

2017 年 9 月 29 日

The Emerging Markets Weekly

12 月米利上げ期待の高まりと新興国通貨

新興国市場: 今週の新興国通貨は下落した。週初 25 日、週末のトランプ米大統領による北朝鮮への強い警告に対し、同国の李外相が「明確な宣戦布告だ」と述べたことを背景にリスク回避姿勢が強まり、新興国通貨は下落。さらに週末に実施された独連邦議会総選挙でメルケル首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)が第一党の座を維持したものの、議席数を大幅に減らしたことを受けてユーロ/ドルが下落する動きに新興国通貨は下値を切り下げた。26 日にイエレン FRB 議長が「漸進的な利上げの継続が必要」との見解を示したことを背景にドルが上昇し、新興国通貨は軟調な動きとなった。27 日は米 8 月耐久財受注の良好な結果や米税制改革案に対する期待感からドルは堅調に推移し、新興国通貨は下押しされた。28 日は月末を控えてポジション調整を行う動きが目立ち、新興国通貨はまちまちの動きとなった。

アジア: インドネシア中央銀行(BI)は 22 日に金融政策決定会合を開催し、前回会合(8 月 22 日)に続き政策金利である 7 日物リバースレポレート を 25bp 引き下げ 4.25%とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も 25bp ずつ引き下げ、それぞれ 5.00%と 3.50%とし、コリドーは 1.50%ポイントに維持した。声明文では利下げについて、2019 年までインフレ率が目標範囲の中位以下で推移すると考えられることに加え、経常収支赤字が適切な水準で抑制されていることから利下げの余地があったとした。市場予想に反しての利下げとなったが、IDR への影響は限定的だった。タイ中央銀行(BOT)は 27 日に金融政策委員会(MPC)を開催し政策金利を 1.50%に据え置いた。声明文では、現在の低金利は景気下支えに貢献しているほか、国内の流動性は潤沢だとした。THB の動きは貿易主要相手国の通貨とほぼ同じとの見解を示した。一方、米国など主要国の金融政策変更を巡る不透明感という外的要因により市場のボラティリティが上昇する可能性を懸念している。また、2017 年(前年比+3.5%→同+3.8%)と 2018 年(同+3.7%→同+3.8%)の GDP 見通しを引き上げ、2017 年の輸出(前年比+5.0%→同+8.0%)の見通しも上方修正した。

中東欧・アフリカ: クルド自治政府が独立の是非を問う住民投票を強行したことにより反発し、25 日にイラクとトルコの両国軍はトルコとの自治区の国境地帯にて大規模な合同軍事演習を行うと発表した。これを受け周辺地域の緊張感が高まり、TRY(▲1.8%)は下押しされた。ZAR(▲2.0%)は、米金利上昇を受けて南アフリカ経済見通しについて懸念が拡がり弱含んだ。

ラテンアメリカ: 28 日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を 7.00%に据え置いた。もっとも、市場予想どおりであったため MXN に与える影響は限定的となった。

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

12 月米利上げ期待の高まりと新興国通貨

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

9 月中旬以降、新興国通貨は軟調に推移している。米金利が底入れし、ドルインデックスも上昇に転じていることが背景にある(図表 1)。9 月上旬は米債務上限問題や大型のハリケーンが米国経済に及ぼす悪影響が懸念されていたほか、北朝鮮リスクへの警戒感などが金利低下につながっていた。これらに対する懸念が後退したことに加えて、14 日に発表された米 8 月消費者物価指数(CPI)上昇率が上振れしたことなどをを受けて、市場では米国の 12 月利上げを徐々に織り込む展開となった。

19～20 日にかけて開催された FOMC では、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 月に開始する方針を決定した。注目された政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)は前回(6 月会合)からほぼ変わらず、年内はあと 1 回、来年は 3 回の利上げを見込むシナリオが維持された。さらに、イエレン FRB 議長が 26 日に全米企業エコノミスト協会(NABE)で行った講演において、インフレ動向を巡る不透明性が存在するものの、インフレ率が目標の 2%に戻るまで金融政策を据え置くのは賢明でないと指摘したことなどから、CME グループのデータによると、足許では市場が織り込む 12 月の利上げ確率は 70%超まで上昇している。

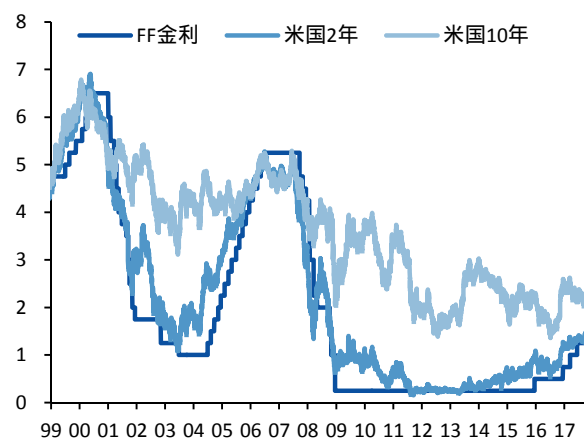
10 年物米国債利回りは 2%手前で底打ちし、2.3%を大きく突破して 2.4%をうかがう状況だ。もっとも、一段の上昇には追加的な材料が必要である。9 月の FOMC 後、市場は急速に 12 月利上げを織り込みほぼコンセンサスと化しているため、さらなる金利上昇余地は小さい。米 10 年債利回りは 4 月からやや水準を切り下げて、ここ半年間は 2.4%が天井となってきたが、金利が 2.4%を突破して新たなレンジ(例えば 2.5～3%)へとさらに上昇するには、インフレ率の加速、トランプ米政権の財政出動などが必要だろう。

図表 1: ドルインデックスと新興国通貨



出所: ICE、MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: FF 金利と米国債利回り



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

また、足許では 12 月の利上げに関心が集まっているが、9 月 FOMC においてより重要な論点は、ドットチャートにおける中立金利が下方修正されたことだ。市場ではこれを長期金利の天井と見る向きも多く、FOMC の見通しどおりに利上げが進んだ場合でも、短期金利の水準はその都度調整されることになるが、長期金利はそれほど上昇しない可能性がある(図表 2)。

今の債券市場は、量的緩和による押し下げでタームプレミアムがゼロもしくはマイナスといった歪められた状況であり、FRB がバランスシートを縮小していくのに伴い、将来的にタームプレミアムが上昇する可能性は否定できない。もっとも、10 月からスタートする FRB のバランスシート縮小は、再投資停止額の上限を 40 億ドルから始め、月額 200 億ドルに達するまで 1 年をかけて 3 か月ごとに 40 億ドルずつ増やす計画となっており、減少ペースは非常に緩やかなものである。バランスシート縮小のインパクトはその時の債券市場の需給環境に左右されるため読みにくい、再投資停止額の規模が小さいうちはそれほど影響を及ぼすことはないだろう。

9 月はドルインデックスの上昇とともに新興国通貨に調整が入ったものの、今後は再び新興国通貨は上昇に向かうだろう。米国の主要株価指数は最高値圏にあり、市場のリスクセンチメントが大幅に悪化しているわけではない。9 月下旬から MSCI エマージング・マーケット・インデックスは下落しており、先進国株式が高値を維持する一方で新興国株式は値下がりするなど両者のかい離が生じているが、これはドル高・新興国通貨安が進んでいることなどが影響しているとみられる。また、10 月上旬は中国市場が中秋節で休場となるほか、その他のアジア諸国においても休場が相次ぐため、連休を控えたポジション調整という側面もあるかもしれない。10 月 10 日に北朝鮮の労働党創建記念日があり、北朝鮮リスクが意識されていることも影響しているようだ。

メキシコ

NAFTA 再交渉の妥結は来年初へ

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

9 月 23～27 日にカナダのオタワにて北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉の第 3 回会合が開催され、閉幕後の声明文で約 25 の協議分野のうち「中小企業対策」で実質的な合意が得られたことを発表した。もっとも、原産地規制を含む主な争点について大きな進展は報告されなかった。また、会合の最終日である 27 日に米国がカナダの航空機大手に対して制裁関税の適用を仮決定したことに対しカナダが反発するなど、年内の交渉妥結について疑義が強まる結果となった。

今回の会合では、原産地規制の適用に必要な域内調達比率について議論の進展が期待されていた。交渉開始直前の 22 日に米商務省は、OECD の付加価値貿易統計¹を用いて、グローバルサプライチェーンの影響を加味すると米国の輸入に占める NAFTA 加盟国のシェアが低下していることを示すレポートを発行している。米国が懸念としている自動車製品輸入の NAFTA 加盟国のシェアは 2011 年(データ取得可能な期間で最新)時点で約 70%という結果となっており(図表 3、4)、同水準が域内調達比率を決める議論の土台になる可能性があった。しかし、メキシコのグアハルド経済相は米国から自動車産業に関して正式な提案はなかったと述べている。

米国側が具体的な域内調達比率を提案できなかったのは、米国企業の業績悪化に対する懸念を背景に政権内での調整が進まなかったからだと推測できる。米商務省の計算結果に基づけば、米国の自動車製品輸入に占める NAFTA 加盟国のシェアは年々低下しており、足許は 2011 年時点の 70%を下回っている公算が大きい。計算結果の通り 70%を求めると、基準を達成するために割高な域内調達を増やさざるを得ず、企業の生産コスト増に繋がる恐れが強い。一方、数値を下げれば現在の域内調達比率(62.5%)から大きな差が出ず、トランプ米政権としては再交渉の成果を有権者にアピールしにくい。その折り合いが政権内についておらず、今回の会合で具体的な数値を示せなかったのだと考える。

NAFTA 再交渉は原産地規制だけでなく、貿易紛争の解決メカニズムや為替条項という、カナダやメキシコからの反発が強い項目が多数ある。交渉開始から 1 か月半が過ぎたものの、原産地規制すら妥結の糸口がみえていない状況に鑑みれば年内妥結はかなり厳しいだろう。実際、グアハルド経済相は「必要であれば交渉が 2018 年初にずれこむことも考慮する」と交渉時期の延長を示唆している。また、カナダの航空機大手に対する米国の制裁関税適用をきっかけに、米国とカナダの溝が深まっていることを踏まえれば、交渉が来年初にずれこむ可能性は高い。

¹ 輸出に関した国々について各々が生み出した付加価値を計上した指標。グローバルサプライチェーンが発展し国際的な分業体制の確立が進む中、中間財を生産する国と最終財を輸入する国との貿易関係が既存の統計では把握しきれなくなったため、OECD と WTO が 2013 年から算出を開始した。例えば、日本で中間財を生産しメキシコで加工して最終財を米国に輸出した場合、国際収支統計では米国のメキシコからの輸入として全額計上されるため、日本が米国の貿易収支に与える影響がみえない。付加価値貿易統計では、輸入額を日本で生産された中間財の付加価値とメキシコでの加工作業の付加価値に分ける。そのため、同統計を用いれば日本が中間財の生産を通じて米国の貿易収支に与える影響を把握することができる。

図表 3:米国の自動車製品輸入(対メキシコ)にかかる付加価値貿易統計

数値はシェア (%)	95年	98年	00年	04年	08年	11年
NAFTA加盟国	86.8	84.2	82.7	76.2	72.6	70.5
米国	26.5	30.2	29.6	23.1	18.3	18.1
カナダ	1.1	1.3	1.8	1.9	2.1	2.0
メキシコ	59.2	52.7	51.2	51.2	52.2	50.4
非NAFTA加盟国	13.2	15.8	17.3	23.8	27.4	29.5
東アジア・東南アジア	5.5	5.6	6.5	9.2	11.6	14.4
中国	0.3	0.5	0.6	1.9	4.1	5.8
EU	5.4	6.7	6.5	8.5	8.8	8.3
中南米	0.5	0.9	0.9	1.2	1.9	1.8
その他	2.5	3.7	4.2	5.1	7.3	7.6

出所: 米商務省「U.S.-Produced Value in U.S. Imports From NAFTA」
(2017 年 9 月 22 日)、OECD、みずほ銀行

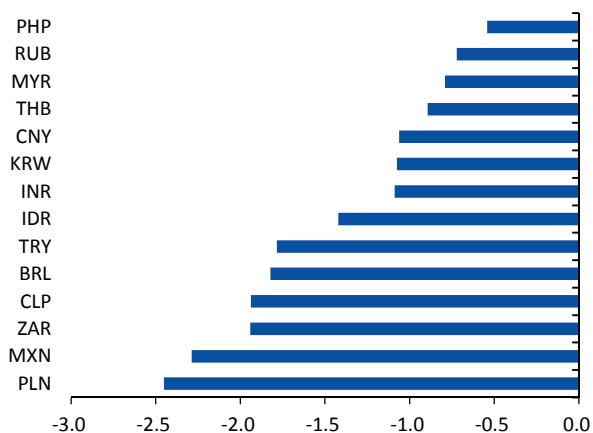
図表 4:米国の自動車製品輸入(対カナダ)にかかる付加価値貿易統計

数値はシェア (%)	95年	98年	00年	04年	08年	11年
NAFTA加盟国	84.0	83.3	82.5	78.4	72.7	71.2
米国	34.9	36.2	32.4	28.0	18.3	26.4
カナダ	47.3	45.1	47.9	48.3	42.3	40.2
メキシコ	1.8	1.9	2.2	2.1	3.1	4.7
非NAFTA加盟国	16	16.7	17.5	21.6	27.3	28.8
東アジア・東南アジア	8.1	8.0	8.5	9.9	13.2	14.0
中国	0.3	0.6	0.6	1.8	3.5	4.4
EU	5.5	6.0	5.8	7.4	8.0	8.3
中南米	0.3	0.4	0.4	0.8	1.2	1.6
その他	2.1	2.4	2.8	3.5	4.8	4.9

出所: 米商務省「U.S.-Produced Value in U.S. Imports From NAFTA」
(2017 年 9 月 22 日)、OECD、みずほ銀行

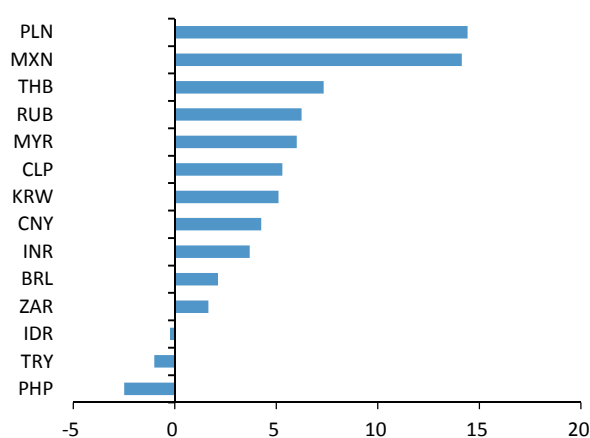
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



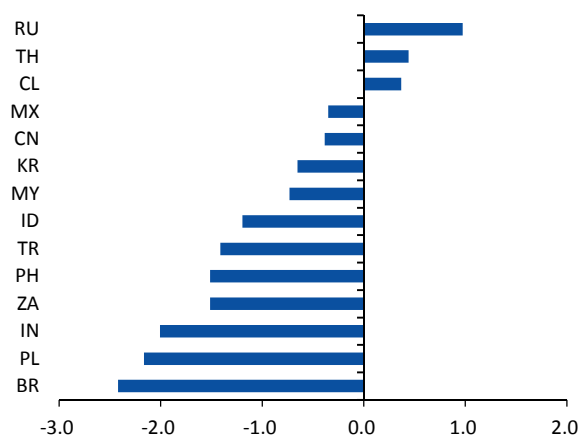
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



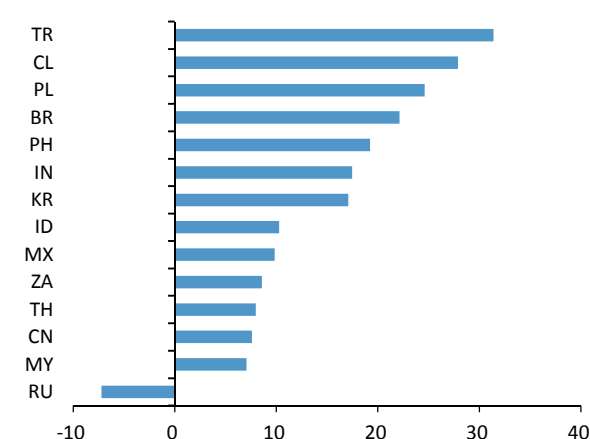
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



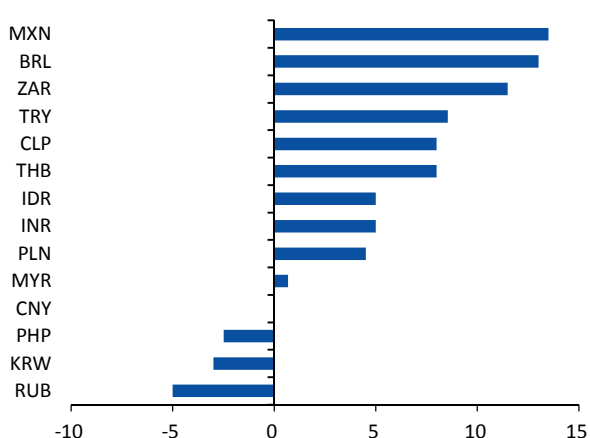
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



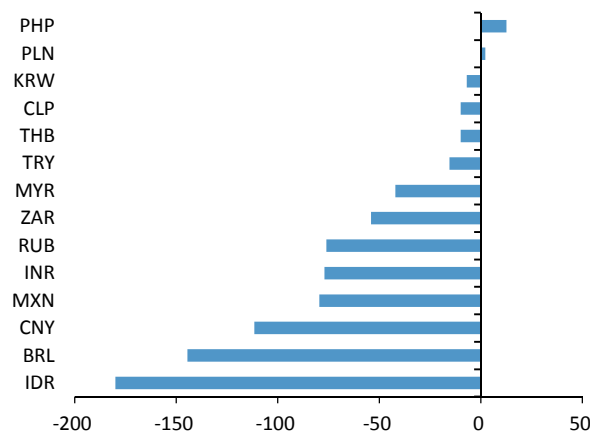
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

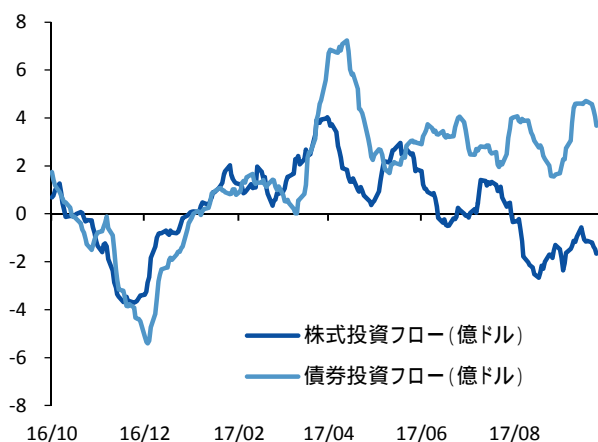
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

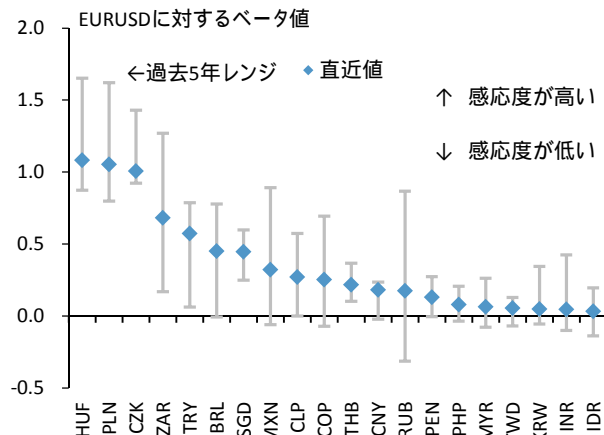
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



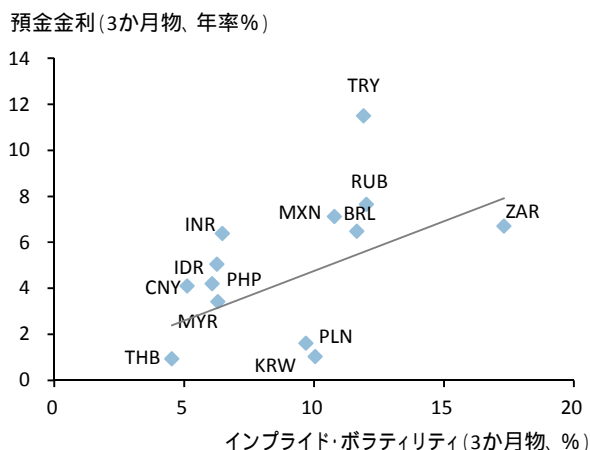
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



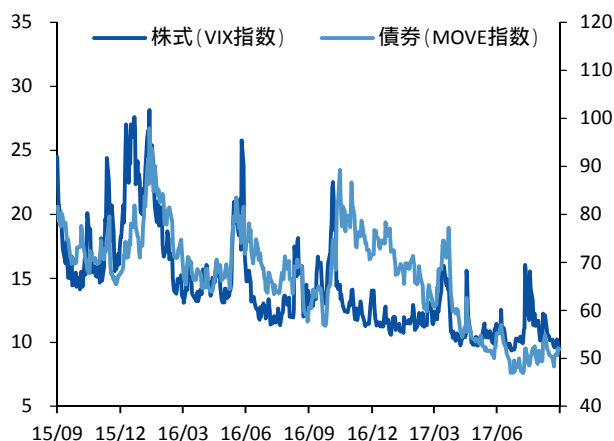
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



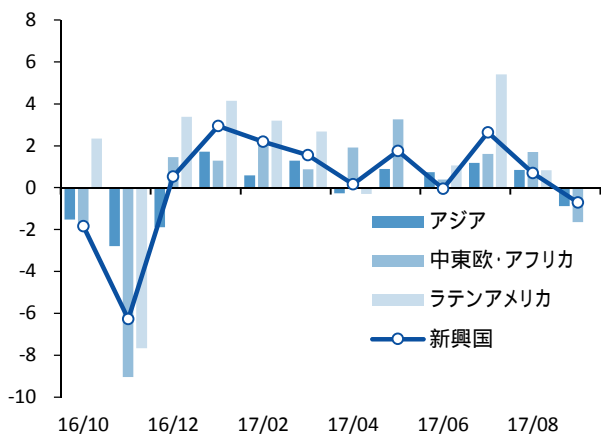
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



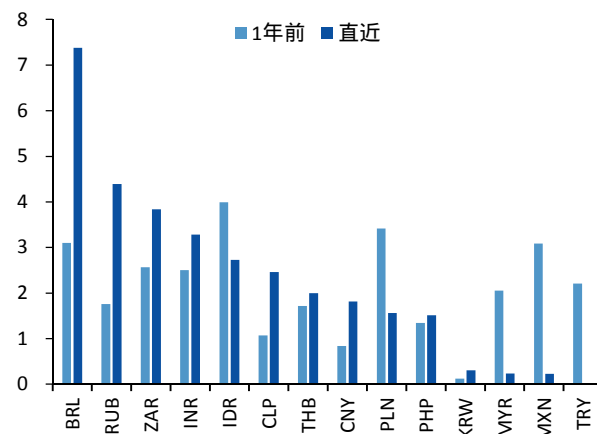
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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25日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.6%	0.4%	0.6%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	16.0%	19.1%	21.0%	21.2%
27日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
28日 (木)	韓国	消費者物価指数(前年比)	2.2%	2.1%	2.6%	--
29日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	83.0	--
29日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7261.3m	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.3%	--	0.1%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$3000m	--	\$2768m	--
30日 (土)	中国	製造業PMI	51.6	--	51.7	--
30日 (土)	中国	非製造業PMI	--	--	53.4	--
30日 (土)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.5	--	51.6	--
10月1日 (日)	韓国	貿易収支	\$10100m	--	\$7013m	--
2日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.5%	--	0.3%	--
2日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	3.7%	--	3.8%	--
2日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	51.8	--
4日 (水)	インド	RBIレート	6.00%	--	6.00%	--
4日 (水)	インド	RBI現金準備率	4.00%	--	4.00%	--
5日 (木)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.1%	--
6日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	30.9%	--
6日 (金)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.9%	--	1.0%	--
6日 (金)	フィリピン	外貨準備高	--	--	\$81.5b	\$81.7b
6日 (金)	インドネシア	外貨準備高	--	--	\$128.79b	--
中東欧・アフリカ						
9月25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	79.0%	78.8%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.1%	4.2%	3.6%	--
29日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	6.5%	--	6.8%	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	-5.90b	--	-8.84b	--
29日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	46.4%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	2.1b	--	9.0b	--
29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	-300m	--
10月2-3日	ロシア	GDP(前年比)	--	--	2.5%	--
3日 (火)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	10.7%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	--	16.3%	--
4-5日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.3%	--
ラテンアメリカ						
9月25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.7%	1.0%	2.4%	2.4%
26日 (火)	ブラジル	経常収支	-\$375m	-\$302m	-\$3404m	-\$3418m
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	-1606.0m	-2732.5m	-1522.6m	--
27日 (水)	ブラジル	融資残高	--	3047b	3062b	3051b
28日 (木)	ブラジル	FGVインフIGPM(前年比)	-1.5%	-1.5%	-1.7%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	50.7%	--	50.1%	--
10月3日 (火)	ブラジル	ブラジル 鉱工業生産(前年比)	--	--	2.5%	--
4日 (水)	メキシコ	総設備投資	--	--	-0.9%	--
5日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	88.5	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	2.5%	--	2.5%	--

注: 2017 年 9 月 29 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	6.6608	6.65	6.70	6.70	6.80	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8112	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	65.508	64.0	65.0	64.0	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13515	13300	13400	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1149.05	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2315	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.610	50.935	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3507 ~ 1.4547	1.3581	1.36	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.386	30.20	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.14 ~ 36.01	33.39	33.3	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22727	22800	22750	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.9200	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.5163	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4355 ~ 3.9415	3.5591	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	3.1829	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.1387	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	16.903	16.39	15.97	15.97	15.44	15.07
香港ドル	(HKD)	13.838 ~ 15.291	14.375	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.714	1.70	1.65	1.67	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.833	0.820	0.799	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.793	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.636	26.657	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.117 ~ 2.377	2.214	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	82.69	80.15	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.696	3.61	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.364	3.27	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4942	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	1.939	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.308	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.542	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	35.283	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.191	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 29 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。