

2017 年 10 月 27 日

The Emerging Markets Weekly

テイラー議長でもタカ派色は強まらず/共産党大会レビュー

新興国市場: 今週の新興国通貨は一部の通貨が大幅に下落した。先週末に米上院で予算決議案が可決されたことを受け、税制改革が促されるとの期待が高まった。また発表された米 9 月中古住宅販売件数も 4 か月ぶりに増加し市場予想を上回ったため、ドル買い優勢となり新興国通貨は軟調となった。週初 23 日は米株を中心にリスク資産が売られる展開に新興国通貨は上値重く推移した。24 日、米共和党の上院議員らがタカ派とみられているテイラー氏を次期 FRB 議長として支持と報じられ、10 年物米国債利回りが節目の 2.4% を上回ると新興国通貨の大半は小幅ながらも値を下げた。25 日は米金利が低下する動きにドル売り地合いとなり、新興国通貨は狭いレンジ内で推移。26 日に開催された ECB 政策理事会では市場予想どおり現在月間 600 億ユーロとしている債券購入額を 300 億ユーロに減額するとともに、2018 年 9 月末まで延長することを決定した。声明文では必要があれば拡大資産購入プログラム (APP) の規模または期間を拡大、延長するとされたことがハト派と捉えられ、ユーロはドルに対して下落。それに加え、米下院が上院の予算議案を可決したことを受け、ドル買いの流れが強まり、新興国通貨は上値重く推移した。

アジア: 26 日に発表された韓国 7~9 月期 GDP は前期比 +1.4% と 4~6 月期 (同 +0.6%) から大幅に加速し 7 年ぶりの高い水準となったが、KRW (+0.6%) への影響は限定的だった。

中東欧・アフリカ: トルコ国内の銀行 6 行が対イラン制裁違反で米国から多額の制裁金が科せられる可能性があるとの報道された。トルコの銀行統制局はこの報道を否定する声明を発表したが、トルコ国内銀行の資金調達懸念が強まり TRY (▲3.9%) は下落した。なお、26 日にトルコ中央銀行 (CBRT) が開催した金融政策決定会合では現状の金融政策の維持が決定された。南アフリカのギガバ財務相は 25 日に中期予算編成方針を発表し、成長見通しを引き下げるとともに財政赤字幅が拡大するとの見通しを示した。同発表を受け、大手格付け会社 2 社が 11 月 24 日に予定している格付け見直し作業でソブリン格付けが引き下げられる懸念が強まり、ZAR (▲4.2%) は急落し年初来の安値を更新した。

ラテンアメリカ: ブラジルのテメル大統領の収賄容疑を最高裁で判断する是非を巡り、25 日に議会下院が採決を行い否決された。しかし、テメル氏の支持票が減少したことから、同氏が進める構造改革が遅れるとの思惑が広がり BRL (▲3.2%) は売られた。同日にブラジル中央銀行 (BCB) は金融政策決定会合を開催し、政策金利を 75bp 引き下げ 8.25% から 7.50% とした。前回会合 (9 月 7 日) で示唆した通り、利下げ幅を 100bp から 75bp に縮小した。次回会合 (12 月 6 日) では利下げ幅は 50bp に縮小されるとの見方が優勢だ。なお、北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉を巡る不透明感の強まりが、MXN (▲1.1%) の重石となった。

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

テイラー議長でもタカ派色は強まらず

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

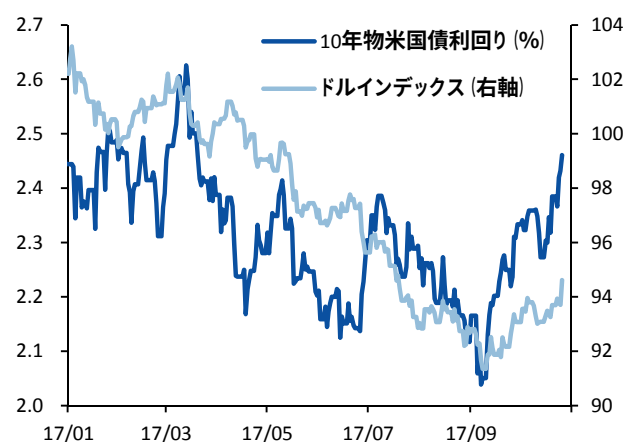
03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

10 月中旬以降、米金利の上昇とともにドルが再び値を上げている(図表 1)。この間にドルを押し上げた要因は、米税制改革に対する期待が高まったことと、タカ派と目されるスタンフォード大学のテイラー教授が次期 FRB 議長になるとの思惑である。米上院は 10 月 19 日に 2018 会計年度(2017 年 10 月～2018 年 9 月)予算の大枠となる予算決議案を可決し、下院も 26 日に可決した。予算決議が認める減税を実施すれば、今後 10 年間で財政赤字が最大で 1 兆 5000 億ドル拡大することになる。これに伴い、個人所得税の簡素化や法人税の最高税率の引き下げ、中間層に対する税控除といったトランプ米政権が政策の柱に据える税制改革法案の可決に一步前進した。もともと、共和党は感謝祭(今年は 11 月 23 日)までの税制改革法可決を目指すとしているが、今後議会審議が本格化する中で紆余曲折が予想され、成立は年明けにずれ込む可能性があり、市場の期待はやや前のめりに過ぎる感もある。

他方、次期 FRB 議長人事は大詰めを迎えている。最近の報道によれば、トランプ米大統領は 11 月 3～14 日にアジア各国を歴訪する予定であり、出発までに次期 FRB 議長を発表する見通しとされる。24 日には、トランプ大統領が共和党の有力上院議員との昼食会で、スタンフォード大学のテイラー教授とパウエル FRB 理事のどちらが次期議長に望ましいか、と意見を聞き、テイラー氏を支持する議員の方が多かったと報じられた。翌 25 日にトランプ大統領は「一方では自分の印を残したいという気持ちがあるのは確かであり、これは数少ないイエレン氏に不利な材料の 1 つだ」と発言したが、同時に「しかし彼女は素晴らしいと私は考えており、極めて良い話し合いをした。また市場を見ると、われわれが非常にうまくやっていることは明らかだ」と語った。しかし、26 日には関係者の話として、次期 FRB 議長候補はパウエル理事とテイラー教授に絞られたと報じられている。依然として次期 FRB 議長人事の行方は流動的であり、イエレン議長再任の可能性も排除しないが、テイラー氏が優勢なのかもしれない。市場では、テイラー氏が議長になれば、FRB の利上げペースが加速する見る向きが多い。

図表 1: 10 年物米国債利回りとドルインデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: テイラー・ルールによる適正金利

均衡実質金利	1993年版	1999年版
2%		
(オリジナルテイラー・ルール)	3.34%	3.74%
0.75%		
(FRBの長期予測の中央値)	2.09%	2.49%
▲0.216%		
(Laubach-Williamsモデル)	1.12%	1.52%

注: コア PCE デフレーター上昇率は 1.29%、自然失業率は FRB の長期予測の 4.6%。失業率の係数は 1993 年版が 1、1999 年版は 2。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

テイラー教授は、1993 年にいわゆる「テイラー・ルール」を提唱した人物として有名である。テイラー・ルールとは、中央銀行が誘導する政策金利の適正値をシンプルに景気と物価の指標により定める関係式である。具体的には、インフレ率が目標をどれだけ上回る(下回る)か、需給ギャップ(実質 GDP と潜在 GDP の差)がどれだけ改善(悪化)したかに応じて政策金利を引き上げる(引き下げる)ことになる。ただし、テイラー・ルールは前提の置き方によって、適正金利の幅はかなり広くなる。

ここではいくつかの前提に基づき、テイラー・ルールの示唆する適正金利を推計した。なお、1993 年にテイラー教授が発表したテイラー・ルール(以下、オリジナルテイラー・ルール)では景気の状態として需給ギャップが使われているが、1999 年の論文でも触れられているように、ここでは需給ギャップの代わりに失業率ギャップ(失業率と自然失業率の差)を用いている。

均衡実質金利に関して 3 通りの前提を置き、テイラー・ルールに基づく適正金利を示したのが前頁図表 2 である。均衡実質金利の前提は、オリジナルテイラー・ルールの 2%、FRB の長期予測(Longer run)の中央値とインフレ目標の差である 0.75%、FRB の Laubach-Williams モデルから推計された▲0.216%、の 3 パターンとした。なお、自然失業率は FRB の長期予測の中央値である 4.6%を使用し、失業率ギャップの政策反応パラメーターは 1993 年版が 1、1999 年版は 2 としている。

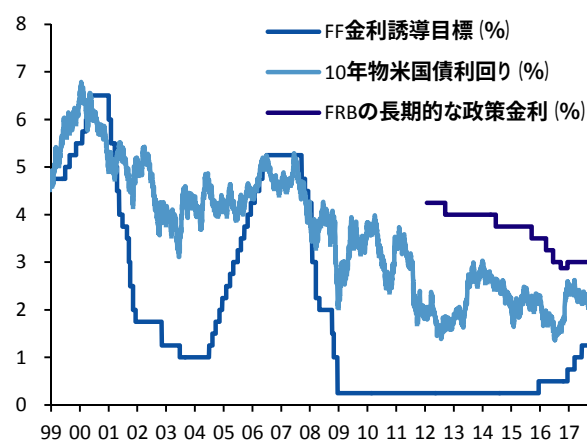
これによると、テイラー・ルールの示唆する適正金利は、1.12~3.74%とかなり幅のあるものとなる。オリジナルテイラー・ルールの 2%を均衡実質金利とした場合は、3 パターンの中で最も高い適正金利が導き出される。だが、仮にテイラー氏が FRB 議長になったとしても、こうしたルールに従って金融引き締めペースを加速させると考えるのは早計だろう。テイラー氏はこれまで、確立された規則に準じて政策金利を設定することが望ましいと主張してきたが、テイラー・ルールは指針の 1 つであり、機械的に政策を規定するものではないとし、裁量の必要性にも言及している。均衡実質金利についても 1993 年当時のものをそのまま当てはめるとは考え難い。FOMC は合議制であることを考えると、均衡実質金利の目処として、FRB の長期予測の中央値など大いに参考になるだろう。図表 2 で示したように、FRB の長期予測を用いた場合の適正金利は 2.1~2.5%程度だが、現在 FRB が示している年内あと 1 回、2018 年に 3 回とする利上げシナリオに従えば、FF 金利誘導目標は 2018 年中に 2.00~2.25%となるため、FRB が今以上にタカ派色を強めることはないのではないか。

図表 3:2018 年 12 月限の FF 金利先物 (%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:FF 金利と米長期金利 (%)



出所:FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

2018 年 12 月限の FF 金利先物の推移をみると、9 月から上昇に転じているが、足許でも 1.7%程度にとどまっている(前頁図表 3)。市場では 2018 年末までに FRB の利上げを 2 回程度しか織り込んでいないことになるが、次期 FRB 議長人事の結果を受けて、2018 年末までに 4 回分の利上げを織り込みに行く場合、米金利が一段と上昇する可能性は否定できない。

もっとも、政策金利が引き上げられた(利上げ期待が強まった)からといって米国の長期金利が上昇するとは限らない。過去の推移を見ると、米国の長期金利は FRB の利上げの終着点が長期金利の上限となってきた(図表 4)。1999 年から始まった利上げサイクルは 6.50%で打ち止めとなり、続く 2004 年からのサイクルでは 5.25%で利上げ局面が終わった。現状、FRB が考える長期的な政策金利の水準(中央値)は 2.75%となっており、利上げの天井は以前よりもかなり低くなっている。したがって、従来から指摘しているが、利上げに伴い期間の短めの金利が上昇したとしても、長期金利はそれほど上昇しない可能性がある。「みずほマーケット・トピック」などで論じている通り、みずほ銀行では、長期金利が上がらずイールドカーブがフラット化する中では、目先の正常化プロセスが進捗するからといって断続的にドル高が進むとはみていない。いずれにせよ、短期的には米 10 年金利が 2.5%を試すような展開となり、それに合わせてドルが買い進められる可能性があるものの、長い目でみればそうした動きは継続しないと考える。

中国

共産党大会レビュー

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 18～24 日に開催された中国共産党大会では、毛沢東や鄧小平と並び習近平・国家主席の名前を冠した政治思想が党規約に盛り込まれた。また、翌日に開催された中央委員会第 1 回会議(1 中全会)では、最高指導部(政治局常務委員)の人事が決定され、習氏に近いとされる栗戦書(中央弁公庁主任)、韓正(上海市党委員会書記)、趙楽際(中央組織部長)が指導部入りした(図表 5)。また、他のメンバーである汪洋(副首相)や王滬寧(中央政策研究室主任)については習氏を積極的に支持してはいないものの、従順だと言われている。李首相を除けば、習氏に対抗する勢力の政治局常務委員はおらず、今大会を通じて習氏は磐石の政治基盤を築くことに成功したと言えよう。

これにより習氏が進める過剰債務・設備の削減および環境規制強化といった構造改革が来年も推進される可能性が高まった。習政権は 2010 年対比で GDP および可処分所得を 2020 年までに倍増させるという目標を負っているものの、2017 年の GDP 成長率は良好な結果になる公算が大きく、残り 3 年間で前年比+6.3%程度の成長が続けば目標は達成される見込みだ。現在の政府目標(同+6.5%前後)に比べれば成長率を低下させられる余地があり、構造改革を進めることで発生する景気の下押し圧力は許容され则认为られる(図表 6)。

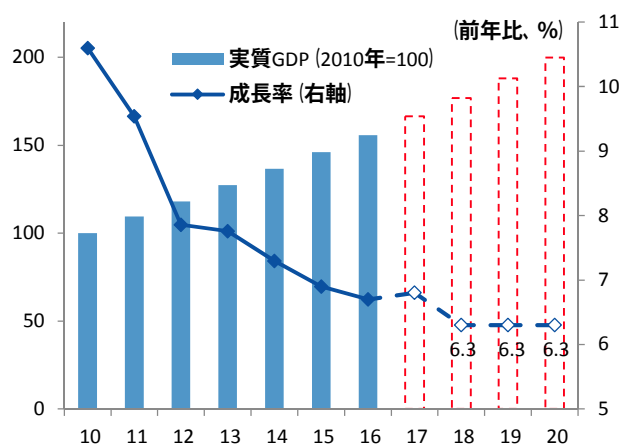
なお、今大会では中国人民銀行(PBoC)の周総裁が引退を示唆したことが市場の注目を集めた。周総裁は 15 年間、FRB はグリーンズパン議長の時代から PBoC 総裁を勤め、ほぼ固定レートだった人民元相場を変動相場に近づけるなど、金融市場の自由化に注力した。後任には易 PBoC 副総裁、郭・銀行業監督管理委員会主席、劉・証券監督管理委員会主席などが候補に挙がっている模様だ。もともと、PBoC は国务院(政府に相当)の 1 部門という位置づけであり、独立性が乏しいため、後任人事が金融政策の変更をもたらす公算は小さい。

図表 5: 政治局常務委員一覧

	想定される職位	習氏との関係
習近平	総書記(国家主席)	-
李克強	国务院総理(首相)	遠い
栗戦書	全国人民代表者常務委員会委員長	最側近
韓正	国务院副総理(筆頭副首相)	近い
趙楽際	中共中央紀律検査委員会書記	近い
汪洋	中国人民政治協商会議全国委員会主席	中立
王滬寧	中央書記処書記、中共中央党校校長	中立

出所: 各種報道、みずほ銀行

図表 6: 実質 GDP (実績値および目標達成に必要な成長率)

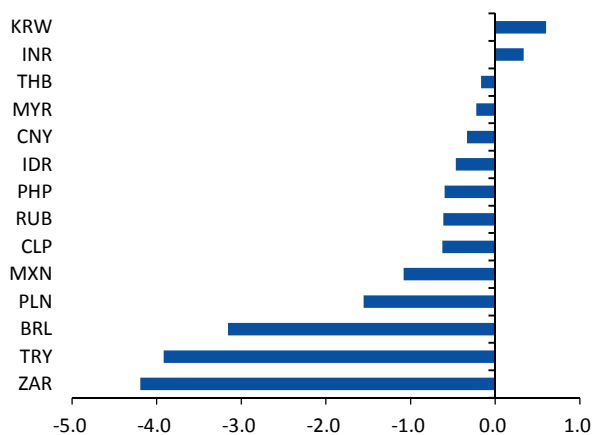


注: 破線部は予測値。2017 年の成長率は IMF の予測値(+6.8%)を使用した。

出所: 中国国家统计局、IMF、CEIC、みずほ銀行

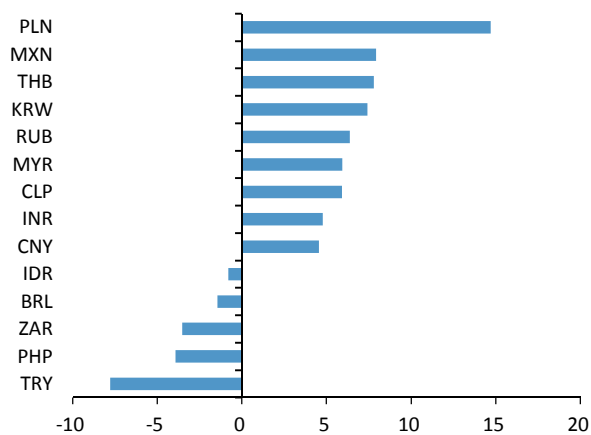
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



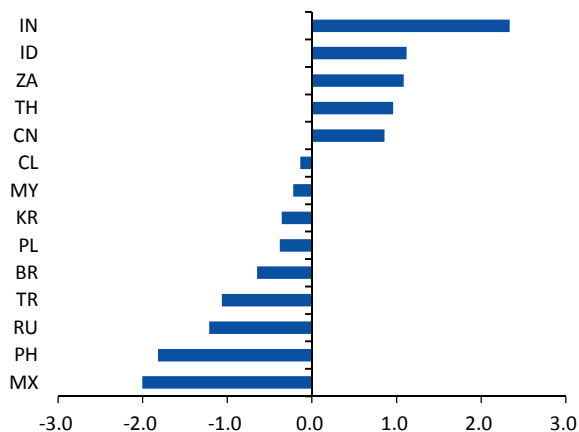
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



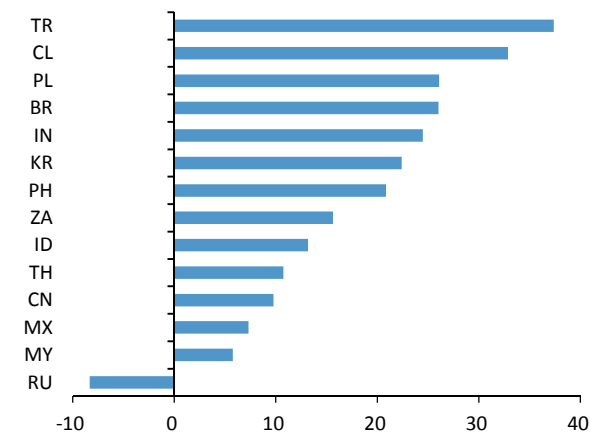
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



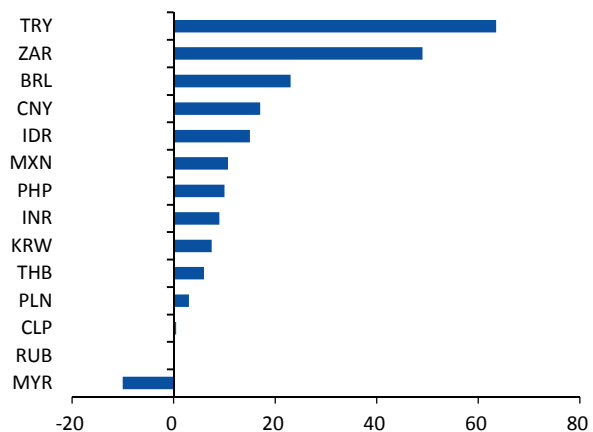
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



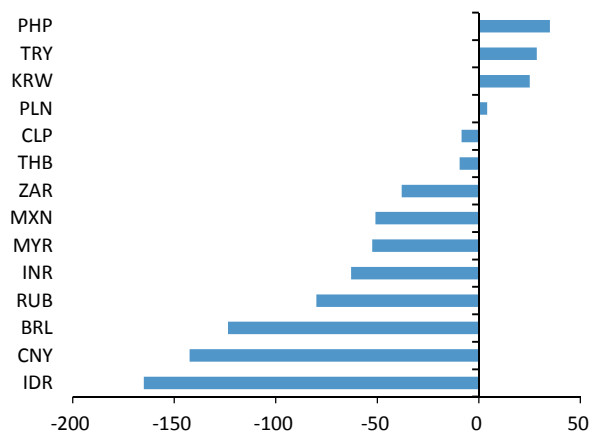
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

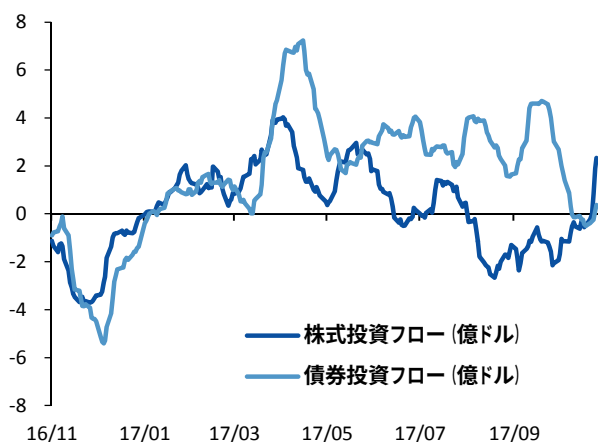
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

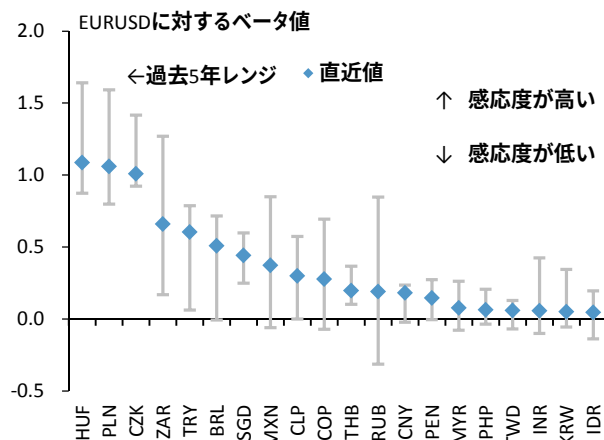
チャート集

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

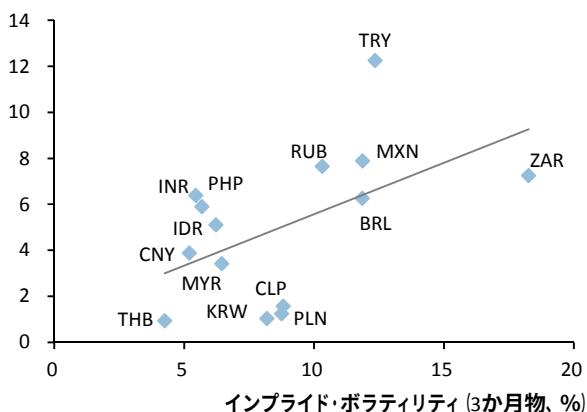
EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

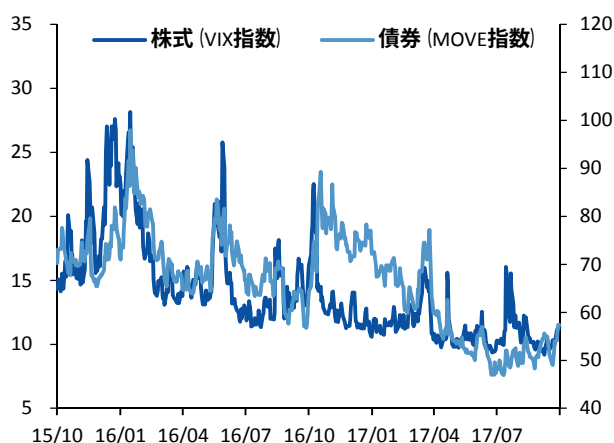
新興国の預金金利と為替ボラティリティ

預金金利 (3か月物、年率%)



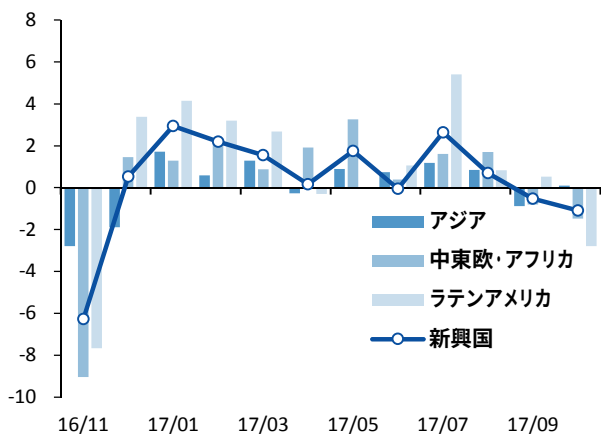
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



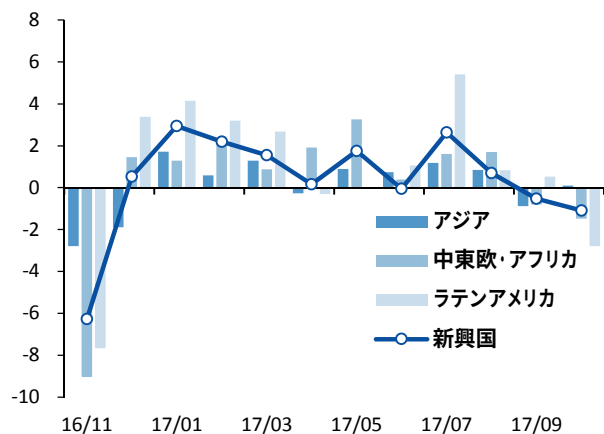
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月23日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	3.6%	3.2%	3.3%
23日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.4%	0.4%	0.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	5.4%	5.2%	3.3%	3.3%
23日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-36.9b	28.8b	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	3.0%	3.6%	2.7%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	10.0%	--	19.1%	--
29-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-0.8%	--
31日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	79	--
31日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.7%	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	52.1	--	52.4	--
31日 (火)	中国	非製造業PMI	--	--	55.4	--
31日 (火)	タイ	国際収支・経常収支	\$4200m	--	\$4657m	--
31日 (火)	台湾	GDP(前年比)	2.0%	--	2.1%	--
11月1日 (水)	韓国	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.1%	--
1日 (水)	韓国	貿易収支	--	--	\$13750m	--
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.0	--
1日 (水)	タイ	消費者物価指数(前年比)	0.8%	--	0.9%	--
1日 (水)	インドネシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.7%	--
2日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	52.0	--
3日 (金)	韓国	外貨準備高	--	--	\$384.67b	--
3日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	\$6061.1m	--
3日 (金)	中国	Caixin中国PMI(サービス業)	--	--	50.6	--
3日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	21.5%	--
中東欧・アフリカ						
10月25日 (水)	トルコ	設備稼働率	79.0%	79.7%	79.0%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.9%	5.2%	4.2%	--
26日 (木)	トルコ	指標レート	8.00%	8.00%	8.00%	--
26日 (木)	トルコ	翌日物貸出金利	9.25%	9.25%	9.25%	--
26日 (木)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	8.25%	--	8.50%	--
30日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	46.4%	--
31日 (火)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.87b	--
31日 (火)	南ア	貿易収支(ランド)	11.0b	--	5.9b	--
11月3日 (金)	トルコ	消費者物価指数(前年比)	--	--	11.2%	--
3日 (金)	トルコ	PPI 前年比	--	--	16.3%	--
3-7日	ロシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.0%	--
ラテンアメリカ						
10月24日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.7%	2.3%	1.0%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	0.5%	-0.2%	0.4%	--
26日 (木)	ブラジル	経常収支	-\$300m	\$434m	-\$302m	--
26日 (木)	メキシコ	貿易収支	-1331.5m	-1886.4m	-2732.5m	--
27日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	3047b	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	50.2%	--
11月1日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
1-2日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$5178m	--

注: 2017 年 10 月 27 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	6.6608	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
マレーシアリングギ	(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								
エマージングアジア								
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
マレーシアリングギ	(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 9 月 29 日まで。SPOT は 10 月 27 日の 7 時 40 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 (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。