

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
amanne.saito@mizuho-bk.co.jp

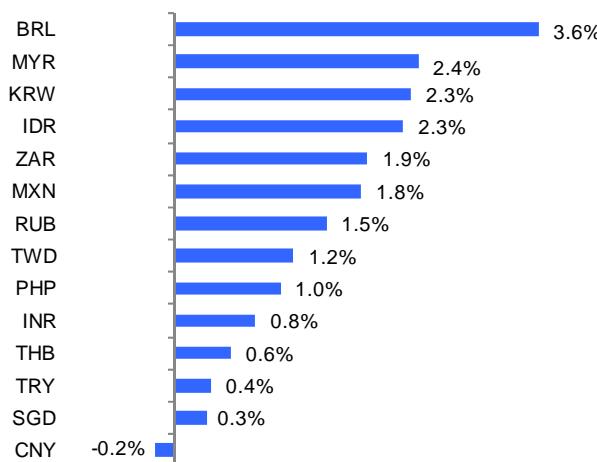
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は、米利上げ期待の後退を受けて上昇

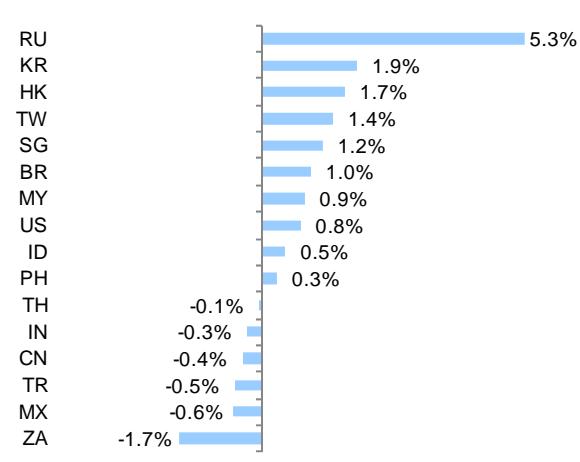
今週の新興国通貨は概ね上昇した。先週末に発表された米5月雇用統計では、非農業部門雇用者変化が前月比+3.8万人と市場予想（同+16万人）を大幅に下回る結果となった。発表後は米利上げ期待の後退と共に、ドル安・新興国通貨高が進んだ。週初、イエレンFRB議長は5月雇用統計に対し懸念を表明したものの、「単月の統計だけでは判断しない」と表明しており、利上げに対する姿勢を大きく変えなかったことから、ドル及び新興国通貨の反応は限定的となった。8日、ナイジェリア武装勢力の油井爆破声明や、米原油在庫が予想以上に減少したことを背景に、原油価格は年初来高値を更新し、資源国通貨は上昇した。週末にかけては米利上げ期待が徐々に剥落したことで、新興国通貨も底堅い値動きを続けた。

個別通貨で見ると、冴えない米5月雇用統計を背景に米利上げ期待が後退したことを受け、BRL (+3.6%)、KRW (+2.3%)、IDR (+2.3%)、ZAR (+1.9%) は上昇した。BRLは、ゴールドファイン新中銀総裁候補の就任が上院で承認されこと、同氏が変動相場制を重視すると発言し、BRL売り介入に消極的と受け止められたことが好感された。また、原油価格の上昇に連れ、MYR (+2.4%)、MXN (+1.8%)、RUB (+1.5%) は強含んだ。

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

経常赤字国の通貨を中心に新興国通貨は概ね上昇

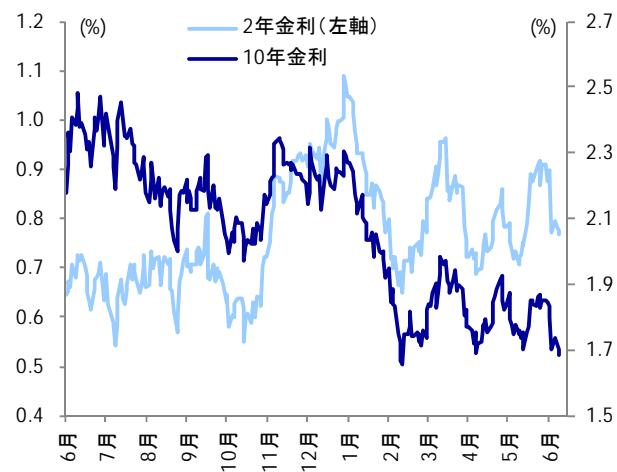
来週の新興国通貨はFOMCを挟んでレンジ内推移か

今週の新興国通貨は、ほとんどの通貨が上昇した。先週末の予想を大きく下回る米5月雇用統計の結果を受けて、米利上げ期待の剥落が進み、ドル安・新興国通貨高の展開が続いた。特に経常赤字国の通貨である、BRL、MXN、RUB が、米金利低下に伴う資金調達コストの低下期待などを背景に大きく上昇している。

来週は14日（火）～15日（水）にかけてFOMCが開催されるものの、米5月雇用統計が市場予想を大きく下回り、イエレン議長も利上げに向けて慎重姿勢を見せつつあることから、現状の金融政策が維持されると考える。但し、6月利上げは市場でほとんど織り込まれていないため、FOMC後の値動きを決めるのは、金融政策の発表よりもFOMCメンバーによる政策金利見通し（ドットチャート）となろう。4月のFOMC議事要旨やFRB高官の発言に鑑みると、大勢のメンバーは景気の下ぶれリスクは高まっていると考えているものの、景気見通しを修正するまでには至っていない模様だ。よって、ドットチャートの中央値は下がるも、変化は小幅に止まる予想している。2013年以降、ドットチャートが発表されるFOMCにかけて新興国通貨は軟調となり、金利見通しが下がった場合には売られた分を取り戻すという値動きが見られている。過去のパターンに沿うならば、来週の新興国通貨は、週初は売り優勢も週末にかけて買い戻され、週を通してはレンジ内推移という展開となるだろう。

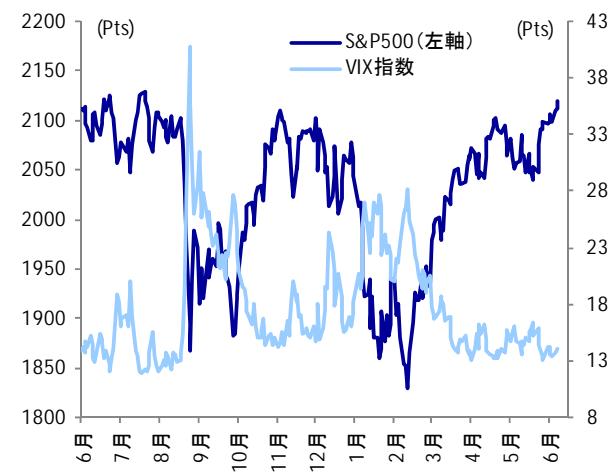
なおリスクとしては、米利上げ期待の更なる後退が挙げられる。3月以降のFF金利先物を見ると、年内1回の利上げすら、一時は約50%の織り込みに止まるなど、市場参加者が年内に追加利上げに踏み切れるのか疑問を深めていることが伺える。仮にイエレン議長がFOMC後の記者会見においてハト派姿勢をより強く打ち出した場合は、年内利上げゼロ回を織り込む参加者が増え、ドル安・新興国通貨高の流れになると想定している。

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

インドネシア: 金融政策決定会合レビュー

今回の会合において、BI は政策金利を据え置くと予想

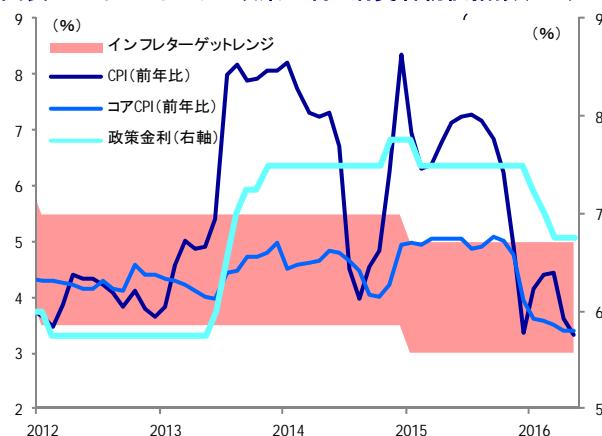
16 日（木）に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、現状の金融政策が維持されると予想する。前回会合（5 月 19 日）では、政策金利である BI レートが 6.75% に据え置かれ、8 月 19 日から新たな政策金利として適用される 7 日物リバースレポ金利も 5.50% に据え置かれた。声明文では、インフレ率が BI の目標（+3~5%）内で推移し、経常赤字の縮小傾向が続いていることから、インドネシア経済の安定性は増しているとした。また、経済の安定性が今後も保たれれば、比較的早い段階で金融緩和を再開する可能性を示した。実際、マルトワルドヨ BI 総裁は「状況が許せば、比較的早期に金融政策を変えることも可能」と発言しており、また「年初の利下げによる経済効果は、追加緩和の支援材料になる」と利下げが景気の下支えに繋がったとの認識を明らかにしている。BI が金融緩和に積極的な姿勢を示す中、前回会合後に発表されたインドネシア 5 月消費者物価指数（CPI）は前年比 +3.3% と 4 月（同 +3.6%）から減速し、BI の目標内に引き続き収まった。物価から見れば、BI が追加利下げに踏み切っても違和感はないが、8 月には政策金利の変更が予定されている。よって、市場の混乱を避けるために、BI は本会合にて現状の政策金利を据え置くと予想する。

インド: 金融政策決定会合レビュー

RBI は緩和的な政策スタンスを維持

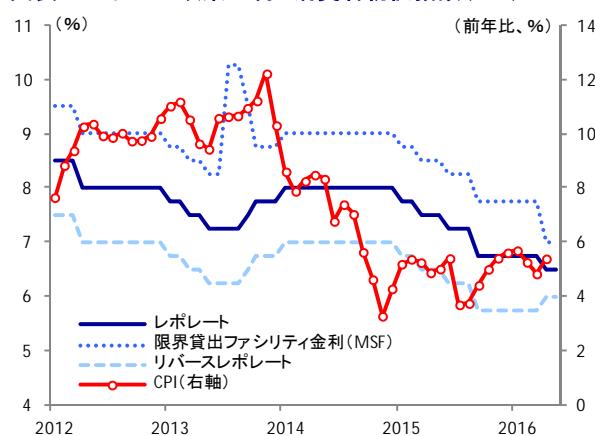
7 日に開催されたインド準備銀行（RBI、中央銀行）の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが 6.50% に、リバースレポレートは 6.00% に、現金準備率が 4.00% にそれぞれ据え置かれた。声明文では、足許で食品価格を中心に上昇しているインフレ率について見通しを維持した。但

図表 3: インドネシア 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

図表 4: 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）金利コリドーの上限が限界貸出ファシリティ金利、下限はリバースレポレートとなる

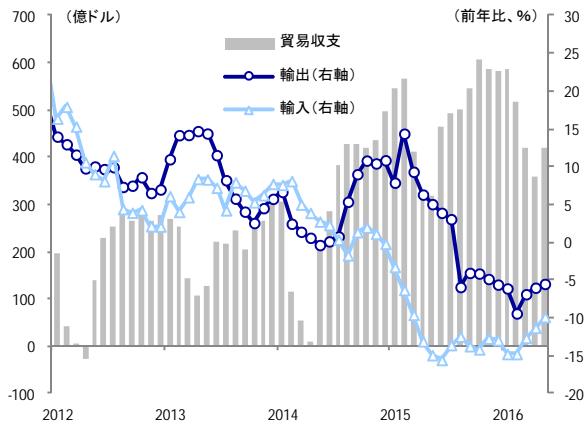
し、商品価格の底入れや公務員給与引き上げなどの上方リスクと、モンスーン期（雨期）の例年を上回る降雨量を受けた食料品の価格低下といった下方リスクの双方が存在していると指摘している。今回の会合で現状維持を決定した背景には、こうした物価見通しに対する不確実性の高まりがあった模様だ。また、英国のEU離脱を問う国民投票を念頭に「政治イベントが投資家心理を混乱させ、結果的に資金フローの動きが再び不安定になる」ことや、「米利上げ観測の動向に合わせてドルの上下動が見られる」ことなどに言及しており、海外動向にも注意を払っていることが示された。先行きの金融政策に関して、RBIは引き続き緩和的な政策スタンスを維持するとし、追加利下げに前向きな態度を示したもの、時期については経済及び金融動向を注視しながら決めるとしている。そのため、RBIは年内に利下げを行うと予想するものの、利下げのタイミングはモンスーン期における農業生産の安定推移と食品価格の落ち着きが確認できる夏期以降になるだろう。

中国：輸出は前月対比で悪化もほぼ予想通りの結果に

基調で見れば、輸出は年初の減速から横ばいに転じつつある

8日に発表された中国5月貿易統計は、輸出が前年比▲4.1%と前月（同▲1.8%）から減少幅が拡大し、2か月連続で前年比マイナスとなった。しかしながら、1日に発表された中国5月製造業PMIの構成指標であり、輸出に先行する輸出新規受注が2か月連続で低下していたことから、前月から悪化することは、事前に見込まれていた。そのため、発表後の市場の反応は限定的であった。5月の結果は尋ねないものとなったが、輸出の基調は年初の低下から横ばいに転じつつあり、徐々に安定する兆しを見せており。なお、輸入は同▲0.4%と市場予想の（同▲6.8%）を上回る結果となった。輸入と鉱工業生産の相関は強いため、13日（月）に発表の5月鉱業生産では、4月（同+6.0%）からの持ち直しが見込まれる。

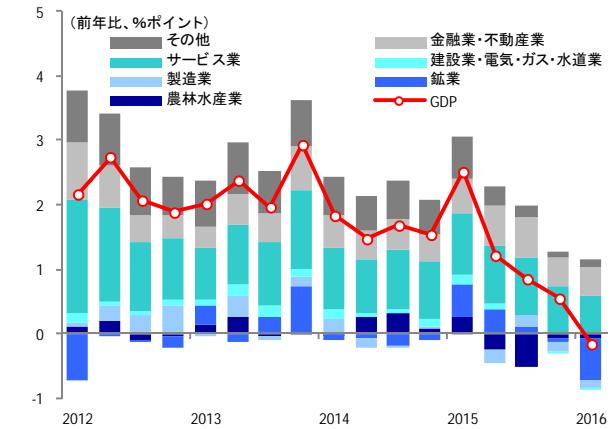
図表5：中国 貿易収支と輸出入



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

(注)貿易収支及び輸出入は6か月移動平均

図表6：南アフリカ 実質GDP



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

南アフリカ：1~3 月期は成長が鈍化

1~3 月期 GDP は減速し、当面弱い動きが続く見込み

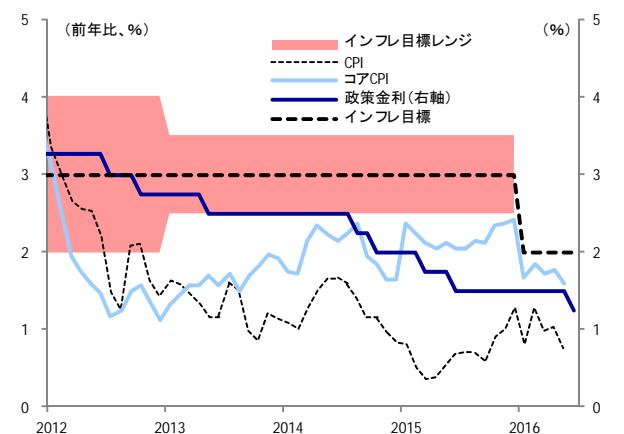
8 日に発表された南アフリカ 1~3 月期 GDP は前年比▲0.2%と、2015 年 10~12 月期（同+0.5%）から減速し、ほぼ市場予想（同▲0.1%）通りの結果になった。業種別に見ると、建設業（10~12 月期：同+1.6%→1~3 月期：同+2.6%）が加速した一方、鉱業（10~12 月期：同▲0.5%→1~3 月期：同▲8.5%）の落ち込みが目立ったほか、製造業や卸売・小売業でも弱い動きが見られた。需要項目別では政府消費が増加したほか、輸入減少を受けて純輸出の寄与度がプラスとなった。一方、個人消費や設備投資の減速が全体を下押しした模様だ。商品価格の低迷や世界的な資源需要減少を背景に南アフリカ経済は停滞している。先行きについても、商品価格の大幅な回復は見込みにくく、弱い動きが続くだろう。なお、1~3 月期の弱い GDP を背景に ZAR は下落する場面も見られたが、大手格付け会社フィッチが南アフリカの格付けを投資適格級に維持したことで値を戻す展開となっている。とはいえ、フィッチは財政・経常赤字が高水準であることを格付け判断のマイナス要因に挙げていることから、景気低迷とともに財政・経常赤字の悪化に歯止めが掛からない場合には格下げリスクが燻ぶり続け、ZAR の上値を重くする見込みだ。

韓国：金融政策決定会合レビュー

BOK は予想外となる 25bp の利下げを決定

9 日に開催された金融政策決定会合において、韓国中銀（BOK）は大方の市場予想を裏切り、政策金利を 25bp 引き下げ 1.25% とした。声明文では、引き続き外需の弱さに言及するとともに、民間消費について「緩やかな改善が続いている」から「弱まっている」に判断を下方修正している。また、李 BOK 総裁も会合後の記者会見で「上半年に政府予算を前倒しで実行したことにより、下半期における景気下ぶれリスクは高まった」と述べるなど、景気認識の下方修正が利下げに繋がったことを示唆した。もっとも、

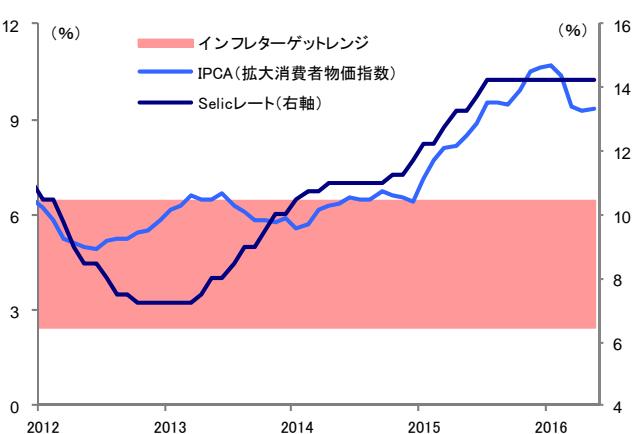
図表 7：韓国 政策金利と消費者物価指数（CPI）



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）BOK は 2016 年よりインフレターゲットレンジを廃止

図表 8：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

利下げ決定の背景には、企業再編の動きが加速したことも影響した模様だ。会合直前の 8 日に、企業再編を主導する政府系金融機関への資本注入を行うための SPC（特別目的会社）に対し、政府と BOK が共同で約 11 兆ウォンの融資を行うと発表した。企業再編は長期的に見れば韓国経済の成長力を高めるものの、短期的には雇用情勢の悪化などを引き起こし、GDP を下押しすると考えられる。よって、BOK は利下げにより、企業再編に伴う景気下押し圧力を和らげる狙いがあるのだろう。なお、李総裁は、「政策金利は下限に近づいているようだ」と述べるも、「下限に近付いていることは追加利下げの打ち止めを意味しない」とも発言しており、追加利下げ余地が残されていることを暗に示した。今後も政府が補正予算の編成を行わない場合、政府支出の減少と共に下半期の韓国経済は低迷していくと考える。よって、BOK が年内に追加利下げを行う可能性は高いと予想する。

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

次期総裁は BRL 売り介入に消極的か

9 日まで開催されたブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合（COPOM）では、政策金利 14.25% の現状維持が決定された。決定は全会一致で、声明文は「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 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」との旨が記され、前回会合（4 月 27 日）から一言一句変更されていない。また、7 日には上院が次期 BCB 総裁としてゴールドファイン氏を承認している。同氏は現地金融機関のチーフエコノミストを務めており、金融政策についてはインフレ抑制を続けて利下げを急がない姿勢を示したほか、上院の公聴会で BRL の変動相場制を擁護する発言を行っている。市場ではこの発言を受けて BRL 売り介入が減少すると見る向きが多く、BRL のサポート材料になっている。同氏の就任日程は明らかにはなっていないが、BCB 総裁就任後も同様の姿勢を示し続けることで、BRL は底堅い動きとなる可能性が高いだろう。

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						
6月3日 (金)	マレーシア	4月 貿易収支MYR	8.56b	9.06b	11.19b	--
7日 (火)	フィリピン	5月 消費者物価指数(前年比)	1.3%	1.6%	1.1%	--
7日 (火)	インド	RBILレポレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
7日 (火)	台湾	5月 貿易収支	\$4.95b	\$3.5b	\$4.80b	--
8日 (水)	インドネシア	5月 消費者信頼感	--	112	109	--
8日 (水)	中国	5月 貿易収支	\$55.70b	\$49.98b	\$45.56b	--
8日 (水)	中国	5月 輸出(前年比)	-4.0%	-4.1%	-1.8%	--
9日 (木)	タイ	5月 消費者信頼感	--	73	73	--
9日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.25%	1.50%	--
10日 (金)	フィリピン	4月 輸出(前年比)	-4.7%	--	-15.1%	--
10日 (金)	インド	4月 鉱工業生産(前年比)	-0.6%	--	0.1%	--
10~15日	中国	5月 新規貸出(人民元)	750.0b	--	555.6b	--
10~15日	インド	5月 貿易収支	--	--	-\$4844.9	--
10~30日	インド	1Q 國際収支・経常収支	\$1.8b	--	-\$7.07b	--
13日 (月)	中国	5月 鉱工業生産(前年比)	6.0%	--	6.0%	--
13日 (月)	中国	5月 小売売上高(前年比)	10.1%	--	10.1%	--
13日 (月)	インド	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	5.4%	--
14日 (火)	インド	5月 卸売物価(前年比)	--	--	0.3%	--
15日 (水)	マレーシア	5月 消費者物価指数(前年比)	--	--	2.1%	--
15日 (水)	シンガポール	4月 小売売上高(除自動車/前年比)	0.0%	--	-2.2%	--
15日 (水)	インドネシア	4月 貿易収支	--	--	\$667m	--
15日 (水)	フィリピン	4月 海外送金(前年比)	--	--	1.5%	--
16日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行レファレンス・レート	6.75%	--	6.75%	--
17日 (金)	シンガポール	5月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-7.9%	--
20日 (月)	フィリピン	5月 総合国際収支	--	--	\$184m	--
中東欧・アフリカ						
6月3日 (金)	トルコ	5月 消費者物価指数(前年比)	6.7%	6.6%	6.6%	--
6~7日	ロシア	5月 消費者物価指数(前年比)	7.3%	7.3%	7.3%	--
8日 (水)	南アフリカ	1Q GDP(前年比)	-0.1%	-0.2%	0.6%	0.5%
9日 (木)	南アフリカ	4月 鉱物生産量(前年比)	-8.5%	-6.9%	-18.0%	-17.8%
10日 (金)	トルコ	4月 経常収支	-3.3b	--	-3.68b	--
10日 (金)	トルコ	1Q GDP(前年比)	4.4%	--	5.7%	--
10日 (金)	ロシア	主要金利	10.75%	--	11.00%	--
10日 (金)	ロシア	3月 貿易収支	9.2b	--	7.7b	--
14日 (火)	南アフリカ	1Q 経常収支	--	--	-208b	--
15日 (水)	南アフリカ	4月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.8%	--
15~16日	ロシア	1Q GDP(前年比)	-1.2%	--	-1.2%	--
16~17日	ロシア	5月 鉱工業生産(前年比)	0.7%	--	0.5%	--
20日 (月)	ロシア	5月 実質小売売上高(前年比)	-4.8%	--	-4.8%	--
ラテンアメリカ						
6月6日 (月)	メキシコ	5月 消費者信頼感指数	90	91	89	--
8日 (水)	ブラジル	5月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	9.3%	9.3%	9.3%	--
9日 (木)	ブラジル	6月 SELICレート	14.25%	14.25%	14.25%	--
9日 (木)	メキシコ	5月 消費者物価指数(前年比)	2.6%	2.6%	2.5%	--
14日 (火)	メキシコ	4月 鉱工業生産(季調前/前年比)	1.0%	--	-2.0%	--
14日 (火)	ブラジル	4月 広義小売売上高(前月比)	--	--	-1.1%	--

(注)2016年6月10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	6.5624	6.55	6.52	6.48	6.45	6.42
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7614	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.720	68.0	66.5	64.5	63.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ~ 14002	13287	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ~ 1245.13	1155.89	1190	1210	1190	1170	1150
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.0450	4.10	4.05	3.90	3.87	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ~ 48.069	46.021	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3352 ~ 1.4444	1.3536	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.150 ~ 33.791	32.214	32.70	33.10	32.70	32.30	31.90
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.16	35.9	35.6	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22563	22335	22400	22300	22300	22400	22150
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.9923 ~ 85.9573	64.2871	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ~ 17.9169	14.8190	16.00	16.50	16.50	17.00	17.00
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0614	2.8951	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	3.4002	3.55	3.64	3.70	3.71	3.74
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.4448	18.2517	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	16.231	16.79	16.56	16.36	16.12	15.89
香港ドル	(HKD)	13.604 ~ 15.615	13.793	14.18	13.92	13.66	13.40	13.14
インドルピー	(INR)	1.591 ~ 1.823	1.604	1.62	1.62	1.64	1.64	1.65
インドネシアルピア	(100IDR)	0.798 ~ 0.896	0.806	0.809	0.812	0.815	0.809	0.816
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ~ 10.267	9.234	9.24	8.93	8.91	8.89	8.87
マレーシアリンギ	(MYR)	26.326 ~ 29.357	26.323	26.83	26.67	27.18	26.87	26.49
フィリピンペソ	(PHP)	2.250 ~ 2.570	2.315	2.34	2.33	2.32	2.32	2.32
シンガポールドル	(SGD)	78.19 ~ 85.54	79.08	79.71	79.41	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.279 ~ 3.671	3.323	3.36	3.26	3.24	3.22	3.20
タイバーツ	(THB)	3.026 ~ 3.412	3.044	3.06	3.03	3.04	3.00	2.96
ベトナムドン	(100VND)	0.4737 ~ 0.5482	0.4791	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	1.667	1.69	1.71	1.77	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.225	6.88	6.55	6.42	6.12	6.00
トルコリラ	(TRY)	35.914 ~ 41.265	36.969	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	31.480	30.99	29.67	28.65	28.03	27.27
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ~ 7.018	5.865	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10日の7時50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。