

2018年3月30日

## The Emerging Markets Weekly

### 東の間の安定

**新興国市場:** 今週の新興国通貨は大半が上昇。先週末は貿易摩擦の激化から米国経済の成長が阻害されるとの懸念を背景に新興国通貨は上値重く推移。週初 26 日は、米国が中国と通商交渉を開始すると報道されたことを受け、貿易摩擦の懸念が後退した。しかし、「中国が米国の鉄鉱・アルミニウム関税を巡り WTO に提訴」、「中国が関税賦課による貿易損失の補償を米国に求める」と報道されたことに加え、トランプ米大統領が英国・EU に協調しロシア外交官 60 人に対し米国外退去ならびにシアトルのロシア領事館閉鎖を命じたことを材料に米金利が低下基調となったことからドルは下押しされ、新興国通貨は上昇した。27 日は米国と中国の貿易摩擦を巡る緊張感が和らぐ中、月末のポジション調整に伴うドル買いフローが入ったため、新興国通貨の大半は小幅に軟化した。28 日には、北朝鮮の金正恩朝鮮労働党委員長が 25～28 日に訪中していたことが明らかとなったほか、中国の習近平首席との会談で「朝鮮半島の非核化は達成可能」と発言したことが報じられた。また、北朝鮮の金正恩政権は中朝首脳会談、南北首脳会談、米朝首脳会談に続いて、日朝首脳会談の開催も模索しているとの報道を受けドル/円を中心にドル高の展開となったが、新興国通貨の反応は限定的だった。29 日はイースター休暇を控える中、為替市場の取引は低調となり、新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。

**アジア:** 28 日にタイ中央銀行 (BOT) は金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利の据え置きを決定した。しかし、1 人の委員が 25bp の利上げを主張したことを背景に THB は一時上昇した。北朝鮮の金正恩朝鮮労働党委員長の訪中や南北首脳会談が 4 月 27 日に開催されることが決定すると、半島情勢の緊張が緩和に向かうという楽観的な見方が広がったほか、米韓の自由貿易協定 (FTA) が妥結したことが材料視され KRW は堅調に推移した。MYR は、米中貿易摩擦への懸念が後退し CNY が上昇する中で連れ高となった。

**中東欧・アフリカ:** 先週 23 日に大手格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスが南アフリカのソブリン格付けを据え置く一方で、見直しを「ネガティブ」から「安定的」に見直したことが好感され週初の ZAR は堅調に推移。28 日に開催された南アフリカ準備銀行 (中央銀行、SARB) の金融政策委員会 (MPC) では市場予想通り政策金利が 25bp 引き下げられ 6.50%となった。もっとも、4 対 3 の僅差での決定だったことが嫌気され ZAR は下落に転じた。29 日に発表されたトルコ 10～12 月期 GDP は前年比+7.3%と市場予想 (同+6.7%) を上回る結果となり TRY は買われた。

**ラテンアメリカ:** 北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉で米国が一段と建設的な姿勢を示す可能性があるとの期待の高まりを背景に 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

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

### 束の間の安定

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

3月の新興国通貨はトランプ米政権の通商政策に振られる展開となった。月初にトランプ米大統領から発表された鉄鋼・アルミニウムの輸入に対する追加関税の賦課を受けて、貿易摩擦およびこれに付随する通貨安戦争を連想する向きが増え、ドル安・新興国通貨高の展開となった。しかしながら、22日に中国への追加関税措置をトランプ大統領が発表すると、貿易摩擦から戦争に発展する恐れからリスクオフムードが広がり新興国通貨は下落した。

その後、ロス米商務長官が今回の措置は交渉を開始するための手段であることを示唆し、26日にはナバロ国家通商会議 (NTC) 委員長が中国との交渉のテーブルについていると発言。同日に中国の李首相は貿易戦争を望んでおらず交渉での解決を志向すると述べたほか、中国は経済の開放を進める用意があるとした。フィナンシャル・タイムズ (FT) 紙は中国側が国内金融機関に対する外資出資比率の上限を51%に引き上げる法改正の可決を加速させ、また半導体を追加購入する案を米国側に提示したと報じた。

こうした水面下で米中通商交渉が行われていることを示唆する報道に加え、米韓自由貿易協定 (FTA) 改定の合意や北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉における自動車の原産地規制を巡る議論の進展を受けて、米国の保護主義的な通商政策が貿易戦争を引き起こすという懸念は後退し、新興国通貨は堅調に推移した。

一連の報道に鑑みれば、4月は米中間で交渉が進展するに連れ貿易摩擦に関する警戒感は徐々に弱まっていく可能性があるほか、米国の資金市場における流動性が改善することで新興国通貨への下押し圧力が和らぐと考える。

2月上旬に米債務上限問題が解決したことを受けて、米財務省が T-Bill (米短期国債) の発行額を急増させる中、MMF など主要な T-Bill 投資家は、資金市場に滞留させていた資金を急速に引き揚げて応札した。その結果、流動性が低下したことで FF 金利と連動する OIS (翌日物金利スワップ) を大きく上回るペースで LIBOR は上昇した (図表 1)。

2018年初から2月上旬までは VIX 指数の上昇に代表されるボラティリティの増大が米金融市場の引き締めをもたらした。その後、VIX 指数は低下したものの、入れ替わるように LIBOR が急騰したことで金融市場の引き締めが続き、新興国通貨を下押ししていた。

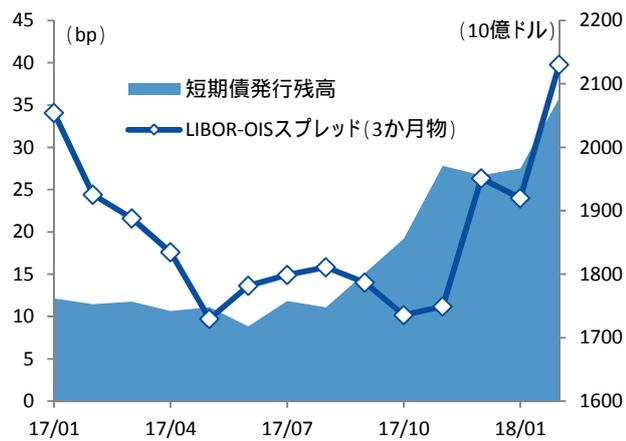
しかしながら、LIBOR の上昇をもたらした T-Bill の増発は一巡する見込みだ。1月29日に米財務省が発表した四半期ごとの調達計画では、1~3月期の調達額は4410億ドルと2017年10~12月期 (2820億ドル) から増加する一方、4~6月期は1760億ドルと大幅な減額を予定していた。そのため、今後は1回あたりの入札額が減少する可能性が高く、米資金市場の流動性は改善に向かうだろう。

一方、FRB のバランスシート (B/S) 縮小および減税に伴う財政バランスの悪化に伴い、米財務省は市中で消化する国債の量は増加していくと述べており、長い目で見れば米資金市場の流動性が徐々に低下するのは避けがたい状況だ。

また、一旦は手打ちに向かっている米中通商交渉だが、米国の対中貿易赤字が縮小に向かわなければ、秋の中間選挙を前に再びトランプ政権が中国に対して圧力をかける可能性が高い。実際、2017年は4月の米中首脳会談で通商交渉は一旦妥結したが、米中の貿易不均衡が拡大していくと10月にトランプ政権は中国製アルミホイールにアンチダンピング関税賦課の仮決定を行うなど強硬姿勢を強めた。

こうした状況を踏まえると、当面は多くの新興国通貨が底堅く推移すると考えるものの、米資金市場における流動性の低下など外部環境が厳しさを増すに連れ、投資家は不透明性の強い通貨を避ける傾向が強くなり、通貨によってパフォーマンスの差異が大きくなっていくと予想する。

図表 1: LIBOR-OIS スプレッドおよび米短期債発行残高



出所: ICE、米財務省、ブルームバーグ、みずほ銀行

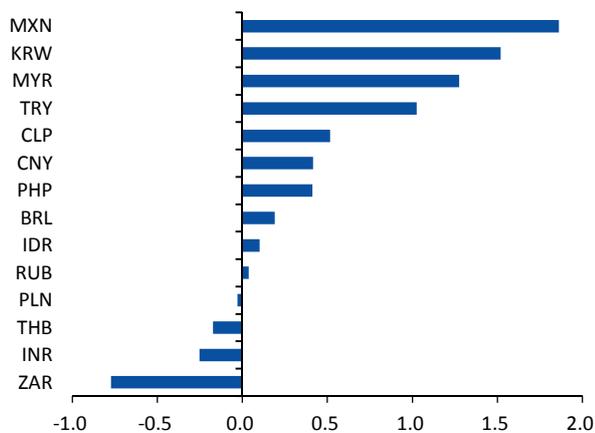
図表 2: VIX 指数と金融環境指数



出所: シカゴ・オプション取引所、シカゴ米連銀、ブルームバーグ、みずほ銀行

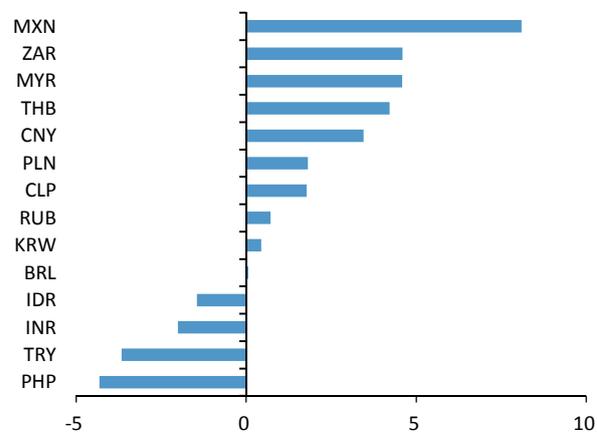
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



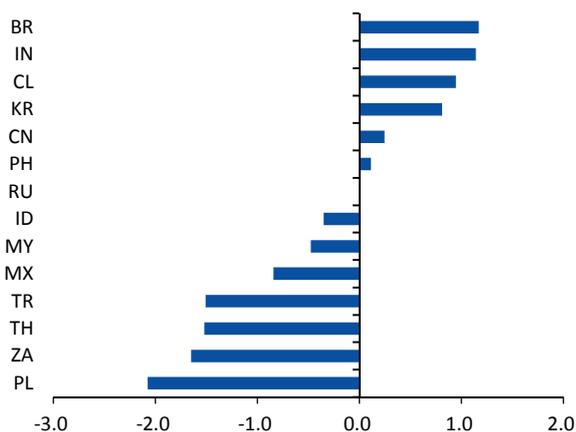
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



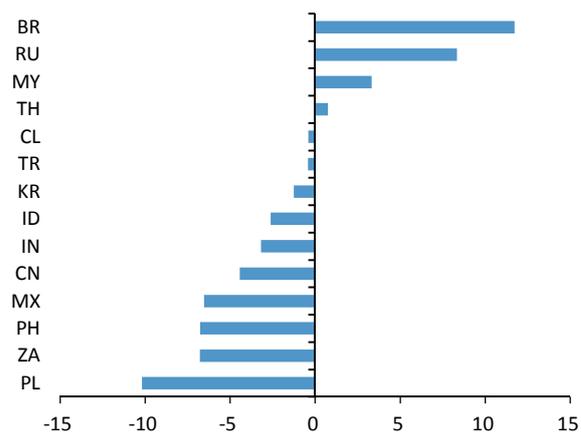
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



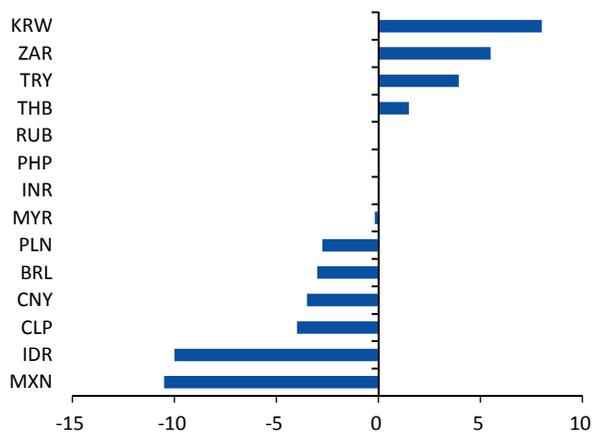
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



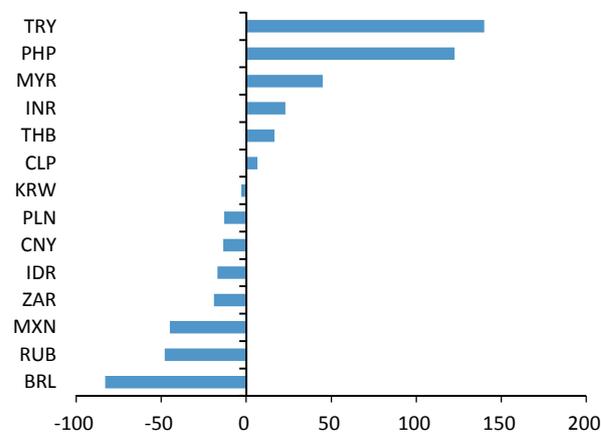
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

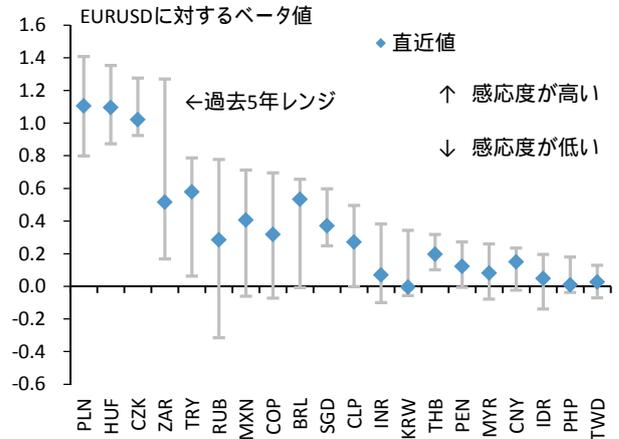
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



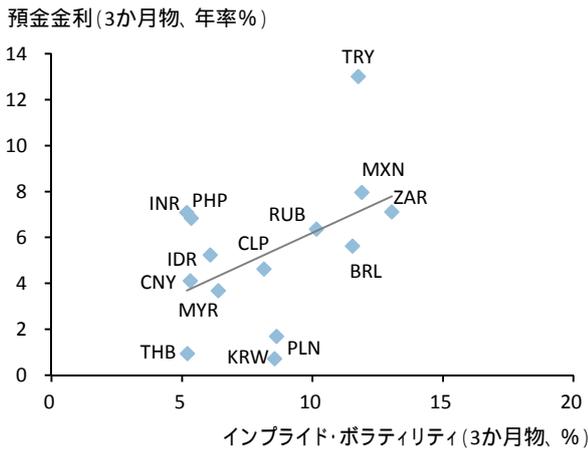
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



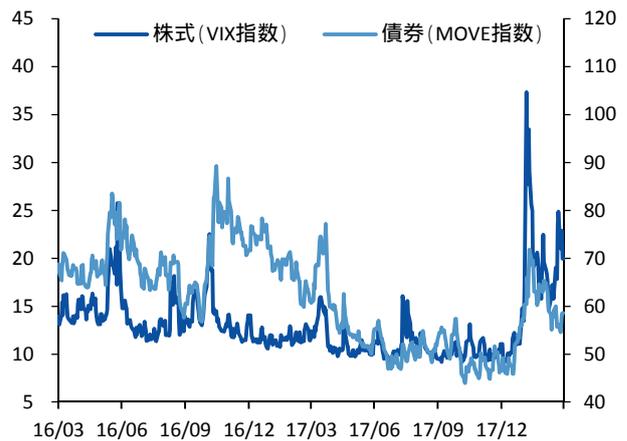
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



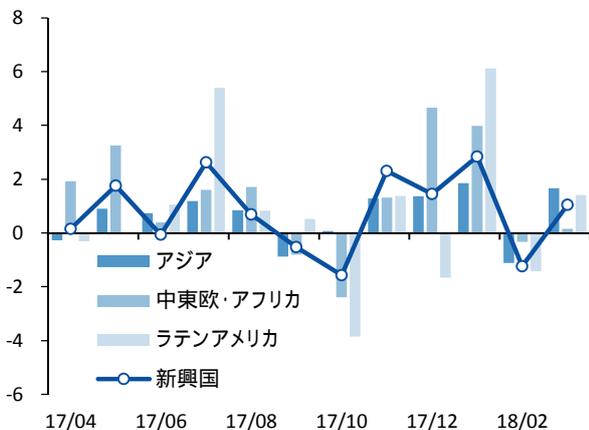
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
3月26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	4.2%	8.9%	17.9%	16.9%
28日 (水)	韓国	GDP(前年比)	3.0%	2.8%	3.0%	--
28日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
29日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	78	82	--
29日 (木)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	8.9%	-9.6%	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-3.1%	--	4.6%	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$5600m	--	\$5211m	--
31日 (土)	中国	非製造業PMI	54.6	--	54.4	--
31日 (土)	中国	製造業PMI	50.7	--	50.3	--
4月1日 (日)	韓国	貿易収支	\$4839m	--	\$3311m	--
2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.7	--	51.6	--
2日 (月)	タイ	CPI(前年比)	0.9%	--	0.4%	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	--	3.2%	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.5%	--	1.4%	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.5	--	54.2	--
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$2680.4m	--
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比%, 2006年=100)	4.7%	--	4.5%	--
5日 (木)	マレーシア	貿易収支MYR	8.70b	--	9.71b	--
5日 (木)	インド	RBILレート	--	--	6.0%	--
5日 (木)	インド	RBIリバースレート	--	--	5.8%	--
5日 (木)	インド	RBI現金準備率	--	--	4.0%	--
6-13日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	3.6%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
3月28日 (水)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.75%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.0%	4.2%	5.1%	--
29日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	1.0b	0.4b	-27.7b	--
30日 (金)	トルコ	貿易収支	-5.70b	--	-9.07b	--
30日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	38.5%	--
30日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	17800m	--
4月3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	10.0%	--	10.3%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	--	13.7%	--
3-4日	ロシア	GDP(前年比)	1.9%	--	1.8%	--
6-9日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
3月26日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-0.2%	0.5%	-2.0%	--
27日 (火)	メキシコ	貿易収支	375.5m	1062.4m	-4408.3m	--
28日 (水)	ブラジル	FGVインフIGPM(前年比)	0.2%	0.2%	-0.4%	--
28日 (水)	ブラジル	基礎的財政収支	-17.4b	-17.4b	46.9b	--
28日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	52.0%	52.0%	51.8%	--
4月2-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$4907m	--
3日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.7%	--
5日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	8460.0%	--	8200.0%	--
5日 (木)	メキシコ	総設備投資	5.4%	--	-0.4%	--

注:2018年3月30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
<b>対ドル</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
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
<b>中東欧・アフリカ</b>								
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
<b>ラテンアメリカ</b>								
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
<b>対円</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
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
<b>中東欧・アフリカ</b>								
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
<b>ラテンアメリカ</b>								
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30日の7時15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。