

2018 年 3 月 9 日

## The Emerging Markets Weekly

### 米通商政策に振らされる新興国通貨/膠着状態の NAFTA、近づくメキシコ大統領選

**新興国市場:** 今週の新興国通貨は週半ばまで上昇したが、後半に下落する展開。3 月 1 日にトランプ米大統領が鉄鋼に 25%、アルミニウムに 10%の関税を課す方針を発表すると、EU などの主要貿易相手国による報復措置が懸念され、ドルは軟化し新興国通貨は小幅に上昇した。週初 5 日は、4 日に行われたイタリア総選挙ではどの政党も過半数の議席を得ることができず、「ハングパーラメント(宙づり)」になったことが嫌気されユーロは売られた。しかし、ドイツの社会民主党(SPD)に党员投票の結果、メルケル独首相率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)との大連立合意が多数で承認されたことを背景にユーロは対ドルで上昇し、新興国通貨の大半は動意が薄い展開。6 日、韓国大統領府が北朝鮮と首脳会談を 4 月末に実施すると発表し、北朝鮮は非核化に向けて米国と対話する意向があると表明したことを背景にリスク選好の動きが強まり、新興国通貨は上昇した。7 日、サンダース米大統領報道官が鉄鋼とアルミニウムの輸入関税について、カナダやメキシコなどが適用除外となる可能性を言及したことを背景に貿易摩擦への懸念が和らぎドルは小幅に上昇したが、新興国通貨はまちな動きとなった。8 日に開催された ECB 政策理事会では、「必要に応じ拡大資産購入プログラム(APP)の規模拡大」との文言が削除された。しかし、ドラギ ECB 総裁の記者会見の内容は予想ほどタカ派的ではなかったと受け止められ、ユーロは下押しされた。また、トランプ大統領は鉄鋼とアルミニウムの輸入関税の文書に署名したが、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉を進めているカナダとメキシコは適用外とし、他の貿易相手国も交渉次第で適用外とする余地を残した。ユーロが軟化したことに加え貿易摩擦への警戒感が緩和されたためドルは上昇し、大半の新興国通貨は軟調な値動きとなった。

**アジア:** 7 日にマレーシア中央銀行(BNM)は金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を 3.25%に据え置いた。市場予想通りだったため、MYR への影響は限定的となった。KRW は韓国と北朝鮮の間の緊張に緩和の兆しがみられたことを背景に上昇した。

**中東欧・アフリカ:** 6 日に南アフリカの 10~12 月期実質 GDP が発表され、前期比年率+3.1%と 7~9 月期(同+2.3%)から加速したことが好感され ZAR は買われた。7 日にトルコ中央銀行(CBRT)は金融政策会合を開催し、政策金利を据え置いた。声明文ではインフレ抑制を図る姿勢を明確に示したため、TRY は堅調に推移した。

**ラテンアメリカ:** 8 日にトランプ大統領が鉄鋼とアルミニウムの輸入関税の文書に署名したが、NAFTA 再交渉を進めているカナダとメキシコは適用外としたことが好感され MXN は上昇した。

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

### 米通商政策に振らされる新興国通貨

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

多くの FRB 高官から米経済の見通しについて強気な発言がみられる中、2 月の新興国通貨は米利上げを巡る思惑に左右されていた。しかし、3 月 1 日にトランプ米大統領が鉄鋼とアルミニウムの輸入について、全ての国に対して追加関税を課す方針を明らかにすると、市場の焦点は米金融政策から通商政策へと移行した。その後は、ライアン米下院議長の追加関税に対する反対意見の表明、今回の案に強く反対していた米国家経済会議 (NEC) のコーン委員長長の辞任、サンダース米大統領報道官による国によっては適用が除外される可能性の示唆など、追加関税を巡るヘッドラインに新興国通貨は上下に振らされる展開となった。

迎えた 8 日にトランプ大統領は鉄鋼とアルミニウムに輸入制限を発動する文章に署名した。しかしながら、カナダとメキシコは適用が当面猶予されたほか、米国との同盟国は交渉次第で対象外となる可能性が示されたことで、貿易戦争に対する懸念が後退し、新興国通貨は落ち着きを取り戻す展開となった。

トランプ政権は追加関税の適用除外に関する必要条件は明示しなかったため、今後は各国が米国の求める条件を探る展開が予想される。関税の導入示唆から実際の発表まで方針がブレたことを踏まえれば、トランプ政権側の説明が二転三転する可能性があり、来週以降も新興国通貨は追加関税のヘッドラインに左右される不安定な値動きを予想する。

今週は新興国でも高官発言やイベントが相次いだ。5 日にブラジル中央銀行 (BCB) のゴールドファイン総裁はインフレが BCB の想定を下回って推移していると述べた。前回の金融政策決定会合 (2 月 7 日開催) では政策金利を 25bp 引き下げ 6.75% と過去最低にしたが、声明文では次回会合について「金融緩和プロセスの休止がより適切」とし、金融緩和の打ち止めを示唆していた。もっとも、「ベースラインシナリオやリスクバランスが変化した場合には、追加的な緩和を支持」とも記していたため、同総裁発言を受けて 3 月 21 日の会合での追加利下げ観測が高まった。

6 日に発表された南アフリカ 10 ~ 12 月期実質 GDP 成長率は前期比年率 +3.1% と 7 ~ 9 月期 (同 +2.3%) から加速した。内訳をみると、農林水産業 (同 +37.5%) が干ばつ被害からの回復を受け好調だったことが GDP を押し上げた。なお、大手格付け会社のムーディーズ・インベスターズ・サービスは南アフリカのソブリン格付けの見直し作業を行っており、今月中に結果を発表する予定だ。ラマポーザ氏がアフリカ民族会議 (ANC、与党) の党首および大統領に選出されたことで経済改革が進展する可能性が高まったほか、10 ~ 12 月期 GDP の良好な結果を受けて、格付けの引き下げは回避できるとの見方が市場では拡がりつつある。

7 日にマレーシア中央銀行 (BNM) は金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利を 3.25% に据え置いた。前回 MPC (1 月 25 日) では、2014 年 7 月以来となる利上げを実施しており、金融政策を続けて変更する必要性はないと判断した。声明文ではインフレが鈍化する中、安定した国内経済の成長を目指す政策スタンスと現在の金利水準は一致すると述べた。なお、マレーシアは 8 月 22 日までに総選挙を行う予定であることも、政策金利が据え置かれる理由になったと市場では指摘されている。

同日にトルコ中央銀行 (CBRT) も金融政策決定会合を開催し、政策金利であるレボレート を 8.00%、金利コリドーの上限である限界貸出金利を 9.25%、下限である翌日物借入金利を 7.25% に据え置いた。2 会合前 (2017 年 12 月 14 日) に引き上げた緊急貸出金利である時間外流動性貸出 (LLW) 金利も 12.75% に据え置いた。会合前の 5 日に発表されたトルコの 2 月消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +10.3% と、2017 年 11 月 (同 +13.0%) にピークアウトし低下しつつある。しかし、声明文では CPI の基調が変わったとは判断できず、またコア CPI が上昇を続けていることから、金融引き締めスタンスの維持を決定したと述べた。

トルコのエルドアン大統領が繰り返し利下げを要求する中、CBRT が物価抑制に尽力する姿勢を示したことで安心感が広がり、TRY は 3.8 近辺で落ち着いた値動きとなった。しかし、同日の引け後に格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスがトルコのソブリン格付けを「Ba1 (ダブル B プラスに相当)」から「Ba2 (ダブル B に相当)」に引き下げると、TRY は 3.82 近辺まで下落した。ムーディーズは引き下げの理由として、金融・経済政策の健全性喪失や大幅な経常赤字、外的ショックへのリスクの高まりなどを挙げた。

## メキシコ

## 膠着状態の NAFTA、近づく大統領選

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

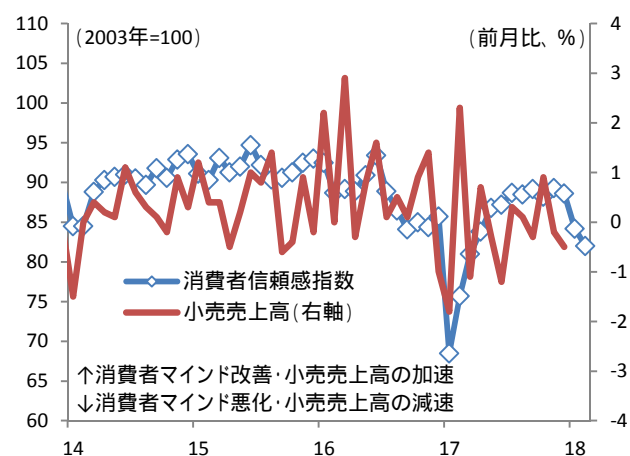
2月26日～3月5日にかけて開催された北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉の第7回会合が終了した。植物検疫など3つの項目で新たに合意したが、自動車の原産地規制など主要な論点に関して関係国間の意見の隔たりは相変わらず大きく、議論の進展はみられなかった。会合後の記者会見で、米通商代表部 (USTR) のライトハイザー代表は交渉のスピードが遅いことに不満を隠さず、また交渉を早めるため2国間交渉に切り替える可能性も示唆した。なお、第8回会合は4月上旬にワシントンにて開催される予定であり、公式の妥結目処であった3月末を過ぎるのは確実となったが、新たな目標時期は設定されなかった。

6日に発表されたメキシコ2月消費者信頼感指数は82.0と3か月連続で低下した (図表1)。高水準のインフレ率や NAFTA 再交渉の難航に加え、メキシコ大統領選 (7月1日に投票予定) の結果に対する不透明感の強まりが消費者マインドの悪化に繋がった。消費者信頼感指数は小売売上高の先行きを示唆するケースが多く、過去の傾向に沿うとすれば、小売売上高の減速は当面続く可能性が高い。

メキシコ経済に影響を及ぼし始めている大統領選は3月29日に立候補が締め切られ、翌30日から本格的な選挙戦が3か月かけて繰り広げられる。7日に報じられた最新の世論調査の結果では、既存の経済政策からの変更を訴えるオブラドール氏の支持率は35%と、親ビジネス志向のアナヤ氏 (21%) に大きな差をつけてトップとなった。しかしながら、両者の差が5%となっている世論調査結果もあり、誰が勝利するかは未だみえない状況にある。

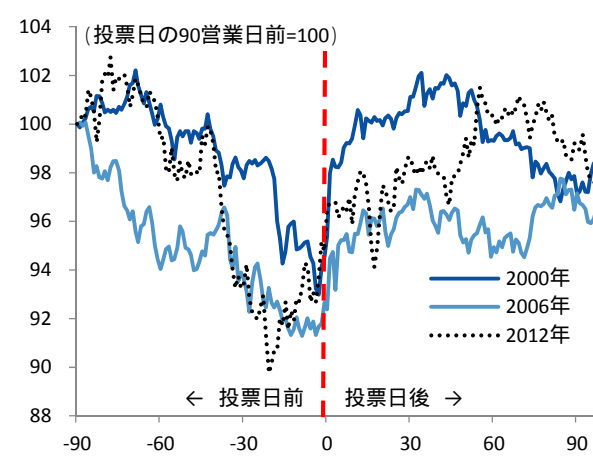
かかる状況下、投票日が近づくに連れ選挙結果に対する先行き不透明感の強さが市場では意識されるだろう。こうした展開はメキシコの大統領選では珍しくなく、直近3回の大統領選前後3か月の USD/MXN 騰落率をみると、どの選挙でも MXN は投票日に向けて下落している (図表2)。今回も過去のパターンが繰り返される可能性は高く、投票日に向けて MXN は軟調な展開となるだろう。

図表1:メキシコ 消費者信頼感指数



注:小売売上高は2017年12月が最新データ。  
出所:メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、みずほ銀行

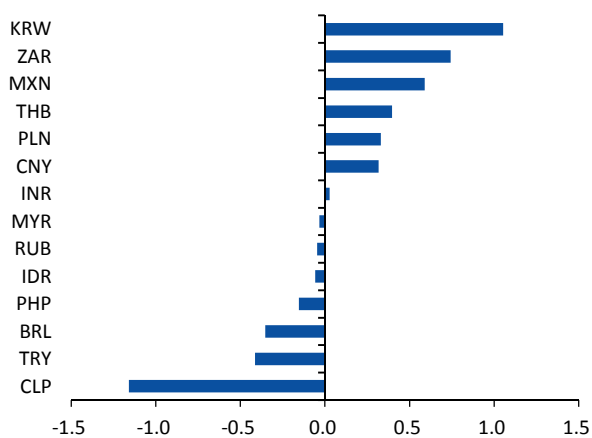
図表2:大統領選前後3か月の USD/MXN 推移



注:投票日は日曜日のため、0は投票日の前営業日を示す。  
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

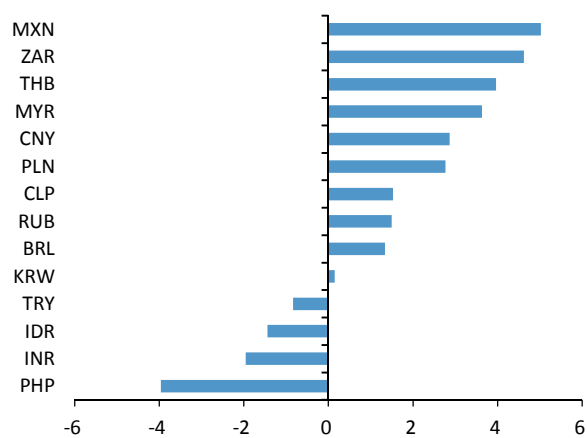
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



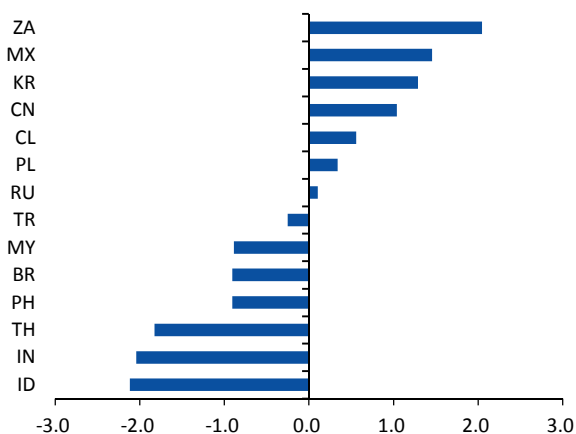
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



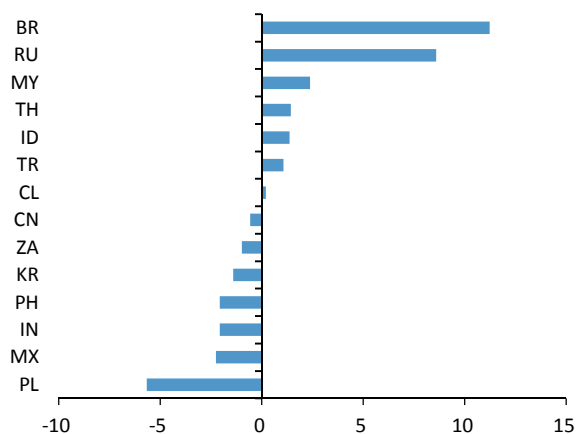
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



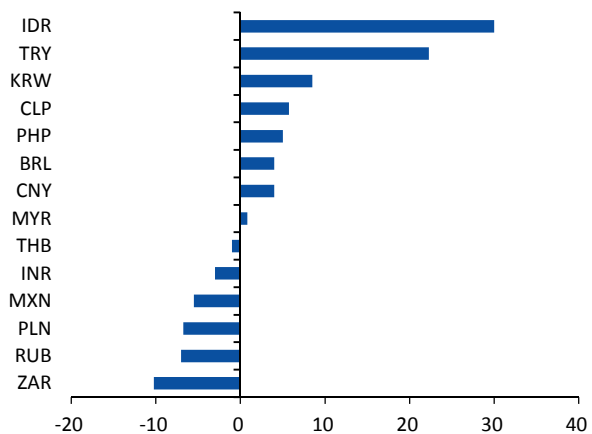
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



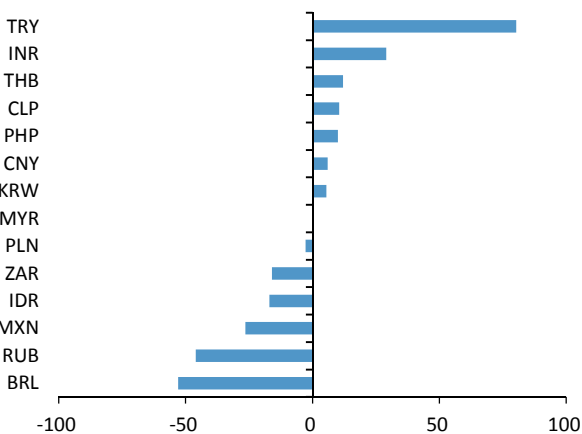
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

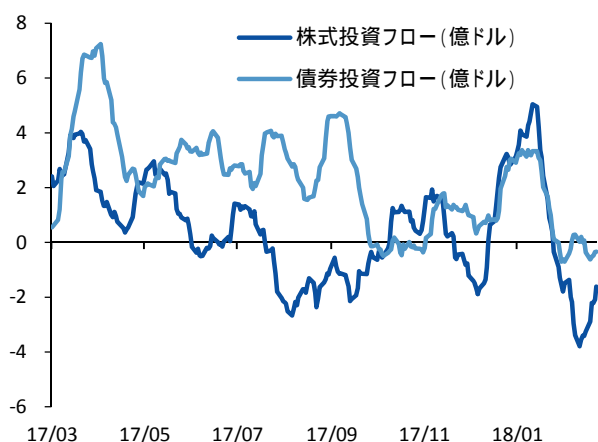
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

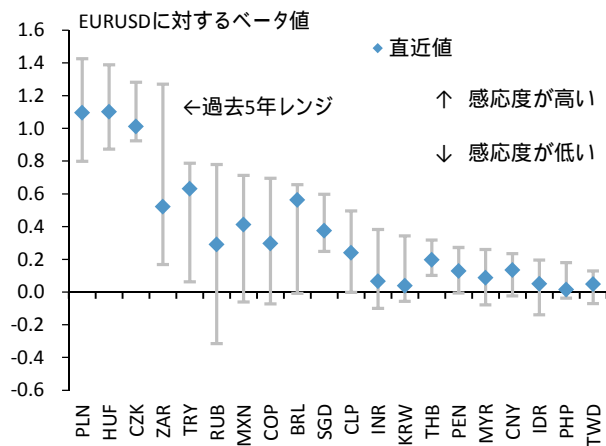
# チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



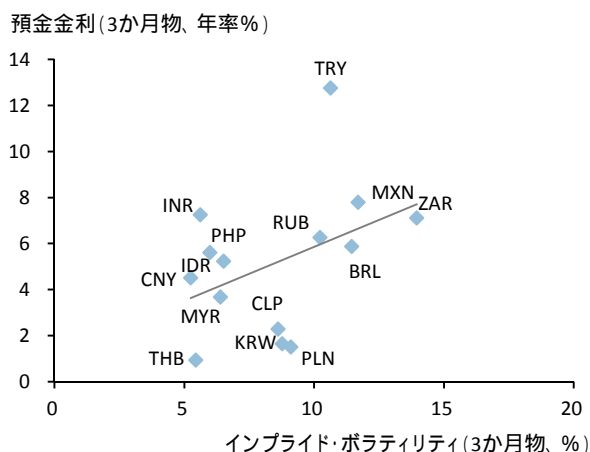
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



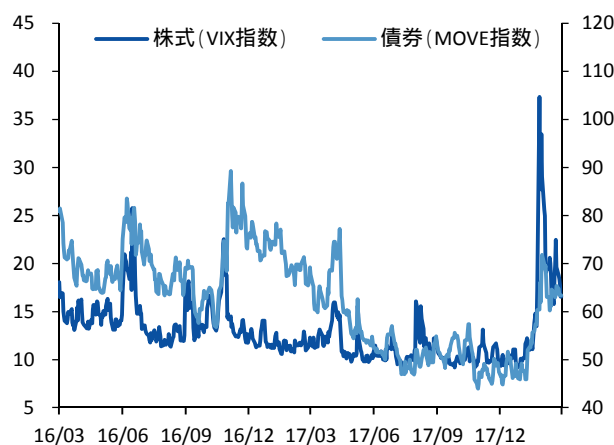
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



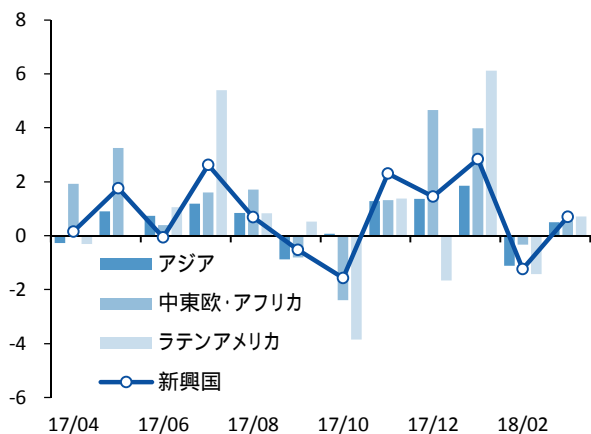
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



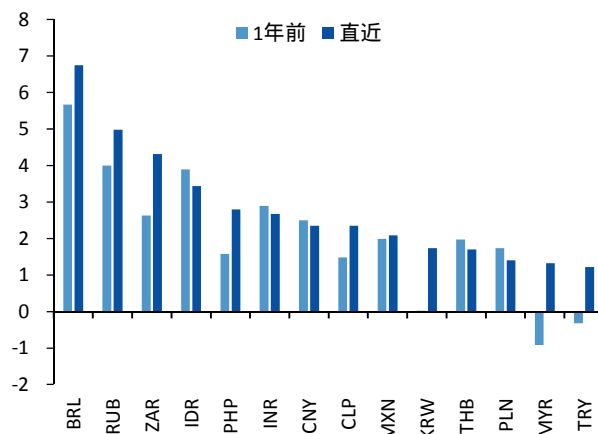
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
3月5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.3	54.2	54.7	--
5日 (月)	マレーシア	貿易収支MYR	7.90b	9.71b	7.30b	7.25b
5日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	4.9%	10.9%	1.2%	1.4%
6日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$2680.4m	\$4092.3m	--
6日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.2%	1.4%	1.0%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI(前年比%, 2006年=100)	4.2%	4.5%	4.0%	--
7日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
7日 (水)	台湾	CPI(前年比)	2.0%	2.2%	0.9%	0.9%
7日 (水)	台湾	貿易収支	\$3.70b	\$2.92b	\$2.42b	--
8日 (木)	中国	貿易収支	-\$5.70b	\$33.74b	\$20.34b	\$20.35b
9日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$3500m	--	-\$4017m	--
9日 (金)	中国	PPI 前年比	3.8%	--	4.3%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	2.5%	--	1.5%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	900.0b	--	2900.0b	--
12日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	4.6%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	--	--	5.1%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.1%	--
13日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.9%	--
14日 (水)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	6.2%	--	6.6%	--
14日 (水)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	2.8%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	--	--	-\$677m	--
15日 (木)	インド	輸出(前年比)	--	--	9.1%	--
15日 (木)	インド	輸入(前年比)	--	--	26.1%	--
15日 (木)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	7.1%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
3月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	10.0%	10.3%	10.4%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	13.7%	12.1%	--
6日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	1.8%	3.1%	2.0%	2.3%
6日 (火)	ロシア	CPI(前年比)	2.3%	2.2%	2.2%	--
7日 (水)	トルコ	指標レポート	8.00%	8.00%	8.00%	--
7日 (水)	トルコ	翌日物貸出金利	9.25%	9.25%	9.25%	--
7日 (水)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
12日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-7.70b	--
13日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	2.0%	--
14日 (水)	ロシア	貿易収支	13.9b	--	13.7b	--
16日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.7%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
3月6日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	5.2%	5.7%	4.3%	4.5%
6日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	84.1	82.0	84.2	--
6日 (火)	メキシコ	総設備投資	-0.6%	-0.4%	-4.5%	--
7日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.1%	0.2%	0.6%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	5.4%	5.3%	5.6%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.8%	--	2.9%	--
13日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.3%	--
13日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.7%	--

注: 2018年3月9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、その正確性を全般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 1～2月(実績)	SPOT	2018年 3月	6月	9月	12月	2019年 3月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.2525 ~ 6.5362	6.3422	6.40	6.35	6.40	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8298	7.8409	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	65.148	65.0	64.0	65.5	63.8	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13816	13550	13300	13500	13000	12900
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1070.18	1080	1070	1065	1060	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8663 ~ 4.0660	3.9085	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.136	51.9	52.5	52.5	51.8	51.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3175	1.32	1.31	1.34	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.269	29.40	29.30	29.20	29.10	29.10
タイバーツ	(THB)	31.19 ~ 32.62	31.37	31.3	31.0	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22765	22757	22700	22650	22580	22450	22380
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	57.0665	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.9089	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 3.8485	3.8207	3.90	4.00	4.10	4.05	3.95
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3172	3.2645	3.25	3.33	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046 ~ 19.7361	18.6734	19.50	20.00	19.50	18.50	18.00
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.643 ~ 17.543	16.741	16.56	16.54	16.25	15.97	15.81
香港ドル	(HKD)	13.495 ~ 14.505	13.542	13.52	13.39	13.28	13.17	13.06
インドルピー	(INR)	1.635 ~ 1.790	1.630	1.63	1.64	1.59	1.61	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ~ 0.845	0.770	0.782	0.789	0.770	0.792	0.791
韓国ウォン	(100KRW)	9.790 ~ 10.681	9.877	9.81	9.81	9.77	9.72	9.62
マレーシアリングギ	(MYR)	26.863 ~ 28.395	27.146	27.18	26.92	27.37	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.021 ~ 2.272	2.036	2.04	2.00	1.98	1.99	2.00
シンガポールドル	(SGD)	80.12 ~ 85.50	80.59	80.30	80.15	77.61	78.03	78.46
台湾ドル	(TWD)	3.621 ~ 3.843	3.628	3.61	3.58	3.56	3.54	3.51
タイバーツ	(THB)	3.367 ~ 3.525	3.386	3.39	3.39	3.34	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4650 ~ 0.4992	0.4668	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.839 ~ 1.993	1.860	1.83	1.75	1.68	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882 ~ 9.293	8.916	9.22	9.55	8.67	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	27.820 ~ 30.311	27.784	27.18	26.25	25.37	25.43	25.82
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	32.319 ~ 35.131	32.507	32.62	31.53	31.04	32.19	32.08
メキシコペソ	(MXN)	5.616 ~ 5.981	5.686	5.44	5.25	5.33	5.57	5.67

注: 1.実績の欄は2018年2月28日まで。SPOTは3月9日の7時10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(3月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2018年2月28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。