

2017 年 9 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

「ドル安」を前提とした新興国への資金流入

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな値動きとなった。先週末のジャクソンホール経済シンポジウムでイエレン FRB 議長が金融政策に対して一切言及しなかったことを背景にドルは売られた。またドラギ ECB 総裁が「世界経済は回復基調を強めている」とタカ派的な景気認識を示し対ドルでユーロが上昇したこともドルの重石となった。週初 28 日は、週末のハリケーン「ハービー」の米経済に与える影響が懸念されて米金利が低下する中でドルは軟調な動きとなったが、新興国通貨の大半は動意の薄い展開。29 日の早朝に北朝鮮が弾道ミサイルを発射し、日本北部の上空を通過したことを受け地政学リスクの高まりからリスクオフムードが拡がると新興国通貨は下落した。その後は、ユーロ/ドルが 1.20 を上抜け急伸する展開に新興国通貨も連れ高となったが、良好な米 8 月消費者信頼感指数の結果にドルは買い戻され、新興国通貨も上値を押さえられた。30 日は北朝鮮に対する警戒感が後退したことに加え、米 8 月 ADP 雇用統計が予想を上回ったことや米 4~6 月期 GDP(2 次速報)の上方修正を受けてドルは値を伸ばしたが、新興国通貨の動きは限定的。31 日は、発表された米経済指標が冴えない結果となったほか、ムニューシン米財務長官が「一段と弱いドルが好ましい」と発言したことを背景にドル売り優勢となり、新興国通貨は上昇した。

アジア: 29 日の早朝に北朝鮮が弾道ミサイルを発射し、日本北部の上空を通過したことを受け、米朝関係の緊迫化が警戒されリスクオフムードに。KRW は周辺地域の中でもっとも売られ、一日で ▲0.6% 下落した。30 日には北朝鮮を巡る懸念は後退したことから KRW は反発した。

中東欧・アフリカ: 31 日に原油価格が上昇したことに連れ、それまで上値重く推移していた RUB(+1.0%)は買い優勢となった。

ラテンアメリカ: 28 日にトランプ米大統領が北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉は「非常に困難」とし、NAFTA を破棄せざるを得ない可能性を示唆したことを受け MXN(▲1.5%)は下落した。週中に反発したが、31 日にはメキシコのグアハルド経済相が NAFTA 破棄も可能性の 1 つと発言したことが嫌気され、MXN は再び値を下げる展開となった。

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

市場概観

「ドル安」を前提とした新興国への資金流入

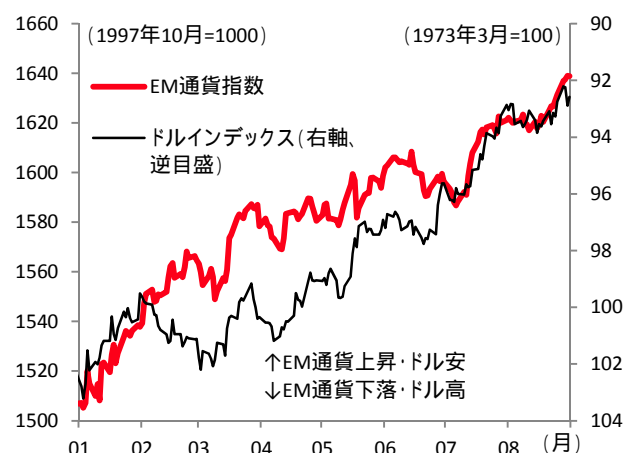
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

8月の新興国通貨は堅調に推移した。上旬はトランプ米大統領が北朝鮮に対して強い警告を発したことにより、米朝関係の緊張が意識され、新興国通貨は上値が重い値動きとなった。その後は、米高官が外交を用いた解決を優先すると発言したことなどを背景に北朝鮮情勢への警戒感が後退し、新興国通貨は徐々に買い戻された。中旬はジャクソンホール経済シンポジウムを控えて小動きとなった。25日の同会合におけるイエレン議長の講演ではタカ派的なコメントが出ず、またドラギ総裁からユーロ高をけん制する発言がなかったことから、足許のユーロ高を容認したとの思惑が広げるとドル安の展開になり、新興国通貨も連れ高となった(図表1)。

9月は19～20日にFOMCが開催され、市場ではバランスシート(B/S)の縮小計画の提示が確実視されている。過去のFRBによる量的緩和(QE)とそれに伴うB/S拡大は、新興国への資金流入を促してきた(図表2)。それが故に2013年5月のバーナンキFRB議長(当時)がQE縮小の可能性に言及した際、新興国通貨は大幅に下落した(テーパータントラム)。今回はB/Sそのものが縮小されるにも拘らず、8月はTHB、SGD、CNY、INRなどが年初来高値を更新し、他の通貨も年初来の高値圏で推移している。

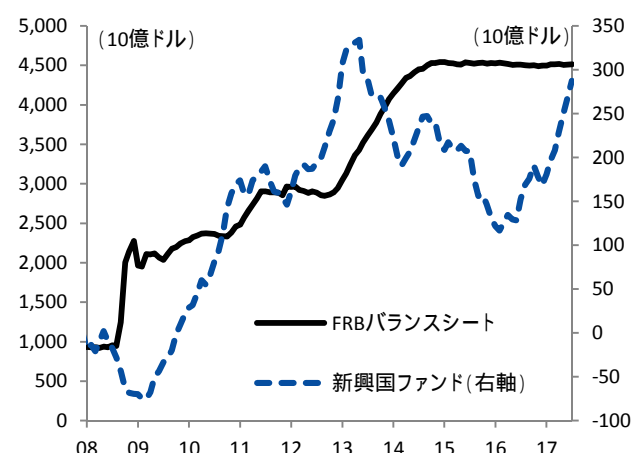
2013年と今回で反応が異なるのは、新興国における経常赤字の縮小など通貨を取り巻くファンダメンタルズの改善もさることながら、主要先進国においてFRB以外の中銀も金融政策の正常化を志向していることが大きいと考える。2013年はFRBのみがQE縮小を展望する一方、ECBや日銀は積極的に金融緩和を行ってきた。しかし現在は、ドラギ総裁が拡大資産購入プログラム(APP)について次回の政策理事会(9月7日)で議論すると発言しており、ECBはQEの見直しに着手する可能性が高い。また、物価が目標とする2%へ到達しない状況ではあるものの、日銀は追加緩和に踏み切ることなく、現状の金融政策を維持している。このほか、カナダ銀行(中央銀行、BOC)は7月に政策金利を引き上げ2015年に行った予防的利下げの正常化を開始した。

図表1: ドルインデックスとEM通貨指数(年初来)



出所: 米インターコンチネンタル取引所(ICE)、MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: FRB バランスシートと新興国ファンドへの累積流入額



注: 2008年初来からの累積流入額(ネット)。
出所: FRB、EPFR Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

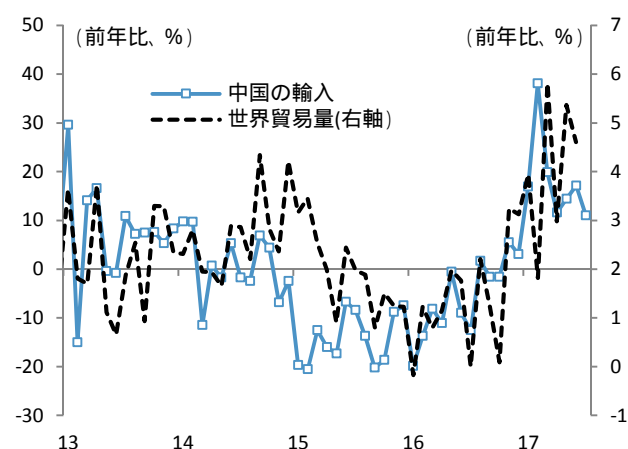
2013年はドルに投資資金が集中したものの、足許では先進国の各国中銀が緩和姿勢を後退させつつあるため、ドルに集まった資金が再び拡散している。こうした動きが新興国通貨の上昇に繋がっている模様だ。

FRBが物価安定の目安とするコアPCEデフレーターをみると、7月は前年比+1.4%と目標とされる+2.0%に届かないどころか、1月(同+1.9%)を境に減速基調となっている。こうした物価状況を踏まえれば、米国の利上げ期待は高まらず、ドル安の動きは続くだろう。また、トランプ大統領の政策運営が迷走を続けていることも、ドル売りを助長する公算が大きい。レーバーデー(9月4日)が明けてから、米議会は本格的に動き出すが、上院共和党を取り仕切るマコネル院内総務とトランプ大統領の関係悪化が多く報じられる中、10月上旬が解決期限とされる債務上限問題を巡って協議が難航する恐れがある。

9月もドル安を背景とした新興国通貨の堅調な値動きは続きそうだが、新興国経済の加速ペースが鈍化しているため、上昇は緩やかなものにとどまりそうだ。中国では7月の主要経済指標が冴えない結果となり、一部の経済指標は減速基調に転じている。特に輸入が減速基調に陥っていることは、世界貿易量の伸び悩みに繋がり(図表3)、新興国経済の成長速度を抑制すると考える。実際、新興国7月総合PMIは51.4と景況判断の分かれ目である50を上回ったものの、2か月連続で減少している。過去の傾向に沿えば、景況感の悪化はファンド勢からの資金流入額の縮小(ないしは流出額の拡大)に繋がる可能性が高く、新興国通貨の上昇速度は低下することが想定される(図表4)。

なお、新興国では先進国と異なり、多くの中銀が緩和姿勢をみせている。ロシア中央銀行(CBR)は2015年から、ブラジル中央銀行(BCB)は昨年より利下げサイクル入りしており、7月にはベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)が2014年3月以来、南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)が2012年7月以来となる利下げを行った。8月にもインド準備銀行(中央銀行、RBI)やインドネシア中央銀行(BI)が追加利下げに踏み切っている(図表5)。また、来年は今まで利上げを行ってきたメキシコ中央銀行(Banxico)が利下げを行うと予想されている。先進国と新興国の金利差が縮小していくため、新興国通貨の魅力が今後は薄れていくこととなるだろう。

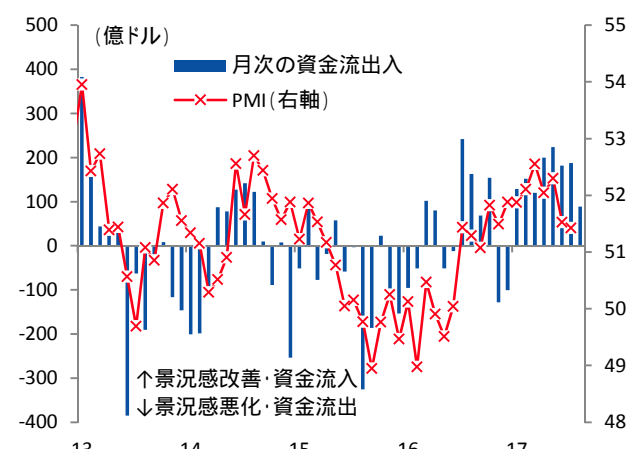
図表3: 中国の輸入と世界貿易量



注: 世界貿易量は6月が最新。

出所: 中国税関総局、CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4: 新興国ファンドの月次フローと新興国 PMI



注: 月次フローの8月分は28日までの暫定値。

出所: EPFR Global、Markit、ブルームバーグ、みずほ銀行

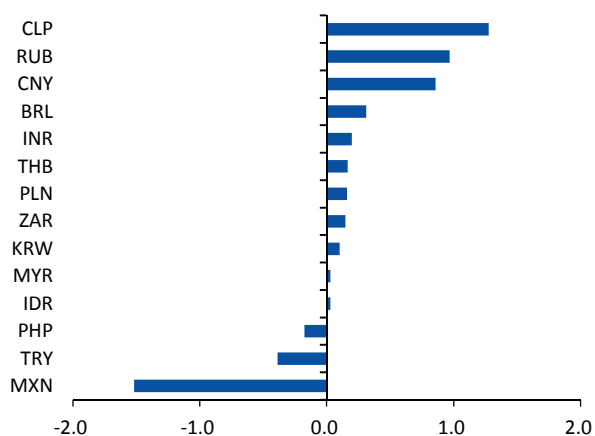
図表 5: 各新興国の金融政策状況とポイント

		現在 (%)	金融政策 スタンス	最近の政策変更		ポイント
				日付	(単位:bp)	
エマージングアジア						
中国	1年物貸出基準金利	4.35	引き締め	2015/8/25	-25	シャドーバンキング問題の深刻化を止めるべく、与信の伸びを抑制
インド	翌日物レボ金利	6.00	中立	2017/8/2	-25	物価動向を見守る姿勢が強いが、一部の委員は追加利下げを主張
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.50	緩和	2017/8/22	-25	インフレが低水準に止まる中、景気下支えを志向
韓国	7日物レボ金利	1.25	中立	2015/6/9	-25	当面は金融政策を維持する見込み
マレーシア	翌日物金利	3.00	中立	2016/7/13	-25	当面は金融政策を維持する見込み
フィリピン	翌日物金利	3.00	中立	2016/5/16	-100	当面は金融政策を維持する見込み
タイ	翌日物レボ金利	1.50	中立	2015/3/11	-25	当面は金融政策を維持する見込み
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	緩和	2017/7/7	-25	GDP成長率が目標から下振れしたことを受け、緩和姿勢に転じる
中東欧・アフリカ						
ロシア	1週間物レボ金利	9.00	緩和	2017/6/16	-25	RUBの動向を見極めつつ、利下げの機会を窺う
南アフリカ	レボ金利	6.75	緩和	2016/7/20	-25	インフレ減速の蓋然性が高まったとの判断から利下げへ
トルコ	1週間物レボ金利	8.00	引き締め	2016/11/24	+50	TRYや物価の安定を志向し、高金利を維持
ラテンアメリカ						
ブラジル	SELIC金利	9.25	緩和	2017/7/26	-100	インフレ率の低位安定を受け、利下げサイクルを継続
メキシコ	翌日物金利	7.00	中立	2017/6/22	+25	インフレは減速に向かうとの見通しを発表しており、来年は利下げか

出所: 各国中央銀行、みずほ銀行

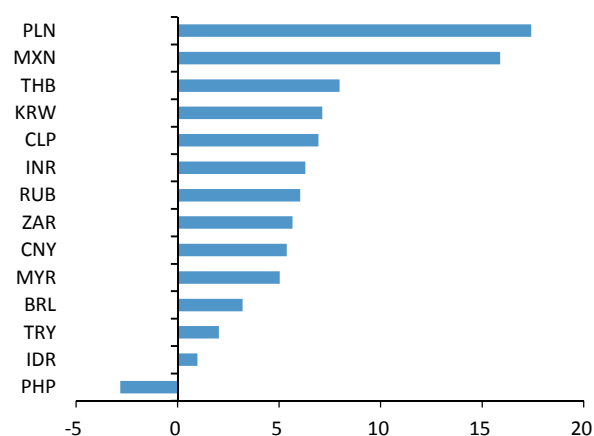
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



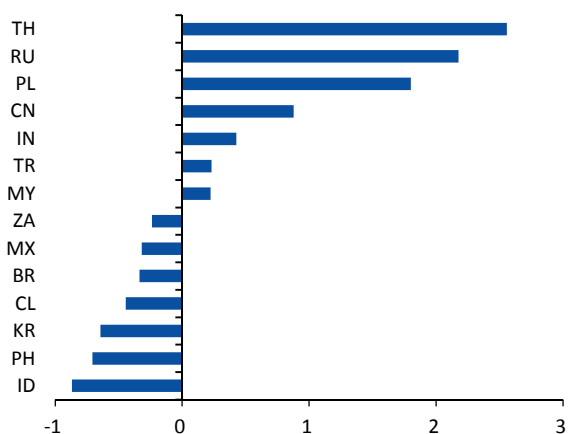
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



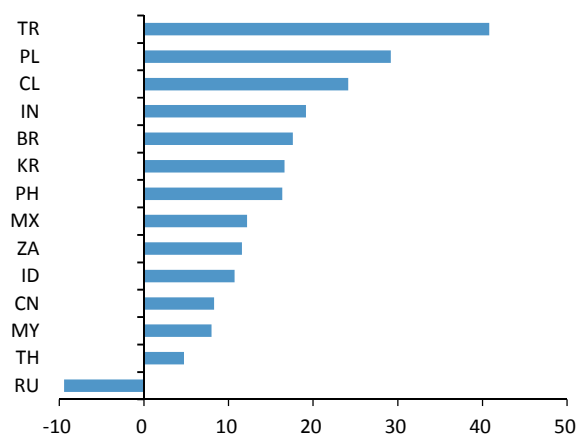
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



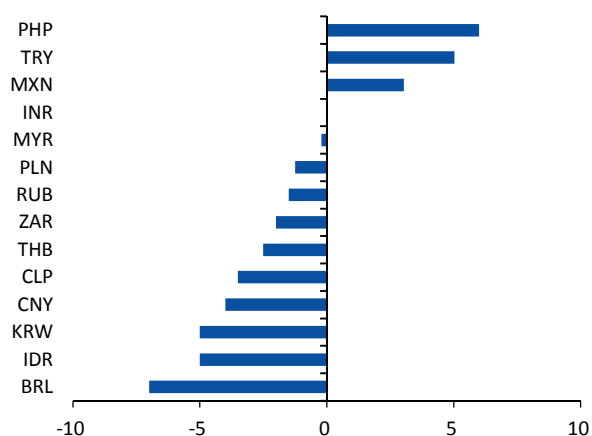
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



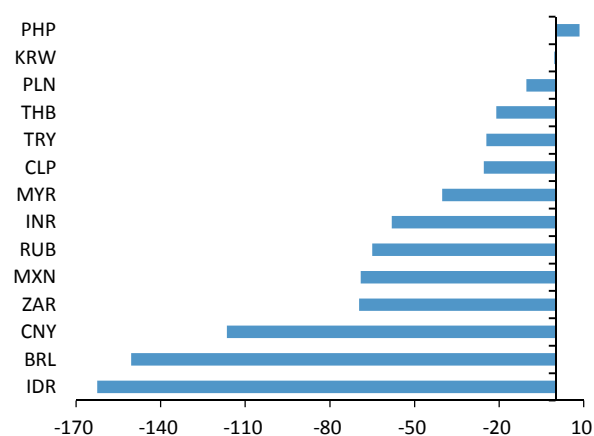
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

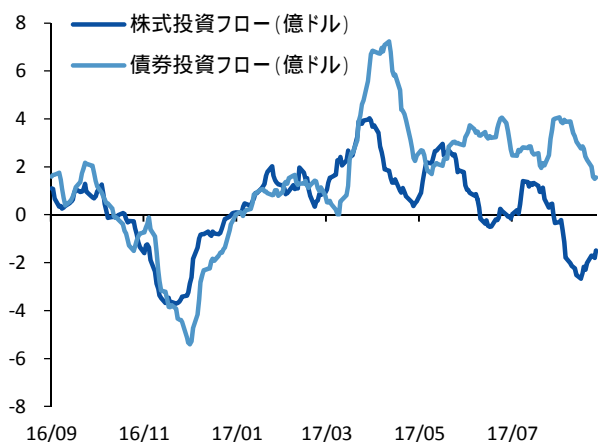
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

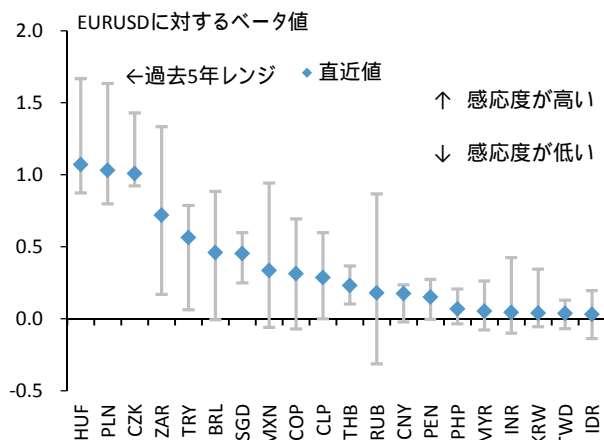
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



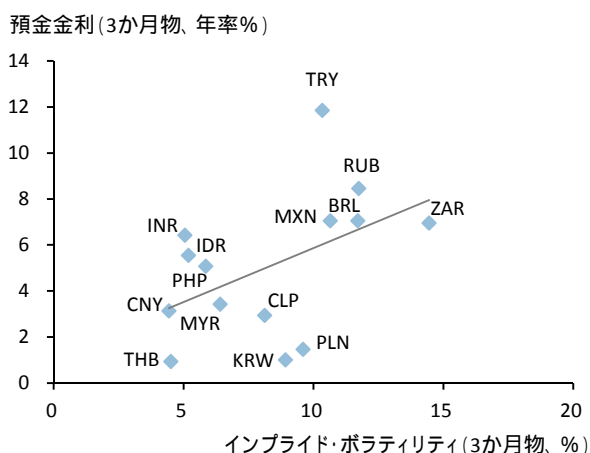
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



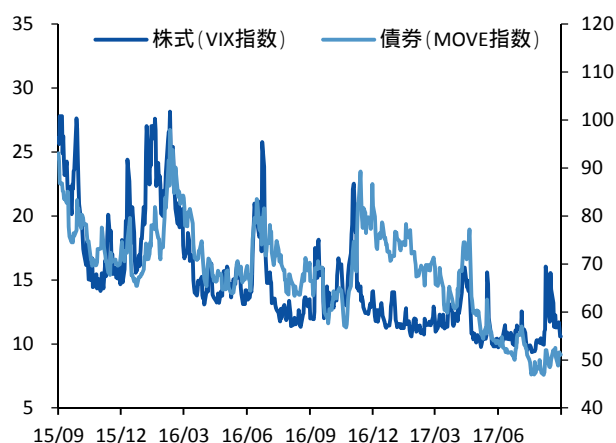
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



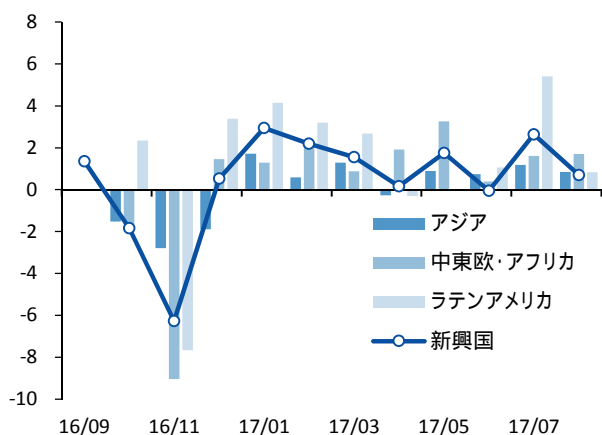
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



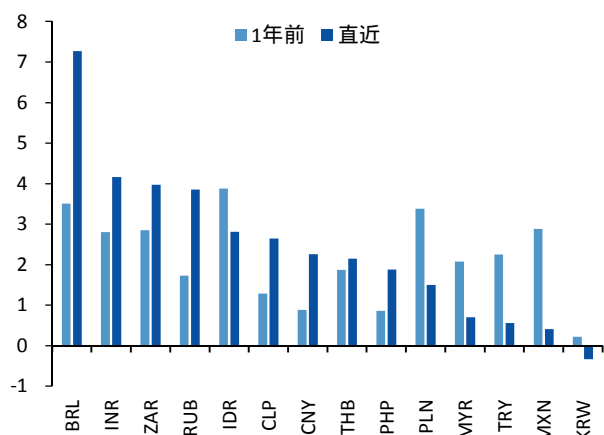
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

実質金利(10年物国債金利 - 消費者物価上昇率, %)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国経済カレンダー

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						
8月29日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	83.0	78.0	--
30日 (水)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-1.3%	--	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	0.1%	-0.3%	-0.5%
31日 (木)	中国	製造業PMI	51.3	51.7	51.4	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	--	53.4	54.5	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	\$2236m	\$2768m	\$4283m	--
31日 (木)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	18.7%	18.3%	--
9月1日 (金)	韓国	GDP(季調済/前期比)	0.6%	0.6%	0.6%	--
1日 (金)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.2%	2.6%	2.2%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	\$6235m	\$7013m	\$10646m	\$10288m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.1	--
1日 (金)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.4%	--	0.2%	--
4日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	4.0%	--	3.9%	--
5日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7007m	--
5日 (火)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.0%	--	2.8%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMI(非製造業)	--	--	51.5	--
5日 (火)	台湾	消費者物価指数(前年比)	1.3%	--	0.8%	--
6日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	25.0%	--	10.0%	--
7日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.0%	--
7日 (木)	中国	外貨準備高	--	--	\$3080.7b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	\$49.30b	--	\$46.74b	\$46.73b
8日 (金)	インドネシア	外貨準備高	--	--	\$127.76b	--
8-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	3.9%	--
8-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	15.4%	--
中東欧・アフリカ						
8月29日 (火)	トルコ	貿易収支	-8.80b	-8.84b	-6.01b	-6.04b
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	3.5%	3.6%	4.0%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ラト)	7.1b	9.0b	10.7b	--
9月5日 (火)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	9.8%	--
5日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	--	15.5%	--
5日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	2.2%	--	-0.7%	--
5-6日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	3.7%	--	3.9%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.3%	--
8日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.4%	--
ラテンアメリカ						
8月28日 (月)	メキシコ	貿易収支	-1035.5m	-1522.6m	61.5m	--
30日 (水)	ブラジル	基礎的財政収支	-17.0b	-16.1b	-19.6b	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	50.0%	50.1%	48.7%	--
9月1-2日	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4350m	--	\$6298m	--
5日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.5%	--
5日 (火)	メキシコ	メキシコ 総設備投資	--	--	2.3%	--
5日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	88.7	--
6日 (水)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	2.7%	--
6-14日	ブラジル	商品価格指数(前年比)	--	--	0.5%	--
7日 (木)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.4%	--

注:2017 年 9 月 1 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。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		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								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7213 ~ 6.9640	6.5901	6.80	6.80	6.90	6.90	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8142	7.8259	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	63.906	65.0	66.0	64.5	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13342	13280	13350	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1127.55	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2710	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.959	51.199	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3543 ~ 1.4547	1.3556	1.37	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.168	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.27 ~ 36.01	33.18	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22728	22800	22650	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.0001	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.0008	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.4505	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	3.1491	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.8777	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.717	16.03	15.74	15.51	15.22	15.07
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.050	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.721	1.68	1.62	1.66	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.824	0.821	0.801	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.778	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.872	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.158	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	81.11	79.56	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.645	3.60	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.314	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	1.896	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.457	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.867	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	34.929	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.150	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 9 月 1 日の 7 時 10 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)』および『中期為替相場見通し (7 月 31 日発行)』に基づく。
出所: ブルームバーグ、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。