

2018 年 9 月 7 日

The Emerging Markets Weekly

新興国不安の拡がり/中国: 景気刺激策の 効果発現はまだ先

新興国市場: 6 日のパブリックコメント期間終了後、トランプ米大統領が 2000 億ドル相当の中国製品に 25% の追加関税を発動することが懸念される中、週初 3 日はアジア通貨売りでスタート。中国人民銀行 (PBoC) が対ドル基準値を予想より元高水準に設定したほか、中国国有銀行によるドル売りが散見されると CNY や KRW は反発したものの、その他の通貨は軟調に推移した。その後、トルコ中央銀行 (CBRT) はインフレ加速を受けて「金融スタンスは最近の動向を踏まえ、9 月の金融政策委員会で調整される」と発表したものの TRY は不安定な値動きが継続。ARS は政府が財政緊縮策を発表したが 4% 超下落するなど、新興国通貨は売りが優勢となった。翌 4 日のアジア時間も新興国市場の混乱や国際的な貿易摩擦を巡る懸念からアジア通貨は大半が下落し、IDR はアジア通貨危機以来 20 年ぶりの安値を更新。欧州時間に発表された南アフリカの 4~6 月期実質 GDP は前期比年率▲0.7% と 2 四半期連続のマイナスとなり、2009 年以来的リセッション入りとなると ZAR は▲3.2% と急落し、その他の新興国通貨も総じて売られた。5 日のアジア時間はドルが軟調となったものの、中国への追加関税懸念に加え、週末に米 8 月雇用統計の発表を控えてアジア通貨は上値重く推移。欧州時間に入ると ZAR や MXN など新興国通貨売りが再開したが、来週の会合でトルコ中央銀行が利上げするとの期待から TRY が反発したことなどから新興国通貨は上昇に転じた。アルゼンチン政府が国際通貨基金 (IMF) と新たな合意に達するとの観測が高まったことから ARS にも買いが入った。6 日のアジア時間もドルが軟調となったことで売り圧力は一服したものの、新興国危機が波及することへの不安は拭えず、米国による中国への追加関税に対する懸念もあってアジア通貨の上値は限定的。欧米時間に入ると、追加制裁への懸念から RUB は下落したものの、ARS はアルゼンチン政府が IMF と進めている協議について楽観的な見方が出ていることを背景に 2.8% 上昇した。ブラジル大統領選の最新の世論調査で右派のボウソナロ氏の不支持率が 44% に上昇したことから BRL も買われ、その他の新興国通貨についても、米 8 月 ADP 雇用統計が予想を下回り、7 日発表の米 8 月雇用統計への警戒感が高まる中で買い戻しの動きがみられた。

アジア: マレーシア中央銀行 (BNM) は 5 日の金融政策委員会で、政策金利を 3.25% に据え置くことを決定した。BNM は財政再建を優先するマハティール政権の方針が景気を下押しする可能性を指摘。米中貿易摩擦も成長率の下押し要因として挙げたものの、輸出主導の民間の企業活動や個人消費は堅調であるとの景気認識を示した。

中東欧・アフリカ: 6 日に英国と米国などが神経剤によるロシア人元スパイ暗殺未遂の責任はロシアのプーチン政権にあるとの共同声明を出したことから、追加制裁への懸念が強まり RUB は 1.4% 下落した。

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

新興国不安の拡がり

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

トルコショックの余波を受けた新興国不安が拡がりを見せている。アルゼンチンに飛び火した新興国の通貨安はブラジルやロシア、南アフリカに伝播し、経済が比較的安定しているインドやインドネシアにも及んでいる(図表 1)。高金利通貨や経常赤字国通貨の軟調が目立つが、トランプ米大統領が 2000 億ドル相当の中国製品に 25% の追加関税を発動することが懸念される中、新興国市場は全般的に混迷を深めている。

アルゼンチンのマクリ大統領は 8 月 29 日、国際通貨基金(IMF)に対して、6 月に合意した 500 億ドルの「スタンドバイ融資枠(緊急時に融資を受けられる)」に基づく早期融資の実施を求めていることを明らかにした。これを受けてアルゼンチンペソ(ARS)は急落し、30 日にアルゼンチン中央銀行(BCRA)は緊急利上げに追いこまれて政策金利を 45% から 60% に引き上げた。ARS は 29 日と 30 日の 2 日間で一時は 30% ほど急落し、年初来の下落率は▲50.2% となった。

震源となったトルコでは、8 月 30 日にトルコ中央銀行(CBRT)のキリジミ副総裁が辞任すると報じられたことに加え、エルドアン大統領が「脅しに対し、譲歩することは不可能だ」と引き続き対米強硬姿勢を示した。9 日 3 日に発表されたトルコの 8 月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+17.9%(7 月:同+15.9%)と市場予想(同+17.6%)を上回る加速となり、2013 年 9 月以来の高水準となった(図表 2)。同日に CBRT は声明文を発表し、「インフレ見通しに関する最近の動向は、物価安定への重大なリスクを示している。CBRT は物価安定を支援するために必要な対応を取る方針だ」「金融スタンスは 9 月の金融政策委員会で調整される」と述べた。しかし、エルドアン大統領の圧力にさらされている CBRT が大幅な利上げ踏み切れるかには疑問が残る。前回会合(7 月 24 日開催)では、市場参加者が適切な利上げを求める中、政策金利を据え置き TRY は急落した。今回の声明文で当然にして市場の期待は高まっており、次回会合(9 月 13 日)で十分な政策金利の引き上げを実施しない、もしくは別の形による引き締めを行った場合の失望感は極めて大きく、TRY の更なる下落を招く恐れがある。なお、4 日にトルコ財務省は国内の輸出企業に対し、輸出の収益を 180 日以内に国内に戻し、かつその内の 80% を銀行に預ける新たな規定を発表している。一定の通貨安抑制効果は見込まれるだろうが、TRY の動向を左右するのは CBRT の次回会合である。

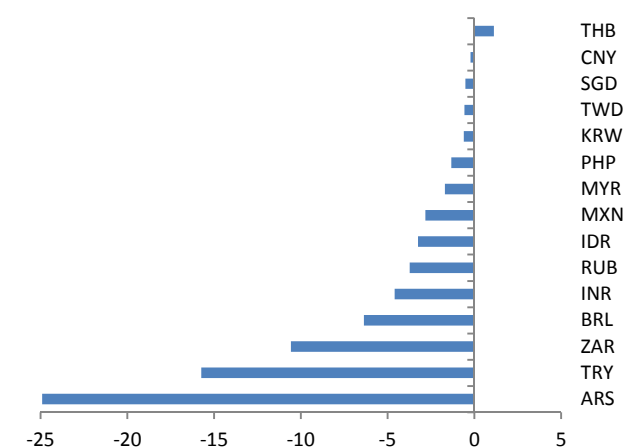
南アフリカでは、4 日に発表された 4~6 月期の実質 GDP が前期比年率▲0.7%と市場予想(同+0.6%)に反しマイナス成長となり、1~3 月期分も下方修正(同▲2.2%→同▲2.6%)された。2 期連続でマイナス成長が続いたため、テクニカル的に景気後退(リセッション)入りとなった。GDP の結果を受けて ZAR は 15.6958 と年初来安値を更新している。想定外の景気の落ち込みは税収の減少を招き、政府が推し進めている財政健全化の足枷になる可能性がある。また、10 月には大手格付け会社の格付け見直しも控えており、格下げとなれば世界的な国債インデックスから排除されるため ZAR への影響も大きいことから注意を要する。

アジアの中では経常赤字国通貨である IDR と INR がアルゼンチンとトルコの煽りを受けている。IDR の下落が続く中、インドネシア中央銀行 (BI) のペリー総裁は 8 月 31 日に経済的安定と特に IDR の安定維持に対する決意は固く、介入を強化していることを明らかにした。しかし、今週に入ってから IDR は売り圧力にさらされており、1998 年以來 20 年ぶりの安値を更新する中で BI は通貨防衛のため積極的に介入を続けている。4 日にインドネシアのナスティオン経済担当調整相は、IDR の下落は「非理論的」であり経済状況を反映していないと述べている。

INR も今週に入ってから軟調が続いているが、インド準備銀行 (中央銀行、RBI) も介入を行っている模様である。INR は原油価格の上昇による経常赤字拡大への懸念が下落の背景にある。

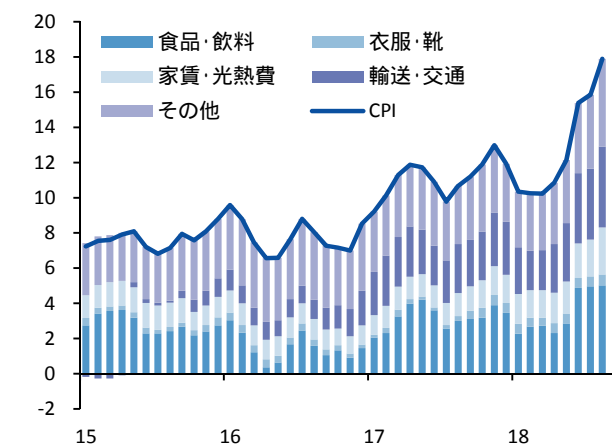
トルコショックの余波はアルゼンチンにとどまらず広がりを見せており、多くの新興国通貨、特に経常赤字国通貨に重くのしかかっている。市場のセンチメントが好転しない限り、新興国通貨は軟調な地合いが続く可能性が高いだろう。来週、CBRT が投資家の納得する規模で利上げに踏み切れるかどうか注目が集まる。また、トランプ米政権は中国への追加関税第 3 段をパブリックコメントの期限が終了する 9 月 5 日以降、間髪入れずに発動される可能性があり予断を許さない。

図表 1: 新興国通貨の騰落率 (8 月 9 日以降、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: トルコ消費者物価指数 (前年比%, %ポイント)



出所: トルコ統計局、Macrobond、みずほ銀行

中国

景気刺激策の効果発現はまだ先

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

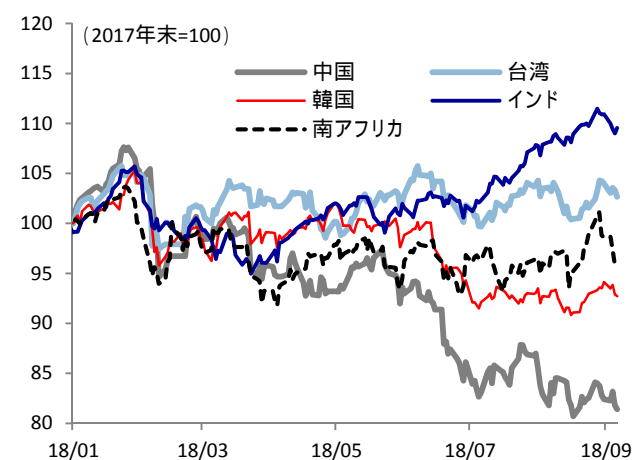
新興国株式の代表指数である MSCI 新興国株式指数は 8 月末から下げ足を速め 9 月 6 日には 1014.5 と年初来安値(1014.2)付近まで下落した。指数を構成する主な各国株式指数を見ると、米中貿易摩擦に対する懸念から中国株、韓国株および台湾株は上値重く推移。4 日に発表された南アフリカ 4～6 月期 GDP が前期比年率▲0.7%と 1～3 月期(同▲2.6%)に続きマイナス成長となるなど、国内経済の落ち込みが嫌気されて南アフリカ株は急落。8 月半ばから INR が連日のように対ドルで史上最安値を更新する動きを背景にインド株もじり安となっている(図表 3)。

MSCI 新興国株式指数に連動する ETF のコールオプションの建玉が 2 月に急落した後に反発した時の水準まで積みあがっていることから、底値は近いとの指摘が市場では見られる。しかしながら、米中が互いに新たな追加関税をかけ合う恐れは強く、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関して米加間で合意が得られる目処が立っていない中、ポジション調整だけでは一時的に反発したとしても、上昇基調に戻るとは考えがたい。

流れが反転するとすれば、中国の景気刺激策の効果発現だろう。中国人民銀行(PBoC)は 4 月と 6 月に相次いで預金準備率(RRR)を引き下げたほか、7 月 23 日の国务院常务会议では財政政策の一段の積極化が打ち出された。こうした当局の景気下支え策を受けて弱含んでいる中国の経済指標が上向いてくれば、中国株が持ち直しアジアを中心に新興国株も回復が期待される。

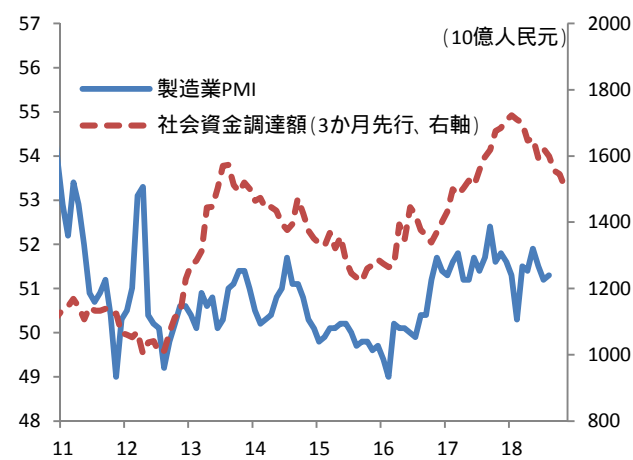
もっとも、現時点では金融緩和の影響は顕在化していない。2012 年および 2015 年に PBoC が金融引き締めから緩和に転じた際は、社会資金調達額が上昇し、それから 3 か月ほど遅れて製造業 PMI が改善に向かうという傾向が見られた(図表 4)。しかしながら、足許の社会資金調達額は減少が続いていることから、現時点で景況感の早期回復を期待するのは難しいと考える。

図表 3: 主要な新興国の株式指数 (年初来)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 中国の製造業 PMI と社会資金調達額

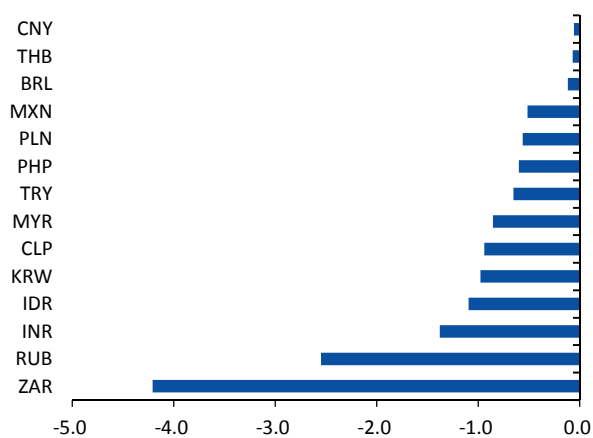


注: 社会資金調達額は 12 か月移動平均。また、同統計は 2017 年 1 月分から証券化商品や貸付金償却額を算入することが 2018 年 8 月に発表された。そのため、2017 年以前と以後でデータの範囲が異なる。

出所: 中国国家統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

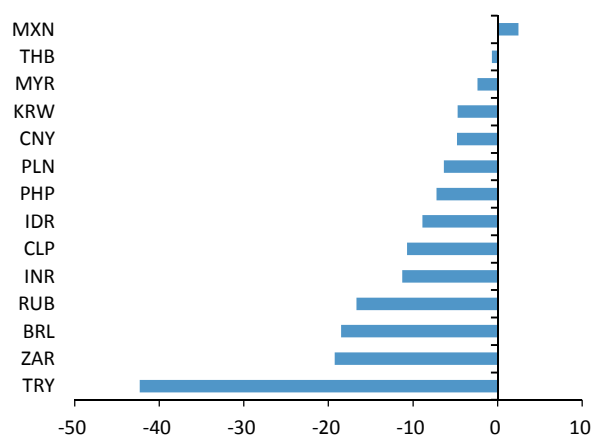
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



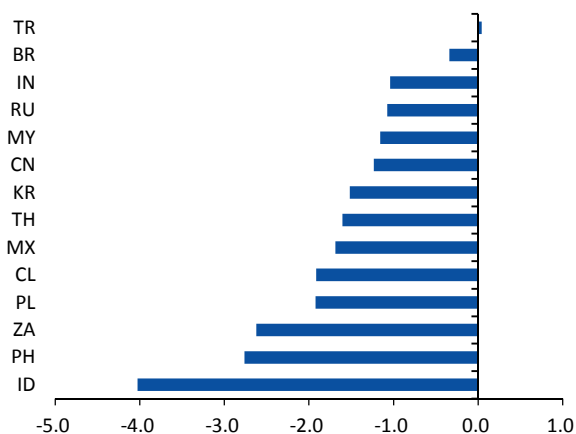
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



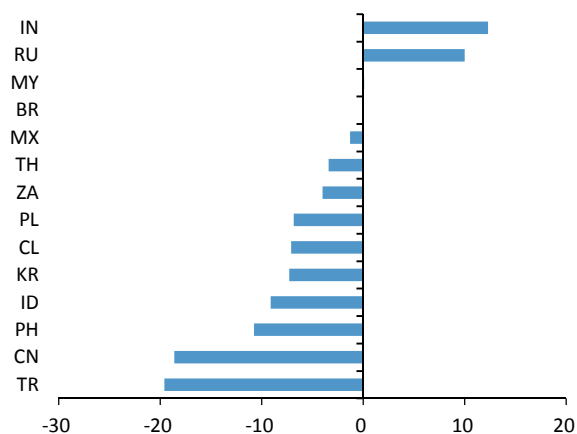
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



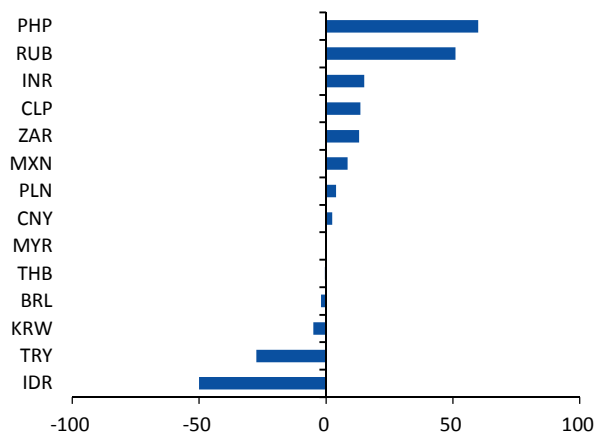
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



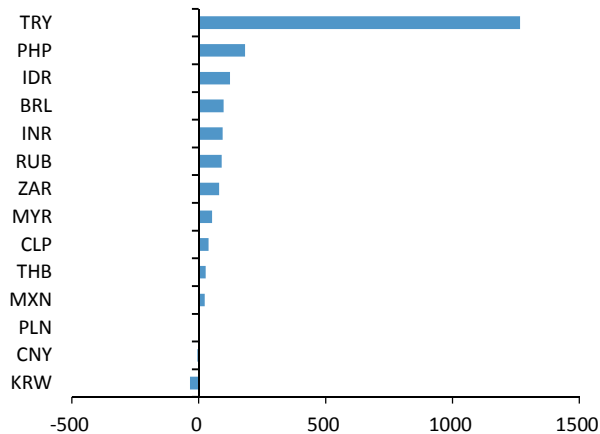
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

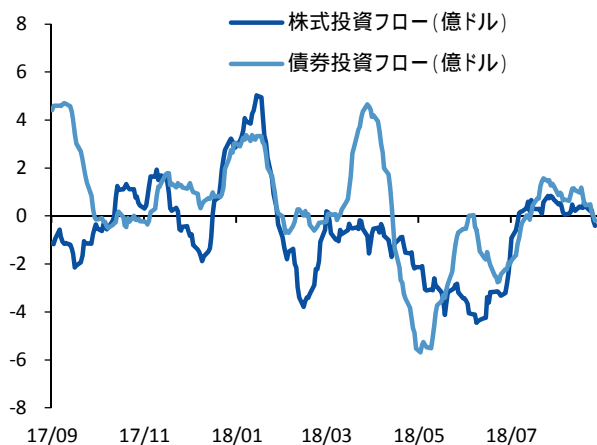
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

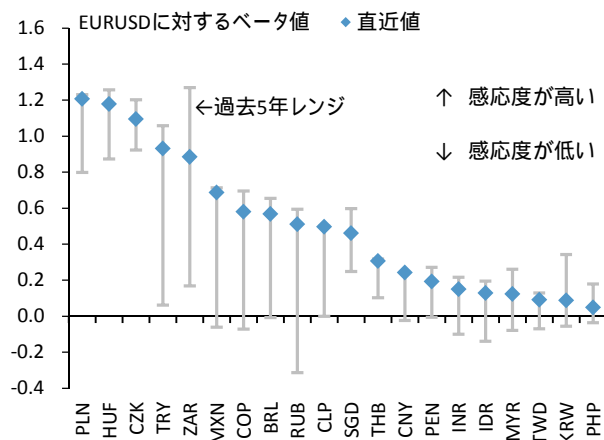
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



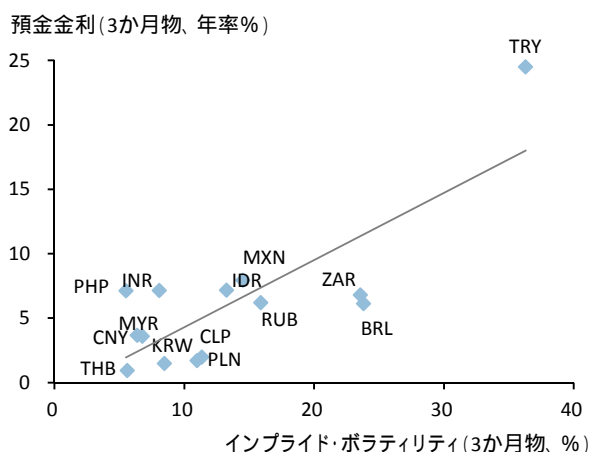
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



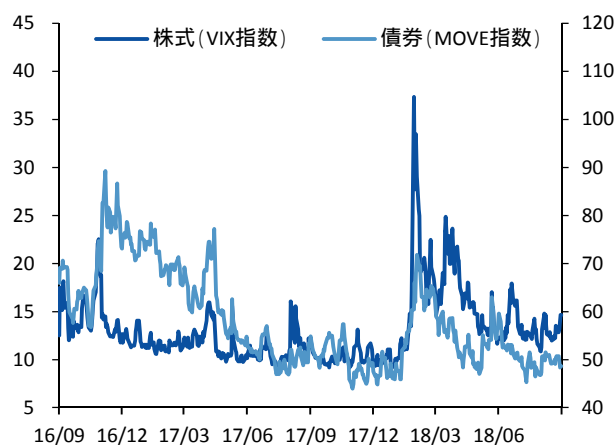
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



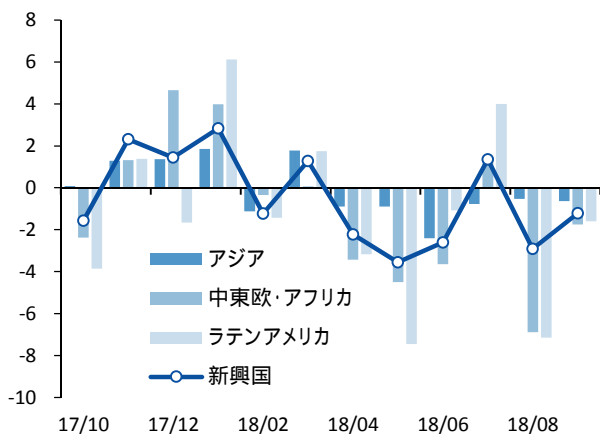
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



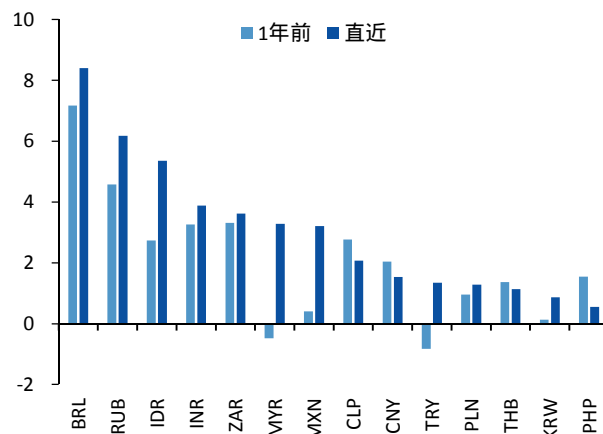
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月3日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	49.9	48.3	--
3日 (月)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	51.9	50.5	--
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.7	50.6	50.8	--
3日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.5%	1.6%	1.5%	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	3.2%	3.2%	--
3日 (月)	インド	日経インド製造業PMI	--	51.7	52.3	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	52.2	52.6	52.3	--
4日 (火)	韓国	GDP(前年比)	2.9%	2.8%	2.9%	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.4%	1.4%	1.5%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.6	51.5	52.8	--
5日 (水)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	5.9%	6.4%	5.7%	--
5日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	6.70b	8.30b	6.05b	6.00b
5日 (水)	インド	日経インドPMIサービス業	--	51.5	54.2	--
5日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
5日 (水)	台湾	CPI(前年比)	1.8%	1.5%	1.8%	--
6日 (木)	韓国	国際収支経常収支	--	\$8757.8m	\$7377.0m	--
7日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.4%	--	1.1%	1.5%
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$3.76b	--	\$2.24b	--
8日 (土)	中国	貿易収支	\$31.00b	--	\$28.05b	--
10日 (月)	中国	CPI(前年比)	2.1%	--	2.1%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	1350.0b	--	1450.0b	--
11日 (火)	フィリピン	輸出(前年比)	--	--	-0.1%	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3350m	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.2%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.0%	--
中東欧・アフリカ						
9月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	17.6%	17.9%	15.9%	--
4日 (火)	南ア	GDP(前年比)	1.0%	0.4%	0.8%	--
5日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	3.1%	3.1%	2.5%	--
6日 (木)	南ア	経常収支	-148b	-164b	-229b	--
10-11日	ロシア	GDP(前年比)	1.8%	--	1.8%	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.3%	--
11日 (火)	ロシア	貿易収支	15.2b	--	15.6b	--
12日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	0.7%	--
13日 (木)	トルコ	1週間レポレート	21.00%	--	17.75%	--
14日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-2.97b	--
14日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
9月4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4000m	\$3775m	\$4227m	--
4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.1%	4.0%	3.5%	3.4%
5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	102.6	103.9	105.0	--
6日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.3%	4.2%	4.5%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	4.9%	--	4.8%	--
11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	0.2%	--
13日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	1.5%	--

注: 2018年9月7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、その正確性を全般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 1～8月(実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9376	6.8355	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8500	7.8492	7.85	7.85	7.84	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 71.001	71.988	69.8	68.8	67.5	66.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14710	14893	14500	14200	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1123.80	1100	1110	1120	1130	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.1120	4.1445	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.639	53.864	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3819	1.3749	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.876	30.791	30.60	30.70	30.80	30.90	30.90
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.80	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23328	23314	23450	23350	23300	23150	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 69.3573	69.2045	67.00	65.00	68.00	70.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.5517	15.3293	14.00	13.00	14.00	14.50	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	6.5847	5.50	6.00	7.00	7.50	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 4.2133	4.0559	3.77	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.2290	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ~ 17.543	16.218	16.30	15.74	15.82	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.099	14.01	13.63	13.52	13.27	13.03
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.790	1.537	1.58	1.56	1.57	1.56	1.57
インドネシアルピア	(100IDR)	0.748 ~ 0.845	0.744	0.759	0.754	0.768	0.754	0.750
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.826	10.00	9.64	9.46	9.20	9.03
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	26.863	26.51	26.62	27.32	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.067	2.02	2.03	2.08	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	80.49	79.71	78.68	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.843	3.594	3.59	3.49	3.44	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.525	3.374	3.28	3.24	3.25	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4749	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)	1.587 ~ 1.993	1.599	1.64	1.65	1.56	1.49	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	7.220	7.86	8.23	7.57	7.17	7.56
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	16.797	20.00	17.83	15.14	13.87	15.69
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ~ 35.131	27.284	29.18	27.86	27.39	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.045	5.755	5.50	5.63	5.89	5.78	6.00

注:1.実績の欄は2018年8月31日まで。SPOTは9月7日の7時25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(9月3日発行)』および『中期為替相場見通し(8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。