

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

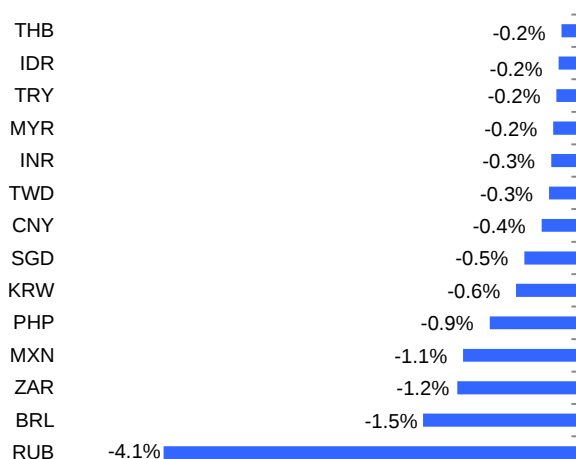
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は下落

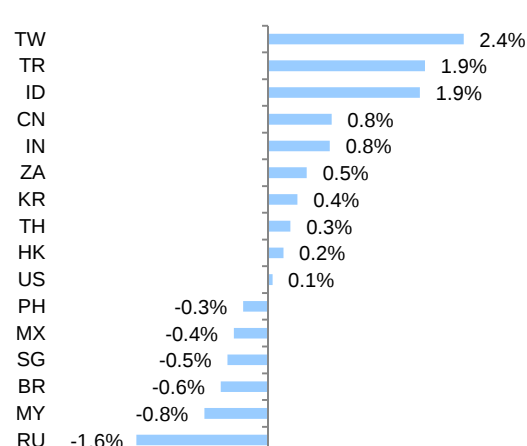
今週の新興国通貨は下落した。週初 19 日、ダドリーNY 連銀総裁の「拡大局面がやや長期化しているが、実際のところまだ長く継続すると確信している」との発言を受け米金利が急騰すると、新興国通貨は下落した。20 日、原油供給過剰に対する根強い懸念から原油価格が急落し、資源国通貨は連れ安となった。その後、ムニューシン米財務長官が「強いドルには不利な面もある」と発言したことでドル買いの動きが弱まるも、新興国通貨は上値重く推移した。21 日、多くの新興国通貨は小幅な値動きにとどまるも、原油供給過剰に対する懸念が広がり原油価格が続落すると、資源国通貨は下値を切り下げた。22 日、原油価格が落ち着きを取り戻したことで、資源国通貨は安値圏ながらも横ばい推移となった。

個別通貨を見ると、原油価格の下落に加え、ウクライナ情勢を巡り米国がロシアに対して追加制裁を発表したことを受けて RUB (▲4.1%) は売られた。また、ZAR (▲1.2%) は不正監視当局が南アフリカ中央銀行 (SARB) の責務を「通貨及び物価の安定」から「経済成長の促進」に変更するよう提言したことが嫌気された。BRL (▲1.5%) と MXN (▲1.1%) は商品価格の軟調推移が重石となった。(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

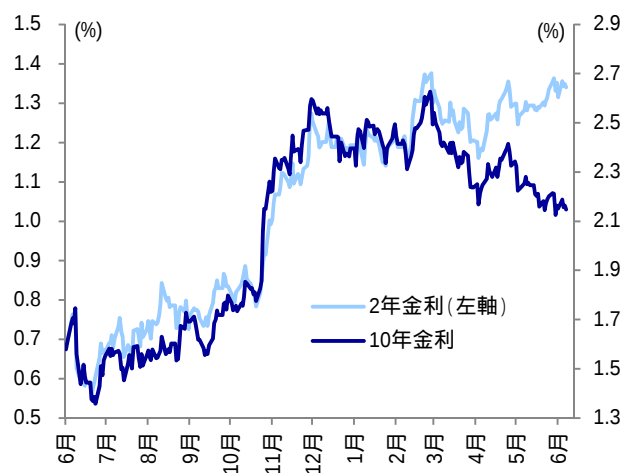
FRB 高官からのハト派発言を背景に新興国通貨は上昇か

来週の新興国通貨は上昇する展開を予想する。米 2 年債利回りが上昇する動きにつれてドルは 6 月に入って緩やかに上昇してきたが、そうした動きは一服感が見られそう。21 日に米セントルイス連銀のブラード総裁は、FOMC メンバーによる向こう 2 年半で FF 金利を 3% まで引き上げるという予測は「不必要に積極的だ」とし、「FOMC が示した（利上げの）軌道は、現状を踏まえると私には不適切に思える」と述べた。ブラード総裁は今年の FOMC で投票権を持たないが、来週にかけて FOMC 投票メンバーの講演が相次いで予定されており、弱気な発言が散見されればドル売りが強まりそう。

原油相場の下値不安は消えず、一段安の可能性も

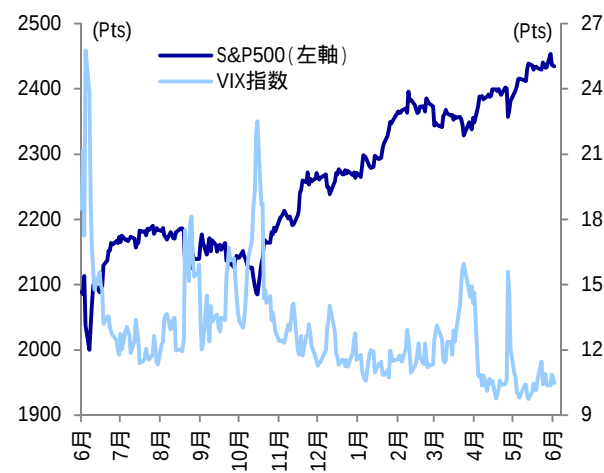
今週も原油相場が下げ止まらない中、RUB や COP といった資源国通貨の売りが続いた。WTI 原油先物は年初につけた高値から 20% 以上下落しており、原油市場が弱気相場入りしたことを示している。米エネルギー情報局（EIA）が 21 日に発表した週間石油統計では、市場予想（▲210 万バレル）を上回る▲245 万バレルの減少となったがそれほど材料視さなかった。また、石油輸出国機構（OPEC）と一部非加盟国が取り組んでいる協調減産は、5 月の順守率が 106% に達するなど一定の効果を上げているが、OPEC が減産などを講じても、米国でのシェールオイルの生産拡大を背景に原油の供給過剰感への懸念が拭えない状況だ。年初からの原油安を受けて米国の石油掘削装置（リグ）稼働数の前年比伸び率はピークアウトの兆しを見せるなど、2016 年前半のように 30 ドル/バレルを割り込むような動きは想定されないが、サウジアラビアなどの主要産油国が一段の減産強化を表明しない限りは下値不安が消えないだろう。イランのザンギヤネ石油相が 21 日に OPEC が一段の減産を検討していることを明らかにしたが、OPEC は現在の減産措置の効果を見極めるまで待つ公算が大きいとしており、節目の 40 ドル/バレルを試す展開も十分あり得そう。 （多田出健太）

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

ロシア：主要経済指標はロシア経済の回復継続を示唆

低迷していた消費関連の指標が大きく改善

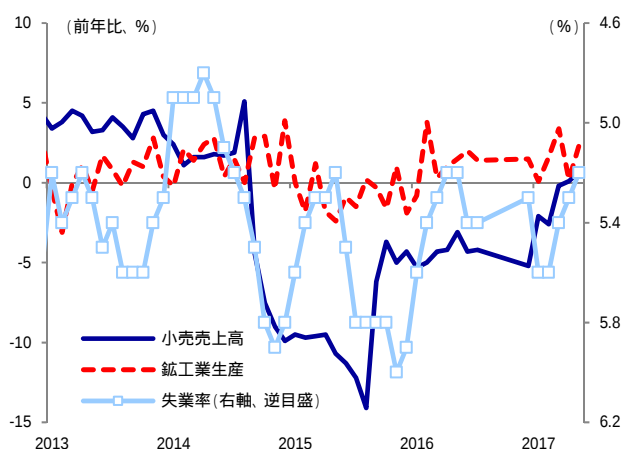
16 日および 20 日にロシアの主要経済指標が発表されており、いずれもロシア経済の回復継続を示唆する結果となった。16 日発表の 5 月鉱工業生産は前年比+5.6%と 3 か月連続で加速した。鉱業（4 月：同+4.2%→5 月：同+5.6%）もさることながら、製造業（4 月：同+0.6%→5 月：同+5.7%）が大幅に伸びたことが全体を押し上げた。20 日発表の 5 月実質賃金は前年比+3.7%と 4 月から横ばいとなり、2014 年 3 月以来となる高水準の伸びが続いたほか、5 月失業率は 5.2%と 4 月（5.3%）から低下した。こうした良好な雇用・所得環境を背景に 5 月実質小売売上高は前年比+0.7%と 4 月（同+0.0%）から加速した。原油価格が持ち直した 2016 年 2 月以降、生産関連の経済指標はプラスの伸びを記録するも、消費関連の指標は前年比マイナスが続いていた。しかし、5 月自動車販売台数は前年比+15.0%と 2012 年 8 月以来の高い伸びとなるなど消費関連指標は急速に改善している。そのため、今後は消費の回復がロシア経済をけん引するだろう。なお、16 日に発表された 1～3 月期の実質 GDP 成長率は前年比+0.5%と 2016 年 10～12 月期（同+0.3%）から加速した。消費の持ち直しを背景に 4～6 月期は成長が加速する可能性が高い。（佐々木貴彦）

ロシア：金融政策決定会合レビュー

CBR は政策金利を 25bp 引き下げ

ロシア中央銀行（CBR）は 16 日に開催した金融政策決定会合で、政策金利を 25bp 引き下げ 9.00%とした。インフレ率は目標（+4%）に収れんしつつあり、インフレ期待も高まっていないことから今回の会合で利下げを行ったとした。また、短期的にインフレ率は安定推移する可能性が高いことから 2017 年下半年期においては利下げ余地があると、利下げの継続を宣言している。もっとも、中期的なインフレ率の上振れリスクは増大していると警戒姿勢を強めた。CBR は具体的なリスクシナリオとして、原油価格の低迷

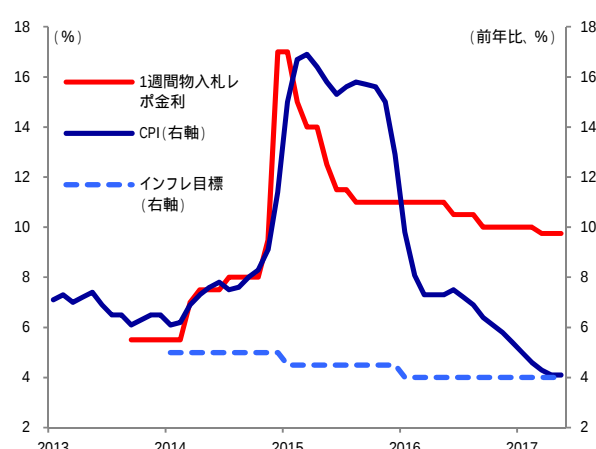
図表 3：ロシア 主要経済指標



(注)2015 年以前の鉱工業生産は旧産業分類に基づく

(資料)ロシア連邦統計庁、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：ロシア 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)ロシア中央銀行、ロシア連邦統計庁、ブルームバーグ、みずほ銀行

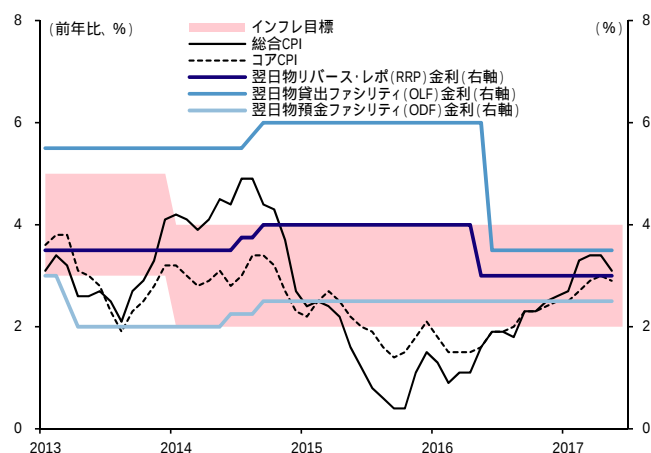
に伴いRUB が値を崩すこと、労働力不足から賃金上昇圧力が強まること、政府が減税を行いインフレ率が一時的に加速すること、家計の消費性向が上昇することを挙げた。5 月消費者物価指数（CPI）は前年比+4.1%と目標近辺となり、また今年は農作物の豊作が見込まれている中、短期的に物価上昇圧力が高まる可能性は低い。しかし、足許の RUB は原油価格の下落に連れて年初来の安値圏まで値を下げている。かかる状況下、CBR は RUB に対する下落圧力を強めないために、利下げは緩やかなペースにとどめるだろう。（佐々木貴彦）

フィリピン：金融政策決定会合レビュー

CPI 減速を背景に金融政策は据え置き

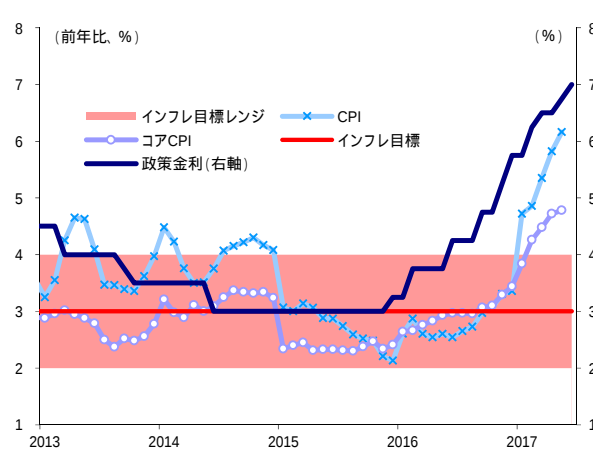
フィリピン中央銀行（BSP）は 22 日に開催した金融政策決定会合で、市場予想通り政策金利である翌日物リバースレポ（RRP）金利を 3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出ファシリティ（OLF）金利を 3.50%、下限である翌日物預金ファシリティ（ODF）金利を 2.50%にそれぞれ据え置いた。その結果、コリドーは 1.00%ポイントに維持された。声明文では、厳しい外部環境にも拘らず、底堅い消費者と企業センチメントにより国内経済は堅調推移を引き続き予想するとした。インフレについては、政府による税制改革法案が一時的に影響する可能性もあるが、社会保険制度により影響は軽減されるとした。インフレ予測値は、2017 年（+3.4%→+3.1%）は引き下げ、2018 年（+3.0%）は据え置き、2017～2019 年のインフレの平均率は目標（ $3 \pm 1\%$ ）以内に収まるとしている。6 日に発表された 5 月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.1%と 4 月（同+3.4%）から減速しており、BSP のテタンコ総裁は、今後インフレ率の下振れが見込まれると会見で述べている。インフレ見通しを踏まえると、当面 BSP は金融政策を維持する可能性

図表 5: フィリピン 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料) フィリピン中央銀行、フィリピン統計機構、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: メキシコ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料) メキシコ中央銀行、メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、みずほ銀行

が高いただろう。なお、7月2日に任期が満了するテタンコ総裁にとって最後の会合となり、次回からはエスペニラ新総裁（現副総裁）体制での運営となる。（大島由喜）

メキシコ：金融政策決定会合レビュー

長期的にはインフレ率が低下
するとの見方を強める

メキシコ中央銀行（Banxico）は21日に開催した金融政策決定会合で、インフレ率の加速を受けて政策金利を25bp引き上げ7.00%とした。もっとも、過去のMXN安の影響を受けた食料品や自動車の値上がりインフレ率上昇の主因であり、MXNの持ち直しを受けて物価上昇圧力は弱まるとの見方を維持した。また、5月に前年比+6.16%となったCPIが目標（+3%）に収れんする時期について、「長期的に」から「2018年10～12月期」と具体的な表現に変わった。これを受けて、市場ではBanxicoが利下げに踏み切る可能性を既に織り込み始めている。6月に入り多くの新興国通貨が軟調推移となる中、MXNは値を切り上げその後も高値圏で推移している。年初にメキシコ経済への悪影響が懸念されていた北米自由貿易協定（NAFTA）の見直しは8月16日以降に正式な交渉が始まる見込み。もっとも、米通商代表部（USTR）が議会に宛てた書簡によれば、交渉の焦点は関税率ではなく、知的財産権の規定や食料品安全基準の改定などになるため、メキシコ経済に対して直ちに影響を与える可能性は低下している。かかる状況下、MXNが底堅さを保つ公算が大きく、インフレ率は低下基調に転じBanxicoは緩和姿勢を強めていくと予想する。なお、会合直前の20日、11月末に退任予定のカルステンス総裁の後任として有力視されているミード財務公債相はBanxicoによる利上げは年内残り2回となり、その後は利下げを開始するとの見方を示した。仮に同氏が次期総裁に就任すれば、年内にもBanxicoは利下げサイクルに入る可能性が高い。（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						
6月19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$59m	\$917m	--
21日 (水)	韓国	輸出 20日間 前年比	--	24.4%	3.4%	--
21日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	4.1%	3.9%	4.4%	--
22日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1165m	\$944m	\$60m	\$57m
22日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
22日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
22日 (木)	フィリピン	BSPスタンディング 翌日物預金ファンディ・レート	2.50%	2.50%	2.50%	--
23日 (金)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	1.3%	--	0.4%	--
23日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	7.5%	--	6.7%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.5%	--	-0.6%	--
24~30日	ベトナム	消費者物価指数(前年比)	3.0%	--	3.2%	--
25~30日	ベトナム	貿易収支	--	--	-\$800m	--
25~30日	ベトナム	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.2%	--
25~30日	ベトナム	小売売上高(年初来/前年比)	--	--	10.2%	--
25~30日	ベトナム	GDP(年初来/前年比)	--	--	5.1%	--
6月27日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	108.0	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.7%	--
30日 (金)	中国	製造業PMI	--	--	51.2	--
30日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	54.5	--
30日 (金)	マレーシア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	4.4%	--
30日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$1451m	--
30日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	\$2200m	--	\$2906m	--
中東欧・アフリカ						
6月20日 (火)	南ア	経常収支	-79b	-91b	-76b	--
20日 (火)	ロシア	失業率	5.2%	5.2%	5.3%	--
20日 (火)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	0.5%	0.7%	0.0%	0.1%
21日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.4%	5.4%	5.3%	--
22日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	--	70.0	72.8	--
23日 (金)	トルコ	住宅販売(前年比)	--	--	7.6%	--
30日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.3%	--
30日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	5.1b	--
30日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	22800m	--
ラテンアメリカ						
6月23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	3.5%	--	3.8%	--
23日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.4%	--	6.1%	--
26日 (月)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	--	8420.0%	--
26日 (月)	メキシコ	失業率	--	--	3.6%	--
26日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	4.4%	--
27日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	\$1153m	--
29日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.7%	--	1.6%	--
30日 (金)	ブラジル	全国失業率	13.7%	--	13.6%	--

(注)2017年6月23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	6.8348	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7950	7.7989	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.596	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13324	13300	13380	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1141.07	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.2675 ~ 4.5002	4.2865	4.28	4.33	4.18	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	50.367	50.0	49.7	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3808 ~ 1.4547	1.3903	1.40	1.41	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.435	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	33.95 ~ 36.01	33.97	34.3	34.1	34.0	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22725	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	60.0399	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	12.9713	13.50	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5108	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	3.3422	3.30	3.36	3.40	3.43	3.45
メキシコペソ	(MXN)	18.3419 ~ 22.0385	18.1243	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	16.303	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.270	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.723	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	0.827	0.807	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.767	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.357	25.911	25.70	24.94	25.12	25.49	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.206	2.20	2.17	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	80.04	78.57	76.60	76.09	75.91	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.657	3.63	3.59	3.51	3.50	3.53
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.302	3.275	3.21	3.17	3.09	3.08	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4901	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	1.853	1.86	1.80	1.69	1.68	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.579	8.15	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.696	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	33.303	33.33	32.14	30.88	30.32	30.14
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.104	6.141	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23日の7時40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。