

2018 年 9 月 28 日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨の鬼門は欧州にあり

新興国市場: トランプ米政権は 24 日、2000 億ドル相当の中国製品を対象とする 10%の追加関税を発動。これに応じて中国は米国との貿易摩擦に関する白書を公表し、今週予定されていた通商協議は取りやめたと伝わり米中の貿易摩擦拡大への懸念が強まるとアジア通貨は軒並み下落した。トルコが拘束中の米国人牧師を 10 月に釈放する可能性があるとの楽観的見方から TRY は 3.3% 超上昇し、ブレント原油価格が 80 ドルを超える動きに RUB も買いが入ったものの、リスクオフムードの中で大半の新興国通貨は軟調な展開となった。翌 25 日も米中貿易摩擦が影を落とす中、米 FOMC を控えた警戒感からアジア通貨は総じて軟調。欧米時間には一部の新興国通貨が値を戻したものの、まちまちな動きとなり、ARS は中銀総裁の辞任を受けて大幅に値を下げた。26 日のアジア時間も FOMC を控えて慎重な取引が継続。注目の FOMC では、FF 金利誘導目標が 0.25% ポイント引き上げられ、声明文からは「金融政策スタンスは緩和的」との文言が削除された。他方、パウエル FRB 議長が記者会見で「インフレの予想外の上振れは見込まず」と発言したことなどから長期を中心に米金利が低下すると新興国通貨は上昇した。27 日は米金利低下を好感して大半のアジア通貨は小幅に上昇。欧米時間も資源価格の上昇が好感されたほか、インドネシアやフィリピンが利上げするなど各国の中央銀行が通貨下支えのために十分な措置を講じているとの見方などから新興国通貨は続伸した。TRY は国内大手銀行が債務の借り換えを乗り切ったことが好感されて 1.7% 上昇した一方、ARS は中銀の介入観測が後退したことで 2.7% 下落した。

アジア: フィリピン中央銀行 (BSP) は 9 月 27 日の金融政策会合で、政策金利を 50bp 引き上げて 4.50% にすることを決定した。BSP の利上げは 4 会合連続であり、政策金利は 2011 年 12 月以来の高水準となった。BSP は声明文で「高インフレの脅威に対処し、物価の安定という最優先の責務を果たすために、必要なあらゆる措置を講じる」としており、今後さらなる金融引き締めが見込まれる。インドネシア中央銀行 (BI) は 9 月 26 ~ 27 日に開催した金融政策会合で、政策金利を 25bp 引き上げ 5.75% とした。利上げは 8 月会合に続き今年 5 回目で、合計 150bp の利上げを実施している。BI のペリー総裁は「IDR 相場を守る措置を打ち出すことにためらいはない」と述べており、今後も IDR が軟調となれば、BI は追加利上げに踏み切る可能性が高い。

ラテンアメリカ: アルゼンチン中央銀行 (BCRA) は 25 日、カプト総裁がマクリ大統領に辞表を提出したと発表。元経済相のカプト氏は 6 月に中銀総裁に就任したものの、3 か月での辞任となった。大統領府は、副財務相 (経済政策担当) を務めるサンドレリス氏を後任に起用する人事を発表し、声明で「今回の辞任は個人的な理由によるもので、IMF との新たな合意が財政、金融、為替相場の信頼を再構築すると信じている」と表明した。ARS は一時 5% 超下落したが、中銀の介入を受けて下げ幅を縮小した。

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

新興国通貨の鬼門は欧州にあり

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 25～26 日に開催された FOMC では、FF 金利誘導目標が 25bp 引き上げられ 2.00～2.25% に設定された。FOMC メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)は前回(6 月 12～13 日)から概ね変わらず、新たに公表された 2021 年の見通し(中央値)は 2020 年から横ばいとなった。利上げや政策金利見通しは予想通りの結果であったため市場では材料視されなかったが、声明文において「金融緩和スタンスを維持する」との文言が削除されたことは、現在の政策金利が中立金利に近づいており利上げの終点は近いとの思惑を強め米金利は低下した。会合後の記者会見においてパウエル FRB 議長は文言の削除は政策スタンスの変更を意味するものではないと発言したが、米金利が低下し続ける展開を横目に新興国通貨は堅調に推移した。

当面の金融政策運営についてパウエル議長は利上げの継続を示唆しており、また多くの市場参加者が年内の追加利上げを織り込んでいることから米金融政策への注目は薄れていくだろう。かかる状況下、市場の耳目を集めそうなのが欧米の政治情勢である。米国では 11 月 6 日に中間選挙の投票が予定されており、各種世論調査では上院が接戦、下院は民主党がやや優勢との結果が目立っている。世論調査の結果どおり下院で民主党が多数党となった場合は、減税第 2 弾や北米自由貿易協定(NAFTA)改定などトランプ政権や共和党が志向する政策が滞るリスクがある。また、中間選挙の年は米株が選挙後に上昇することが多いが、上下両院とも同一政党が多数党を占めていた状態からねじれになった過去 2 回のケースでは選挙後 1 年以内に米株は調整局面を迎えるとの経験則(アノマリー)が一部で指摘されており、選挙後の米株の動向に注目が集まる。

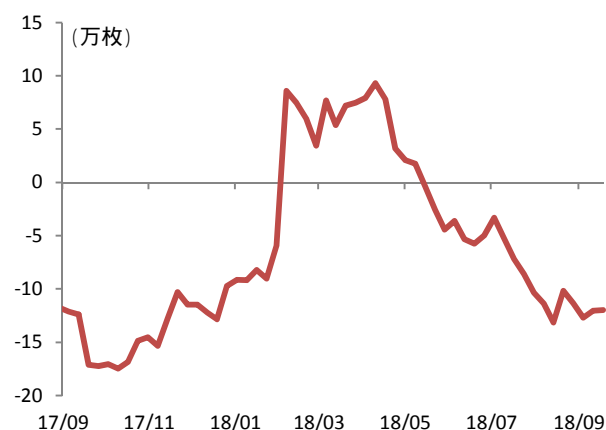
年央以降、新興国市場の最大の注目材料は米中貿易摩擦の行方であるが、中国への追加関税は大統領権限で発動できる通商法 301 条に依拠しており、議会で民主党が多数派となるかどうかは関係ない。また、25 日にトランプ米大統領は国連総会の一般討論演説において中国の「貿易不均衡は全く許容できない」と発言するなど、中間選挙を意識して強硬姿勢を変える素振りをみせていない。こうした中、米中間選挙の結果がトランプ政権の通商政策の転換を促すとは現時点で想定しがたく、新興国通貨への影響は短期的なものにとどまると考える。

一方、欧州の政治情勢は新興国通貨の新たな下落要因となるリスクがある。9 月 27 日にイタリア政府は 2019 年の財政赤字目標を GDP 比 ▲2.4% に設定することを発表した。2018 年(同 ▲1.9%、OECD 推計)から赤字幅は拡大する見込みだが、欧州委員会(EU)が要求する財政赤字の水準(同 ▲3.0%)は遵守されている。但し、イタリアの政府債務は GDP 比 131%(2017 年末、OECD 算出)と EU が望ましいとする水準(同 +60%)を大きく超過していたため、EU は財政赤字のさらなる削減を要望していた。イタリア政府は 10 月 15 日までに予算案を EU に提出する予定だが、そこから両者の対立が深まるようであればユーロ売ドル買いの流れが強まり、新興国通貨を下押しすると考える。

さらに年内の新興国通貨に最も多大な影響を及ぼす可能性があるのはブレグジットを巡る交渉であろう。10 月 18 日の EU 首脳会議で合意に向けた道筋をつけ、11 月 17～18 日の EU 臨時首脳会議で正式に合意するというスケジュールで交渉が進展していくと見込まれているものの、メイ英首相が EU との交渉が行き詰まりを迎えているとの認識を示すなど、合意なしの離脱(クリフエッジ)に陥るリスクが増大している。クリフエッジに陥った場合は欧州株の下落や英ポンド安もさることながら、VIX 指数の急騰が懸念される。VIX 指数先物に関する短期筋のポジションは2月の急騰時に買い持ちへ転じたが、5月に再び売り持ちへ転換。足許では昨年末以来の水準まで売り持ち高が拡大している(図表 1)。かかる状況下、クリフエッジという急速に先行き不透明感が強まるイベントが発生すると2月のように短期筋の売りポジション解消が急速に進み VIX 指数の急騰を招く危険性が高くなっていると言える。振り返れば2月に VIX 指数が急騰した際は多くのファンドがリスクを測る計数として同指数を使用していたため、米株などリスク資産のエクスポージャーを圧縮する動きが強まり S&P500 種株価指数はピークから一時およそ▲12%も下げる展開となった。こうした事態が繰り返されるとなれば、新興国通貨は再び下げ足を速める恐れが強い。

なお、クリフエッジに陥った場合、新興国通貨の中でも急落するリスクが大きいのは ZAR だと考える。南アフリカへの国別与信額を確認すると、2018 年 3 月末時点で米国に次いで英国のエクスポージャーが大きくなっている(図表 2)。そのため、クリフエッジになり英国の金融市場が混乱すれば、南アフリカの資金繰りに悪影響が及ぶとの懸念が強まりやすい環境となっている。実際、ブレグジットを巡る国民投票(2016 年 6 月 23 日)後1か月間の英ポンドと各新興国通貨の相関係数を確認すると ZAR が 78%と最も高い数値となっていることは、同通貨がブレグジットの動向に左右されやすいことを示唆している。

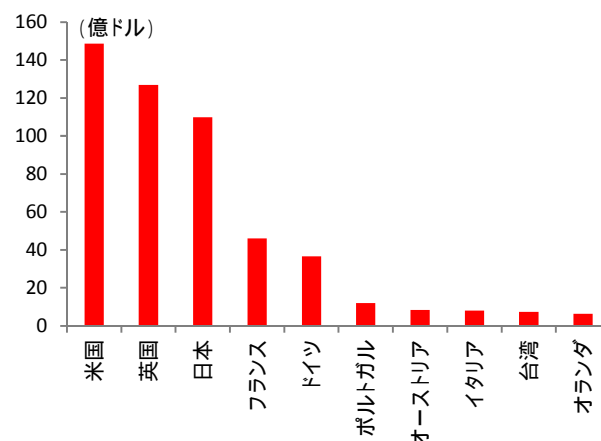
図表 1: VIX 指数先物に関する短期筋のポジション(直近1年)



注: 9 月 18 日が最新データ。

出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

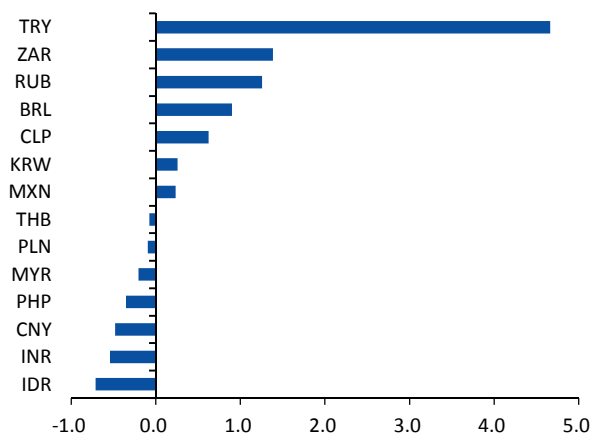
図表 2: 南アフリカに対する国別与信額(トップ 10)



出所: BIS、みずほ銀行

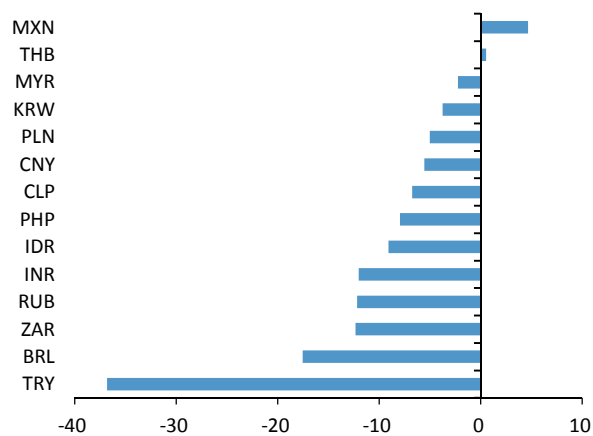
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



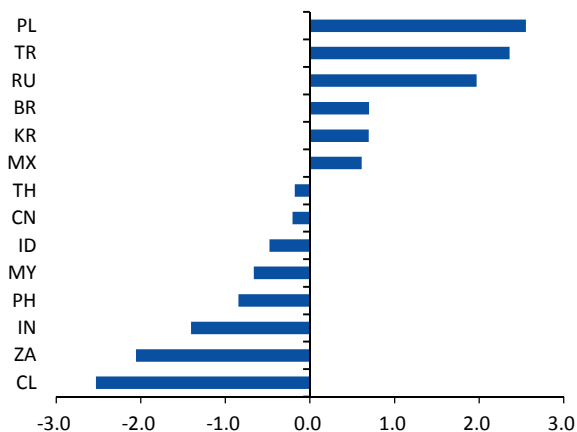
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



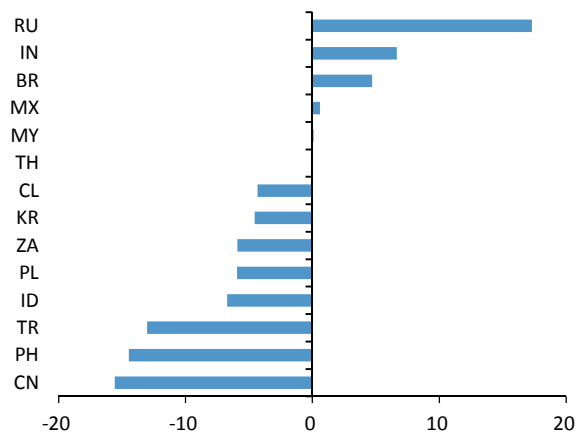
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



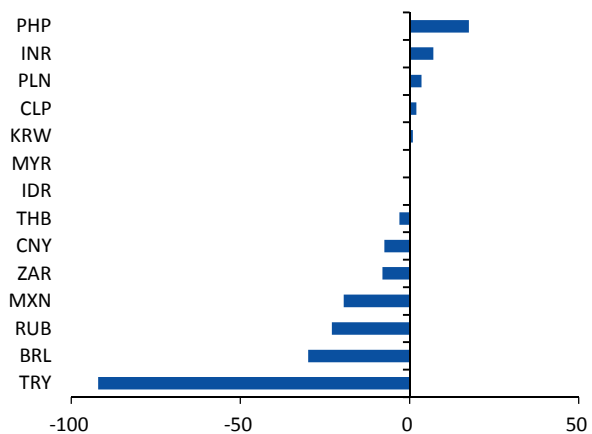
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



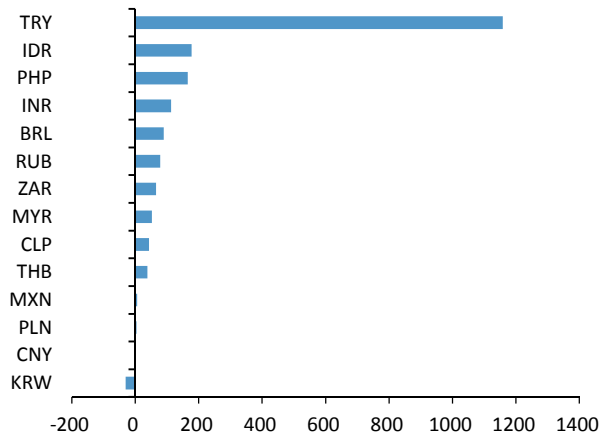
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

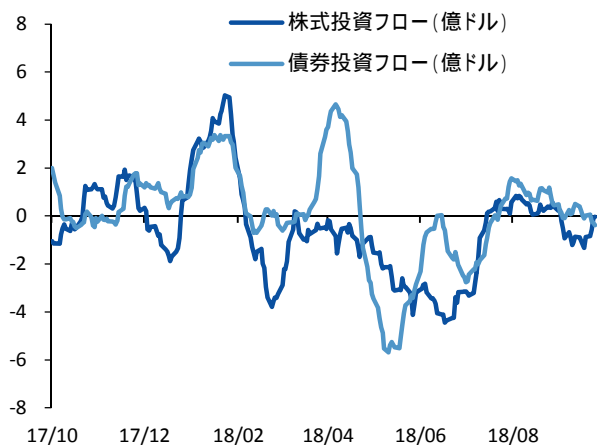
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

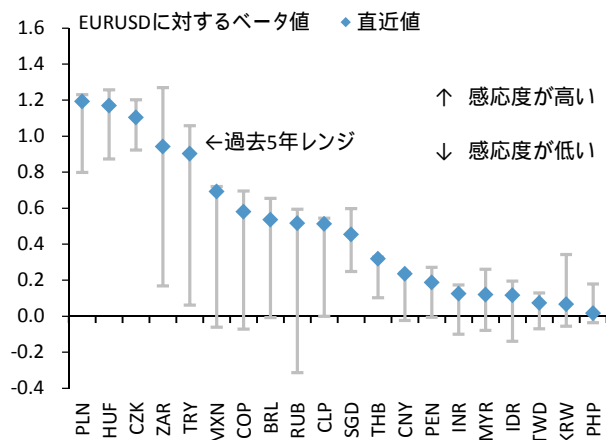
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



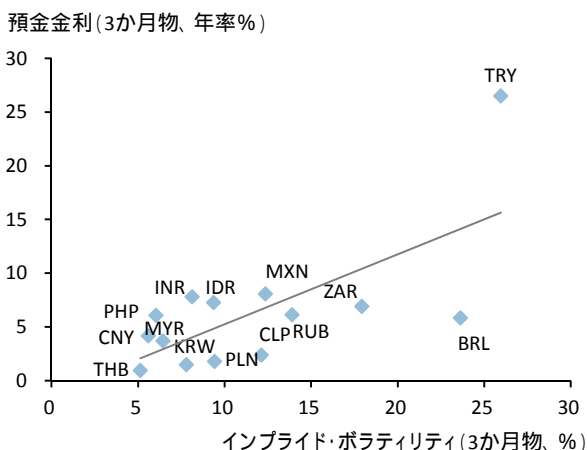
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



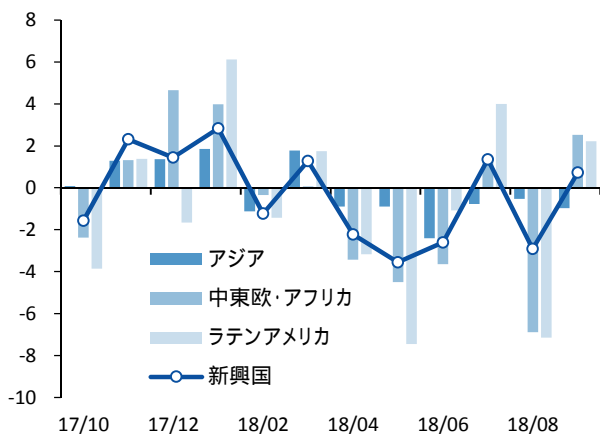
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



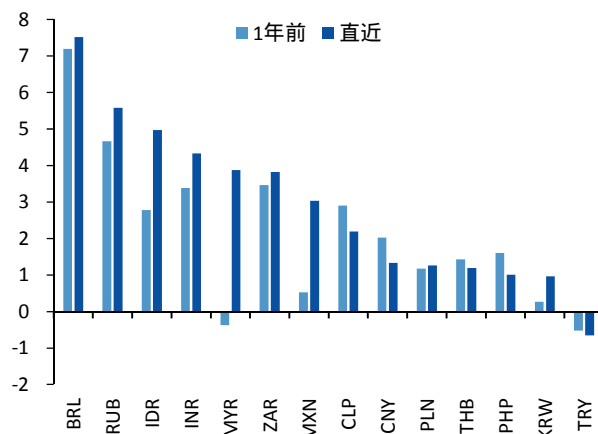
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.7%	0.7%	0.6%	--
25日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.0%	1.3%	4.4%	4.7%
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	4.7%	3.3%	6.0%	6.7%
27日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.50%	4.50%	4.00%	--
27日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
27日 (木)	インドネシア	7日物リバースレホレート	5.75%	5.75%	5.50%	--
28日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$858m	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1359m	--	\$1086m	--
30日 (日)	中国	非製造業PMI	54.0	--	54.2	--
30日 (日)	中国	製造業PMI	51.1	--	51.3	--
30日 (日)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.5	--	50.6	--
10月1日 (月)	韓国	貿易収支	--	--	\$6900m	\$6853m
1日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	49.9	--
1日 (月)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	--	53.0	--
1日 (月)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	--	51.9	--
1日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.3%	--	1.6%	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
中東欧・アフリカ						
9月28日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	5.9%	--	6.0%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	-1.8b	--	-4.7b	--
28日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	22300m	--
10月1日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	48.9	--
1日 (月)	トルコ	マーケット・ISOトルコ製造業PMI	--	--	46.4	--
1日 (月)	南ア	Absa 製造業 PMI	--	--	43.4	--
2-3日	ロシア	GDP(前年比)	--	--	1.9%	--
3日 (水)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	--	--	53.3	--
3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	17.9%	--
5-8日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
ラテンアメリカ						
9月24日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$1300m	-\$717m	-\$4433m	-\$4482m
25日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	2.6%	3.3%	1.2%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	10.0%	10.0%	8.9%	--
10月1日 (月)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	51.1	--
1日 (月)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	50.7	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$3775m	--
2日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
3日 (水)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMIサービス業	--	--	46.8	--
4日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	103.9	--
5日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.2%	--
5日 (金)	メキシコ	総設備投資	--	--	1.4%	--

注: 2018 年 9 月 28 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	6.8903	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8500	7.8157	7.85	7.85	7.84	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 71.001	72.598	72.5	71.4	70.5	69.2	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14710	14923	15200	15000	14850	14650	14500
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1112.55	1100	1110	1120	1130	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.1120	4.1390	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.639	54.230	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3819	1.3680	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.876	30.599	30.60	30.70	30.80	30.90	30.90
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.41	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23328	23345	23450	23350	23300	23150	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 69.3573	65.6105	67.00	65.00	68.00	70.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.5517	14.1230	14.00	13.00	14.00	14.50	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	6.0065	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	4.0128	3.77	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	18.8022	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	16.431	16.30	15.74	15.82	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.507	14.01	13.63	13.52	13.27	13.03
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.790	1.562	1.52	1.50	1.50	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.748 ~ 0.845	0.760	0.724	0.713	0.714	0.710	0.703
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.182	10.00	9.64	9.46	9.20	9.03
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.231	26.51	26.62	27.32	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.081	2.02	2.03	2.08	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.88	79.71	78.68	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.843	3.708	3.59	3.49	3.44	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.525	3.496	3.28	3.24	3.25	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4858	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	1.730	1.64	1.65	1.56	1.49	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	8.029	7.86	8.23	7.57	7.17	7.56
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	18.857	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	28.264	29.18	27.86	27.39	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.045	6.031	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28日の7時24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。