

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

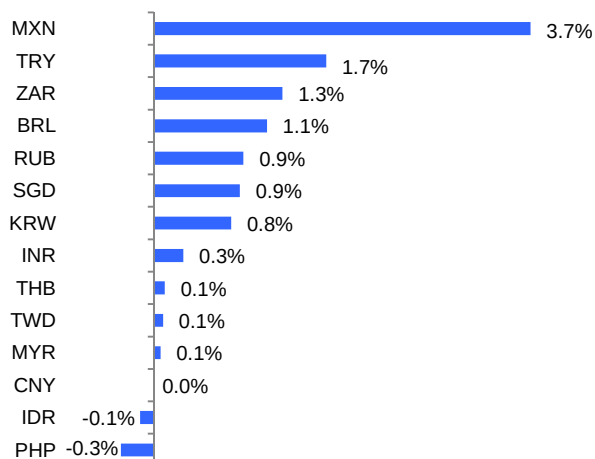
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は週後半にかけて大半の通貨が上昇

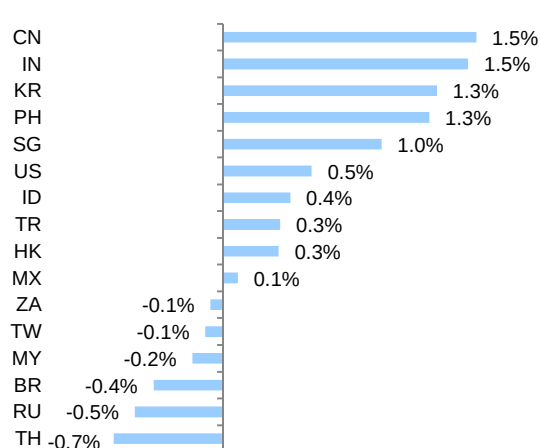
今週の新興国通貨は大半が上昇する展開。フランス大統領選で国民戦線党（FN、極右政党）党首のルペン氏の支持率が拡大していることを受け、週初は市場にリスクオフムードが広がったが、新興国通貨への影響は限定的だった。21日、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁の「現時点では3月利上げを排除しない」とのコメントの報道を背景にドルは上昇、新興国通貨の大半は弱含んだ。22日に発表されたFOMC議事要旨（1月31日～2月1日開催分）は3月利上げ観測を強める内容とはならず、新興国通貨は堅調に推移。23日、ムニューチン米財務長官が「税制改革は8月の休会前に議会承認を得たい」と発言するが、その他のコメントでは目新しい内容はなく、トランプ政権の経済政策に対する期待が後退し、週後半はドルが下押しされ、新興国通貨は買い優勢となった。

個別通貨で見ると、メキシコ中銀（BOM）が最大200億ドルの為替ヘッジスキームを発表したことが好感され、MXN（+3.7%）は上昇した。TRY（+1.7%）はトルコ中銀（CBRT）の流動性引き締めを受けて買われた。また、南アフリカ2017年度（2017年4月～2018年3月）予算案が財政赤字削減を目指す内容だったことが好感され、ZAR（+1.3%）は堅調に推移した。（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

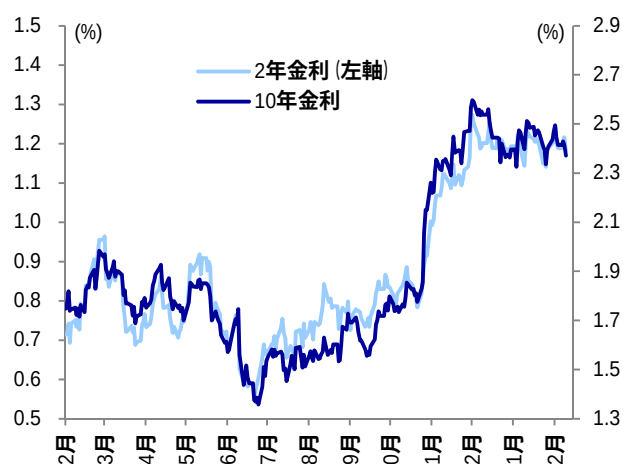
トランプ米大統領演説後は、
徐々に方向感が乏しい展開へ

来週の新興国通貨市場における最大の注目材料として、28日（火）のトランプ米大統領による議会演説が挙げられる。慣例に従えば、トランプ大統領は政策の大枠と優先課題について述べる見込みだ。但し、経済政策を取り仕切るムニューチン米財務長官は13日に、予算案作成を担うマルバニー米行政予算局（CBO）局長は16日にそれぞれ就任が承認されたばかりであり、トランプ政権が本格的に財政政策を策定できるようになってから時間が経っていない。そのため、市場が注目する財政政策の詳細は発表されない公算が大きい。また、税制改革についても、目玉として挙げられている「国境税調整」（法人税制の変更を通じて輸入品へ課税し、輸出品については減税すること）について、共和党内で下院と上院の意見が対立したまま、演説までに合意が得られる様子はない。こうした情勢に鑑みれば、本演説では財政政策や税制改革に対して踏み込んだ発言は見られず、演説後は失望感からドル売りの流れとなり、新興国通貨は上昇するだろう。もっとも、トランプ政権が拡張的な財政政策を志向していることには変わりなく、ドル売りの動きは長続きしないと考える。また、3月5日（日）に中国で全国人民代表大会（全人代）の開催が予定されていることから、週末にかけての新興国通貨はアジア通貨を中心に方向感が乏しい展開になっていくと予想する。

当面の原油価格と資源国通貨
はレンジ内で安定推移か

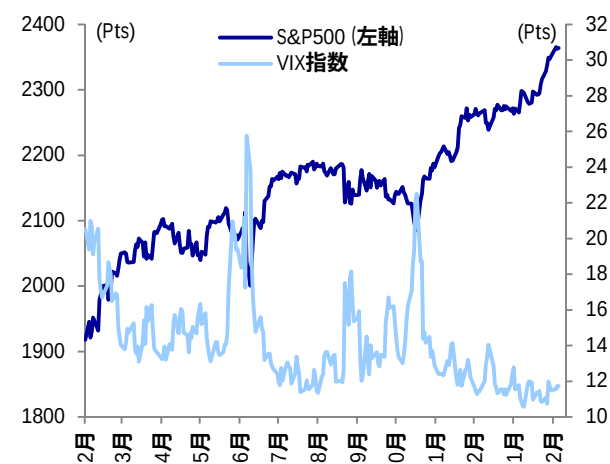
なお、原油市場では、米国のリグ稼働数が増加する一方、OPECが減産合意を遵守し、またロシアも4月までに減産を完了させると報じられており、需給バランスが崩れる可能性は小さいとの見方が広がっている。そのため、来週の原油価格はレンジ内で安定推移し、資源国通貨も同様の展開になる見込みだ。（佐々木貴彦）

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

中国：全国人民代表大会(全人代) プレビュー

全人代では成長目標が据え置かれる見込み

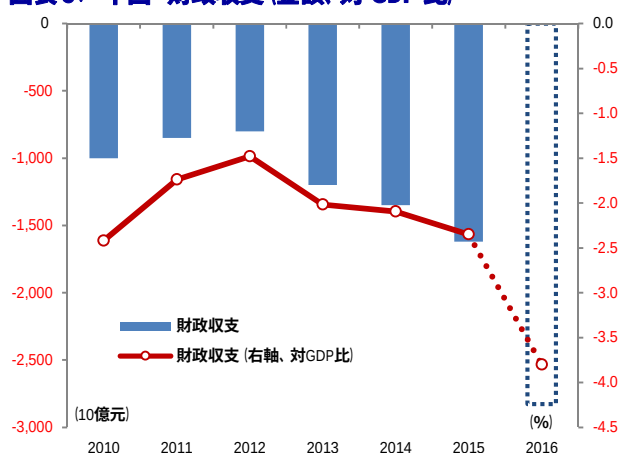
3月5日(日)～14日(火)に全人代が開催され、2017年の経済政策に係る各種目標値や予算案が承認される見込みだ。2017年経済政策の基本方針は、昨年の中央経済工作会议(12月14日～16日)で既に議論され、金融政策は「穏健」から「穏健中立」へとやや引き締め方向とするも、財政政策については積極的な活用を継続するとした。2017年秋に共産党全国代表大会(党大会)を控え、引き締めの金融政策で不動産市況の過熱感を抑えつつ、一方で積極的な財政政策で景気を下支えすることにより、経済の安定化を図る狙いがあった模様だ。同会議では成長率の数値目標を、2016年(+6.5%～7.0%)の目標を据え置く案と+6.5%前後と下方修正する案が話し合われたと報道されている。但し、第13次5か年計画(2016年～2020年)では目標下限を+6.5%としており、それを下回る目標値が採用される可能性は低く、全人代では2017年の成長目標を2016年から据え置くと予想する。なお、2017年財政収支の目標値については2016年(GDP比▲3.0%)から横ばいを基本路線とするも、小幅に増やす余地が確保されると報じられた。同報道に基づけば、2017年財政収支の目標値についてはGDP比▲3.0%「前後」とし、経済が下振れした際に追加財政支出を実行する余地を確保する公算が大きい。(佐々木貴彦)

マレーシア：金融政策決定会合プレビュー

軟調なMYRを受けBNMは政策金利を据え置きか

3月2日(木)に開催されるマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合では、政策金利が据え置かれると予想する。前回会合(1月19日)では政策金利を3会合連続で3.00%に据え置いた。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

図表3：中国 財政収支(金額、対GDP比)



(注) 2016年は暫定値。暫定値はGDP比▲3.8%と目標(▲3.0%)を超過するも繰り上げ余剰金などを加味した最終値では目標とほぼ同水準になると中国の財政部はコメント

(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ総研、みずほ銀行

図表4：マレーシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



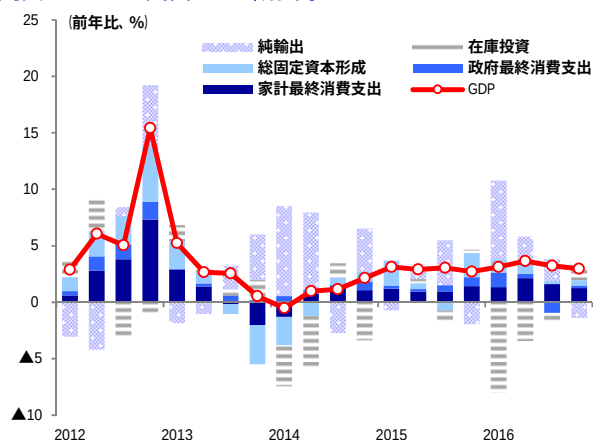
(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

行き不透明感が増しているとした。マレーシア経済に関しては、民間セクターの活動が引き続きけん引役になるとし、今後は概ね予測通りの経済成長が見込めるとの見方を維持した。またインフレについては、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。BNM は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に言及しており、MYR の下落を懸念している模様だ。前回会合後、2 月 22 日に発表された 1 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.2%と 12 月 (同+1.8%) から大幅に加速し、政府の 2017 年インフレ見通し (+2~3%) を上回った。また、年初の MYR は買い戻しが優勢となっていたが、2 月に入り再び軟化している。斯かる状況下、BNM は今回の会合において政策金利を据え置くと予想する。(大島由喜)

タイ: 10~12 月期 GDP は小幅に減速

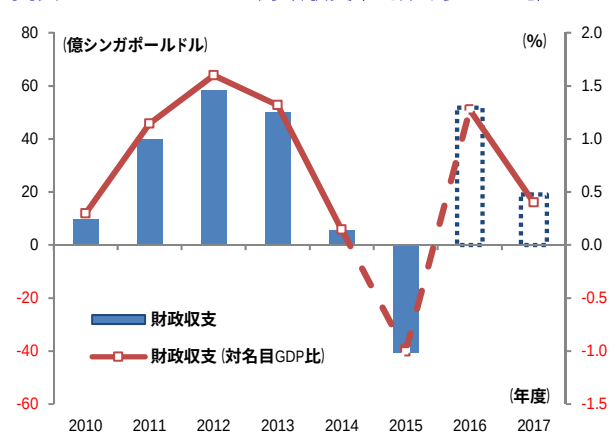
服喪期間に伴う消費とサービス輸出の低迷が経済を下押し 20 日に発表されたタイ 10~12 月期 GDP は前年比+3.0%と 7~9 月期 (同+3.2%) から小幅に減速した。内訳を見ると、政府最終消費支出 (7~9 月期: 同▲5.2%→10~12 月期: 同+1.5%) の伸び率はマイナスからプラスに転じ、総固定資本形成 (7~9 月期: 同+1.0%→10~12 月期: 同+1.8%) が加速したことで、経済全体を下支えした。一方、家計最終消費支出 (7~9 月期: 同+3.0%→10~12 月期: 同+2.5%) は減速し、純輸出 (7~9 月期: 前年比寄与度+1.9%ポイント→10~12 月期: 同▲1.4%ポイント) は減少した。特に来訪者数減少に伴いサービス輸出 (7~9 月期: 前年比+7.7%→10~12 月期: 同+0.4%) が大幅に減速している。消費の低迷とサービス輸出減速の背景には 10 月のプミポン国王崩御を受けた服喪期間の影響があるのだろう。もっとも、年間ベースで見れば、2016 年の成長率は+3.2%と 2015 年 (+2.9%) から加速しており、服喪による下押し圧力は限定的だったと言える。また、今後は服喪期間が明け、自粛ムードの和らぎに伴う消費の持

図表 5: タイ 実質 GDP 成長率



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 6: シンガポール 財政収支 (金額、対 GDP 比)



(注) 2016・2017 年度は政府の見込み値

(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

ち直しと観光業の回復に加え、政府による財政支出の拡大が見込まれることから、タイ経済は底堅く推移するだろう。(大島由喜)

シンガポール: 2017 年度予算案レビュー

2017 年度予算案は歳出拡大も
財政均衡にも配慮した内容に

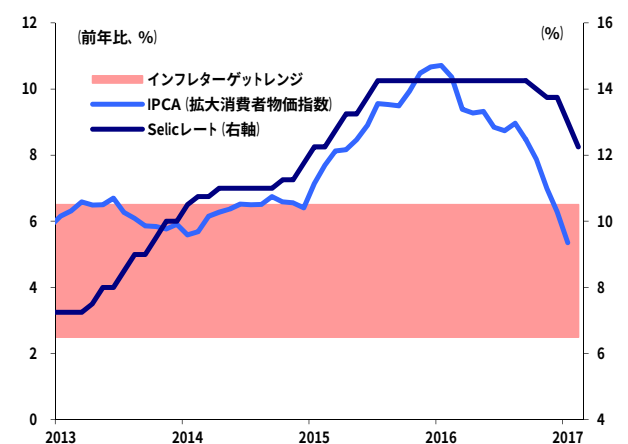
20 日に発表されたシンガポール 2017 年度 (2017 年 4 月～2018 年 3 月) 予算案は、歳出が 750.7 億シンガポールドルと前年度 (713.9 億シンガポールドル) から+5.2%増額された。ヘン・シンガポール財務相は「経済構造が変化する中、企業や家計への支援は必要であり、今後も予算は拡大基調が続く」と述べ、歳出の拡大が継続するとの見通しを示した。また、同相は財政収支のバランスにも配慮したことを示唆しており、2017 年度の財政収支は GDP 比+0.5%と前年度 (同+1.3%) から黒字額が減少するものの、赤字にはならないとした。シンガポール経済は内需が冴えない一方、外需は好調に推移している。そのため、経済が底割れする可能性は小さく、政府は歳出の拡大を志向するも、財政赤字を伴う積極的な財政出動を行わなかったと考える。なお、直近発表の経済指標を見ると、1 月石油を除く地場輸出は前年比+8.6%と 12 月 (同+9.1%) から減速したが上昇基調を維持した。また、1 月製造業 PMI は 51.0 と 6 か月連続で改善し、2014 年 11 月以来の高水準を記録している。外需の持ち直しを背景に製造業の業況は改善しており、当面のシンガポール経済は底堅く推移する公算が大きいと言えよう。(佐々木貴彦)

ブラジル: 金融政策決定会合レビュー

緩和サイクルを継続する見込み

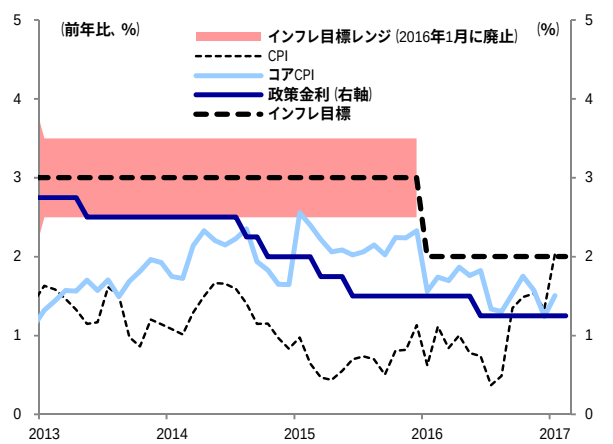
23 日に開催されたブラジル中銀 (BCB) の金融政策決定会合 (COPOM) では全会一致で Selic レート (政策金利) が 75bp 引き下げられた。利下げは 4 会合連続で Selic レートは 12.25%となった。声明文では景気認識に関

図表 7: 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、みずほ銀行

図表 8: 韓国 政策金利と消費者物価指数 (CPI)



(資料) CEIC、みずほ銀行

し、世界経済の見通しは不確実性が高いとしつつも、堅調な世界経済と商品価格上昇が、米国をはじめとした主要国の金融政策動向がブラジル経済に与える押し下げ効果を軽減しているとの認識を示した。インフレ率については、2017 年の予測値を+4.4%から+4.2%に引き下げ、2018 年以降の長期にわたっては+4.5%程度で推移するとの予測を示している。この想定の下で BCB は Selic レートを 2017 年に 9.5%、2018 年に 9.0%にするとしている。なお、先行きのリスク要因に①世界経済の不透明感の強まりがインフレ減速を難しいものにする、②食品価格の下落ショックが波及効果をもたらすことで更なるインフレ減速に繋がる、③ブラジル経済の回復ペースが BCB 予想から乖離する、の 3 点を指摘した。その上で今後の緩和サイクルのペースは景気やリスク要因、インフレ予測と期待に左右されるとした。声明文の内容は概ね前回会合（1 月 11 日）を踏襲するもので、BCB のスタンスに大きな変化は見られない。BCB は今年に残り 6 回の会合（4、5、6、9、10、12 月）を予定しているが、Selic レートが BCB 予想の 9.5%に到達するためには 4 回の利下げ（75bp が 3 回、50bp が 1 回と想定）が必要になる。インフレ率の減速ペースは年後半よりも年前半の方が早くなると考えられるほか、年末にかけては米利上げ観測も高まりやすいだろう。そのため、BCB の利下げは年前半に集中して行われる可能性が高いと見ている。（齋藤周）

韓国：金融政策決定会合レビュー

8 会合連続で政策金利を据え置き

23 日に開催された韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、政策金利が市場予想通り 8 会合連続で 1.25%に据え置かれた。声明文では、世界経済に影響する要因として、米国経済・金融政策、保護主義の拡大に加え、新たに欧州政治における不確実性の強まりを指摘した。その上で、韓国経済は個人消費を中心に内需が低迷している一方で、輸出の改善に伴い緩やかな成長ペースを維持していると述べている。また、BOK の目標（+1.8%）を上回った 1 月 CPI（前年比+2.0%）に関して、上ぶれの要因は主に原油価格と農林水産品の値上がりによるものとした。特に後者の上昇が一時的なものになることで 2017 年のインフレ率は BOK 目標から大きな乖離はしないとの認識も併せて示された。このほか、為替相場については米政権の新たな為替政策によってドルが軟化したことで KRW 高になっているとしている。今後も、景気回復が緩やかなものに止まり、インフレ率が目標近辺で推移する中では、BOK は引き続き政策金利を据え置く見込みだ。（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						
2月17日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	2.5%	2.9%	1.8%	--
20日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.0%	3.0%	3.2%	--
20日 (月)	台湾	国際収支:経常収支	--	\$18301m	\$17090m	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$9m	-\$214m	--
22日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	2.7%	3.2%	1.8%	--
23日 (木)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.6%	0.6%	0.2%	--
23日 (木)	韓国	韓国銀行7日間ボラール	1.25%	1.25%	1.25%	--
24日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	94.4	93.3	--
27日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$100m	--	\$938m	--
28日 (火)	マレーシア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	3.0%	--
28日 (火)	タイ	国際収支:経常収支	\$2216m	--	\$3719m	--
28日 (火)	インド	GDP(前年比)	--	--	7.3%	--
28日 (火)	インド	年間GDP予想(前年比)	--	--	7.9%	--
28日 (火)	インドネシア	マネーサプライM2	--	--	7.0%	10.0%
3月1日 (水)	韓国	貿易収支	\$5587m	--	\$3196m	--
1日 (水)	中国	非製造業PMI	--	--	54.6	--
1日 (水)	中国	製造業PMI	51.1	--	51.3	--
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.7	--	51.0	--
1日 (水)	タイ	消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.6%	--
1日 (水)	インド	日経インド製造業PMI	--	--	50.4	--
1日 (水)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.5%	--
2日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.6%	--	4.3%	--
2日 (木)	タイ	消費者信頼感指数	--	--	74.5	--
2日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.00%	--
2日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	51.0	--
3日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7869.2m	--
3日 (金)	韓国	消費者物価指数(前年比)	1.6%	--	2.0%	--
3日 (金)	中国	Caixin中国PMI非製造業	--	--	53.1	--
3日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	8.72b	--
中東欧・アフリカ						
2月19日 (日)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.0%	2.3%	0.2%	--
20日 (月)	トルコ	消費者信頼感指数	68.0	65.7	66.9	--
20日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-5.1%	-2.3%	-5.9%	--
27日 (月)	トルコ	経済信頼感	--	--	85.7	--
28日 (火)	南アフリカ	貿易収支(ラット)	--	--	12.0b	--
3月3日 (金)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	9.2%	--
ラテンアメリカ						
2月17日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$5350m	-\$5085m	-\$5881m	--
22日 (水)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	81.8	79.3	--
22日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	5.0%	5.0%	5.9%	--
22日 (水)	メキシコ	GDP(前年比)	2.2%	2.4%	2.2%	--
22日 (水)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.7%	2.1%	3.7%	--
23日 (木)	ブラジル	SELICレート	12.25%	12.25%	13.00%	--
24日 (金)	メキシコ	小売売上高(前月比)	0.3%	--	1.0%	--
25日 (土)	メキシコ	経常収支	-\$5240m	--	-\$7571m	--
3月1~2日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$2725m	--
3日 (金)	メキシコ	総設備投資	--	--	2.8%	--

(注) 2017年2月24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
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8315 ~ 6.9640	6.8661	6.90	7.00	7.07	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7598	7.7596	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	67.753 ~ 68.388	66.825	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	1137.54	1180	1200	1180	1160	1140
マレーシアリング	(MYR)	4.4250 ~ 4.5002	4.4500	4.48	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.026	50.209	50.2	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4069 ~ 1.4547	1.4074	1.43	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.199 ~ 32.447	30.754	32.00	32.20	31.90	31.60	31.30
タイバーツ	(THB)	35.05 ~ 36.01	34.97	35.6	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22768	22833	22680	22750	22650	22500	22450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	58.9611 ~ 61.7190	57.7738	62.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1981 ~ 13.9810	12.8834	13.80	14.20	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5726	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	3.1025 ~ 3.2912	3.0631	3.24	3.30	3.35	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	20.5836 ~ 22.0385	19.6776	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)	16.286 ~ 17.031	16.429	16.09	16.00	15.42	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	14.449 ~ 15.291	14.522	14.30	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.687	1.63	1.63	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ~ 0.880	0.844	0.822	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 9.850	9.945	9.41	9.33	9.24	9.05	9.12
マレーシアリング	(MYR)	25.287 ~ 26.274	25.425	24.78	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.261 ~ 2.377	2.256	2.21	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	79.38 ~ 81.66	80.07	77.62	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.676	3.664	3.47	3.48	3.42	3.32	3.32
タイバーツ	(THB)	3.191 ~ 3.300	3.222	3.12	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4942 ~ 0.5213	0.4938	0.49	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 1.979	1.951	1.79	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.322 ~ 8.647	8.748	8.04	7.89	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	31.530	30.83	31.11	29.46	27.63	26.67
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	34.866 ~ 36.678	36.785	34.26	33.94	32.54	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.717	5.726	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24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。