

The Emerging Market Weekly

国際為替部

マーケット・エコノミスト

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

齋藤 周

03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

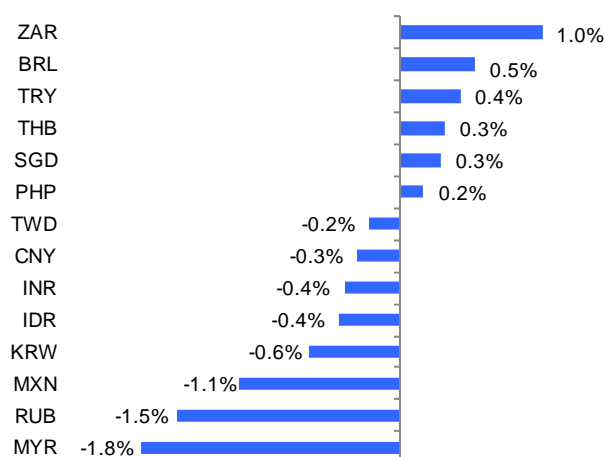
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は、値動きに統一感がない展開

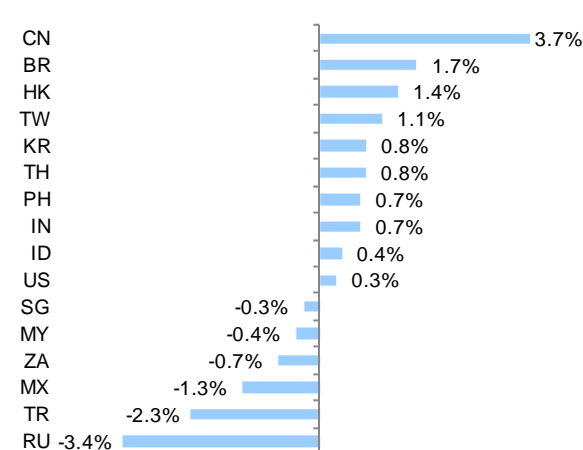
今週の新興国通貨はまちまちの展開。先週末の講演におけるイエレン FRB 議長の利上げに対する前向きな発言を受け、ドルが強含み、新興国通貨は下押しされた。週初 30 日も流れは変わらず、NY・ロンドン市場が休場となる中、大半の新興国通貨は軟調な動きとなった。31 日は、発表された米経済指標が強弱まちまちの結果となったことで、新興国通貨は小動きに止まった。1 日は、米 5 月 ISM 製造業景気指数が良好な結果となるも、英国の国民投票に向けて EU 離脱派が優勢との報道を背景にリスクオフムードが広がり、対円及び対ユーロでドル安の流れに転じると、新興国通貨への売り圧力は後退した。2 日は、OPEC 総会にて生産量の上限設定に向けた合意が見送られたことで、原油価格が値を下げる展開に、資源国通貨は連れ安となった。

個別通貨で見ると、マレーシアの政府系投資会社 (IMDB) を巡る懸念を背景にマレーシア株式市場から資本が流出し、MYR (▲1.8%) は下落した。また、RUB (▲1.5%) や MXN (▲1.1%) は、原油価格が上値を切り下げる展開に連れ安となった。一方、貴金属価格が堅調に推移したことで ZAR (+1.0%) は値を伸ばした。

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

資源国通貨を除けば動意に乏しい展開となった

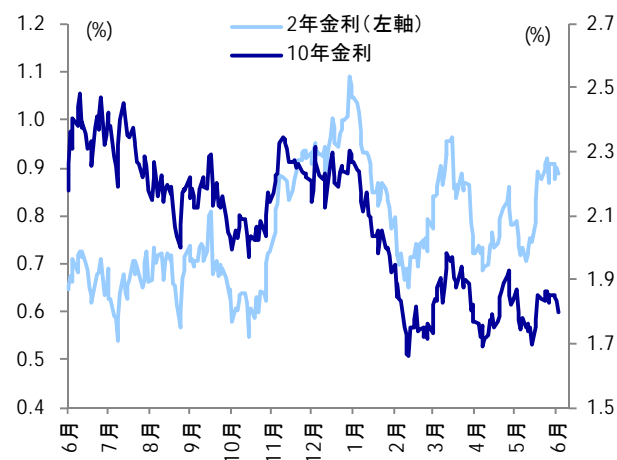
今週の新興国通貨は、資源国通貨が大きく動くも、その他の通貨は小動きに止まった。中国経済指標が冴えない結果となり、原油価格も上値が重い展開となる中、米利上げ期待も盛り上がり欠けたことで、新興国通貨は上値が押さえられる一方、売り圧力も限定的となった。

来週の新興国通貨は軟調推移を予想

米利上げ期待が燻る中、本日の NY 時間に米 5 月雇用統計が発表される。米 5 月雇用統計については、平均時給が前月同様に底堅い上昇を示したとしても、非農業部門雇用者数が雇用回復の目安とされる前月比+20 万人を下回る同+16 万人になると市場では予想されており、新興国通貨の上値を押さえることはあっても、積極的な売り要因にはならないだろう。また、6 日（月）にイエレン議長の講演が予定されているものの、5 月雇用統計の結果だけを持ってスタンスを変えるとは思えず、利上げは経済指標の結果次第という発言が繰り返されると考える。よって、議長発言も新興国通貨に大きな影響を与えないと見る。

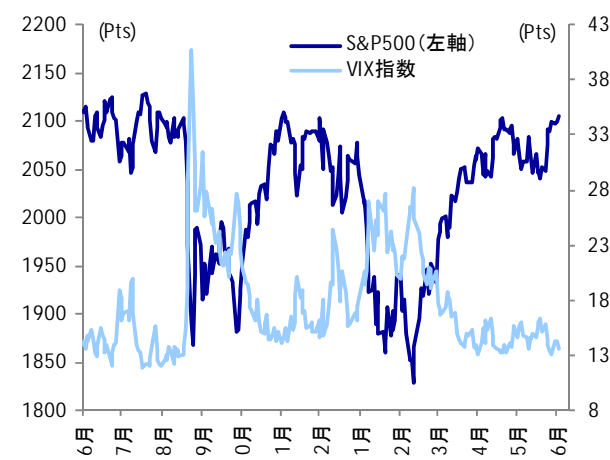
米利上げ期待が高まらない一方で、中国経済指標と原油価格の動向が来週の新興国通貨を下押しすると見込む。輸出の先行指標である中国 5 月製造業 PMI の輸出新規受注は 50.0 と僅かながらも 2 か月連続で低下した。そのため、8 日（水）に発表が予定されている中国 5 月貿易統計では、5 月輸出は 4 月から悪化する可能性が高い。また、WTI 原油先物の売りポジション全体に占める投機筋の割合は昨年 7 月来の水準まで低下しており、投機筋による売りポジションの調整は粗方済んだと推測される。実際、WTI 原油先物は 50 ドル/バレルで足踏みが続いており、来週も伸び悩むと予想する。中国経済に対する懸念や軟調な原油価格を背景に資本流出圧力が高まり、来週の新興国通貨は売り優勢の展開となるだろう。

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

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

今回の会合において、BOK は政策金利を据え置くと予想

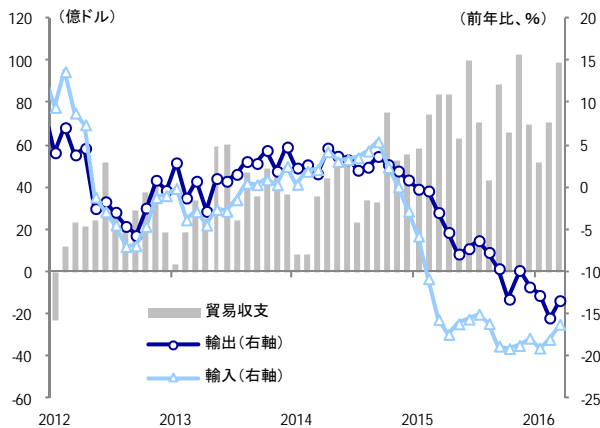
9日(木)に開催される韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、現状の政策金利1.50%が据え置かれると予想する。前回会合(5月13日)後の記者会見において、李 BOK 総裁は「現状の政策金利は景気を下支えるのに不十分だと思わない」と発言しており、追加利下げに否定的な態度を示した。また、1日に発表された5月貿易統計では、5月輸出が前年比▲6.0%と市場予想(同▲0.4%)を下回ったものの、前月(同▲11.2%)から大きく改善し、基調は減速から横ばいになりつつある。韓国経済のけん引役である外需が改善の兆しを見せる中、今回の会合で BOK が利下げに踏み切る可能性は低いと考える。しかしながら、前回会合の議事要旨では、多くのメンバーが景気の下ぶれリスクが高まっていると指摘し、また1人のメンバーが、「近い将来の利下げは可能」と発言したことが明らかとなった。BOK メンバーのハト派色が強まる中、韓国経済は下半期に低迷する可能性が高まっている。政府は景気を下支えするために上半期に前倒しで予算を執行したため、下半期はその反動が予想される。そのほか、個人消費の先行指標となる5月消費者信頼感指数は99と、中東呼吸器症候群(MERS)が拡大した昨年6月(98)近辺まで低下した。今後は、民間消費が低迷し、政府支出も縮小すると考えられることから、7~9月期に BOK は景気を下支えするべく追加利下げに踏み切るだろう。

ブラジル: 金融政策決定会合プレビュー

目標を上回るインフレ率を背景に、BCB は政策金利を維持か

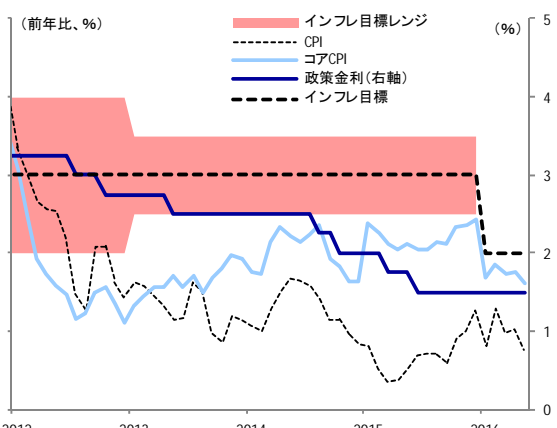
9日(木)に開催されるブラジル中銀(BCB)の金融政策決定会合(COPOM)では現状の政策金利14.25%が維持されると予想する。前回会合(4月27日)においては、全会一致で政策金利の据え置きが決定された。声明文では「BRLの上昇によりインフレ率は低下に向かっているものの、引き続き

図表 3: 韓国 貿易収支と輸出入



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行
(注)輸出入は3か月移動平均

図表 4: 韓国 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

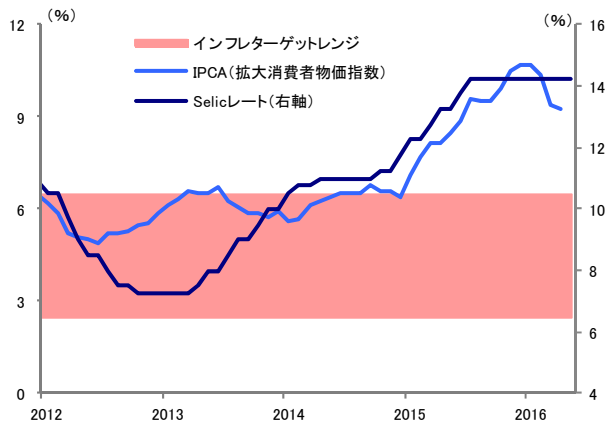
BCB のターゲットレンジを上回る状態が続いているため、金融緩和の余地はない」とした。4月拡大消費者物価指数（IPCA）は前年比+9.28%（3月：同+9.39）と3か月連続で減速している。しかし、依然としてBCBのインフレターゲットレンジである+4.0%～6.5%を大幅に上回っていることから、本会合では現状の金融政策を維持されるだろう。今後についても、インフレ率がターゲット内まで低下しない限り、BCBは利下げに踏み切らないと考える。

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

インフレリスク後退を受けて CBR は利下げを実施か

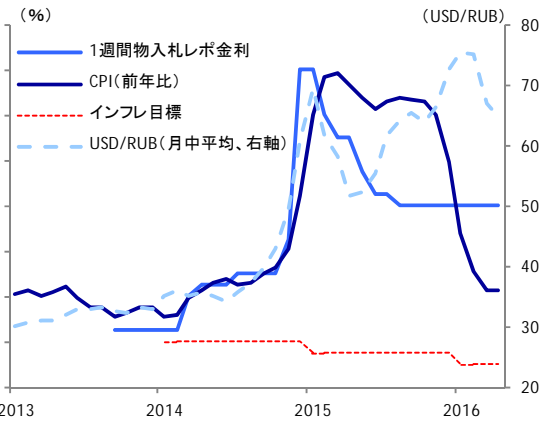
10日（金）に開催されるロシア中銀（CBR）の金融政策決定会合では、政策金利が現状の11.00%から10.75%へ25bp引き下げられると予想する。前回会合（4月29日）の声明文では、「CBRのインフレ目標（2017年4月時点で+5%程度）達成が確信されるまでインフレリスクが低下すれば、今後の会合でCBRは利下げに踏み切る」とした。CBRはインフレリスクとして、インフレ期待の減速がインフレ目標に比べて遅れていることや、政府財政及び名目賃金動向の不確実性を指摘している。なお、前回会合後に発表された経済指標を見ると、4月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.3%と3月（同+7.3%）から伸び率は横ばいだったものの、CBRの見通しに沿って推移している。また、原油価格の底入れを受けて政府収入の改善が期待されるほか、名目賃金の上昇率も落ち着きを取り戻している。そのため、かねてから景気下支えを目的に利下げ余地を探ってきた CBR はインフレリスクが後退したとして、今回会合で25bpの利下げに踏み切る可能性が高いと見る。

図表 5: ブラジル 政策金利と拡大消費者物価指数(IPCA)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6: ロシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

インド: 1~3 月期 GDP は予想を上回る高成長

農業の回復が今回の高成長に繋がった模様

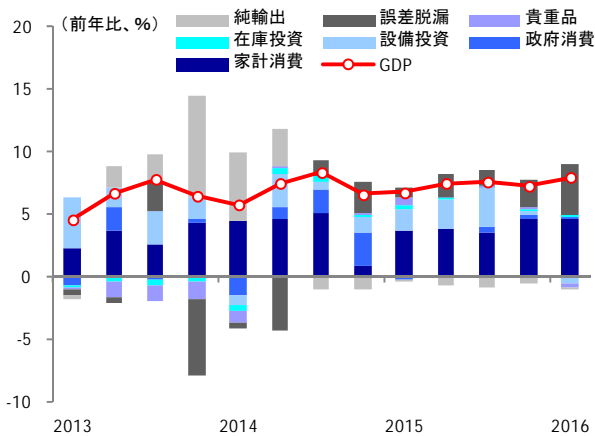
5月31日に発表されたインド1~3月期GDPは前年比+7.9%と市場予想(同+7.5%)を大幅に上回り、10~12月期(同+7.2%)から加速した。需要項目別に見ると、GDPの55.0%を占める個人消費は小幅に加速(10~12月期:同+8.2%→1~3月期:同+8.3%)し、純輸出寄与度もマイナス幅を縮小している。一方、設備投資(10~12月期:同+1.2%→1~3月期:同▲1.9%)や政府支出は減速した。もっとも、寄与度に占める誤差脱漏の割合は非常に大きく、需要項目からは成長の実態がつかみにくい結果となった。また、産業ごとの付加価値を合計した実質総付加価値(GVA)でも同+7.4%と前期(同+6.9%)からの景気加速が確認できる。製造業の減速やサービス業の伸び悩みが目立ったものの、農業がマイナス成長から脱しており、全体のけん引役となった模様だ。

インド: 金融政策決定会合プレビュー

景気拡大の継続を背景に RBI は政策金利を据え置きか

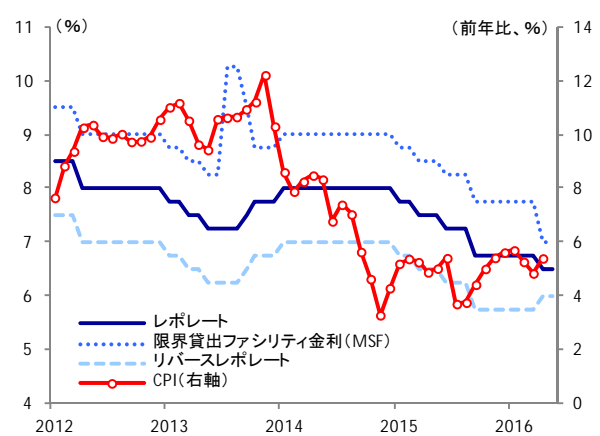
6月7日(火)に開催されるインド準備銀行(RBI)の金融政策決定会合では政策金利(レポレート)の据え置きを予想する。前回会合(4月5日)では、インフレ率の安定とともに2016年度政府予算で財政改革姿勢が維持されたことを理由に、レポレートを25bp引き下げ6.50%とした。また、利下げ効果を貸出金利により波及させることを目的に、金利コリド幅をそれまでの200bpから100bpに縮小させたほか、市中銀行の預金準備率(CRR、4.00%)の日次達成率を95%から90%に引き下げるなどの政策変更を行っている。RBIは「新たな政策余地が生じた場合に備えて経済及び金融情勢を注視していく」としているが、5月31日に発表されたインド1~3月期GDPは前年比+7.9%と、前期(同+7.2%)を大幅に上回る結果となったほか、4月CPIは前年比+5.4%と3月(同+4.8%)から加速し

図表 7: インド 実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8: インド 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)政策金利コリドーの上限が限界貸出ファシリティ金利、下限がリバースレポレート

ている。足許で景気拡大が続き、インフレ率に底入れの動きも見られる中で、RBIは利下げ効果の波及や政府予算の進捗を見極めるために、現状の金融政策を維持するだろう。

中国: 製造業 PMI は前月から横ばい

3か月連続で節目である50を上回るも、冴えない内容に

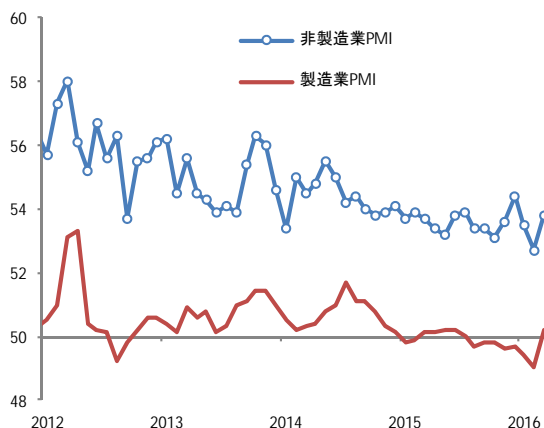
1日に発表された中国5月製造業PMIは50.1と、景気拡大/縮小の分かれ目である50を3か月連続で上回ったものの、4月(50.1)から横ばいとなった。PMIを発表している国家统计局は、「需要は底堅さを欠き、生産が上昇基調に入ったとは言いがたい」と述べた。実際、製造業PMI構成指数の内、先行性の高い新規受注は50.7と4月(51.0)から減速している。また、輸出の先行指標である輸出新規受注は50.0と僅かながらも2か月連続で低下した。そのため、8日(水)に発表が予定されている中国5月貿易統計では、5月輸出は4月から悪化が見込まれる。今回発表の5月製造業PMIは、中国経済の先行きに対して懸念を残す結果となった。

ブラジル: 1~3月期 GDP はマイナス幅が縮小

景気悪化が続くも、個人消費などに改善の兆し

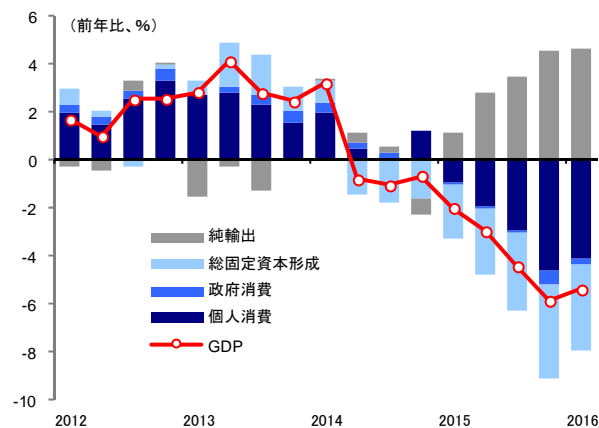
1日に発表されたブラジル1~3月期GDPは、前年比▲5.4%と市場予想(同▲5.9%)及び10~12月期(同▲5.9%)対比でマイナス幅が縮小した。内訳を見ると、個人消費が同▲6.3%と前期(同▲6.8%)から4四半期ぶりにマイナス幅が縮小し、総固定資本形成も同▲17.5%と前期(同▲18.5%)から7四半期ぶりにマイナス幅が縮小した。ブラジル経済の足かせとなっていた個人消費及び総固定資本形成に改善の兆しが見られており、今後は成長率の改善が期待される。但し、財政の引き締めと共に政府消費の減少が見込まれるなど、景気下押し要因は残されており、今年中にマイナス成長から抜け出すのは難しいと予想する。

図表9: 中国 製造業・非製造業 PMI



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表10: ブラジル実質 GDP



(資料)ブルームバーグ、データストリーム、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						
5月27日 (金)	台湾	1Q GDP(前年比)	-0.8%	-0.7%	-0.8%	--
31日 (火)	韓国	4月 鉱工業生産(前年比)	-1.3%	-2.8%	-1.5%	-0.6%
31日 (火)	タイ	4月 国際収支:経常収支	\$2000m	\$3160m	\$4952m	--
31日 (火)	インド	1Q GDP(前年比)	7.5%	7.9%	7.3%	7.2%
6月1日 (水)	韓国	5月 消費者物価指数(前年比)	0.9%	0.8%	1.0%	--
1日 (水)	韓国	4月 国際収支:経常収支	--	\$3371.7m	\$10085.5m	--
1日 (水)	中国	5月 製造業PMI	50.0	50.1	50.1	--
1日 (水)	中国	5月 非製造業PMI	--	53.1	53.5	--
1日 (水)	インドネシア	5月 消費者物価指数(前年比)	3.3%	3.3%	3.6%	--
1日 (水)	タイ	5月 消費者物価指数(前年比)	0.3%	0.5%	0.1%	--
2日 (木)	韓国	1Q GDP(前年比)	2.7%	2.8%	2.7%	--
3日 (金)	マレーシア	4月 貿易収支MYR	8.56b	--	11.19b	--
3~30日	インド	1Q 国際収支:経常収支	\$4.00b	--	-\$7.07b	--
7日 (火)	フィリピン	5月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	--	1.1%	--
7日 (火)	インド	RBIレート	6.50%	--	6.50%	--
7日 (火)	台湾	5月 貿易収支	\$4.90b	--	\$4.80b	--
8日 (水)	インドネシア	5月 消費者信頼感	--	--	109	--
8日 (水)	中国	5月 貿易収支	\$54.70b	--	\$45.56b	--
8日 (水)	中国	5月 輸出(前年比)	-4.3%	--	-1.8%	--
9日 (木)	タイ	5月 消費者信頼感	--	--	72.7	--
9日 (木)	中国	5月 消費者物価指数(前年比)	2.3%	--	2.3%	--
9日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レート	--	--	1.50%	--
10日 (金)	フィリピン	4月 輸出(前年比)	--	--	-15.1%	--
10日 (金)	インド	4月 鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
10~15日	インド	5月 貿易収支	--	--	-\$4844.9	--
10~15日	中国	5月 新規貸出(人民元)	750.0b	--	555.6b	--
10~15日	中国	5月 M2(前年比)	12.8%	--	12.8%	--
中東欧・アフリカ						
5月31日 (火)	南アフリカ	4月 貿易収支(ラント)	-9.0b	4.0b	2.9b	--
6月3日 (金)	トルコ	5月 消費者物価指数(前年比)	6.7%	--	6.6%	--
6~7日	ロシア	5月 消費者物価指数(前年比)	7.3%	--	7.3%	--
8日 (水)	南アフリカ	1Q GDP(前年比)	--	--	0.6%	0.5%
8日 (水)	南アフリカ	4月 鉱物生産量(前年比)	--	--	-18.0%	--
8日 (水)	南アフリカ	4月 製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-0.3%	--
10日 (金)	トルコ	4月 経常収支	--	--	-3.68b	--
10日 (金)	トルコ	1Q GDP(前年比)	--	--	5.7%	--
10日 (金)	ロシア	主要金利	11.00%	--	11.00%	--
10日 (金)	ロシア	3月 貿易収支	9.2b	--	7.7b	--
ラテンアメリカ						
6月1日 (水)	ブラジル	1Q GDP(前年比)	-5.9%	-5.4%	-5.9%	--
2日 (木)	ブラジル	5月 貿易収支	\$5600m	\$6437m	\$4861m	--
6日 (月)	メキシコ	5月 消費者信頼感指数	--	--	88.9	--
8日 (水)	ブラジル	5月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	9.3%	--
8~9日	ブラジル	6月 SELICレート	--	--	14.25%	--
9日 (木)	メキシコ	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.5%	--

(注)2016年6月3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

		2016年 1～5月(実績)	SPOT	2016年 6月	9月	12月	2017年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		6.4528 ~ 6.5962	6.5845	6.55	6.52	6.48	6.45	6.42
香港ドル (HKD)		7.7488 ~ 7.8295	7.7712	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー (INR)		66.071 ~ 68.789	67.290	68.0	66.5	64.5	63.5	62.0
インドネシアルピア (IDR)		12984 ~ 14002	13643	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン (KRW)		1128.43 ~ 1245.13	1186.60	1190	1210	1190	1170	1150
マレーシアリング (MYR)		3.8442 ~ 4.4415	4.1495	4.10	4.05	3.90	3.87	3.85
フィリピンペソ (PHP)		45.900 ~ 48.069	46.583	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル (SGD)		1.3352 ~ 1.4444	1.3760	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)		32.150 ~ 33.791	32.597	32.70	33.10	32.70	32.30	31.90
タイバーツ (THB)		35.65 ~ 36.42	35.61	35.9	35.6	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン (VND)		22059 ~ 22563	22430	22400	22300	22300	22400	22150
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		63.9923 ~ 85.9573	66.7088	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド (ZAR)		14.1152 ~ 17.9169	15.5698	16.00	16.50	16.50	17.00	17.00
トルコリラ (TRY)		2.7901 ~ 3.0614	2.9491	2.90	3.10	3.30	3.40	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		3.4294 ~ 4.1720	3.5935	3.55	3.64	3.70	3.71	3.74
メキシコペソ (MXN)		17.0507 ~ 19.4448	18.6757	18.40	18.40	18.20	17.90	17.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		16.308 ~ 18.563	16.507	16.79	16.56	16.36	16.12	15.89
香港ドル (HKD)		13.604 ~ 15.615	14.006	14.18	13.92	13.66	13.40	13.14
インドルピー (INR)		1.591 ~ 1.823	1.618	1.62	1.62	1.64	1.64	1.65
インドネシアルピア (100IDR)		0.798 ~ 0.896	0.798	0.809	0.812	0.815	0.809	0.816
韓国ウォン (100KRW)		8.990 ~ 10.267	9.175	9.24	8.93	8.91	8.89	8.87
マレーシアリング (MYR)		26.326 ~ 29.357	26.270	26.83	26.67	27.18	26.87	26.49
フィリピンペソ (PHP)		2.250 ~ 2.570	2.340	2.34	2.33	2.32	2.32	2.32
シンガポールドル (SGD)		78.19 ~ 85.54	79.10	79.71	79.41	78.52	78.20	77.27
台湾ドル (TWD)		3.279 ~ 3.671	3.339	3.36	3.26	3.24	3.22	3.20
タイバーツ (THB)		3.026 ~ 3.412	3.056	3.06	3.03	3.04	3.00	2.96
ベトナムドン (100VND)		0.4737 ~ 0.5482	0.4850	0.49	0.48	0.48	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.359 ~ 1.718	1.636	1.69	1.71	1.77	1.65	1.62
南アフリカランド (ZAR)		6.525 ~ 7.805	6.991	6.88	6.55	6.42	6.12	6.00
トルコリラ (TRY)		35.914 ~ 41.265	36.896	37.93	34.84	32.12	30.59	29.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		27.727 ~ 31.825	30.342	30.99	29.67	28.65	28.03	27.27
メキシコペソ (MXN)		5.765 ~ 7.018	5.828	5.98	5.87	5.82	5.81	5.80

(注)1. 実績の欄は5月31日まで。SPOTは6月3日の7時40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。