

2017 年 9 月 15 日

The Emerging Markets Weekly

バランスシート縮小と新興国市場

新興国市場: 今週の新興国通貨は下落した。北朝鮮が 9 日の建国記念日に挑発的行動を起こさず、またハリケーン「イルマ」の勢力が弱まったことを受け、週初 11 日は市場でリスク選好姿勢が強まった。その結果、米株は堅調に推移し、米金利が上昇したためドル高の展開となり、大半の新興国通貨は下落した。12 日、国連安全保障理事会が北朝鮮に対して制裁決議案を全会一致で採択したことが伝わったが、原案と比較すると制裁内容が緩やかなものとなったことから、新興国通貨の反応は限定的。その後、ムニューシン米財務長官の「税制を 2017 年 1 月 1 日にさかのぼり適応できるように検討している」との発言を受け、トランプ米政権による税制改革実現への期待感が高まったことや米金利上昇を背景にドル買い優勢となり、新興国通貨は弱含んだ。13 日に発表された米 8 月生産者物価指数 (PPI) が前月比マイナスからプラスに転じ、米金利が上昇すると新興国通貨は下落。また、ブレイディ米下院歳入委員長の「税制改革案を 9 月 25 日の週に発表する」との発言を背景にドルが強含むと、新興国通貨は続落した。14 日は米 8 月消費者物価指数 (CPI) の良好な結果を受け、新興国通貨はさらに下押しされた。しかし、「北朝鮮でミサイル発射の兆候、大陸弾道ミサイル (ICBM) の可能性」との報道により地政学リスクが高まるとドルの重石となり、新興国通貨は反発した。本日の早朝に北朝鮮がミサイルを発射し新興国通貨は一時下落したが、直ぐに落ち着きを取り戻している。

アジア: 11 日にインドネシア中央銀行 (BI) のアディティヤスワ副総裁は現在の IDR の対ドルでのレートは過小評価されているとの見解を示し、「過小評価された為替レートは、製造業輸出の下支えや不必要な輸入回避にとってよいことだ」と述べた。BI は米国とユーロ圏での金利引き上げを考慮し、2017 年末には IDR は 13420 まで下落し、2018 年末には 13550 まで一段と値を下げると予想しているとした。

中東欧・アフリカ: 米大手格付け会社が 13 日、南アフリカの格付けについて、中央銀行の使命を物価安定から景気下支えへと変更しようとする動きが主要リスクとの見解を示したことで、格下げへの警戒感が強まり ZAR (▲1.6%) は下落した。

ラテンアメリカ: 週初、BRL はテメル大統領が掲げる社会保障制度改革などの経済政策の実現性を巡り楽観的な見方が拡がると堅調に推移した。しかし、13 日にテメル大統領が政党内の側近らとともに不法行為に加わった疑いがあると警察当局が明らかにしたことが嫌気され、BRL (▲1.1%) は下落した。

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

バランスシート縮小と新興国市場

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

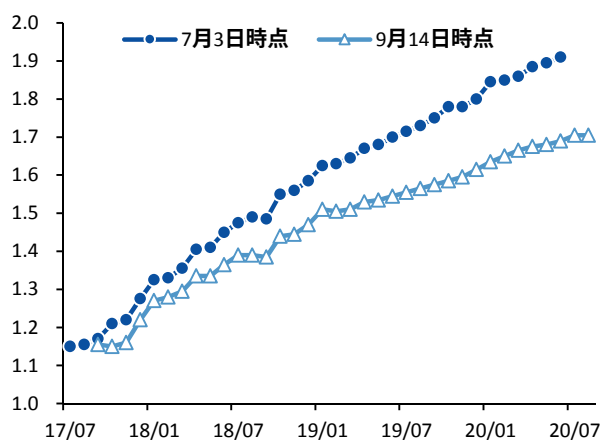
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

来週 19～20 日にかけて FOMC が予定されている。7 月 25～26 日に開催された FOMC 後に公表された声明文では、バランスシート政策に関し、正常化プログラムを「relatively soon (比較的早期)」に開始すると見込んでいるとし、9 月 19～20 日会合で具体的日程を公表する方針を示唆した。FRB は今会合で FF 金利誘導目標を 1.00～1.25% に据え置くと同時に、4 兆 5000 億ドル規模のバランスシートの段階的縮小を 10 月に開始する方針・計画を決定する見通しである。

FRB は遂にバランスシートの縮小に踏み出すことになるが、新興国としては資本流出や通貨安圧力へとつながらないか懸念される。FRB のバランスシート政策と新興国市場の関係を考えたとき、2013 年に FRB のバーナンキ前議長が資産買い入れ縮小の可能性に言及し、新興国から急激に資本が流出することとなったテーパー・タントラムを直ぐに思い出す。今回もその二の舞になる可能性は排除できないが、現状においては、FRB がバランスシートを縮小したとしても影響は軽微にとどまりそうだ。まず言えることとして、FRB は今回決定するバランスシートの縮小について入念に市場との対話を進めてきた。現に、7 月 FOMC でバランスシートの縮小を近く発表することを表明しても、市場は落ち着きを失っていない。

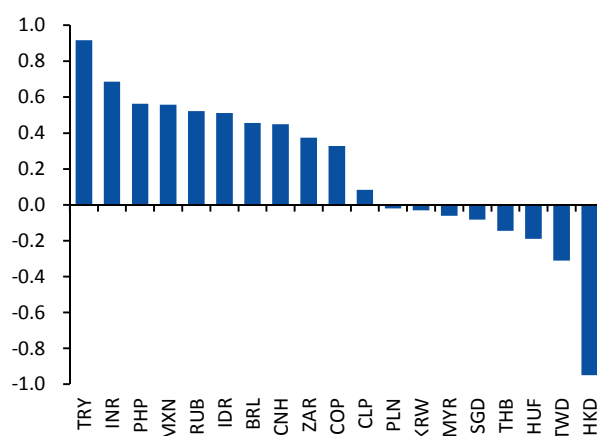
先週の本欄でも一部取り上げたが、ブレイナード FRB 理事は 9 月 5 日の講演の中で「次に来るべき重要な決定はバランスシートの正常化である。再投資政策の変更については明確と伝達され、予見されている」とバランスシート縮小について前向きな発言をしている。その一方で、「バランスシートの正常化が一旦始まったら、私は利上げをする前にインフレ率の動向を注視していきたい」などと述べ、利上げに関しては慎重なスタンスを見せている。ブレイナード理事は「原則としてバランスシートも利上げも金融政策のアクティブなツールだが、利上げの効果は広く検証され理解されているものの、バランスシートはそうではない。ゆえに、一旦バランスシートの縮小が始まったら慎重に効果を見極めるべき」という見方を示している。

図表 1: FF 金利先物カーブ



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: キャリー・ボラティリティ・レシオ (9 月 14 日時点)



注: キャリー・ボラティリティ・レシオの計算は、3 か月物金利差 (新興国金利-米国金利) と 3 か月物インプライド・ボラティリティを使用。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場参加者の関心もバランスシート政策ではなく利上げの動向に寄せられており、金融市場へのインパクトを考えるにあたっては、今後も FRB がどれだけ利上げを重ねていくかが重要だ。この点、FRB は年内あと 1 回の利上げに加え、2018 年、2019 年にそれぞれ 3 回ずつ利上げを行う見通しを示している。しかし、市場はインフレが鈍化の中で今後の断続的な利上げについては懐疑的である。FF 金利先物市場では元より FRB が想定するほど利上げを織り込む動きが見られていなかったが、7 月以降は一段と利上げの織り込みが剥落している (図表 1)。12 月 FOMC で今年 3 回目の利上げに踏み切るかどうかを巡り、FF 金利先物市場が織り込む利上げ確率は 9 月に入って一時 30% 近くまで低下していたが、昨日発表された米 8 月消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前月比 +0.4% (7 月: 同 +0.1%) と市場予想を上回り、食品・エネルギーを除くコア CPI 上昇率も同 +0.2% (7 月: 同 +0.1%) と加速したことで、利上げ確率は 50% 超まで上昇している。12 月 FOMC まで 3 か月となり、FRB は 12 月利上げの選択肢を温存するだろうが、2018 年以降の利上げ見通しは引き下げられる可能性がある。9 月 FOMC はイエレン FRB 議長の記者会見があるほか、FOMC 参加者の政策金利見通し (ドットチャート) も公表される。6 月時点で予想の大半を占めていた年内あと 1 回の利上げを見込むメンバーがまだ何名残っているのか、来年度以降の利上げパスは修正されるのか、イエレン議長がなかなか加速してこないインフレを踏まえて何を語るのか。注目点は数多あるものの、FRB がこれまで以上にタカ派に傾斜する可能性は低いと、米金利の上昇圧力は限定的だろう。

新興国市場にとっては追い風が吹く状況が続くことになる。キャリー・ボラティリティ・レシオをみると、TRY、INR、PHP、MXN、RUB などが高水準となっており、低ボラティリティ環境が続く中では選好されやすいだろう (図表 2)。過去数か月間、堅調に推移してきた CNH も、キャリー取引において投資家に好まれやすい状況となっている。中国人民銀行 (PBoC) の顧問を務める盛松成氏が、年末までに人民元が昨年の下げ幅を全て解消し、1 ドル = 6.5 元前後に戻すことは十分あり得るとの見方を示す中、市場参加者の間では人民元に対する弱気な向きが減っている。なお、PBoC が 9 月 11 日に外貨買い人民元売りの予約取引を成約した際に必要とされる外貨リスク準備金を実質的に撤廃するなど、2015 年 8 月のチャイナ・ショック後に導入した規制の緩和に乗り出している (2017 年 9 月 6 日付通貨ニュース「[中国: 中国人民銀行は規制緩和に着手](#)」)。中国は資本取引の規制緩和を志向するとみられ、こうした動きは人民元安圧力の増大につながる可能性がある。もっとも、過去の経緯を踏まえ、人民元の安定を最優先にゆっくりとしたペースで規制緩和を進められると思われるため、当面、CNH は底堅く推移しそうだ。

中国

減速が続く中国経済

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

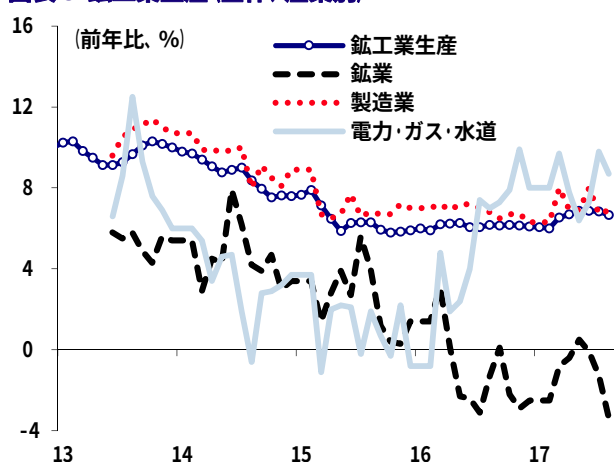
14日に発表された中国の8月主要経済指標は悪化が目立つ結果となった。8月鉱工業生産指数は前年比+6.0%と7月(同+6.4%)から伸び幅が縮小し、2016年12月以来の低水準となった。産業別にみると、猛暑の影響で電力・ガス・水道は底堅い伸びを維持し、製造業は同+6.9%と7月(同+6.7%)から加速した。しかしながら、環境規制強化を受けて鉱業(7月:同▲1.3%→8月:▲+3.4%)が大きく減少したことが全体を下押しした(図表3)。中国政府は大気汚染が深刻化する冬場に向けて規制を強化する方針を示しており、鉱業の生産減少は今後も続く可能性が高い。

8月小売売上高は前年比+10.1%と7月(+10.4%)から減速した。7月に大手携帯電話会社の販促キャンペーン終了を受けて大幅に減速した通信機器(7月:同+7.9%→8月:同+12.2%)が大きく持ち直した。また、小売売上高に占める比重が大きい自動車販売やオンライン販売は堅調な伸びを維持した。一方、石油・石油関連製品や家電が減速したほか、建設資材(7月:同+13.1%→8月:同+8.8%)の伸び幅が大きく縮小し、リーマン・ショック以降では最低水準を記録したことが小売売上高の減速につながった。

1~8月期の固定資産投資は前年同期比+7.8%と1~7月期(同+8.3%)から減速し、同時期としては1999年の統計開始以来で最低の伸びとなった。インフラ投資は同+19.8%と2か月連続で伸び率が低下したほか(図表4)、製造業も鉱業を中心に減速した。企業分類別にみると、民間企業の投資が同+6.4%と減速したほか、公共事業の直接的な恩恵を受ける国営企業の投資が同+11.2%と3か月連続で伸び幅が縮小している。

2017年上半期のGDP(前年同期比+6.9%)は目標(前年比+6.5%前後)を大きく上回っており、下半期は緩やかに景気が減速したとしても目標を達成できる見込みである。かかる状況下、中国政府は景気下支えよりも、今年の重点課題としている金融システムリスク抑制や環境規制強化を優先する公算が大きい。

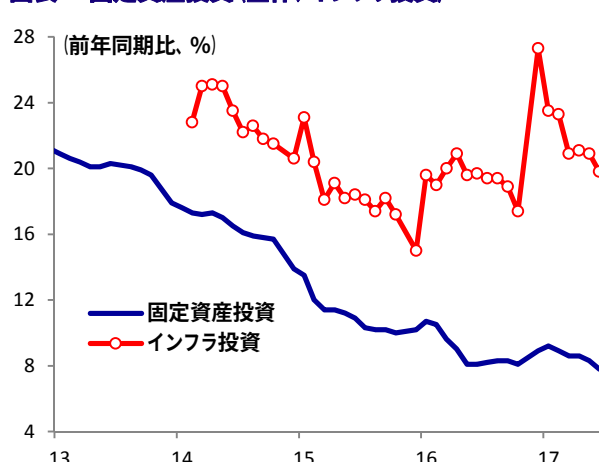
図表3: 鉱工業生産(全体、産業別)



注: 製造業、鉱業は2013年6月から公表開始

出所: 中国国家统计局、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

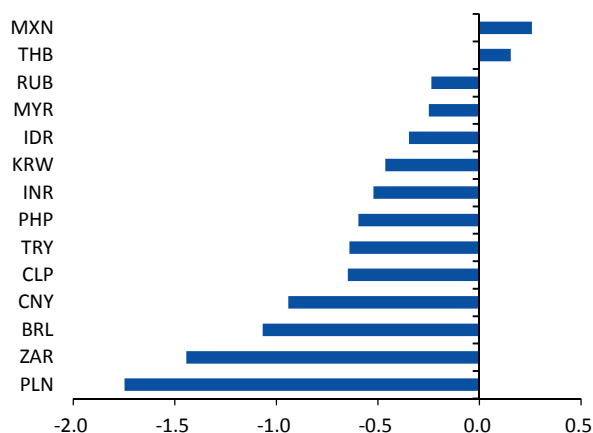
図表4: 固定資産投資(全体、インフラ投資)



出所: 中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

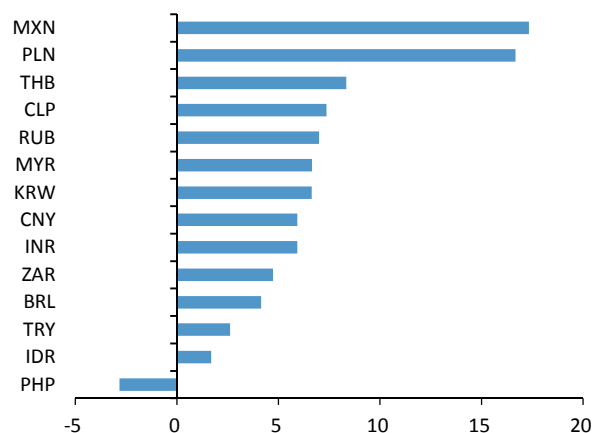
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル, %)



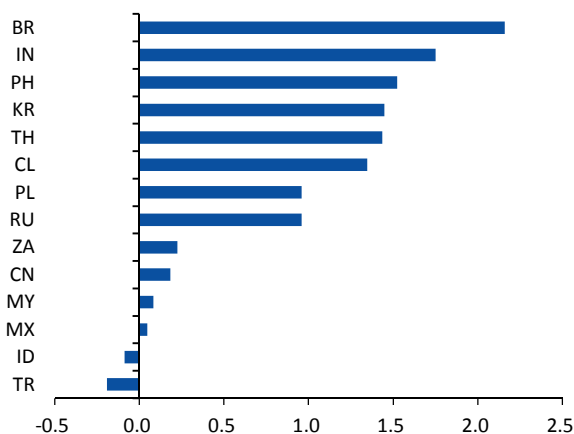
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル, %)



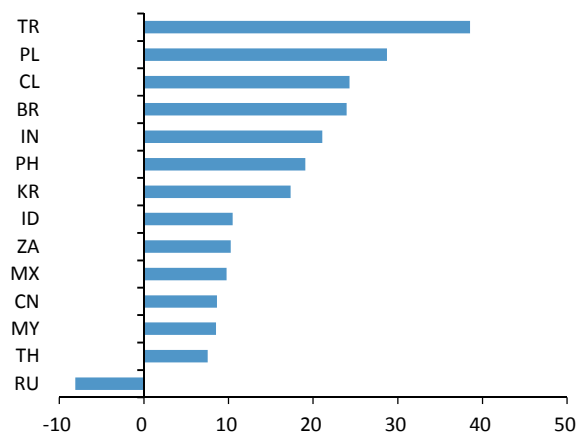
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



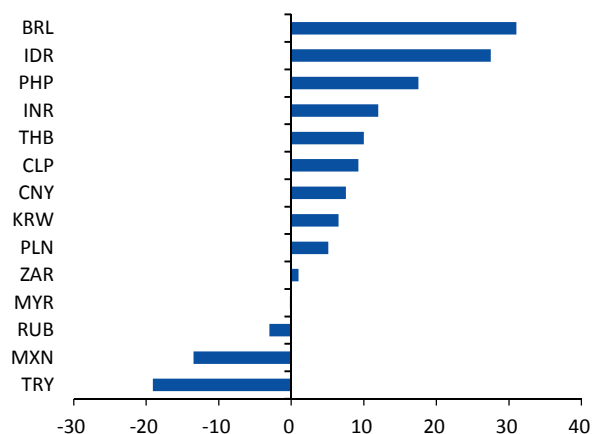
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



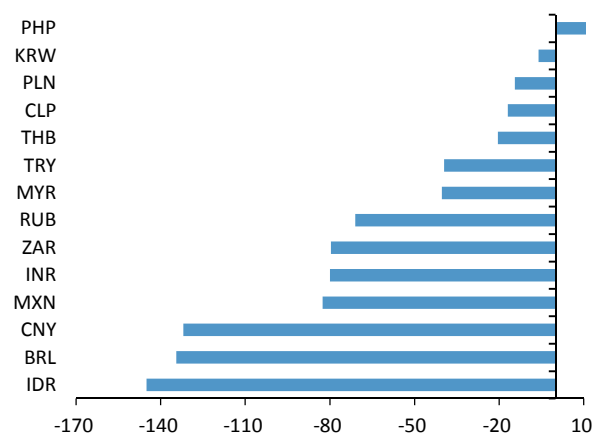
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

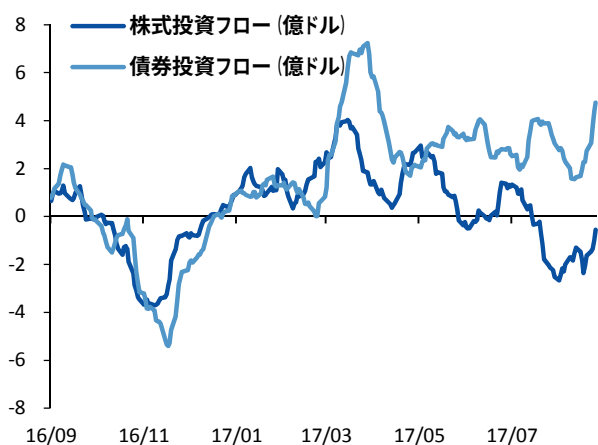
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

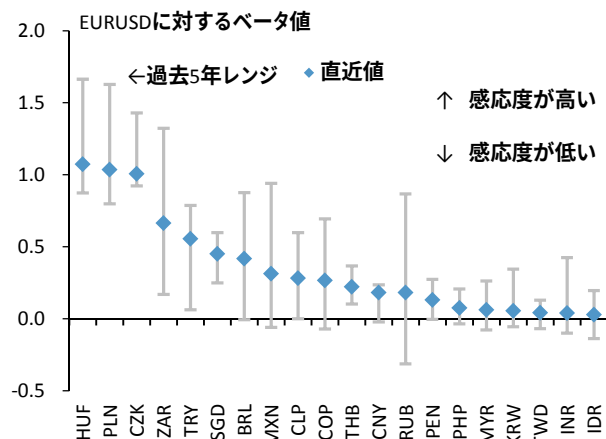
チャート集

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

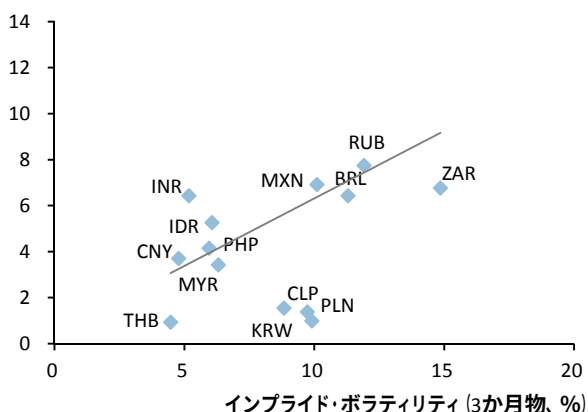
EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

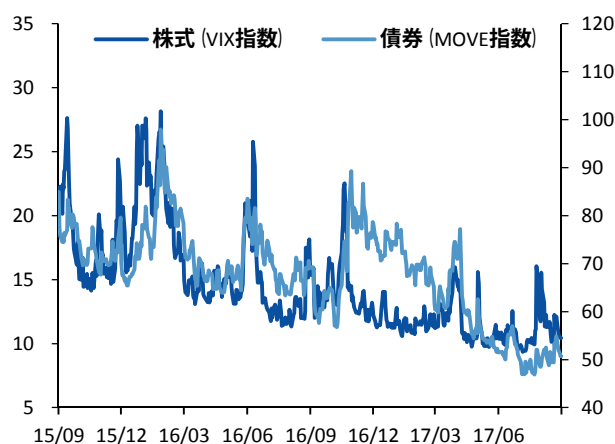
新興国の預金金利と為替ボラティリティ

預金金利 (3か月物、年率%)



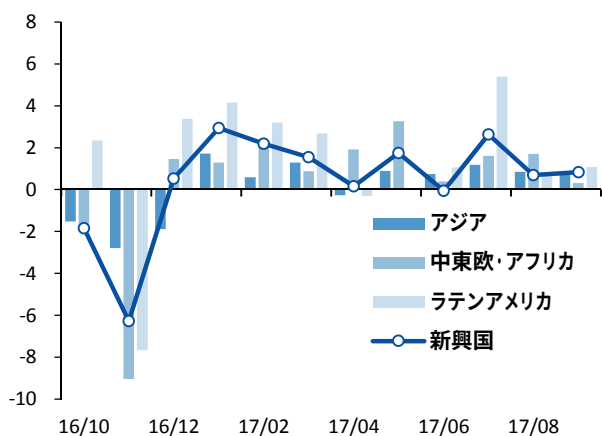
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



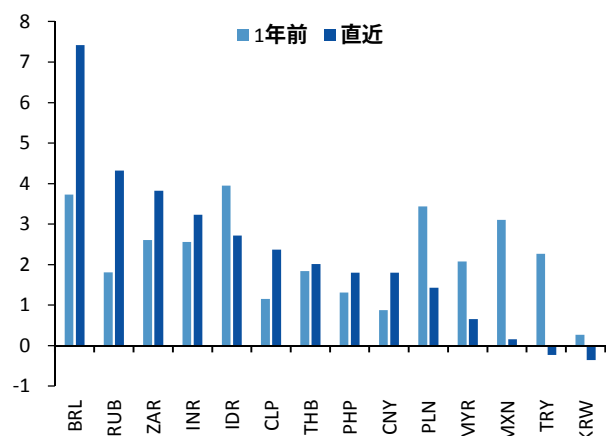
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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11日 (月)	マレーシア	製造業基本売上高(前年比)	--	22.2%	11.5%	--
12日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$2382m	-\$1646m	-\$2147m	-\$1992m
12日 (火)	韓国	対家計銀行貸出合計	--	KR744.2t	KR737.7t	--
12日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	1.6%	1.2%	-0.1%	-0.2%
13日 (水)	韓国	輸入物価指数(前年比)	--	9.0%	5.4%	5.5%
14日 (木)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	10.4%	10.4%	10.4%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	8.2%	7.8%	8.3%	--
14日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.6%	6.0%	6.4%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	3.2%	3.2%	1.9%	--
15-18日	インド	輸出(前年比)	--	--	3.9%	--
15-18日	インド	輸入(前年比)	--	--	15.4%	--
13-20日	インドネシア	国内自動車販売	--	--	84,905	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	\$560m	--	-\$270m	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	6.5%	--	5.7%	--
18日 (月)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	--	16.3%	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(季調済/前月比)	--	--	-2.5%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	10.5%	--
21日 (木)	韓国	輸出 20日間 前年比	--	--	11.6%	--
21日 (木)	フィリピン	BSPスタンディング* 翌日物預金ファシリティ・レート	--	--	2.5%	--
22日 (金)	マレーシア	外貨準備高	--	--	\$100.5b	--
22-25日	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$698m	--	-\$188m	--
中東欧・アフリカ						
9月11日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	5.3%	5.1%	5.0%	5.2%
11日 (月)	ロシア	貿易収支	6.5b	4.0b	8.7b	--
13日 (水)	南ア	BER企業信頼感	--	35.0	29.0	--
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.5%	1.8%	2.9%	3.2%
14日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	-1.9%	-2.4%	-2.1%	--
14日 (木)	トルコ	翌日物借入金金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
14日 (木)	トルコ	後期流動性貸出金利	12.25%	12.25%	12.25%	--
15日 (金)	トルコ	中央政府財政収支	--	--	0.9b	--
18-19日	ロシア	PPI 前年比	3.0%	--	1.8%	--
21日 (木)	トルコ	消費者信頼感指数	--	--	71.1	--
21日 (木)	トルコ	対内証券投資・株式ネット	--	--	--	--
21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	--	6.75%	--
22日 (金)	ロシア	マネーサプライ狭義	--	--	--	--
ラテンアメリカ						
9月11日 (月)	メキシコ	製造業生産(季調前/前年比)	2.2%	2.2%	2.3%	2.5%
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調済/前月比)	-0.1%	-1.0%	0.1%	--
12日 (火)	ブラジル	COPOM 議事要旨	--	--	--	--
12日 (火)	ブラジル	広義小売売上高(前年比)	3.9%	5.7%	4.4%	--
13日 (水)	ブラジル	IBGEサービス部門売上高 前年比	-1.9%	-3.2%	-3.0%	--
18-23日	ブラジル	税収	--	--	109948m	--
21日 (木)	ブラジル	IBGEインフレIPCA-15(前年比)	--	--	2.7%	--
22日 (金)	メキシコ	総需給額	--	--	4.0%	--

注:2017 年 9 月 15 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								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.5804 ~ 6.9640	6.5560	6.65	6.70	6.70	6.80	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8132	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.125	64.0	65.0	64.0	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13251	13300	13400	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1132.55	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2055	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.610	51.151	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3507 ~ 1.4547	1.3470	1.36	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.109	30.20	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.14 ~ 36.01	33.07	33.3	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22726	22800	22750	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.5142	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.1273	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4355 ~ 3.9415	3.4340	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	3.1209	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.6691	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	16.882	16.39	15.97	15.97	15.44	15.07
香港ドル	(HKD)	13.838 ~ 15.291	14.104	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.718	1.70	1.65	1.67	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.831	0.820	0.799	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.716	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 26.636	26.266	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.117 ~ 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	81.81	80.15	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.660	3.61	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.332	3.27	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4849	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	1.916	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.395	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	32.062	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	35.327	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.236	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 15 日の 6 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 日発行)』および『中期為替相場見通し (9 月 1 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。