

2018 年 11 月 30 日

The Emerging Markets Weekly

FRB のスタンス変化で一息つく新興国

新興国市場:先週末、米感謝祭の翌日で商いが乏しくなる中、軟調な米株式市場や原油価格の大幅下落を受けてドル高が進展。新興国通貨は総じて軟調な展開となった。週明け 26 日のアジア市場は CNY がやや持ち直す動きに新興国通貨もつれ高。ただ、欧米市場ではドル高の動きが再び強まった。鉄鉱石価格の急落などを受けて BRL が急落。ウクライナ艦船への砲撃を巡りロシアへの追加制裁が懸念され、RUB も大きく下落した。また、週末に次期政権の政策に対する不安感が再び高まったことを背景に MXN も大きく下げた。27 日のアジア市場では、前日の米株上昇の流れを追い風に KRW など前日の下げを取り戻そうという動きがみられたものの、小幅に留まった。米中首脳会談の結果次第で追加関税を行うとのトランプ米大統領の発言が重しとなった。欧米市場では低調な 10～12 月期企業信頼感が嫌気された ZAR の下落が目立った一方、BRL や MXN で前日の大幅下落の反動がみられた。28 日は、米中首脳会談の行方睨みで小動きとなっていたところ、パウエル FRB 議長のハト派的な発言を手掛かりにドル安が急速に進展、多くの新興国通貨が上昇した。ZAR や TRY、MXN の上昇が目立った。29 日のアジア市場でも新興国通貨上昇の流れは継続。INR など高金利通貨が選好された。IDR は中銀が通貨の上昇余地に言及したことも材料視された。欧米市場でも堅調な地合いは続き、RUB は追加制裁懸念による今週の下落分を取り戻した。

アジア:韓国銀行(BOK)は 30 日、市場の大方の予想通り、政策金利である 7 日物レボ金利を従来の 1.50%から 1.75%へ引き上げることを決定した。引き上げは 2017 年 11 月の会合から 1 年ぶりとなる。李総裁はかねてより利上げの可能性を示唆してきたこともあり、市場の反応は限定的。KRW は前日終値に近い 1120 前後で推移している(30 日午前 10:00 時点)。

ラテンアメリカ:新政権発足(12 月 1 日)を控えて、メキシコ次期政権の政策運営に対する市場の不安感が再び高まっている。まず、与党・国家再生運動(Morena)が目指す銀行手数料削減の法改正について、公正取引委員会が上院宛の書簡(21 日付、26 日公表)で、中央銀行に徹底した分析を依頼すべきと伝えていたことが明らかとなり、市場は動揺。また、意見公募第 2 弾(24～25 日)では、ロペスオブラドール(AMLO)次期大統領が掲げる「優先すべき 10 政策」について、いずれも 9 割前後の支持が示されたものの、財源についての説明はなく、実現性への疑念は拭えない。同氏の支持率低下(8 月 64.6%→11 月 55.6%)を示す世論調査結果も週末には報じられている。このほか、米国入国を目指す中米諸国からの移民(いわゆるキャラバン)を巡り、トランプ大統領が恒久的な国境閉鎖の可能性を示唆するなど圧力を強めている。こうしたなか、週初の 26 日に、メキシコボルサ指数は年初来安値を大きく更新、MXN も 6 月の年初来安値に接近した。

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

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

市場概観

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

FRB のスタンス変化で一息つく新興国

10 月は米国株式市場の急落に端を発した世界同時株安が起こり、世界の株式市場は大きな調整局面を迎えた。11 月に入ってから、ボラティリティは上昇しつつも、株価は何とか持ち堪えている。注目が集まっていた 11 月 6 日の米中間選挙では予想通り上院は共和党、下院は民主党が制し、上下両院の多数派が異なる「ねじれ議会」が生じた。米中間選挙に関しては、選挙後に株価が上昇するとのアノマリー通り、選挙直後は株高の反応が見られた。しかしその後は、イタリアと欧州委員会の対立や英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡る懸念が重しとなった。加えて、史上初めてアジア太平洋経済協力会議（APEC）で首脳宣言の採択が断念されたことに象徴されるように（後に 5 日遅れで公表）、米中対立が改めて浮き彫りとなる中で、株式市場では上げ幅を削る展開となったが、10 月末の安値近辺では下げ渋るなど、底割れはせずとも不安定な状況は続いている。

また、最近では FRB の金融政策スタンスにも変化がみられている。11 月 21 日に Market News International (MNI) が FRB 関係者らの発言として、12 月の利上げは確定的であるものの、来年 3 月会合は利上げ休止に関して活発な議論が交わされる可能性が高く、6 月会合では確実に議論が交わされると報じた。また、28 日にはパウエル FRB 議長が、政策金利は中立金利に関する FRB 当局者の幅広い推定値を「若干下回る」水準にあるとの認識を示した。パウエル議長はこれまで、政策金利は「中立から程遠い水準にある」と表現していたことからハト派的と受け止められた。さらに 29 日に公表された FOMC 議事要旨（11 月 7～8 日開催分）では、12 月会合で利上げを検討することを改めて示した。FOMC 参加者の大多数は追加利上げについて、「労働市場とインフレに関し今後入手される情報が足元の予想に一致もしくは上回る場合、かなり早い時期（の実施）が正当化される」との認識を示した。他方、「多くの参加者が、今後のいずれかの会合で、経済および政策の見通しの判断に際し、入手されるデータの評価を一段と重視する文言へ変更し始めるのが適切かもしれないと示唆」し、「そうした変更は経済情勢の変化に対応する上で、委員会の柔軟な姿勢を示す一助となる」とし、利上げ休止時期を巡る議論が始まったことが明らかとなった。こうした FRB の情報発信の変化を受けて、市場では FRB の利上げ休止を織り込む動きがみられている。ユーロドル金利先物の 2018 年 12 月限月と 2019 年 12 月限月のスプレッドをみると、11 月初旬は 2 回の利上げを織り込んでいたが、足許では 1 回未満にまではく落している（図表 1）。

こうした状況下で、新興国市場は安定を取り戻している。株式市場においてボラティリティが上昇した場合、通常であればその影響が新興国市場へ波及することが多いが、足許ではそうはなっていない。新興国市場はこれまで、米金利上昇による資本流出と米中貿易戦争に対する懸念にさらされ下押しされてきた。しかし、最近では米国の金融政策正常化の休止が意識されるようになり、新興国市場への圧力は一部緩和している。また、2018 年のドル高はドル建て債務残高を多く抱える新興国にとって大きな逆風となってきたが、FRB の利上げ休止はドル安をもたらす可能性が高く、これはドル建て債務国に正反対の効果をもたらす。米中貿易戦争の行方は依然として予断を許さず、イタリア財政やブレグジットなど欧州情勢も不透明な状況が続いているが、米金利上昇とドル高という最大のネガティブ要因が緩和する中、新興国通貨は反発している。

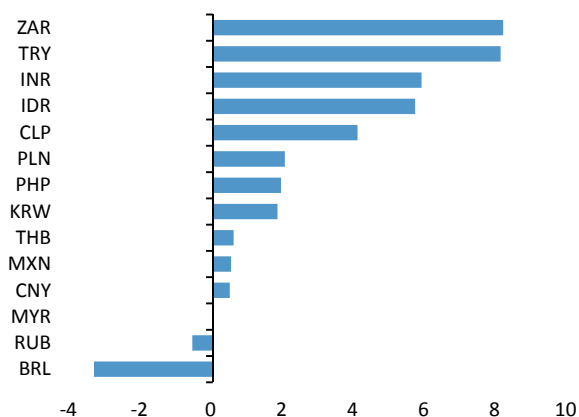
図表 1: ユーロドル金利先物の限月間スプレッド(%)



注: 2019 年 12 月限月と 2018 年 12 月限月のスプレッドで、この期間の利上げ回数 (0.25% で 1 回) を示唆する。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 11 月の為替騰落率(対ドル、%)

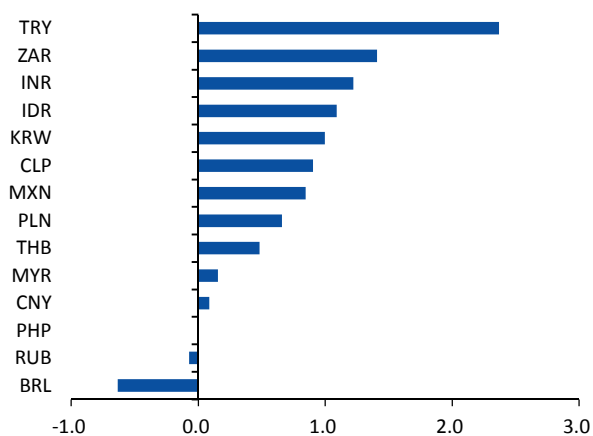


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

特に上昇が目立つのが新興国の中でも高金利通貨である(図表 2)。これらの国は資本流出圧力により売られてきたため、FRB の金融政策正常化が休止するとの見方が増える中で戻りが大きくなっている。また、騰落率に格差をもたらしている要因としては原油相場の動向がある。2018 年 11 月 16 日付の本欄でも議論したが、原油相場は 10 月以降に変調をきたしており、北米の代表的な原油価格である WTI 価格は 11 月 29 日に一時 1 バレル 50 ドルを割り込んだ。インドなどの原油輸入国は原油価格の高騰で経常赤字が拡大して通貨安圧力となっていたため、原油安を受けて買戻しが入っている。他方、ロシアやマレーシアなどの産油国にとっては原油安が経済や財政にネガティブに作用するため通貨安圧力となっている。今後、原油相場は 12 月 6 日の石油輸出国機構(OPEC)総会での減産動向に左右されるとみられ、会合に向けた産油国の関係者からの様々な発言に注意が必要だ。

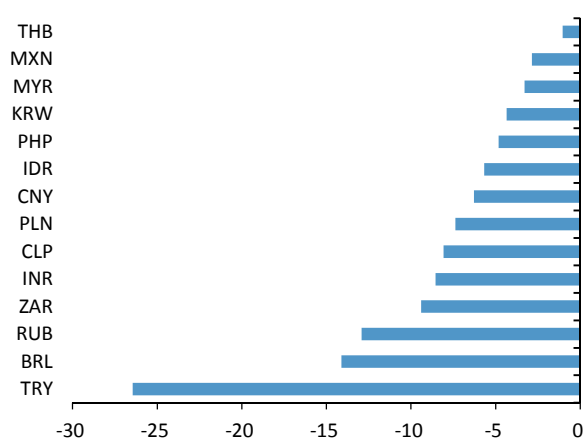
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



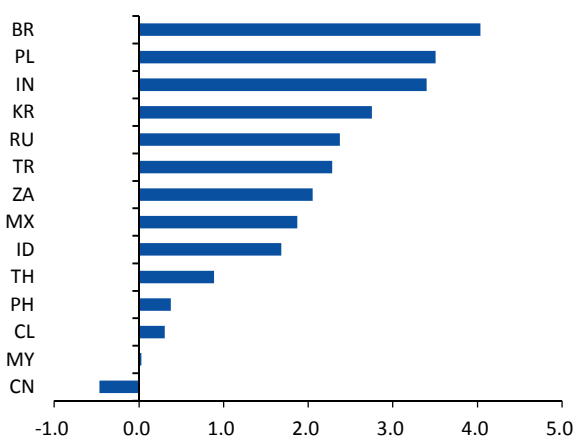
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



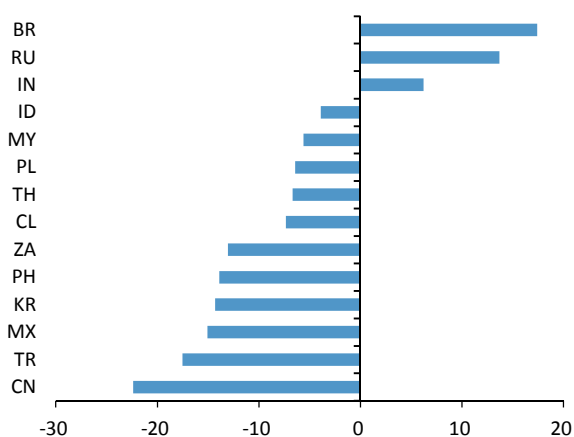
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



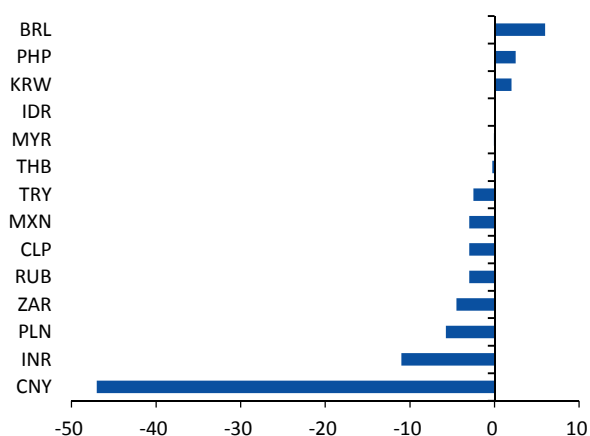
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



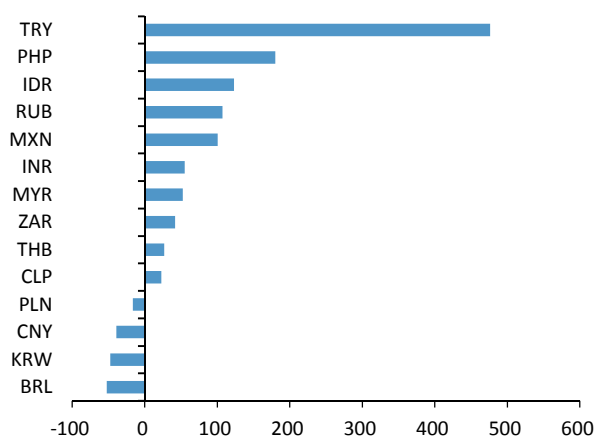
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

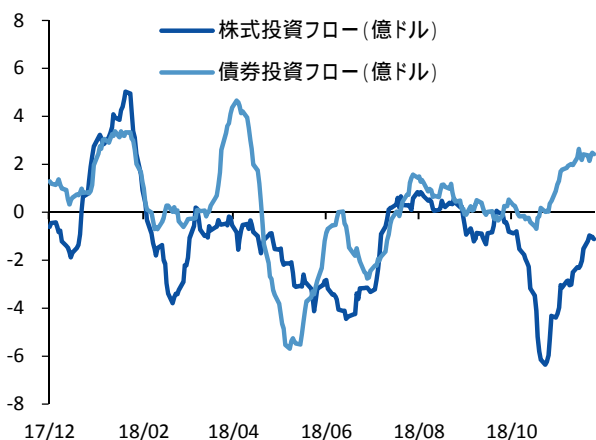
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

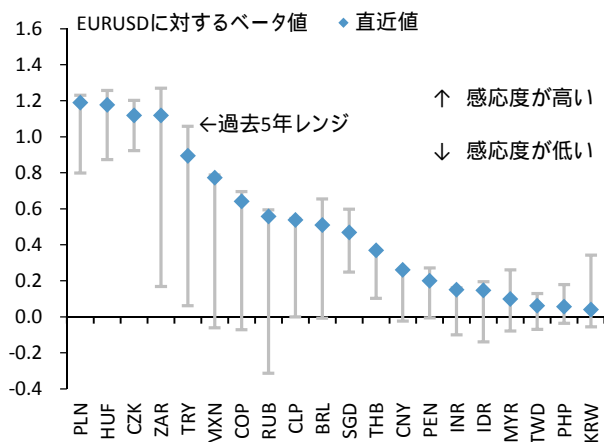
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



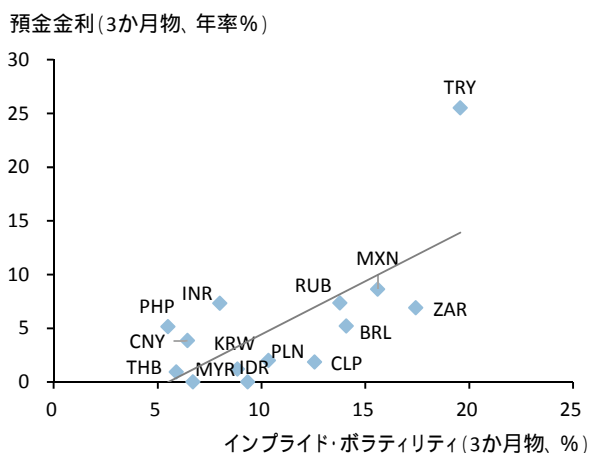
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



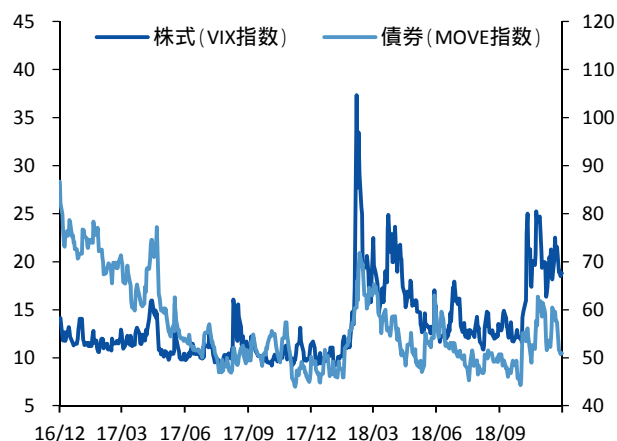
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



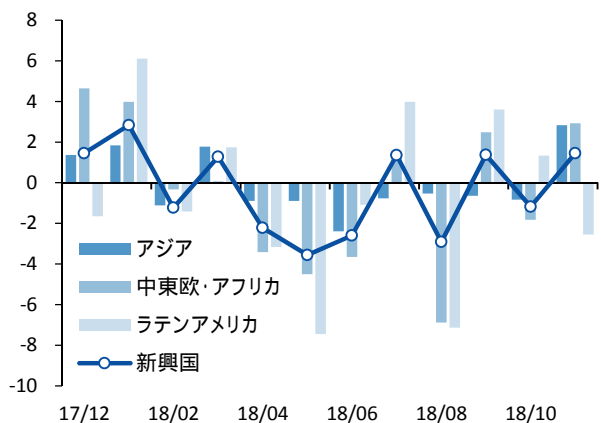
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



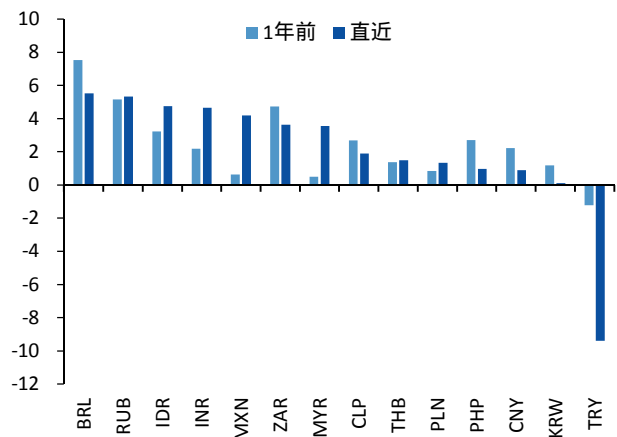
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	2.6%	4.3%	-0.2%	-0.1%
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	6.9%	--	-8.4%	--
30日 (金)	中国	非製造業PMI	53.7	--	53.9	--
30日 (金)	中国	製造業PMI	50.2	--	50.2	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2000m	--	\$2369m	--
30日 (金)	台湾	GDP(前年比)	2.3%	--	2.3%	--
30日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.8%	--	1.5%	--
12月1日 (土)	韓国	貿易収支	\$6300m	--	\$6552m	\$6466m
3日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	51.0	--
3日 (月)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	--	48.7	--
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	50.1	--	50.1	--
3日 (月)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	--	1.2%	--
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	--	--	53.1	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	51.9	--
4日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.0%	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.0%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	6.4%	--	6.7%	--
5日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	15.27b	--
5日 (水)	台湾	CPI(前年比)	0.5%	--	1.2%	--
5日 (水)	インド	RBILレポレート	6.5%	--	6.5%	--
6日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$10831.4m	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$3.40b	--	\$3.36b	--
中東欧・アフリカ						
11月30日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	-5.0b	--	-3.0b	--
12月3日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	51.0	--	51.3	--
3日 (月)	トルコ	マーケット・ISOTUR製造業PMI	--	--	44.3	--
3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	22.8%	--	25.2%	--
3日 (月)	南ア	Absa製造業PMI	44.0	--	42.4	--
4日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.5%	--	0.4%	--
5日 (水)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	55.8	--	56.9	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	3.8%	--	3.5%	--
ラテンアメリカ						
11月26日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	4.0%	4.1%	3.9%	--
27日 (火)	ブラジル	経常収支	\$845m	\$329m	\$32m	\$290m
29日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	9.7%	9.7%	10.8%	--
30日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	1.6%	--	1.0%	--
12月3日 (月)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	51.1	--
3-8日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6121m	--
4日 (火)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	50.7	--
4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.0%	--
5日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	103.0	--
6日 (木)	メキシコ	総設備投資	--	--	-2.4%	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.6%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.9%	--

注: 2018 年 11 月 30 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 1～10月(実績)	SPOT	2018年 12月	2019年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9799	6.9425	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7930 ~ 7.8500	7.8218	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 74.483	69.850	74.5	72.0	69.8	68.5	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 15284	14383	15500	14900	14700	14500	14250
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1144.73	1119.40	1150	1140	1130	1130	1130
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.1858	4.1840	4.22	4.16	4.10	3.98	3.96
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 54.480	52.419	54.5	54.9	54.7	54.5	54.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3873	1.3699	1.39	1.36	1.35	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 31.169	30.817	31.00	30.90	30.80	30.80	30.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	32.92	32.6	32.4	32.0	31.5	30.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23363	23329	23550	23400	23350	23200	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 70.8422	66.2300	65.00	68.00	67.00	70.00	68.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.6958	13.6697	14.00	14.50	14.00	13.70	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	5.1722	5.50	6.50	6.00	6.50	6.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 4.2133	3.8526	3.55	3.55	3.63	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	20.2407	20.50	20.00	19.50	19.00	19.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ~ 17.543	16.316	15.94	15.91	15.62	15.44	15.15
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.615	14.498	14.03	13.92	13.67	13.43	13.17
インドルピー	(INR)	1.506 ~ 1.790	1.624	1.48	1.51	1.53	1.53	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.733 ~ 0.845	0.789	0.710	0.732	0.728	0.724	0.723
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.141	9.57	9.56	9.47	9.29	9.12
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.063	26.07	26.20	26.10	26.38	26.01
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.163	2.02	1.99	1.96	1.93	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.78	79.14	80.15	79.26	77.78	77.44
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.843	3.680	3.55	3.53	3.47	3.41	3.34
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.538	3.445	3.37	3.36	3.34	3.33	3.33
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4860	0.47	0.47	0.46	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.572 ~ 1.993	1.712	1.69	1.60	1.60	1.50	1.51
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	8.298	7.86	7.52	7.64	7.66	7.63
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	21.915	20.00	16.77	17.83	16.15	16.61
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ~ 35.131	29.436	30.99	30.70	29.48	28.38	27.11
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.163	5.603	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 30 日の 8 時 45 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。