

2017年9月8日

The Emerging Markets Weekly

タカ派の後退と新興国への追い風

新興国市場: 今週の新興国通貨は週後半に上昇した。先週 1 日に発表された米 8 月雇用統計の結果が市場予想を下回るとドルは急落したが、米 8 月 ISM 製造業景況指数が良好な結果になると買い戻され、新興国通貨は上に往って来いとなった。3 日に北朝鮮が大陸弾道ミサイル (ICBM) に搭載する水爆の実験に成功したとの発表を受け、週明け 4 日はリスクオフムードが広がり、新興国通貨は軟調に推移した。5 日は北朝鮮を巡る緊張感が高まる中、上値の重い値動きが継続。ブレイナード FRB 理事が「物価が上向いていると確信を持てるまで利上げに慎重になる必要がある」との見解を示したことを背景にドル売り・新興国通貨買いが進んだものの、米株が値を戻しドル売りが一巡すると新興国通貨は反落した。6 日は「フィッシャー FRB 副議長 (任期 2018 年 6 月 12 日) が 10 月半ばに辞任」との報道を受け、イエレン FRB 議長の任期を 2018 年 2 月に控える中で副議長も 10 月半ばで不在になることにより、FRB の政策運営の不透明感が増すとの見方からドルは弱含み、新興国通貨は買われた。7 日、ドラギ ECB 総裁は ECB 政策理事会後の記者会見で、量的緩和の縮小については「10 月の ECB 政策理事会で決める」と述べたことで、対ユーロでドル売りが強まり、新興国通貨は連れ高となった。

アジア: 3 日に北朝鮮は 6 回目の核実験を実施し、ICBM に搭載する水爆の実験に成功したと発表した。地政学リスクの高まりを背景に 4 日に KRW (▲0.9%) は下落した。一方、6 日に発表されたマレーシア 7 月輸出が前年比 +30.9% と 6 月 (同 +10.0%) から大幅に加速したことが好感され MYR (+1.4%) は上昇した。

中東欧・アフリカ: 5 日に南アフリカ 4~6 月期 GDP が発表され前期比年率 +2.5% と 1~3 月期 (同 ▲0.6%) から回復したことが ZAR (+0.5%) の下支えとなった。また、原油価格の上昇に連れ RUB (+1.1%) は買われた。

ラテンアメリカ: ブラジルの議会が財政改革に向けた主要な 2 法案を可決したことや、テメル大統領の汚職疑惑に関する証言が無効となる可能性が浮上したことから、BRL (+1.3%) は堅調に推移した。

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

タカ派の後退と新興国への追い風

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

FOMC 内でハト派勢力の力が増してきているようだ。思うようにインフレが加速しない状況に加え、北朝鮮リスクは一向に収束する気配がない。8月25日に米テキサス州を襲った大型ハリケーン「ハービー」が米国経済に及ぼした影響は未だにはっきりとは分からない中、足許では大型ハリケーンの「イルマ」が米国南部に接近しており、最大級の警戒態勢がとられている。

米国のインフレ率は加速するどころかむしろ減速傾向にある。FOMC 議事要旨(7月25～26日開催分)では、多くの参加者が「現状の物価の弱さが予想以上に長期化する可能性」を見込んでおり、何名かの参加者に関しては「物価見通しのリスクはダウンサイドに傾斜していることを指摘した」との記述が見られるなど、FOMC 内で物価に対する楽観論が後退してきていることは確かだろう。

北朝鮮リスクやハリケーンの被害が米国の金融政策に与える影響を評価することは難しいものの、利上げを躊躇する要因には十分になり得る。さらに、米国では連邦債務上限の引き上げ問題もある。トランプ米大統領は6日、連邦政府の債務上限に関し、野党・民主党指導部と大型ハリケーン「ハービー」の被災者支援法案の一環として連邦政府の債務上限を3か月引き上げることで合意したと明らかにした。米上院は7日にハリケーンの被災者支援と政府予算の延長および連邦債務上限の短期引き上げを組み合わせた法案を可決し、下院は8日にも採択する見通しである。これにより、10月にも政府機関が閉鎖に追い込まれることは回避できたが、問題の先送りに過ぎず、12月8日までに新たな債務上限引き上げ案を審議する必要がある。

こうした状況下、FOMC メンバーの間では追加利上げの時期を巡り意見が分かれてきており、9月19～20日開催のFOMC でバランスシート縮小計画を公表すること自体は既定路線としても、利上げについては従来よりも緩やかなペースで実施される可能性が高まっている。

最近のFOMC メンバーの発言を確認すると、今年に入ってから緩やかな利上げを主軸とする正常化プロセスを支持する路線へと方針転換を図りつつあったブレイナードFRB理事は、ここにきて再びハト派に傾いてきている。9月5日の講演では、バランスシート縮小について前向きな発言をした一方、「バランスシートの正常化が一旦始まったら、私は利上げをする前にインフレ率の動向を注視していきたい」、「インフレ率が目標達成の軌道に乗ったと自信が持てるまで引き締めに対しては警戒的であるべき」、「抑制されたインフレ基調によって足許のインフレ率が下押しされているのならば、利上げはさらに緩やかに進むべき」などと述べ、利上げに関しては慎重なスタンスを見せている。現FOMC メンバーでハト派の筆頭格であるカシュカリ・ミネアポリス連銀総裁はFOMC で利上げに反対票を投じるなど、従前から利上げに慎重な姿勢を貫いているが、ブレイナード理事と同日に行った講演では、「労働市場にはわれわれの想定よりも多くのスラック(緩み)が存在している可能性がある」、「FRBの利上げは経済を実質的に阻害している恐れがある」と述べている。

タカ派姿勢が後退しているのは FRB だけではない。昨日行われた ECB 政策理事会後の記者会見において、ECB のドラギ総裁は「金利は長期間にわたり、資産買入れ期間を超えて現在の水準にとどまる見通しとなっている」と発言し、利上げは拡大資産購入プログラム (APP) 終了後になることを示唆した。6 月のシントラ発言を受けてユーロは騰勢を強めており、ECB はユーロ高に頭を悩ませている。ドラギ総裁は会見で、ユーロ相場は「非常に重要」とし、注意深く見守る必要があると指摘。「インフレ率の中期見通しは、主に為替相場の上昇を理由にスタッフ予想で引き下げられた。今後の政策決定において情報のこうした要素を考慮に入れる必要が出てくる」と述べている。12 月末に期限を迎える APP は技術制約もあり何らかの縮小的修正は不可欠である。ドラギ総裁は今後の見通しについて「決定の多くは大方 10 月になされる」と述べており、10 月 26 日の政策理事会で APP の段階的縮小 (テーパリング) を決定するとみられる。もともと、正常化を進めようとするればユーロ相場の続伸を招く可能性が高いため、これまで以上に正常化ペースは漸次的なものになりそうだ。

このほか、カナダ銀行 (中央銀行、BOC) は 9 月 6 日の金融政策会合で、政策金利の翌日物金利の誘導目標を 0.25% ポイント引き上げて 1.00% とすることを決定したが、利上げサイクルを継続するかどうかについては、今後のデータ次第としている (2017 年 9 月 6 日付通貨ニュース「[カナダ:9 月金融政策会合—予想外に年内 2 度目の利上げを決定](#)」)。また、豪州準備銀行 (中央銀行、RBA) は先進国の中央銀行による正常化ブームとは一線を画し、当初からそうした動きに無条件で追随することはないとのメッセージを発信してきた。基調的なインフレ率が RBA の目標下限を下回る状況が続いているほか、懸案だった住宅価格の騰勢には一服感がみられており、RBA が現状の金融政策からの正常化を急ぐことはないだろう (2017 年 9 月 6 日付通貨ニュース「[豪州:9 月 RBA 理事会—豪ドル高への懸念は強めず](#)」)。

こうした市場環境は、引き続き新興国市場にとってポジティブな状況となろう。世界経済が堅調となる一方で、低金利・低インフレ状態が続くなか、ゴルディロックス的な市場環境は健在で、リスク資産への追い風となっている。警戒すべきはボラティリティの高まりとリスク回避姿勢の強まりであり、足許でその引き金となり得るのはやはり北朝鮮情勢の可能性が高い。北朝鮮の建国記念日である 9 月 9 日を明日に控え、グアム沿岸を狙う弾道ミサイルの発射などは市場でも警戒されている。米国のレッドラインがどこにあるか定かではなく、北朝鮮が実際にグアムに向けて弾道ミサイルを発射した場合に米国が軍事行動に踏み切るかは正直分らない。短期的には、9 月 9 日に何も起きなかったとしても北朝鮮リスクが完全に払拭されることはないが、ひとまず市場では安堵感が拡がりリスク志向が高まるだろう。

韓国

「北朝鮮情勢」の影響力は弱まる

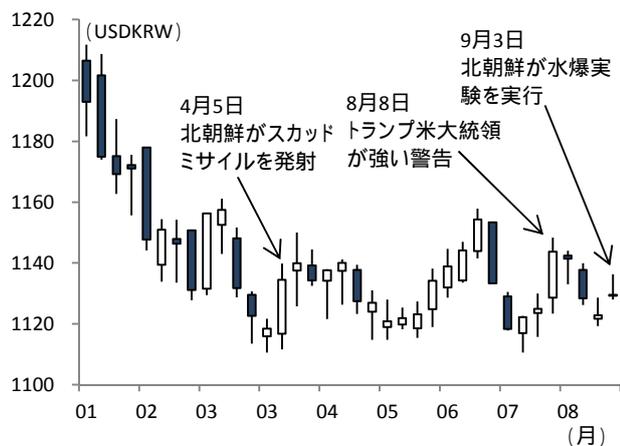
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

北朝鮮は9月3日に大陸間弾道ミサイル(ICBM)搭載用の水素爆発の実験に「完全に成功した」と発表した。金正恩朝鮮労働党委員長は「国家核武力を完成させる目標の達成に向けた契機になる」と発言し、核開発の続行を示唆している。これに対し、トランプ米大統領は「北朝鮮とビジネスをする全ての国との貿易停止を検討する」と述べたほか、韓国の文大統領は安倍首相との電話会議で「今とは次元が違う対応必要」と制裁の強化を示唆した。今後は日米韓を中心に圧力を強めていくとみられるものの、金正恩体制の維持を目的とする北朝鮮は米国が体制の存続を容認するまで挑発行為を続けるだろう。かかる状況下、北朝鮮情勢の緊迫化がKRWに与える下押し圧力が懸念される。しかし、過去の経緯を踏まえれば軍事的衝突に発展する可能性は低く、影響は限定的になると見込む(2017年8月15日付通貨ニュース「韓国:北朝鮮情勢がウォン相場に与える影響」を参照)。

こうした見方は市場でもコンセンサスとなっている。3日の水爆実験を受けて、KRWは対ドルで1120台から1130台後半まで下落した。しかしながら、4月に最高人民会議(11日)前後でミサイルを発射した時や、8月8日にトランプ米大統領が北朝鮮に対して強い警告を発した時につけた安値(1150近辺)には達せず、また売り幅も小さい。さらに外国人投資家の投資フローをみると、北朝鮮情勢が緊迫化した8月上旬は株式を中心に大きく売り越していたものの、今回は小幅なポジション調整にとどまっている。

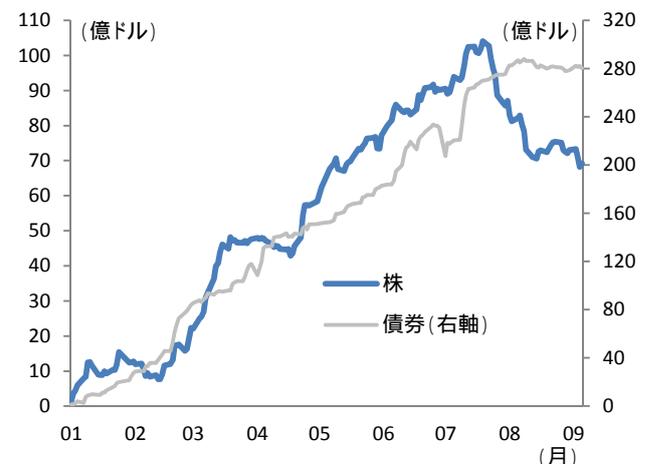
これらの動きは、北朝鮮の挑発に対して米国は軍事的行動を起こさないと市場が見込んでいることを示唆している。9月9日(建国記念日)や10月10日(労働党創設記念日)といった記念日の前後で北朝鮮が大陸弾道ミサイル(ICBM)を試射する可能性を韓国の国家情報院は指摘した。引き続き北朝鮮情勢がKRWの上値を押さえるものの、市場の以前よりも冷静な反応に鑑みれば急落する公算は小さい。

図表3:USDKRWの値動き(週足、年初来)



注:9月7日時点。
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

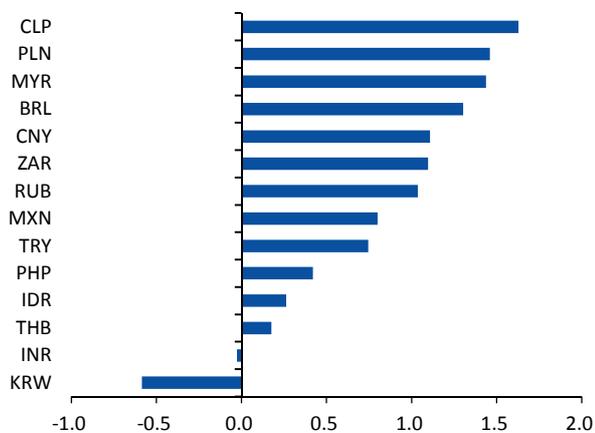
図表4:外国人投資家の累積投資額(ネット、年初来)



注:9月7日時点。
出所:韓国証券取引所、韓国金融監督院、ブルームバーグ、みずほ銀行

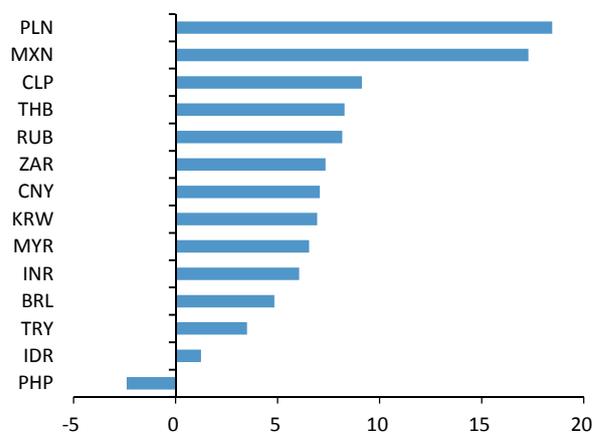
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



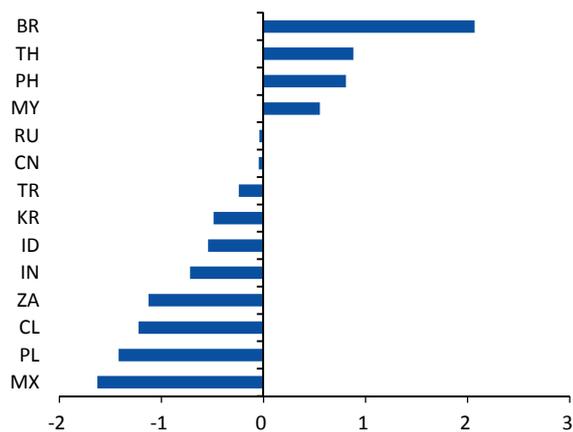
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



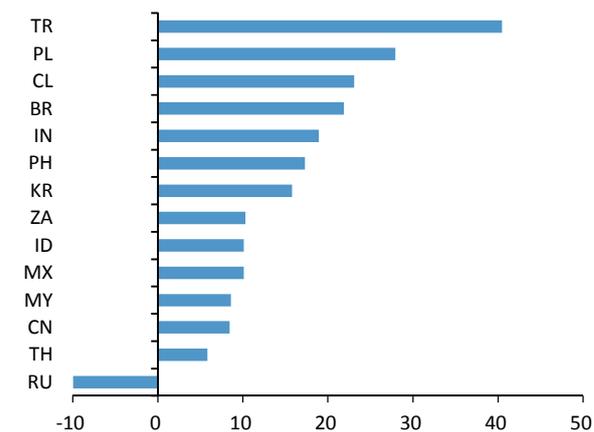
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



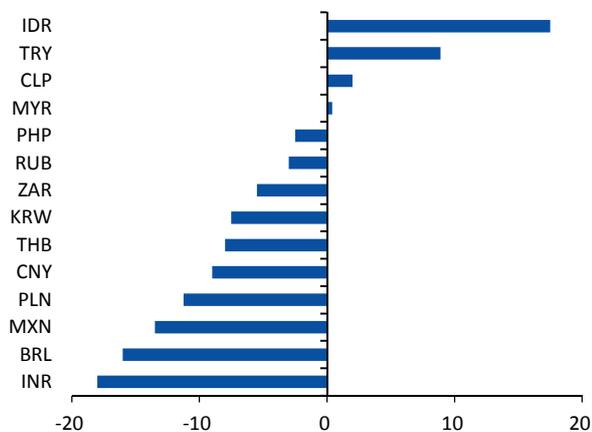
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



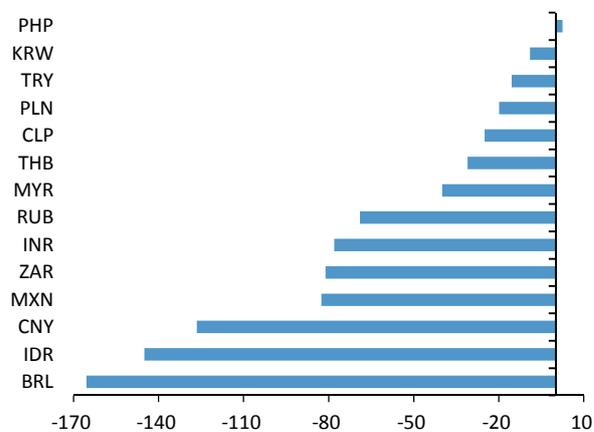
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

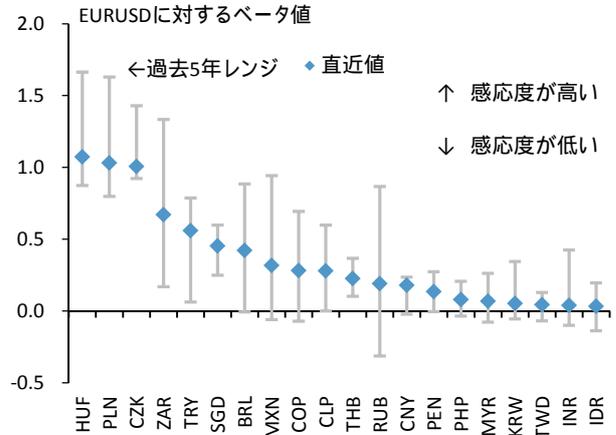
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



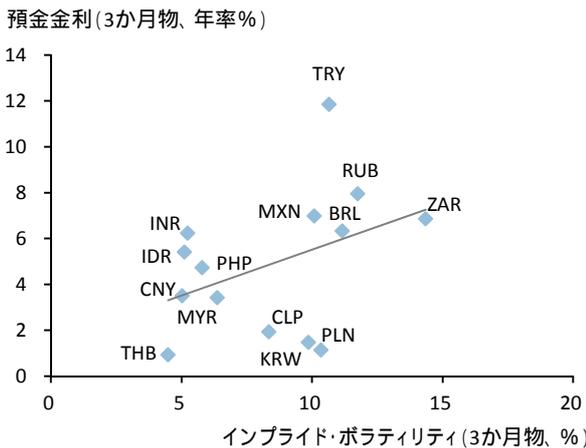
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



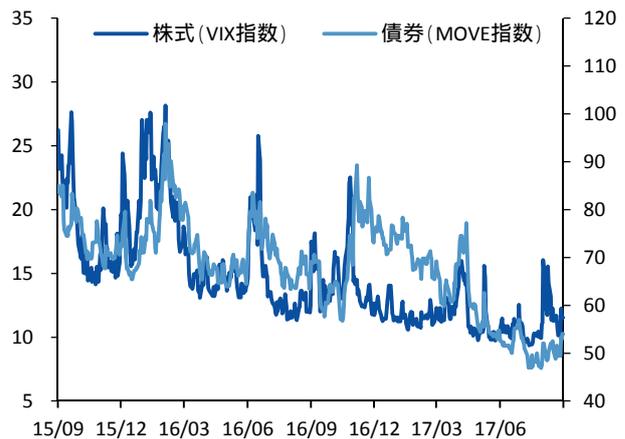
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



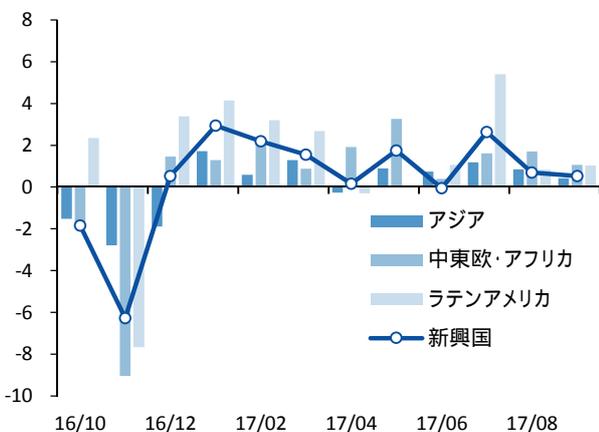
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



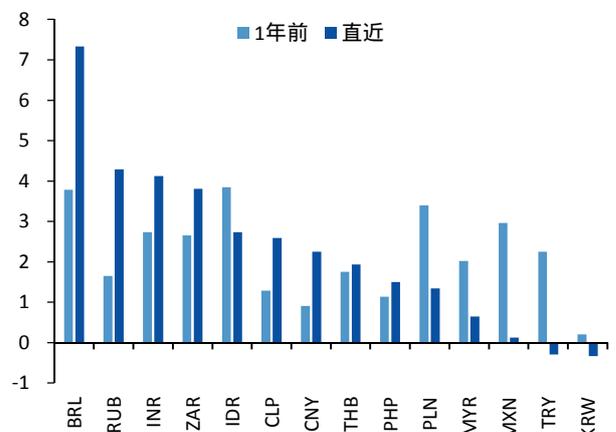
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月4日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	4.0%	3.8%	3.9%	--
5日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7261.3m	\$7007.0m	--
5日 (火)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.0%	3.1%	2.8%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMI-ビジネス	--	52.7	51.5	--
5日 (火)	台湾	消費者物価指数(前年比)	1.1%	1.0%	0.8%	--
6日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	23.0%	30.9%	10.0%	9.9%
7日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
7日 (木)	中国	外貨準備高	\$3095.0b	\$3091.5b	\$3080.7b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	\$48.45b	--	\$46.74b	\$46.73b
9日 (土)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.7%	--	1.4%	--
9日 (土)	中国	PPI 前年比	5.7%	--	5.5%	--
10-15日	中国	M2(前年比)	9.1%	--	9.2%	--
10-16日	中国	新規貸出(人民元)	950.0b	--	825.5b	--
11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
11-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	3.9%	--
11-16日	インド	輸入(前年比)	--	--	15.4%	--
12日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2147m	--
12日 (火)	インド	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.4%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.1%	--
14日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	10.5%	--	10.4%	--
14日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.6%	--	6.4%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	-\$270m	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	5.7%	--
中東欧・アフリカ						
9月5日 (火)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	10.2%	10.7%	9.8%	--
5日 (火)	トルコ	PPI 前年比	16.0%	16.3%	15.5%	--
5日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	2.3%	2.5%	-0.7%	-0.6%
5日 (火)	ロシア	消費者物価指数(前年比)	3.7%	3.3%	3.9%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-0.3%	-1.4%	-2.3%	--
11日 (月)	ロシア	貿易収支	6.7b	--	8.7b	--
11-15日	ロシア	GDP(前年比)	2.5%	--	2.5%	--
12日 (火)	南ア	経常収支(対GDP比)	--	--	-2.1%	--
14日 (木)	トルコ	指標レート	8.00%	--	8.00%	--
14日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	9.25%	--	9.25%	--
14日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	--	7.25%	--
15日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-3.76b	--
15日 (金)	ロシア	主要金利	8.5%	--	9.0%	--
15-16日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.5%	--	1.1%	--
ラテンアメリカ						
9月5日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.7%	2.5%	0.5%	--
5日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	88.0	88.5	88.7	--
6日 (水)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	2.6%	2.5%	2.7%	--
7日 (木)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	6.7%	6.6%	6.4%	--
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.3%	--
12日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.0%	--

注: 2017年9月8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 1～8月(実績)	SPOT	2017年 9月	12月	2018年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.5804 ~ 6.9640	6.4870	6.65	6.70	6.70	6.80	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8126	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.045	64.0	65.0	64.0	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13307	13300	13400	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1129.59	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2105	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.610	50.858	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3507 ~ 1.4547	1.3404	1.36	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.003	30.20	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.14 ~ 36.01	33.08	33.3	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22728	22800	22750	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	56.9363	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	12.8126	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4355 ~ 3.9415	3.4060	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	3.1002	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.6742	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.683	16.39	15.97	15.97	15.44	15.07
香港ドル	(HKD)	13.838 ~ 15.291	13.872	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.692	1.70	1.65	1.67	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.815	0.820	0.799	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.606	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.870	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.117 ~ 2.377	2.141	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	80.86	80.15	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.612	3.61	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.276	3.27	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4769	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)	1.809 ~ 2.024	1.903	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	31.810	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	34.960	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.132	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

注:1.実績の欄は2017年8月31日まで。SPOTは9月8日の7時50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(9月4日発刊)』および『中期為替相場見通し(9月1日発刊)』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、确实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。