

2018 年 5 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨に影響を与える原油相場の現状

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな動きとなった。先週末 18 日はイタリアでユーロ懐疑派政党である「五つ星運動」と「同盟」が連立政権樹立の合意書に署名したことで、新政権に対する警戒感からユーロは下落し新興国通貨も軟調となった。週初 21 日は米国と中国は互いに関税措置を保留することで合意したとの報道を受け、貿易摩擦への懸念が後退したことからドルは上昇し、新興国通貨はまちまちな動きとなった。22 日は米長期金利の上昇が一服したことを受けて、新興国通貨の大半は小幅に上昇した。23 日はイタリアの新政権への警戒感がユーロの重石となったことに加え、英 4 月消費者物価指数 (CPI) が市場予想を下回ったことを受けポンドも軟調となったことでドル相場は強含み、新興国通貨は下落。しかしながら、公表された FOMC 議事要旨 (5 月 2~3 日開催分) の内容が事前予想よりも利上げに消極的との見方が広がり、米金利が低下する展開に新興国通貨は反発した。24 日はトランプ大統領が 6 月 12 日に予定されていた米朝首脳会談を中止することを表明したことを背景にドルは軟化した。新興国通貨の大半は小幅な値動きにとどまった。

アジア: 21 日に発表されたタイ 1~3 月期 GDP は、総固定資本形成の力強い伸びを主因に前年比+4.8%と 2017 年 10~12 月期 (同+4.0%) から加速した。23 日にマレーシアのマハティール新政権は、政府債務が公表値 (2017 年末で 6868 億リンギット) を大幅に上回り 1 兆リンギット超になることを明らかにした。マハティール新首相は前政権の不適切な財政運営の全容解明を急ぐとともに、閣僚の給与を 10%削減すると表明した。財政悪化の懸念が浮上しているが、詳細がまだ明らかになっていないことから MYR への影響は現段階では限定的となっている。

中東欧・アフリカ: トルコでは高インフレが続く中でもエルドアン大統領は金融引き締めを阻止するとの懸念から、週初の TRY は軟調推移。しかし、23 日にトルコ中央銀行 (CBRT) が緊急会合を開催し、実質的な政策金利である時間外流動性貸出 (Late Liquidity Window: LLW) を 13.50% から 16.50% へ 300bp 引き上げると TRY は大きく上昇した。その後は今回の利上げでは不十分との見方が広がり、TRY は再び下落基調に転じた。23 日に発表された南アフリカ 4 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.5%と 3 月 (同+4.1%) から加速した。この結果を受け 24 日に開催される南アフリカ中央銀行 (SARB) の金融政策決定会合でタカ派的な姿勢が示されるとの思惑が広がり ZAR は上昇。注目の金融政策決定会合では政策金利の据え置きを決定したが、SARB はインフレ率の上振れリスクは大きいとタカ派姿勢を示したため、ZAR は堅調に推移した。

ラテンアメリカ: 18 日にブラジル中央銀行 (BCB) が通貨スワップの規模を 3 倍に増やすと発表したことを背景に BRL は上昇。22 日には公表された BCB の議事要旨の内容がタカ派的と受け止められたことで BRL は上値を伸ばした。一時不調が報じられた北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉に関して、妥結に向けて協議が続いていると伝わったことを受け MXN は堅調に推移した。

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 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

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

新興国通貨に影響を与える原油相場の現状

4 月に米長期金利が水準を一段と切り上げて以降、新興国通貨は軟調な値動きが続いている。その米長期金利上昇の理由については、前月の本稿で分析した通り、商品価格上昇を受けたインフレ期待の高まりが主な理由の 1 つとして想定される(2018 年 4 月 27 日付 Emerging Market Weekly「[厳しくなる新興国通貨の先行き](#)」)。実際、5 月も商品価格と米債市場参加者のインフレ見通しを示すブレーク・イーブン・インフレ率(BEI)は連動している(図表 1)。

4 月に商品価格が力強く上昇したのは、アルミと原油価格にけん引されたところが大きかったが、5 月のアルミ相場は上昇が一服した。片や、原油価格は 5 月に入っても続伸し、ウェスト・テキサス・インターミディエート(WTI)原油先物は 2014 年 12 月以来の高水準まで上値を伸ばした。

5 月に入っても原油価格が堅調に推移している主な背景として、米国がイランへの経済制裁を強化することで同国の原油輸出量が大幅に減少するとの期待の高まりが挙げられる。8 日にトランプ米大統領はイラン核合意からの離脱を正式に表明。21 日にポンペオ米国務長官はウラン濃縮の完全停止やシリアからのイラン軍撤退などを含む 12 項目のイランに対する新たな要求を発表した。これに対し、イランのロウハニ大統領は 22 日に「現在は米国が決めたことを何でも受け入れる世界ではない」と米国による代替案の受け入れを拒否する姿勢を見せている。

ポンペオ氏は米議会の承認を得るため期限を設けずに交渉を進める考えを述べており、すぐに経済制裁が発動されるわけではない。しかしながら、イランの主要な原油輸出先である欧州が米国に対する協力姿勢を示すために原油輸入量を減らす可能性がある。なぜなら、トランプ政権は米国に拠点がない企業も制裁対象とする「二次制裁」の導入を提示しており、このまま経済制裁が発動されればイランとの取引がある欧州企業はドル資金の調達が困難になる恐れがあるためだ。

2012 年 1 月に EU がイランからの原油輸入を禁止した際は、イランの生産量は制裁発動直前の日量 358 万バレルから 2013 年 5 月には 250 万バレルと約 ▲160 万バレル減少した。石油輸出国機構(OPEC)諸国の月次生産量(2018 年 4 月時点)の約 5%にあたる量であり、確かに 2012 年と同様の展開となれば、原油の需給は需要超過に傾く公算が大きい。

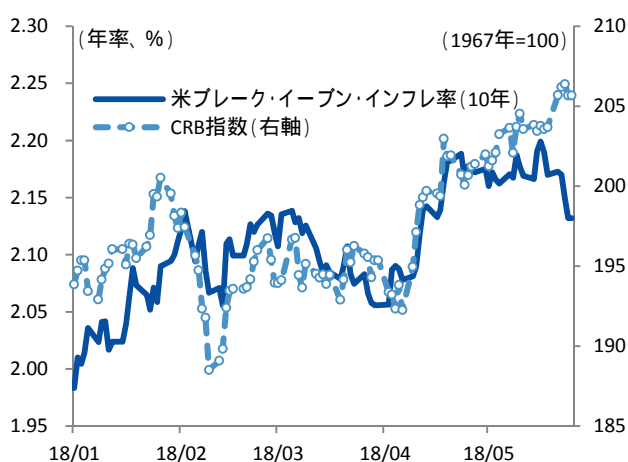
こうした状況下、市場は前のめりにイランの原油生産量減少を織り込んでいる。トランプ政権は 2017 年 9 月からイラン核合意の改定を欧州各国に求め始めたが、その時期から短期筋の原油先物における買いポジションは歴史的な高水準まで積みあがった(図表 2)。また、イランの原油生産量減少は、米国で主に生産される WTI 原油よりも、欧州で使用される北海ブレント原油市場に影響を及ぼすとの見方から、WTI 原油先物と北海ブレント原油先物の価格差は 2015 年 4 月以来の高水準まで拡大した(図表 3)。

もっとも、市場の期待通りイランへの経済制裁が発動されたとしても、他の OPEC 諸国がイランの減少した分を増産で埋め合わせる可能性がある。13 日にアラブ首長国連邦(UAE)のマズルーイー・エネルギー相は OPEC の予備生産能力を用いれば、イラン制裁への影響は十分に和らげることができるとの認識を示した。また、22 日には

OPEC 関係者談として、OPEC が 6 月に原油生産量を増やすことを検討していることが報じられており、イランの制裁発動時は増産で世界的な供給不足を引き起こさない方向で対応する可能性が高まっている。

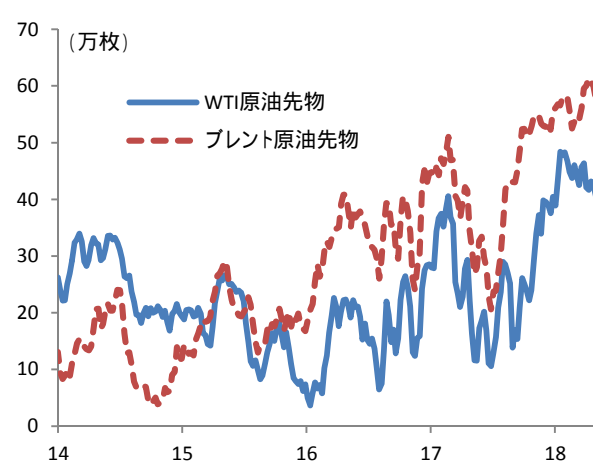
仮に市場の思惑通り世界の原油供給量が減少したとしても、すぐに米国の生産量が増加するため、原油価格の高騰は短期間に終わる恐れが強い。米エネルギー情報局(EIA)のデータに基づく、原油価格の回復を背景に米国における 4 月の原油生産量は日量 1719 万バレルと、2017 年 4 月から 1 年間で 196 万バレル増加した(図表 4)。2012 年 1 月～2013 年 5 月までの約 1 年半でイランの原油生産量の減少幅が▲160 万バレルだったことを踏まえれば、イランの減産分を米国の増産で優に打ち返せる数値だ。以上に鑑みると、当面の原油相場は下落リスクが大きく、新興国通貨の中でも資源国通貨は値を下げる危険性が高いと考える。

図表 1: 米 10 年 BEI および CRB 指数



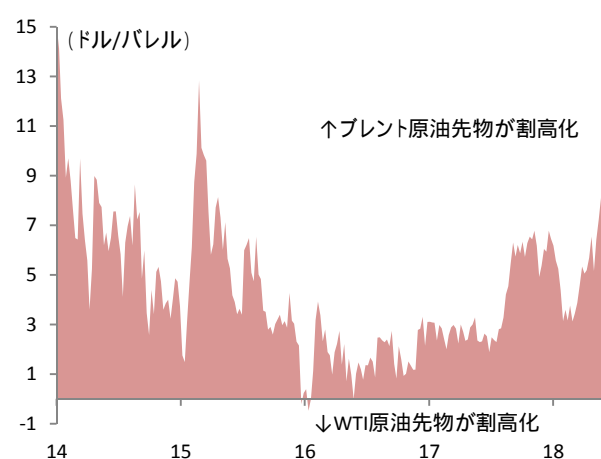
出所: トムソン・ロイター、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 各原油先物市場における投機筋のポジション



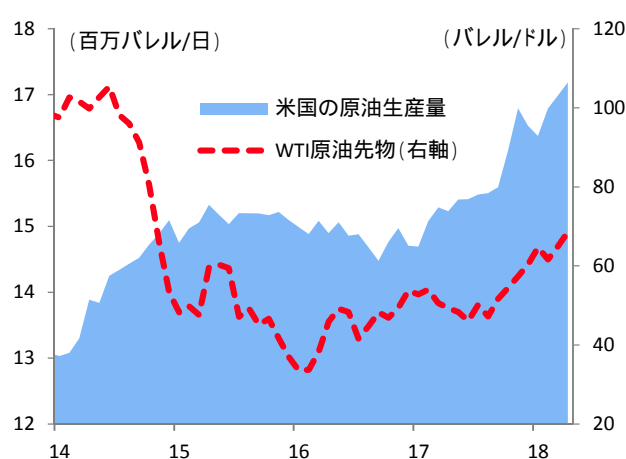
出所: CFTC、ICE、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: プレントと WTI 原油先物の価格差



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

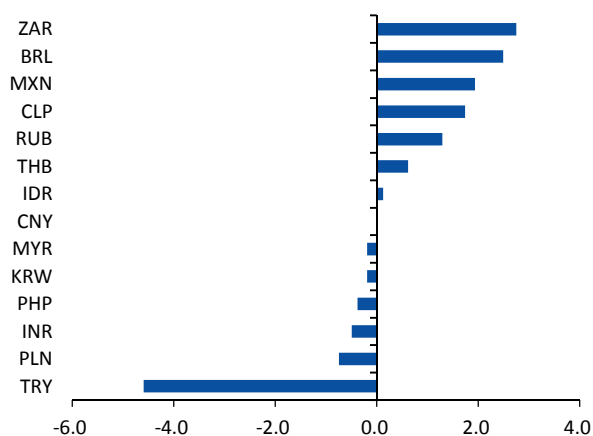
図表 4: 米国の原油生産量と WTI 原油先物



出所: 米エネルギー情報局、ブルームバーグ、みずほ銀行

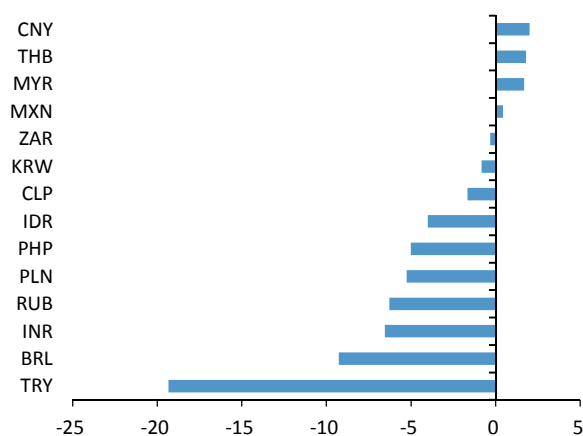
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



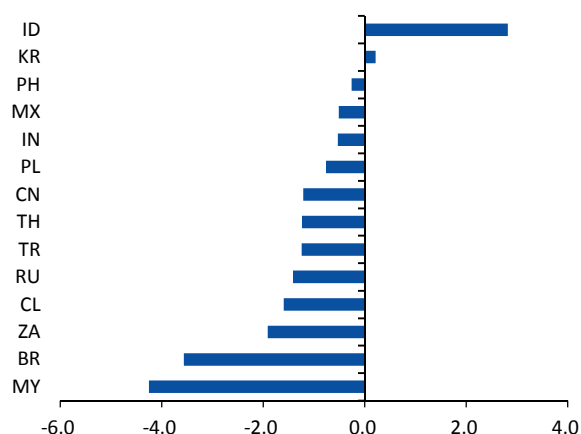
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



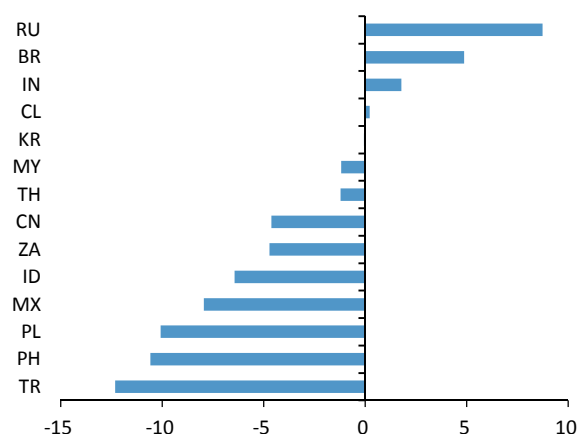
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



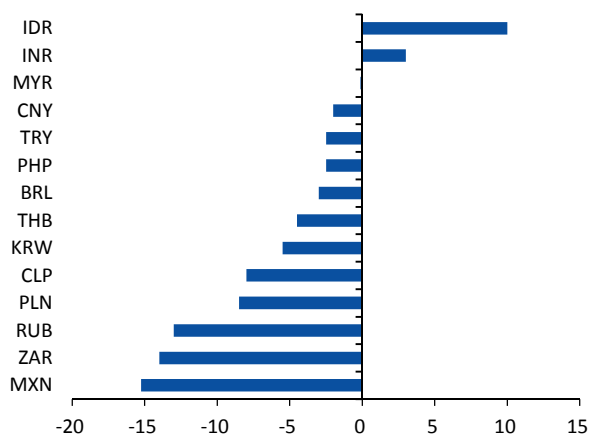
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



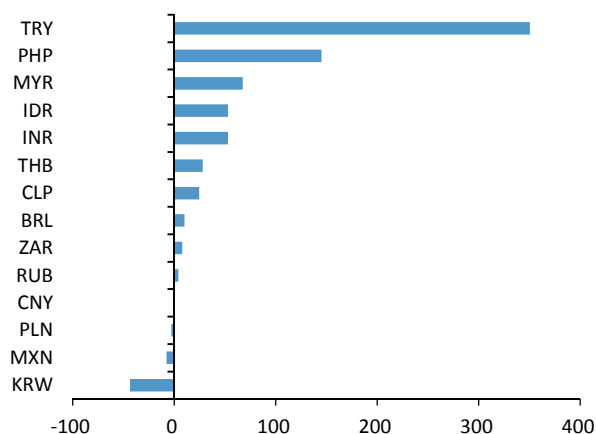
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

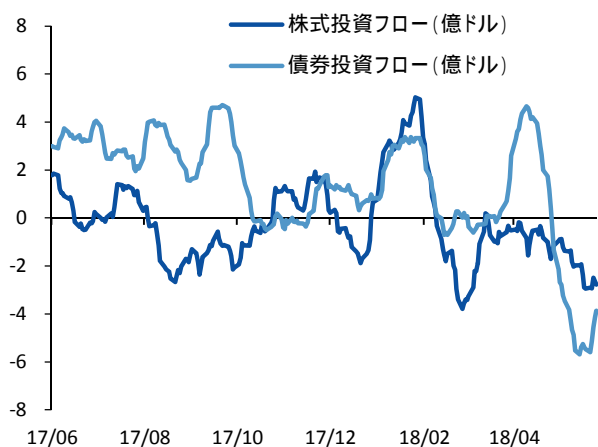
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

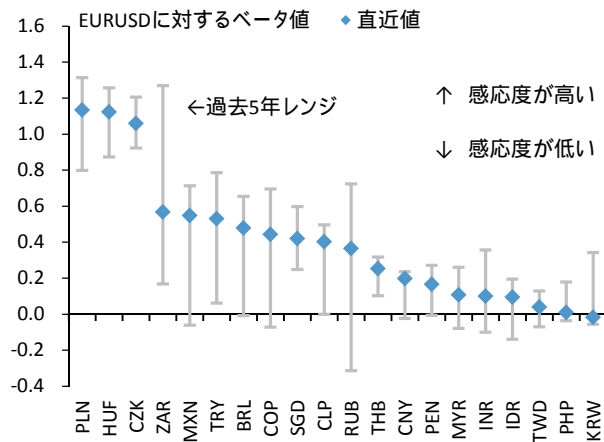
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



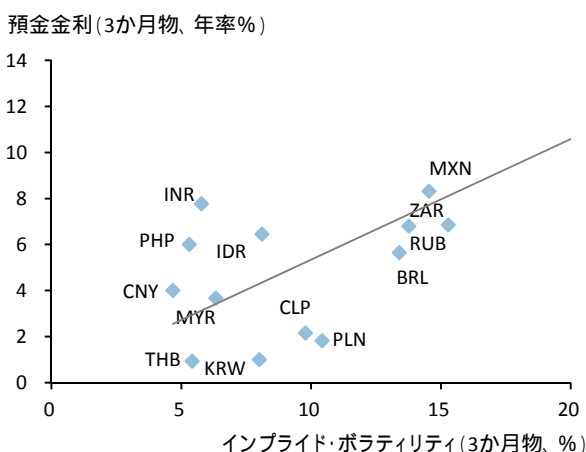
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



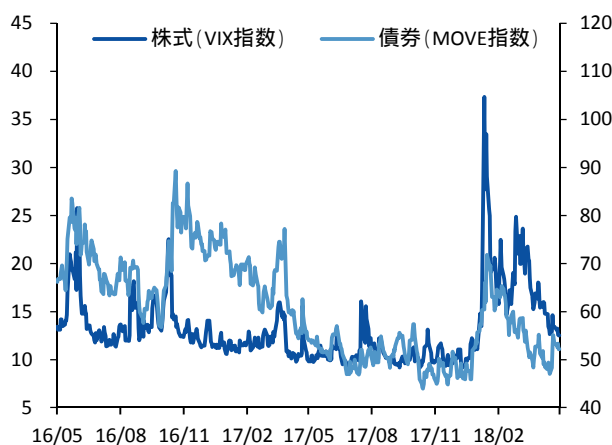
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



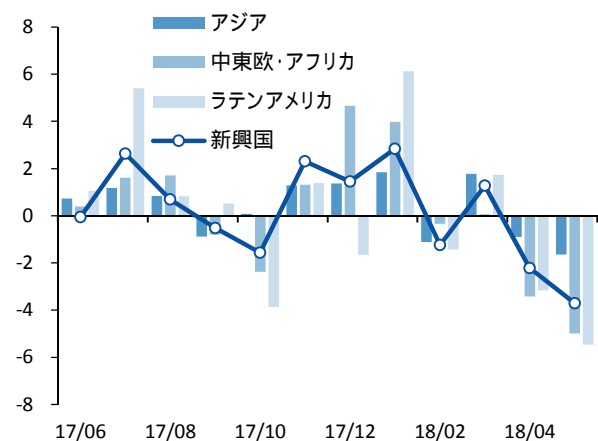
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



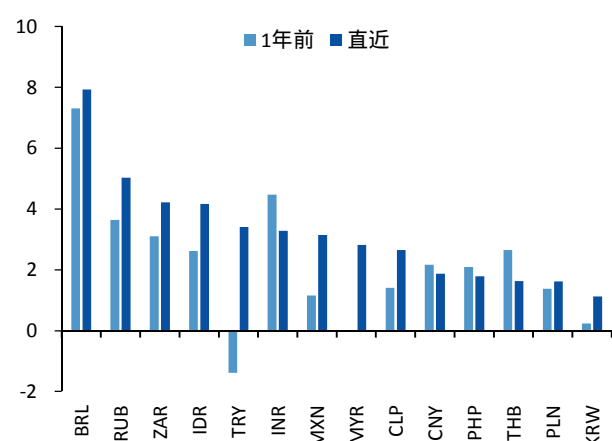
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
5月21日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	1.6%	1.4%	1.3%
21日 (月)	タイ	GDP(前年比)	4.0%	4.8%	4.0%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	7.9%	9.8%	3.1%	--
22日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$334m	-\$1283m	\$1268m	--
23日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.6%	1.4%	1.3%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	0.4%	0.1%	0.2%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	6.3%	8.5%	3.1%	5.6%
24日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	46.3b	-110.7b	--
24日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	4.4%	4.4%	4.3%	--
24日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.50%	1.50%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	8.0%	--	5.9%	--
25日 (金)	台湾	GDP(前年比)	3.0%	--	3.0%	--
28-6月1日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	5.4%	--
31日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	81	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.3%	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	51.4	--	51.4	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$5751m	--
31日 (木)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.8%	--
6月1日 (金)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.8%	--
1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$6611m	\$6609m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.2	--	51.1	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	1.1%	--
中東欧・アフリカ						
5月21日 (月)	ロシア	PPI 前年比	6.4%	7.5%	4.8%	--
22日 (火)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.4%	2.4%	2.0%	--
22日 (火)	ロシア	実質賃金(前年比)	6.2%	7.8%	6.5%	8.7%
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.7%	4.5%	3.8%	--
24日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.50%	--
31日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.86b	--
31日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	34.8%	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.4%	--	3.7%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	9.5b	--
ラテンアメリカ						
5月22日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	0.1%	1.2%	1.2%	--
23日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.3%	0.1%	0.2%	--
23日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	1.3%	1.3%	1.2%	--
24日 (木)	ブラジル	経常収支	\$1200m	\$620m	\$798m	--
24-26日	ブラジル	税収	128200m	--	105659m	--
25日 (金)	メキシコ	貿易収支	552.0m	--	1917.5m	--
29日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	1.9%	--
30日 (水)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	2.1%	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	52.3%	--
6月1-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6142m	--

注:2018 年 5 月 25 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	6.3784	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8475	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 66.939	68.346	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13982	14133	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1079.60	1075	1065	1055	1050	1060
マレーシアリング	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9797	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.560	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3397	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.923	29.50	29.30	29.10	29.00	29.20
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	32.01	31.4	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22830	22772	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	61.5485	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	12.4297	12.00	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.1934	4.7557	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	3.6474	3.42	3.50	3.30	3.27	3.25
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 19.7361	19.5804	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	17.121	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.915	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.598	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.772	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.097	9.95	9.77	9.48	9.52	9.25
マレーシアリング	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.568	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.088	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.50	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.650	3.63	3.55	3.44	3.45	3.36
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.412	3.41	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4795	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	1.774	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.710 ~ 9.293	8.787	8.92	9.45	8.33	8.00	7.54
トルコリラ	(TRY)	25.464 ~ 30.311	22.961	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	29.921	31.29	29.71	30.30	30.58	30.15
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.577	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25日の7時20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。