

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

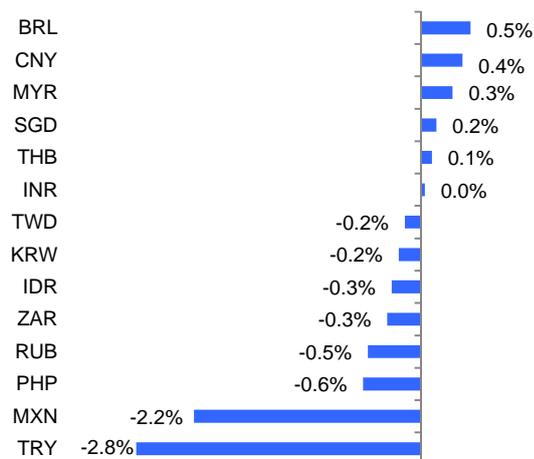
今週の新興国通貨は大半がレンジ内の値動きに

今週の新興国通貨は大半の通貨がレンジ内推移となった。16日、メイ英首相が17日に英国の強硬なEU離脱（ハードブレグジット）を示唆するとの報道を受け、英ポンドは下落しドル高の流れとなったことで、新興国通貨は下押しされた。17日、メイ首相がEU離脱の最終合意について議会の承認を求めると発言すると、ハードブレグジットは困難との見方からポンドは上昇した。また、トランプ次期大統領がドル高に対して懸念を述べたことが注目され、ドルは軟化し新興国通貨は上昇した。18日、イエレンFRB議長の講演で2019年末にかけて年数回の利上げが必要と述べると、新興国通貨は売り戻された。19日、ECB理事会後にドラギECB総裁が量的緩和の継続を強調したことで、ドル買いの流れとなり、新興国通貨は下落。その後、ムニューチン次期米財務長官が「現在のドルは非常に強い」と発言したことを受け、新興国通貨は下げ幅を縮小した。

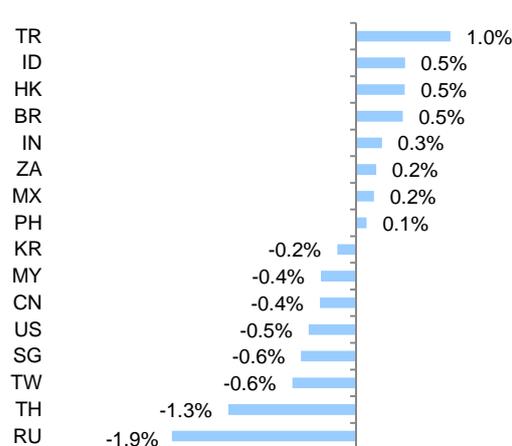
個別通貨で見ると、TRY（-2.8%）はトルコ中銀（CBRT）が通貨防衛策を相次いで実行するも、政治情勢の悪化への懸念などを背景に下落した。また、ウィルバー・ロス次期米商務長官の北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉を最優先するとの発言を受け、MXN（-2.2%）は軟化した。

（大島由喜）

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、みずほ銀行

エマージングマーケット短期見通し

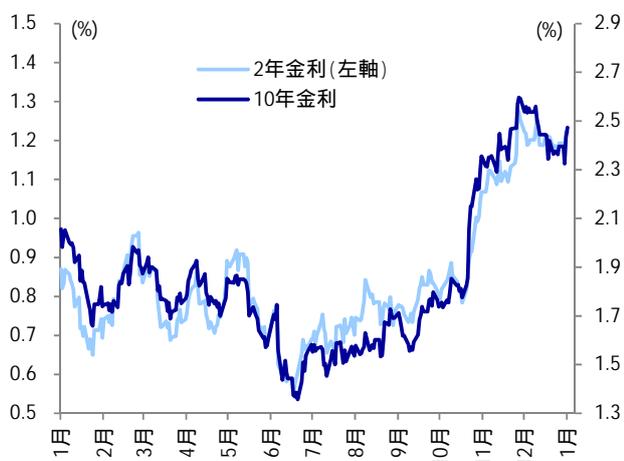
来週の新興国通貨は小幅に下落する展開を予想

来週の新興国通貨は小幅に下落する展開を予想する。本日 NY 時間に予定されているトランプ次期大統領の就任演説では、北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉や環太平洋経済連携協定 (TPP) からの離脱を宣言する可能性が高く、保護主義的な通商政策への懸念から来週の新興国通貨は下落する公算が大きい。一方で、市場はトランプ次期大統領やムニューチン次期財務長官が足許のドル高を懸念する発言をしたことに注目し、ドル安方向に為替政策を転換するとの思惑を強めている。また、18日にイエレン FRB 議長が 2019 年までは年数回の追加利下げを想定すると述べると同時に、米大統領選後の急激なドル高を受けて「ドル相場に注意を払っている」とも発言した。次期大統領、次期財務長官及び FRB 議長がドル高に対して懸念を示す中、積極的にドル買い・新興国通貨売りをする向きは少ないと想定される。そのため、来週における新興国通貨の下落幅は小幅に止まるだろう。なお、来週は 27 日 (金) から中国が旧正月の長期休暇に入ることから、人民元市場の流動性が徐々に低くなり、人民元の動意は乏しくなっていくと考える。

しかし、TRY については下落を見込む

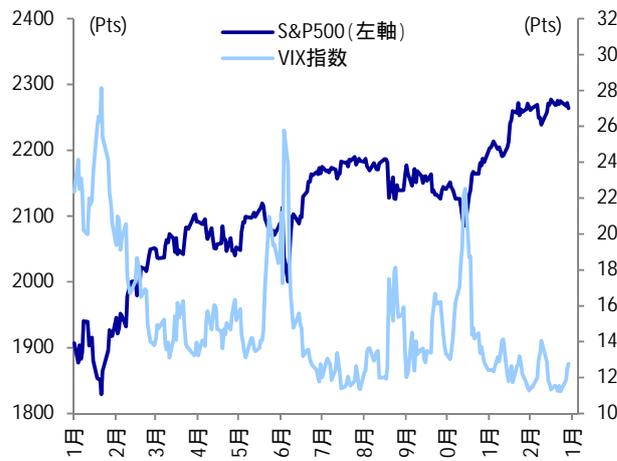
多くの新興国通貨が落ち着きを取り戻す中、TRY については引き続き急落リスクが高いと見込む。トルコの短期対外債務 (対外貨準備) は 92% (2015 年、世銀) と危険水準と言われている 100% にほぼ近い水準であり、米金利上昇が国内の金融不安に繋がりがやすい状態になっている。また、資源輸入国であることから、商品価格の上昇を背景に経常赤字拡大が懸念される。更に、政権と対抗勢力の闘争激化を生んでいるエルドアン大統領の権限が強化される方向に進んでおり、政治情勢は更に悪化する可能性が高い。こうした状況に鑑みれば、TRY が軟調地合いから抜け出すのは難しいと言えよう。(佐々木貴彦)

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、みずほ銀行

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、みずほ銀行

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

前回に続き CBRT は政策金利を据え置きか

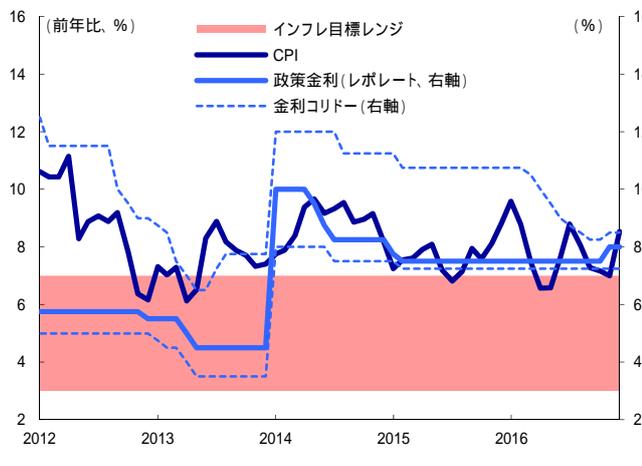
24日(火)に開催されるトルコ中銀(CBRT)の金融政策決定会合では、市場金利と連動する翌日物貸出金利が8.50%に据え置かれると予想する。また、政策金利のレポレートは8.00%、市場の下限金利である翌日物借入金利も7.25%に据え置かれる見込みだ。前回会合(12月20日)では、金融政策は現状維持となった。声明文ではインフレ見通しの上振れリスクとして「世界的な金融市場における不透明感の高まりを受けた為替の動向」が引き続き指摘されたほか、「原油価格の上昇」も新たに加えられた。実際、トルコ12月消費者物価指数(CPI)は前年比+8.53%と11月(同+7.00%)から加速している。なお、年初からTRYが急落したことを受け、CBRTは通貨防衛策を相次いで実行している。10日に外貨建て預金準備率を引き下げ、外貨の流動性供給を行い、16日にはTRY資金市場において流動性引き締め策を実施し短期金利を上昇させた。17日には為替スワップを用いた外貨資金の貸出を発表し、外貨調達圧力を削ぐことで外貨買い・TRY売り圧力の抑制を図っている。利上げではなく流動性供給策で通貨防衛を行ったのは、エルドアン大統領が緩和的な金融政策を求めていることが背景にある。高いインフレ率とTRY安を受け、市場ではCBRTが大幅な利上に踏み切ることを期待する声は多いが、政治的圧力を背景に今回の会合では現状の金融政策が維持されると予想する。(大島由喜)

南アフリカ：金融政策決定会合プレビュー

インフレ上昇リスク増大を受け、利上げサイクル再開か

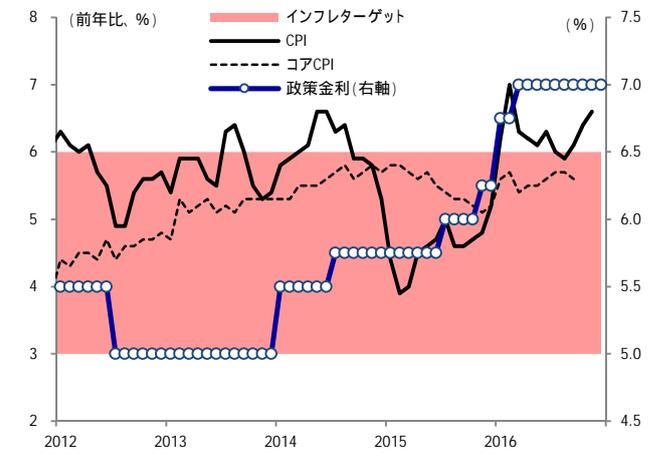
24日(火)に開催される南アフリカ準備銀行(SARB、中央銀行)の金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。前回会合(11月24日)では、SARBは政策金利を7.00%と5会合連続で据え置いた。声明文では、インフレ率の上振れリスクを理由に、これまで「利上げプロセスの終わり近く」と位置づけてきた金融政策スタンスを見直す可能性を示唆している。

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：南ア 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

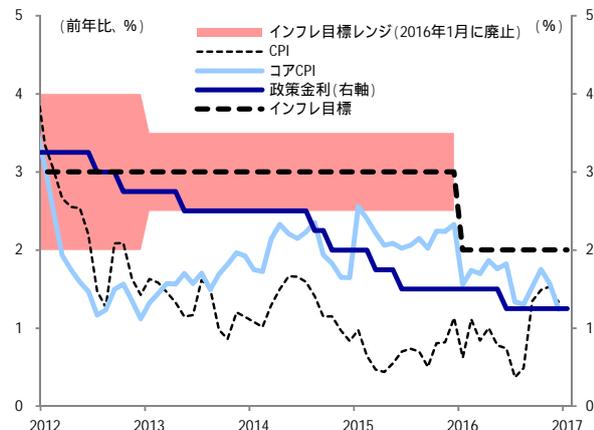
実際、輸入物価を通してインフレ率に影響する ZAR 相場は対ドルで 13 台半ばで安定推移しているが、インフレ率は徐々に加速している。前回会合後に発表された 11 月 CPI は前年比+6.6%と 10 月から加速した上、18 日に発表された 12 月 CPI も同+6.8%と加速し、SARB 目標(+3~6%)から乖離する動きを続けている。クニャカゴ SARB 総裁は 17 日に「インフレ見通しのリスクは上振れ方向にある」「来週の会合では見通しを再検討する」と発言し、金融政策スタンスの変更を示唆した。そのため、SARB は今回会合で引き締め的な政策スタンスを示すとみられる。但し、前回会合まで「利上げプロセスの終わり近く」としていたこともあり、本会合では利上げには踏み切らず、先行きの引き締めスタンスが示されるに止まる見込みだ。
(齋藤周)

韓国：金融政策決定会合レビュー

BOK は 7 会合連続で現状の金融政策を維持

13 日に開催された韓国中銀 (BOK) の金融政策決定会合では、市場予想通り 7 会合連続で政策金利が 1.25%に据え置かれた。声明文では、世界経済の回復に連れ、韓国経済は緩やかに持ち直すとの景気認識を据え置いた。また、世界的に保護主義的な通商政策を採用する流れが強まっていることを、経済の下振れ要因として引き続き挙げている。なお、同日に最新の経済見通しが発表され、BOK は 2017 年の成長見通しを+2.8%から+2.5%に下方修正し、2016 年 (+2.7%) から小幅に減速するとした。消費者マインドの悪化を受けて家計最終消費支出が減速するほか、不動産投資に係る規制の強化を受けて建設投資が落ち込むことが、2017 年に経済全体が減速する主因としている。2017 年の CPI については+1.8%と 2016 年 (+1.0%) から小幅な加速に止まるとしており、冴えない経済情勢と緩やかなインフレ加速を背景に BOK が利下げに踏み切る可能性は高まっている。もっとも、トランプ次期大統領による経済政策の動向により KRW 相場を始めとした金融

図表 5: 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

図表 6: 韓国 韓国中銀(BOK)の経済見通し

	2016	2017	2018
GDP	+2.7%	+2.5%	+2.8%
家計最終消費支出	+2.4%	+1.9%	+2.3%
設備投資	2.6%	+2.5%	+3.6%
知的財産生産物	+2.4%	+2.9%	+3.2%
建設投資	+10.9%	+4.3%	+0.1%
輸出	+0.9%	+2.4%	+2.8%
輸入	+1.6%	+2.3%	+2.5%
消費者物価指数 (CPI)	+1.0%	+1.7%	+1.9%

(注)2016 年は実績値、2017 年・2018 年は BOK の予想値
(資料)BOK、みずほ銀行

市場が不安定化する恐れがあるため、BOK は現状の金融政策を当面維持し続けるだろう。(佐々木貴彦)

マレーシア：金融政策決定会合レビュー

BNM は前回に続き政策金利を据え置き

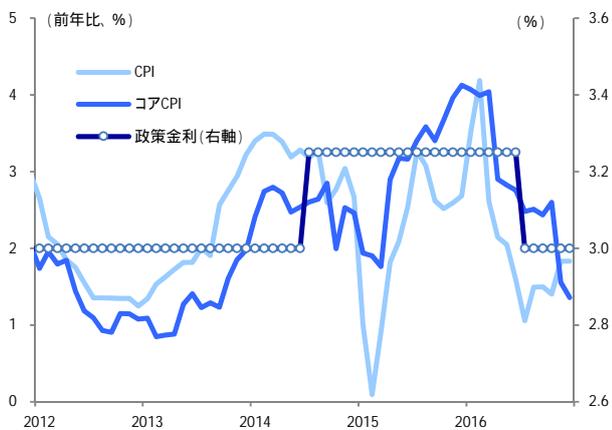
19 日に開催されたマレーシア中銀 (BNM) の金融政策決定会合では、政策金利が 3.00% に据え置かれた。声明文では、世界的に台頭している保護主義や地政学的動向、及び商品価格の変動に伴い世界経済の先行き不透明感が増しているとした。マレーシア経済については、直近の指標は 2016 年 10~12 月期の景気拡大を示しており、民間セクターの活動が引き続き景気のけん引役になるとしている。そのため、今後は概ね見通しどおりの経済成長が見込めるとの見方を維持した。インフレに関しては、2017 年は原油価格の上昇に伴い 2016 年 (+2.1%) から加速するとの見通しを示している。このほか、MYR 相場については、他の新興国通貨とともに 2016 年末にかけて大幅に下落したが、それ以降は落ちついた値動きになっているとした。但し、世界経済や政治情勢に対する先行き不透明感が MYR を含む金融市場を不安定にする可能性を言及しており、BNM は引き続き MYR の下落を懸念している模様だ。その MYR は年初より買い戻されるも、依然として安値圏で推移している。2016 年央に利下げに踏み切った BNM だが、こうした為替動向を受けて当面は政策金利を据え置くだらう。(大島由喜)

インドネシア：金融政策決定会合レビュー

BI はトランプ次期大統領の政策を見極める姿勢を示す

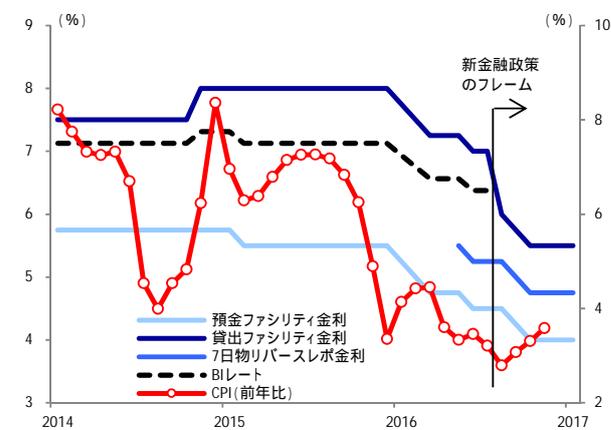
19 日に開催された金融政策決定会合にて、インドネシア中銀 (BI) は政策金利である 7 日物リバースレポレートを 4.75% に 3 会合連続で据え置き

図表 7: マレーシア 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 8: インドネシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(注) 7 日物リバースレポ金利は 2016 年 5 月から発表が開始され、8 月から正式に政策金利として採用された

(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

た。また、市場金利の上限となる貸出ファシリティ金利は 5.50%に、下限の翌日物借入ファシリティ金利も 4.00%に維持している。声明文では、2017 年のリスクとして引き続き米国と中国における政策動向を指摘しており、特にトランプ次期大統領の政策を見極める姿勢が示された。その上で、国内のインフレ率に影響する原油価格の上昇を新たなリスクに加えている。なお、景気判断に関して、これまでインドネシア経済のけん引役であった政府支出は予想を下回った一方、消費と投資が堅調さを維持したなどとし、2016 年は事前予想通り+5%前後の成長率になるとしている。このほか、米大統領選後に堅調に推移している IDR 相場については、国債を中心とした資金流入や米利上げ後に国内株式からの資金流出が一服したことが背景にあるとの認識が示されている。BI は引き続き IDR 相場を「ファンダメンタルズに沿った水準に安定化させる」としており、BI は IDR が 2016 年後半以降のレンジである 13000~13600 から乖離する動きを見せた場合には何らかの政策変更を行う可能性が高い。もっとも、米次期政権の経済政策は依然として内容が不透明であることから、当面 BI は現状の金融政策を維持すると予想する。(齋藤周)

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						
1月13日 (金)	中国	貿易収支	\$47.55b	\$40.82b	\$44.61b	\$44.23b
13日 (金)	中国	輸出(前年比)	-4.0%	-6.1%	0.1%	-1.6%
13日 (金)	中国	海外直接投資	0.8%	5.7%	--	--
13日 (金)	インド	貿易収支	-\$10.75b	-\$10.369b	-\$13.0b	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	3.5%	3.4%	3.2%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	8.7%	18.5%	-3.0%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$902m	\$992m	\$838m	\$834m
16日 (月)	インドネシア	輸出(前年比)	14.1%	15.6%	21.3%	21.4%
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	5.8%	9.4%	11.5%	--
18日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	1.9%	1.8%	1.8%	--
19日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
19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	4.75%	4.75%	4.75%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$214m	-\$1671m	--
20日 (金)	中国	GDP(前年比)	6.7%	--	6.7%	--
20日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.1%	--	6.2%	--
20日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	10.7%	--	10.8%	--
20日 (金)	中国	固定資産投資	8.3%	--	8.3%	--
23日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.0%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	8.2%	--	8.8%	--
24日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	94.2	--
25日 (水)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.6%	--
25日 (水)	台湾	GDP(前年比)	3.2%	--	2.0%	--
26日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	7.1%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	11.9%	--
中東欧・アフリカ						
1月17日 (火)	ロシア	経常収支	7350m	7800m	404m	--
17日 (火)	南アフリカ	鉱物生産量(前年比)	-0.90%	-4.20%	-2.90%	-2.60%
17日 (火)	ロシア	消費者信頼感指数	--	-18.0	-19.0	--
18日 (水)	南アフリカ	消費者物価指数(前年比)	6.5%	6.8%	6.6%	--
18日 (水)	南アフリカ	小売売上高(実質値、前年比)	-0.4%	3.8%	-0.2%	--
23日 (月)	トルコ	消費者信頼感指数	--	--	63.4	--
23~24日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.6%	--	2.7%	--
24日 (火)	トルコ	指標レート	--	--	8.00%	--
24日 (火)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	8.50%	--
24日 (火)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
24日 (火)	南アフリカ	SARB政策金利	--	--	7.00%	--
ラテンアメリカ						
1月13日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	-2.5%	-2.0%	-5.3%	-5.3%
19日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.0%	5.9%	6.6%	--
24日 (火)	ブラジル	経常収支	-\$4500m	--	-\$878m	--
24日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.2%	--
25日 (水)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	--	73.3	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前月比)	--	--	1.6%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	9.3%	--

(注)2017年1月20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 1～12月(実績)	SPOT	2017年 3月	6月	9月	12月	2018年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.9649	6.8720	7.05	7.15	7.17	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7568	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	68.129	70.0	67.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13376	13900	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1177.50	1220	1240	1220	1200	1180
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4872	4.4490	4.55	4.40	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.056	49.976	51.0	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4537	1.4259	1.46	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.619	32.60	33.00	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.43	36.4	35.9	35.4	35.0	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22773	22563	22880	22750	22650	22500	22450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.0016 ~ 85.9573	59.7447	60.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	13.5600	14.00	14.50	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.5935	3.8306	3.50	3.60	3.70	3.80	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.2018	3.40	3.50	3.42	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	21.9532	22.00	21.00	20.50	20.20	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	16.782	16.45	15.66	15.20	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.829	14.95	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.688	1.66	1.66	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.860	0.835	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.784	9.51	9.03	8.93	8.75	8.81
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	25.745	25.49	25.45	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.293	2.27	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	80.67	79.45	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.718	3.638	3.56	3.39	3.34	3.24	3.23
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.247	3.19	3.12	3.08	3.00	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5073	0.51	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.954	1.925	1.93	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.603	8.482	8.29	7.72	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	29.993	33.14	31.11	29.46	27.63	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 36.021	35.922	34.12	32.00	31.87	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.240	5.27	5.33	5.32	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2016年12月30日まで。SPOTは1月20日の7時30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。4. 見通しの値は「Emerging Market Monthly(1月4日発行)」及び「中期為替相場見通し(2016年12月22日発行)」に基づく
(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。