

2017 年 10 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

懸念される新興国の経常収支悪化

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅に下落した。先週末は米 9 月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったことを受け、ドル売り優勢となり新興国通貨は上昇した。しかし週初 16 日、次期 FRB 議長候補にタカ派とみられるスタンフォード大のテイラー教授とウォルシュ元 FRB 理事が残っているとの報道を背景にドル買いの流れとなり、多くの新興国通貨は軟化した。17 日、米 2 年国債利回りが 2008 年 10 月以来の高水準に達するなど米短期金利が上昇したことを受け、新興国通貨は続落した。18 日も新興国通貨は軟調地合いが継続したものの、米 9 月住宅着工件数が市場予想を大幅に下回ったことを背景にドルが下押しされると、値を戻す展開となった。引けにかけては地区連銀経済報告書(ページブック)が公表され、各地区で緩やかなペースで景気拡大が続いていることが報告されたが、新興国通貨の反応は限定的となった。19 日、スペイン政府は 21 日(土)にも臨時閣議を召集してカタルーニャ州の自治権の一部を凍結することを示唆するとリスクオフムードが広がり、新興国通貨は下落。しかし、トランプ米大統領が次期 FRB 議長人事に関して、候補者の中ではハト派寄りとみられるパウエル氏の指名に傾いているとの報道を受け米金利が低下すると、新興国通貨は反発した。

アジア: 18 日に 5 年に一度の中国共産党大会が開幕した。習近平・国家主席は冒頭に演説を行い幅広いテーマについて指針を述べたものの、具体策には踏み込まなかったため CNY への影響は限定的だった。19 日に中国 7~9 月期 GDP が発表され前年比+6.8%と 4~7 月期(同+6.9%)から減速したが、市場予想通りの結果だったため CNY を大きく動かす材料とはならなかった。同日、韓国銀行(中央銀行、BOK)とインドネシア中央銀行(BI)は金融政策決定会合を開催し、それぞれ政策金利を据え置いた。両者とも市場予想通りの結果となったため、KRW と IDR への影響は限定的だった。

中東欧・アフリカ: 18 日に南アフリカのズマ大統領が内閣改造を行い、自身に批判的であった 6 閣僚を更迭したことが嫌気され ZAR(▲1.8%)は下落した。

ラテンアメリカ: 北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉では、16 日にトランプ政権がメキシコやカナダに対し強硬な提案を突きつけ、両国が反発する姿勢を示すと先行き不透明感が強まり MXN(▲0.6%)は下落。しかし、17 日に NAFTA の再交渉期限が 2017 年末から 2018 年初めまで延長されると、合意への可能性が残されているとの期待から MXN は下げ幅を縮小した。ブラジルでは大規模な構造改革を目指していたテメル大統領が収賄罪で起訴されるとの懸念を背景に BRL(▲0.8)が下落した。

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

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

市場概観

懸念される新興国の経常収支悪化

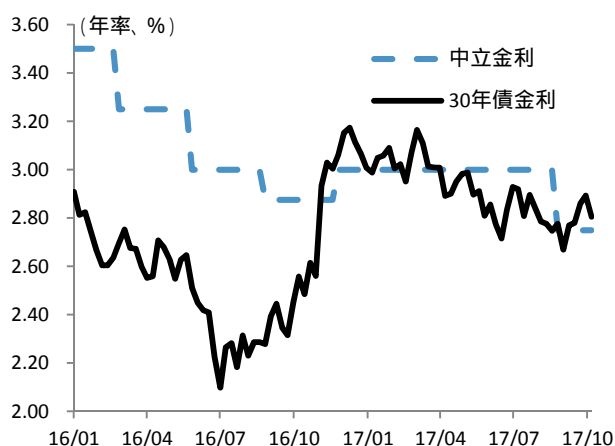
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

9 月下旬に米金利の大幅な上昇を受け新興国通貨は続落したが、10 月に入りトランプ政権による税制改革への期待後退や米 9 月消費者物価指数(CPI)の冴えない結果を背景に米金利上昇が一服すると、足許は横ばい基調に転じている。本欄 9 月 29 日号や 10 月 6 日号で指摘したが、12 月の米利上げはほぼコンセンサス化しており、経済情勢や財政政策に大きな変化がない限り、米金利の上昇余地は小さいだろう。また、FRB メンバーが想定する長期的な金利(中立金利)の水準に米 30 年国債など超長期金利が達していることも、金利上昇圧力を押さえる方向に働くと考えられる。実際、30 年国債利回りは 2016 年 12 月～2017 年 3 月に中立金利を上回る場面が何度かあったものの、10～20bp を上回ったところで金利上昇は止まった。10 月 6 日の米 9 月雇用統計発表直後にも中立金利を一時 18bp 程度上回る局面があったものの、金利上昇は続かず足許は中立金利近辺で安定推移している(図表 1)。

なお、次期 FRB 議長についてスタンフォード大のテイラー教授やウォーシュ元 FRB 理事などタカ派とみられる人物が選出されれば、金利が上昇すると予想する向きがある。確かに、次期議長人事を巡る報道が目立ち始めた 9 月末から米国債市場では短中期ゾーンの金利が上昇しているが、長期ゾーンはむしろ低下した(図表 2)。こうした金利市場の動向は、誰が次期 FRB 議長になろうとも、冴えない米物価動向を前に中期的な金融政策スタンスが大きく変わる公算は小さいと市場参加者が考えていることを示唆している。かかる状況下、数日中に決定されると報じられている次期 FRB 議長人事の結果が米金利を大きく押し上げるとは思えず、当面は新興国通貨が急落する可能性は低いと考える。

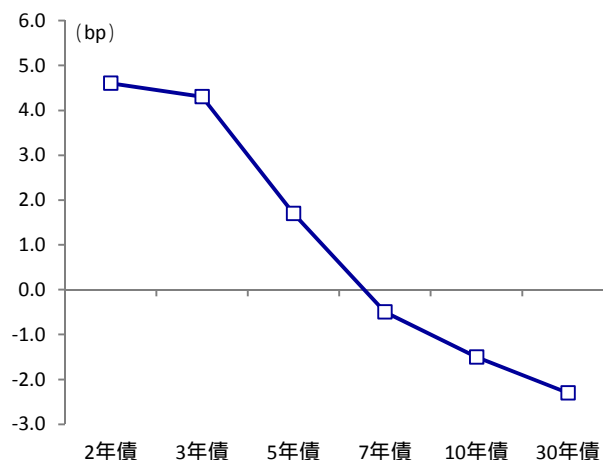
但し、多くの新興国通貨が底堅く推移するものの、需給要因を背景に冴えない値動きになる通貨が出てくるだろう。2016 年からの新興国通貨が上昇を続けた主因の一つに経常収支の改善があった。その後、各国通貨が上昇を続けたことにより、輸出の伸びが輸入対比で押さえられる国が出始め、主要な新興国全体でみた経常収支

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。金利は週次データ。
出所: FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 米国債利回りの年限別の変化幅(月初来)



注: 9 月 29 日の終値と 10 月 19 日の終値の差を計算したもの。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

は大幅な黒字を維持していたが、徐々に縮小しつつある(図表 3)。

各国別でみると、経常収支の悪化幅が最も大きい国としてフィリピンが挙げられる。従前は貿易赤字を計上するものの、海外フィリピン人労働者 (OFW) の国内向け送金やサービス収支の黒字により経常黒字となっていた。しかし、ドゥテルテ大統領が大規模なインフラ整備計画を実行に移してからは、資本財輸入が急増。貿易赤字が急拡大し、2016 年 10～12 月期から経常赤字に転じた。その結果、2017 年に入りドル安局面が続く中、各新興国通貨が上値を切り上げていったにも拘らず、PHP は対ドルで 49.5 から一時 51.5 近辺まで値を下げる展開となった。

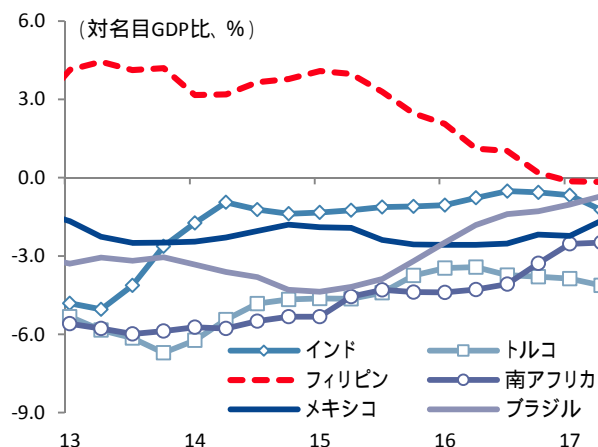
また、フィリピンほどではないが、トルコやインドの経常赤字も徐々に悪化している。トルコでは、欧米各国の関係悪化が報じられる度に TRY が急落しており、外部環境の悪化に対して通貨の脆弱性が顕著になっている。インドにおいては、インフレ率の減速や税制改革への期待を受けて INR は年初から堅調に推移していたが、9 月下旬に米金利が上昇した局面ではわずか 2 週間の間に約▲3%下落するなど、徐々に米金利上昇に対する耐性の弱さが目立っている。かかる状況下、新興国通貨が全般的に底堅く推移する中、こうした国々の通貨は不安定な値動きとなるだろう。

図表 3: 主要新興国(除く中国)の経常収支(対名目 GDP 比)



注: 4 四半期移動平均。2017 年 6 月末までのデータ。データ集計の対象国はインド、インドネシア、韓国、台湾、マレーシア、タイ、フィリピン、メキシコ、ロシア、南アフリカ、トルコ、ブラジル。
出所: 各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 経常赤字国の経常収支(対名目 GDP 比)



注: 4 四半期移動平均。2017 年 6 月末までのデータ。
出所: 各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

中国

共産党大会および 7～9 月期 GDP について

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

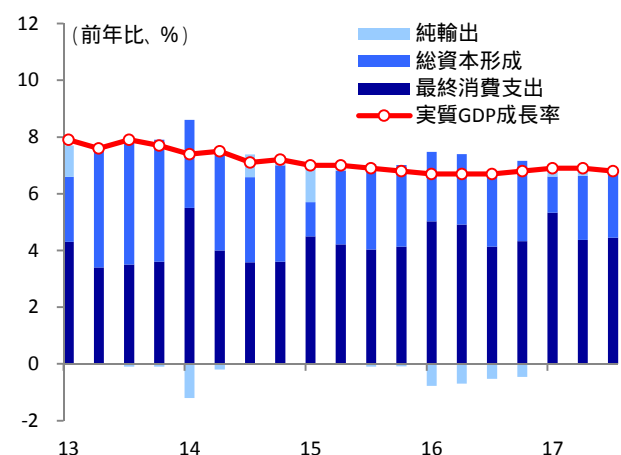
10 月 18 日に中国共産党大会が開幕し、習近平・国家主席は冒頭の演説で就任後 5 年間の成果を強調するとともに、長期的な政策目標について述べた。具体的には 2010 年に決定された「小康社会（経済的にゆとりのある社会）」を実現するとの目標を維持し、2020 年までに GDP および一人当たり所得を 2010 年対比で倍増させるとの計画を据え置いた。また、2035 年に向けて経済力や科学技術力を大幅に引き上げ、今世紀半ばには総合的な国力や国際的影響力を高めて「現代化した社会主義強国」を目指すとした。もっとも、具体策や新たな数値目標については言及されなかったため、市場の反応は限定的となった。

党大会は 24 日まで続くが、習氏が長期政権を築くために 68 歳を定年とする内規の廃止、党規約に習近平重要思想など習氏の権威付けの文言を追記、および毛沢東が就任していた共産党中央委員会主席（党主席）のポスト復活を実現できるかに注目が集まる。最高指導部（政治局常務委員）の人事については、党大会閉幕の翌日となる 25 日に発表される見込み。習氏の再任はほぼ確実とされる中、陳敏爾・重慶市党委員長など習氏の側近がどれだけ入るかが焦点となっている。

19 日に発表された 7～9 月期 GDP は前年比+6.8%と 4～6 月期（同+6.9%）から僅かながら減速した（図表 5）が、市場予想と一致したため CNY や CNH の反応は指標発表直後に限られた。内訳をみると、純輸出の前年比寄与度が+0.27%ポイントから+0.19%ポイントに縮小する一方、最終消費支出が+4.37%ポイントから+4.45%ポイントに拡大したことが経済全体を下支えた。

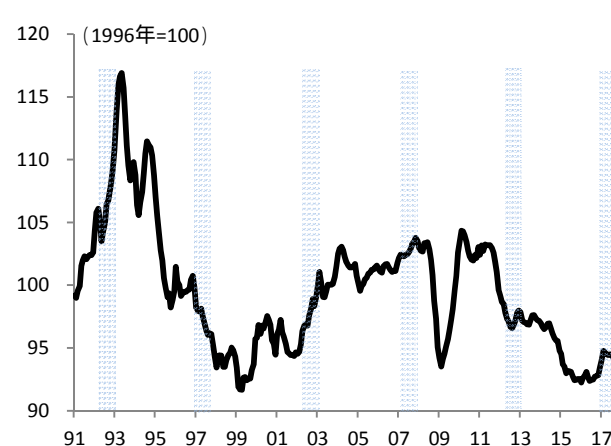
なお、中国経済には「共産党大会が開催される年は景気が加速する」というアノマリー（経験則）が指摘されている。実際、アジア通貨危機に見舞われた 97 年を除き、中国の景気動向指数は概ね上昇している（図表 6）。7～9 月期 GDP の結果に鑑みれば、今年もこの経験則が当てはまり、2017 年の成長率は 2016 年（+6.7%）を上回る公算が大きいと考える。

図表 5: 実質 GDP



出所: 中国国家统计局、CEIC、みずほ銀行

図表 6: 景気動向指数 (一致)

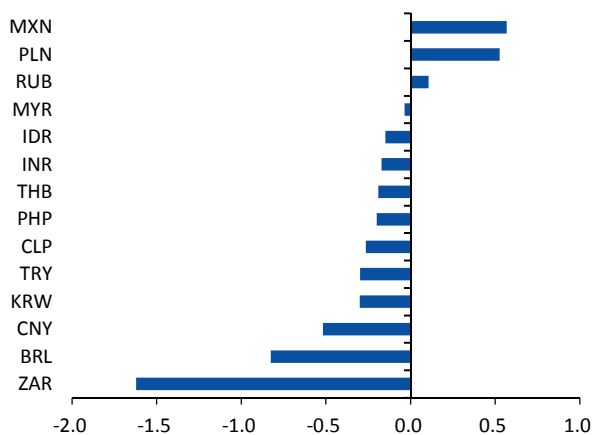


注: ハイライトした箇所が共産党大会の開催年

出所: 中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

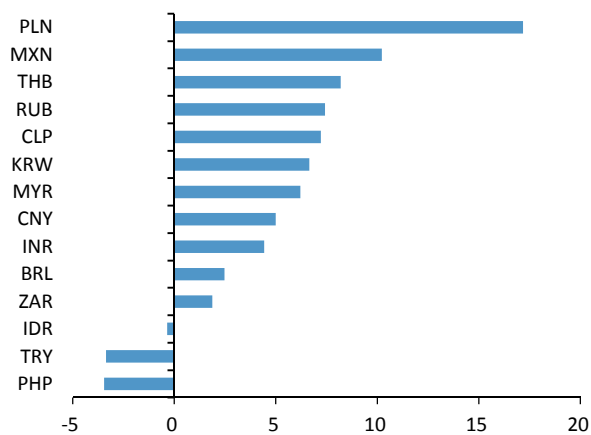
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



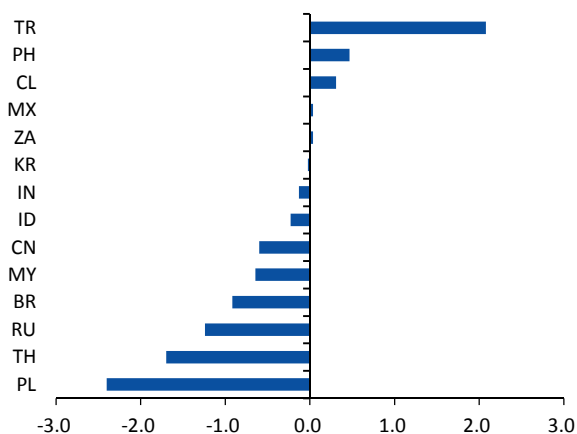
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



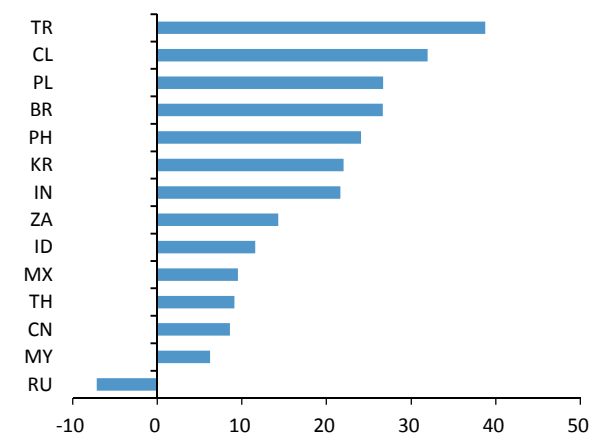
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



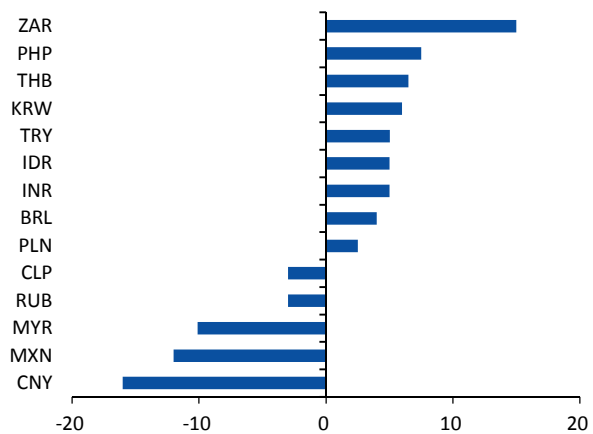
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



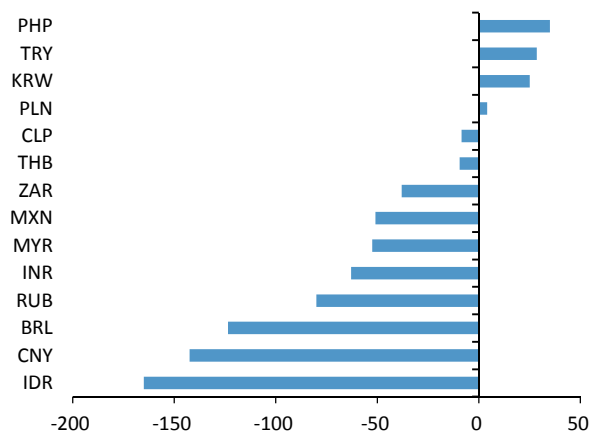
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

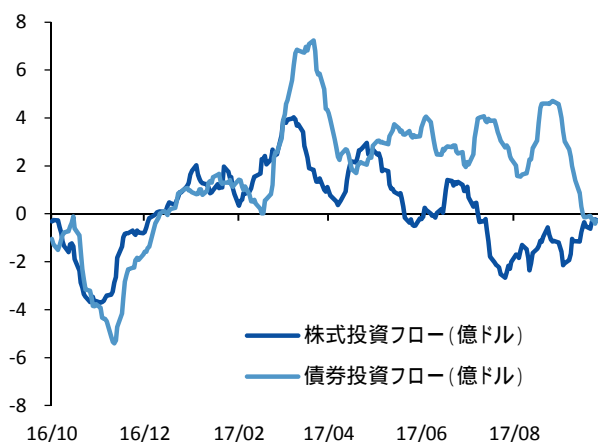
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

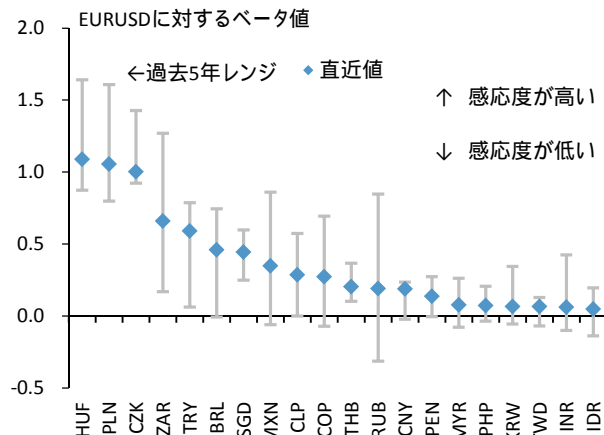
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



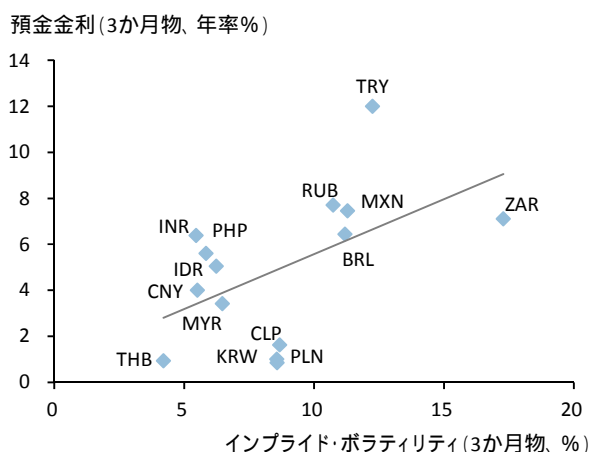
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



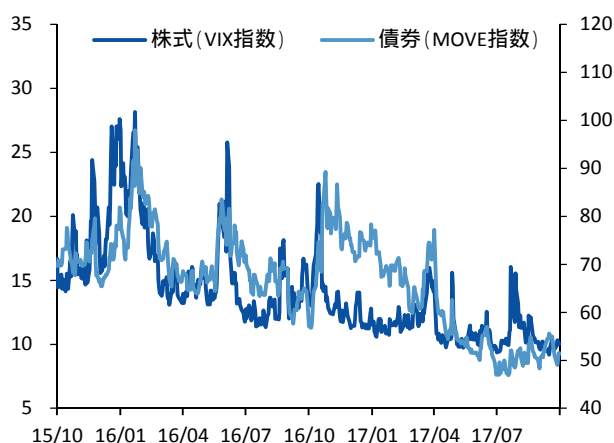
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



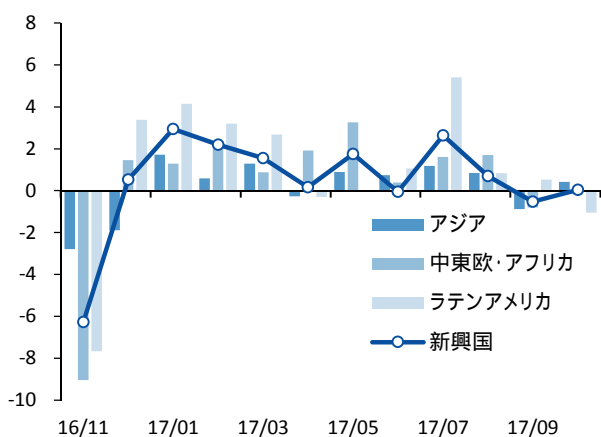
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



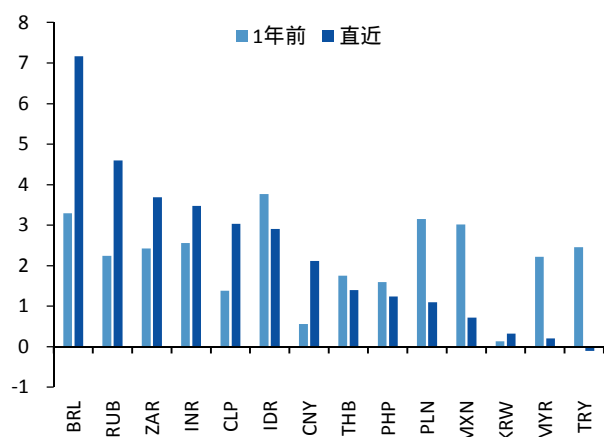
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月16日 (月)	中国	消費者物価指数(前年比)	6.4%	1.6%	1.8%	--
16日 (月)	中国	PPI 前年比	5.5%	6.9%	6.3%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.5%	7.8%	7.1%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$1257m	\$1761m	\$1720m	\$1720m
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	3.3%	2.6%	3.2%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(季調済/前月比)	-2.2%	-11.0%	4.5%	4.2%
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	12.7%	-1.1%	17.0%	16.7%
19日 (木)	韓国	韓国銀行7日間ボラール	1.25%	1.25%	1.25%	--
19日 (木)	中国	GDP(前年比)	6.8%	6.8%	6.9%	--
19日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	10.2%	10.3%	10.1%	--
19日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.5%	6.6%	6.0%	--
19日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$2096m	\$3358m	\$2090m	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	\$24m	-\$7m	--
20日 (金)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	4.3%	--	3.7%	--
20日 (金)	台湾	輸出受注(前年比)	8.9%	--	7.5%	--
23日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	--	3.2%	--
23日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	4.0%	--	3.3%	--
23-25日	フィリピン	財政収支(外債返済)	--	--	28.8b	--
25-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-0.8%	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.7%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	19.1%	--
中東欧・アフリカ						
10月16日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.5%	0.9%	1.5%	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.0%	5.1%	4.8%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.7%	5.5%	1.8%	1.6%
18日 (水)	ロシア	失業率	4.9%	5.0%	4.9%	--
18日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.7%	2.6%	3.7%	2.4%
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.1%	3.1%	1.9%	--
25日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	79.0%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.9%	--	4.2%	--
26日 (木)	トルコ	指標ボラール	--	--	8.00%	--
26日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	9.25%	--
26日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	8.3%	--	8.50%	--
ラテンアメリカ						
10月19-21日	ブラジル	税収	103900m	--	104206m	--
20日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率(IPCA-15(前月比))	0.4%	--	0.0	--
23-28日	ブラジル	登録雇用創出合計	65,000	--	35,457	--
24日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.0%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	0.4%	--
26日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$302m	--
26日 (木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$5138m	--
26日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	-2732.5m	--
27日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	3047b	--

注: 2017 年 10 月 20 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GINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4390 ~ 6.9640	6.6138	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8007	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	65.039	65.0	64.0	63.0	63.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13594	13515	13400	13100	12800	12600	12400
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1132.24	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1825 ~ 4.5002	4.2235	4.28	4.03	3.95	3.70	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.610	51.480	51.0	49.6	48.0	47.0	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3567	1.38	1.36	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ~ 32.447	30.215	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ~ 36.01	33.12	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22724	22750	22650	22400	22350	22300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.2857	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.5093	14.00	13.50	13.00	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9415	3.6500	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	3.1708	3.20	3.25	3.21	3.16	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.8207	19.00	19.00	18.50	18.00	18.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.112	17.014	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.429	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.736	1.69	1.69	1.71	1.69	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.833	0.821	0.824	0.844	0.849	0.863
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.971	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 26.871	26.669	25.70	26.80	27.34	28.92	31.01
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.187	2.16	2.18	2.25	2.28	2.33
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 83.57	82.96	79.71	79.41	80.00	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.725	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.403	3.399	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4954	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	1.964	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.329	7.86	8.00	8.31	8.23	7.93
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	30.823	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	35.544	34.38	33.23	33.64	33.86	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.980	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 20 日の 7 時頃。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(10 月 2 日発行)』および『中期為替相場見通し(9 月 29 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。