

2018 年 6 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

最弱通貨と言われた ARS と TRY の現状

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな動き。先週末 5 月 25 日はロシアとサウジアラビアが協調減産の緩和を協議したとの報道を背景に原油価格が下落すると、資源国通貨は連れ安となった。週初 28 日はイタリアのマッテレッラ大統領が EU 懐疑派の閣僚入りを拒否し連立政権の樹立が頓挫するとユーロがじり安となったが、新興国通貨の大半は小幅な値動きとなった。29 日はイタリアにおいて早ければ 7 月末に総選挙が再び実施される公算が大きくなったとの見方が広がったほか、スペインでラホイ首相に対する不信任投票を控えて欧州の政治不安が意識される中、新興国通貨は大半が小幅に下落した。30 日はイタリアのポピュリズム政党「五つ星」が極右「同盟」に対して閣僚候補を見直すことを提案するとイタリア政治を巡る懸念が後退し、新興国通貨は底堅い動きとなった。31 日はイタリアの「五つ星」と「同盟」が閣僚候補の再選定の協議入りし、市場のリスクセンチメントが改善すると新興国通貨は上昇。しかし、トランプ米政権が欧州連合 (EU)・カナダ・メキシコに対して鉄鋼・アルミニウムの輸入関税を発動すると発表し、貿易摩擦懸念が強まったため、新興国通貨は上げ幅を縮小する展開となった。

アジア: インドネシア中央銀行 (BI) は 30 日に臨時会合を開催し、7 日に続き月内 2 回目の利上げを決定した。政策金利である 7 日物リバースレポレートに 25 bp 引き上げ 4.75% とし、上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利 (LF) と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利 (DF) も 25 bp ずつそれぞれ引き上げて 5.50% と 4.00% とし、コリドーは 1.50% ポイントに維持した。BI は米国の利上げやグローバルな金融市場におけるリスクの増大に対し、IDR の安定性を維持するための予防的な措置として利上げを行ったとした。会合後に IDR は上昇した。

中東欧・アフリカ: トルコ中央銀行 (CBRT) は 28 日に金融政策の簡素化を発表した。1 週間レポレートに代えて政策金利とし、市場調達金利に近い 16.50% に設定するとした。6 月 1 日から実施し、1 週間レポレートを中心として上下に 1.50% ずつのレンジを持つ金融政策コリドーに移行するとした。金融政策の簡素化の発表を受け TRY は上昇した。また 29 日にロンドンで開催された投資家との会合でトルコ高官 2 人が TRY 防衛に向けた行動で CBRT の独立性を認められていると強調したことが報じられると、TRY は上値を伸ばした。

ラテンアメリカ: ブラジルではディーゼル油の価格高騰に対しトラック運転手の抗議ストライキが継続していることが BRL の重石となった。トランプ政権がメキシコ・カナダ・EU から輸入する鉄鋼・アルミニウムに対して追加関税を発動すると発表したことを受け、貿易戦争勃発の可能性や北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉を巡る懸念が強まり MXN を下押しした。南アフリカの 1~4 月期の貿易収支が ▲176.5 億ドルとなり、前年同期の黒字から赤字に転じたことが嫌気され ZAR は下落した。

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

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

最弱通貨と言われた ARS と TRY の現状

5 月の新興国通貨は軟調に推移。月前半から半ばまでは米長期金利上昇が重石となり、月末にかけてはイタリアの政治不安を背景に売り優勢の展開となった。片や、5 月初から月央にかけて史上最安値(対ドル)を連日のように更新し、市場の耳目を集めたアルゼンチンペソ(ARS)やトルコリラ(TRY)は、月末にかけては安値圏ながらもレンジ内で推移している。

両通貨が落ち着きを取り戻した背景には、金融危機への対応の進展が挙げられる。アルゼンチン政府は IMF へ支援を要請し、同機関は国際収支危機対応として用いられるスタンバイ取極(SBA)を通じた同国への融資について協議を進めている。IMF のラガルド専務理事は支援について前向きであると述べたほか、早期に結論を出すとしていることから、市場では IMF からの融資により当面の資金繰りには目処がつくとの安心感が広がった。

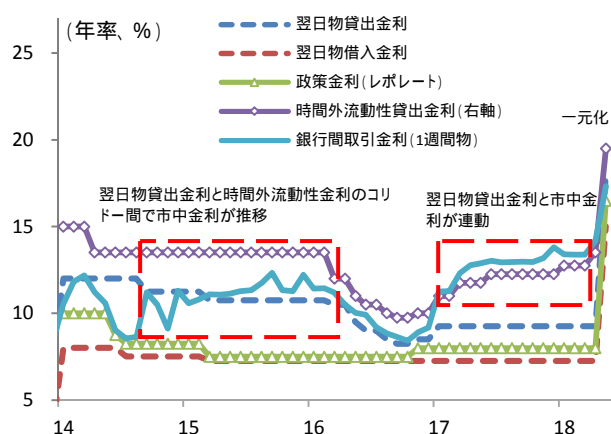
トルコでは 5 月 28 日にトルコ中央銀行(CBRT)が政策金利の一元化を発表。1 週間物レポ金利を改めて政策金利とし、市場の調達金利に近い 16.50%に設定するとした。それまでは 1 週間物レポ金利に加え、翌日物貸出金利、翌日物借入金利、時間外流動性貸出(Late Liquidity Window: LLW)と 4 つの指標金利があり、かつどの金利が市中金利と連動するかは時期によって異なるなど(図表 1)、金融政策の不透明性が非常に強く、トルコの債券市場から資金が流出する一因となっていた。また、チェインカヤ CBRT 総裁はファンドマネージャーとの面談において、必要であれば一段の金融引き締めも辞さないとしたことが報じられたことを背景に、トルコ当局が TRY 安抑制に向けて本腰を入れ始めたとの見方が強まっている。

これらの対策を受けて目先は資金流出圧力の一巡が予想されるものの、両通貨の先行き不透明感は強い。そもそも ARS や TRY が主要な新興国通貨の中で最も大きい下落幅を記録したのは、経常赤字国の中でも赤字の幅がとりわけ大きいことが懸念されたためである(図表 2)。その両国の経常赤字の主因は大幅な貿易赤字であるが、貿易構造の特徴や政治情勢を踏まえると現時点で貿易赤字の縮小を見通すには不確実性が高く、再び売り圧力が強まるリスクを抱えている。

アルゼンチンの貿易収支を見ると、主な輸出品が農牧品であることから 2014 年のように商品市況が急速に悪化する局面では貿易収支が悪化するという特徴がある(図表 3)。2016 年以降に商品市況が回復する中でも貿易赤字が拡大しているのは、景気回復に伴う輸入増が主因だ。2015 年 12 月にマクリ政権が輸入規制の緩和を行ったことも、輸入額が膨らんだ一因になったと見られる。

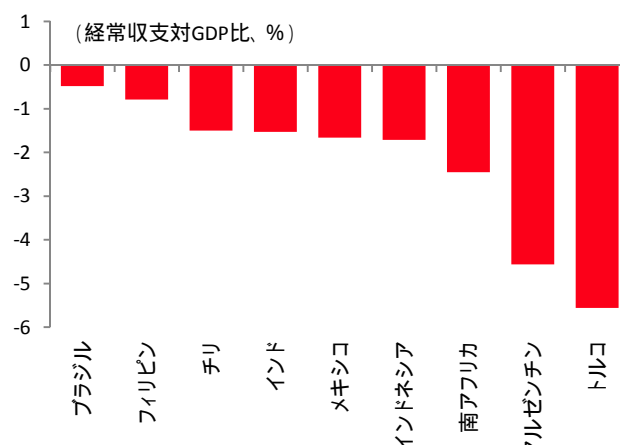
かかる状況下、貿易収支の改善には内需抑制策が必要不可欠である。景気後退リスクを増大させる選択肢だが、ARS 急落後にアルゼンチン中央銀行(BCRA)は政策金利を 27.25%から 40.00%へ大幅に引き上げ、政府は基礎的財政赤字の 2018 年目標を GDP 比 ▲3.2%から同 ▲2.7%に上方修正するなど、当局は果敢に内需を抑制する政策に取り組む姿勢を示している。

図表 1: トルコの指標金利と銀行間取引金利



出所: トルコ中央銀行、トルコ銀行協会、ブルームバーグ、みずほ銀行

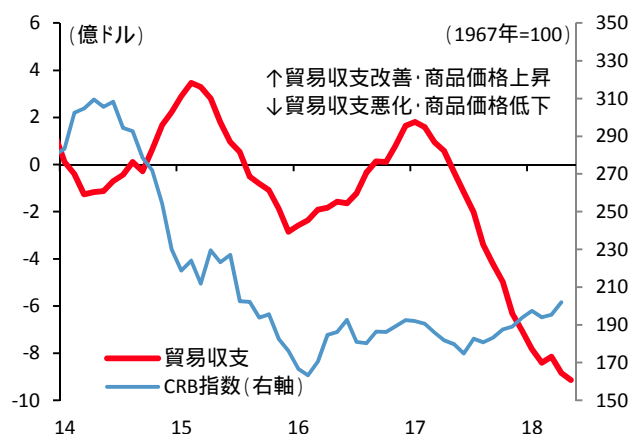
図表 2: 主な経常赤字国の経常収支(対 GDP 比、%)



注: 4 四半期平均、17 年末時点。

出所: 各国中銀、各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

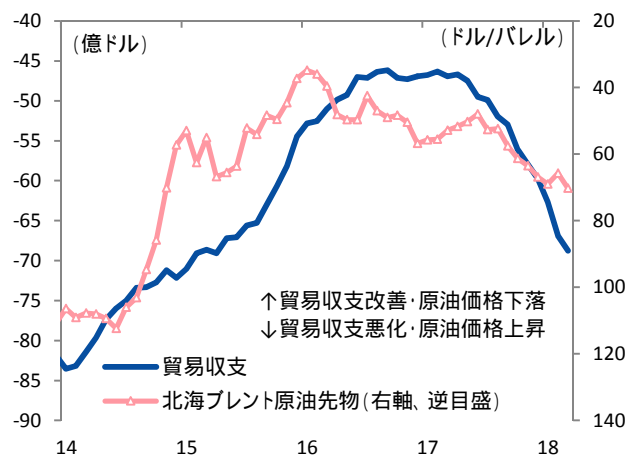
図表 3: アルゼンチンの貿易収支と CRB 指数



注: 貿易収支は 12 か月移動平均。

出所: アルゼンチン国家統計局、トムソン・ロイター、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: トルコの貿易収支と北海ブレント原油先物



注: 貿易収支は 12 か月移動平均。

出所: トルコ統計局、ICE、ブルームバーグ、みずほ銀行

計画どおりに政策が実行されればアルゼンチンの貿易収支の黒字化が見通せるが、マクリ大統領が進める緊縮財政政策への風当たりは強くなっており、財政目標が実現できるかは定かではない。下院では反マクリ勢力から政府による公共料金の引き上げに制限を課す法案が提出され既に可決されたことから、むしろ財政規律が緩む恐れが強まっている。

他方、トルコはエネルギー自給率が 20%と低く、とりわけ原油については太宗を輸入に頼っていることから、北海ブレント原油価格の上下動に貿易収支が増減する傾向がある(図表 4)。2016 年のように原油価格が下落すると石油輸出機構(OPEC)加盟国を中心に生産量の調整が予見される中では、原油価格の大幅低下を理由に貿易収支の改善を見込むことは難しい。

もっとも、トルコは輸出産業の育成を目的として積極的に外資企業の受入を進めてきた結果、欧州を中心としたグローバル・サプライチェーンに組み込まれ、自動車産業などでは主要な製造拠点となっている。こうした産業構造下、TRY 安は輸出数量の増加をもたらす一方、輸入物価の上昇を通じて輸入数量の減少をもたらすと考え

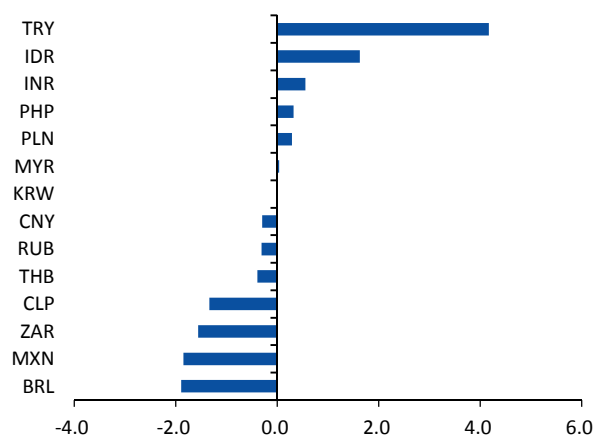
られるため、本来であれば今後は貿易赤字の縮小が見込まれる。

問題はトルコ当局が金融引き締めなど内需を抑制する政策を継続できるかにある。エルドアン大統領は CBRT に対して利下げを度々要請してきたが、5 月 28 日に金利一元化が実現したことから察するに本局面では流石に自国通貨防衛を優先したと見られる。かかる状況下、6 月 24 日に投票が予定されている大統領選・議会選挙で、エルドアン氏と同氏が率いる与党・公正発展党 (AKP) が勝利を収めれば、通貨防衛を企図した政策が継続するとの見方が広がり TRY は買い戻されるだろう。しかしながら、世論調査の結果を見る限り同氏や AKP が確実に勝利するとは言いがたく、場合によっては大統領選が決戦投票 (7 月 8 日) までもつれ込み、議会選挙では AKP が単独過半数の獲得に失敗する恐れがある。仮にエルドアン大統領が決戦投票で勝利したとしても、支持率の回復や 2019 年 3 月に控える地方選挙に向けて、再び拡張的な財政政策を志向する可能性は否定できない。

以上を踏まえると、両国とも貿易収支の改善に向けては、政治情勢が障害と化すリスクが大きいと言えよう。とりわけトルコについては、6 月 24 日の大統領・議会選挙の結果次第では政策の方向性が変わる恐れが強いため、その結果が注目される。

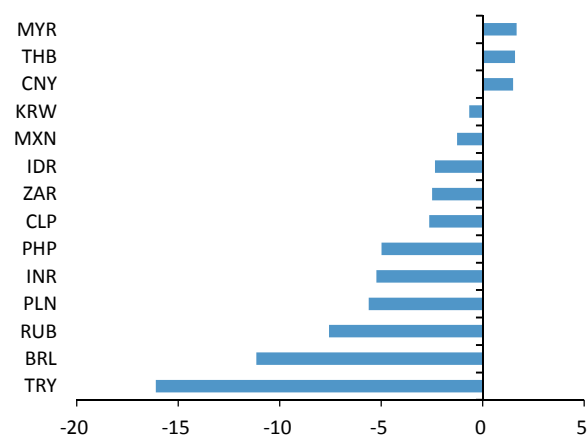
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



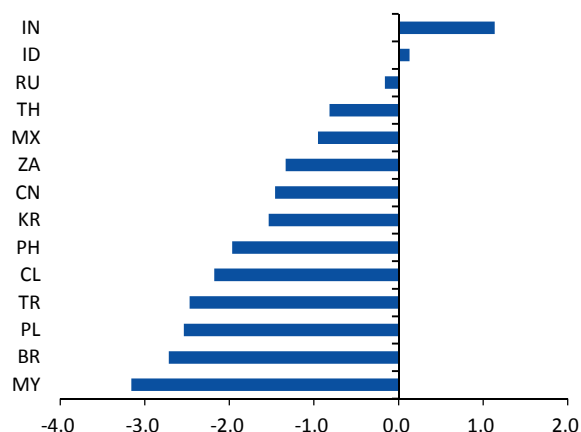
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



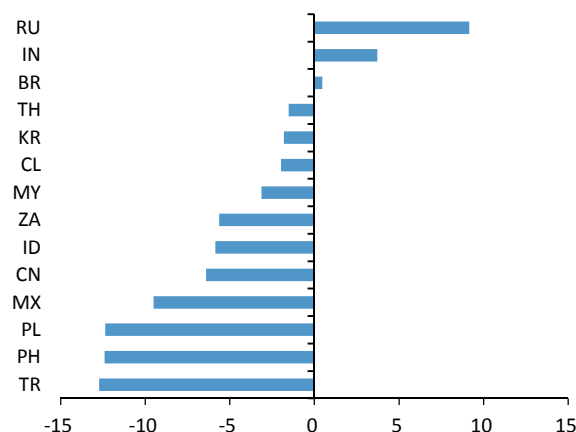
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



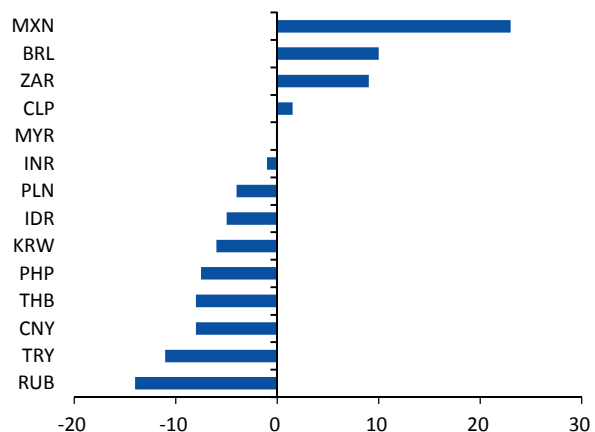
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



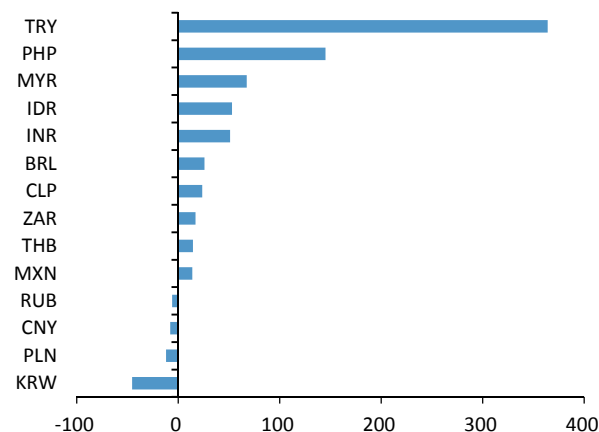
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

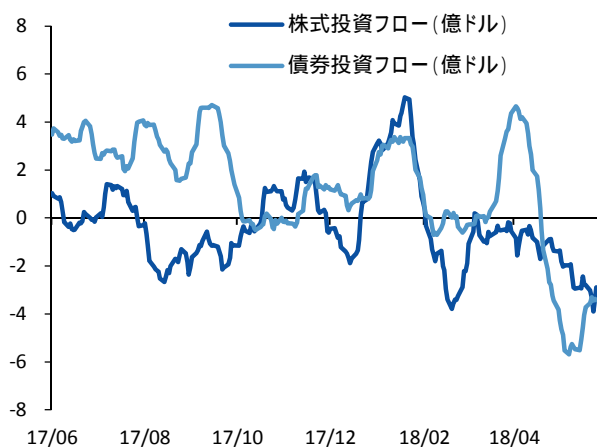
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

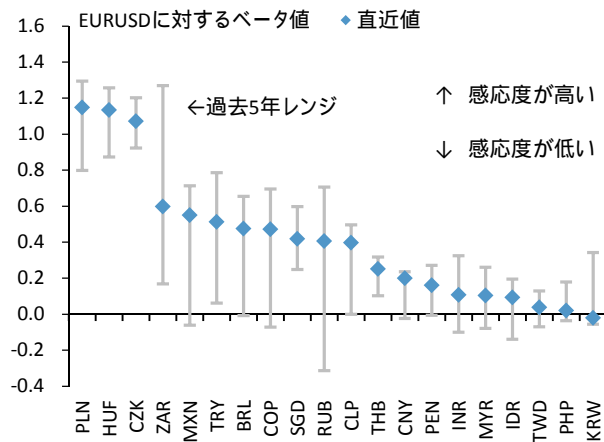
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



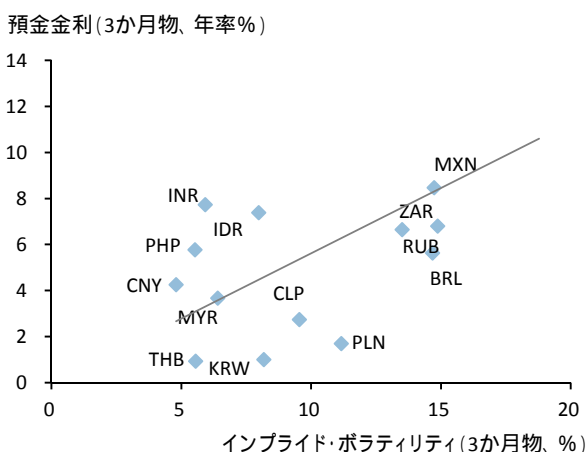
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



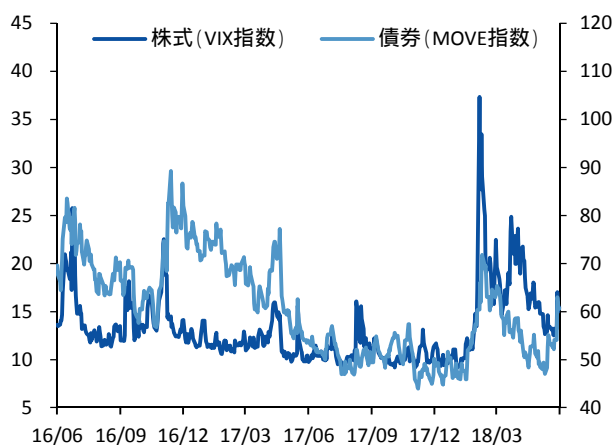
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



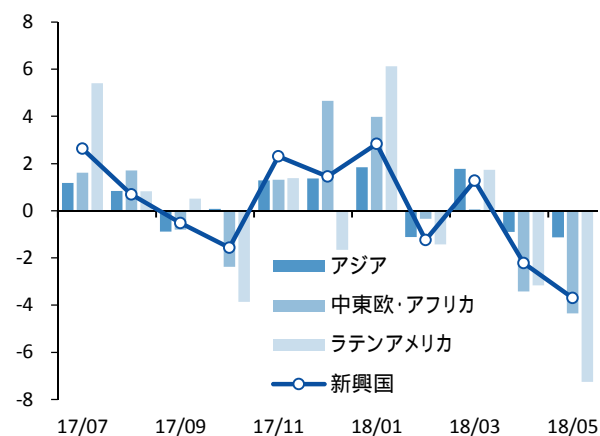
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



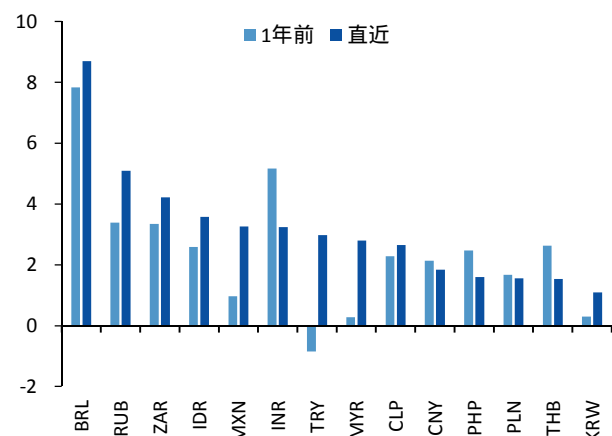
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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30日 (水)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-0.2%	5.4%	--
30日 (水)	インドネシア	7日物価・スレホレート	4.75%	4.75%	4.50%	--
31日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	80	81	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-1.4%	0.9%	-4.3%	-4.0%
31日 (木)	中国	非製造業PMI	54.8	54.9	54.8	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	51.4	51.9	51.4	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	\$2755m	\$1364m	\$5751m	--
6月1日 (金)	韓国	GDP(前年比)	2.8%	2.8%	2.8%	--
1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	1.7%	1.5%	1.6%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	\$6600m	--	\$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)	1.3%	--	1.1%	--
4日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.4%	--
5日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5180.4m	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	4.5%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.9	--	52.9	--
5日 (火)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	14.69b	--
5日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.0%	--
6日 (水)	インド	RBILホレート	6.00%	--	6.00%	--
8日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2608m	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	--	--	\$4.15b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	--	--	\$28.78b	\$28.38b
中東欧・アフリカ						
5月28日 (月)	トルコ	1週間レホレート	--	16.50%	8.00%	--
31日 (木)	トルコ	貿易収支	-6.70b	-6.7%	-5.86b	--
31日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	28.3%	34.8%	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.2%	4.4%	3.7%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	4.7b	1.1b	9.5b	--
6月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	10.9%	--
4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	16.4%	--
5日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	1.5%	--
5-6日	ロシア	CPI(前年比)	2.5%	--	2.4%	--
7日 (木)	トルコ	1週間レホレート	--	--	16.5%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.3%	--
ラテンアメリカ						
5月28日 (月)	ブラジル	融資残高	--	3090b	3082b	--
29日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	4.1%	4.3%	1.9%	--
30日 (水)	ブラジル	GDP(前年比)	1.3%	1.2%	2.1%	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	51.9%	51.9%	52.3%	--
6月2日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$7150m	--	\$6142m	--
5日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.3%	--
6日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.9%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.6%	--
8日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	2.8%	--

注: 2018 年 6 月 1 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 1～5月(実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.4106	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8447	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 68.458	67.410	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14213	13896	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1077.24	1070	1070	1075	1080	1080
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9798	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.758	52.529	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3490	1.3386	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.082	29.962	29.90	29.90	30.00	30.10	30.10
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	32.07	31.8	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22855	22804	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	62.2325	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.8934	12.6958	12.20	12.40	12.20	12.00	11.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.5274	4.30	4.10	3.90	4.00	4.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.7712	3.7239	3.60	3.69	3.69	3.68	3.67
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.0481	19.9177	20.00	19.50	18.50	18.00	18.00
対円								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	16.965	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.871	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.614	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.782	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.063	10.00	9.72	9.30	9.26	9.07
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.378	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.074	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.29	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.632	3.58	3.48	3.33	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.393	3.36	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4773	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	1.744	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.515 ~ 9.293	8.568	8.77	8.39	8.20	8.33	8.31
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	24.029	24.88	25.37	25.64	25.00	23.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.872 ~ 35.131	29.220	29.72	28.18	27.10	27.17	26.70
メキシコペソ	(MXN)	5.413 ~ 5.981	5.463	5.35	5.33	5.41	5.56	5.44

注:1.実績の欄は2018年5月31日まで。SPOTは6月1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(6月1日発行)』および『中期為替相場見通し(5月31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。