

2018 年 9 月 21 日

The Emerging Markets Weekly

敢えて明るい材料を探せば/なぜメキシコペソだけ安定しているのか

新興国市場: トランプ米大統領が 2000 億ドル相当の中国製品に対する追加関税について 17 日にも発表と報道される中、週明けのアジア通貨は軟調なスタート。特に INR の下げがきつく、先週 14 日にインド政府がルピー安阻止に向けた一連の措置を発表したものの、市場参加者は懐疑的な見方を示している。欧州時間に TRY が大きく値を下げ、トルコ政府が銀行部門の不良債権処理を支援する措置を発表する準備を進めていると報じられたが下げ止まらなかった。その後は、米 9 月 NY 連銀製造業景気指数が予想を下回るとドル売りが強まり新興国通貨は反発。ブラジル大統領選の世論調査で決選投票に進んだ場合は、ボウソナロ下院議員が勝利する可能性が高まったとの結果を受けて BRL が上昇。翌 18 日は、早朝にトランプ大統領が通商法 301 条を根拠に対中輸入 2000 億ドルを対象とした 10% の追加関税を来週 24 日に発動すると発表した。これを受けてアジア通貨は売りが強まったが、関税率が 10% にとどまったことや材料出尽くし感もあって次第に持ち直す展開。中国株が上昇したほか世界的に株式市場が堅調となり、新興国通貨は買い戻された。19 日のアジア時間はグローバルな株高地合いとなる中、中国の李克強首相が輸出促進のための人民元押し下げは行わないと発言したことなどが好感され大半のアジア通貨が小幅高。欧米時間に新興国通貨は続伸し、これまでの下げが大きい TRY や ZAR が上昇を主導した。20 日のアジア時間は米中貿易戦争への懸念が後退する中、リスクセンチメントの改善が追い風となりアジア通貨は底堅い展開。欧米時間も流れは変わらず、ARS や ZAR を中心に新興国通貨は堅調に推移した。

アジア: インド政府は 14 日、ルピー相場の安定化策を発表した。不必要な輸入の削減するほか、製造業者による対外商業借入 (ECB) 規制を緩和し、ルピー建て債券を通じた銀行の海外資金調達に関する規制を緩和する方針を示した。輸入削減に関して政府は詳細を明らかにしていないものの、金 (ゴールド) や高機能の電子機器が対象となる可能性が報じられている。タイ中央銀行 (BOT) は 9 月 19 日に開催した金融政策委員会 (MPC) で政策金利を 1.50% に据え置くことを決定した。もっとも、政策決定は 5 対 2 であり、2 人の委員が 0.25% ポイントの利上げを主張し反対票を投じている。前回会合 (8 月 8 日) の 6 対 1 から反対票が 1 票増えた格好であり、早期の利上げ観測が一段と高まったため、会合後に THB 高が進んだ。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行 (BCB) は 9 月 18 ~ 19 日に開催した金融政策委員会 (Copom) で政策金利の翌日物国債レポ取引 (Selic) 金利誘導目標を 6.50% に据え置くことと全会一致で決定した。BCB は 2016 年 10 月から 2018 年 3 月まで 12 会合連続で利下げを実施したが、5 月以降は 4 会合連続で政策金利を据え置いた。今後の政策決定に関する明示的なガイダンスは示されなかったが、「インフレ見通しやリスクバランスが悪化すれば、金融緩和は段階的に解除されはじめる」として、初めて利上げの可能性を示唆した。

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

市場概観

敢えて明るい材料を探せば

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

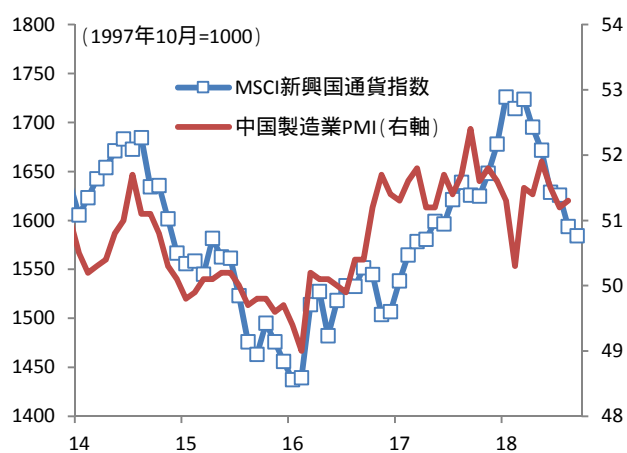
17 日にトランプ米大統領は、中国からの輸入品 2000 億ドルを対象とする制裁関税を 24 日に発動するとして、追加関税率は 10% に設定され、2019 年に入ると 25% に引き上げられる。目先に適用される関税率が当初想定 (25%) より低く設定されたことを好感し、上海総合株式指数は 2014 年 12 月以来の安値から反発。新興国通貨も多くが上昇する展開となった。

もっとも、関税率が低いことは米中通商交渉の先行きが明るくなったことを意味しない。先週から米国側がムニューシン米財務長官を中心に中国と通商交渉の再開を打診していると報じられているが、中国側が積極的に応じる様子はみられない。むしろ米国の制裁関税への対抗措置として米国からの輸入品 600 億ドル相当に対して追加関税を賦課するなど、態度を硬化させており両国が折り合う様相はない。

かかる状況下、年末が近づくにつれ追加関税率が 25% へ引き上がるとの懸念を背景に中国経済に対する先行き不安が強まり、景況感に悪影響を及ぼすことが想定される。過去 5 年間をみると中国の製造業 PMI と MSCI 新興国通貨指数の相関は強いことから、中国経済の見通し悪化は新興国通貨全体の下押しに繋がると考える (図表 1)。

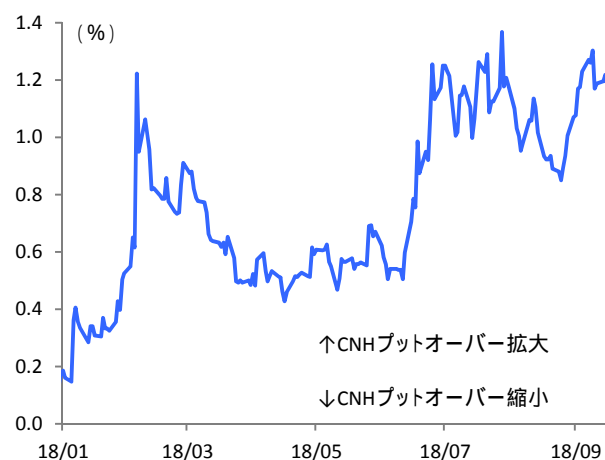
2019 年に入り相場の展開が変わるとすればトランプ大統領の中国に対する態度が軟化することだが、9 月 7 日に今回発動する 2000 億ドルとは別に 2670 億ドルの制裁関税を検討すると発言している以上、それを期待するのは難しい。米中通商交渉が開催された 8 月下旬にオフショア人民元 (CNH) の 6 か月物リスクリバーサルは CNH プットオーバーが 6 月以来の低水準まで縮小したが、足許は年初来の高水準まで再び急拡大しており、市場参加者は 2019 年に入っても米国の強硬姿勢は変わらないと予想している模様だ (図表 2)。

図表 1: MSCI 新興国通貨指数と中国の製造業 PMI



出所: MSCI、中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: CNH の 6 か月物リスクリバーサル



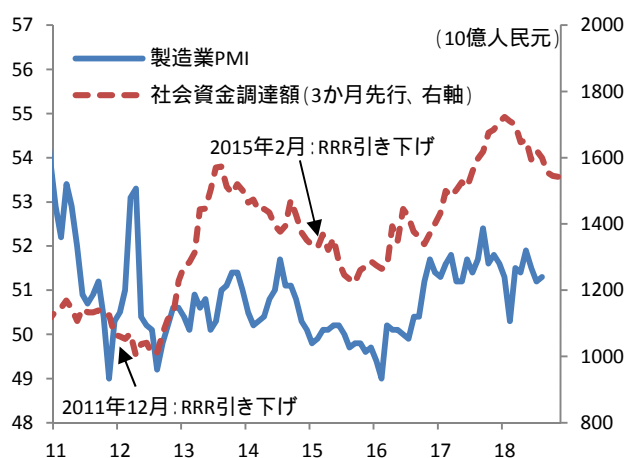
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

年内および来年初は厳しい情勢が続くとみられる新興国通貨だが、明るい材料として中国政府が景気下支えに本腰を入れてきたことが挙げられる。中国政府は従前から貿易戦争の激化に備えて輸入関税の引き下げ、企業減税および所得税減税を実施していたほか、中国人民銀行(PBoC)は4月および6月に預金準備率(RRR)の引き下げに踏み切った。米国が中国に対する制裁関税を強化する姿勢を鮮明にする中、7月に国務院は常務会議で財政政策の積極的に活用するとともに金融政策スタンスを明確に緩和方向に切り替え、景気の下支えにより注力することを宣言。8月14日に中国財務省がインフラプロジェクトの事業資金調達を目的とした特別地方債(専項債)の発行を促すよう指示を出したほか、銀行保険監督管理委員会(銀保監会)は9月に銀行の地方債購入制限を撤廃(従前は全発行額の20%)とした。今後は地方政府やその傘下でインフラプロジェクトを担う「地方融資平台」へ資金が回ることにより、停滞していたインフラ投資の再活性化が見込まれる。

リーマンショックの混乱が一巡した後、中国当局は過剰債務・設備の削減など構造改革を優先してきたが、2011~12年および2015~16年に景気浮揚へ政策の方向の舵を切ったことがある。いずれにおいても「RRR引き下げ→インフラ投資拡大」という順番で実行されており、RRR引き下げに着手してから約半年ほどで社会資金調達額が増加基調に転じ、それからおよそ3か月して景況感が上昇トレンドに転じている(図表3)。過去2回と同じパターンになるとすれば2019年1~3月期に景況感は上向いてくると想定されるが、今回は米国による制裁関税率が2019年初に25%へ引き上がることが予定されているため、以前より時間がかかると想定される。そのため、中国経済の回復するのは2019年央まで遅れる恐れがあり、それまでは新興国通貨の苦境は続く予想する。

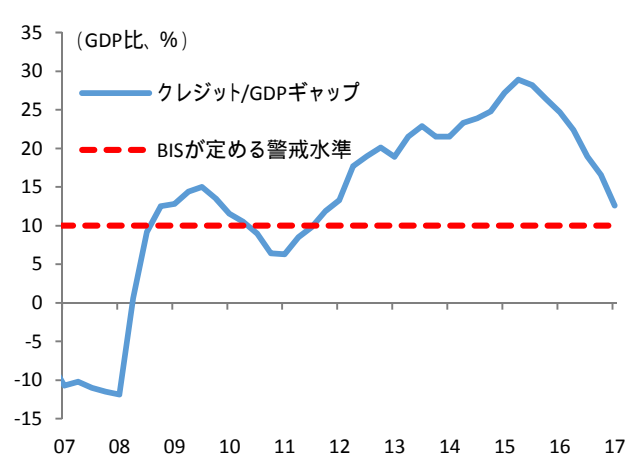
なお、景気刺激策を行うことはその代償として過剰債務の増大を招くことになる。国際決済銀行(BIS)は2015年9月に発表した四半期レポート(Quarterly Review)において、民間部門向けの信用(対GDP比率)が長期的なトレンドからどの程度乖離しているかを示すクレジット/GDPギャップがGDP比+25.4%と主要国で最大水準となり、信用拡大が行き過ぎていると警告を発した(図表4)。その後は2016年10月に本格導入されたデットエクイティスワップ(DES、債転股)などにより債務の増加が抑えられ同指数は同+12.6%まで低下。但し、BISが3年以内に3分の2の確率で深刻な信用収縮が起きる危険性が高いとする警戒水準(同+10%)を引き続き超えており、今回の刺激策を受けて金融危機に陥るリスクは増大すると考える。

図表3: 社会資金調達額と製造業 PMI



出所: 中国人民銀行、中国国家统计局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4: 民間部門のクレジット/GDP ギャップおよび警戒水準



注: 2017 年末が最新値。銀行部門は除く。

出所: BIS、みずほ銀行

メキシコ

なぜメキシコペソだけ安定しているのか

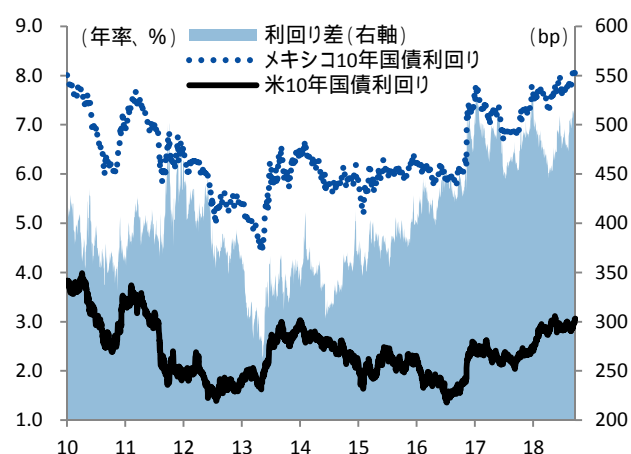
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

9 月 18 日にインドルピー (INR) が対ドルの史上最安値を更新するなど、経常赤字国の通貨は依然として軟調に推移している。こうした中、経常赤字 (対 GDP 比 ▲1.9%、2017 年末) を抱える国の通貨であるにも拘らず、メキシコペソ (MXN) は年初来でプラスを維持し、足許もレンジ内で安定推移している。

安定の理由は売り材料が出尽くしたからである。年初からメキシコ大統領選および北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉の先行きが懸念される中、4 月に米長期金利が急騰する局面では 18 近辺から 21 近辺まで急落。しかしながら、大統領選挙においてオブラドル氏の勝利が確実な情勢となったほか、同氏が左派寄りの主張を修正し始めたことを好感すると大統領の投票日 (7 月 1 日) 後は 18.5 近辺まで続伸した。12 月 1 日にオブラドル氏は次期大統領として正式に就任するが、予算編成に注力するため政策が本格的な実行に移されるのは 2019 年に入ってからであり、当面は市場の材料とはならない。また、NAFTA 再交渉についても 8 月 27 日にトランプ米政権と暫定合意に達したことで先行き不透明感は後退している。

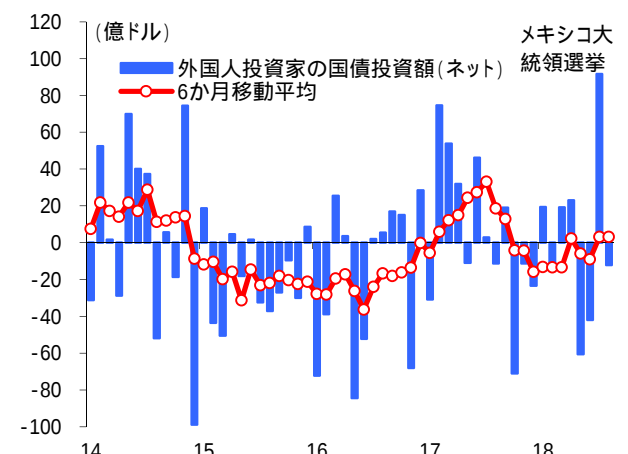
さらにリーマンショックの混乱が一巡した 2010 年以降では米国との金利差が最高水準となっていることも MXN の底堅さを増す要因となっている (図表 5)。とりわけ現在のように特段の材料がない場合は日々の値幅は小さくなり、その結果としてレートの差から得られる収益 (スポット・リターン) の期待値が下がると、金利差損が無視できなくなるため短期筋は MXN 売りポジションが構築しづらくなる。7 月の大統領選終了後にメキシコ国債市場では外国人投資家の大幅な資金流入を記録しており (図表 6)、政治リスクさえなければ機関投資家もメキシコ国債の高金利に魅力を感じている模様だ。かかる状況下、年内の MXN は安定推移を予想する。

図表 5: 米国およびメキシコの国債利回りおよび利回り差



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

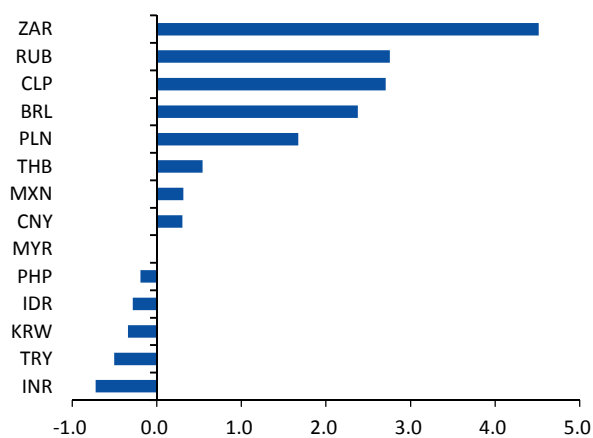
図表 6: 外国人投資家のメキシコ国債への投資フロー



出所: メキシコ中央銀行、CEIC、みずほ銀行

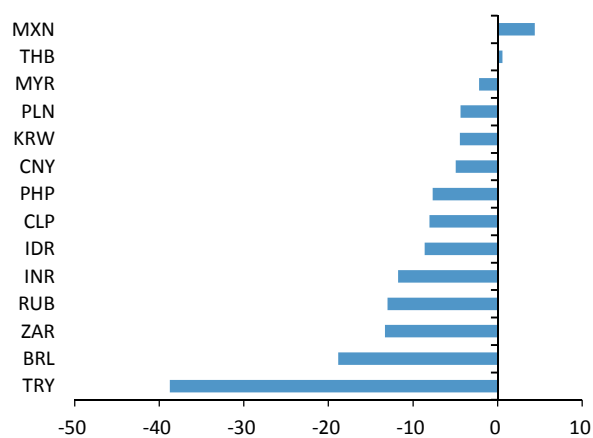
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



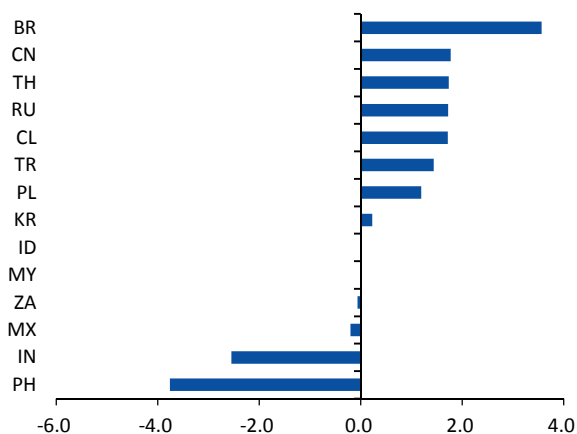
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



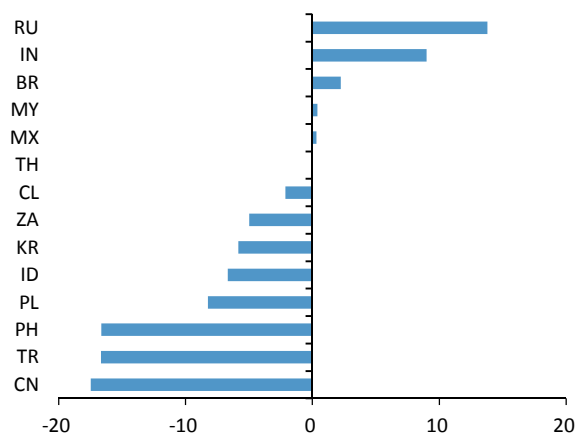
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



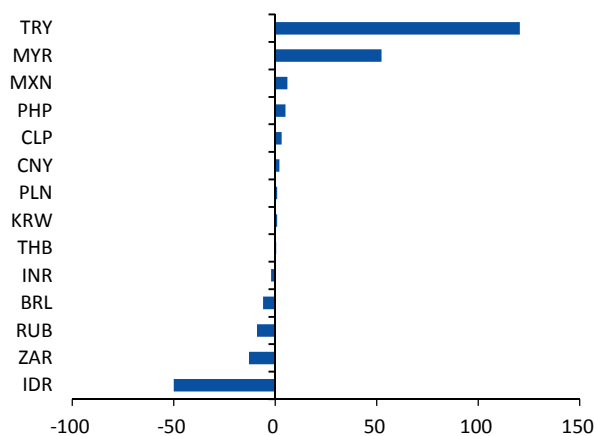
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



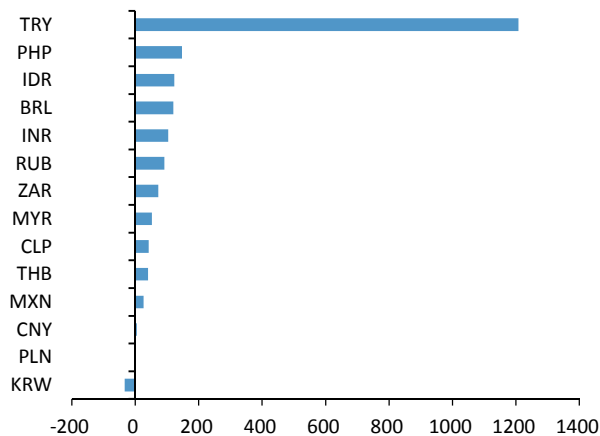
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

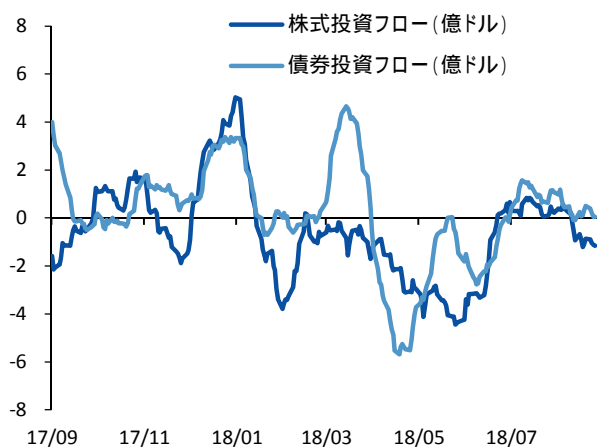
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

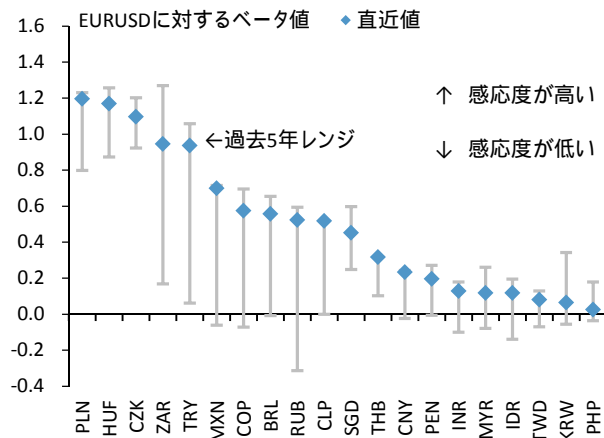
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



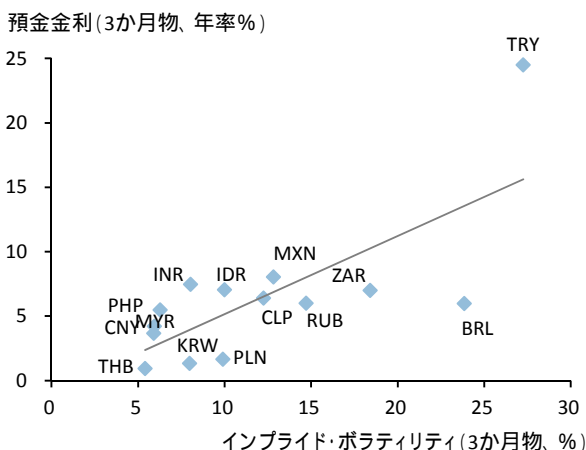
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



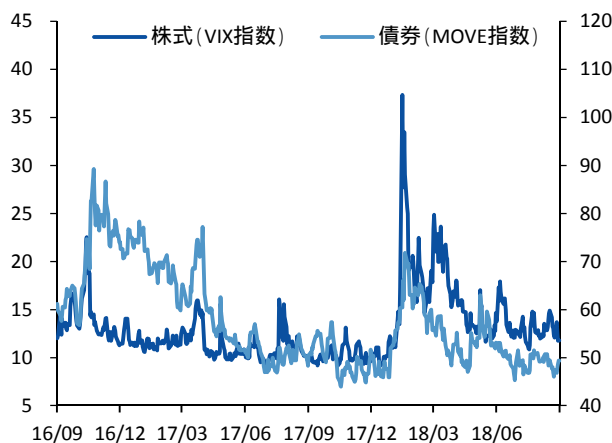
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



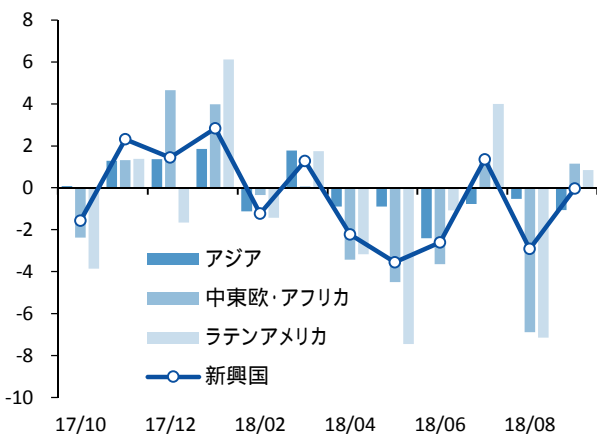
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



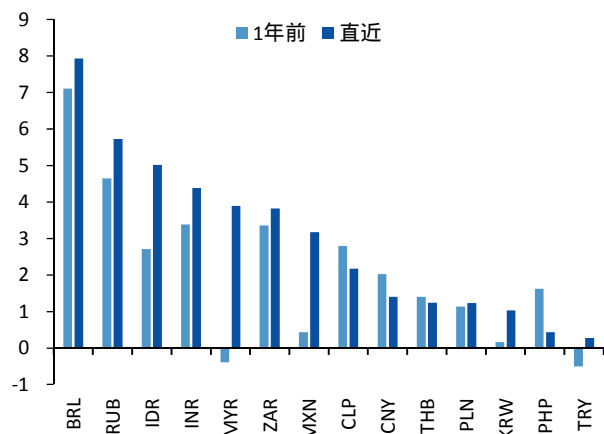
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	3.9%	5.0%	11.8%	11.0%
9月17日 (月)	インドネシア	輸出(前年比)	10.0%	4.2%	19.3%	19.7%
9月17日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$674m	-\$1021m	-\$2030m	-\$2007m
9月17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.1%	5.2%	-4.5%	--
9月19日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	0.4%	0.2%	0.9%	--
9月19日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.5%	1.5%	1.5%	--
9月19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	\$1272m	-\$455m	--
9月21日 (金)	タイ	輸出(通関ベース/前年比)	4.8%	--	8.3%	--
9月21日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1193m	--	-\$516m	--
9月24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.6%	--
9月25日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.5%	--	4.4%	--
9月26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.0%	--
9月27日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.5%	--	4.0%	--
9月27日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.4%	--
9月27日 (木)	インドネシア	Bank Indonesia 7D Reverse Repo	5.8%	--	5.5%	--
9月28日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	5060.0%	--
9月28日 (金)	タイ	輸出(前年比)	--	--	8.3%	--
9月28日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$858m	--
9月28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1086m	--
中東欧・アフリカ						
9月17日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	1.2%	5.6%	3.2%	2.8%
9月17日 (月)	トルコ	失業率	--	10.2%	9.7%	--
9月17日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	2.7%	3.9%	--
9月19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.2%	4.9%	5.1%	--
9月19日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.5%	2.8%	2.5%	2.7%
9月19日 (水)	ロシア	失業率	4.7%	4.6%	4.7%	--
9月20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.50%	--
9月28日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.0%	--
9月28日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	-4.7b	--
9月28日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	22300m	--
ラテンアメリカ						
9月20日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
9月21日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.8%	--	3.7%	--
9月24日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$4433m	--
9月25日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.2%	--
9月27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	8.9%	--

注: 2018 年 9 月 21 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 1～8月 (実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9376	6.8467	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8500	7.8426	7.85	7.85	7.84	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 71.001	72.379	72.5	71.4	70.5	69.2	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14710	14849	15200	15000	14850	14650	14500
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1138.89	1120.45	1100	1110	1120	1130	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.1120	4.1378	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.639	54.075	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3819	1.3644	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.876	30.794	30.60	30.70	30.80	30.90	30.90
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.39	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23328	23016	23450	23350	23300	23150	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 69.3573	66.2615	67.00	65.00	68.00	70.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.5517	14.2889	14.00	13.00	14.00	14.50	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	6.2004	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	4.0772	3.77	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	18.8342	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)	15.925 ~ 17.543	16.433	16.30	15.74	15.82	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.343	14.01	13.63	13.52	13.27	13.03
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.790	1.554	1.52	1.50	1.50	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.748 ~ 0.845	0.758	0.724	0.713	0.714	0.710	0.703
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.069	10.00	9.64	9.46	9.20	9.03
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.126	26.51	26.62	27.32	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.075	2.02	2.03	2.08	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.44	79.71	78.68	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.843	3.654	3.59	3.49	3.44	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.525	3.477	3.28	3.24	3.25	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4824	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	1.695	1.64	1.65	1.56	1.49	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	7.870	7.86	8.23	7.57	7.17	7.56
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	18.122	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	27.592	29.18	27.86	27.39	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.045	5.973	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 21 日の 7 時 5 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。