

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

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

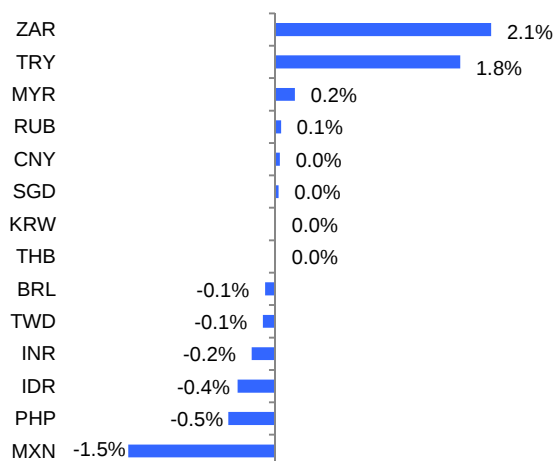
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は大半が小幅な値動き

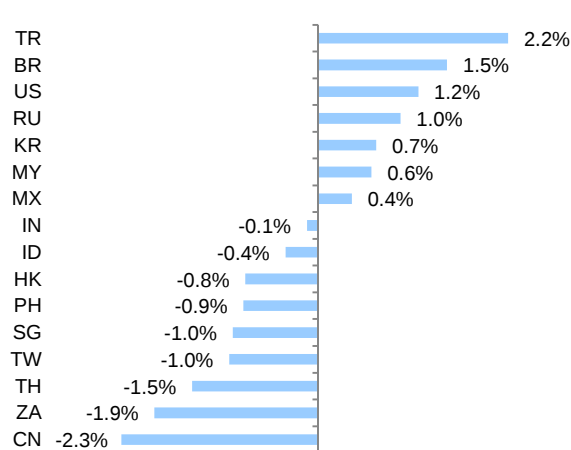
今週の新興国通貨は大半が小幅な値動きとなった。先週末に米財務省が発表した為替報告書はほぼ事前予想通りの内容となったため、市場の反応は限定的だった。週初、ムニューシン米財務長官の「長期的には強いドルが好ましい」との発言を受けてドルが上昇。北朝鮮を巡る地政学リスクの高まりも相俟って、新興国通貨は値を下げた。18日、メイ英首相による総選挙前倒しの発表を受けポンドが上昇する中、米経済指標（3月住宅着工件数）や米企業決算が冴えない結果となりドルは軟化したが、新興国通貨は小動きにとどまった。19日は原油価格が下落したことを背景に資源国通貨は軟化した。20日にムニューシン財務長官が「近く大型税制改革プランを発表する」と述べたことを受けてドルは上昇したものの、大半の新興国通貨は動意が薄い展開となった。

個別通貨を見ると、南アフリカのギガバ財務相が大手格付け会社の格下げを阻止するためには「何でもやる」と発言したことが好感され、ZAR（+2.1%）は上昇した。また、憲法改正案を問う国民投票を通過したことによる安心感から TRY（+1.8%）は値を伸ばした。一方、原油価格の下落をきっかけに MXN（▲1.5%）は大きく値を下げた。（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

フランス大統領選は大混戦

来週の新興国通貨はフランス大統領選挙の結果に大きく左右されそうだ。23日（日）にフランス大統領選の初回投票が行われるが、直前になって大混戦となってきた。これまでは、初回投票で50%以上の票を獲得する候補者おらず、EU離脱を掲げる国民戦線（FN）の党首であるルペン氏と親EU派のマクロン前経済相が5月7日（日）の決選投票に進み、マクロン氏が勝利するというのがメインシナリオであった。だが、足元では左翼党・共同党首のメランション氏が急速に支持を伸ばしてきており、もはやルペン氏、マクロン氏、共和党のフィヨン元首相の4候補者の誰が決選投票に進んでも不思議ではなく、ふたを開けてみなければわからない状況だ。

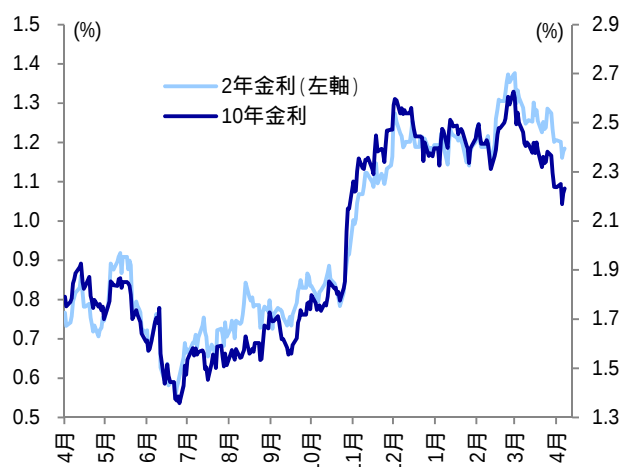
メランション氏とルペン氏が決選投票に進んだ場合、市場は混乱に陥る公算

初回投票でマクロン氏が決選投票に進出することになれば、もう1人の候補者が誰であっても決選投票ではマクロン氏が勝利するとみられており、市場は安堵してリスク志向が高まろう。しかし、条件付でEU離脱を主張しているメランション氏とルペン氏が決選投票に進むことになれば、市場は決選投票を待たずして即座に混乱に陥ることが想定される。このシナリオの下では新興国通貨の売り圧力が強まるだろう。

朝鮮半島情勢への懸念が強まるリスクは無視できず

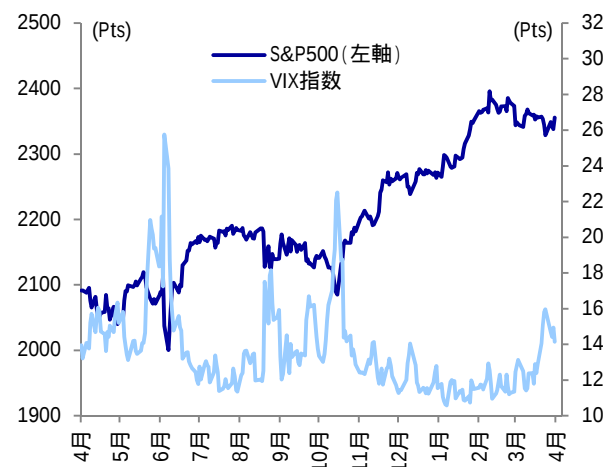
また、足元で地政学リスクへの警戒がやや後退しているが、来週にかけては緊張が高まる可能性がある。朝鮮半島情勢は、北朝鮮が16日午前には東部の新浦（シンポ）付近から弾道ミサイル1発を発射して以来、若干緊迫感が薄れている。しかしながら、北朝鮮が朝鮮人民軍創設記念日である25日前後に追加の挑発行為に出る可能性は残っており、再び緊張感が高まる恐れがある。20日に国連安全保障理事会は北朝鮮による16日のミサイル発射を「強く非難」する報道声明を発表し、北朝鮮に即時に挑発行為を停止するよう要求するとともに、核実験をこれ以上しないよう求めるとした。こうした中で北朝鮮が再びミサイル発射や核実験の実施などに踏み切った場合、軍事衝突など不測の事態を招くことも無視できず、情勢を引

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

米経済指標の下振れは米金利低下とドル安を招き、新興国通貨のサポート材料

き続き注視しておく必要がある。

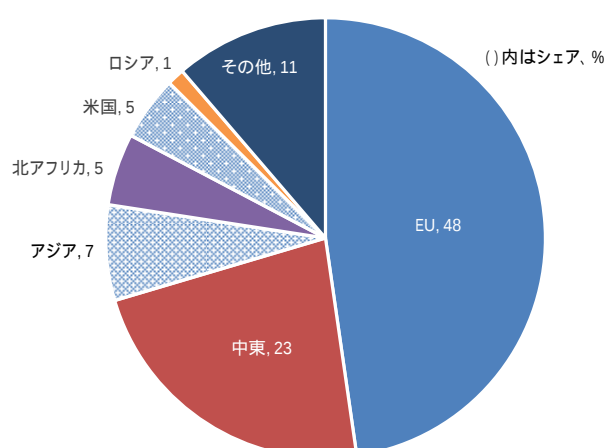
他方、米金利の低下とそれに伴うドル安は新興国通貨のサポート要因である。米 10 年債利回りは節目とみられていた 2.2%を一時的に下回るなど、低下傾向で推移している。地政学リスクの高まりや欧州の政治情勢の不透明感など、海外要因で金利に低下圧力がかかっている面はあるものの、このところ発表される米経済指標の下振れが目立つことも一因だろう。一段の米金利低下とドル安は新興国への資本流入を誘発し、通貨も上昇するとみられる。もっとも、米国の実体経済への懸念は米国株の下落につながり、世界的な株安などリスク回避姿勢が強まる可能性があり、この場合には新興国通貨の上値を押さえるだろう。(多田出健太)

トルコ：憲法改正案の是非を問う国民投票について

憲法改正案は承認もトルコ経済の先行き不透明感は燦る

16 日(日)にトルコにおいて憲法改正案の是非を問う国民投票が実施され、賛成が 51.4%と過半数を上回り改正案は承認された。これを受けて、大統領権限は大幅に強化され、エルドアン大統領は国会の解散権や司法の人事権も掌握する。また、首相職は廃止され、代って大統領が行政の長を兼ねる体制へ移行する予定だ。改正案が否決され政治情勢の先行き不透明感が強まる事態は避けられたため、週明け 17 日の TRY 相場はオープン直後に大きく上昇する展開となった。しかしながら、その後は上値の重い値動きとなっている。背景にはエルドアン大統領が強力な権限を用いて国内の反対勢力を締め付ける可能性があることや、欧州連合(EU)との対決姿勢を強めていることへの懸念がある模様だ。エルドアン大統領はドイツやオランダが両国内に居住するトルコ人の国民投票に関する集会を阻害したとして

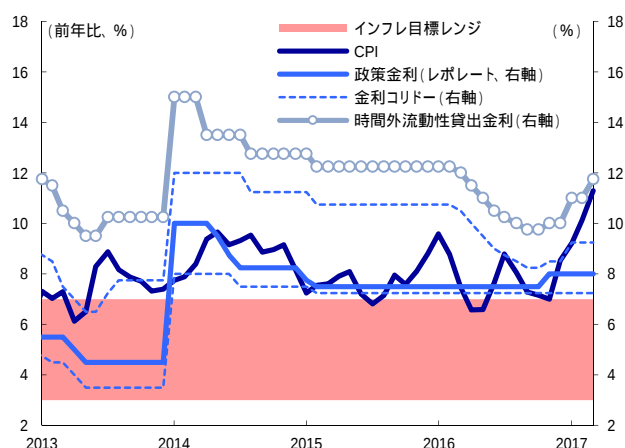
図表 3: トルコ 輸出(国別シェア)



(注)2017 年 2 月時点、直近 12 か月分のシェアを算出

(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 4: トルコ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

¹ 本来は取引時間内で資金調達できなかった金融機関に対して CBRT が緊急貸出を行う際に用いる金利だった。しかし、1 月 16 日に CBRT がインターバンク資金市場から調達できる上限金額を従来の金額から半減(110 億リラ)させて以降、多くの金融機関は同金利で CBRT から資金調達を余儀なくされている。

両国を強く非難し、足許は EU にも矛先を向けている。トルコの輸出に占める EU 向けの割合はほぼ半分となっており、EU との関係悪化は輸出にも悪影響を及ぼしかねない。高インフレと高金利によりトルコは消費も投資も弱含んでおり、更に外需も落ち込むこととなれば急減速を免れないだろう。こうした状況を踏まえれば、今後の TRY が上昇基調となる可能性は低いと言えよう。(佐々木貴彦)

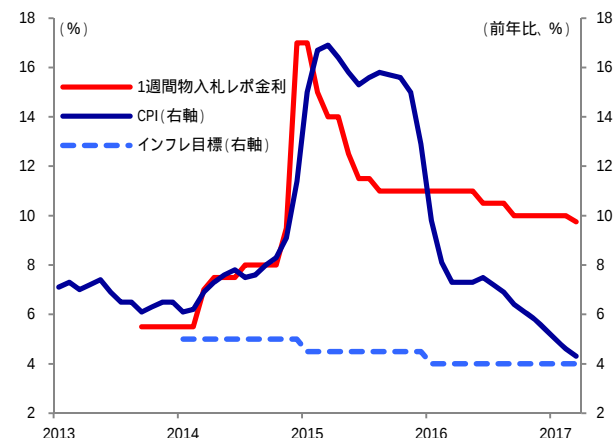
トルコ：金融政策決定会合プレビュー

エルドアン大統領への配慮から CBRT は政策を現状維持か 26 日（水）に開催されるトルコ中央銀行（CBRT）の金融政策決定会合では、実質的な市場金利の上限として用いられている時間外流動性貸出金利¹など各種政策金利が据え置かれると予想する。前回の会合（3 月 16 日）では、インフレ率が大幅に加速する可能性があることから、時間外流動性貸出金利を 11.00% から 75bp 引き上げ 11.75% とした。そのほか、金利コリドー上限である翌日物貸出金利は 9.25%、下限である翌日物借入金利は 7.25%、政策金利であるレポレートは 8.00% にそれぞれ据え置かれた。会合後に発表された 3 月消費者物価指数（CPI）は前年比+11.3% と 4 か月連続で加速し、2008 年 10 月以来の高い伸び率となった。物価動向に鑑みれば、今回の会合で追加引き締め策が実行されるべきだが、実現する公算は小さいと考える。エルドアン大統領は低金利政策を志向しており、また今回の憲法改正で同大統領の権限が大きく拡大したことで、CBRT は大統領の意に反する引き締め政策を実行しづらくなっているためだ。かかる状況下、今回の会合で CBRT はタカ派姿勢を堅持するも、現状の金融政策を維持するだろう。(佐々木貴彦)

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

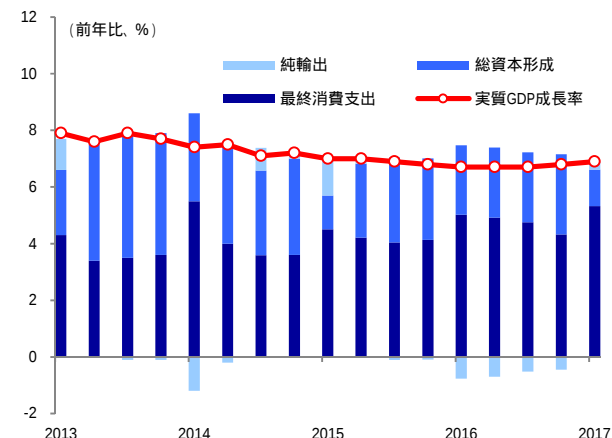
CBR は 3 月会合に続き利下げを決定すると予想 28 日（金）に開催されるロシア中央銀行（CBR）の金融政策決定会合では、3 月に続き 25bp の利下げを予想する。CBR は 3 月 24 日に開催した会

図表 5: 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

図表 6: 中国 実質 GDP 成長率



(資料) ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

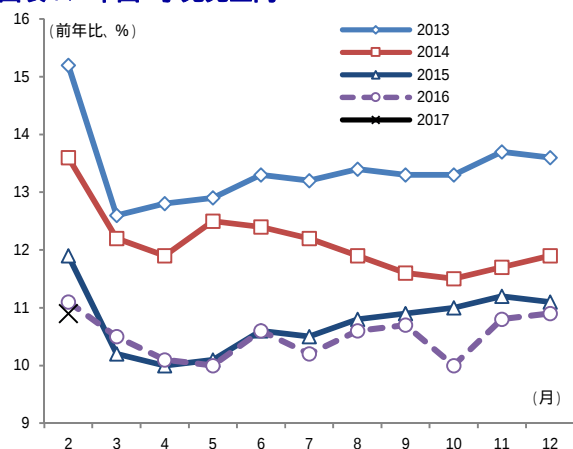
合で予想外の利下げを決定した。2月会合では「国内外の状況に鑑みて、2017年前半における CBR の利下げ余地は縮小した」とタカ派に転換していたため利下げはサプライズであったが、CBR は昨年9月以降に2017年上半期中の利下げを示唆してきたため、段階的に利下げすること自体に驚きはない。なお、先行きについて CBR は4～9月にかけて緩やかに政策金利を引き下げていくと予告している。2月に CBR がタカ派に傾斜した背景には、ロシア財務省による国家基金の積み増しを目的とした外貨購入が過度な RUB 安を招くとの懸念があったが、足元にかけても RUB は上昇基調が継続しており、RUB 相場が追加利下げを阻むことはなさそうだ。インフレ率は過去2年間にわたる景気後退によって需給が緩んでいることに加え、原油高とそれに伴う RUB 高によって輸入インフレが抑制されたことで+4%台前半まで低下している。CBR は2017年末に+4%との目標達成に向けて慎重姿勢を崩していないため大幅な利下げは想定されないものの、今会合でも25bpの利下げに踏み切るだろう。(多田出健太)

中国：1～3月期 GDP は良好な結果に

中国経済は底堅さを維持する
見込み

17日に発表された2017年1～3月期 GDP は前年比+6.9%と2016年10～12月期(同+6.8%)から加速し、政府の目標(+6.5%前後)を上回る良好な結果となった。内訳を見ると、最終消費支出(10～12月期：前年比寄与度+4.3%ポイント→1～3月期：同+5.3%ポイント)の拡大が経済全体をけん引した。中国の消費は旧正月の長期休暇に伴い1～2月期に加速する傾向があるため、今後は伸び悩む公算が大きい。もっとも、2016年から景気を下支えしてきた投資活動は堅調を維持しており、中国経済が底割れる可能性は低い。同日発表された1～3月期の固定資産投資は前年比+9.2%と2月(同+8.9%)から加速しており、とりわけインフラ部門の固定資産

図表7：中国 小売売上高



(注)小売売上高の1月分は発表されない

(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8：インドネシア ジャカルタ州知事選挙の結果

候補	Cyrus Network	SMRC	備考
 バスキ・ブルマナ (通称:アホック)	42.65%	41.94%	・現ジャカルタ州知事。 ・闘争民主党、ゴルカル党などが支持。 ・イスラム教を偏見したとして、起訴されている。
 アニエス・バセダン	57.35%	58.06%	・元教育文化相。 ・グリンドラ党が支持。

(資料)各種報道、みずほ銀行

投資は同+23.5%と高水準の伸びを維持した。政府が過剰生産能力や債務削減を掲げる中、目標値(+9.0%)を上回ったのは気がかりではある。しかし、秋に最重要人事を決定する全国人民代表大会を控えて、中国政府がインフラ投資に対して消極的姿勢をとることはないだろう。そのため、当面の中国経済は底堅さを維持すると考える。(佐々木貴彦)

インドネシア：ジャカルタ特別州知事選挙レビュー

アニエス候補の勝利がほぼ
確実な情勢に

19日にジャカルタ特別州知事選挙の決選投票が行われ、民間調査会社の出口調査によると最大野党グリンドラ党が推すアニエス候補が約58%の得票率を得て勝利することがほぼ確実となった。政府与党が推す現職のバスキ候補の得票率は42%にとどまった模様だ。なお、選挙管理委員会の最終集計発表は数日かかると思われる。

イスラム教を侮辱する発言が
バスキ候補の足枷に

2月15日に行われた第1回投票では、アニエス候補は政治的な諸課題の新たな解決策を理論的に主張し、40.0%の得票率を得た。また、バスキ候補は現職としての今までの結果を主張するも得票率が43.0%となり、両者の得票率は拮抗した。一方、民主党が支持するユドヨノ前大統領の長男であるアグス候補の得票率は17.1%となった結果、得票数が過半数に届く候補者がいなかったため、アニエス候補とバスキ候補による決選投票が行われることとなった。4月12日に両者による公開討論会が実施され、15日に発表された世論調査では調査機関によってリードしていた候補者は違ったが、いずれも支持率は拮抗していた。こうした状況にも拘らず、今回の決選投票でアニエス候補が有意な差をつけて勝利した背景には、バスキ候補が昨年の9月に行ったスピーチでイスラム教を侮辱する発言を行ったとして、イスラム団体が反発したことがあった模様だ。

ジョコ政権による構造改革
への悪影響が懸念される

今回の選挙は2019年のインドネシア大統領選にも大きな影響を及ぼすとされている。アニエス候補を推していたグリンドラ党のプラボウォ代表は2014年の大統領選でジョコ氏に敗れた。しかし、今回の選挙結果を受けて2019年の大統領選では同氏が再びジョコ大統領の対抗馬として出馬する可能性が高まっている。また、ジョコ大統領の盟友といわれるバスキ候補が敗れたことは少なからずジョコ大統領と政府与党への打撃となっており、構造改革の進展にも悪影響を及ぼすだろう。さらに、今回の選挙戦で発生してしまったイスラム教に関わる宗教対立も懸念される。選挙後のIDRは寄り付きこそ軟化したものの、その後は値を取り戻す展開となった。選挙結果がIDRに与える影響は一時的にとどまっているものの、ジョコ政権の構造改革が停滞するようなことになればIDRは続落する可能性があり、注意が必要だ。(大島由喜)

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13日 (木)	インド	貿易収支	-\$8366m	-\$10437m	-\$8896m	--
14日 (金)	中国	マネーサプライM2(前年比)	11.1%	10.6%	11.1%	--
14日 (金)	中国	新規貸出(人民元)	1200.0b	1020.0b	1170.0b	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	7.3%	16.5%	21.5%	21.1%
17日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	9.7%	10.9%	10.9%	--
17日 (月)	中国	固定資産投資	8.8%	9.2%	8.9%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.3%	7.6%	6.0%	--
17日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.8%	6.9%	6.8%	--
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.8%	3.4%	8.6%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$1298m	\$1234m	\$1319m	\$1260m
19日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	5.2%	5.1%	4.5%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$550m	-\$436m	--
20日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物レートの	4.75%	4.75%	4.75%	--
24日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.7%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	5.5%	--	10.6%	--
24日 (月)	タイ	貿易収支(通関手入)	\$1626m	--	\$1610m	--
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	96.7	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	12.6%	--
27日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.4%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.6%	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	2.5%	--	2.9%	--
28日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$4015m	--
28日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	\$1560m	--	\$5735m	--
28日 (金)	インドネシア	マネーサプライM2(前年比)	--	--	9.3%	--
中東欧・アフリカ						
4月17日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.1%	0.8%	-2.7%	--
19日 (水)	南アフリカ	CPI(前年比)	6.3%	6.1%	6.3%	--
19日 (水)	ロシア	失業率	5.6%	5.4%	5.6%	--
19日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-1.6%	-0.4%	-2.6%	-2.8%
20日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	65.0	71.3	67.8	--
26日 (水)	トルコ	指標レートの	--	--	8.00%	--
26日 (水)	トルコ	時間外流動性貸出金利	--	--	11.75%	--
27日 (木)	トルコ	経済信頼感	--	--	96.1	--
28日 (金)	南アフリカ	マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.6%	--
28日 (金)	ロシア	主要金利	9.50%	--	9.75%	--
28日 (金)	トルコ	住宅価格指数(前年比)	--	--	13.0%	--
28日 (金)	南アフリカ	貿易収支(ラント)	--	--	5.2b	--
ラテンアメリカ						
4月17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	-2.3%	-0.7%	-0.8%	0.5%
20日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	4.5%	4.4%	4.7%	--
21日 (金)	メキシコ	Unemployment Rate SA	3.5%	--	3.5%	--
24日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.0%	--
25日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$935m	--
26日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	4.9%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレ率IGPM(前年比)	--	--	4.9%	--
28日 (金)	ブラジル	全国失業率	--	--	13.2%	--
28日 (金)	メキシコ	GDP(前年比)	--	--	2.4%	--

(注)2017年4月21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	6.8822	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7725	7.7748	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	64.788 ~ 68.388	64.560	67.5	66.0	65.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13323	13500	13300	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1139.80	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.4090 ~ 4.5002	4.3983	4.48	4.38	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.467	49.775	51.0	50.2	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3909 ~ 1.4547	1.3978	1.42	1.41	1.40	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	30.146 ~ 32.447	30.405	30.40	30.20	30.00	29.80	29.60
タイバーツ	(THB)	34.30 ~ 36.01	34.42	35.3	35.0	34.5	34.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22730	22900	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.8583 ~ 61.7190	56.1475	60.00	62.00	64.00	62.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.1471	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6415	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	3.1473	3.19	3.25	3.30	3.26	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.6160 ~ 22.0385	18.7892	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	15.872	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	14.176 ~ 15.291	14.066	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	0.821	0.815	0.812	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.127	9.608	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.944 ~ 26.274	24.787	24.55	24.66	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.195 ~ 2.377	2.191	2.16	2.15	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	78.23	77.46	76.60	75.00	74.82	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.597	3.62	3.58	3.50	3.49	3.51
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.178	3.12	3.09	3.04	2.99	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4835 ~ 0.5213	0.4816	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	1.948	1.83	1.74	1.64	1.68	1.68
南アフリカランド	(ZAR)	8.219 ~ 8.978	8.319	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.024	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	34.747	34.48	33.23	31.82	31.90	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.999	5.821	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21日の7時10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。