

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

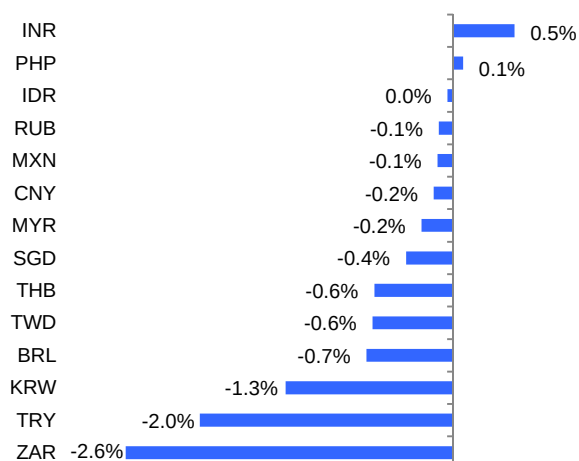
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は軟調な展開

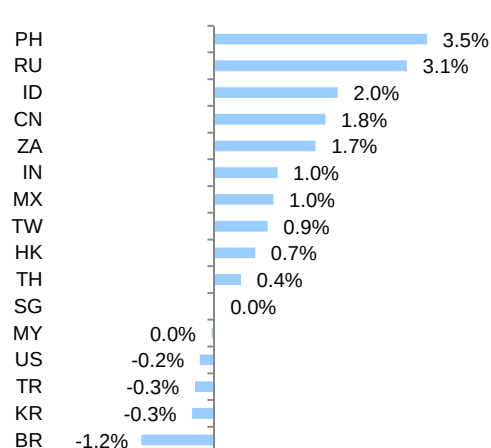
今週の新興国通貨は軟調な値動きとなった。週初、ダドリーNY 連銀総裁がバランスシートの正常化は利上げの代替策であると述べたことでドル高の勢いは鈍化するも、新興国通貨への影響は限定的となった。4日は発表された米2月貿易赤字額が市場予想より縮小したことでドル高・新興国通貨安の展開となった。但し、原油価格の上昇を受け資源国通貨は値を上げた。5日、公表されたFOMC議事要旨(3月14~15日開催分)では、一部のメンバーが「株価は非常に高い」と判断していることが嫌気されドルは値を下げるも、新興国通貨の大半は小値動きに終始した。6日、米中首脳会談を控え、アジア時間は動意が乏しい展開となった。その後は米長期金利の上昇を背景に新興国通貨は軟調に推移した。

個別通貨を見ると、ZAR(▲2.6%)は財政悪化に対する懸念が強まる中、米大手格付け会社が同国の外貨建長期債務の格付けを投機的等級に引き下げたことを受け下落した。また、トルコ3月消費者物価指数(CPI)が8年半振りの高い水準となったことが嫌気され、TRY(▲2.0%)は売られた。KRW(▲1.3%)は北朝鮮情勢の不安定化が売り材料となった。一方、インド準備銀行(RBI)が金融政策決定会合にて流動性吸収を行う姿勢を見せたことが好感されINR(+0.5%)は上昇した。(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

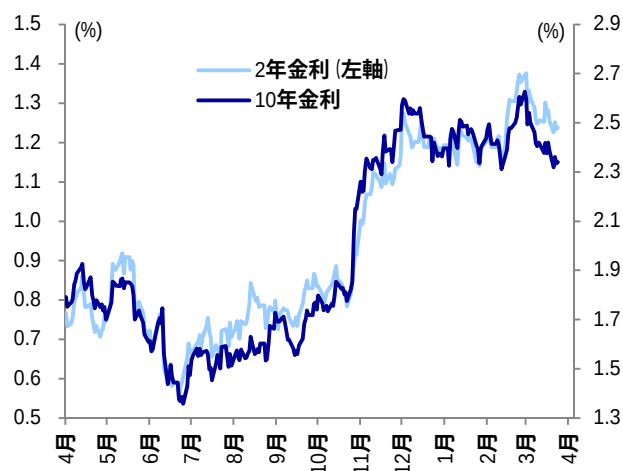
材料難が続き、来週の新興国通貨は小動きになると予想

来週は材料に乏しく、新興国通貨は小動きになると予想する。FRB 高官発言も予定されておらず、米議会も休会になることから米政府高官からの発言も少なくなるだろう。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は拮抗し続けており、市場の材料にはなりにくい状況にある。また、14 日 (金) からは欧州のほか、メキシコ・フィリピンなど多くの新興国がイースター休暇に入るため、週末にかけて為替市場は動意が乏しくなる可能性が高い。かかる状況下、新興国通貨の値動きは限定的となろう。

ZAR、TRY、BRL は軟調推移を見込む

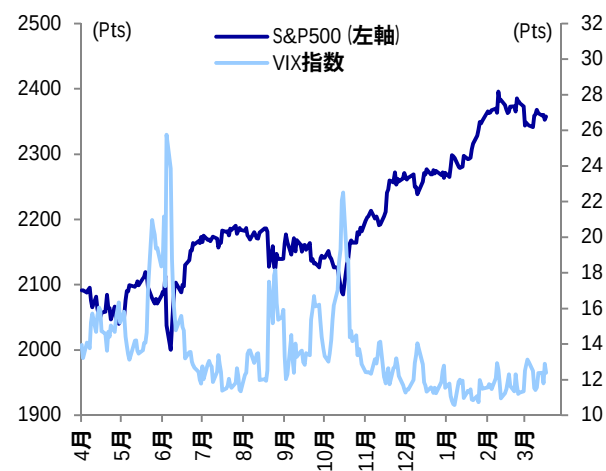
但し、一部の通貨は軟調な展開を予想する。南アフリカでは、ズマ大統領が財政健全化を進めてきたゴードン財務相 (当時) が 3 月 31 日に解任されたことをきっかけとして財政悪化懸念が強まっている。4 月 3 日に米大手格付け会社が同国の格付けを投資適格級から投機的等級に引き下げ中、本日の欧州時間に別の米大手格付け会社も格付けの見直しを予定している。財務相解任の可能性が報じられてから ZAR は 2015 年 7 月以来の高値である 12.4 近辺から年初来安値である 14.0 近辺まで急落した。今回の見直しで格下げとなれば、来週にかけて年初来安値を更新する公算は大きい。トルコでは、エルドアン大統領の権限強化に繋がる憲法改正を問う国民投票が 16 日に迫っている。世論の賛否は拮抗しており、結果に対する不透明感が強い中、TRY は売り優勢の地合いが継続すると見込む。また、ブラジルでは年金改革法案の成立が危ぶまれ始めている。年金受給開始年齢を現在の 60 歳から 65 歳に引き上げる同法案は、財政健全化に不可欠とされている。一方、労働組合など各政治団体からの反発は強く、テメル政権と各団体との協議は難航している模様だ。5 月初めに予定されている下院採決まで時間が少なくなっていることが嫌気される可能性が高く、来週の BRL は軟調な値動きを予想する。(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

中国：米中通商交渉の行方

今回の首脳会談では通商政策への言及は限られるだろう

6日から本日にかけて米中首脳会談が行われている。会談に先立つ3月30日にトランプ米大統領は「米国はこれ以上の貿易赤字は抱えきれない。今回の首脳会談は厳しいものになる。」と述べた。しかしながら、31日に貿易赤字の要因分析を行う大統領令が発令され、通商政策の詳細について策定を始めてから日が浅いため、今回の会談では通商政策について具体的な言及はされないと見込む。

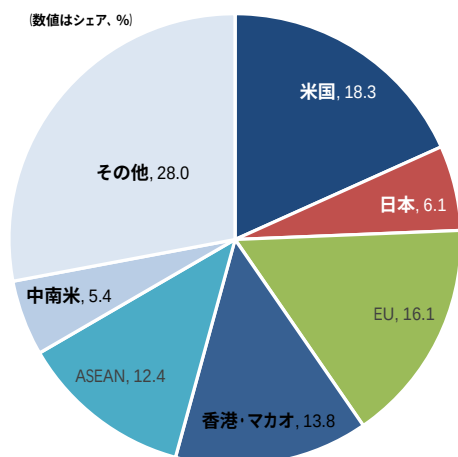
関税引き上げなど強硬策は採用されない見込み

中国との通商交渉について動き出すとすれば赤字要因の分析完了期限である6月末以降であろう。実際に動きが出始めた場合、関税の引き上げなどの強硬措置導入が示唆される可能性はあるも、実際に採用される公算は小さいと考える。米通商政策の基本方針はロス米商務長官と国家通商会議（NTC）のナバロ委員長が大統領選挙時に作成した「Scoring the Trump Economic Plan」というレポートが基となっている。同レポートでは、米国が中国にとって最大の輸出先であることを主な交渉材料とし、関税の引き上げはあくまで脅し文句として用いるべきだとしている。

交渉は長期化が予想される

また、交渉の最終目的については米国製品に対する関税の引き下げや中国の国内企業への補助金廃止としている。実際、中国の関税率は日米欧と比べて高く、また関税の対象となる品目も多い。こうした数値を日米欧並みにするのが、具体的な目標となろう。なお、米中通商交渉の参考例として挙げられることが多い80年代の日米通商交渉に鑑みれば、貿易障壁の撤廃は年単位でしか進まなかった。そのため、通商会談だけでは、米国が望む貿易赤字の縮小は緩やかにしか進行しないだろう。80年代の日米貿易摩擦は85年のプラザ合意に代表される米国のドル安政策を背景にした大幅な円高の進行と日本の貿易黒字が縮小したことで下火となった。トランプ政権も米中通商交渉の進展が遅いと判断した場合、ドル安政策を強く志向する可能性があり注意が必要となる。（佐々木貴彦）

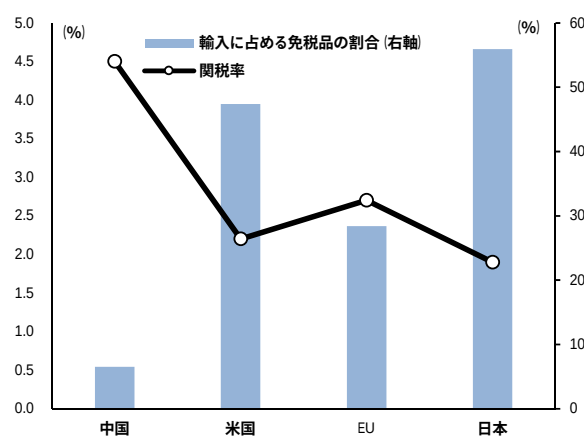
図表3：中国の国・地域別輸出シェア



(注) 2017年2月時点の過去12か月合計値からシェアを算出

(資料) CEIC、みずほ銀行

図表4：関税率、輸入に占める免税品の割合



(注) 関税率は2014年基準かつ各財の税率を輸入量に応じて加重平均したもの、免税品の割合は2015年基準かつ農産品を除く

(資料) WTO、みずほ銀行

韓国：金融政策決定会合レビュー

堅調な経済情勢を背景に政策金利は据え置きか

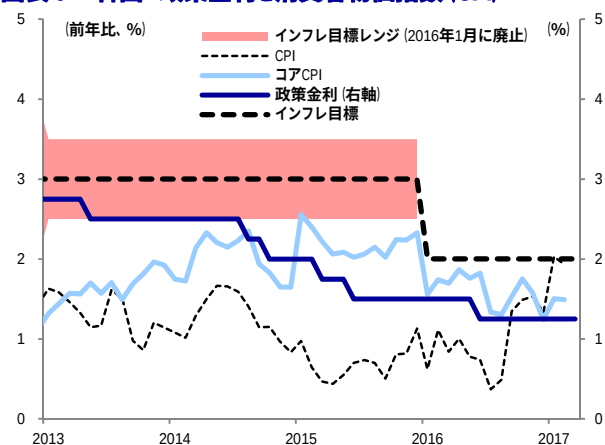
13日（木）に開催される韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、政策金利が1.25%に据え置かれると予想する。前回会合（2月23日）では、市場予想通り8会合連続で政策金利の据え置きが決定された。声明文では、韓国経済は個人消費を中心に内需が低迷する一方で、輸出の改善に伴い緩やかな成長ペースを維持していると述べられた。また、1月に上振れが見られたインフレ率に関しては、原油価格の上昇が一時的なものに止まることで2017年はBOK予測値（+1.8%）から大きく乖離はしないとの認識が示された。会合後に発表された経済指標を見ると、3月輸出が前年比+13.7%と5か月連続で拡大するなど成長ペースを維持している中、朴前大統領の罷免決定を受けた政治的不透明感の後退から、3月消費者信頼感（96.7）は2月（94.4）から改善している。そのため、景気は前回声明文におけるBOKの認識から上振れていると言えるだろう。なお、3月消費者物価指数（CPI）は前年比+2.2%と2月（同+2.1%）からほぼ横ばいに止まっており、大きな変化は見られない。このほか、5月9日（火）には大統領選挙が予定されており、現段階でBOKが金融政策を変更する必要性は乏しい。そのため、今回の会合でBOKは現状の金融政策を維持する見込みだ。（齋藤周）

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

BCBはSelicレートを100bp引き下げか

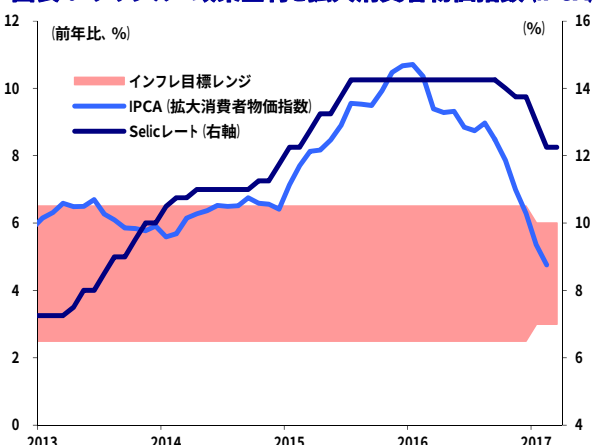
13日（木）に開催されるブラジル中銀（BCB）の金融政策決定会合（COPOM）にて政策金利であるSelicレートは100bp引き下げられると予想する。前回会合（2月23日）ではSelicレートは75bp引き下げられ、12.25%とされた。声明文では、インフレ率の2017年予測値を+4.4%から+4.2%に引き下げ、2018年以降の長期にわたっては+4.5%程度で推移すると予測を示した。この想定の下でBCBはSelicレートを2017年に9.5%、2018年に9.0%にするとしている。先行きのリスク要因に①世界経済の不透明感の強まりがインフレ減速を難しいものにする、②食品価格の下落シ

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: 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、CEIC、みずほ銀行

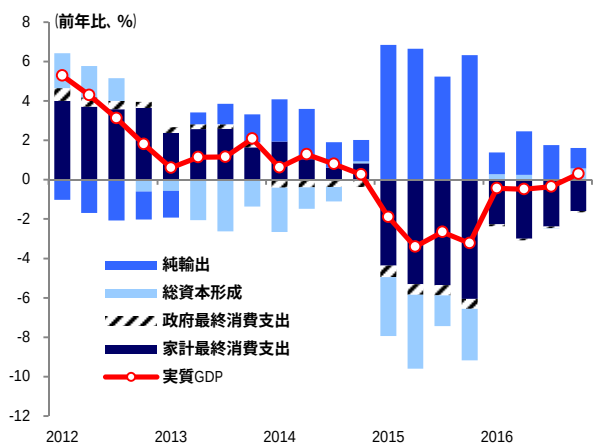
ショックが波及効果をもたらすことで更なるインフレ減速に繋がる、③ブラジル経済の回復ペースが BCB 予想から乖離する、の 3 点を指摘した。その上で今後の緩和サイクルのペースは景気やリスク要因、インフレ予測と期待に左右されるとした。前回会合後の 3 月 30 日、BCB は四半期インフレ報告書を発表し、2017 年のインフレ予測値をさらに+4.0%へ引き下げている。また、インフレ率が目標（+4.5%）に収束していけば、金融緩和のペースは加速する可能性が高まるとの見方を示した。2 月拡大消費者物価指数（IPCA）は前年比+4.76%と 1 月（同+5.35%）から BCB の目標に近付いており、インフレ報告書で示された見方に基づけば、緩和余地は拡大していると言えよう。なお、Selic レートを BCB 予想の 9.50%にするためには、今回の会合を含め年内に予定されている 6 回の会合（4、5、7、9、10、12 月）で計 275bp の引き下げが必要となっている。年末にかけては米利上げ観測も高まりやすく利下げの実行が難しくなる可能性がある中、インフレ率の減速を背景に今回の会合で BCB は 100bp の利下げに踏み切ると予想する。（大島由喜）

ロシア：10～12 月期 GDP は 8 期ぶりのプラス

家計最終消費支出と総資本形成が成長率を押し上げ

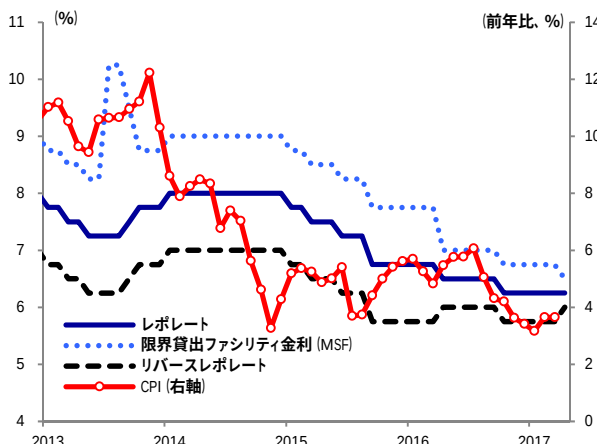
3 月 31 日に発表された 2016 年 10～12 月期 GDP は前年比+0.3%と 7～9 月期（同▲0.4%）から加速し、2014 年 10～12 月期以来の 8 期ぶりのプラス成長となった。内訳を見ると、家計最終消費支出（7～9 月期：同▲4.8%→10～12 月期：同▲3.2%）はマイナス幅が縮小し、総資本形成（7～9 月期：同▲0.1%→10～12 月期：同+2.7%）がプラスに転じたことが成長率を押し上げた。一方、輸入の加速を受け、純輸出（7～9 月期：前年比寄与度 +1.8%ポイント→10～12 月期：同+1.0%ポイント）は減少した。原油価格の低迷や、ウクライナ問題を巡る経済制裁などを背景に低迷してきたロシア経済だが、原油価格が持ち直して以降は緩やかに回復しつつある。今後

図表 7: ロシア 実質 GDP



(資料) CEIC、みずほ銀行

図表 8: 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

も原油価格の底堅い値動きを背景に、ロシア経済は回復基調が継続するだろう。(大島由喜)

インド：金融政策決定会合レビュー

短期金利市場の安定を図る
ためにコリドーの縮小を決定

4月6日に開催されたインド準備銀行(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%に据え置かれた。一方で、金利コリドーの上限である限界貸出ファシリティ(MSF)金利は6.75%から6.50%に25bp引き下げられ、下限であるリバースレポレートは5.75%から6.00%に25bp引き上げられた。その結果、コリドーは1.00%ポイントから0.50%ポイントに縮小した。声明文では、世界経済の持ち直しや高額紙幣廃止による混乱収束に伴う消費回復などを背景にインド経済は加速するとの見通しを示している。物価に関しては、2017年度前半(2017年4月~9月)は前年比+4.5%近辺での推移が見込まれるも、2017年度後半(2017年10月~2018年3月)は同+5.0%へ加速するとの予測を示した。また、エルニーニョ現象による食料品価格の上昇、公務員給与の引き上げ、物品・サービス税(GST)の導入が見込まれることから、インフレ率は上振れリスクが高いとしている。パテル RBI 総裁は会合後の記者会見で金融政策スタンスは引き続き「中立」だと述べた。なお、銀行間市場における流動性が急激に高まっており、短期市場が不安定化するのを避けるためコリドーの縮小が決定されたことを示唆している。足許、3月CPIは前年比+3.65%と4か月連続でRBIの中期目標(+4%)を下回っており、RBIは現状の金融政策を当面は維持する公算が大きい。しかしながら、CPIが予測値を上回った場合は、直ちに金融政策スタンスを引き締め方向に変更するだろう。(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30日 (木)	中国	経常収支	--	\$11.8b	\$37.6b	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	7.2%	6.6%	1.7%	1.4%
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.7	51.8	51.6	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	--	55.1	54.2	--
31日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	\$4605m	\$5735m	\$5008m	--
4月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$6200m	\$6553m	\$7223m	\$7063m
1日 (土)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.7	51.2	51.7	--
3日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	1.3%	0.8%	1.4%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	50.8	51.2	50.9	--
3日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	3.8%	3.6%	3.8%	--
4日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.2%	1.9%	--
5日 (水)	韓国	国際収支・経常収支	--	\$8400.2m	\$5277.8m	--
5日 (水)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.4%	3.4%	3.3%	--
5日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	7.19b	8.71b	4.71b	4.74b
6日 (木)	中国	Caixin中国PMI非製造業	--	52.2	52.6	--
6日 (木)	インド	RBILレート	6.25%	6.25%	6.25%	--
8~18日	中国	海外直接投資(前年比、中国元)	2.0%	--	9.2%	--
10日 (月)	台湾	貿易収支	\$3.87b	--	\$3.36b	--
10~15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	11.1%	--	11.1%	--
10~15日	中国	新規貸出(人民元)	1210.0b	--	1170.0b	--
10~17日	インド	貿易収支	--	--	-\$8896.3m	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2314m	--
12日 (水)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.0%	--	0.8%	--
12日 (水)	インド	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.7%	--
13日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	2.6%	--	2.9%	--
13日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レート	--	--	1.25%	--
13日 (木)	中国	貿易収支	\$11.0b	--	-\$9.15b	--
13~17日	インドネシア	貿易収支	--	--	\$1319m	--
中東欧・アフリカ						
3月30日 (木)	トルコ	経済信頼感	--	96.1	91.5	--
30日 (木)	南アフリカ	SARB政策金利発表	7.00%	7.00%	7.00%	--
31日 (金)	トルコ	GDP(前年比)	1.9%	3.5%	-1.8%	-1.3%
31日 (金)	南アフリカ	貿易収支(ラント)	1.6b	5.2b	-10.8b	-11.2b
31日 (金)	ロシア	経常収支	--	10124m	7800m	10124m
4月3日 (月)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	10.7%	11.3%	10.1%	--
5日 (水)	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	4.3%	4.6%	--
11日 (火)	トルコ	経常収支	--	--	-2.76b	--
11日 (火)	ロシア	経常収支	18750m	--	10124m	--
11日 (火)	ロシア	貿易収支	10.3b	--	11.4b	--
13日 (木)	南アフリカ	鉱物生産量(前年比)	--	--	1.3%	--
17~18日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.1%	--	-2.7%	--
ラテンアメリカ						
4月4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4560m	\$4560m	\$4560m	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	4.6%	--	4.8%	--
7日 (金)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	5.3%	--	4.9%	--
12日 (水)	ブラジル	広義小売売上高(前月比)	--	--	-0.2%	--
12~13日	ブラジル	SELICレート	11.25%	--	12.25%	--

(注) 2017年4月7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 1～3月 (実績)	SPOT	2017年 6月	9月	12月	2018年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8315 ～ 6.9640	6.8977	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.7725	7.7700	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	64.788 ～ 68.388	64.535	67.5	66.0	65.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ～ 13496	13328	13500	13300	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1133.25	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.4090 ～ 4.5002	4.4365	4.48	4.38	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ～ 50.467	50.160	51.0	50.2	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3909 ～ 1.4547	1.4020	1.42	1.41	1.40	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	30.146 ～ 32.447	30.541	30.40	30.20	30.00	29.80	29.60
タイバーツ	(THB)	34.30 ～ 36.01	34.57	35.3	35.0	34.5	34.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22690	22900	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.8583 ～ 61.7190	56.3540	60.00	62.00	64.00	62.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.7938	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ～ 3.9415	3.7098	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ～ 3.2912	3.1434	3.19	3.25	3.30	3.26	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.6160 ～ 22.0385	18.7657	21.00	20.50	20.20	20.00	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.012 ～ 17.031	16.097	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	14.176 ～ 15.291	14.268	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.756	1.716	1.63	1.64	1.62	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.827 ～ 0.880	0.832	0.815	0.812	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ～ 10.127	9.801	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.944 ～ 26.274	24.959	24.55	24.66	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.195 ～ 2.377	2.208	2.16	2.15	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ～ 81.66	79.07	77.46	76.60	75.00	74.82	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.570 ～ 3.741	3.630	3.62	3.58	3.50	3.49	3.51
タイバーツ	(THB)	3.187 ～ 3.300	3.207	3.12	3.09	3.04	2.99	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4835 ～ 0.5213	0.4889	0.48	0.47	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ～ 2.024	1.967	1.83	1.74	1.64	1.68	1.68
南アフリカランド	(ZAR)	8.219 ～ 8.978	8.039	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	29.076 ～ 33.476	29.878	30.56	29.19	27.63	26.67	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	34.866 ～ 37.450	35.268	34.48	33.23	31.82	31.90	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 5.999	5.908	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注) 1. 実績の欄は 2017 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 7 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 (4 月 3 日発行)』及び『中期為替相場見通し (3 月 31 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。