

2018年8月3日

The Emerging Markets Weekly

強まる「夏枯れ相場」の気配

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅に下落した。先週末の7月27日に米4~6月期GDPが発表され、前期比年率+4.1%と市場予想(同+4.2%)をわずかに下回る結果になるとドルは軟調となり、新興国通貨は堅調に推移した。週初7月30日は特段材料がない中でドル売りの流れとなったものの、新興国通貨は大半が小動きとなった。7月31日に日銀が金融政策決定会合で金融緩和策の持続性を強化する措置を決定したことを受けてドルが円に対し大きく上昇したが、新興国通貨の反応は限定的となった。その後発表された米経済指標(6月個人消費支出、6月コアPCEデフレーター)の良好な結果を受けてドル買い優勢地合いになると、新興国通貨は大半が小幅に下落した。8月1日にトランプ米大統領が2000億ドル相当の中国輸入品に対し、25%の輸入関税をかけることを計画しているとの報道を背景にドルが上値重く推移。FOMCでは市場予想通り政策金利は据え置きとなり、材料が乏しい中で新興国通貨は動意薄の展開となった。2日は米中貿易摩擦への懸念が強まる中、イタリアでは2019年度予算を巡り政権内で対立があるとの報道を受け、対ユーロを中心に主要通貨ではドル買いが進んだ。しかしながら、新興国通貨はTRYとZARこそ大幅に下落したが、それ以外の通貨は小動きとなった。

アジア: インド準備銀行(RBI)は7月31日~8月1日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利を25bp引き上げ6.50%にすることを決定した。RBIのパテル総裁は記者会見で、今回の利上げはインフレ率を中期的な目標である+4%に近づけるための措置だとした。もっとも、市場コンセンサス通りの結果であったことからINRへの影響は限定的となった。

中東欧・アフリカ: 米財務省は8月1日に米国人牧師アンドリュー・ブランソン氏の拘束に関与したとして、トルコのギュル法相とソイル内相に対し制裁を発動した。両人の米国内における資産を凍結され、米国民との取引を禁じられた。この制裁発動を受け、TRYは大幅に下落し、対ドルで史上最安値を更新した。8月1日に南アフリカの与党であるアフリカ民族会議(ANC)は補償金なしで政府が土地を再配分できるようにするための憲法改正法案を提出する用意が整ったと発表。土地配分に伴う経済混乱への警戒感からZARは値を下げた。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は8月1日に金融政策決定会合(COPOM)を開催し、政策金利を6.50%に据え置くことを決定した。声明文では、足許の経済指標の急速な悪化は5月下旬に全国規模で発生したトラック運転手のストライキによるものであり、一時的な傾向にとどまるとした。予想通りの結果にBRLの反応は小幅となった。北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関し、自動車分野で米国とメキシコが合意に近づいているとの報道などを背景にMXNは底堅く推移した。なお、メキシコ中央銀行(Banxico)は2日に金融政策会合を開催し政策金利を7.75%に据え置くことを決定したが、市場予想通りだったためMXNに対する影響は限られた。

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

強まる「夏枯れ相場」の気配

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

8月1日にトランプ米大統領は現在検討中の2000億ドル相当の中国製品を対象とした追加関税について、税率を当初の10%から25%に引き上げるよう米通商代表部(USTR)に指示した。これに対し中国政府は報復の用意があることを示唆するなど米中貿易戦争は一向に収まる気配がない。また、今週は日銀の金融政策決定会合(7月30~31日)やFOMC(7月31日~8月1日)といった重要なイベントがあったものの、新興国通貨の反応は限られ、いわゆる「夏枯れ相場」に入りつつある。

8月は米国が知的財産侵害への報復措置として160億ドル分の中国製品に追加関税を課す可能性があるものの、2000億ドルの制裁関税の発動準備が整うのは早くとも9月になる見込みだ。当面は主要国における金融政策決定会合も予定されておらず、また8月は夏季休暇を取得する市場参加者が多いことから、当面の新興国通貨は取引量が細り市場の動意が乏しくなる公算が大きい。

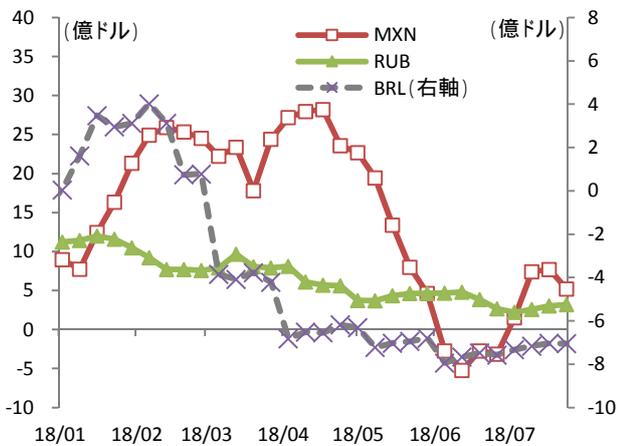
仮に「夏枯れ相場」入りしたとすれば、市場のボラティリティは低下するため、キャリー収益の魅力が高まり新興国通貨の中でも高金利通貨が選好される展開となろう。IMM通貨先物における投機筋のMXN、RUB、BRLのポジションを確認すると、いずれの通貨でも買い持ち高が拡大ないしは売り持ち高が縮小しており(図表1)、既に短期売買を主とする市場参加者は高金利通貨を選好し始めている。また、為替以外の市場に眼を向ければ、米国における投資適格社債スプレッド(対米国債)が拡大から縮小に基調が転換するなど、VIX指数に代表される市場のボラティリティが低水準で推移する中でキャリー収益を求める向きは広がっている模様だ(図表2)。

もともと、米国との金利差に着目して高金利通貨が買われるという展開は短命に終わるだろう。7月30日に米財務省は最新の市中調達金額の見通し値を公表し、2018年7~9月期における調達予定額を2730億ドルから3290億ドルに上方修正したほか、10~12月期は4400億ドルと7~9月期から増額するとした(図表3)。トランプ減税を主因とした財政収支の悪化が背景にあり、米議会予算局(CBO)によれば2022年まで財政赤字が拡大していくことから、米債の発行増は続く見込みだ。足許はコマーシャルペーパー(CP)の発行額が鈍化しているため、米資金市場における流動性は逼迫していないが、FRBがバランスシート縮小を続ける中で米国債の入札額が増額されていくため、市中調達金利は上昇しやすい状態が継続すると考えられる。

また、9月に入ればトランプ大統領が現在検討中の中国に対する新たな追加関税の実行に踏み切る恐れが強いことも、キャリートレードの賞味期限を短くするだろう。8月1日に発表された米7月ISM製造業景気指数は58.1と6月(60.2)から低下。構成項目の中でも生産活動の先行指標と言われる新規受注が60.2と2017年5月以来の低い水準となったほか、ISM製造業調査委員会のフィオレ会長は発表文で関税措置が米製造業に「圧倒的な懸念材料」になっているとしており、貿易戦争は米景況感に悪影響を及ぼし始めている(図表4)。こうした中、トランプ米政権が新たな関税措置を発表すれば、新興国経済もさることながら、米経済の先行きに対して不安が増大し、市場のリスクセンチメントは悪化することが予見される。リスクオフ局面で高金利通貨は下落しやすいという傾向があることを踏まえれば、やはり高金利通貨買いが長続きする公算は小さいと言えよう。

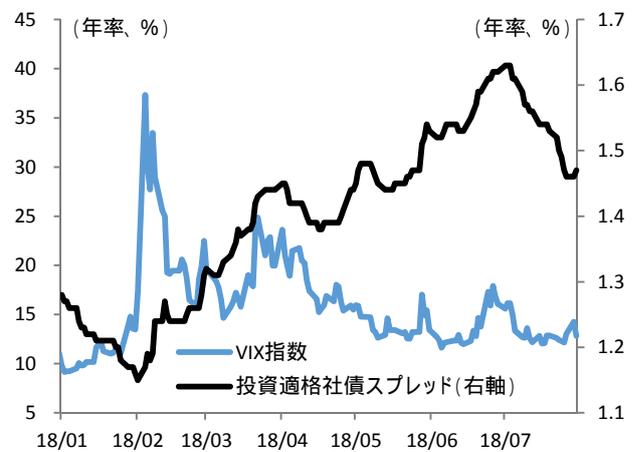
なお、BRL や MXN など高金利通貨がレンジ内で安定推移する一方で新興国通貨の中で米国との金利差が最も大きい TRY は今週に 5.0930 と対ドルの史上最安値を更新している。足許は米国がトルコ政府の閣僚に対して経済制裁が発動されたことが下落に繋がったが、根底には同国の物価および経済の見通し悪化がある。トルコの 6 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+15.4%と 2003 年 10 月以来の高い伸び率を記録するなど、物価の上昇圧力は非常に強いにも拘らず、エルドアン大統領は低金利を志向する発言を続け、トルコ中央銀行 (CBRT) は前回会合 (7 月 24 日) で当面は景気と物価の動向を見守る姿勢を示すなど、物価抑制に向けて積極的に動く様子はない。こうした当局の動きから同国のファンダメンタルズに対する見方は悲観に傾き、TRY は売られやすい地合いとなっている。こうした高金利よりもマクロ経済が不安定化するリスクの方が重要視される TRY 相場の展開は、前のめりにキャリートレードを仕掛ける向きが新興国通貨では少ないことを示唆している。

図表 1: IMM 通貨先物における投機筋のポジション



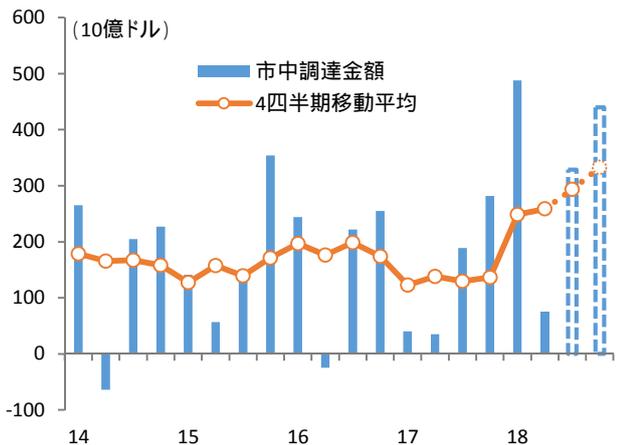
注: 7 月 24 日基準。
出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 米投資適格社債 (対米国債) スプレッドと VIX 指数



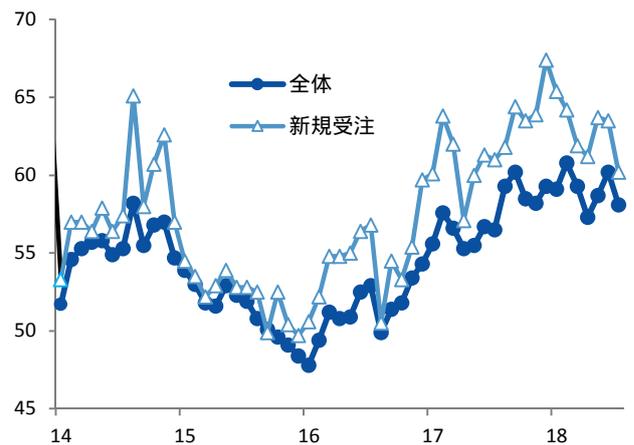
出所: セントルイス米地区連銀、みずほ銀行

図表 3: 米国の市中調達金額



注: 2018 年下半年は米財務省の見込み値。
出所: 米財務省、みずほ銀行

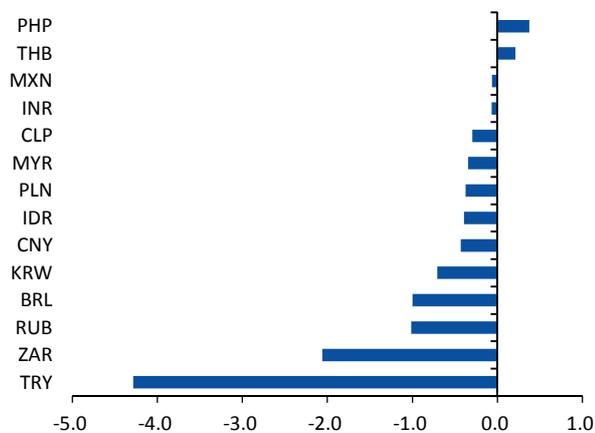
図表 4: ISM 製造業景気指数 (全体、新規受注)



出所: ISM, Macrobond、みずほ銀行

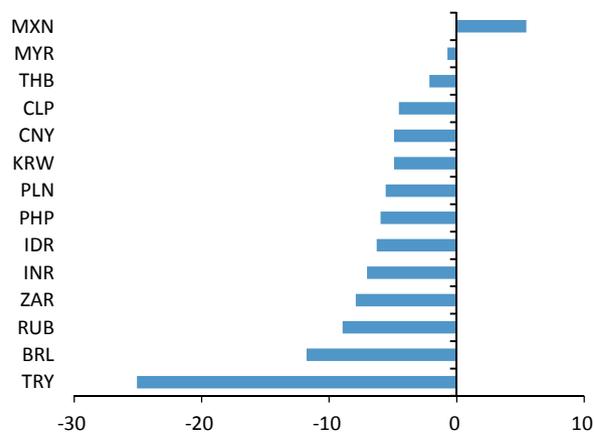
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



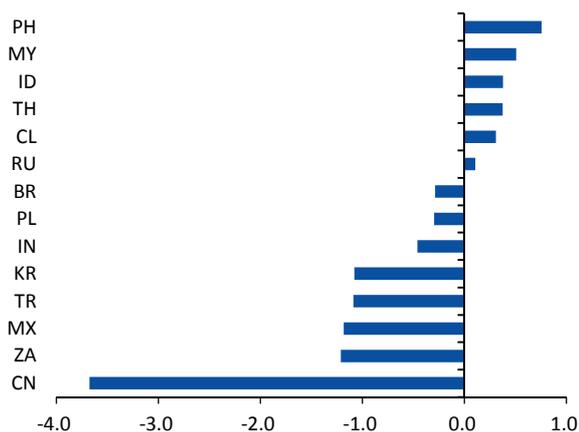
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



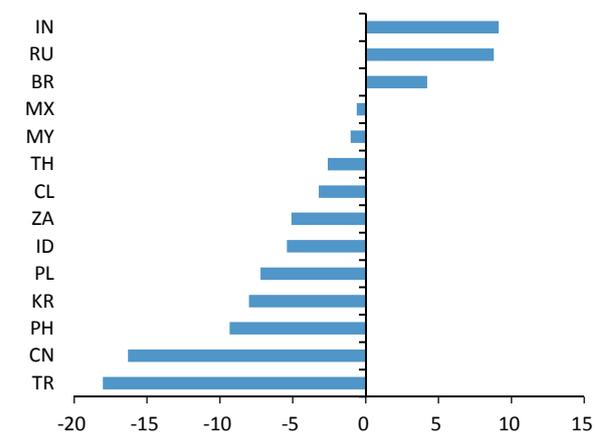
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



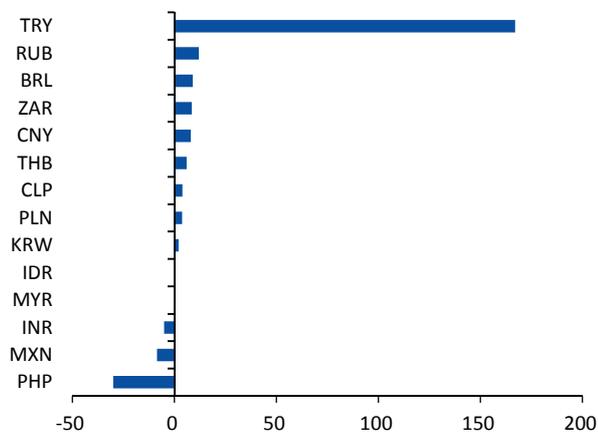
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



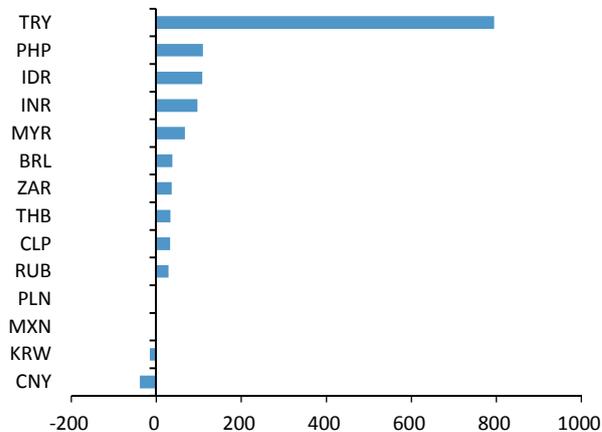
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

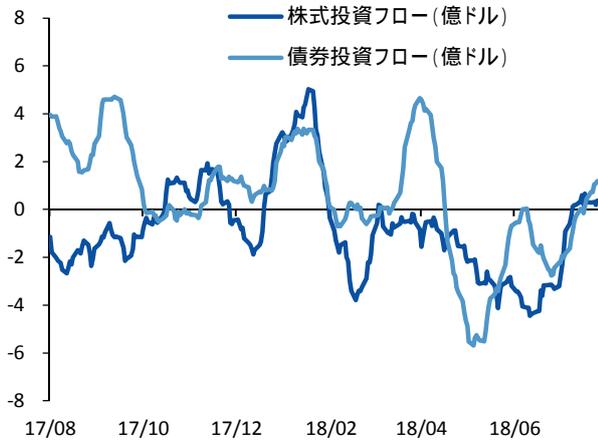
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

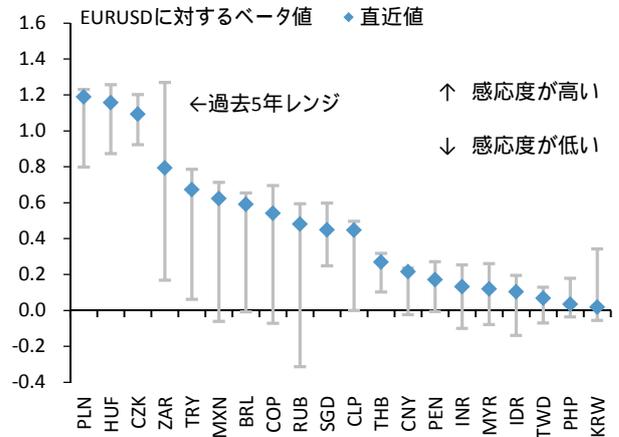
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



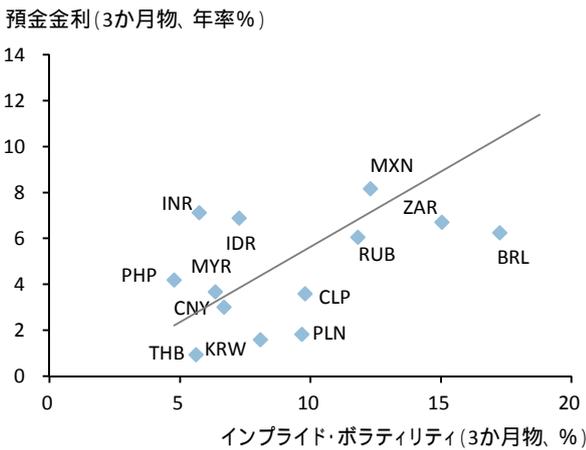
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



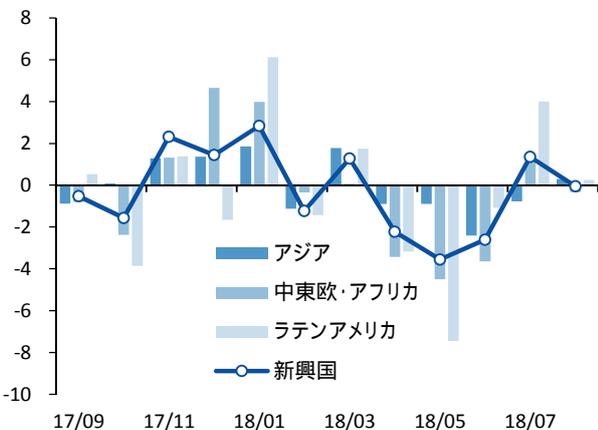
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



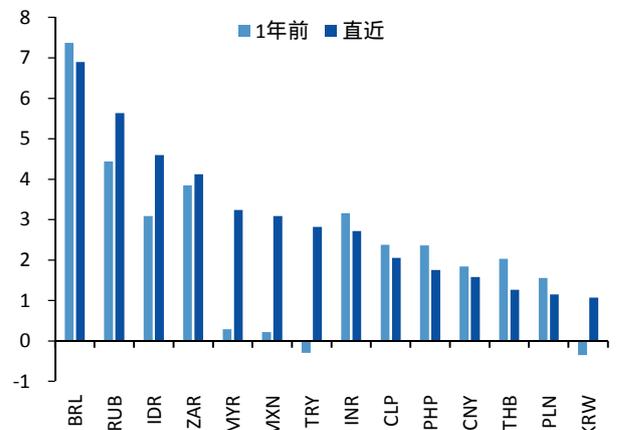
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月31日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	0.7%	-0.4%	0.9%	1.2%
31日 (火)	中国	非製造業PMI	54.9	54.0	55.0	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	51.3	51.2	51.5	--
31日 (火)	タイ	国際収支・経常収支	\$3958m	\$4084m	\$958m	--
31日 (火)	台湾	GDP(前年比)	2.9%	3.3%	3.0%	--
8月1日 (水)	韓国	CPI(前年比)	1.7%	1.5%	1.5%	--
1日 (水)	韓国	貿易収支	\$6800m	\$7006m	\$6321m	\$6240m
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.9	50.8	51.0	--
1日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	3.2%	3.2%	3.1%	--
1日 (水)	タイ	CPI(前年比)	1.5%	1.5%	1.4%	--
1日 (水)	インド	RBIレポレート	6.50%	6.50%	6.25%	--
3日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	\$7377.0m	\$8680.6m	--
3日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	53.5	--	53.9	--
3日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	9.40b	--	8.12b	--
6日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.1%	--
7日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	5.2%	--
7日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$5.21b	--
8日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3700m	--
8日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.50%	--
8日 (水)	中国	貿易収支	--	--	\$41.61b	\$41.47b
9日 (木)	中国	CPI(前年比)	--	--	1.9%	--
9日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	6.8%	--
9日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	3.50%	--
10日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.0%	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.2%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	--	--	1840.0b	--
中東欧・アフリカ						
7月31日 (火)	南ア	貿易収支(ラント)	5.0b	12.0b	3.5b	3.8b
8月3日 (金)	トルコ	CPI(前年比)	16.3%	--	15.4%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	2.6%	--	2.3%	--
7日 (火)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	1.5%	--
10日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-5.89b	--
10日 (金)	ロシア	貿易収支	15.0b	--	15.2b	--
10-13日	ロシア	GDP(前年比)	1.8%	--	1.3%	--
ラテンアメリカ						
7月30日 (月)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	8.2%	8.2%	6.9%	--
31日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	2.8%	2.7%	1.3%	--
8月2日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$5700m	\$4227m	\$5882m	--
2日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
2日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	4.5%	3.5%	-6.6%	--
3日 (金)	メキシコ	消費者信頼感指数	90.4	--	89.8	--
8日 (水)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	4.4%	--
9日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.7%	--
10日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	2.7%	--
10日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	0.3%	--

注:2018年8月3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 1～6月(実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル							
エマーシングアジア							
中国人民元 (CNY)	6.2431 ~ 6.6425	6.7751	6.60	6.55	6.55	6.55	6.60
香港ドル (HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8496	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー (INR)	63.246 ~ 69.093	69.050	69.8	68.2	65.0	64.0	63.5
インドネシアルピア (IDR)	13263 ~ 14415	14442	14400	14100	13800	13800	13600
韓国ウォン (KRW)	1054.18 ~ 1124.00	1133.20	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリング (MYR)	3.8533 ~ 4.0660	4.0640	4.12	3.98	3.85	3.75	3.72
フィリピンペソ (PHP)	49.705 ~ 53.630	53.585	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル (SGD)	1.3009 ~ 1.3705	1.3700	1.38	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	28.958 ~ 30.605	30.670	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ (THB)	31.09 ~ 33.23	33.48	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン (VND)	22680 ~ 22970	23053	23050	23000	22850	22850	22750
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	55.5563 ~ 65.0446	63.6339	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド (ZAR)	11.5078 ~ 13.9974	13.5440	13.50	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ (TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.8128	4.30	4.10	4.30	4.40	4.50
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	3.1214 ~ 3.9657	3.8315	3.81	3.85	3.89	3.88	3.85
メキシコペソ (MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.0574	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円							
エマーシングアジア							
中国人民元 (CNY)	16.537 ~ 17.543	16.670	16.36	16.03	15.57	15.27	14.85
香港ドル (HKD)	13.326 ~ 14.505	14.324	13.78	13.39	13.03	12.79	12.55
インドルピー (INR)	1.593 ~ 1.790	1.628	1.55	1.54	1.57	1.56	1.54
インドネシアルピア (100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.777	0.750	0.745	0.739	0.725	0.721
韓国ウォン (100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.899	9.82	9.46	9.11	8.85	8.60
マレーシアリング (MYR)	26.449 ~ 28.395	27.779	26.21	26.38	26.49	26.67	26.34
フィリピンペソ (PHP)	1.999 ~ 2.272	2.108	1.98	1.99	2.00	1.94	1.88
シンガポールドル (SGD)	79.19 ~ 85.50	82.06	78.26	77.21	76.12	75.19	74.24
台湾ドル (TWD)	3.585 ~ 3.843	3.666	3.56	3.45	3.34	3.27	3.19
タイバーツ (THB)	3.314 ~ 3.525	3.358	3.22	3.18	3.13	3.10	3.07
ベトナムドン (100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4877	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.643 ~ 1.993	1.767	1.71	1.64	1.62	1.56	1.51
南アフリカランド (ZAR)	7.877 ~ 9.293	8.300	8.00	8.40	8.16	7.69	7.26
トルコリラ (TRY)	22.295 ~ 30.311	23.362	25.12	25.61	23.72	22.73	21.78
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	27.626 ~ 35.131	29.347	28.35	27.27	26.22	25.77	25.45
メキシコペソ (MXN)	5.270 ~ 5.981	5.900	5.40	5.53	5.67	5.56	5.76

注:1.実績の欄は2018年7月31日まで。SPOTは8月3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(8月1日発行)』および『中期為替相場見通し(8月1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。