

2018 年 8 月 31 日

The Emerging Markets Weekly

米中貿易戦争は小競り合いが継続か

新興国市場:パウエル FRB 議長は先週 24 日にジャクソンホール経済シンポジウムで行った講演で「物価が 2%を超えて過熱する兆候はない」と主張した。当面は段階的に利上げする方針も示したものの、市場ではハト派的と受け止める向きが多く、週明け 27 日のアジア時間はドル売りでスタート。中国人民銀行（中央銀行、PBoC）が 24 日に「逆周期因子」を再導入することを発表したこともアジア通貨の支援材料となった。休場明けのトルコ市場で TRY が売られると新興国通貨は軟化したが、北米自由貿易協定（NAFTA）を巡り米国とメキシコが 2 国間合意に達したと表明すると、新興国通貨は買い進められた。28 日のアジア時間も流れは変わらず、リスク志向が改善する中でアジア通貨は上昇。しかし、欧米時間に入ると米メキシコ NAFTA 合意を受けた買いは一服し、ムーディーーズがトルコの金融機関 20 社を格下げしたことで TRY が売られたほか、前日上昇していた MXN、大統領選への懸念が燃える BRL を中心に新興国通貨は反落した。29 日は、前日までの利益確定売りなどからアジア通貨は軟調に推移。欧州時間には、トルコ中央銀行が銀行間市場での翌日物借入制限を復活させるとし、実質的な引き締め措置を発表したものの、信頼回復にはつながらず TRY は▲3.0%と下落。さらに、アルゼンチンのマクリ大統領が IMF に対しスタンドバイ取り決めに基づく融資の早期実施を求めていることを明らかにしたことから ARS は▲7.4%と約 3 年ぶりの大幅な下落率を記録する中で、大半の新興国通貨は売られた。2000 億ドル相当の中国製品に対する 25%の追加関税に関するパブリックコメントの期限が 9 月 5 日に迫る中、30 日は大半のアジア通貨が上値重く推移した。欧米時間に入ると、前日の講演でエルドアン大統領が対米強硬姿勢を貫いたことで TRY は売られ、トルコ中央銀行のキリミジ副総裁が辞任すると報じられると下げが加速。アルゼンチン中央銀行が通貨安とインフレ抑制に向けて主要政策金利を 45%から 60%に引き上げたが、ARS は一時 20%近く下落するなど下げ止まらず、その他の新興国通貨も値を下げている。

アジア:PBoC は 24 日、対ドルでの基準値の算出に「逆周期因子」（反循環的要素）を再導入することを発表した。日々の基準値は前日終値を参考に決定される、これに恣意的に変数を追加する。逆周期因子は CNY 安期待が根強かった 2017 年 5 月 26 日に導入したが、目論見通り CNY が反発したことを確認したことから 2018 年 1 月 9 日に撤廃していた。29 日、タイ中央銀行のウィラタイ総裁は際し迫った利上げ圧力に直面していないと発言したことから THB は下落した。もっとも、同日の講演では将来に備えて金融政策余地を構築することが賢明な判断だとも述べている。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行（CBR）は 8 月 17 日、財政ルールに基づき財務省の代理で実施する外貨購入（為替介入）を再開した。しかし RUB 売りが強まったことから、CBR は 23 日に財政ルールによる外貨購入を 9 月末まで停止すると発表した。

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

米中貿易戦争は小競り合いが継続か

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

新興国通貨を左右してきた米中貿易戦争はより先行きが読みづらくなっている。8 月 22～23 日に米中両政府は事務レベル協議を開催したが、報復合戦の収束に向けた接点は見出せないまま終了。トランプ米政権は宣言どおり 23 日に知的財産権侵害に対する報復措置として 160 億ドル分の中国製品に対して追加関税を賦課し、同日に中国政府も同額の米国製品に追加関税を課した。24 日に中国商務省は「双方は次の協議に向けて接触を続ける」としていることから、貿易戦争の激化を回避すべく両政府は交渉を重ねる模様だ。

一方、米通商代表部 (USTR) は 2000 億ドルの追加関税の実行に向けて企業からの意見収集を 9 月 6 日まで実施。終了後に課税対象となる品目が公表され関税の発動手続きが完了する見込みである。28 日にムニューシン米財務長官やロス米商務長官は中国との通商交渉より北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉が優先と述べ、中国に対する追加関税の即時発動を否定。しかしながら、トランプ米大統領は 24 日および 29 日に中国は北朝鮮問題に協力的でないと批判したほか、30 日には公聴会が終了し次第関税を発動したいとの意向を示したと伝わっており、追加関税が実行されるリスクは大きいと考える。

米中間選挙 (投票日: 11 月 6 日) まで残された時間が少ないためか、直近のトランプ政権は各国との通商交渉に関して収束を目指しているように見受けられる。欧州連合 (EU) とは 7 月 25 日に欧州委員会のユンケル議長とトランプ大統領の首脳会談で相互に新たな関税を設けないことで合意。EU が米国からの液化天然ガス (LNG) と大豆の輸入を拡大し、双方が自動車を除く工業製品の関税引き下げを目指すことで、トランプ米政権は矛を収めた。難航していた NAFTA 再交渉では、争点となっていた自動車に関する原産地規制やサンセット条項 (関係国が更新で合意しないと協定が失効) で譲歩し、27 日にメキシコとの大筋合意を発表。カナダとの合意を取り付けない限り米議会が改定内容を承認する公算は小さいにも拘らず、従前の条件を緩和してまで 2 か国間合意を急いだのは、公約である NAFTA 見直しで全く成果が出ないという事態を避けたかったように映る。中間選挙に向けて各社が世論調査を実施しているが、概ね共和党がやや劣勢となる結果が多い (図表 1)。巻き返し求められる状況下、最大の標的である中国との通商交渉で成果を挙げないまま中間選挙の投票日を迎えるとは想定しがたい。

仮に追加関税が発動されるとすれば、2000 億ドル相当を一回で賦課するケースと、金額を分けて発動するという 2 つのケースが想定される。実際、6 月に発表された中国の知的財産権侵害に対する報復関税は 500 億ドル相当だったが、当初実行されたのは 340 億ドル分であり、残り 160 億ドルは即時発動が見送られた。トランプ政権の強硬姿勢を示しながら少しずつ妥協を引き出していく手法に照らせば、金額を分けての発動はあながち穿った見方とは言えないだろう。

また、あまりに強硬な通商政策は米株の上値を押さえる恐れがある。27 日に米株の代表指数である S&P500 指数は半年ぶりに史上最高値を更新したが、要因は米国とメキシコが NAFTA で大筋合意したことだと報じられている。振り返れば 8 月下旬から米株が上昇基調となったのは、米中間で通商交渉が継続されることを好感したことも要因だとされている。かかる状況下、米中貿易戦争が激化するとなれば盛り上がり過ぎてきたリスクセンチメントに水を差してしまう。米株の上昇を自身の支持率と豪語するトランプ大統領にとっては中間選挙を控えて不都合極まりない状況であろう。こうした中、追加関税を小出しにしつつ、米株の反応を見極めるとの判断があったとしても不思議ではないと考える。

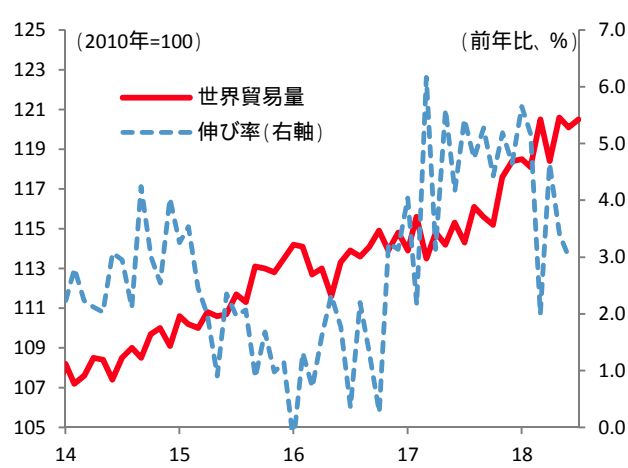
以上を踏まえると、トランプ政権は米株が腰折れしないように配慮しながら 2000 億ドルの追加関税を小分けにして、中国からの譲歩を引き出す可能性があると言えよう。その場合、リスク資産価格は大きく下落こそしないものの、米中貿易戦争に関して先行き不透明感強い状態が継続することから、新興国通貨は上値重く推移すると見込む。

万が一、トランプ政権が 2000 億ドルの追加関税を一回で発動させた場合、新興国経済への影響もさることながら米国経済への下押し圧力が増す恐れがある。IMF は G-20 Surveillance Note (2018 年 7 月) で米国が 2000 億ドルの追加関税を発動させ、中国から報復措置を受けた場合の米国経済の落ち込み幅は GDP 比▲0.2%ポイントになると推計している。ただでさえ、世界の貿易量拡大の勢いは鈍化し(図表 2)、貿易増加率が経済成長率を下回る「スロートレード」の再来が危ぶまれている中で米国経済が下振れるとなれば、世界貿易の先行きに対する見通しは悪化する可能性が高く、新興国通貨は大きく値を下げる展開になると予想する。

図表 1: 直近の米中間選挙に関する世論調査一覧(下院)

調査日	調査会社	共和党を支持 (%)	民主党を支持 (%)
8月26～28日	YouGov	39	45
8月21～27日	Ipsos	34	46
8月23～24日	Morning Consult	36	44
8月22～23日	Harris Interactive	37	45
8月18～22日	NBC / Wall Street Journal	42	50
8月19～21日	YouGov	38	44
8月19～21日	Fox News	38	49
8月14～20日	Ipsos	38	40
8月15～19日	Monmouth University	43	48
8月16～18日	Morning Consult	36	45
8月12～16日	Rasmussen Reports / Plus Opinion Research	44	44

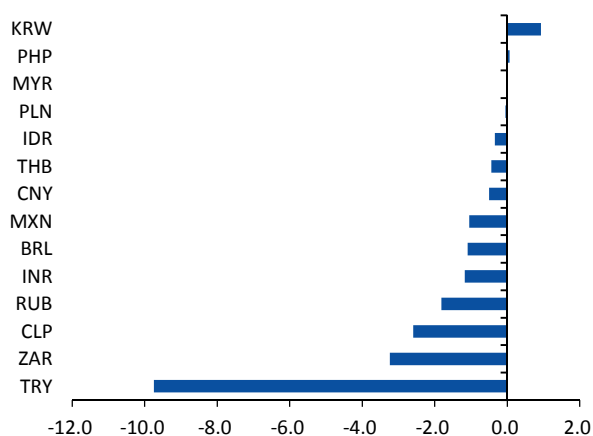
出所: Abc News、みずほ銀行

図表 2: 世界の貿易量(指数、伸び率)


出所: オランダ経済政策分析局、ブルームバーグ、みずほ銀行

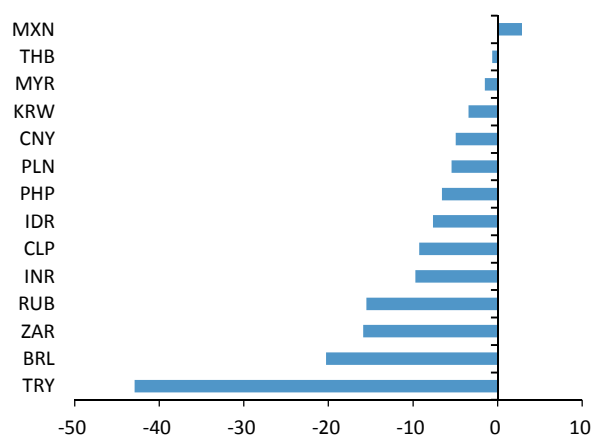
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



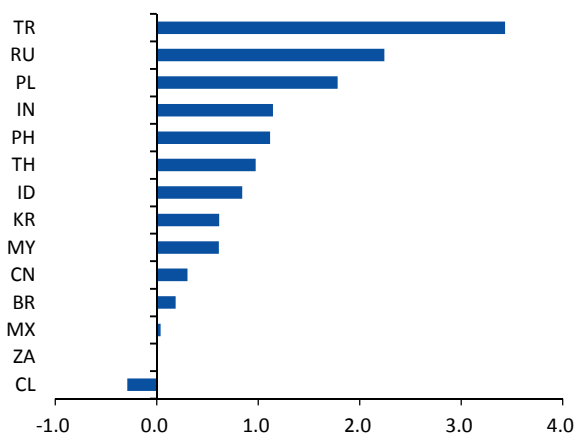
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



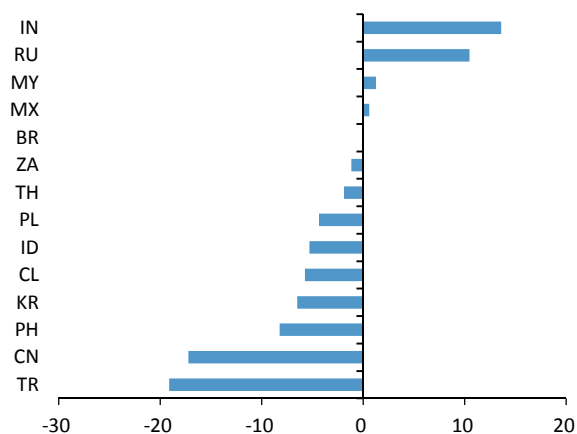
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



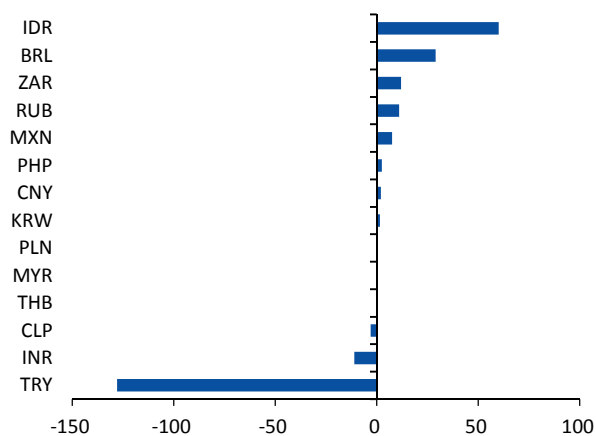
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



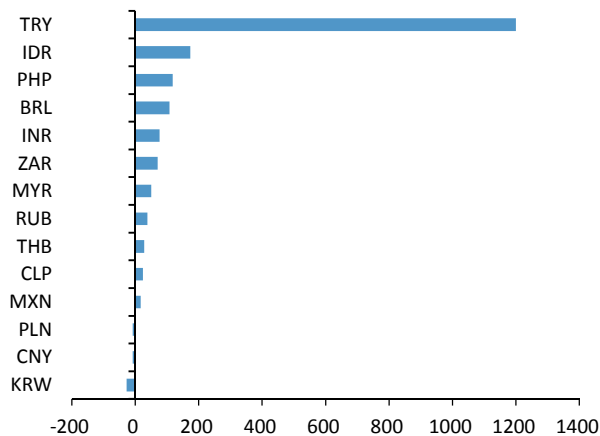
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

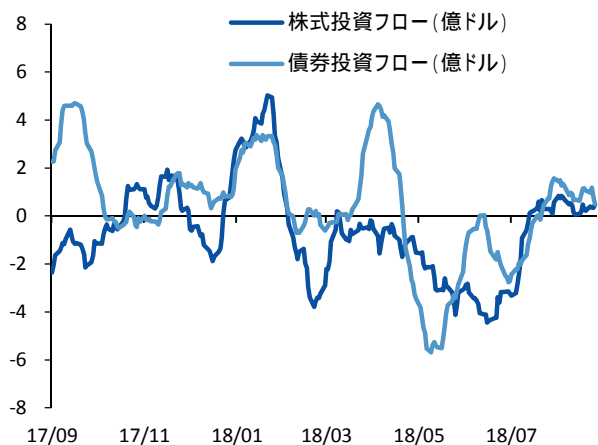
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

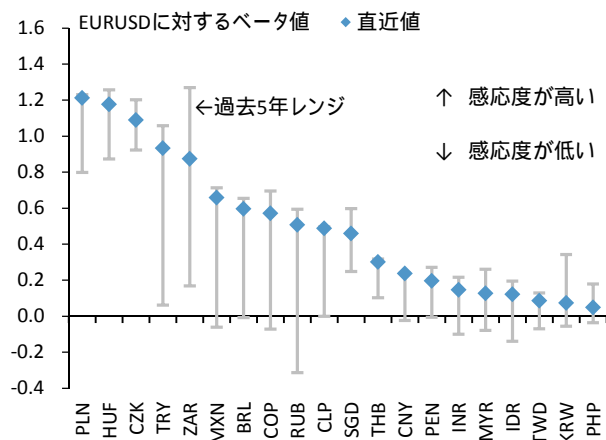
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



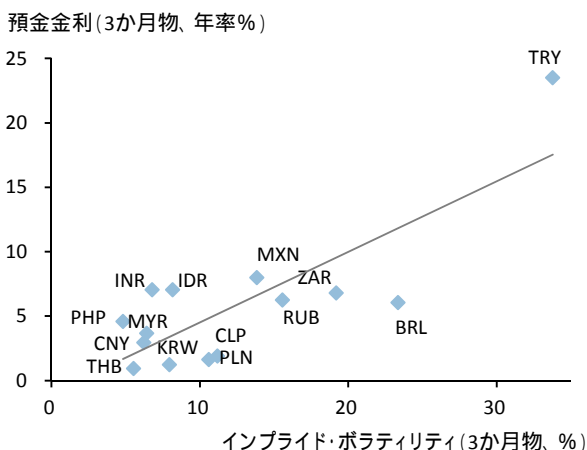
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



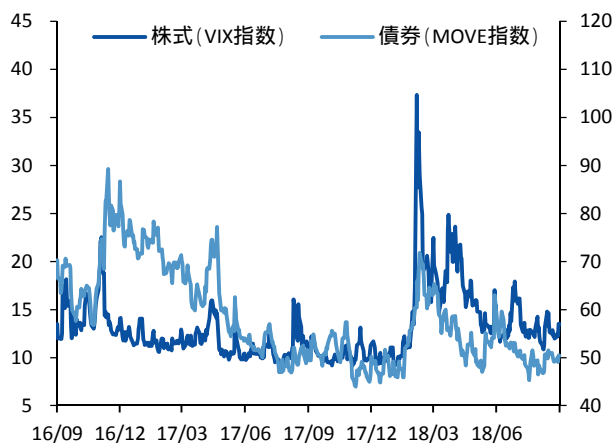
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



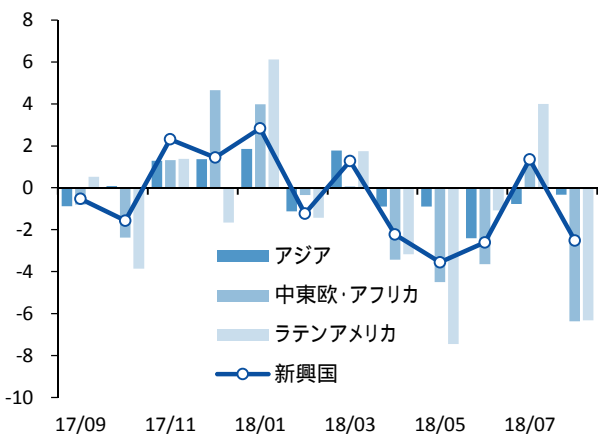
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



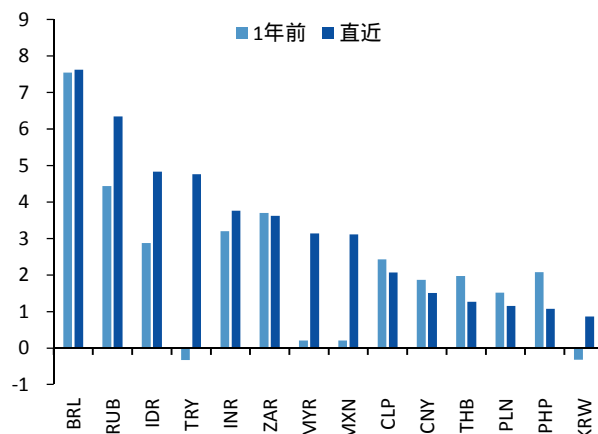
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	0.5%	0.9%	-0.4%	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	53.8	--	54.0	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.0	--	51.2	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2200m	--	\$4084m	--
31日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	--	1.50%	--
9月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$7535m	--	\$7006m	\$6912m
3日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	48.3	--
3日 (月)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	--	50.5	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.7	--	50.8	--
3日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.6%	--	1.5%	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
3日 (月)	インド	日経インド製造業PMI	--	--	52.3	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	52.3	--
4日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	5.7%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.5	--	52.8	--
5日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	6.05b	--
5日 (水)	インド	日経インドPMIサービス業	--	--	54.2	--
5日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.25%	--
5日 (水)	台湾	CPI(前年比)	--	--	1.8%	--
6日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7377.0m	--
7日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.1%	1.5%
7日 (金)	台湾	貿易収支	--	--	\$2.24b	--
中東欧・アフリカ						
8月31日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	5.2b	--	12.0b	--
9月3日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	48.1	--
3日 (月)	トルコ	マーケット/ISOトルコ製造業PMI	--	--	49.0	--
3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	15.9%	--
3日 (月)	南ア	Absa Manufacturing PMI	--	--	51.5	--
4日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	0.8%	--
5日 (水)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	--	--	52.8	--
5-6日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.5%	--
6日 (木)	南ア	経常収支	--	--	-229b	--
ラテンアメリカ						
8月27日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$3750m	-\$4433m	\$435m	\$508m
31日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	1.1%	--	1.2%	--
9月3日 (月)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	50.5	--
3日 (月)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	52.1	--
3-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$4227m	--
4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.5%	--
5日 (水)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMIサービス業	--	--	50.4	--
5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	105.0	--
6日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.5%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.8%	--

注: 2018 年 8 月 31 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 1～7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 ~ 6.8428	6.8445	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8492	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 69.126	70.735	69.8	68.8	67.5	66.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14564	14680	14500	14200	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1108.74	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0725	4.1090	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.639	53.516	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3746	1.3671	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.739	30.688	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.78	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23292	23302	23400	23200	23200	23000	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	68.2630	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 13.9974	14.7188	13.00	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9743	6.6799	5.00	4.80	5.20	4.90	5.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.9657	4.1504	3.79	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.1135	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)	16.236 ~ 17.543	16.253	16.15	15.74	15.67	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.146	13.90	13.65	13.41	13.30	13.06
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.570	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.752	0.752	0.754	0.761	0.754	0.750
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.943	9.91	9.64	9.38	9.20	8.95
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.151	26.27	26.62	27.06	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.085	2.00	2.03	2.06	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.22	78.99	78.68	77.78	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.618	3.60	3.52	3.44	3.40	3.32
タイバーツ	(THB)	3.314 ~ 3.525	3.387	3.25	3.24	3.22	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4767	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)	1.643 ~ 1.993	1.627	1.73	1.67	1.67	1.63	1.57
南アフリカランド	(ZAR)	7.877 ~ 9.293	7.545	8.38	8.56	8.40	8.00	7.56
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	16.601	21.80	22.29	20.19	21.22	18.89
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.626 ~ 35.131	26.751	28.76	27.86	27.13	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.026	5.809	5.45	5.63	5.83	5.78	6.00

注:1.実績の欄は2018年7月31日まで。SPOTは8月31日の7時35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(8月1日発行)』および『中期為替相場見通し(8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。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。