

2018 年 7 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

貿易戦争の次の山場は 9 月か

新興国市場: 今週の新興国通貨は下落した。先週末 13 日は米 7 月ミシガン大学消費者信頼感指数が市場予想を下回ったことを受けドルが軟化中、新興国通貨はまちまちな動き。週初 16 日はパウエル FRB 議長の議会証言を 17 ~ 18 日に控える中、ドル売り優勢地合いになると新興国通貨は上昇。しかし、米経済指標の良好な結果を背景にドルが反発すると新興国通貨は上げ幅を縮小した。17 日、注目の議会証言でパウエル FRB 議長が米国経済に対する楽観的な見方を示したほか、漸進的な利上げを続ける方針を述べるとドルは続伸し新興国通貨は上値重く推移した。18 日は前日の流れを引き継ぎドルが堅調に推移する中、新興国通貨は軟調な値動きが継続。19 日も同様の展開が続いていたものの、トランプ米大統領が FRB の利上げを「好ましくない」と述べたことや、強いドルは「米国を不利な立場に置く」と発言したことを受けドルは急落し、新興国通貨売りに一服感が出た。

アジア: 16 日に発表された中国 4 ~ 6 月期 GDP は前年比 +6.7% と 1 ~ 3 月期 (同 +6.8%) から小幅に減速したが、市場予想通り (同 +6.7%) だったため CNY への影響は限定的。しかし、19 日に中国人民銀行 (PBoC) が設定する基準値が節目と見られる 6.70 を上回る 6.7066 に設定されると CNY は急落した。18 日に韓国企画財政省は半年に 1 回公表する経済政策報告書で 2018 年の経済成長見通しを従来の +3.0% から +2.9% に引き下げたことや、CNY が急落する動きに KRW は連れ安となった。インドネシア中央銀行 (BI) は 19 日に金融政策会合を開催し政策金利を 5.25% に据え置いた。BI は 2018 年に入って IDR を下支えするために合計 100bp 政策金利を引き上げており、今会合では現状の金融政策を維持したものの、BI のベリー総裁が「われわれは政策スタンスがタカ派であるということを強調する必要がある」と述べるなど、引き続き IDR のサポートに強い意欲を示した。なお、政策金利の据え置きは市場予想通りであったが、会合後の IDR は小幅に値を下げた。

中東欧・アフリカ: 17 日に米共和党のライアン下院議長がロシアに対する経済制裁の強化を検討する用意があるとの考えを示したことを受けて RUB は軟化した。南アフリカ準備銀行 (中央銀行、SARB) は 19 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 6.50% に据え置いた。SARB はこれまでの会合で指摘してきたインフレ率の上振れリスク要因が現実味を帯びていると指摘したほか、2018 年の成長見通しを +1.7% から +1.2% に下方修正したことが嫌気され ZAR は下落した。

ラテンアメリカ: 18 日にトランプ大統領がメキシコとの 2 か国間で通商交渉を行う可能性があるとの発言を受け、交渉の早期妥結に対する期待が高まり MXN は上昇したが、その後はドル買い優勢地合いとなる中で反落。18 日に商品市況が悪化する中で BRL は急落したが、19 日に財政改革路線の維持を掲げるアルキミン大統領候補がブラジル労働党 (PTB) からの支持をとりつけたとの報道を受けて買い戻された。

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

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

貿易戦争の次の山場は 9 月か

6 月に米国と中国が相次いで追加関税を発表し、7 月初旬には双方が発動に踏み切るなど米中貿易摩擦が実質的な貿易戦争へと発展する中、新興国通貨は全面安の展開となった。今週は CNY が対ドルで 6.78 台と 2017 年 7 月以来の安値をつけるなど東アジア通貨は急落する一方、ASEAN 通貨は下落ペースが 6 月と比べて緩やかになったほか、アジア以外の地域では一部通貨が反発するなど地域ごとで値動きがまちまちになっている。

背景には、米中両政府が新たな制裁関税や報復措置について発表せず、お互いの出方をうかがう姿勢を示したことで目先における貿易戦争激化への懸念が後退していることが挙げられる。トランプ米政権は 7 月 6 日に中国の知的財産権侵害への制裁措置との名目で中国からの輸入品 340 億ドルへの追加関税を発動し、中国政府も同額の米国製品に対して報復関税を課すことを表明。米国は 10 日に最大 2000 億ドル相当の中国製品に 10% の追加関税の適用を検討するとしたが、知的財産侵害への制裁として残る 160 億ドル相当の輸入品に対する追加関税は中国の出方を見て判断するとし、即時の発動を見送った。

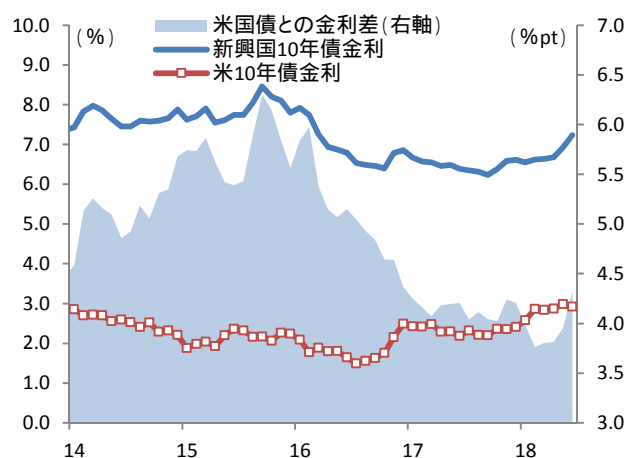
また、7 月 10 日に米通商代表部 (USTR) が公表した追加関税リストについて、実際の発動まで時間を要する公算が大きいことも、米中貿易戦争激化に対する懸念の後退に繋がったと考えられる。同関税に関しては議会や産業界からの意見聴取などに約 2 か月かかると言われており、検討開始時期から計算すれば、発動の準備が整うのは 9 月上旬になる見込みだ。

さらに 2 月からの下落局面を経て新興国の金融資産に投資妙味が出始めていることも、新興国からの資金流出圧力の後退に寄与したと推察される。新興国と米国の 10 年国債利回り差は 2018 年 2 月末時点で約 3.8% と過去 5 年間で最低水準を記録した。その後は米 10 年国債利回りが 3.1% 台をピークに 2.8% 台へ徐々に低下する一方、新興国の中央銀行が相次いで利上げしたことなどを背景に新興国の国債利回りは上昇。その結果、6 月末時点で新興国と米国の金利差は約 4.3% と 2016 年 12 月以来の水準まで拡大した (図表 1)。また、新興国株式の代表的な指数である MSCI 新興国株式指数の株価収益率 (PER) は 13.4 倍と直近のピーク (16.6 倍、2018 年 1 月時点) から低下し 2016 年 1 月以来の低水準となった。米国の S&P500 種株価指数の足許における PER が 21.3 倍であることに鑑みれば、米国との比較でも割安感があると言えよう。

目先は米中貿易戦争が小康状態に入る公算が大きい中、新興国の金融資産の投資妙味が増していることなどを背景に新興国からの資本流出圧力は一旦弱まりそうだ。実際、ファンドの新興国に対する年初来からの累積投資額を見ると、7 月に入り新興国株式に対する投資額の減少ペースは緩やかとなり、債券に至っては増加に転じている (図表 2)。

もっとも、こうした展開が長続きするとは考えがたい。16 日に USTR は中国、欧州連合 (EU) やカナダなどが発動した米鉄鋼・アルミ関税への報復措置は不当だとして、世界貿易機関 (WTO) への正式な提訴手続きを開始すると発表した。トランプ政権が通商政策で強硬姿勢を転換する様相は見られず、米中通商交渉が進展しないままトランプ大統領が現在検討中の 2000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税の賦課に踏み切るリスクはある。また、先月にトランプ大統領は中国側が態度を改めない場合は最大で合計 4500 億ドル (500+2000+2000) と米国の中国からの 1 年間の輸入額 (2017 年、5063 億ドル) の約 9 割に相当する金額について追加関税をかける方針を示していることも踏まえれば、米中貿易戦争の懸念が大きく後退するとは想定しにくい。かかる状況下、目先は新興国通貨が安定に向かう可能性があるものの、その流れは短命に終わると思う。

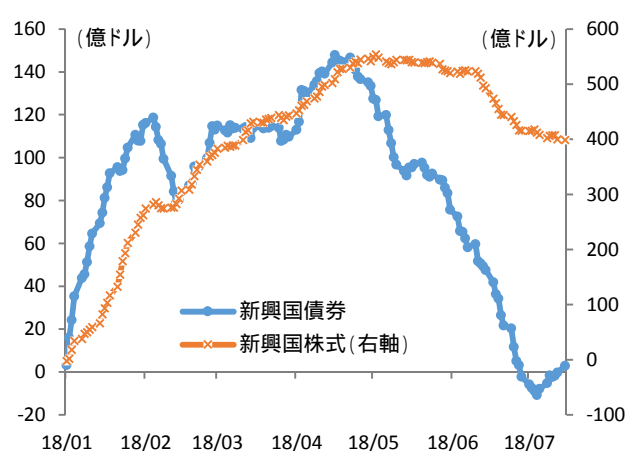
図表 1: 米国と新興国 (除く中国) の 10 年国債金利と金利差



注: 新興国はインド、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポール、韓国、台湾、トルコ、ロシア、メキシコ、ブラジル、南アフリカの金利を名目 GDP で加重平均し算出。

出所: 世界銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: ファンドの新興国に対する累積投資額 (年初来)

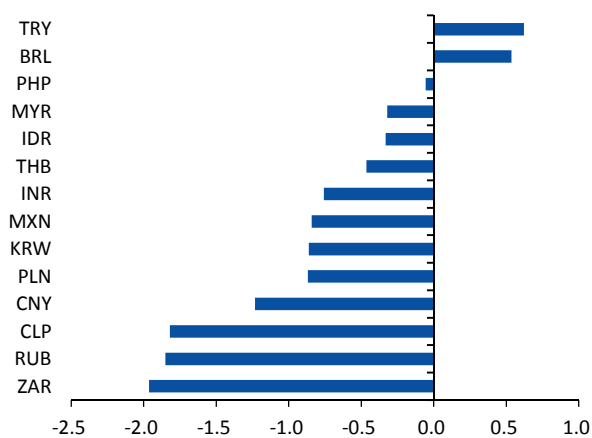


注: 2018 年 7 月 16 日時点。

出所: EPFR Global、みずほ銀行

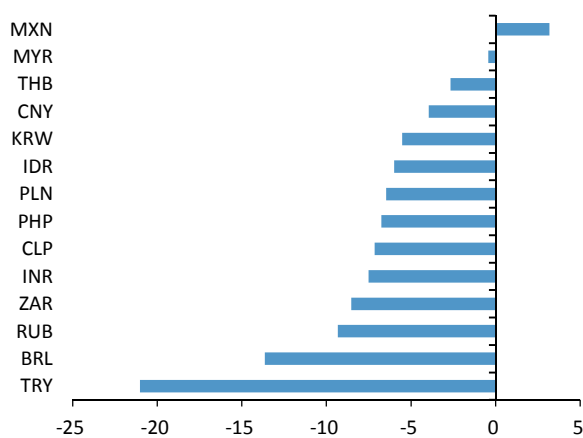
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



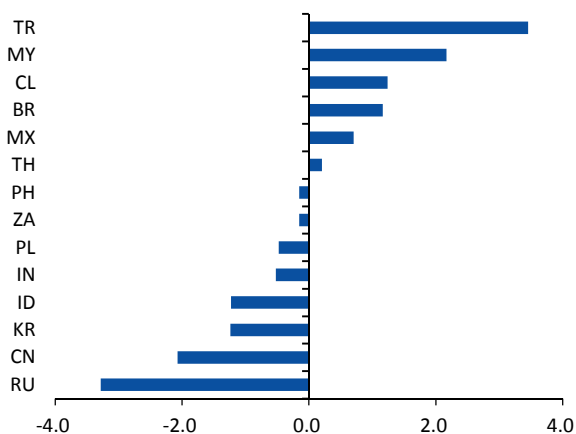
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



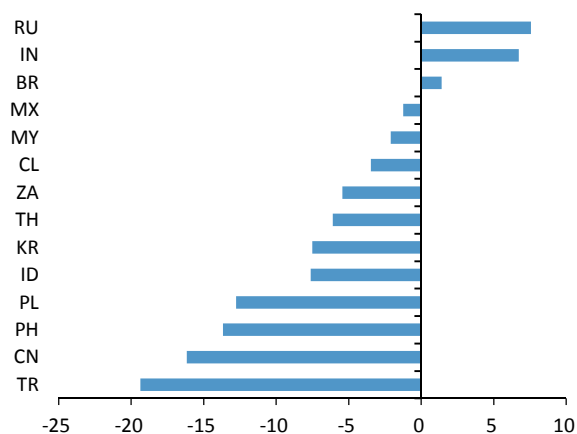
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



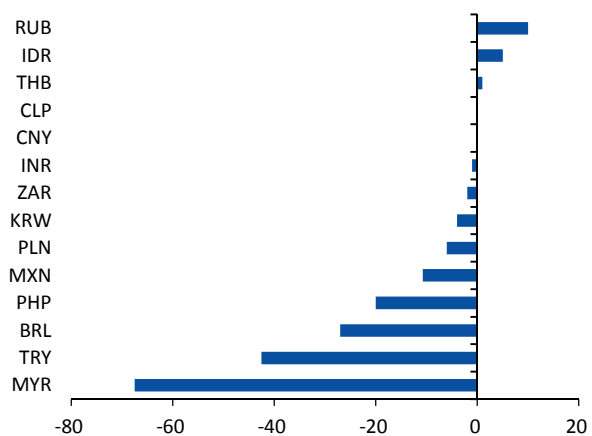
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



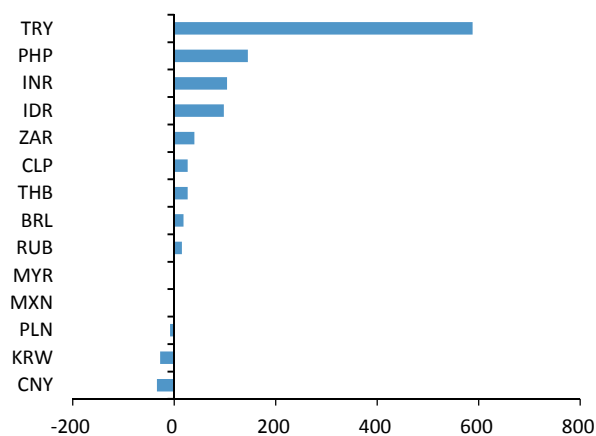
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

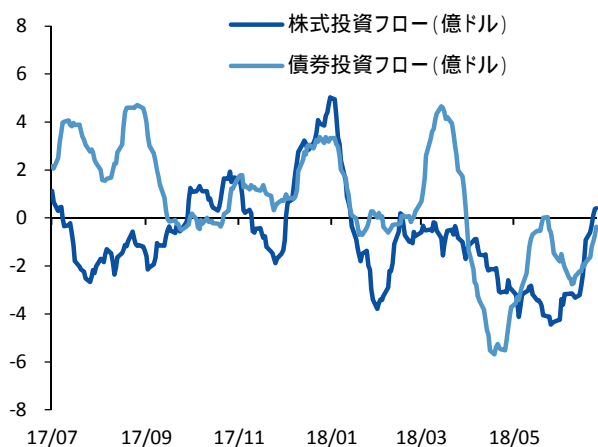
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

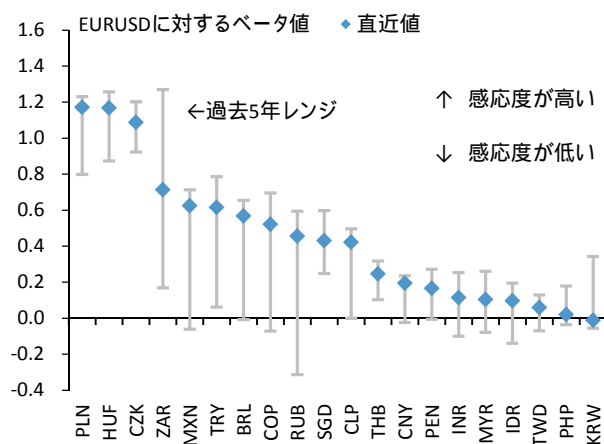
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



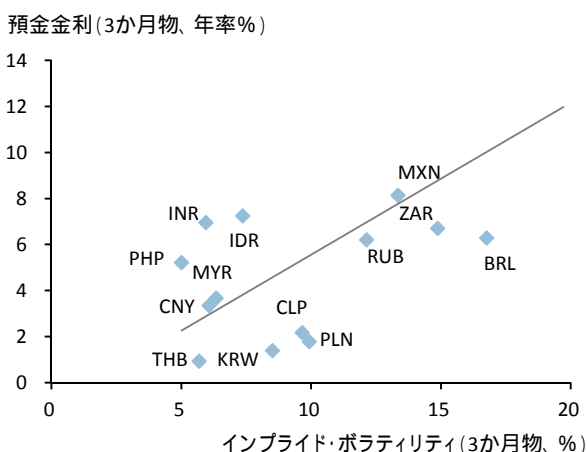
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



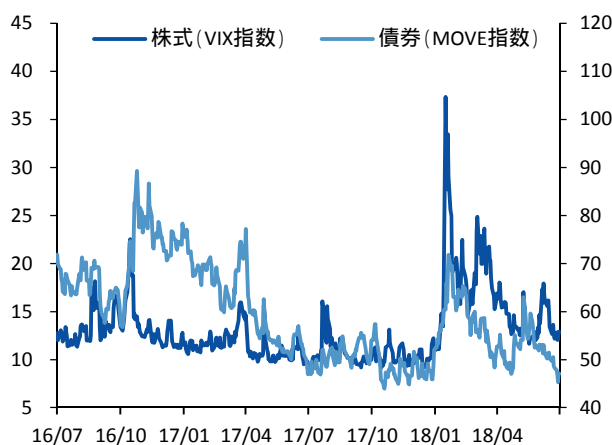
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



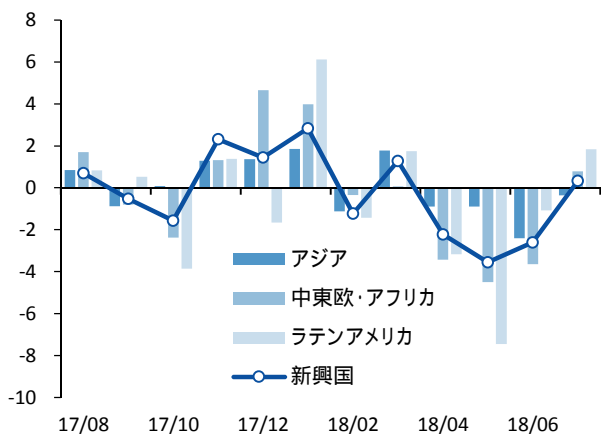
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



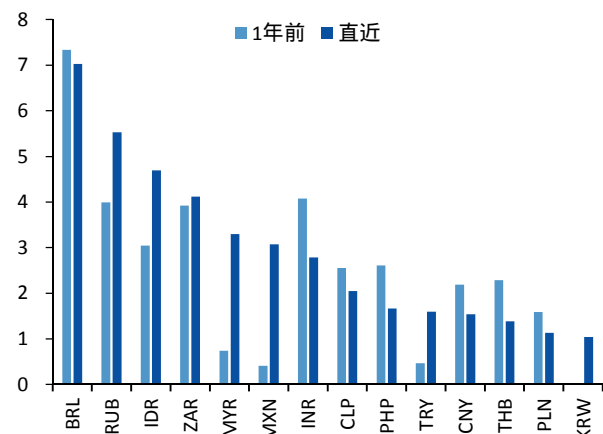
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月16日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.7%	6.7%	6.8%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	8.8%	9.0%	8.5%	--
16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.5%	6.0%	6.8%	--
16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.0%	6.0%	6.1%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.0%	6.9%	12.7%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$968m	\$1743m	-\$1524m	-\$1454m
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	5.2%	5.8%	4.4%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	7.8%	1.1%	15.5%	--
18日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.3%	0.8%	1.8%	--
19日 (木)	インドネシア	7日物リハースレポート	5.25%	5.25%	5.25%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$1177m	-\$583m	--
20日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1300m	--	\$1204m	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	5.8%	--	7.1%	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.8%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	11.1%	--
中東欧・アフリカ						
7月16日 (月)	トルコ	失業率	9.2%	9.6%	10.1%	--
16日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.2%	2.2%	3.7%	--
17日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	5.9%	6.4%	6.2%	6.3%
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.8%	4.6%	4.4%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	0.8%	1.9%	0.5%	--
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.5%	3.0%	2.4%	--
18日 (水)	ロシア	失業率	4.7%	4.7%	4.7%	--
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.50%	--
24日 (火)	トルコ	1週間レポート	--	--	17.75%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
7月23日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	4.5%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.3%	--
26日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	\$729m	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	6.9%	--

注:2018 年 7 月 20 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								
エマージングアジア								
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
マレーシアリングギ	(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								
エマージングアジア								
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
マレーシアリングギ	(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 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 20 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(7 月 2 日発刊)』および『中期為替相場見通し(6 月 29 日発刊)』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。