

2018年7月6日

## The Emerging Markets Weekly

### 利上げに転じる新興國中銀

**新興国市場:** 今週の新興国通貨は大半が小幅な動きとなった。先週末6月29日はEU首脳会議で難民・移民問題で合意が得られたことを背景にユーロを中心にドル売りの流れとなり、新興国通貨の大半は堅調な値動きとなった。週初7月2日は米国の中国製品に対する制裁関税の発動を6日に控え、貿易摩擦激化に対する警戒感が強まる中、新興国通貨は軟調推移。ドイツでは移民問題を巡り、キリスト教社会同盟(CSU)党首のゼーホーファー内相がメルケル独首相と合意できなければ辞任すると発言したことを背景にドイツの政局不安が高まりユーロが下落する中で新興国通貨は続落。その後、ゼーホーファー氏とメルケル首相が難民の流入抑制策で合意に達したとの報道を受け、新興国通貨は小幅に値を戻した。3日は翌日の米独立記念日を控え市場参加者が少ない中、主要通貨ではドルは売り優勢となったものの、新興国通貨の大半は小幅なレンジ内で推移した。4日は米独立記念日のため市場は閑散としたムードとなり、新興国通貨はまちまちな値動きとなった。5日に発表された米経済指標は強弱入り混じる結果となったが、公表されたFOMC議事要旨(6月13~14日開催分)では漸進的な利上げへのコミットメントが再確認されたため、ドル相場が底堅く推移したものの、新興国通貨の大半は動意の薄い展開となった。

**アジア:** 4日にタイ中央銀行(BOT)は6月20日に開催した金融政策委員会(MPC)の議事要旨を発表し、金融政策の正常化を図るため金融引き締め条件と時期について討議したことを明らかにした。もっとも、タイ6月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%とBOTの物価目標(+1.0~4.0%)の中央値を下回っているため、当面はBOTが利上げに踏み切る公算は小さいとの観測からTHBの反応は限定的となった。5日に発表されたフィリピン6月CPIは前年比+5.2%と5月(同+4.6%)から加速し、市場予想(同+4.8%)を上回る結果となった。また、フィリピン中央銀行(BSP)の目標レンジ(+2~4%)を上回ったため、8月9日に開催される金融政策会合で追加利上げする可能性が高いとの思惑が市場では広がった。

**中東欧・アフリカ:** 3日に発表されたトルコ6月CPIが前年比+15.4%と5月(同+12.2%)から大幅に加速し、2003年9月以来となる高い伸び率になったことを受けてTRYは下落。しかし、非常事態宣言を延期しないことが報じられると、エルドアン大統領の強権政治に対する警戒感が後退しTRYは週前半に下げた分を全て取り戻す展開となった。ユーロが上昇する中、欧州と経済的關係が深いZARは連れ高となった。

**ラテンアメリカ:** 1日のメキシコ大統領選挙ではオブラドール氏が勝利。同氏の大統領就任後に財政が悪化し対米關係は緊張するとの懸念から週初のMXNは下落。しかし、トランプ米大統領との電話会談で友好關係の維持を確認したほか、ペニャニエト現大統領との会談で財政収支の均衡に努める考えを示したため、MXNは週後半にかけて上昇する展開となった。ブラジル大統領選におけるポピュリスト候補の当選が懸念される中、BRLは軟調に推移した。

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

### 利上げに転じる新興國中銀

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

新興国通貨は6月に大きく値を下げ、多くの通貨が年初来安値を更新した。こうした中、自国通貨防衛を企図して利上げに踏み切る新興國中銀が増えている。中でも顕著な動きを見せたのがインドネシア中銀(BI)である。

6月29日にBIは金融政策会合を開催し、政策金利の7日物リパースレポレートを50bp引き上げ5.25%とした(2018年7月2日付通貨ニュース「[インドネシア:6月金融政策会合 - 50bpの利上げを決定](#)」を参照)。BIは利上げを実施した理由として、米利上げやグローバルな金融市場におけるリスクの増大を受けて、6月後半にIDRが下落したことへの対処であると述べた。

元よりBIは通貨安を阻止する姿勢を示していた。2018年2月からIDRは下落基調となり、5月には2015年8月以来の安値をつけた。こうした中、BIは5月17日の金融政策決定会合で25bpの利上げに踏み切り、さらに臨時の会合を30日に開催し25bpの追加利上げを決定した。7月3日にBIのペリー総裁はBIが為替と債券の市場介入を続けていることを明らかにしており、今後もIDRが下値を切り下げていくような展開となれば、BIが追加利上げに踏み切る可能性は高いと言える。

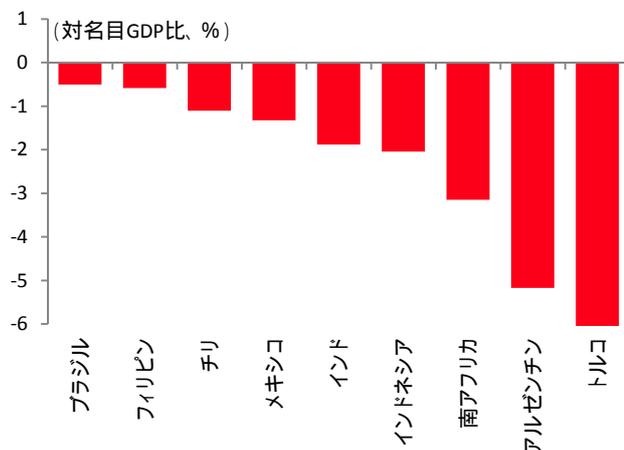
インドネシア以外に自国通貨防衛のため利上げを実施したアルゼンチンとトルコも記憶に新しい。アルゼンチン中央銀行(BCRA)は4月24日に開催した金融政策会合では政策金利を27.75%に据え置くことを決定したが、ARSが下げ足を速めると4月27日に300bpの緊急利上げを実施し政策金利を30.25%とした。その後、5月3日にも300bpの利上げを執行し、その翌日の4日には675bpの大幅な利上げを実施し政策金利を40.00%に引き上げた。このなり振り構わない通貨防衛策にも拘らずARSは対ドルで史上最安値を更新した。

エルドアン大統領からの利下げ要請に配慮してトルコ中央銀行(CBRT)は利上げに対して及び腰であると市場では見られていた。その根拠として指摘されていたのは、CBRTが政策金利である1週間レポレートではなく、本来は緊急貸出金利の時間外流動性貸出(LLW)を実質的な政策金利として運用していたことである。エルドアン氏から非難をかわすことが目的ではないかとの疑義を招いていたが、CBRTは5月28日に政策金利の一元化を発表し1週間レポレートを改めて政策金利とし16.50%に設定するとした。さらにCBRTは6月7日に開催した金融政策会合で政策金利を市場予想の100bpを上回る125bp政策金利を引き上げ17.75%とした。声明文には「必要であればさらなる引き締めを行う」との文言が復活し、CBRTのタカ派的な姿勢が示された。一連の政策を受けてTRYは一時上昇した。しかし、6月24日に実施された大統領選挙でエルドアン大統領の再選が決まると、同氏が再びCBRTに対して利下げを促すのではないかと懸念が強まり、足許のTRYは上値が重い展開となっている。TRYの冴えない値動きに加え、6月消費者物価指数(CPI)が前年比+15.4%と4月(同+12.2%)から加速し2003年10月以来の高水準の伸び率となったことから、次回の金融政策決定会合(7月24日)でCBRTは利下げに踏み切る可能性が高いと考える。

4～6月に通貨防衛のための利上げを行ったインドネシア、アルゼンチン、トルコは新興国における経常赤字国の中でも赤字幅が大きいという共通点がある(図表1)。こうした観点から見ると、インドネシア以上に高水準の経常赤字を記録する南アフリカが金融政策を引き締め方向に転じる可能性があると言えよう。実際、南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)は前回会合(5月24日)で政策金利を据え置く一方、声明文ではインフレ率の上振れリスクは増大しているとした。ラマポーザ大統領の財政改革を受けて5月までのZARは安定推移していたが、6月は値を崩し2017年11月以来の安値をつけた。6月CPIが前年比+4.4%と物価目標(+3.0～6.0%)内で推移しているため、次回会合(7月19日)で利上げに踏み切る公算は小さいが、ZARが続落するようであれば金融政策を引き締め方向へ転換すると見込まれる。

上記以外では、通貨安ではなくインフレ率の上昇を理由にインド準備銀行(中央銀行、RBI)が6月6日に、フィリピン中央銀行(BSP)が6月20日にそれぞれ25bpの利上げを行った(図表2)。今後も新興国からの資本流出圧力が強まるようであれば、両国の中央銀行も通貨防衛を理由に利上げを行う可能性があると考えられる。

図表1: 主要な経常赤字国の経常収支(対名目GDP比)



注: 上図は4四半期移動平均値であり、2018年3月末基準。  
出所: 各国中銀、各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

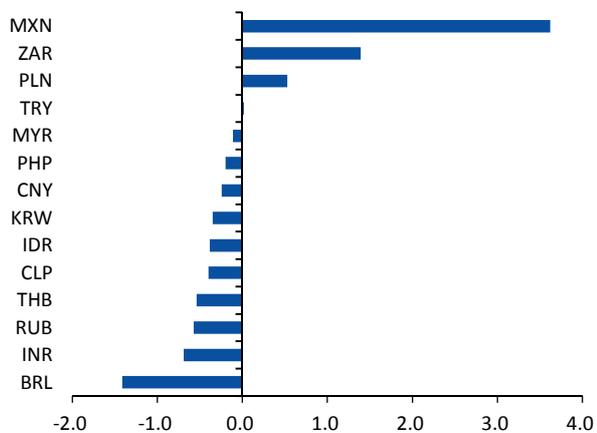
図表2: 主要新興国の金融政策動向一覧

国	政策金利	現在 (%)	直近の政策動向	
			日付	決定事項
<b>エマージングアジア</b>				
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2015/10/23	-25bp
インド	翌日物レボ金利	6.25	2018/6/6	+25bp
インドネシア	7日物リバースレボレート	5.25	2018/6/29	+50bp
韓国	7日物レボ金利	1.50	2018/5/24	現状維持
マレーシア	翌日物金利	3.25	2018/5/10	現状維持
フィリピン	翌日物金利	3.50	2018/6/20	+25bp
タイ	翌日物レボ金利	1.50	2018/6/20	現状維持
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	2017/7/7	-25bp
<b>中東欧・アフリカ</b>				
ロシア	1週間物レボ金利	7.25	2018/6/15	現状維持
南アフリカ	レボ金利	6.50	2018/5/24	現状維持
トルコ	1週間物レボ金利	17.75	2018/6/7	+125bp
<b>ラテンアメリカ</b>				
ブラジル	SELIC金利	6.50	2018/6/20	現状維持
メキシコ	翌日物金利	7.75	2018/6/21	+25bp

出所: 各国中央銀行、みずほ銀行

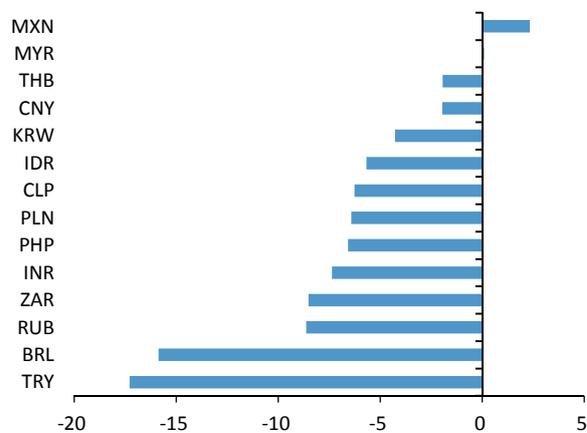
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



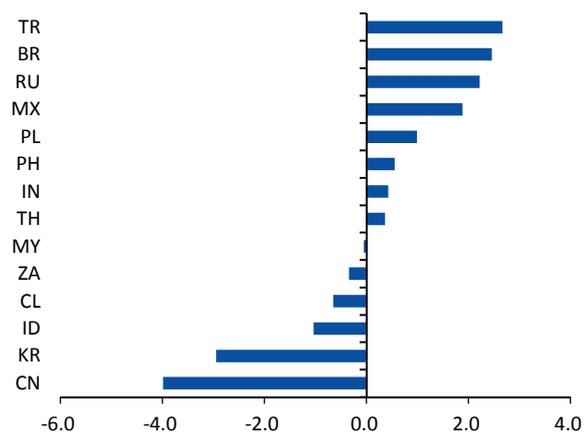
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



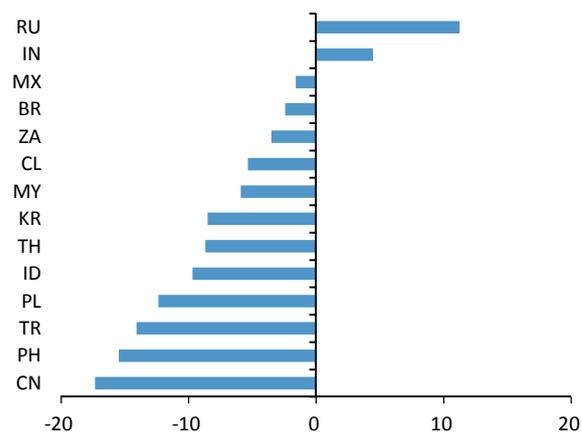
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



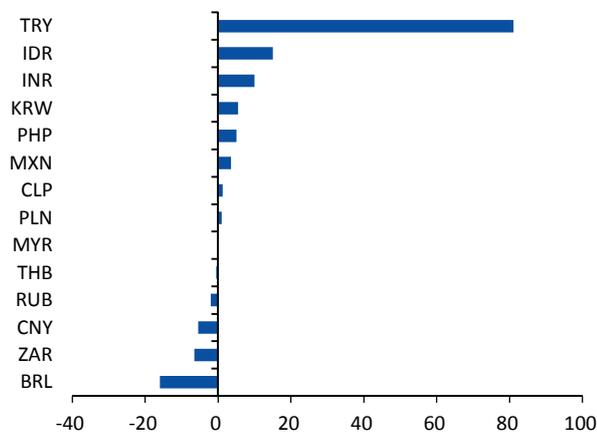
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



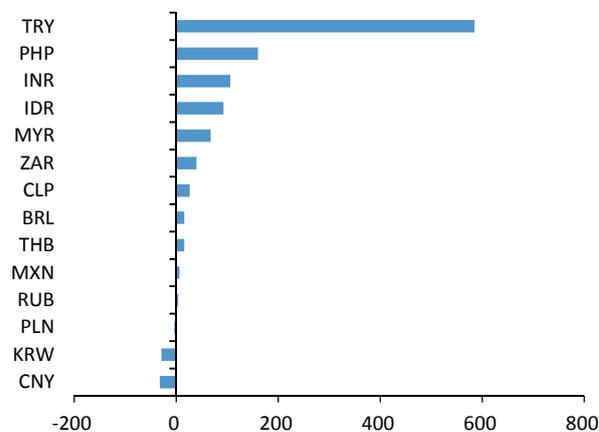
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

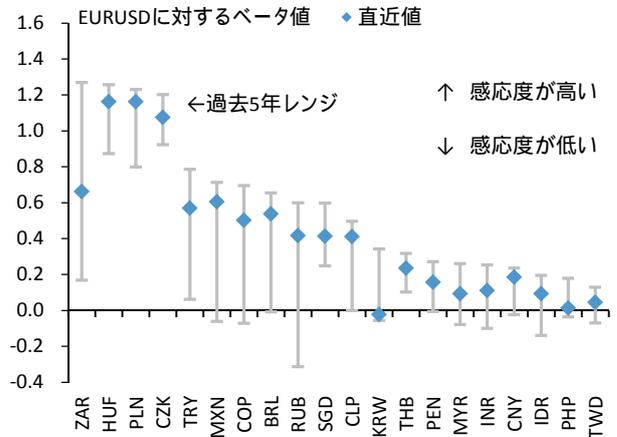
# チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



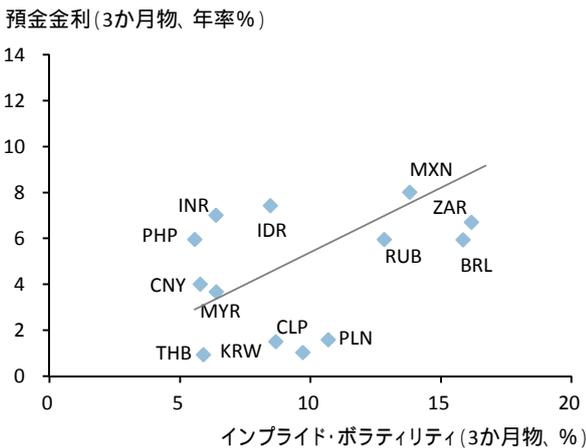
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



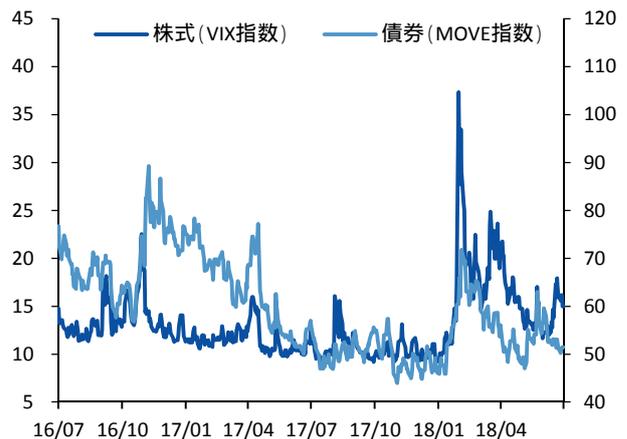
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



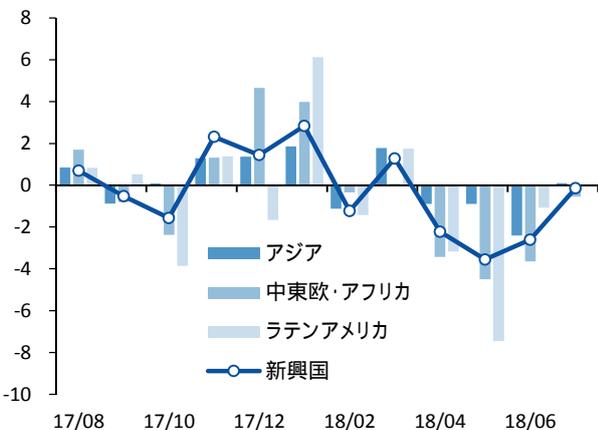
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



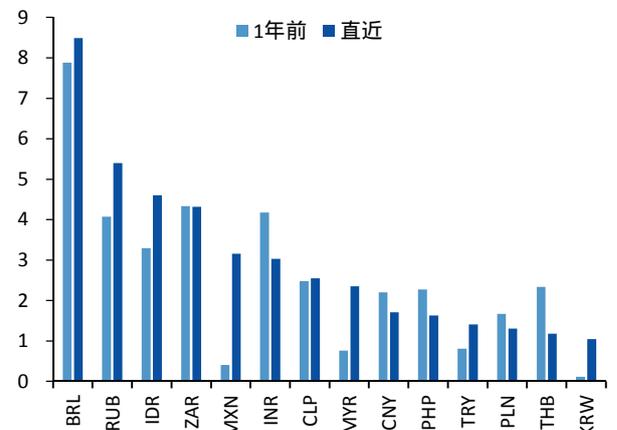
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
7月2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.1	51.0	51.1	--
2日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.5%	1.4%	1.5%	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.0%	3.1%	3.2%	--
2日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	52.5	52.5	52.7	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.7%	1.5%	1.5%	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.7	53.9	52.9	--
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$8680.6m	\$1768.2m	--
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.8%	5.2%	4.6%	--
5日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	6.4%	3.4%	14.0%	--
5日 (木)	台湾	CPI(前年比)	1.5%	1.3%	1.6%	--
9日 (月)	台湾	貿易収支	\$5.18b	--	\$4.41b	--
9日 (月)	中国	外貨準備高	\$3103.00b	--	\$3110.62b	--
9-13日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	4.4%	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3250m	--	-\$3615m	--
10日 (火)	中国	PPI 前年比	4.4%	--	4.1%	--
10日 (火)	中国	CPI(前年比)	1.9%	--	1.8%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	1550.0b	--	1150.0b	--
11日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	--	3.25%	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.4%	--	4.6%	--
12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	0.4%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.9%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.9%	--
12日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	--	1.50%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	20.2%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	14.9%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	\$27.30b	--	\$24.92b	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
7月2日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	1.3%	1.3%	1.3%	--
3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	13.9%	15.4%	12.2%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	23.7%	20.2%	--
6-9日	ロシア	CPI(前年比)	2.2%	--	2.4%	--
10日 (火)	ロシア	経常収支	--	--	30827m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-5.43b	--
12日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	1.1%	--
12日 (木)	ロシア	貿易収支	13.8b	--	15.3b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
7月4日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$6600m	\$5882m	\$5981m	--
4日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-9.4%	-6.6%	8.9%	--
5日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	88.7	89.8	88.3	--
5日 (木)	メキシコ	総設備投資	9.5%	10.5%	-4.1%	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.4%	--	2.9%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.5%	--
12日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	0.6%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	3.8%	--

注:2018年7月6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

		2018年 1～6月(実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
<b>対ドル</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.6425	6.6370	6.60	6.55	6.55	6.55	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8471	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 69.093	68.941	69.8	68.2	65.0	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14415	14394	14400	14100	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1124.00	1118.44	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリング	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	4.0430	4.12	3.98	3.85	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.630	53.428	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3705	1.3650	1.38	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.605	30.547	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.23	33.21	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22970	23045	23050	23000	22850	22850	22750
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	63.1501	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 13.9974	13.5454	13.50	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.5935	4.30	4.10	4.30	4.40	4.50
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.9657	3.9311	3.81	3.85	3.89	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.2324	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
<b>対円</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	16.664	16.36	16.03	15.57	15.27	14.85
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.105	13.78	13.39	13.03	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.605	1.55	1.54	1.57	1.56	1.54
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.769	0.750	0.745	0.739	0.725	0.721
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.886	9.82	9.46	9.11	8.85	8.60
マレーシアリング	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.356	26.21	26.38	26.49	26.67	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.070	1.98	1.99	2.00	1.94	1.88
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.08	78.26	77.21	76.12	75.19	74.24
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.623	3.56	3.45	3.34	3.27	3.19
タイバーツ	(THB)	3.314 ~ 3.525	3.333	3.22	3.18	3.13	3.10	3.07
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4804	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ~ 1.993	1.753	1.71	1.64	1.62	1.56	1.51
南アフリカランド	(ZAR)	7.877 ~ 9.293	8.170	8.00	8.40	8.16	7.69	7.26
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	24.079	25.12	25.61	23.72	22.73	21.78
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	27.626 ~ 35.131	28.151	28.35	27.27	26.22	25.77	25.45
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 5.981	5.754	5.40	5.53	5.67	5.56	5.76

注:1.実績の欄は2018年6月30日まで。SPOTは7月6日の7時7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(7月2日発行)』および『中期為替相場見通し(6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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。