

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

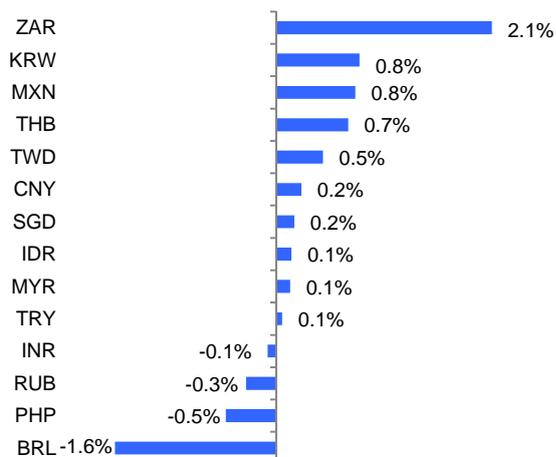
今週の新興国通貨は上昇

今週の新興国通貨は上昇した。先週末にかけて開催された20か国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議では、「保護主義に対抗する」との文言が削除されたことで米国の保護主義に対する懸念は強まったが、新興国通貨への影響は限定的だった。週初の20日はFOMC以降のドル売りの流れが継続し、新興国通貨は上昇した。21日、キング米共和党下院議員が医療保険制度改革法（通称オバマケア）撤廃に伴う代替案に対して「下院を通過するほどの多数票が得られるかはわからない」と発言し、トランプ政権の公約が実現しないとの懸念が強まりドルが弱含む中、新興国通貨はレンジ内の値動きとなった。22日にかけても、トランプ政権の政策運営能力への不安からドルが下落すると、新興国通貨は上昇した。23日、オバマケア代替案の下院採決が24日へ延期されることが発表されると、様子見ムードが広がり新興国通貨は動意に乏しい展開となった。

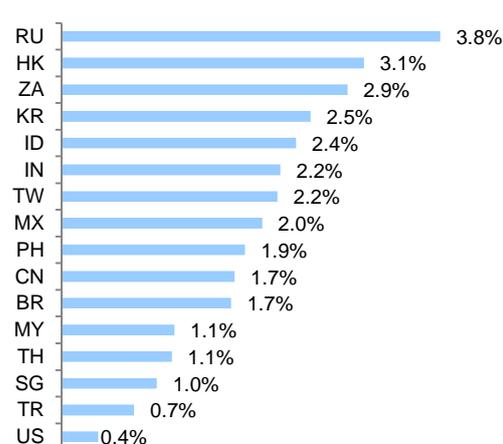
個別通貨を見ると、南アフリカ2016年10～12月期の経常赤字がGDP比▲1.7%と2011年1～3月期以来の水準まで縮小したことが好感され、ZAR（+2.1%）は上昇した。一方、ブラジルでは年金改革法案の可決が困難になるとの報道を受け、BRL（▲1.6%）が大きく値を下げた。

（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

トランプ政権に対する期待の後退を受けドル売りは継続か

今週はトランプ政権によるオバマケア撤廃やインフラ投資案の進捗度合いに対して不透明感が強まり、ドル売りが加速する展開となった。来週は特段の材料がない中、トランプ政権の動向が市場の注目を引き続き集める可能性が高い。オバマケア撤廃に伴う代替案は下院を通過する見込みだが、共和党の上院議員内では反対の声が強く、政策の進捗が大幅に遅れるとの懸念は来週も燦るだろう。そのため、ドル売りの流れは継続し、来週の新興国通貨は底堅い展開を予想する。

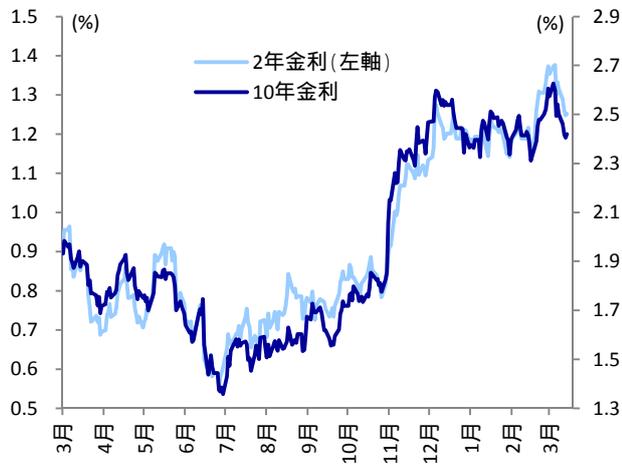
米株が軟調に推移しても、新興国通貨への影響は限定的

一部の市場参加者からは、トランプ政権に対する政策期待の後退を背景に米株が下落すれば、新興国資産を含むリスク資産の価格が下押しされ、新興国通貨も下落する可能性が指摘されている。確かにトランプ政権に対する期待が高かった1月の時点では、米株と新興国通貨の相関は強く、かつ米株が上昇（下落）すれば新興国通貨は連れ高（連れ安）になるという関係にあった。しかしながら、2月に入り相関関係は弱まり続け、足許は多くの新興国通貨が米株とほぼ無相関となっている。また、新興国株は米株と比べれば売られる余地が小さいと考える。米大統領選後（11月8日）の騰落率で見ると、NYダウ平均が約+13%上昇しているのに対し、代表的な新興国株式インデックス（MSCIエマージング指数）は約+7%と約半分の上昇幅に止まっている。かかる状況下、トランプ政権に対する期待の後退を受け米株が軟調推移となっても、新興国株は小幅な下落に止まる可能性が高く、新興国通貨への下押し圧力は軽微なものに止まると予想する。

懸念されるのは商品価格の下落と資源国通貨の連れ安

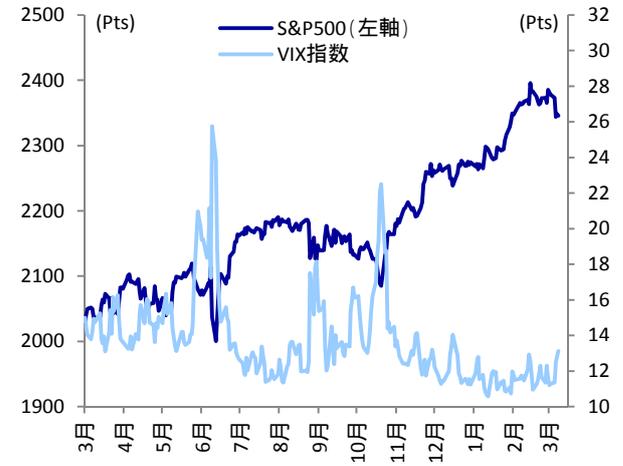
むしろ懸念すべきは、商品価格への影響であろう。特に鉄鉱石など金属の価格はトランプ政権の大規模インフラ投資への期待を背景に昨年11月から急上昇してきた。直近は銅先物価格の上値が重くなるなど、既にトランプ政権に対する失望感が値動きに影響し始めており、BRL、RUBなど資源国通貨が連れ安となる公算は大きくなっている。（佐々木貴彦）

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

欧州政治情勢が新興国通貨に与える影響について

欧州政治情勢による下押し圧力は一時的か

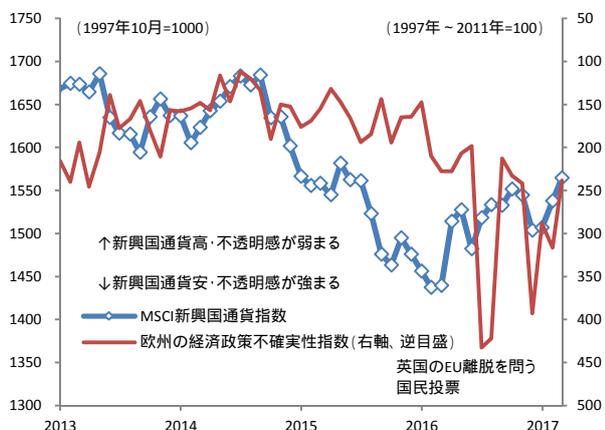
2月下旬はFRB高官による相次ぐタカ派発言、足許はトランプ政権に対する政策期待の後退が新興国通貨を動かしてきた。今後は29日に英国がEUに対して離脱を正式に通知する見込みであるほか、フランス大統領選の投票日(4月23日)が近づいており、極右・国民戦線(FN)党首であるルペン候補の支持率の動向など、欧州政治情勢を懸念する報道が新興国通貨市場で材料視されるだろう。しかしながら、英国のEU離脱交渉は長期化が予想され、またフランス大統領選でルペン候補が勝利したとしても、EU離脱に向けた法案はEU残留派が占める割合が大きい上院にて阻止されると市場では言われている。すなわち、2016年6月の英国におけるEU離脱(Brexit)を問う国民投票と同様に、一時的に政治的不透明感が強まるもその後は後退する展開が見込まれる。スタンフォード大学の研究者らが報道やエコノミストの予想の振れから政策の「見通しにくさ」を算出する「経済政策不確実性指数」の欧州指数と、新興国通貨を比較すると過去は明確な相関関係が見出せなかったものの、Brexit以降は負の相関(不透明感が強まると新興国通貨は下落)が強まっている。新興国通貨の市場参加者は欧州政治情勢を重要視している可能性が高く、事前予想通り政治的不透明感が短期的に強まるもその後は弱まる展開となれば、新興国通貨は一時的に弱含むも、その後は値を戻すと予想する。(佐々木貴彦)

タイ：金融政策決定会合プレビュー

タイ経済の緩やかな回復を背景に政策金利を据え置きか

29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(2月8日)の声明文では財輸出が広範囲にわたって加速したことや、観光業が予想外に速く回復したことを背景に、タイ経済は見込みよりも速いペースで持ち直すとの見通しを示した。一方、タイ経済の下振れリスクとして、米通商政策の見直しや中国の財政悪化懸念及び欧州の政治状況などを挙げた。また、THBは主

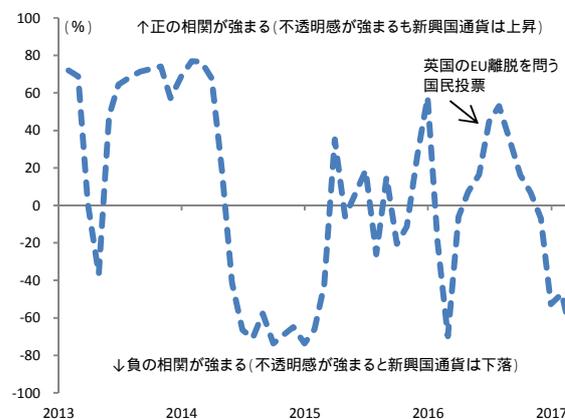
図表3:新興国通貨指数と欧州の経済政策不確実性指数



(注)2017年2月が最新データ

(資料)スタンフォード大学、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4:新興国通貨指数と経済不確実性指数の相関係数



(注)相関係数は各時点における過去6か月を対象に算出

(資料)スタンフォード大学、ブルームバーグ、みずほ銀行

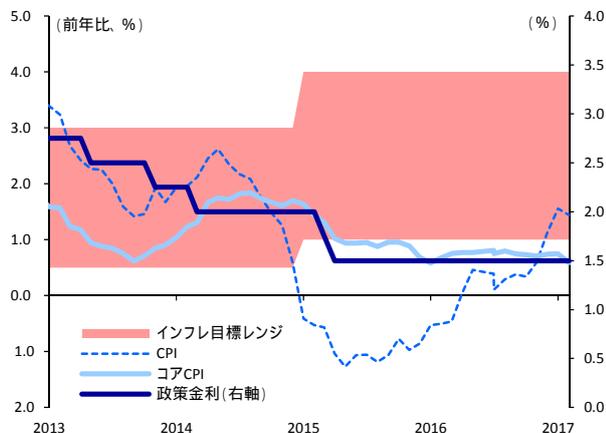
要貿易相手国の通貨に対し割高になっていると、2 会合ぶりに THB 高を懸念する文言を記載している。3 月に入って THB は 14~15 日の FOMC を前に米利上げ観測への期待の高まりを背景に下落した。この下落を受け、8 日にウィラタイ BOT 総裁は「THB の弱含みは FRB の利上げ見通しに対する通常の反応だ」と指摘した上で「FRB が利上げを実施しても、金融市場への大きな影響はないだろう」と述べた。しかし、ウィラタイ総裁の予想に反し、FOMC 後はメンバーの政策金利見通し（ドットチャート）にほぼ変更がなかったことを受けた失望感からドルが売られ、THB は大幅に上昇した。そのため、今回の声明文では THB 高を懸念する文言が維持されるだろう。前回国会後に発表された 2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+1.4%と 1 月（同+1.6%）から減速し、インフレ目標レンジ内（+1~4%）の下限で推移している。また、タイ経済は順調に回復しているため、今回の会合で BOT は政策金利を据え置くと予想する。（大島由喜）

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

MXN 上昇を背景に Banxico は政策金利を据え置きか

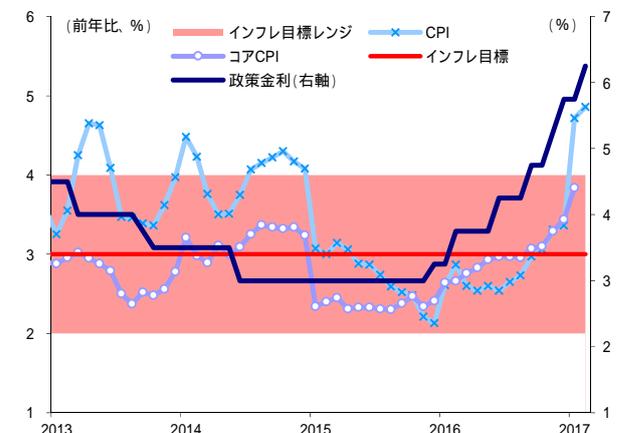
30 日（木）に開催されるメキシコ中銀（Banxico）の金融政策決定会合では政策金利は 6.25%に据え置かれると予想する。前回国会（2 月 9 日）において Banxico は政策金利を 50bp 引き上げ 6.25%とした。声明文では、トランプ政権の保護主義的な通商政策に対する懸念が示された。また MXN 相場については、対ドルで過去最安値を更新した後は値を戻すも、米大統領選前（2016 年 11 月）の水準と比べれば大幅な MXN 安になっているとの懸念を示した。利上げを実施した理由として、MXN 安の阻止とインフレ加速やインフレ期待上昇の抑制を挙げている。前回の会合後に発表されたメキシコ 2 月 CPI は前年比+4.9%と 1 月（同+4.7%）から加速しているが、伸び幅は 1 月（+1.4%ポイント）より大きく縮小している。6 日に Banxico は新たにノンデリバラブル・フォワード（NDF）を用いたペソ安の抑制策を導入

図表 5: 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 6: 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

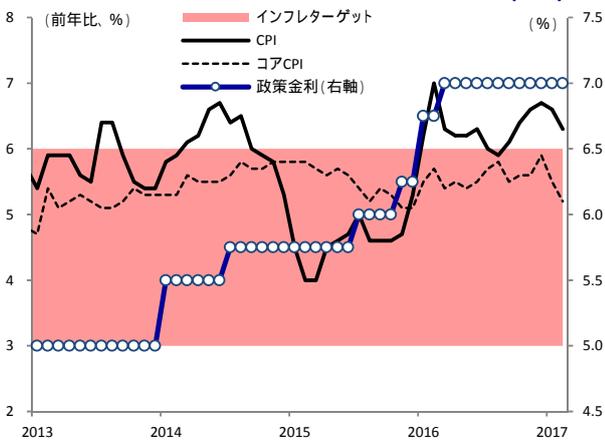
したほか、FOMC 後はドルの売り動きが強まったことも相俟って、MXN は対ドルで年初の 22 近辺から 19 近辺まで値を戻し、米大統領選前の水準である 18 台半ば付近まで近づいた。インフレの加速ペースが鈍化する中、MXN は大きく上昇しているため、今回の会合で Banxico は政策金利を据え置くと予想する。(大島由喜)

南アフリカ：金融政策決定会合プレビュー

インフレ加速への警戒感から政策金利は据え置きか

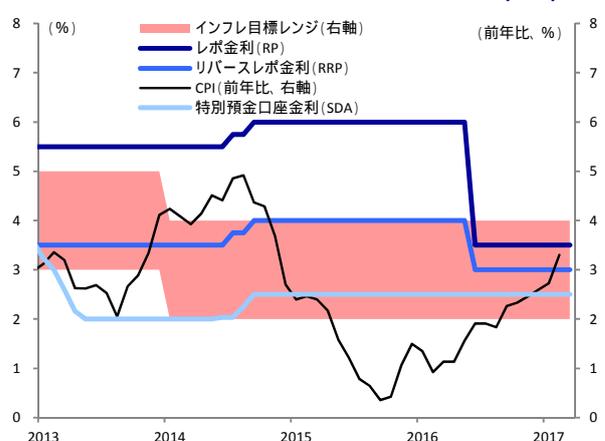
30 日（木）に開催される南ア準備銀行（SARB、中央銀行）の金融政策決定会合では、政策金利が 7.00% に据え置かれると予想する。前回会合（1 月 24 日）では、声明文にてインフレ加速への警戒感から、2017 年 10～12 月期のインフレ予測が前年比+6.2%（前回：同+5.8%）に引き上げられた。一方、景気判断は据え置かれる中で、2017 年の成長率予想は前年比+1.1%（前回：同+1.2%）と小幅に引き下げられている。クガニャゴ SARB 総裁は「引き締めサイクルの終わりが近づいている可能性がある」との見方を維持しているが、インフレ加速への懸念が燻る状況では、SARB が緩やかな政策スタンスを採ることは難しいだろう。会合後に発表された経済指標を見ると、1 月鉱物生産量は前年比プラスを回復したが、1 月小売売上高は 3 か月ぶりの前年比マイナスとなるなど強弱入り混じる内容となっている。金融緩和による景気下支えが直ぐに必要なとも言いがたい状況だ。一方、2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+6.3%と 2 か月連続で減速したが、1 月（同+6.6%）に引き続き SARB 目標（+3～6%）を上回っている。そのため、今回の会合ではインフレ加速への警戒感を背景に、SARB は政策金利を据え置くと予想する。(齋藤周)

図表 7：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

図表 8：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

フィリピン：金融政策決定会合レビュー

安定的なインフレ率の推移を受けて BSP は据え置き

23日に開催されたフィリピン中銀（BSP）の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利であるリバースレポ（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。会合後の会見で、テタンコ BSP 総裁はインフレ予測値が BSP 目標（+2~4%）内に止まっていることや国内経済の堅調推移が見込まれることを政策金利据え置きの理由に挙げている。声明文では、前回会合（2月9日）に引き続き、消費と民間投資のほか政府支出の拡大によって景気は底堅く推移しているとした。また、インフレに係るリスクは、予定される税制改正や公共料金改正によって上方向としながらも、先進国での経済政策の変更に伴う世界経済の不確実性が下方リスクとしている。BSP は現行の政策は「緩和的」とする中で経済指標を注視する姿勢を示していることから、当面は現状の金融政策を維持する見込みだ。（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						
3月17日 (金)	中国	海外直接投資(前年比、中国元)	-4.2%	9.2%	-9.2%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	12.5%	21.5%	8.6%	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$436m	-\$9m	--
21日 (火)	韓国	輸出 20日間 前年比	--	14.8%	26.2%	--
21日 (火)	韓国	輸入 20日間 前年比	--	29.4%	26.0%	--
22日 (水)	タイ	貿易収支(通関 ^h -s)	\$2450m	\$1610m	\$826m	--
23日 (木)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.7%	0.6%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	10.0%	10.6%	2.8%	2.5%
23日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
23日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
23日 (木)	インド	国際収支:経常収支	-\$12.0b	-\$7.90b	-\$3.40b	--
24日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	--	94.4	--
24日 (金)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	3.9%	--	3.2%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	10.0%	--	2.2%	--
28日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.3%	--
29日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
30日 (木)	中国	経常収支	--	--	\$37.6b	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.7%	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.6	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	54.2	--
31日 (金)	マレーシア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	4.4%	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$3500m	--	\$5008m	--
31日 (金)	インドネシア	マネーサプライM2(前年比)	--	--	9.7%	--
中東欧・アフリカ						
3月18日 (土)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.3%	-2.7%	2.3%	--
22日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-2.1%	-2.6%	-2.3%	--
22日 (水)	南アフリカ	CPI(前年比)	6.3%	6.3%	6.6%	--
22日 (水)	南アフリカ	経常収支	-147b	-76b	-176b	-166b
23日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	65.6	67.8	65.7	--
24日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	--	10.00%	--
30日 (木)	南アフリカ	マネーサプライM3(前年比)	--	--	7.9%	--
30日 (木)	トルコ	経済信頼感	--	--	91.5	--
30日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利発表	7.00%	--	7.00%	--
31日 (金)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	--	--
31日 (金)	南アフリカ	貿易収支(ラト ^h)	--	--	-10.8b	--
31日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	7800m	--
ラテンアメリカ						
3月22日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	4.7%	4.7%	5.0%	--
24日 (金)	ブラジル	経常収支	\$50m	--	-\$5085m	--
24日 (金)	メキシコ	小売売上高(前月比)	-0.6%	--	-1.4%	--
27日 (月)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	--	81.8	--
27日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.1%	--
29日 (水)	ブラジル	IBGEサービス部門売上高 前年比	--	--	-5.7%	--
30日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	-1.8%	--
30日 (木)	ブラジル	広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.1%	--

(注)2017年3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 1～2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	6.8863	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7632	7.7670	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.648 ~ 68.388	65.530	66.8	68.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13325	13400	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1127.76 ~ 1211.78	1122.49	1140	1160	1140	1120	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.4198 ~ 4.5002	4.4295	4.45	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.384	50.424	50.3	50.5	49.8	49.0	48.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3975 ~ 1.4547	1.3996	1.42	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	30.655 ~ 32.447	30.485	30.80	31.20	30.80	30.40	30.00
タイバーツ	(THB)	34.77 ~ 36.01	34.59	35.1	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22795	22800	22900	22750	22650	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	56.5578 ~ 61.7190	57.3307	59.00	60.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.7920 ~ 13.9810	12.4627	13.20	13.80	14.40	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6340	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.2912	3.1407	3.15	3.20	3.26	3.30	3.28
メキシコペソ	(MXN)	19.6090 ~ 22.0385	18.9302	22.00	21.00	21.00	20.50	20.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.253 ~ 17.031	16.153	15.94	16.12	15.57	14.79	14.65
香港ドル	(HKD)	14.386 ~ 15.291	14.296	14.18	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.695	1.65	1.64	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.838 ~ 0.880	0.833	0.821	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.079	9.894	9.65	9.66	9.56	9.38	9.45
マレーシアリング	(MYR)	25.182 ~ 26.274	25.075	24.72	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.227 ~ 2.377	2.201	2.19	2.22	2.19	2.14	2.15
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	79.33	77.46	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.642	3.57	3.59	3.54	3.45	3.47
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.210	3.13	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4903 ~ 0.5213	0.4874	0.48	0.49	0.48	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 2.024	1.939	1.86	1.87	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.296 ~ 8.852	8.910	8.33	8.12	7.57	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.543	30.56	31.11	29.46	27.63	26.67
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	34.866 ~ 37.450	35.352	34.92	35.00	33.44	31.82	31.71
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.750	5.865	5.00	5.33	5.19	5.12	5.15

(注)1. 実績の欄は2017年2月28日まで。SPOTは3月24日の7時20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(3月1日発行)」及び「中期為替相場見通し(2月28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。