

2018 年 11 月 22 日

## The Emerging Markets Weekly

### 米中は交渉継続以上の合意に至れるのか

**新興国市場:**先週末、FOMC を経てのドル高・米株安の流れを引き継ぎ、新興国通貨は総じて軟調な展開。週初 19 日のアジア時間は、タイの 7~9 月期 GDP が予想を下回ったことから THB が下落した。しかしその後は、先週 16 日にクラリダ FRB 副議長が「世界的な減速を示唆する証拠はある」と発言したことに伴うドル売り地合いが続く中でアジア通貨は値を戻した。欧米時間には、先週に続きハイテク株が下落する流れに新興国通貨は上値重い展開。翌 20 日のアジア時間は、米株安を受けて投資家が慎重姿勢となる中、INR は中央銀行と政府の対立が緩和する兆しがみられたことが好感されて上昇。しかし、世界的なハイテク株の売りや原油が大幅に下落する動きに大半の新興国通貨は欧米時間に売られ、トルコ株が大幅安となったことで TRY が売られたほか、原油安に連れて RUB も大きく下げた。21 日も米株安を受けた世界経済に対する懸念が強まる中、ハイテク産業が盛んな韓国株式市場が下げる動きに KRW が大きく売られた。しかし、アジア株が徐々に持ち直し、欧州株が堅調となる展開に新興国通貨にも買いが入った。TRY が反発し、ZAR は一時 2 週間ぶりの高値をつけたが、祝日明けとなったブラジル市場で株式と為替が下落すると新興国通貨は上げ幅を削る展開となった。

**アジア:**16 日に発表されたマレーシアの 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比 +4.4%と、4~6 月期の同+4.5%から一段と減速した。他方、季節調整済み前期比では+1.6%と、大幅減速となった 4~6 月期の+0.3%から勢いを取り戻した。減速の主因は輸出で、前年比▲0.8%と 2016 年 7~9 月期以来となるマイナスに転じた。一方で、個人消費は同+9.0%と 4~6 月期の同+8.0%から加速したものの、6 月に物品サービス税 (GST) が廃止されたことに支えられた側面がある。代わりに 9 月に売上サービス税 (SST) が導入されたことから、10~12 月期以降は個人消費を抑制するだろう。19 日に発表されたタイの 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+3.3%と、4~6 月期の同+4.6%から大きく低下した。季節調整済み前期比でも 0.0%と、4~6 月期の+0.9%から鈍化した。減速の主因は外需が低迷したことで、輸出が前期から大幅に悪化した。輸出の内訳は未公表ながら、当局は金の輸出がマイナスになったと説明している。このほか、7 月にプーケット島で発生した中国人観光客を乗せたボート転覆事故を受けて中国人旅行客の訪問が鈍り、サービス輸出が 2 四半期連続のマイナスとなった。インド準備銀行 (中央銀行、RBI) の理事会は 19 日、インド政府との間で緊張が高まっていた問題について会合を開催した。政府は RBI に対し、銀行貸出や資本に関する規制の緩和、ノンバンクへの資金供給拡大、RBI 剰余金の国庫納付拡大などを求めている。会合では、RBI が保持する剰余金の基準を定める経済資本枠組み (ECF) を見直す専門委員会の設置を決定。また、中小企業向けに一連の支援措置を講じることや、銀行による資本バッファの引き上げ達成時期を先送りすることを提言した。他方、ノンバンクなどの問題は議論されておらず、12 月 14 日の次回会合に持ち越された。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

## 市場概観

マーケット・エコノミスト  
堀内 隆文  
03-3242-7065  
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

### 米中は交渉継続以上の合意に至れるのか

アルゼンチンで開催される 20 か国・地域首脳会合 (G20 会合、11 月 30 日～12 月 1 日) に合わせて、米中が首脳会談を行う見通しである。11 月中旬以降、米財務長官と中国副主席の電話協議や、首脳会談の準備に中国副首相が訪米予定であるなど、関連報道が増えている。また、クドロー国家経済会議 (NEC) 委員長が、米中両政府において貿易に関する協議が「あらゆるレベルで」再開していると発言。トランプ米大統領は、中国から 142 項目の行動計画が示されたことを明らかにした。

もともと、米中協議の再開を市場は前向きに評価しつつも、楽観には至っていない。上海総合指数や人民元の下げは一服も、引き続き年初来安値圏にとどまっている。協議再開と首脳会談の実現は、米中関係改善をもたらす合意に至ることを必ずしも意味しないためだろう。実際、トランプ大統領は上述の行動計画について、「重要な 4、5 項目が未解決」と指摘。ロス米商務長官が、首脳会談では交渉の「枠組み」で合意する可能性が高いと発言した。6 月、閣僚会議を経て辿り着いた共同声明からわずか 1 か月で、米国が対中制裁関税を決定したことは記憶に新しい。

また、11 月 17～18 日に開催されたアジア太平洋経済協力会議 (APEC) 首脳会合は、米中間での合意の難しさを確認するものとなった。首脳会議に先立つ最高経営責任者 (CEO) サミットで、ペンス米副大統領は「中国がやり方を改めるまで米国は方針を変えない」と中国をあらためて強くけん制。史上初となる首脳宣言なしで閉幕した背景にも、米中の対立があったと伝えられている。不公正な貿易慣行の是正に向けた罰則強化を世界貿易機関 (WTO) で行う。この文言を首脳宣言に盛り込むべきと米国が主張するなか、中国は宣言自体を見送ることを選択したようだ。

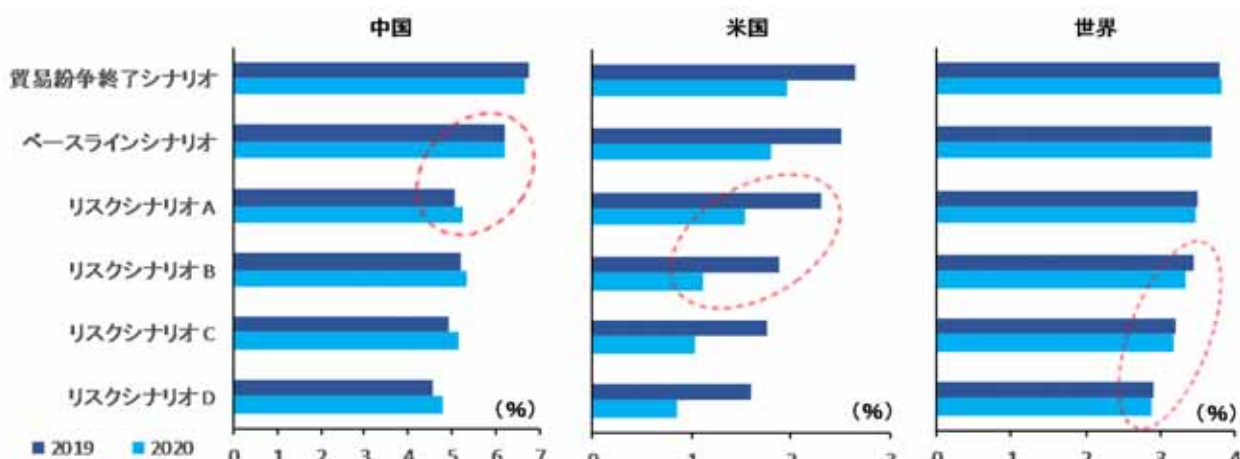
こうした状況下、米中首脳会談で合意に至るとしても、あくまで交渉継続と米国による一段の対中制裁措置の発動時期先送り程度のもことになる可能性が高いと考える。将来、追加制裁措置が発動される可能性が大きく低下することにはならないのではないか。過度な期待を控えている市場も、そうした結果にことさら失望感を示すことはないと思われる。したがって、米中貿易紛争の行方ならみの状況は続き、今回の首脳会談が人民元の方角感を変える転機にはならないだろう。

次に、可能性は高くないが、成果に乏しいとの判断の下、土壇場での首脳会談見送りも考えられる。その場合、市場は関係改善が非常に困難であり、米国が表明済みの一段の対中制裁措置の発動の可能性は高いと受け止めるだろう。国際通貨基金 (IMF) が行った貿易紛争の経済面での影響に関する分析 (次頁図表 1) によると、米中両国が双方からの輸入品全てに制裁関税を課すケース (図中リスクシナリオ A) で、中国経済への影響が最も大きいという。人民元の一段安がまず促されそうだ。

なお、IMF によれば、米国経済が最も影響を受けるのは自動車・同部品への追加関税賦課 (同リスクシナリオ B) という。首脳会談を通過し、「米国第一護主義」の次の一手が再び注目される可能性はある。また、貿易紛争の高まりは、ビジネスマインドの悪化を通じて設備投資を減速させつつあるという。設備投資の減速が本格化、企業収益にも悪影響が波及する段階では、世界経済への影響も大きくなる (同リスクシナリオ C、D)。これらを考慮し、米国の利上げペース減速もしくは利上げ停止の議論が市場で促される場合、ドル安 (人民元高) の動きが続くこともありえよう。

一方で、事態が好転することで人民元が反発する可能性もないわけではない。より踏み込んだ内容、例えば、発動済みの対中制裁措置の見直しなどで合意するとすれば、中国が大きな譲歩を示した時であろう。具体的には、技術移転や知的財産、イノベーションに関する不公正慣行の見直しが必要になる。米中貿易紛争は両国の覇権争いの構図の中で行われている。中国の経済および外交・軍事面での台頭を象徴するのが、「中国製造 2025」と軍民融合、「一帯一路」である。特に「中国製造 2025」実現の前提に、上述の不公正慣行があると米国がみなす限り、貿易収支改善や市場開放では交渉材料不足となる。首脳会談を控えて、米通商代表部(USTR)が中国の不公正慣行に関する報告書をあらためてまとめたことは、それを物語る。米中首脳会談まで残る1週間、中国側の対応がより注目される。

図表 1: 貿易紛争が深刻化した場合の実質 GDP 成長率見通し(2019 年、2020 年)



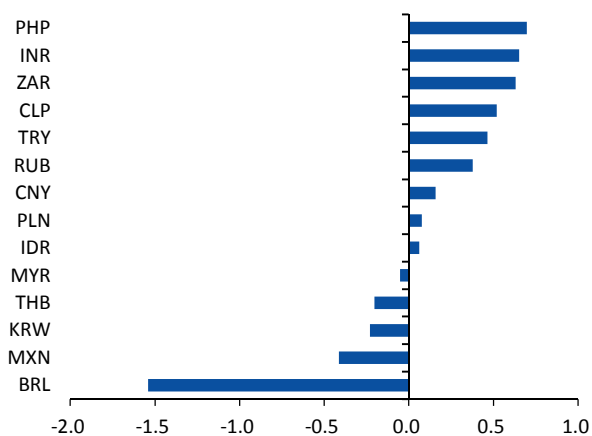
#### 各シナリオとその概要

|            |                                                                                                                                                                                                            |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 貿易紛争終了シナリオ | 2019年から、すでに発動済みの米国による追加関税措置とそれに対する各国からの報復措置が停止されるケース                                                                                                                                                       |
| ベースラインシナリオ | 以下の発動もしくは発表済みの米国による追加関税措置とそれに対する各国からの報復措置の影響を織り込んだ上での見通し<br>・米国: ①鉄鋼(税率25%)とアルミ製品(同10%)、②中国製品500億ドル相当(同25%)、③中国製品2,000億ドル相当(同10%→25%)<br>・中国はじめ各国: 同等額の米国製品への報復関税(①、②への対応)<br>・中国のみ: 米国製品600億ドル相当(同7%→25%) |
| リスクシナリオ A  | 2019年から、米中が双方からの輸入製品全てに追加関税措置を拡大するケース<br>・米国: 中国製品2,670億ドル相当(税率25%)を追加<br>・中国: 米国製品1,300億ドル相当の税率を25%に                                                                                                      |
| リスクシナリオ B  | さらに、2019年から、米国が輸入する自動車および同部品(3,500億ドル相当)に追加関税(税率25%)を適用し、各国が同等の報復措置に踏み切るケース                                                                                                                                |
| リスクシナリオ C  | 貿易紛争の高まりによりビジネスマインドが悪化、設備投資の低迷が重なるケース                                                                                                                                                                      |
| リスクシナリオ D  | 最終的に、企業の資金調達環境や収益面でも悪影響が顕在化するケース                                                                                                                                                                           |

出所: IMF、みずほ銀行

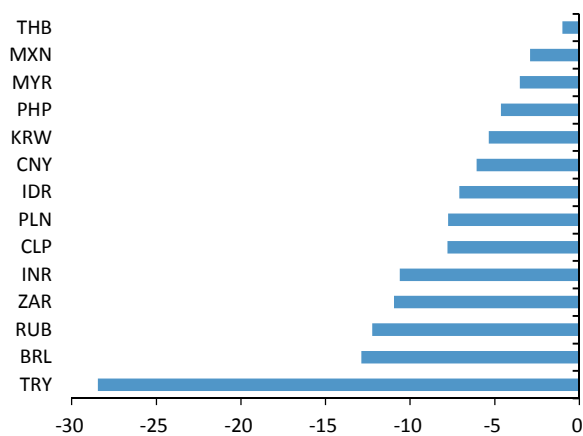
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



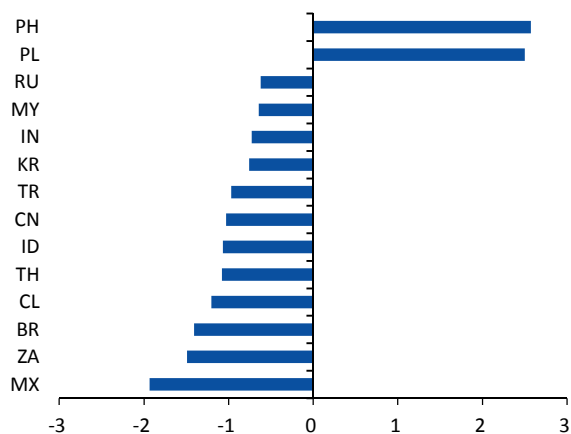
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



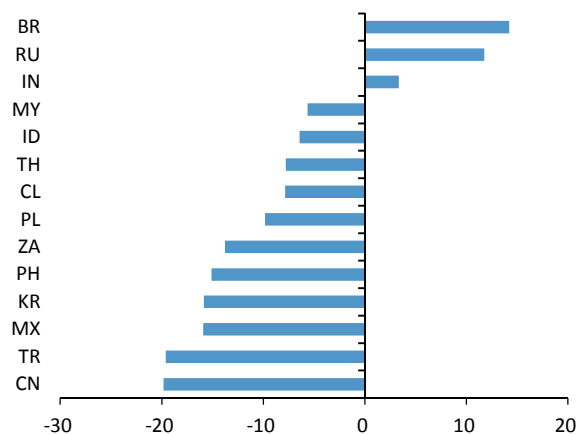
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



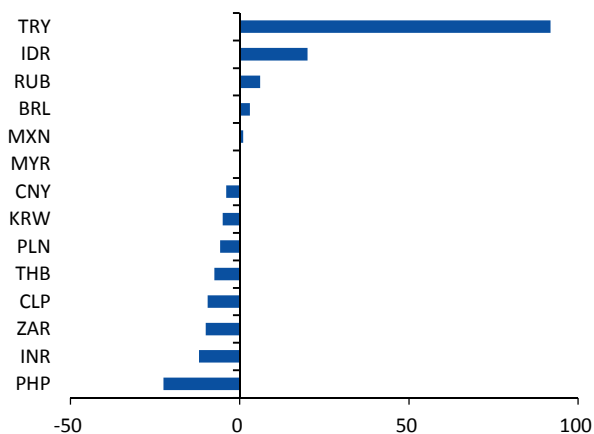
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



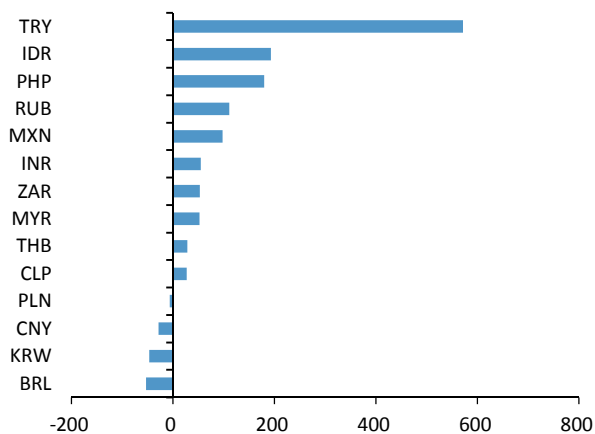
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

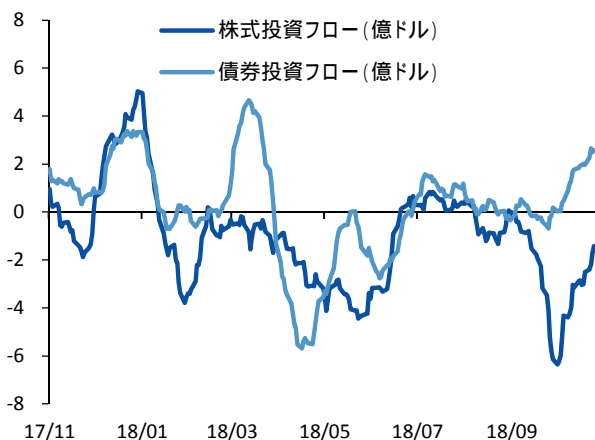
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

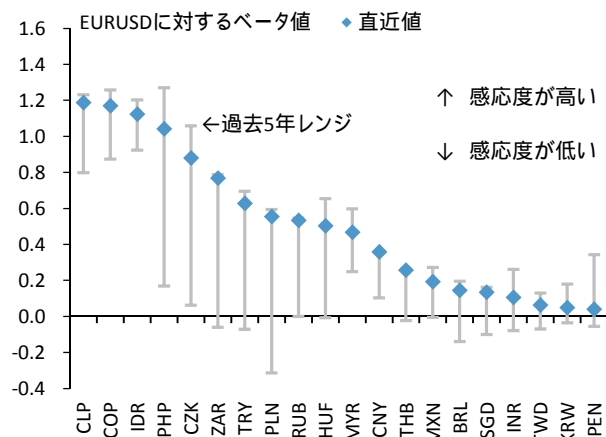
# チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



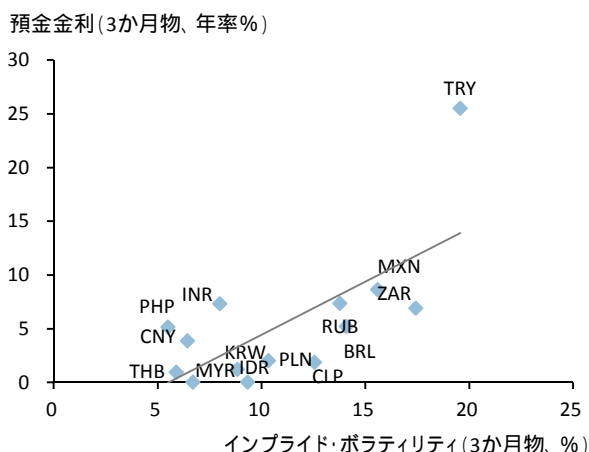
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



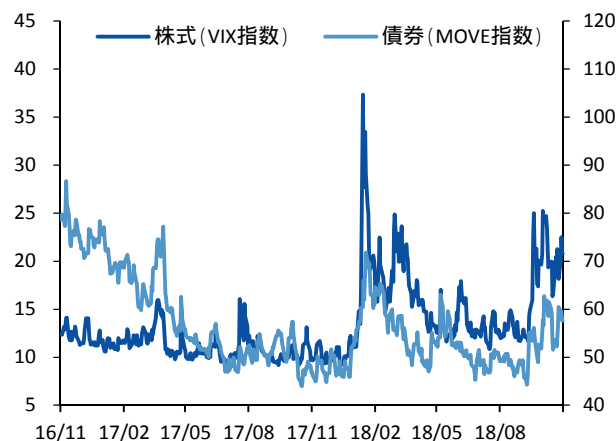
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



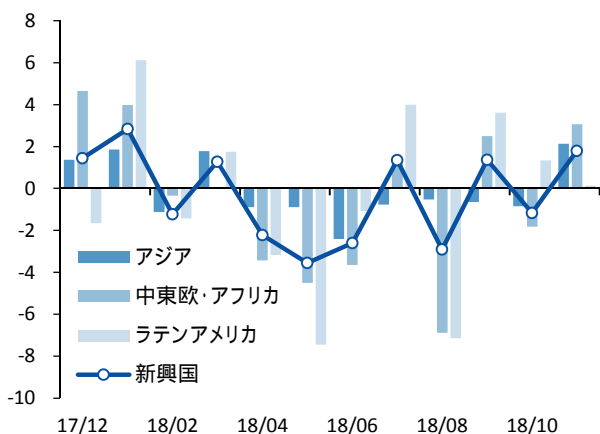
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



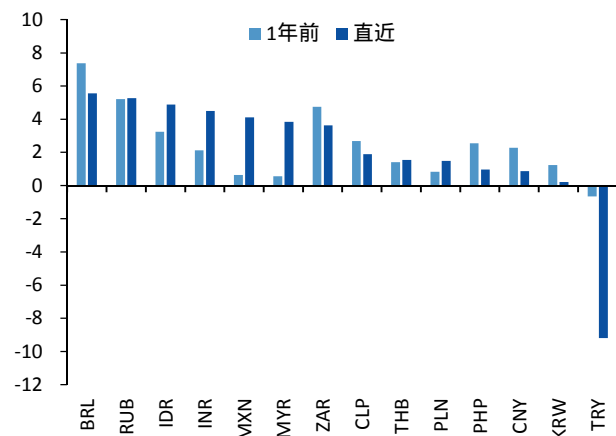
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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 |
|------------------|--------|------------------|---------|---------|----------|-----|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                  |         |         |          |     |
| 11月19日 (月)       | タイ     | GDP(前年比)         | 4.2%    | 3.3%    | 4.6%     | --  |
| 11月19日 (月)       | フィリピン  | 総合国際収支           | --      | -\$458m | -\$2696m | --  |
| 11月21日 (水)       | タイ     | 輸出(通関ベース/前年比)    | 4.0%    | 8.7%    | -5.2%    | --  |
| 11月21日 (水)       | タイ     | 貿易収支(通関ベース)      | -\$200m | -\$280m | \$487m   | --  |
| 11月22日 (木)       | シンガポール | GDP(前年比)         | 2.4%    | 2.2%    | 2.6%     | --  |
| 11月23日 (金)       | マレーシア  | CPI(前年比)         | 0.6%    | --      | 0.3%     | --  |
| 11月23日 (金)       | シンガポール | CPI(前年比)         | 0.8%    | --      | 0.7%     | --  |
| 11月23日 (金)       | 台湾     | 鉱工業生産(前年比)       | 3.6%    | --      | 1.5%     | --  |
| 11月26日 (月)       | シンガポール | 鉱工業生産(前年比)       | --      | --      | -0.2%    | --  |
| 11月30日 (金)       | 韓国     | 鉱工業生産(前年比)       | --      | --      | -8.4%    | --  |
| 11月30日 (金)       | 中国     | 非製造業PMI          | --      | --      | 5390.0%  | --  |
| 11月30日 (金)       | 中国     | 製造業PMI           | --      | --      | 5020.0%  | --  |
| 11月30日 (金)       | タイ     | 輸出(前年比)          | --      | --      | -5.5%    | --  |
| 11月30日 (金)       | タイ     | 貿易収支             | --      | --      | \$1963m  | --  |
| 11月30日 (金)       | タイ     | 国際収支:経常収支        | --      | --      | \$2369m  | --  |
| 11月30日 (金)       | 台湾     | GDP(前年比)         | 2.3%    | --      | 2.3%     | --  |
| 11月30日 (金)       | 韓国     | 韓国銀行7日間レポレート     | --      | --      | 1.5%     | --  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                  |         |         |          |     |
| 11月20日 (火)       | ロシア    | 実質小売売上高(前年比)     | 2.4%    | 1.9%    | 2.2%     | --  |
| 11月20日 (火)       | ロシア    | 失業率              | 4.6%    | 4.7%    | 4.5%     | --  |
| 11月21日 (水)       | 南ア     | CPI(前年比)         | 5.2%    | 5.1%    | 4.9%     | --  |
| 11月22日 (木)       | 南ア     | SARB政策金利発表       | 6.8%    | --      | 6.5%     | --  |
| 11月29日 (木)       | 南ア     | マネーサプライM3(前年比)   | --      | --      | 7.0%     | --  |
| 11月30日 (金)       | 南ア     | 貿易収支(ラント)        | --      | --      | -3.0b    | --  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                  |         |         |          |     |
| 11月23日 (金)       | メキシコ   | 経済活動IGAE(前年比)    | 2.8%    | --      | 1.7%     | --  |
| 11月23日 (金)       | メキシコ   | GDP(季調前/前年比)     | 2.6%    | --      | 2.6%     | --  |
| 11月26日 (月)       | メキシコ   | 小売売上高(前年比)       | --      | --      | 3.9%     | --  |
| 11月27日 (火)       | ブラジル   | 経常収支             | --      | --      | \$32m    | --  |
| 11月28日 (水)       | ブラジル   | FGVインフレIGPM(前年比) | --      | --      | 10.8%    | --  |
| 11月30日 (金)       | ブラジル   | GDP(前年比)         | --      | --      | 1.0%     | --  |

注: 2018 年 11 月 16 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<br>1～10月(実績) | SPOT    | 2018年<br>12月 | 2019年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   |
|------------------|----------|--------------------|---------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| <b>対ドル</b>       |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.2431 ~ 6.9799    | 6.9270  | 6.90         | 6.85        | 6.85  | 6.80  | 6.80  |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.7930 ~ 7.8500    | 7.8315  | 7.84         | 7.83        | 7.83  | 7.82  | 7.82  |
| インドルピー           | (INR)    | 63.246 ~ 74.483    | 71.461  | 74.5         | 72.0        | 69.8  | 68.5  | 68.5  |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13263 ~ 15284      | 14583   | 15500        | 14900       | 14700 | 14500 | 14250 |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1054.18 ~ 1144.73  | 1129.15 | 1150         | 1140        | 1130  | 1130  | 1130  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 3.8533 ~ 4.1858    | 4.1915  | 4.22         | 4.16        | 4.10  | 3.98  | 3.96  |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 49.705 ~ 54.480    | 52.255  | 54.5         | 54.9        | 54.7  | 54.5  | 54.1  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3009 ~ 1.3873    | 1.3735  | 1.39         | 1.36        | 1.35  | 1.35  | 1.33  |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 28.958 ~ 31.169    | 30.885  | 31.00        | 30.90       | 30.80 | 30.80 | 30.80 |
| タイバーツ            | (THB)    | 31.09 ~ 33.53      | 32.90   | 32.6         | 32.4        | 32.0  | 31.5  | 30.9  |
| ベトナムドン           | (VND)    | 22680 ~ 23363      | 23333   | 23550        | 23400       | 23350 | 23200 | 23000 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 55.5563 ~ 70.8422  | 65.7457 | 65.00        | 68.00       | 67.00 | 70.00 | 68.00 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 11.5078 ~ 15.6958  | 13.9387 | 14.00        | 14.50       | 14.00 | 13.70 | 13.50 |
| トルコリラ            | (TRY)    | 3.7163 ~ 7.2362    | 5.3218  | 5.50         | 6.50        | 6.00  | 6.50  | 6.20  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 3.1214 ~ 4.2133    | 3.7975  | 3.55         | 3.55        | 3.63  | 3.70  | 3.80  |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 17.9401 ~ 20.9605  | 20.2396 | 20.50        | 20.00       | 19.50 | 19.00 | 19.00 |
| <b>対円</b>        |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 15.925 ~ 17.543    | 16.306  | 15.94        | 15.91       | 15.62 | 15.44 | 15.15 |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.326 ~ 14.615    | 14.433  | 14.03        | 13.92       | 13.67 | 13.43 | 13.17 |
| インドルピー           | (INR)    | 1.506 ~ 1.790      | 1.582   | 1.48         | 1.51        | 1.53  | 1.53  | 1.50  |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.733 ~ 0.845      | 0.775   | 0.710        | 0.732       | 0.728 | 0.724 | 0.723 |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 9.634 ~ 10.681     | 10.010  | 9.57         | 9.56        | 9.47  | 9.29  | 9.12  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 26.449 ~ 28.395    | 26.968  | 26.07        | 26.20       | 26.10 | 26.38 | 26.01 |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 1.999 ~ 2.272      | 2.164   | 2.02         | 1.99        | 1.96  | 1.93  | 1.90  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 79.19 ~ 85.50      | 82.29   | 79.14        | 80.15       | 79.26 | 77.78 | 77.44 |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.570 ~ 3.843      | 3.660   | 3.55         | 3.53        | 3.47  | 3.41  | 3.34  |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.300 ~ 3.538      | 3.435   | 3.37         | 3.36        | 3.34  | 3.33  | 3.33  |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4590 ~ 0.4992    | 0.4847  | 0.47         | 0.47        | 0.46  | 0.45  | 0.45  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.572 ~ 1.993      | 1.719   | 1.69         | 1.60        | 1.60  | 1.50  | 1.51  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 7.076 ~ 9.293      | 8.108   | 7.86         | 7.52        | 7.64  | 7.66  | 7.63  |
| トルコリラ            | (TRY)    | 15.463 ~ 30.311    | 21.191  | 20.00        | 16.77       | 17.83 | 16.15 | 16.61 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 26.388 ~ 35.131    | 29.764  | 30.99        | 30.70       | 29.48 | 28.38 | 27.11 |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 5.270 ~ 6.163      | 5.584   | 5.37         | 5.45        | 5.49  | 5.53  | 5.42  |

注:1.実績の欄は2018年10月31日まで。SPOTは11月22日の10時30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(11月2日発行)」および「中期為替相場見通し(11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。