

2018年4月20日

The Emerging Markets Weekly

来週はレンジ内推移を予想/中国:預金準備率引き下げ/メキシコ:金融政策決定会合

新興国市場:今週の新興国通貨はまちまちな展開。先週13日、シリアを巡る緊張感が高まる中、米財務省は為替政策報告書を公表した。為替操作国の認定はなかったが、前回報告書で監視リストに指定された、中国、日本、韓国、ドイツ、スイスに加えてインドも追加されたが市場の反応は限定的。14日に米英仏がシリアへのミサイル攻撃に踏み切ったが、一回のみの軍事行動ということが強調されたため、週明け16日は過度なリスクオフとはならなかった。しかし、トランプ米大統領が「米国が利上げをしている時期に中国とロシアは通貨切り下げゲームをしている。受け入れ難い」とツイートしたことをきっかけにドルは軟調、新興国通貨はまちまちな動きとなった。17日、米メディアのインタビューでムンケーション米財務長官がトランプ大統領の16日のツイートは中国とロシアに対する「警告」であり、ドルの押し下げを意図したものではないと述べたことなどを背景にドル買いが進行。しかし、クドロー米国家経済会議(NEC)委員長による「政府はロシアへの追加制裁を検討している」との発言が意識されドルはやや下押され、新興国通貨もばらつきのある動きとなった。18日は特段材料がない中、原油価格の上昇や自国要因により新興国通貨の一部は上昇したが、大半は小幅な値動き。19日は、米金利上昇に連れドルが値を伸ばす一方、新興国通貨の大半は小幅な値動きにとどまった。

アジア:13日に米財務省が公表した為替政策報告書の監視リストにインドが指定されたことに加え、同日にインド3月貿易統計が発表され貿易赤字が137億ドルと2月(120億ドル)から拡大し、市場予想(123億)を上回ったことを背景にINRは下押しされた。ポンペオ米中央情報局(CIA)長官が北朝鮮の金正恩朝鮮労働党委員長と会談したことが地政学リスク懸念の後退に繋がりKRWは上昇した。

中東欧・アフリカ:18日にトルコのエルドアン大統領が6月24日に総選挙を前倒しすると発表したことを受けてTRYは急伸した。またRUBは、米政権がロシアに追加制裁を科す予定はないとの報道に加え、原油価格が堅調なことに連れ値を伸ばした。ZARはシリアを巡る緊張感が和らいだこと、18日に発表された南アフリカ3月消費者物価指数(CPI)が前年比+3.8%と2月(同+4.0%)から鈍化したことが好感され買い優勢となった。

ラテンアメリカ:地政学リスクの後退や堅調なコモディティ価格を背景にBRLは上昇。7月1日に実施されるメキシコ大統領選に関し、新興左派政党・国家再生運動(Morena)のロペスオブラドル元メキシコシティ市長がリードを広げたことがMXNの重石となった。

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

来週はレンジ内推移を予想

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

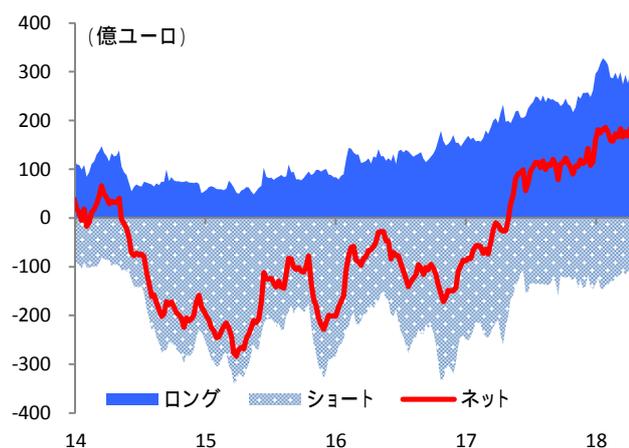
来週の新興国通貨はアジア通貨を中心にレンジ内での推移を予想する。来週における最大注目材料として26日(木)に開催されるECB政策理事会が挙げられる。前回のECB政策理事会(3月8日開催)では、拡大資産購入プログラム(APP)の規模拡大に係る文言を削除したが、期間延長のそれに関しては温存された。12日に公表された政策理事会議事要旨では、理事会から経済の先行きについて慎重な見方が消えておらず、増長する保護主義や英国のEU離脱に係る不透明感を危惧する意見が見られた。また、ユーロ相場については「不確実性の大きな源泉」としており、政策理事会としてユーロ高を警戒する姿勢を示した。

こうした事実を踏まえれば、今回の理事会では引き続き金融政策の正常化について慎重な発言が多く見られる公算が大きく、市場は一旦ユーロ売りで反応するだろう。しかしながら、前回理事会後や議事要旨公表後もECBの慎重姿勢を受けてユーロ売りが一時優勢となったが長続きしておらず、今回もユーロ売りの流れは短期間で終わると考える。そもそも金融政策の正常化が既定路線である以上、市場参加者からすれば積極的にユーロを売る理由は乏しい。実際、米商品先物取引委員会(CFTC)発表のIMM通貨先物における投機筋(Non Commercial、非商業部門)のポジションをみると、ECBが再三再四ユーロ高に懸念を表明しているにも拘らず、ユーロの買い持ち高は一向に減る気配がない(図表1)。かかる状況下、ECB政策理事会後のユーロ売りは一時的なものとなるほか、主要国では重要なイベントが予定されていないためドル相場の動きは乏しいものとなる可能性が高く、新興国通貨もアジア通貨を中心に来週は横ばい推移となるだろう。

但し、一部の新興国通貨は大きく動くリスクがある。とりわけ注意を要するのがRUBだ。トランプ米政権は6日に「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表すると、RUBは58近辺から65近辺と一時2016年11月以来の安値まで急落した(図表2)。18日にトランプ政権は近く追加制裁を課す計画はないとの関係者談が伝わる中で60台後半まで買い戻されているが、ポルトン安保補佐官などトランプ大統領の周辺は対外強硬派が増え、追加制裁を示唆するようなコメントが出てくることでRUBは再び急落する懸念は残る。

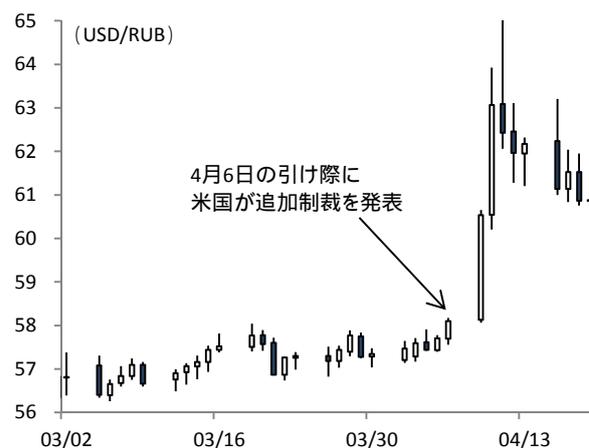
また、TRYは25日(木)に予定されているトルコ中央銀行(CBRT)の金融政策会合の結果を受けて大きく下落する可能性がある。トルコの消費者物価指数(CPI)が8か月連続2桁台で推移する中、14日に公表された議事要旨(3月8日開催分)では、必要であれば追加的な引き締めを講じる考えをCBRTが示しており、市場では実質的な政策金利である時間外流動性貸出(Late Liquidity Window:LLW)が引き上げられると予想されている。9日にエルドアン大統領が利下げを要望する発言を行う中、仮にCBRTが大統領に配慮しLLWを据え置いた場合、投資家からの失望売りに押されてTRYは値崩れするだろう。このほか、14日に北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉について各国首脳が今後数週間以内に合意に達する見通しを示していることから、合意発表と共にMXNは急伸する可能性がある。

図表 1:ユーロ IMM 通貨先物における投機筋のポジション



注:4月10日時点。
出所:CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:直近のUSD/RUB 推移



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国

預金準備率引き下げ

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17日に発表された中国1~3月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と2017年10~12月期から横ばいとなった(図表3)。需要項目別の寄与度を見ると、純輸出(前年比寄与度+0.63%pt 0.62%pt)が大幅なマイナスに転じ、総資本形成(同+2.21%pt 同+2.13%pt)が小幅に減少する一方、最終消費支出(同+4.06%pt 同+5.29%pt)が大きく増大したことが経済全体を下支えした。

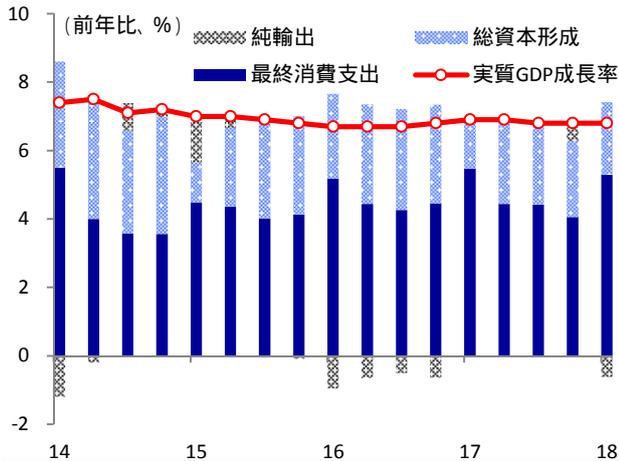
堅調な結果となったGDPだが、市場の耳目をより集めたのは同日夕刻の中国人民銀行(PBoC)による預金準備率(RRR)引き下げの発表だった。PBoCは4月25日に中期貸出制度(MLF)を通じて金融機関に貸し出していた融資を返済させる一方で、RRRを1%ポイント引き下げるとした(図表4)。PBoCの声明文によれば、RRR引き下げによる市中への資金供給額の方が返済額より大きいため、ネットでは4000億元の資金供給になると推計している。また、今回の措置は中小企業の資金繰りを支援するものであり、「穏健かつ中立」(やや引き締めの)の金融政策スタンスに変更はないとした。しかしながら、資金供給を増加させ企業の調達金利引き下げを企図している以上、今回の措置は実質的に金融緩和策であり、PBoCのスタンスは緩和方向に傾き始めていると言える。

PBoCがこのタイミングで緩和策を打ち出した主な理由として、米中貿易摩擦が考えられる。中国の巨大な対米貿易黒字額に注目は集まりがちだが、全体で見れば中国の貿易黒字は緩やかながらも縮小方向にある(図表5)。人民元の実質実効為替レートは上昇し続けているほか、習近平・国家主席が関税引き下げや国内市場開放を示唆しているため、今後も貿易黒字は縮小傾向となる公算が大きい。この上、米国から貿易制裁が加われば、縮小ペースは加速するだろう。GDP統計で見れば純輸出の前年比寄与度のマイナス幅が急拡大することを意味しており、結果としてGDPの成長目標(+6.5%前後)の達成が危ぶまれる事態になりかねない。こうした下振れ圧力に予め備えるため、PBoCは今回の措置を実行したと推測される。

その米中貿易摩擦だが、未だ解決に向けた道筋はみられない。中国は外資系自動車メーカーの出資規制の撤廃時期について2025年から2022年に前倒しするなど譲歩する姿勢はみせているものの、米国の関心が高い知的財産権の取り扱いなどについて両国の折り合いがつかない模様だ。

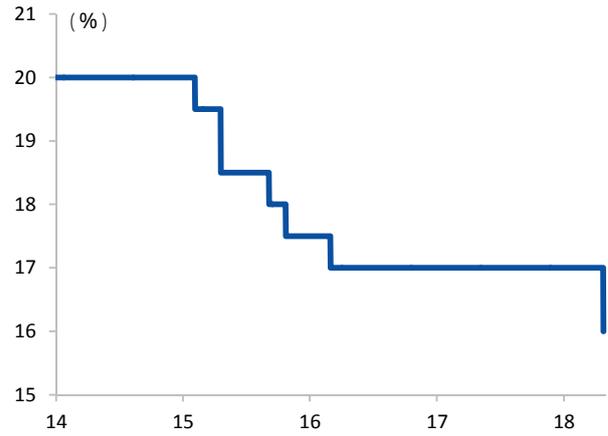
このまま交渉が長期化すれば、景況感や消費者マインドなど経済指標の悪化に繋がりがねない。米中貿易摩擦懸念が強まった3月下旬以降、上海総合指数は続落し年初来安値を更新する一方、10年国債金利が3.8%近辺から3.5%近辺まで急低下しており、中国の金融市場は既に景気鈍化とその先にあるPBoCの追加緩和を織り込み始めているように見受けられる(図表6)。

図表3:中国 実質GDP成長率



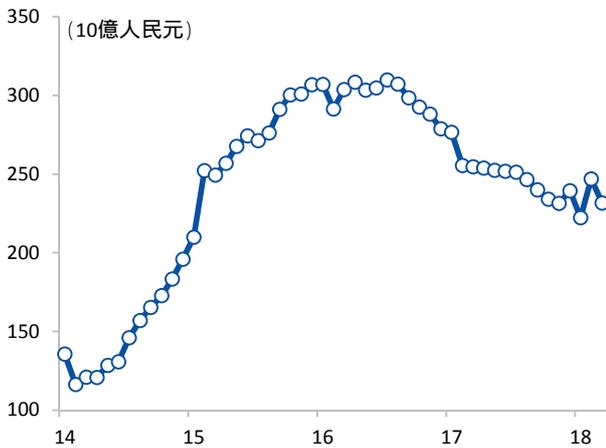
出所: 中国国家統計局、CEIC、みずほ銀行

図表4:中国 預金準備率(大手金融機関)



出所: 中国人民銀行、CEIC、みずほ銀行

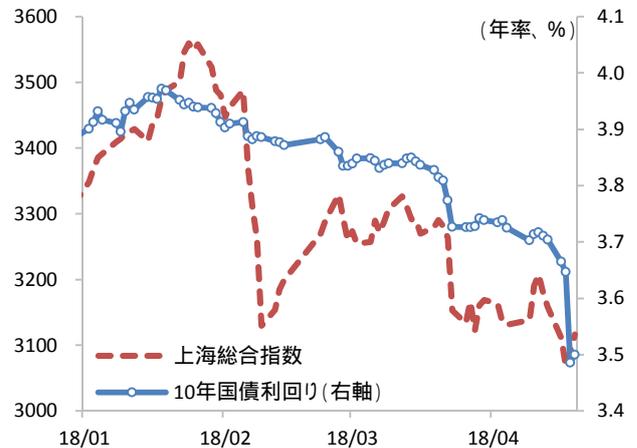
図表5:中国 貿易収支(人民幣建て)



注: 12か月移動平均。

出所: 中国税関総局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表6:上海総合指数および10年国債利回り



注: 4月19日時点。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ

低下する追加利上げの必要性

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12日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策会合を開催し政策金利を7.50%に据え置く一方、声明文ではインフレ率は上振れリスクの方が大きいとし、必要であれば追加利上げも辞さない態度を維持した。北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉がメキシコにとって大きく不利になる可能性は低下しているものの、交渉の進展次第ではメキシコペソ(MXN)が急落するリスクが残るほか、商品価格の上昇に食料品価格やエネルギー価格が連れ高となることを具体的な上振れ要因として挙げた。

Banxicoは警戒姿勢を解いていないが、足許のNAFTA再交渉や物価動向に鑑みれば、追加利上げの必要性は低下している。NAFTA再交渉に関しては、目処としていた米州首脳会談(14日開催)に基本合意は間に合わなかったが、同会議に参加したペンス米副大統領、カナダのトルドー首相およびメキシコのペニャニエト大統領は今後数週間で合意に達する可能性を示唆した。米国が自動車に関する原産地規制などで大きく姿勢を軟化させたとの関係者談が報じられており、再交渉開始時(2017年8月)に懸念されていた米国がNAFTA離脱など強硬策を採用しMXNが急落するというリスクシナリオの実現性は大きく低下している。

また、2017年初における燃料価格引き上げの効果剥落を主因にメキシコ3月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.04%と3か月連続で減速している。メキシコでは生産者物価指数(PPI)がCPIに先行する傾向にあり、今回も前例に沿うとすればCPIはBanxicoの物価目標(+4%)に向けて減速していく可能性が高い(図表7)。

こうした状況にも拘らずBanxicoがタカ派姿勢を維持しているのは、メキシコ大統領選の投票日(7月1日)が近づく中で政治的不透明感からMXNが下落する恐れがあるためだろう。支持率でトップとなっているオブラドール氏は13日に燃料価格の3年間据え置きを唱えるなど、選挙公約にポピュリズムの色合いが始まっており、ペニャニエト政権が進めてきた財政再建路線が維持されるか疑いが強くなっている。

もっとも、同氏の出身母体である国民再生運動(MORENA)は現政権の経済政策から極端な転換を行わない方針を示しているほか、同日に行われる総選挙(上院・下院)において同党の支持率は37%(El Financiero調査)と法改正に必要な過半数には届いていない。仮にオブラドール氏が当選したとしても、MORENAが両院で過半数を獲得できなければ、積極的な財政政策の実行は難しいとの見方が拡がり、大統領選後のMXNは底堅さを取り戻していくだろう。

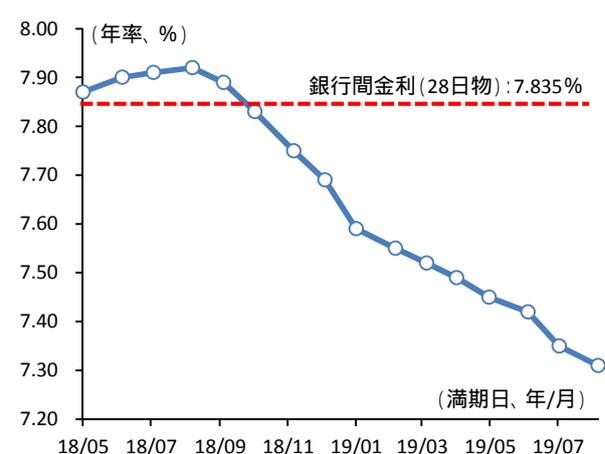
大統領選が終わるまでは、BanxicoはMXN下落とそれに伴うインフレ加速を警戒し続け、現状の金融政策を維持するだろう。しかしながら選挙の結果、次期政権においても拡張財政政策の実行が難しいと判断すれば、ハト派寄りにスタンスを変更し、利下げも視野に入れてくると予想する。なお、短期金利市場では大統領選まで金利は据え置かれるが、大統領選後にBanxicoが利下げを行うと予測しており、年内に1回、来年に1回の利下げを織り込んでいる(図表8)。

図表7:メキシコ 生産者物価指数と消費者物価指数



出所:メキシコ国立地理統計情報院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表8:メキシコ 28日物短期金利先物カーブ

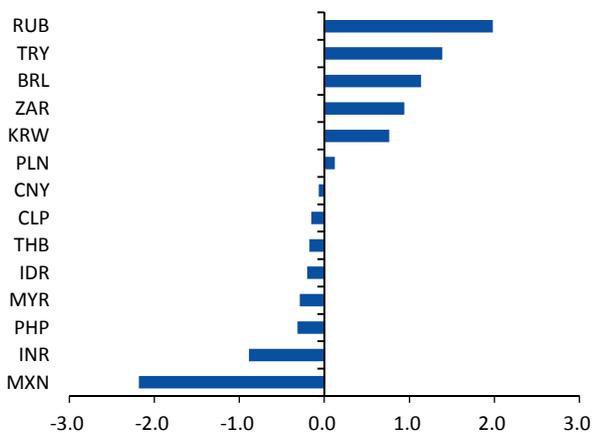


注:4月18日時点。

出所:メキシコデリバティブ取引所、ブルームバーグ、みずほ銀行

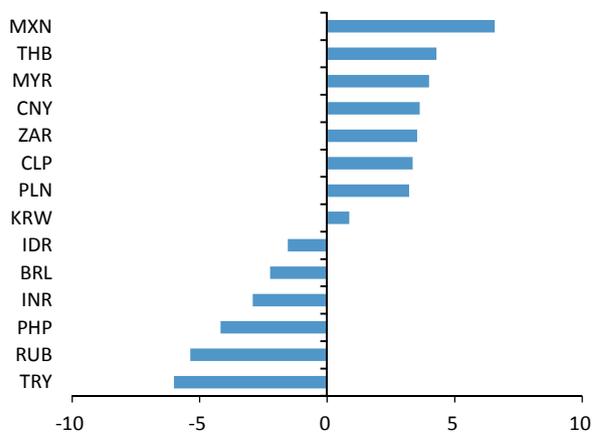
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



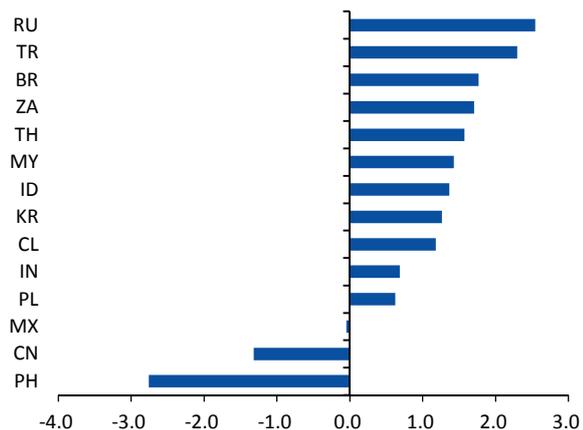
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



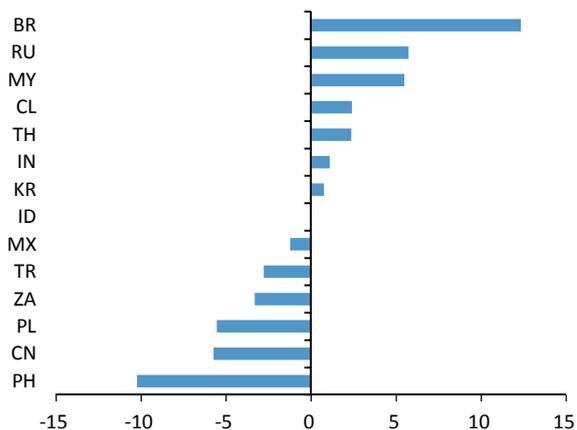
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



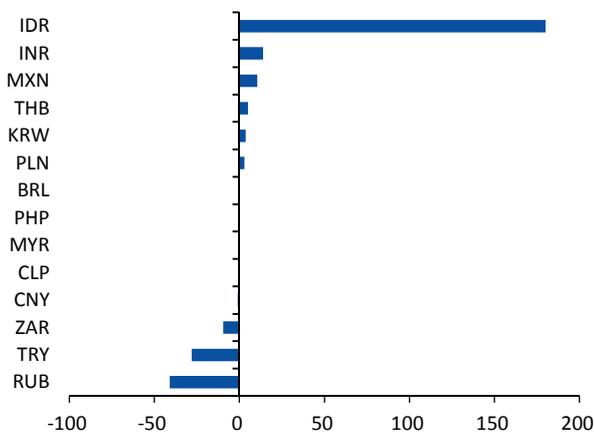
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



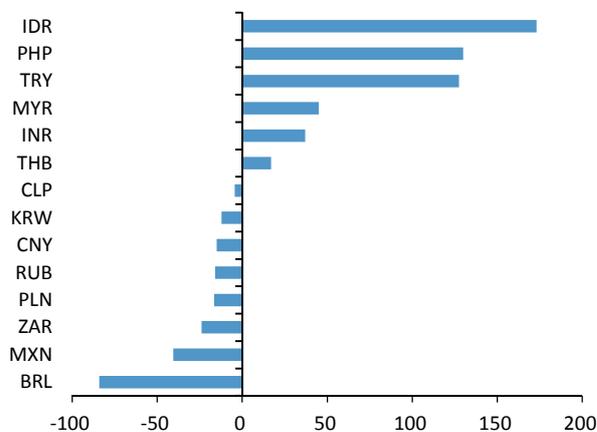
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

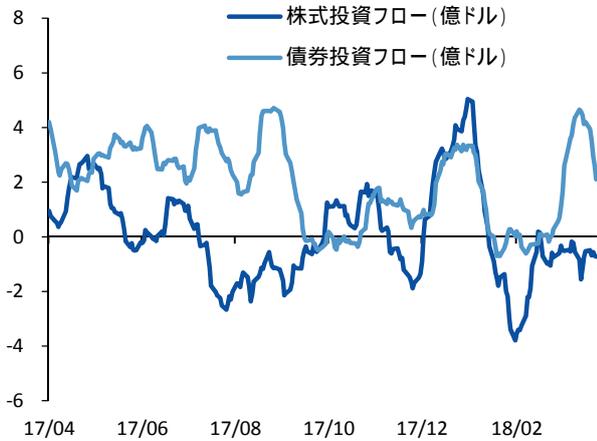
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

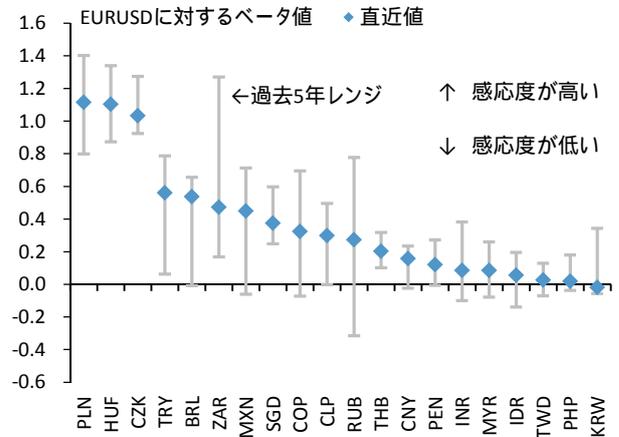
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



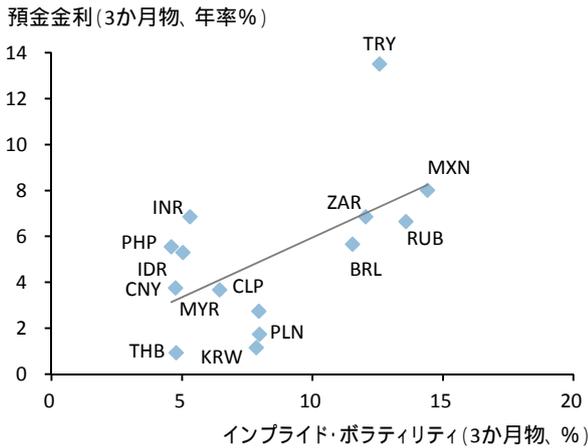
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



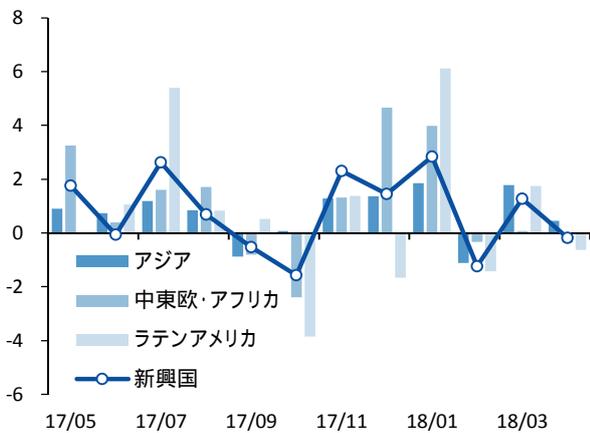
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



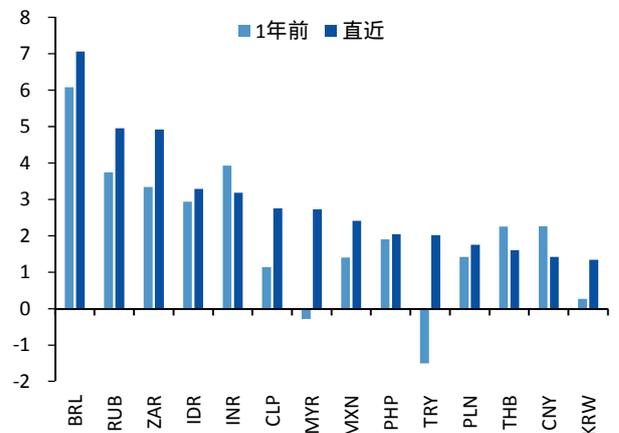
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
4月16日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$89m	\$1092m	-\$116m	-\$53m
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	10.6%	4.5%	9.7%	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	2.4%	2.5%	2.5%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	1.2%	-2.7%	-5.9%	-6.0%
17日 (火)	中国	GDP(前年比)	6.8%	6.8%	6.8%	--
17日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	9.7%	10.1%	9.4%	--
17日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.3%	6.0%	6.2%	--
18日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.6%	1.3%	1.4%	--
19日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	1.4%	1.3%	--
19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%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$266m	-\$429m	--
20日 (金)	台湾	輸出受注(前年比)	0.3%	--	-3.8%	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.9%	--
23日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$660m	--	\$808m	--
24日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-61.7b	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.8%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.9%	--
27日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	78.0	--
27日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.3%	--
中東欧・アフリカ						
4月16日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	10.4%	9.9%	12.0%	--
16日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.3%	1.0%	1.5%	--
17日 (火)	ロシア	PPI 前年比	6.2%	4.8%	5.7%	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.1%	3.8%	4.0%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	3.0%	4.9%	3.1%	3.3%
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.1%	2.0%	1.8%	--
18日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	8.0%	6.5%	9.7%	10.5%
24日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.8%	--
25日 (水)	トルコ	指標レホレート	--	--	8.00%	--
25日 (水)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	9.25%	--
25日 (水)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.20%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
4月20日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.2%	--	0.1%	--
20-28日	ブラジル	登録雇用創出合計	41,300	--	61,188	--
20-29日	ブラジル	税収	109200m	--	105122m	--
23日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.2%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	0.5%	--
25日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	\$283m	--
26-27日	ブラジル	ブラジル 中央政府財政収支	--	--	-19.3b	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	0.6%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	1062.4m	--

注:2018年4月20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	6.2791	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8494	7.8477	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	65.795	64.0	65.5	63.8	62.8	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13785	13650	13850	13300	13100	13100
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1061.55	1070	1060	1050	1050	1055
マレーシアリング	(MYR)	3.8563 ~ 4.0660	3.8910	3.90	4.08	3.85	3.78	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.080	52.5	53.3	51.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3117	1.32	1.34	1.32	1.30	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.346	29.30	29.00	28.70	28.70	28.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.24	31.0	31.1	30.8	30.7	30.6
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22826	22778	22850	23000	22900	22780	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	60.9242	60.00	62.00	63.00	61.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.9727	11.00	12.00	12.50	13.00	12.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.0361	4.0463	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	3.3849	3.33	3.35	3.20	3.19	3.17
メキシコペソ	(MXN)	18.1598 ~ 19.7361	18.4566	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	17.109	16.38	15.94	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.685	13.27	13.01	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.632	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	10.063	9.72	9.62	9.52	9.52	9.29
マレーシアリング	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.599	26.67	25.00	25.97	26.46	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.062	1.98	1.91	1.93	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.88	78.79	76.12	75.76	76.92	75.97
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.660	3.55	3.52	3.48	3.48	3.40
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.438	3.35	3.28	3.25	3.26	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4715	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	1.761	1.73	1.65	1.59	1.64	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	8.762 ~ 9.293	8.970	9.45	8.50	8.00	7.69	7.84
トルコリラ	(TRY)	25.926 ~ 30.311	26.541	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	31.727	31.23	30.45	31.25	31.35	30.91
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.819	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20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(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。