

2019年2月22日

The Emerging Markets Weekly

拭えないメキシコ財政の不透明感

新興国市場:先週末、米中閣僚級通商協議の結果を控える中、アジア通貨の大半は軟調に推移した。IDR は1月貿易収支が予想を上回る赤字となったことに加え、原油価格の上昇が重しとなった。一方、RUB は原油価格の上昇を好感し堅調に推移した。BRL は年金改革案の格子が固まったとの報道を背景に値を伸ばした。週初18日、北京で行われていた米中閣僚級通商協議が15日に終了し、ワシントンで通商協議が再開されること、トランプ米大統領が3月1日に迎える対中通商合意期限を延長する可能性に言及したことを受け、アジア通貨は小幅に上昇した。ブラジルではベピアーノ大統領府事務総局長官が昨年の議会選で選挙資金を不正に利用していたとして、ボルソナロ大統領に更迭された。政治に対する懸念の高まりを受け BRL は前日比 0.9% 値を下げた。19日、米中通商協議が再開されるため、様子見ムードが広がったが、米国が中国に人民元の安定を要請しているとの報道を受け、大半の新興国通貨は堅調に推移した。RUB は納税と原油高が支援材料となり前日比+0.7% 上昇した。20日、トランプ大統領が前日に中国との通商協議はうまくいっているとした上で、3月1日の合意期限の延長について検討していることを示唆し、米中貿易協議への期待が高まったことから、アジア通貨は底堅く推移した。公表されたFOMC 議事要旨(1月29~30日開催分)では、2019年の利上げの可能性が完全に排除していないことが示唆され、予想よりハト派的でなかったとの見方から中南米通貨は軟調となった。21日は前日に公表されたFOMC 議事要旨を受けて、大半の新興国通貨は上値の重い展開となった。

アジア:18日に発表されたタイ10~12月期実質GDP成長率は前年比+3.7%と7~9月期(同+3.2%)から加速し、市場予想(同+3.6%)を上回る結果となった民間最終消費支出が引き続き堅調を維持し、総固定資本形成に加速したことが全体を押し上げた。一方、純輸出は引き続きマイナスとなり、外需の低迷は続いている。インドネシア中央銀行(BI)は21日に金融政策会合を開催し、政策金利を6.00%に据え置くことを決定した。BIは声明文で、現在の金利水準は、経常赤字をより健全な水準に引き下げ、国内資産の魅力を維持する取り組みと一致していると述べた。

中東欧・アフリカ:20日、南アフリカ財務省は2019年予算案を公表した。経営難に陥っている国営電力会社エスコムに対し690億ランド(49億ドル)の支援が行われることとなったが、これは事前に同社が要請していた1000億ランドよりも少ない金額となった。

ラテンアメリカ:ブラジルのボルソナロ大統領は20日、破綻状態にある年金制度の改革法案を議会に提出した。法案成立には上下両院で5分の3の賛成が必要であり、改革の実現に注目が集まる。

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

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

市場概観

拭えないメキシコ財政の不透明感

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

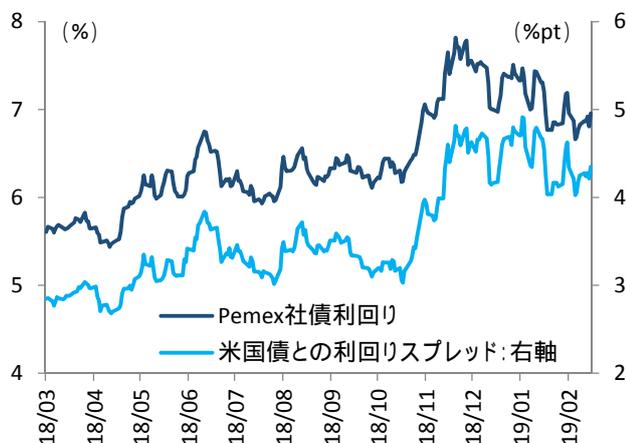
2月15日、メキシコ政府は懸案の国有石油公社(以下、Pemex)の救済策の内容を発表した。Pemexの資料によれば、同社には今年1070億ペソ規模(2月15日時点でおおよそ56億ドル)の金融支援が行われる。250億ペソの資本注入のほか、150億ペソの税負担軽減措置(6年間で900億ペソ)、350億ペソ相当の年金債務買い取りのほか、燃料窃盗の取り締まり強化により320億ドルの収入増を見込んでいる。これにより、2019年は10年ぶりに債務増を回避でき、当初計画を上回る規模の投資(前年比+36%、2880億ペソ)が可能になるという。

発表への市場の反応は限定的であった。救済自体は織り込み済みである一方、市場ではもっと大規模な支援が期待されていたようだ。同社の基本問題(効率性や採算性)への対応が不明確という指摘もみられた。Pemexの社債利回り(ドル建て)と米国債の利回りスプレッドの縮小傾向には一服感もある(図表1)。市場は、いずれ追加支援(財政負担)が必要になると見ているようだ。

ちなみに、同社の債務負担(債券償還、ローン返済、利払い)は年内だけでも100億ドル超ある(図表2)。市場の信頼感を取り戻せないままでは、リファイナンス不安が生じかねない。メキシコは他の新興国と比較して、海外からのファイナンス比率が高い。IMFが2018年10月の金融安定報告書でまとめたデータによれば、海外投資家が保有するローン、債券の規模は、国内の機関投資家(投資信託、保険、年金)の資産規模に匹敵するほか、社債における外貨建て比率も高い(図表3)。つまり、仮に海外投資家が資金を引き揚げれば、国内投資家が肩代わりする負担は重く、金融不安を回避すべく政府が支援を強いられる可能性が高い。

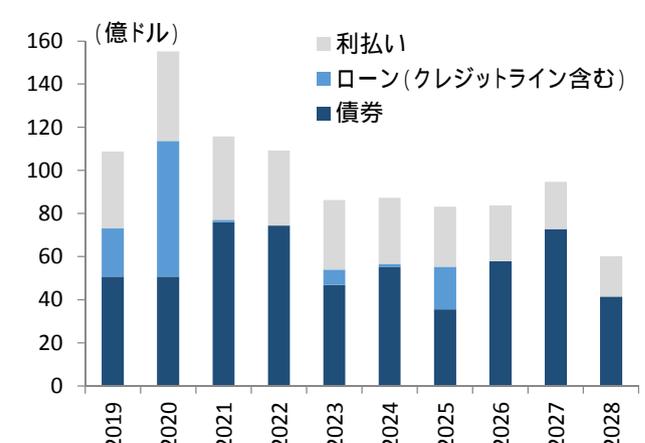
メキシコでは空港建設中止や大幅な最低賃金引き上げ、エネルギー供給の管理強化等が経済活動に混乱をもたらし、インフラ投資計画にも財政面から不透明感が漂う。国有企業の債務問題も抱え、財政への市場の信頼感が高まりにくい。景気低迷と財政懸念が、通貨安と金融引き締めを促す負の循環に陥る恐れもある。

図表1: Pemex 社債利回り(ドル建て、2027年3月償還)



注: スプレッドは2027年2月償還予定の米国債との比較
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: Pemex の債務償還時期別の残高



注: 2018年2月18日時点
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

実際、メキシコ資産に求める市場のプレミアムは引き続き高水準にある。メキシコ国債の利回りは低下しつつあるが、米国債との利回りスプレッドの縮小はより小幅に留まる(図表4)。また、2月15日時点で株価指数の年初来騰落率も、メキシコボルサ指数(ドル建て、年初来+5.1%)はブラジルボベスパ指数(同+15.8%)を大きく下回り、S&P500指数(同+10.7%)やMSCI新興国株指数(同+6.7%)にも劣る。そして、為替市場ではMXNにドル高方向の動きが強まりつつある。構造改革への姿勢が好感されているブラジルとは異なる動きだ。むしろ、国有企業救済に伴う財政負担が懸念される南アフリカ(海外投資家への依存度はメキシコより低い)や、大幅な最低賃金引き上げが景気低迷をもたらしている韓国に方向感近くみえる(図表5)。

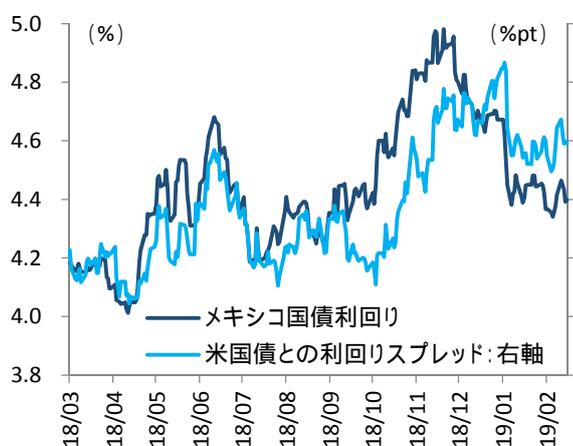
FRBがハト派姿勢を強めた2019年、新興国から米国への資金回帰の流れは和らごう。もっとも、経済政策動向に起因する市場のリスク回避の動き等、各国固有の要因から資金流出が生じるリスクは残る。そして、資金流出が一時的なものにとどまるのかどうかを判断する際、経常収支や外貨準備の水準から各国の稼ぐ力と支払い能力を測ることが引き続き重要となるが、各国の金融市場の懐の深さも判断材料となりそうだ。メキシコはそのモデルケースになってしまう可能性がある。

図表3:新興国の金融市場規模

(GDP比、%)	海外投資家保有資産		国内投資家の資産規模				債券市場の規模(2017年)			
	ローン、債券	株式	投資信託	保険	年金	銀行	外貨建て		本国通貨建て	
	2018 Q1	2018 Q1	2017	2016	2016	2017	国債	社債	国債	社債
中国	3.2	6.5	14.1	20.3	1.5	307.5	0.1	7.3	36.0	59.0
インド	4.5	6.0	11.8	16.9	1.1	75.5	0.0	3.8	33.1	na
インドネシア	15.7	10.5	3.3	4.0	1.9	56.8	6.9	5.3	15.3	6.2
マレーシア	29.4	25.8	59.9	20.3	59.9	187.9	1.6	18.9	53.5	52.8
フィリピン	8.4	16.9	1.9	8.5	3.5	101.2	9.6	6.0	28.4	na
タイ	9.3	29.3	29.9	22.1	6.5	185.8	0.0	4.6	30.3	48.4
アルゼンチン	22.1	3.8	4.6	4.7	na	33.7	15.3	3.2	17.1	0.0
ブラジル	10.9	18.1	60.2	13.3	12.7	190.7	2.5	12.1	74.8	31.4
チリ	24.9	12.1	19.8	22.2	69.6	113.5	4.7	20.6	25.6	65.0
メキシコ	31.9	13.3	9.5	6.8	14.1	66.5	6.2	16.8	28.6	16.7
ペルー	18.9	11.2	4.1	6.4	20.7	62.6	10.0	11.8	12.4	8.6
ハンガリー	28.7	13.1	11.6	7.5	4.3	98.6	15.2	7.2	61.7	4.6
ロシア	4.8	11.1	0.2	2.2	4.0	90.5	2.4	11.1	8.2	12.0
南アフリカ	26.3	57.4	52.0	65.8	99.7	113.6	5.1	14.7	50.8	20.4
トルコ	14.9	5.8	1.6	4.6	2.1	105.1	8.4	7.4	16.6	2.3

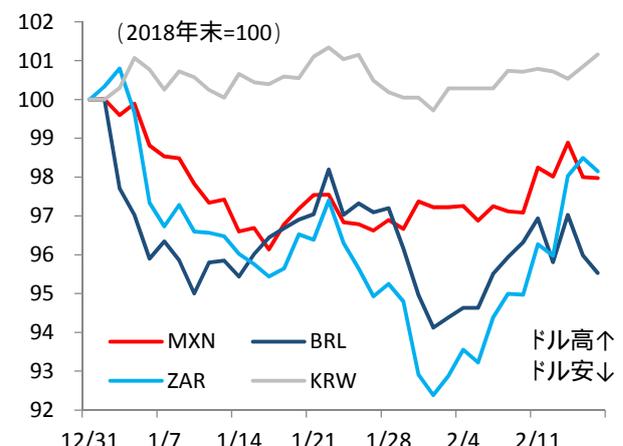
出所: IMF「Global Financial Stability Report, Oct. 2018」、みずほ銀行

図表4:メキシコ国債利回り(ドル建て、2027年3月償還)



注: スプレッドは2027年2月償還予定の米国債との比較
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

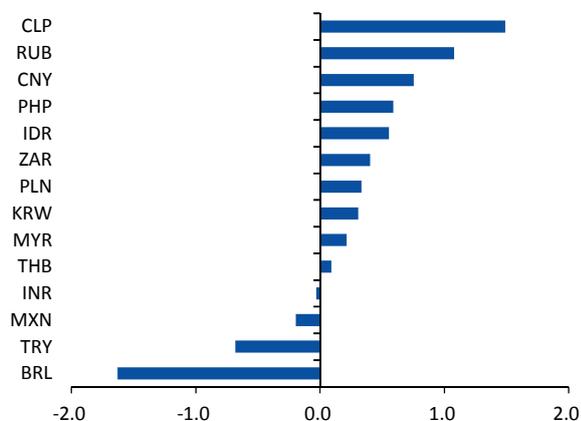
図表5:年初来の対ドルレートの推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

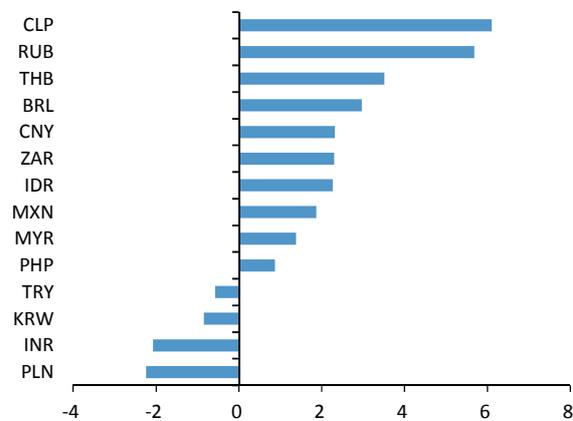
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



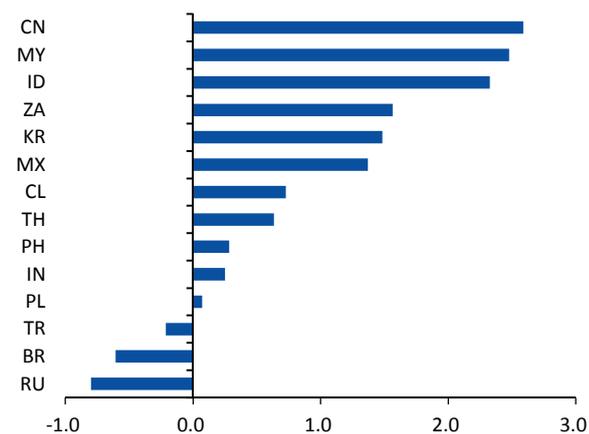
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



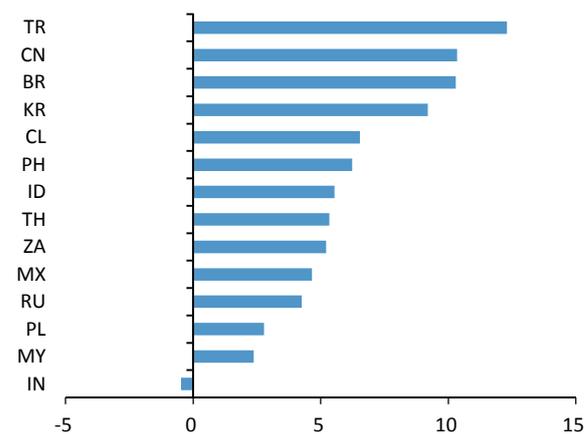
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



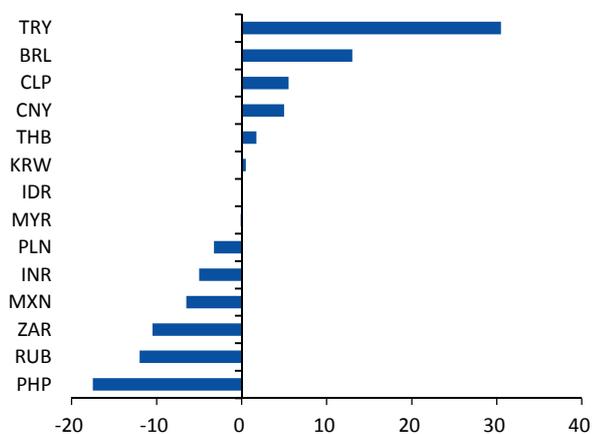
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



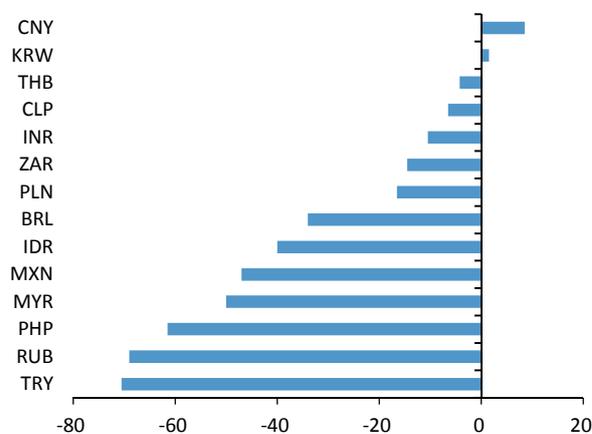
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

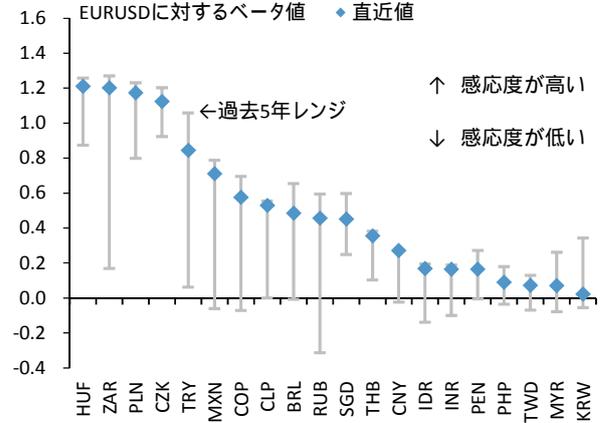
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



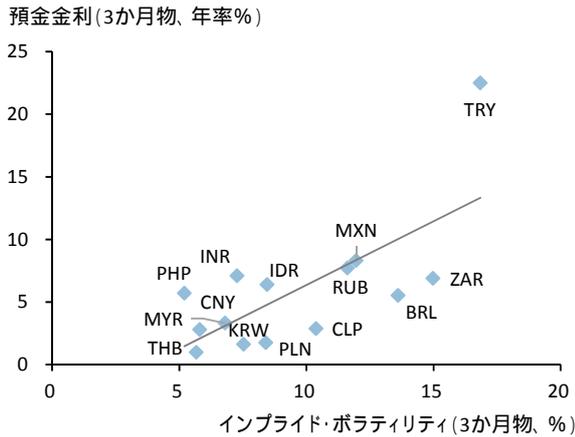
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



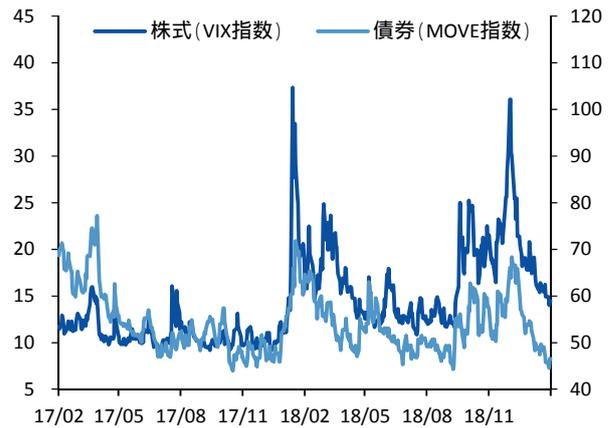
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



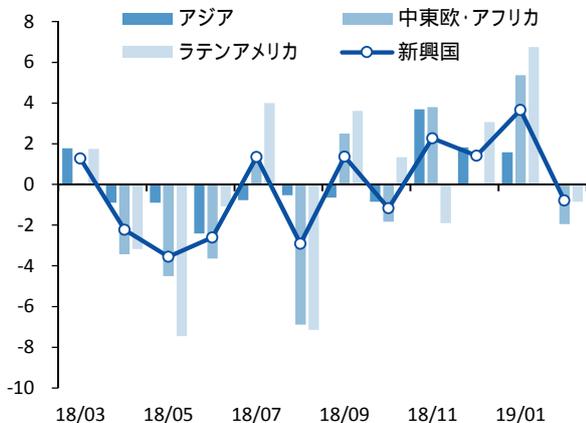
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



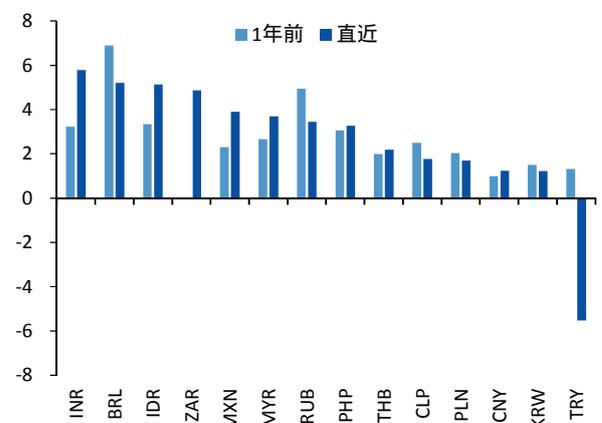
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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, %)



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						
2月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-3.2%	-10.1%	-8.5%	--
18日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.6%	3.7%	3.3%	3.2%
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	\$2704m	\$2442m	--
21日 (木)	インドネシア	7日物リハースレホレート	6.00%	6.00%	6.00%	--
22日 (金)	タイ	貿易収支(通関ハース)	-\$326m	--	\$1065m	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	-0.4%	--	0.2%	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.7%	--
26日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.2%	--
28日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.6%	--
28日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	54.7	--
28日 (木)	中国	製造業PMI	49.6	--	49.5	--
28日 (木)	タイ	貿易収支	--	--	\$2484m	--
28日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$5027m	--
28日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	1.8%	--
3月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$1336m	\$1294m
1日 (金)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	--	49.9	--
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	48.5	--	48.3	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.3%	--
1日 (金)	インド	日経インド製造業PMI	--	--	53.9	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	2.8%	--
中東欧・アフリカ						
2月20日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	1.6%	2.3%	--
20日 (水)	ロシア	失業率	4.9%	4.9%	4.8%	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.3%	4.0%	4.5%	--
28日 (木)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	5.7%	--	5.6%	--
28日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	17.2b	--
3月1日 (金)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	50.9	--
1日 (金)	トルコ	マーケット/ISOTURCO製造業PMI	--	--	44.2	--
1日 (金)	南ア	Absa 製造業 PMI	--	--	49.9	--
ラテンアメリカ						
2月25日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$815m	--
25日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	1.8%	--
25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.8%	--
26日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.4%	--
27日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	6.7%	6.7%
28日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	1.3%	--
3月1日 (金)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	52.7	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$2192m	--

注:2019年2月22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								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6920 ~ 6.8832	6.7225	6.80	6.78	6.75	6.73	6.70
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8474	7.8475	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.529	71.239	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13945 ~ 14495	14071	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1125.28	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング	(MYR)	4.0855 ~ 4.1545	4.0773	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.978 ~ 53.025	52.167	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3541	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.825	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.18 ~ 32.51	31.23	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23209	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1652 ~ 69.8032	65.6651	69.00	68.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	14.0151	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.3265	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	3.7630	3.70	3.65	3.60	3.55	3.60
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	19.2923	19.00	18.90	19.00	19.10	19.20
対円								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.347	16.458	15.74	15.93	15.56	15.30	15.07
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.048	14.103	13.65	13.79	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.554	1.50	1.53	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.781	0.787	0.754	0.766	0.750	0.746	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.887	9.834	9.64	9.82	9.63	9.54	9.53
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 26.677	27.169	25.97	26.02	26.92	26.75	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.095	2.123	2.06	2.02	1.96	1.94	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 81.24	81.73	78.68	80.00	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.601	3.590	3.48	3.52	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.499	3.543	3.40	3.38	3.35	3.33	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4743	0.4770	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	1.686	1.55	1.59	1.50	1.49	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.226	7.896	7.64	8.00	7.50	7.10	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.090	20.763	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	29.380	28.92	29.59	29.17	29.01	28.06
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.819	5.736	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22日の8時10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(2月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2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。