

2018 年 9 月 14 日

The Emerging Markets Weekly

トルコ中央銀行、待望の利上げ/人民元安に警戒を強める中国人民銀行

新興国市場:先週 7 日に発表された米 8 月雇用統計では時間当たり賃金の伸びが予想以上に加速したほか、同日にトランプ米大統領が新たに 2670 億ドル相当の中国製品に対する追加関税を発動する用意があることを明らかにした。こうした状況下、週明け 10 日はアジア通貨が軟調に推移。INR は 4~6 月の経常赤字が過去 5 年で最大に膨らんだことが嫌気されて売られ、中銀の防衛ラインとみられていた 72 を下抜けて 72 台後半まで下落し、過去最安値を更新した。欧米時間入り後も米中貿易摩擦の激化が懸念される中で新興国通貨は売りが優勢となり、TRY は 4~6 月期の実質 GDP 成長率が下振れたことで押し下げられた。ARS は先週後半にやや買い戻されていたことや、通貨急落阻止に向けた中銀による為替介入の効果に疑問を持たれたことなどから下落。BRL も新たな大統領選の世論調査の発表を控えて売りが先行した。翌 11 日は米中貿易摩擦に関する新たな報道がみられない中、アジア通貨はまちまちの展開。前日に発表された大統領選の世論調査において左派候補の支持率が上がったことを背景に BRL は続落。大型ハリケーンが米ノースカロライナ州に接近との報道を受けて原油価格が上昇する展開に RUB は連れ高となった。12 日はアジア株が下落する中、PHP が 2005 年 12 月以来の安値をつけるなどアジア通貨は軟調推移。しかしながら、ムニューシン米財務長官が中国側に通商交渉の再開を提案との関係者談が報じられると、多くの新興国通貨は反発。米原油在庫が 3 年半ぶりの水準まで低下したことを背景に資源国通貨がアウトパフォームした。13 日はドル売りの流れが一巡しアジア通貨は上値重く推移。しかしながら、トルコ中央銀行 (CBRT) が市場予想を上回る大幅な利上げに踏み切ると TRY を始めとして多くの新興国通貨が上昇した。

アジア:12 日にインド 8 月消費者物価指数 (CPI) が発表され、前年比+3.69%と 7 月 (同+4.17%) から減速した。原油価格は春先からレンジ内で推移しており、またモンスーン (雨期) における雨量が例年並みと予測される中、年内はインフレ圧力が強まらなると市場では予想されている。

中東欧・アフリカ:10 日に発表されたトルコの 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.2% (1~3 月期:同+7.3%)、前期比+0.9% (1~3 月期:同+1.5%) とそれぞれ前期から減速した。もっとも、4~6 月期の成長減速は TRY 安や利上げなどの影響が十分に顕在化していないとみられ、7~9 月期以降に景気は大幅に悪化すると予想される。

ラテンアメリカ:10 日に発表された大統領選に関する世論調査 (Datafolha 社) では、トップに立つボウソナロ氏の支持率は 22% から 24% に上昇。左派候補のゴメス氏が 10% から 13%、ルラ氏の後継者であるハダジ氏が 4% から 9% にそれぞれ支持率を伸ばしている。財政再建の継続を唱えるアルキミン氏の支持率は 9% から 10% と僅かに上昇し、これまで 2 番手だった中道左派のシルバ氏の支持率は 16% から 11% に低下した。

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

トルコ中央銀行、待望の利上げ

大島 由喜

03-3242-7065

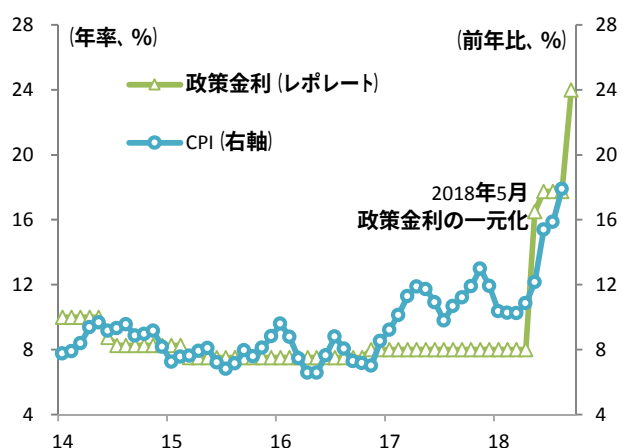
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

先週 7 日に発表された米 8 月雇用統計では時間当たり平均賃金が前年比+2.9%と市場予想(同+2.7%)を上回ったほか、ローゼンブレン・ボストン連銀総裁の「(金融政策は) 緩和的である必要がない」との発言や、カプラン・ダラス連銀総裁が「労働市場の逼迫が米各地でみられる」と述べたことがタカ派的と捉えられ主要通貨に対してドルが上昇した。新興国通貨も上げ幅を縮小したが、主因は良好な米経済指標ではなく米中貿易摩擦の激化に対する懸念だった。同日にトランプ米大統領が「私が望めば(中国からの輸入に対して) 追加の 2670 億ドル分相当への関税もすぐに準備できる」と既に発動した 500 億ドル相当、検討中の 2000 億ドル相当とは別の追加関税策の発動を示唆。12 日にムニューシン米財務長官が中国との通商交渉再開を模索と報道され、クドロー国家経済会議(NEC) 委員長が追認するなどトランプ米政権内では関税発動前に貿易摩擦の解消を図ろうとする動きがみえる。しかしながら、2000 億ドルの追加関税に関する意見公募(パブリックコメント) が終了し手続き上は早期実行が可能となる中、トランプ大統領の中国に対する強硬姿勢に鑑みれば、追加関税が発動されるリスクは依然として大きい。

一方、新興国通貨にとってポジティブな材料もある。米中貿易摩擦と並んで新興国市場でテーマとなっていたトルコ情勢は、10 日に発表された 4~6 月期の実質 GDP は前年比+5.2%と 1~3 月期(同+7.3%)から減速。トルコのアルバイラク財務相は国内需要がプラスに寄与した一方で、投資は緩やかに鈍化していると指摘し、7~9 月期には一段の減速が予想されるとの見方を示す中、TRY は軟調に推移。13 日はトルコ中央銀行(CBRT)の金融政策会合直前にトルコのエルドアン大統領が「この高い金利を引き下げる必要がある」と発言したことから、政策金利が据え置かれるとの懸念が強まり TRY は 6.37 近辺から 6.55 台後半まで急落した。しかしながら、2~3%の引き上げ幅が予想される中で CBRT は政策金利である 1 週間物レポレートに 17.75%から 24.00%へ 6.25%ポイント引き上げを決定(図表 1)。TRY は一時 6.01 近辺と約 3 週ぶりの高値をつけた。CBRT の人事権を握るエルドアン大統領が CBRT のチェティンカヤ総裁に対して圧力を強める恐れはあるものの、CBRT が物価抑制に対して積極的な対応をみせたことで、今後の TRY は落ち着きを取り戻すと想定される。こうした中、新興国市場における当面の注目材料は米中貿易摩擦に絞られたと言えよう。もっとも、米国による中国への追加関税発動に対する懸念が熾り続ける公算が大きいと、来週の新興国通貨は上値が重い推移を予想する。

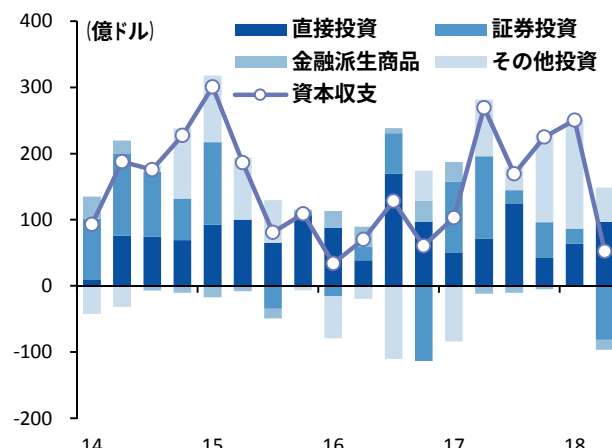
なお、新興国通貨の多くが安定推移となる中、今週は INR の不安定な値動きが目立っていた。7 日の引け後にインドの 4～6 月期国際収支が発表され、経常収支は▲158 億ドルと 1～3 月期(▲130 億ドル)から赤字幅が拡大した。主因として原油を中心とした輸入の拡大により貿易収支が▲457 億ドルと 1～3 月期(▲416 億ドル)からマイナス幅が拡大したことが挙げられる。一方、資本収支(外貨準備の増減を除く金融収支)も 4～6 月期は+53 億ドルと 1～3 月期(+250 億ドル)から急減した(図表 2)。内訳をみると直接投資は+97 億ドルと 1～3 月期(+64 億ドル)から増加したものの、証券投資が▲81 億ドルと 1～3 月期(+23 億ドル)から流出超に転じた。4 月からの原油高および米金利上昇を受けた INR の続落が主な要因だと推測される。対外バランスの悪化が明らかになる中、週明けの INR は節目である 72 を下回った。インド当局が非居住インド人向け預金(FCNR)の復活を検討しているとの観測記事などを背景に一旦は下げ止まっているが、8 月からの通貨安を受けて証券投資フローが流出しやすい状況は続いており、当面の INR は不安定な値動きが継続すると見込む。

図表 1: トルコの政策金利と消費者物価指数 (CPI)



出所: トルコ中央銀行、トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インドの資本収支



出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

中国

人民元安に警戒を強める中国人民銀行

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

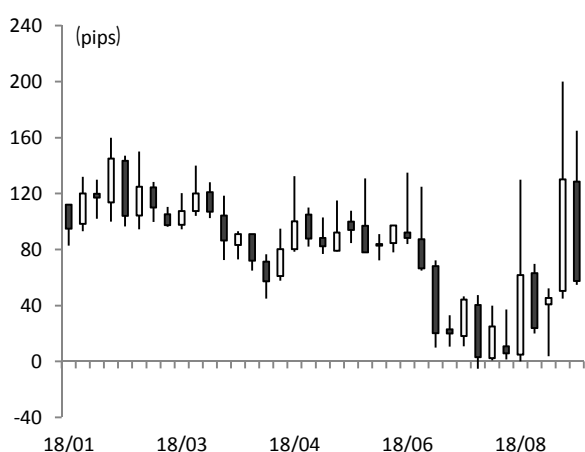
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

9 月のオフショア人民元 (CNH) は 6.82～6.89 の小幅なレンジ内で推移する一方で、先物 (フォワード) 市場は大きく動いている。1 か月物の先物取引のプレミアム幅 (スポットとの価格差) は一時期はほぼゼロまで縮小していたが、9 月に急拡大し一時およそ 200pips と年初来高値を更新¹ (図表 3)。一部の中国大手銀行がスワップ取引を用いた CNH 調達を積極化したことが背景だと報じられており、こうした取引が活発化すると CNH の短期資金市場における流動性が吸収されていくため、銀行間取引金利 (CNH Hibor) の翌日物は 11 日に年率 4.0% と 8 月末 (1.35%) から急上昇した。

報道を額面どおりに受け取れば、一部の市場参加者の動きにより一時的に CNH 短期資金市場における流動性が逼迫しているだけとの見方も出来る。しかしながら、市場では中国人民銀行 (PBoC) が意図的に短期金利を引き上げ CNH 売りポジションを維持するコストを増大させることで、市場の安定化を図った可能性がある指摘されている。

なぜなら、PBoC は CNH が急落した後に短期金利の急上昇を誘導し市場の安定化を図ったことが過去に 3 回 (2016 年 1 月、2017 年 1 月、2017 年 6 月) あるためだ (図表 4)。トランプ米政権が中国に対する新たな追加関税の実行を示唆する中、米中通商交渉を巡るネガティブな報道を受けて CNH に対する売り圧力が強まりやすい環境となっていることも踏まれば、先物市場における値動きの背景に PBoC の働きかけがあった蓋然性は高い。足許は米中間で通商協議が再開されるとの報道を背景に CNH は落ち着いた値動きとなっているが、トランプ米大統領が 2000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税を発動し CNH が急落するような事態になった場合、PBoC は躊躇なく短期金利の急上昇を誘導し CNH 売りポジションの解消を促すと考える。

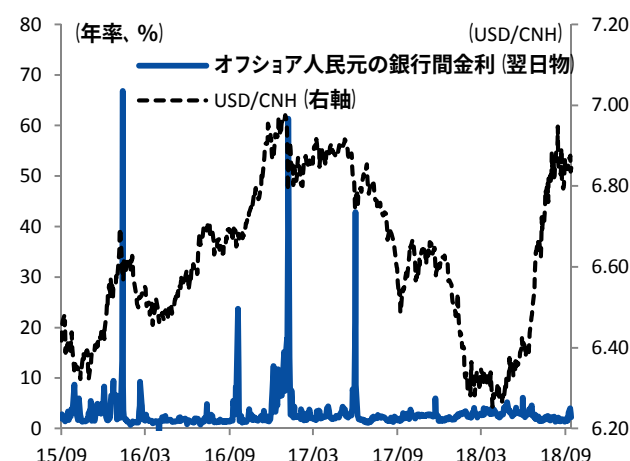
図表 3: CNH 先物のプレミアム幅 (1 か月物)



注: 上図は週足。今週分は 13 日までのデータ。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: CNH Hibor (翌日物) および CNH (15 年末～17 年末)

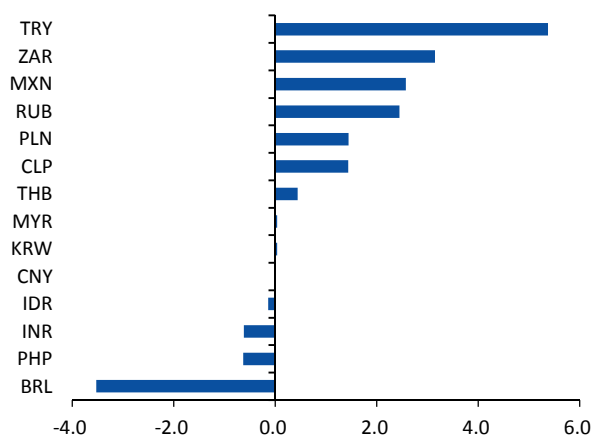


出所: 香港銀行協会、ブルームバーグ、みずほ銀行

¹ 為替スワップ取引とは受け渡し日の異なる同額の外貨の売り買いを同時に行う取引であり、本文にある CNH 調達を目的としたスワップ取引は直物 (スポット) のドル売り CNH 買い、先物 (フォワード) のドル買い CNH 売りを行う取引を示す。先物における需給がドル買い方向に傾くため、スポットとフォワードの価格差は拡大する。なお、直物 (通常は 2 営業日後決済) で CNH を買うため、短期的には CNH の流動性低下に繋がりがやすくなる。

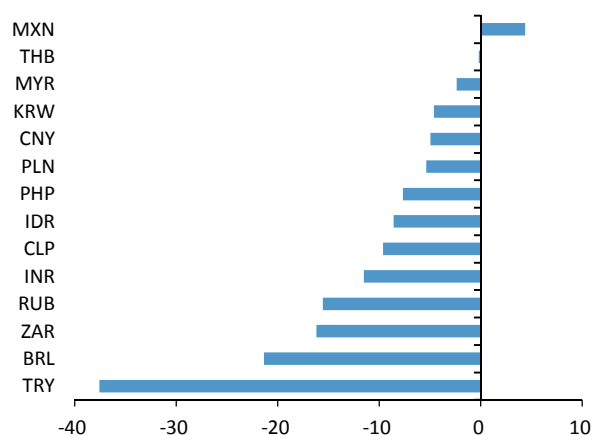
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル, %)



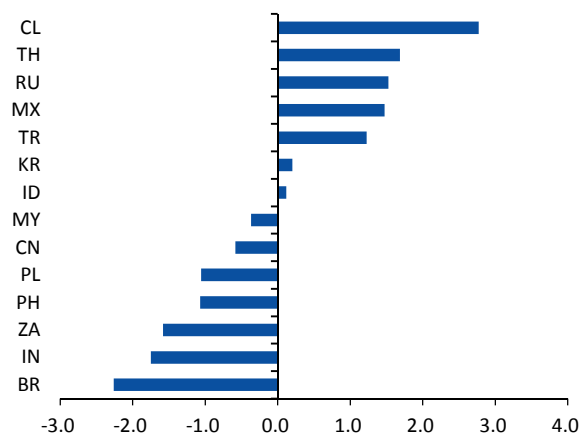
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル, %)



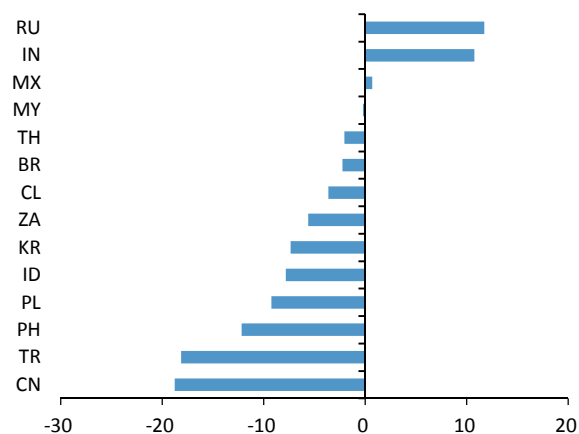
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



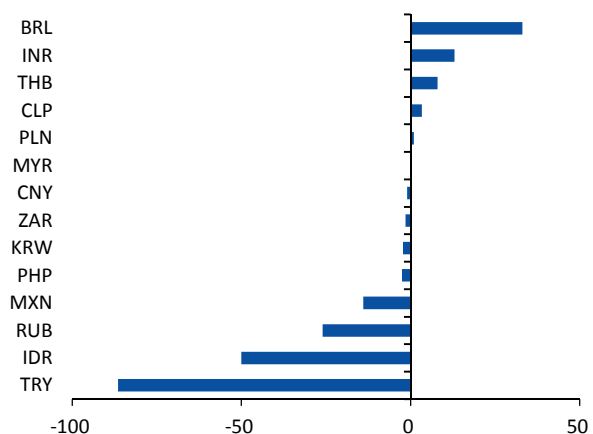
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



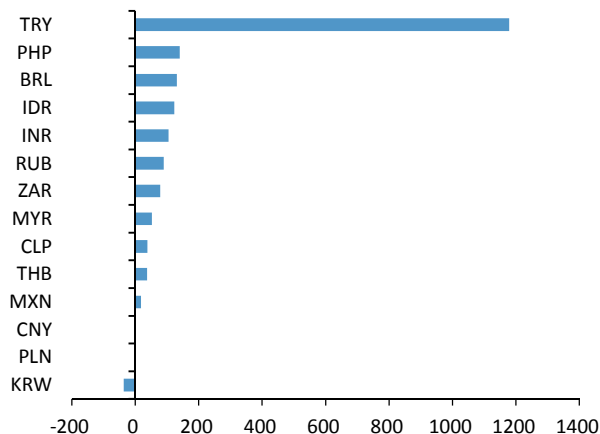
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

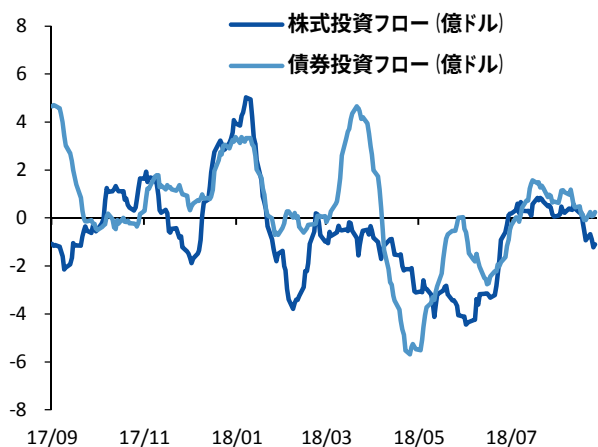
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

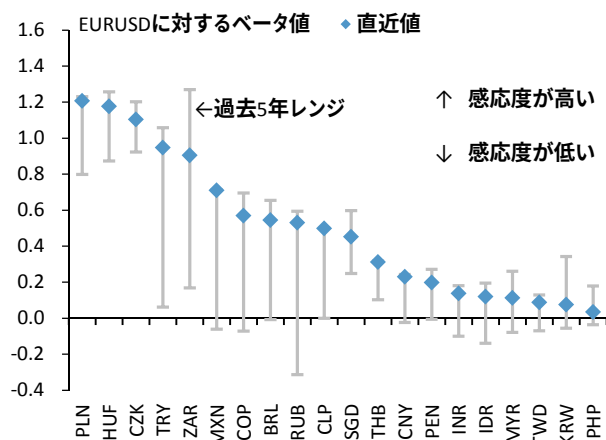
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



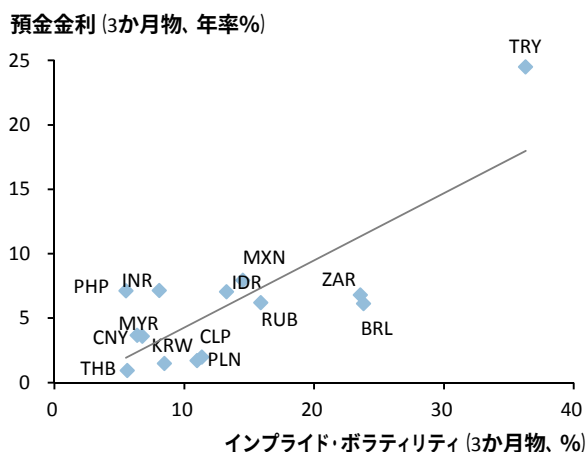
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



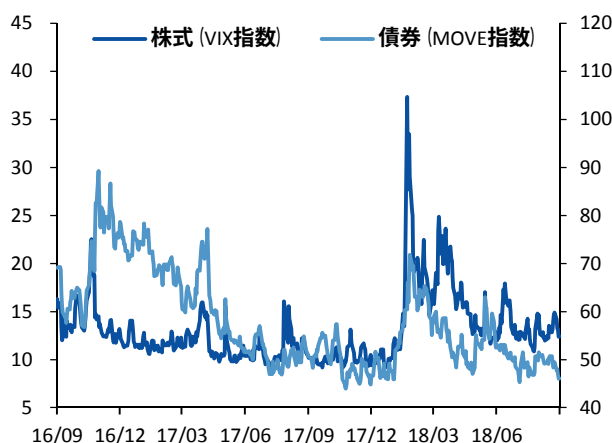
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



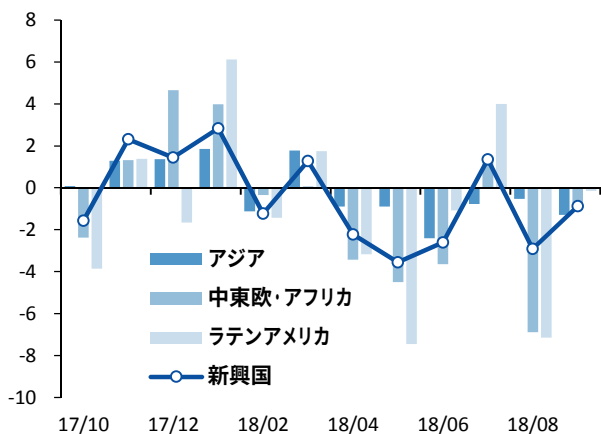
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



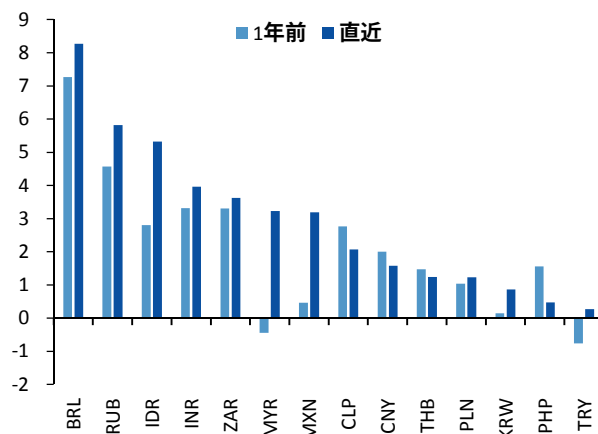
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月10日 (月)	中国	CPI(前年比)	2.1%	2.3%	2.1%	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3127m	-\$3546m	-\$3350m	-\$3188m
12日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.8%	4.2%	3.8%	--
12日 (水)	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.6%	8.2%	8.5%	--
12日 (水)	中国	新規貸出(人民元)	1400.0b	1280.0b	1450.0b	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	3.8%	3.7%	4.2%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	6.5%	6.6%	7.0%	6.9%
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	14.3%	--
14日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	8.8%	--	8.8%	--
14日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.1%	--	6.0%	--
14日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.6%	--	5.5%	--
14日 (金)	インド	卸売物価(前年比)	4.6%	--	5.1%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	11.8%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$417m	--	-\$2030m	--
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-4.5%	--
19日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	0.9%	--
19日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$455m	--
21日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$516m	--
中東欧・アフリカ						
9月10日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	1.8%	1.9%	1.8%	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	1.2%	1.6%	0.3%	0.2%
11日 (火)	ロシア	貿易収支	14.5b	13.4b	15.6b	--
12日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	1.6%	1.3%	0.7%	1.8%
13日 (木)	トルコ	1週間レポレート	21.00%	24.00%	17.75%	--
14日 (金)	トルコ	経常収支	-1.80b	--	-2.97b	--
14日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
17日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.2%	--
17日 (月)	トルコ	失業率	--	--	9.7%	--
17-18日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	--	3.9%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.1%	--
19日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.5%	--	2.5%	--
19日 (水)	ロシア	失業率	4.7%	--	4.7%	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	6.50%	--
ラテンアメリカ						
9月11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	1.0%	1.3%	0.2%	--
13日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	1.1%	--	1.5%	--
19-20日	ブラジル	SELICレート	--	--	6.50%	--
21日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.7%	--

注:2018 年 9 月 14 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 1～8月 (実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9376	6.8448	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8500	7.8479	7.85	7.85	7.84	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 71.001	72.181	72.5	71.4	70.5	69.2	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14710	14840	15200	15000	14850	14650	14500
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1122.50	1100	1110	1120	1130	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.1120	4.1445	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.639	54.070	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3819	1.3703	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.876	30.804	30.60	30.70	30.80	30.90	30.90
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.65	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23328	23276	23450	23350	23300	23150	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 69.3573	68.2475	67.00	65.00	68.00	70.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.5517	14.7766	14.00	13.00	14.00	14.50	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	6.1027	5.50	6.00	7.00	7.50	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 4.2133	4.2070	3.77	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	18.8417	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ~ 17.543	16.348	16.30	15.74	15.82	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.276	14.01	13.63	13.52	13.27	13.03
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.790	1.552	1.52	1.50	1.50	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.748 ~ 0.845	0.756	0.724	0.713	0.714	0.710	0.703
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.979	10.00	9.64	9.46	9.20	9.03
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	26.888	26.51	26.62	27.32	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.062	2.02	2.03	2.08	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.76	79.71	78.68	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.843	3.637	3.59	3.49	3.44	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.525	3.438	3.28	3.24	3.25	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4817	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.587 ~ 1.993	1.640	1.64	1.65	1.56	1.49	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	7.576	7.86	8.23	7.57	7.17	7.56
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	18.335	20.00	17.83	15.14	13.87	15.69
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ~ 35.131	26.630	29.18	27.86	27.39	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.045	5.946	5.50	5.63	5.89	5.78	6.00

注：1.実績の欄は 2018 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 14 日の 8 時 7 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 (9 月 3 日発行)』および『中期為替相場見通し (8 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。