

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 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

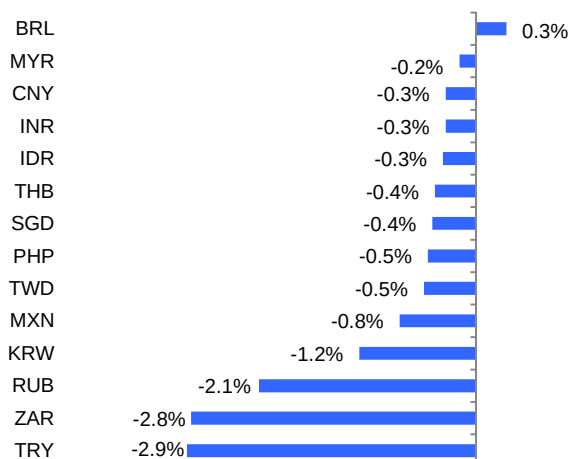
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は下落

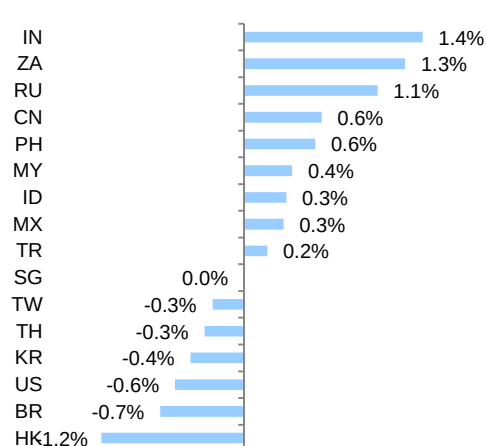
今週の新興国通貨は大半が下落した。週初3日に発表された米6月ISM製造業景況指数が市場予想を上回る良好な結果を受けドルは上昇し、新興国通貨は下落した。4日に北朝鮮が大陸間弾道ミサイル(ICBM)の発射実験に成功したと発表するとリスクオフムードが広がったが、新興国通貨の大半は小幅な値動きにとどまった。5日はICBMの発射を巡り米国と北朝鮮との緊張感が高まり、米国が国連安全保障理事会で緊急非公開会合を開くよう要請したとの報道を背景にドルが買われたほか、ロシア関係者が原油減産幅の拡大に慎重な姿勢を示したとの報道に原油価格が下落したことも資源国通貨の重石となった。6日に発表された米6月ADP雇用統計が予想を下回るとドルが下落したものの、新興国通貨の反応は薄かった。

個別通貨を見ると、TRY(▲2.9%)はドイツとの問題やシリアとの地政学的リスクを背景に軟化した。また、南アフリカの与党アフリカ民族会議(ANC)が南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)の国有化を提案したことを受けZAR(▲2.8%)も下落。RUB(▲2.1%)は原油価格に連れ軟調な動き。北朝鮮のICBM発射実験を受けて、KRW(▲1.2%)は弱含んだ。(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

RBA はタカ派化の流れに乗らず

先月後半以降、欧州中央銀行（ECB）、イングランド銀行（中央銀行、BOE）、カナダ銀行（中央銀行、BOC）が相次いでタカ派に傾斜するなど、主要中銀のタカ派化が鮮明となっていた。豪州準備銀行（中央銀行、RBA）もこのグループに仲間入りするとの見方も出ていたが、RBA は 4 日の政策理事会において中立姿勢を再確認し、他の中銀とは一線を画す決断を下している。来週は 12 日（水）に BOC の金融政策会合が予定されており、おそらくタカ派寄りのメッセージを発するものとみられる。

先進国の金利上昇が継続

主要中銀のタカ派化に伴う先進国の金利上昇は根強く続いている。米 10 年国債利回りは、トラumptレード以降、12～3 月にかけて 2.30～2.60% のレンジで推移していたが、4 月以降は 2.15～2.40% へとレンジを切り下げた（図表 1）。直近は 4 月以降のレンジの上限に近い 2.3% 台後半まで上昇している。もっとも、この上昇は先週も指摘した通り独金利などに追随したもので米国主導の動きではない。今晚発表される 6 月の米雇用統計がよほど強い結果とならない限りは、米 10 年金利が最近のレンジを大きく上抜けることはないだろう。

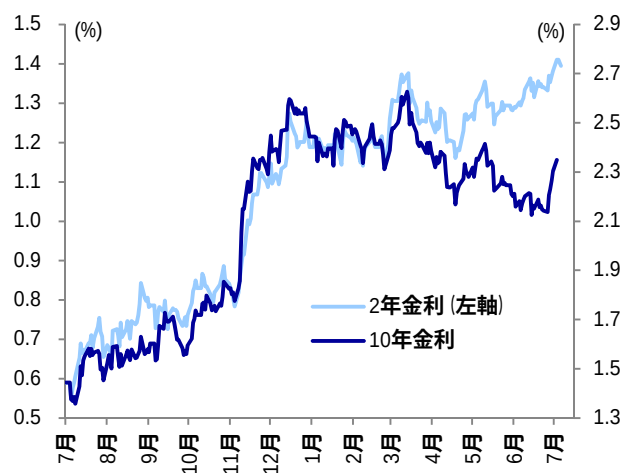
ドイツ発の金利上昇を引き続き警戒

ただし、独 10 年国債利回りの上昇には引き続き警戒が必要だ。6 日に公表された ECB 政策理事会の議事要旨（6 月 7～8 日開催分）を受けて、市場では資産買い入れ縮小（テーパリング）観測が高まり、独 10 年国債利回りは年初来のレンジである 0.20～0.50% を上抜けて 2016 年 1 月以来の高水準をつけている。

一段の金利上昇は新興国通貨の下落を招く恐れ

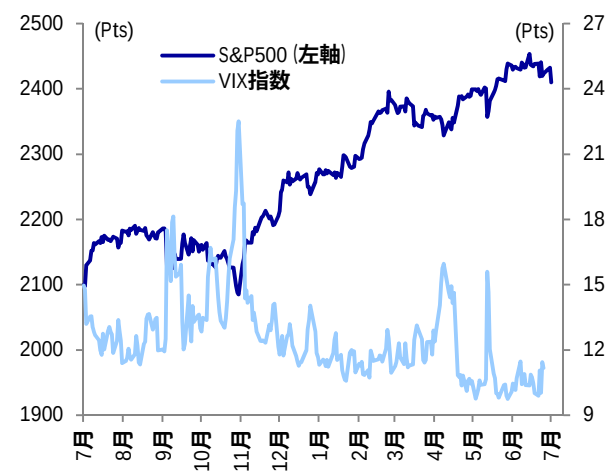
ECB の金融政策に関しては、7 月政策理事会の声明文では現状維持とした上で、9 月に 2018 年 1 月以降のテーパリング方針を表明するというのがメインシナリオである。金利上昇ペースが速いため調整が入るのは時間の問題だとみているが、何らかの理由で上昇が加速し米金利の上昇などに波及すれば、先進国の長期金利はレンジを切り上げる可能性が出てくる。

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

	先進国の金利上昇が新興国通貨を圧迫する流れが続いている中で、新興国通貨の一段の下落には警戒しておきたい。
レッドライン越えでも直ぐに軍事行動には出ず	新興国通貨は全般的に軟調だが、アジアでは KRW の下げが目立った。背景は上述した通り北朝鮮問題の緊迫化である。北朝鮮は米独立記念日である 4 日に弾道ミサイル 1 発を発射し、同日に国営の朝鮮中央テレビを通じて特別重大報道として、ICBM の発射実験に成功したと発表した。ICBM の発射実験（と核実験）は「レッドライン（越えてはならない一線）」を越える行為とみられてきたが、トランプ大統領は 6 日に「レッドライン」は引かないとの立場を表明しており、米国が直ぐに軍事行動に出ることはない。
北朝鮮問題は米国にも危険が及ぶステージへ	4 日に発射したミサイル「火星 14」はアラスカが射程圏内に入るとされており、大半の米国本土には届かないものの、米国領土が北朝鮮の標的内に入ったことになる。これまでは北東アジア地域などの米国の主要同盟国の危機にとどまっていたものが、米国自身にも危険が及ぶ新たなステージへの移行を象徴する出来事である。
G20 は声明に北朝鮮批判を盛り込むだけ	ドイツのハンブルクで 7~8 日に開催される 20 か国・地域 (G20) サミットでは、貿易や気候変動などの問題に加え、北朝鮮問題が主要議題となる見込みだが、強硬策には中国とロシアに賛成が得られないため、当たり障りのない非難が声明文に盛り込まれるだけに終わる公算が大きい。
中国とロシアは米国の武力行使をけん制	G20 に先立ち、4 日に中国の習近平国家主席とロシアのプーチン大統領は会談しており、朝鮮半島問題に関する共同声明を発表、対話による平和的な問題解決を目指し、米国の武力行使をけん制している。声明では、北朝鮮が核・ミサイル開発を凍結するのと引き換えに米国と韓国が大規模な合同軍事演習を停止するべきだとしたほか、「地域外の軍事勢力が北朝鮮を口実に北東アジアに進出することに反対する」とした。さらに、地上配備型ミサイル迎撃システム (THAAD) についても「ロシアと中国を含め地域国の戦略、安全に嚴重な侵害を与えている。朝鮮半島の非核化、地域の安定のためにならない」として即座に配備を中止するよう要求している。北朝鮮に対して国連安保理の決議を順守するよう求めているものの、結局は中国とロシアは、米国のアジア地域への関与を薄めたいだけのようにしか見えない。
北朝鮮への対応を巡って米国が対中強硬路線に帰する可能性も	米国は北朝鮮の核・ミサイル開発を抑止するために経済的、外交的圧力を一段と強めるよう中国側に迫ってきたわけだが、今までのところ効果は全く上がっていない。重要なことは、トランプ政権は北朝鮮問題の解決に向けて中国から協力を取り付けることと引き換えに中国の為替操作国認定の見送りなど対中政策を軟化させたことである。対北朝鮮との交渉カードとして中国が使えないならば、トランプ政権が中国との経済交渉で譲歩する必要はなくなるため、再び対中強硬路線に帰する可能性も否定できないだろう。(多田出健太)

マレーシア：金融政策決定会合プレビュー

CPI 減速を背景に据え置きか

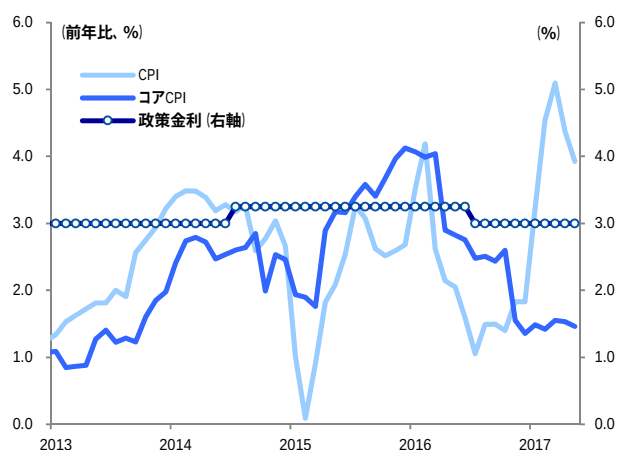
マレーシア中央銀行（BNM）は 13 日（木）に開催する金融政策決定会合で、政策金利を 3.00% に据え置くと予想する。前回会合（5 月 12 日）の声明文では、新興国経済は国内経済活動の維持と強い外需に支えられ堅調と述べた。一方、リスクとして保護貿易主義の台頭や地政学的動向、商品価格の変動を挙げ、金融市場にも悪影響を与える可能性があると指摘した。インフレについては年後半に落ち着くとの見通しを示した。マレーシア 5 月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.9%と 4 月（同+4.4%）から鈍化し、2 か月連続で減速している。インフレが落ち着きの兆しをみせており、景気も緩やかに回復している状況下、BNM は現在の政策金利を維持するだろう。（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する公算が大きい

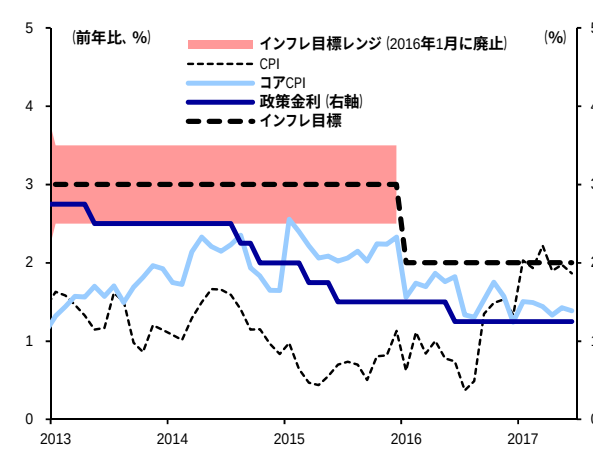
韓国中央銀行（BOK）は 13 日（木）に開催する金融政策決定会合において、政策金利を現状の 1.25% で据え置くと予想する。前回会合（5 月 25 日）では、外需の持ち直しや設備投資の回復ペースが前回予想時点（4 月）より速く、今年の成長率は予測値（前年比+2.6%）を上回るとの見方を示した。インフレ率に関しては、原油価格や農産物価格が上昇する可能性はあるものの、目標（前年比+2.0%）近辺で推移するとした。会合後の記者会見で BOK の李総裁は、現状の金融政策は十分に緩和的であり、さらなる景気の下支えは財政政策で行うべきだと述べた。また、米利上げに対して機械的に応じることはないと言明しており、当面は政策金利を据え置くことを示唆している。韓国 6 月輸出は前年比+13.7%と 5 月（同+13.3%）から加速し、高い伸びを維持した。一方、6 月 CPI は前年比+1.9%と目標値を下回った。また、文政権は雇用拡大を主眼とした 11.2 兆ウォン（GDP 比+0.7%）の補正予算を策定し、成立に向けて野党と協議している。物価が安定推移する中、輸出が堅

図表 3：マレーシア 政策金利と消費者物価指数（CPI）



（資料）マレーシア中央銀行、マレーシア統計庁、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：韓国 政策金利と消費者物価指数（CPI）



（資料）韓国中央銀行、韓国統計庁、CEIC、みずほ銀行

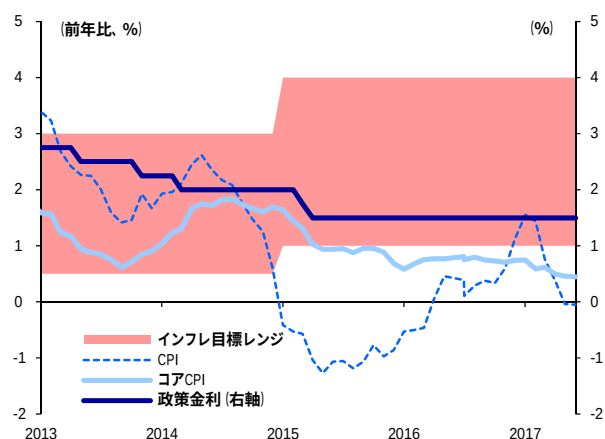
調に伸びているほか、政府が拡張的な財政政策を志向している現状を踏まえれば、BOK は現状の金融政策を維持する可能性が高い。(佐々木貴彦)

タイ：金融政策決定会合レビュー

17 会合連続で政策金利を据え置き

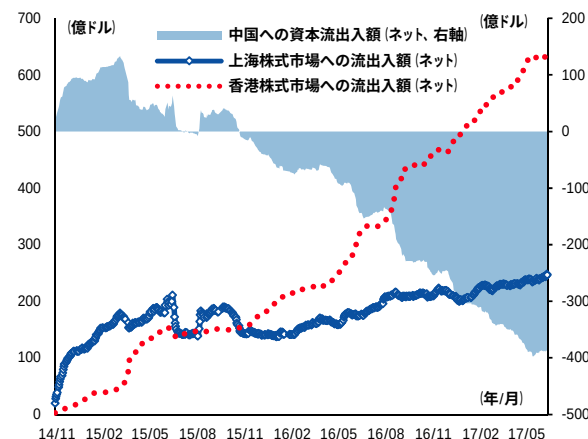
タイ中央銀行（BOT）は 5 日に金融政策委員会（MPC）を開催し、全会一致で 17 会合連続となる政策金利の据え置きを決定した。声明文では、成長見通しは一段と改善したと述べ、幅広い項目や輸出先の拡大を背景に輸出の見通しが改善したことが寄与しているとした。しかし、内需については緩やかなペースで拡大をしているが、広範囲での回復はまだ見られないと指摘。依然として、タイ経済は米国の経済・通商政策、中国の構造改革、地政学リスクなどの下振れリスクにさらされているとした。インフレについては、今年の農業生産が豊作であることや、昨年干ばつの影響によるベース効果によって生鮮食品価格が低下したことに加え、世界的な原油価格の下落により鈍化したと述べたものの、供給側の要因や国内需要の高まりを背景に年後半は加速する見込みであるとした。為替相場については、前回会合（5 月 24 日）と同様に THB はアジア地域の通貨に沿った動きをしていると指摘するとともに、BOT は引き続き短期的な資金流出を注視するとの文言を付け加えた。前回会合の声明文では THB 高を懸念する文言が削除されたため会合後 THB 高が進み、BOT のウィラタイ総裁は 5 月 29 日に THB 高や短期資金流入を懸念していることを表明していた。なお、BOT は今会合で成長見通しを 2017 年は+3.4%から+3.5%に、2018 年は+3.6%から+3.7%にそれぞれ引き上げた。他方、インフレ率見通しは、2017 年は+1.2%から+0.6%、2018 年は+1.9%から+1.6%に下方修正している。インフレ率は目標レンジ（+1～4%）から下振れているが、緩やかな景気回復が続く中、利下げの必要性は乏しく、BOT は当面政策金利を据え置くだろう。

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：中国「株式相互取引」の累積流出入額



(注) 取引が開始された 2014 年 11 月 17 日以来の累積額

(資料) 中国外貨取引センター、香港取引所、CEIC、みずほ銀行

中国：「債券相互取引」が示唆する資本取引自由化の今後

現状は海外から中国への債券
投資しか認められず

3 日、中国と香港間で債券の売買注文を取り次ぐ「債券相互取引」が始まった。中国は 2014 年 11 月に香港取引所と「株式相互取引」を開始しており、今回はその債券版となる。中国政府は 2020 年を目標に上海を国際金融センターとする構想を打ち出しており、今後は香港だけでなく他の証券取引所とも相互売買の開始を目指していくだろう。もっとも、目標とする 2020 年までに資本取引の自由化が実現するかは定かではない。今回の「債券相互取引」は「株式相互取引」とは異なり、海外の投資家による中国債券市場への投資は先行開始する一方、中国の投資家が香港を通じて海外債券市場に投資することは今のところ認められていない。「相互取引」を掲げながら一方向の取引しか開始されていない背景として、中国当局の資本流出に対する懸念の強さが挙げられる。

取引上限を設定した上で中国
国内投資家も参加を許可か

「株式相互取引」では開始当初こそ上海株式市場に対する流入額が香港株式市場に対する流入額を上回っていた。しかし、中国経済が軟調になるに連れ香港株式市場に対する流入額が急拡大し、「株式相互取引」を通じて中国から資本流出が進む結果となった。中国経済に対する先行き懸念が燃える状況下では、国内投資家が「債券相互取引」に参加すると「株式相互取引」と同様に資本流出を招く恐れがある。他方、中国当局は中国債券が主要な債券指数に組み入れられることを目指している。国内投資家をいつまでも参加させないことは「債券相互取引」の存続について疑義を強め、指数採用に悪影響を及ぼす可能性がある。かかる状況下、中国当局は「債券相互取引」において資金流入が続いていることを確認し、国内投資家に対して取引上限など一定の制限を設けた上で参加を認める可能性が高いと考える。中国人民銀行（中央銀行、PBoC）の金融改革 40 条意見（2015 年 10 月）によれば、事業投資や不動産投資の取引自由化も目指すとしている。しかしながら、債券取引を開放するだけで相応の時間がかかる公算が大きい現状を踏まえると、目標とする 2020 年に資本取引の自由化が実現するのは厳しい情勢になっていると言えよう。（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						
7月3日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.0%	-0.05%	-0.04%	--
3日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	4.4%	4.3%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	50.6	50.9	50.8	--
4日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.0%	1.9%	2.0%	--
5日 (水)	韓国	国際収支・経常収支	--	\$5937.3m	\$3995.0m	\$3891.1m
5日 (水)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.0%	2.8%	3.1%	--
5日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.5%	1.5%	1.5%	--
5日 (水)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.9%	1.0%	0.6%	--
7日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	6.89b	--	8.75b	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$3.20b	--	\$3.46b	--
10日 (月)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.6%	--	1.5%	--
10日 (月)	中国	PPI 前年比	5.5%	--	5.5%	--
10~15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	9.5%	--	9.6%	--
10~15日	中国	新規貸出(人民元)	1300.0b	--	1110.0b	--
10~14日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.7%	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2052m	--
12日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.2%	--
12日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	2.6%	--
12日 (水)	インド	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.2%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.1%	--
13日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.0%	--
13日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レートの	--	--	1.3%	--
13日 (木)	中国	貿易収支	\$42.85b	--	\$40.81b	\$40.79b
14日 (金)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	2.2%	--
14~17日	インド	輸出(前年比)	--	--	8.3%	--
14~17日	インド	輸入(前年比)	--	--	33.1%	--
中東欧・アフリカ						
7月3日 (月)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	11.2%	10.9%	11.7%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	14.6%	14.9%	15.3%	--
6~7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.2%	4.4%	4.1%	--
10日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.7%	--
10~14日	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-10	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-4.1%	--
11日 (火)	ロシア	経常収支	10200m	--	23300m	--
13日 (木)	トルコ	経常収支	--	--	-3.62b	--
ラテンアメリカ						
7月4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$7000m	\$7195m	\$7661m	--
4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.9%	4.0%	-4.5%	-4.3%
5日 (水)	メキシコ	総設備投資	-5.9%	-8.6%	3.9%	3.8%
5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	88.0	87.2	86.8	--
6日 (木)	ブラジル	商品価格指数(前年比)	--	-4.6%	-4.6%	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	-0.2%	--	0.3%	--
7日 (金)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	6.3%	--	6.2%	--
12日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	1.9%	--
12日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-4.4%	--

(注) 2017年7月7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 1～6月 (実績)	SPOT	2017年 9月	12月	2018年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7622 ～ 6.9640	6.8015	6.85	6.90	7.00	7.00	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8088	7.8108	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ～ 68.388	64.778	65.5	66.0	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ～ 13496	13392	13000	12850	12800	12600	12500
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1157.38	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ～ 4.5002	4.3000	4.15	4.10	3.95	3.85	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 50.624	50.712	49.0	48.4	48.3	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3709 ～ 1.4547	1.3826	1.41	1.38	1.37	1.36	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.929 ～ 32.447	30.587	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.81 ～ 36.01	34.07	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22735	22750	22650	22650	22400	22280
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	60.1091	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.4240	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ～ 3.9415	3.6224	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	3.0413 ～ 3.4109	3.2984	3.36	3.40	3.43	3.45	3.48
メキシコペソ	(MXN)	17.8090 ～ 22.0385	18.2537	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ～ 17.031	16.653	15.91	15.51	15.14	15.00	14.86
香港ドル	(HKD)	13.911 ～ 15.291	14.487	13.97	13.75	13.66	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.783	1.747	1.66	1.62	1.64	1.64	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ～ 0.880	0.845	0.838	0.833	0.828	0.833	0.832
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.775	9.65	9.55	9.55	9.55	9.54
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ～ 26.357	26.336	26.27	26.10	26.84	27.27	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ～ 2.377	2.232	2.22	2.21	2.19	2.21	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 81.78	81.84	77.30	77.54	77.37	77.21	77.04
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.699	3.60	3.55	3.55	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.322	3.321	3.23	3.20	3.18	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ～ 0.5213	0.4978	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.838 ～ 2.024	1.882	1.82	1.73	1.66	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.428	8.07	7.64	7.85	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	31.225	30.28	28.92	27.89	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	32.573 ～ 37.450	34.298	32.44	31.47	30.90	30.43	29.89
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.317	6.199	5.89	5.63	5.58	5.68	5.78

(注) 1. 実績の欄は 2017 年 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 7 日の 8 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 (7 月 3 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。