

2018 年 4 月 13 日

The Emerging Markets Weekly

貿易戦争懸念に加え地政学リスクも重石に /中国物価情勢と「ビッグ・サイクル」

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅な値動き。先週末 6 日に発表された米 3 月雇用統計は非農業雇用者数変化が前月比+10.3 万人にとどまり、市場予想(同+18.5 万人)を大きく下回ったが、平均時給は前年比+2.7%と市場予想(同+2.6%)を上回った。その後のパウエル FRB 議長の講演では、米国経済は良好との認識を示すとともに、利上げは緩やかなペースで実施されることが示唆されたが市場の反応は限定的。ムニューシン米財務長官が「中国と貿易戦争になる可能性がある」と発言したことなどを背景に再び米中貿易戦争への懸念が高まる展開となったが、大半の新興国通貨は小幅な値動きとなった。週初 9 日に中国が米国の追加課税措置に対し、段階的な人民元の切り下げを検討しているとの報道を背景に米中貿易摩擦への懸念は高まり、ドルは軟調となったが、新興国通貨の大半は小幅な軟化にとどまった。10 日は博鳌(ボアオ)アジアフォーラムの講演で中国の習近平国家主席が一部製品の輸入関税を引き下げの方針を表明したことを受け、米中貿易摩擦を巡る懸念が後退し新興国通貨は上昇。しかしながら、米英およびフランスがシリアへの軍事行動を検討していることが伝わると売り戻される展開となった。11 日はトランプ米大統領がシリアへのミサイル攻撃を示唆する内容をツイッターで発信したことや、マティス米国防長官が軍事行動を示唆する発言をしたことで地政学リスクが増大し、新興国通貨は上値重く推移した。12 日はトランプ大統領によるツイートが前日よりトーンダウンしたとの見方が広がりリスクオフムードが和らいだものの、ドルが上昇したため新興国通貨は小幅安となった。

アジア: 韓国中央銀行(BOK)は 12 日に金融通貨委員会を開催し、政策金利を 1.50%に据え置いた。据え置きは市場予想通りだったため KRW への影響は限定的。

中東欧・アフリカ: 6 日に米国は「オリガルヒ」と呼ばれるロシアの財閥経営者 7 人とその傘下企業、および政府高官らに追加の経済制裁を発動すると発表。さらにシリア情勢の緊迫化を背景に RUB は暴落し、ロシアの株式市場では銀行や資源関連の株が軒並み売られた。国債相場も急落したため、ロシア財務省が 11 日に予定していたロシア連邦債の起債は中止に追い込まれた。トルコもロシアと協力関係にあることから、TRY は下落した。元より、トルコは大幅な経常赤字を計上しているほか、消費者物価指数(CPI)も前年比プラス 2 桁台が続いているにも拘らず、来年に予定されている選挙に向けトルコ政府が金融緩和を好んでいることなどから、TRY は下落基調にあった。

ラテンアメリカ: 週末 7 日にルラ元大統領が裁判所の要求どおり収監されたものの、大統領選を巡る不透明感が嫌気され BRL は上値重く推移した。

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

貿易戦争懸念に加え地政学リスクも重石に

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週も貿易戦争懸念に関連した当局者の発言に振られる相場展開が続いている。先週 5 日にトランプ米大統領は声明で「中国による不公正な報復を踏まえ、私は米通商代表部(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」ことを明らかにした。これに対し、中国商務省は「いかなる代償を払っても新たな包括的措置を講じる」との立場を示し、ムニューシン米財務長官は「中国と貿易戦争になる可能性がある」と発言した。今週に入ってから、中国が米国の追加関税措置に対し、段階的な人民元の切り下げを検討していると報じられ、米中貿易戦争への懸念がさらに高まった。

しかし、10 日に開催された博鰲(ボーアオ)アジアフォーラムの講演で中国の習近平国家主席は、外資に国内市場を開放する方針を示した。また、金融や自動車で外資の過半出資を認めるほか、輸入拡大へ自動車などの関税を下げる述べた。習氏は①外資出資規制の緩和、②外資の投資環境の整備、③知的財産の保護強化、④輸入拡大の 4 つを柱として挙げている。トランプ大統領はツイッターで「習氏の寛大な言葉にとっても感謝している」と述べて両国の友好ムードが演出された。もっとも、USTR のライトハイザー代表が中国は繰り返し政策の変更を約束しているものの実行していないと批判しているように、今後は中国政府が知財対策などを具体化することが重要であり、米国は秋に中間選挙を控えていることもあって、貿易戦争のリスクは今後も続く可能性が高い。

また、貿易戦争懸念に加え、足許ではシリア情勢不安も投資家のリスク回避志向を強めている。7 日にシリアのダマスカス近郊の東グーダ地区でシリア軍が化学兵器を使用した疑惑が浮上し、アサド政権は使用を否定したが、欧米各国は同政権を一斉に批判しており情勢は緊迫している。マティス米国防長官は 9 日と 11 日に軍事行動に出る可能性を示唆し、英国やフランスなどと共闘する案も検討している。トランプ大統領はツイッターで「ロシアはシリアへの全ミサイルを撃ち落とすと言っている」と指摘し「ロシアよ、準備しておけ。ミサイルは飛んでいく。立派で新しく高性能なミサイルだ」と投稿し、アサド政権の後ろ盾となっているロシアを牽制している。来週にかけても、貿易摩擦や地政学リスクに関するヘッドラインに新興国通貨は振られる展開が続くことになりそうだ。

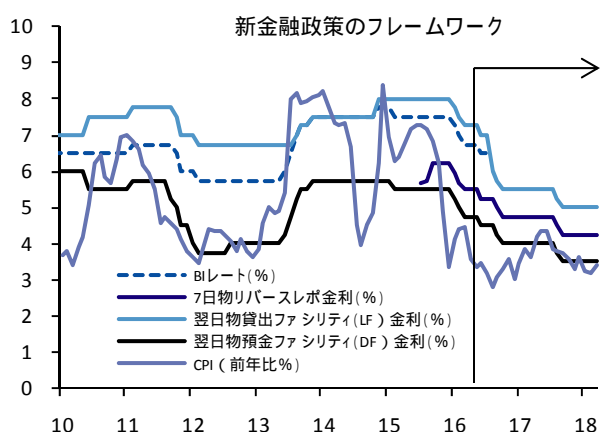
来週、新興国では 19 日(木)にインドネシア中央銀行(BI)の金融政策会合が予定されている。前回会合(3 月 22 日)では政策金利を 4.25%に据え置いた。声明文では、現状の金融緩和水準は景気回復モメンタムを維持するために十分との認識を示した。他方、世界的な金融市場の不透明性の高まりや、数か国による内向き志向な通商政策の傾向、および国内のインフレを背景としたリスクなどを注視していくとしている。3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と 2 月(同+2.6%)から僅かに加速したが、BI の目標(+1.5~4.5%)内に収まっている。一方、IDR 安が進んでいるため今会合でも政策金利を据え置くと予想する。

マレーシアの選挙管理委員会は 10 日、5 月 9 日に総選挙を行うことを発表した。選挙運動期間は 4 月 28 日から 11 日間となる。ナジブ首相は 6 日、翌 7 日に連邦議会下院（定員 222、任期 5 年）を解散することを発表していた。ナジブ氏は独立した 1957 年から続く与党連合の国民戦線による長期政権を維持するため、解散直前に強硬策を打ち出している。ナジブ政権は与党に有利とされる選挙区の区割りの変更案や、虚偽の情報発信をした個人や企業幹部に罰則を課す「反フェイク（偽）ニュース法」を 3 月以降成立させてきた。反フェイクニュース法では、一部でも虚偽の情報やデータを含む記事や映像、音声を取り締まりの対象としている。

5 日には、野党連合・希望連盟の首相候補であるマハティール元首相が率いるマレーシア統一プリブミ党（PPBM）が、当局に必要な書類を提出しなかったことを理由に、30 日間活動を停止するよう命じられた。マハティール氏はナジブ首相と同じ統一マレー国民組織（UMNO）に属していたが、マレーシア政府系投資会社「1MDB」問題で資金流用疑惑などを追及し両者は対立。マハティール氏が UMNO を離脱し、ナジブ政権打倒を掲げ PPBM を新党として結成している。PPBM の活動を停止させたことは、あらゆる手段を使って野党の活動を妨害しているように見え、一連の強権的な行動は国内外からも批判される可能性がある。

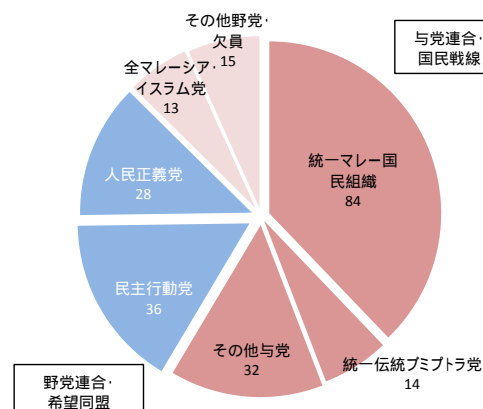
ここまでしてナジブ氏が選挙戦を有利に進めようとしているのは、過去 2 回の総選挙で与党連合の議席数減少が目立っているからだだろう。2008 年の選挙では 40 年ぶりに獲得議席が憲法改正に必要な 3 分の 2 を割り込み、2013 年の選挙では得票率が野党連合を下回った。ナジブ氏は今回の選挙で大勝し、首相として権力基盤を強め長期政権を狙っている。下院が解散された 7 日に与党連合はマニフェスト（政権公約）を発表し、事実上総選挙は始まった。なお、マハティール氏は PPBM の活動停止を受け、「野党連合・希望連盟のロゴを使って無所属で立候補する」と野党連盟の結束を強調し、初の政権交代を目指している。マハティール氏率いる野党連合がどこまで与党連合に迫られるかが今回の選挙の焦点だ。

図表 1: インドネシアインフレ率と政策金利



出所: インドネシア中央銀行、インドネシア中央統計局
ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: マレーシア連邦下院議席



出所: マレーシア議会、みずほ銀行

中国

物価に影響を与える「ビッグ・サイクル」

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

4 月 11 日に発表された中国の 3 月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.1%と 2 月(同+2.9%)から減速した。非食料品価格(同+2.5%→同+2.1%)が小幅な減速にとどまる一方、食料品価格(同+4.4%→同+2.1%)の伸びが大きく縮小したことが、CPI 減速の主因となった。指数を発表した国家統計局は、豚肉が前年比▲12.0%と 2 月(同▲7.3%)からマイナス幅が拡大したことにより、指数全体を前年比▲0.32pt 押し下げたとしており、食料品価格の中でも同項目の影響が大きかった模様だ。

豚肉価格が低迷しているのは、供給過多になっているためだ。中国では小規模な養豚農家が多く、短期的な利益を追求するため値段が上がると生産量をすぐに増加させる傾向があることから(逆も然り)、需給バランスが崩れやすい構造となっている。豚は種付けから肉の出荷まで約 2 年間かかるため価格の調整に同様の時間を要すると言われており(中国名:猪周期、ビッグ・サイクル)、実際に豚肉価格の前年比変化率を見ると概ね 1 年半～2 年の間隔で加速局面と減速局面を繰り返している(図表 3)。現在は 2016 年 4 月にピークをつけてからの減速局面にあるが、過去の傾向に沿えば今後は豚肉価格の前年比マイナス幅が縮小に向かっても違和感はない。

さらに飼料の原材料として使われる大豆価格が上昇していることも豚肉価格を押し上げる可能性がある。シカゴ大豆先物相場は、ラニーニャ現象により南米諸国で生産量が低迷するとの見方を背景に年初から上昇していた(図表 4)。中国が米国からの大豆輸入に追加課税を賦課するとの方針発表を受け上値が重くなっているが、代わりに南米からの輸入が増えるとの思惑から、南米産の大豆価格が上昇している。

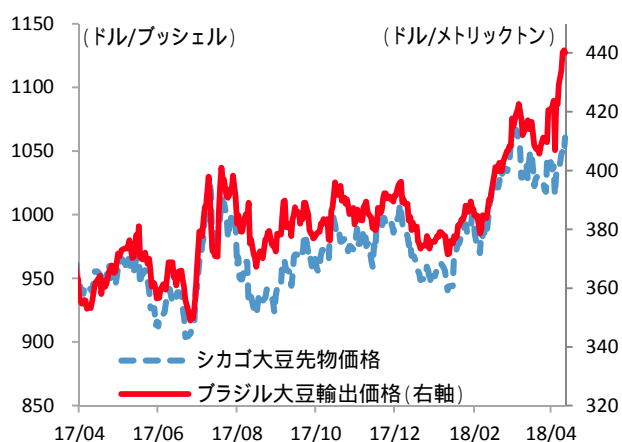
かかる状況下、今後は豚肉を中心とした食料品価格の上昇が CPI を押し上げていく公算が大きいと言えよう。なお、中国が米国からの大豆輸入に関する追加関税を実行に移した場合、影響は大豆にとどまらず豚肉にも波及することから CPI の加速ペースが速まるリスクがあると考ええる。

図表 3: 中国 豚肉価格の推移



注: 消費者物価指数における豚肉価格の推移。
出所: 国家統計局、CEIC、みずほ銀行

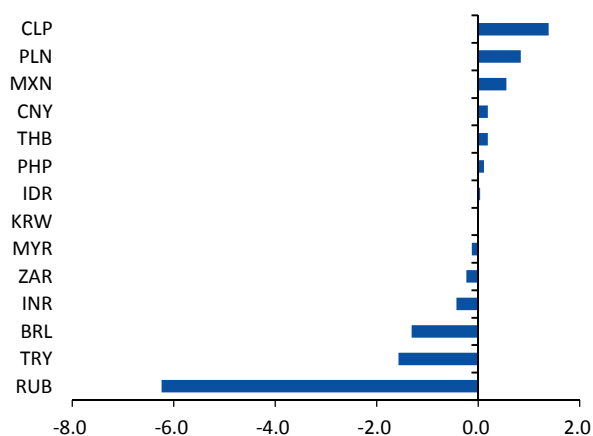
図表 4: 大豆価格(シカゴ先物およびブラジル輸出価格)



注: ブラジル大豆輸出価格はパラナグア港における本船渡し(FOB)価格。
出所: CBOT、Commodity3、ブルームバーグ、みずほ銀行

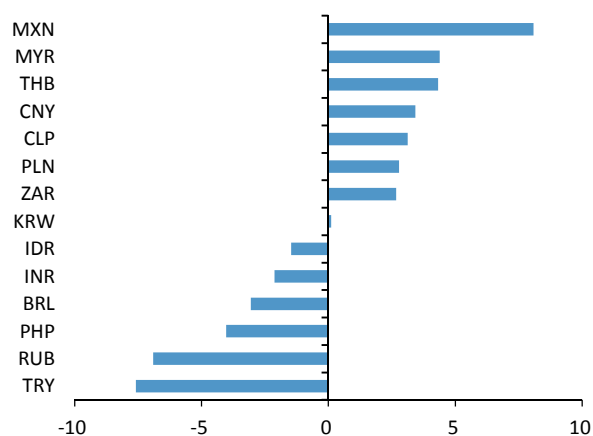
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



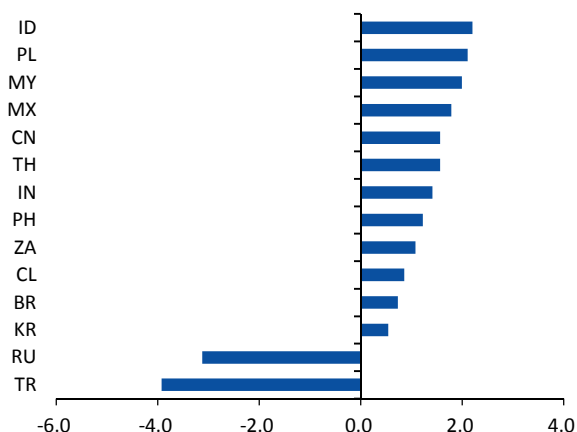
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



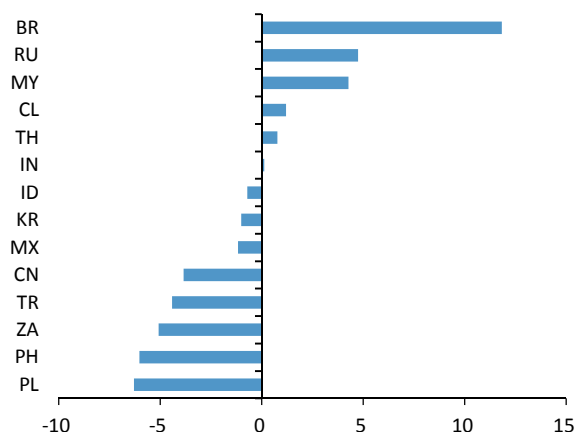
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



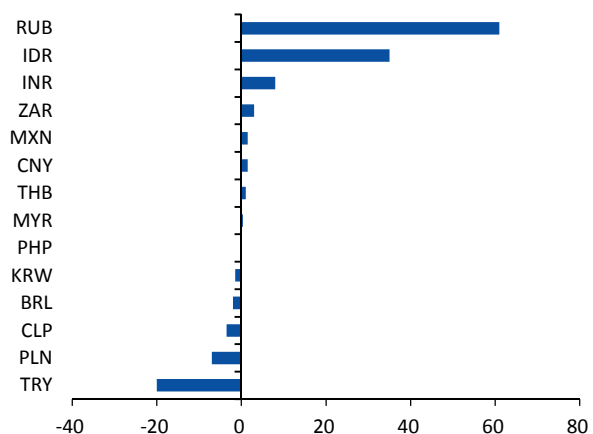
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



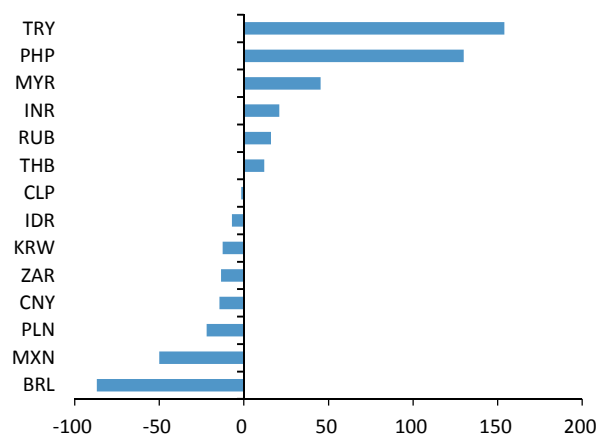
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

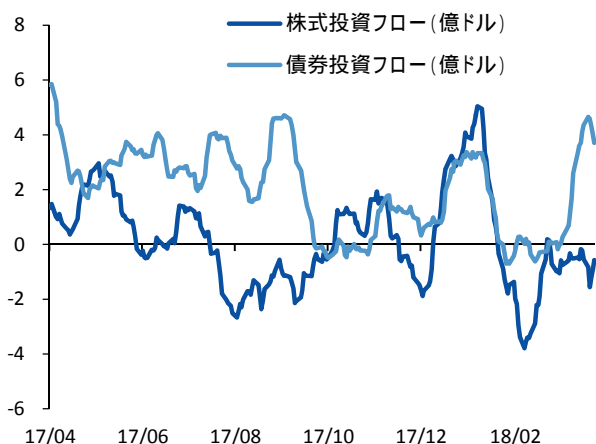
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

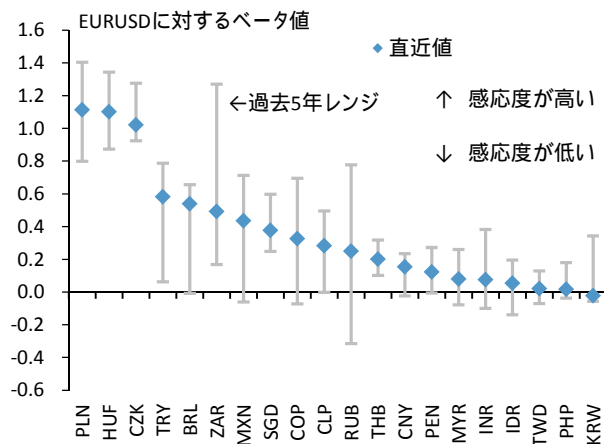
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



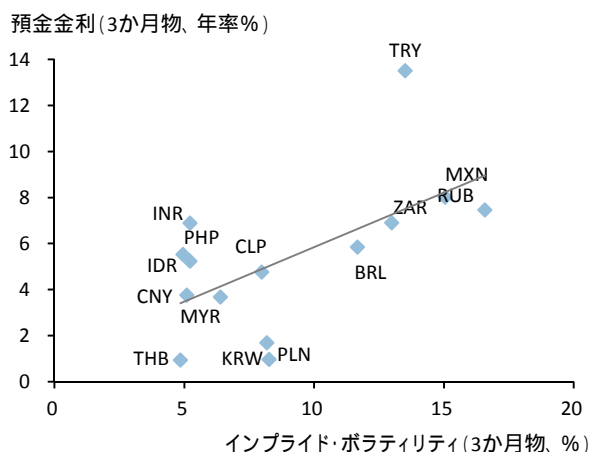
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



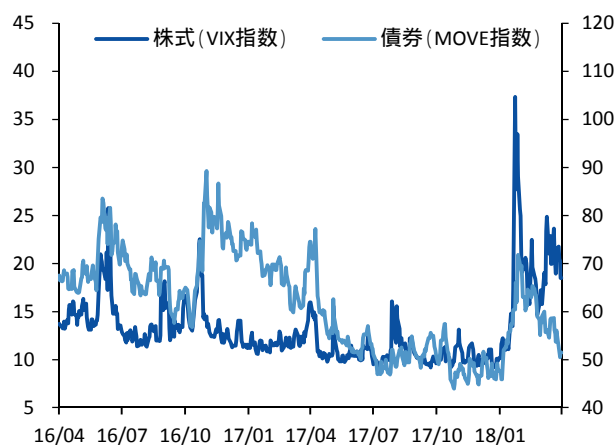
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



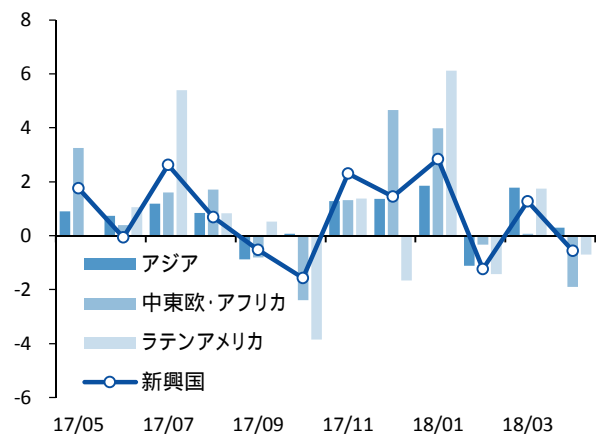
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



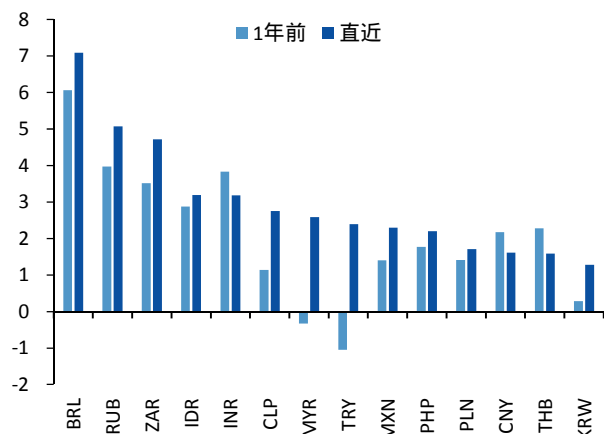
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
4月9日 (月)	台湾	貿易収支	\$3.88b	\$6.00b	\$2.92b	--
10日 (火)	台湾	CPI(前年比)	1.7%	1.6%	2.2%	--
11日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$2984m	-\$3065m	-\$3317m	--
11日 (水)	中国	PPI 前年比	3.3%	3.1%	3.7%	--
11日 (水)	中国	CPI(前年比)	2.6%	2.1%	2.9%	--
11日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.3%	3.0%	3.0%	5.4%
12日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.50%	1.50%	--
12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	4.9%	8.6%	-8.4%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	4.1%	4.3%	4.4%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	6.8%	7.1%	7.5%	--
12-15日	中国	新規貸出(人民元)	1175.5b	--	839.3b	--
13日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	4.3%	--	3.6%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	\$27.50b	--	\$33.74b	\$33.75b
13-16日	インド	輸出(前年比)	--	--	4.5%	--
13-17日	インド	輸入(前年比)	--	--	10.4%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	-\$116m	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	2.5%	--	2.5%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	9.7%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-5.9%	--
17日 (火)	中国	GDP(前年比)	6.8%	--	6.8%	--
17日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	9.7%	--	9.4%	--
17日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.4%	--	6.2%	--
18日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.4%	--
19日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.3%	--
19日 (木)	インドネシア	7日物リバースレポレート	--	--	4.25%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$429m	--
中東欧・アフリカ						
4月10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	2.7%	0.6%	2.5%	2.3%
10日 (火)	ロシア	経常収支	29500m	28800m	13698m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	-4.28b	-4.15b	-7.10b	-7.04b
11日 (水)	ロシア	貿易収支	13.5b	12.2b	17.0b	--
16日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	12.0%	--
16-17日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.3%	--	1.5%	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.1%	--	1.8%	--
18日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	8.2%	--	9.7%	--
18日 (水)	ロシア	PPI 前年比	6.2%	--	5.7%	--
ラテンアメリカ						
4月9日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.7%	0.6%	0.2%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	5.1%	5.0%	5.3%	--
10日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.7%	2.7%	2.8%	--
11日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	1.2%	0.7%	0.9%	--
12日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	3.5%	1.3%	3.2%	--

注: 2018 年 4 月 13 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 1～3月 (実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.2915	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8494	7.8498	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	65.255	64.0	65.5	63.8	62.8	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13778	13650	13850	13300	13100	13100
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1069.55	1070	1060	1050	1050	1055
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8563 ~ 4.0660	3.8765	3.90	4.08	3.85	3.78	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.058	52.5	53.3	51.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3126	1.32	1.34	1.32	1.30	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.285	29.30	29.00	28.70	28.70	28.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.23	31.0	31.1	30.8	30.7	30.6
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22826	22788	22850	23000	22900	22780	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	62.0241	60.00	62.00	63.00	61.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	12.0624	11.00	12.00	12.50	13.00	12.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.0361	4.1136	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	3.4129	3.33	3.35	3.20	3.19	3.17
メキシコペソ	(MXN)	18.1598 ~ 19.7361	18.1838	18.50	19.00	18.50	17.50	17.50
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.066	16.38	15.94	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.667	13.27	13.01	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.644	1.63	1.56	1.57	1.59	1.58
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.779	0.762	0.736	0.752	0.763	0.748
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.018	9.72	9.62	9.52	9.52	9.29
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.550	26.67	25.00	25.97	26.46	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.052	1.98	1.91	1.93	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.73	78.79	76.12	75.76	76.92	75.97
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.663	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	0.4708	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	1.730	1.73	1.65	1.59	1.64	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	8.762 ~ 9.293	8.894	9.45	8.50	8.00	7.69	7.84
トルコリラ	(TRY)	25.926 ~ 30.311	26.073	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	31.434	31.23	30.45	31.25	31.35	30.91
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.900	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 13 日の 7 時 40 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 日発行)』および『中期為替相場見通し (3 月 29 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。