

2018 年 1 月 26 日

The Emerging Markets Weekly

通貨戦争に巻き込まれる新興国通貨/ ルラ元大統領の有罪が確定

新興国市場: 今週の新興国通貨は上昇した。先週末の 19 日に米上院は移民政策を巡る与野党の対立を背景につなぎ予算を採決できず、20 日午前 0 時に米暫定予算が失効した。週初 22 日、米民主党のシューマー上院内総務は「上院で米政府閉鎖を終える用意ができた」と述べ、同日中に採決を行うことを明らかにした。もっとも、暫定予算の期限が 2 月 8 日と短期間であったため、ドルを買い戻す動きは限られ新興国通貨の大半は小幅な動きにとどまった。23 日(現時時間は 22 日)に米共和党・民主党が暫定予算案で合意し、政府機関閉鎖が解除されることとなった。しかし、米国が洗濯機などの一部輸入品に対してセーフガード(緊急輸入制限)を課すとの報道を背景に米国と各国との通商関係が悪化するとの思惑が強まるとドル売り優勢となり、新興国通貨の大半は底堅く推移。24 日、ダボス会議でムニューシン米財務長官がドル安は米国にとって望ましいとの考えを示したことや、ロス米商務長官の「貿易戦争に備えなければならない」との発言が嫌気されドルはさらに下落し、新興国通貨は上昇した。25 日の ECB 政策理事会後の会見でドラギ ECB 総裁は「ユーロの上昇は不確実性の源」になっているとし、米当局のドル安を巡る発言が金融情勢の変化につながる場合、ECB は戦略を見直す必要があるとの見解を示した。同日、トランプ米大統領の「強いドルが望ましい」と発言を背景にドルは反発したが、新興国通貨の下落幅は限定的となった。

アジア: 23 日に発表されたフィリピン 10~12 月期 GDP は前年比+6.6%と市場予想(同+6.7%)を下回り、7~9 月期(同+7.0%)から減速する結果となったことを受け、PHP(▲0.2%)は値を下げた。25 日にマレーシア中央銀行(BNM)は金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き上げ 3.25%とした。足許の物価は安定しているが雇用が大きく伸びており、将来的なインフレ圧力の高まりに先手を打った模様だ。

中東欧・アフリカ: 南アフリカの与党アフリカ民族会議(ANC)が 18 日から開いている全国執行委員会で、ズマ大統領に任期途中での退任を迫る方針を固めたとの報道を受け ZAR(+2.3%)は上昇した。RUB(+1.4%)は原油価格の上昇に連れ堅調に推移した。

ラテンアメリカ: ブラジルの控訴裁判所は 24 日に、収賄罪に問われていたルラ元大統領を有罪とした一審判決を支持する判決を出した。この判決を受け、ルラ元大統領が 10 月の大統領選に出馬できなくなる可能性が高まったことを好感し、BRL(+2.0%)は急騰した。

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

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

通貨戦争に巻き込まれる新興国通貨

1月の新興国通貨は多くが上値を伸ばす展開となっている。新興国の金融資産を含むリスク資産への投資意欲が高まったことも影響したが、ドル売りの材料が尽きなかったことが新興国通貨上昇の主因である。9日には日銀が国債の買い入れオペの金額を減額すると、日銀の金融正常化期待からドル売り円買いが進んだ。また、11日に公表された ECB 政策理事会の議事要旨(12月13～14日開催分)では政策方針(フォワードガイダンス)の早期修正の可能性が示唆されたため、ユーロ買いドル売りの流れが強まった。

米暫定予算の延長が可決できず、20日から政府機関閉鎖に追い込まれたこともドル売りの流れに拍車をかける結果となった。その後、22日に米暫定予算は可決し政府機関閉鎖は3日間にとどまった。23日の日銀金融政策決定会合では金融政策の現状維持が決定されたほか、経済および物価見通しもほぼ据え置かれた。会合後の記者会見において黒田日銀総裁が「出口を検討する局面に至っていない」と強調し金融政策正常化への着手を明確に否定した。かかる状況を踏まえれば、ドル売りの流れが一服しても不思議ではなかったが、24日にムニューシン米財務長官の「弱いドルは貿易などの面で米国の利益になる」との発言を受けて、むしろドル売りが加速し新興国通貨は続伸した。

こうした情勢の中で迎えた24日の ECB 政策理事会では、声明文が前回会合から据え置かれた。しかし、会合後のドラギ ECB 総裁による記者会見は金融政策の正常化期待およびユーロ高をけん制する内容となった。総裁は「年内利上げの可能性は極めて小さい」と早期の金融政策正常化を否定。また、「他の誰かによる為替に関する発言は合意に基づくものではない」とムニューシン長官の発言を暗に非難した。さらに、「ユーロの急変動は不確実性の源」とも述べ、ユーロが急上昇している現状について懸念を示した。

ドラギ総裁がユーロ高をけん制する中、トランプ米大統領が強いドルを志向する発言をしたことも相俟って、ユーロは1.25台から一時1.23台まで急落した。IMM 通貨先物における投機筋のユーロ買いポジションは歴史的な高水準まで積みあがっているため(図表1)、ポジション調整はしばらく続く恐れがある。その場合、対ユーロを中心にドル買いの流れとなり、これまで堅調に推移してきた新興国通貨は一旦弱含む展開となるだろう。

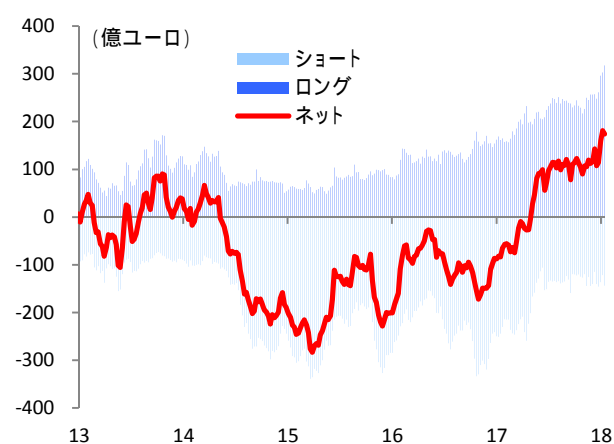
もっとも、ポジション調整が一巡すれば再びドル売りの流れになると見込む。米11月コアPCEデフレーターは前年比+1.5%とFRBの目処値(+2.0%)からは距離があり、インフレ期待を示す米10年ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)は2017年6月の+1.7%前後から+2.0%近辺まで上昇したが、その後は伸び悩んでいる。こうした冴えない物価情勢に鑑みれば、米国の利上げペースが加速する事態は想定しづらい。

片や、ECB の金融正常化期待は燦り続ける公算が大きい。ドラギ総裁が欧州の景気加速ペースは力強く、インフレ率が物価目標(+2%)に収れんする可能性は高まっていると述べる中、良好な経済指標の結果が出続ける限り正常化への期待は大きく後退しないだろう。かかる状況下、ドル買いの持続は見込みがたく、ユーロを中心としたポジション調整一巡後の新興国通貨は堅調推移を予想する。

また、市場におけるリスク選好度が高水準となる中、新興国株が選好されやすいことも新興国通貨の下支えとなる可能性が高い。1 月はジャカルタ総合指数、インド NIFTY 指数、韓国総合株価指数、ブラジルボベスパ指数など多くの新興国株式指数が史上最高値を更新した結果、MSCI 新興国株式指数は 2007 年 12 月以来の高値を記録した。こうした状況にも拘らず、新興国株は米株対比で割安との指摘があり、実際に株価純資産倍率(PBR)は多くの国で米国よりも低い水準にある(図表 2)。また、過去 5 年間の水準と比べても上限に達していない国が多く、上昇余地は大きいと投資家に受け取られるだろう。

なお、主要通貨におけるポジション調整により、当面の新興国通貨は軟化しそうだが、通貨によってパフォーマンスにばらつきが大きくなるリスクがある。トルコではエルドアン政権がシリアのクルド人勢力である民主連合党(PYD)に対する軍事作戦を開始しており、戦局が泥沼化した場合は TRY が軟調推移となる可能性が高い。また、ZAR はドル相場よりもズマ大統領の退陣を巡る報道に左右される展開が継続すると予想されるほか、MXN は 29 日に終了予定の北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の結果次第で大きく上下する公算が大きい。これらの通貨は他の新興国通貨とパフォーマンスが大きく異なる可能性が高いと考える。

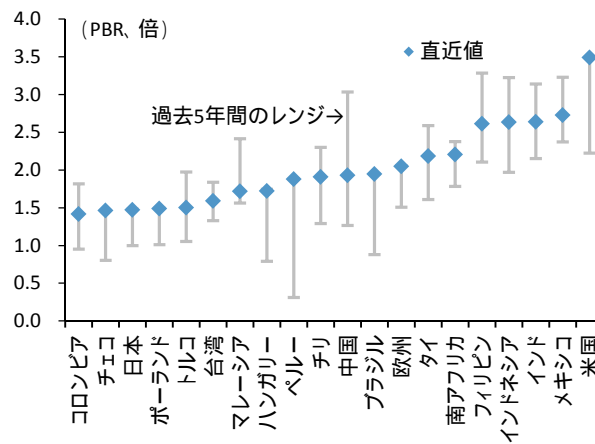
図表 1: ユーロ IMM 通貨先物における投機筋のポジション



注: 2018 年 1 月 16 日基準。

出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 主要国株式指数の株価純資産倍率(PBR)



注: 2018 年 1 月 25 日基準。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル

ルラ元大統領の有罪が確定

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

今週のブラジルリアル(BRL)は、ルラ元大統領に対する控訴審の前後で全く異なる展開となった。週初は多くの新興国通貨が堅調に推移する中、24日の控訴審による判決を控えて3.18近辺から3.24近辺まで軟化した。しかし、注目された24日の控訴審では判事全員が地方裁における有罪判決を支持したため、ルラ元大統領の大統領選出馬が困難になるとの見方が拡がり、BRLは3.14台と2017年10月以来の高値まで急伸する展開となった。

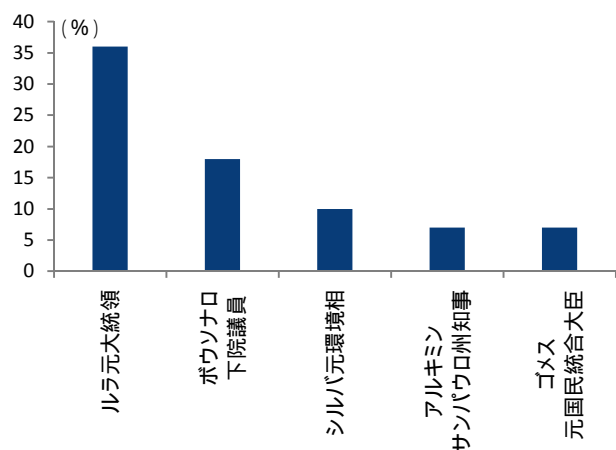
ルラ元大統領の控訴審がBRL相場に大きな影響を与えたのは、同氏がテメル大統領の進めてきた財政改革の修正を主張し、支持率でトップとなっていたためだ(図表3)。同氏が当選すれば財政規律が緩むとの懸念が市場では強く、ゆえに今回の判決で大統領選出馬が困難になったことを多くの投資家が好感しBRLの上昇に繋がった。また、オプション市場では1か月物だけでなく、大統領選後を含む9か月物や1年物のインプライド・ボラティリティ(IV)が低下しており、市場の選挙結果に対する懸念の後退を示唆している(図表4)。

但し、ルラ元大統領が正式に出馬を断念するのは、当分先になるリスクがある。同氏は地方裁に対しては判決文の修正を求めることができるほか、連邦最高裁判所(STF)に上訴し刑の確定を先延ばしすることが可能である。また、大統領選への出馬資格の可否は選挙高等裁判所(TSE)が行うが、ルラ元大統領は正式な候補として宣言していないため、現時点で失格との判断を下すことは出来ない。ブラジル大統領選における立候補者の登録期限は8月15日となっており、連邦最高裁判所における判決が確定するまで、ルラ元大統領が属する労働者党(PT)がぎりぎりまで登録を先延ばしする恐れがある。そうなればルラ元大統領が選挙戦に出馬することへの懸念はしばらく熾り続けるだろう。

仮にルラ元大統領が選挙への参加を正式に見送ったとしても、テメル政権が進める財政改革路線が次期政権に引き継がれる保証はない。支持率で2番手につけるボウソナロ下院議員は経済政策の詳細を明らかにしていないものの、「ブラジルのトランプ」と称され過激な発言で話題を集めるなどポピュリスト色が強く、国民に不人気な財政緊縮策を継続できるのか疑義があるためだ。

ブラジル中央銀行(BCB)がGDPの目安として参照している11月経済活動指数は137.34と3か月連続で改善するなどブラジル経済は底堅く推移し(図表5)、実需に係るBRLの需給を示す基礎需給(経常収支+直接投資)はBRL買い超過となっているため(図表6)、当面のBRLは底堅く推移するだろう。しかし、ルラ元大統領の進退が定まらないまま選挙戦が佳境を迎えた場合には、財政政策の先行き不透明感が嫌気されBRLは弱含むと予想する。

図表 3: ブラジル大統領選 各候補者の支持率



注: 2017 年 11 月時点。

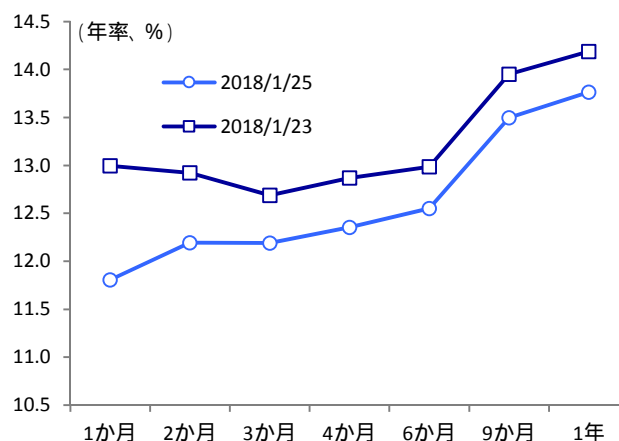
出所: Datafolha、みずほ銀行

図表 5: ブラジル 経済活動指数



出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

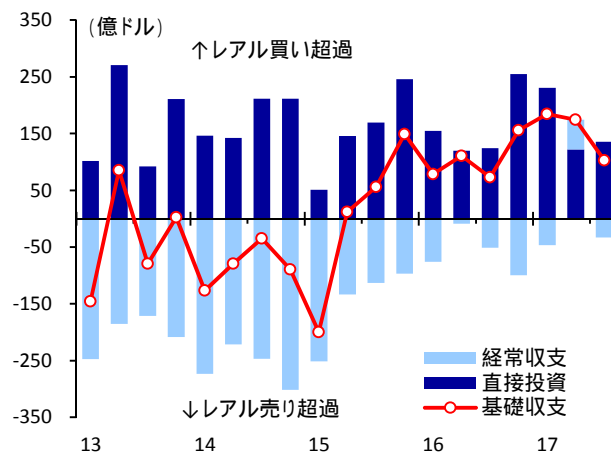
図表 4: BRL オプションのインプライド・ボラティリティカーブ



注: 控訴裁の判決 (24 日) 前後を比較したもの。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

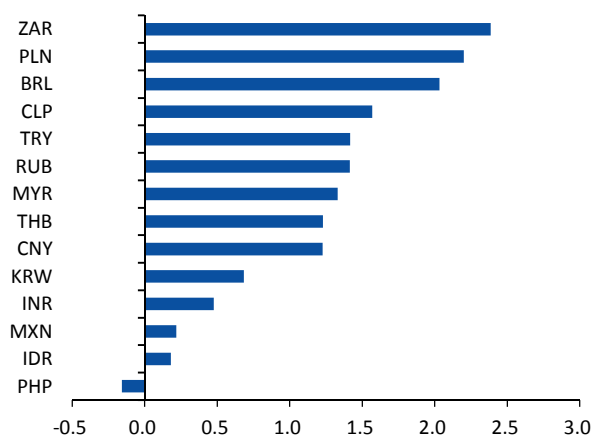
図表 6: ブラジルの基礎収支 (経常収支 + 直接投資)



出所: ブラジル中央銀行、CEIC、みずほ銀行

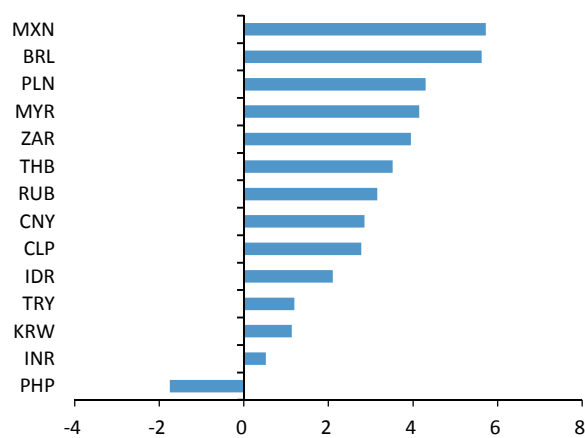
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



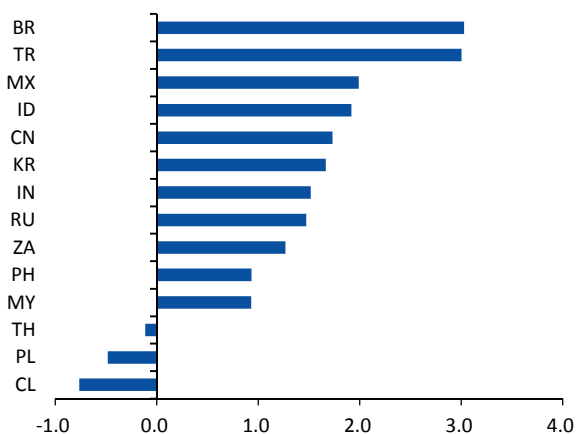
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



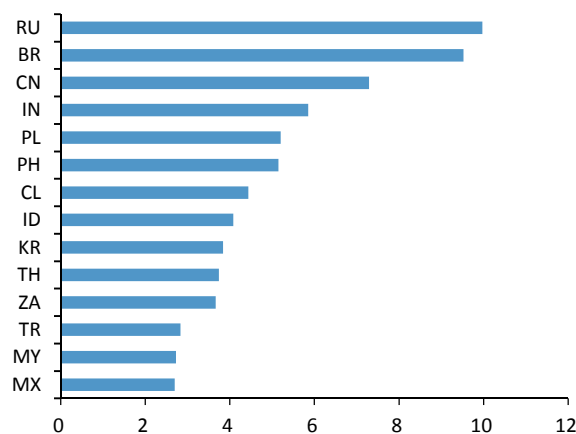
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



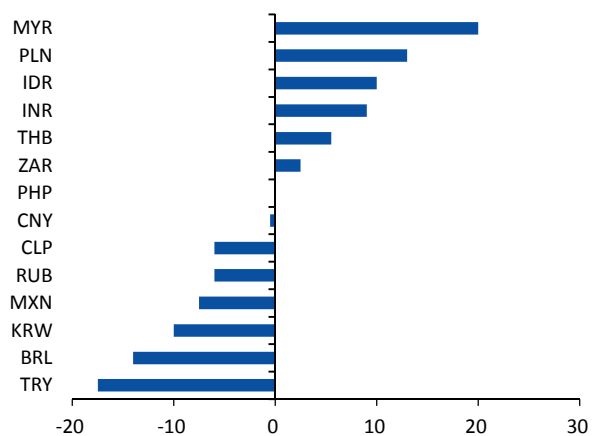
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



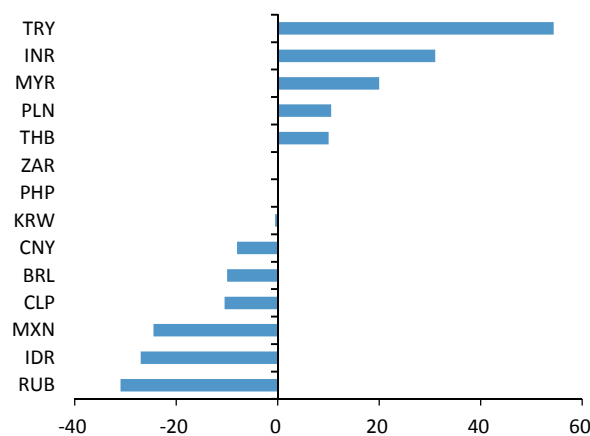
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

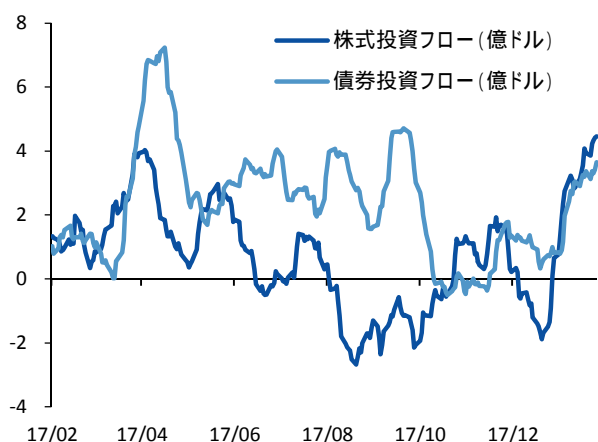
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

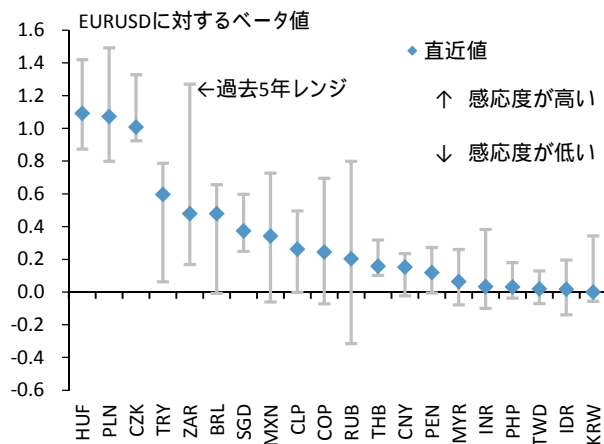
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



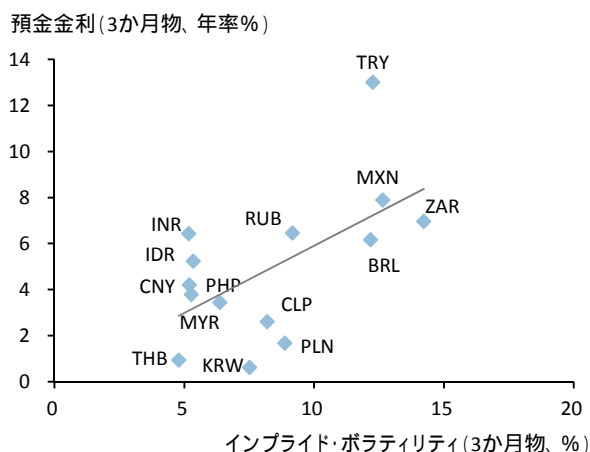
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



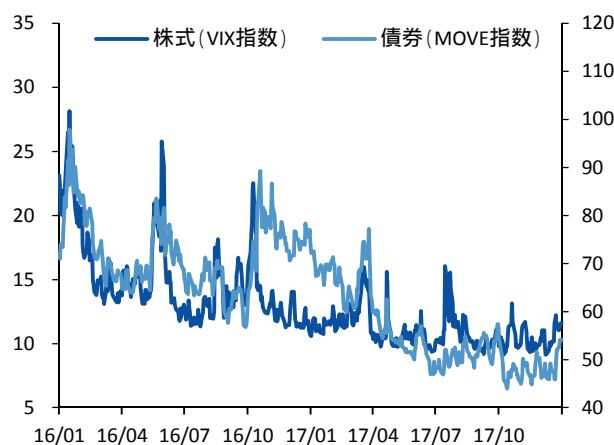
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



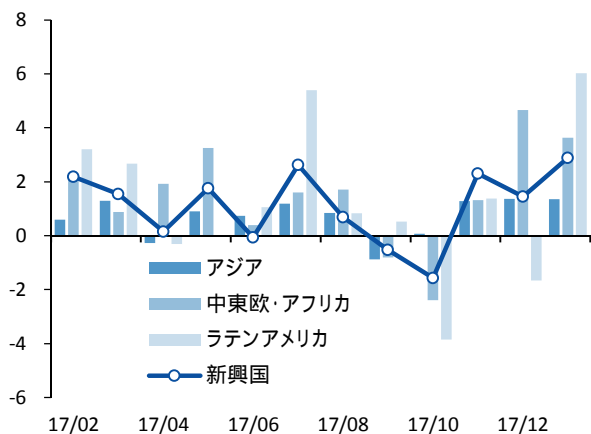
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



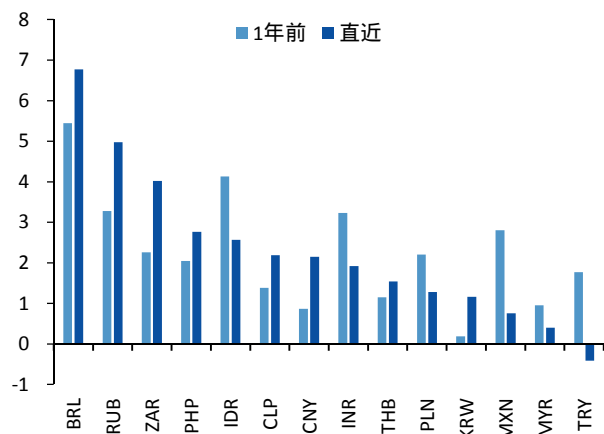
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
1月22日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	2.3%	3.1%	--
22日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1152m	-\$278m	\$1763m	--
22日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	12.2%	17.5%	11.6%	--
23日 (火)	フィリピン	GDP(前年比)	6.7%	6.6%	6.9%	7.0%
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	0.4%	0.6%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.2%	1.2%	0.9%	1.3%
24日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	3.5%	3.5%	3.4%	--
25日 (木)	韓国	GDP(前年比)	3.4%	3.0%	3.8%	--
25日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.00%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	0.8%	--	5.3%	--
29-2月2日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	8.5%	--
29-31日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-8.6b	--
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.6%	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	55.0	--	55.0	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.6	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$5285m	--
31日 (水)	台湾	GDP(前年比)	2.5%	--	3.1%	--
31日 (水)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.3%	18.4%
2月1日 (木)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
2月1日 (木)	韓国	輸出(前年比)	--	--	8.9%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	\$5783m	\$5539m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.4	--	51.5	--
1日 (木)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.6%	--
中東欧・アフリカ						
1月23日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	0.0%	-1.5%	-3.6%	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.7%	4.7%	4.6%	--
24日 (水)	ロシア	PPI 前年比	7.7%	8.4%	8.0%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.2%	5.2%	5.1%	--
25日 (木)	トルコ	設備稼働率	78.8%	78.2%	79.0%	--
25日 (木)	ロシア	実質賃金(前年比)	4.9%	4.6%	5.4%	5.8%
25日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.5%	3.1%	2.7%	--
31日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.32b	--
31日 (水)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	13.0b	--
ラテンアメリカ						
1月23日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.4%	0.4%	0.4%	--
25日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-0.9%	-1.5%	-0.1%	--
26日 (金)	ブラジル	海外直接投資	\$10000m	--	\$5021m	--
26日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$4200m	--	-\$2388m	--
29日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	3064b	--
30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	-0.5%	--
31日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	51.1%	--
2月1日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.7%	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$4998m	--

注: 2018 年 1 月 26 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 1～12月(実績)	SPOT	2018年 3月	6月	9月	12月	2019年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4390 ~ 6.9640	6.3263	6.65	6.70	6.75	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8291	7.8176	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	63.543	65.6	64.0	63.5	62.5	63.3
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13289	13600	13300	13100	12900	12900
韓国ウォン	(KRW)	1066.36 ~ 1211.78	1058.63	1075	1070	1065	1060	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0458 ~ 4.5002	3.8855	4.10	4.00	3.90	3.80	3.75
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.897	50.2	49.6	49.1	48.5	47.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3126	1.36	1.34	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.646 ~ 32.447	29.069	29.60	29.50	29.40	29.30	29.30
タイバーツ	(THB)	32.36 ~ 36.01	31.48	32.6	32.4	32.1	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22696	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	55.9091	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.2387 ~ 14.5742	11.8953	12.50	14.00	14.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9826	3.7625	4.00	4.10	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	3.1486	3.35	3.42	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.6167	19.50	19.00	18.50	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.351	17.180	16.54	16.12	15.85	15.44	15.29
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.020	14.10	13.88	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.710	1.68	1.69	1.69	1.68	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.824	0.809	0.812	0.817	0.814	0.806
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.582	10.281	10.23	10.09	10.05	9.91	9.81
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 27.881	28.020	26.83	27.00	27.44	27.63	27.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.145	2.19	2.18	2.18	2.16	2.20
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 84.65	83.50	80.88	80.60	79.26	78.36	78.20
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.803	3.770	3.72	3.66	3.64	3.58	3.55
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.488	3.482	3.37	3.33	3.33	3.29	3.27
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4826	0.48	0.48	0.47	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ~ 2.024	1.960	1.90	1.80	1.73	1.67	1.70
南アフリカランド	(ZAR)	7.774 ~ 9.240	9.216	8.80	7.71	7.38	7.00	7.17
トルコリラ	(TRY)	28.019 ~ 33.476	29.122	27.50	26.34	26.75	26.92	26.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.809	32.84	31.58	31.94	32.81	32.70
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.887	5.64	5.68	5.78	5.68	5.78

注:1.実績の欄は 2017 年 12 月 29 日まで。SPOT は 1 月 26 日の 8 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(1 月 4 日発行)』および『中期為替相場見通し(2017 年 12 月 22 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。