

2017 年 10 月 6 日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨売りが強まらない理由

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が値を下げた。1 日に実施されたスペインのカタルーニャ自治州における独立の是非を問う住民投票では、90%を超える賛成票が集まる結果となり、州政府は独立の宣言を示唆した。これに対しスペイン政府は独立の動きに圧力を加えたことから、週初 2 日はスペイン政治情勢の不安定化が意識されユーロが対ドルで下落するとドル買いの流れとなり、新興国通貨は値を下げた。さらに米 9 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を上回るとドルは強含み、新興国通貨は軟調に推移した。3 日、リスクオフムードは継続し、新興国通貨は安値圏で推移。4 日に発表された米 9 月 ADP 雇用統計は市場予想通りの結果となり、米 9 月 ISM 非製造業景況指数が良好な結果となったが主要通貨は大きく反応せず、ポジションの解消を背景に新興国通貨は小幅高となった。5 日は与党・保守党の年次総会におけるメイ英首相の演説がトラブル続きだったことから、英政局に対する先行き不透明感が強まり、ポンドが対ドルで下落するとドル買いの動きから新興国通貨は下落。その後発表された米経済指標(新規失業保険申請件数、8 月貿易収支、8 月製造業受注)が市場予想を上回る結果となったことからドル買いの流れは継続し、新興国通貨は上値の重い推移となった。

アジア: フィリピン中央銀行(BSP)のエスペニリャ総裁は 4 日、フィリピン政府が計画している税制改革がインフレに及ぼす影響は限定的なものにとどまるとの認識を示した。また、PHP 安については通貨統制の必要は無いと述べたため、為替市場への影響は限定的となった。同日にインド準備銀行(中央銀行、RBI)は金融政策委員会(MPC)を開催し政策金利を据え置いたが、総預金に対する法定流動性比率(SLR)を 50bp 引き下げ 19.50%とした。

中東欧・アフリカ: 南アフリカで 12 月に予定されている与党アフリカ民族会議(ANC)の党首選を前に、党内で対立が深まっているとズマ政権の閣僚が発言したことが嫌気され ZAR (▲0.9%) は下落した。ハリケーン「ハービー」により落ち込んでいた米原油輸出量が急速に回復したことを受け、原油価格が下落すると RUB は連れ安となった。

ラテンアメリカ: ブラジルの代表的な株価指数であるボベスパ指数が史上最高値を更新し、ブラジルのドル建て国債には順調に応札が集まるなど、ブラジル金融資産へ旺盛な需要を背景に BRL (+0.3%) は上昇した。11 日(水)から開始される北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉を巡る不透明感や、大統領選の与党有力候補が離党するとの報道から MXN (▲1.3%) は売られた。

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

新興国通貨売りが強まらない理由

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

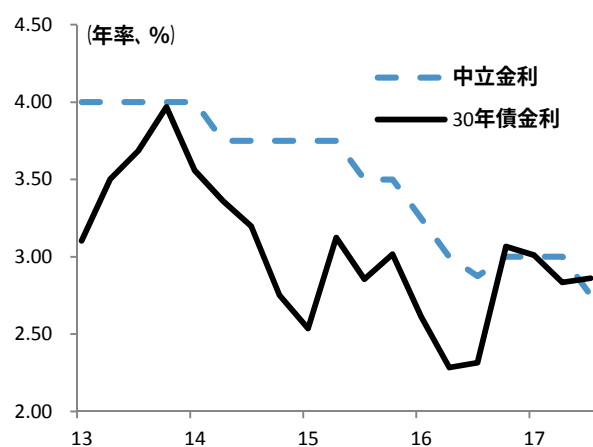
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

北朝鮮情勢に対する懸念の後退、イエレン FRB 議長のタカ派的な発言および良好な米経済指標の結果を背景に米 10 年国債利回りは 9 月上旬に 2% 手前で底打ちし、2.3% 台まで上昇した。こうした米金利の急騰を受けドル買い圧力は増大し、9 月に新興国通貨は下落した。

10 月に入り米金利上昇が一服したことで、新興国通貨の下落ペースは緩やかになりつつある。今週に発表された 9 月 ISM 景気指数は製造業、非製造業ともに前月比で大幅に改善した。しかし、大型ハリケーンによるサプライチェーンの寸断を背景に納入遅延指数が上昇した影響も大きかったため、金利や為替市場の反応は小幅にとどまった。今晚に発表予定の米 9 月雇用統計に関しても、事前予想から大きく外れる結果となった場合は大型ハリケーンによる一時的影響と解釈される公算が大きく、新興国通貨市場の反応は限定的とみられる。

来週以降については、米金利の安定推移を背景に新興国通貨は底値固めを始めるだろう。米金利が一段と上昇する可能性は低いと見込む理由は、FRB メンバーが想定する長期的な政策金利（中立金利）の水準に 30 年国債など超長期金利が達しており、さらなる上昇余地は小さいと考えるため（図表 1）。現在予想されている以上に米国経済が過熱し大幅な物価上昇がみられれば中立金利以上の利上げも正当化されるため、米超長期金利が中立金利を大きく上回る可能性がある。しかし、8 月コア PCE が前年比+1.3%と 2 か月連続で減速したことに鑑みればその公算は小さく、30 年国債利回りは中立金利近辺で安定すると思われる。実際、2016 年 12 月～2017 年 3 月に 30 年国債利回りが中立金利を上回る局面が何度かあったものの、いずれも 10～20bp を上回ったところで金利上昇が止まり、その後 1 か月もしないうちに金利低下方向へ転じている。現在の 30 年国債利回りは中立金利を上回っているが、過去の例に照らせばこうした状態は長続きしない可能性が高い。

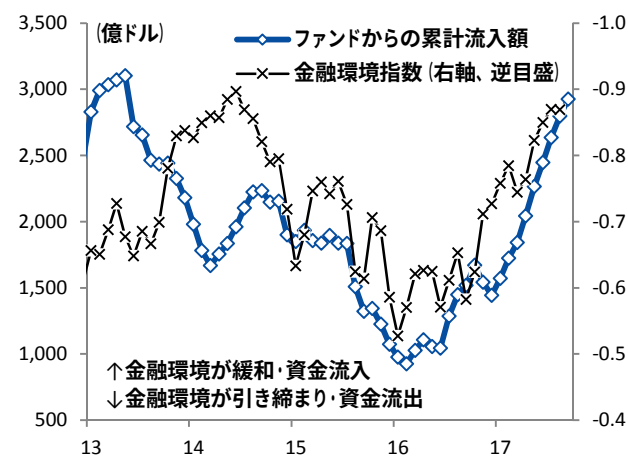
図表 1: 米 30 年国債と FOMC メンバーが想定する中立金利



注: 中立金利は各メンバーの想定値の中央値。

出所: FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: ファンドの新興国に対する累積投資額と金融環境指数



注: 累積投資額は 2010 年初来、9 月は暫定値、金融環境指数は 9 月 22 日時点が最新データ。

出所: EPFR Global、シカゴ地区連銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

また、米金融市場が緩和的となっていることも、新興国通貨を下支えるだろう。前回の FOMC でバランスシート縮小の開始が決定されたにも拘らず、シカゴ地区連銀が算出する金融環境指数は 2014 年 7 月以来となる緩和水準を示している。こうした金融環境を受けて、ファンドの新興国に対する投資フローは資金流入超が続いており、累積投資額 (2010 年来) は 9 月に 2926 億ドル (暫定値、EPFR) とテーパータントラムが始まる直前の 2013 年 5 月 (3102 億ドル) 以来の高水準となった (図表 2)。

なお、シカゴ地区連銀の金融環境指数は「リスク」、「クレジット」、「レバレッジ」に大別される。このうち、2017 年に入り指数を緩和方向へ最も持ち上げているのは「リスク」である。「リスク」はリスクの取りやすさを示しており、ボラティリティの高低とドル資金調達の難易度で定義される。つまり、年初からのボラティリティ低下やドル安などを背景としたドル資金調達圧力の弱まりが「リスク」指数を低下 (金融環境は緩和) させている。足許、ボラティリティを急上昇させるようなイベントは見当たらず、また米金利の上昇が持続しない中、ドル買いが強まる展開は想定しづらい。かかる状況下、金融環境は緩和的な状態が継続する蓋然性が高く、新興国通貨は底堅さを取り戻していくと見込む。

中国

緩和方向に傾く中国人民銀行

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

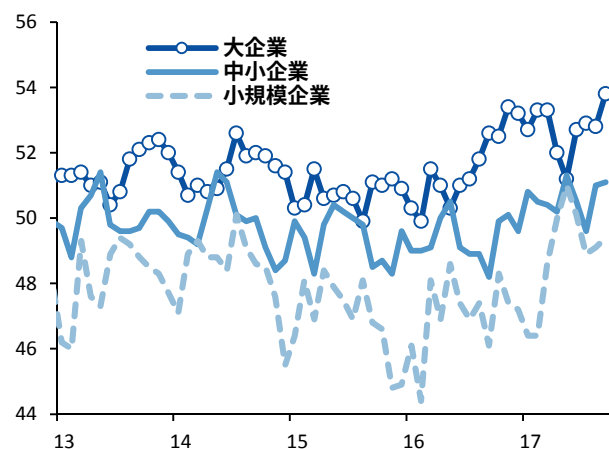
9 月 30 日に中国人民銀行 (中央銀行、PBoC) は一定の条件を満たした銀行に対し、預金準備率 (RRR) を 2018 年から引き下げると発表した。具体的には、全ローンに占める中小零細企業や農業などへの貸出の割合が 1.5% を上回る銀行の RRR は 0.5% 引き下がり、割合が 10% を上回る場合は引き下げ幅が 1.5% になるとした。今回の措置が発表された理由として、10 月 18 日の共産党大会を控え習近平政権が社会的弱者に配慮する姿勢を訴える狙いがあったと報じられている。

また、今回の措置は業況が冴えない中小・小規模企業への支援策という側面もある。同日に発表された中国 9 月製造業 PMI は 52.4 と 2012 年 4 月以来の高水準となった。企業規模別にみると、大企業が 53.8 と 8 月 (52.8) と大きく改善する一方、中小企業 (8 月: 51.0 → 9 月: 51.1) や小規模企業 (8 月: 49.1 → 9 月: 49.4) は小幅な改善にとどまっている (図表 3)。

格差の背景として、国有企業が多い大企業はインフラ投資の直接的な恩恵を受ける一方、中小・小規模企業には効果が波及していないことが挙げられる。また、PBoC の金融引き締めを受けて上海銀行間金利 (Shibor) に代表される調達金利が上昇する中、貸出金利が徐々に上昇しており、資金余力が小さい中小・小規模企業の資金調達コストが増大している可能性がある。

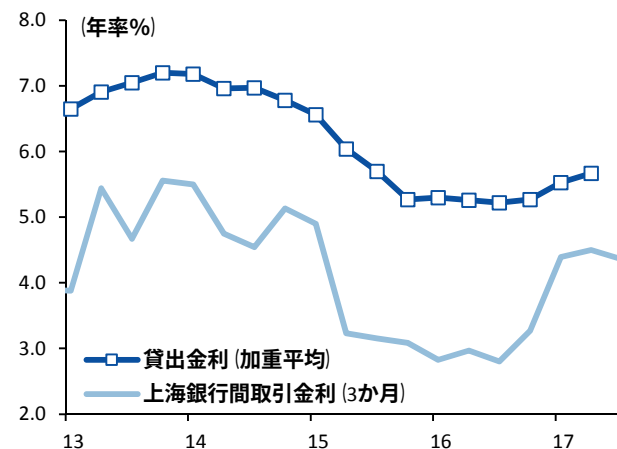
PBoC は記者との質疑応答で今回の措置は「構造的な調整」であり金融政策の変更ではないとした。しかし、全ローンに占める零細企業向け貸出の割合が 3.2% (2015 年末、中国銀行業監督管理委員会) と既に 1.5% を上回っていることから、大半の銀行が RRR 引き下げの対象となる可能性が高い。そのため、市場では 6000~7000 億元の流動性増大を予想する向きがある。また、2014 年前半から始まった前回の緩和サイクルでも、PBoC は条件付 RRR 引き下げから着手した。こうした状況を踏まえれば、来年の金融政策スタンスは緩和方向に変更される公算が大きいと考える。

図表 3: 製造業 PMI (企業規模別)



出所: 中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

図表 4: 貸出金利 (加重平均) と上海銀行間金利



注: 貸出金利は 2017 年 4~6 月期が最新データ

出所: 中国人民銀行、CEIC、みずほ銀行

インド

政策金利据え置きと流動性拡大

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

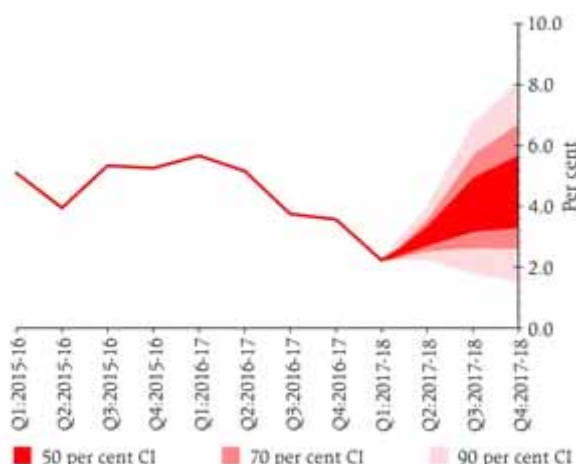
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

インド準備銀行（中央銀行、RBI）は 10 月 3～4 日に開催した金融政策委員会（MPC）で、市場予想通り政策金利のレポレートを 6.00%に据え置きことを決定した（ブルームバーグ調査では 32 人中 31 人が据え置きを予想していた）。また、上限金利の限界貸出ファシリティ（MSF）レートおよび下限金利のリバースレポレートもそれぞれ 6.25%、5.75%に維持した。MPC は 5 対 1 の賛成で据え置きを決定しており、外部委員のドラキア教授（インド経営大学院）は 25bp の利下げを主張して反対票を投じている。同氏は 25bp の利下げを決定した 8 月 MPC で 50bp の利下げを主張していた。なお、RBI は預金に対する一定割合を国債等に投資しなければならないとする法定流動性比率（SLR）を 50bp 引き下げ 19.50%とし、金融システムに一段の流動性を供給する措置を取った。

物価見通しについては、2017-18 年度（17 年 4 月～18 年 3 月）後半は前年比+4.2～4.6%（8 月時点：同+4.0～4.5%）に引き上げ、2018 年 1～3 月期には物価目標の中央値（前年比+4%）を上回ると想定している（図表 5）。成長見通しについては、2017-18 年度の実質総付加価値¹（GVA）成長率は前年比+7.3%から同+6.7%に引き下げ、リスクは均衡しているとした（図表 6）。

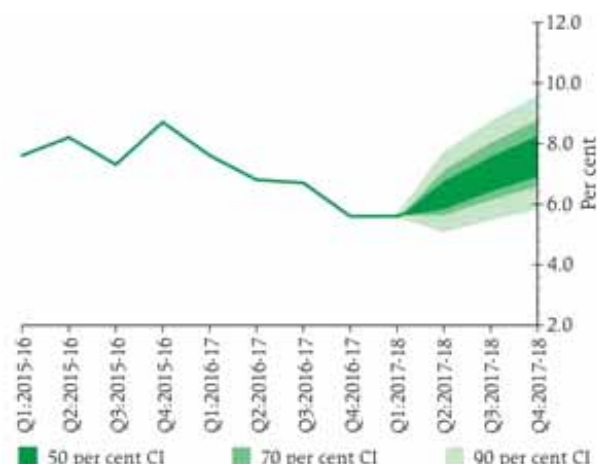
RBI は声明で CPI 上昇率が前回会合から 2%ポイント上昇したことに言及したほか、原油価格上昇や財政悪化によるインフレ加速への警戒感を示した。RBI は需給ギャップの拡大を意識しているが、足許の景気減速が一時的か持続的かを確かめるためにはさらなるデータが必要だと述べている。RBI は前回会合に引き続き「中立的な政策スタンスを維持することを決定し、今後の経済指標を注視していく」、「MPC はインフレ率を持続可能なベースで 4%近くに維持するというコミットメントに引き続き注力する」と表明した。RBI はややタカ派に傾斜しており、当面は政策金利を据え置くだろう。もっとも、成長が加速せず、足許の景気減速が構造的なものとの判断に至れば、利下げを求める声が強まってくる可能性は残る。

図表 5: RBI の物価見通し (CPI 上昇率)



出所: インド準備銀行、みずほ銀行

図表 6: RBI の成長見通し (実質 GVA 成長率)

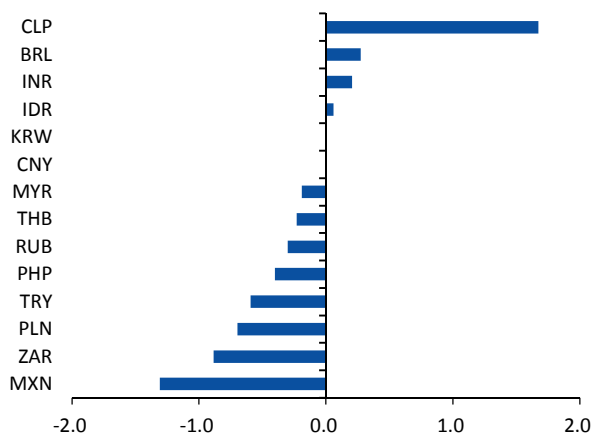


出所: インド準備銀行、みずほ銀行

¹ RBI は相対的に基礎統計が充実している生産側の統計である GVA を重視している。

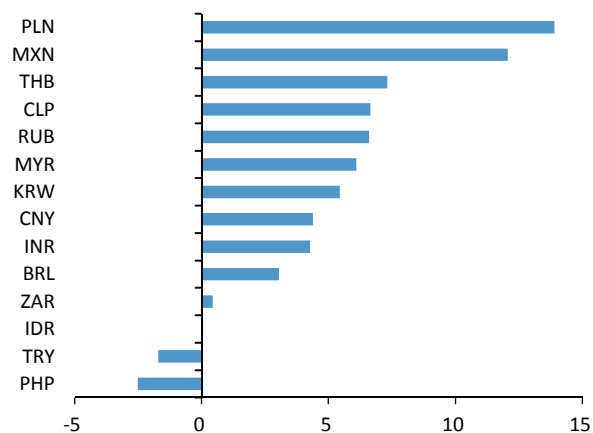
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル, %)



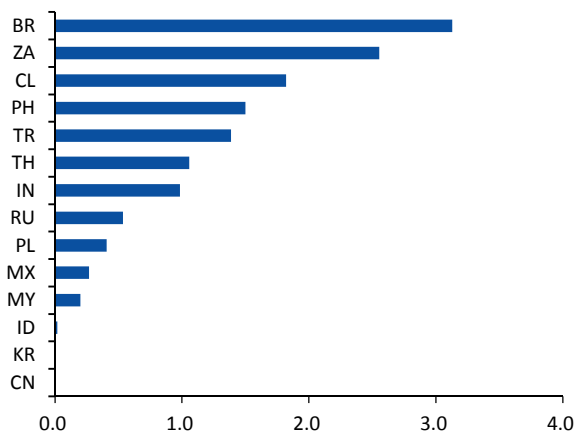
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル, %)



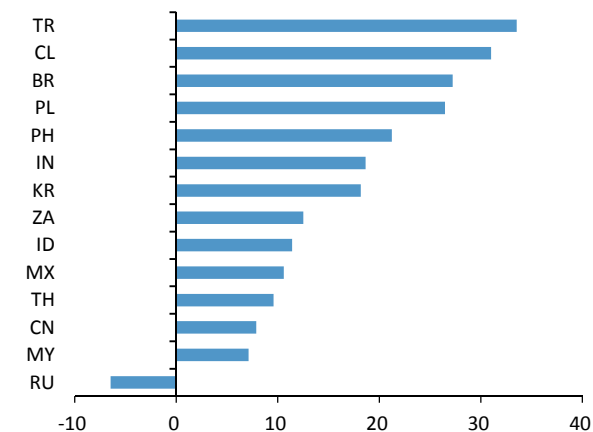
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



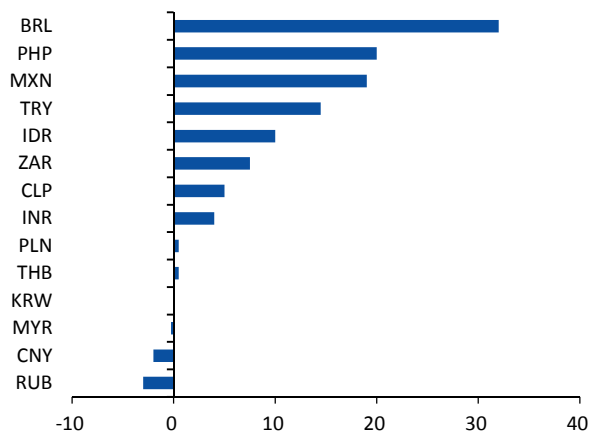
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



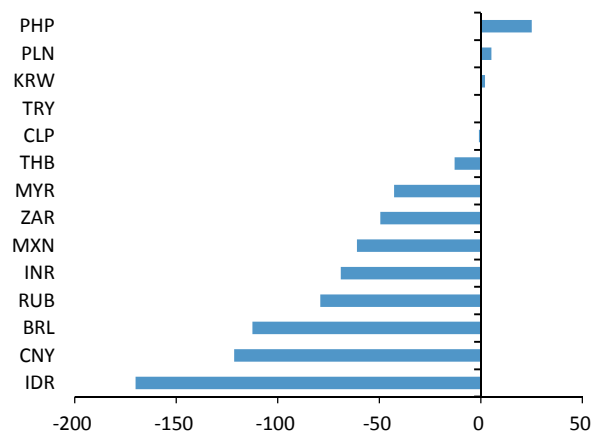
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

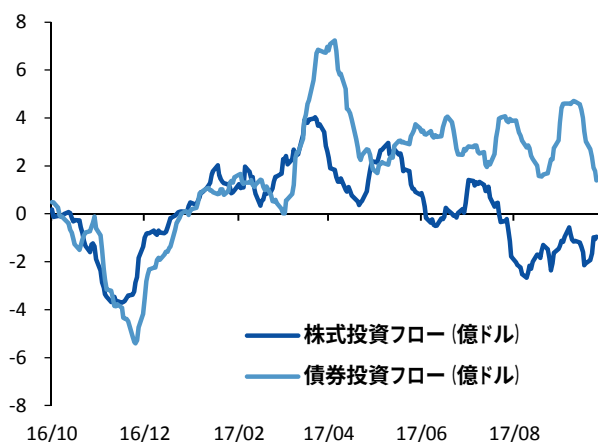
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

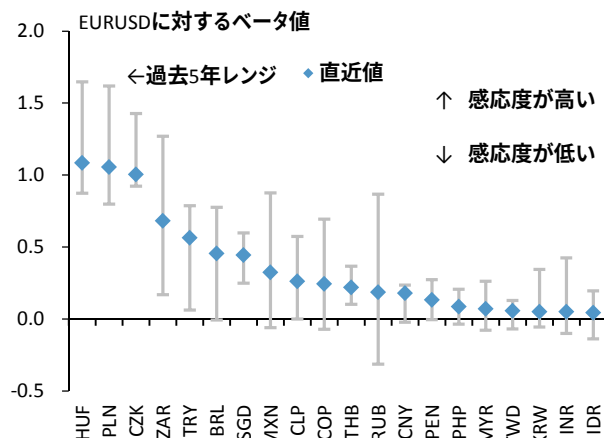
チャート集

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

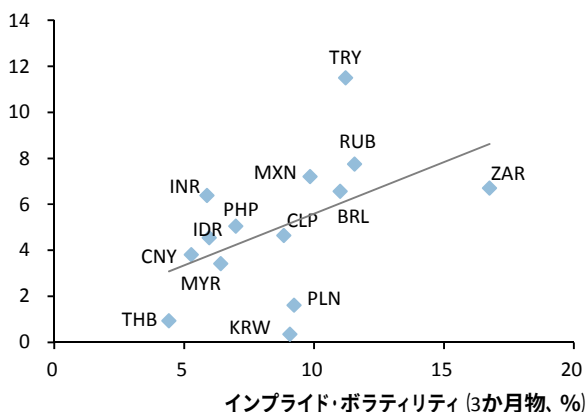
EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

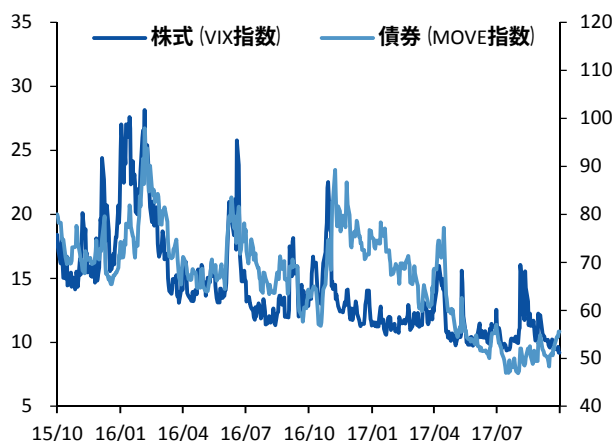
新興国の預金金利と為替ボラティリティ

預金金利 (3か月物、年率%)



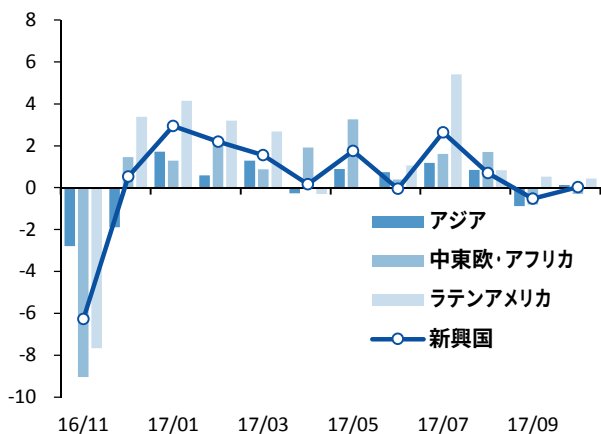
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



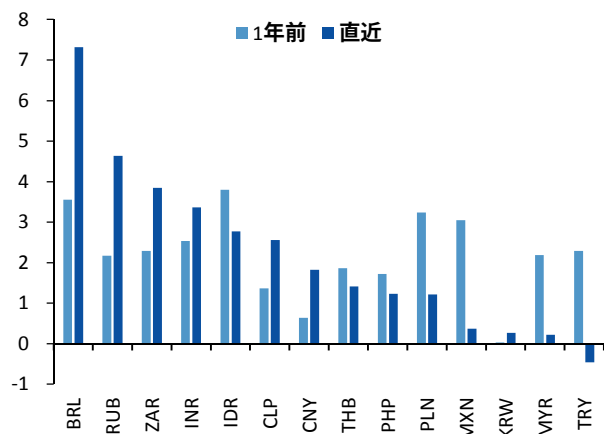
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月2日 (月)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	50.4	50.7	--
2日 (月)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.5%	0.9%	0.3%	--
2日 (月)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	3.7%	3.7%	3.8%	--
2日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	52.0	51.8	--
3日 (火)	インド	日経インド製造業PMI	--	51.2	51.2	--
4日 (水)	インド	RBIレポレート	6.00%	6.00%	6.00%	--
4日 (水)	インド	RBIレポレート	5.75%	5.75%	5.75%	--
4日 (水)	インド	RBI現金準備率	4.00%	4.00%	4.00%	--
5日 (木)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.1%	3.4%	3.1%	--
6日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	20.0%	--	30.9%	--
6日 (金)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.9%	--	1.0%	--
8日 (日)	中国	外貨準備高	\$3100.0b	--	\$3091.5b	--
9日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	52.7	--
9-13日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$1646m	--
10-18日	中国	マネーサプライM2(前年比)	9.0%	--	8.9%	--
10-19日	中国	新規貸出	1215.0b	--	1090.0b	--
10-16日	インド	輸出(前年比)	--	--	10.3%	--
10-17日	インド	輸入(前年比)	--	--	21.0%	--
11日 (水)	台湾	輸出(前年比)	12.9%	--	12.7%	--
11日 (水)	台湾	輸入(前年比)	7.1%	--	6.9%	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.1%	--
12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	1.8%	--
12日 (木)	インド	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.4%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.2%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	\$37.53b	--	\$41.99b	\$41.92b
中東欧・アフリカ						
10月2日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	2.5%	2.5%	2.5%	--
3日 (火)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	11.1%	11.2%	10.7%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	16.6%	16.3%	16.3%	--
5-6日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	3.1%	--	3.3%	--
9日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.5%	--
10日 (火)	ロシア	経常収支	-2800m	--	2780m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-5.12b	--
12日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.4%	--
12日 (木)	ロシア	貿易収支	5.0b	--	4.0b	--
ラテンアメリカ						
10月3日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$5090m	\$5178m	\$5599m	--
3日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	4.8%	4.0%	2.5%	2.9%
4日 (水)	メキシコ	総設備投資	-1.4%	-2.5%	-0.9%	--
5日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	86.0	89.2	88.5	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフラ率IPCA(前年比)	2.5%	--	2.5%	--
9日 (月)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	6.7%	--
11日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.1%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.6%	--

注: 2017 年 10 月 6 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 1～9月 (実績)	SPOT	2017年 12月	2018年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4390 ～ 6.9640	6.6528	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8278	7.8093	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ～ 68.388	65.144	65.0	64.0	63.0	63.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ～ 13594	13464	13400	13100	12800	12600	12400
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1142.06	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1825 ～ 4.5002	4.2285	4.28	4.03	3.95	3.70	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 51.610	50.987	51.0	49.6	48.0	47.0	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ～ 1.4547	1.3644	1.38	1.36	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ～ 32.447	30.346	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ～ 36.01	33.39	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22726	22750	22650	22400	22350	22300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	57.7246	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.6601	14.00	13.50	13.00	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ～ 3.9415	3.5839	3.70	3.80	3.90	3.80	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ～ 3.4109	3.1539	3.20	3.25	3.21	3.16	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ～ 22.0385	18.4919	19.00	19.00	18.50	18.00	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ～ 17.112	16.938	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ～ 15.291	14.443	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.783	1.731	1.69	1.69	1.71	1.69	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ～ 0.880	0.837	0.821	0.824	0.844	0.849	0.863
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.872	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ～ 26.871	26.625	25.70	26.80	27.34	28.92	31.01
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ～ 2.377	2.209	2.16	2.18	2.25	2.28	2.33
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 83.57	82.67	79.71	79.41	80.00	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.717	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.403	3.378	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ～ 0.5213	0.4960	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ～ 2.024	1.954	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.256	7.86	8.00	8.31	8.23	7.93
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	31.456	29.73	28.42	27.69	28.16	27.44
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ～ 37.450	35.766	34.38	33.23	33.64	33.86	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.431	6.099	5.79	5.68	5.84	5.94	5.94

注：1.実績の欄は 2017 年 9 月 29 日まで。SPOT は 10 月 6 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 29 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。