

2017 年 11 月 17 日

The Emerging Markets Weekly

アジアの一部で利上げ期待/トランプ大統領のアジア歴訪の成果

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が上昇した。先週末 10 日は、前日に米上院共和党が発表した税制改革案が法人税引き下げ時期を下院案から 1 年先送りの 2019 年としたことが嫌気され、米株がじり安の展開になると新興国通貨は軟調地合いとなった。週初 13 日、英国で 40 人の保守党議員がメイ首相に対する不信任を表明する書簡への署名に同意したとの報道を背景に GBP が急落したが、ドル買いの流れは強まらず新興国通貨の大半は小幅な動きとなった。14 日、国際エネルギー機関(IEA)が 2017 年と 2018 年の世界原油需要見通しを引き下げたことを受け原油価格が急落すると、資源国通貨は連れ安となった。もっとも、ドイツ 7~9 月期 GDP が市場予想を上回ったことを背景にユーロ/ドルが急伸する中、ドル売り優勢となったため、そのほかの新興国通貨は底堅く推移した。15 日に発表された米 10 月消費者物価指数(CPI)と 10 月小売売上高は市場予想を上回る結果となったが、11 月 NY 連銀製造業景気指数が市場予想を下回り、米 10 年債利回りが 2.32% を割り込むとドル売りが強まり、新興国通貨の大半は堅調に推移した。16 日、米下院では税制改革法案が可決されたが、織込み済みだったため市場の反応は限定的だった。しかし、米株が急反発するとリスクオンムードが広がり、新興国通貨はそれまで低迷していた高金利通貨を中心に上昇した。

アジア: インドネシア中央銀行(BI)は 16 日に金融政策決定会合を開催し、市場予想通り政策金利を据え置いた。また、今会合で BI は 2017 年の GDP 予想値を従来の +5.0% ~ 5.4% から +5.1% に修正したが、IDR の反応は限定的だった。同日にフィリピンの 7~9 月期 GDP が発表され、前年比 +6.9% と 4~6 月期(同 +6.7%)から加速した。内訳をみると、好調な輸出や政府消費が全体を押し上げた。リスクオンムードの広がりに加え、良好な GDP の結果も相俟って PHP は 9 月末以来の高値をつけた。

中東欧・アフリカ: 南アフリカのズマ大統領は高等教育無償化に向けて準備を進めていると報じられ、財政赤字拡大に対する懸念が強まる中、財務省高官のマイケル・サックス氏が辞任したことを背景に ZAR は一時下落した。しかし、ドルの軟調地合いが続く中、市場のリスク選好が高まると高金利通貨である ZAR (+1.5%) は大幅に反発した。国際エネルギー機関(IEA)が 14 日に 2017 年と 2018 年の世界原油需要見通しを下方修正すると原油価格は急落し、RUB (▲ 0.8%) は連れ安となった。

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 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

アジアの一部で利上げ期待

大島 由喜

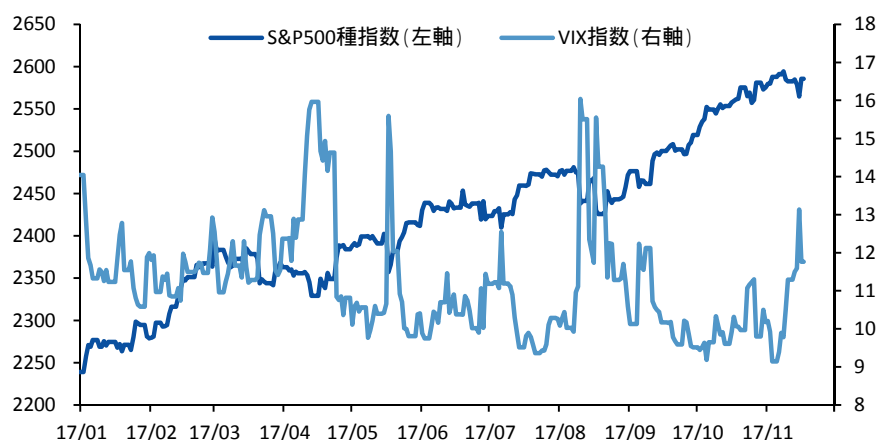
03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

先週後半以降は株式市場の下落が目立った(図表 1)。10 月中旬以降、米税制改革への期待感などから世界的に株価の上昇が続き、米国株は断続的に最高値を更新。日経平均株価は 16 連騰を達成し、それまでの最長記録であった 14 連騰の記録を塗り替えた。しかし、先週 9 日に米上院共和党が発表した税制改革案では、法人税率の引き下げを 2019 年まで延期すると示された。上院に先立って 2 日に発表した下院案との相違点も多く、これをきっかけに株安が進んだ。今週に入ってから世界的に株安が続く中、VIX 指数は 8 月後半以来の高水準まで上昇する動きなどがみられたが、金融市場全体でリスク回避ムードが広がったわけではない。今週の株安は、14 日に国際エネルギー機関(IEA)が 2018 年と 2019 年の世界原油需要見通しを下方修正したことで原油価格が大幅に下落し、米国株式市場では素材・エネルギー株を中心に売りが優勢となった側面がある。元より、世界的に株式市場は上昇傾向がしばらく続いてきたため、利益確定売りが入りやすい状況にあったことも影響したのだろう。16 日には米下院が税制改革法案を可決したことなどを背景に株価が急反発していることに鑑みれば、株価が崩れて世界的にリスク回避の動きが強まることは当面なさそうだ。

為替市場に目を転じると、今週は週を通してドル安が進んでいる。米税制改革の先行き不透明感も引き続き重石ではあるが、今週の動きはユーロ相場の動向を強く受けた。14 日に発表されたドイツ 7~9 月期実質 GDP(速報)は前期比+0.8%と市場予想(同+0.6%)を上回った。また、前年比では+2.8%と 2011 年 7~9 月期以来の高水準となり、同時に 2017 年 1~3 月期も前期比+0.9%と同+0.7%から上方修正されている。確報値の発表まで内訳は公表されないが、ドイツ連邦統計局のコメントによれば設備投資が強かったほか、純輸出がプラスに寄与し、消費も好調だった 4~6 月期の水準を維持したようだ。この結果を受けてユーロ/ドルが上昇し、ドルが他通貨に対しても弱含んだ。

図表 1: 米 S&P500 種指数と VIX 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国通貨については、先週に引き続き、地域間で値動きにバラツキがみられている。上述したように、世界的な株安が進み、VIX 指数は上昇しているものの、金融市場全体で投資家がリスク回避姿勢を強めているわけではなく、アジア通貨は全般的なドル弱含みの中で底堅く推移した。また、一部で中央銀行がタカ派に傾斜しつつあることも下支えとなっている。マレーシア中央銀行(BNM)は 9 日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を据え置いたが、声明文で「国内外のマクロ経済の強さを考慮すると、MPC は金融緩和の度合いを見直す可能性がある。これはマレーシア経済の持続可能な成長を確実にするだろう」と表明した。声明文を受けて利上げの可能性が高まったと受け止める向きが多く、MYR は原油価格が下落したにも拘らず底堅く推移している。韓国銀行(中央銀行、BOK)も近々利上げに踏み切るとみられている。BOK は 10 月の金融政策決定会合の声明文および総裁発言がタカ派寄りとなったことから、市場では利上げサイクルの開始を織り込んでいる(2017 年 10 月 25 日付通貨ニュース「[韓国: 利上げサイクルは始まるのか](#)」)。

一方で、中東欧・中南米通貨はドルが弱含む中でも売られる動きがみられた。これらの通貨が売られている理由は、各国の政治的な要因である。市場では、ブラジルの年金改革法案は 2018 年初頭までに議会で採決にかけられるとの見方が多い。同法案はテメル大統領の掲げる財政改革の目玉であり、公的債務の削減や長期的な景気拡大に繋がると期待されている。一方で、来年に選挙を控え議員らが法案の内容を骨抜きにしかねないとの不安も根強く BRL を圧迫している。また、今週はブラジルの国営石油会社の 7~9 月期決算で利益が予想を下回ったことにより株式市場が急落したことも重石となった。MXN を引き続き圧迫しているのは北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉への懸念である。15 日から第 5 回会合が開始されたが、今会合では 3 か国(米国、カナダ、メキシコ)の閣僚はいずれも参加せず、実務者レベルでの交渉にとどまるなど妥結への道のりは長そうだ。

米下院は 16 日、共和党がまとめた税制改革法案を可決した。11 月 2 日に法案を発表してから 1 か月経たずしてのスピード可決であり、ここまではスケジュール通りで非常に順調と言えるが、本番はこれからである。米上院は医療保険制度改革(オバマケア)の加入義務を廃止して補助金を削減し、減税を拡充する案を新たに追加したため、民主党の反発を招き税制改革法案の通過が難しくなった。また、既に述べたように米上院の税制改革案では、法人税率の引き下げを 2019 年まで延期すると示されるなど下院案との相違点は多く、内容が異なる法案が可決されることがほぼ確実である。そこから調整が本格化して相違がある部分を巡り激しい衝突が予想されるため、金融市場では株安がドル売りに繋がるという展開が今後も起こり得るだろう。

なお 14 日には、ホワイトハウスが空席となっている FRB の副議長ポストに独保険大手アリアンツの経済顧問を務めるエラリアン氏を有力候補の一人として起用を検討していると報じられている。同氏は米資産運用大手の最高経営責任者(CEO)や国際通貨基金(IMF)副専務理事などを歴任し、金融政策について深い知識を持っているとされている。もっとも、最重要であった次期議長人事はパウエル理事の昇格が決まり、イエレン体制が踏襲されるとの見方が多い中、副議長人事が市場に与えるインパクトは小さいとみられる。

アジア

トランプ大統領のアジア歴訪の成果

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

トランプ米大統領は 11 月 5 日の日本訪問を皮切りに韓国、中国、ベトナム、フィリピンのアジア各国を歴訪した。主眼は北朝鮮問題について各国の協力を求めることであったが、アジア各国とは貿易不均衡を抱える中、通商政策に関する発言が警戒されていた。

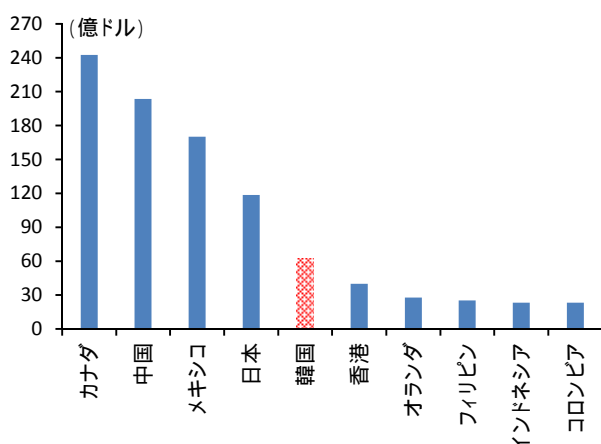
結果的にトランプ大統領は訪れた国々で貿易不均衡の是正を求める発言をしたものの、各国が米国の資源開発に対する投資拡大などで合意したためか、強硬な発言はみられなかった。最初に訪問した日本では、懸念された日米自由貿易協定 (FTA) に対する言及はなく、日本が米国から液化天然ガス (LNG) の輸入を拡大することや米国産自動車の輸入規制を緩和することで両国が合意するにとどまった。

次に訪問した韓国では、文大統領に対しトランプ大統領は米韓 FTA 見直し交渉の早期妥結を改めて要求。しかしながら、韓国側が最も警戒していた FTA 破棄の可能性については言及しなかった。トランプ大統領が破棄について触れなかったのは、韓国側が米国からの武器輸入の拡大や米国における資源開発案件への投資を決定したこともさることながら、米国内からの反発が挙げられる。

米通商代表部 (USTR) は 7 月 12 日に米韓 FTA 見直しを議論する特別会議の開催を韓国側に要求した。すると同月 27 日に米肉牛生産者・牛肉協会、北米食肉協会、米国食肉輸出連合会が FTA の改定・破棄に反対する書簡を米政府に送付した。米農畜産業が直ちに FTA 見直しに反対した理由として、米食料輸出において韓国はトップ 5 に入る輸出先となっていることが挙げられる (図表 2)。

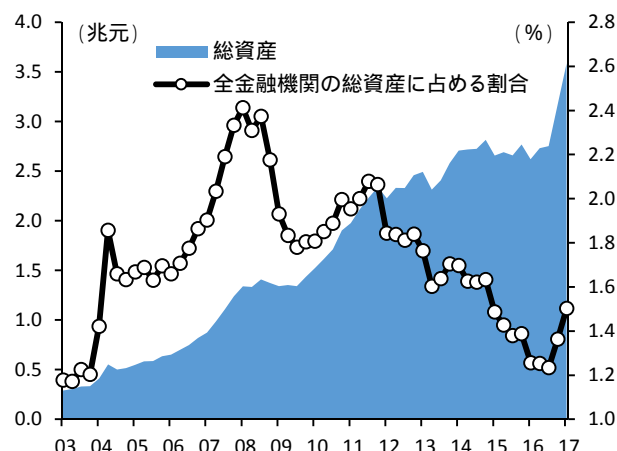
ただでさえ米自由貿易協定 (NAFTA) 見直しによりカナダやメキシコへの食料輸出に対する悪影響が懸念される中、さらに韓国向け輸出も減少することは米農畜産業界としては看過できなかったのだろう。こうした背景事情から、トランプ大統領は米韓首脳会談において米韓 FTA 見直しを急押しするにとどまったと考えられる。

図表 2: 米国 食料輸出額 (国別、上位 10 개국)



注: 2016 年基準。
 出所: WITS、WTO、UNCTAD、みずほ銀行

図表 3: 中国 外資系金融機関の総資産 (金額、シェア)



注: 2017 年 3 月末基準。
 出所: 中国人民銀行、CEIC、みずほ銀行

次に訪れた中国では、訪問中に航空機や半導体の購入を含む総額 2535 億ドルの商談成立が注目を集めた。しかしながら、LNG 開発プロジェクトなど着手するまでに少なくとも数年は交渉に時間を要する案件が多く含まれていたほか、ほとんどの案件が法的拘束力を持たない覚書(MOU)の締結だったため、案件が実現するとすれば当分先となる模様だ。

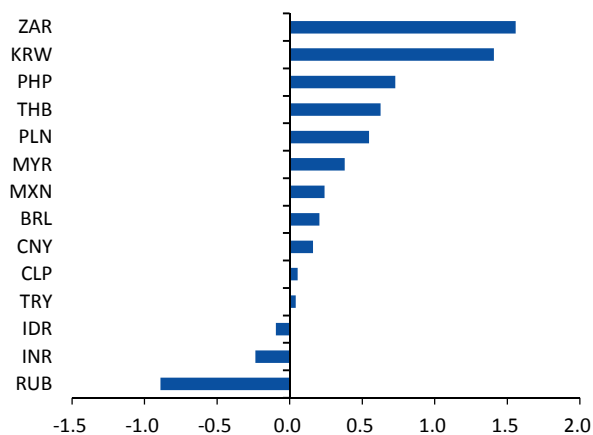
なお、9 日に行われた米中首脳会談の翌日に朱光耀財務次官は先物、証券、ファンド市場に関連する合併会社の外貨出資比率について上限を現行の 49%から 51%に引き上げ、3 年後には外資出資比率規制そのものを撤廃すると発表した。また、商業銀行や保険についても 3~5 年の間に同規制を撤廃するとした。米国求めていた中国の金融市場開放に応じた格好であり、トランプ大統領訪中の成果の一つと言えよう。もっとも、外貨出資比率規制が撤廃されるのは数年先となるため、目先の資金流入への影響は小さいと考える。

また、過去の教訓から外資出資比率が撤廃されたとしても、外資系金融機関が中国へ積極的に進出するとは限らない。2006 年 12 月に中国は外資系金融機関に対して人民元に関する銀行業務の全面開放を発表。これを受けて多くの外資系金融機関が積極的に業務を拡大した。しかし、カード業務開始には現地法人化が必要との条件が付け加えられるなど細部に規制は残り、競争で不利に立たされる中、リーマン・ショックも相俟って、外資系金融機関は国内金融市場においてプレゼンスを失っていった(図表 3)。こうした経緯を踏まえれば、外貨出資比率が撤廃されたとしても、外資系金融機関は中国金融機関への出資について慎重姿勢をみせるだろう。

中国を訪問した後、トランプ大統領はベトナム、フィリピンを歴訪しアジア太平洋経済協力会議(APEC)首脳会議に参加。ベトナムで米越 FTA の早期実現を希望したことを除いて通商政策について目立った発言を行わず、14 日に帰路へと着いた。

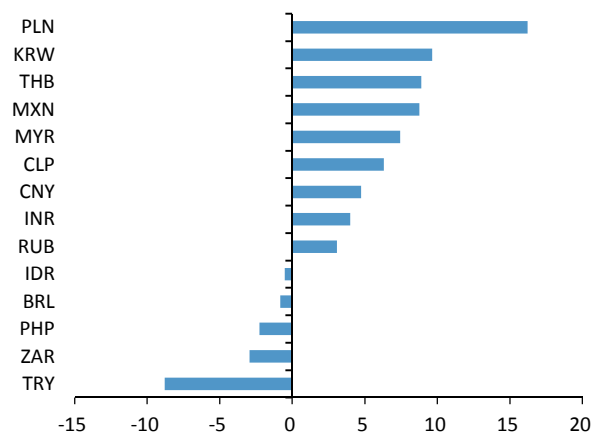
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



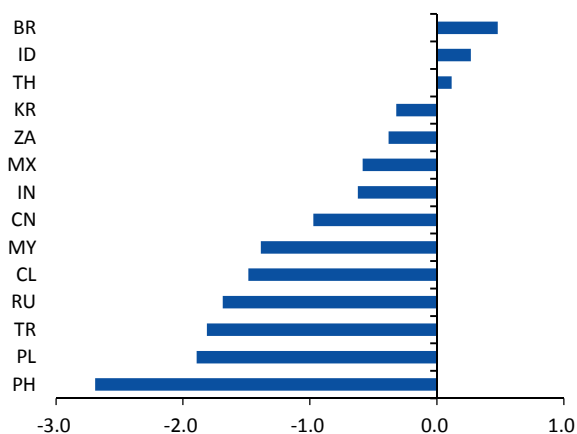
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



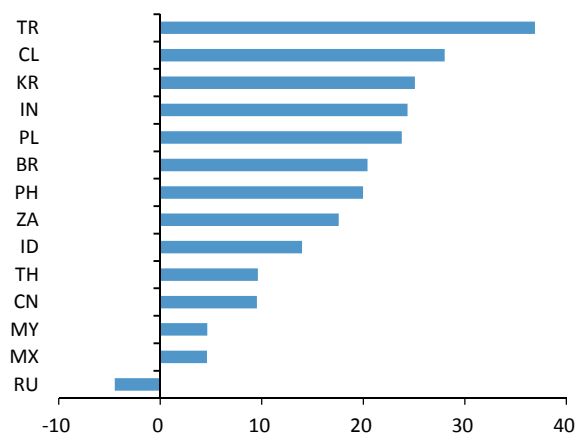
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



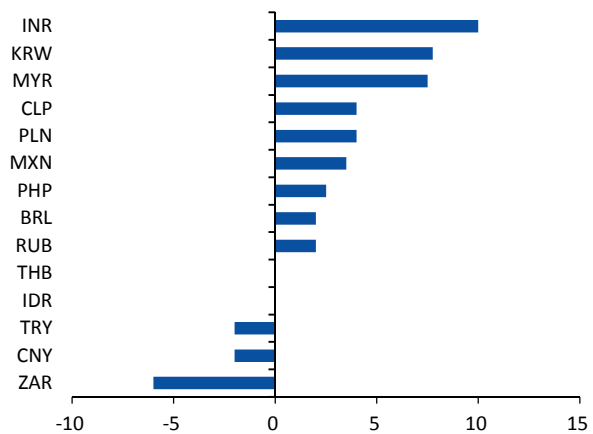
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



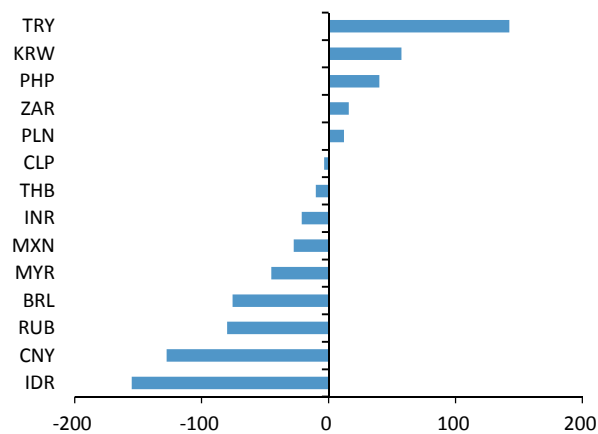
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

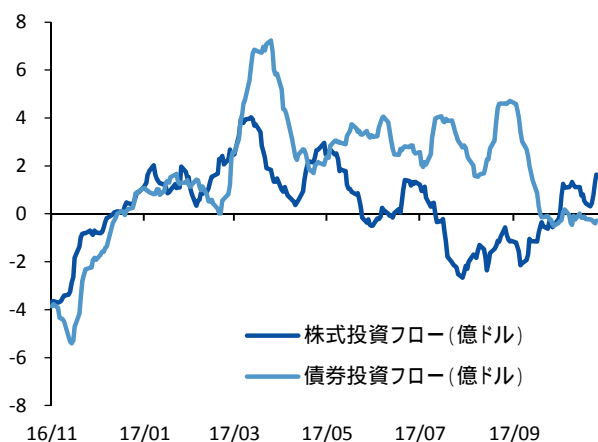
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

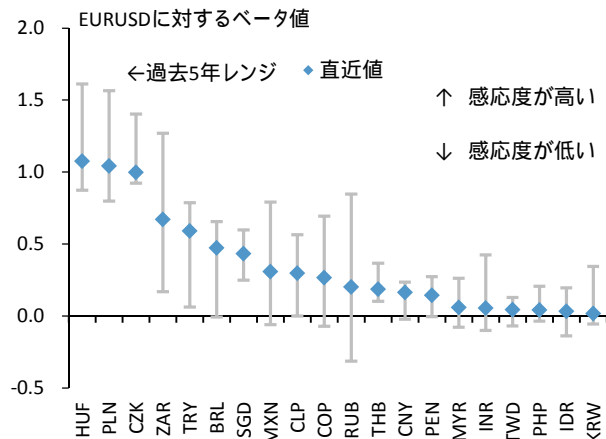
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



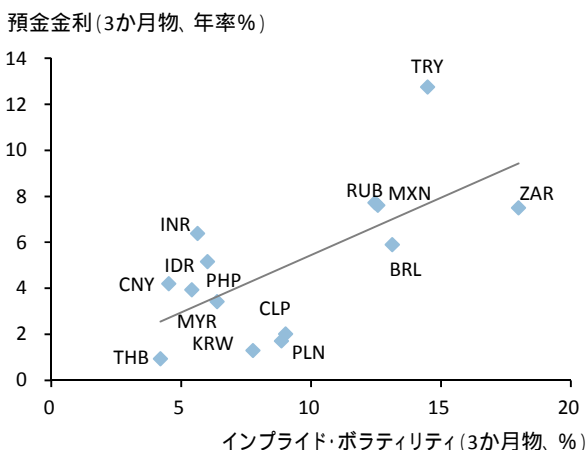
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去12か月)



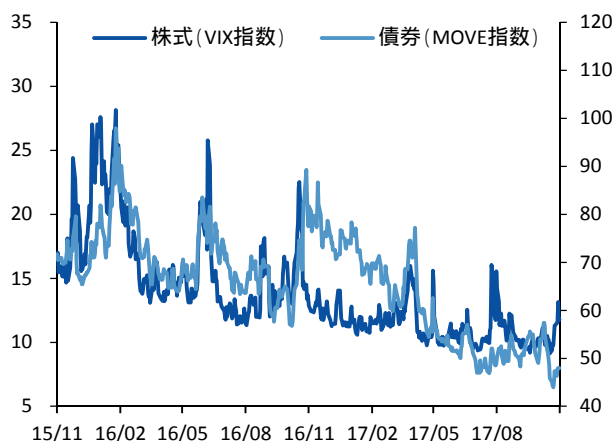
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



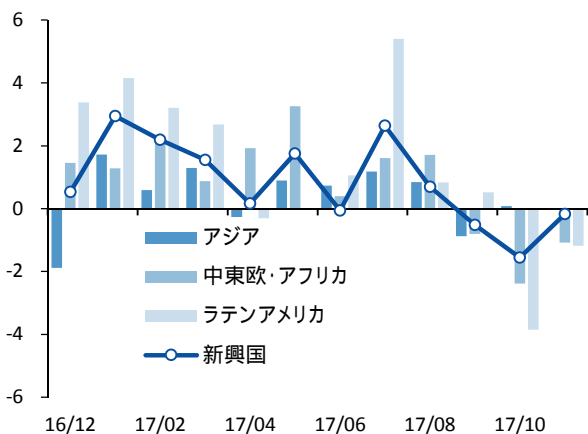
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



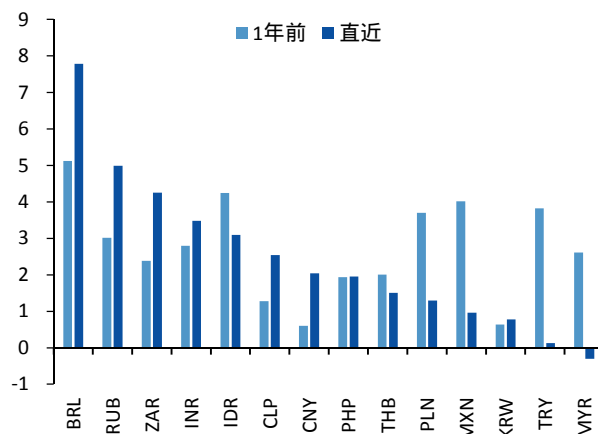
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月13日 (月)	中国	新規貸出(人民元)	783.0b	663.2b	1270.0b	--
13日 (月)	インド	消費者物価指数(前年比)	3.4%	3.6%	3.3%	--
14日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	10.5%	10.0%	10.3%	--
14日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.3%	6.2%	6.6%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	3.0%	3.6%	2.6%	--
14日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	-1.1%	25.7%	--
14日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	7.6%	18.1%	--
15日 (水)	フィリピン	海外送金(前年比)	7.4%	-8.3%	7.8%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	\$1608m	\$895m	\$1761m	\$1779m
16日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.6%	6.9%	6.5%	6.7%
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	11.9%	--	-1.1%	--
17日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	5.7%	--	5.8%	--
20日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	--	3.6%	--
20日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.8%	--	3.7%	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	6.9%	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$24m	--
20-29日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-36.9b	--
22日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	4.0%	--	4.3%	--
22-27日	タイ	貿易収支(通関ペーソ)	\$1331m	--	\$3358m	--
23日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	5.1%	--	4.6%	--
23日 (木)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.4%	--	0.4%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.2%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.6%	--
24日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
24-30日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	4.9%	--
中東欧・アフリカ						
11月13日 (月)	トルコ	経常収支	-4.05b	-4.53b	-1.24b	-0.98b
13日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	2.0%	1.8%	2.5%	--
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	4.5%	5.4%	5.5%	5.4%
16-17日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.1%	--	0.9%	--
20日 (月)	ロシア	実質賃金(前年比)	2.9%	--	2.6%	--
20日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.9%	--	3.1%	--
22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.9%	--	5.1%	--
23日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	--	6.75%	--
24日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	79.7%	--
ラテンアメリカ						
11月14日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	5.9%	6.4%	3.6%	--
16-18日	ブラジル	税収	116650m	--	105595m	--
20-25日	ブラジル	登録雇用創出合計	18,500	--	34,392	--
23日 (木)	ブラジル	IBGEインフレIPCA-15(前月比)	--	--	0.3%	--
23日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	\$434m	--
23日 (木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$6339m	--
23日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-0.2%	--
24日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	3048b	--
24日 (金)	メキシコ	メキシコ 経済活動IGAE	--	--	2.3%	--

注: 2017 年 11 月 17 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 1～10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	6.6303	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8099	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	65.321	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13539	13500	13350	12800	12600	12300
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1101.41	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.1825 ~ 4.5002	4.1760	4.30	4.15	4.02	3.95	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.765	51.5	49.6	48.0	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3563	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ~ 32.447	30.105	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ~ 36.01	32.90	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22717	22750	22650	22400	22350	22260
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	59.6917	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.3543	14.1556	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9415	3.8624	3.80	3.90	4.00	3.90	4.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2775	3.22	3.25	3.28	3.25	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	19.0513	19.00	19.50	19.00	18.50	18.50
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.208	17.023	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.472	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.730	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.835	0.815	0.809	0.844	0.849	0.870
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	10.306	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.992	27.092	25.58	26.02	26.87	27.09	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.228	2.14	2.18	2.25	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 83.84	83.34	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.755	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.441	3.435	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4977	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	1.895	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	7.986	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	29.254	28.95	27.69	27.00	27.44	26.75
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.524	34.16	33.23	32.93	32.92	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.932	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

注:1.実績の欄は 2017 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 17 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(11 月 2 日発行)』および『中期為替相場見通し(11 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。