表 3: VND 取引バンドと非公式レート



(資料)ブルームバーグ、ロイター、みずほ銀行

図表 4: 新興国における外貨準備対輸入比率の比較



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

に VND の▲2%の切り下げが行われ、23,000 近辺まで VND 安が進むと予想する。また、主要貿易相手国である CNY が更に対ドルで安くなった場合、予想以上に早い時期に VND 切り下げに踏み切る可能性もあり得るだろう。

インドネシア：6 会合連続で政策金利を据え置き

消費者物価指数は横ばいに転じるも、引き続き輸入物価上昇リスクが高く、BI は現状維持継続か

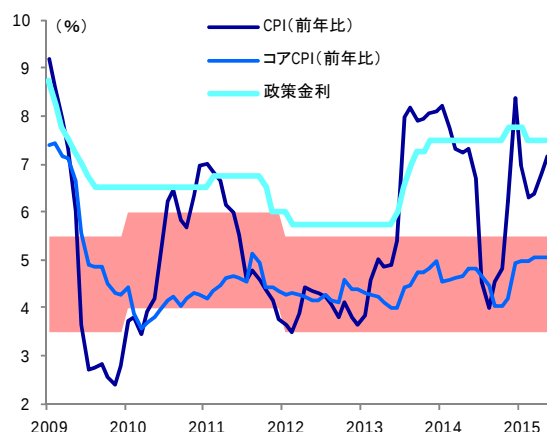
インドネシア中銀（BI）は 18 日の金融政策決定会合にて政策金利である BI レートの現状維持を決定し、6 会合連続で政策を据え置いた。また、預金ファシリティー金利は 5.50%、貸出ファシリティー金利は 8.00%とどちらも据え置かれた。声明では、当面は為替市場の運営最適化によって、IDR の安定に注力するとした。マルトワルドヨ BI 総裁は IDR が過小評価されていると述べたほか、BI は IDR を防衛して為替・債券市場でのプレゼンスを維持する姿勢を示している。他方、物価については足許で安定しており、政策調整を通して 2015 年のインフレ率が BI の物価目標（+3%～+5%）に留まるとの見方を維持した。さらに、BI はインドネシアの経済見通しを改善するために、政府と協調して政策を実行するとしている。インドネシア経済悪化の懸念が高まる中で、BI は景気減速に配慮を示しているが、IDR の下落による輸入物価押し上げ懸念から利下げ余地は小さく、当面は政策金利を据え置くとみられる。

トルコ：トルコ中銀は金利据え置き、組閣交渉失敗で再選挙がほぼ確実

ダウトオール首相と野党との連立交渉は決裂。組閣権返上で 10～11 月に再選挙か

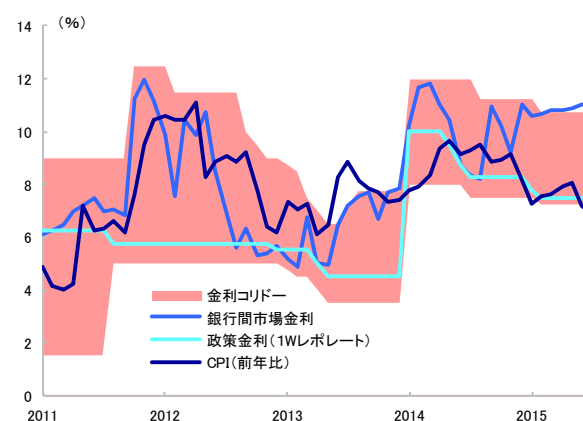
18 日の金融政策決定会合にて、トルコ中銀（CBRT）は予想通り金融政策の現状維持を決定した。声明文では、足許の CPI は CBRT が予想する年内予想値にほぼ近い前年比+6.81%まで低下しているものの、変動が激しい食品価格等の動きを注視し、インフレ懸念が十分後退するまでは慎重な政策スタンスを継続すると表明している。なお、現在 TRY 取引で注目されているのは物価・経済

図表 5: インドネシア 政策金利とインフレ率



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 6: トルコ 政策金利とインフレ率



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

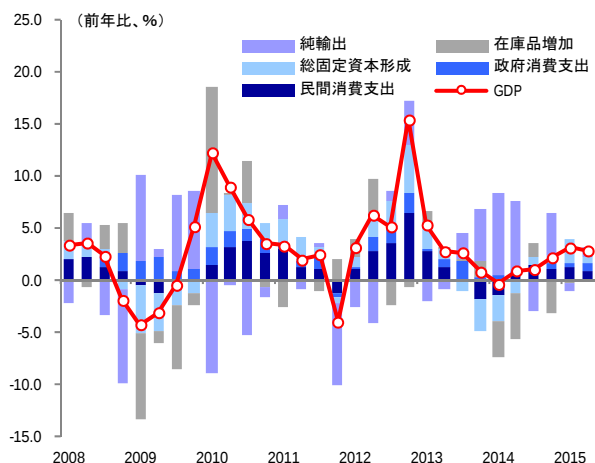
動向やそれに対する中銀スタンスよりも政治動向である。6 月総選挙を受けた組閣期限を今月 23 日に控えて、与党公正発展党 (AKP) のダウトオール首相は、野党である共和人民党 (CHP) および民族主義者行動党 (MHP) との連立交渉に失敗し、組閣権限をエルドアン大統領に返上した。これを受けて、エルドアン大統領は 19 日に再び総選挙を実施することを表明した。憲法の規定に沿えば、今後エルドアン大統領が暫定内閣を解散し、選挙が行われるまでは主要 4 党に政権を分担して運営する選挙管理内閣の発足を求めることとなる。しかし、4 党の内、クルド系政党である国民民主主義党 (HDP) の参加について各党の足並みは揃っておらず、選挙管理内閣の運営能力に対する不安が高まっている。このように政治的な先行き不透明感が漂う中で、当面 TRY は他新興国通貨対比でもアンダーパフォームする状態が続くと予想している。

タイ: 4～6 月期 GDP は前期から伸び率が縮小

足許、小幅減速に留まるも、治安悪化による観光業低迷が成長率の重石となる可能性

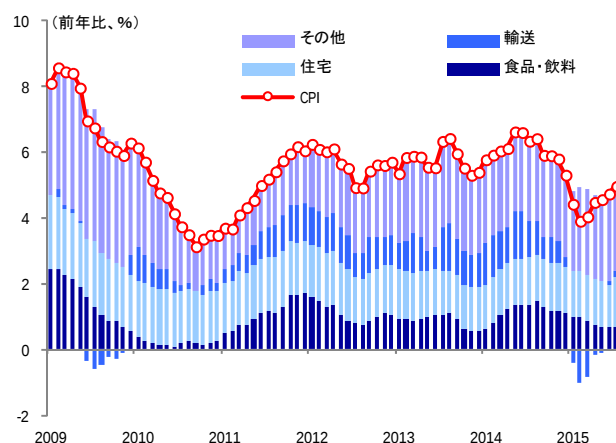
17 日に発表されたタイ 4～6 月期 GDP は前年比+2.8%と 1～3 月期同+3.0%から減速した。内訳をみると、民間消費支出が前年比+1.5% (1～3 月期同+2.4%) と鈍化した。景気回復への不透明感や干ばつを背景に消費者マインドの悪化が影響した模様だ。一方、政府消費支出は同+4.6% (1～3 月期同+3.3%) と加速したが、総固定資本形成は同+2.5% (1～3 月期同+10.7%) と鈍化した。外需では、財輸出は同▲4.0% (1～3 月期同▲2.5%) と鈍化するも、観光業の回復によりサービス輸出が同+25.1% (1～3 月期同+14.6%) と加速し、輸出は同+1.0% (1～3 月期同+1.0%) と 1～3 月期から伸び率が横ばいとなった。他方、内需低迷を受けて輸入が同▲0.3% (1～3 月期同+2.3%) とマイナスに転じ、外需寄与度は+1.0pts (1～3 月期▲0.8pts) に転じた。輸出主導経済であるタイは中国の景気減速により回復が遅れる可能性が高まっている。また、国内での治安悪化による外国人観

図表 7:タイ 実質 GDP 成長率



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 8:南アフリカ 消費者物価指数



(資料)CEIC、みずほ銀行

光客の減少懸念等、依然として景気のダウンサイドリスクは大きい。今後は、更なる景気悪化を避けるための景気刺激策が行われる可能性が高いだろう。但し、THB 安の進行が続く中ではタイ中銀（BOT）が景気刺激を目的として利下げに踏み切るとは難しいとみられる。

南アフリカ: CPI はほぼ予想通りの結果に

前月比小幅上昇も、引き続き低水準。南アフリカ中央銀行は引き続きインフレ動向を注視か

7 月 CPI は前年比+5.0%と 6 月同+4.7%から小幅に上昇した。また、食品と燃料を除くコア CPI は同+5.5%と前月同+5.5%から伸び幅が横ばいだった。内訳をみると、住宅（6 月同+5.4%→7 月同+6.4%）が伸びをみせる一方、食品（6 月同+4.3%→7 月同+4.4%）、輸送（6 月同+0.7%→7 月同+0.8%）は小幅上昇にとどまっている。CPI は 2014 年中旬から年末にかけて減速したものの、2015 年 2 月同+3.9%を底に緩やかな上昇基調に転じている。南アフリカ中央銀行（SARB）は 7 月の金融政策決定会合にて、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指摘し、2016 年 1～6 月期にかけて CPI が目標レンジを突破する可能性があるとして利上げを行っている。SARB は今後の利上げについてはデータ次第としているが、利上げ動向を見極める上では足許の物価動向に加えて、先行きのインフレ見通しも留意する必要があるだろう。

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							
8月14日 (金)	シンガポール	6月	小売売上高(除自動車/前年比)	--	-3.0%	0.9%	0.7%
14日 (金)	インド	7月	貿易収支	-\$11.0B	-\$12.8B	-\$10.8B	--
17日 (月)	タイ	2Q	GDP(前年比)	2.8%	2.8%	3.0%	--
17日 (月)	シンガポール	7月	非石油地場輸出(前年比)	0.0%	-0.8%	4.7%	4.5%
17日 (月)	フィリピン	6月	海外送金(前年比)	5.4%	6.1%	5.8%	--
18日 (火)	インドネシア	7月	貿易収支	\$602M	\$1332M	\$477M	\$528M
18日 (火)	インドネシア	8月	インドネシア銀行レファレンス・レート	7.5%	7.5%	7.5%	--
19日 (水)	マレーシア	7月	消費者物価指数	2.9%	3.3%	2.5%	--
19日 (水)	フィリピン	7月	総合国際収支	--	\$354M	\$485M	--
20日 (木)	台湾	2Q	国際収支:経常収支	--	\$16550M	\$22004M	--
21日 (金)	中国	8月	Caixin 中国製造業PMI	48.2	--	47.8	--
24日 (月)	シンガポール	7月	消費者物価指数	--	--	-0.3%	--
24日 (月)	台湾	7月	鉱工業生産	-2.3%	--	-1.4%	--
24日~27日	タイ	7月	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$150M	--
25日 (火)	フィリピン	6月	貿易収支	--	--	\$509M	--
26日 (水)	シンガポール	7月	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.4%	--
26日 (水)	インドネシア	7月	マネーサプライM2(前年比)	--	--	12.8%	13.0%
26日 (水)	韓国	8月	消費者信頼感	--	--	100.0	--
27日 (木)	フィリピン	2Q	GDP(前年比)	--	--	5.2%	--
28日 (金)	マレーシア	7月	マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.0%	--
中東欧・アフリカ							
8月17日 (月)	トルコ	5月	失業率	9.0%	9.3%	9.6%	--
17日 (月)	ロシア	7月	鉱工業生産(前年比)	-4.8%	-4.7%	-4.8%	--
18日 (火)	トルコ	8月	指標レートを	7.5%	7.5%	7.5%	--
18日 (火)	トルコ	8月	翌日物貸出金利	10.8%	10.8%	10.8%	--
18日 (火)	トルコ	8月	翌日物借入金利	7.3%	7.3%	7.3%	--
19日 (水)	南アフリカ	7月	消費者物価指数(前年比)	5.0%	5.0%	4.7%	--
19日 (水)	南アフリカ	6月	小売売上高(実質値、前年比)	3.3%	3.5%	2.4%	2.3%
19日 (水)	ロシア	7月	実質小売売上高(前年比)	-7.5%	-9.2%	-9.4%	-8.6%
19日 (水)	ロシア	7月	失業率	5.5%	5.3%	5.4%	--
21日 (金)	トルコ	6月	消費者信頼感指数	65.0	--	64.7	--
25日 (火)	南アフリカ	6月	鉱物生産量(前年比)	3.0%	--	2.7%	--
25日 (火)	南アフリカ	2Q	GDP(前年比)	--	--	2.1%	--
ラテンアメリカ							
8月14日 (金)	ブラジル	6月	経済活動(前年比)	-1.3%	-1.2%	-4.8%	-4.7%
20日 (木)	メキシコ	6月	経済活動IGAE(前年比)	2.5%	3.1%	1.5%	1.5%
20日 (木)	メキシコ	2Q	GDP(前年比)	2.1%	2.2%	2.5%	--
21日 (金)	ブラジル	8月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	9.3%	--
21日 (金)	メキシコ	6月	小売売上高(前年比)	--	--	4.1%	--
25日 (火)	ブラジル	8月	FGV消費者信頼感	--	--	82	--
25日 (火)	ブラジル	6月	経常収支	--	--	-\$2547M	--
25日 (火)	メキシコ	2Q	経常収支	--	--	-\$9446M	--
28日 (金)	ブラジル	7月	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	7.0%	--

(注)2015年8月21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	6.3891	6.40	6.45	6.40	6.36	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7744	7.7521	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 64.300	65.550	65.5	66.0	64.5	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 13544	13885	14000	14100	13950	13600	13400
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ～ 1175.75	1185.17	1170	1180	1170	1150	1120
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.8420	4.1277	4.10	4.18	3.98	3.88	3.75
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.748	46.570	46.5	46.8	46.3	45.5	44.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ～ 1.3941	1.4032	1.41	1.42	1.37	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.354 ～ 32.040	32.567	31.70	31.80	31.50	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 35.28	35.60	35.7	35.8	35.5	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21840	22396	22100	22100	22500	22500	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ～ 71.8030	67.9714	60.00	60.00	59.00	57.00	55.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 12.7715	12.9359	12.80	12.80	12.60	12.30	12.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.8096	2.9183	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	3.4587	3.40	3.50	3.62	3.73	3.77
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 16.4890	16.7912	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	19.321	19.38	19.38	19.69	19.50	19.52
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 16.233	15.924	15.98	16.11	16.24	15.98	15.85
インドルピー	(INR)	1.853 ～ 1.971	1.883	1.89	1.89	1.95	1.95	1.97
インドネシアルピア	(100IDR)	0.902 ～ 0.969	0.889	0.886	0.887	0.903	0.912	0.918
韓国ウォン	(100KRW)	10.515 ～ 11.266	10.407	10.60	10.59	10.77	10.78	10.98
マレーシアリング	(MYR)	31.691 ～ 34.334	30.017	30.24	29.90	31.66	31.96	32.80
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.800	2.660	2.67	2.67	2.72	2.73	2.76
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 92.89	87.97	87.94	88.03	91.97	91.85	92.48
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 4.078	3.790	3.91	3.93	4.00	3.96	3.97
タイバーツ	(THB)	3.523 ～ 3.737	3.466	3.47	3.49	3.55	3.59	3.59
ベトナムドン	(100VND)	0.5430 ～ 0.5768	0.5512	0.56	0.57	0.56	0.55	0.54
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.652	1.812	2.07	2.08	2.14	2.18	2.24
南アフリカランド	(ZAR)	9.577 ～ 10.453	9.543	9.69	9.77	10.00	10.08	10.25
トルコリラ	(TRY)	43.474 ～ 52.258	42.290	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	35.672	36.47	35.71	34.81	33.24	32.63
メキシコペソ	(MXN)	7.538 ～ 8.199	7.352	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21日の9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。