

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

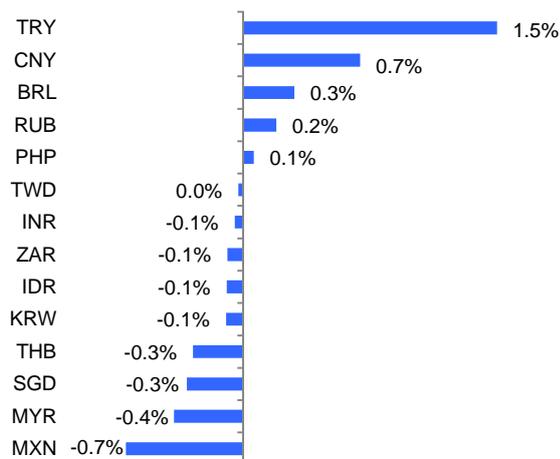
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨はまちまちな動き

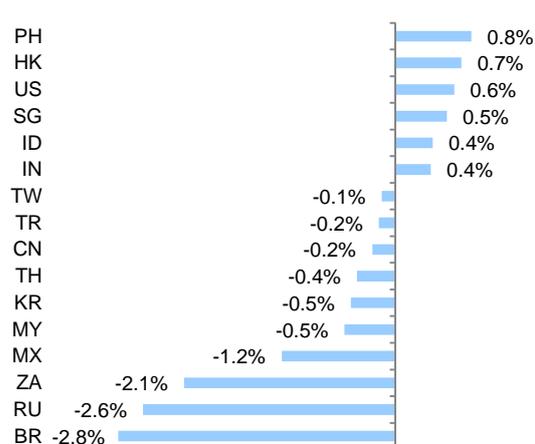
今週の新興国通貨はまちまちな動きとなった。先週末に発表された米1～3月期GDP(改定値)は市場予想を上回る大幅な上方修正となったことから、ドルが強含み新興国通貨は下押しされた。週初5月29日、前週末の流れを引き継ぎ新興国通貨は軟調な動きとなった。30日、英国やユーロ圏における政局の先行き不透明感からポンドやユーロが軟調となる中、新興国通貨は上値重く推移した。31日、発表された中国5月製造業PMIが市場予想を上回ったことを背景にリスクオンムードが拡がり新興国通貨は上昇。さらに米地区連銀経済報告(ページブック)では一部地区で楽観的な見方が後退したとの報告が見られドルが軟化すると、新興国通貨は値を上げた。6月1日、米5月ADP雇用統計の予想を上回る結果を受け、米5月雇用統計への期待の高まりからドル買い優勢となるも、新興国通貨は小動きにとどまった。

個別通貨をみると、トルコへの外国人観光客数が2015年7月以来の増加に転じたことでTRY(+1.5%)は買われた。また、オフショア人民元市場(CNH)における短期金利急騰を受けてCNHが上昇すると、CNY(+0.7%)は連れ高となった。一方、MXN(▲0.7%)は6月4日(日)の地方選挙に対する警戒感から値を下げた。(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

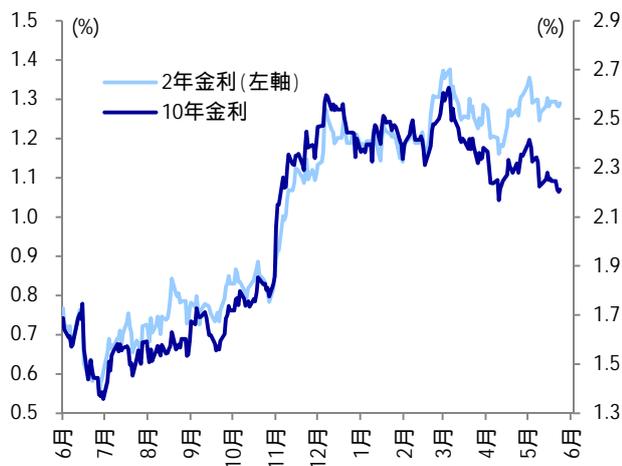
来週の新興国通貨は上値の重い値動きを予想

来週の新興国通貨は上値が重い展開を予想する。米経済指標は冴えない結果が目立ち、5月31日に公表されたページブックでも一部の地区で楽観的な見方が後退したとの報告が見られた。本日NY時間発表の米5月雇用統計が相当に強い結果とならない限り、米経済減速に対する思惑からドル売り優勢地合いとなり、新興国通貨は底堅く推移するだろう。もともと、6月8日(木)の英国における総選挙を控えて、上値を追う動きは限られそうだ。当初はメイ首相が率いる保守党の大勝が見込まれていたものの、選挙公約で移民数の制限や高齢者の医療費負担増加などを掲げたことが不人気を買い、最大野党である労働党と支持率の差は縮まっている。引き続き保守党の獲得議席数が過半数を上回ると予想する向きが多いが、過半数を割り込むとの予測も見られている。仮にどの政党も過半数の議席を獲得できなかった場合、EU離脱に向けた法整備が大幅に遅延する可能性がある。総選挙の結果が発表されるまで、こうした懸念が来週の新興国通貨の上値を押さえるだろう。

来週のCNYは年初と同様に反落するリスクが大きい

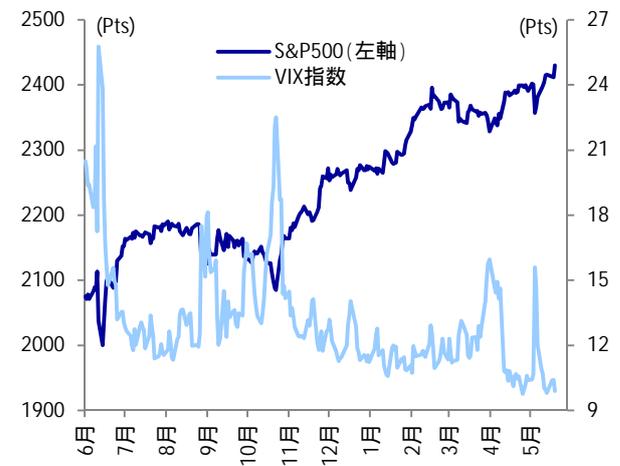
なお、オフショア人民元(CNH)が5月31日に対ドルで6.84台から6.74台に急騰し、CNYも6.85台から6.81台まで連れ高となった。流動性の逼迫により短期金利が上昇した結果、CNH売りポジションの解消が進んだことが背景にある模様だ。中国人民銀行(中央銀行、PBoC)はCNYやCNHに対する売り圧力を軽減させるため、年初にも同様にCNHの流動性を引き締め、CNH売りポジションの解消を促した。その際もCNYはCNHの急上昇を受け6.95台から6.87台に上昇したが、売りポジションの調整が一巡すると6.92台まで急落した。来週のCNYも年初と同様の値動きとなるリスクが大きいと考える。(佐々木貴彦)

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

インド: 1~3 月期 GDP は大幅減速

1~3 月期 GDP は市場予想を大きく下回る結果に

インドの 2017 年 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.1%と、2016 年 10~12 月期の同+7.0%から大幅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+7.1%）。需要項目別にみると、個人消費は前年比+7.3%と 10~12 月期の同+11.1%から伸びが鈍化し、2 四半期連続で減速していた総固定資本形成は同+1.7%から同▲2.1%へと減少に転じた。政府消費は同+21.0%から同+31.9%に伸びが加速し、輸出入はともに伸びが加速したものの、輸入の伸びが輸出を上回り、純輸出の寄与度は 10~12 月期の+0.4%ポイントのプラス寄与から▲0.3%ポイントのマイナス寄与に転じた。

生産側もほとんどのセクターで減速

生産側の基本価格による実質総付加価値（GVA）の伸びは 10~12 月期の同+6.7%から同+5.6%に大幅減速し、同じく予想を下回った（ブルームバーグ調査の中央値：+6.8%）。鉱業と公的サービスを除く全てのセクターで 10~12 月期から減速した。農業は同+5.2%と、10~12 月期の同+6.9%から伸びが鈍化した。もっとも、10~12 月期の農業生産は 3 年ぶりの降雨量の回復に伴い高い伸びとなっており、1~3 月期も伸び率としては低くはない。製造業は同+5.3%（10~12 月期：同+8.2%）と、2014 年 10~12 月期以来の低い伸びとなったほか、建設業は同▲3.7%（10~12 月期：同+3.4%）と過去最大の落ち込みとなった。

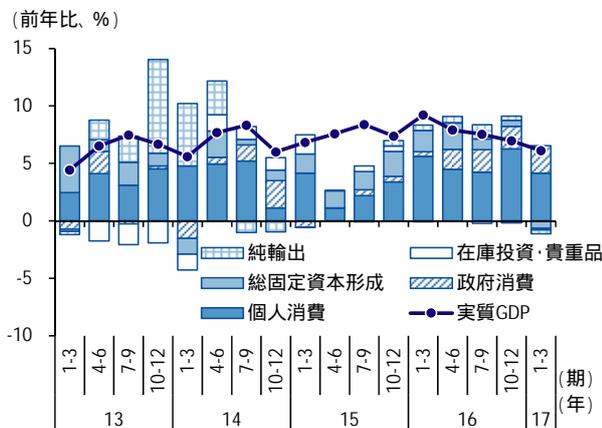
高額紙幣廃止の影響が強く現れた格好

1~3 月期 GDP を見る限り、全体として、昨年 11 月の高額紙幣廃止の影響は 10~12 月期よりも 1~3 月期に強く現れたと言える。高額紙幣廃止後に発表された月次統計では、鉱工業生産は 1~3 月期に一段と減速しているものの、PMI や自動車販売台数は 11~12 月に大きく落ち込んだ後は緩やかな回復に転じており、今後の成長率は徐々に上向いてくるだろう。

2017-18 年度は成長加速も +7%台前半にとどまる見込み

2016-17 年度の実質 GDP 成長率は+7.1%と前年度（+8.0%）と比べて減速した。上述したように、高額紙幣廃止の影響が年度後半の経済活動に悪影響を及ぼしたためであり、2017-18 年度はその影響が薄れて成長率が加速するだろう。もっとも、天候要因で押し上げられた農業生産とそれに伴う農

図表 3: インド 実質 GDP 成長率



(資料)インド中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 4: インド 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)インド準備銀行、インド中央統計局、CEIC、みずほ銀行

業所得改善・消費増加の効果は一巡に向かうほか、投資は設備稼働率が低い
ため伸び悩む公算が大きく、2017-18年度の成長率も+7%台前半にとどま
りそうだ。(多田出健太)

インド：金融政策決定会合プレビュー

RBI の中立姿勢は変わらず

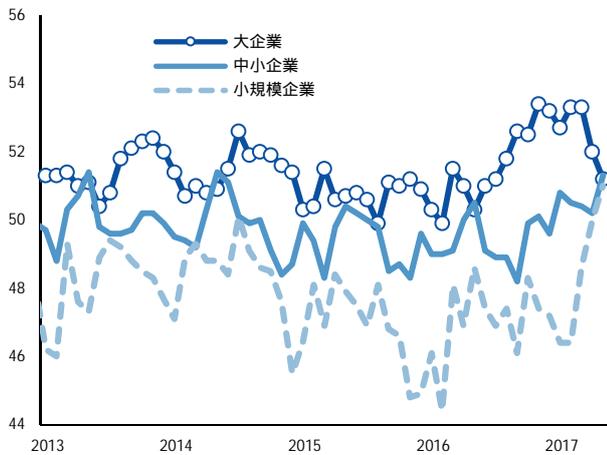
7日(水)にインド準備銀行(中央銀行、RBI)は5~6日に開催する金融政
策委員会(MPC)の結果を発表する予定であり、政策金利のレポレートを
6.25%に据え置くと予想する。また、前回会合(4月5~6日開催)で変更
を加えた金利コリドー(上限金利と下限金利の差)については、上限金利の
限界貸出ファシリティ(MSF)レートを6.50%、下限金利のリバースレポ
レートを6.00%にそれぞれ据え置き、レポレート±0.25%で現状維持すると
みられる。RBIは2月会合で金融政策スタンスをそれまでの「緩和的」か
ら「中立」へと引き締め方向に変更した。4月会合の声明では、今後も中立
的な姿勢を保つとし、将来の政策は今後のデータ次第としている。先日発
表された1~3月期の実質GDP成長率が市場の予想を大幅に下回ったもの
の、2016-17年度のGVAベースの成長率は+6.6%と、RBIの予想である+6.7%
と同程度の結果となった。経済成長は概ね想定通りとなっているほか、今
後の物価上昇が見込まれる中、RBIは引き続き「中立」のスタンスを維持す
るだろう。(多田出健太)

中国：製造業 PMI は高水準を維持

企業所得税減税を受けて中
小企業の景況感が改善

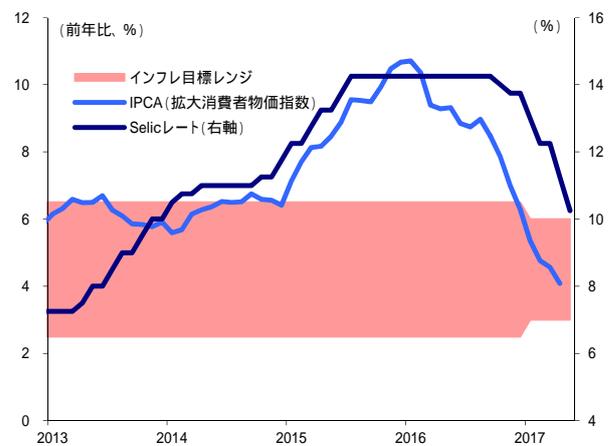
5月31日に発表された5月製造業PMIは51.2と4月(51.2)から横ばいと
なるも、景況判断の分かれ目となる50を上回った。企業別の内訳を見ると、
大企業は51.2と2か月連続で悪化したが、中小企業が51.3と4月(50.2)
から上昇し2014年5月以来の高水準を記録した。また、小規模企業も51.0

図表 5: 中国 製造業 PMI(企業規模別)



(資料) 中国統計局、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) ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバ
グ、みずほ銀行

と 2012 年 2 月以来の高水準となった。大企業は国有インフラ系企業が多く含まれており、足許のインフラ投資減速を受けた景況感が悪化した可能性が高い。一方、中小企業・小規模企業の景況感が大きく改善したのは、5 月 1 日から実施された企業所得税（法人税）減税の影響によるものだとみられる。4 月 19 日に中国国務院（政府）は常務委員会にて、中小企業を主な対象とした約 3800 億元規模の減税措置を決定した。具体的には、企業所得税に関する優遇税制の適用条件が納税額 30 万元以下から 50 万元以下に引き上げられたほか、中小企業の研究開発費につき控除できる比率が 50%から 75%に上がった。なお、昨年インフラ投資加速や金融緩和に関しては国営企業や不動産を保有する富裕層だけが恩恵を受けたとの指摘があった。今回の中小企業を対象とした減税策はこうした批判をかわし、秋に開催予定の中国共産党全国代表大会（党大会）を無難に終わらせたいという政府の意向もありそうだ。（佐々木貴彦）

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

BCB は利上げペースの鈍化を示唆

ブラジル中央銀行（BCB）は 5 月 31 日に開催した金融政策決定会合（COPOM）で、政策金利である Selic レートを 100bp 引き下げ 10.25%とした。声明文では、世界経済について下振れを懸念する文言が削除され、今後は力強い成長が見込めると認識が上方修正された。一方、テメル大統領の汚職隠蔽疑惑を受けて、インフレ率の抑制に不可欠とされている年金改革法案の成立が危ぶまれており、国内経済や物価の先行き不透明感は強まったとした。また、BCB はインフレ率の低下に鑑みて前回と同様に 100bp の利下げを行ったが、政局の混乱を考慮して今後の利下げペースは緩やかにするとしている。一時は辞任の可能性まで取り沙汰されたテメル大統領だが、現地紙の報道によれば年金改革法案の成立までは与党連合は現政権の支持することで合意した模様だ。もっとも、世論調査ではテメル政権を支持しないと答えた人の割合が 75%に上っており、辞任を求める声は燻り続けるだろう。また、前回大統領選（2014 年）で不正な選挙資金集めを行ったとの疑惑を審議する裁判が 6 月 6 日（火）から再開される。同裁判ではテメル大統領も対象となっており、審議の過程で疑惑が強まる可能性がある。インフレ率の低位安定を受けて BCB は今後も利下げを続けると予想するが、不透明な政治情勢を受けて緩和姿勢は弱まっていくと考える。（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						
5月29日 (月)	ベトナム	消費者物価指数(前年比)	4.1%	3.2%	4.3%	--
29日 (月)	ベトナム	貿易収支	--	-\$800m	-\$800m	\$186m
29日 (月)	ベトナム	小売売上高(年初来/前年比)	--	10.2%	9.6%	--
29日 (月)	ベトナム	鉱工業生産(前年比)	--	7.2%	7.4%	--
30日 (火)	韓国	ディスカウントストア売上高(前年比)	--	2.3%	2.5%	--
30日 (火)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	0.5%	2.3%	--
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	5.0%	1.7%	3.0%	3.3%
31日 (水)	中国	製造業PMI	51.0	51.2	51.2	--
31日 (水)	タイ	製造業生産指数(季調前/前年比)	-0.7%	-1.7%	-0.5%	0.0%
31日 (水)	タイ	貿易収支	--	\$1451m	\$2909m	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$1020m	\$2906m	\$2576m	--
31日 (水)	インド	GDP(前年比)	7.1%	6.1%	7.0%	7.0%
6月1日 (木)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.0%	2.0%	1.9%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	\$6800m	\$5989m	\$13300m	\$12976m
1日 (木)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.2%	0.0%	0.4%	--
2日 (金)	韓国	GDP(季調済/前期比/確報)	0.9%	1.1%	0.9%	--
2日 (金)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	--	4.2%	--
5日 (月)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5931.8m	--
5日 (月)	マレーシア	貿易収支MYR	6.00b	--	5.41b	--
6日 (火)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.7%	--	0.1%	--
6日 (火)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.4%	--
7日 (水)	台湾	貿易収支	\$3.36b	--	\$2.78b	--
7日 (水)	インド	RBIレート	6.25%	--	6.25%	--
7日 (水)	インド	RBIリバースレート	6.00%	--	6.00%	--
7日 (水)	インドネシア	消費者信頼感指数	--	--	123.7	--
8日 (木)	中国	貿易収支	--	--	\$38.05b	\$38.03b
9日 (金)	フィリピン	失業率	--	--	6.6%	--
中東欧・アフリカ						
5月29日 (月)	トルコ	住宅価格指数(前年比)	--	13.3%	13.3%	--
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	7.4b	5.1b	11.4b	11.3b
6月1日 (木)	ロシア	マークイット/ロシア製造業PMI	50.8	52.4	50.8	--
1日 (木)	トルコ	マークイット/ISOトルコ製造業PMI	51.4	53.5	51.7	--
1日 (木)	南ア	Barclays Manufacturing PMI	46.0	51.5	44.7	--
5日 (月)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	11.9%	--
6~7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.0%	--	4.1%	--
8日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.8%	--
8日 (木)	南ア	鉱物生産量(前年比)	--	--	15.5%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	-0.6%	--
9日 (金)	ロシア	貿易収支	8.6b	--	12.6b	--
ラテンアメリカ						
5月31日 (水)	ブラジル	全国失業率	13.8%	13.6%	13.7%	--
6月2日 (金)	メキシコ	IMEF製造業指数(季調済)	46.1	--	45.0	--
2日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-5.5%	--	1.1%	--
2日 (金)	メキシコ	景気先行指数(前月比)	--	--	6.0%	--
5日 (月)	メキシコ	総設備投資	--	--	-3.1%	--
5日 (月)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	83.8	--

(注)2017年6月2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 1～5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)	6.8112 ~ 6.9640	6.8083	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7950	7.7914	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.478	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13307	13300	13380	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1121.97	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.2675 ~ 4.5002	4.2863	4.28	4.33	4.18	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	49.739	50.0	49.7	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3808 ~ 1.4547	1.3865	1.40	1.41	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.121	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	33.95 ~ 36.01	34.14	34.3	34.1	34.0	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22705	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	56.4281	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	12.8870	13.50	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5287	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 ~ 3.4109	3.2504	3.30	3.36	3.40	3.43	3.45
メキシコペソ	(MXN)	18.3419 ~ 22.0385	18.6403	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	16.334	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.289	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.726	1.68	1.66	1.64	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.837	0.827	0.807	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.921	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.357	25.909	25.70	24.94	25.12	25.49	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.234	2.20	2.17	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	80.29	78.57	76.60	76.09	75.91	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.696	3.63	3.59	3.51	3.50	3.53
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.302	3.260	3.21	3.17	3.09	3.08	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4903	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	1.973	1.86	1.80	1.69	1.68	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.635	8.15	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.522	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)	32.573 ~ 37.450	34.248	33.33	32.14	30.88	30.32	30.14
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.104	5.973	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年5月31日まで、SPOTは6月2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(6月1日発行)」及び「中期為替相場見通し(5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。