2018 年 3 月 16 日

The Emerging Markets Weekly

米政権に振り回される新興国通貨/南北融和と煽る BOK の利上げ期待

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

新興国市場：今週の新興国通貨は週半ばまで緩やかに上昇も後半に下落した。先週末に発表された米 2 月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月比+31.1 万人と市場予想（同+20.5 万人）を大幅に上回った。しかし、平均時給は冴えない伸び率となったことがドルの重石となり新興国通貨は上昇。週初 12 日もこの流れを受けてドルの上値が重くなる中、新興国通貨の大半は小幅な動きとなった。13 日に発表された米 2 月消費者物価指数（CPI）とコア CPI（除く食品・エネルギー）が前月から減速したことに加え、トランプ米大統領がティラーソン米国務長官を解任し、後任にポンペオ米中央情報局（CIA）長官を指名との報道を背景にドルは下押しされたが、新興国通貨への影響は限定的。14 日はドラギ ECB 総裁が「ユーロ高が今後インフレの重石になる恐れがある」と言及したことや、イタリアのユーロ懐疑派の極右政党「北部同盟」のマッテオ・サルビニ党首が「ユーロは欠陥通貨」、「『五つ星運動』との連立は可能だ」と発言したことがユーロの重石となった。他方、米 2 月小売売上高の冴えない結果や、米国の政治を巡る不透明感の高まりがドルの上値を押さえたことで、新興国通貨の大半は緩やかに上昇した。15 日はトランプ大統領が国家経済会議（NEC）時期委員長に指名した経済評論家のクドロー氏が、強く安定したドルが米経済の成長にとって重要と発言。加えて、この日発表された米経済指標が良好な結果となったことを背景にドルが上昇し、新興国通貨は軟調となった。

アジア：KRW はトランプ大統領が金正恩朝鮮労働党委員長と会談する用意があると述べたことを好感して小幅に上昇。インドの国営銀行パンジャブ・ナショナル銀行（PNB）で発覚した不正取引の総額がさらに増える見込みとなる中、インド準備銀行（中央銀行、RBI）は全ての国内銀行に対し、不正の核心にある融資の確約証（LOU）発行を禁止した。14 日にタイ中央銀行（BOT）のウィラタイ総裁は、タイ経済の成長の勢いが予想を上回っており、景気回復も広い範囲に渡ってきているが、引き続き緩和的な金融政策が必要との認識を示した。

中東欧・アフリカ：16 日に発表されたトルコの経常赤字は 71 億ドルと予想（同 69 億ドル）より悪化したことや、シリア北西部アフリンを支配するクルド人勢力「人民防衛部隊（YPG）」へのトルコ軍による攻撃の懸念、13 日にトルコ議会が選挙改革法を可決したことを野党が批判していることなどを背景に TRY は下落した。英国のメイ首相は 14 日、ロシアの元スパイ暗殺未遂事件に関し、ロシア側が説明を拒否したことを受けて、駐英ロシア外交官 23 人を国外追放すると発表。また、トランプ政権は米大統領選に介入したとしてロシアに制裁を科すと発表したことを受けて RUB は値を下げた。

市場概観

米政権に振り回される新興国通貨

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

3月に入ってから新興国市場は米国の通商政策に振らされていた。先週の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。事前にサンダース大統領報道官が可能性を事前に示唆していた通り、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。また、先週末に発表された米2月雇用統計の結果は非農業部門強者数変化が前月比+31.3万人と市場予想（同+20万人）を大幅に超えた。一方、平均時給は前年比+2.6%と予想（同+2.8%）を割り込んだが、概ね堅調な結果となったにもかかわらず、ドルの上値は重かった。

今週に入り、13日にトランプ大統領がティラーソン国務長官を解任し、後任にポンペオCIA長官を指名し市場にサプライズをもたらした。また14日にはトランプ政権が中国の対米貿易赤字を1000億ドル減らすよう求めたと報じられている。先週の6日に鉄鋼とアルミニウムに輸入制限に反対していた米国家経済会議（NEC）のコーン委員長が辞任を発表したが、その後任に著名経済評論家のクドロー氏が指名された。同氏は保守派の論客で、中国との貿易不均衡を問題視するなどトランプ氏と経済観が近い。通商政策で米政権の強硬姿勢が増す可能性が懸念される中でドルは売られ、新興国通貨は緩やかに上昇した。

来週は20～21日にFOMCの開催が予定されており、利上げがほぼ織り込み済みとなる中、メンバーの政策金利見通し（ドット・チャート）も引き上げられるとの予想がみられる。ドット・チャートが引き上げられれば米金利上昇を招き、それを嫌気して株式市場が下落する可能性も考えられる。また、トランプ政権の二転三転する通商政策に新興国市場は再び振らされ不安定な動きとなる可能性が高い。北朝鮮が米国と非核化に向けて首脳会談を行うことが決定され、足許で地政学リスクは和らいだ。もっとも、首脳会談が中止となる場合や、実施されても交渉が決裂する場合などには再び新興国市場は大きく振らされるリスクが残る。

新興国では21日（水）にブラジル中央銀行（BCB）の金融政策会合が開催される予定だ。前回会合（2月7日）では、政策金利を25bp引き下げ6.75%とした。声明文では、経済指標は「着実な回復を示している」と景気回復の持続に自信を示す一方、物価については「主要な物価項目は程よい（comfortable）あるいは低い水準にある」と前回の評価を維持している。次回会合については、「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た。しかし、同時に「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」する可能性にも言及していた。先週5日に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ている。9日に発表された2月IPCA拡大消費者物価指数は前年比+2.8%と1月（同+2.9%）から減速した。インフレは引き続き抑制されていることを示す結果となり、今会合でも政策金利は25bp引き下げられると予想する。

22 日（木）にはフィリピン中央銀行（BSP）の金融政策会合が予定されている。前回会合（2 月 8 日）では政策金利を据え置いた。一部では利上げを予想する向きもあったが、物価の急激な上昇は一時的との認識を示し、インフレ率は高まる傾向にあるが 2019 年には目標（+2～4%）以内に収束するとの見方を示していた。6 日に発表されたフィリピン 2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.9%（2012 年=100）と 1 月（同+3.4%）から加速した。なお、フィリピン統計庁（PSA）は統計の基準年を 2006 年から 2012 年に変更している。これまでの旧基準（2006 年=100）でみると 2 月 CPI は同+4.5%となるが、新基準に変更になったため目標内に収まる格好となった。同日に BSP のエスペリニャ総裁は 2 月のインフレデータは予想通りであり、もっと先を見据える必要があるため 2 月のデータに必ずしも左右されないと述べているため、今会合も政策金利を据え置くだろう。

同日にはインドネシア中央銀行（BI）も金融政策会合を開催する。前回会合（2 月 14 日）では政策金利は 4.25%に据え置かれた。声明文ではインドネシア経済は底堅く推移し、インフレ率は BI の目標（+2.5～4.5%）内に収まる可能性が高いとした。1 日に発表されたインドネシア 2 月 CPI は前年比+3.2%と 1 月（同+3.3%）から減速し、目標内に収まっている。13 日に BI のアグス総裁は、BI の政策スタンスは中立的で、利下げ余地は限定的になったと述べた。一方で、金融政策の決定には多くの物事を検証する必要があるため、利上げに向かうことを意味していないと発言した。また、2018 年 1～3 月期の経済成長率に関して、2017 年 1～3 月期の前年比+5.0%を上回ると予測するも、2017 年 10～12 月期の同+5.2%には及ばないとの見解を示した。BI は今会合では引き続き政策金利を据え置くだろう。

韓国

南北融和と燻る BOK の利上げ期待

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

3 月 6 日に訪朝を終えた韓国特使団が 4 月に南北首脳会談を実施することで両国は合意したことを発表した。10 日にはトランプ米大統領が北朝鮮の金正恩委員長の要請を受け 5 月までに首脳会談に応じることを表明するなど、北朝鮮半島の緊張緩和に向けた取り組みが前進し始めている。

こうした南北融和の動きが韓国株の大幅上昇をもたらすと一部では予想する向きがある。背景には、韓国株の割安感の強さがある。MSCI が算出する各国の株式指数を株価収益率（PER）で比較すると、韓国は 10.4 倍と日本（13.3 倍）や台湾（15.2 倍）に大きく見劣りしている（図表 1）。この主因は北朝鮮リスクであり、リスクが低減すれば韓国株の上昇余地は大きいと考えられている模様だ。

もっとも、北朝鮮が核開発の撤廃に応じる代わりに経済援助を求めた過去のケースを振り返ると、4 月や 5 月の首脳会談は長い交渉プロセスの始まりに過ぎないと考える。最初の国際交渉は 1993 年 3 月に北朝鮮が核拡散防止条約（NPT）を脱退したことに端を発した。クリントン米政権（当時）は軍事作戦を一時検討するなど米朝関係は緊張したが、1994 年 6 月のカーター元米大統領の訪朝をきっかけに両国が歩み寄り、10 月には米朝基本合意が成立した。

次の国際交渉は、2003 年 1 月に北朝鮮が再び NPT を脱退したことで始まった。ブッシュ米政権（当時）は 1994 年の 2 か国間合意が機能しなかったことから、多国間合意への切り替えを図った。交渉は約 3 年の歳月を要し、2005 年 9 月に中国、日本、米国、韓国、ロシア、北朝鮮の 6 か国で核放棄を含む共同声明文を採択した。

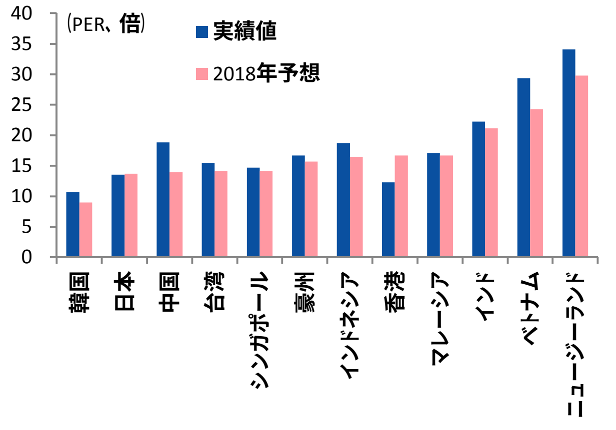
今回の米朝首脳会談に関しトランプ大統領は「我々はとてつもない成功をおさめるだろう」と楽観視しているが、米与党･共和党や政権内からは 2 か国間合意も多国間合意も有効でなかった過去の反省から、今回の会談における安易な合意には反対する意見が多い。こうした状況を踏まえれば、米朝交渉は長期化する公算が大きく、韓国株の大幅上昇に KRW も連れ高の展開になるのは、当分先になると予想する。

韓国の株式市場が南北融和に注目する中、債券市場では 3 月 2 日に韓国中央銀行（BOK）の李総裁が再任されたことで、早期の追加利上げ期待が高まっている。BOK 総裁が再任されるのは約 40 年ぶりの出来事であり、政府が李総裁の進める金融政策の正常化を支持していると市場では受け止められたことが主因だ。

また、6 日に発表された 2 月消費者物価指数（CPI）上昇率が前年比+1.4%と 1 月（同+1.0%）から加速したことも利上げ期待を高めた（図表 2）。しかしながら、CPI 加速の主因となった食料品価格上昇は旧正月の影響で上振れしている可能性があるほか、サービス価格上昇の背景には平昌五輪開催に伴う押し上げ効果があったとされている。

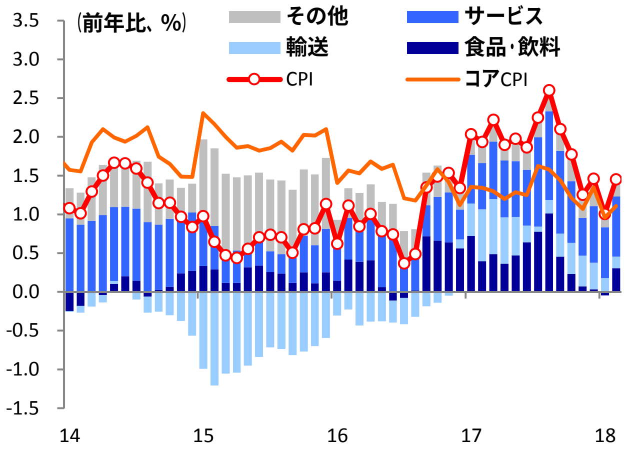
このように一時的な要因が作用していたことを踏まえると、CPI が上昇基調にあるとは未だ判断しがたい。また、BOK が経済見通し（2018 年 1 月）において、2018 年上半期における CPI は前年比+1.5%と目標（+2.0%）に届かないと予測していることに鑑みれば、BOK が上半期中に利上げに踏み切る公算は小さいと考える。

図表 1：各国の MSCI 株式指数の株価収益率（PER）



注：実績値は 3 月 15 日基準。予測値はブルームバーグ集計。
出所：MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

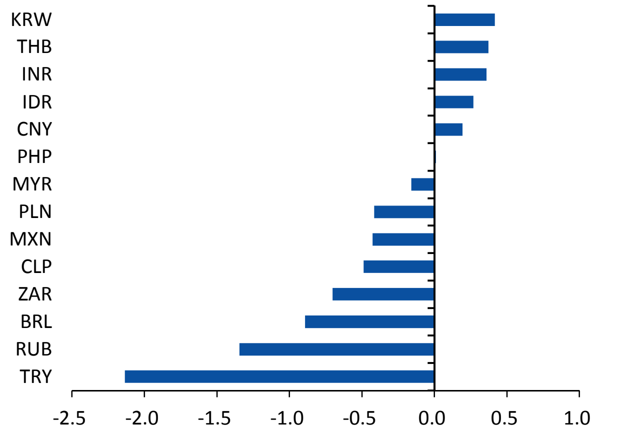
図表 2：韓国消費者物価指数（CPI）



出所：韓国統計庁、CEIC、みずほ銀行

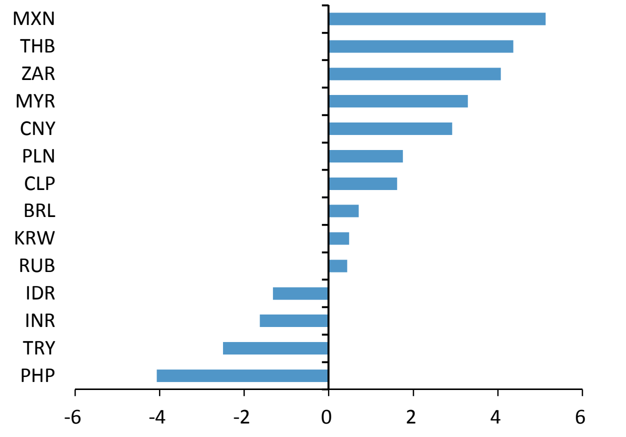
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



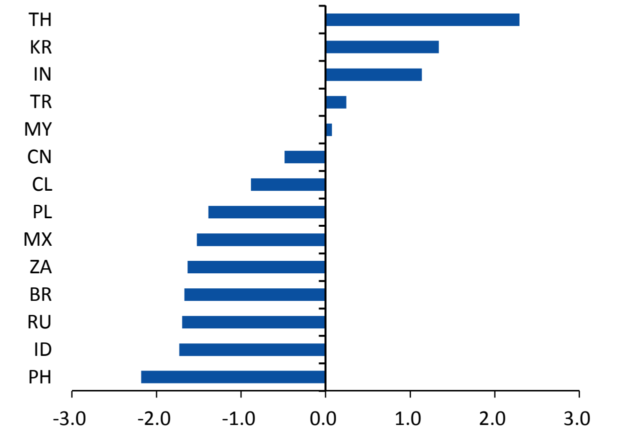
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



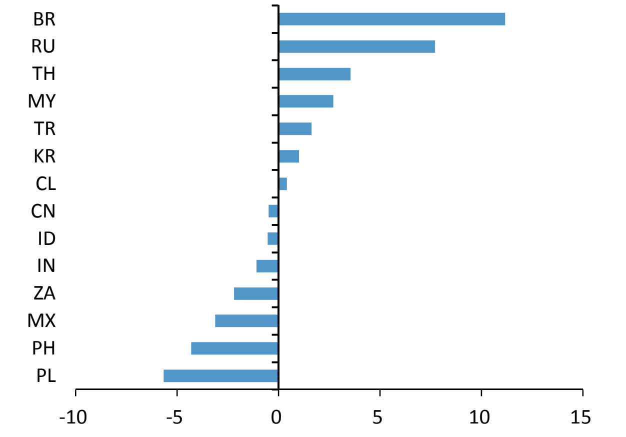
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



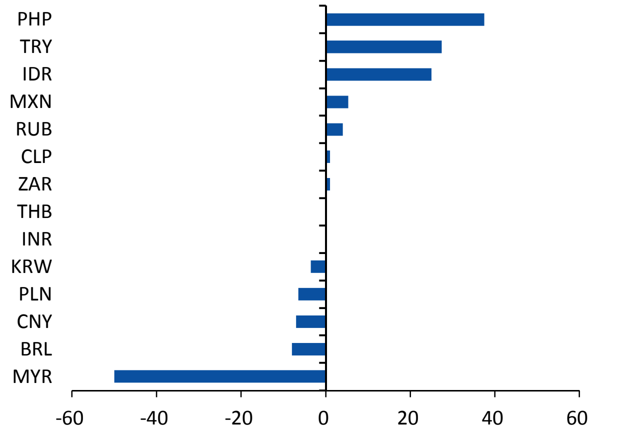
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



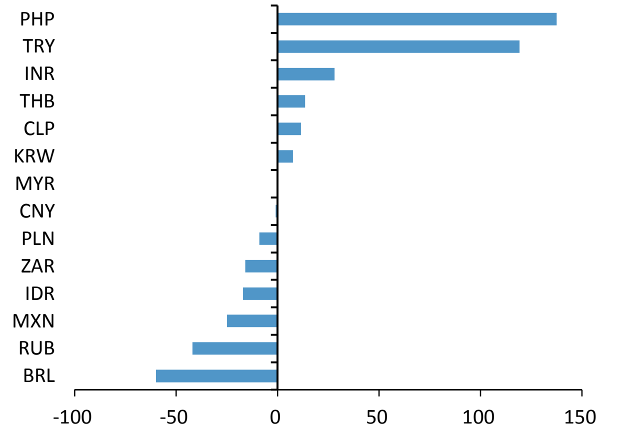
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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

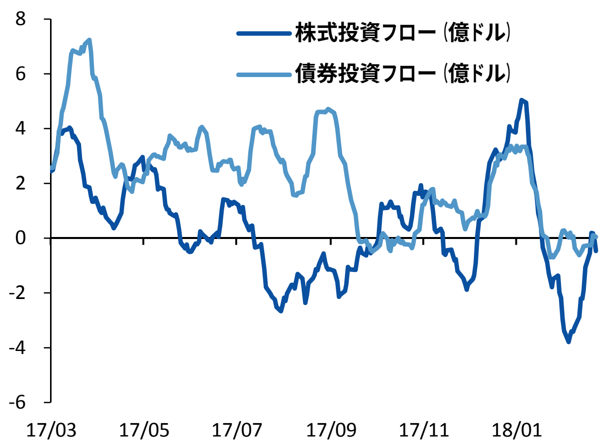
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

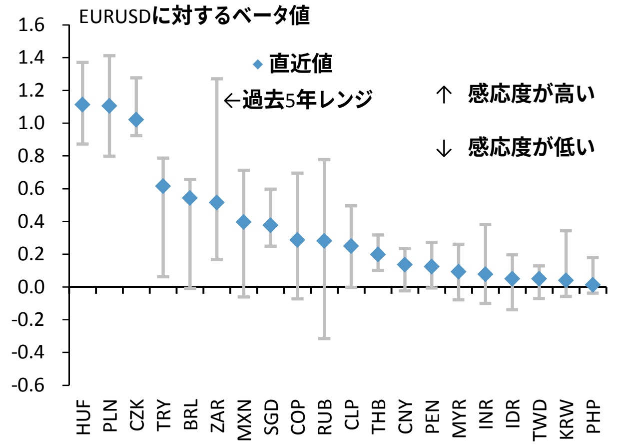
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



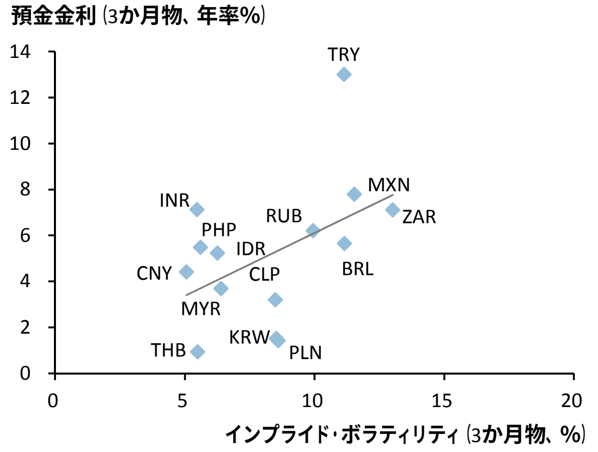
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



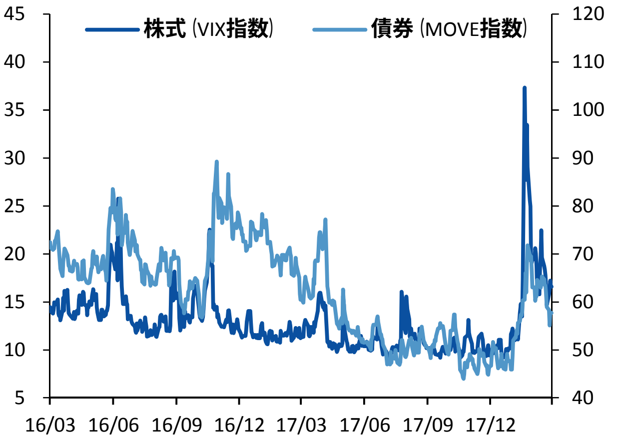
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



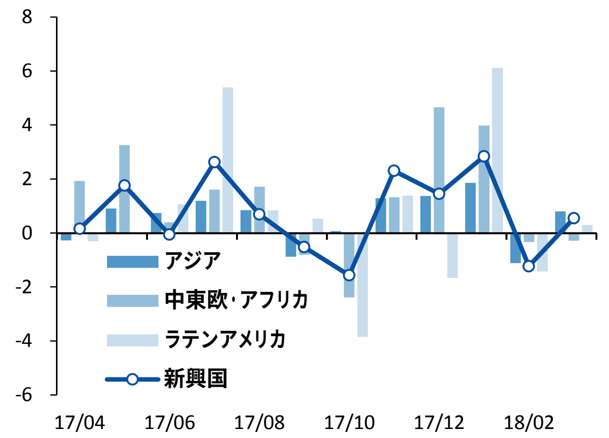
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



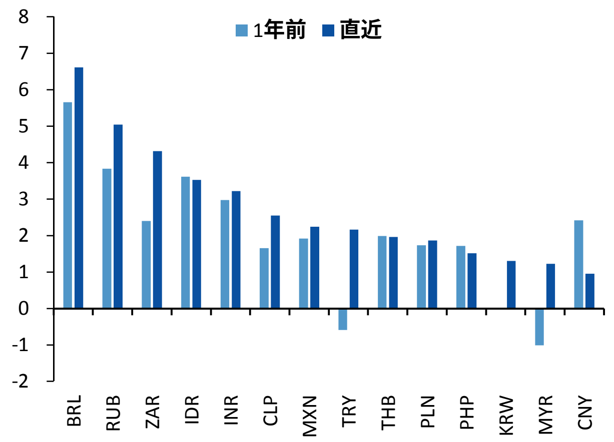
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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							
3月12日	(月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	2.2%	-8.4%	4.6%	6.3%
12日	(月)	インド	CPI(前年比)	4.7%	4.4%	5.1%	--
12日	(月)	インド	鉱工業生産(前年比)	6.4%	7.5%	7.1%	--
13日	(火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	6.8%	3.0%	2.9%	--
14日	(水)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	6.2%	7.2%	6.6%	--
14日	(水)	インド	卸売物価(前年比)	2.5%	2.5%	2.8%	--
15日	(木)	インドネシア	貿易収支	-$124m	-$116m	-$677m	-$756m
15日	(木)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.0%	9.7%	7.1%	--
16日	(金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	4.8%	--	13.0%	--
19日	(月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-$531m	--
19-24日		タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	--	--	-$119m	--
20日	(火)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.2%	--
20日	(火)	台湾	輸出受注(前年比)	2.8%	--	19.7%	--
21日	(水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	2.7%	--
21日	(水)	シンガポール	自動車所有権 始値ﾋﾞｯﾄﾞ ｸﾗｽ A	--	--	38,830	--
21日	(水)	シンガポール	自動車所有権 始値ﾋﾞｯﾄﾞ ｸﾗｽB	--	--	39,001	--
22日	(木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	3.0%	--
22日	(木)	台湾	CBC指標金利	1.4%	--	1.4%	--
22日	(木)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	--	-107.1b	--
22日	(木)	インドネシア	7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟﾚｰﾄ	4.25%	--	4.25%	--
23日	(金)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.0%	--
23日	(金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.3%	--	10.9%	--
中東欧・ アフリカ							
3月12日	(月)	トルコ	経常収支	-6.90b	-7.10b	-7.70b	-7.67b
13日	(火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	2.5%	2.5%	2.0%	1.8%
14日	(水)	ロシア	貿易収支	13.9b	17.0b	13.7b	--
16日	(金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	6.7%	--	8.7%	--
19-20日		ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.0%	--	2.9%	--
20日	(火)	南ア	経常収支(対GDP比)	-2.1%	--	-2.3%	--
20-21日		ロシア	PPI 前年比	4.4%	--	5.0%	--
21日	(水)	南ア	CPI(前年比)	4.2%	--	4.4%	--
21日	(水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.7%	--	2.8%	--
21日	(水)	ロシア	失業率	5.2%	--	5.2%	--
21日	(水)	ロシア	実質賃金(前年比)	6.0%	--	6.2%	--
22日	(木)	南ア	小売売上高(実質値､前年比)	--	--	5.3%	--
22日	(木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	110.8	--
22日	(木)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.8%	--
23日	(金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.50%	--
ラテンアメリカ							
3月13日	(火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	3.5%	3.2%	3.3%	4.0%
13日	(火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	0.4%	0.9%	-0.7%	--
23日	(金)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.4%	--
23日	(金)	ブラジル	経常収支	--	--	-$4310m	--
23日	(金)	ブラジル	海外直接投資	--	--	$6466m	--
23日	(金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.1%	--

注：2018 年 3 月 16 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 1～2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)	6.2525	～	6.5362	6.3221	6.40	6.35	6.40	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136	～	7.8298	7.8418	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246	～	65.314	64.933	65.0	64.0	65.5	63.8	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263	～	13817	13749	13550	13300	13500	13000	12900
韓国ウォン	(KRW)	1057.88	～	1098.59	1065.50	1080	1070	1065	1060	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8663	～	4.0660	3.9177	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705	～	52.490	51.940	51.9	52.5	52.5	51.8	51.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009	～	1.3384	1.3145	1.32	1.31	1.34	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958	～	29.754	29.152	29.40	29.30	29.20	29.10	29.10
タイバーツ	(THB)	31.19	～	32.62	31.21	31.3	31.0	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22680	～	22765	22759	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563	～	58.7668	57.4584	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078	～	12.5461	11.8994	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163	～	3.8485	3.8952	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	～	3.3172	3.2862	3.25	3.33	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046	～	19.7361	18.7017	19.50	20.00	19.50	18.50	18.00
対円										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	16.643	～	17.543	16.786	16.56	16.54	16.25	15.97	15.81
香港ドル	(HKD)	13.495	～	14.505	13.561	13.52	13.39	13.28	13.17	13.06
インドルピー	(INR)	1.635	～	1.790	1.638	1.63	1.64	1.59	1.61	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771	～	0.845	0.774	0.782	0.789	0.770	0.792	0.791
韓国ウォン	(100KRW)	9.790	～	10.681	9.941	9.81	9.81	9.77	9.72	9.62
マレーシアリンギ	(MYR)	26.863	～	28.395	27.059	27.18	26.92	27.37	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.021	～	2.272	2.042	2.04	2.00	1.98	1.99	2.00
シンガポールドル	(SGD)	80.12	～	85.50	80.90	80.30	80.15	77.61	78.03	78.46
台湾ドル	(TWD)	3.621	～	3.843	3.648	3.61	3.58	3.56	3.54	3.51
タイバーツ	(THB)	3.367	～	3.525	3.407	3.39	3.39	3.34	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4650	～	0.4992	0.4675	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	1.839	～	1.993	1.851	1.83	1.75	1.68	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882	～	9.293	8.938	9.22	9.55	8.67	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	27.820	～	30.311	27.293	27.18	26.25	25.37	25.43	25.82
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	32.319	～	35.131	32.362	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 16 日の 8 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（3 月 1 日発刊）』および『中期為替相場見通し（2018 年 2 月 28 日発刊）』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に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。