

2017 年 12 月 22 日

The Emerging Markets Weekly

政治で明暗

本年は大変お世話になりました。
次回は 2018 年 1 月 12 日発刊です。
来年も宜しくお願いします。

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな動きとなった。先週末、米共和党上院議員のコーカー氏とルビオ氏が税制改革法案に賛成しない意向との報道に年内の法案成立への不安が広がった。しかし、両氏が賛成する意向を示したため、ドル買いが優勢となるも新興国通貨の大半は狭いレンジ内での推移となった。週初 18 日、主要通貨市場ではドルがじり安となったものの、クリスマスを前に積極的な売買は手控えられ、多くの新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。19 日、米 10 年国債利回りが節目である 2.4%を上抜ける中、良好な米 11 月住宅着工件数に加え、下院で税制改革法案が可決されたことを受けてドル買い優勢となり新興国通貨は下押しされた。その後、税制改革が米国経済を大きく押し上げる効果があるのかという疑問が市場で広がり、米株が上げ幅を縮小するとドル高の流れが後退し、新興国通貨は落ち着きを取り戻した。20 日、米上院が税制法案を可決し、下院も修正案を可決した。しかし、市場は既に織り込み済みだったため、利益確定のドル売りフローが持ち込まれる展開に新興国通貨は小幅に上昇した。21 日、米 7～9 月期 GDP(3 次速報)が市場予想を下回り、新規失業保険申請件数が予想対比で増加したことを背景にドルは売り地合いは続いたが、新興国通貨の値動きはまちまちとなった。

アジア: 18～20 日に中国で中央経済工作会议が開催された。市場が注目していた金融システムリスクに関する文言については「今後 3 年間」かけてリスク抑制に取り組むとされ、急速な金融規制の強化を懸念していた市場では安堵感が広がり、CNY は 1 か月ぶりの高値をつけた。タイ中央銀行(BOT)は 20 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を据え置いた。THB は MPC 前に一時下落する場面も見られたが、その後水準を戻した。21 日に大手格付け会社はインドネシアのソブリン格付けを一段階引き上げた。マクロ経済と金融政策によりインドネシア経済の外的ショックへの耐性が強まったことが引き上げの理由と説明した。これが好感され同日の IDR は上昇した。

中東欧・アフリカ: 先週の 14 日にトルコ中央銀行(CBRT)は金融政策決定会合を開催し緊急貸出金利である時間外流動性貸出(Late Liquidity Window: LLW)金利を引き上げたが、市場が見込んでいた利上げ幅より小さかったため、TRY は失望売りとなった。しかし、市場でリスク選好度が高まると買い戻す動きがみられ、TRY(+1.1%)は上昇した。

ラテンアメリカ: 18 日に南アフリカ与党・アフリカ民族会議(ANC)は新議長(党首)を選出する投票を実施し、ラマポーザ副大統領がズマ大統領の元妻ドラミニ・ズマ前アフリカ連合委員長を破り勝利した。これが好感され、ZAR(+2.7%)は大幅に上昇した。一方、メキシコでは与党である制度的革命党(PRI)の元高官が政府資金を流用した疑いで逮捕されたことが嫌気され MXN(▲1.9%)は値を下げた。

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

政治で明暗

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

クリスマス休暇を控え流動性が低い中、19 日に米下院は税制改革法案を可決したが、法案に不備が見つかったため、微修正し 20 日に再び採決することとなった。20 日に上院が法案を可決し、下院も修正案を可決した。法人税率が 35%から 21%に引き下げられるなど、10 年で 1.5 兆ドルという減税案が議会を通過した。市場では既に織り込み済みで法案の議会通過の影響は限定的にとどまったものの、1986 年のレーガン政権以来、約 30 年ぶりの大幅な税制改革となる。トランプ米大統領による署名待ちの状況だが、同法案によって発動される歳出の強制削減(ペイ・ゴー原則)問題が解決されれば 22 日にも署名すると報じられている。

新興国に目を向けると、ロシア中央銀行(CBR)は先週末の 15 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 50bp 引き下げて 7.75%にすることを決定した。利下げは 3 会合連続であり、市場では前回 10 月 27 日会合(8.50%→8.25%に利下げ)と同じく 25bp の利下げを予想する向きが多かったが、利下げ幅は 50bp へと拡大された。声明文では利下げ理由として、石油輸出国機構(OPEC)加盟国を中心とする協調減産合意の延長により、インフレリスクが低下したことを挙げている。11 月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.5%と 12 月末時点において同+4.0%とする目標インフレ率を大幅に下回っているものの、2018 年の終わり頃に 4.0%に近づくとした。今後について、CBR は適度に引き締め気味の金融政策を段階的に中立的へ移行していくとし、2018 年前半における利下げの可能性を示唆している。

ブラジル下院のマイア議長は 14 日、年金改革法案の採決が 2018 年 2 月 19 日以降に先送りになったと発表した。テメル政権が財政改革の目玉としていた年金改革法案は、財政赤字の拡大を抑制するために不可欠であるが、2018 年 10 月の大統領・議会選挙まで 1 年を切り、テメル大統領が国民の反発を恐れる与党内の議員をまとめることができなかった格好だ。審議が 2018 年に持ち越しとなったことで、テメル政権下で年金改革が成立することはほぼ絶望的とみられる。格付け会社は年金改革案が実現しなければブラジル国債格下げの可能性が高まるとしていたことから、2018 年中に格下げされるリスクがある。ブラジルの主要な株価指数や BRL は 14 日に売りが強まったものの、事前の報道で採決したとしても可決は困難と報じられていたこともあり、足許では落ち着きを取り戻している。もっとも、喫緊の課題である年金改革の進展が望めず、2018 年の選挙で誕生する次期政権次第では財政不安が高まる可能性もあり、BRL は厳しい視線にさらされそうだ。

今週、新興国通貨の中で動きが目立ったのは ZAR である。南アフリカでは、18 日に与党・アフリカ民族会議(ANC)の新議長(党首)を選出する投票が行われ、ラマポーザ副大統領がズマ大統領の元妻のランミニ・ズマ前アフリカ連合委員長を破り勝利した。ラマポーザ氏は ANC 書記長時代にネルソン・マンデラ元大統領のもとでアパルトヘイト廃止交渉において重要な役割を果たした人物である。その後、政界から実業家に転身し大成功を収め、2012 年に政界に復帰した。政界での実績に加え、ビジネスにも精通していることから、ラマポーザ氏が次期大統領になれば構造改革が進むとの期待が高い。2018 年 1 月 5 日に全国執行委員会(NEC)が予定されており、2019 年 6 月 2 日まで任期のあるズマ大統領が辞任に追い込まれることとなれば、ZAR は一段と上昇する展開となりそうだ。

12 月 9 日と 14 日の 2 回に分けて投票が行われたインド西部グジャラート州の州議会選挙が 18 日に開票された。与党のインド人民党 (BJP) は総議席数 182 のうち 99 議席を押さえ、前回 2012 年の選挙で獲得した 115 議席からは議席数を減らしたものの単独過半数を維持した。今回の選挙は物品サービス税 (GST) の全国での導入など大きな改革が行われてから初めての州議会選挙であるほか、グジャラート州はかつてモディ首相が州首相を務めたお膝元ということもあり、モディ政権の支持を示す試金石として注目が集まっていた。単独過半数を維持したとはいえ結果は低調であり、今後野党が勢いを増す可能性も否定できず、予断を許さない結果である。なお、同日に開票されたヒマーチャル・プラデーシュ州議会選挙では、BJP が野党の国民議会派から与党の座を勝ち取った。

タイ中央銀行 (BOT) は 20 日に金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利を 1.50% に据え置くことを決定した。声明文では、タイ経済は良好な外需と、緩やかに回復している内需を背景に当初の見通しより速いペースで成長が回復をしているとした。世界経済回復を背景に輸出と観光業が引き続き好調として、2017 年と 2018 年の年間 GDP を前年比 +3.9% と同 +3.8% から引き上げた。為替相場については貿易相手国の通貨と動きが沿っているとした。タイ経済は回復を続けていることから、BOT は当面政策金利を据え置くだらう。

来週の前半はクリスマスで大半の市場は休場となり今週以上に市場参加者が少なくなるため、新興国通貨は動意に乏しい展開を予想する。トランプ大統領の署名により税制改革法案が成立することが見込まれるものの、既に織込み済みのため市場の反応は限定的とならう。

中国

中央経済工作会議レビュー

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

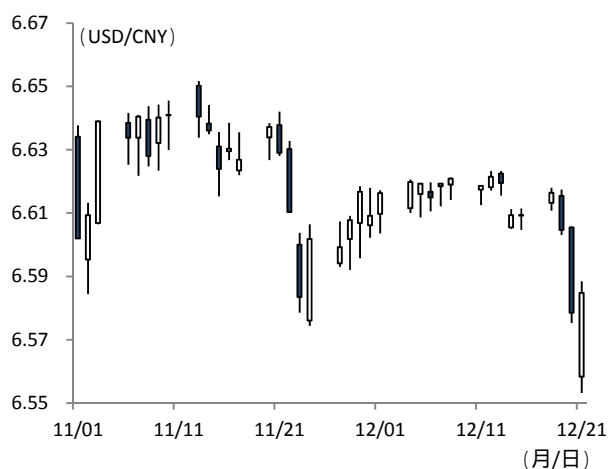
12 月 18～20 日に 2018 年の経済運営方針を決定する中央経済工作会議が開催された。発表された習近平・国家主席の声明文によれば基本運営方針は今年から変わらず、金融政策は「穏健かつ中立を保つ」とされ、財政政策は「積極姿勢を維持する」とし、通貨政策は「人民元を合理的で均衡ある水準に安定させる」とした。

市場では基本方針の維持は広く予想されており、焦点は金融システムリスク抑制と来年の GDP 成長率に関する文言だった。前者に関しては、声明文において 3 大重要目標の 1 つとして掲げられ、「今後 3 年間」かけてリスク抑制に取り組むとされた。経済工作会議に向けた準備のため 8 日に開かれた共産党政治局会議では、2018 年の重要課題として真っ先に金融システムリスクの抑制が挙げられたことで、市場は金融規制の急速な強化に対する警戒感が強まっていた。しかし、「3 年間」との期間が示されたことで規制強化の急速な進展への懸念は後退し、オンショア人民元 (CNY) は対ドルで 6.60 台から 6.55 台まで上昇した(図表 1)。

金融システムリスクと並んで注目された 2018 年の成長率目標に対する文言だが、習氏は来年も「安定の中で前進を図る」と従来の基本方針を述べるにとどめた。同コメントを踏まえると、2018 年も 2017 年同様に「+6.5%前後」との実質 GDP 成長率の目標が維持される公算は大きい。しかし、4 日に中国政府の広報官室を兼ねる国務院新聞弁公室が、政府はより質の高い発展に重きを置いており、2018 年の経済成長率目標は新たな変化を反映するとコメントしている。また、習政権が景気加速よりも金融システムリスク抑制に重点を置いていることに鑑みれば、2017 年の成長目標に付帯された「実際の取り組みによってよりよい結果を得るように努める」との文言は削除される可能性が高い。

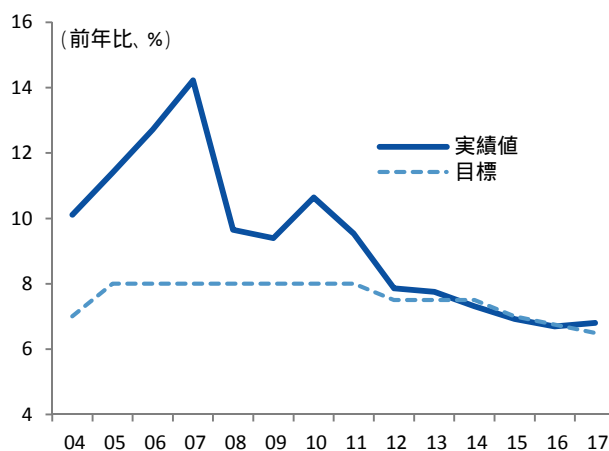
今回発表された 2018 年の経済運営方針は概ね予想通りの内容となったほか、中国の景気減速も市場では織り込まれている。かかる状況下、当面は CNY が大きく動くとは考えがたく、レンジ内で安定推移を見込む。

図表 1: USDCNY の値動き



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 中国 実質 GDP 成長率(実績、目標値)

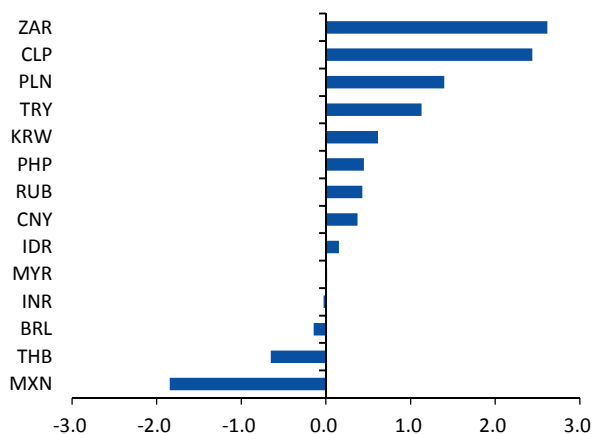


注: 16 年の目標は中央値を表示。17 年の実績値は IMF 予測値。

出所: 中国国家統計局、国務院、CEIC、みずほ銀行

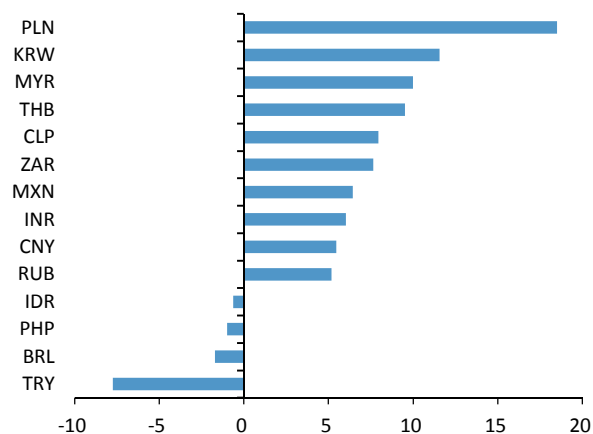
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



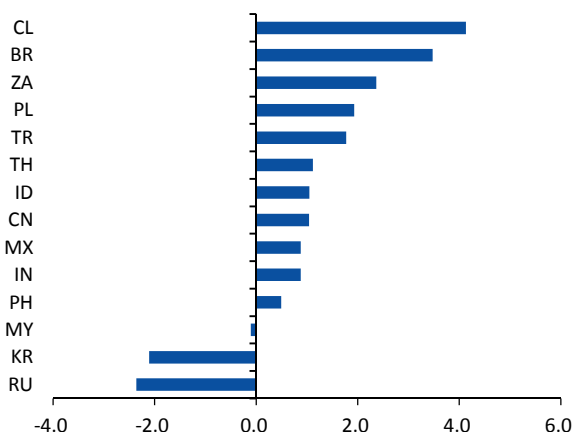
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



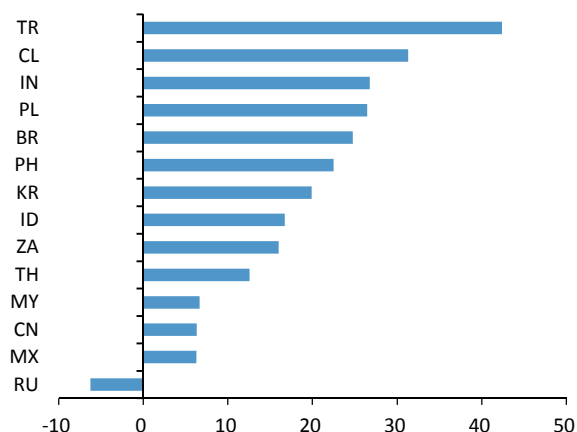
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



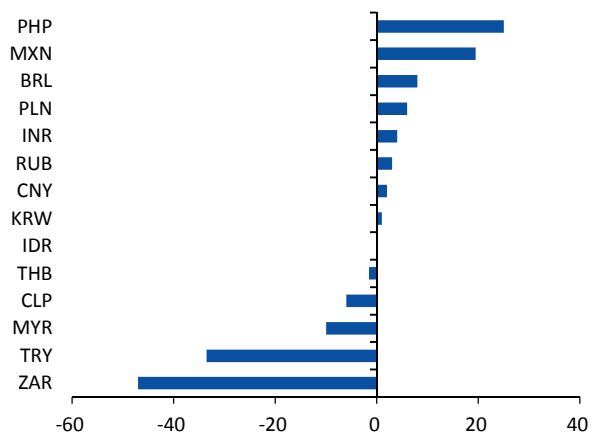
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



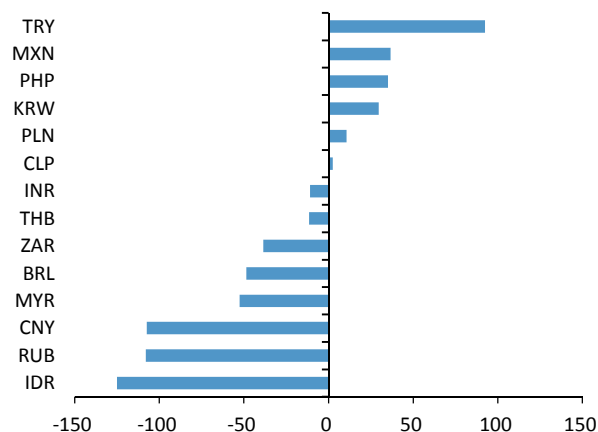
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

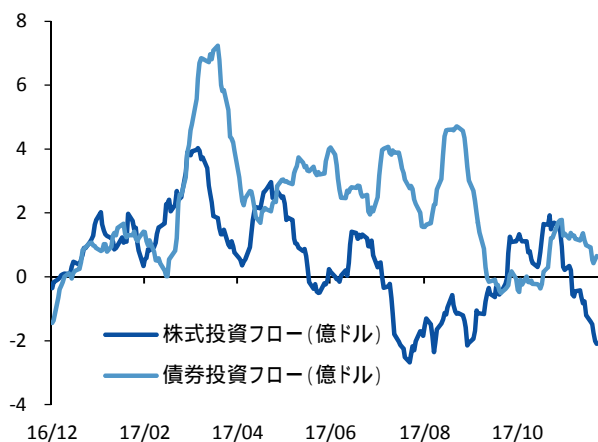
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

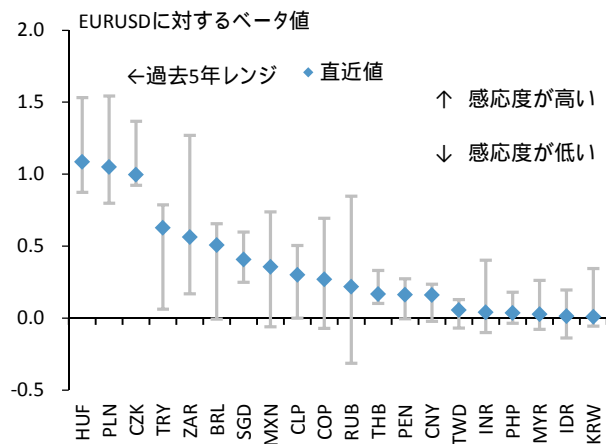
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



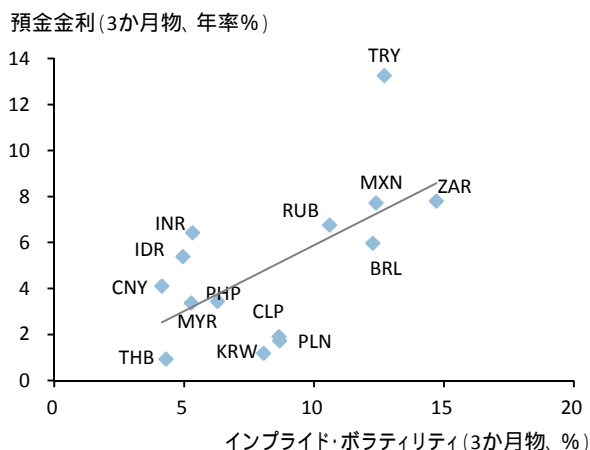
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



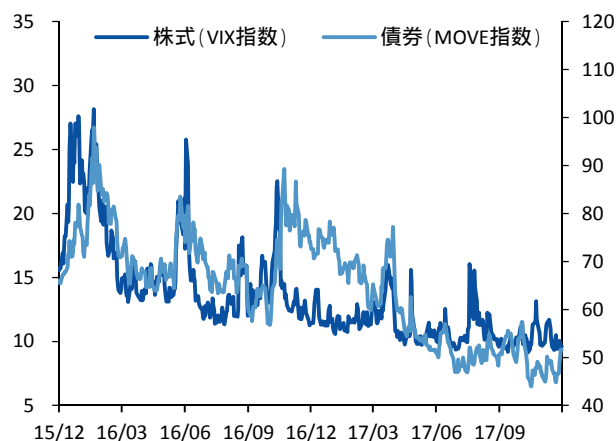
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



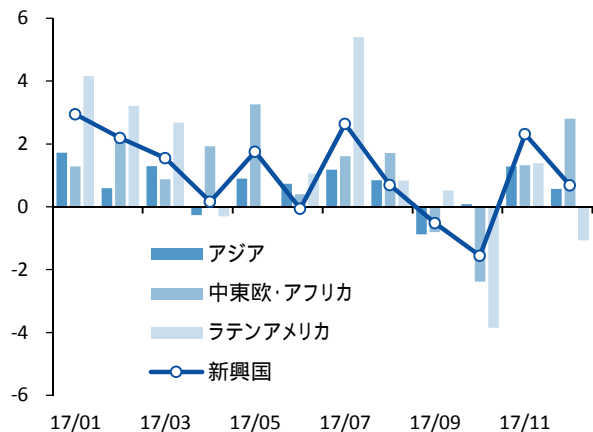
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



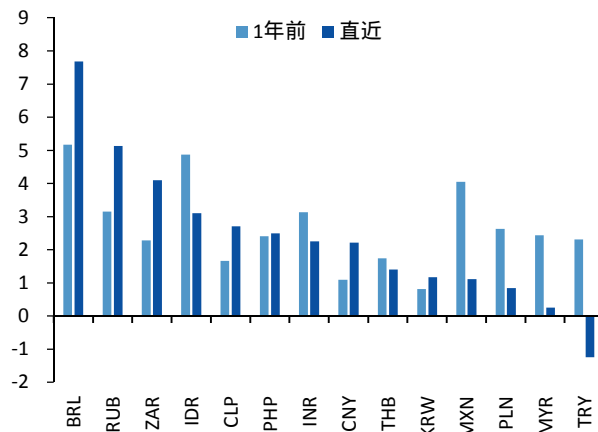
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
12月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	6.4%	9.1%	20.9%	20.5%
19日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	3.1%	3.5%	3.6%
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$44m	-\$368m	--
20日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	3.4%	3.4%	3.7%	--
20日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	8.0%	11.6%	9.2%	--
21日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$755m	\$1763m	\$214m	--
21日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
22日 (金)	マレーシア	外貨準備高	--	--	\$101.9b	--
22日 (金)	タイ	外貨準備高	--	--	\$203.3b	--
22日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	2.1%	--	2.9%	--
22日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-21.8b	--
26日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	--	0.4%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	7.5%	--	14.6%	--
26-29日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-3.7%	--
28日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	82	--
28日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.9%	--
29日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.3%	--
29日 (金)	タイ	外貨準備高	--	--	--	--
29日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	--	--	\$3535m	--
29日 (金)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.0%	--
中東欧・アフリカ						
12月19日 (火)	ロシア	実質賃金(前年比)	4.5%	5.4%	4.3%	5.4%
19日 (火)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.3%	2.7%	3.0%	3.1%
26日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	106.3	--
26日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	79.9%	--
28日 (木)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	51.5	--
29日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	5.8%	--	5.0%	--
29日 (金)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	--	--	57.4	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	-6.30b	--	-7.32b	--
29日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	22.2%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	4.6b	--
29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	1200m	--
29日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	1.8%	--
29日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.5%	--
ラテンアメリカ						
12月20日 (水)	ブラジル	税収	113300m	115089m	121144m	--
20日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$1800m	-\$2388m	-\$343m	--
20日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-1.1%	-0.1%	-0.3%	--
21日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.4%	0.4%	0.3%	--
21日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.3%	1.5%	0.5%	--
22日 (金)	ブラジル	融資残高	3064b	--	3052b	--
27日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	50.7%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	-2066.0m	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	-0.9%	--

注: 2017 年 12 月 22 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 1～11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	6.5848	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8185	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.063	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13555	13600	13400	13100	12900	12700
韓国ウォン	(KRW)	1076.32 ~ 1211.78	1082.64	1100	1090	1080	1070	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0815 ~ 4.5002	4.0790	4.22	4.15	4.00	3.90	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.198	51.5	50.2	49.6	49.1	48.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3439	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.883 ~ 32.447	29.975	30.10	30.00	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	32.50 ~ 36.01	32.72	32.9	32.6	32.4	32.1	31.9
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22707	22750	22650	22400	22350	22260
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.5147	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.5742	12.7614	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9826	3.8190	3.90	4.00	4.10	4.00	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.3066	3.25	3.31	3.38	3.30	3.15
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	19.4617	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 ~ 17.295	17.232	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.493	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.769	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.836	0.809	0.806	0.824	0.829	0.843
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.382	10.489	10.00	9.91	10.00	10.00	10.09
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 27.503	27.813	26.07	26.02	27.00	27.44	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.261	2.14	2.15	2.18	2.18	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 84.01	84.33	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.798	3.781	3.65	3.60	3.61	3.59	3.60
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.457	3.463	3.34	3.31	3.33	3.33	3.35
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4990	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	1.939	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.774 ~ 8.978	8.877	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.019 ~ 33.476	29.674	28.21	27.00	26.34	26.75	27.44
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.255	33.85	32.63	31.95	32.42	33.97
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.823	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

注:1.実績の欄は 2017 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 22 日の 7 時 5 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(12 月 1 日発行)』および『中期為替相場見通し(11 月 30 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。