

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

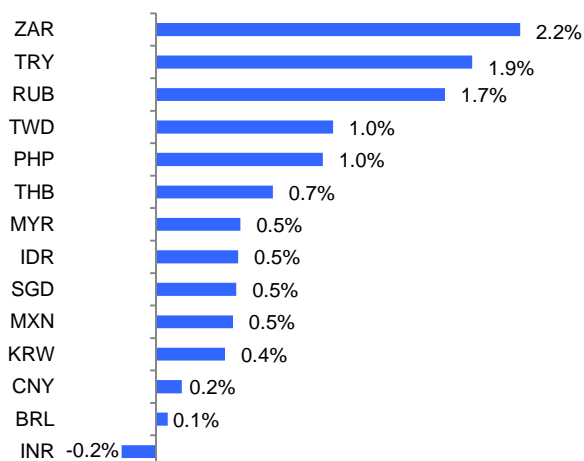
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は上昇

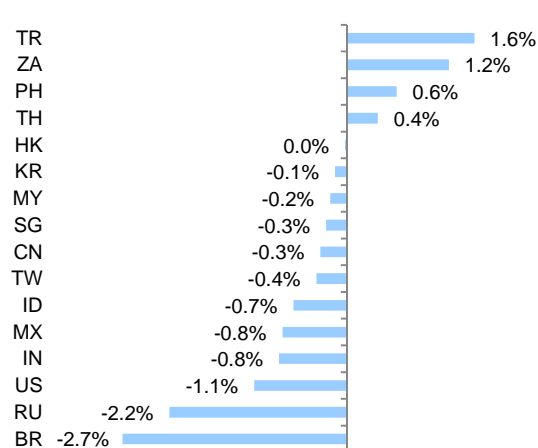
今週の新興国通貨は上昇した。先週末に発表された米3月雇用統計は市場予想を下回る結果となった。しかし、ダドリーNY連銀総裁が「FRBがバランスシート縮小を始めれば、利上げを休止する」とした自身の発言について「休止」とは極めて短い期間であると強調したため、ドルは堅調に推移。週初もドル買いの流れは継続し、新興国通貨は下押しされた。11日、シリアや北朝鮮を巡る地政学的リスクの高まりを受け、リスク回避の動きからドルが軟化すると、大半の新興国通貨は底堅く推移した。12日、トランプ米大統領の「ドルは強すぎる」との発言を受け、ドルは下落し新興国通貨は上昇。13日、2017年1～3月期の米大手銀行決算が予想を上回ったことを背景にドルは上昇するも、新興国通貨は小動きに止まった。

個別通貨を見ると、南アフリカではズマ大統領の不信任案に対する審議開始の決定が好感され、ZAR(+2.2%)は上昇。また、TRY(+1.9%)は週初こそ16日(日)に憲法改正案を問う国民投票を控えて売り込まれていたものの、ドル安の動きを受けて買い戻された。RUB(+1.7%)は原油価格の上昇と米露が関係改善のため作業部会の設置などで合意したことを背景に値を上げた。(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

ドル安の流れが継続し、新興国通貨は底堅くなる見込み

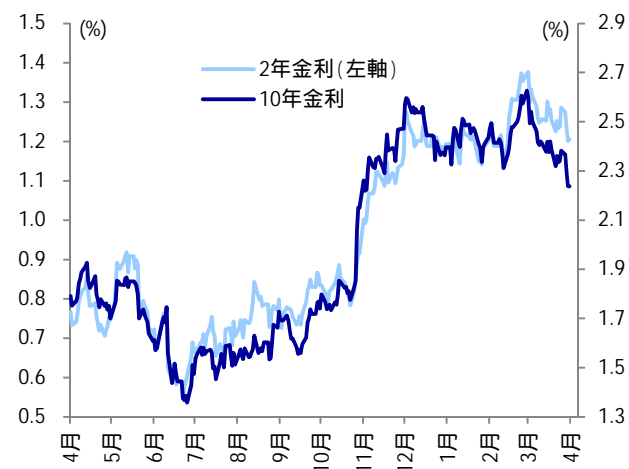
来週の新興国通貨は堅調推移を予想する。12日に公表されたトランプ大統領によるドル安・低金利を志向する旨のインタビューは、新興国通貨の基調に変化をもたらした。ゴードン財務相解任（3月31日）をきっかけに、財政悪化に対する懸念から続落していたZARは、続落する前の水準まで急騰した。また、シリア情勢の緊迫化や憲法改正を問う国民投票（4月16日）を控えて、月初から値を下げていたTRYは月初来高値近辺まで上昇した。このようにトランプ大統領の発言は財政リスクや地政学リスクを大きく上回る影響を新興国通貨に及ぼしている。かかる状況を踏まえれば、来週は北朝鮮や中東情勢の緊迫化など地政学リスクが引き続き意識されるものの、ドル安の流れを背景に新興国通貨は底堅い値動きとなるだろう。

IDR、KRWの急落リスクは高い

但し、来週はIDR及びKRWは値動きを異にする可能性が高い。19日（水）にインドネシアにおいてジャカルタ州知事選挙の決選投票が予定されている。与党候補のバスキ氏と野党候補のアニエス氏は互角の戦いを繰り広げており、12日のテレビ討論会を経てもどちらが勝つか未だ不透明な情勢となっている。こうした中、イベントリスクを避けたい市場参加者によるポジション調整を受けて、IDRは売り優勢の地合いとなるだろう。また、北朝鮮では政府が対外強硬姿勢を強めており、金正日誕生日（15日）や朝鮮人民軍創設記念日（25日）に向けて軍事活動を活発化させる可能性が高まっている。こうした中、韓国では大統領選において親北朝鮮と言われている文在寅氏と北朝鮮への制裁を示唆する安哲秀氏が接戦を展開している。北朝鮮情勢の緊迫化が意識される中、北朝鮮に融和的であり米国とは距離を置く文氏が優勢となれば、情勢悪化への懸念からKRWは大きく値を下げる可能性がある点には留意したい。

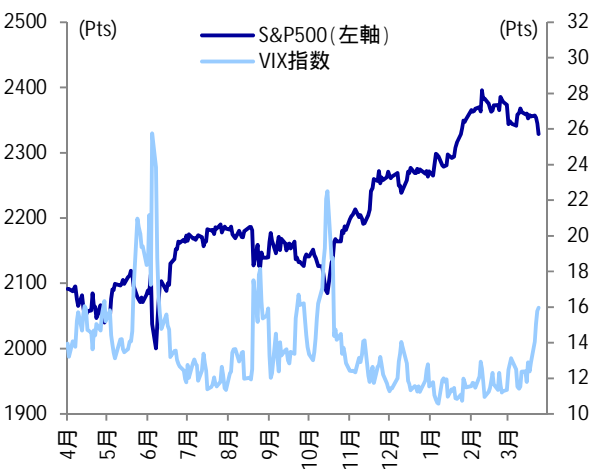
（佐々木貴彦）

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

トルコ：憲法改正案の是非を問う国民投票について

国民投票に対する賛成と反対の支持率は拮抗

16日（日）にトルコでは憲法改正案の是非を問う国民投票が開催される。国民投票で改正案が承認されれば、象徴的な位置づけになっている大統領に、首相に与えられている行政権が付与されることになる。同法案を巡っては、大統領権限の強化を通じてテロ対策の進展などを望む賛成派とエルドアン大統領の独裁体制強化を警戒する反対派に国内世論が二分されている。直近の世論調査でも賛成と反対の支持率はほぼ同数となっており、投票結果に対する先行き不透明感がTRY売り材料となっていた。そのため、国民投票で改正案が承認された場合、先行き不透明感の後退からTRYは一時的に上昇しよう。もっとも、これまでエルドアン大統領はクルド人勢力やギュレン運動など国内敵対勢力を強権で封じ込めてきた結果、反対勢力による強い反発を招き、昨年7月にはクーデター未遂が発生した。こうした状況下、憲法改正案が承認された場合、反対勢力によるテロなど国内情勢の悪化が懸念されるため、TRYの上昇局面は短期間に止まると考える。一方、国民投票で否決された場合は、解散・総選挙の実施などの対応が想定されるも、エルドアン政権から明確な示唆はなく、どのような対応がなされるのか定かではない。そのため、政治情勢の先行き不透明感が強まり、TRYは値を下げる展開を予想する。（佐々木貴彦）

インドネシア：金融政策決定会合プレビュー

インフレ上昇懸念を背景に政策金利を据え置きか

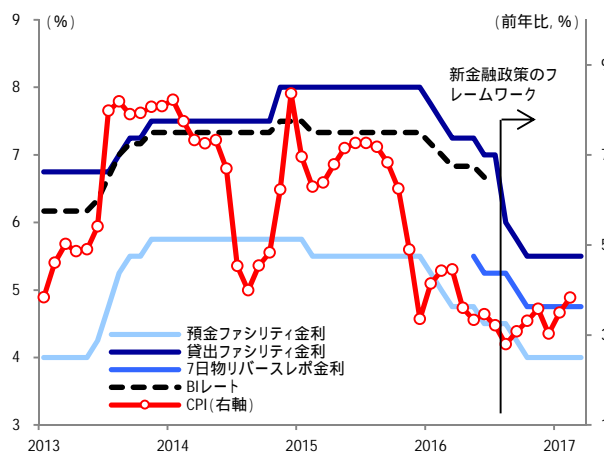
20日（木）に開催されるインドネシア中銀（BI）の金融政策決定会合にて、7日物リバースレポレート（政策金利）は4.75%に据え置かれると予想する。前回会合（3月16日）の声明文では、インドネシア経済は堅調な推移が見込まれるものの、世界経済の先行き不透明感は強く、米通商政策や欧

図表3：トルコ 国民投票の事前調査結果

調査会社	賛成	反対	調査時期
THEMIS	46.1%	53.9%	4月8日～12日
KONDA	51.5%	48.5%	4月7日～10日
AKAM	46.2%	53.8%	4月5日～10日
ANAR	52.0%	48.0%	4月5日～10日

（資料）各種報道、みずほ銀行

図表4：インドネシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



（注）7日物リバースレポ金利は2016年5月から発表が開始され、8月から正式に政策金利として採用された

（資料）CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

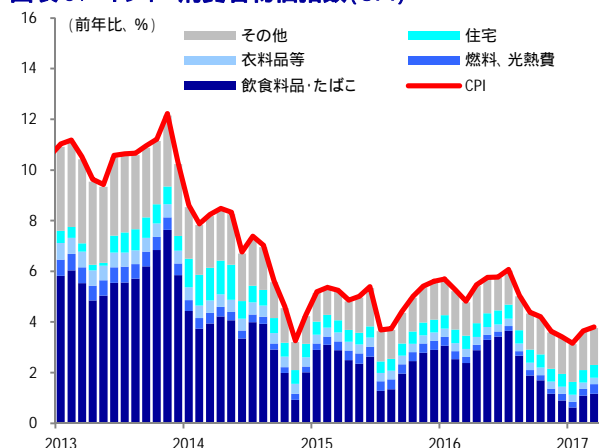
州政治情勢を見極める必要があるため、政策金利を据え置いたとした。また、インフレについては、管理価格の引き上げによって上振れするリスクを指摘している。なお、2月輸出が前年比+11.2%と5か月連続で増加し、3月製造業PMIは50.5と2月(49.3)から改善するなど、インドネシア経済は持ち直し続けており、追加緩和の必要性は小さくなっている。一方、3月消費者物価指数(CPI)は同+3.6%と2月(同+3.8%)から小幅に減速したが、商品価格の上昇や電気料金引き上げを受けて加速するリスクは依然として大きい。かかる状況下、BIは金融政策スタンスを「慎重ながら緩和的」としているが、インフレ圧力の高まりへの懸念から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)

インド: 3月CPIは5か月ぶりの高い水準

燃料価格の高騰を背景に
CPIは加速

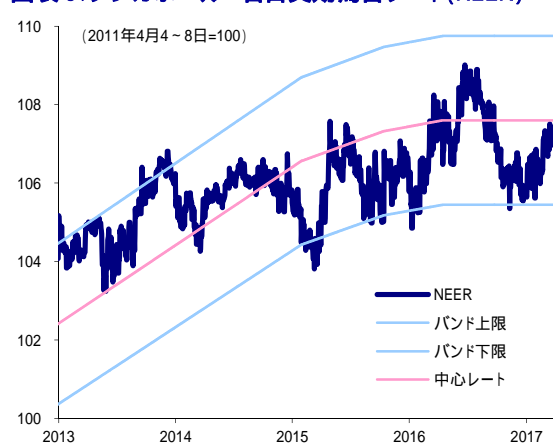
12日に発表されたインド3月CPIは前年比+3.8%と2月(同+3.7%)から加速し、2016年10月以来の高水準となった。内訳を見ると、燃料価格の高騰を背景に燃料・光熱費が同+5.6%と2月(同+3.9%)から大幅に加速したことがCPIを押し上げた。CPIは2か月連続で加速するも、依然としてインド準備銀行(RBI)の中期目標(+4%)を下回っている。しかし、前回の金融政策決定会合(4月6日)でRBIは物価に関して、2017年度前半(2017年4月~9月)は前年比+4.5%近辺での推移が見込まれ、2017年度後半(2017年10月~2018年3月)は同+5.0%へ加速するとの予測を示した。また、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。CPIの加速が続く公算は大きく、今後RBIは金融政策スタンスを中立から引き締め方向に変更する可能性は高いだろう。(大島由喜)

図表5: インド 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: シンガポール 名目実効為替レート(NEER)



(注) MAS は名目実効為替レート及び SGD 高誘導ベースの具体的な数値を発表していないため、データはみずほ銀行試算値。

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール：金融政策決定会合レビュー

堅調な経済情勢を受けて MAS は現状の金融政策を維持

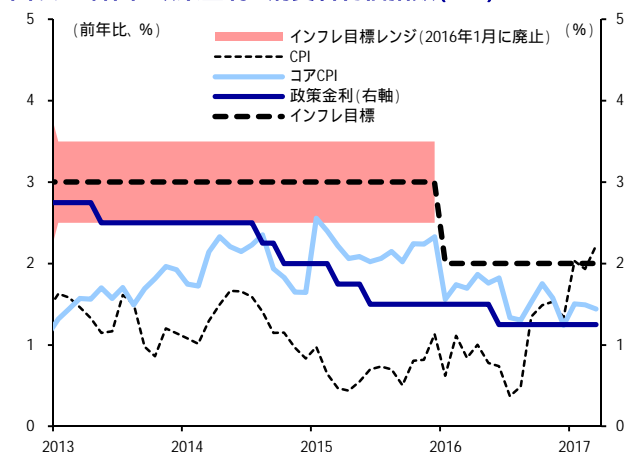
13 日に開催されたシンガポール金融管理局（MAS、中央銀行）の金融政策決定会合では、政策対象である SGD の名目実効為替レート（NEER）について、上下どちらにも誘導しない中立スタンスの維持が決定された。また、NEER の変動幅及び中心レートについても現行の水準で据え置いている。声明文では、世界経済の回復に伴いシンガポール経済は持ち直しつつあるも、労働市場及び消費者マインドの弱さから回復の度合いはセクターによってまちまちであることが指摘された。そのため、MAS による 2017 年の成長見通しは+1.0%~3.0%と 2016 年（+2.0%）から大きく変わらない水準に止まった。一方で、MAS が注視している宿泊費・運送費を除く CPI（コア CPI）については、2016 年（+0.9%）から僅かに加速し+1.0%~+2.0%のレンジ内で収まるとしている。経済全体は緩やかに持ち直すも、冴えない内需を背景に物価上昇圧力は大きく高まらないと判断したことから、MAS は現状の金融政策を維持した模様だ。同日発表された 2017 年 1~3 月期 GDP は前年比+2.5%と 2016 年 10~12 月期（同+2.9%）から小幅に減速するも、MAS の見通しレンジ（+1.0%~3.0%）の上限に収まった。MAS の想定通り緩やかな成長が続いているため、次回の会合（10 月中旬）までは現状の金融政策が維持されると予想する。

韓国：金融政策決定会合レビュー

BOK は 9 会合連続で政策金利を据え置き

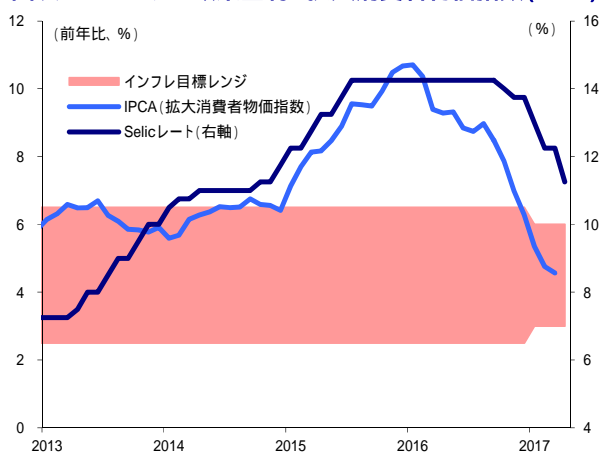
13 日に開催された韓国中銀（BOK）の金融政策決定会合では、政策金利が市場予想通り 9 会合連続で 1.25%に据え置かれた。声明文では、世界経済は緩やかに回復し続けるも、米国経済・金融政策、保護主義の拡大及び、欧州政治における不確実性の強まりに左右されると前回会合（2 月 23 日）同様に指摘した。韓国経済については個人消費が引き続き低迷している一方、輸出の改善に伴い経済全体は回復しているとし、成長率の予測値を

図表 7: 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 8: 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

+2.5%から+2.6%に上方修正した。また、停滞していた雇用にも改善が見られたとしている。物価に関しては、原油価格と農林水産品の値上がりを背景に CPI は当面+2%台で推移するも、年間ベースでは前回の予測値（+1.8%）を若干上回る水準になるとし、予測値を+1.9%に上方修正した。このほか、為替相場については、ドル買いの動きが強まったことや地政学的リスクの高まりを背景に **KRW** 安になっているとした。景気回復は緩やかなものに止まり、インフレ率も予測値近辺で推移すると見込まれる中、北朝鮮情勢の緊迫化も懸念されるため、**BOK** は当面政策金利を据え置くだらう。

（大島由喜）

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

インフレ率の低下を受けて
BCB は大幅利下げを行う

13 日（木）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、政策金利である **Selic** レートが 100bp 引き下げられ 11.25%となった。声明文では、ブラジル経済は安定しつつあり、今後は緩やかに回復するとした。一方で、世界経済や商品価格の先行き不透明感の強さを懸念事項として挙げている。インフレ率に関しては低位安定する見込みであり、2017 年は+4.1%、2018 年は+4.5%近辺、2019 年も+4.5%を僅かに下回る水準になるとの予測を公表した。また、物価が予測から大きく外れるリスクとして、財政健全化法案の不成立が追加された。足許、財政健全化策の要である年金改革法案を巡っては、労働組合を中心に反対意見が多く、テメル政権と各業界団体との交渉は難航し、成立見込み時期が後ずれしている。**BCB** は年金改革法案が頓挫し、財政赤字が拡大することでインフレ率が上振れすることを懸念している模様だ。もっとも、テメル政権は来月に下院にて採決を行うべく同法案の詳細を詰めており、廃案になる可能性は今のところ低い。なお、**BCB** は前回会合（2 月 23 日）においてインフレ率が目標（+4.5%）に収れんする場合は年内に **Selic** レートを 9.50%にすると発表している。3 月拡大消費者物価指数（**IPCA**）は前年比+4.57%と 2 月（同+4.76%）から小幅に減速し、**BCB** の目標（+4.5%）に近づいた。こうした物価動向に鑑みれば、**BCB** は次回の会合においても **Selic** レートの引き下げを行うと予想する。

（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						
4月10日 (月)	台湾	貿易収支	\$3.7b	\$3.93b	\$3.36b	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$1832m	-\$1728m	-\$2314m	-\$2469m
12日 (水)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.0%	0.9%	0.8%	--
12日 (水)	インド	消費者物価指数(前年比)	3.9%	3.8%	3.7%	--
13日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	2.6%	2.5%	2.9%	--
13日 (木)	韓国	韓国銀行7日間ポレート	1.25%	1.25%	1.25%	--
13日 (木)	中国	貿易収支	\$12.5b	\$23.93b	-\$9.15b	--
13日 (木)	中国	海外直接投資(前年比、中国元)	2.0%	6.7%	9.2%	--
13~15日	中国	M2(前年比)	11.1%	--	11.1%	--
13~15日	中国	新規貸出(人民元)	1200.0b	--	1170.0b	--
13~17日	インド	貿易収支	-\$8433m	--	-\$8896.3m	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	7.3%	--	21.5%	--
17日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	9.7%	--	10.9%	--
17日 (月)	中国	固定資産投資	8.8%	--	8.9%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.3%	--	6.0%	--
17日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.8%	--	6.8%	--
17日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	6.0%	--	6.6%	--
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.8%	--	8.6%	--
17日 (月)	インドネシア	輸出(前年比)	14.1%	--	11.2%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$1386m	--	\$1319m	--
19日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	5.3%	--	4.5%	--
19日 (水)	フィリピン	総国際収支	--	--	-\$436m	--
19日 (水)	インドネシア	インドネシア銀行7日物ポレート	4.75%	--	4.75%	--
中東欧・アフリカ						
4月11日 (火)	トルコ	経常収支	-2.5b	-2.53b	-2.76b	--
11日 (火)	ロシア	経常収支	18750m	22800m	10124m	--
11日 (火)	ロシア	貿易収支	10.3b	10.2b	11.4b	--
13日 (木)	南アフリカ	鉱物生産量(前年比)	1.4%	4.6%	1.3%	1.4%
17~18日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	-2.7%	--
19日 (水)	南アフリカ	CPI(前年比)	6.4%	--	6.3%	--
19日 (水)	ロシア	失業率	5.6%	--	5.6%	--
19日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-1.7%	--	-2.6%	--
20日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	--	--	67.8	--
ラテンアメリカ						
4月7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	4.6%	4.6%	4.8%	--
7日 (金)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	5.3%	5.4%	4.9%	--
12日 (水)	ブラジル	広義小売売上高(前月比)	2.1%	1.4%	-0.2%	2.8%
12~13日	ブラジル	SELICレート	11.25%	11.25%	12.25%	--
13日 (木)	ブラジル	IBGEサービス部門売上高 前年比	-6.7%	-5.1%	-7.3%	-3.5%
17~20日	ブラジル	経済活動(前年比)	-2.5%	--	-0.8%	--
20日 (木)	ブラジル	IBGEインフレIPCA-15(前年比)	--	--	4.7%	--
21日 (金)	メキシコ	Unemployment Rate SA	--	--	3.5%	--

(注)2017年4月14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	6.8900	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7725	7.7740	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	64.788 ~ 68.388	64.411	67.5	66.0	65.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13256	13500	13300	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1129.80	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.4090 ~ 4.5002	4.4128	4.48	4.38	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.467	49.395	51.0	50.2	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3909 ~ 1.4547	1.3982	1.42	1.41	1.40	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	30.146 ~ 32.447	30.282	30.40	30.20	30.00	29.80	29.60
タイバーツ	(THB)	34.30 ~ 36.01	34.33	35.3	35.0	34.5	34.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22677	22900	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.8583 ~ 61.7190	56.2874	60.00	62.00	64.00	62.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.4562	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6704	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	3.1442	3.19	3.25	3.30	3.26	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.6160 ~ 22.0385	18.5904	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	15.855	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	14.176 ~ 15.291	14.042	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.756	1.692	1.63	1.64	1.62	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.827 ~ 0.880	0.824	0.815	0.812	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.127	9.609	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.944 ~ 26.274	24.688	24.55	24.66	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.195 ~ 2.377	2.207	2.16	2.15	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	78.08	77.46	76.60	75.00	74.82	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.605	3.62	3.58	3.50	3.49	3.51
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.174	3.12	3.09	3.04	2.99	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4835 ~ 0.5213	0.4813	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	1.935	1.83	1.74	1.64	1.68	1.68
南アフリカランド	(ZAR)	8.219 ~ 8.978	8.112	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	29.721	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	34.720	34.48	33.23	31.82	31.90	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.999	5.873	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14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(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。