

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

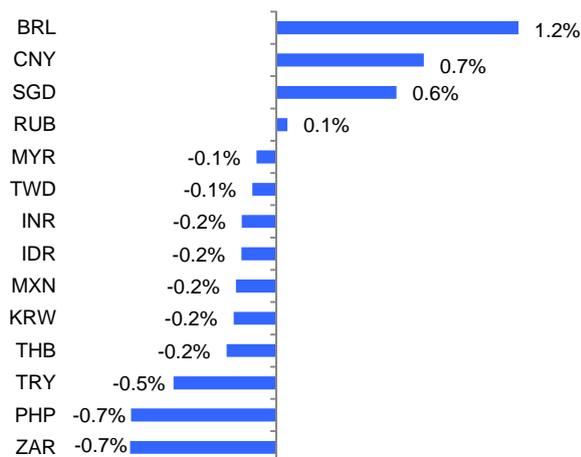
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨はもみ合い推移

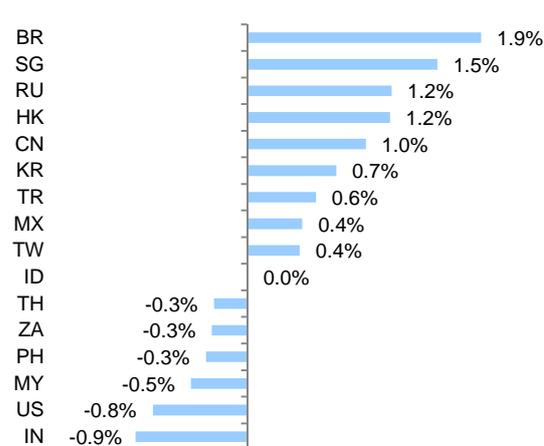
今週の新興国通貨は多くの通貨がレンジ内で推移した。週初 26 日、米 5 月耐久財受注が 2 か月連続で減少し、また米連邦最高裁が入国禁止令を条件付きで承認したことが伝わると、ドル売り優勢地合いとなり新興国通貨は上昇した。27 日、ドラギ ECB 総裁は講演で「中央銀行（ECB）は政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能」と述べ引き締め観測が強まった。その結果、独金利が急騰し米金利も連れて上昇する展開に新興国通貨は値を下げた。28 日、イングランド銀行（中央銀行、BOE）のカーニー総裁による金融緩和縮小を示唆する発言を受け GBP が上昇したが、新興国通貨への影響は限定的。一方、原油価格の堅調推移を受けて資源国通貨は値を伸ばした。29 日に発表された米 1～3 月期 GDP（3 次速報値）が上方修正され米金利が一段と上昇したことを背景に、新興国通貨は反落した。

個別通貨をみると、労働改革法案が上院の法務委員会で承認されたことに加え、鉄鉱石価格の上昇も追い風となり BRL（+1.2%）は値を上げた。一方、ZAR（-0.7%）は米金利上昇を受けて売られた。また、PHP（-0.7%）は国内株式が軟調推移となったことが嫌気された。（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

欧米主要中銀のタカ派化

今週は欧米の主要な中央銀行総裁が言い合わせたかのように一斉にタカ派なメッセージを発信した。まずは ECB のドラギ総裁が 27 日に「景気回復が続く中、政策スタンスの基本はより順応的なものとなる。中央銀行（ECB）は政策手段のパラメーターを調整することで景気回復に対応することが可能である。この際、政策スタンスを引き締めることが目的ではなく、ほぼ同じに維持することが狙いである」と発言。パラメーター調整は ECB が多用する言い回しだが、要するに金融政策の正常化と読み替えて問題ない。

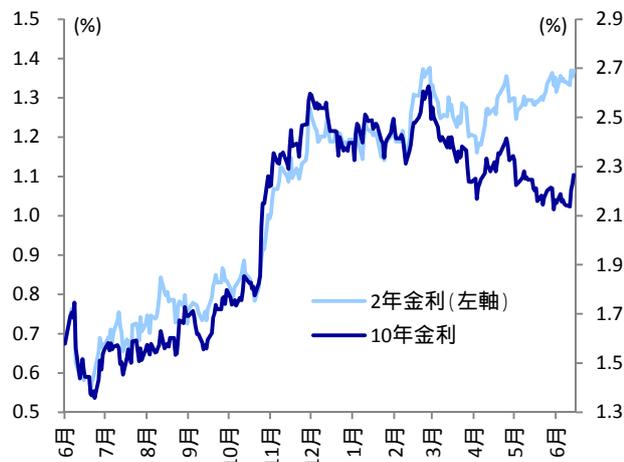
BOE は総裁と理事も利上げ支持に回る可能性

また、28 日には BOE のカーニー総裁も「金融政策委員会（MPC）が認識する問題（インフレの高止まりとスラックの残存）が解消に向かい、それに伴って金融政策の決定が従来式のものに近づくようになれば、金融政策による景気刺激をいくらか解除することが必要になる公算は大きい」と述べた。カーニー総裁は 20 日に行った講演で「現在は利上げを行う時期ではない」と発言していたが、翌 21 日に BOE のチーフエコノミストを務めるハルデーソン理事が今年後半の利上げを支持する公算が大きいとの認識を示した。BOE は 6 月 MPC ではカーニー総裁とハルデーソン理事を含む 5 名の賛成で金利を据え置いたが、3 名が利上げを主張し 2 分化が進んでいた。カーニー総裁とハルデーソン理事のタカ派化は BOE の利上げがかなり近づいていることを示唆する。

BOC は年内利上げの可能性

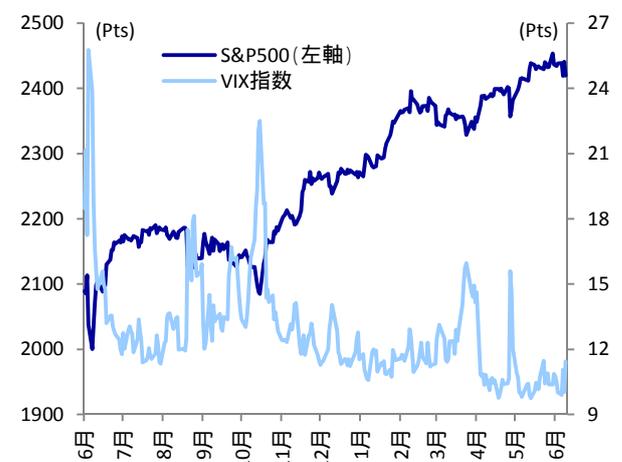
ECB、BOE と同様にタカ派に傾斜しているのがカナダ銀行（中央銀行、BOC）である。BOC のポロズ総裁は 28 日に「（2015 年の）利下げはその役割を成し遂げたようにみえるが、われわれは新たな金利決定に近づきつつあり、先入観は落ちたくない」とし、「少なくとも、余剰生産能力が着実に使い果たされつつあるという全体的な状況に配慮する必要があることは明白だ」と述べた。BOC は 5 月から相次いで利上げに布石を打つ

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

発言をしており、年後半に利上げに踏み切る可能性がある。

先進国の金利上昇は新興国通貨を圧迫するも、同時に進むドル安が下支え

主要中銀のタカ派化を受けて先進国で金利が上昇する中、新興国通貨は圧迫されている。新興国市場は先進国の中でも、特に米国の長期金利の上昇に脆弱であるが、今週の米金利の上昇はドイツなどの金利上昇に追随したものである。為替市場では、中銀が正常化に向かおうとしている英ポンドやカナダドル、ユーロなどが買われており、ドルは対先進国通貨に対して軟調に推移している。このため、新興国通貨も対ドルで一方向的な下落が続くことはないだろう。

新興国通貨の急落リスクは株価の調整

新興国通貨が急落するリスクがあるとすれば、株式市場の調整には警戒したい。米株式市場は、イールド・カーブのフラット化、銀行借入需要の弱さなど米国経済が減速に向かっている可能性を示唆する兆候がある中でほぼ一本調子で上昇してきた。おそらく株価の上昇は米金利の上昇がカタリストとなってきたようだが、足許の金利上昇を受けて株価は軟化している。調整が一段と強まる展開となれば、新興国市場からの資本流出圧力が強まり、新興国通貨も売りが優勢となろう。

もっとも、欧州初の金利上昇は一服する公算が大きい

もっとも、今回の欧米金利上昇の発端であるユーロ圏の状況を踏まえれば ECB が継続的な引き締め路線に向かうとは考え難く、ドイツ金利が年初来のレンジを大きく上抜けていくことはないだろう。米金利は FRB の順調な正常化プロセスとは裏腹に年初からイールド・カーブのフラット化が進んできた。これは米経済指標の相次ぐ下振れを受けて、市場参加者が米国経済の現状に懸念を抱いているからであり、欧州債券市場が落ち着きを取り戻せば、米金利は再び低下してくる可能性が高い。この場合、新興国通貨も上昇する余地が出てくるだろう。(多田出健太)

資源国通貨の冴えない値動きは続く

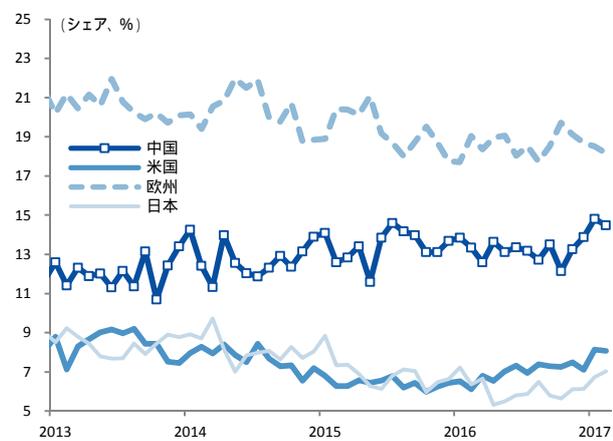
足許の過剰供給懸念は行き過ぎ

過剰供給に対する懸念を背景に原油相場は5月半ばから大きく値を下げ、資源国通貨は連れ安となった。足許の原油価格は安値圏で推移しているが、2016年前半のように30ドル/バレルを割り込むような展開となる可能性は低いと考える。直近はリビアの生産増が嫌気されたが同国はさらなる大幅増産は計画していないほか、OPEC生産量に占める割合は約2%と小さいため、原油相場に大きな影響を与えるとは考えがたい。考慮すべきはサウジアラビア、ロシアと並んで生産量が多い米国の動向だ。石油掘削装置(リグ)稼働数が2015年4月以来の高水準まで増加するなど、同国の生産量増加が年初からの原油相場の重石となってきた。もっとも、米国の生産量は原油価格に遅れて増減する傾向があり、原油価格の下落を受けて今後の生産量は低下に向かう見込みだ。実際、米エネルギー省(EIA)の統計によれば6月第4週における生産量は前週比10万バレル/日と2016年7月第1週以来となる大幅な減少を記録している。かかる状況下、供給過剰懸念は徐々に後退し原油価格が落ち着きを取り戻すことで、短期的に資源国通貨は安定した値動きを予想する。

但し、需給が大きく改善する見通しが無いのも確か

一方、そうした安定が長続きする公算は小さい。世界のエネルギー貿易において中国の輸入シェアは14.5%(IMF、2017年2月)と米国(8.1%)や日本(7.0%)を上回り単一国としては最大となっているため、同国の経済動向は商品需給に最も影響する。特に固定資産投資は商品価格との相関が強く、商品市況の先行きを見る上では重要である。その固定資産投資はこのところ2か月連続で減速している。金融引き締めにより不動産投資の伸びは力強さを欠き、全体をけん引してきたインフラ投資も年初から伸び幅が縮小したためだ。秋の共産党大会を控えて、中国政府は景気加速より安定に政策の舵を切っており、固定資産投資は今後も伸び悩む可能性が高い。こうした状況を踏まえれば、商品価格の冴えない動きは続き、資源国通貨の上値を押さえるだろう。(佐々木貴彦)

図表3: 世界のエネルギー貿易(主要国・地域のシェア)



(資料)IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4: 中国の固定資産投資とCRB指数



(資料)中国国家统计局、ブルームバーグ、ロイター、みずほ銀行

タイ：金融政策決定会合プレビュー

景気回復を背景に政策金利は据え置きか

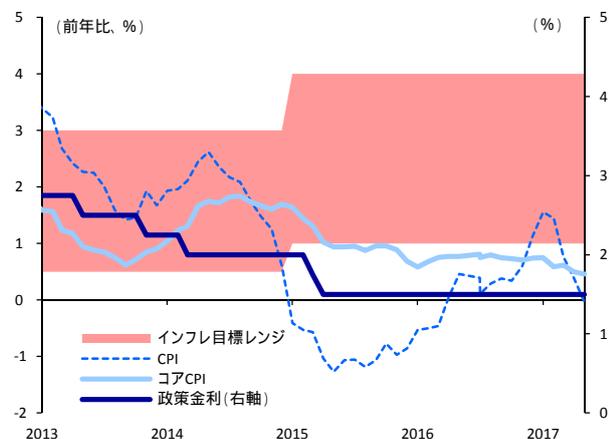
タイ中央銀行（BOT）は7月5日（水）に開催する金融政策決定会合で、政策金利を1.50%に据え置くと予想する。前回会合（5月24日）の声明文では世界的な先行き不透明感にも拘わらず、タイの成長見通しは一段と改善していると述べた。景気見通しが改善した理由として財輸出を挙げた。また、個人消費が持ち直したほか、観光業の回復や政府支出の拡大が引き続きけん引役であるとしている。一方、タイ経済は米国の経済・通商政策、中国の構造改革、地政学リスクなどの下振れリスクにさらされているとした。為替については、THB高を懸念する文言は削除され、THBはアジア地域の通貨に沿った動きをしていると指摘した。もっとも、5日にBOTは外国為替送金規制の緩和を発表し、海外への資金流出を促すことでTHB高の抑制を図っている。インフレについては、年後半に加速する見通しを示しているが、足許5月消費者物価指数（CPI）は前年比0.04%と4月（+0.4%）からマイナスに転じた。インフレ目標（+1~4%）を2か月連続下回っており、緩和余地は十分にあると言える。しかし、景気が回復する中、BOTは今会合でも政策金利は据え置くだらう。（大島由喜）

韓国：消費者マインドの改善が続く

韓国の内需は加速する公算が大きくなる

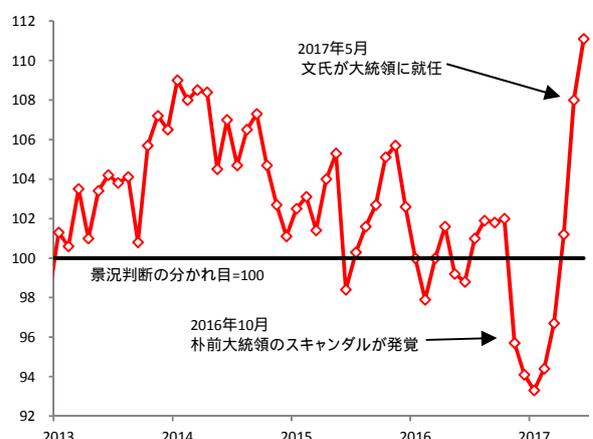
27日に発表された6月消費者信頼感指数は111.1と5か月連続で上昇し、2011年1月以来の高水準を記録した。1月には93.3とリーマン・ショック直後の2009年3月以来の水準まで急速に悪化したが、朴前大統領の弾劾審判の進展を経て急回復し、足許は文新大統領への期待を背景に改善が続いている。その文大統領は就任直後から公約である雇用拡大を実現すべく、雇用事業を中心に予算の執行加速を指示した。その結果、1~5月の予算執行額は135.3兆ウォンと計画値（129.8兆ウォン）を上回った。さらに文政権は雇用創出を主眼とした11.2兆ウォン（GDP比+0.7%）の補正予算案を策定し、成立に向けて野党と協議を重ねている。野党は景気が底堅いにも拘らず補正予算案を執行することは、緊急時

図表5：タイ 政策金利と消費者物価指数（CPI）



(資料)タイ中央銀行、タイ商務省、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表6：韓国 消費者信頼感指数



(資料)韓国中銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

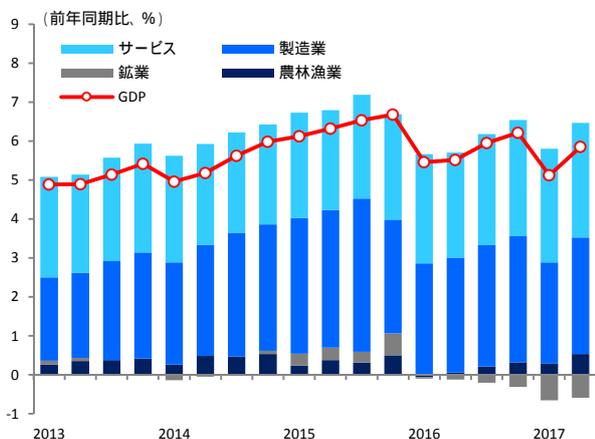
以外の補正予算策定を禁じた国家財政法に反するとして反発しており、採決の目処は立っていない。もっとも、若年層(20~29歳)の失業率が1999年以来の高水準で推移する中、雇用の拡大を求める世論は根強く、最終的に与野党が合意する可能性は高いと考える。消費者マインドが急速に改善する中、政府支出が拡大する公算が大きくなっているため、韓国の内需は加速するだろう。(佐々木貴彦)

ベトナム: 1~6月期 GDP は加速

底堅い消費がベトナム経済を下支え

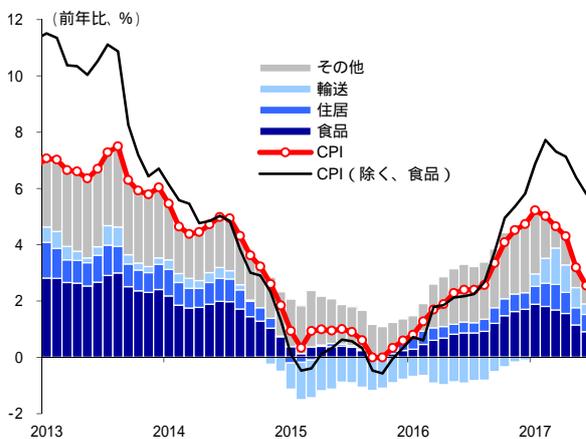
29日に発表された1~6月期GDPは前年同期比+5.73%と1~3月期(同+5.10%)から加速した。産業別に内訳をみると、鉱業(同8.2%)が6四半期連続で減少するも、製造業(1~3月期:同+8.30% 1~6月期:同+10.52%)やサービス業(1~3月期:同+6.52% 1~6月期:同+6.85%)の回復が全体をけん引した。また、同日発表の1~6月期小売売上高は前年同期比+10.1%と1~3月期(同+9.2%)から伸び幅が拡大しており、需要別では消費の回復が経済の加速に寄与した模様だ。2016年はインフレの急騰及びベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)の与信抑制策により消費は低迷した。しかし、原油価格が伸び悩む中、食料品価格が低下したことにより6月CPIは前年比+2.54%と5か月連続で減速し、2016年7月以来の低い伸び率となった。また、SBVのフン総裁は1~5月期における与信の伸びは前年末比+6.5%と過去2年と比べて最も速いペースで拡大したと述べるなど、SBVは昨年とは異なり与信の拡大を容認する姿勢に転じている。かかる状況下、底堅い消費を背景にベトナム経済は加速が続く公算が大きい。(佐々木貴彦)

図表7: ベトナム 実質 GDP 成長率



(資料)ベトナム統計局、CEIC、みずほ銀行

図表8: ベトナム 消費者物価指数(CPI)



(資料)ベトナム統計局、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						
6月29日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	80.0	84.0	--
29日 (木)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-1.9%	0.5%	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	--	1.7%	--
30日 (金)	中国	製造業PMI	51.0	--	51.2	--
30日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	54.5	--
30日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$1451m	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2000m	--	\$2906m	--
7月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$11900m	--	\$5989m	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.7	--	49.6	--
3日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.0%	--	0.0%	--
3日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	--	4.3%	--
4日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.1%	--	2.0%	--
5日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$3995.0m	--
5日 (水)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.1%	--
5日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
5日 (水)	台湾	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.6%	--
7日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	8.75b	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	--	--	\$3.46b	--
7日 (金)	中国	外貨準備高	--	--	\$3053.6b	--
中東欧・アフリカ						
6月29日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	16.3%	18.1%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.8%	4.8%	4.6%	--
30日 (金)	トルコ	貿易収支	-7.68b	--	-4.95b	--
30日 (金)	南ア	貿易収支(注*)	9.3b	--	5.1b	--
30日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	22800m	--
7月3日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	53.6	--	52.4	--
3日 (月)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	11.7%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	15.3%	--
3日 (月)	トルコ	マーケット/ISOトルコ製造業PMI	--	--	53.5	--
3~4日	ロシア	GDP (前年比/改定値)	0.5%	--	0.5%	--
6~7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.1%	--	4.1%	--
ラテンアメリカ						
6月26日 (月)	メキシコ	失業率	3.6%	3.6%	3.5%	--
26日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-1.0%	-0.7%	4.4%	4.3%
27日 (火)	メキシコ	貿易収支	273.0m	-1079.2m	616.8m	--
27日 (火)	ブラジル	経常収支	\$2000m	\$2884m	\$1153m	--
29日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.76%	-0.78%	1.57%	--
30日 (金)	ブラジル	基礎的財政収支	-19.5b	--	13.0b	--
3~4日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$7661m	--
7月4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.5%	--
5日 (水)	メキシコ	総設備投資	--	--	3.9%	--
5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	86.8	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	3.1%	--	3.6%	--
7日 (金)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.2%	--

(注)2017年6月30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	6.7870	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7950	7.8060	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.629	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13330	13300	13380	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1141.25	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.2675 ~ 4.5002	4.2935	4.28	4.33	4.18	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	50.540	50.0	49.7	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3808 ~ 1.4547	1.3794	1.40	1.41	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.398	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	33.95 ~ 36.01	34.00	34.3	34.1	34.0	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22740	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	59.4500	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.0283	13.50	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5267	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	3.3029	3.30	3.36	3.40	3.43	3.45
メキシコペソ	(MXN)	18.3419 ~ 22.0385	18.0497	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	16.562	15.94	15.68	15.29	14.93	14.79
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.367	14.18	14.05	13.79	13.66	13.53
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.735	1.68	1.68	1.67	1.64	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.841	0.827	0.815	0.823	0.825	0.827
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.777	9.65	9.65	9.55	9.55	9.55
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.357	26.204	25.70	25.17	25.60	25.98	25.93
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.226	2.20	2.19	2.18	2.19	2.18
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	81.30	78.57	77.30	77.54	77.37	77.21
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.689	3.63	3.62	3.58	3.57	3.56
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.302	3.299	3.21	3.20	3.15	3.14	3.09
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4933	0.48	0.48	0.47	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 2.024	1.886	1.86	1.82	1.73	1.71	1.75
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.607	8.15	7.57	7.64	7.85	8.08
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.776	30.56	29.46	28.16	27.18	27.63
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	33.948	33.33	32.44	31.47	30.90	30.43
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.104	6.213	5.24	5.32	5.30	5.30	5.25

(注)1. 実績の欄は2017年5月31日まで。SPOTは6月30日の7時30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(6月30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。