

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

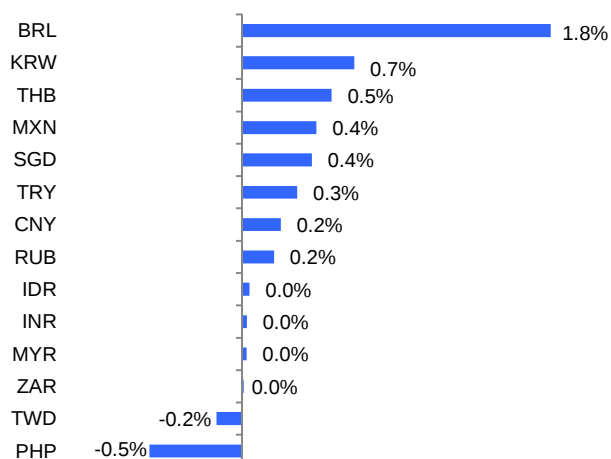
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は大半が小幅な値動き

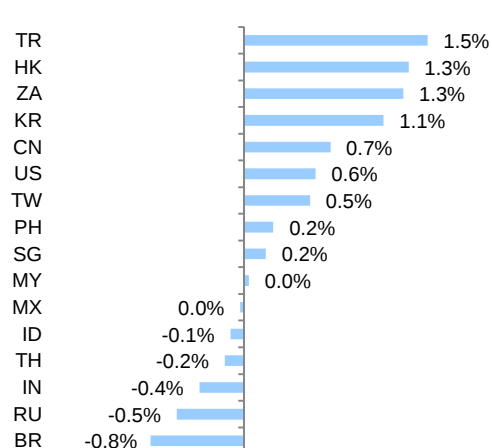
今週の新興国通貨は大半が小幅な値動きにとどまった。先週末に発表された米6月消費者物価指数（CPI）と米6月小売売上高が市場予想を下回るとドルは下落し、その流れを受け週初の新興国通貨は大半が堅調に推移した。18日、医療保険制度改革（オバマケア）の代替法案について新たに反対を表明する議員が増え可決の見込みがなくなると、ドルは弱含み新興国通貨は小幅に上昇した。19日は翌日にECB政策理事会を控え動意が乏しくなる中、原油価格が上昇し資源国通貨は堅調に推移するも、その他の新興国通貨はまちまちの値動きとなった。20日のECB政策理事会では金融政策は現状維持となったが、記者会見でドラギECB総裁が量的緩和縮小に関する正式な議論を秋に行うと述べるとユーロは急騰。一方、トランプ大統領のロシア疑惑に関する捜査がトランプ氏のみならず、周辺関係者まで広がったとの報道を受けドルは軟化したが、新興国通貨への影響は限定的だった。

個別通貨をみると、BRL（+1.8%）は米長期金利が低下する中、金利差を狙う動きが強まったほか、ブラジル政府が財政目標達成のために燃料税の引き上げを決定したことが好感された。また、KRW（+0.7%）は先週に引き続き株式市場への資金流入を受けて上昇した。（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

ECB は政策据え置き

ECB は昨日の政策理事会において、予想通り政策金利の据え置きを決定した。また、フォワードガイダンスについても「見通しが悪化、もしくは金融環境がインフレ軌道の持続的な調整に向けた一段の進展と整合しない状況になれば、理事会はプログラムの規模、期間を拡大する用意がある」として前回会合から変更を加えなかった。注目が集まっていた拡大資産購入プログラム（APP）の処遇に関し、9月の緩和策縮小（テーパリング）決定に向けて内部の専門委員会に検討を指示するなどのアクションを見せると考えていたが、ドラギ総裁は政策理事会後の会見でそれもしなかったことを明らかにしている。

「ミニ・テーパー・タントラム」の火消しに追われるドラギ総裁

6月27日のスピーチでドラギ総裁が政策正常化に向けた前向きなメッセージを発信したことをきっかけに、10年物独国債の利回りが2倍の水準に急騰するなど、金融市場では2013年の「テーパー・タントラム」とまではいかないものの、「ミニ・テーパー・タントラム」が生じた。ドラギスピーチの余韻が思いのほか残る中で、前回の反省を生かし、慎重に慎重を重ねて行動した格好である。

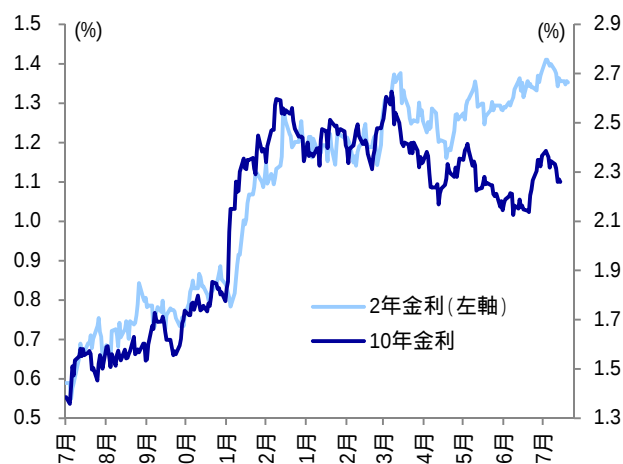
来週のFOMCでもタカ派トーンは強まらず

来週は、FRBが25～26日にFOMCを開催する。6月FOMCではFF金利誘導目標を「0.75～1.00%」から「1.00～1.25%」へ引き上げることを決定し、バランスシートの縮小に関しても年内に着手する旨を声明文に初めて記載した。その後公表された議事要旨や、7月に行われたイエレンFRB議長の議会証言から判断すると、バランスシート縮小のアナウンスは9月会合となる可能性が高く、今会合でタカ派なトーンが強まることはないだろう。

「ミニ・テーパー・タントラム」の揺り戻しが継続

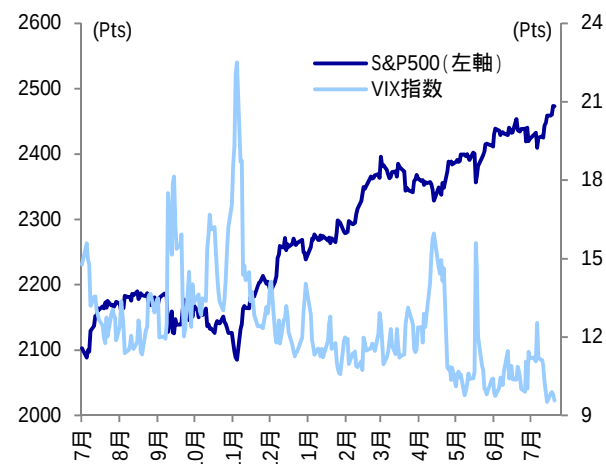
ドラギ総裁は昨日の講演で、緩和策の変更に関し「議論は秋に行われるべき」と述べ、テーパリングに関する決定を秋に行う可能性を示唆している（実際にテーパリングが開始されるのは2018年1月の公算）。

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

また、FRB も年内にバランスシートの縮小に着手すると見込まれる中で、米国とユーロ圏という二大経済大国（圏）の中央銀行が政策正常化路線を進めることに変わりはない。だが、足許では一旦「ミニ・テーパー・タンタム」の揺り戻し局面がしばらく続きそうである。

低ボラティリティは新興国市場に
追い風

VIX 指数の落ち着きにみられるように、6 月後半にやや上昇したボラティリティは再び極めて低い水準へと低下しており、投資家の利回り追及の動きが出やすい展開が予想される。こうした市場環境は新興国市場にとってはポジティブであり、資本流入に伴い新興国通貨にも上昇圧力がかかるだろう。

トランプ政権への懸念からドル安
が進む中で新興国通貨は買われ
やすい地合い

順調にドル安が進んでいることも新興国市場の買い材料となっている。ロシアとの癒着疑惑（ロシアゲート問題）については根強くドル安要因となっており、昨日はトランプ陣営とロシアとの繋がりを捜査しているモラー特別検察官は、トランプ大統領や関係者のビジネスにも捜査範囲を拡大させていることが報じられるとドル安が進んでいる。18 日にオバマケア代替法案は 2 度目の挫折となるなど、トランプ政権の政策運営能力への懸念が広がっており、大型減税を含む一連の拡張財政への期待がしばむ中でドル売りが強まりやすい状況が続きそうだ。ZAR など政治問題を抱える一部の国は敬遠される可能性があるものの、選別しながらではあるが新興国通貨は買いが入りやすい展開が予想される。（多田出健太）

トルコ：金融政策決定会合プレビュー

CPI が引き続き高水準のため現
状の金融政策を維持か

トルコ中央銀行（CBRT）は 27 日（木）に開催する金融政策決定会合で、政策金利であるレポレートに 8.00%、金利コリドーの上限である限界貸出金利を 9.25%、下限である翌日物借入金利を 7.25%、緊急貸出金利である時間外流動性貸出（Late Liquidity Window : LLW）金利を 12.25% にそれぞれ据え置くと予想する。前回会合（6 月 15 日）の声明文ではインフレ期待が大幅に低下するまでは引き締め姿勢を維持するとし、各種政策金利を据え置きした。また、CBRT は先行きのインフレ率は低下する見込みであるとしながらも、現時点のインフレ率の高さに言及し、インフレ加速への警戒感を示した。6 月消費者物価指数（CPI）は前年比+10.9%と 5 月（同+11.7%）から減速したが、依然として 2012 年以来の高水準であるため、今会合でも CBRT は現状の金融政策を維持するだろう。

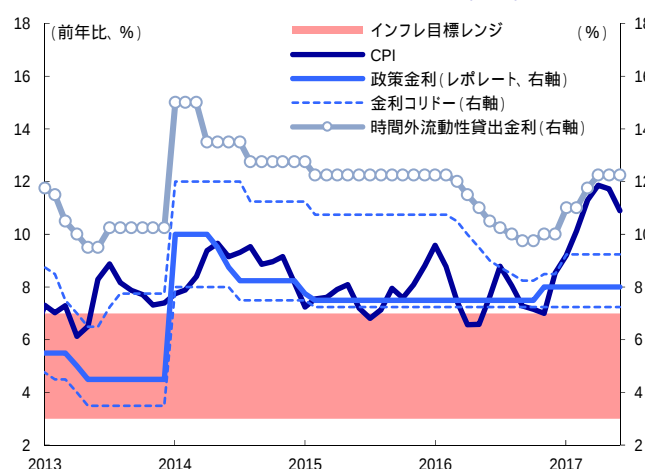
（大島由喜）

ブラジル：金融政策決定会合プレビュー

政治的な不透明感の後退を受け
BCB は大幅利下げを継続か

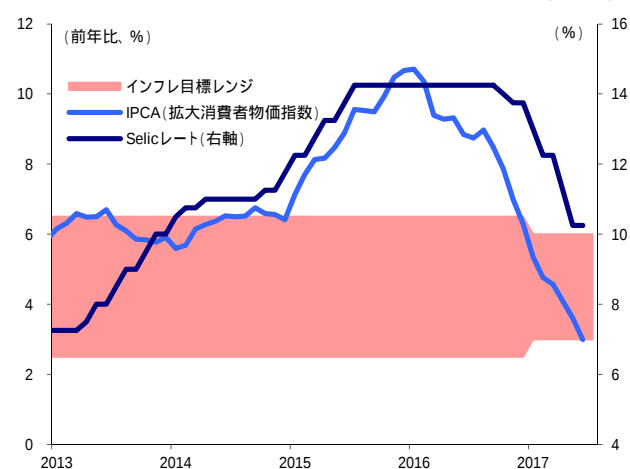
ブラジル中央銀行(BCB)は 27 日(木)に開催する金融政策決定会合において、政策金利である Selic レートを 100bp 引き下げると予想する。前回会合(5 月 31 日)では、インフレ率の低下を受けて 100bp の利下げを決定した。声明文では、物価の低位安定を見込むものの、テメル大統領の汚職隠蔽疑惑を受けてインフレ率の抑制に不可欠とされている年金改革法案が成立しない恐れがあると警戒感を示した。さらに政局の混乱を考慮して今後の利下げペースは緩やかにする可能性も示唆した。BCB が憂慮した政局の混乱はひとまず終息に向かいつつある。11 日に主要な構造改革案の一つだった労働改革法案は上院で可決され、13 日には下院の憲法・法務委員会が汚職疑惑に関してテメル大統領を裁判にかけける最高裁の提案を否決。8 月 2 日に下院にて本会議採決が実施される見込みだが、否決される可能性が高いとの見方が広がっている。また、6 月拡大消費者物価指数(IPCA)は前年比+3.0%と 10 か月連続で減速し、2007 年 4 月以来の低水準となったほか、BRL はテメル大統領の汚職疑惑が取り沙汰された際は対ドルで 3.4 近辺まで下落するも、足許は 3.1 台半ばまで買い戻されている。政治的不透明感が後退する中、インフレ率は低下し BRL も堅調な値動きとなっているため、BCB は 100bp の利下げを実行するだろう。なお、国家通貨審議会(CMN)は 6 月 29 日に 2005 年以来となるインフレ目標の引き下げを決定した。2018 年までの目標値は+4.50%だが、2019 年は+4.25%、2020 年は+4.00%となる。目標引き下げ後に行われた BCB の調査では、民間エコノミストによる 2020 年のインフレ予測値は前回の+4.25%から+4.00%に下がっており、BCB の物価コントロールに対する信頼性の高さが伺える結果となった。(佐々木貴彦)

図表 3: トルコ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料)トルコ中央銀行、トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 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、ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：金融政策決定会合プレビュー

CPI 加速を背景に CBR は政策金利を据え置きか

ロシア中央銀行（CBR）は 28 日（金）に開催する金融政策決定会合で、政策金利を据え置くと予想する。前回会合（6 月 16 日）では政策金利を 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利下げを行ったと述べた。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。6 日に発表された 6 月消費者物価指数（CPI）は前年比+4.4%と 5 月（同+4.1%）から加速し、市場予想（同+4.2%）を上回る結果となった。2016 年 6 月以来となる CPI の加速について、CBR の金融政策部門責任者ドミトリエフ氏は「ネガティブサプライズ」だと述べている。原油価格の下落を受け RUB が年初来の安値圏で推移する中、今回の CPI の加速を受けて CBR は今会合では政策金利を据え置き、一旦様子見るだろう。

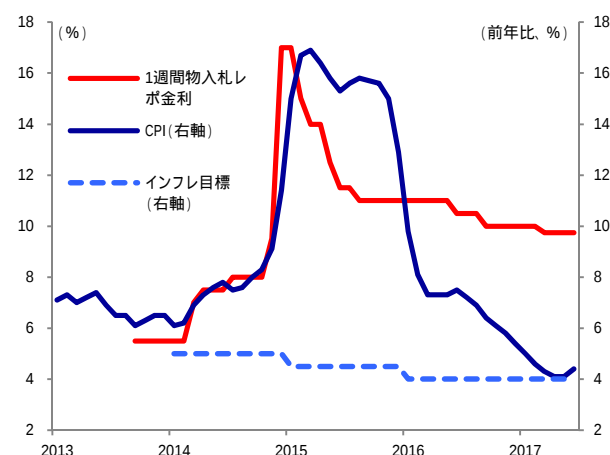
（大島由喜）

統計局は中国経済の安定性は高まったとの見解を示す

中国：4～6 月期 GDP は予想を上回る

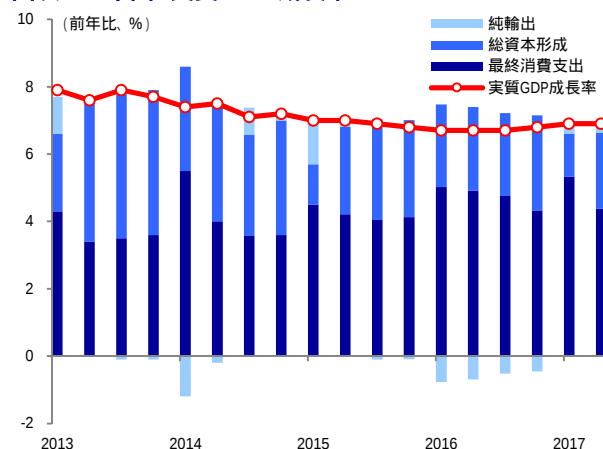
17 日発表された中国 4～6 月期 GDP 成長率は前年比+6.9%と市場予想（同+6.8%）を上回る良好な結果となった。中国国家统计局は統計発表後に記者会見を開き、この 8 四半期の成長率（+6.7～6.9%）に鑑みれば 4～6 月期は高い成長率が実現されたとした。1～6 月期の消費者物価指数（CPI）は前年同期比+1.4%と昨年同期（同+2.1%）対比で伸びは抑えられているほか、都市部における新規雇用者数が年初来+735 万人と目標の 67%に達したと発表。また、外貨準備が 5 か月連続で増加するなど国際収支のバランスは改善しており、中国経済の安定性は高まっているとした。

図表 5：ロシア 主要政策金利と消費者物価指数(CPI)



（資料）ロシア中央銀行、ロシア国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：中国 実質 GDP 成長率



（資料）中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

同日発表された月次の主要経済指標では、1～6 月期の固定資産投資が前年同期比+8.6%と横ばいになる一方、1～6 月期の小売売上高は前年同期比+10.4%と 5 か月連続で加速した。4～6 月期の実質可処分所得は前年比+7.3%と 2 四半期連続で改善しており、こうした良好な所得環境が消費の下支えとなった模様だ。

引き締めの金融政策が懸念材料に

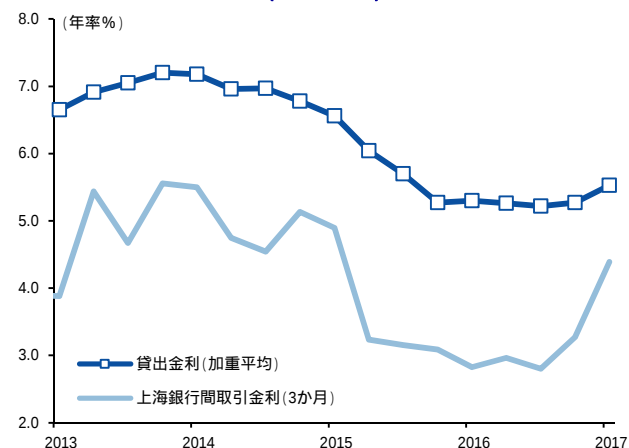
足許は堅調な中国経済だが、先行きについては不透明感が燦る。14～15 日に開催された全国金融工作会议において、習近平国家主席は金融リスクの抑制に取り組む姿勢を見せた。1～3 月期の貸出金利（加重平均）は 5.53%と 2016 年 10～12 月期（5.27%）から 0.26%ポイント上昇したものの、代表的な調達金利である上海銀行間取引金利（Shibor、3 か月物）が同時期に 1.59%ポイント上昇（2016 年 9 月末：2.80%→2017 年 3 月末：4.39%）したことと比較すれば小幅に止まっている。今後、引き締めの金融政策が維持される公算が大きい中、調達金利に合わせて貸出金利も上昇するようであれば、中国経済が減速に向かう可能性は高まるだろう。（佐々木貴彦）

南アフリカ：金融政策決定会合レビュー

SARB は 2012 年 7 月以来となる利下げに踏み切る

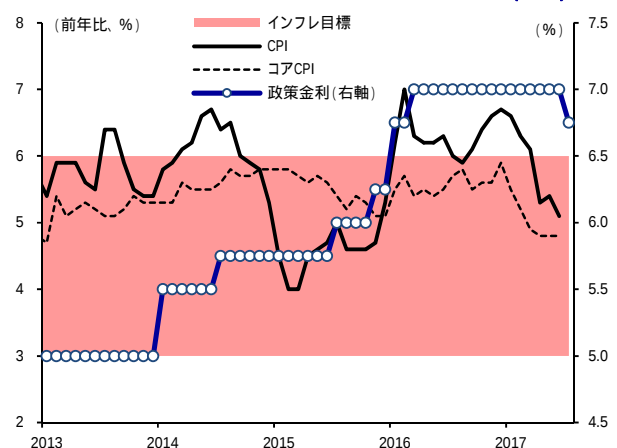
南アフリカ準備銀行（SARB、中央銀行）は 20 日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 6.75%とした。利下げは 2012 年 7 月以来となる。声明文では、原油価格の下落、想定より小幅にとどまった電気料金の引き上げ、上昇傾向にある実質実効為替レート、および GDP ギャップのマイナス幅拡大を受けて物価見通しは改善したとしている。一方、GDP が 2 四半期連続で前年比マイナスとなる中、各種景況感は悪化しており、国内経済の先行きは引き続き厳しいとした。かかる状況下、景気下支えのために 25bp の利下げを行ったと SARB は述べている。年初より SARB は利上げサイクルの終焉を示唆していたものの、政治情勢

図表 7：中国 貸出金利(加重平均)と上海銀行間取引金利



(資料) 中国国家统计局、中国外貨取引センター、ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8：南アフリカ 政策金利と消費者物価指数(CPI)



(資料) 南アフリカ準備銀行、南アフリカ統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

が混乱する中、ZAR 相場や物価動向を見極めるために政策金利を据え置いてきた。しかしながら、足許の ZAR は対ドルで 12.6～13.6 のレンジ内で安定推移しており、また 6 月 CPI は前年比+5.1%と 2015 年 11 月以来の低い伸びとなった。こうした状況を踏まえて、SARB は利下げに踏み切った模様だ。今後も為替相場が安定し、物価上昇率も低位で推移すれば、SARB は追加利下げの機会を窺うだろう。(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17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	5.0%	8.2%	-1.2%	0.4%
17日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	10.6%	11.0%	10.7%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.5%	7.6%	6.5%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$605m	\$1631m	\$474m	\$578m
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.2%	5.5%	-5.9%	--
19日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	2.8%	3.5%	3.4%
19日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	3.9%	3.6%	3.9%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$569m	-\$59m	--
19日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラスA	--	44,002	42,801	--
19日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラスB	--	50,001	49,802	--
20日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1500m	\$1917m	\$944m	--
19-31日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-33.4b	--
21日 (金)	マレーシア	外貨準備高	--	--	\$98.9b	--
24日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.4%	--
25-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-1.9%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.0%	--
27日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
28日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	80.0	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
中東欧・アフリカ						
7月17日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.5%	3.5%	5.6%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.2%	5.1%	5.4%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-0.3%	1.7%	1.5%	2.0%
19日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.5%	2.9%	3.7%	2.8%
19日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.1%	1.2%	0.7%	--
20日 (木)	ロシア	金・外貨準備高	--	412.6b	410.9b	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	7.00%	6.75%	7.00%	--
25日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	79.0%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.8%	--
27日 (木)	トルコ	指標レート	--	--	8.00%	--
27日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	9.25%	--
27日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
27日 (木)	ロシア	金・外貨準備高	--	--	--	--
28日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	16.3%	--
28日 (金)	ロシア	主要金利	8.75%	--	9.00%	--
ラテンアメリカ						
7月20日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	-0.1%	-0.2%	0.2%	--
21日 (金)	ブラジル	経常収支	\$1400m	--	\$2884m	--
24日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.7%	--
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	1.4%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	-1079.2m	--
27日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	3065b	--
28日 (金)	ブラジル	基礎的財政収支	--	--	-30.8b	--

(注)2017年7月21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	6.7597	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	64.429	65.5	66.0	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13333	13000	12850	12800	12600	12500
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1125.80	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2910	4.15	4.10	3.95	3.85	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.624	50.864	49.0	48.4	48.3	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3709 ~ 1.4547	1.3661	1.41	1.38	1.37	1.36	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.455	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.81 ~ 36.01	33.56	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22730	22750	22650	22650	22400	22280
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.9475	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.0400	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.5258	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	3.1213	3.36	3.40	3.43	3.45	3.48
メキシコペソ	(MXN)	17.8090 ~ 22.0385	17.4830	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	16.504	15.91	15.51	15.14	15.00	14.86
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.319	13.97	13.75	13.66	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.736	1.66	1.62	1.64	1.64	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.839	0.838	0.833	0.828	0.833	0.832
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.975	9.65	9.55	9.55	9.55	9.54
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.357	26.175	26.27	26.10	26.84	27.27	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.210	2.22	2.21	2.19	2.21	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.78	81.87	77.30	77.54	77.37	77.21	77.04
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.673	3.60	3.55	3.55	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.322	3.332	3.23	3.20	3.18	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4922	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	1.897	1.82	1.73	1.66	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.577	8.07	7.64	7.85	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.708	30.28	28.92	27.89	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	35.826	32.44	31.47	30.90	30.43	29.89
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.317	6.397	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21日の7時頃。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。