

## 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

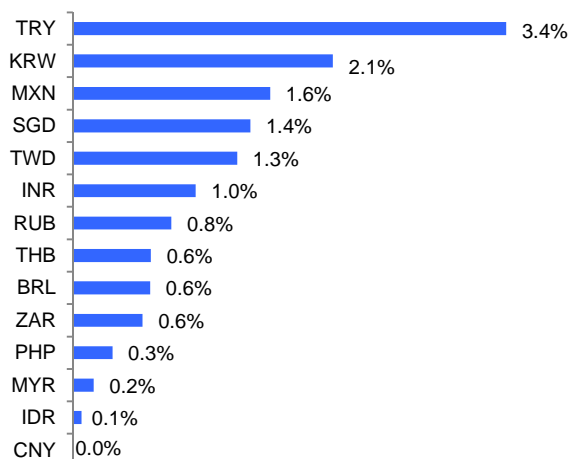
## 今週のエマージングマーケット

## 今週の新興国通貨は上昇

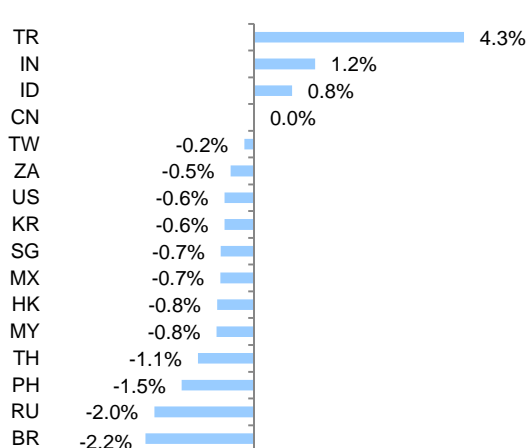
今週の新興国通貨は上昇した。先週末に発表された米 10～12 月期 GDP（速報値）が市場予想を下回るも、新興国通貨への影響は限定的だった。週初、1 月 27 日にトランプ大統領がイスラム圏諸国からの入国を一時停止する大統領令に署名したことを受け、保護主義への懸念が強まったことを背景にドルは売られ、新興国通貨は上昇した。31 日、トランプ大統領が中国と日本は自国通貨安に誘導することで国際競争力を高めていると批判したことが伝わるとドルは下押しされ、新興国通貨は値を上げた。2 月 1 日に発表された米 1 月 ADP 雇用統計と 1 月 ISM 製造業景気指数の市場予想を上回る結果受け、ドルが上昇し新興国通貨は小幅に下落する展開となった。なお、FOMC は予想通り政策金利が据え置かれたため、新興国通貨は目立った反応を示さなかった。

個別通貨で見ると、27 日に大手格付け会社がトルコ国債の格付けを市場予想通り引き下げたことで、悪材料の出尽くし感から TRY（+3.4%）が買われた。また、トランプ政権が通貨安を非難する中、韓国当局は自国通貨を低め誘導できないと見方から、KRW（+2.1%）は買われた。米メキシコ首脳会談が中止となった後、27 日に両国首脳は電話協議で対話の継続を合意したことが好感され MXN（+1.6%）は値を伸ばした。（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

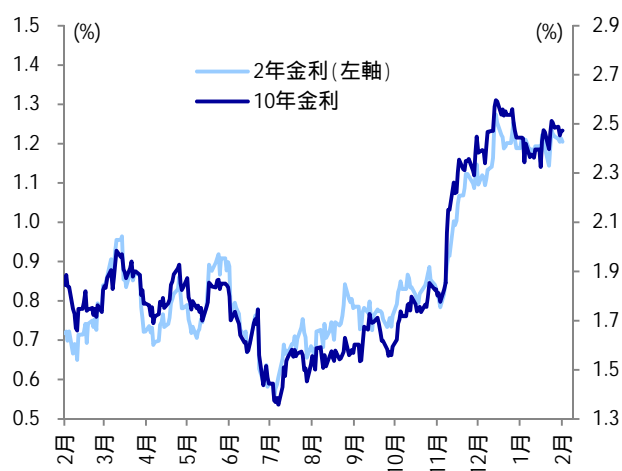
来週は新興国通貨を動かす材料が少ない

来週の新興国通貨はレンジ内推移を予想する。トランプ大統領は選挙中から保護主義的な通商政策の手段として関税を用いることを示唆してきた。しかし、1月31日に日本や中国が通貨安誘導をしていると発言するなど、足許は他国の通貨切り上げ要求に政策の軸を移している模様だ。こうした中、10日(金)の日米首脳会談では、米国側から円安を懸念するようなコメントが出てくる可能性が高い。もっとも、日本を為替操作国にも認定していない状況下、切り上げ要求が出てくる公算は小さく、会談の結果が新興国通貨市場に与える影響は限定的となろう。また、来週は重要な米経済指標の発表が予定されていないことから、米利上げに対する期待は高まらず、米金利はレンジ内推移となる見込みだ。中国に関しては10日(金)に貿易統計が発表され、1月輸出が前年比+2.8%と12月(同 6.1%)から大きく持ち直すことが予想されている。但し、2016年1月(同 15.2%)に大きく下振れた反動によるものであり、市場では重要視されないだろう。原油市場では、OPEC諸国による原油生産量の減産が好感される一方、米国のリグ稼働数増加が嫌気され、結果として原油価格はレンジ内推移が続いている。米国のリグ稼働数は原油価格との相関が強く、2016年11月以降の原油価格上昇を受けて、当面は増加を続ける公算が大きいことから、原油価格は上値の重い展開が続くと考え。斯かる状況下、新興国通貨を動かすいずれの要因も来週に大きく変化するとは見込みがたい。そのため、来週の新興国通貨はレンジ内推移を予想する。

新興国通貨内でも高金利通貨の良好なパフォーマンスを予想

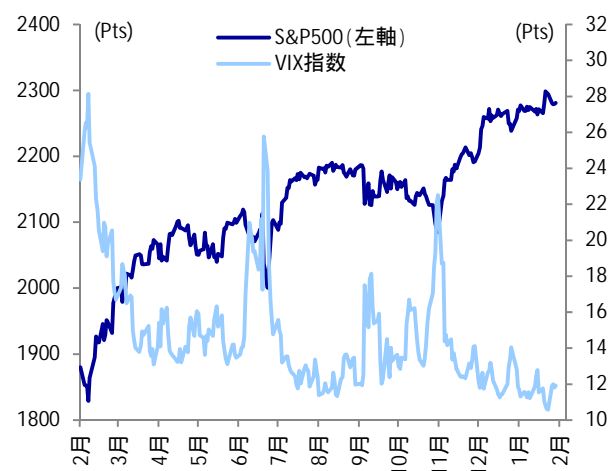
なお、こうした情勢を背景に市場のボラティリティは低い状態が続き、キャリー取引(高金利通貨を買って低金利通貨を売る)に有利な状況になるだろう。その結果、新興国通貨内でも高金利通貨と低金利通貨の間で騰落率に差が出ると考える。(佐々木貴彦)

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

## タイ：金融政策決定会合プレビュー

BOT は現状の緩和スタンスを維持

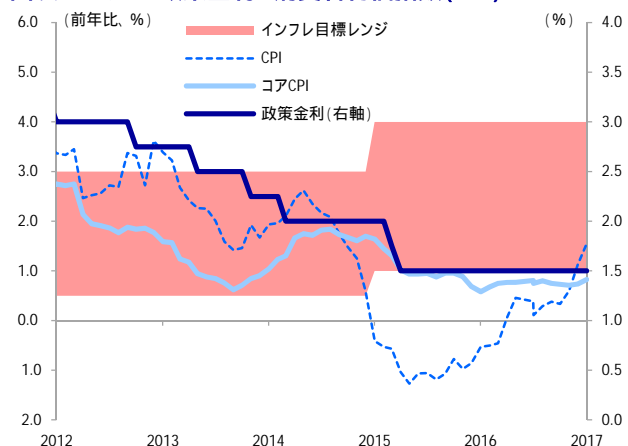
8日(水)に開催されるタイ中銀(BOT)の金融政策決定会合では、政策金利が1.50%に据え置かれると予想する。前回会合(12月21日)の声明文では、政府支出をけん引役としてタイ経済は拡大しているとの認識が引き続き示された。しかし、タイの貿易相手国の成長率が予想を下回る可能性や、米通商政策の先行き不透明感、中国人観光客が見通しより減少する可能性がタイ経済の下振れリスクを増大させているとした。インフレについては1~3月期に目標(+1~4%)に向け加速するも、時期に関しては原油価格と生鮮食品価格の動向次第だとしている。足許、1月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.6%と12月(同+1.1%)から加速した。しかし、依然として物価目標の下限で推移しており、BOTに緩和余地はあると言えるだろう。24日にウィラタイ BOT 総裁は、トランプ政権の下での保護主義の台頭や、英国の EU 離脱、欧州での総選挙などが為替相場に変動をもたらす可能性があるとの懸念を示した。また「景気回復の勢いは増しているが、金融政策は引き続き非常に緩和的になる」と述べている。もっとも、タイ政府は2016年末に景気刺激策を打ち出しており、2017年度(2016年10月~2017年9月期)中には追加歳出も予定している。BOTは財政政策の先行きを見極めるため、今回の会合では政策金利を据え置くと予想する。(大島由喜)

## フィリピン：金融政策決定会合プレビュー

堅調な国内経済を背景に BSP は政策金利を据え置き

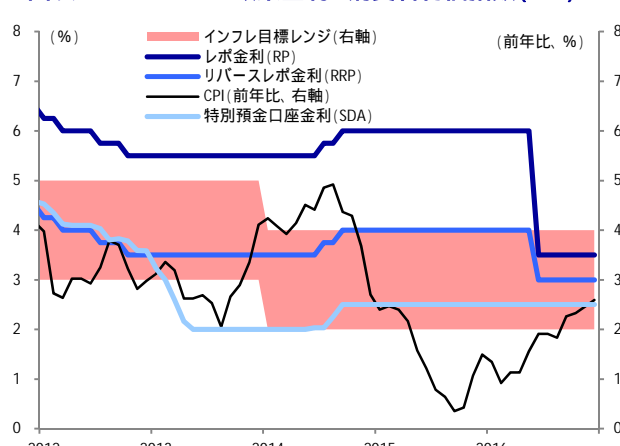
9日(木)に開催されるフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合では、政策金利であるリバースレポ(RRP)金利が3.00%に据え置かれると予想する。前回会合(12月22日)では、RRP金利を3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出(RP)金利を3.50%、下限である短期特別預金口座(SDA)金利を2.50%にそれぞれ据え置いた。その結果コリドーは1.00%ポイントに維持された。声明文では、フィリピン経済は堅調な家計最終消費支出や政府最終消費支出の拡大を背景に好調を維持する公算が大きいとした。イ

図表3：タイ 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：フィリピン 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

ンフレについて、2016 年は目標（+2～4％）を下回るが、2017～2018 年にかけては原油価格の上昇や国内の強い経済活動により目標レンジに収まるとの見通しを示している。足許、12 月 CPI は前年比+2.6％と 11 月（同+2.4％）から加速したが、BSP の予測通り目標レンジ内に収まった。11 日にテタンコ BSP 総裁は、BSP は必要であれば金融政策を見直す用意はあるが、緊急性はないとの見方を示した。同総裁は物価上昇が統制できる範囲であり、政府の構造改革の進展を受けて力強い経済成長が続くとも述べている。そのため、今回の会合では BSP は政策金利を据え置くと考える。

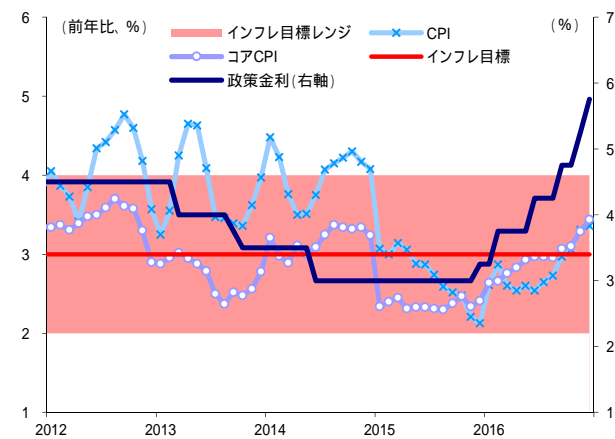
（大島由喜）

### メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

MXN 相場の安定推移を背景に政策金利は据え置きか

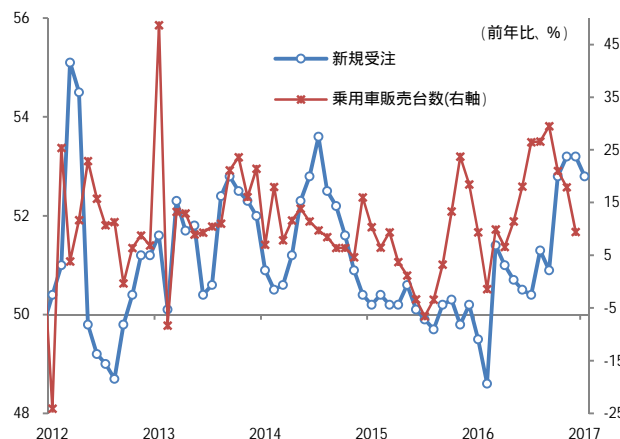
9 日（木）に開催されるメキシコ中銀（BOM）の金融政策決定会合では、政策金利が 5.75％に据え置かれると予想する。前回の会合（2016 年 12 月 15 日）において、BOM は政策金利を 50bp 引き上げ 5.75％とした。声明文では、トランプ大統領の政策について先行き不透明感が強く、メキシコ経済の下振れリスクは高いとしている。また、MXN の売り圧力抑制を利上げの理由として挙げた。前回会合後の 1 月 9 日に発表された 12 月 CPI は前年比 +3.36％と 6 か月連続で加速し、2014 年 12 月以来の高水準となった。しかしながら、31 日にカルテンス BOM 総裁は「CPI の加速は一時的であり、BOM はメキシコ経済に過大な負荷を与えることはしない」と、足許の物価上昇を背景に追加利上げは行わないことを示唆した。また、MXN は前月の月央に対ドル最安値を更新するも、その後は上昇し年初の水準まで戻している。BOM はインフレの加速を懸念しておらず、また MXN 相場も安定しているため、今回の会合では現状の金融政策が維持されるだろう。なお、メキシコ経済に大きな影響を与える北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しについて、メキシコのグアハルド経済相は 30 日に交渉開始時期は 5 月以降になると述べた。2 月 1 日には、メキシコ政府が国内企業の意見集約に着手し

図表 5：メキシコ 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 6：中国 製造業 PMI(新規受注)と乗用車販売台数



（資料）ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

始めている。今後は NAFTA 見直し交渉の推移も BOM の金融政策に影響を与えるだろう。(佐々木貴彦)

### 中国：1月製造業 PMI は良好な結果に

自動車減税の反動が引き続き  
懸念材料

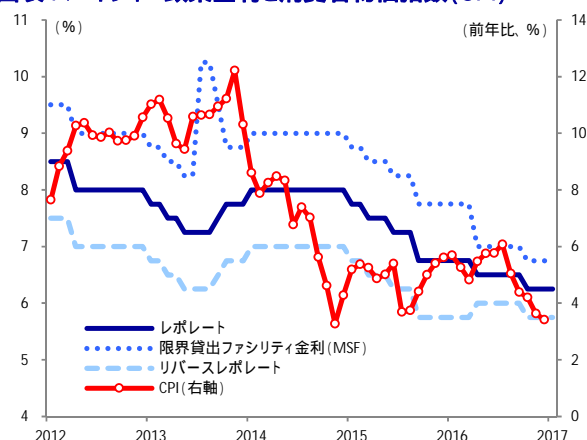
1日に発表された1月製造業 PMI は 51.3 と 12月(51.4)から小幅に低下するも、景況判断の分かれ目である 50 を 5 か月連続で上回った。内訳を見ても 50 を超えている項目が多く、中国経済が当面は底堅く推移する公算が大きいことを示唆している。もっとも、新規受注が 52.8 と 2 か月ぶりに低下したことは気がかりだ。新規受注の上昇に寄与してきた自動車取得税の減税について、2017 年から引き下げ幅が 5.0%から 2.5%に縮小されたため、今後は自動車販売の鈍化が懸念される。実際、12月乗用車販売台数は前年比+9.42%と9月(同+29.53%)をピークに3か月連続で減速した。自動車減税の反動を背景に、景況感が悪化する可能性は高いと考える。(佐々木貴彦)

### インド：金融政策決定会合プレビュー

州選挙前であることや不確実  
性への対処から据え置きか

8日(水)に開催されるインド準備銀行(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 6.25%に据え置かれると予想する。昨年 12 月 7 日の前回会合前には、高額紙幣の廃止による景気悪化を防ぐため 25~50bp の利下げを期待する向きが多かった。しかし、金融政策は現状維持が決定されており、その理由にトランプラリーに伴う新興国からの資金流出など、不確実性の高まりへの対応が挙げられた。なお、高額紙幣の廃止について RBI は、「影響やその持続性を判断するに当たってはより多くの情報を分析することが重要」と長期的にその影響を見極める姿勢を示した。その後に発表された経済指標を見ると、12月 CPI は前年

図表 7: 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

図表 8: インド 2017 年度予算案

	2015-16年度 実績	2016-17年度 補正後予算	2017-18年度 当初予算	前年度比 (%)
歳出	17907.8	20144.1	21467.4	6.6
歳入	11950.3	14235.6	15157.7	6.5
税収	9437.7	10887.9	12270.1	12.7
税外収入	2512.6	3347.7	2887.6	13.7
財政収支	5327.9	5342.7	5465.3	2.3
対GDP比	3.9	3.2	3.2	0.0

(資料)インド財務省、みずほ銀行

比+3.4%と引き続き低位安定する一方、12月自動車販売台数は前年比18.7%と個人消費が大幅な落ち込みを見せており、追加緩和の可能性は高まっているようにも思われる。もっとも、11月鉱工業生産指数は前年比+5.7%と10月(同 1.8%)から大きく反発しており、景気が明確に悪化しているとも判断しづらい状況だ。3月上旬に州選挙も控えている中で、経済・金融情勢を見極めるためにRBIは政策金利を据え置くと予想する。(齋藤周)

#### インド: 2017年度予算案は州選挙を意識した内容に

財政赤字削減目標は先送り

1日に発表されたインド政府2017年度予算案(2017年4月~2018年3月期)では中央政府の税収が前年度比+12.7%の約12兆ルピー、歳出総額は同+6.6%の約21兆ルピーとなり、市場で注目されていた財政赤字に関しては、昨年度補正後予算と同じ対GDP比 3.2%に据え置かれた。政府は財政赤字を同 3.0%に縮小することを目標としていたが、その達成時期が2017年度から2018年度に先送りされる結果となった。その背景には、3月上旬に予定されている州選挙への思惑もあったと考えられる。予算の内訳を見ると、人口の7割が住む農村部向けの歳出は前年度比+24%となっており、電力設備や住宅の供給などが行われる見込みだ。昨年11月の高額紙幣廃止の悪影響を強く受けた農村部向けの支援策を強化することで、州選挙における与党インド人民党(BJP)の支持集めが図られている。なお、高額紙幣廃止は2016年4~12月における所得税収を前年比+34.8%押し上げており、支援策強化にも拘わらず財政赤字が大幅に拡大しなかったことに寄与した模様だ。

株式への資金流入からINRは上昇か

一部では、財政赤字拡大が当初予想(市場では対GDP比 3.4%などの予想が見られた)よりも小幅に止まったことでインド国債への資金流入に伴いINRも上昇すると見る向きがあった。実際に予算発表後のINRは対ドルで前日比+0.6%の上昇を見せているが、これは国債というよりも株への資金流入にけん引されたものだろう。インドの国債金利は前日比ほぼ横ばいで推移しており、米国が利上げプロセスを維持する中で、インド国債は買い控えられた模様だ。一方、センセックス株価指数は農村部向け支援策などが好感され同+1.8%と大幅に上昇している。今後も、歳出拡大による景気押し上げ効果への期待を背景とした株式への資金流入によってINR相場が下支えされる局面が見られるだろう。(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
<b>エマージングアジア</b>						
1月31日 (火)	タイ	国際収支:経常収支	\$3093m	\$3719m	\$3195m	--
2月1日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	2.2%	4.3%	4.8%	5.3%
1日 (水)	韓国	貿易収支	\$5310m	\$3196m	\$7003m	\$6789m
1日 (水)	中国	非製造業PMI	--	54.6	54.5	--
1日 (水)	中国	製造業PMI	51.2	51.3	51.4	--
1日 (水)	タイ	消費者物価指数(前年比)	1.5%	1.6%	1.1%	--
1日 (水)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	3.2%	3.5%	3.0%	--
2日 (木)	韓国	消費者物価指数(前年比)	1.5%	2.0%	1.3%	--
2日 (木)	タイ	消費者信頼感指数	--	74.5	73.7	--
2日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	50.5	51.0	50.6	--
3日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7869.2m	\$8989.2m	\$8892.2m
3日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.8	--	51.9	--
6日 (月)	インドネシア	消費者信頼感指数	--	--	115.4	--
6日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.0%	--
7日 (火)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	2.7%	--	2.6%	--
7日 (火)	中国	Caixin中国PMI非製造業	--	--	53.4	--
7日 (火)	台湾	貿易収支	\$3.93b	--	\$4.86b	--
8日 (水)	台湾	消費者物価指数(前年比)	2.0%	--	1.7%	--
8日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	9.03b	--
8日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
8日 (水)	インド	RBIレート	--	--	6.25%	--
8~18日	中国	海外直接投資	--	--	5.7%	--
9日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	3.00%	--	3.00%	--
10日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$1960m	--	-\$2566m	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.7%	--
10日 (金)	中国	貿易収支	\$50.95b	--	\$40.82b	\$40.71b
10日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	--	--	-\$4493m	--
10~15日	中国	M2(前年比)	--	--	11.3%	--
10~15日	中国	新規貸出(人民元)	2440.0b	--	1040.0b	--
10~15日	インド	貿易収支	--	--	-\$10369.0	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
1月31日 (火)	南アフリカ	貿易収支(ラット)	6.3b	12.0b	-1.1b	-1.7b
2月3日 (金)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	8.6%	--	8.5%	--
3日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	--	10.00%	--
7日 (火)	ロシア	消費者物価指数(前年比)	5.0%	--	5.4%	--
8日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.7%	--
9日 (木)	南アフリカ	鉱物生産量(前年比)	--	--	-4.2%	--
10日 (金)	ロシア	貿易収支	9.5b	--	9.1b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
1月31日 (火)	メキシコ	GDP(前年比)	2.2%	2.2%	2.0%	--
2月1日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	0.6%	-0.1%	-1.1%	-1.2%
2日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$2049m	\$2725m	\$4415m	--
3日 (金)	メキシコ	消費者信頼感指数	83.5	--	85.7	--
8日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	5.4%	--	6.3%	--
9日 (木)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.4%	--
10日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.3%	--

(注)2017年2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

		2017年 1月(実績)	SPOT	2017年 3月	6月	9月	12月	2018年 3月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.8315 ~ 6.9640	6.8840	6.90	7.00	7.07	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7598	7.7598	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	67.753 ~ 68.388	67.375	68.3	68.8	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13351	13500	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1155.70 ~ 1211.78	1146.95	1180	1200	1180	1160	1140
マレーシアリング	(MYR)	4.4250 ~ 4.5002	4.4230	4.48	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.026	49.682	50.2	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4069 ~ 1.4547	1.4112	1.43	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.199 ~ 32.447	31.124	32.00	32.20	31.90	31.60	31.30
タイバーツ	(THB)	35.05 ~ 36.01	35.06	35.6	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22768	22643	22680	22750	22650	22500	22450
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	58.9611 ~ 61.7190	59.4059	62.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1981 ~ 13.9810	13.3793	13.80	14.20	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.7383	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1025 ~ 3.2912	3.1217	3.24	3.30	3.35	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	20.5836 ~ 22.0385	20.5450	22.00	21.00	20.50	20.20	20.00
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.286 ~ 17.031	16.321	16.09	16.00	15.42	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	14.449 ~ 15.291	14.543	14.30	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.675	1.63	1.63	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ~ 0.880	0.845	0.822	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 9.850	9.862	9.41	9.33	9.24	9.05	9.12
マレーシアリング	(MYR)	25.287 ~ 26.274	25.413	24.78	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.261 ~ 2.377	2.264	2.21	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	79.38 ~ 81.66	79.97	77.62	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.676	3.626	3.47	3.48	3.42	3.32	3.32
タイバーツ	(THB)	3.191 ~ 3.300	3.219	3.12	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4942 ~ 0.5213	0.4986	0.49	0.49	0.48	0.47	0.46
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 1.979	1.900	1.79	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.322 ~ 8.647	8.433	8.04	7.89	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.170	30.83	31.11	29.46	27.63	26.67
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	34.866 ~ 36.678	36.149	34.26	33.94	32.54	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.717	5.492	5.05	5.33	5.32	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年1月31日まで。SPOTは2月3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(2月2日発行)」及び「中期為替相場見通し(2月1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。