

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

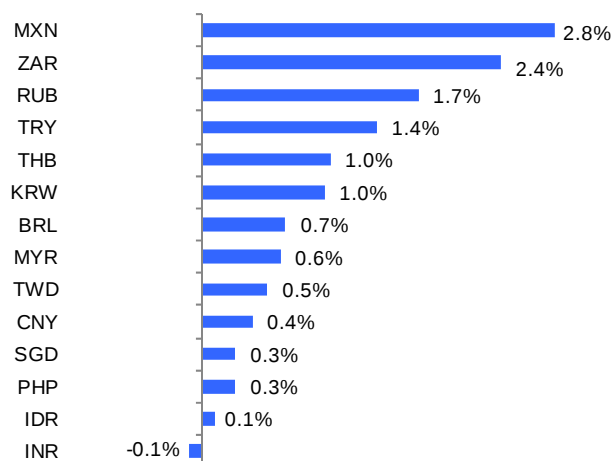
今週のエマージングマーケット

ドル売りの動きや資源価格の急反発を受けて新興国通貨は上昇

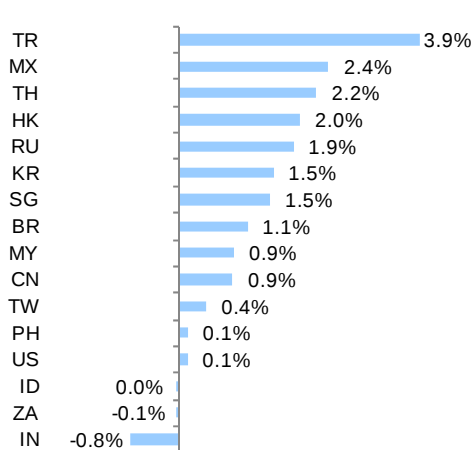
今週の新興国通貨は概ね上昇する展開。先週末発表された米 7 月雇用統計において、非農業部門雇用者数が前月比+25.5 万人と市場予想(同+18 万人)を大幅に上回ったことを背景にドルは強含むも、新興国通貨の下落幅は限定的となった。週初は、米金利が上昇から横這い推移に転じたことで、高金利通貨を中心に新興国通貨は買い戻された。また、原油価格が上昇し、資源国通貨が連れ高となった。9 日、発表された米 4~6 月期の非農業部門労働生産性が市場予想を大幅に下回る結果となり、ドルは下押しされ、新興国通貨は上昇した。10 日に入るとドル売りの勢いは強まり、多くの新興国通貨は続伸。その後は、やや売り戻されるも、原油の急伸を背景に多くの新興国通貨が値を戻した。

個別通貨で見ると、資源国通貨である MXN (+2.8%)、ZAR (+2.4%)、RUB (+1.7%) が上昇。MXN は、週末発表の米 7 月雇用統計の良好な内容を受けて、米経済と共にメキシコ経済も持ち直すとの期待感が上昇要因となった。ZAR は、3 日に実施された地方選挙においてアフリカ民族会議(与党、ANC)が得票率を前回選挙から大きく減らし、ズマ大統領退陣の可能性が高まったことが好感された。

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

高金利通貨の上昇が目立つ

今週の新興国通貨は、堅調な値動きとなった。資源価格が底堅く推移したことで、資源国通貨は下げ止まり、また先進国における追加緩和が意識される中、高金利通貨が上昇した。一方、夏休みシーズンを迎えて市場参加者が少なくなっていることもあり、動意に乏しい通貨が目立った。

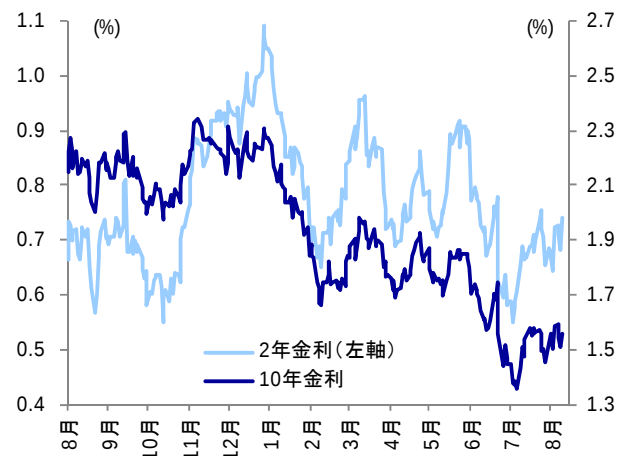
米利上げ期待の高まりが新興
国通貨の上値を押さえるか

来週の新興国通貨は、一時的に軟調な値動きを見せるも、概ねレンジ内推移になると予想する。来週は、17日（水）にFOMC（7月26日～27日開催分）議事要旨の発表が予定されている。前回会合以降のFRB高官発言では、9月利上げの可能性を排除しないとの意見が多く、引き続き年2回利上げを主張する向きもある。そのため、今回の議事要旨で、経済指標の結果次第では9月利上げも可能という意見が見られるだろう。そうした意見はあくまで9月利上げの可能性を残すという主旨でしかないが、足許の米雇用統計が2か月連続で良好な結果を示している中、FRBが利上げに前向きになっていると市場に受け止められる可能性が高い。よって、議事要旨発表後はドルが強含み、新興国通貨の重石となろう。

しかしながら、米利上げ期待が高まり続けるとも考えがたい。米金利市場参加者の一部からは、10月の米MMF規制導入を控えて、MMFが市場での資金運用額を減少させているため、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の3か月物が年初から約20bp上昇しており、実質的な利上げ状態にあるとの指摘がされている。こうした状況下、米利上げ織り込みが進むとは想定しづらく、新興国通貨売りも短期的な動きに止まるだろう。

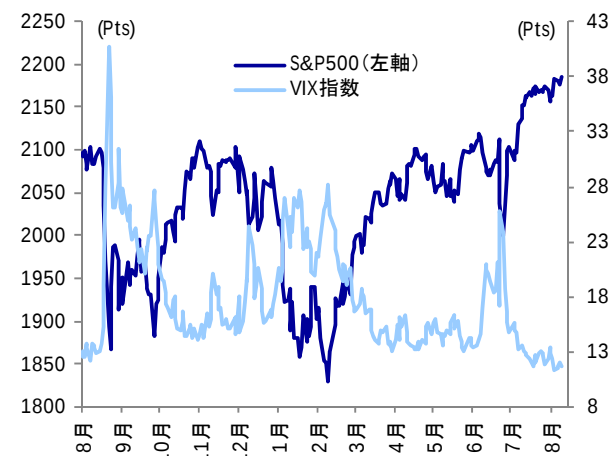
なお、新興国では4～6月期GDPが発表され始めている。既に発表された主要新興国は概ね良好な結果となっているが、どの国の当局者も経済の先行きに対して下振れリスクを指摘している。先進国と比較して高金利ではあるものの、経済成長の減速に対する懸念が新興国への資金流入額を抑制し、新興国通貨の上値を重くしていると考えられる。

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

南アフリカ：地方選挙レビュー

ANC は過半数を確保も、得票率は過去最低に

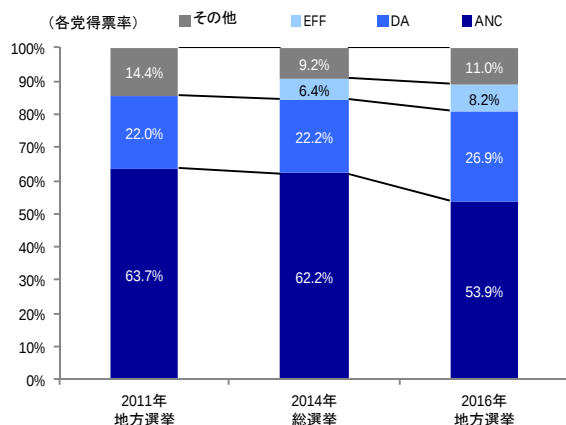
3日に投開票が行われた地方選挙では、アフリカ民族会議（与党、ANC）の得票率は53.9%と過半数を確保したが、2011年の地方選挙（63.7%）や2014年の総選挙（62.2%）から低下し、1994年の民主化以来で最低となっている。背景には、資源安を受けた景気停滞が続く中で、昨年12月のズマ大統領によるネネ財務相の突然の更迭といった政治混乱や、今年4月頃の大統領私邸改修における公金流用問題といった汚職疑惑など、ズマ政権に対する不信感の高まりがあった模様だ。そうした中、白人支持者の多い民主連合（DA）はヨハネスブルグやツワネ首都圏などの都市部で支持を集めたほか（2011年得票率：22.0%→2016年同：26.9%）、ANCへの批判姿勢が強く、「急進的・戦闘的経済開放運動」を掲げる経済的開放の闘士（EFF）も支持を拡大している。今回の選挙結果がズマ政権に与える影響は限定的だが、2019年に総選挙を控える中、2017年12月のANC大会にかけて党内からズマ大統領の責任を問う声が強まる公算が大きい。

タイ：国民投票レビュー

賛成多数で新憲法は可決

7日に新憲法案の是非を問う国民投票が行われ、賛成61.4%、反対38.6%で可決された。また、同じく投票の対象となった「任命された上院議員による首相選出」についても、賛成58.1%、反対41.9%で可決された。事前の世論調査通り、国民の投票に対する関心は高くなく、今回の国民投票の投票率は約6割と政府が目指していた7～8割を大きく下回った。今回承認される予定の新憲法案は、事実上の軍による上院任命制などを通じて、軍の政治への介入が色濃く残る内容となっている。そうした中、大半の投票者が賛成票を投じたのは、クーデター後の政情が安定していることや、早期の総選挙実施を望んでいるからだと考え

図表3：南アフリカ 各党得票率



（資料）南アフリカ選挙委員会、みずほ銀行

図表4：タイ 国民投票の結果（開票率94%時点）

	新憲法草案		上院議員による首相選出	
	賛成	反対	賛成	反対
北部	57.7	42.3	54.1	45.9
北東部	48.6	51.4	44.6	55.4
中部	69.5	30.5	66.2	33.8
南部	76.9	23.1	74.6	25.4
全国（※）	61.4	38.6	58.1	41.9

（資料）バンコクポスト、みずほ銀行

（注）全国のみ開票率100%の公式集計結果

える。なお、総選挙は 2017 年 9 月～10 月にも行われ、同年 12 月までには新政権発足が予定されている。国民投票の結果が THB 相場に与える影響は、短期的には限定的と予想する。但し、政治情勢の安定や構造改革への期待、また滞っていたインフラ投資の拡大などが想定されることから、中期的には THB 相場の下支えとなるだろう。

インドネシア：4～6 月期 GDP は加速

政府消費をけん引役として GDP は加速

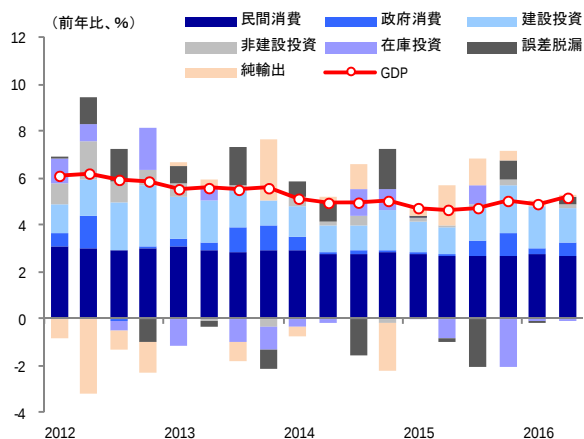
5 日に発表されたインドネシア 4～6 月期 GDP は前年比+5.2%と 1～3 月期（同+4.8%）から加速し、市場予想（同+5.0%）も上回る好調な結果になった。内訳を見ると、政府による予算執行の前倒しを背景に、政府消費（1～3 月期：同+3.5%→4～6 月期：同+6.3%）の拡大が、個人消費や純輸出の減速を補った。もっとも、3 日にスリ・ムルヤニ財務相は、政府歳入が当初の見込みを下回る可能性が高まったことから、2016 年の歳入を 133 兆 8000 億ルピア（約 102 億ドル）削減する方針を示している。削減額は 2016 年補正予算の歳入額（2082 兆ルピア）の 6.4%に当たり、財政赤字の対 GDP 比▲3.0%未満が目指される予定だ。今後は政府支出による景気押し上げ効果が見込みにくくなるため、年末にかけてのインドネシア経済は徐々に減速する可能性が高い。

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

金融政策は据え置きの公算大

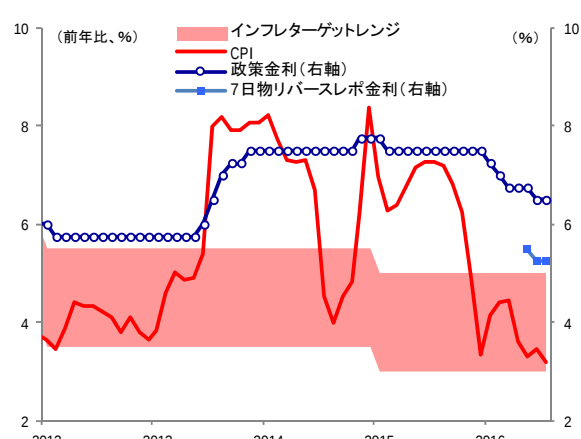
そうした中、19 日（金）に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合では、政策金利がレファレンスレート（6.50%）から 7 日物リバースレポレート（5.25%）へ移行する予定だが、どちらも据え置かれる見込みである。前回会合（7 月 21 日）では金融政策の据え置きが決定された。声明文では、インフレ率が BI の目標（+3～5%）内で推移していることのほか、経常収支の改善や IDR 相場の安定などインドネシア経済が安定していることが指摘された。その後に発表された

図表 5：インドネシア 実質 GDP



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：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

経済指標を見ると、7月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.2%と6月（同+3.5%）から減速している。また、年末にかけての景気は減速する可能性が高いが、足許では4～6月期GDPが1～3月期から加速したほか、7月消費者信頼感も3か月連続で上昇するなど底堅く推移している。IDR相場に対してもマルトワルドヨBI総裁がファンダメンタルズに見て適正水準との見方を示しており、BIが金融政策を変更する必要性は小さいだろう。政策金利の移行も予定されている中で、BIは現状の金融政策を維持すると予想する。

中国：7月輸出は冴えない結果に

輸出の回復ペースは徐々に鈍化

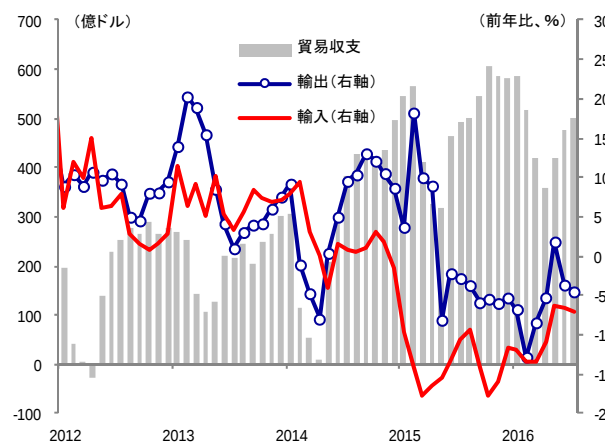
8日に発表された中国7月貿易統計では、輸出が前年比▲4.4%と6月（同▲4.8%）からマイナス幅は縮小したもの、市場予想（同▲3.5%）を下回った。先行指標である製造業PMIの輸出新規受注が49.0と4か月連続で下落していることから、今後も輸出回復の遅れが懸念される。そのため、中国人民銀行（PBoC）は人民元の実効レート下落を志向し続けると予想する。なお、中国経済は、消費が底堅く成長する一方で、経済を下支えしてきた固定資産投資が弱含み始めるなど、景気の下振れリスクは高まっている。

インド：金融政策決定会合レビュー

CPI上昇を背景に政策金利は据え置き

9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、CPIは食品価格の上昇を背景に22か月ぶりの高水準になったことが指摘された。また、第7次貸金委員会の勧告を受けた公務員給与引き上げの実施、物品・サービス税（GST）の導入など、インフレ率が

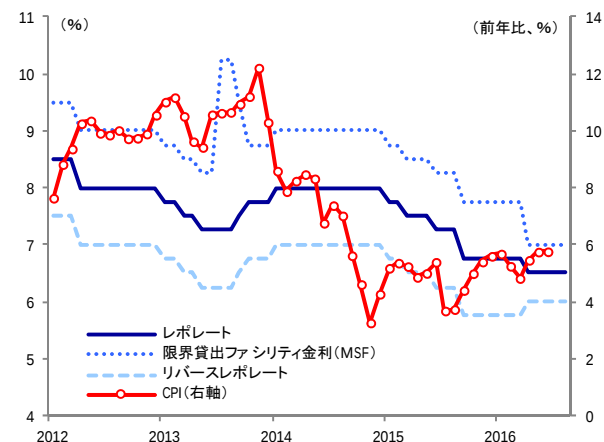
図表7：中国 貿易収支と輸出入



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

（注）貿易収支、輸出入ともに3か月移動平均

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

2017 年 3 月までに目標の+5.0%から上振れるリスクがあるとしている。もともと、モンスーン期（雨期）による降雨量は 8 月上旬時点で前年比+3%ほど多く、インフレの伸びを抑制すると予想されるため、引き続き緩和的な金融政策を維持するとした。次回利下げのタイミングは、モンスーン期を背景とした食品価格の安定が顕在化する秋頃になるだろう。なお、今回の会合は 9 月 4 日に任期を迎えるラジャン RBI 総裁にとって最後の金融政策決定会合だった。金融政策の先行きを占う上で、次期総裁人事や金融政策委員会（MPC）の設立も注目されよう。

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5日 (金)	台湾	7月 消費者物価指数(前年比)	1.0%	1.2%	0.9%	0.9%
5日 (金)	フィリピン	7月 消費者物価指数(前年比)	2.1%	1.9%	1.9%	--
5日 (金)	マレーシア	6月 貿易収支MYR	6.00b	5.52b	3.26b	3.28b
5日 (金)	インドネシア	2Q GDP(前年比)	5.0%	5.2%	4.9%	4.9%
8日 (月)	台湾	7月 貿易収支	\$3.83b	\$3.61b	\$3.58b	--
8日 (月)	中国	7月 貿易収支	\$47.30b	\$52.31b	\$48.11b	--
9日 (火)	中国	7月 消費者物価指数(前年比)	1.8%	1.8%	1.9%	--
9日 (火)	インド	RBIレートの	6.50%	6.50%	6.50%	--
11日 (木)	シンガポール	2Q GDP(前年比)	2.2%	2.1%	2.2%	--
11日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
11日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レートの	1.25%	1.25%	1.25%	--
12日 (金)	中国	7月 小売売上高(前年比)	10.5%	--	10.6%	--
12日 (金)	中国	7月 固定資産投資	8.9%	--	9.0%	--
12日 (金)	マレーシア	2Q GDP(前年比)	4.0%	--	4.2%	--
12日 (金)	マレーシア	2Q 国際収支:経常収支MYR	3.4b	--	5.0b	--
12日 (金)	インド	7月 消費者物価指数(前年比)	5.9%	--	5.8%	--
12日 (金)	インドネシア	2Q 国際収支:経常収支	--	--	-\$4688m	--
12日~15日	中国	7月 M2(前年比)	11.0%	--	11.8%	--
12日~16日	インド	7月 貿易収支	-\$8700.0	--	-\$8116.2	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.3%	--	3.2%	--
15日 (月)	シンガポール	6月 小売売上高(除自動車/前年比)	--	--	-3.3%	--
15日 (月)	インドネシア	7月 輸出(前年比)	--	--	-4.4%	--
15日 (月)	インドネシア	7月 貿易収支	--	--	\$900m	--
15日 (月)	フィリピン	6月 海外送金(前年比)	--	--	1.9%	--
16日 (火)	インド	7月 卸売物価(前年比)	2.8%	--	1.6%	--
17日 (水)	シンガポール	6月 非石油地場輸出(前年比)	--	--	-2.3%	--
18日 (木)	フィリピン	2Q GDP(前年比)	--	--	6.9%	--
19日 (金)	台湾	2Q 国際収支:経常収支	--	--	\$20716m	--
19日 (金)	台湾	2Q GDP(前年比)	--	--	0.7%	--
19日 (金)	インドネシア	インドネシア銀行レファレンス・レート	--	--	6.50%	--
19日 (金)	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%	--
19日 (金)	フィリピン	7月 総合国際収支	--	--	\$418m	--
中東欧・アフリカ						
8月11日 (木)	トルコ	6月 経常収支	-4.3b	-4.9b	-2.86b	--
11日 (木)	ロシア	6月 貿易収支	7.5b	8.1b	7.5b	--
11日 (木)	ロシア	2Q GDP(前年比)	-0.8%	-0.6%	-1.2%	--
15日~16日	ロシア	6月 鉱工業生産(前年比)	0.7%	--	1.7%	--
17日 (水)	南アフリカ	6月 小売売上高(実質値、前年比)	--	--	4.5%	--
17日 (水)	ロシア	6月 実質小売売上高(前年比)	-5.7%	--	-5.9%	--
ラテンアメリカ						
8月9日 (火)	ブラジル	6月 広義小売売上高(前月比)	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
9日 (火)	メキシコ	7月 消費者物価指数(前年比)	2.7%	2.7%	2.5%	--
10日 (水)	ブラジル	7月 IBGEインフレ率IPCA(前年比)	8.7%	8.7%	8.8%	--
11日 (木)	ブラジル	5月 IBGEサービス部門売上高 前年比	-4.6%	-3.4%	-6.1%	--
11日 (木)	メキシコ	5月 鉱工業生産(季調前/前年比)	0.6%	0.6%	0.4%	--
12日 (金)	ブラジル	5月 経済活動(前年比)	-3.7%	--	-4.9%	--

(注)2016年8月12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 1～7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 ～ 6.7047	6.6337	6.68	6.68	6.66	6.64	6.62
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7564	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.844	68.0	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13103	13000	12800	12700	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1120.15 ～ 1245.13	1099.88	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0045	4.10	3.90	3.87	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	46.785	46.9	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3434	1.36	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.845 ～ 33.791	31.327	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.73	35.1	34.5	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22305	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ～ 85.9573	64.3437	63.00	60.00	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.8303 ～ 17.9169	13.4023	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0973	2.9596	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	3.1444	3.30	3.40	3.46	3.52	3.56
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.2297	19.00	18.70	18.30	17.70	17.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ～ 18.563	15.284	15.12	14.67	14.56	14.46	14.35
香港ドル	(HKD)	12.880 ～ 15.615	13.134	13.02	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.524	1.49	1.45	1.47	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.778	0.777	0.766	0.764	0.768	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.277	8.94	8.75	8.74	8.73	8.72
マレーシアリング	(MYR)	24.246 ～ 29.357	25.288	24.63	25.13	25.06	24.94	24.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ～ 2.570	2.165	2.15	2.11	2.10	2.12	2.12
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	75.83	74.26	72.06	72.93	72.73	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.252	3.14	3.07	3.07	3.07	3.06
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.933	2.88	2.84	2.82	2.82	2.82
ベトナムドン	(100VND)	0.4475 ～ 0.5482	0.4568	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	1.584	1.60	1.63	1.54	1.52	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.602	6.52	5.94	5.71	5.65	5.76
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	34.413	32.58	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 ～ 32.973	32.405	30.61	28.82	28.03	27.27	26.69
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.589	5.32	5.24	5.30	5.42	5.49

(注)1. 実績の欄は7月29日まで。SPOTは8月12日の8時10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。