

2018 年 6 月 29 日

The Emerging Markets Weekly

「弱気相場」入りした中国株式市場

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末 22 日は米国が中国と通商交渉を再開に向けて動いているとの報道を背景にリスク回避の動きが後退し、多くの新興国通貨は上昇した。週初 25 日に米財務省は中国資本が 25% 以上を占める企業に対し、国益の面で重要な技術を保有する米国企業の買収を禁じる規制を策定しており、6 月末までに規制案を発表するとの報を受け、リスクオフの動きが強まると新興国通貨の大半は軟調となった。26 日、ナバロ国家通商会議 (NTC) 委員長が「投資制限は市場が予想しているほど広範囲ではない」と発言したことや、ハセツ大統領経済諮問委員会 (CEA) 委員長が「市場にとって不透明なのは良くない、中国、EU の対米関税を引き下げのための良い策を持っている」と述べ、米中貿易摩擦への懸念が後退しドルは上昇。新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。27 日は中国の米企業への投資を巡る問題に関して、トランプ米大統領が穏健な方法を検討との報道を背景にドル買い優勢となり、新興国通貨は軟調となった。28 日は発表された米 1~3 月期 GDP (3 次速報値) の市場予想を下回る結果を受けてドルの上値が押さえられる中、新興国通貨はまちまちの動きとなった。

アジア: 米中貿易摩擦への懸念が強まる中、輸出に占める中国のウェイトが大きいアジア諸国の通貨は下落した。とりわけ下落が目立ったのは、当該国の通貨である CNY や中国との経済的関係が深い KRW、および経常赤字国通貨である IDR や INR だった。INR については、原油価格が上昇する中で原油の輸入依存度が高いインドの経常収支は悪化するという懸念も下押し要因となった模様だ。

中東欧・アフリカ: 24 日にトルコで行われた大統領選挙ではエルドアン現大統領が再選を果たしたほか、同時に開催された議会選挙では公正発展党 (AKP) と民族主義者行動党 (MHP) の与党連合が過半数の議席を獲得。政治的不透明感の後退を背景に TRY は上昇した。ZAR は米中貿易摩擦の激化に加え、米大手格付け会社が政治リスクへの懸念を示したことを受けて、年初来安値を更新する展開となった。

ラテンアメリカ: BRL はブラジル大統領選を巡る不透明感や財政悪化に対する懸念を背景に週初から上値が重い展開。ブラジル中央銀行 (BCB) が前週とは異なり積極的な介入を控える中、27 日に全ての民営化計画は議会承認が必要との最高裁判所による予備判決が下り、テメル政権が進める構造改革が頓挫するとの懸念が強まると BRL は下落する展開となった。7 月 1 日にメキシコ大統領選の投票日を控える中、左派候補のオブラドール氏の勝利は確実に選挙結果に対する不確実性は低いとの思惑が広がったほか、メキシコ中銀 (Banxico) のグスマン副総裁が必要な場合は追加利上げが可能との見解を示したことを背景に MXN は上昇した。

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

「弱気相場」入りした中国株式市場

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

6 月の新興国通貨は上旬こそレンジ内で推移していたが、14 日の ECB 政策理事会の結果を受けて対ユーロを中心にドル買いが急速に進むと下落。15 日に米国政府が中国の知的財産権侵害などに対する制裁措置として一部の中国産品に追加関税を課すと発表し米中貿易摩擦激化への懸念が強まると下げ足を速めた。下旬はドル買い圧力が後退し持ち直す局面もあったが、トランプ政権が中国資本による米テクノロジー企業への投資について新たな制限を検討との報道を受けて、アジア通貨を中心に新興国通貨は再び下落した。

米中貿易摩擦の激化は新興国の通貨だけでなく金融資産価格を大きく下押ししたが、とりわけ当該国である中国の株式市場は大幅な下落を記録した。上海総合株式指数は 6 月に入り 3050 を中心に小幅なレンジ内での値動きとなっていたが、15 日から米中が追加関税を賦課しあう事態になったことを受けて節目とみられる 3000 を底割れし、2016 年 6 月以来の安値まで急落した。2018 年 1 月につけた高値(3587)から 20%以上下がる結果となり、株式市場では「弱気相場」に入ったと報じられた。

もっとも、上海総合株式指数のパフォーマンスの悪さは春先から目立っていた。MSCI 新興国株式指数に採用されかつウェイトが大きい他の国の株式指数と比較すると、3 月あたりから差が開き始め 4 月からその傾向は顕著になっている(図表 1)。要因として、同時期に米中貿易摩擦が激化したことに加え、社債の債務不履行(デフォルト)に関する報道が増えたことが挙げられる。実際、大手格付け会社のフィッチによれば 2017 年通年でデフォルトに陥った発行体は 18 社だったが、2018 年初から 6 月 4 日までで既に 12 社と昨年を上回るペースで推移していると発表した。

また、5 月 27 日に中国の石油・ガス供給会社がドル建て社債のデフォルトを宣言したことも市場の耳目を集めた。中国の企業(除く金融法人)のドル建て債務の償還額は 2018 年が 422 億ドルに対し、2019 年は 567 億ドルと 30%以上増えるとの試算もある中(図表 2)、足許で人民元が対ドルで 6.4 近辺から 2017 年 12 月以来の安値となる 6.6 近辺まで急落したことで、社債の中でも外貨建て債券(外債)の元利払いが困難になる企業が増加することが懸念されている。

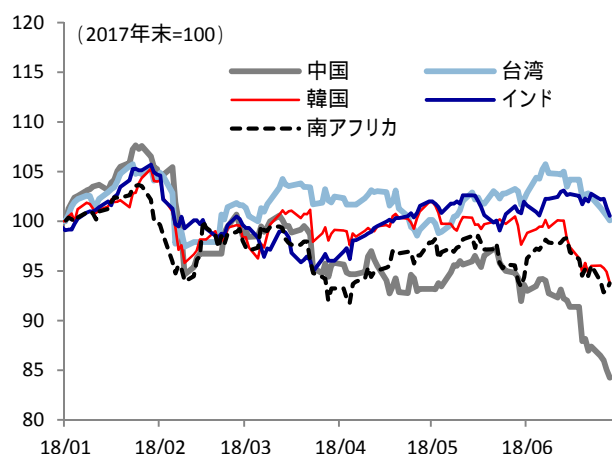
今後の米中貿易摩擦の先行きだが、両国の交渉に進展がなければ事前予告どおり 7 月 6 日にお互いに関税を掛け合う事態になろう。しかし、その後は小康状態に入ると考える。目下、トランプ政権が中国企業による米テクノロジー企業への投資について新たな制限を課することが検討されていたが、26 日にトランプ大統領は既に審議中の米外国投資委員会(CFIUS)による審査強化法案にて対応する考えを示した。

追加関税に関しては、6 月 18 日にトランプ大統領は米通商代表部(USTR)に対して 2000 億ドル相当の中国からの輸入について追加関税を検討するよう指示したばかりである。6 月に発動された追加関税は大統領による検討指示(4 月 5 日)から発動まで 2 か月以上かかっていることに鑑みれば、当分は新たな制裁案が導入される公算は小さいだろう。

7 月は米中間で貿易制裁に関する目立った動きが見られず、中国株は落ち着きを取り戻す可能性がある。もっとも、社債のデフォルト懸念は一朝一夕に晴れるものではないほか、トランプ大統領が秋の中間選挙に向けて中国に対して追加関税を課すリスクは依然として非常に大きいことに鑑みれば、安値圏での値動きが続くと考えられる。とりわけ 6 月 15 日にトランプ政権が中国への追加関税を賦課した後に人民元の名目実効為替レート(NEER)が下落基調に転じていることは(図表 3)、通貨安誘導との印象を米国側に与えかねず、トランプ大統領が中国に対して攻勢を強める要因になりかねない。

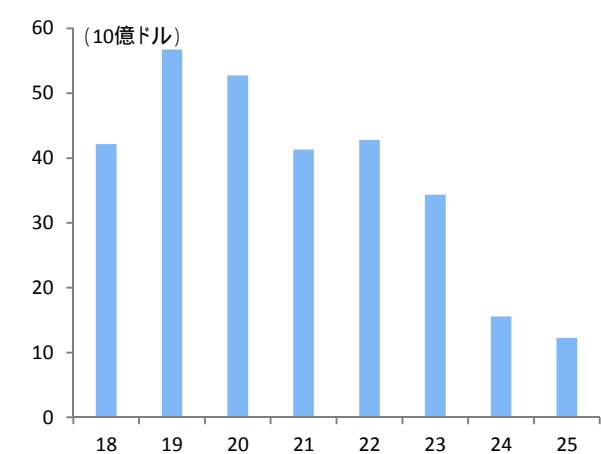
なお、中国株が弱い値動きを続けるとすれば、7 月の新興国通貨は冴えない値動きになると考える。中国株は MSCI 新興国株式指数に占めるウェイトが 31.7%(5 月末時点)と最も大きく、中国株が低迷すれば同指数も安値圏での推移が想定される。同指数は新興国株の代表的なベンチマークであり、そのパフォーマンスは新興国全体の株式フローに大きな影響を与える(図表 4)。同指数の低迷は新興国の株式市場からの資本流出に繋がる可能性が高いことを踏まえれば、当面の新興国通貨が力強さを取り戻すとは見込みがたい。

図表 1: 新興国の株式指数(年初来)



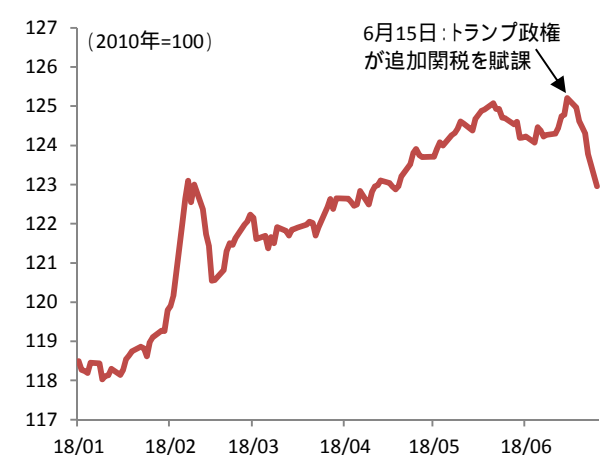
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 中国企業(除く金融機関)のドル建て債務の償還額



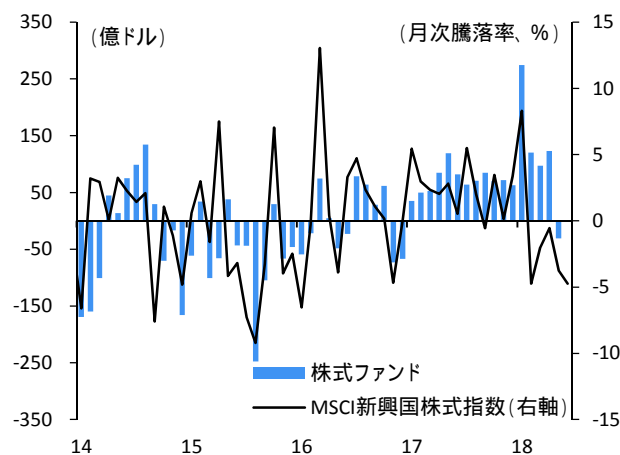
注: 2017 年末基準。
出所: IIF、みずほ銀行

図表 3: 人民元の名目実効為替レート(NEER、年初来)



出所: BIS、ブルームバーグ、みずほ銀行

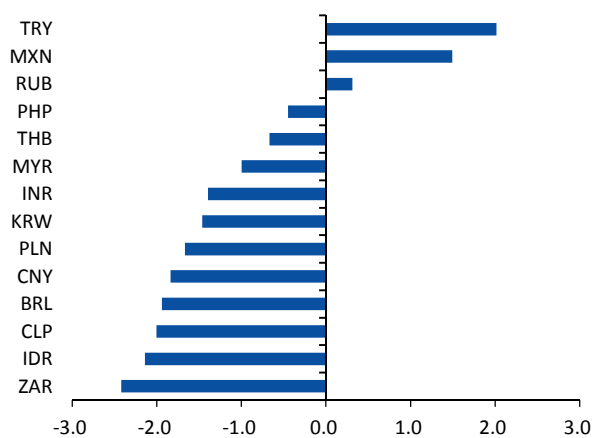
図表 4: 新興国株ファンドへのフローと MSCI 新興国株式指数



注: フローは月次の流入額。
出所: EPFR Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

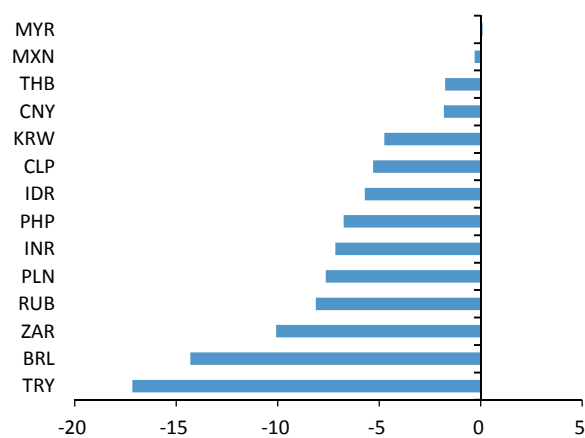
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



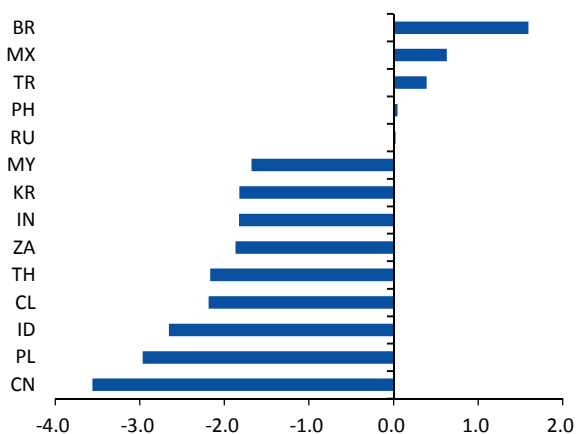
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



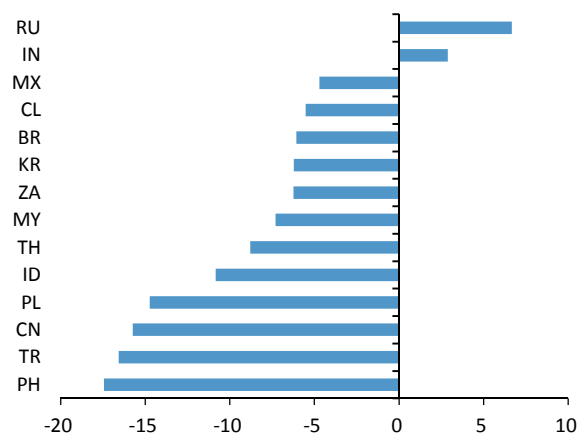
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



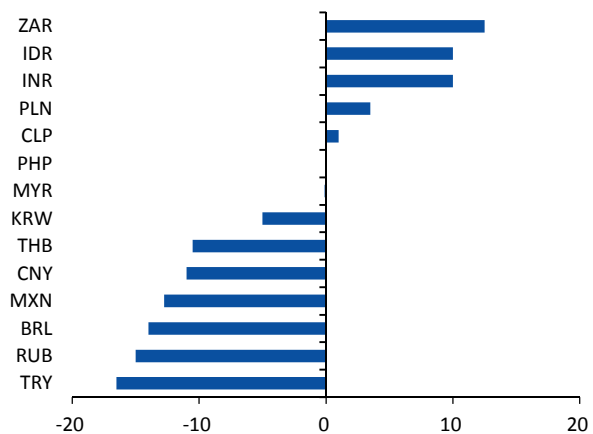
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



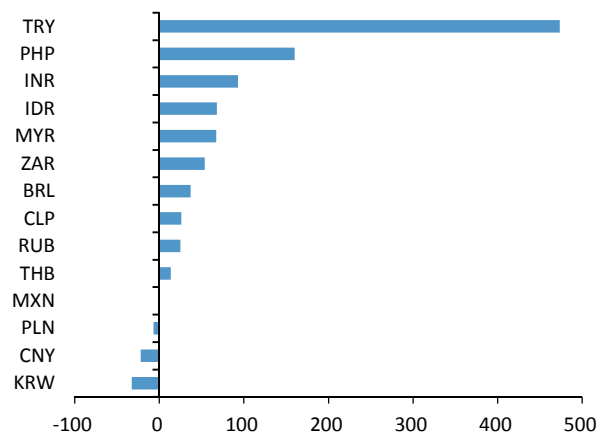
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

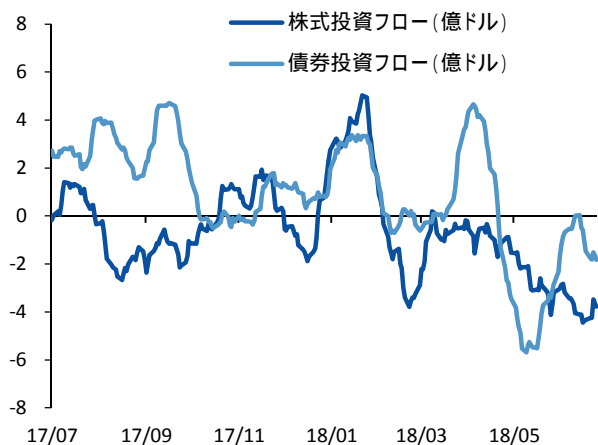
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

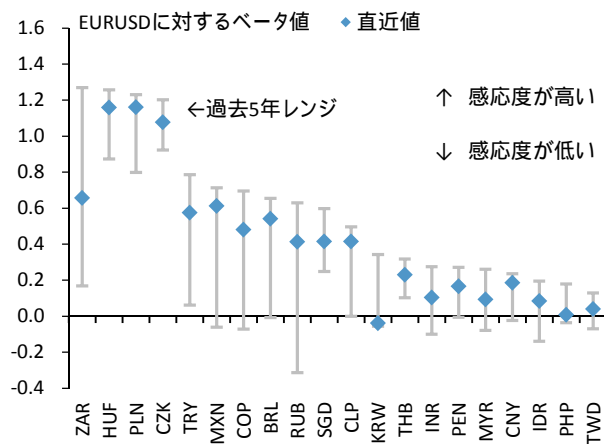
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



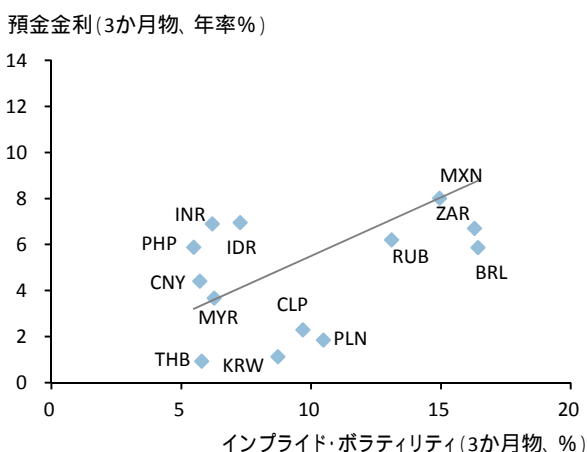
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



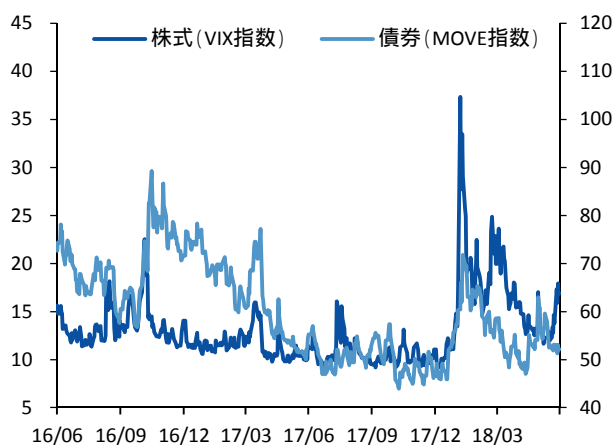
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



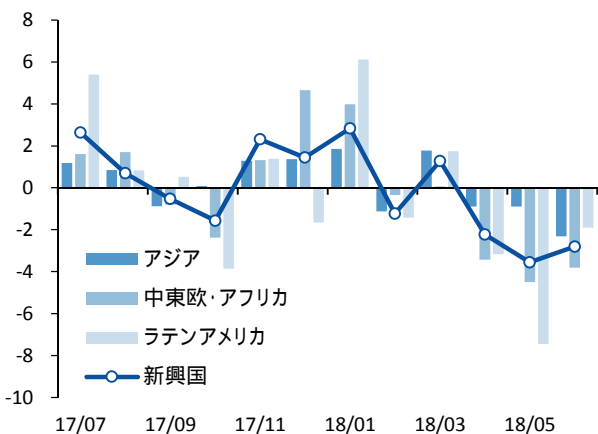
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



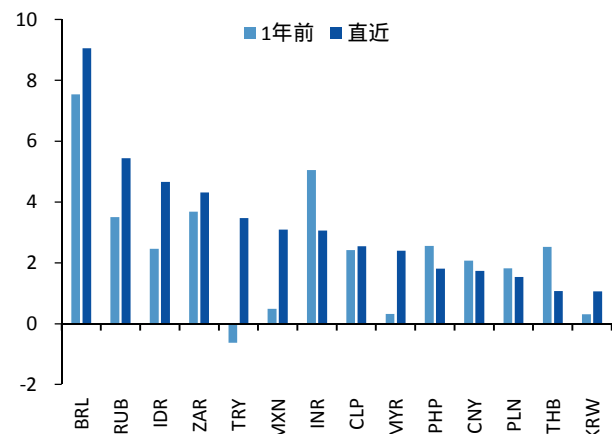
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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25日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$606m	-\$1524m	-\$1629m	-\$1625m
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.4%	0.4%	0.1%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	6.0%	7.1%	8.5%	8.8%
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	10.0%	11.1%	9.1%	--
28日 (木)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	1.8%	-0.2%	--
29日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	80	80	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	0.9%	0.9%	0.9%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1500m	--	\$1364m	--
29日 (金)	インドネシア	7日物リバースレホレート	5.00%	--	4.75%	--
30日 (土)	中国	非製造業PMI	54.8	--	54.9	--
30日 (土)	中国	製造業PMI	51.7	--	51.9	--
7月1日 (日)	韓国	貿易収支	\$6350m	--	\$6731m	\$6554m
2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.1	--	51.1	--
2日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
2日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	5270.0%	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.7%	--	1.5%	--
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$1768.2m	--
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.7%	--	4.6%	--
5日 (木)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	13.07b	--
5日 (木)	台湾	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
中東欧・アフリカ						
6月25日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	104.6	109.9	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	78.3%	77.9%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.4%	4.6%	4.4%	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	-7.70b	--	-6.69b	--
29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	28800m	--
7月2-3日	ロシア	GDP(前年比)	--	--	1.3%	--
3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	12.2%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	--	20.2%	--
6-9日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
ラテンアメリカ						
6月25日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.1%	3.3%	1.2%	--
25日 (月)	ブラジル	経常収支	\$935m	\$729m	\$620m	--
25日 (月)	ブラジル	海外直接投資	\$3000m	\$2978m	\$2618m	--
26日 (火)	ブラジル	税収	107674m	106192m	130806m	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	-885.0m	-1586.8m	-289.1m	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	6.8%	6.9%	4.3%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	51.4%	--	51.9%	--
7月2-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$5981m	--
4日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.9%	--
5日 (木)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	88.3	--
5日 (木)	メキシコ	総設備投資	--	--	-4.1%	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	2.9%	--

注: 2018 年 6 月 29 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 1～5月(実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.6270	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8481	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 68.458	68.793	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14213	14394	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1123.90	1070	1070	1075	1080	1080
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	4.0425	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.758	53.510	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3490	1.3681	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.082	30.578	29.90	29.90	30.00	30.10	30.10
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	33.15	31.8	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22855	22938	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	63.0188	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.8934	13.8079	12.20	12.40	12.20	12.00	11.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.5914	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	3.8615	3.60	3.69	3.69	3.68	3.67
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.0481	19.7364	20.00	19.50	18.50	18.00	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	16.649	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.072	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.606	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.769	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.849	10.00	9.72	9.30	9.26	9.07
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.271	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.061	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	80.74	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.612	3.58	3.48	3.33	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.332	3.36	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4816	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	1.750	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.515 ~ 9.293	8.000	8.77	8.39	8.20	8.33	8.31
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	24.049	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	28.603	29.72	28.18	27.10	27.17	26.70
メキシコペソ	(MXN)	5.413 ~ 5.981	5.595	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 29 日の 7 時頃。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。