

2018 年 4 月 6 日

The Emerging Markets Weekly

簡単には晴れない貿易戦争懸念

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅な値動きにとどまった。先週末は復活祭(イースター)に伴い多くの国で休場となったため、新興国通貨は動意に乏しい展開となった。週初 2 日、米国の鉄鋼・アルミニウム輸入に対する追加関税への対抗措置として、中国が米国からの輸入品 128 品目に最大 25% の追加関税を賦課すると発表。貿易摩擦への懸念から米株が下落する中、新興国通貨の大半は上値重く推移した。3 日は米株の反発を横目にドルが堅調に推移し、新興国通貨は小幅に値を下げた。4 日は中国が農産物や自動車を含む米製品 106 品目に対し 25% の追加課税を課す方針を発表し、米中貿易摩擦激化への恐れからアジア時間の新興国通貨は軟調に推移。しかし、米 3 月 ADP 雇用統計が市場予想を上回ったことや北米自由貿易協定(NAFTA)交渉が最終段階にあるとの報道など背景に米株が大きく上昇すると、新興国通貨は反発。また、米通商代表部(USTR)が「中国への関税の発効の時期は定めていない」と発言したことから、米中貿易摩擦への警戒感は後退し新興国通貨は堅調に推移。5 日は米株式市場が大幅な上昇を見せたことに加え、クドロー米国家経済会議(NEC)議長が交渉による米中貿易摩擦の解決を模索していることを示唆すると、ドルが買い戻される展開となる中で新興国通貨はやや軟化した。

アジア: インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 5 日に金融政策委員会(MPC)を開催し政策金利の据え置きを決定した。もっとも、今回の決定は市場予想通りだったため INR への影響は限定的だった。

中東欧・アフリカ: 今週の TRY は史上最安値を更新した。3 日に発表されたトルコ 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+10.2%と市場予想(同+10.0%)を上回った。CPI は 2017 年 11 月以降鈍化傾向にあり、3 月も 2 月(同+10.3%)から僅かに鈍化したが、依然として政府目標(+5.0%)を大幅に上回っており TRY を下押し。さらに 5 日には、トルコのエルドアン大統領が今週開催された与党の非公開会合において、最近のトルコ中央銀行(CBRT)が実施した利上げを批判したと報道されたことを背景に TRY は急落した。ZAR は、5 日に米国が対中貿易摩擦の解決に向け対話する意向が見えることから過度なリスク回避の動きが後退し、ドルが上昇したことが重石となった。

ラテンアメリカ: ブラジルでは 4 日にルラ元大統領が収監を回避するために申し立てていた人身保護令状について最高裁による判決が予定されていた。判決結果への警戒感から週初の BRL は軟調に推移。しかし、最高裁がルラ元大統領の訴えを棄却する判決を下すと BRL は下げ幅を縮小した。

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

簡単には晴れない貿易戦争懸念

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

トランプ米政権は 3 月 23 日、通商拡大法 232 条に基づき、米国の安全保障上の脅威になっているとして鉄鋼(25%)およびアルミニウム(10%)に輸入関税を課すことを発表した。これの対抗措置として、中国政府は 4 月 1 日に米国産の豚肉やワインなど計 128 品目に最大 25%の関税を上乗せするとした。

また、トランプ米大統領は鉄鋼とアルミニウムに輸入関税を課すことを発表した前日の 3 月 22 日に、通商法 301 条の調査に基づき中国製品に対し少なくとも 500 億ドル相当に関税賦課を命じる大統領令に署名した。これに関し、米通商代表部(USTR)は 4 月 3 日、中国に知的財産権を侵害された制裁措置として、25%の追加関税をかける中国製品の原案を公表した。対象になる製品は約 1300 品目に上り、電子機器や産業機械、自動車など幅広い分野の製品が並び、中国が力を入れている航空宇宙分野などの製品も含まれた。中国政府は翌 4 日に米国産の大豆、牛肉、自動車、飛行機など計 106 品目に 25%の関税をかけると応酬している。

ただし、米通商法 301 条に基づく追加関税と中国側の報復関税については、まだ実際には発動されていない。USTR は制裁措置の原案に対し 5 月 15 日に公聴会を開き意見聴取を行い、早ければ 6 月にも追加関税をかけるかどうかの最終判断を下す。中国の関税も発動時期は明らかにしていない。市場では、中国の対抗措置が関税の税率 25%、対象額 500 億ドルともに米国と同じ水準とされたことは問題を大きくしたくないとの姿勢の証左との見方も出ており、米中貿易戦争への過度な警戒感はやや和らいでいるようだ。米中ともに貿易戦争を避けたいのが本音であり、水面下で交渉も進めているとみられる。実際、クドロー米国家経済会議(NEC)委員長は 5 日、政権が細心の注意を要する交渉を進めており、これにより関税賦課の必要がなくなる可能性があると言明している。

もともと、同日にトランプ大統領は声明で「中国による不公正な報復を踏まえ、私は USTR に対し、通商法 301 条に基づいた 1000 億ドルの追加関税が適切であるかどうか、そうであるとすれば、この関税を課す製品を特定するよう指示した」ことを明らかにしている。市場では米中貿易戦争への懸念がやや後退しているものの、来週以降も引き続き米中双方の動き次第で投資家のリスクセンチメントは大きく振られることになるだろう。

また、米財務省が半期に 1 度作成する為替政策報告書 (Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies) の公表時期も近づいてきた。米財務省は毎年 2 回、4 月と 10 月の 15 日までに為替政策報告書を議会に提出することになっている (なお、近年は期日通りに公表されているが、過去には期日から遅れて公表されることも度々あり、政治日程等を踏まえて公表が延期される可能性がある)。主要国では日本やドイツに対する米国の評価が注目されるが、新興国では米国と報復合戦を繰り広げている中国はもちろん、先日、米国との自由貿易協定 (FTA) の改定で原則合意に達した韓国の取り扱いなどが注目される。米韓は FTA の改定と同時に、為替操作の回避を確保するメカニズム (為替条項) に関する覚書 (MOU) を発行する方向で調整が進められている (2018 年 4 月 4 日付通貨ニュース「[米韓 FTA 原則合意の背景と KRW 相場](#)」を参照)。また、これまで為替報告書では分析対象とされてこなかったが、タイも為替報告書において「為替操作国」として認定されてもおかしくない状況であり、注目しておきたい (2018 年 2 月 23 日付通貨ニュース「[タイ:「為替操作国」認定のリスク](#)」を参照)。

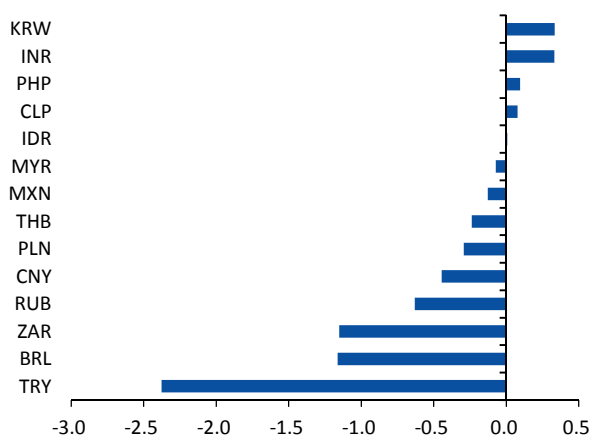
貿易戦争や通貨安競争といったトピック以外に、来週の市場に影響を及ぼす可能性があるイベントとして、今晚に発表される米 3 月雇用統計がある。2 月の雇用統計では、温暖な気候による建設業の雇用増や年末商戦向け臨時雇用のレイオフが一巡したことなど一時的な要因によって、非農業部門雇用者数 (NFP) は前月比 +31.1 万人と大幅に増加した。この結果を受けて市場では米金利が大きく上昇し、株式市場はその動きを嫌気して急落したことは記憶に新しい。3 月は一時的要因がはく落することで雇用拡大のペースは鈍化する公算が大きい、焦点となるのは時間当たり平均賃金の動向である。仮に市場予想以上に賃金上昇が加速した場合には、金利と株式がどのように反応するかによって新興国市場に及ぼす影響も変わるだろう。おそらく、コンセンサス通り緩やかな加速にとどまることが市場のリスクセンチメントにとっては好都合であり、強すぎる結果は金利上昇と株安をもたらす、むしろリスクセンチメントが悪化する可能性がある。

新興国のイベントに目を向けると、12 日 (木) に韓国銀行 (中央銀行、BOK) が金融政策会合を開催する予定だ。前回会合 (2 月 27 日開催) では政策金利を 1.50% に据え置いた。声明文ではインフレ圧力は抑えられているとする一方、FOMC を 3 月 20~21 日に控える中、FRB による利上げに対し警戒感を示していた。BOK の李総裁は会合後の記者会見で、「韓国の金融政策が米国の金融政策に基づいて自動的に決定されることはない。今後は、国内経済とインフレ、米国の金融政策を総合的に勘案して政策を決定していく」と述べた。李総裁は 3 月 2 日に再任が決定され、金融政策の緩やかな引き締め方針が示している。しかし、4 月 3 日に発表された 3 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.3% と 2 月 (同 +1.4%) から減速し、市場予想 (同 +1.4%) を下回った。CPI が BOK 目標 (+2%) を更に下回ったことを背景に今会合では BOK は政策金利を据え置くと予想する。

同日にはメキシコ中央銀行 (Banxico) も金融政策会合を開催する。Banxico は、前回の会合 (2 月 8 日開催) で政策金利を 25bp 引き上げて 7.50% とした。声明文では、北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉や、米利上げに伴う金融市場の反応が MXN に影響をもたらす、インフレが加速することへの警戒感を示した。前回会合後の 2 月 19 日には、Banxico のグスマン副総裁はメキシコ経済が主要なリスクに直面する中、今後数か月以内の追加利上げの可能性はあるとの考えを示した。3 月 8 日に発表されたメキシコ 2 月消費物価指数 (CPI) は前年比 +5.3% と 1 月 (同 +5.6%) から減速した。しかし、依然として Banxico が目標としている +3% を上回っているため、今会合でも 25bp の利上げに踏み切ると予想する。しかし、今回利上げを実施した後は、インフレも減速傾向にあるため利上げサイクルは終了すると考える。

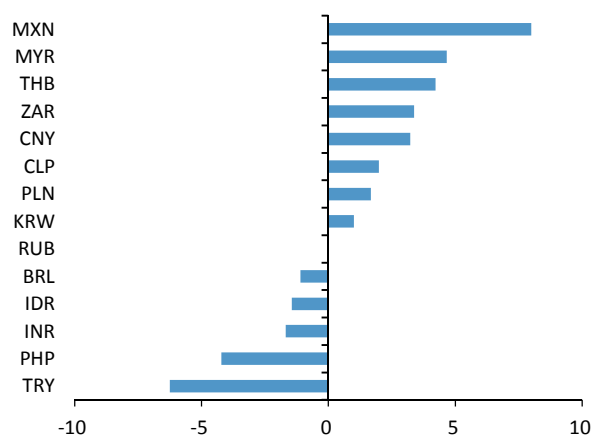
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



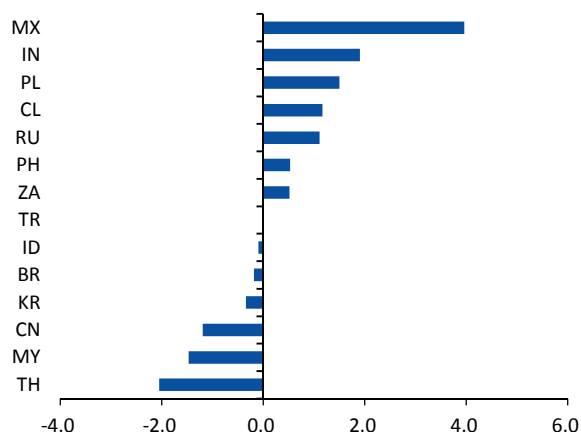
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



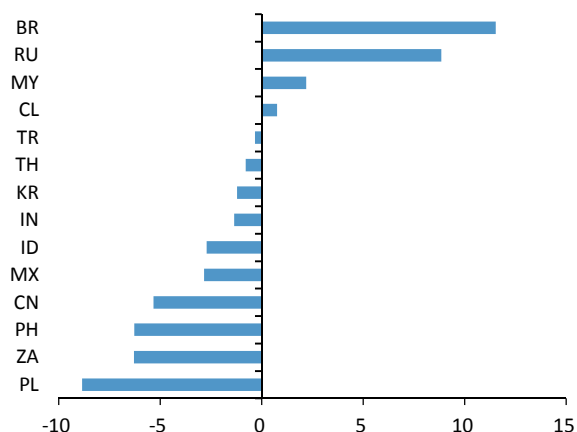
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



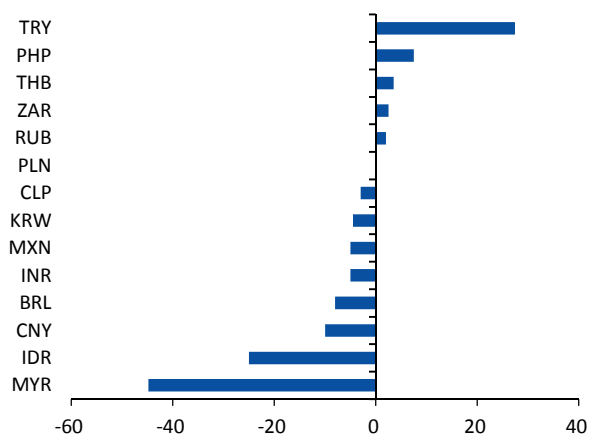
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



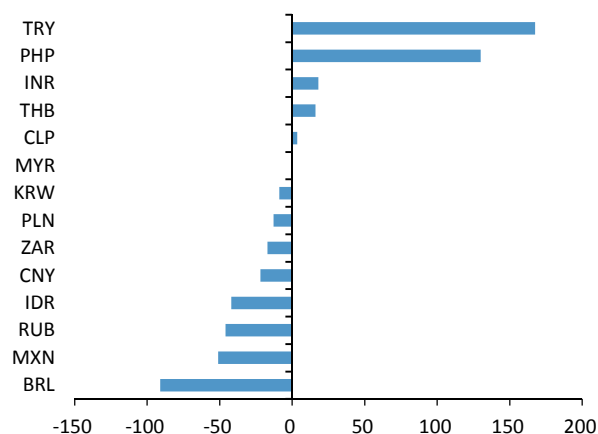
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

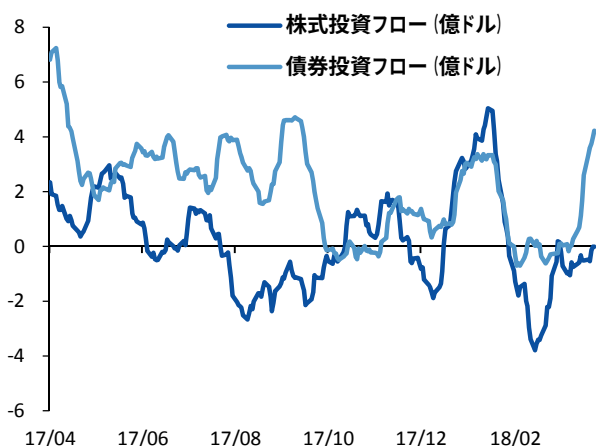
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

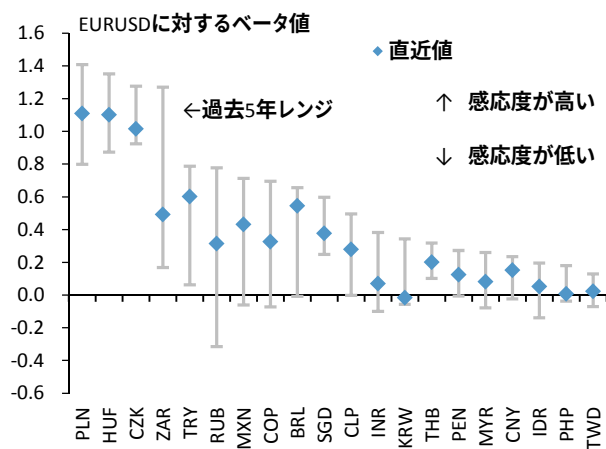
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

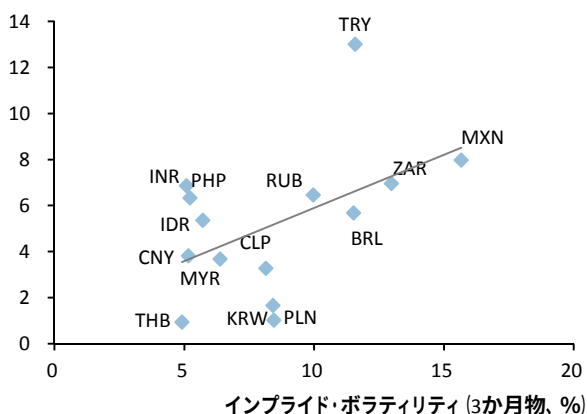
EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

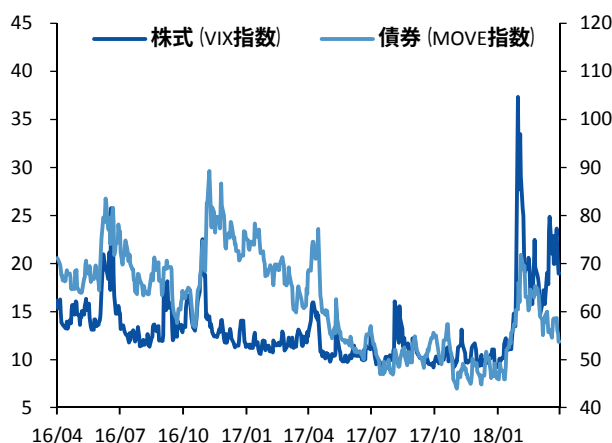
新興国の預金金利と為替ボラティリティ

預金金利 (3か月物、年率%)



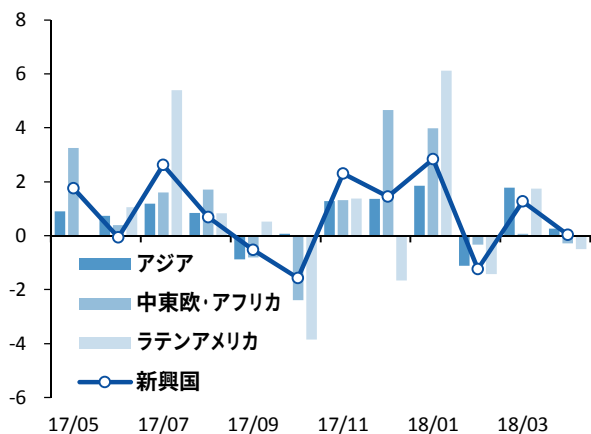
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



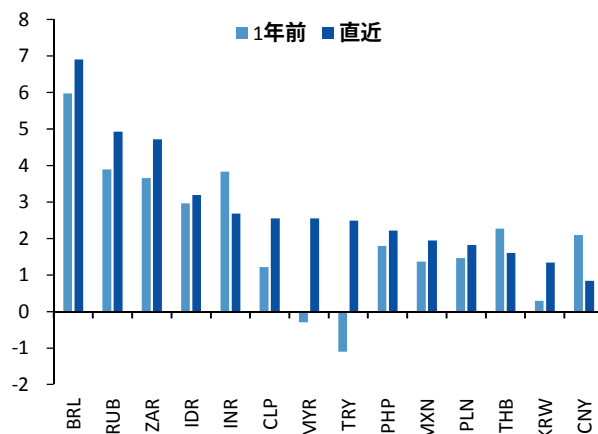
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス (%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
4月2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.7	51.0	51.6	--
2日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	0.8%	0.4%	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.4%	3.4%	3.2%	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.4%	1.3%	1.4%	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.5	52.3	54.2	--
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$4027.3m	\$2680.4m	--
5日 (木)	マレーシア	貿易収支MYR	8.50b	9.02b	9.71b	9.67b
5日 (木)	インド	RBIレポレート	6.00%	6.00%	6.00%	--
5日 (木)	インド	RBIリバースレポレート	5.75%	5.75%	5.75%	--
5日 (木)	インド	RBI現金準備率	4.00%	4.00%	4.00%	--
6-13日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	3.6%	--
9日 (月)	台湾	貿易収支	--	--	\$2.92b	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3317m	--
10日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	1151.0b	--	839.3b	--
11日 (水)	中国	CPI(前年比)	2.6%	--	2.9%	--
11日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.0%	--
12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-8.4%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.4%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.5%	--
12日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.50%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	4.5%	--
12-16日	インド	輸入(前年比)	--	--	10.4%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	\$25.00b	--	\$33.74b	\$33.75b
中東欧・アフリカ						
4月2日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	1.4%	0.9%	1.8%	2.2%
3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	10.0%	10.2%	10.3%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	14.3%	13.7%	--
6-9日	ロシア	CPI(前年比)	2.4%	--	2.2%	--
6-10日	ロシア	CPI17(前月比)	0.2%	--	0.1%	--
10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	2.5%	--
10日 (火)	ロシア	経常収支	28400m	--	13698m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-7.10b	--
11日 (水)	ロシア	貿易収支	13.5b	--	17.0b	--
11-18日	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-8	--
ラテンアメリカ						
4月3日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$6400m	\$6281m	\$4907m	--
3日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	3.9%	2.8%	5.7%	5.8%
5日 (木)	メキシコ	総設備投資	3.5%	4.1%	-0.4%	--
9日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.7%	--	0.2%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	5.3%	--
10日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.7%	--	2.8%	--
11日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	0.9%	--
12日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.2%	--

注:2018 年 4 月 6 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 1～3月 (実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.3033	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8494	7.8491	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	64.963	64.0	65.5	63.8	62.8	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13767	13650	13850	13300	13100	13100
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1060.06	1070	1060	1050	1050	1055
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8563 ~ 4.0660	3.8663	3.90	4.08	3.85	3.78	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.116	52.5	53.3	51.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3160	1.32	1.34	1.32	1.30	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.218	29.30	29.00	28.70	28.70	28.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.27	31.0	31.1	30.8	30.7	30.6
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22826	22809	22850	23000	22900	22780	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	57.6127	60.00	62.00	63.00	61.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.9807	11.00	12.00	12.50	13.00	12.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.0361	4.0517	4.00	3.90	4.00	4.10	4.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3446	3.3457	3.33	3.35	3.20	3.19	3.17
メキシコペソ	(MXN)	18.1598 ~ 19.7361	18.2059	18.50	19.00	18.50	17.50	17.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.040	16.38	15.94	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.687	13.27	13.01	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.654	1.63	1.56	1.57	1.59	1.58
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.780	0.762	0.736	0.752	0.763	0.748
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.110	9.72	9.62	9.52	9.52	9.29
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.705	26.67	25.00	25.97	26.46	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.056	1.98	1.91	1.93	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.63	78.79	76.12	75.76	76.92	75.97
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.677	3.55	3.52	3.48	3.48	3.40
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.436	3.35	3.28	3.25	3.26	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4713	0.46	0.44	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.825 ~ 1.993	1.865	1.73	1.65	1.59	1.64	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	8.762 ~ 9.293	8.967	9.45	8.50	8.00	7.69	7.84
トルコリラ	(TRY)	25.926 ~ 30.311	26.507	26.00	26.15	25.00	24.39	23.33
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	31.550 ~ 35.131	32.115	31.23	30.45	31.25	31.35	30.91
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.901	5.62	5.37	5.41	5.71	5.60

注：1.実績の欄は 2018 年 3 月 30 日まで。SPOT は 4 月 6 日の 7 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 (4 月 2 日発刊)』および『中期為替相場見通し (3 月 29 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。