

2018年3月23日

The Emerging Markets Weekly

米中貿易摩擦が重し/ブラジル中央銀行の 予想外の追加利下げ予告

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちの展開となった。先週末に発表された米2月鉱工業生産や米3月ミシガン大学消費者信頼感指数が予想を上回ったことを背景にドルは上昇し、新興国通貨は下落した。週初19日は、米SNS最大手の大規模な個人情報漏洩問題を受けてテクノロジー株を中心に米株が大幅に下落すると、新興国通貨は軟調推移となった。20日は翌日にFOMCを控えたポジション調整の動きから、通貨によってまちまちな展開。21日のFOMCでは、メンバーの政策金利見直し(ドット・チャート)において2018年の利上げ見込み回数が3回と前回(2017年12月)から変わらなかったことを背景に米金利が低下すると、新興国通貨は大半が堅調に推移した。しかし、22日にトランプ米政権が中国への追加関税措置を示唆すると、アジア通貨を中心に新興国通貨は下落する展開となった。

アジア: 16日に発表されたフィリピンの2017年における経常収支は25.2億ドルの赤字となり、2016年(12億ドル)から倍以上となったことが嫌気され、ドル売り地合いとなる中でもPHPは52近辺から52.3台まで値を下げた。22日にはフィリピン中央銀行(BSP)の金融政策決定会合が開催され、政策金利が3.00%に据え置かれたものの、市場予想通りの結果だったためPHPの反応は限定的となった。同日にインドネシア中央銀行(BI)も金融政策決定会合を開催し、政策金利を4.25%に維持することを決定した。コンセンサス通りの結果だったため、IDRは目立った反応を示さなかった。先週16日に発表されたインド10~12月期経常収支は135億ドルと7~9月期(72億ドル)から赤字幅が大きく拡大すると、INRは65近辺から一時65.2台までじり安の展開となった。

中東欧・アフリカ: 20日に発表された南アフリカ2月消費者物価指数(CPI)が前年比+4.0%と1月(同+4.4%)から減速したことや、主要格付け会社3社と面会したモンドイル・グングベレ財務副大臣が格付けについて「何らかの改善」を待っていると発言したことが好感され、ZARは12近辺から一時11.7台まで上値を伸ばした。週末の18日にロシア大統領選の投開票が行われ、プーチン大統領が7割を超える得票率で再選した。もっとも、予想通りの結果であったため、RUBは大統領選よりも原油相場の動向に振られる展開となった。TRYは23日に急落し、過去最安値を更新した。ドル/円が105円割れとなる中、本邦個人投資家のTRYロングポジションでロスカットなどが出た模様である。

ラテンアメリカ: 21日に北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉における自動車の原産地規制を巡る議論について「まともになり始めている」との関係者談が報じられると、MXNは18.8台から18.4台まで急伸した。

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

米中貿易摩擦が重し

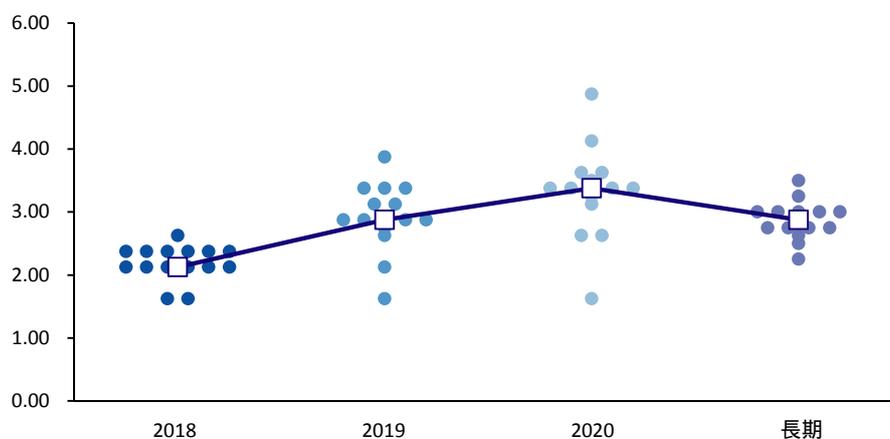
マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

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

3月20～21日のFOMCでは、政策金利であるFF金利の誘導目標を0.25%引き上げ、1.50～1.75%とすることが決定された。パウエル新FRB議長体制となって初めての会合となる中、市場ではFF金利の引き上げは既定路線と見られていた。最大の関心は、FOMCメンバーによる金利見通し(いわゆるドット・チャート)の中で、2018年中の利上げ回数が、前回の3回から4回へと引き上げられるかどうかという点に集中していた。そうした中、2018年のFF金利見通しの中央値は前回から変わらず2.125%にとどまったことで、米金利が低下し為替市場ではドル売りが強まった。もっとも、ドット・チャートの分布は幾分上方にシフトしており、具体的には、2.375%と回答した参加者が6人と前回の3人から倍増した(図表1)。2.125%と回答した参加者は前回と変わらず6人であり、6月のドット・チャートにおいて中央値が上昇する可能性がある。また、2019年の利上げ回数の見通しは前回の2回から今回は3回に引き上げられており、それほどハト派な内容であったわけではない。市場で年内4回の利上げを見込んでいた向きがドルを売ったとみられるが、今回のFOMCを材料としたドル売りは長続きしないだろう。

FOMC翌日には、トランプ米大統領が中国の知的財産権侵害を巡り、500億ドル規模の中国製品に対し関税を課すことを目指す大統領覚書に署名した。これについては、先週から既に数週間以内に中国に対して措置を講じると報じられていたものの、米中間の貿易摩擦激化に対する懸念から米国株が大幅に下落している。市場では、貿易摩擦の行方に神経質になっており、今後数週間は中国の報復措置などに対して警戒が続きそうだ。また、同日にはトランプ大統領がマクマスター米大統領補佐官(国家安全保障問題担当)を解任し、後任にジョン・ボルトン氏を充てることを明らかにした。マクマスター米大統領補佐官を解任する方針は既に報じられていたが、トランプ米政権の高官の解任や辞任が相次いでおり、米政権運営に対して懸念が強まりやすくなっている。

図表1:FRBメンバーの政策金利見通し(ドット・チャート、%)



注:折れ線グラフは各年の中央値を示す。

出所:FRB、みずほ銀行

中国では全国人民代表大会(全人代)が20日に閉幕した。閉幕前日の19日に中国人民銀行(PBoC)の次期総裁が発表され、事前予想に反し易副総裁が昇格することとなった。同氏は周前総裁の片腕として長年働いてきた人物であり、金融政策の継続性が確保される公算が大きい。なお、閉幕後の記者会見で李首相は一部の商品につき大幅に関税を下げると述べたほか、外資製造業が中国で投資する際には「技術移転の強要を禁止する」とも語った。対米貿易摩擦の軽減を意識した発言だったが、上述したように22日にトランプ政権は中国による知的財産権の侵害を理由に500億ドル相当の同国製品に高関税を課す制裁措置を正式表明。米中貿易摩擦は激化する恐れが強まる中、CNYは6.31近辺から6.33台まで下落した。23日には中国が米国からの鉄鋼、アルミ、豚肉およびワインの輸入に対する追加関税を計画していると報じられるなど、米中関係の緊張は続いている。

新興国市場では、FOMC後のドル安に反応して各国通貨の上昇がみられたが、昨日は米国株の急落を受けたりスク回避ムードの高まりから下押しされている。本日の海外時間や週明けに世界的な株安地合いが反転すれば、新興国通貨も一旦買い戻しが入りそうだが、貿易戦争がテーマとして意識される中、経済の先行き懸念から新興国通貨の上値は重くなりそうだ。

タイ中央銀行(BOT)は28日(水)に金融政策委員会(MPC)の開催を予定している。前回MPC(2月14日)の声明文では、タイ経済は良好な外需と緩やかに回復している内需によって牽引されたとして、楽観的な見方を示した。物価については緩やかな加速にとどまるとの見解を示し、THB高については引き続き警戒していくとした。3月8日にBOTのウィラタイ総裁は、インフレ圧力は依然として弱く、国内経済の回復を支援するために金融政策は引き続き緩和的であるべきとの見方を示した。また、金利と金融政策は主に国内経済によって決定され、他の国が利上げをしても、直ちに利上げをする必要はないと述べており、今回のMPCでもBOTは引き続き政策金利を据え置くと予想する。

同日には、南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)も金融政策委員会(MPC)を開催する。前回のMPC(1月18日)では、政策金利を6.75%に据え置いた。ZAR相場が堅調に推移する中、インフレリスクがなお上向きとの認識を示した。3月20日に発表された南アフリカ2月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.0%と1月(同+4.4%)から減速し、市場予想(同+4.3%)を下回る結果となった。引き続きZARは堅調に推移しており、2月CPIが予想を下回ったことなどを背景にSARBは今回のMPCで25bpの利下げに踏み切ると考える。しかし、SARBはインフレやZARの先行きについては慎重姿勢をみせていることから、今後も利下げを続ける可能性は低いだろう。今回のMPC後は当面政策金利を据え置くと予想する。

ブラジル

BCBによる予想外の追加利下げ予告

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21日にブラジル中央銀行(BCB)の金融政策委員会(COPOM)が開催され、BCBはSelicレート(政策金利)を25bp引き下げ6.50%とした。2月拡大消費者物価指数(IPCA)上昇率が前年比+2.84%とBCBの目標レンジ(+3.0~6.0%)の下限を8か月連続で下回ったほか(図表2)、月次GDPとして参照される1月経済活動指数が前月比0.56%と12月(同+1.16%)から減少したことから、今回の利下げは多くの市場参加者が事前に織り込んでいた。

一方、前回会合(2月7日)でBCBは利下げサイクルの終了が近いことを示唆していたため、今回の声明文で「次回の会合では追加緩和が適切」と追加利下げを明記したことは、市場にとって驚きとなった。インフレ・レポート(2017年12月)では、2019年1~3月期にIPCAがインフレ目標の中央値(4.25%、2018年は4.50%)へ収れんするとしていた(図表3)。しかし、1~2月の予想を下回るIPCAの結果を受けて、収れんを確実なものにするには、金融緩和の継続が今しばらく必要とBCBは判断した模様だ。

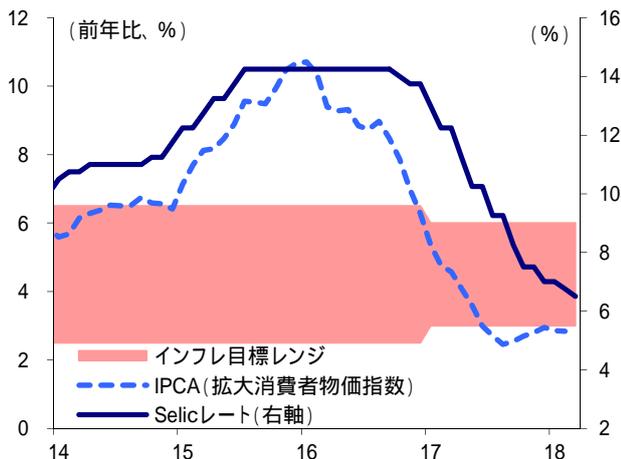
もっとも、今回の利下げは予防的措置という位置づけであり、利下げサイクルの終わりが近いことには変わりがないだろう。そもそもIPCAの下振れは野菜や穀物の豊作による食料品価格の低下が主因であった(図表4)。ブラジル国家食料供給公社(CONAB)は、価格低下を受けて2017/18年度(2017年10月~2018年9月)の穀物生産量は前年比4.4~6.2%ほど下がると予測しており、食料品価格の低下は歯止めがかかる見込みだ。

また、ブラジルの製造業PMI(Markit集計)は1月に51.2と12月(52.4)から落ち込んだが、2月は53.2と大きく改善していることからブラジル経済の回復モメンタムは途切れていない可能性が高く、積極的な緩和が必要な状況とは言えない。さらに景気が回復する中、失業率は2017年3月(13.7%)にピークアウトし2018年1月には12.2%を記録するなど、労働市場の緩みは解消に向かっている。

こうした経済情勢を踏まえれば、BCBは2019年にかけて金融政策スタンスを引き締め方向に変更する公算が大きい。銀行間金利先物市場における金利カーブ(期間構造)は利下げ発表後も2019年からスティーブ化する構造は変わっておらず、金利市場参加者も同様の見方をしていると推察される(図表5)。

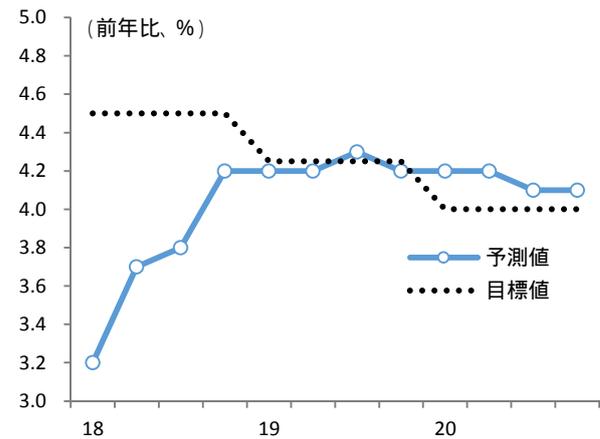
来週には2018年最初のインフレ・レポート発刊が予定されており、最新のBCBによる物価見通しが明らかになる見込みだ。今回の会合結果に鑑みると、下方修正される可能性が高い。しかしながら、BCBが物価見通しの前提条件として参照している市場のブラジルリアル(BRL)予測値は前回のレポート発刊時からほぼ変わっていないため、見通しの修正は小幅にとどまると予想する。そのため、市場参加者の想定する利上げパスは当面変わらず、BRLに与える影響も限定的となるだろう。

図表 2: ブラジル拡大消費者物価指数および政策金利



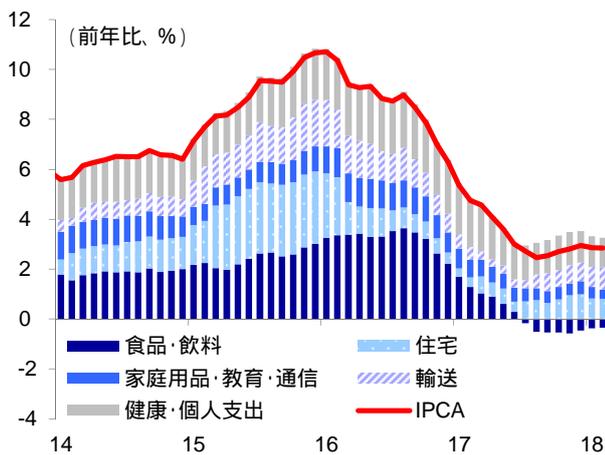
出所: ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行 CEIC、みずほ銀行

図表 3: ブラジル物価目標値および見通し(いずれも中央値)



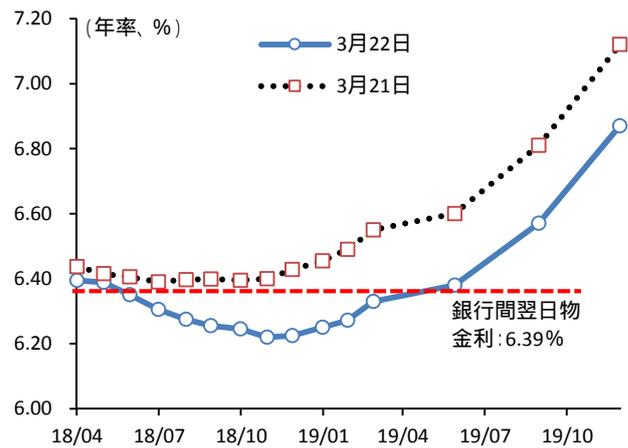
注: BRL および政策金利見通しは市場のコンセンサスに基づく。
出所: ブラジル中央銀行「インフレーション・レポート」(2017年12月)、みずほ銀行

図表 4: ブラジル拡大消費者物価指数(IPCA)



出所: ブラジル地理統計院、CEIC、みずほ銀行

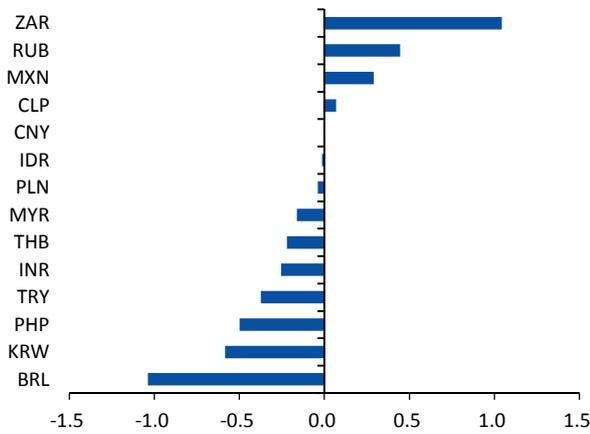
図表 5: ブラジル翌日物銀行間金利先物(利下げ前後)



注: BCB の利下げは引け後に発表されたため、発表日である 21 日は利下げ前の状態を反映。
出所: サンパウロ先物取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

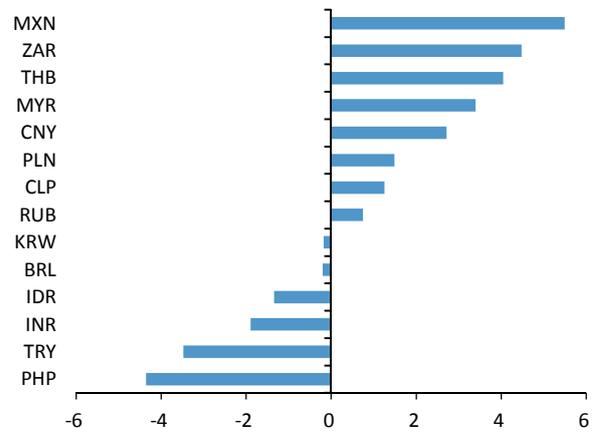
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



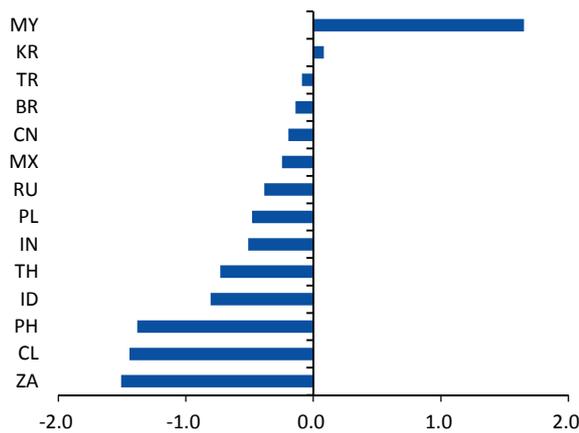
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



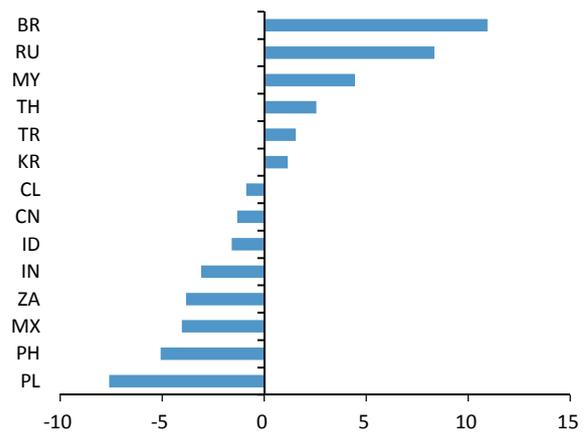
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



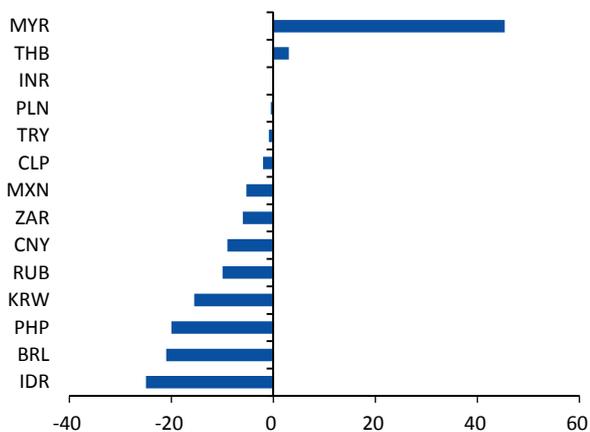
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



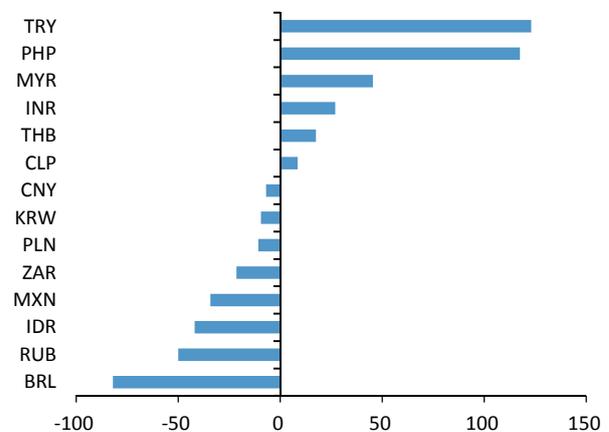
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

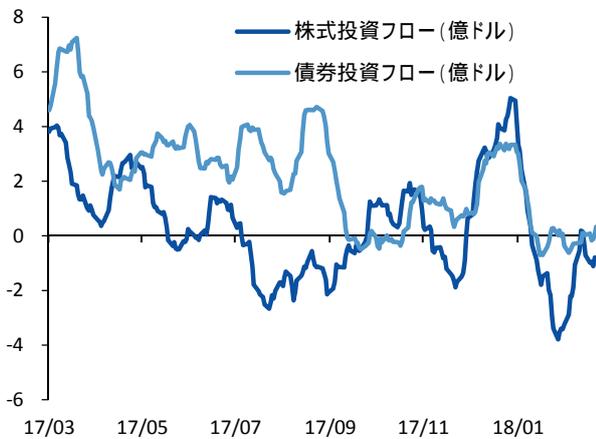
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

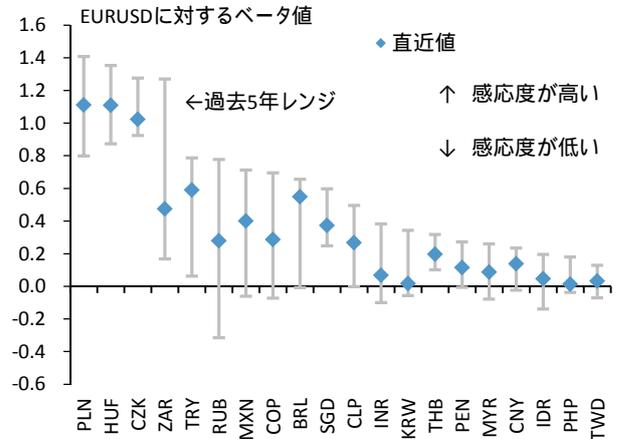
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



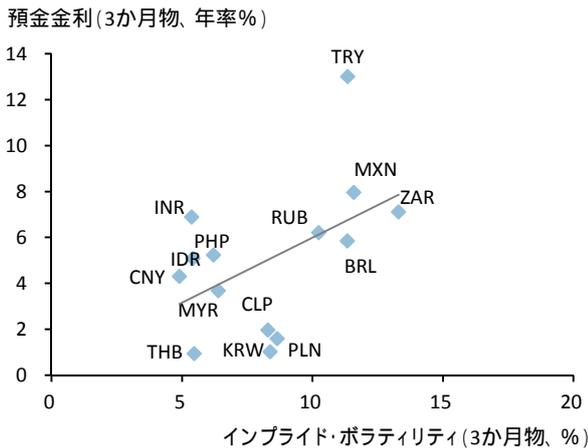
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



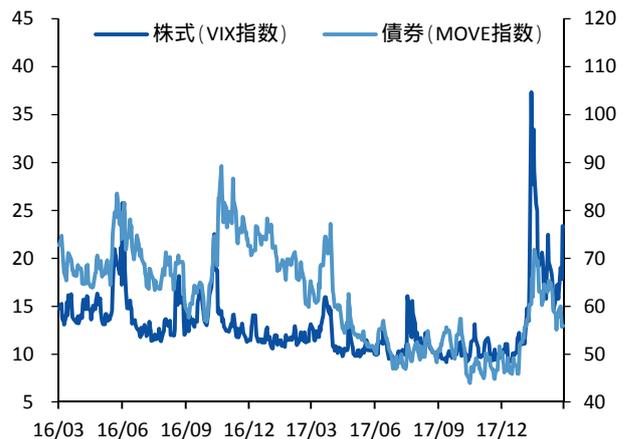
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



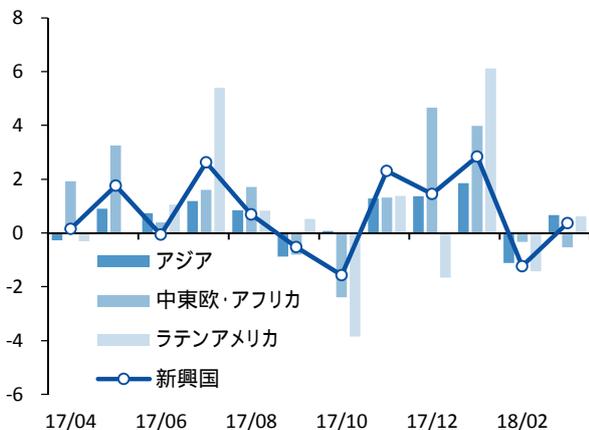
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



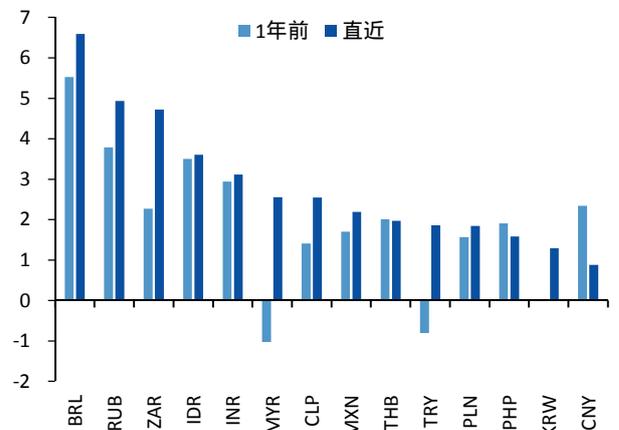
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$429m	-\$531m	--
20日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	1.3%	1.2%	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	3.5%	-3.8%	19.7%	--
21日 (水)	タイ	貿易収支(通関バース)	\$773m	\$808m	-\$119m	--
21日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.9%	1.4%	2.7%	--
22日 (木)	マレーシア	外貨準備高	--	\$103.9b	\$103.7b	--
22日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
22日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
22日 (木)	インドネシア	7日物リバースレホレート	4.25%	4.25%	4.25%	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	0.4%	--	0.0%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.7%	--	10.9%	--
26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	17.9%	--
26-30日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-9.6%	--
28日 (水)	韓国	GDP(前年比)	--	--	3.0%	--
28日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.50%	--
28日 (水)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.3%	18.4%
29日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	8200.0%	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.6%	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$5211m	--
中東欧・アフリカ						
3月19日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.1%	1.5%	2.9%	--
20日 (火)	南ア	CPI(前年比)	4.1%	4.0%	4.4%	--
20日 (火)	南ア	経常収支(対GDP比)	-2.0%	-2.9%	-2.3%	-2.1%
20日 (火)	ロシア	PPI 前年比	4.5%	5.7%	5.0%	--
21日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.0%	1.8%	2.8%	--
21日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	6.0%	9.7%	6.2%	11.3%
22日 (木)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	5.9%	3.1%	5.3%	5.1%
22日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	77.8%	77.8%	--
23日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.50%	--
28日 (水)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	--	6.75%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	5.1%	--
29日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	-27.7b	--
30日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-9.07b	--
30日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	17800m	--
ラテンアメリカ						
3月23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.1%	--	0.4%	--
23日 (金)	ブラジル	経常収支	\$275m	--	-\$4310m	--
23日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	2.0%	--	1.1%	--
26日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	3066b	--
26日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-2.0%	--
26-31日	ブラジル	税収	105500m	--	155619m	--
27日 (火)	メキシコ	貿易収支	--	--	-4408.3m	--
28日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	-0.4%	--
28日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	51.8%	--

注:2018年3月23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GINGアジア							
中国人民元 (CNY)	6.2525 ~ 6.5362	6.3350	6.40	6.35	6.40	6.45	6.45
香港ドル (HKD)	7.8136 ~ 7.8298	7.8480	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー (INR)	63.246 ~ 65.314	65.109	65.0	64.0	65.5	63.8	62.8
インドネシアルピア (IDR)	13263 ~ 13817	13755	13550	13300	13500	13000	12900
韓国ウォン (KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1072.24	1080	1070	1065	1060	1060
マレーシアリング (MYR)	3.8663 ~ 4.0660	3.9135	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ (PHP)	49.705 ~ 52.490	52.320	51.9	52.5	52.5	51.8	51.0
シンガポールドル (SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3168	1.32	1.31	1.34	1.32	1.30
台湾ドル (TWD)	28.958 ~ 29.754	29.139	29.40	29.30	29.20	29.10	29.10
タイバーツ (THB)	31.19 ~ 32.62	31.30	31.3	31.0	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン (VND)	22680 ~ 22765	22785	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	55.5563 ~ 58.7668	57.1922	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド (ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.8260	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ (TRY)	3.7163 ~ 3.8485	3.9416	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	3.3147	3.25	3.33	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ (MXN)	18.3046 ~ 19.7361	18.6385	19.50	20.00	19.50	18.50	18.00
対円							
エマーGINGアジア							
中国人民元 (CNY)	16.643 ~ 17.543	16.639	16.56	16.54	16.25	15.97	15.81
香港ドル (HKD)	13.495 ~ 14.505	13.420	13.52	13.39	13.28	13.17	13.06
インドルピー (INR)	1.635 ~ 1.790	1.618	1.63	1.64	1.59	1.61	1.62
インドネシアルピア (100IDR)	0.771 ~ 0.845	0.765	0.782	0.789	0.770	0.792	0.791
韓国ウォン (100KRW)	9.790 ~ 10.681	9.743	9.81	9.81	9.77	9.72	9.62
マレーシアリング (MYR)	26.863 ~ 28.395	27.057	27.18	26.92	27.37	27.47	27.57
フィリピンペソ (PHP)	2.021 ~ 2.272	2.023	2.04	2.00	1.98	1.99	2.00
シンガポールドル (SGD)	80.12 ~ 85.50	79.99	80.30	80.15	77.61	78.03	78.46
台湾ドル (TWD)	3.621 ~ 3.843	3.615	3.61	3.58	3.56	3.54	3.51
タイバーツ (THB)	3.367 ~ 3.525	3.366	3.39	3.39	3.34	3.34	3.32
ベトナムドン (100VND)	0.4650 ~ 0.4992	0.4624	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	1.841	1.83	1.75	1.68	1.63	1.67
南アフリカランド (ZAR)	8.882 ~ 9.293	8.902	9.22	9.55	8.67	8.24	7.85
トルコリラ (TRY)	27.820 ~ 30.311	26.707	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	31.763	32.62	31.53	31.04	32.19	32.08
メキシコペソ (MXN)	5.616 ~ 5.981	5.650	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23日の7時頃。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。