

2017 年 11 月 10 日

The Emerging Markets Weekly

不揃いの新興国市場/中国長期国債利回りの急騰について

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな動き。先週末に発表された米 10 月雇用統計では非農業部門雇用者と平均時給が市場予想を下回ったことを受け一時ドルは下押しされた。しかし、米 10 月 ISM 非製造業景況指数が良好な結果となりドルが買い戻される展開に、新興国通貨は軟調な動きとなった。週初 6 日、サウジアラビアでサルマン国王の子息ムハンマド皇太子が率いる汚職対策委員会が同国の有力者を一斉検挙し、王族の国外逃亡を防ぐために空港閉鎖にも踏み切った。サウジアラビア情勢への懸念が強まり、原油価格が急騰すると資源国通貨は連れ高となった。もっとも、そのほかの新興国通貨は動意に乏しい展開となった。7 日は特段大きな材料もなく、新興国通貨の大半は小幅な動きにとどまった。8 日はライオン米下院議長が米税制改革法における法人税の引き下げは遅れる可能性を示唆し、ドルが軟化すると新興国通貨は小幅に上昇。9 日、共和党上院は税制改革法案を発表した。法人税引き下げは 2019 年に実施するとし、下院案が示す 2018 年より 1 年先送りするとの内容に市場は失望しドルは売られ、新興国通貨は小幅に上昇した。

アジア: 6 日に発表されたインドネシア 7~9 月期 GDP は前年比+5.1%と 4~6 月期(同+5.0%)から小幅に加速したが、市場予想(同+5.3%)を下回る結果となった。もっとも、主な下振れ要因は在庫調整であったため、インドネシア経済への先行き不安には繋がらず、IDR は小動きにとどまった。タイ中央銀行(BOT)は 8 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を全会一致で 1.50%に据え置いた。市場予想通りの結果だったため、THB への影響は限定的。マレーシア中央銀行(BNM)とフィリピン中央銀行(BSP)も 9 日に金融政策決定会合を開催したが、双方とも市場予想通り現状の金融政策を維持したため、MYR と PHP に目立った反応は見られなかった。むしろ原油価格上昇の方が影響は大きく、MYR(+0.7%)は連れ高となった。

中東欧・アフリカ: 6 日に在トルコ米大使館は査証(ビザ)の発給業務を限定的ながらも再開し、在米トルコ大使館もビザの発給を一部再開したとの発表を受け、両国間の緊張が緩和するとの見方から TRY(+0.5%)は上昇した。

ラテンアメリカ: サウジアラビアでサルマン国王の子息ムハンマド皇太子が率いる汚職対策委員会が同国の有力者を一斉検挙したことを背景にブレント原油先物価格が 2015 年 7 月以来の高値をつけた。こうした中、他の商品価格も連れ高となったから BRL(+2.0%)と MXN(+0.8%)は値を伸ばした。

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

不揃いの新興国市場

大島 由喜

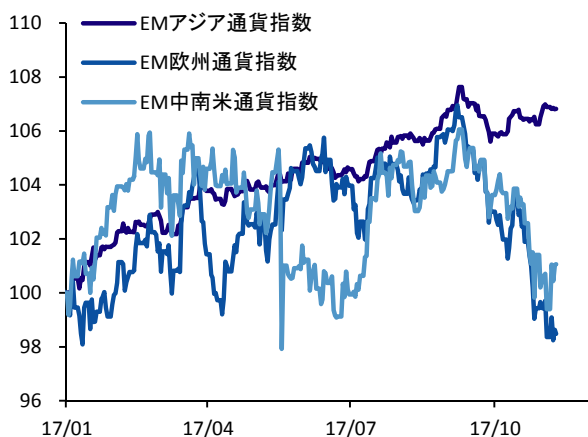
03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

10 月以降、市場のテーマの 1 つは FRB の次期議長人事であった。新たな議長候補として多くの名前が挙がり、ウォーシュ元 FRB 理事やスタンフォード大学のテーラー教授の可能性が意識される場面では、FRB がタカ派に傾斜するとの見立てから米金利が上昇し、ドル高が進む局面がみられた。誰が次期議長になるのか、市場参加者は次々と出てくる当局者の発言に振り回され続けたが、トランプ米大統領は 11 月 2 日にパウエル FRB 理事を次期議長に指名した。兼ねてからパウエル理事の議長昇格は、他の候補者と比較して金融政策の継続性が保たれると見られていたことから、一時は 2.4% 台後半まで上昇した米 10 年債利回りは、足許では 2.3% 近辺まで低下している。

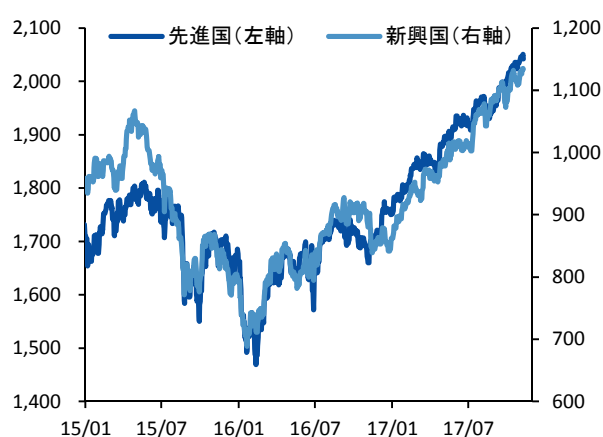
しかし、米金利が低下したにも拘わらず、為替市場では米税制改革への期待などを背景にドルは堅調が続いている。新興国通貨に目を向けると、地域間でのバラツキが目立つ(図表 1)。アジア通貨は世界的な株高や VIX 指数の低下にみられるように、リスクオンムードが広がる中で買われている(図表 2)。一方、中東欧・中南米通貨の動きは冴えない。米金利の低下や株高地合いは中東欧・中南米通貨の買い材料とされることが多いものの、足許ではドルの堅調に押されている。また、各国の政治的な要因が嫌気されて敬遠されているようだ。ブラジルでは、テメル大統領の収賄容疑を最高裁で判断することは否決されたが、テメル大統領が財政改革の目玉として推していた年金改革法案が頓挫する懸念が浮上し BRL の不安材料となっている。また MXN は北米自由貿易協定(NAFTA)を巡る不透明感が重石であり、トルコにおいてはドイツや米国との間で緊張が高まっていることが懸念されている。米国のロシアに対する制裁の強化が危惧されている中、RUB も軟調である。

図表 1: 新興国通貨の推移(2017 年 1 月 1 日=100)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: MSCI 株価株価指数



出所: MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

今週は目立った米経済指標の発表がなかったが、来週は 15 日(水)の米 10 月消費者物価指数(CPI)や米 10 月小売売上高など重要指標の発表を控えている。足許、米国の金融政策への関心はやや薄れているが、経済指標の発表が相次ぐ中で再び注目を集める可能性がある。市場では、12 月の利上げがほぼ確実視されているが、CPI や小売などが良好な結果となれば、やはり短期的にドルのサポート要因となろう。最近の流れを考えると、ドルが堅調な推移となれば、中東欧・中南米通貨は弱含みやすい。アジア通貨に関しては、投資家のリスク志向が鍵を握る。全ての市場にとって都合の良い現状のゴルディロックス状態が続くのであればアジア通貨は底堅い展開が予想される。

なお、今後数週間の焦点はやはり米税制改革案の行方である。注目が集まっていた米上院の税制改革案では、法人税率の引き下げを 2019 年まで延期すると示されたほか、所得税率の上限や区分、住宅ローンの利子控除額など、上院に先立って 2 日に発表した下院案とは相違点も多い。下院では来週本会議で最終採決が行われる見込みだが、両院で異なる法案が可決され、そこから調整が本格化して相違がある部分を巡り激しい衝突が予想される。金融市場では、法人税率引き下げの実施時期が最大の関心事項となっている印象であるが、ライアン下院議長は 8 日に法人税引き下げを先送りする可能性があることを示唆している。トランプ米政権は 2018 年からの実施を強く望んでいるものの、ムニューシン米財務長官も減税開始が遅れる可能性も排除していないと述べている。法人税率の引き下げが先送りとなった場合、懸念されるのは株式市場の動向だろう。昨日は上院議員が法人税率の引き下げは 2019 年に先送りと発言したことをきっかけに株安が加速する流れとなっており、これまでしばらくの間、株価の堅調が続いてきたことを踏まえれば、一旦調整が入るリスクは警戒しておきたい。

今週前半に上昇した原油価格は、足許は落ち着きを見せている。サウジアラビアでサルマン国王の子息ムハンマド皇太子が率いる汚職対策委員会が同国の富豪で著名投資家のワリード・ビンタール王子や、現職・元閣僚の有力者たちを一斉検挙したことを背景にサウジアラビアの政治動乱が懸念されブレント原油先物が 2015 年 7 月以来の高値をつけた。今後もサウジアラビア情勢を背景とした原油価格の上昇リスクは注視したい。

中国

長期国債利回りの急騰について

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

共産党大会期間中(10月18～24日)、中国の10年国債利回りは3.7%近辺で安定推移していたものの、党大会終了直後から急上昇し、30日には一時3.9%台と2014年10月以来の高水準を記録した。その後、中国人民銀行(PBoC)が流動性供給を積極的に行ったため、足許では金利上昇が一服している(図表3)。

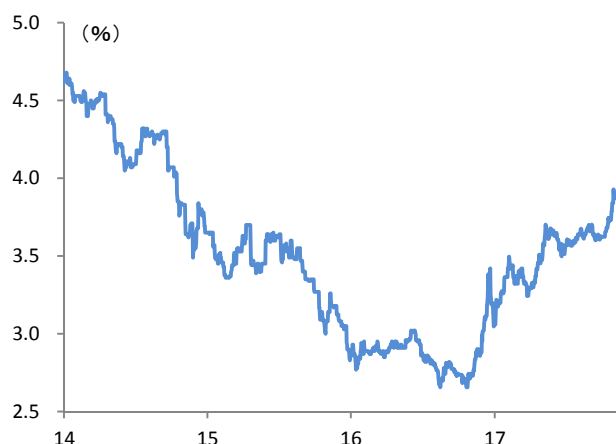
金利上昇の背景として、一部の投資家がレバレッジ規制強化に対する懸念から国債の売却を行った可能性が報じられている。多くの国債市場参加者は投資に際し銀行間市場での資金取引や国債を担保としたレポ取引にて資金調達を行う傾向がある。手元資金以上に投資額を膨ませることが可能なため、それがレバレッジ規制の対象となる恐れは確かにあった。

もっとも、今回の金利上昇は年末越えの資金需要の影響がより大きいと考える。上海銀行間取引金利(Shibor)をみると、年末までに期限を迎える満期1か月の金利は低下する一方、満期が年を跨ぐ3か月物の金利は10月上旬から上昇傾向にある(図表4)。中国では過去に長期休暇や年末年始を前に短期金利が急騰する局面が幾度となくあったため、市場参加者は10月初の国慶節明けから年末越え資金の確保を急いでいる可能性が高い。こうした中、資金調達額を減らすために国債を売却する向きが多かったと思われる。

かかる状況下、中国の国債利回りが上昇し続けるとは考えがたく、年末越えの資金需要が一巡すれば、金利は低下に向かうと予想する。

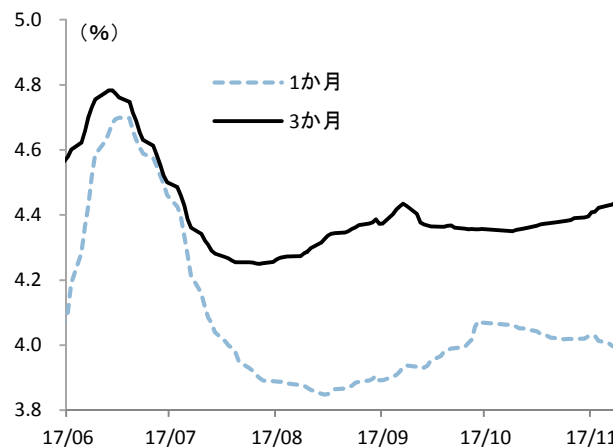
なお、中国の国債利回り上昇が実体経済に及ぼす悪影響を懸念する報道もあった。しかし、中国における企業への貸出金利はPBoCが定める貸出基準金利が長年ベンチマークとなっており、国債利回りの上下動はほとんど参照されない。そのため、仮に国債利回りが上昇し続けたとしても貸出金利の引き上げに繋がる公算は小さく、中国経済への影響は限定的となるだろう。

図表3: 中国 10年国債利回り



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

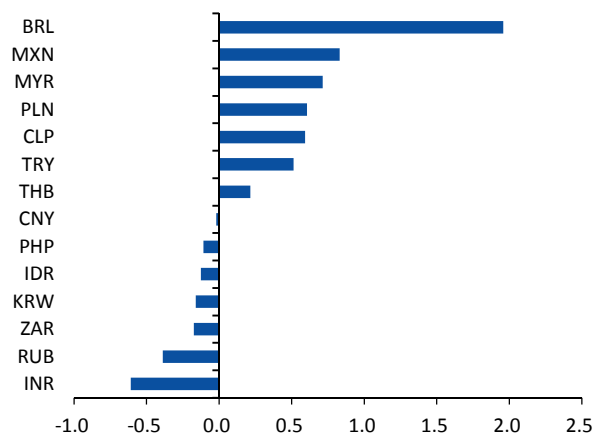
図表4: 中国 上海銀行間取引金利(Shibor)



出所: ブルームバーグ、中国外貨取引センター、みずほ銀行

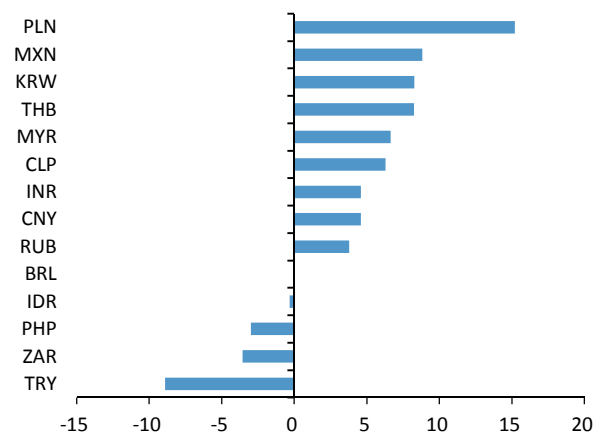
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



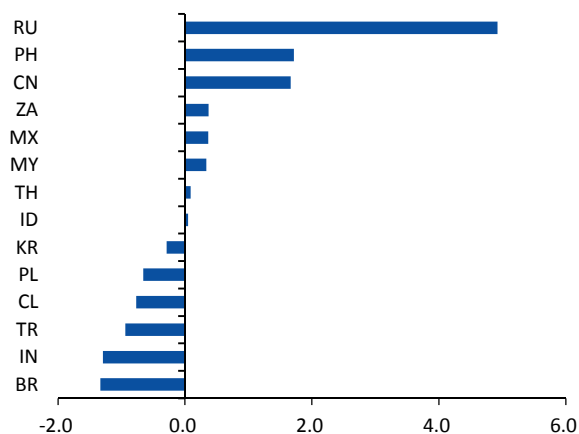
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



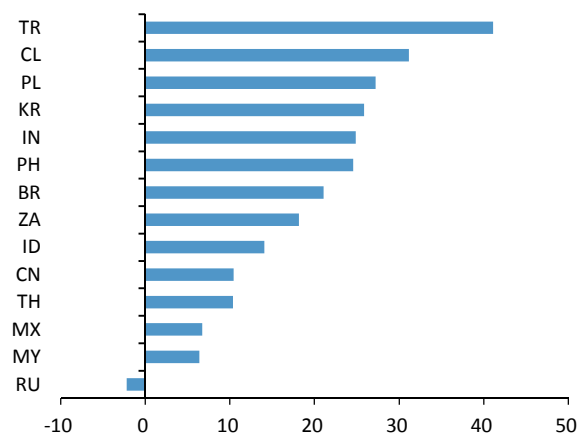
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



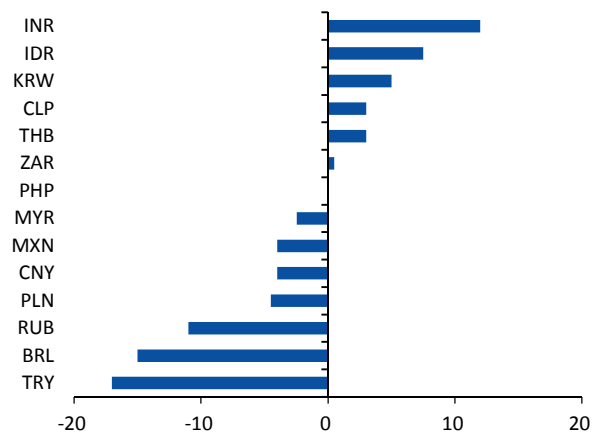
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



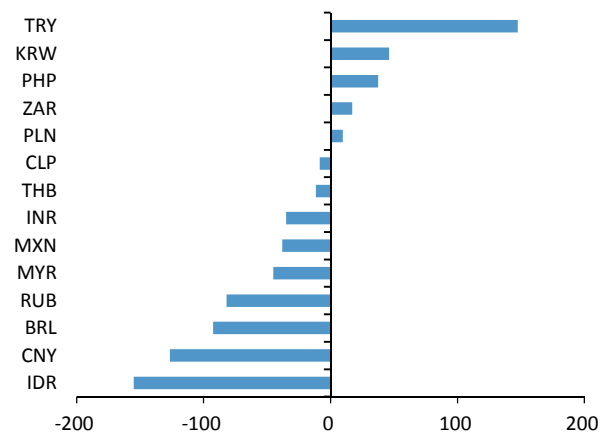
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

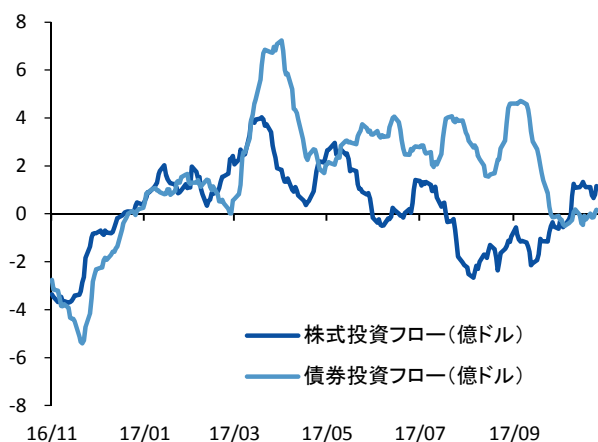
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

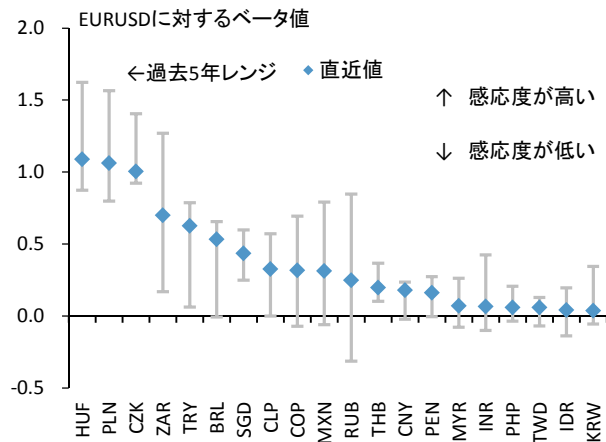
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



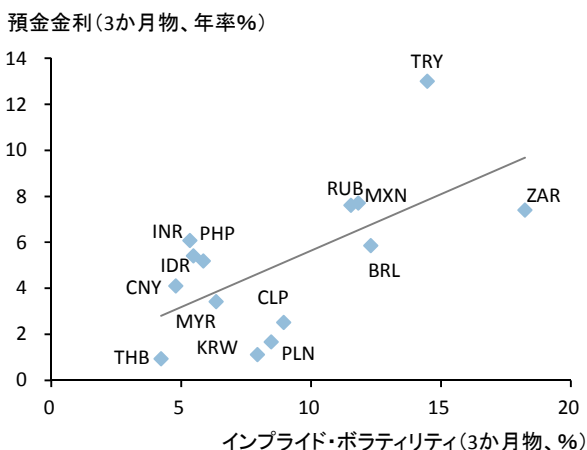
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



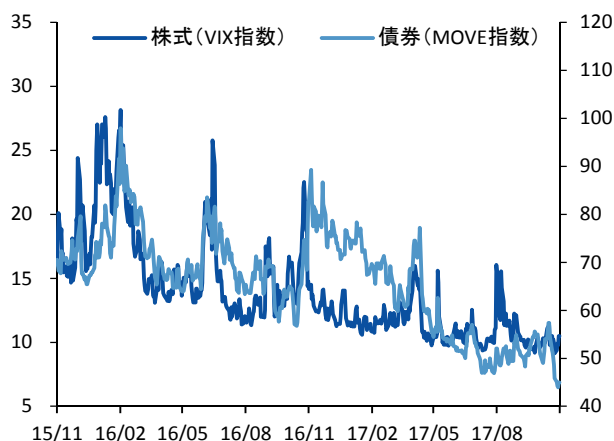
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



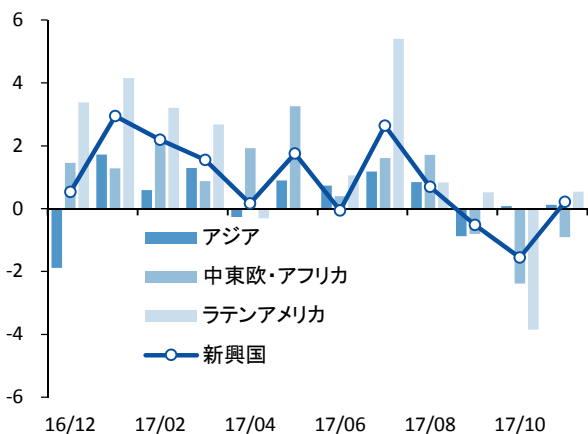
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



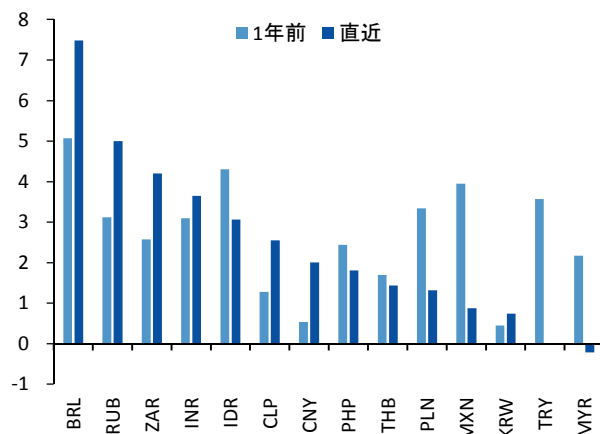
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月6日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.2%	5.1%	5.0%	--
7日 (火)	フィリピン	消費者物価指数(前年比)	3.5%	3.5%	3.4%	--
7日 (火)	台湾	消費者物価指数(前年比)	0.2%	-0.3%	0.5%	--
7日 (火)	台湾	貿易収支	\$5.85b	\$5.20b	\$6.69b	--
7日 (火)	中国	外貨準備高	\$3110.0b	\$3109.2b	\$3108.5b	--
8日 (水)	中国	貿易収支	\$39.10b	\$38.17b	\$28.50b	\$28.61b
8日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.5%	1.50%	1.50%	--
9日 (木)	中国	消費者物価指数(前年比)	1.8%	1.9%	1.6%	--
9日 (木)	中国	PPI 前年比	6.6%	6.9%	6.9%	--
9日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	6.3%	4.7%	6.8%	--
9日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
10-15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	9.2%	--	9.2%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	783.0b	--	1270.0b	--
10日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$2200m	--	-\$2411m	--
10日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	3.0%	--	3.5%	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.8%	--	4.3%	--
13日 (月)	インド	消費者物価指数(前年比)	3.4%	--	3.3%	--
13-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	25.7%	--
13-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	18.1%	--
14日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	10.4%	--	10.3%	--
14日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.3%	--	6.6%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	3.0%	--	2.6%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$1761m	--
15日 (水)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	7.8%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-1.1%	--
中東欧・アフリカ						
11月7日 (火)	ロシア	消費者物価指数(前年比)	2.8%	2.7%	3.0%	--
7日 (火)	ロシア	CPIQ7(前月比)	0.3%	0.1%	0.3%	--
8日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	9.7%	10.4%	5.2%	5.3%
9日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	0.6%	-1.6%	1.5%	--
10日 (金)	ロシア	貿易収支	8.8b	--	6.6b	--
13日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-1.24b	--
13日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	2.0%	--	2.5%	--
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	5.5%	--
16-17日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.1%	--	0.9%	--
ラテンアメリカ						
11月6日 (月)	メキシコ	消費者信頼感指数	89	88	89	--
7日 (火)	メキシコ	総設備投資	0.6%	0.3%	-2.5%	--
8日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.1%	0.1%	0.6%	--
9日 (木)	メキシコ	消費者物価指数(前年比)	6.3%	6.4%	6.4%	--
10日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	2.8%	--	2.5%	--
10日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-0.8%	--	-0.5%	--
13-18日	ブラジル	税収	--	--	105595m	--
14日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.6%	--
16日 (木)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	--	--	0.5%	--

注: 2017 年 11 月 10 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

		2017年 1～10月(実績)	SPOT	2017年 12月	2018年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4390 ~ 6.9640	6.6402	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.7994	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.944	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13516	13500	13350	12800	12600	12300
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1115.50	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.1825 ~ 4.5002	4.2065	4.30	4.15	4.02	3.95	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	51.268	51.5	49.6	48.0	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3588	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ~ 32.447	30.180	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ~ 36.01	33.10	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22716	22750	22650	22400	22350	22260
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	59.2850	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.3543	14.2471	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9415	3.8692	3.80	3.90	4.00	3.90	4.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2505	3.22	3.25	3.28	3.25	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	19.0425	19.00	19.50	19.00	18.50	18.50
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.208	17.109	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.550	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.747	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.840	0.815	0.809	0.844	0.849	0.870
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	10.143	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.992	26.932	25.58	26.02	26.87	27.09	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.214	2.14	2.18	2.25	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 83.84	83.51	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.760	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.441	3.428	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4996	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ~ 2.024	1.914	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	7.967	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	29.305	28.95	27.69	27.00	27.44	26.75
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.903	34.16	33.23	32.93	32.92	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.959	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

注:1.実績の欄は 2017 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 10 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(11 月 2 日発行)』および『中期為替相場見通し(11 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。