2019 年 2 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

新興国市場の堅調が続く

新興国市場：24 日に中国人民銀行（PBoC）が永久債の発行を通じて資本を拡充するよう銀行に促す新たな手段を創設すると発表したことが好感され、先週末は新興国通貨の大半が上昇した。週明け 28 日は週内に FOMC や米中通商協議などの主要イベントを控え、ドルが売られたことからアジア通貨は堅調な値動きとなった。29 日は米国が中国通信機器大手の副社長を起訴したことに加え、前日に世界貿易機構（WTO）が米政権による中国製品 2500 億ドル相当を対象とした追加関税について、その正当性を判断する調査を開始したことが、米中貿易協議に悪影響を及ぼすとの懸念が高まったが、新興国通貨は小幅な動きにとどまった。BRL はドルが軟調なことを受け前日対比で+1.1%上昇した。30 日は、FOMC で利上げペースの鈍化が示唆されるとの見方や、米中貿易協議に対する期待からアジア通貨は小幅に上昇。注目の集まった FOMC では、政策金金利は市場予想通り据え置きとなったが、声明文では「次の一手」を示唆する文言「幾分か追加の緩やかな利上げが適切と判断」が削除され、「今後の政策金利の調整が何になるのかということに関し、FOMC は忍耐強くなる」との表現が挿入され、ハト派寄りと捉えられた。また、パウエル FRB 議長の記者会見は利上げ一時停止の思惑が強まる内容となった。FOMC の結果を受け、ZAR は前日比+2%、TRY、BRL もそれぞれ前日比+1%以上の上昇をみせた。31 日も前日の FOMC を受けたリスク選好ムードの中で新興国通貨は堅調に推移した。特に TRY は、30 日にトルコ中央銀行（CBRT）が金融引き締めスタンスを維持するとしたことも好感され前日から+1.2%上昇した。また IDR は前日から+1.1%上昇し、2018 年 6 月以来の高値をつけた。

中東欧・アフリカ：30 日に CBRT が公表した四半期インフレーションレポートでは、2019 年末の見通しを従来の前年比+15.2%から同+14.6%に、2020 年末を同+9.3%から同+8.2%に引き下げた。チェティンカヤ CBRT 総裁はインフレ率が低下すると確信ができるまで金融引き締めスタンスを維持すると表明、必要であれば追加利上げを行う方針を示した。

ラテンアメリカ：大手格付け会社は 29 日にメキシコの国営石油会社の格付けを引き下げ、見通しはネガティブとした。今後、投機的水準へのさらなる格下げなど状況が悪化するとメキシコの信用にも影響を及ぼすリスクがあるだろう。30 日に発表されたメキシコ 10～12 月期実質 GDP は前年比+1.8%と 7～9 月期（同+2.5%）から鈍化した。2018 年の実質 GDP 成長率は前年比+2.0%と 2016 年から 3 年連続で成長率が縮小した。

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

新興国市場の堅調が続く

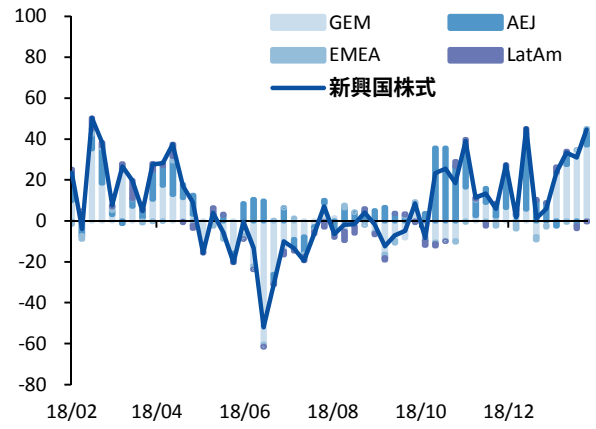
マーケット・エコノミスト
多田出　健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

2019 年を迎えて 1 か月が過ぎたが、新興国市場の出足は好調である。昨年 10 月半ばから一足先に株式市場へと投資資金が回帰し始めていたが、年明けには債券市場にも資金が戻ってくるなど、新興国回帰の動きが鮮明となりつつある（図表 1、2）。昨年 11 月に FRB が近い将来の利上げ休止を示唆するなど金融政策スタンスに変化がみられ、12 月の米中首脳会談ではトランプ大統領と習近平国家主席が関税の追加発動を90 日間猶予することに合意した。こうした変化が新興国市場への厳しい見方を和らげたとみられる。年末年始にかけては、12 月 FOMC での利上げやアップルショックなどによって金融市場が悲観に振れる時間帯があったが、相場が大きく変動したことを背景に FOMC メンバーが金融政策の舵取りに関して口を揃えて「辛抱強く」対応すると発言し火消しに走った結果、金融市場は徐々に落ち着きを取り戻した。

2018 年の新興国市場は、株式、債券ともに動揺し通貨が急落する厳しい年となった。最大の理由は、FRB の進める金融政策の正常化が米金利の上昇とドル高の進行を促したことである。このような状況は、ドル建て債務の元利払いがかさむことになるため、新興国には大きな打撃となる。だが、2019 年はこの最大のネガティブ要因が取り除かれたと言って良さそうだ。1 月 29～30 日に開催された FOMC では、金融政策の現状維持を決定した上で、声明文では政策見通しにおいて「幾分か追加の緩やかな利上げが適切と判断」との文言が削除され、「将来の政策金利をいかに調節することが適切であるか決定することに忍耐強くなる（patient）」との表現を挿入した。また、「patient」文言の前には「世界経済と金融動向、そして抑制されたインフレ圧力に照らし」とあり、FRB が利上げを再開するためには、経済・金融環境の改善に加えて、インフレ圧力が高まる必要がある。物価が極めて落ち着いている状況を踏まえれば、利上げ再開のハードルはかなり高くなったと言えよう。

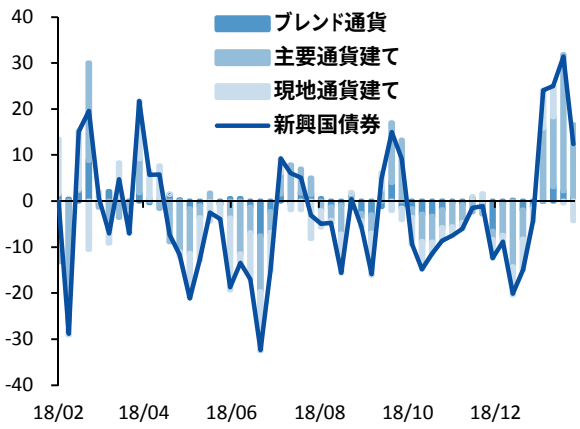
市場の注目が集まっていたバランスシート政策については、別の声明文（Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization）が用意され、「利下げだけでは金融緩和が不十分なほどまで経済情勢が悪化した場合、バランスシートの規模や資産構成の調整を含め、あらゆる政策ツールを用いる準備がある」との方針が示された。パウエル FRB 議長は記者会見で「当初想定したよりも早期に終了するだろう」と明言し、資産縮小の終了時期は「今後数回開かれる FOMC で最終決定する」と表明しており、2013 年 5 月以降続いてきた正常化プロセスは停止ではなく終了した可能性がある。

図表 1:新興国株式ファンド投資フロー（億ドル）



注：AEJ はアジア（除く日本）、EMEA は欧州・中東・アフリカ、LatAm は中南米、GEM は新興国市場全体に投資するファンド。
出所：EPFR、Macrobond、みずほ銀行

図表 2:新興国債券ファンド投資フロー（億ドル）



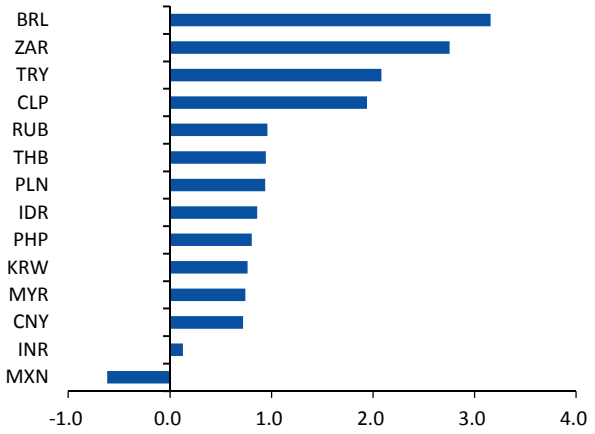
出所：EPFR、Macrobond、みずほ銀行

FRB の金融政策正常化と並んで新興国市場に対するセンチメントを下押ししていた米中貿易戦争は、上述したように 12 月の米中首脳会談を受けて「停戦」が続いている。米中両国は 1 月 30～31 日の 2 日間にわたって閣僚級貿易協議を行い、米政府は声明で「進展はあったが、多くの課題が残されている」と指摘し、期限内に合意できなければ制裁関税を拡大すると改めて表明した。声明によると、協議では米国企業による中国企業への技術移転の強制や知的財産権保護の強化、国有企業や補助金が生み出す市場の歪み、米中貿易関係における通貨の役割など 7 項目を議論したようだ。中国の構造改革を伴う課題などを巡る隔たりはなお大きいものの、トランプ大統領はムニューシン米財務長官とライトハイザー通商代表部（USTR）代表が訪中し次回の貿易協議を行うと表明。また、「中国と最終合意するとすれば、習氏との合意になる」と述べ、米 WSJ 紙は中国側が首脳会談を 2 月後半に予定されている米朝首脳会談後に、中国・海南島で開くことを提案したと報じている。

ハト派色を強めた FOMC の声明文やパウエル議長の会見は、さらなる新興国市場への資金流入をもたらすだろう。また、米中閣僚級協議では溝が埋まらず協議継続となったものの、米中首脳会談がセットされ、貿易協議の最終合意に向けて動き出す兆しが見えてきた。内容が内容だけに合意に達するのは容易ではないとみられるが、当面は貿易戦争「終戦」に対する期待感がリスクセンチメントを下支えし、新興国市場は堅調を維持するだろう。

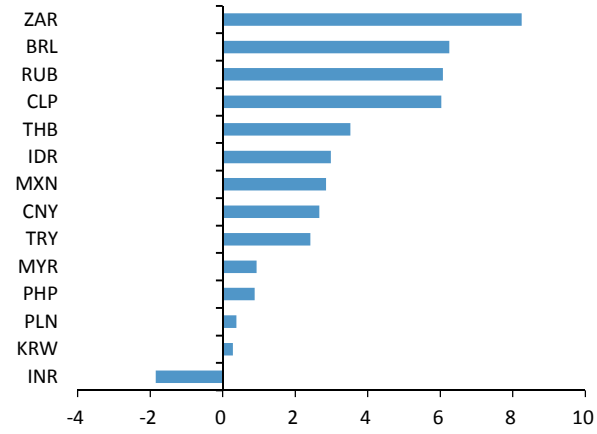
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



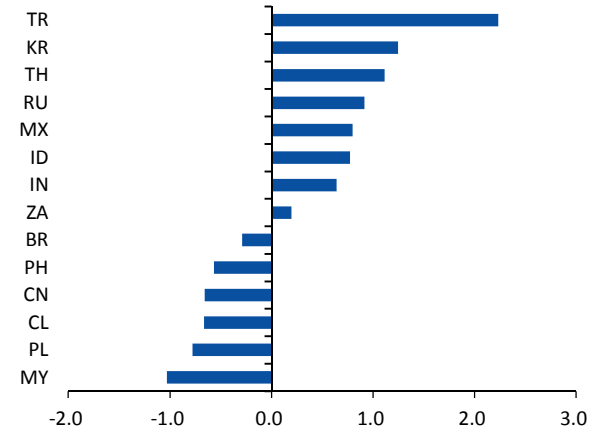
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



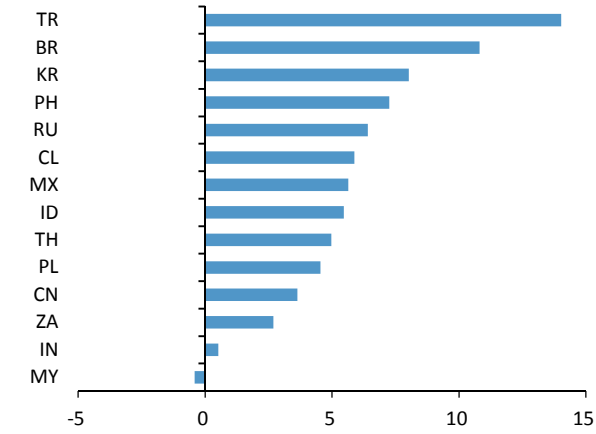
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



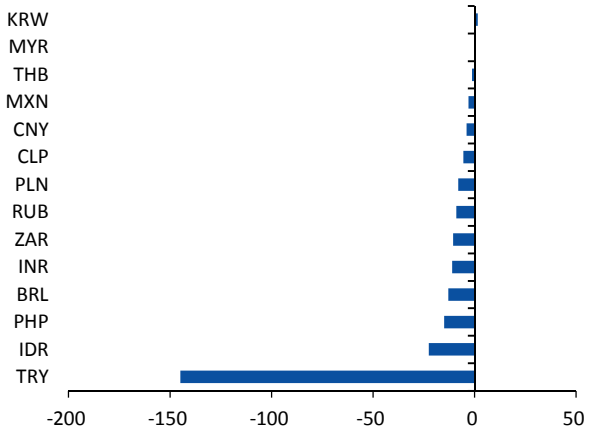
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



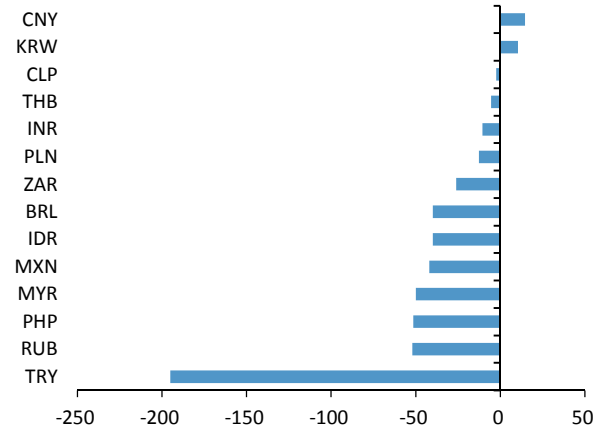
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

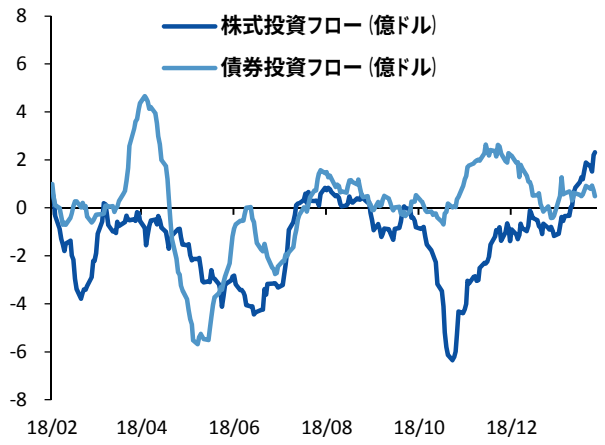
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

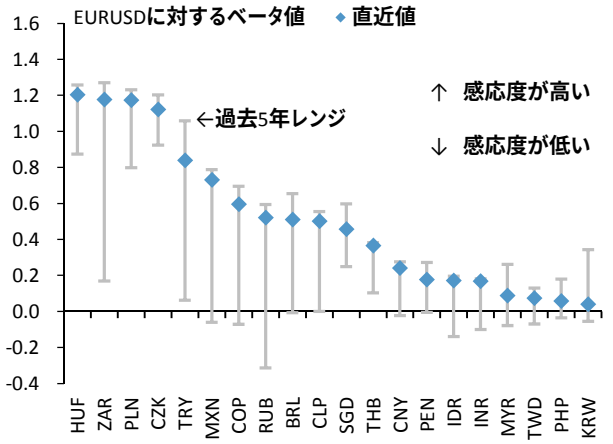
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



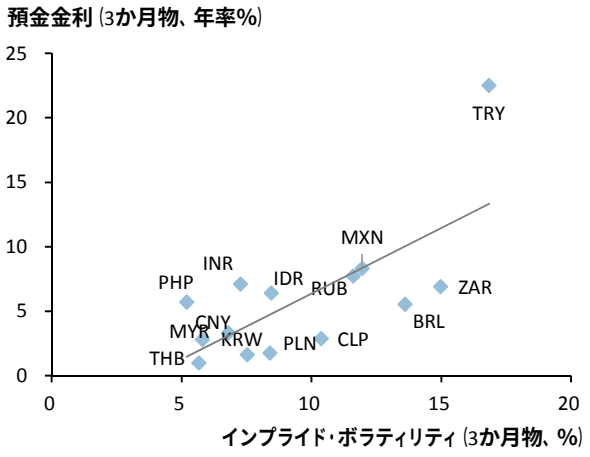
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



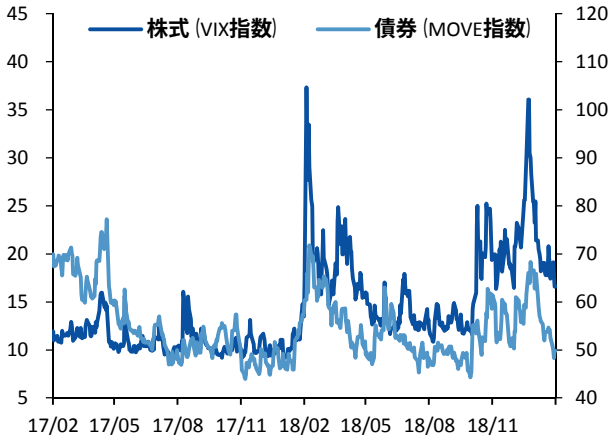
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



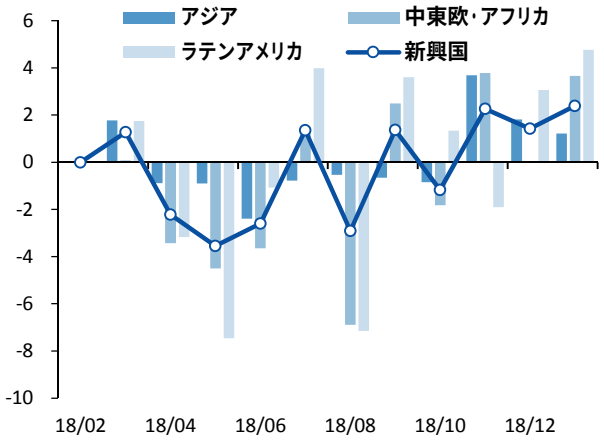
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



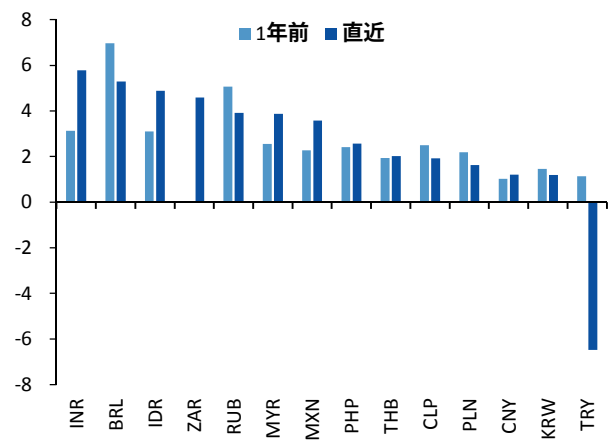
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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、%)



注:データの都合により南アフリカの 1 年前の値は未掲載。
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						
1月30日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	65.0	71.0	--
30日 (水)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-0.7%	-3.9%	--
30日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	7.20b	10.43b	7.55b	7.84b
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.5%	1.6%	0.1%	1.1%
31日 (木)	中国	非製造業PMI	53.8	54.7	53.8	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	49.3	49.5	49.4	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	$3478m	$5027	$1632m	--
31日 (木)	台湾	GDP(前年比)	2.1%	1.8%	2.3%	--
2月1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	1.3%	--	1.3%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	$3100m	--	$4558m	$4342m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.6	--	49.7	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	0.3%	--	0.4%	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	3.0%	--	3.1%	--
3日 (日)	中国	Caixin中国PMIｻｰﾋﾞｽ業	53.4	--	53.9	--
4日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	51.1	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比､2012年=100)	--	--	5.1%	--
6日 (水)	タイ	ﾀｲ中央銀行指標金利	--	--	1.8%	--
6日 (水)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.2%	--
7日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.8%	--	4.8%	--
7日 (木)	インド	RBIﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	6.5%	--
8日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	-$8708m	--	-$8846m	--
中東欧・アフリカ						
1月31日 (木)	トルコ	貿易収支	-2.70b	-2.67b	-0.65b	--
31日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	14.5%	19.0%	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.9%	5.2%	6.8%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	9.1b	17.2b	3.5b	--
2月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	20.3%	--
4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	33.6%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	5.2%	--	4.3%	--
8日 (金)	ロシア	主要金利	7.8%	--	7.8%	--
ラテンアメリカ						
1月28日 (月)	ブラジル	経常収支	-$300m	-$815m	-$795m	--
28日 (月)	ブラジル	海外直接投資	$7500m	$8950m	$10274m	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	-900.0m	1836.3m	-2381.8m	--
30日 (水)	ブラジル	FGVｲﾝﾌﾚIGPM(前年比)	6.7%	6.7%	7.5%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	2.0%	1.8%	2.5%	--
31日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	53.7%	53.8%	53.3%	--
2月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-3.8%	--	-0.9%	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	$3533m	--	$6639m	--
6日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	108.6	--
6-7日	ブラジル	SELICﾚｰﾄ	6.5%	--	6.5%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.8%	--
8日 (金)	メキシコ	ｵｰﾊﾞｰﾅｲﾄ･ﾚｰﾄ	--	--	8.3%	--
8日 (金)	ブラジル	ブラジル IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	--	--	3.8%	--
8日 (金)	メキシコ	メキシコ 総設備投資	--	--	3.4%	--
8日 (金)	メキシコ	メキシコ 自動車輸出台数	--	--	275,045	--

注:2019 年 2 月 1 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

		2019年 1月（実績）			SPOT	2019年 3月	6月	9月	12月	2020年 3月
対ドル										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	6.6920	～	6.8832	6.7316	6.80	6.78	6.75	6.73	6.70
香港ドル	(HKD)	7.8274	～	7.8474	7.8453	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238	～	71.529	71.188	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13945	～	14495	13955	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68	～	1133.05	1117.88	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0855	～	4.1545	4.0953	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.978	～	53.025	52.256	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443	～	1.3680	1.3486	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526	～	30.938	30.766	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.18	～	32.51	31.37	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175	～	23233	23201	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	65.1652	～	69.8032	65.4909	69.00	68.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362	～	14.7017	13.2950	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621	～	5.8788	5.1899	6.00	5.70	6.20	6.00	6.50
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	3.6378	～	3.8954	3.6471	3.70	3.65	3.60	3.55	3.60
メキシコペソ	(MXN)	18.8783	～	19.7732	19.1347	19.00	18.90	19.00	19.10	19.20
対円										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	15.519	～	16.347	16.159	15.74	15.93	15.56	15.30	15.07
香港ドル	(HKD)	13.398	～	14.048	13.876	13.65	13.79	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.497	～	1.584	1.530	1.50	1.53	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726	～	0.781	0.781	0.754	0.766	0.750	0.746	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366	～	9.887	9.741	9.64	9.82	9.63	9.54	9.53
マレーシアリンギ	(MYR)	25.772	～	26.677	26.583	25.97	26.02	26.92	26.75	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024	～	2.095	2.083	2.06	2.02	1.96	1.94	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71	～	81.24	80.73	78.68	80.00	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410	～	3.601	3.537	3.48	3.52	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260	～	3.499	3.471	3.40	3.38	3.35	3.33	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530	～	0.4743	0.4694	0.46	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	1.518	～	1.673	1.663	1.55	1.59	1.50	1.49	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088	～	8.226	8.190	7.64	8.00	7.50	7.10	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274	～	21.090	20.966	17.83	18.95	16.94	17.17	15.54
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	27.707	～	29.903	29.866	28.92	29.59	29.17	29.01	28.06
メキシコペソ	(MXN)	5.348	～	5.819	5.691	5.63	5.71	5.53	5.39	5.26

注：1.実績の欄は 2019 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 1 日の 14 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（11 月 2 日発刊）』および『中期為替相場見通し（11 月 1 日発刊）』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に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。