

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

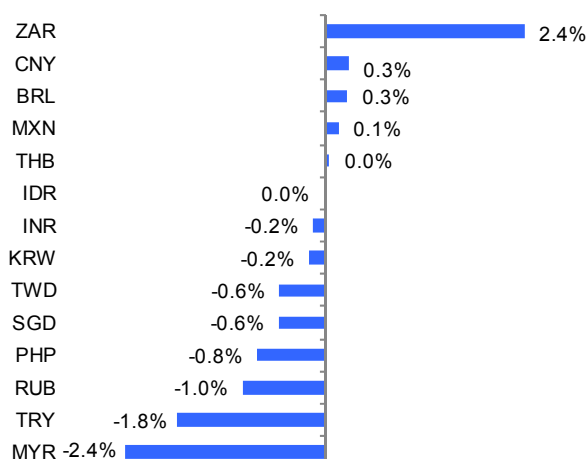
今週のエマージングマーケット

新興国通貨は通貨によって値動きが異なる展開に

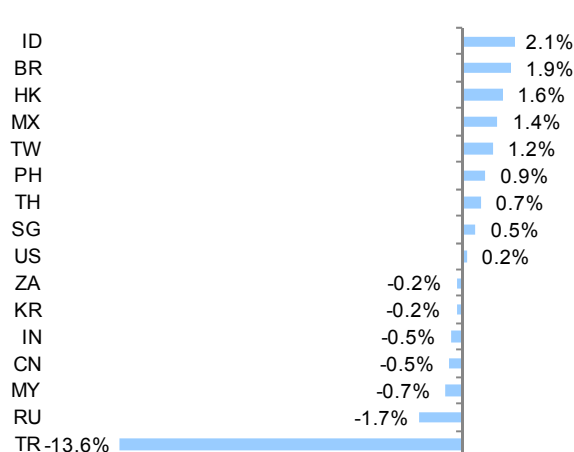
今週の新興国通貨はまちまちの展開。先週金曜日に、トルコでクーデターが発生するとリスクオフムードが広がり、新興国通貨は下落した。しかし、週末にクーデターが鎮圧されたため、週初の新興国通貨は値を戻す展開となった。19日、米6月住宅着工件数が市場予想を上回る良好な結果だったことや、NYダウ平均の堅調な動きを背景にドルが上昇すると、新興国通貨は下押しされた。資源国通貨については、原油価格が下落したことも重石となった。20日、ドル高基調が継続する中、新興国通貨は上値が重い展開が続いた。21日、ECB理事会が開催され、ドラギ ECB 総裁が、英国の EU 離脱（Brexit）による影響が判然としない中では、追加緩和を急がないとの姿勢を示したことで、新興国通貨の反応は限定的となった。

個別通貨で見ると、ZAR（+2.4%）は南アフリカ準備銀行（SARB）が政策金利を据え置いたことなどが好感され、上昇した。一方、米連邦検察当局がマレーシア政府系投資会社（1MDB）の資金疑惑に関連し、資産差し押さえを求める訴訟を起こすとの報道を受け MYR（▲2.4%）は軟化した。また、19日にトルコ中銀（CBRT）が金利コリドー上限を引き下げたことに加え、20日に大手格付け会社がトルコの格付け見通しを引き下げたことが嫌気され、TRY（▲1.8%）下落し、対ドルで史上最安値を更新した。

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

今週の新興国通貨は方向感に欠ける展開

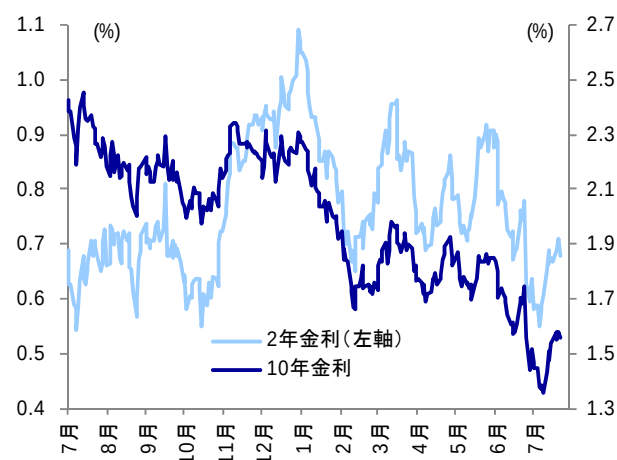
今週の新興国通貨は、方向感を欠く通貨が目立った。新興国株が高値圏で推移するなど新興国への資金流入は継続するも、米利上げ期待の台頭に伴うドル高の動きが、新興国通貨の上値を押さえた模様だ。一方で、TRY や MYR では政治的リスクが意識され、下落した。特にトルコでは、クーデター未遂により政治的リスクの高まったことで、トルコ国債の格付けが引き下がるなど、悪影響が拡がりつつあり、TRY は急落している。

日米の金融政策決定会合を受けても、方向感は定まらず

来週の新興国通貨は、方向感の出ないレンジ内推移を予想する。26 日（火）～27 日（水）に FOMC、28 日（木）～29 日（金）には日銀の金融政策決定会合が開催される。FOMC については、Brexit を受けて金融政策の現状維持が見込まれる。FOMC にかけては新興国に対するエクスポージャーを一時的に圧縮する動きから、新興国通貨は軟調となるも、FOMC 後は値を戻す見込み。日銀の金融政策決定会合については、緩和期待が既に高まっているだけに、追加緩和が発表されても市場の反応が限定的となる可能性が高い。金融政策が現状維持となった場合は、急激に円高が進む展開が予想され、アジア通貨を中心に新興国通貨は上昇するだろう。但し、4 月の決定会合でも同様の展開となったが、新興国通貨の上昇は一時的だったことに鑑みると、来週の新興国通貨がレンジを切り上げて、通貨高方向に進むとは考えがたい。

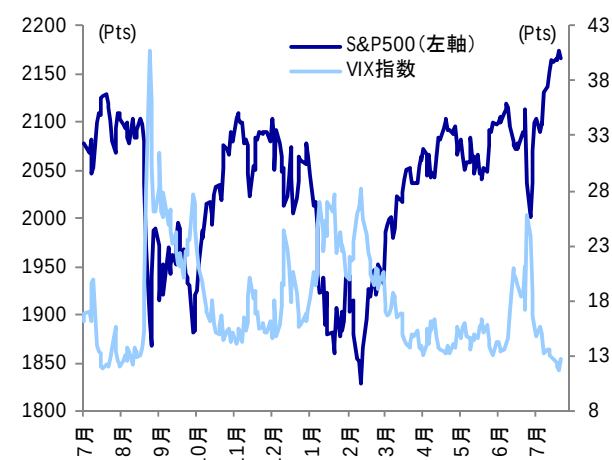
気かりな点は、中国人民銀行（PBoC）の為替政策である。CNY は、先週からドルインデックスの上昇に合わせて、対ドルで CNY 安になっていたものの、19 日からはドルインデックスが上昇する中、CNY 高方向に推移している。23 日（土）～24 日（日）に開催される G20 財務相・中央銀行総裁会議を前に CNY を売る動きを一時的にけん制したのか、または対ドルで CNY の安定を優先させる政策に本格的に転換したのか、判然としておらず、PBoC が定める基準値の動向にも留意が必要となる。

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

トルコ: クーデター発生後の TRY 相場と金融政策動向

クーデター未遂を受けて、TRY は乱高下

15 日夜から 16 日にかけて、トルコ軍の一部がクーデターを試み、最大都市イスタンブールや首都アンカラの主要道路及び国営テレビ局を一時占拠すると、TRY は対ドルで 2.90 近辺から一時 3.05 近辺まで売り込まれた。その後、週明けまでにクーデターの動きは鎮圧され、関与したとされる軍人や司法関係者が検挙されたことで、週初の TRY は一時 2.92 台まで買い戻された。

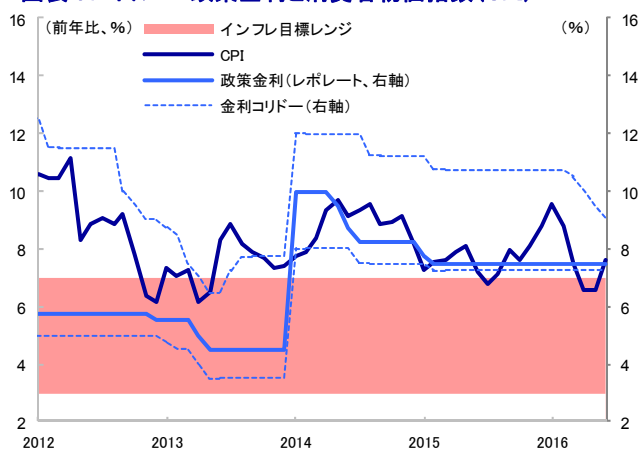
CBRT は金利コリドー上限を引き下げ

トルコ中銀 (CBRT) は 19 日の金融政策決定会合で、金利コリドー上限 (翌日物貸出金利) を 25bp 引き下げ、8.75%とした。一方、政策金利は 7.50%、金利コリドー下限 (翌日物借入金利) は 7.25%で据え置かれ、コリドーは 2.25%ポイントから 2.00%ポイントに縮小した。声明文では、「(17 日に発表した) 民間金融機関に対する無制限の流動性供給策が、国内要因 (クーデター未遂) に伴う金融市場の不安を和らげている」ことが、5 会合連続となる翌日物貸出金利の引き下げを可能にしたことが示唆された。市場参加者からは、市場金利に連動する翌日物貸出金利の引き下げにより、主要国との金利差が縮小し、資金流入が細ることで TRY 相場が不安定になるとの指摘がされていた。

クーデター未遂後の格下げにより、TRY は年初来安値を更新

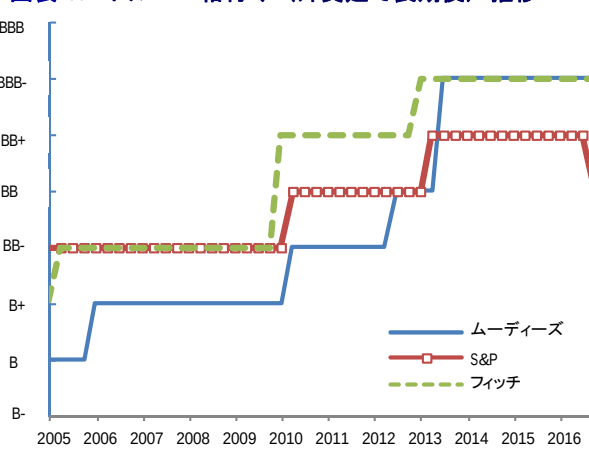
斯かる状況下、20 日に、大手格付け会社 S&P がトルコ外貨建国債の格付けを BB+ (投機的等級の最高水準) から BB に引き下げると、TRY は対ドルで 3.09 台まで売り込まれ、市場最安値を更新した。大手格付け会社ムーディーズも、今回のクーデター未遂を受けて、同格付けについて現在 Baa3 (投資適格級の最低水準) から投機的等級に引き下げる方向に見直すを発表しており、格下げ懸念を背景とした TRY 売りは当面続くだろう。

図表 3: トルコ 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: トルコ 格付け (外貨建て長期債) 推移



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)図表の表記は S&P の方式に揃えている

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

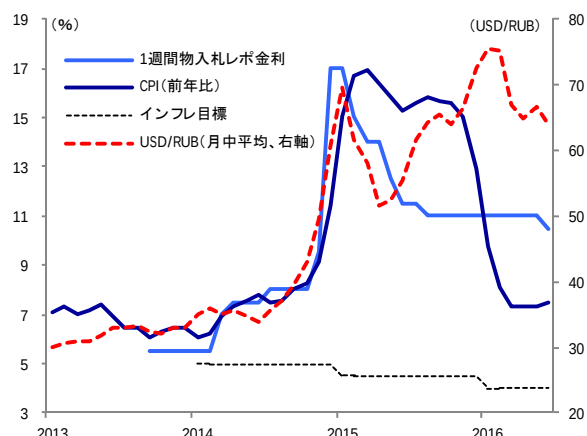
インフレ率が加速する中、CBR は前回の利下げ効果の見極めから据え置きへ

29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、政策金利の現状維持を予想する。前回会合（6月10日）で CBR は政策金利を 11.00% から 10.50% に引き下げた。声明文では、利下げの理由にインフレ率が低下し、2017 年に目標の+4% に収束する可能性が高まったこと、実質金利の高止まりを背景に金融環境が引き締めめであることなどが挙げられた。また、先行きについてはインフレ率が予想に沿って推移する場合、更なる利下げを行う姿勢が示されたが、6月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.5%と5月（同+7.3%）から2か月連続で加速している。さらに実体経済に回復の動きも見られ、今回で CBR が政策変更動く可能性は低いだろう。なお、20日にプーチン大統領は「RUB は商品価格の不安定さにも拘わらず、上昇している」と RUB 高をけん制する発言を行った。背景には政府歳入に影響する RUB 建ての原油価格が伸び悩んでいることがあると見られ、今後 CBR によって RUB 売り介入が実施されるリスクが俄かに高まっている。

雇用・賃金が改善する中、個人消費も回復の兆し

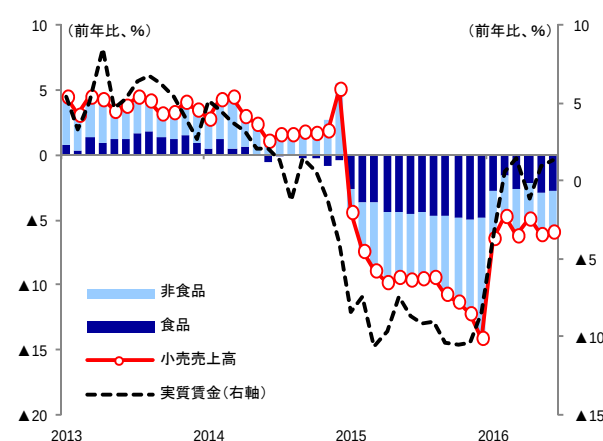
19日に発表されたロシア6月雇用関連統計では、失業率が5.4%（5月：同5.6%、市場予想：同5.5%）、実質賃金は前年比+1.4%（5月：同+1.0%、市場予想：同▲1.0%）と前月から改善し、市場予想も上回る良好な結果となった。原油価格の上昇を受け、ここ3か月連続で鉱工業生産指数が上昇するなど、生産活動の回復が雇用と賃金の改善に繋がった模様だ。これを受けて、6月小売売上高は前年比▲5.9%と5月（同▲6.1%）からマイナス幅が縮小した。内訳を見ると、食品（5月：同▲6.0%→6月：同▲5.7%）、非食品（5月：同▲6.2%→6月：同▲6.1%）ともに改善している。今後も原油価格の堅調な推移が続けば、生産活動の回復から雇用・賃金も改善し、消費も押し上げられるだろう。

図表 5: 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

図表 6: ロシア 小売売上高と実質賃金



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

南アフリカ: CPI は3か月ぶりに加速

インフレ加速にも拘らず、SARB は当面政策据え置きか

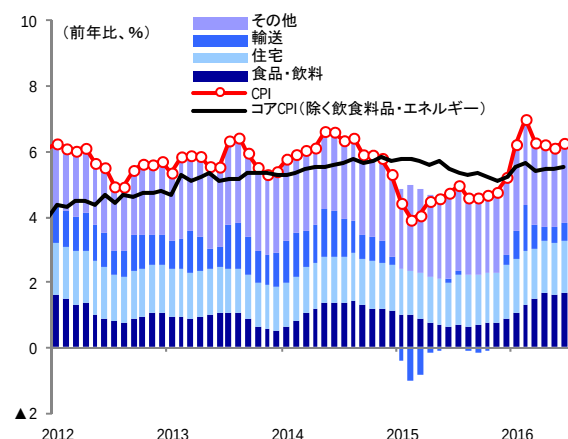
20 日（水）に発表された南ア 6 月 CPI は前年比+6.3%と 5 月（同+6.1%）から 3 か月ぶりに加速し、市場予想（同+6.3%）通りの結果となった。また、コア CPI（除く飲食料品及びエネルギー）も同+5.6%と 5 月（同+5.5%）から小幅に加速している。CPI の内訳を見ると、アルコール・たばこ（5 月：同+5.9%→6 月：同 5.4%）や衣服・靴（5 月：同+4.9%→6 月：同 4.7%）の伸び率が縮小したものの、食品・飲料（5 月：同+5.9%→6 月：同 5.4%）を始めとして、その他全ての項目でインフレ率が加速している。南アフリカ準備銀行（SARB）はインフレ率の高まりを背景に、2016 年に入って計 75bp の利上げを実施したが、21 日の会合では景気の鈍化を理由に政策金利 7.00%を据え置いている。景気回復の動きが見られない中、インフレ率が大きく加速しない限り、当面 SARB は現状政策を据え置くだろう。

ブラジル: 金融政策決定会合レビュー

インフレ上昇リスクを考慮し、BCB は金利の据え置きを決定

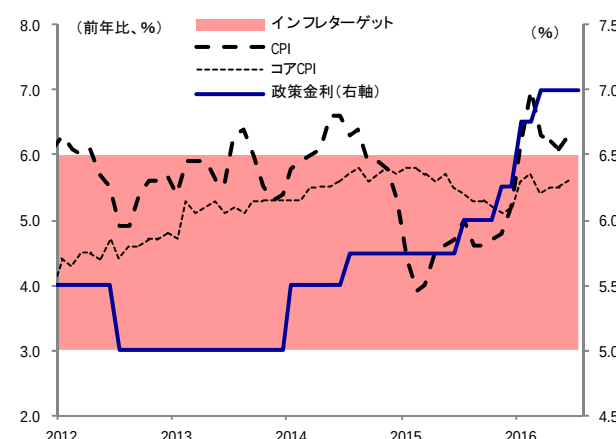
20 日に開催されたブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合（COPOM）では全会一致で政策金利 14.25%の据え置きが決定された。声明文では、今回からインフレ見通しに関する具体的な記述が追加され、2017 年の予想値を従来の+4.7%からインフレターゲットの+4.5%（中心値）付近に引き下げたとした。このほか、インフレ見通しに関するリスク要因も追記され、加速要因として、①食品価格の高騰、②先行き不透明な構造改革の行方、③高インフレの長期化、が挙げられる一方、減速要因として、①構造改革の早期完了、②余剰資本・労働力の存在がそれぞれ挙げられた。しかしながら、現状はインフレ加速リスクの方が大きいとの判断から、「金融緩和の余地は無い」と、政策金利の据え置きを決定したことが示された。ブラジル 6 月拡大消費者物価指数（IPCA）は前年比+8.8%と、引き続き歴史的な高水準に止まっているものの、1 月（同+10.7%）から減速傾向が続いてい

図表 7: 南アフリカ 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 8: 南アフリカ 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

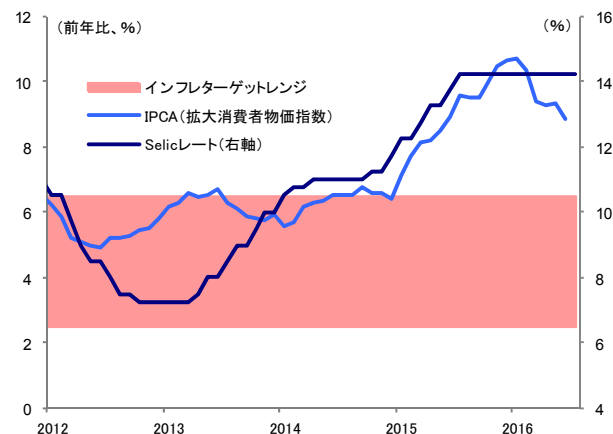
る。今後は、2016 年初から続く BRL 高を背景に、輸入物価の下落とインフレ期待の低下が予想される。よって、BCB は徐々にタカ派姿勢からハト派姿勢に転じると考える。

インドネシア：金融政策決定会合レビュー

BI はこれまでの利下げ効果を見極める姿勢

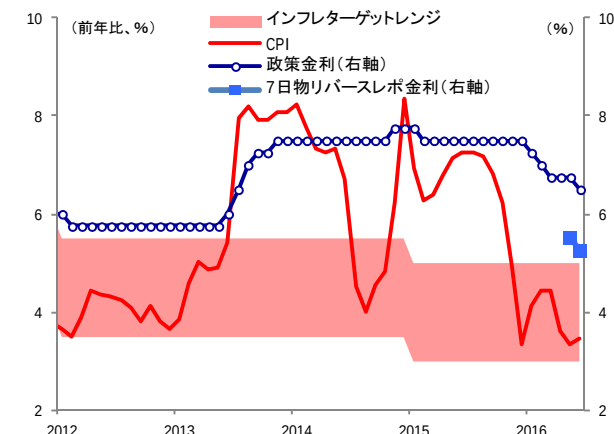
21 日に開催されたインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利である BI レートが 6.50%、8 月 19 日から新たな政策金利として適用される 7 日物リバースレポ金利も 5.50%と据え置かれた。声明文では、Brexit 決定後の不透明感から世界経済の成長率鈍化が見込まれるものの、足許ではインフレ率が BI の目標（+3～5%）内で推移していることに加え、経常収支の改善や IDR 相場の安定など、前回会合（6 月 16 日）と同様にインドネシア経済が安定していることが指摘された。また、租税恩赦法（タックス・アムネ스티）については、政府の財政支出能力を拡大することで、国内の流動性を高める可能性があると考えられたほか、政府と協力してタックス・アムネスティ導入に注力する姿勢を示している。なお、2016 年通年の成長率見通しは+5.0～5.4%に据え置かれたほか、4～6 月期の成長率は 1～3 月期（前年比+4.92%）から加速するものの、伸び幅は限定的になるとされた。そうした中、BI 高官は引き続き金融政策には追加緩和余地があるとしており、景気の先行きに対して懸念が高まる場合には BI が再び利下げを行う可能性は高いだろう。

図表 9: 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 10: 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

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
エマージングアジア						
7月15日 (金)	インドネシア	6月 貿易収支	\$212m	\$900m	\$376m	\$374m
15日 (金)	フィリピン	5月 海外送金(前年比)	4.8%	1.9%	4.1%	--
18日 (月)	シンガポール	6月 非石油地場輸出(前年比)	-3.0%	-2.3%	11.6%	--
19日 (火)	フィリピン	6月 総合国際収支	--	\$418m	\$241m	--
20日 (水)	マレーシア	6月 消費者物価指数(前年比)	1.8%	1.6%	2.0%	--
21日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行 預金ファシリティ・レート	5.25%	5.25%	5.25%	--
21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	6.25%	6.50%	6.50%	--
22日 (金)	台湾	6月 鉱工業生産(前年比)	--	--	1.9%	--
24~27日	タイ	6月 輸出(通関ベース/前年比)	-3.8%	--	-4.4%	--
24~27日	タイ	6月 貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1540m	--
25日 (月)	シンガポール	6月 消費者物価指数(前年比)	-1.1%	--	-1.6%	--
26日 (火)	フィリピン	5月 貿易収支	--	--	-\$2275m	--
26日 (火)	シンガポール	6月 鉱工業生産(前年比)	0.4%	--	0.9%	--
26日 (火)	韓国	2Q GDP(前年比)	--	--	2.8%	--
27日 (水)	韓国	7月 消費者信頼感	--	--	99	--
29日 (金)	韓国	6月 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.3%	--
29日 (金)	台湾	2Q GDP(前年比)	--	--	-0.7%	--
29日 (金)	タイ	6月 輸出(前年比)	--	--	-3.7%	--
29日 (金)	タイ	6月 貿易収支	--	--	\$3506m	--
29日 (金)	タイ	6月 国際収支:経常収支	--	--	\$2234m	--
29日 (金)	マレーシア	6月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	2.2%	--
29日 (金)	インドネシア	6月 マネーサプライM2(前年比)	--	--	7.6%	--
中東欧・アフリカ						
7月19日 (火)	トルコ	指標レートの	7.50%	7.50%	7.50%	--
19日 (火)	トルコ	翌日物貸出金利	8.75%	8.75%	9.00%	--
19日 (火)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
19日 (火)	ロシア	5月 実質小売売上高(前年比)	-5.4%	-5.9%	-6.1%	--
20日 (水)	トルコ	7月 消費者信頼感指数	70	67	69	--
20日 (水)	南アフリカ	6月 消費者物価指数(前年比)	6.3%	6.3%	6.1%	--
21日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利発表	7.00%	7.00%	7.00%	--
28日 (木)	トルコ	7月 経済信頼感	--	--	83	--
29日 (金)	南アフリカ	6月 マネーサプライM3(前年比)	--	--	7.8%	--
29日 (金)	ロシア	主要金利	10.50%	--	10.50%	--
29日 (金)	南アフリカ	6月 貿易収支(ラント)	--	--	18.7b	--
ラテンアメリカ						
7月20日 (水)	ブラジル	SELICレート	14.25%	14.25%	14.25%	--
21日 (木)	ブラジル	6月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	8.8%	8.9%	9.0%	--
25日 (月)	ブラジル	7月 FGV消費者信頼感	--	--	71	--
25日 (月)	メキシコ	5月 小売売上高(前年比)	--	--	10.6%	--
26日 (火)	メキシコ	5月 経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.0%	--
26日 (火)	ブラジル	6月 経常収支	--	--	\$1200m	--
29日 (金)	ブラジル	6月 全国失業率	--	--	11.2%	--
29日 (金)	メキシコ	2Q GDP(前年比)	--	--	2.6%	--

(注)2016年7月22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 1～6月（実績）	SPOT	2016年 9月	12月	2017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)	6.4528 ～ 6.6634	6.6835	6.64	6.60	6.57	6.54	6.51
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7546	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.914	68.0	67.0	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13073	13100	12950	12850	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ～ 1245.13	1137.80	1160	1140	1130	1120	1110
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	3.9465	4.05	3.90	3.87	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	47.015	46.4	45.7	44.8	43.9	44.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3429	1.36	1.35	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	32.031 ～ 33.791	32.010	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.04	35.6	34.9	34.7	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22297	22350	22300	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.3547 ～ 85.9573	62.7998	63.00	60.00	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ～ 17.9169	14.2569	16.00	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0614	2.8831	3.10	3.30	3.40	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1832 ～ 4.1720	3.2526	3.46	3.60	3.63	3.65	3.68
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.3661	19.40	19.10	18.70	18.30	17.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.040 ～ 18.563	15.783	15.06	14.85	14.76	14.68	14.59
香港ドル	(HKD)	12.880 ～ 15.615	13.580	12.89	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.574	1.47	1.46	1.47	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.805	0.763	0.757	0.755	0.768	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.304	8.62	8.60	8.58	8.57	8.56
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246 ～ 29.357	26.767	24.69	25.13	25.06	24.94	24.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.131 ～ 2.570	2.247	2.16	2.14	2.17	2.19	2.15
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	78.42	73.53	72.59	72.93	72.73	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.290	3.11	3.07	3.07	3.07	3.06
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	3.005	2.81	2.81	2.80	2.78	2.77
ベトナムドン	(100VND)	0.4475 ～ 0.5482	0.4722	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.718	1.677	1.59	1.63	1.54	1.52	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.384	6.25	5.94	5.71	5.65	5.76
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	36.512	32.26	29.70	28.53	27.43	27.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 32.407	32.375	28.90	27.22	26.72	26.30	25.82
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.733	5.15	5.13	5.19	5.25	5.37

(注)1. 実績の欄は6月30日まで。SPOTは7月22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。