

2018 年 5 月 11 日

The Emerging Markets Weekly

経常赤字国通貨に警戒/ブラジル:レアル 安でも変わらぬ金融政策スタンス

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな動き。先週末発表された米 4 月雇用統計は失業率が低下する一方、非農業者部門雇用者数と平均時給が市場予想を下回った。強弱入り混じる結果となったため、新興国通貨の反応は限定的となった。週初 7 日は FRB が金融政策の正常化を今後も継続するとの見方が強まりドル買い優勢地合いになる中、新興国通貨は下落した。8 日はイタリアの連立政権樹立に向けた交渉が決裂したことを背景にユーロが下落し、ドル相場が騰勢を強めると新興国通貨は続落。トランプ米大統領がイラン核合意から離脱を表明したことも新興国通貨の重石となった。9 日は米国がイランへの経済制裁を強化し同国の原油輸出量が減少するとの思惑から原油価格が上昇し米 10 年国債利回りが 3%を上回ると、新興国通貨は軟調な動きとなった。10 日は米 4 月消費者物価指数 (CPI) の市場予想より弱い結果を受け、ドルが売り込まれる展開に新興国通貨は大きく買い戻された。

アジア: アジア通貨は週前半に下押しされ、10 日に反発したが大半が週前半の下げ幅を戻すことはできなかった。7 日に発表されたインドネシア 1~3 月期 GDP は前年比+5.1%と 2017 年 10~12 月期 (同+5.2%) から小幅に減速した。内需項目は総じて良好な結果となったが、前年比寄与度で見た純輸出のマイナス幅が拡大したことが足枷となった。9 日にマレーシアの下院選挙が実施され、マハティール元首相が率いる野党連合が過半数を獲得した。1957 年の独立以来、初の政権交代となる。なお、10 日と 11 日はバンク・ホリデーとなったため MYR への影響はまだ確認できない。10 日にマレーシア中央銀行 (BNM) は金融政策会合を開催し、政策金利を通り据え置いた。同日に発表されたフィリピン 1~3 月期 GDP は前年比+6.8%と 2017 年 10~12 月期 (同+6.6%) から加速した。堅調な政府最終消費支出と総固定資本形成が全体を支えた。同日にフィリピン中央銀行 (BSP) も金融政策会合を開催し、2014 年 9 月以来となる利上げに踏み切り、政策金利を 25bp 引き上げ 3.25%とした。BSP は景気が力強く拡大する中、インフレ圧力が強まっていることが利上げの主な背景としている。

中東欧・アフリカ: 週前半に米金利が上昇する中、経常赤字国であり高水準の対外債務を抱える TRY は続落した。かかる状況下、トルコ中央銀行 (CBRT) は 7 日に準備預金に占める外貨の比率を 55%から 45%に引き下げることで市場への外貨放出を促したほか、9 日には外貨預金入札規模を 12.5 億ドルから 15.0 億ドルへ引き上げるなどの策を講じた結果、TRY は週末にかけて上昇した。RUB は週前半こそ軟調に推移したが、原油相場が堅調に推移する中で週後半に急反発した。ZAR は特段の個別材料はなかったが、10 日の米 4 月 CPI の冴えない結果を背景としたドル売りを受けて大幅に上昇した。

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

経常赤字国通貨に警戒

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

4 月は米長期金利が 2014 年 1 月以来となる 3%まで上昇したことを受けて新興国通貨は下落。5 月に入っても米長期金利が高止まりしていることから、大半の通貨は軟調な値動きとなっている。8 日にパウエル FRB 議長は講演で米金融政策が世界的な資本移動に与える影響はごく軽微と述べ、アルゼンチンなど一部の新興国が大幅な資本流出に見舞われていることは米金融政策を変更する理由とはならないことを示唆した。かかる状況下、米金利は高止まり続ける公算が大きく、来週の新興国通貨は上値の重い推移を予想する。

但し、米金利上昇時に下押し圧力を受けやすい経常・財政赤字国の通貨は大幅に下落する恐れが強い。実際、アルゼンチンペソ(ARS)は対ドルで 20 近辺から 23 台前半まで急落。アルゼンチン中央銀行(BCRA)は自国通貨防衛のため、4 月 27 日を皮切りに 8 日間で 3 回の緊急利上げを余儀なくされ、政策金利は 27.25%から 40.00%まで跳ね上がった。3 回目の利上げ後に ARS は 22 台半ばまで買い戻されたが、足許は再びじり安となっており、BCRA の利上げが功を奏したとは未だ言いがたい情勢にある。

また、アルゼンチンと同じく「双子の赤字(経常・財政赤字)」を抱えるトルコも同様の状況に陥っている。4 月にトルコリラ(TRY)は対ドルで 3.94 台から 4.20 手前まで下落する中、トルコ中央銀行(CBRT)は 25 日に金融政策会合を開催し、実質的な政策金利である時間外流動性貸出(Late Liquidity Window:LLW)を引き上げた。会合後の TRY は一時的に安定したが、5 月 1 日には大手格付け会社 S&P がトルコのソブリン債格付けを引き下げると下落基調に転じ、9 日に対ドルで史上最安値を再び更新する展開となった。

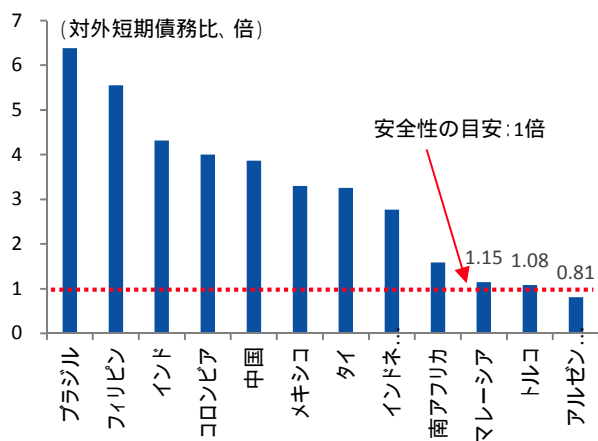
トルコのエルドアン大統領は 8 日に「為替レートを通じた経済への攻撃を反転させるための計画がある」と発言しており、6 月 24 日に総選挙を控えて TRY を安定させたいとの狙いから、CBRT が次回金融政策会合(6 月 7 日)前に緊急利上げを行うとの思惑が強まっている。CBRT は 2014 年 1 月 28 日に TRY の暴落を受け緊急会合を開催し、政策金利である 1 週間物レポレートを 4.50%から 10.00%に 550bp の利上げを行ったことがあり、大胆な金融引き締め策を打ち出してくる可能性がある。

もっとも、CBRT の金融引き締め策が TRY の基調を変えるとは考えがたい。エルドアン大統領は足許こそ利上げを容認する姿勢を示しているが、従来は利下げが必要との主張を繰り返し述べてきた。総選挙で勝利すれば、再び CBRT に対して利下げを要請するとの懸念は強い。また、トルコの外貨準備は短期対外債務(1 年以内に返済が必要な対外債務)の 1.07 倍しかなく(図表 1)、自国通貨を買い支えることが難しい。かかる状況下、外国人投資家の証券投資フローを見ると、債券こそ流出を免れているが、株式からは流出が顕著となっており、CBRT の追加利上げ後もその傾向は変わっていない(図表 2)。市場参加者はトルコ経済の脆弱性に対して根強い不信感を持っている可能性があり、エルドアン大統領が財政緊縮策などに乗り出さない限り、TRY の売り地合いが変わるのは難しいだろう。

アジア通貨内では「双子の赤字」を抱えるインドルピー (INR) とインドネシアルピア (IDR) が大きく下落し、後者は 2015 年 12 月以来の安値をつけている。4 月 27 日にインドネシア中央銀行 (BI) のアグス総裁は IDR の安定維持を図るために必要であれば政策金利を引き上げる可能性を示唆した。5 月 8 日には BI のミルザ副総裁が、インフレの水準や貿易収支に加え世界的な資本フローの流れや米金利の影響を精査する方針を示しており、17 日 (木) の金融政策決定会合で利上げする可能性が高まっている。

なお、来週はマレーシアリンギット (MYR) の動向にも注目が集まるだろう。9 日に投票が実施された下院選挙においてマハティール元首相が率いる野党連合 (希望連盟) が過半数にあたる 113 議席を獲得する見込みとなった。マレーシアでは 1957 年の独立以来、与党連合の支配が続いており、今回が初めての民主的なプロセスに基づいた政権交代となる。選挙結果発表後に当局は 10 日および 11 日を急遽バンク・ホリデーとしたため、MYR の反応を確かめられるのは週明けとなる。同国は経常黒字国であり MYR が大幅安となる可能性は低いものの、外貨準備の対外短期債務に対する比率は 1.15 倍と安全とされる目安の 1 倍を僅かに上回っている状態であり、過去にはこの点が懸念されて大幅安となったことがあるため予断を許さない。

図表 1: 外貨準備の対外短期債務比 (2016 年)



出所: 世界銀行、IMF、みずほ銀行

図表 2: トルコ 外国人投資家の累計投資額 (2005 年初来)



出所: トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル

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

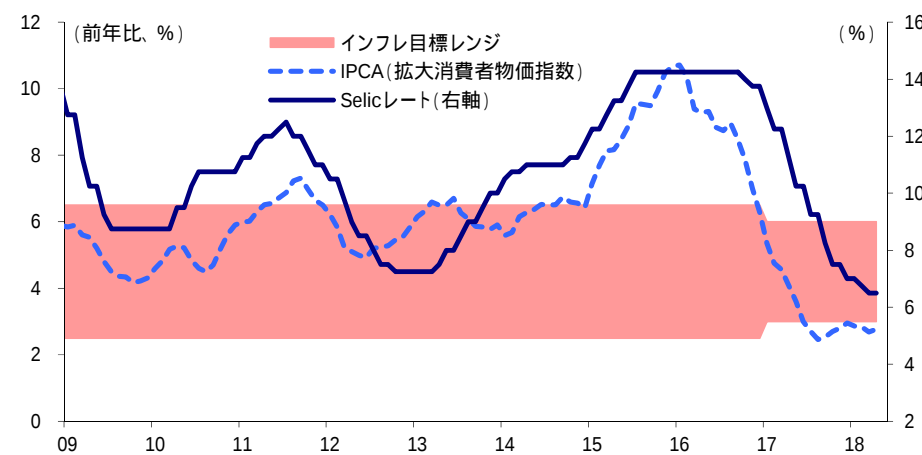
レアル安でも変わらぬ金融政策スタンス

5月初の新興国市場ではアルゼンチンの中央銀行(BCRA)がドル高に伴うアルゼンチンペソ(ARS)安を食い止めるために大幅な利上げを実施したことが耳目を集めた。アルゼンチンと同じく南米の大国であり経常赤字国であるブラジルでも、ブラジルレアル(BRL)が2016年6月以来の安値をつけており、ブラジル中央銀行(BCB)が金融政策スタンスを引き締め方向へ変更しても不思議ではない状況にあった。しかしながら、ゴールドファイン BCB 総裁は現状の緩和スタンスを見直す必要はないと5月2日および9日に相次いで発言している。

同総裁の発言の背景には、拡大消費者物価指数(IPCA)が目標レンジ(+3~6%)を下回って推移しており、仮に BRL 下落に伴い輸入物価が上昇したとしても、すぐに引き締めが必要になる水準までインフレ率が加速することはないとの判断があったと思われる(図表3)。こうした中、BCBは次回(5月16日)の金融政策決定会合で、前回(3月21日)予告どおり政策金利である Selic レートを6.50%から6.25%に引き下げる可能性が高いと予想されている。

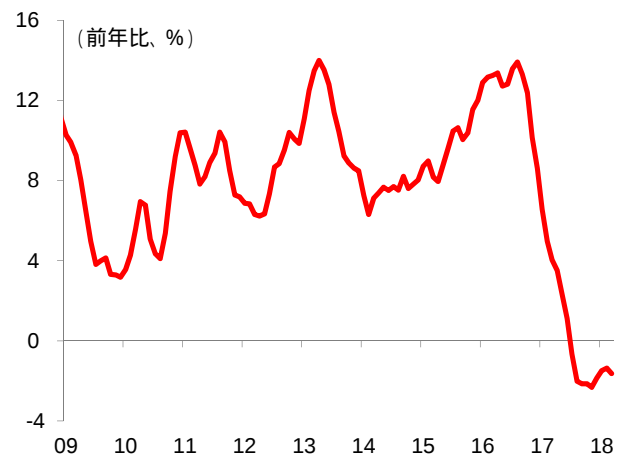
もっとも、これが今回のサイクルにおける最後の利下げになると考える。IPCA が低い伸び率となった主因のひとつは食料品価格の急減速にある(図表4)。価格の低迷を受けて耕作量の削減が予定されており、今後は上昇基調になることが見込まれる。また、ブラジル大統領選の情勢は混沌としており、政治情勢の先行き不透明感を背景に BRL が軟化し続ける公算が大きいことも、BCB が緩和路線を変更する要因となろう。4月7日に積極財政を志向していたルラ元大統領は収監されたが、その後行われた世論調査(4月16日発表)では同氏の支持率は減少したものの、依然としてトップを維持している(図表5)。同氏の出馬が完全に不可能となった場合、支持票がどの候補に流れるのか予測が極めて困難であることに加え、テメル大統領の財政再建路線を引き継ぐと言われるアルキミン・サンパウロ州知事は苦戦しており、大統領選の情勢は市場の不安をかきたてる方向で推移している。こうした中、投票日(10月7日)に向けて BRL は軟調に推移する可能性が高まっており、インフレ率の上振れ要因となる恐れが強い。かかる状況下、BCB は大統領選の投票日が近づくに連れ金融政策スタンスを引き締め方向に変更していくと予想する。

図表3: ブラジル 拡大消費者物価指数および政策金利



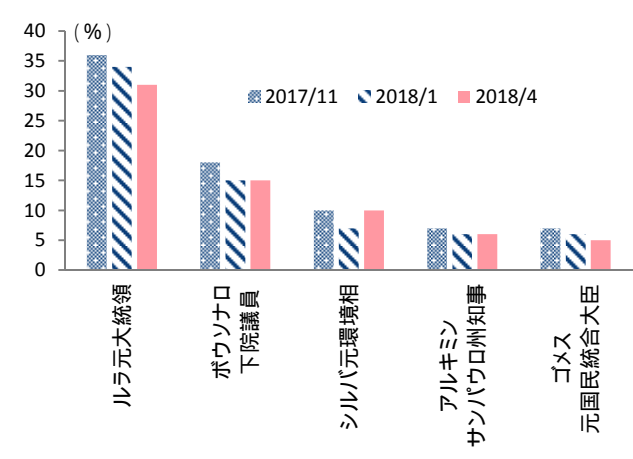
出所: ブラジル地理統計院、ブラジル中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 4: ブラジル 食料・飲料品価格(前年比)



出所: ブラジル地理統計院、CEIC、みずほ銀行

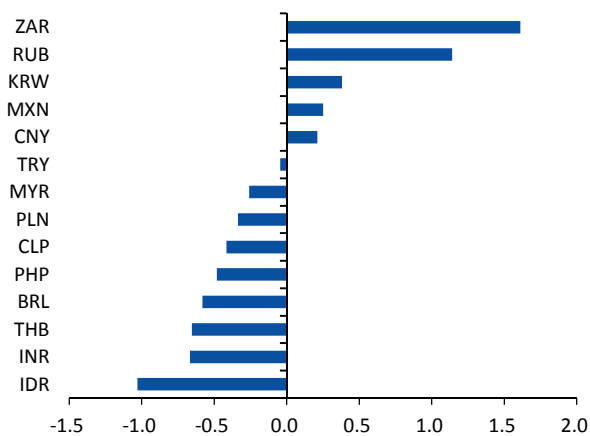
図表 5: ブラジル大統領選における各候補の支持率



出所: Datafolha、みずほ銀行

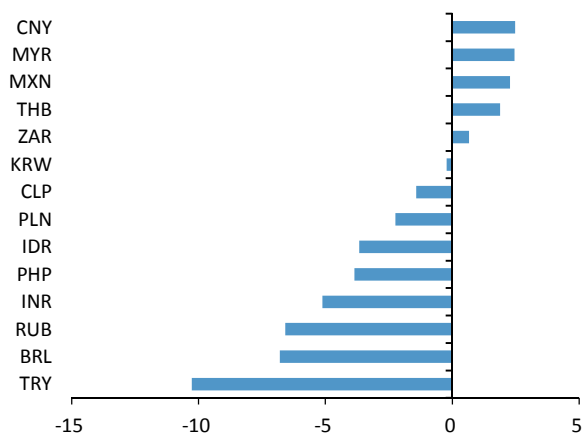
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



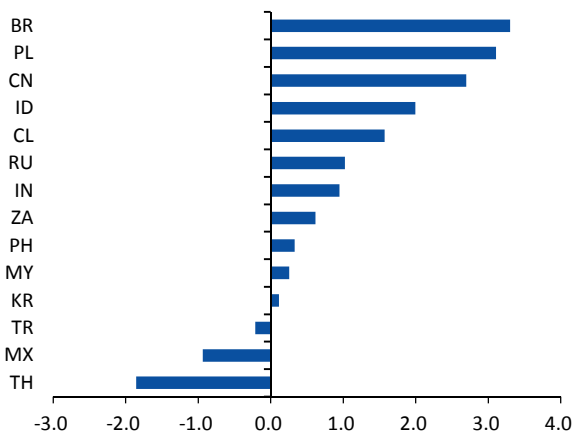
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



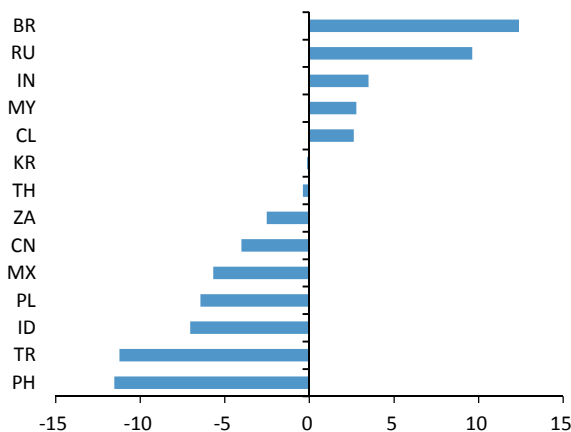
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



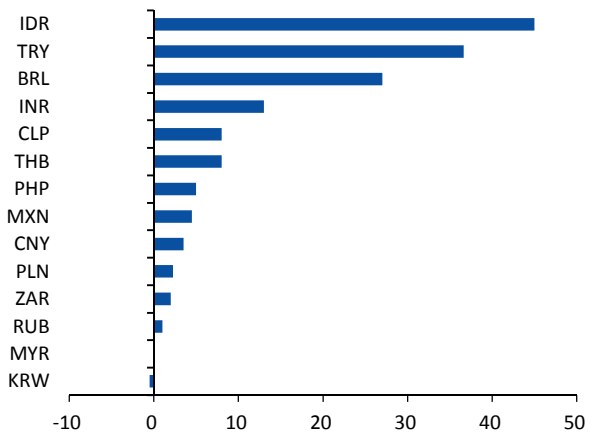
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



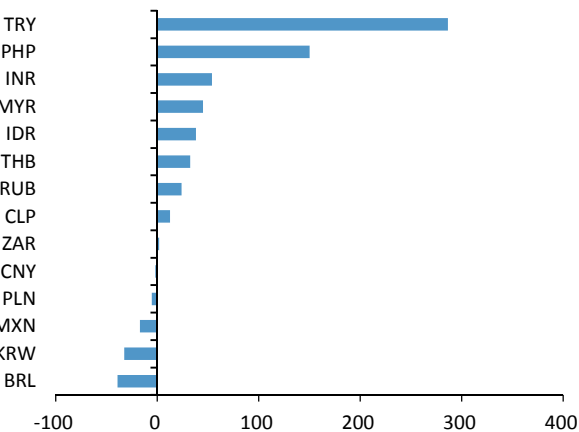
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

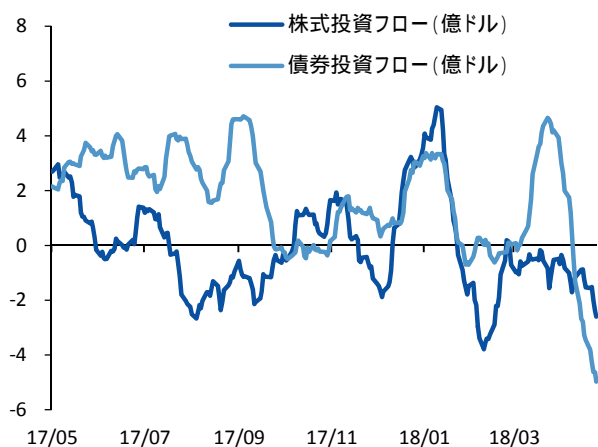
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

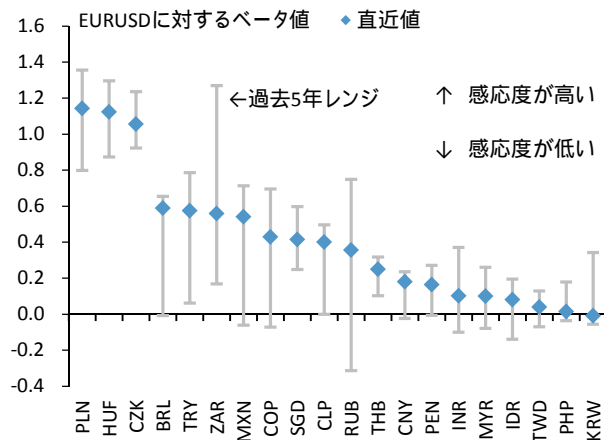
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



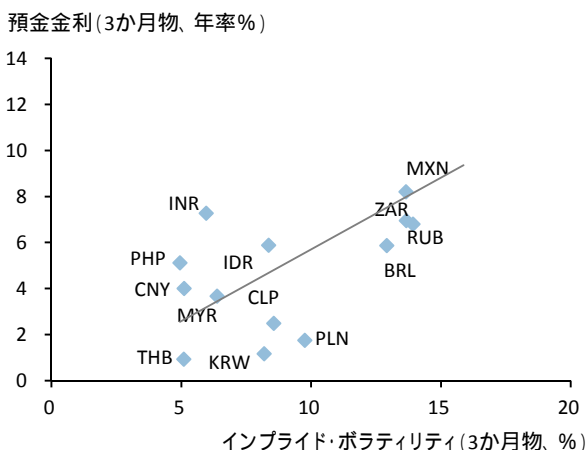
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



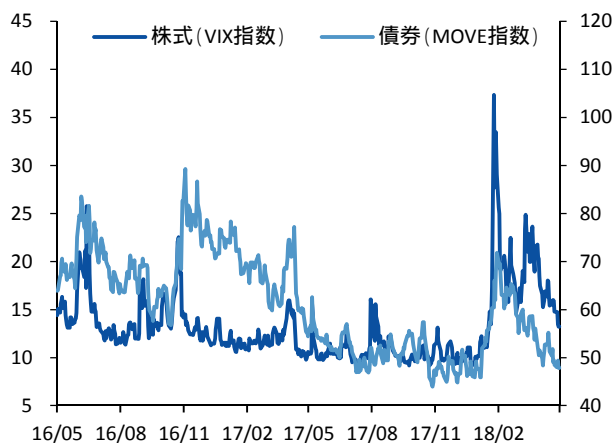
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



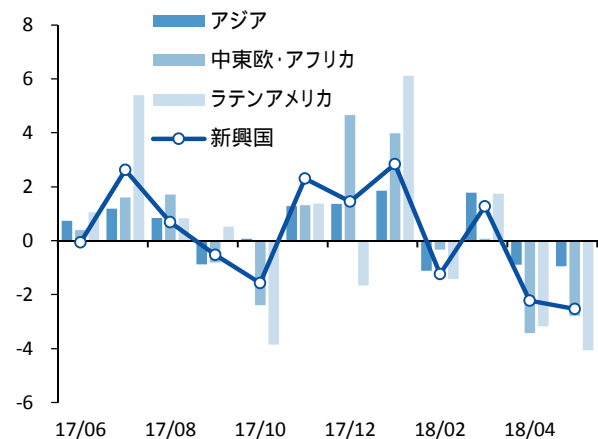
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



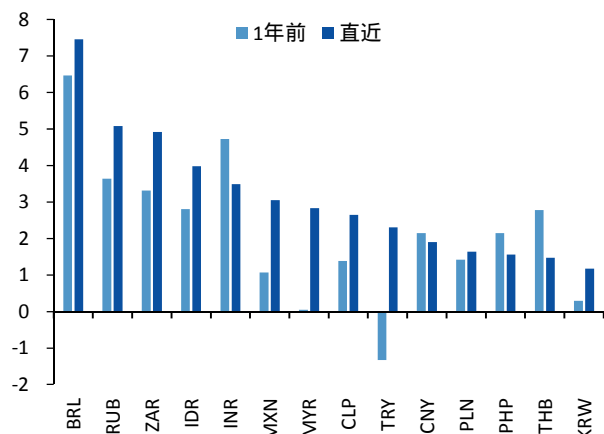
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
5月7日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.19%	5.06%	5.19%	--
7日 (月)	台湾	貿易収支	\$4.26b	\$4.15b	\$6.00b	--
8日 (火)	中国	貿易収支	\$27.75b	\$28.78b	-\$4.98b	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	1.8%	2.0%	1.6%	1.6%
9日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$3025m	-\$2608m	-\$3065m	-\$2890m
10日 (木)	中国	PPI 前年比	3.4%	3.4%	3.1%	--
10日 (木)	中国	CPI(前年比)	1.9%	1.8%	2.1%	--
10日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.8%	6.8%	6.6%	6.5%
10日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.5%	3.1%	3.0%	--
10日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
10日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.25%	3.25%	3.00%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	1100.0b	--	1120.0b	--
11日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	1.5%	--	8.6%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	6.1%	--	7.1%	--
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	2.9%	--	2.5%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	4.5%	--	4.3%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	10.1%	--	10.1%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.4%	--	6.0%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	7.4%	--	7.5%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$1092m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	--	-0.7%	--
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	4.5%	--
16日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-2.7%	--
17日 (木)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	5.9%	--
17日 (木)	インドネシア	7日物リバースレホレート	--	--	4.25%	--
18日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$266m	--
18-25日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	4.3%	--
中東欧・アフリカ						
5月10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	1.0%	-1.3%	0.6%	--
11日 (金)	ロシア	貿易収支	13.0b	--	12.2b	--
14日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-4.15b	--
16日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	9.9%	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	4.9%	--
17-18日	ロシア	GDP(前年比)	1.5%	--	0.9%	--
18-21日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.2%	--	1.0%	--
ラテンアメリカ						
5月7日 (月)	メキシコ	消費者信頼感指数	84.0	85.8	82.5	--
7日 (月)	メキシコ	総設備投資	5.2%	4.8%	4.1%	4.3%
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	4.6%	4.6%	5.0%	--
10日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.8%	2.8%	2.7%	--
11日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	5.5%	--	1.3%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-3.9%	--	0.7%	--
16日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	--	--	0.6%	--

注: 2018 年 5 月 11 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 1～4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	6.3492	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8497	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 66.939	67.319	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13982	14084	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1072.95	1075	1065	1055	1050	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9497	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	51.956	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3376	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.863	29.50	29.30	29.10	29.00	29.20
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.97	31.4	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22830	22769	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	61.8176	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	12.3070	12.00	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.1934	4.2356	4.20	4.00	3.60	3.80	4.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.5146	3.5496	3.42	3.50	3.30	3.27	3.25
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 19.7361	19.2393	20.00	19.50	18.50	18.00	18.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.258	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.940	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.625	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.779	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.270	9.95	9.77	9.48	9.52	9.25
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.461	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.112	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.80	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.664	3.63	3.55	3.44	3.45	3.36
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.423	3.41	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4806	0.47	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ~ 1.993	1.773	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.710 ~ 9.293	8.890	8.92	9.45	8.33	8.00	7.54
トルコリラ	(TRY)	25.464 ~ 30.311	25.829	25.48	26.00	27.78	26.32	23.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	31.117 ~ 35.131	30.824	31.29	29.71	30.30	30.58	30.15
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.688	5.35	5.33	5.41	5.56	5.44

注: 1. 実績の欄は2018年4月30日まで。SPOTは5月11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(5月1日発行)』および『中期為替相場見通し(5月7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。