

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

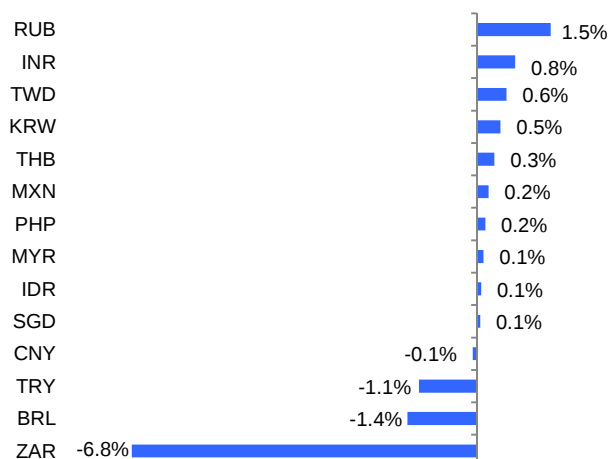
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は多くの通貨がレンジ内で推移

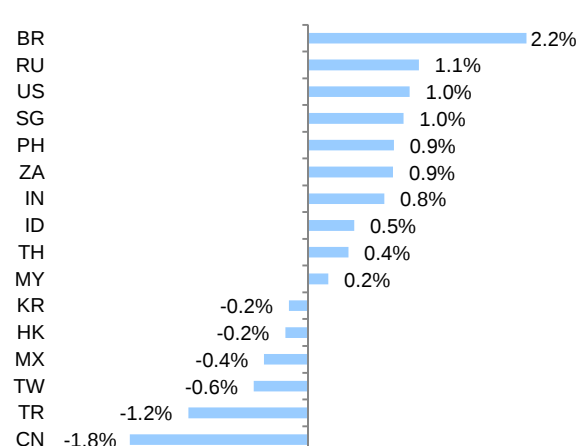
今週の新興国通貨は大半がレンジ内で推移。先週末、医療保険制度改革法（通称オバマケア）撤廃に伴う代替案は採決されずに廃案となった。これを受けて、トランプ米政権による大幅減税やインフラ投資が実現しないとの懸念が強まり、週初 27 日にドルは下落し新興国通貨は強含んだ。28 日、フィッシャーFRB 副議長が「あと 2 回の利上げがおおむね適切」と発言したことを受けた米金利上昇に伴いドルは上昇し、新興国通貨は下落した。29 日、米原油在庫が予想を上回る減少を見せたことで、原油価格が上昇し資源国通貨は連れ高となった。一方、そのほかの新興国通貨はレンジ内で推移した。30 日、発表された米 10～12 月期 GDP が市場予想を上回ったことを受けドルは上昇し、新興国通貨は軟化した。

個別通貨を見ると、南アフリカのズマ大統領は内閣改造を行い、ゴードン財務相を退任させ、後任にギガバ内務相の起用を発表すると財政悪化懸念が強まり、ZAR（▲6.8%）は急落した。また、ブラジル中銀（BCB）が四半期インフレ見通しで、景気後退から脱するために利下げ幅の拡大を示唆したことが嫌気され、BRL（▲1.4%）は値を下げた。一方、原油価格の上昇に RUB（+1.5%）は連れ高となった。（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: ブラジルボベスパ指数、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

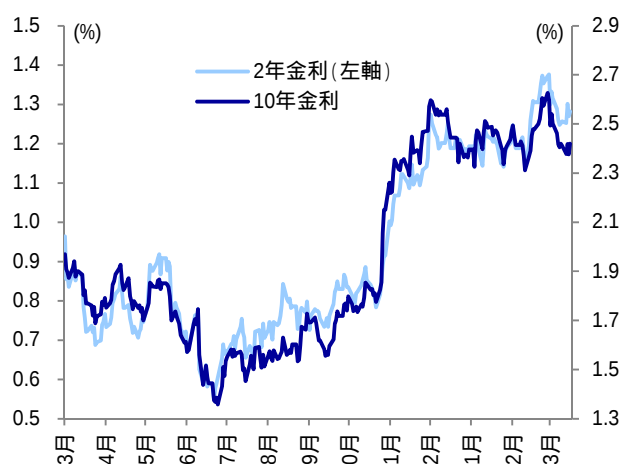
材料が乏しく、来週の新興国通貨はレンジ内で推移か

来週の新興国通貨はレンジ内での推移を予想する。先週から市場の注目を集めてきたトランプ政権の動向だが、今後は税制改革法案の作成に注力するとしている。同法案の承認目処は8月と言われており、期限まで時間があることから当面は大きな動きが見られないだろう。また、フランス大統領選ではEU離脱を掲げる極右・国民戦線(FN)のルペン党首と親EU派のマクロン氏の支持率が拮抗したまま膠着状態に陥っている。新興国においては、4月6日(木)にインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合が予定されているが、政策金利は据え置かれる公算が大きい。また、6日(木)~7日(金)には米中首脳会談が開催されると報道されているものの、友好ムードの演出に重点は置かれる可能性が高い。実際、ティラーソン米国務長官が3月19日に訪中した際は北朝鮮への対応など米中で対応方針が大きく異なる問題に関しても、協調して取り組む姿勢を打ち出している。中国も秋に予定されている共産党大会を控えて国内外の安定を重視していることから、今回の会談では通商・通貨政策など両国の関係が緊張するような話題は避けられる見込みだ。かかる状況下、来週は材料が乏しく、ポジションを一方向に傾けにくいことから新興国通貨はレンジ内の値動きを予想する。

政治リスクの高い通貨は軟調となる可能性も

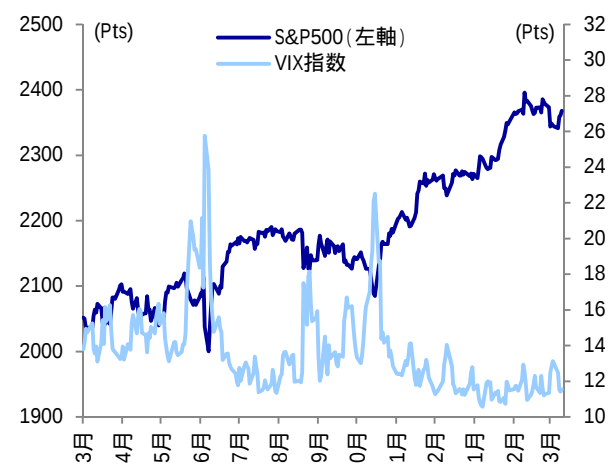
なお、新興国通貨の買われ過ぎを指摘する報道が増えている。多くの新興国通貨がFOMC後に大きく買われ、米大統領選前の水準に戻ったため、利食いが出やすいとの思惑が背後にある模様だ。また、南アフリカのズマ大統領がゴードン財務相を解任したことをきっかけに、新興国通貨市場において政治リスクが意識され始めたことも影響しているのだろう。そのため、新興国通貨の中でも政治リスクが高い通貨は売り優勢となる可能性が高いと考える。(佐々木貴彦)

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

南アフリカ：財務相解任に伴う ZAR 急落の背景

ゴードン財務相の解任を受け 27 日、南アフリカのズマ大統領はロンドンに滞在中のゴードン財務相とジョナス副財務相に対して急遽帰国を命じた。市場では財政健全化を推進してきたゴードン財務相が解任されるとの思惑が拡がり、ZAR は対ドルで 12.1 近辺から 13.1 近辺まで下落した。その後、31 日にズマ大統領が内閣改造とゴードン財務相の解任を発表すると、ZAR は 13.4 近辺まで値を下げた。2 月から約 2 か月間かけて上昇した分をわずか 5 日で売り戻すという急激な値動きの背景にはキャリー取引の解消がある模様だ。

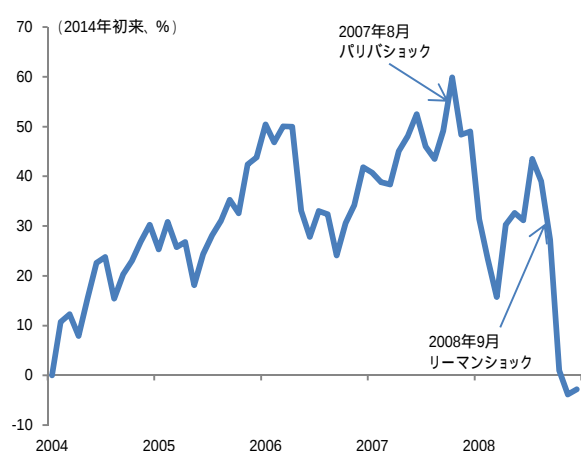
キャリー取引は急落リスクを増大させる恐れ

キャリー取引とは、低金利通貨を借入れ、高金利通貨で運用することで金利差収益を狙う手法である。過去には 2004 年から円を調達通貨として用いる「円キャリー取引」が活発化した。南アフリカも運用先として選好され、ZAR/円の金利差収益を含む合計収益は 2004 年から 2007 年後半の約 4 年間をかけて約+60%まで増加した。しかし、パリバショックに代表されるサブプライムローン問題が顕在化した 2007 年の終わりから ZAR/円は急落し、積み上げてきた収益はわずか 1 年で消える結果となった。キャリー取引を行う多くの投資家は自己資金以上の借入れを行って取引するため、損失が拡大すると返済が出来なくなるのを恐れ、ポジションの解消をすぐに行う傾向がある。その結果、相場の動きが不利な方向に向かうと、取引の解消が相次ぎ、急落を引き起こしたと指摘されている¹。

ZAR の急落リスクは高い

ZAR は 2016 年から政治不安が高まる度に急落するケースが多くなっている。米利上げペースが緩やかとなる中、ドルを調達し ZAR で運用するキャリー取引が増えていることが背景にあると思われる。後任のギガバ新財務相が財政改革に強い意欲を直ちに示されなければ、信用懸念が高まり続け、2007 年のようにキャリー取引の相次ぐ解消を受けて ZAR が急落するリスクは高いと言えよう。(佐々木貴彦)

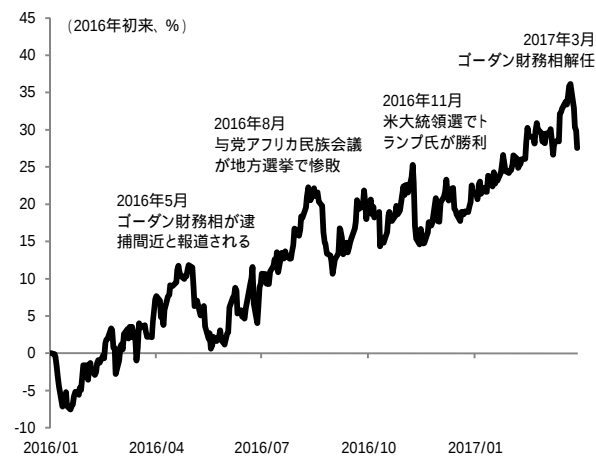
図表 3：南アフリカランド/円の累積収益(04 年～08 年)



(注) 収益は売買差益に金利差収益を加算したもの

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：南アフリカランド/ドルの累積収益(16 年～)



(注) 2016 年～2017 年 3 月 30 日の日本時間 8 時までのデータ

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

¹ 日銀レビュー『キャリートレードと為替レート変動～金利変動が市場参加者のリスク認識に与える影響～』(2009 年 6 月)

インド：金融政策決定会合レビュー

RBI は現状の金融政策を維持へ

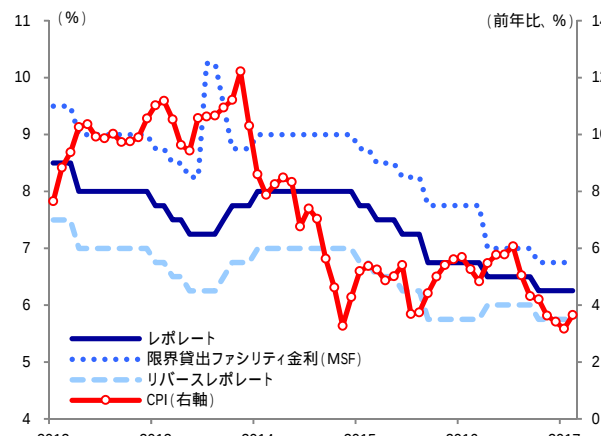
4月6日（木）に開催されるインド準備銀行（RBI、中央銀行）の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが6.25%に据え置かれると予想する。前回会合（2月8日）では、大方の利下げ予想に反してRBIは政策金利を据え置いた。さらに金融政策スタンスをそれまでの「緩和的」から「中立」へと引き締め方向に変更している。こうした背景には、米国の経済政策を巡る不確実性や国内インフレ率の上昇に対する警戒感などがあったと見られる。足許では、米国でオバマケア撤廃に関する代替案が廃案となり、トランプ政権の財政政策による景気拡大期待が縮小している。かかる状況下、米金利は上昇から横ばいに基調が転じており、インドからの資金流出懸念は後退したと言えよう。一方インド国内では、2月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.65%と前月（同+3.17%）から小幅に加速したが、RBI目標（2017年3月時点に同+5%）を達成する見込みである。加えて、高額紙幣廃止によって低迷していた鉱工業生産も2月に同+2.7%と回復の動きを見せている。そのため、今回の会合ではRBIが積極的に政策変更を行う必要性は小さく、現状の金融政策を据え置くと予想する。（齋藤周）

ロシア：金融政策決定会合レビュー

CBR は予想外の利下げを実施

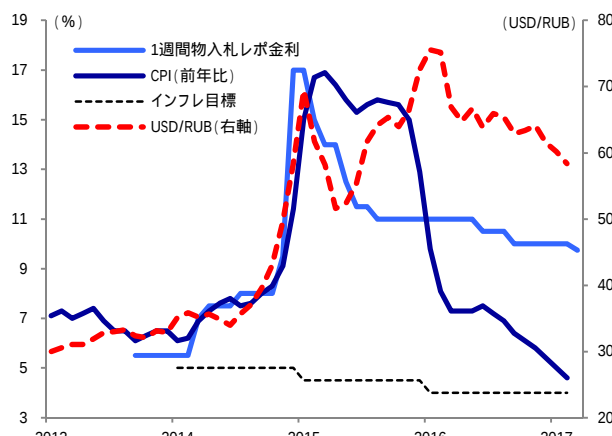
3月24日に開催されたロシア中銀（CBR）の金融政策決定会合では、政策金利が25bp引き下げられ9.75%となった。CBRは昨年9月以来に2017年上半期中の利下げを示唆してきた。しかし、前回会合（2月3日）では「国内外の状況に鑑みて、2017年前半におけるCBRの利下げ余地は縮小した」とタカ派に転換して政策金利を据え置いていた。そのため、市場では今回会合でも現状維持を予想する向きが多く、利下げは驚きとなっている。前回会合にてCBRがタカ派化した背景には、ロシア財務省による国家基金の積み増しを目的とした外貨（ドル）購入がある。外貨購入に併せて利下げを実施した場合、過度なRUB安に繋がりがかねないとの懸念があったものと考

図表 5：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 6：ロシア 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

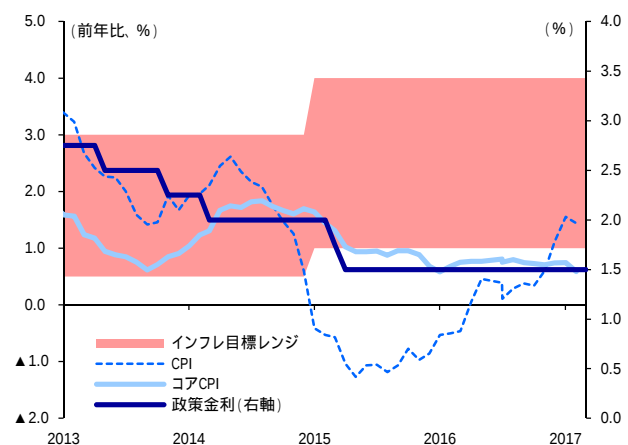
えられる。そのためか、利下げに踏み切った今回の会合における声明文では「財務省による外貨購入は為替相場に実質的な影響を及ぼさなかった」ことが指摘された。なお、インフレ率に関しては、堅調な原油価格や RUB 高、国内での食品価格低下を背景に 2017 年末には CBR 目標の+4%に減速し、2018~19 年も同水準で推移するとの見通しが示されている。また、景気認識については事前の予想を上回る成長が続いているとした。CBR は 4~9 月にかけて緩やかに政策金利を引き下げていくと予告している。次回 4 月 28 日の会合においても、経済情勢に大きな変化が無ければ利下げが実施される可能性は十分に高いだろう。(齋藤周)

タイ：金融政策決定会合レビュー

BOT は 15 会合連続で政策金利を据え置き

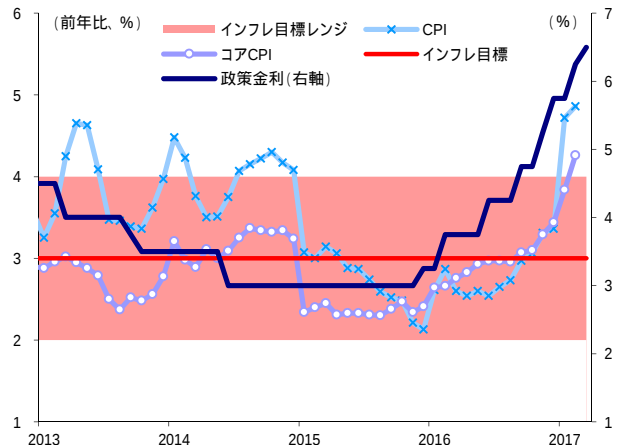
3 月 29 日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀(BOT)は全会一致で 15 会合連続の政策金利(1.50%)据え置きを決定した。声明文では、タイの成長見通しは改善し、予想より早いペースで経済回復が見込まれると述べた。景気見通しが改善した理由として、BOT は財輸出がより明確に回復していることを挙げた。また、観光業の回復が続いていることや、政府支出の拡大が引き続き経済のけん引役であるとしている。一方、タイ経済は米国の通商政策の見直しや、中国の財政悪化懸念、欧州の政治状況などの下振れリスクにさらされているとした。為替相場については、前回会合(2月7日)に引き続き、THB は主要貿易相手国の通貨に対し割高になっていると述べ、THB 高を懸念する文言が維持された。今回の会合で BOT は GDP 予測値を更新し、2017 年は+3.2%から+3.4%に上昇修正したほか、2018 年は内需と輸出の加速を背景に+3.6%に加速するとしている。今後も景気の回復は続くと思われるが、下振れリスクもあるため BOT は当面政策金利を維持するだろう。(大島由喜)

図表 7: 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 8: 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

メキシコ：金融政策決定会合レビュー

利上げを行うも物価見通しはやや楽観的に 3月30日に開催されたメキシコ中銀（Banxico）の金融政策決定会合では、政策金利が25bp引き上げられ6.50%となった。声明文では、2017年のインフレ率は過去のMXN安や原油の小売価格自由化などを背景に上昇する可能性が高く、上昇ペースを抑制するために利上げを行ったとした。一方で、長期のインフレ期待は+3.5%近辺で落ち着いていることに言及するなど、物価の先行きについては前回会合（2月9日）よりやや楽観的になっている。会合直前の23日、カルステンズ Banxico 総裁は「MXNは足許の水準（対ドルで19近辺）から10%ほど割安となっている」と、MXNは17台前半まで上昇の余地があると述べた。また、「インフレ期待は直近のMXN高による影響を反映し切れていない」とも発言しており、今後は物価見通しが改善する公算が大きいことを示唆した。2016年は政策金利を合計で+250bpポイント引き上げたBanxicoだが、物価見通しの改善を受けて今年の引き上げ幅は昨年対比で小さくなると予想する。（佐々木貴彦）

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24日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	96.7	94.4	--
24日 (金)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	3.9%	4.5%	3.2%	--
28日 (火)	韓国	GDP(前年比)	2.3%	2.4%	2.3%	--
29日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	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)	7.2%	--	1.7%	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.7	--	51.6	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	54.2	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$4700m	--	\$5008m	--
4月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$6300m	--	\$7223m	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.7	--	51.7	--
3日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	1.3%	--	1.4%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.9	--
3日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.8%	--
4日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.9%	--
5日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5277.8m	--
5日 (水)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.5%	--	3.3%	--
5日 (水)	タイ	消費者信頼感指数	--	--	75.8	--
5日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	6.35b	--	4.71b	--
6日 (木)	台湾	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.0%	--
6日 (木)	中国	Caixin中国PMI非製造業	--	--	52.6	--
6日 (木)	インド	RBIレート	--	--	6.25%	--
6日 (木)	インドネシア	消費者信頼感指数	--	--	117.1	--
7~14日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
中東欧・アフリカ						
3月24日 (金)	ロシア	主要金利	10.00%	9.75%	10.00%	--
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(ラット)	--	--	-10.8b	--
31日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	7800m	--
4月3日 (月)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	10.1%	--
3~4日	ロシア	GDP(前年比)	0.4%	--	-0.4%	--
5~6日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.4%	--	4.6%	--
ラテンアメリカ						
3月24日 (金)	ブラジル	経常収支	\$0m	-\$935m	-\$5085m	--
24日 (金)	メキシコ	小売売上高(前月比)	-0.6%	-1.1%	-1.4%	-1.5%
27日 (月)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	85.3	81.8	--
27日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.9%	3.0%	2.1%	--
29日 (水)	ブラジル	IBGEサービス部門売上高 前年比	-4.5%	-7.3%	-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%	--
4月3~4日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$4560m	--
4月5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	75.7	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.8%	--
7日 (金)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.9%	--

(注)2017年3月31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	6.8894	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7632	7.7703	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.648 ~ 68.388	64.919	66.8	68.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13316	13400	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1127.76 ~ 1211.78	1117.40	1140	1160	1140	1120	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.4198 ~ 4.5002	4.4205	4.45	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.384	50.163	50.3	50.5	49.8	49.0	48.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3975 ~ 1.4547	1.3979	1.42	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	30.655 ~ 32.447	30.305	30.80	31.20	30.80	30.40	30.00
タイバーツ	(THB)	34.77 ~ 36.01	34.46	35.1	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22770	22800	22900	22750	22650	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	56.5578 ~ 61.7190	56.0159	59.00	60.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.7920 ~ 13.9810	13.4148	13.20	13.80	14.40	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6537	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	3.1508	3.15	3.20	3.26	3.30	3.28
メキシコペソ	(MXN)	19.6090 ~ 22.0385	18.7113	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	16.162	15.94	16.12	15.57	14.79	14.65
香港ドル	(HKD)	14.386 ~ 15.291	14.388	14.18	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.722	1.65	1.64	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.838 ~ 0.880	0.840	0.821	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.079	9.999	9.65	9.66	9.56	9.38	9.45
マレーシアリング	(MYR)	25.182 ~ 26.274	25.129	24.72	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.227 ~ 2.377	2.214	2.19	2.22	2.19	2.14	2.15
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	79.98	77.46	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.689	3.57	3.59	3.54	3.45	3.47
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.246	3.13	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4903 ~ 0.5213	0.4915	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	1.996	1.86	1.87	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.296 ~ 8.852	8.336	8.33	8.12	7.57	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.598	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	35.481	34.92	35.00	33.44	31.82	31.71
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.750	5.974	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31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(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。