

2018 年 2 月 2 日

The Emerging Markets Weekly

資源国通貨がアウトパフォーム

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな値動き。先週末の 26 日に発表された米 10~12 月期 GDP(1 次速報)は予想を下回ったことからドルは底堅く推移したが、新興国通貨は動意の薄い展開。週初 29 日に発表された米 12 月個人所得および米 1 月ダラス連銀製造業景況感指数が予想を上回ったことからドル買い優勢地合いとなり、新興国通貨は軟調な値動きとなった。30 日、ロシアゲート疑惑を巡り、マイケイブ FBI 副長官が辞任したことを受け、トランプ米大統領の司法妨害への懸念が強まったことを背景にドルは一時軟化した。しかし、その後発表された米 1 月消費者信頼感指数の良好な結果や、ムニューシン米財務長官の「長期的には強いドルを支持する」との発言がドルを下支えし、新興国通貨は大半が下落した。31 日の午前中(現時時間は 30 日夜)にトランプ大統領が一般教書演説を行ったが、新興国通貨は目立った反応をみせなかった。その後公表された FOMC の声明文では景気判断、物価判断ともに上方修正され、「さらなる緩やかな利上げが正当化される」との文言がタカ派的と受け止められたことからドル買いの流れが強まり、FOMC 前は堅調に推移していた新興国通貨は上げ幅を縮小した。2 月 1 日に発表されたユーロ圏 1 月製造業 PMI が良好な結果だったことが好感されユーロ/ドルが上昇すると、ドル売り優勢地合いに転じ新興国通貨は大半が堅調に推移した。

アジア: タイ中央銀行(BOT)は 2 月 1 日に、個人投資家の海外証券投資を容易にするための規制緩和を発表したが THB への影響は限定的だった。同日に発表された韓国 1 月消費者物価指数(CPI)の上昇率は前年比+1.0%と 12 月(同+1.5%)から減速し、韓国中央銀行(BOK)の目標(+2%)を大きく下回った。CPI の結果を受けて韓国の国債利回りが低下したことを背景に KRW は 1060 台後半から 1070 台前半まで下落した。インド政府は 2018/2019 年度(2018 年 4 月~2019 年 3 月)の予算案を発表した。同予算案で株式を長期保有している投資家への課税(従来は免税)を検討と報じられたことが嫌気され、INR は 63.6 台から 64.0 近辺まで売られた。

ラテンアメリカ: 米国、カナダ、メキシコによる北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の第 6 回会合が 29 日に閉幕した。米国が提案する自動車の原産地規制見直しに関する協議は難航し、メキシコ大統領選が本格化する 3 月までの妥結が実現するか不透明な情勢となった。もっとも、米国が協議を継続する姿勢をみせたことで、NAFTA 離脱という強硬策が採られるとの懸念が後退し、原油価格の上昇も相俟って MXN は堅調に推移した。

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

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

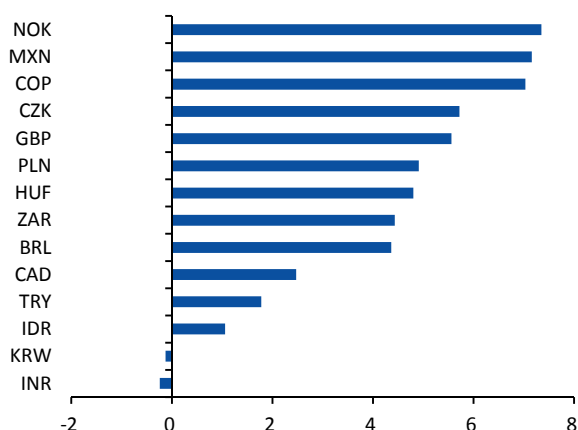
資源国通貨がアウトパフォーム

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

2018 年も 1 か月が経過した。2017 年にスタートしたドル安は、9 月から年末にかけて小休止となっていたが、2018 年入り後に再開し、米インターコンチネンタル取引所 (ICE) のドルインデックスは、2014 年 12 月以来の安値まで値を下げている。9 日に日本銀行は超長期債の買い入れオペを予想外に減額した。これを受けて、テーパリングが進むとの思惑から長期ゾーンを中心に円債利回りが上昇し、為替市場では円買いドル売りが優勢となった。また、11 日に公表された ECB 政策理事会 (12 月 13 ~ 14 日開催分) の議事要旨において、フォワードガイダンス文言が 2018 年の早い段階で再検討される可能性が示唆されると、早期利上げ観測を背景にユーロが買い進められた。日本およびユーロ圏の金融正常化観測が高まりドル全面安の展開となる中、23 日にはトランプ米大統領が洗濯機と太陽光パネルに対してセーフガード (緊急輸入制限) の発動に署名したことで貿易摩擦に対する懸念が浮上。さらに、24 日にはムニューシン米財務長官から「弱いドルは貿易面で米国の利益になる」との発言を受けて、一段とドル安が進んだ。

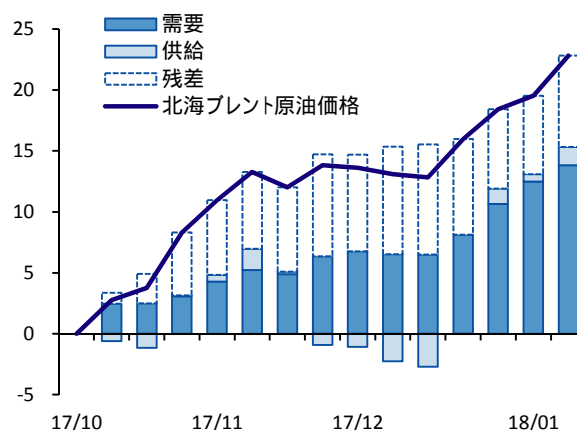
年初来の為替騰落率を見ると、ノルウェークローネ (NOK)、メキシコペソ (MXN)、コロンビアペソ (COP) など産油国通貨が上位に並んでおり、原油価格の上昇が追い風となっているようだ (図表 1)。北海ブレント原油価格は 2016 年 2 月に 20 ドル台後半で底打ちし、年末にかけて 50 ドル台半ばまで上昇した。2017 年は年央にかけてやや軟化したが、その後は再び上昇基調に復している。米国を襲ったハリケーンの影響やベネズエラの大幅な生産減少など供給要因による影響もあったが、例年以上の寒波や世界的な景気拡大を背景とした予想以上の需要が原油価格の上昇につながったとみられる。実際、ニューヨーク連邦準備銀行の原油価格変動レポートでは、2017 年 10 月以降の北海ブレント原油価格の変動は、供給サイドではなく需要サイドの要因が影響を及ぼしているとの分析結果が示されている (図表 2)。

図表 1: 年初来為替レート騰落率 (対ドル、%)



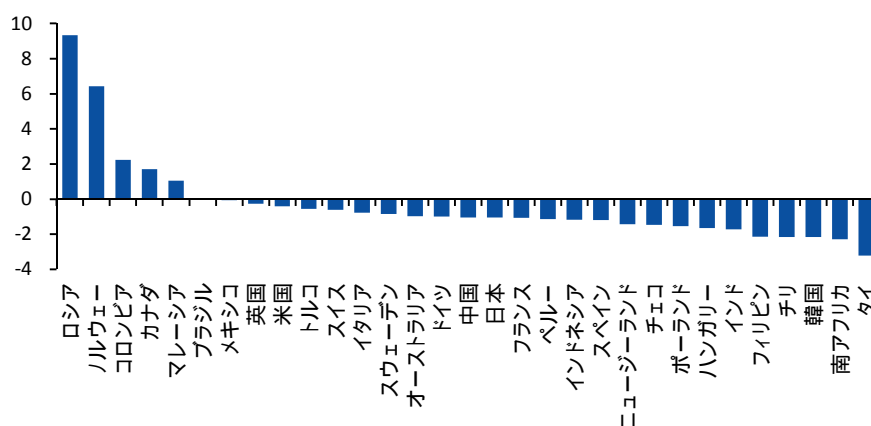
注: 2017 年 2 月 1 日クローズ時点。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 北海ブレント原油価格の週次変化の要因分解 (%)



注: 変化率は 2017 年 10 月以降の累積。
出所: ニューヨーク連邦準備銀行、みずほ銀行

図表 3:石油純輸出(2016 年時点、対 GDP 比%)



注:石油純輸出は石油および石油精製品の輸入から輸出を差し引いたもの。

出所:国連商品貿易統計(Comtrade)、国際通貨基金(IMF)、みずほ銀行

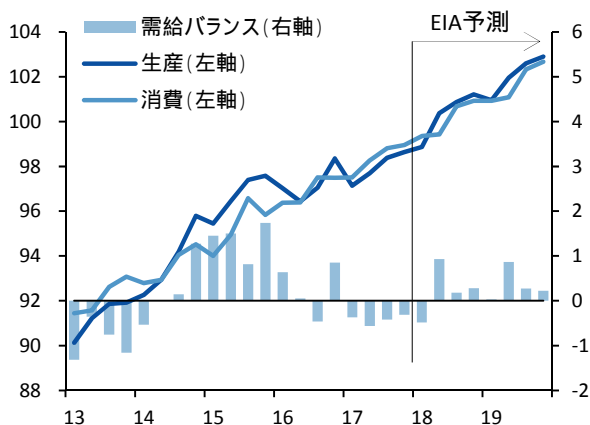
新興国において原油価格の変動は、マクロ経済的インパクトという観点でも非常に重要である。新興国は先進国よりも遥かにエネルギー集約型産業(製鉄、セメント、化学、製紙、運輸、農業など)への依存度が高いうえ、主要産油国と消費国の大部分は新興国であるためだ。図表 3 は原油および石油精製品の純輸出を対 GDP 比で見たものである。世界最大の産油国の一角であるロシアやコロンビア、マレーシアなどが石油純輸出国であり、原油や石油製品輸出への依存度が高い経済となっている。こうした国々の経済にとって原油価格の上昇はプラスの影響を及ぼし、金融市場では株価の上昇や通貨高につながりやすい。

一方、アジア新興国や欧州新興国・中東・アフリカ(EEMEA)地域の一部の国などは石油純輸入国であり、原油価格の上昇は経済にとってマイナスの影響を及ぼす。原油価格の上昇により企業の生産コストが上昇し、企業収益が圧迫されるほか、商品輸入金額の増大により経常収支が悪化する。また、企業の生産コスト上昇や通貨安などを通じてインフレが加速するといった格好で、原油高がマイナスに作用し、低所得世帯への影響軽減のため政府が燃料補助金を支給している場合には、財政収支にも悪影響が及ぶ可能性がある。

このように、原油価格の動向は為替レートだけでなく、新興国の景気を占う上でも影響が大きい。先行きについては、現在の水準から小幅に低下すると見込む向きが多い。上述したように、2017 年の原油価格上昇は需要の増大によってもたらされたが、米エネルギー省(EIA)によれば、今後は生産量の増加に伴い需要超過は解消され、小幅に供給超過となる見通しである(図表 4)。もっとも、供給超過になる見通しとはいえ、原油価格が急落した 2015 年の規模にまで膨らむわけではなく、概ねバランスの取れた状況が想定されている。したがって、原油価格の急落を惹き起こすというよりは、これまでの上昇が一服ないしは小緩む程度の影響のとどまりそうだ。

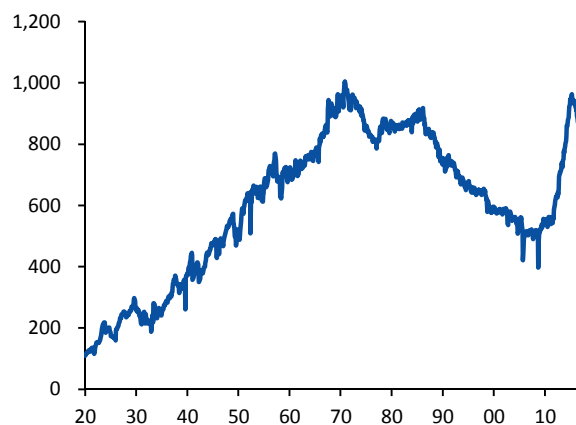
ただし、石油輸出国機構(OPEC)と非 OPEC 諸国による協調減産が終了し、想定以上に供給が増加する可能性には注意が必要だ。この場合、原油価格は大幅に下落するリスクがある。米国の原油生産量は、2015～2016 年にかけて一時的に減少する場面が見られたが、2010 年以降、急速に増加している(図表 5)。米エネルギー省(EIA)によれば、2018 年 2 月には日量 1,005 万バレルに達し、1970 年 11 月につけた日量 1,004 万バレルを上回り、過去 100 年で最高水準を記録する見通しである。またこの規模は、現在のサウジアラビアの生産量と並ぶことも意味する。サウジアラビアは OPEC と非 OPEC 諸国による協調減産に伴い 2018 年 12 月までの間、日量 1,005 万バレルを超えて原油を生産することができない。EIA の見通し通りに米国の原油生産量が増加し、サウジアラビアが減産を順守し続けた場合、米国の生産量がサウジアラビアの生産量を追い越すことになる。ここで 1 つ焦点となるのは、サウジアラビアが協調減産を今後も維持して、米国にシェアを奪われることを許容するか、それともサウジアラビアがシェアへの強いこだわりから増産に踏み切るかどうかである。2014 年後半にみられたように、両国によるシェア争いが再び勃発する場合には、原油市場が再び不安定化する恐れがある。

図表 4: 世界の原油需給バランス(100 万バレル/日量)



出所: 米エネルギー省(EIA)、みずほ銀行

図表 5: 米国原油生産量(万バレル/日量)

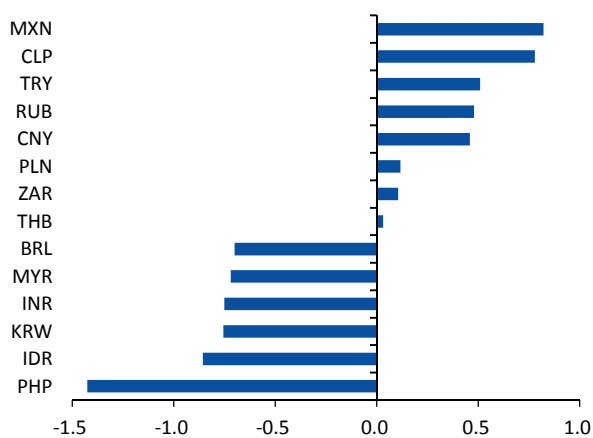


注: 2017 年 11 月までのデータ。

出所: 米エネルギー省、みずほ銀行

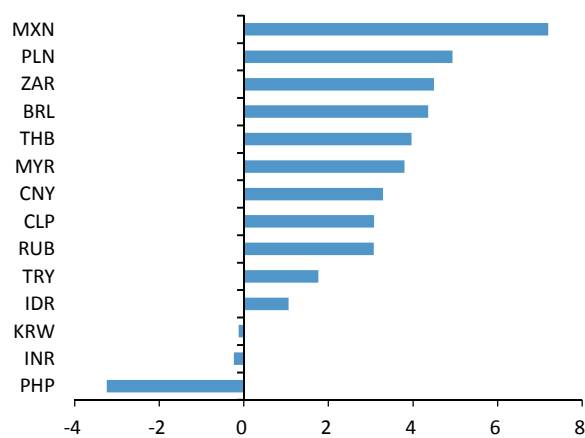
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



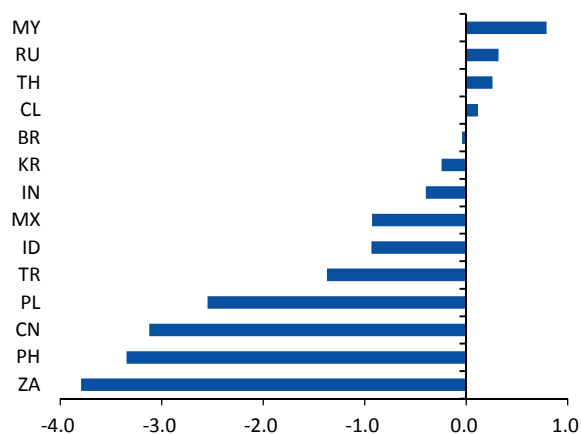
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



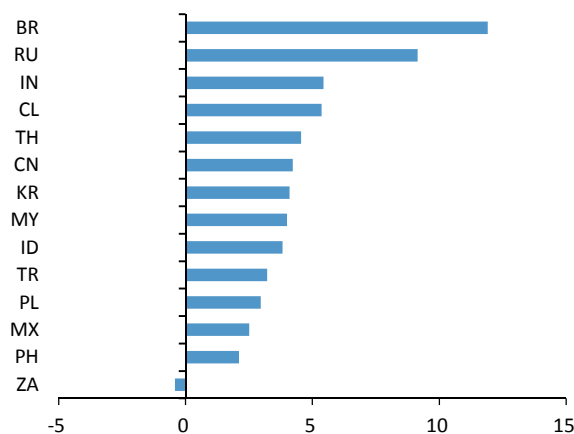
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



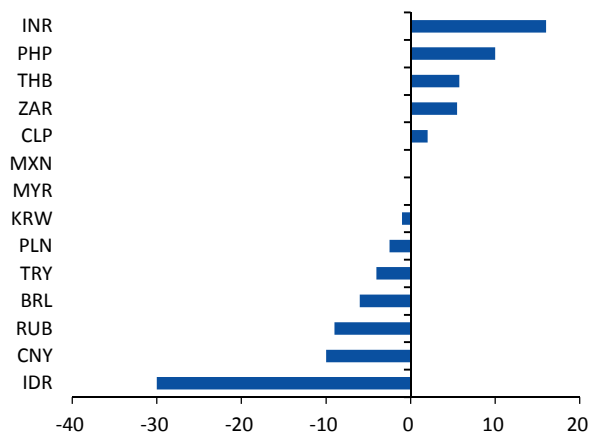
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



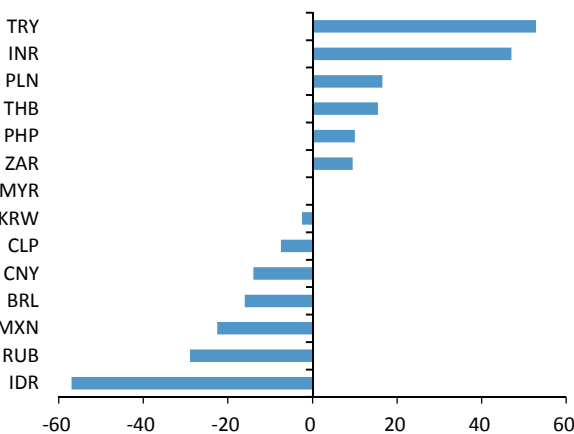
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

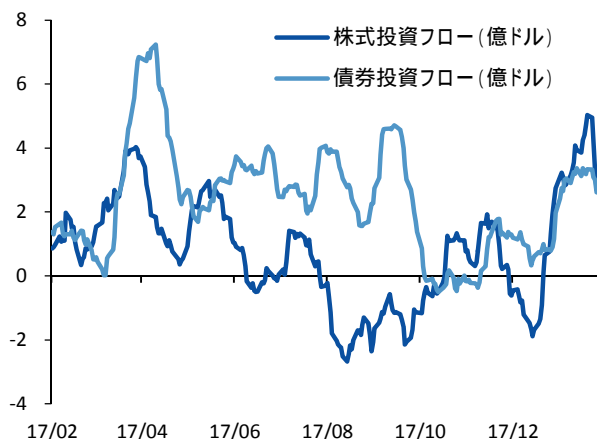
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

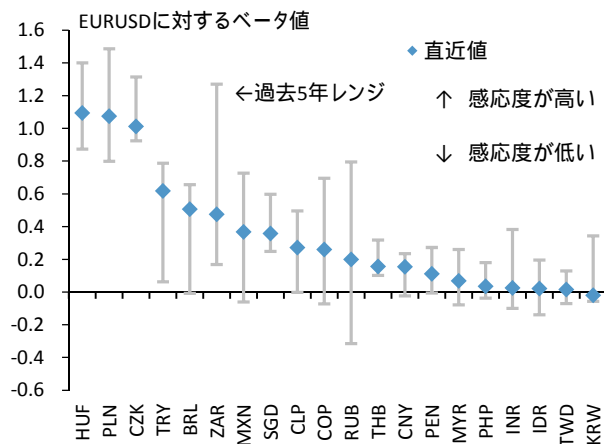
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



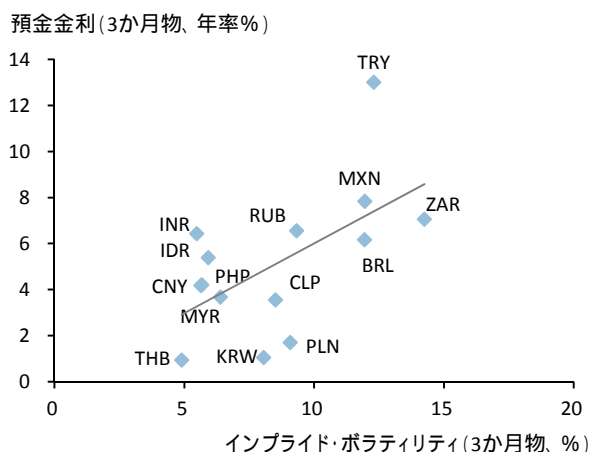
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



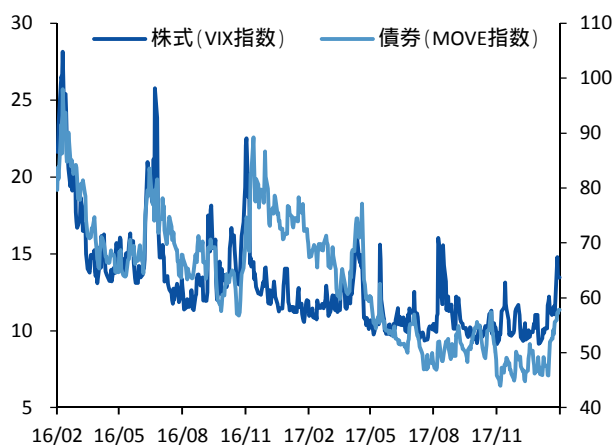
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



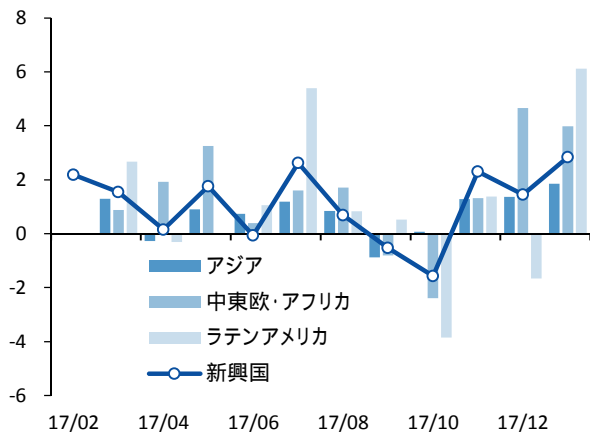
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



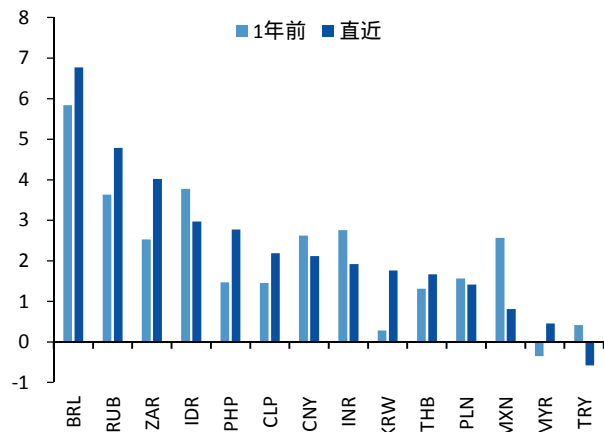
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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30日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	77	--	82
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-1.5%	-6.0%	-1.6%	-1.7%
31日 (水)	中国	非製造業PMI	54.9	55.3	55.0	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	51.6	51.3	51.6	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$3141m	\$3856m	\$5285m	--
31日 (水)	台湾	GDP(前年比)	2.5%	3.3%	3.1%	--
2月1日 (木)	韓国	CPI(前年比)	1.3%	1.0%	1.5%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	\$4003m	\$3721m	\$5783m	\$5539m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.5	51.5	51.5	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	3.3%	3.6%	--
1日 (木)	タイ	CPI(前年比)	0.8%	0.7%	0.8%	--
5日 (月)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7427.6m	--
5日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.1%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI(前年比)	--	--	3.3%	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	1.1%	--	1.2%	--
7日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	9.95b	--
7日 (水)	台湾	貿易収支	--	--	\$6.13b	--
7日 (水)	インド	RBILホレート	--	--	6.00%	--
8日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	--	--	3.00%	--
8日 (木)	中国	貿易収支	--	--	\$54.69b	--
9日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$2687m	--	-\$3781m	--
9日 (金)	中国	PPI 前年比	3.9%	--	4.9%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	1.4%	--	1.8%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.0%	--
中東欧・アフリカ						
1月31日 (水)	トルコ	貿易収支	-9.60b	-9.21b	-6.32b	-6.34b
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	10.1b	15.7b	13.0b	13.1b
2月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	11.9%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	15.5%	--
7-8日	ロシア	CPI(前年比)	2.4%	--	2.5%	--
8日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.0%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	1.7%	--
9日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	7.75%	--
9日 (金)	ロシア	貿易収支	--	--	11.5b	--
ラテンアメリカ						
1月30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.4%	-0.4%	-0.5%	--
31日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	51.6%	51.6%	51.1%	--
2月1日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	3.3%	4.3%	4.7%	--
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$2900m	--	\$4998m	--
6日 (火)	メキシコ	総設備投資	--	--	-2.6%	--
8日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	3.0%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	6.8%	--
9日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	5.9%	--
9日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.5%	--
9日 (金)	メキシコ	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	2.4%	--

注: 2018年2月2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)	6.2861 ~ 6.5362	6.2962	6.40	6.40	6.45	6.50	6.50
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8253	7.8196	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 64.111	64.026	64.3	63.8	63.2	62.0	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13563	13424	13450	13300	13100	12900	12700
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1074.07	1071.84	1075	1070	1065	1060	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8663 ~ 4.0660	3.8985	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 51.515	51.581	50.6	50.0	49.7	49.4	48.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3082	1.33	1.35	1.33	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.008 ~ 29.754	29.201	29.60	29.50	29.40	29.30	29.30
タイバーツ	(THB)	31.28 ~ 32.62	31.32	31.7	31.4	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22683 ~ 22725	22710	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5867 ~ 57.9618	55.9785	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.7971 ~ 12.5461	11.8500	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 3.8485	3.7315	3.90	4.00	4.10	4.05	3.95
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3140	3.1700	3.31	3.40	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046 ~ 19.7361	18.3386	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)	17.098 ~ 17.475	17.362	16.72	16.56	16.28	15.85	15.69
香港ドル	(HKD)	13.847 ~ 14.505	13.993	13.72	13.62	13.53	13.27	13.14
インドルピー	(INR)	1.704 ~ 1.790	1.709	1.66	1.66	1.66	1.66	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.809 ~ 0.845	0.815	0.796	0.797	0.802	0.798	0.803
韓国ウォン	(100KRW)	10.113 ~ 10.681	10.212	9.95	9.91	9.86	9.72	9.62
マレーシアリングギ	(MYR)	27.742 ~ 28.395	28.088	27.44	27.18	27.63	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.110 ~ 2.272	2.124	2.11	2.12	2.11	2.09	2.10
シンガポールドル	(SGD)	82.33 ~ 85.50	83.65	80.45	78.52	78.95	78.03	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.709 ~ 3.843	3.747	3.61	3.59	3.57	3.52	3.48
タイバーツ	(THB)	3.447 ~ 3.525	3.494	3.38	3.38	3.38	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4768 ~ 0.4992	0.4818	0.47	0.47	0.47	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.923 ~ 1.993	1.956	1.84	1.77	1.69	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882 ~ 9.226	9.237	9.30	9.64	8.75	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	28.595 ~ 30.311	29.308	27.44	26.50	25.61	25.43	25.82
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	33.812 ~ 35.131	34.543	32.33	31.18	31.34	32.19	32.08
メキシコペソ	(MXN)	5.634 ~ 5.974	5.966	5.49	5.58	5.68	5.57	5.67

注:1.実績の欄は2018年1月31日まで。SPOTは2月2日の7時20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(2月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2018年2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。