

2018 年 6 月 8 日

The Emerging Markets Weekly

拡大する通商摩擦/中南米で高まるポピュリスト政権誕生の可能性

新興国市場: 今週の新興国通貨は一部の通貨を除き大半が小幅な値動きとなった。先週末 1 日に発表された米 5 月雇用統計は非農業部門雇用者変化、平均時給がともに市場予想を上回り、失業率も低下したことからドルは上昇したが、新興国通貨は大半が小動きとなった。週初 4 日は米中通商協議で具体的な進展がなかったことや、米国が 1 日に欧州連合 (EU)・カナダ・メキシコからの鉄鋼・アルミニウムの輸入に対する追加関税を発動したことにより、貿易摩擦の激化が懸念され新興国通貨は上値重く推移。5 日は EU 高官が「G7 首脳会談 (8~9 日) でも米国と EU の貿易摩擦の解消は見込みがたい」と述べたことなどを背景に貿易摩擦激化への警戒感が高まり新興国通貨は大半が軟調となった。6 日は ECB のプラート専務理事がインフレ率は目標近傍に上昇するとの見方が強まっていると述べたことや、バイトマン独連銀総裁が拡大資産購入プログラム (APP) は年内に終了するとの観測は妥当とコメントしたことを受けて対ユーロを中心にドル売り優勢の展開となり、多くの新興国通貨が上昇した。7 日は米金利の急騰を受けて、経常赤字国の通貨を中心に新興国通貨は値を下げる展開となった。

アジア: インド準備銀行 (中央銀行、RBI) は 6 日に金融政策委員会 (MPC) 開催し 2014 年の 1 月以来となる利上げに踏み切り、政策金利を 25bp 引き上げ 6.25% とした。市場予想は据え置きが大勢だったため、サプライズとなった。声明文では原油価格上昇に対する警戒感が強く示されており、インフレ見通しも上方修正されたが、政策スタンスは「中立」を維持するとした。RBI の利上げを受け INR は一時買い優勢となった。

中東欧・アフリカ: 4 日に発表されたトルコ 5 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +12.2% と 4 月 (同 +10.9%) から加速した。この結果を受けてトルコ中央銀行 (CBRT) が 7 日に開催する金融政策会合で利上げするとの期待から TRY は買われた。その金融政策会合で CBRT は政策金利を 125bp と大幅に引き上げ 17.75% としたことが好感され TRY は上伸した。5 日に発表された南アフリカ 1~3 月期 GDP が前期比年率 ▲2.2% と 2017 年 10~12 月期 (同 +3.1%) からマイナスに転じたことが嫌気され ZAR は売られた。

ラテンアメリカ: 5 日に米国家経済会議 (NEC) のクドロー委員長が、トランプ大統領がメキシコおよびカナダとそれぞれ二国間の貿易協定締結に向けた協議を行う可能性があるとの発言。米国が北米自由貿易協定 (NAFTA) を撤廃する可能性があるとの懸念が強まり MXN は下落した。ブラジルでは 5 月に発生したトラック運転手の全国規模のストライキが景気を下押しするとの観測が聞かれたほか、10 月に実施される大統領選挙において拡張財政を志向する候補が当選することへの警戒感が高まったことから BRL は大きく値を下げた。

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

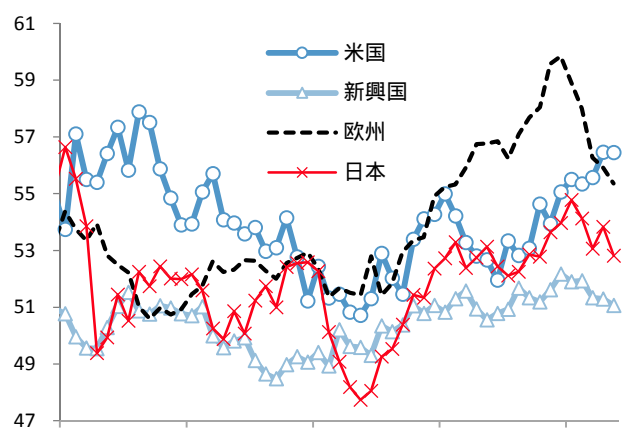
拡大する通商摩擦

先週の新興国通貨はイタリアやスペインの政治不安から軟調地合いとなった。しかし、週末にイタリアで連立政権が発足し、米 5 月雇用統計も良好な結果となったことから市場のリスクセンチメントが回復すると、今週の新興国通貨は落ち着きを取り戻す展開となった。もっとも、多くの通貨が年初来最安値圏から抜け出せておらず、下値不安は強いままである。

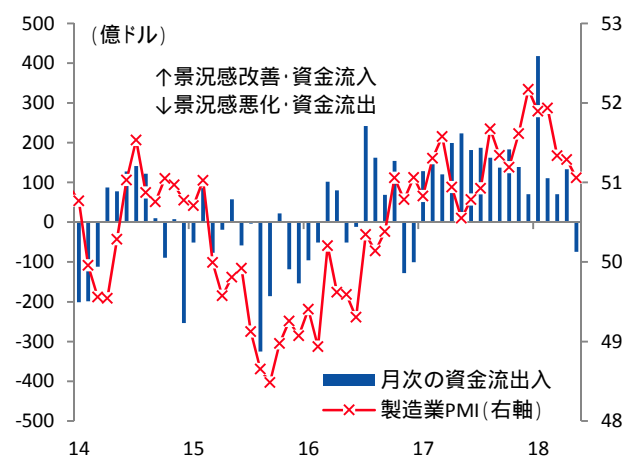
こうした情勢にトランプ米政権の通商政策が拍車をかけている。トランプ米大統領は 5 月 31 日に欧州連合 (EU)・カナダおよびメキシコなどからのアルミ・鉄鋼輸入に関して追加関税の賦課を実行に移すと発表 (実効日は 6 月 1 日)。これを受けて対象となった EU やカナダは WTO への提訴に踏み切った。しかしながら、トランプ米大統領は WTO の最高判事に当たる上級委員の選定について拒否権を発動しているため、任命作業は滞っている。事実上、紛争処理機能は機能不全に陥っており、WTO の仲介により米国と EU・カナダを巡る通商摩擦の解消は見込みがたい。メキシコは 5 日に米国から輸入する鉄鋼製品の一部と農産品について追加関税の賦課を実効させる一方、EU・カナダは貿易制裁に踏み切っていない。しかしながら、EU・カナダともに 7 月から米国からの一部の輸入品に対して制裁関税を課す方針を公表しており、両陣営が歩み寄らないまま時間が過ぎれば、互いに制裁関税をかけあう状況に陥る。

また、米通商政策上のもう 1 つの主要な懸念事項である米中通商交渉も目立った進展を見せていない。ロス米商務長官が 6 月 2～4 日に訪中した際、中国当局は様々な分野で交渉が進展したとの声明文を出す一方、米国が貿易制裁を新たに課すようであれば合意は無効に化すともコメントした。これは 5 月 29 日にトランプ大統領が中国の知的財産侵害に対する制裁関税の最終案を 6 月 15 日までに発表し「その後すぐに」発動すると述べたことに対して警告を発したものと考えられる。6 月 4 日には中国当局が米韓半導体大手を独占禁止法違反の疑いで調査したと報じられており、米中通商交渉の火種は増える一方で、妥結に向けた糸口は見えていない。

かかる状況下、危惧されるのは新興国における景況感のさらなる悪化である。米国の景況感こそ堅調に推移しているが、欧州は悪化が顕著となり、日本も冴えない推移となっていることから、主要国への輸出が経済のメインドライバーである新興国の景況感は徐々に悪化している (図表 1)。この上、米国とその他の主要国との通商摩擦が激化すれば新興国の景況感悪化は不可避であろう。ファンドの新興国に対する月次投資フローと新興国の景況感は相関が強く (図表 2)、実際に今次の景況感悪化局面では流入額が徐々に減少し、5 月 (速報値) はついに 2016 年 12 月以来となる資本流出を計上した。米通商政策が生み出す争いがグローバルに拡散している状況下、過去の傾向に沿えば新興国経済の先行き懸念の強まりと共にファンドフローの流出が続く可能性は高く、新興国通貨の先行きに明るい展望は抱くのは難しいと言えよう。

図表 1: 主要国と新興国の製造業 PMI


出所: Markit、みずほ銀行

図表 2: 新興国の製造業 PM とファンドの資金流入


注: ファンドフローの5月分は速報値。

出所: Markit、EPFR Global、みずほ銀行

中南米

高まるポピュリスト政権誕生の可能性

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

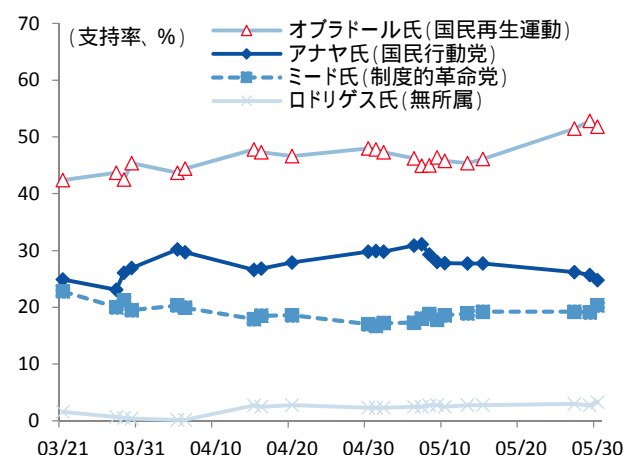
今週は新興国通貨の中でもアジア通貨や東欧通貨が上昇する中、BRL が一時 3.96 台と 2016 年 3 月以来の低水準まで下落するなど中南米通貨は軟調な値動きとなった。弱い値動きの背景に経常赤字など外部環境の悪化に対して脆弱であることへの懸念が挙げられるが、それ以外にポピュリスト政党が政権を奪取する可能性が高まっていることも考えられる。とりわけメキシコやブラジルではポピュリスト政権の誕生が現実味を帯びており、それぞれの通貨の重石となっている。

7 月 1 日に投票が予定されているメキシコ大統領選の現状を確認すると、左派でポピュリストと呼ばれるオブラドール氏が支持率で他の候補とのリードを駆け、トップを走っている(図表 3)。無所属候補のサバラ氏が 5 月 16 日に選挙戦からの撤退を表明し、同氏が過去に所属していた国民行動党(PAN)から出馬しているアナヤ氏に支持票が流れると思われたが、実際は支持率が下がる結果となった。

同日に議会選挙の投票も予定されており、世論調査結果(Mitofsky 社)によればオブラドール氏を支持する国民再生運動(Morena)、労働党(PT)、社会連合党(PES)による選挙連合「共に歴史を作ろう(JHH)」が上下院で過半数を上回る可能性があると考えられている。まだ投票まで日数が残っているほか、事前の世論調査が投票結果に一致するとも限らないため、オブラドール氏と JHH が勝利するとは決定したわけではないものの、ポピュリスト政権誕生の可能性は高まっていると言えよう。

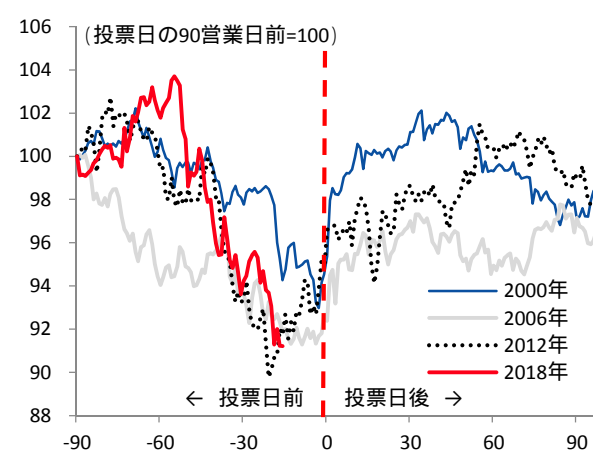
MXN は大統領選後にそれまでに売られた分を戻すというアノマリー(経験則)がある。足許はアノマリー通りの値動きとなっており、過去 3 回の大統領選と同様の動きになるとすれば、選挙後少なくとも 1 か月は上昇するだろう(図表 4)。しかしながら、オブラドール氏と新興勢力が勝利すればバラマキ色の強い政策が実行に移されるとの懸念から、過去の大統領選と比べて今回は MXN 買い戻しの動きは鈍くなる恐れが強い。

図表 3: メキシコ大統領選における各候補の支持率



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 大統領選前後 3 か月の USD/MXN 推移



注: 投票日は日曜日のため、0 は投票日直前の営業日を示す。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

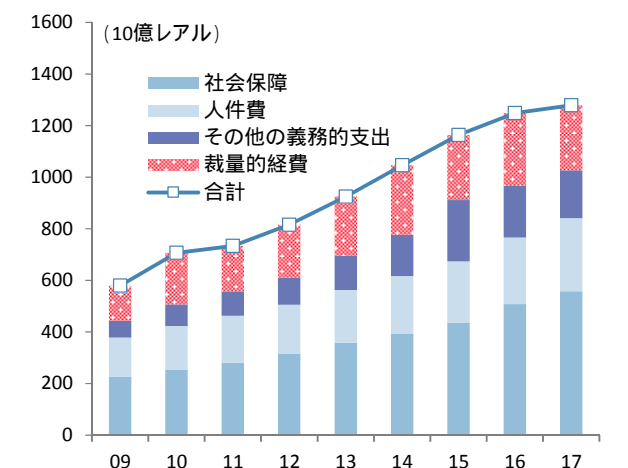
ブラジルでは5月22日からガソリン価格の引き下げを求めてトラック運転手による全国規模のストライキが発生。ブラジル全土の物流網が麻痺する事態となり、テメル大統領は燃油補助金削減を目的として2017年7月に導入したガソリン価格を国際価格に連動する政策の一時停止を余儀なくされた。世論調査(Datafolha社)では国民の87%がこのストライキを支持するとの結果が出ており、テメル政権の進める財政再建策に対する国民の不満が高まっていることが明らかとなった。また、ストライキ開始直後に大統領選(10月7日)の支持率でルラ元大統領に続き2番手につけているボウソナロ氏がストライキを支持し、燃料補助金の復活を主張。3番手につけるシルバ元環境相も「燃油価格の引き上げはテメル政権の過ち」と述べるなど、有力候補が相次いでテメル政権の政策に異議を唱え始めている。

ブラジル中央政府の歳出の内訳を見ると、裁量的経費の割合は小さく、大半が社会保障や人件費など義務的支出で占められている(図表5)。そのため、財政再建には年金給付金の引き下げや給付開始年齢の引き上げなど社会保障改革が必要不可欠な情勢となっているが、ストライキに対する各候補の言動に鑑みると次期政権がこうした国民に不人気の政策を実行できるか疑義は強く、大統領選にかけてBRLは軟調な値動きが続くだろう。

なお、国民の緊縮財政に対する不満は隣国のアルゼンチンでも高まっている。各地で反政府デモが発生する中、マクリ大統領の反対勢力は公共料金の引き上げ幅を賃金の伸び率以下に抑える法案を提出し、5月30日に上院で可決された。大統領は同法案に対し拒否権を発動する見込みであるため、アルゼンチンの財政規律が直ちに緩むわけではない。しかしながら、2019年に予定されている大統領選でのマクリ氏の再選が厳しくなっていると言えよう。

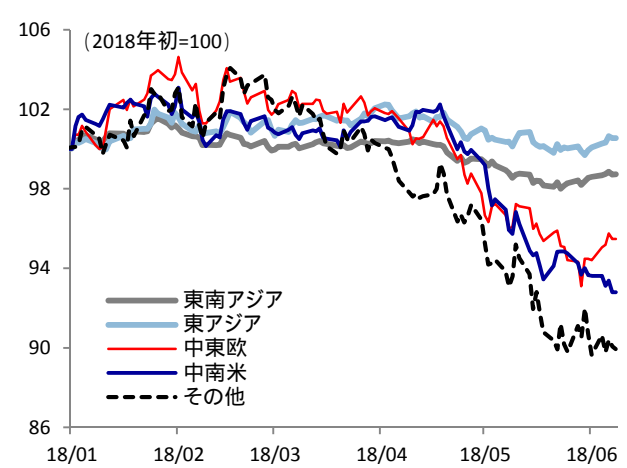
2018年に入り新興国からの資金流出圧力が強まる中、経常黒字国が多いアジア通貨と経常赤字国が多いそれ以外の地域の通貨ではパフォーマンスに明確な差が出ている(図表6)。かかる状況下、財政赤字拡大から経常収支の悪化を招きかねないポピュリスト政権の誕生は市場の通貨安懸念を強める要因でしかなく、中南米通貨は今後も軟化が続くと予想する。

図表5: ブラジル中央政府の歳出内訳



出所: ブラジル財務省、CEIC、みずほ銀行

図表6: 新興国通貨の推移(地域別、2018年初~)

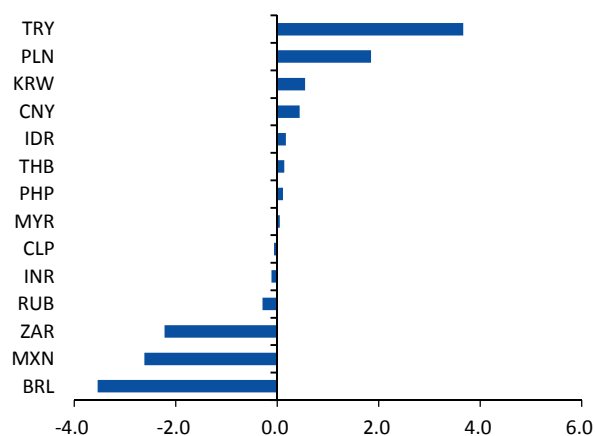


注: その他はトルコと南アフリカ。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

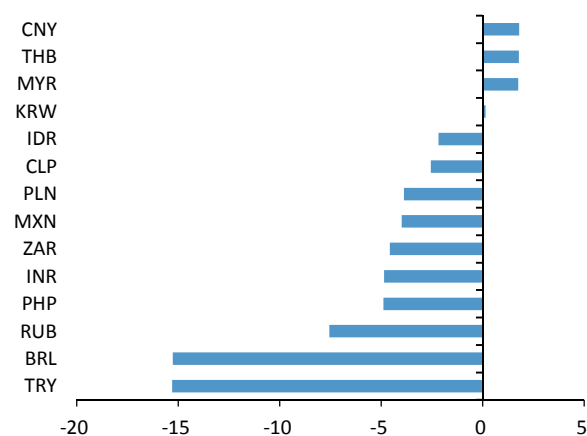
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



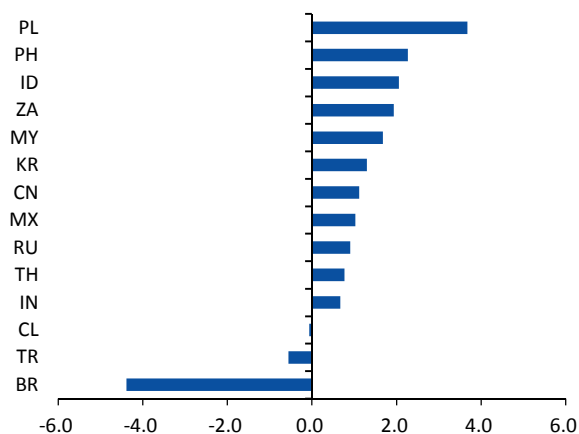
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



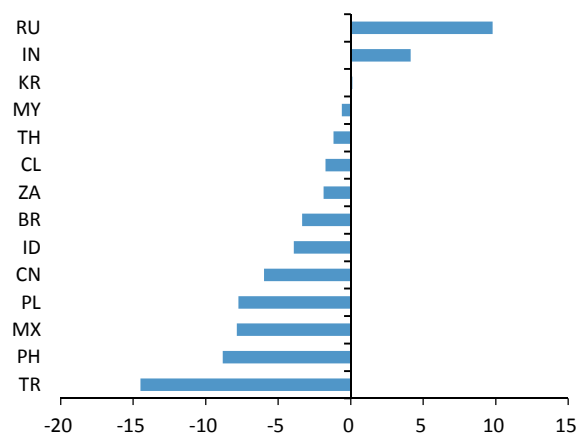
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



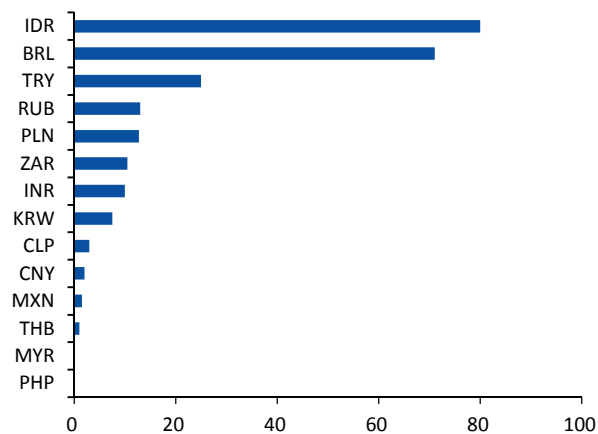
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



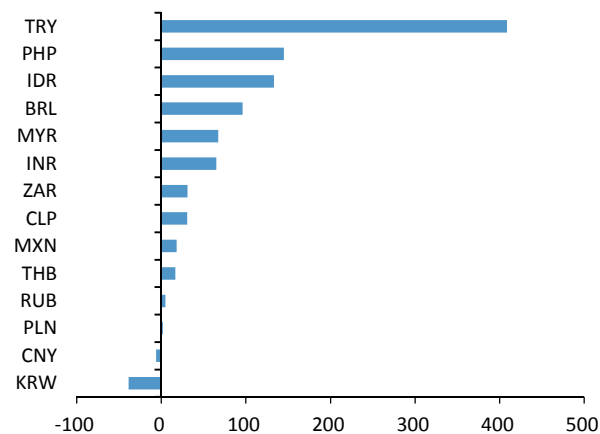
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

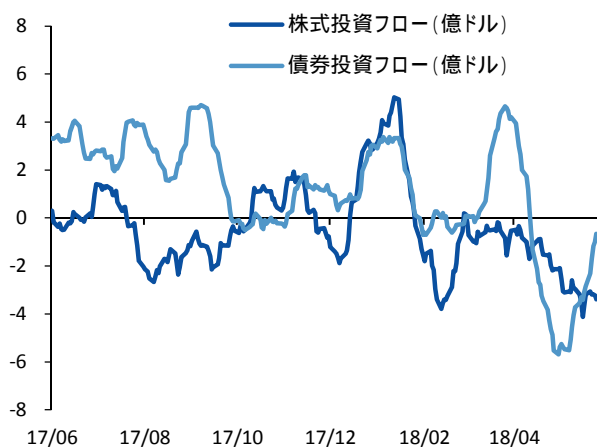
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

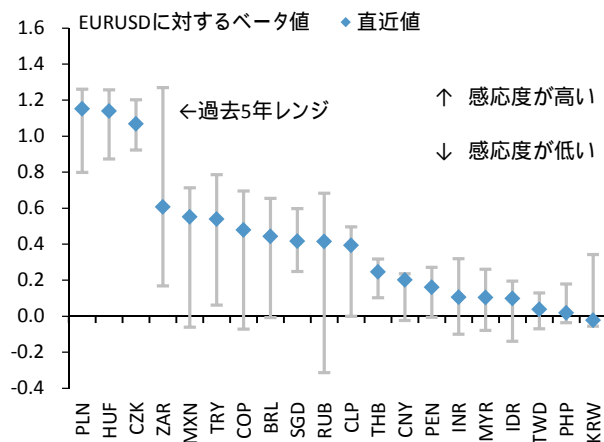
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



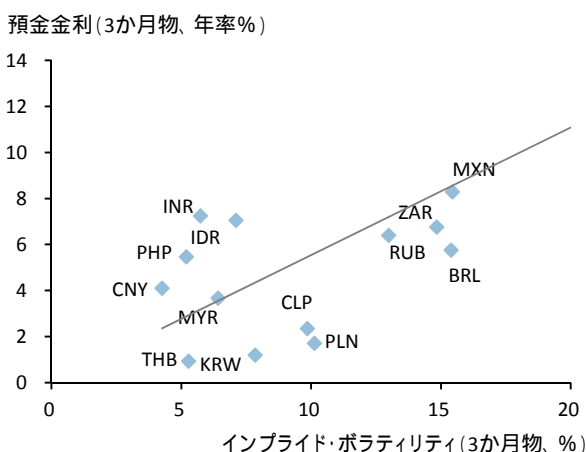
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



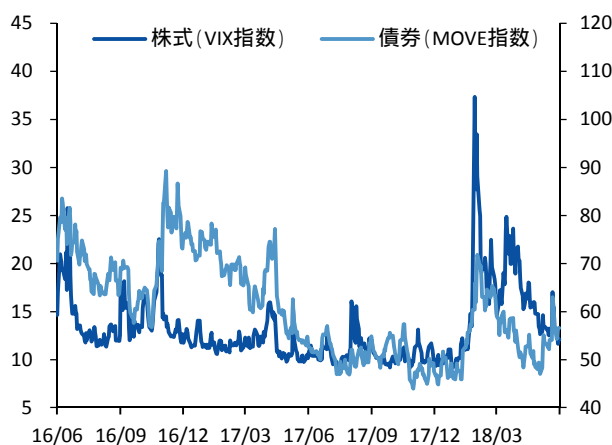
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



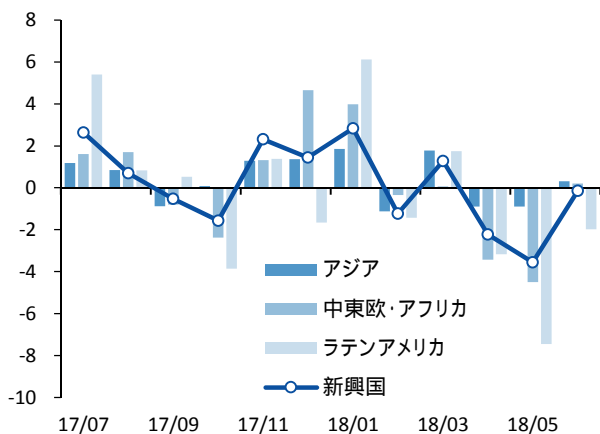
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



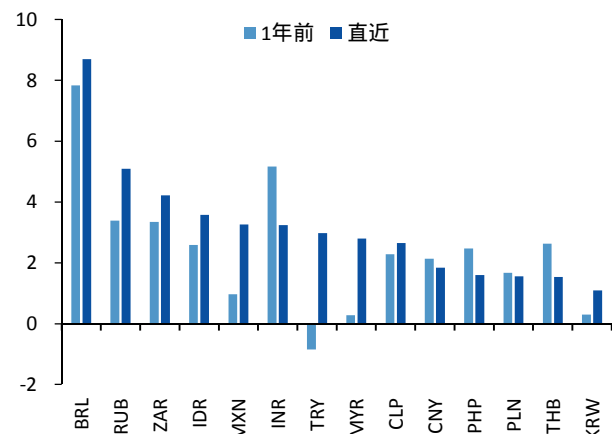
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
6月4日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	3.2%	3.4%	--
5日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$1768.2m	\$5180.4m	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.9%	4.6%	4.5%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.9	52.9	52.9	--
5日 (火)	マレーシア	貿易収支MYR	12.70b	13.07b	14.69b	--
5日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.0%	1.6%	2.0%	2.0%
6日 (水)	インド	RBIレポレート	6.00%	6.25%	6.00%	--
6日 (水)	インド	RBIリバースレポレート	5.75%	6.00%	5.75%	--
6日 (水)	インド	RBI現金準備率	4.00%	4.00%	4.00%	--
8日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$2800m	--	-\$2608m	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	\$4.32b	--	\$4.15b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	\$33.25b	--	\$28.78b	\$28.38b
9日 (土)	中国	PPI 前年比	3.9%	--	3.4%	--
9日 (土)	中国	CPI(前年比)	1.8%	--	1.8%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	--	--	1180.0b	--
11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.1%	--
12日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-1.5%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.6%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.4%	--
14日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	9.6%	--	9.4%	--
14日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.9%	--	7.0%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	7.0%	--	7.0%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	3.2%	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	5.2%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-9.8%	--
中東欧・アフリカ						
6月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	12.2%	12.2%	10.9%	--
4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	20.2%	16.4%	--
5日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	-0.5%	-2.2%	3.1%	--
5日 (火)	ロシア	CPI(前年比)	2.5%	2.4%	2.4%	--
7日 (木)	トルコ	1週間レポレート	16.50%	17.75%	16.50%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	1.7%	1.1%	-1.3%	--
9日 (土)	ロシア	貿易収支	14.5b	--	15.0b	--
11日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-4.81b	--
13日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.6%	--
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	4.8%	--
15日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
6月5日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	7.8%	8.9%	1.3%	1.2%
5日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	85.5	88.3	85.8	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.5%	4.5%	4.6%	--
8日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.7%	--	2.8%	--
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.7%	--
13日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	6.5%	--

注: 2018 年 6 月 8 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、その正確性を全般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	6.3921	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8464	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 68.458	67.131	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14213	13875	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1068.95	1070	1070	1075	1080	1080
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9770	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.758	52.510	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3490	1.3339	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.082	29.726	29.90	29.90	30.00	30.10	30.10
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.98	31.8	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22855	22800	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	62.4115	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.8934	12.9986	12.20	12.40	12.20	12.00	11.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.4915	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	3.9071	3.60	3.69	3.69	3.68	3.67
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.0481	20.4779	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	17.206	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.979	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.634	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.790	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.231	10.00	9.72	9.30	9.26	9.07
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.648	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.093	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.23	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.690	3.58	3.48	3.33	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.430	3.36	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4814	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	1.758	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.515 ~ 9.293	8.438	8.77	8.39	8.20	8.33	8.31
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	24.406	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	28.073	29.72	28.18	27.10	27.17	26.70
メキシコペソ	(MXN)	5.413 ~ 5.981	5.356	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8日の7時10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。