

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

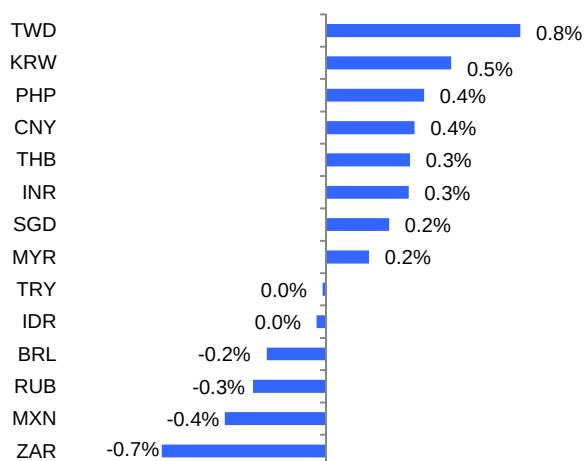
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨は小幅な値動き

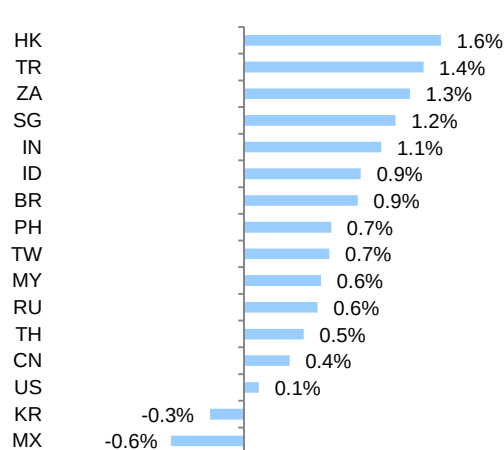
今週の新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。先週末、スパイサー米大統領報道官の辞任を受け、トランプ政権に対する不透明感が強まるとドルは軟化し新興国通貨は堅調に推移。しかし、週初は米金利の上昇などがドルを下支えし、大半の新興国通貨は狭いレンジで推移した。25日、医療保険制度改革（オバマケア）代替法案の審議入りが可決されたことでドルを買い戻す動きが強まり、多くの新興国通貨は上値が重い展開となった。26日、FOMCの声明文では保有資産の圧縮時期については比較的早期に開始するとされたが、物価情勢への評価が下方修正されると、ドルは急落し新興国通貨の大半は上昇した。27日は米6月耐久財受注の良好な結果に加え、NYダウ平均が堅調に推移したことを背景にドル買い優勢となったが、新興国通貨はまちまちな値動きとなった。

個別通貨をみると、株式市場への資金流入を背景にTWD（+0.8%）は上昇した。また、KRW（+0.5%）は4～6月期GDPが底堅い伸びとなったことが買い材料視された。一方、FOMC直後は買われたZAR（▲0.7%）だが、その後に米金利が上昇すると反落した。（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：ブラジルボエスバ指数、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

タカ派傾斜による影響の沈静化
を図る各国中銀

6月以降、先進国の各国中央銀行が極めて緩和的な現在の金融政策の正常化に意欲を示す姿勢を見せた。だが、それに市場がやや過剰な反応を示したことや、現実には観察されるインフレ動向のデータが下振れる中で、バランスシートの縮小を進める意向を示しつつ、緩やかなペースで正常化する姿勢を示唆するなど慎重な物言いで事態の沈静化を図っている。

ECB はテーパリング議論見送り

ECB が 20 日に開催した政策理事会では、注目が集まっていた拡大資産購入プログラム（APP）の段階的な縮小（テーパリング）に関して議論せず、APP の拡張可能性を示唆するフォワードガイダンスについても変更を加えなかったことは先週述べた通りである。

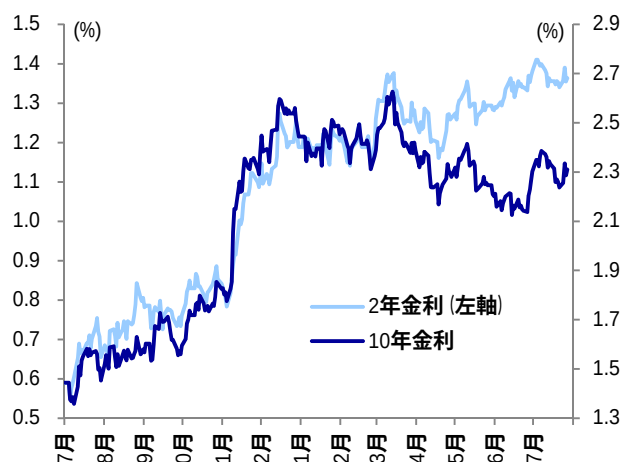
FRB も追加利上げには慎重化

今週は FRB が 25～26 日に FOMC を開催しており、声明文では注目されたバランスシートの縮小開始時期について前回の「this year（年内）」から「relatively soon（比較的早期）」へ変更が見られ、次回 9 月 19～20 日会合で具体的日程を公表する方針が示唆されている。もっとも、バランスシート縮小はインフレ鈍化と関係なく進めるが、FRB の想定通りにインフレの加速が見られない中でフィリップス曲線という「信仰」を前提とした政策運営に異論を唱える参加者もあり、追加利上げに関してはインフレ率の進展を見ながら慎重に行うことになりそうである。

RBA は中立姿勢を維持する
算

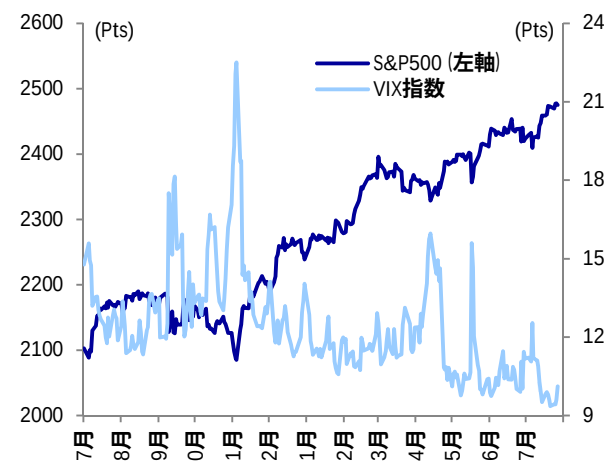
来週は 8 月 1 日に豪州準備銀行（中央銀行、RBA）が政策理事会を開催する。RBA が 18 日に公表した 7 月政策理事会の議事要旨では、景気に関して楽観的な見方が目立ったほか、中立金利に関して議論し、3.5%前後との推定値を示した。これらの内容は市場でタカ派的と解釈され、豪ドル相場は騰勢を強めている。もっとも、7 月理事会の声明文は中立的な内容であったほか、RBA のロウ総裁は 26 日に、インフレはまだ見通しに達しておらず、政策金利を過去最低水準に維持することに非常に満足していると述べている。同日に発表された 4～6 月期の消費者物価指数（CPI）上昇率

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

は前年比+1.9%と減速し、基調インフレ率も同+1.8%と横ばいにとどまり、RBA のインフレ目標（+2~3%）の下限を下回った。インフレ圧力は依然弱く、RBA がタカ派色を強める可能性は低いだろう。

BOE も現状維持の見込み

3 日にはイングランド銀行（中央銀行、BOE）の金融政策委員会（MPC）も予定されており、8 月 MPC は声明文、MPC 議事要旨、インフレ報告書が同時発表されるスーパー・サズデーとなる。BOE もタカ派色を強めている中銀の 1 つだが、状況は他国とはやや異なる。英国ではインフレが加速しており、BOE の目標である+2%を大きく上回っているものの、これは EU 離脱（Brexit）に伴う通貨安を受けたものであり、決して国内景気が強いためではない。6 月 MPC では 8 人の委員のうち 3 人が利上げを主張したものの、前回利上げ票を投じたフォーブス委員は退任することに加え、6 月 CPI 上昇率が前年比+2.6%（5 月：同+2.9%）と減速したほか、インフレ報告書で成長見通しが引き下げられるとみられることなどから、BOE も現状の政策を維持する公算が大きい。

ジャクソンホールまで現状の流れは継続か

足許では先進国の中央銀行によるタカ派化によって生じた金利上昇の巻き戻しが進んでいる状況である。8 月 24~26 日に予定されている米カンザスシティ連銀がワイオミング州ジャクソンホールで開催する経済政策に関する国際シンポジウムは注目が集まりそうだが、今後数週間で現在の動きを逆流させるような材料が出てくる可能性は低い。

新興国市場への追い風は続く

先進国の金融政策が新興国の景気減速をもたらすリスクは後退しているほか、6 月後半以降、原油相場の持ち直し傾向が続いていることも新興国にとって追い風である。低ボラティリティが顕著となる中、投資家が利回り追及に動きやすい展開は継続する公算が大きく、引き続き新興国市場にとってポジティブな状況が続くだろう。

特に高金利通貨が選好されやすいが、選別は続く

新興国の中でもとりわけ高金利通貨である TRY、RUB、BRL、MXN、ZAR、IDR、INR などに注目したいところだが、これらの国は置かれている状況が様々であるため、個別動向を確認しながら選別が進むとみられる。特に政治動向が不安定化している国や、適切な金融政策を採用しているか否かは重要な視点である。

CBRT の金利据え置きは投資家の信頼感を高める

昨日、トルコ中央銀行（CBRT）は金融政策委員会（MPC）で政策金利であるレポレート（Repo Rate）を 8.00%、金利コリドーの上限である限界貸出金利（Marginal Lending Rate）を 9.25%、下限である翌日物借入金利（Overnight Rate）を 7.25%、緊急貸出金利（Emergency Lending Rate）である時間外流動性貸出（Late Liquidity Window : LLW）金利を 12.25%にそれぞれ据え置いた。エルドアン大統領から緩和を求める圧力がかかる中、CBRT が引き締めスタンスを維持したことは投資家の信頼回復に資するだろう。

（多田出健太）

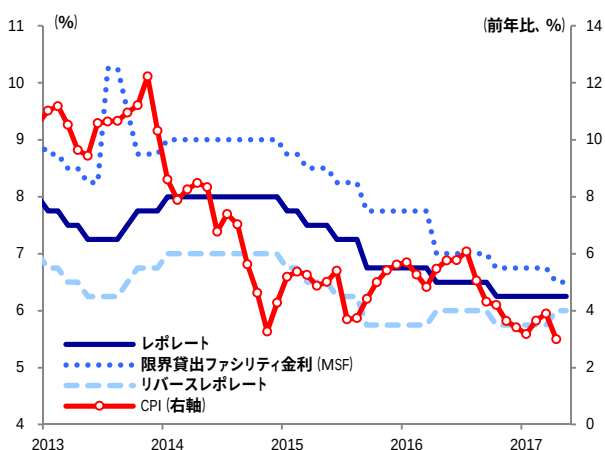
インド：金融政策決定会合プレビュー

RBI は金利を据え置くと予想

8月2日（水）にインド準備銀行（中央銀行、RBI）は1～2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。RBIは6月MPCにおいて、それまでの中立スタンスを維持する一方で、物価見通しを大幅に下方修正するなどタカ派姿勢を弱めた。MPCは5対1の賛成で政策決定したが、外部委員のドラキア氏が50bpの利下げを主張し反対票を投じている。6月MPC以降に発表されたCPIが2か月連続で予想を下振れたことで、ドラキア氏の主張に賛同する委員が出てくる可能性が高まったことは事実である。市場が織り込む8月MPCでの利下げ確率は75%程度となっているほか、ブルームバーグ調査でも45人中31人が25bpの利下げを予想している。

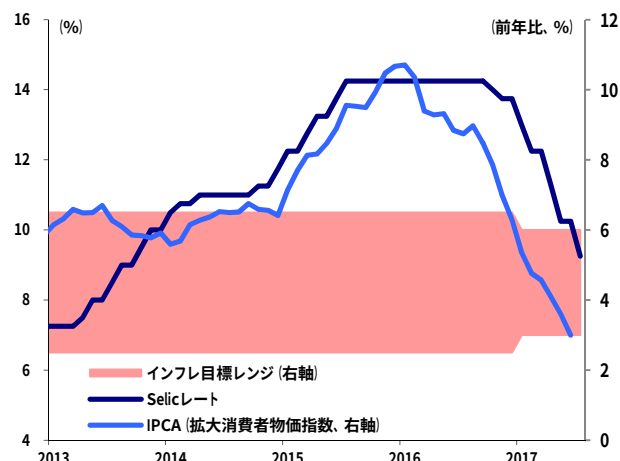
だが、利下げは決定的とは言えない。RBIは6月MPCの声明文で「農村部の賃金上昇傾向と強い消費需要という状況の変わりにくさを考慮すれば、食品と燃料を除いたインフレ率の低下は一過性の可能性がある」と指摘。また、「現段階で拙速に措置を講じると後に政策を反転させ、信認の喪失につながるリスクがある。したがって、MPCは政策金利の据え置きと中立スタンスの維持を決定し、今後のデータを引き続き注視することを決めた」としている。総合CPI上昇率はRBIのインフレ目標（+4%±2%）の下限を下回ったが、前年の水準が高かった野菜価格の押し下げ（ベース効果）が主因であり、8月以降はベース効果が剥落することでインフレが緩やかに加速する見通しである。RBIは25bpの利下げを決定するとともに、中立スタンスを維持するとの選択肢もあるが、政策の一貫性という意味では様子見しても良いのではないかと。（多田出健太）

図表 3：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、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

ブラジル：金融政策決定会合レビュー

政局の安定を受けて、BCB は大幅利下げに踏み切る

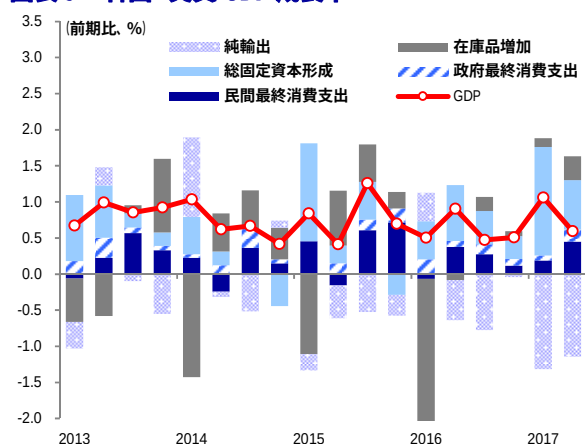
ブラジル中央銀行（BCB）は 26 日に開催した金融政策決定会合（COPOM）で、政策金利である Selic レートを 100bp 引き下げ 9.25% とした。前回会合（5 月 31 日）では、テメル大統領の汚職疑惑を受けた政局の混乱により財政改革の先行き不透明感が強まったとし、経済や物価への悪影響を懸念していた。今回の声明文では、政局の混乱に伴う国内経済への影響は限定的にとどまったほか、インフレ率が低下し続けていることを踏まえ、利下げが適切と判断したと述べている。BCB が憂慮していたブラジルの政局は安定を取り戻しつつある。13 日に下院の憲法・法務委員会が汚職疑惑に関してテメル大統領を裁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 月以来の低い伸びとなった。物価の伸びが低水準となる中、政治情勢も混乱から抜け出しつつあるため、BCB は次回会合（9 月 6 日）でも追加利下げを行うだろう。なお、25 日に現地紙はブラジル政府が 2017 年の財政目標に関して下方修正を検討していると報じた。実際に財政目標が引き下げられると、財政赤字拡大がインフレ上昇圧力を生みかねないとの判断から、BCB が利下げペースを鈍化させる可能性がある。（佐々木貴彦）

韓国：4～6 月期 GDP は減速

消費は好調も、輸出や総固定資本形成が減速

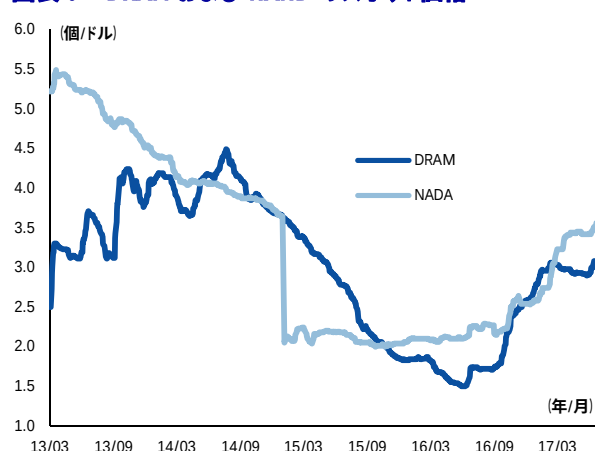
27 日に発表された 4～6 月期 GDP は前期比+0.6% と 1～3 月期（同+1.1%）から減速した。消費者マインドの改善を背景に民間最終消費支出（1～3 月期：同+0.4%→4～6 月期：同+1.0%）が 2 四半期連続で加速し、2015 年 10～12 月期以来の高い伸びを記録した。一方、輸送機器や石油・化学製品を中心に輸出が減少（前期比▲3.0%）したことを受け、純輸出の寄与度が前

図表 5：韓国 実質 GDP 成長率



（資料）韓国中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：DRAM および NAND のスポット価格



（注）DRAM 価格のデータが取得可能な 2013 年 3 月から表示

（資料）インスペクトラム・テック社、ブルームバーグ、みずほ銀行

政府支出拡大や半導体を中心とした輸出の伸びが景気を下支え

期比▲1.1%ポイントになった。また、建設支出の大幅な減速により総固定資本形成（1～3 月期：同+4.9%→4～6 月期：同+2.2%）の伸び幅が大きく縮小したことも、経済全体の重石となった。

今後の韓国経済は、住宅ローン規制の強化を受けて建設投資が低迷するも、政府支出の拡大および輸出の底堅い伸びを背景に、緩やかな拡大ペースが続くだろう。22 日、韓国国会は約 11 兆ウォンの補正予算を可決した。イ・チャヌ企財部次官補は同予算の執行により 2017 年の成長率は+0.2%ポイント引き上げられると述べた。また、世界的な IT サイクルの改善を受け、韓国の主要な輸出品である半導体の輸出は今年の上半期に 436 億ドルと前年同期比+51.9%と大幅に伸びた（産業通商資源部集計）。半導体メモリーの代表格である NAND や DRAM の価格が高騰するなど、半導体市場は需要超過の状態が続いており、今後も半導体の輸出は力強い伸びが期待できる。なお、25 日に韓国政府は補正予算の可決や予想以上に好調な輸出を受けて、2017 年の成長見通しを+2.6%から+3.0%に上方修正し、2018 年も+3.0%と 2014 年（+3.3%）以来となる+3%台の成長が続くとの見通しを発表している。（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						
7月24日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-90.9b	-33.4b	--
24日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.5%	1.4%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	8.5%	13.1%	5.0%	4.4%
27日 (木)	韓国	GDP(前年比)	2.7%	2.7%	2.9%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.1%	--	0.1%	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	2.2%	--	2.6%	--
30-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-1.9%	--
31日 (月)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.7	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	--	--	55	--
31日 (月)	タイ	国際収支・経常収支	\$3032m	--	\$1130m	--
31日 (月)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	17.4%	--
8月1日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	--	--	1.9%	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	--	--	\$11403m	--
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.4	--	50.4	--
1日 (火)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.3%	--	-0.1%	--
1日 (火)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.4%	--
2日 (水)	インド	RBIリパースレイト	5.75%	--	6.00%	--
2日 (水)	インド	RBI現金準備率	4.0%	--	4.0%	--
3日 (木)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	\$5937.3m	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMI・サービス業	--	--	51.6	--
4日 (金)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	2.9%	--	2.8%	2.8%
4日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	32.5%	--
4-7日	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	5.0%	--
中東欧・アフリカ						
7月25日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	78.7%	79.0%	--
27日 (木)	トルコ	指標レイト	8.00%	8.00%	8.00%	--
27日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	9.25%	9.25%	9.25%	--
27日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
28日 (金)	ロシア	主要金利	9.00%	--	9.00%	--
31日 (月)	トルコ	貿易収支	--	--	-7.31b	--
31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	9.5b	--
8月3日 (木)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	10.9%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	14.9%	--
4-7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	4.4%	--
ラテンアメリカ						
7月24日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	2.7%	3.1%	-0.7%	-0.6%
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.5%	4.1%	1.4%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-318.0m	61.5m	-1079.2m	--
27日 (木)	ブラジル	融資残高	--	3078b	3065b	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	48.5%	--	48.1%	--
8月1日 (火)	ブラジル	ブラジル 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
1-2日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$7195m	--
2-10日	ブラジル	商品価格指数(前年比)	--	--	-4.6%	--
3日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	87.2	--
4日 (金)	メキシコ	総設備投資	--	--	-8.6%	--

(注) 2017年7月28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	6.7430	6.85	6.90	7.00	7.00	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8088	7.8091	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ～ 68.388	64.109	65.5	66.0	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ～ 13496	13318	13000	12850	12800	12600	12500
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1112.82	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ～ 4.5002	4.2767	4.15	4.10	3.95	3.85	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 50.624	50.525	49.0	48.4	48.3	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3709 ～ 1.4547	1.3594	1.41	1.38	1.37	1.36	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.929 ～ 32.447	30.188	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.81 ～ 36.01	33.33	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22723	22750	22650	22650	22400	22280
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	59.5048	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.0157	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ～ 3.9415	3.5366	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	3.1507	3.36	3.40	3.43	3.45	3.48
メキシコペソ	(MXN)	17.8090 ～ 22.0385	17.7460	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	16.549	15.91	15.51	15.14	15.00	14.86
香港ドル	(HKD)	13.911 ～ 15.291	14.250	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	0.835	0.838	0.833	0.828	0.833	0.832
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.956	9.65	9.55	9.55	9.55	9.54
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ～ 26.357	26.007	26.27	26.10	26.84	27.27	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ～ 2.377	2.202	2.22	2.21	2.19	2.21	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 81.78	81.86	77.30	77.54	77.37	77.21	77.04
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.686	3.60	3.55	3.55	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.322	3.338	3.23	3.20	3.18	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ～ 0.5213	0.4899	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	1.872	1.82	1.73	1.66	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.551	8.07	7.64	7.85	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	31.457	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	35.294	32.44	31.47	30.90	30.43	29.89
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.317	6.271	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28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(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。