

2018 年 7 月 27 日

The Emerging Markets Weekly

思惑が交錯する人民元相場の今後

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅に上昇。先週末 20 日はトランプ米大統領が「中国からの輸入 5000 億ドル相当に関税の用意」と発言し米中貿易戦争の激化に対する懸念が強まったが、その後に同氏がドル高や利上げをけん制するようなコメントを述べたことから新興国通貨は底堅く推移した。週初 23 日は先週末の流れが続き新興国通貨は堅調に推移。しかし、トランプ大統領からドル高や利上げについて追加コメントが聞かれない中でドルは買い戻され、新興国通貨はまちまちな動きとなった。24 日は翌日のトランプ大統領とユンケル欧州委員長の会談や 26 日の ECB 政策理事会を控え主要通貨の値動きが限られる中、新興国通貨は大半が小幅な値動きにとどまった。25 日はトランプ大統領とユンケル委員長の会談後の記者会見で貿易戦争を回避する姿勢が示されたことから、ユーロが対ドルで上昇し新興国通貨は堅調な動きとなった。26 日に開催された ECB 政策理事会では現状の金融政策が維持された。ECB のドラギ総裁が記者会見で改めて 2019 年の夏までは低金利を維持する方針を表明するとユーロは売り優勢となり、新興国通貨は軟調となった。

アジア: 26 日に発表された韓国の 4~6 月期実質 GDP は前期比+0.7%と市場予想通りの結果となる中、前日のトランプ大統領とユンケル委員長の会談で貿易摩擦への回避に向け合意したことから世界貿易の減速懸念が後退し、輸出依存度の高い KRW は上昇した。

中東欧・アフリカ: 24 日に南アフリカのラマポーザ大統領は中国の習近平国家主席と会談後、中国が南アフリカに対してインフラ整備や農業、科学技術の分野に 147 億ドルの投資を確約したことを明らかにしたことを受け ZAR は上昇した。同日、トルコ中央銀行 (CBRT) は金融政策会合を開催し、政策金利を 17.75% に据え置いた。声明文では外需が堅調である一方、内需減速の兆候が鮮明になりつつあるとし、高インフレよりも景気減速に配慮する姿勢を示した。市場では利上げを予想する向きが大勢だったほか、利上げけん制発言を続けるエルドアン大統領に付度し CBRT は金融引き締め及び腰になるとの懸念が強まり TRY は急落。25 日にトルコの裁判所が米国人牧師アンドリュー・ブランソン氏の処遇を収監から自宅軟禁へと変更することを発表。同氏は 2016 年 7 月に起きたクーデター未遂の首謀者とされるギュレン氏と関係した疑いをもたれ抑留されていた。同氏の処遇が見直されたことにより、米国とトルコの関係が改善に向かうとの期待から TRY は下げ幅を縮小したが、26 日にトランプ大統領がブランソン氏の早期解放を促すため、トルコ政府に対し「大規模な制裁」を発動する考えを示すと TRY は反落した。

ラテンアメリカ: 北米自由貿易協定 (NAFTA) の再交渉を巡りメキシコとカナダの高官が早期に合意できるとの見通しを示したほか、米通商代表部 (USTR) のライトハイザー代表が議会証言で 8 月に暫定合意に達する可能性があると述べたことが好感され 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

思惑が交錯する人民元相場の今後

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

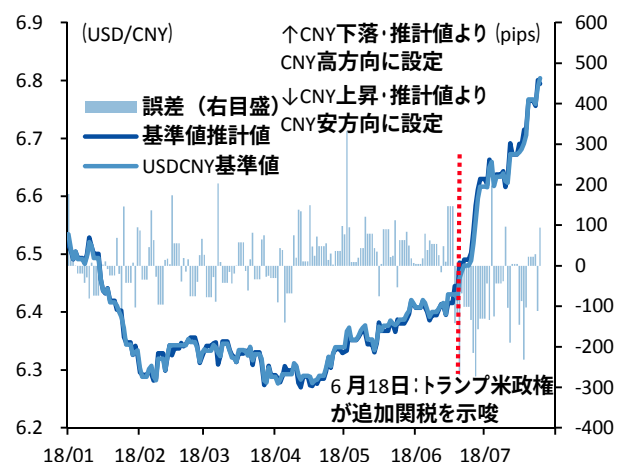
年初は 6.5 台から 6.2 台まで上昇した CNY だが、経済指標が弱含む中で 4 月下旬から 5 月にかけて 6.40 台まで下落。6 月 15 日にトランプ米政権が中国の知的財産侵害に対する報復関税を課す方針を発表し、18 日には 2000 億ドルの追加関税案を発表する中で 6.4 近辺から 6 月末には 6.6 近辺まで下値を切り下げた。7 月 6 日には、実際に米中両国が相互に追加関税を賦課し合う事態へ発展すると 6.7 台まで続落。さらに中国人民銀行 (PBoC) が定める基準値が 19 日に節目と見られていた 6.7 を超え 6.7066 に設定されると、中国当局は CNY 安誘導を行っているとの思惑が拡がり、今週は一時 6.8290 と 2017 年 6 月以来の安値をつける展開となった。

市場参加者が基準値を見ながら「中国当局が自国通貨安を志向している」と判断した主な理由として、米中貿易戦争における米国への対抗措置として通貨の切り下げを行っているとの疑惑が強まっていたことが挙げられる。中国政府は米国が追加関税案を発表すると同額の報復関税案を発表してきたが、米国の中国からの輸入額が約 5000 億ドル (2017 年) に対し、中国の米国からの輸入額は約 1500 億ドルしかないため、報復関税で対抗するには限界があると以前から指摘されていた。こうした中、米政府が 2000 億ドルの追加関税案を発表した 6 月 18 日から基準値の計算ロジックに基づいた推計値に対して、実際の基準値が大きく CNY 安方向に設定されるようになった (図表 1)。あまりのタイミングの良さに当局が CNY の低め誘導を行ったと見られても不思議ではない状況だった。

もっとも、CNY が下値を切り下げていった背景には当局による低め誘導だけでなく、ファンダメンタルズ悪化の影響も大きかったと考える。実際、6 月からの基準値と CNY の実勢値を見ると、実勢値のほうが先に下落し基準値が追従するという関係が見て取れる (図表 2)。基準値の算出に際しては市場実勢を尊重するという方針は維持されている模様であり、基準値の動向が CNY 安を主導したとまでは言い切れない。むしろ、経済指標の軟化と米中金利差縮小などファンダメンタルズの悪化が目立つ中、米中通商摩擦が貿易戦争へ発展していったことで CNY 売り圧力が急速に強まったことが主因と解釈するのが妥当だと思われる。

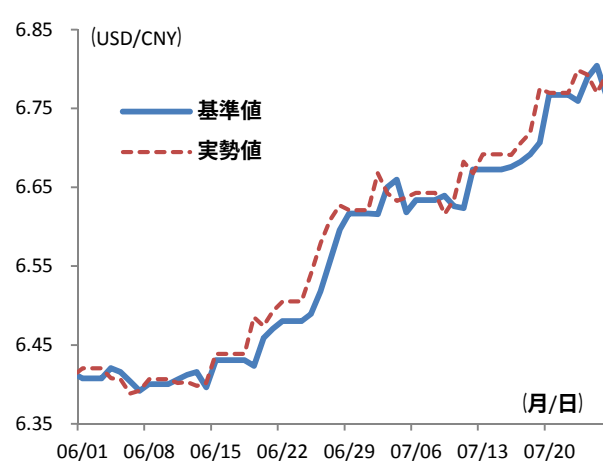
中国の主要経済指標は春先から弱含み始めており、7 月 16 日に発表された中国の 4~6 月期 GDP 成長率は前年比+6.7%と 1~3 月期 (同+6.8%) から小幅に減速した。同時に公表された 6 月小売売上高は前年比+9.0%と 5 月 (同+8.5%) から加速したものの、2017 年 6 月 (同+11.0%) をピークに減速基調が続いている。また、6 月鉱工業生産は前年比+6.0%と 5 月 (同+6.8%) と減速。鉱業は 2 か月連続で前年比プラスを記録するなど昨年の低迷から抜け出しつつある一方、経済のけん引役である製造業は前年比+6.0%と過去 5 年間で最も低い伸び率となった。さらに 1~6 月期固定資産投資は前年同期比+6.0%と 4 か月連続で減速した。

図表 1: 基準値と推計値



出所: 中国人民銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: CNY の実勢値と基準値 (6 月初～)

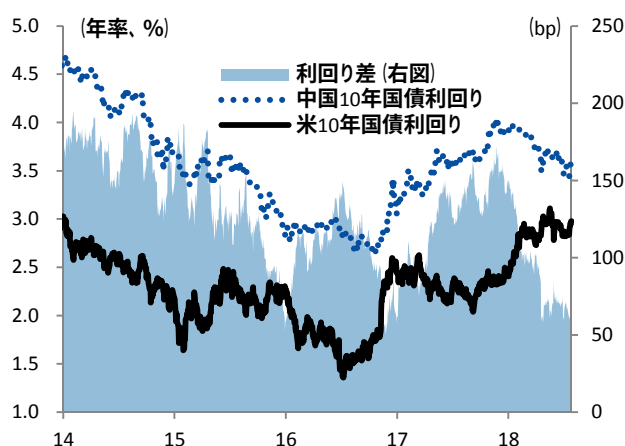


出所: 中国人民銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

経済指標の軟化を受けて PBoC は 2018 年に入り預金準備率 (RRR) を 4 月および 6 月に相次いで引き下げた。その結果、米国と中国の 10 年国債利回りの金利差は年初の 150bp 近辺から足許は 60bp 近辺まで縮小 (図表 3)。7 月 23 日に開催された国務院の常務委員会の声明文では、対外環境の不透明性が強まっていることを受けて金融政策を柔軟に活用するとしたほか、金融政策のスタンスに関して「穏健で中立な金融政策」の「中立」の表現が削除されて表記された。こうした当局の言動に鑑みれば、今後も追加緩和策が実施され米中金利差は縮小が続く公算が大きくなっている。

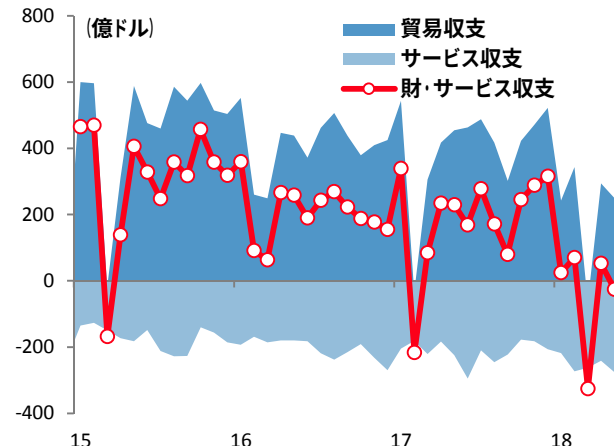
いずれにせよ、「国際収支の均衡」という政策目標を掲げ、大規模な資本流出を忌避する PBoC は、CNY が続落していく場合は対策を講じるだろう。中国外貨管理局 (SAFE) が発表する月次の財・サービス収支は貿易収支の悪化を主因に縮小方向にある (図表 4)。実需に関するフローが CNY を下支える力が弱まっていることを示唆しており、こうした状況下で PBoC の忍耐力はあまり高くないと推察されるため、CNY 安抑制策が早晩導入される可能性は高いと考える。

図表 3: 米中 10 年国債利回り金利差



出所: 中国人民銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 財・サービス収支



注: 2015 年からデータ取得可能。

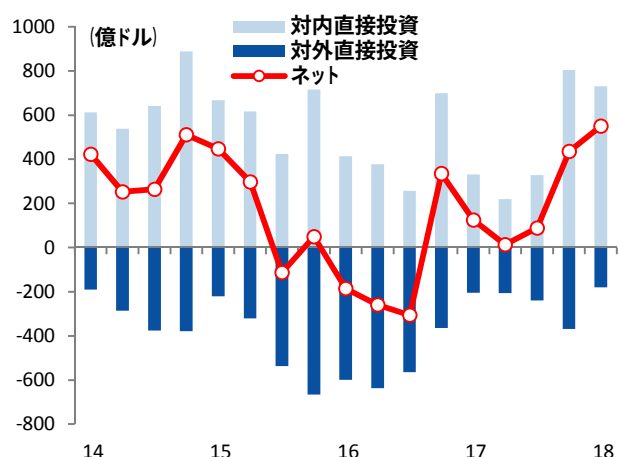
出所: 中国外貨管理局、Macrobond、みずほ銀行

PBoC が採りうる CNY 安抑制策として、まず資本規制の強化が挙げられる。2015 年 8 月 11 日に基準値を CNY 安方向に大きく切り下げた（チャイナショック）後、CNY 売り圧力が後退しないとみるや、すぐさま同月 31 日に外貨予約（外貨買い・CNY 売り予約サイドのみ）に対して外貨リスク準備金の積み立てを義務付けた（2017 年 9 月 11 日に実質的に解除）。また、2016 年 10 月～12 月にかけて米利上げやトランプ新政権による景気刺激策への期待を背景としたドル高を受けて CNY が続落した局面では、中国企業による海外企業の買収に規制を行うことで対外直接投資の金額を抑制した（図表 5）。こうした直近の例を踏まえれば、CNY の下落局面が継続する場合、資本規制が強化される公算は大きい。

また、CNY 急落時には CNY の流動性を引き締め、短期金利を急上昇させることより CNY 売りポジションの解消を強いる可能性もある。同手法はオフショア人民元（CNH）相場で主に用いられており、2016 年 1 月に初めて実施された。流動性が引き締まる前の銀行間金利（CNH Hibor）の翌日物は 1 月 7 日に年率 2.10% だったが、引き締まりを受けて 1 月 12 日には年率 66.82% まで急騰。CNH 売りポジションを維持するコストが急増したため、CNH は 1 月 7 日の 6.76 台から 13 日には 6.56 台まで上昇し、年初からの下落分を全て取り戻す展開となった。

こうした PBoC の対策を受けて売り圧力が和らげば、CNY は再びドル相場の動きに沿った推移へ回帰していくと予想する。回帰した後の値動きは、他の通貨同様にドル高・ドル安の流れに CNY は振られる展開となろう。そのドル相場の先行きを決定する米利上げの行方だが、FRB メンバーと金利市場参加者で見方が大きく異なっている。6 月の FOMC で公表されたドットチャートにおける政策金利の予測値（中央値）に基づけば、利上げ回数は 2018 年内に後 2 回、2019 年は 3 回となっている。しかしながら、政策金利である FF 金利をベンチマークとする翌日物金利スワップ（OIS）のフォワード市場を見ると 2018 年は後 2 回の利上げを織り込むも、2019 年は 1 回、その後は据え置きが予測されている（図表 6）。仮に米金利市場の見通しが正しいとすれば、米利上げ期待を背景としたドル高の流れが 2019 年に実現するとは見込みがたく、CNY は下落から横ばいへ基調が変わる可能性がある。

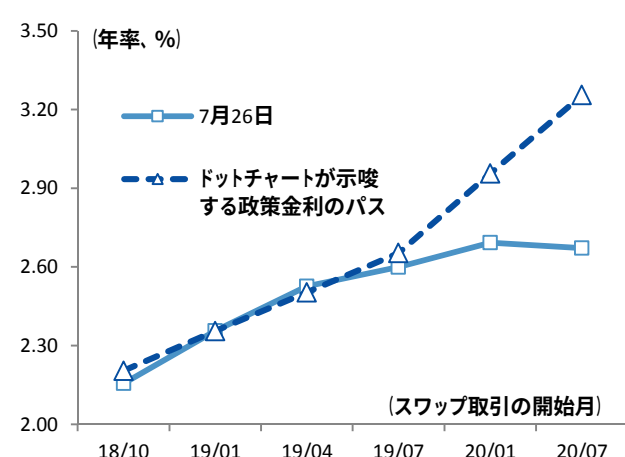
図表 5: 直接投資（対外対内およびネット）



注：最新値は 2018 年 1～3 月期。

出所：IMF、CEIC、みずほ銀行

図表 6: OIS スワップのフォワードカーブとドットチャート

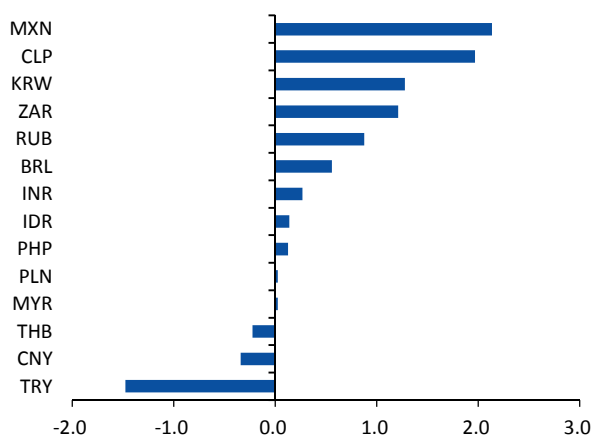


注：OIS は 1 か月物。ドットチャートが示唆する政策金利パスは各年末におけるメンバーの予測中央値を基に予約したスワップ取引が有効になる開始月に合わせて線形補完したもの。

出所：FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

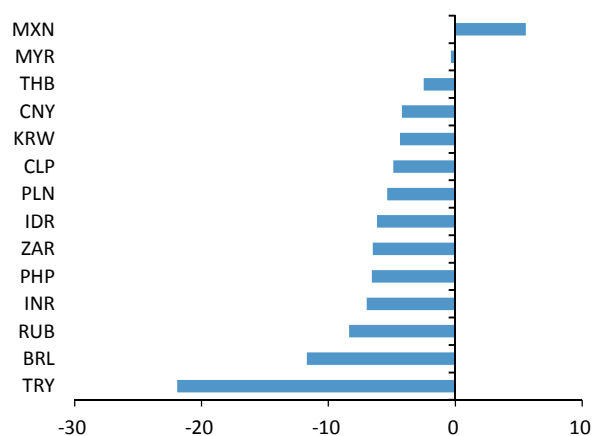
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



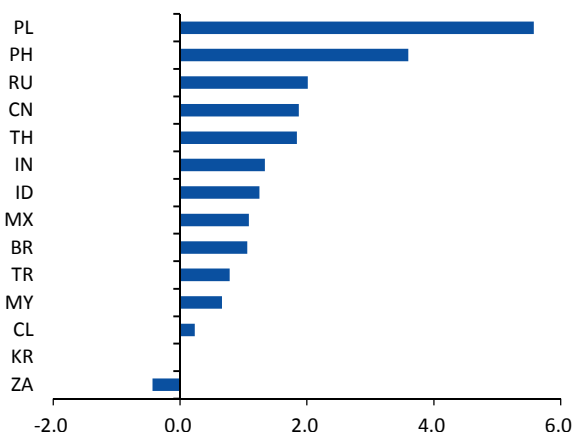
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



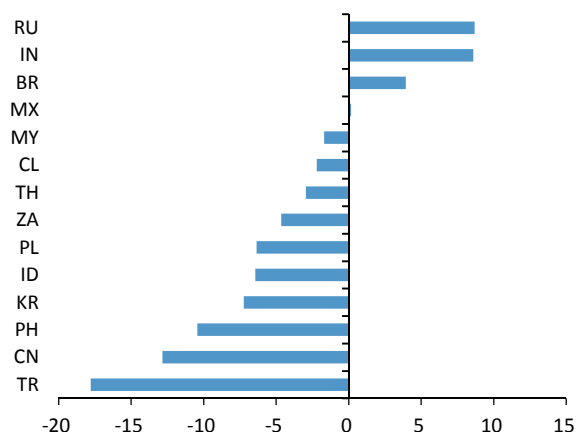
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



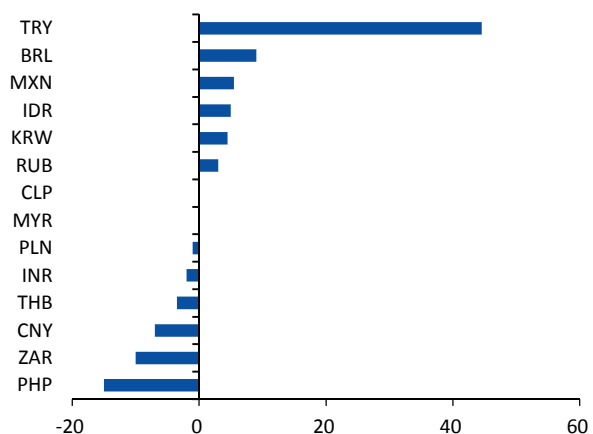
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



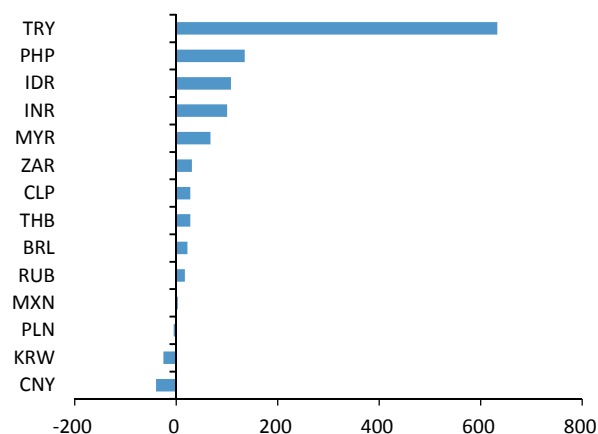
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

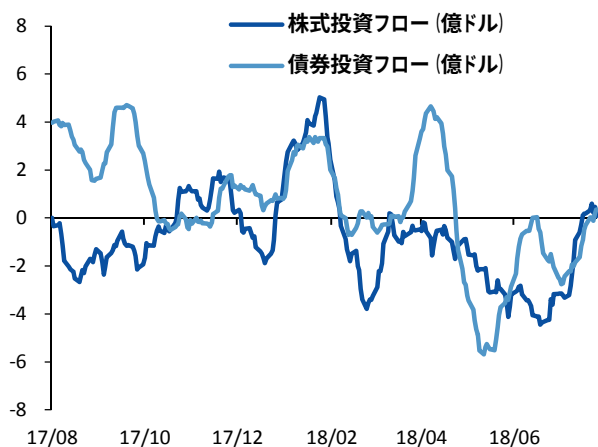
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

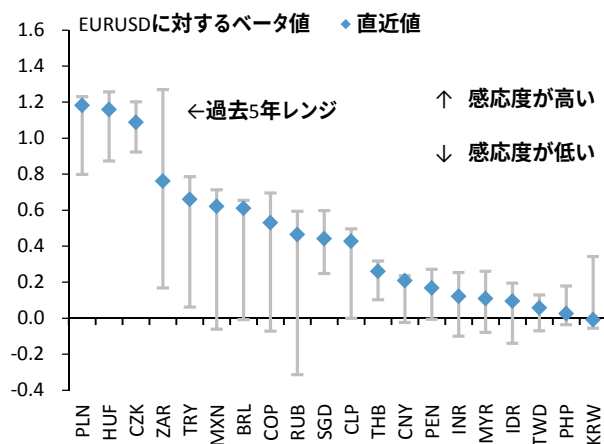
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



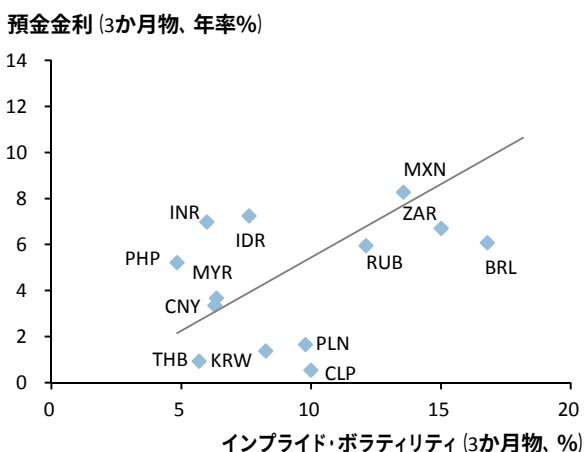
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



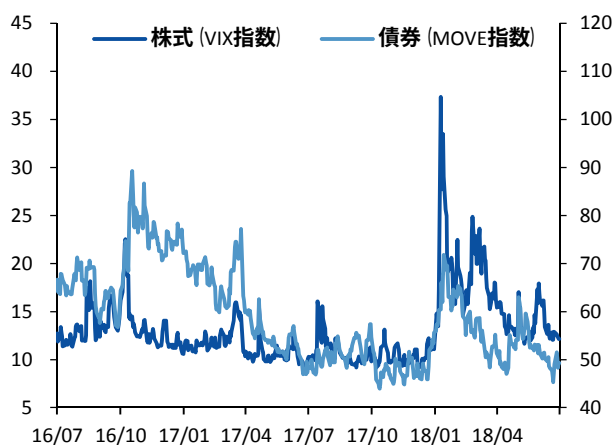
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



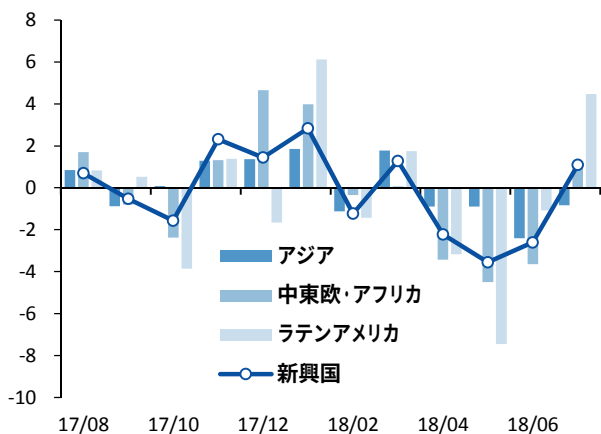
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



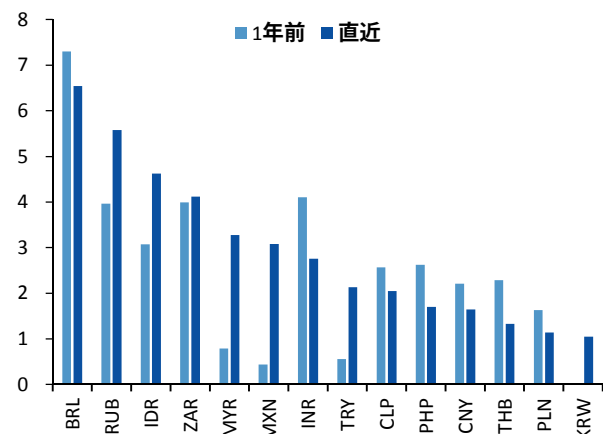
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.6%	0.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	5.0%	0.4%	7.1%	7.6%
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	2.9%	2.9%	2.8%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	3.3%	7.4%	11.1%	--
31日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.9%	--
31日 (火)	中国	非製造業PMI	55.0	--	55.0	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	51.3	--	51.5	--
31日 (火)	タイ	国際収支・経常収支	\$3958m	--	\$958m	--
31日 (火)	台湾	GDP(前年比)	2.8%	--	3.0%	--
8月1日 (水)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
1日 (水)	韓国	貿易収支	--	--	\$6321m	\$6240m
1日 (水)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	49.8	--
1日 (水)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	--	54.5	--
1日 (水)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	--	50.3	--
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.0	--
1日 (水)	タイ	CPI(前年比)	1.5%	--	1.4%	--
1日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
1日 (水)	インド	日経インド製造業PMI	--	--	53.1	--
1日 (水)	インド	RBIレオレート	6.50%	--	6.25%	--
3日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	\$8680.6m	--
3日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	53.9	--
3日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	3.4%	--
3日 (金)	インド	日経インドPMIサービス業	--	--	52.6	--
中東欧・アフリカ						
7月24日 (火)	トルコ	1週間レオレート	18.75%	17.75%	17.75%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
30日 (月)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.7%	--
31日 (火)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	3.5b	--
8月1日 (水)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	49.5	--
1日 (水)	トルコ	マーケット/ISOトルコ製造業PMI	--	--	46.8	--
1日 (水)	南ア	Absa製造業PMI	--	--	47.9	--
3日 (金)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	--	--	52.3	--
3日 (金)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	15.4%	--
ラテンアメリカ						
7月25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.9%	2.5%	3.3%	--
26日 (木)	ブラジル	経常収支	\$250m	--	\$729m	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフIGPM(前年比)	8.2%	--	6.9%	--
31日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	1.3%	--
8月1日 (水)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	49.8	--
1日 (水)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	52.1	--
1-2日	ブラジル	SELICレート	6.50%	--	6.50%	--
1-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$5882m	--
2日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-6.6%	--
3日 (金)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMIサービス業	--	--	47.0	--
3日 (金)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	89.8	--

注:2018 年 7 月 27 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 日発行)』および『中期為替相場見通し (6 月 29 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。