

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

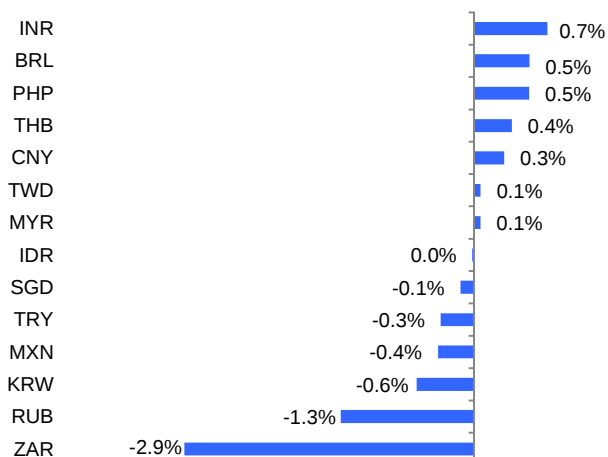
今週のエマージングマーケット

今週の新興国通貨はまちまちな動き

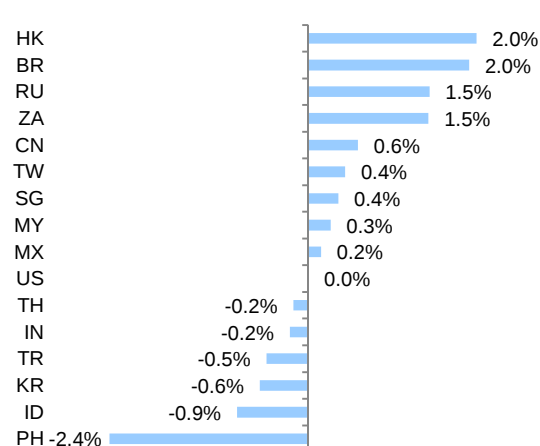
今週の新興国通貨はまちまちな展開となった。週初7月31日はトランプ米大統領が21日に任命したスカルムチ広報部長を解任したことを受け、米政治への不透明感が強まりドル売り地合いとなるも、新興国通貨は小動きとなった。8月1日に発表された米経済指標(6月個人所得、6月PCEデフレーター、7月ISM製造業景況指数)は冴えない結果となったが、新興国通貨は方向感を欠く値動き。2日に発表された米7月ADP雇用統計は予想を下回る結果となったが、前回分が上方修正されたため、相場の方角性を決定付けるには至らず、新興国通貨はまちまちの動きとなった。3日は米7月ISM非製造業景況指数が予想を下回りドル売り優勢の展開となるも、米株などリスク資産の冴えない値動きが新興国通貨の上値を押さえたことにより、多くの通貨がレンジ内で推移した。

個別通貨をみると、INR(+0.7%)はインド準備銀行(中央銀行、RBI)の利下げ期待を背景に上昇した。また、ブラジル議会下院がテメル大統領の裁判開始を否決したことを背景にBRL(+0.5%)は値を伸ばした。一方、ZAR(▲2.9%)はズマ大統領の不信任投票を控え、政治的不透明感の強まりから売られた。トランプ大統領がロシアに対する経済制裁強化法案に署名したことを受けRUB(▲1.3%)も下落した。(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

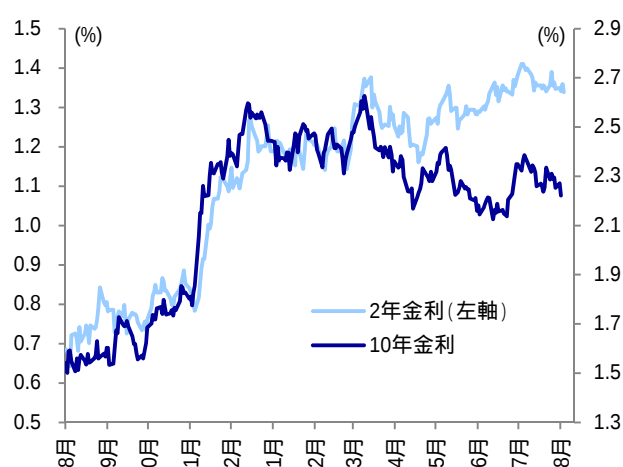
先進国の金融政策正常化を巡る不安が新興国通貨の重石に

6 月末以降、ドル安の流れを受けて新興国通貨は堅調に推移してきた。しかし、7 月下旬からは伸び悩む通貨が増えている。同時期に欧米株が軟調に推移しており、リスク資産に対する投資意欲の減退が新興国通貨にも影響した模様だ。米株式については、イエレン FRB 議長を始めとした FRB 高官から過熱感の強まりが指摘されていた。さらに FRB や ECB が金融政策の正常化に向けた地均しを進めてきたことを受け、市場参加者間でも流動性の引き締まりがリスク資産の価格に悪影響を及ぼすとの懸念が強まっている。その懸念の強さを表すものとして SKEW 指数(シカゴ・オプション取引所)がある。同指数が上昇するほど、より多くの市場参加者が大幅上昇の確率より大幅下落の確率が大いと考えていることを示す¹⁾。同指数は 6 月 27 日にドラギ ECB 総裁が金融政策の正常化に前向きな姿勢を示す直前は 125 近辺で低下基調にあった。しかし、発言後は上昇基調に転じ、足許は 142 近辺と仏大統領選挙の結果が不安視された 4 月下旬以来の高水準まで上昇している。新興国の金融資産もリスク資産に分類されるため、こうした流れとは無縁ではない。実際、新興国ファンドに対する資金流入額を EPFR のデータで確認すると、7 月は +116 億ドルと 7 か月連続で資金流入超となるも、5 月(+223 億ドル)をピークに流入額は縮小した。

政治リスクを抱える通貨の軟調推移は継続する見込み

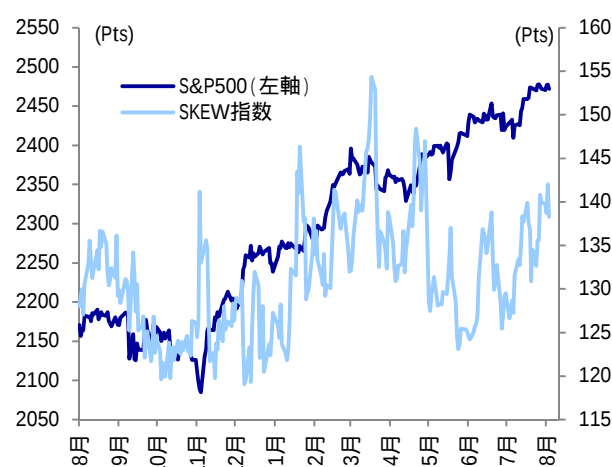
かかる状況下、市場参加者は新興国の金融資産を含むリスク資産をより厳しい目で選別するだろう。新興国では政治リスクが選別基準の一つとして用いられると考える。6 月 27 日から直近(8 月 3 日)までの新興国通貨の騰落率をみると、ほとんどの通貨が上昇ないしはレンジ内で安定推移する中、RUB(▲1.4%)や ZAR(▲2.8%)は値を下げた。ロシアは欧米からの経済制裁強化が、南アフリカは 8 日に控えたズマ大統領の不信任投票が嫌気された模様だ。ドル安の流れを受け来週の新興国通貨は底堅い推移を見込むものの、政治リスクが高いと見なされた通貨は引き続き敬遠されると予想する。(佐々木貴彦)

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 SKEW 指数の推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

¹⁾「オプションから抽出した不確実性指標の拡充 - テールリスク指標とボラティリティの期間構造 -」、日銀レビュー、2017 年 4 月

フィリピン：金融政策決定会合プレビュー

CPI 減速を背景に金融政策は据え置き

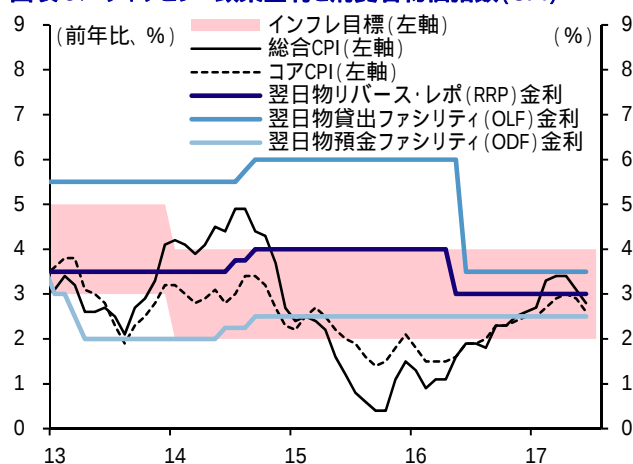
フィリピン中央銀行（BSP）は 10 日（木）に開催する金融政策決定会合で、政策金利である翌日物リバースレポ（RRP）金利を 3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出ファシリティ（OLF）金利を 3.50%、下限である翌日物預金ファシリティ（ODF）金利を 2.50% にそれぞれ据え置くと予想する。前回会合（6 月 22 日）の声明文では、厳しい外部環境にも拘わらず、底堅い消費者と企業のセンチメントを背景に国内経済は堅調が続くとの見通しを示した。インフレについては政府による税制改革法案が一時的に影響する可能性もあるが、社会保険制度により影響は軽減されると述べた。なお、2017 年のインフレ予測値は+3.4%から+3.1%に下方修正された。BSP のテタンコ前総裁は、今後インフレの下振れが見込まれると記者会見で述べている。前回会合後に発表された 6 月消費者物価指数（CPI）は前年比+2.8%と 5 月（同+3.1%）から減速した。7 月 5 日には BSP のエスペニラ新総裁が 6 月もインフレが低水準にとどまったことから金融政策の微調整する余地が生まれたとの認識を示している。インフレが安定する中で、今会合では各種金利は維持されるだろう。（大島由喜）

メキシコ：金融政策決定会合プレビュー

金融引き締め策の効果を見極めるために政策金利は据え置きか

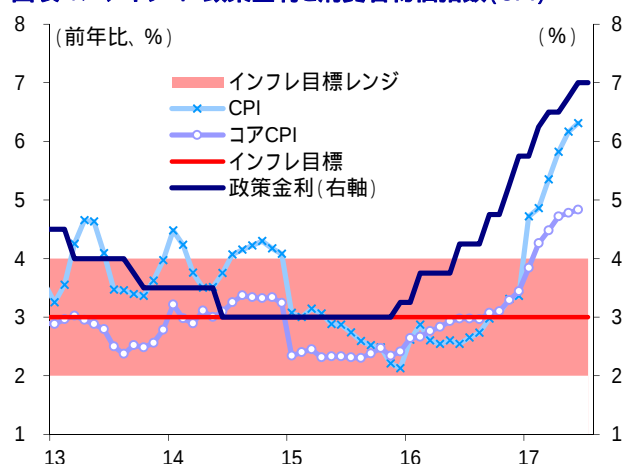
メキシコ中央銀行（Banxico）は 10 日（木）に開催する金融政策決定会合で、政策金利を 7.00% に据え置くと予想する。前回会合（6 月 22 日）の声明文では、足許のインフレ加速を受けて 25bp の利上げを実行した。もっとも、CPI は 2018 年 10～12 月期に目標（+3%）へ収れんとし、物価安定に自信を見せた。7 月 6 日に公表された前回会合の議事要旨では、多くのメンバーが金融引き締め策の効果を見極めるべきであり、当面は現状の金融政策維持が適切と述べた。また、14 日に Banxico のカルステンズ総裁は「足許の経済情勢を加味すれば、利上げの停止が望ましい」と発言して

図表 3： 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 4： 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

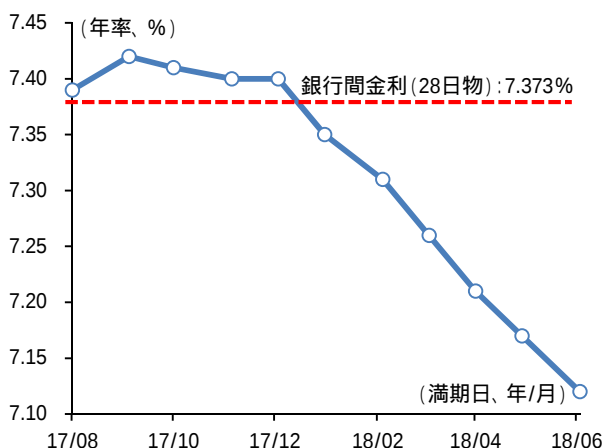
いることを踏まえれば、今回の会合では政策金利が据え置かれる公算が大きい。なお、カルステンズ総裁は「来年に利下げを行うか議論するのは時期尚早」と述べ、緩和期待の抑制に努めている。背景には市場が金融政策スタンスの変更を過度に織り込みすぎているとの懸念があった模様だ。実際、金利先物市場では年内の追加利上げを全く織り込んでおらず、一方で2018 年上半期中の利下げをほぼ確実視している。物価が上振れた場合に金利が急上昇するリスクが増大しており、リスク抑制のため Banxico 高官から物価の先行きに慎重な発言が増える可能性がある。（佐々木貴彦）

中国：製造業 PMI は前月対比で悪化

洪水被害など一時的要因が影響か

7 月 31 日に発表された 7 月製造業 PMI は 51.4 と景況判断の分かれ目である 50 を上回るも、6 月（51.7）から低下した。内訳を見ると、生産（6 月：54.4→7 月：53.3）、新規受注生産（6 月：53.1→7 月：52.8）、新規輸出受注（6 月：52.0→7 月：50.9）など幅広い項目で悪化が見られた。統計局は一部の工場が定期メンテナンスに入ったほか、6 月下旬から 7 月にかけて中国中南部で発生した洪水被害を悪化の理由として挙げている。昨年 7 月に中国南部で大洪水が発生した際に PMI は 49.9 と 50 を下回るも、8 月には 50.4 と持ち直した。統計局の指摘通りであれば、8 月の PMI は 7 月から改善が見込まれる。なお、一部では中国人民銀行（中央銀行、PBoC）の引き締め的な金融政策が景況感の悪化に繋がるとの指摘も見られた。実際、2013 年下半期に PBoC が流動性引き締め策を実行した際は、2013 年末から 2014 年上半期にかけて PMI は悪化している。今回も同様の傾向に沿うとすれば、PMI の基調は横ばいから低下に変わる可能性が高い。（佐々木貴彦）

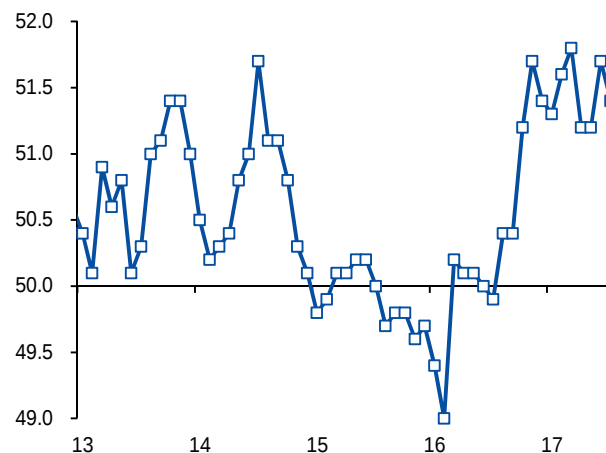
図表 5：メキシコ 28 日物短期金利先物カーブ



(注)2017 年 8 月 3 日時点

(資料)メキシコデリバティブ取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：中国 製造業 PMI



(資料)中国国家統計局、ブルームバーグ、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						
7月31日 (月)	中国	製造業PMI	51.5	51.4	51.7	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	--	54.5	54.9	--
31日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	\$2550m	\$4283m	\$1130m	--
8月1日 (火)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.2%	1.9%	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	\$8680m	\$10646m	\$11403m	\$10769m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.4	51.1	50.4	--
1日 (火)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	3.9%	3.9%	4.4%	--
1日 (火)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.3%	0.2%	-0.1%	--
2日 (水)	インド	RBIレートの	6.00%	6.00%	6.25%	--
2日 (水)	インド	RBIレートの	5.75%	5.75%	6.00%	--
3日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7007.0m	\$5937.3m	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMI-サービス業	--	51.5	51.6	--
4日 (金)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	2.8%	--	2.8%	2.8%
4日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	18.3%	--	32.5%	--
7日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.0%	--
8日 (火)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.8%	--	1.0%	--
8日 (火)	中国	貿易収支	\$45.70b	--	\$42.80b	\$42.75b
9日 (水)	韓国	失業率(季調済)	--	--	3.8%	--
9日 (水)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
9日 (水)	中国	PPI 前年比	5.6%	--	5.5%	--
10日 (木)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2753m	--
10日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.6%	--
10日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	--	3.00%	--
10-15日	中国	M2(前年比)	9.4%	--	9.4%	--
10-16日	インド	輸出(前年比)	--	--	4.4%	--
10-17日	インド	輸入(前年比)	--	--	19.0%	--
11日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	0.9%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.7%	--
中東欧・アフリカ						
7月31日 (月)	トルコ	貿易収支	-6.00b	-6.01b	-7.31b	-7.33b
31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	9.4b	10.7b	9.5b	7.2b
8月3日 (木)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	9.9%	9.8%	10.9%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	14.3%	15.5%	14.9%	--
4-7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	--	4.4%	--
8日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.5%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-5.24b	--
11日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	1.6%	--	0.5%	--
11日 (金)	ロシア	貿易収支	7.5b	--	8.5b	--
ラテンアメリカ						
8月1日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-0.1%	0.5%	4.0%	4.1%
2日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$6300m	\$6298m	\$7195m	--
3日 (木)	ブラジル	商品価格指数(前年比)	--	0.5%	-4.6%	-4.7%
9日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.6%	--	3.0%	--
9日 (水)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.3%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	1.0%	--

(注)2017年8月4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 1～7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)	6.7213 ~ 6.9640	6.7172	6.80	6.80	6.90	6.90	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8142	7.8172	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	63.691	65.0	66.0	64.5	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13327	13280	13350	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1128.64	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2788	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.959	50.270	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3543 ~ 1.4547	1.3587	1.37	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.222	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.27 ~ 36.01	33.26	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22736	22800	22650	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	60.3480	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.3939	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.5394	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	3.1146	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.8591	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	16.393	16.03	15.74	15.51	15.22	15.07
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.070	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.727	1.68	1.62	1.66	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.825	0.821	0.801	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.745	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.858	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.203	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	80.95	79.56	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.639	3.60	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.307	3.23	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4838	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)	1.832 ~ 2.024	1.822	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.211	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.074	30.28	28.92	28.16	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	35.311	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.159	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

(注)1. 実績の欄は2017年7月31日まで。SPOTは8月4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(8月1日発行)」及び「中期為替相場見通し(7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。