

2017年11月24日

## The Emerging Markets Weekly

### 2017年の新興国市場を振り返る/進まない NAFTA 再交渉

**新興国市場:** 今週の新興国通貨は大半が上昇した。先週末 17 日、米大統領選へのロシア介入疑惑を巡ってモラー特別検察官がトランプ陣営に対し文書の提出を命じていたことが報じられると、ドルは弱含み新興国通貨は上昇した。週初 20 日は米金利上昇を受け新興国通貨は一時軟調に推移したが、NY ダウ平均を始めとしたリスク資産が堅調に推移したことから底堅さを取り戻した。なお、同日にトランプ米大統領は北朝鮮を「テロ支援国家」に再指定するとし、これまでの最大規模となる追加制裁が発表される予定となった。21 日、米 10 月中古住宅販売件数が市場予想大幅に上回る中、米株が上げ幅を拡大し市場のリスク選好度が高まったことを受け新興国通貨は堅調に推移。22 日、イエレン FRB 議長が講演で「速過ぎる引き締めはインフレ率を 2% 未満にとどめかねない」と指摘したことがハト派のと捉えられドル売り優勢地合いになると新興国通貨はじり高の展開。米 10 月耐久財受注が冴えない結果となり、FOMC 議事要旨(10 月 31 日～11 月 1 日開催分)の中で、インフレ率が中期的に抑制され続けるリスクを指摘した参加者が少なくなかったことが明らかになると、ドル売りが強まり新興国通貨は一段高となった。23 日は日米が祝日のため市場参加者は少なく、新興国通貨は動意が乏しい展開となった。

**アジア:** 先週末に発表されたマレーシア 7～9 月期 GDP は前年比+6.2%と、堅調な民間セクターの支出や輸出を主因に 4～6 月期(同+5.8%)から加速した。今回の良好な GDP の結果とマレーシア中央銀行(BNM)による利上げ期待から MYR(+1.3%)は上昇した。20 日にタイ 7～9 月期 GDP が発表され前年比+4.3%と市場予想(同+3.8%)を大きく上回り、4～6 月期(同+3.8%)から加速した。ドル売り地合いに加え、今回の市場予想を上回る GDP の結果を背景に THB(+0.5%)は堅調に推移した。KRW(+1.1%)は、韓国銀行(中央銀行、BOK)が利上げに踏み切るとの憶測から上昇した。

**中東欧・アフリカ:** 米国との外交関係の悪化やインフレリスクおよびトルコ中央銀行(CBRT)の独立性が脅かされるとの懸念を背景に TRY( 1.1%)は下落。21 日に CBRT は翌日物貸出金利(9.25%)での貸し出しをゼロに減らす一方、時間外流動性貸出金利(12.25%)での貸出枠を倍増すると発表。市中金利を上昇させることにより通貨の下支えを図ったが、22 日に TRY は対ドルで 3.98 台まで下落し過去最安値を更新するなど軟調な値動きは変わらなかった。一方、原油価格の上昇に連れ RUB(+1.1%)は堅調に推移した。

**ラテンアメリカ:** 北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉で一部の分野において進展がみられたとの報道を背景に MXN(+1.6%)は上昇した。23 日にブラジルのテメル大統領は年金改革法案を 12 月 6～7 日を目処に下院で採決に持ち込むことで下院議長と合意したとの関係者談が報じられると、財政改革への期待が高まり BRL(+1.1%)は上昇した。

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

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

## 2017年の新興国市場を振り返る

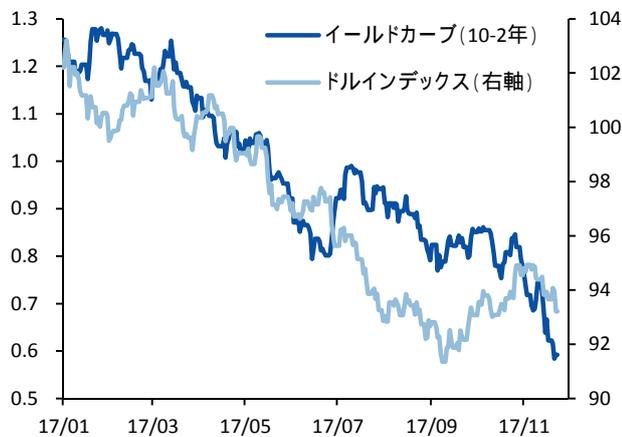
マーケット・エコノミスト  
 多田出 健太  
 03-3242-7065  
 kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今年も残すところ1か月半を切ったところで、やや気が早い感もあるが2017年の新興国市場を振り返ることとしたい。2017年の為替相場の動きを一言で述べるならば、それは大幅なドル安の進行である。その背景に1つには、2016年11月以降に生じたトランプトレードの巻き戻しがある。年初からトランプ米政権が次から次へと厄介なスキャンダルに見舞われる中、減税やインフラ投資、規制緩和といったトランプトレードをもたらした経済政策が打ち出されるとの期待感が完全に剥落。FRBは着実に利上げを重ねてきたものの、投資家はトランプ政権の政策遂行能力に対して懸念を強め、実際に観察されるインフレ率も過去数年間と同様に低水準となる中で長期金利はほぼ横ばいの動きにとどまっている。FRBの利上げにより短中期金利の上昇が続く一方で、長期金利が上がらないことで米国のイールドカーブはフラット化が進み、為替市場ではドル安が続いた(図表1)。

新興国通貨に目を向けると、ドル安地合いの中で上昇した通貨が目立つが、もれなく上昇しているわけではなく、上昇率にバラツキがあるほか下落している通貨もある。地域別にみると、アジア通貨は世界的な株高や低ボラティリティ環境の下でほぼ一貫して上昇してきた(図表2)。他方、欧州新興国や中南米通貨は大きく揺れ動き、年末にかけて軟調地合いとなっている。春先や夏場には北朝鮮リスクの高まりから新興国通貨の売り圧力が強まる局面もあったが、それほど大きな影響を及ぼすには至らなかった。それ以上に、特に欧州新興国や中南米通貨においては、各国の政治的な要因が敬遠されたようだ。

国別に見ていくと、トルコは非常に厳しい状況が続いている。米国領事館の職員がトルコ当局に逮捕され、それを受けて双方が相手国のビザ発給を停止する事態になるなど、両国の外交的緊張が高まった。トルコはドイツとの間でも不協和音が生じるなど、西側主要国との軋轢が生じる中で、投資家はトルコへの投資に慎重になっている。ブラジルではテメル大統領が汚職容疑で議会との戦いに多くの時間を費やすこととなり、財政改革の目玉である年金改革の実現性を市場は不安視している。

図表1: 米国債イールドカーブ(10-2年)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: 新興国通貨の推移(2017年1月1日=100)



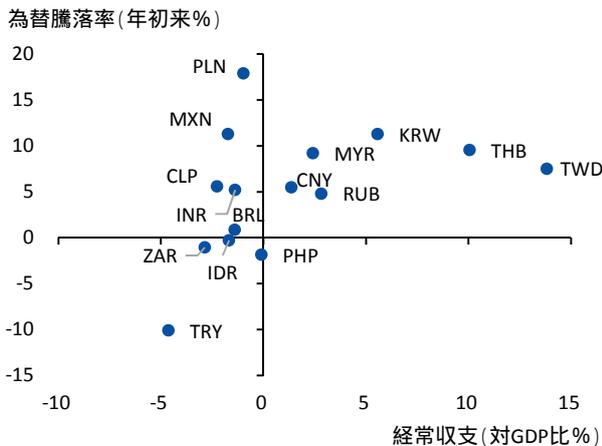
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トランプ氏が大統領選期間からメキシコに対して強硬な通商・移民政策を主張してきたことで、2016年にMXNは大幅に下落した。その反動もあり、2017年は大きく上昇しているものの、それでも昨年の下落分を取り戻せてはいない。トランプ氏は、大統領就任後はそれほどメキシコに対して強行姿勢を示してはいないが、北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉の行方が懸念されており、その結果次第では2018年のメキシコ大統領選挙にも影響を及ぼす可能性があるため、メキシコへの投資に二の足を踏む投資家は多い。

経常収支に着目すると、傾向としてやはり経常収支が黒字の国は相対的に通貨の安定性が高く、赤字国は売られやすいという状況は過去数年間と同様である(図表3)。特に、今年度はFRBが金融政策の正常化を淡々と続けたほか、年半ばにはECBを筆頭に先進国の主要な中央銀行がこぞって政策正常化を口にするなど正常化がブームとなる中、海外資本への依存度が高い経常赤字国は苦境に立たされかねないことへの懸念が強まった。経常黒字国が多いアジアの中であって、インドやインドネシアは従来から赤字国であるが、そこに仲間入りしつつあるのがフィリピンだ。フィリピンは安定的に高い経済成長が続き、アジアの希望の星として期待されているが、通貨は軟調という状況となっている。ドゥテルテ大統領は積極的なインフラ投資の拡大を政策の目玉として掲げており、他のASEAN諸国と比較しても低いレベルにとどまるインフラを整備することは中長期的な経済成長のためには不可欠である。しかしながら、短期的にはインフラ投資の結果として資本材の輸入が膨らみ、経常収支が悪化することで、通貨には下押し圧力が掛かりやすいだろう。

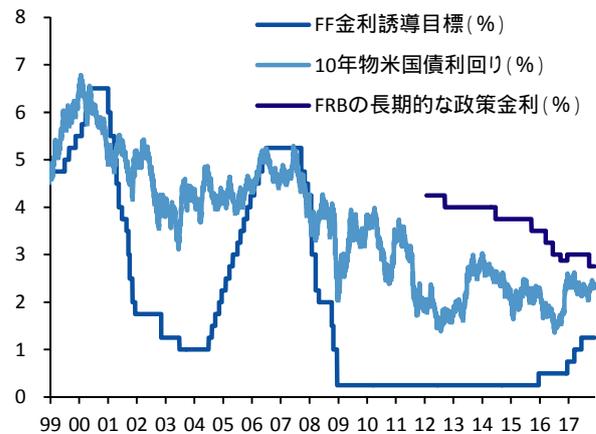
2018年を展望すると、みずほ銀行では、長期金利が上らずイールドカーブがフラット化する中では、今後も断続的にドル高が進むとはみていない。イールドカーブのフラット化に関し、米国の金融政策と長期金利の関係について過去の推移を見ると、米国の長期金利はFRBの利上げの終着点が高金利の上限となってきた(図表4)。現状、FRBが考える長期的な政策金利の水準(中央値)は2.75%となっており、利上げの天井は以前よりもかなり低く、おのずと長期金利の変動も限られるだろう。こうした状況は新興国市場にとっては追い風であり、対ドルで通貨は上昇しやすいとみている。もっとも、2017年と同様に新興国の中でも投資先を選別する流れは変わらず、特に政治・外交問題に不安を抱える国への投資は難しいと言わざるを得ない。

図表3: 経常収支と為替騰落率



注: 経常収支はIMFによる2017年の予測値。  
出所: 国際通貨基金(IMF)、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

# メキシコ

## 進まない NAFTA 再交渉

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

11月17～21日にメキシコのメキシコ市にて北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉の第5回会合が開催された。同会合に参加したメキシコの交渉担当者が通信、エネルギーおよび電子商取引の分野で合意が近いと述べたことが好感され、メキシコペソ (MXN) は対ドルで18.6台と10月上旬以来の高水準まで上昇している。

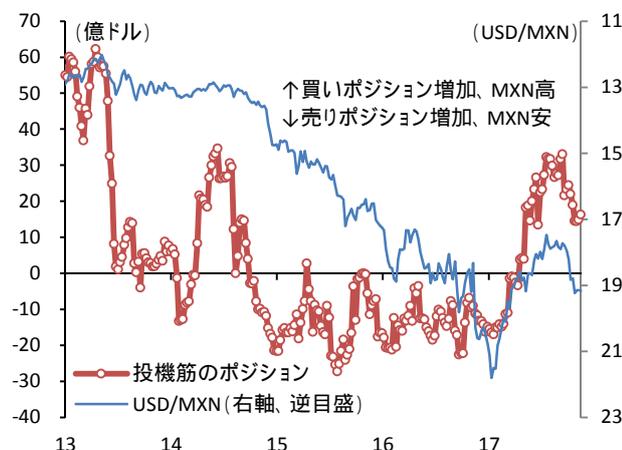
もっとも、今回の会合で議論の進展がみられた分野はいずれも争点が少ない項目であり、この結果をもって再交渉自体の先行きが明るくなったとは言いがたい。実際、会合後にカナダ・メキシコは米国の提案する協定の定期的見直し案について、合意がなければ自動的に失効するとの条項追加に反対を表明したと報じられた。さらに両国は米国が提示した原産地規制見直しについて実行不可能と却下し、対案を作成しているとの関係者談が伝えられている。

一方、米国通商代表部 (USTR) のライトハイザー代表はメキシコ・カナダが米国の提案を真剣に検討していないと不満を述べたほか、貿易フローを米国に有利な方向にシフトさせない限り、合意を受け入れないと明言した。今回の会合を経て米国とカナダ・メキシコ間の意見の隔たりは大きく、目処とされる2018年3月末までの交渉妥結は厳しい情勢となっている。

NAFTA 再交渉の先行きが懸念される中、IMM 通貨先物における投機筋の MXN 買いポジションは9月後半から減少し続けている (図表5)。時間の経過とともに交渉期限が迫り、再交渉が頓挫する恐れが強まりやすいことを踏まえれば、投機筋による MXN 買いポジションの解消は今後も続くだろう。

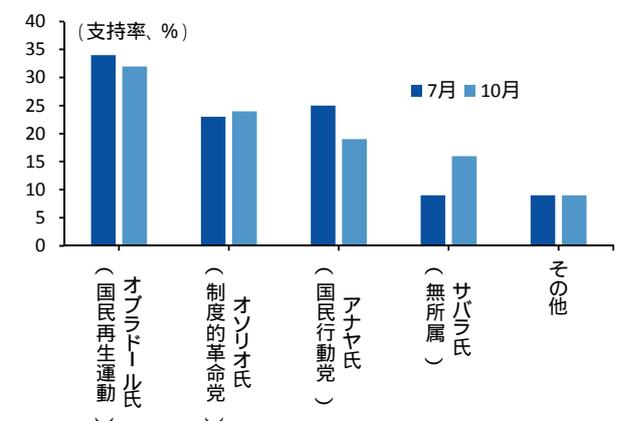
また、NAFTA 再交渉と並んで注目されている来年7月のメキシコ大統領選だが、ペニャニエト大統領が進めてきたエネルギー改革の大幅見直しを示唆するオブラドール氏が世論調査で優勢を維持している (図表6)。主要政党は選挙活動を本格化させていないため、同氏の当選は確実とはいえないがリスクは大きい。大統領選を巡る強い不透明感も、MXN 買いポジションの解消を促すと見込む。

図表5:メキシコペソ IMM 通貨先物における投機筋ポジション



注:2017年11月14日基準。  
 出所:IMM、ブルームバーグ、みずほ銀行

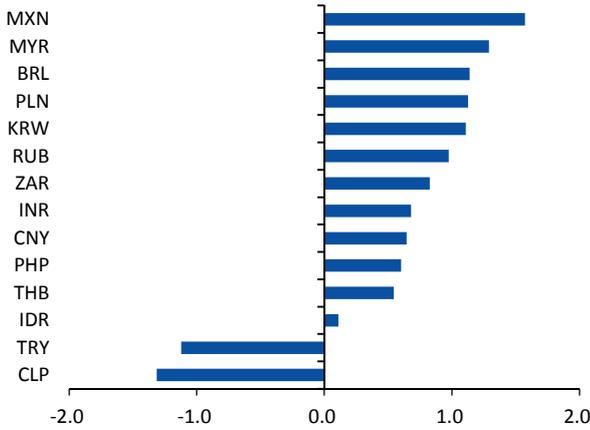
図表6:各大統領候補者の支持率(7、10月調査時点)



出所:El Financiero、みずほ銀行

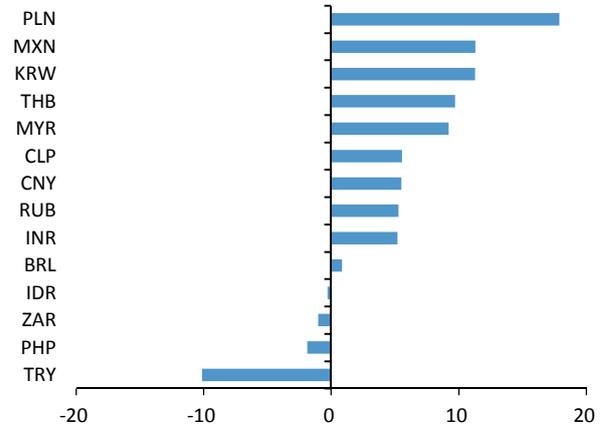
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



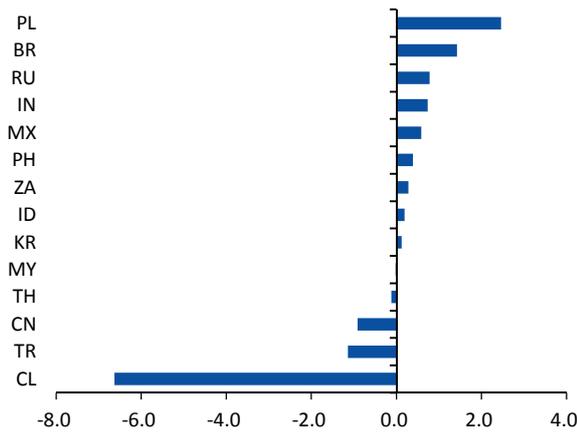
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



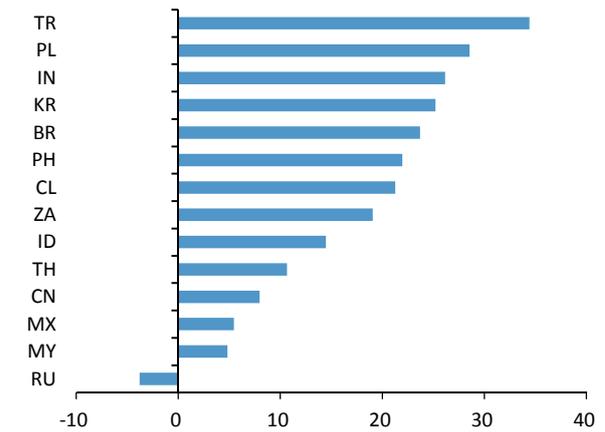
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



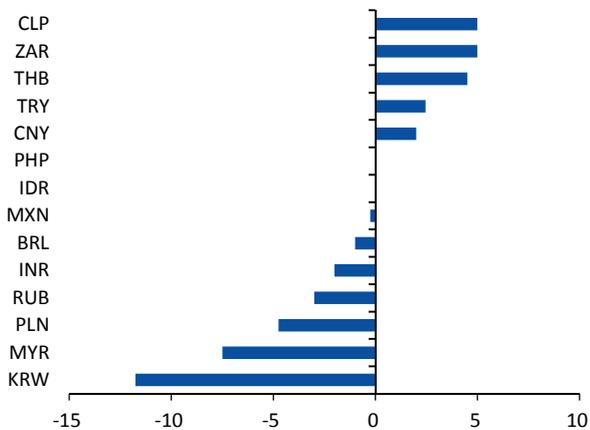
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



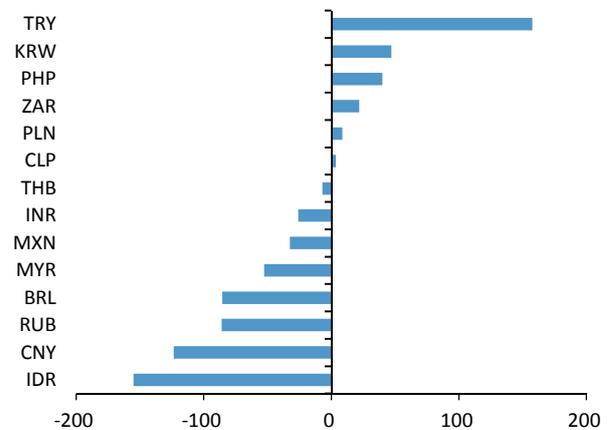
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

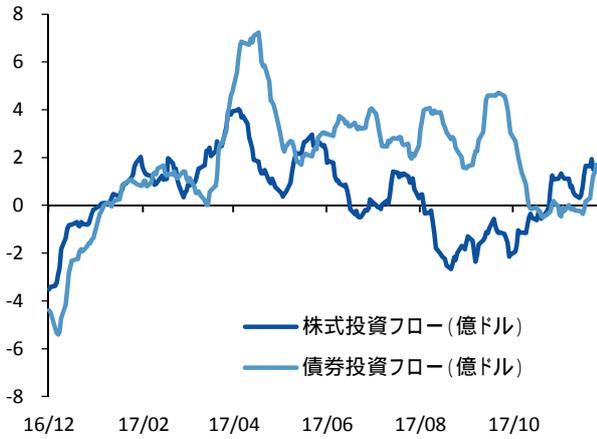
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

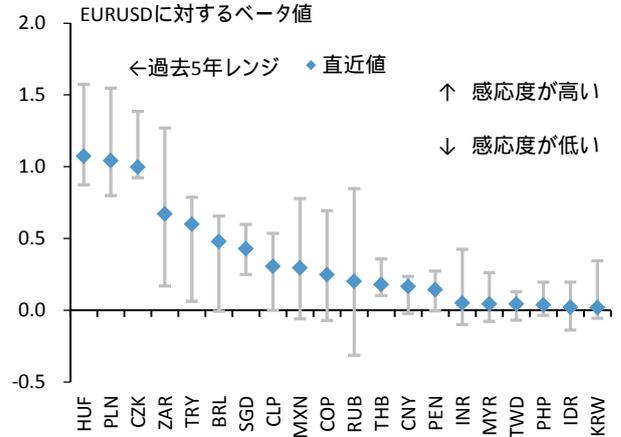
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



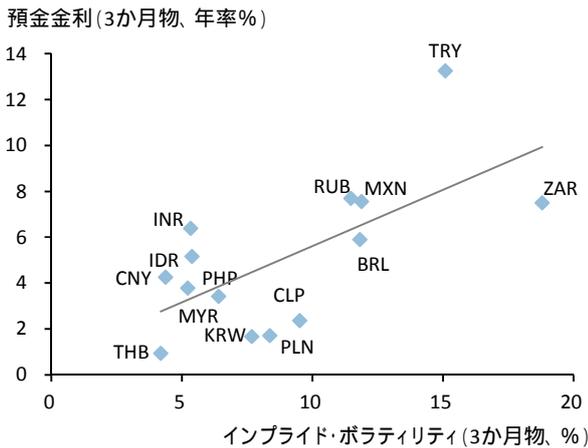
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



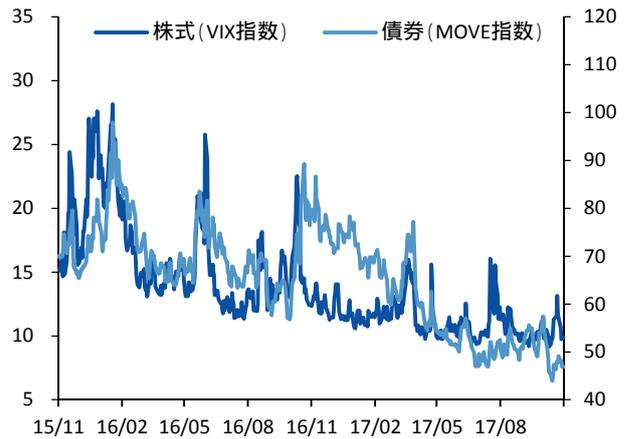
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



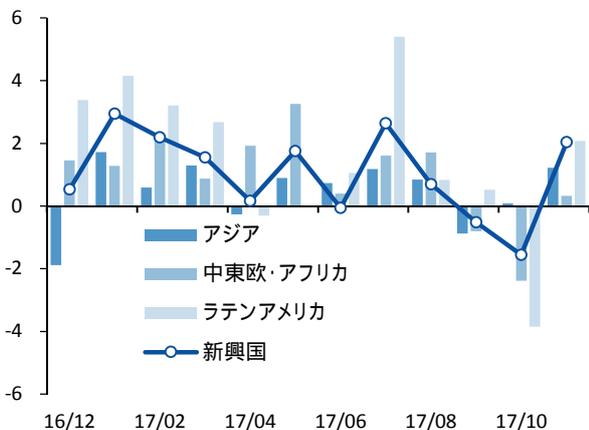
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



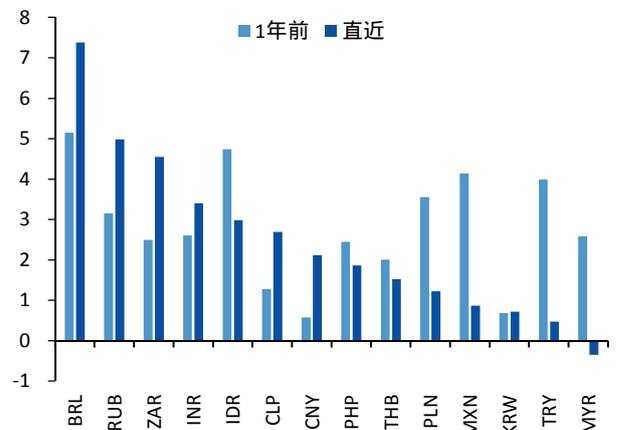
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
11月20日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	3.5%	3.6%	3.8%
20日 (月)	タイ	GDP(季調済/前期比)	0.7%	1.0%	1.3%	1.4%
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	7.8%	9.2%	6.9%	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$368m	\$24m	--
22日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1259m	\$214m	\$3358m	--
23日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	5.0%	5.2%	4.6%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	0.4%	0.4%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	4.0%	2.9%	5.2%	4.8%
23日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-21.8b	-36.9b	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	4.1%	--	4.3%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	16.0%	--	14.6%	--
27-30日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	4.9%	--
28日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	84	--
29日 (水)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	20.1%	--
30日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.3%	--	8.4%	--
30日 (木)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.6	--
30日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	5430.0%	--
30日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$6287m	--
30日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.25%	--	1.25%	--
12月1日 (金)	韓国	GDP(前年比)	--	--	3.6%	--
1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	1.9%	--	1.8%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	\$7850m	--	\$7327m	--
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.0	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	--	0.9%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
11月20日 (月)	ロシア	実質賃金(前年比)	2.9%	4.3%	2.6%	4.4%
20日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.9%	3.0%	3.1%	--
22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.8%	4.8%	5.1%	--
23日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	6.75%	6.75%	--
24日 (金)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	109.5	--
24日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	79.7%	--
30日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.14b	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	5.2%	--
30日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	4.0b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
11月21日 (火)	ブラジル	登録雇用創出合計	15,000	76,599	34,392	--
23日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.4%	0.3%	0.3%	--
23日 (木)	ブラジル	経常収支	-\$900m	-\$343m	\$434m	\$441m
23日 (木)	ブラジル	海外直接投資	\$7000m	\$8240m	\$6339m	\$6342m
23日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	0.8%	-0.3%	-0.2%	--
24日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.5%	--	2.3%	--
27日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	-1886.4m	--
28日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.9%	--	-1.4%	--
29日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	50.9%	--

注: 2017年11月24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
<b>対ドル</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.4390 ~ 6.9640	6.5835	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8113	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.574	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13511	13500	13350	12800	12600	12300
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1085.57	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.1825 ~ 4.5002	4.1075	4.30	4.15	4.02	3.95	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.618	51.5	49.6	48.0	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3453	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ~ 32.447	29.966	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ~ 36.01	32.67	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22727	22750	22650	22400	22350	22260
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.4416	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.3543	13.8799	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9415	3.9197	3.80	3.90	4.00	3.90	4.00
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2225	3.22	3.25	3.28	3.25	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.6345	19.00	19.50	19.00	18.50	18.50
<b>対円</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.208	16.901	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.238	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.722	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.823	0.815	0.809	0.844	0.849	0.870
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	10.257	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.992	27.035	25.58	26.02	26.87	27.09	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.196	2.14	2.18	2.25	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 83.84	82.67	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.712	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.441	3.405	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4893	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ~ 2.024	1.902	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.015	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	28.365	28.95	27.69	27.00	27.44	26.75
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.520	34.16	33.23	32.93	32.92	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.970	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24日の7時20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日発刊)』および『中期為替相場見通し(11月1日発刊)』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、确实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。