

2018年8月24日

## The Emerging Markets Weekly

### 弱含む ZAR

**新興国市場:** 週内に予定される米中通商協議を控えて、週初 20 日はアジア通貨の大半が上昇。さらに、ニューヨーク時間にトランプ米大統領は FRB が実施している利上げに不満をもらしているとの報が伝わるとドル売りが強まり、ブラジル大統領選の世論調査の結果が嫌気されて BRL は下落したものの、多くの新興国通貨は値を上げた。21 日もトランプ大統領の利上げ批判を受けたドル売り地合いが継続し、新興国通貨は堅調に推移した。22 日はインド、インドネシア、マレーシア、シンガポールが休場となる中、ワシントンでの米中通商協議や FOMC 議事要旨の公表を控えて様子見ムードが拡がりアジア通貨は動意薄。その後、北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉をめぐり、米国とメキシコが進めてきた 2 国間協議の合意をトランプ米政権が 23 日に発表する方向で調整していると報じられると、MXN を中心に新興国通貨は買いが優勢となった。23 日は、21 日の豪与党自由党の党首選で勝利したターンブル首相に対し、党内で退陣を迫る動きが活発化。これを受けた豪ドルの下落が他通貨にも波及し、アジア通貨は小緩む展開。さらに、欧州時間に入ると市場の関心は翌日のジャクソンホール会合でのパウエル FRB 議長講演に移り、議長がタカ派的スタンスを維持するとの思惑からドル高地合いが強まると新興国通貨は軟調となった。

**アジア:** タイの 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.6%と、上方修正された 1~3 月期の同+4.9% (修正前は同+4.8%) からは若干低下したものの、予想を上回った (ブルームバーグ調査の中央値: +4.4%)。季節調整済み前期比では +1.0%と、こちらも上方修正された 1~3 月期の +2.1% (修正前は+2.0%) から大幅に減速したものの、依然として高い伸びを維持した (ブルームバーグ調査の中央値: +0.9%)。成長を主導したのは個人消費で、2011~12 年に実施されたファーストカースキームの影響が緩和した (5 年間の転売禁止期間終了に伴い買い替えが可能となった) ことによる旺盛な自動車需要などが押し上げた。

**中東欧・アフリカ:** ロシア中央銀行 (CBR) は 20 日、先週金曜日 (17 日) に為替介入を再開したことを発表した。市場では RUB 相場が軟調な中でも介入が続くと解釈され、RUB は 69 近辺まで値を下げた。22 日にトランプ大統領が南アフリカでの土地や農地の収用、農家殺害の実態を詳しく調査するようポンペオ米 국무長官に指示したことが明らかとなると、23 日に ZAR は大きく値を下げた。

**ラテンアメリカ:** 20 日に公表されたブラジル運輸連盟 (CNT)/MDA の世論調査では、収賄罪で服役中のルラ元大統領の支持率は 37.7%と、前回 5 月調査の 32.4%から上昇した。右派のボルソナロ氏の支持率は 18.8%で 2 位、シルバ元環境相は 6.5%で 3 位となった。一方で、市場関係者が高く評価するアルキミン前サンパウロ州知事の支持率はわずか 4.9%にとどまった。一連の世論調査でアルキミン氏の支持率が 1 桁台にとどまる中、投資家は大統領選をめぐり悲観的な見方を強めており、BRL は 2 年ぶりに対ドルで 4 台まで値を下げている。

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

### 弱含む ZAR

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

先週はトルコショックの余波を受け、新興国通貨の大半は売り圧力にさらされた。2018年に入ってから、米金利上昇や米中貿易摩擦への懸念、そしてトルコショックが新興国からの資本流出を招いている。年初来では、MXN 以外の新興国通貨は下落しており、特に高金利通貨、経常赤字(や双子の赤字)を背負っている国の通貨ほど売られている(図表 1)。2017年12月下旬頃から2018年4月まで上昇基調だった ZAR も5月以降下落基調に転じており、特に米中貿易摩擦への懸念の高まりとトルコショックを背景に下げ足を速め、年初来で▲14%の減価となった。

南アフリカでは2017年12月18日に与党・アフリカ民族会議(ANC)の新議長(党首)を選出する投票が実施され、ラマポーザ氏(当時副大統領)が勝利した。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、再び政界に復帰した。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かったため ZAR は上昇した。その後、2018年2月に当時大統領だったズマ氏が辞任に追い込まれ、ラマポーザ氏が新大統領となった。同氏は新大統領に就任後、新財務相として市場の信頼の厚いネネ氏を復帰させ、元財務相のゴードン氏も公営企業相に任命したことも市場に好感され ZAR は堅調な推移となった。

2018年度予算案では、1993年以来となる付加価値税(VAT)の引き上げ(14%→15%)や財政支出削減などの措置が打ち出された。2018~19年度の財政赤字目標はズマ前大統領の時の対 GDP 比▲3.9%から同▲3.6%に縮小され、財政健全化、構造改革が進むとの期待も高まった。3月に行われた大手格付け会社によるレビューもソブリン格付けの引き下げが回避できるかが焦点となっていたが、格下げは見送られ、当面は様子見姿勢となった。

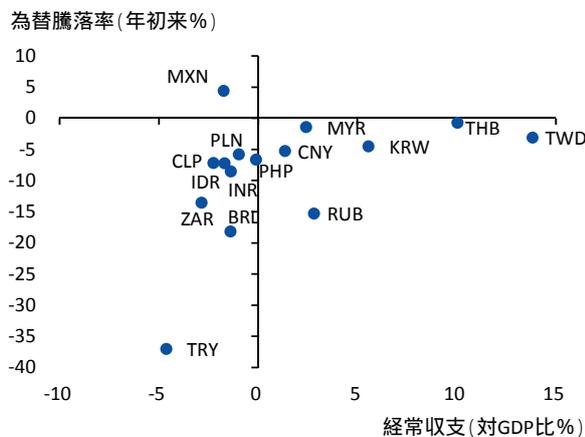
新政権への期待感は大きく ZAR の好材料となっていたが、2018年1~3月期の実質 GDP 成長率は前期比▲2.2%と予想(同▲0.5%)を大幅に下回ったことを受けて ZAR は下落した。また、米中貿易摩擦への懸念の高まりも ZAR の重石となった。南アフリカは世界屈指の金・プラチナなどの貴金属をはじめとする鉱物の主要産出国である。世界第1位と第2位の経済大国である米国と中国の貿易戦争が激化すれば、資源需要の低迷につながる可能性は高く、南アフリカにとっては大きなリスクとなっている。

同国の経常赤字は2013年の対 GDP 比▲5.9%から2017年には同▲2.3%まで改善しているが、赤字である以上 ZAR はトルコショックなどのリスクオフ地合いでは売り圧力にさらされやすい(図表 2)。南アフリカ準備銀行(SARB)は外部環境による ZAR 安に警戒を強めている模様だ。また、ZAR 安や原油価格上昇に伴うインフレ上昇リスクにも注意を払っている。

ラマポーザ大統領による内閣改造ではゴードン氏とネネ氏起用など前向きな動きはあったが、全体としてズマ派勢力に妥協した形となった。また、大統領交代では合意に達したが、それ以外では各勢力で意見の隔たりはあり、抜本的な構造改革の実現に向けては課題も多い。無補償での土地収用や鉱業憲章の改正などの難しい問題も抱えている。特にこれら2つの問題は海外投資家からの注目度も高く、ZARへの影響も大きいと考える。

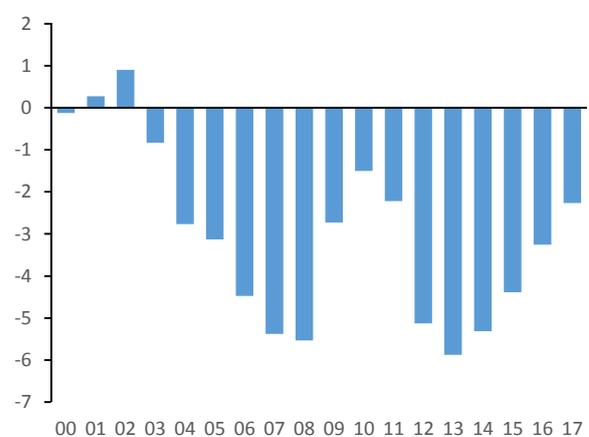
当面、ZARは米中貿易摩擦の行方などの外部要因に振らされる可能性が高い。国内要因では、9月4日に発表される4～6月期の実質GDP成長率のほか、大手格付け会社による格下げ、財政健全化や構造改革の進捗状況に注意が必要だろう。

図表1: 経常収支と為替騰落率



出所: ブルームバーグ、IMF、みずほ銀行

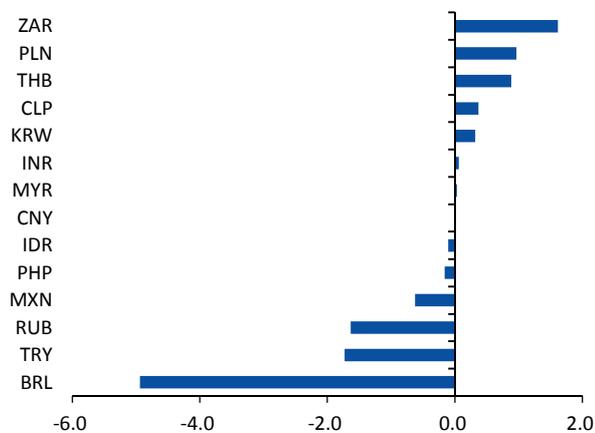
図表2: 南アフリカ経常収支対GDP比(%)



出所: IMF、みずほ銀行

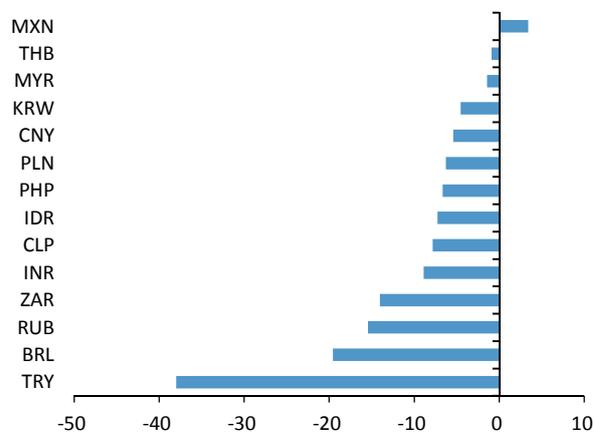
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



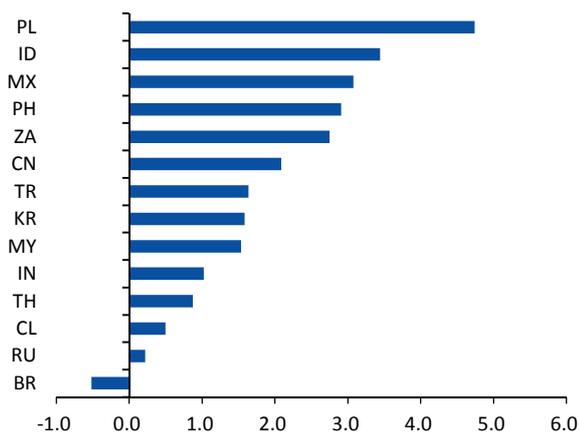
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



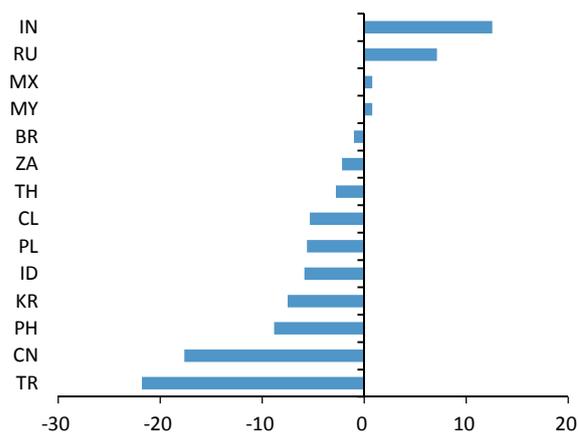
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



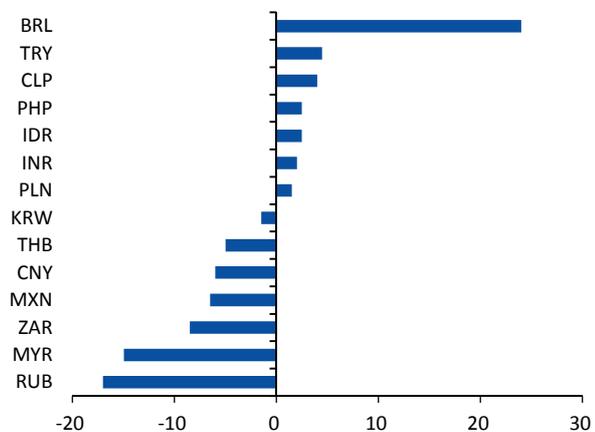
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



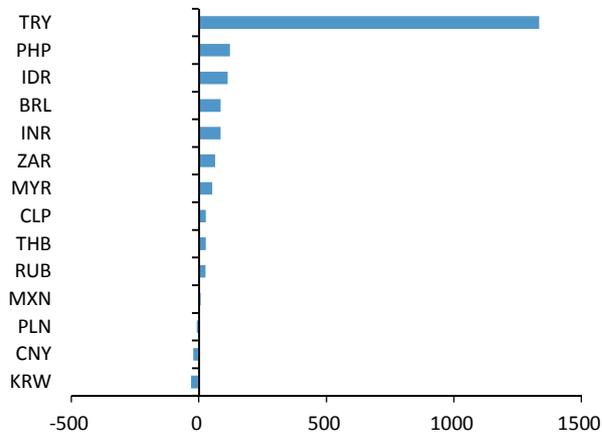
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

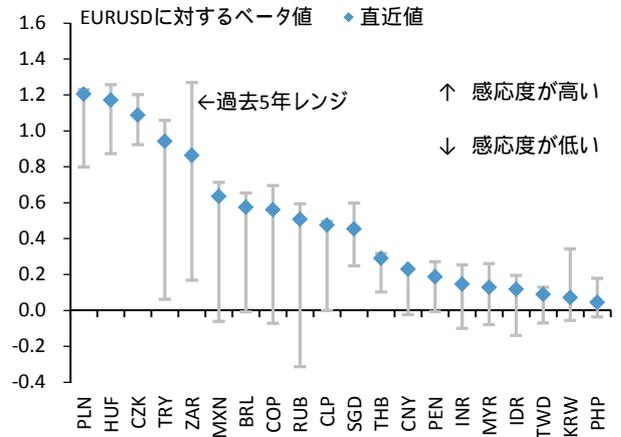
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



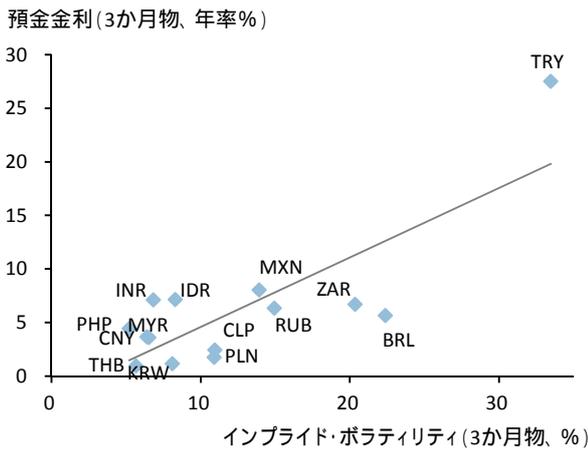
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



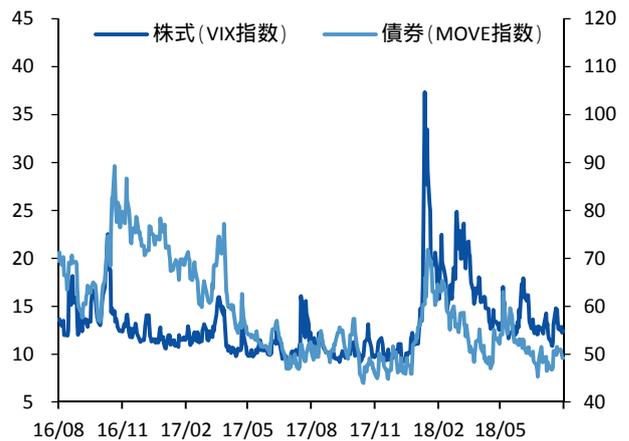
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



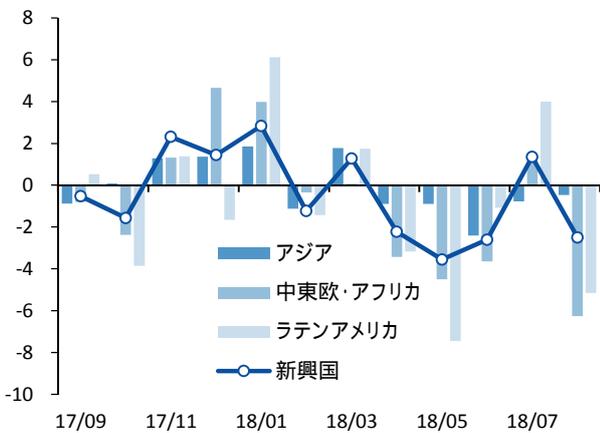
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



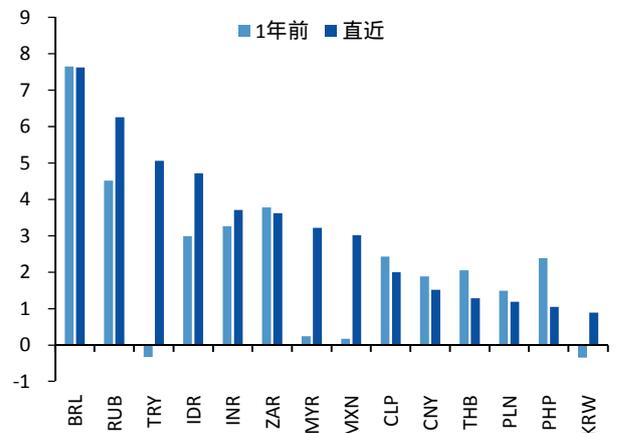
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
8月20日 (月)	タイ	GDP(前年比)	4.4%	4.6%	4.8%	4.9%
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$455m	-\$1177m	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	2.9%	8.0%	-0.1%	--
21日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	2.9%	2.6%	--
22日 (水)	タイ	輸入(通関ベース/前年比)	10.0%	10.5%	10.8%	--
22日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$30m	-\$516m	\$1579m	\$1578m
22日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-86.4b	-54.3b	--
22日 (水)	台湾	失業率	3.7%	3.7%	3.7%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.6%	0.6%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	3.6%	4.4%	0.4%	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	0.9%	--	0.8%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	6.0%	--	7.4%	--
27-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	5.4%	--
30日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	73	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(季調済/前月比)	--	--	-0.6%	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.4%	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	54.0	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.2	--	51.2	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2100m	--	\$4084m	--
31日 (金)	インド	GDP(前年比)	--	--	7.7%	--
31日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.50%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
8月22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.1%	5.1%	4.6%	--
27日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	102.7	--
27日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.1%	--
29日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.50b	--
29日 (水)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	29.2%	--
30日 (木)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.8%	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	5.9%	--
31日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	12.0b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
8月22日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.4%	3.7%	2.5%	--
23日 (木)	ブラジル	登録雇用創出合計	25700	47319	-661	--
23日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.1%	0.1%	0.6%	--
24日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.6%	--	2.2%	--
24日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	2.7%	--	2.7%	--
27日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	-896.9m	--
27日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	\$435m	--
27-9月1日 (火)	ブラジル	税収	121200m	--	110855m	--
28日 (水)	メキシコ	失業率	--	--	3.4%	--
29日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	3130b	--
30日	ブラジル	ブラジル FGVインフレGPM(前年比)	--	--	8.2%	--
31日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	1.2%	--
31日 (金)	ブラジル	基礎的財政収支	--	--	-13.5b	--
31日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	51.4%	--

注:2018年8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

	2018年 1～7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 ~ 6.8428	6.8778	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル (HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8498	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー (INR)	63.246 ~ 69.126	70.111	69.8	68.8	67.5	66.5	65.0
インドネシアルピア (IDR)	13263 ~ 14564	14638	14500	14200	13800	13800	13600
韓国ウォン (KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1121.40	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリング (MYR)	3.8533 ~ 4.0725	4.1050	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ (PHP)	49.705 ~ 53.639	53.473	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル (SGD)	1.3009 ~ 1.3746	1.3741	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	28.958 ~ 30.739	30.788	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ (THB)	31.09 ~ 33.53	32.89	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン (VND)	22680 ~ 23292	23275	23400	23200	23200	23000	22750
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	55.5563 ~ 65.0446	68.2494	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド (ZAR)	11.5078 ~ 13.9974	14.4097	13.00	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ (TRY)	3.7163 ~ 4.9743	6.0890	5.00	4.80	5.20	4.90	5.40
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	3.1214 ~ 3.9657	4.1146	3.79	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ (MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.0103	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)	16.236 ~ 17.543	16.161	16.15	15.74	15.67	15.64	15.34
香港ドル (HKD)	13.326 ~ 14.505	14.185	13.90	13.65	13.41	13.30	13.06
インドルピー (INR)	1.593 ~ 1.790	1.588	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57
インドネシアルピア (100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.761	0.752	0.754	0.761	0.754	0.750
韓国ウォン (100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.878	9.91	9.64	9.38	9.20	8.95
マレーシアリング (MYR)	26.449 ~ 28.395	26.998	26.27	26.62	27.06	27.73	27.42
フィリピンペソ (PHP)	1.999 ~ 2.272	2.073	2.00	2.03	2.06	2.02	1.96
シンガポールドル (SGD)	79.19 ~ 85.50	81.04	78.99	78.68	77.78	78.20	77.27
台湾ドル (TWD)	3.585 ~ 3.843	3.617	3.60	3.52	3.44	3.40	3.32
タイバーツ (THB)	3.314 ~ 3.525	3.386	3.25	3.24	3.22	3.22	3.20
ベトナムドン (100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4786	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.643 ~ 1.993	1.631	1.73	1.67	1.67	1.63	1.57
南アフリカランド (ZAR)	7.877 ~ 9.293	7.725	8.38	8.56	8.40	8.00	7.56
トルコリラ (TRY)	22.295 ~ 30.311	18.283	21.80	22.29	20.19	21.22	18.89
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	27.626 ~ 35.131	27.064	28.76	27.86	27.13	26.80	26.49
メキシコペソ (MXN)	5.270 ~ 6.026	5.856	5.45	5.63	5.83	5.78	6.00

注:1.実績の欄は2018年7月31日まで。SPOTは8月24日の7時30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(8月1日発行)』および『中期為替相場見通し(8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。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。