

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

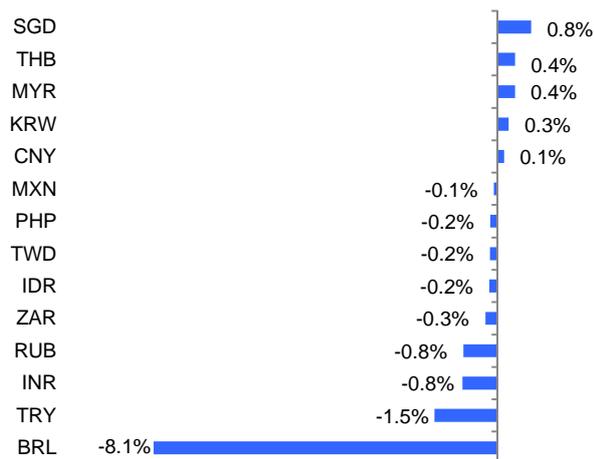
今週のエマージングマーケット

大半の通貨が軟調推移となる中、BRL が急落

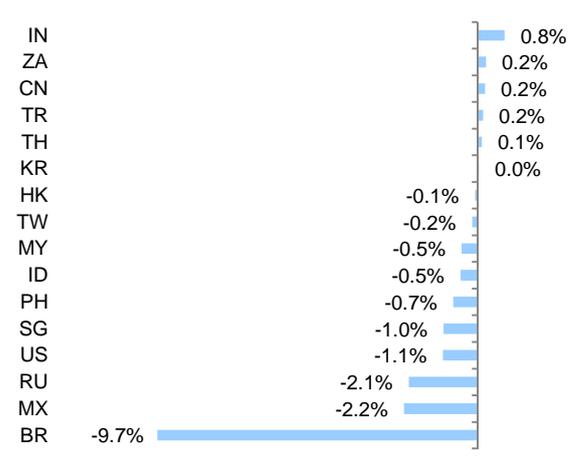
今週の新興国通貨は週前半こそ底堅い値動きとなるも、週後半は軟調に推移した。先週末に実施された地方選挙において、ドイツのメルケル首相率いるキリスト教民主同盟 (CDU) が勝利したことを好感し、週初 15 日の新興国通貨は堅調に推移。また、原油価格の上昇に連れ、資源国通貨が値を上げた。16 日、トランプ米大統領のロシアに対する情報漏えい疑惑が報道されると、弱い米経済指標の結果も相俟ってドル売りが進行し、新興国通貨は底堅い値動きが続いた。17 日、米政治リスクの高まりが嫌気され、米株が急落する展開に新興国通貨は連れ安となった。18 日、良好な米経済指標の結果を受けて米株は上昇するも、ドル買いの動きが強まったことで、新興国通貨は上値重く推移した。

個別通貨で見ると、ブラジルのテメル大統領が汚職を隠蔽したとの報道を受けて、大統領の辞職に対する思惑や年金改革法の審議が遅延するとの懸念が強まり BRL (▲8.1%) は急落した。また、TRY (▲1.5%) はリスク資産が売られる動きに連れ資本流出圧力の高まりから値を下げた。一方、ドルインデックスとの相関が強い SGD (+0.8%) は、週前半のドル安を受けて上昇した。(佐々木貴彦)

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

トランプ政権の先行き不透明感が重石

来週の新興国通貨は上値が重くなりそうだ。今週は、トランプ米大統領による司法妨害の疑惑や弾劾の憶測が拡がる中、リスク回避ムードが強まり、新興国通貨は売りが目立っている。

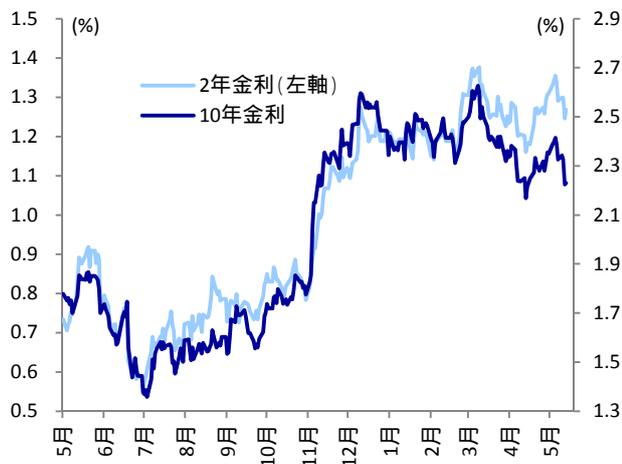
トランプ大統領がロシア関連疑惑でコミー前連邦捜査局（FBI）長官に捜査中止を求めたとの報道を踏まえ、大統領の弾劾を求める声が強まりつつある。現実的には、弾劾には米下院で過半数の同意を取り、上院で開く弾劾裁判で3分の2以上の賛成を得る必要があるため、与党・共和党が上院・下院ともに過半数を握る現状ではハードルが高い。だが、政治的な混乱から税制改革などの早期実現が難しくなりそうな中、トランプ政権の政策を当て込んだポジションの調整はしばらく続く可能性がある。

トランプ政権の先行き不透明感の強まりから株安などが進んだわけだが、そもそも市場予想を下回る米国の経済指標が増えていたことも見逃せない。来週発表される米4月新築住宅販売や米4月中古住宅販売、米1～3月期GDP（改定値）などが下振れば、米経済減速に対する懸念の強まりからリスク回避の動きが加速する可能性がある。

ブラジルでは政治危機が再燃するリスクが高まる

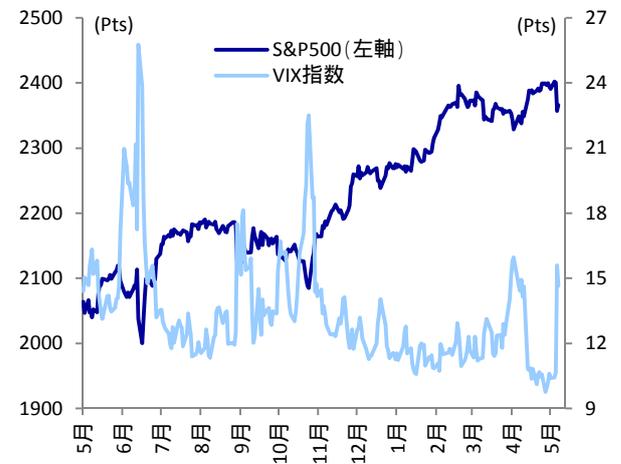
新興国では、ブラジルで政治危機が再燃しつつある。ブラジルの現地紙グロボ紙は17日、テメル大統領がクーニャ前下院議長に対する口止め料の支払いを指示する模様を録音したテープをブラジルの大手食肉企業の幹部が最高裁判所に提出したと報じた。テメル大統領は、自身が汚職スキャンダルの隠蔽に関与したとされる疑惑について、最高裁の調査によって偽りであることが証明されるだろうと述べ、辞任の求めには応じない考えを表明している。テメル大統領が辞任ないし弾劾に追い込まれるか否かについては、現時点で結論を下すのは難しいものの、ブラジルの財政再建に

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

とって重要な年金改革が可決する可能性は低下したとみられる。通貨安とインフレの悪循環に再び陥るリスクが高まっており、BRLは売られやすい状況が続くだろう。

OPEC 総会で6か月間の減産延長は織り込み済み

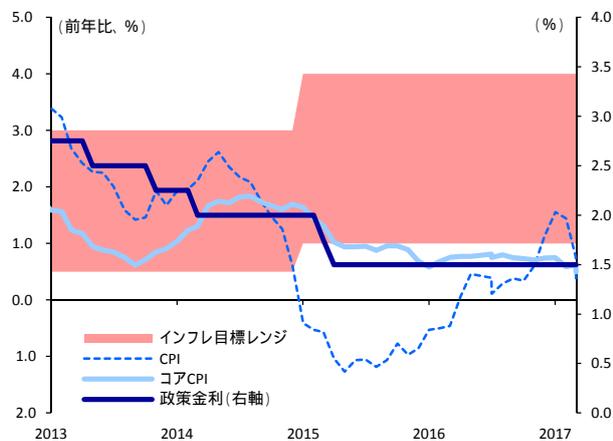
来週 25 日（木）には、石油輸出国機構（OPEC）総会がウィーンで開催される。1 月 1 日から OPEC 加盟国は生産量を日量約 120 万バレル削減、ロシアなどの非加盟国はその半分のペースで削減することで合意しているが、供給過剰の緩和に向けて減産を延長する見通しである。延長期間を巡って、市場では少なくとも 6 か月（2017 年末まで）の延長を確実視している。また、15 日にサウジアラビアとロシアは OPEC 加盟国と一部非加盟国による減産を 2018 年 3 月末まで延長することを支持すると表明したこともあり、9 か月（2018 年 3 月まで）の延長を予想する向きもある。こうした状況下、OPEC 総会での減産延長が 6 か月とされた場合には、原油相場の一段高にはつながらないだろう。むしろ、一部では 9 か月の延長を見込む中、6 か月の延長では失望に変わるリスクすらある。さらに、先週の本欄でも述べた通り、原油価格の下値不安が根強い背景には米国のシェールオイル増産による供給量拡大への懸念があり、OPEC が減産期間の延長だけでなく、減産規模の拡大に踏み込まない限りにおいては、原油価格の上昇に弾みがつくことはないだろう。（多田出健太）

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

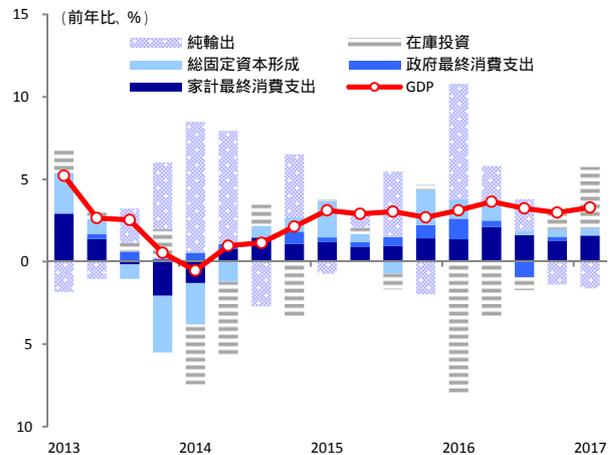
24 日（水）に開催されるタイ中央銀行（BOT）の金融政策決定会合では、政策金利が 1.50% に据え置かれると予想する。BOT は前回会合（3 月 29 日）の声明文で、タイの成長見通しは改善し、予想より早いペースでの経済回復が見込まれると述べた。景気見通しが改善した理由として、財輸出のより明確な回復を挙げた。また、観光業の回復が継続していることや、政府支出の拡大が引き続き経済のけん引役であるとしている。しかし、タイ経済

図表 3: 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 4: タイ 実質 GDP 成長率



(資料) CEIC、みずほ銀行

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。1日に発表された4月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と3月(同+0.8%)から減速し、インフレ目標(+1~4%)を下回っており、緩和余地は十分にあると言える。もっとも、15日に発表された1~3月期GDPは前年比+3.3%と2016年10~12月期(同+3.0%)から加速するなどタイ経済は回復傾向にあるため、今回の会合でも政策金利を据え置くだらう。(大島由喜)

タイ: 1~3月期GDPは加速

輸出と民間最終消費支出が成長率をけん引

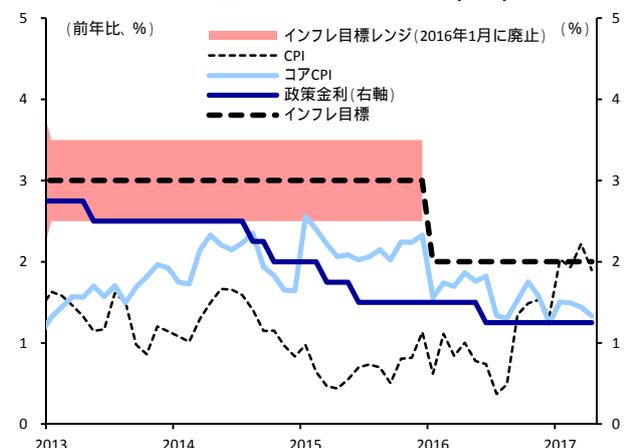
15日に発表されたタイ1~3月期実質GDPは前年比+3.3%と2016年10~12月期(同+3.0%)から加速した。内訳をみると、外国人旅行者の回復や世界経済の持ち直しを受け輸出(10~12月期:同+1.1%→1~3月期:同+2.7%)が加速した。また、昨年10月にプミポン前国王の崩御に伴う自粛が緩和したことを背景に家計最終消費支出(10~12月期:同+2.5%→1~3月期:同+3.2%)が改善したことが成長率を押し上げた。一方、政府最終消費支出(10~12月期:同+1.8%→1~3月期:同+0.2%)は減速した。先行きについては、世界経済の回復が輸出を下支えすると見られるほか、計画されているインフラ投資が執行されることも成長率を押し上げ、タイ経済は緩やかな成長が続くだらう。(大島由喜)

韓国: 金融政策決定会合プレビュー

BOKは現状の金融政策を維持か

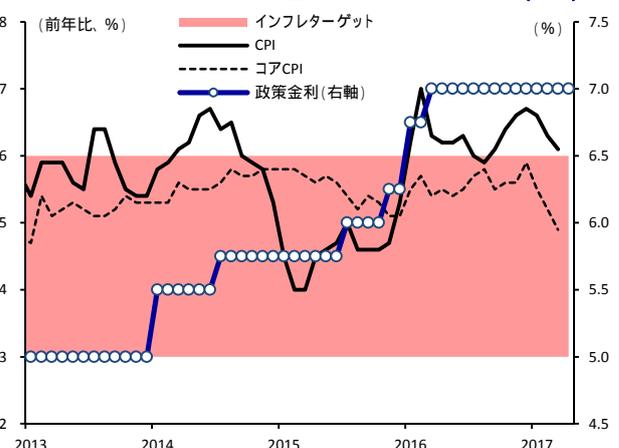
25日(木)に開催される韓国中央銀行(BOK)の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きを予想する。前回会合(4月13日)では、輸出の改善に伴い経済全体は回復しているとし、2017年における成長率の予測値を+2.5%から+2.6%に上方修正した。物価に関しては、引き続き政策目標(+2%)近辺で推移するとしている。足許、4月輸出は前年比+24.2%と2011年8月以来の高水準を記録する一方、4月消費者物価指数(CPI)は

図表5: 韓国 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)CEIC、みずほ銀行

図表6: 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、みずほ銀行

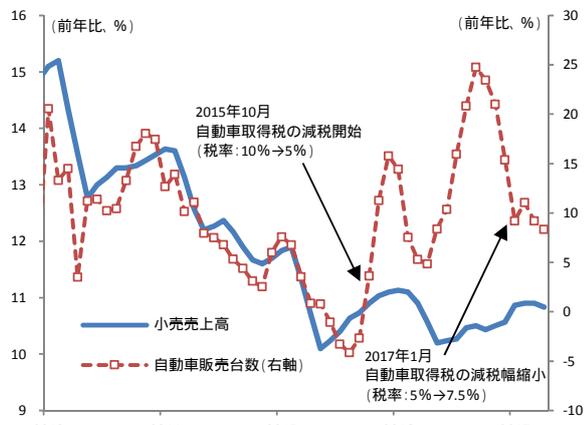
同+1.9%と3月(同+2.2%)から減速した。外需は非常に良好であり、インフレ率も加速する兆しは見えてないことから、BOKが金融政策を変更する必要性は小さい。また、韓国では文大統領が就任(5月9日)して間もなく組閣も終わっていない状況であり、新政権の先行きを見極めるためにも、BOKは現状の金融政策を維持するだろう。(佐々木貴彦)

南アフリカ:金融政策決定会合プレビュー

ZAR相場の動向を見極めるため、SARBは様子見か

25日(木)に開催される南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)の金融政策決定会合では、現状の金融政策が維持されると見込む。前回会合(3月30日)において、SARBはZAR高を受けて物価見通しは改善したと述べた。同時にインフレ予測値を引き下げ、4~6月期は前年比+5.8%(前回予測値:同+6.2%)と目標(+3~6%)内に収まるとした。3月CPIは同+6.1%と3か月連続で減速し、SARBの見込み通り目標に近づきつつある。また、SARBのクガニャゴ総裁は5日に「引き締めサイクルは終わったと確信している」と述べており、今後は金融政策スタンスが緩和方向に変わる可能性が高い。しかしながら、同総裁は16日に「ZAR安に伴うインフレ率の上昇圧力と適切に向き合わなければならない」と発言し、ZAR安を警戒する姿勢を示した。3月31日にゴールドファイン前財務相が解任されたことを受けて、ZARは対ドルで12.1近辺から14.0近辺まで急落した。足許は13近辺まで値を戻すも、4月に大手格付け会社が南ア国債の格付けを投資適格級から投機的等級に引き下げたこともあり、今後は証券投資フローが流出する可能性がある。かかる状況下、ZAR相場の動向を見極めるため、SABRは現状の政策金利を据え置くと予想する。(佐々木貴彦)

図表7: 中国 小売売上高と自動車販売台数



(注)自動車販売台数は3か月移動平均
(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表8: 中国 固定資産投資(全体とインフラ部門)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：消費・生産・固定資産投資いずれも減速

政府の方針転換を受けて、今後の経済指標は軟化か

15日に発表された4月の主要経済指標では、消費・生産・固定資産投資いずれも減速した。4月小売売上高は前年比+10.7%と3月（同+10.9%）から伸び率が鈍化した。自動車取得税の引き上げを受けて4月自動車販売台数は同▲1.8%と2016年2月以来の前年比マイナスとなったことが影響した模様だ。また、4月鉱工業生産も前年比+6.5%と、非鉄金属や自動車産業における生産鈍化を受けて3月（同+7.6%）から伸び幅が縮小した。このほか、1~4月期の固定資産投資は前年同期比+8.9%と、インフラ部門の伸び鈍化を受けて1~3月期（同+9.2%）から減速した。1~3月期の固定資産投資は今年の政府目標（+9.0%）を上回っており、中国政府は景気の過熱を避けるためにインフラ投資の伸びを押さえている模様だ。中国政府は経済に底堅さが戻ったことを受けて、昨年末から景気の下支えよりも過剰投資の抑制・負債の削減に重点を置いている。同方針に沿って中国人民銀行（PBoC）は短期金利の高め誘導を行い、与信の伸びを抑制しつつある。こうした政府の方針転換を受けて、今後も主要経済指標の軟化が続く可能性が高いだろう。（佐々木貴彦）

フィリピン：実質 GDP 成長率

フィリピン経済は内需の減速を輸出が下支え

フィリピンの2017年1~3月期実質GDP成長率は前年比+6.4%と、2016年1~3月期の同+6.6%から小幅に減速し、市場予想を下回った（ブルームバーグ調査の中央値：同+6.7%）。成長率は2015年7~9月期以来の低い伸びにとどまり、前年の水準が大統領選挙に絡む支出で押し上げられていた影響を考慮しても冴えない結果である。実際、季節調整済み前期比でも、10~12月期の+1.8%から+1.1%に減速している。

内需の減速が続いていることが成長鈍化の背景である。総固定資本形成は同+11.8%と2桁の伸びを維持しているが、10~12月期の同+18.5%から減速した。個人消費もインフレ加速の影響などから同+5.7%と、10~12月期の同+6.2%から一段と減速し、2014年10~12月期以来の低い伸びにとどまった。政府消費は同+0.2%とほぼ前年の水準から横ばいとなった。

内需が減速する中で成長を下支えしたのは堅調な輸出である。1~3月期の輸出は同+20.3%と10~12月期の同+13.4%から加速し、2010年7~9月期以来の高い伸びとなった。財輸出が同+22.3%と10~12月期の同+12.8%から一段と伸びが高まり、サービス輸出も同+14.3%（10~12月期：同+15.7%）と高めの伸びを維持した。1~3月期の純輸出のマイナス寄与は0.2%ポイントと、10~12月期の2.2%ポイントから縮小した。純輸出は9四半期連続でマイナス寄与となったものの、マイナス幅は最小となった。

生産項目別にみると、鉱業・採石業が前年比▲20.0%と10～12月期の同+10.8%とマイナスに転じたほか、建設業、電気・ガス・水道業の伸びが鈍化した。サービス業は金融仲介業などの伸びに支えられて底堅い成長が続く、農林水産業は前年の水準が低かったことなどから同+5.7%と、10～12月期の同▲0.7%からプラスに転じた。

1～3月期の実質GDP成長率は期待はずれの結果に終わったが、先行きの景気は底堅く推移するとみられる。ドゥテルテ政権がインフラ整備を加速しようとしており、これに伴い民間投資や消費も拡大することが期待される。実際、消費者および企業マインドは改善している。世界的なITサイクルの改善を背景に、輸出の高い伸びが続くとみられ、フィリピン経済は底堅い成長が続くだろう。(多田出健太)

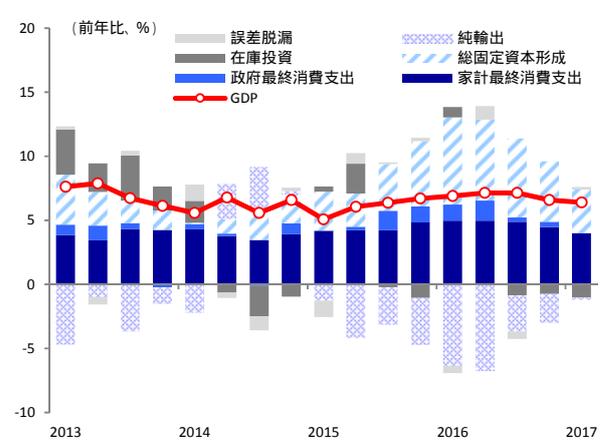
図表9: 中国 鉱工業生産と自動車生産台数



(注) 自動車生産台数は3か月移動平均

(資料) 中国統計局、ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表10: フィリピン 実質GDP成長率



(資料) フィリピン統計機構、CEIC、みずほ銀行

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						
5月15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	10.8%	10.7%	10.9%	--
15日 (月)	中国	固定資産投資(年初来/前年比)	9.1%	8.9%	9.2%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	7.0%	6.5%	7.6%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.1%	3.3%	3.0%	--
15日 (月)	韓国	対家計銀行貸出合計	--	KR718.6t	KR713.9t	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$946m	\$1238m	\$1234m	\$1395m
15日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	2.9%	10.7%	3.4%	--
15日 (月)	インド	貿易収支	-\$10796m	-\$13249m	-\$10437m	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	13.0%	-0.7%	16.5%	--
17日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	4.5%	4.4%	5.1%	--
18日 (木)	インドネシア	7日物リバースレボ金利	4.75%	4.75%	4.75%	--
18日 (木)	中国	海外直接投資(前年比、中国元)	--	-4.3%	6.7%	--
19日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	4.7%	--	4.5%	--
19日 (金)	台湾	国際収支:経常収支	--	--	\$18300m	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$550m	--
19~26日	シンガポール	GDP(前年比)	2.7%	--	2.5%	--
21日 (日)	韓国	輸出 20日間 前年比	--	--	28.4%	--
23日 (火)	韓国	韓国家計信用	--	--	KR1344.3t	--
23日 (火)	シンガポール	コアCPI(前年比)	--	--	1.2%	--
23日 (火)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.7%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.2%	--
24日 (水)	タイ	翌日物レボレート	1.50%	--	1.50%	--
25日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レボレート	1.25%	--	1.25%	--
26日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	--	101.2	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.2%	--
中東欧・アフリカ						
5月15日 (月)	トルコ	失業率	13.0%	12.6%	13.0%	--
15日 (月)	トルコ	中央政府財政収支	--	-3.0b	-19.5b	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-1.0%	0.8%	-1.7%	-1.6%
18日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	70.8	72.8	71.3	--
18日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	0.6%	2.3%	0.8%	--
22日 (月)	ロシア	失業率	5.5%	--	5.4%	--
22日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-0.4%	--	-0.4%	--
24日 (水)	トルコ	住宅販売(前年比)	--	--	10.0%	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.6%	--	6.1%	--
26日 (金)	トルコ	経済信頼感	--	--	99.5	--
ラテンアメリカ						
5月15日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.2%	1.1%	-0.7%	-0.7%
22日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	4.0%	--	1.0%	--
23日 (火)	ブラジル	IBGEインル率IPCA-15(前年比)	3.7%	--	4.4%	--
23日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.6%	--
23日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	\$1397m	--
24~25日	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	--	82.2	--
26日 (金)	メキシコ	失業率(季節調整後)	--	--	3.5%	--

(注)2017年5月19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 1～4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	6.8892	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7849	7.7825	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.845	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13356	13400	13200	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1124.54	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.3375 ~ 4.5002	4.3280	4.38	4.34	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	49.854	50.0	49.8	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3907 ~ 1.4547	1.3929	1.40	1.39	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.946 ~ 32.447	30.228	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	34.21 ~ 36.01	34.49	34.8	34.6	34.2	34.5	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22695	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.5787	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.4143	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6290	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	3.3758	3.14	3.19	3.25	3.23	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.4563 ~ 22.0385	18.8214	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)	15.711 ~ 17.031	16.121	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.335	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.756	1.720	1.68	1.66	1.64	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.835	0.821	0.818	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.127	9.881	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.274	25.642	25.11	24.88	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.226	2.20	2.17	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	80.08	78.57	77.70	76.09	75.91	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.741	3.691	3.63	3.59	3.51	3.50	3.53
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.300	3.232	3.16	3.12	3.07	3.01	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4918	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	1.938	1.86	1.80	1.69	1.68	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.314	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	30.735	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)	34.392 ~ 37.450	33.053	35.03	33.86	32.31	32.20	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.999	5.928	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年4月28日まで。SPOTは5月19日の6時50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(5月1日発行)」及び「中期為替相場見通し(4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。