

2019 年 3 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

新興国市場への投資に一服感

新興国市場: 先週末、米中閣僚級協議が続くなか、追加関税回避の期待感が高まり、新興国通貨の多くが上昇した。一方で、予想外の貿易収支の大幅悪化が嫌気され THB は下落。週明け 25 日も新興国通貨が堅調。週末 24 日の米トランプ大統領の発言が手掛かり。為替を含めた多くの分野で米中協議がかなり進んでおり、追加関税賦課を先送りするとした。上海総合指数が前日比+5.6%となるなか、CNY が 2018 年 7 月以来の水準に上昇。KRW が連れ高した。ただ、欧米市場では株価上昇が一巡、引けにかけて上昇幅を縮小した。26 日はこの流れを引き継ぎ、新興国通貨はまちまち。利上げ観測が材料視され HUF が上昇、東欧通貨が連れ高した。一方、MXN は予想以上に落ち込んだ 12 月小売売上高が嫌気され下落。27 日、アジア市場は米朝首脳会談への期待含みで新興国通貨はしつかり。ただ、欧米市場では上値の重い展開に転じた。米中協議の先行きに慎重な USTR 代表の議会証言を受けてドルが反発した。利下げ観測を受けた ZAR の下落が目立った。28 日、米朝首脳会談で合意なしの結果に新興国通貨は全般に小幅安。その後、米 GDP 統計やシカゴ PMI の上振れで米金利が急上昇、新興国通貨は下落幅を拡大した。国営企業問題を抱える ZAR や、GDP 統計が予想を下回った BRL の下げが目立った。

アジア: トランプ大統領は 24 日、知的財産権と技術移転、農業、サービス、通貨等を含めた構造問題で米中協議がかなり前進したと示唆。3 月 1 日に予定していた対中追加関税の賦課を先送りし、更なる協議前進を前提に米中首脳会談を計画中と発言した。他方、ライトハイザー USTR 代表は議会公聴会 (27 日) で、米中で協議中の構造改革は輸入拡大で解決できるものでなく、合意遵守を監視する仕組みも必要と証言。やるべきことはまだ多いとした。米国と北朝鮮の首脳会談 (27~28 日) は合意なく終了した。韓国銀行 (BOK) は 28 日、市場の予想通り、政策金利 (7 日物レボ金利) を 1.75% で据え置くと決定。李総裁は会見で、「利下げの時ではない」とする一方、海外不透明感は依然非常に強いとも述べた。インドは 28 日、2018 年 10~12 月期実質 GDP を発表。前年比 +6.6% と市場予想 (同 +6.7%) を下回った。2019 年の実質 GDP 成長率見通しについては、前年比 +7.0% と従来予想 (同 +7.2%) から小幅に下方修正した。

ラテンアメリカ: メキシコは 25 日、2018 年 10~12 月期実質 GDP (確報値) を発表。前期比 +0.25% と速報値 (同 +0.30%) から小幅に下方修正した。第 2 次産業 (鉱業、公益、建設、製造) が前期比 ▲1.19% の低迷が確認された。また、1 月に期限切れとなった鉄鋼と繊維への関税 (それぞれ 15%、25~30%) を再賦課する方針を明らかにした。ブラジルでは 26 日、ロベルト・カンボス・ネット氏の次期中銀総裁就任が上院で承認された。指名承認公聴会で同氏は、経済発展には政府の非効率性見直しと歳出抑制が必要と述べた。また 28 日、2018 年 10~12 月期実質 GDP を発表。前期比 +0.1% と 7~9 月期 (同 +0.5%) から減速。2018 年通期では前年比 +1.1% と市場予想 (同 +1.2%) を下回った。

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

新興国市場への投資に一服感

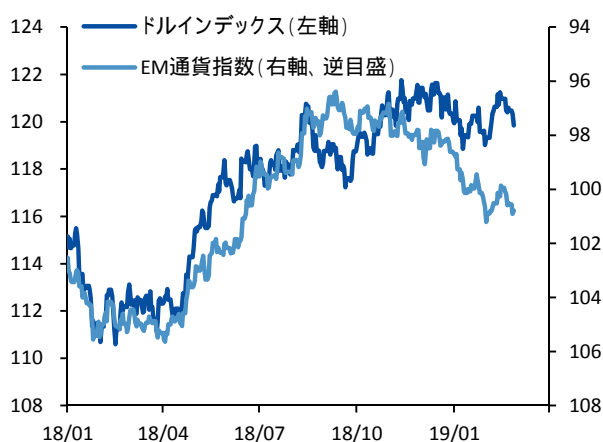
マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

年初からの新興国市場の堅調は保たれており、MSCI 新興国株指数の年初来上昇率は+10%超となっているほか、MSCI 新興国通貨指数も年明け以降+2%超の上昇を見せている(図表 1)。思ったほどドル安が進まない中において、新興国通貨は相対的に堅調と言える。新興国ファンドへの投資フローを確認すると、2019 年に入ってから株式・債券ファンドともに資金が流入しており、株式ファンドについては 2018 年 10 月半ばから 18 週連続で資金流入を記録した(図表 2)。資金流出が続いていた債券ファンドにも年明けからは資金が戻ってきている。こうした新興国市場への資金回帰は、①FRB が正常化プロセスを停止したことに加えて、②米中貿易協議への楽観的な見方がもたらした。もっとも、過去 2 週間は新興国市場への旺盛な投資が一服しており、さらなるエクスポージャーの積み上げには慎重な様子も窺える。

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、声明文では利上げに関する「幾分か追加の緩やかな利上げ(some further gradual increase)」との文言が削除され、さらなる FF 金利の調整に関しては「忍耐強くなる(patient)」と明記された。また、バランスシート政策については別途メモを用意して言及。2 月 20 日に公表された FOMC 議事要旨(1 月 29~30 日開催分)では「ほぼ全ての参加者(almost all participants)」がバランスシート縮小について今年後半(later this year)の停止を支持したことが明らかとなった。FRB の正常化プロセスが停止されたことで、新興国市場からの資金流出圧力は大きく緩和している。

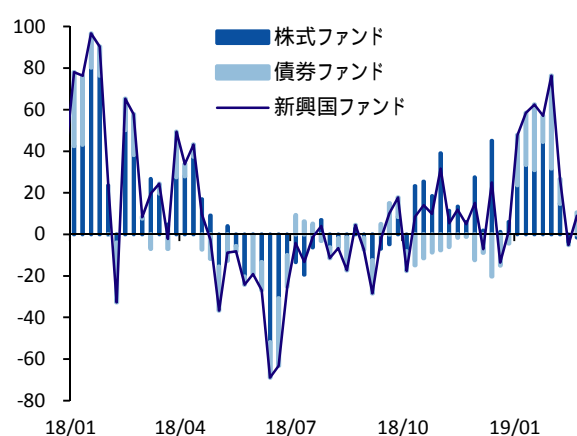
FRB が様子見姿勢を取ったことで、足許で新興国市場に対するセンチメントを左右しているのは米中貿易協議である。米中は 1 月末から 2 月末にかけて 3 回にわたって閣僚級協議を開催した末、2 月 24 日にトランプ米大統領は 3 月 1 日に予定していた追加関税の引き上げを見送り、「次に習近平・中国国家主席と会うことが出来るまで」交渉期限を延期すると発表した。米中貿易協議に明確な進展がみられているわけではないが、ひとまず期限が延期されて金融市場には安堵が広がっている。

図表 1: ドル指数と新興国通貨指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国ファンド投資フロー(億ドル)



出所: EPFR, Macrobond、みずほ銀行

もっとも、このタイミングで公表されると囁かれていた覚書やこれに付随する共同声明などは出て来なかった。また、延期後の交渉期限についても言及されておらず、米中貿易協議の不透明感が市場から払拭されたわけではない。さらに、仮に米国の求める覚書が打ち出されたとしても、今度は中国が合意した内容を着実に遵守しているかをフォローし、順守しない場合には制裁が発動されるという展開になると予想されることから、引き続き米中間の懸念事項として市場では意識されるだろう。

また、為替市場に関してはとりわけ、2月19日に米国が中国との貿易戦争を終結させる条件として、人民元相場の安定維持の確約を中国側に求めていると報じられたことが注目される。この報道以降、人民元相場は一段と騰勢を強めている。貿易協議での為替レート調整というと1985年の「プラザ合意」が想起されるが、プラザ合意後に日本が円高不況に苦しみバブル経済とその崩壊へとつながったことを中国は強く意識しており、今後も人民元相場の急騰を容認するとは考えにくい。他方、昨年来、人民元相場は対ドルで7.0が防衛ラインとして意識されてきたが、今後はこれまでに以上に7.0というレベルが鉄壁の壁として効いてきそうである(図表3)。この場合、全般的なドル安局面では問題ないものの、2015～2016年のようなドル高局面においては混乱をもたらす可能性がある。ドル高局面で人民元の対ドルレートの下落を容認しない場合、人民元の実効レートは上昇していくため輸出には下押し圧力がかかる。また、人民元売り圧力が強い場合には為替介入で防衛するため外貨準備が減少することになるが、外貨準備の減少が人民元不安をもたらす悪循環に陥る恐れがある。ある程度は資本規制で対応可能だとみられるものの、再び人民元ショックが発生する可能性は否定できない。

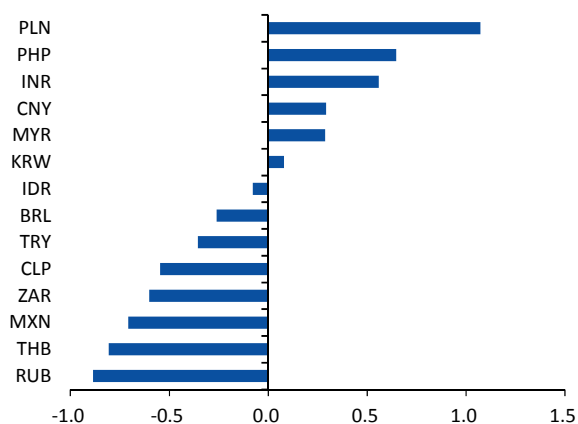
図表3:ドルインデックスとUSDCNY相場



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

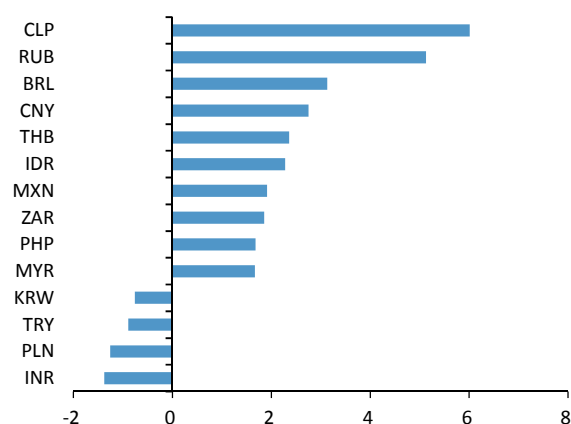
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



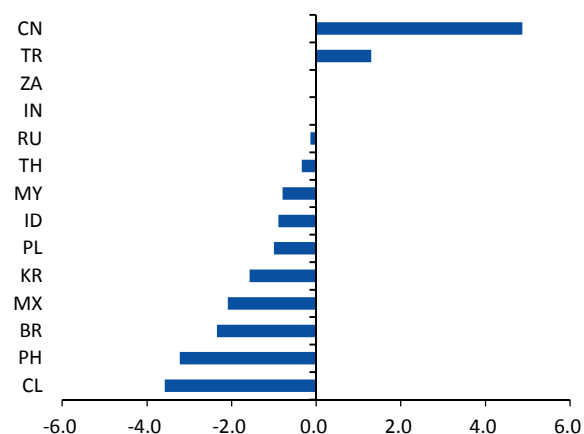
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



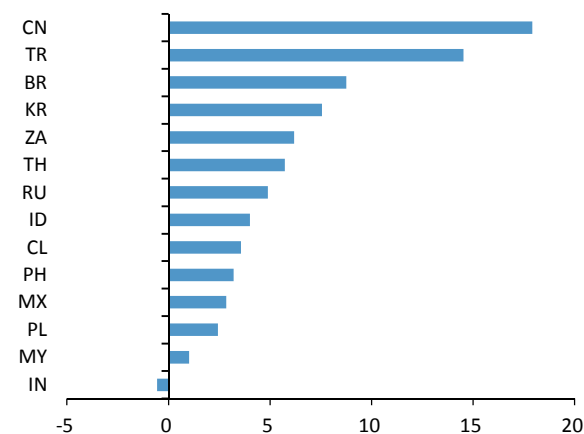
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



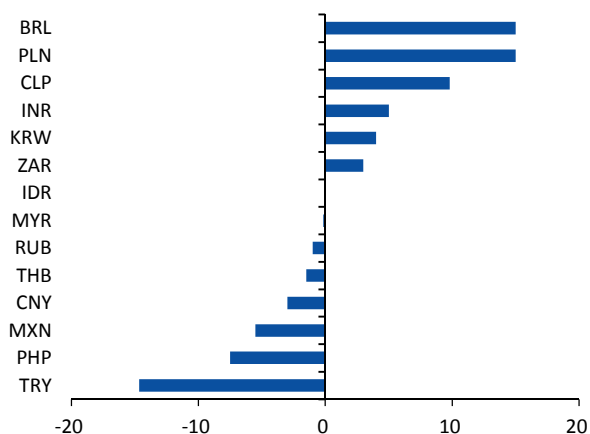
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



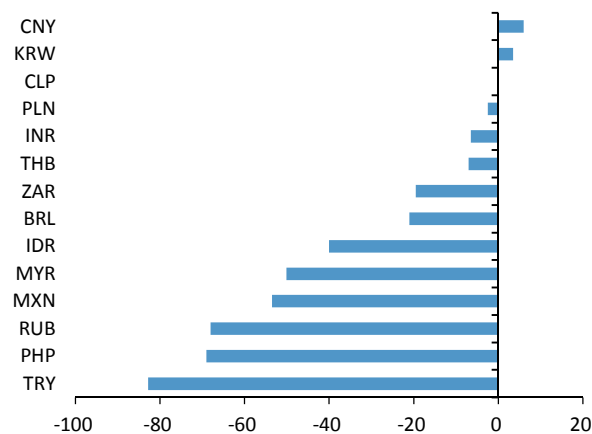
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

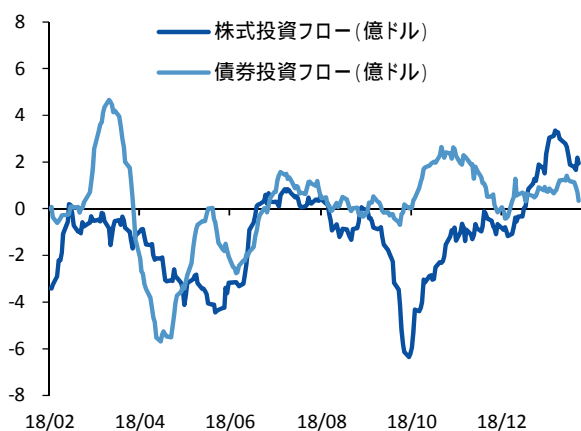
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

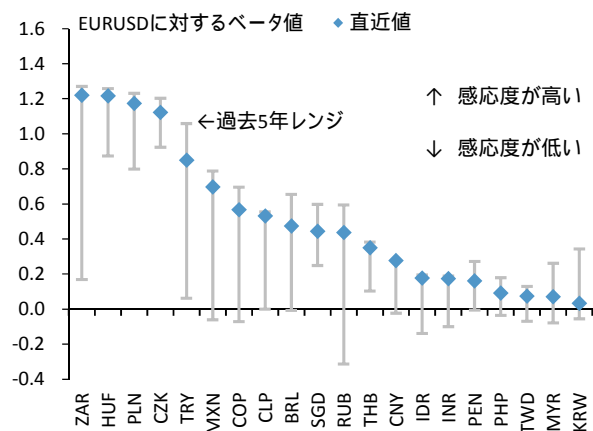
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



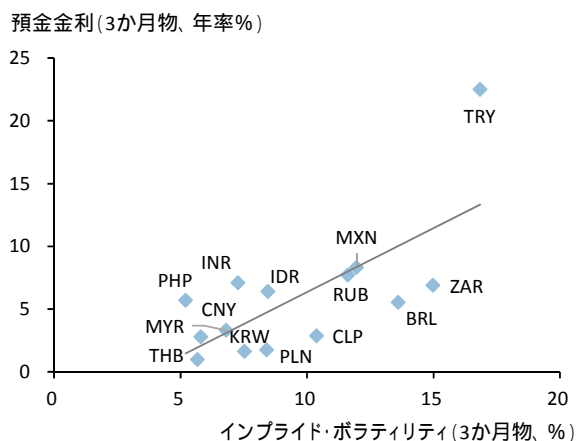
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



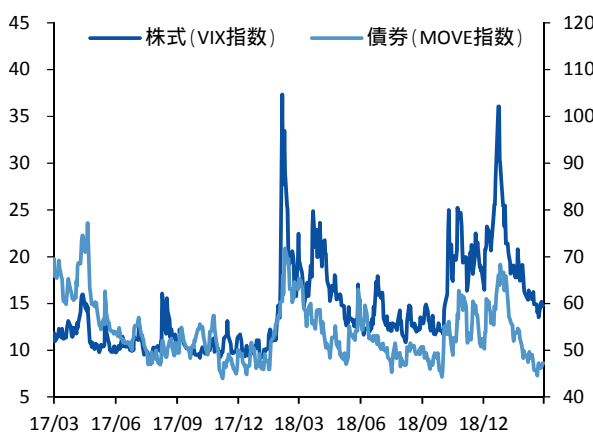
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



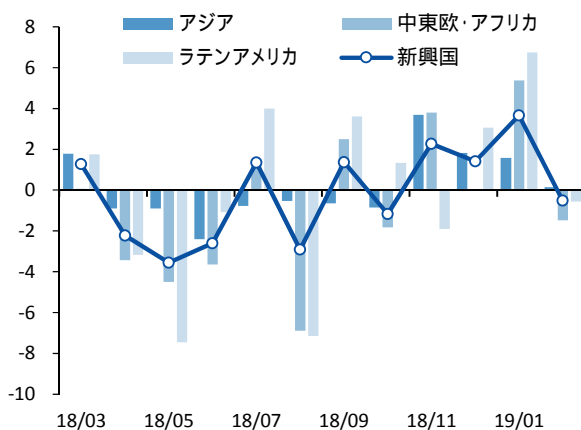
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



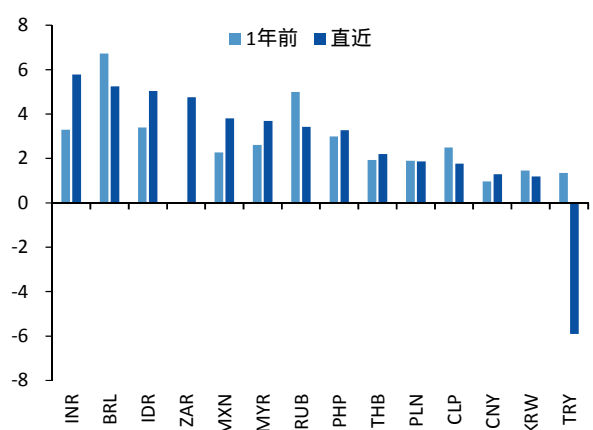
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.4%	0.5%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-3.1%	-3.1%	2.7%	1.7%
26日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-1.7%	-1.9%	-1.2%	-1.1%
28日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.2%	0.1%	1.6%	0.7%
28日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レボレート	1.8%	1.8%	1.8%	--
28日 (木)	中国	非製造業PMI	54.5	54.3	54.7	--
28日 (木)	中国	製造業PMI	49.5	49.2	49.5	--
28日 (木)	タイ	貿易収支	--	\$63m	\$2484m	--
28日 (木)	タイ	国際収支・経常収支	\$3018m	\$2285m	\$5027m	--
3月1日 (金)	韓国	貿易収支	\$3250m	--	\$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)	0.6%	--	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%	--	2.8%	--
4日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	48.3	--
4日 (月)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	10.43b	--
4日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.7	--
5日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
5日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	4.4%	--
5日 (火)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.3%	--
中東欧・アフリカ						
2月28日 (木)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	5.7%	5.1%	5.6%	--
28日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	-14.5b	-13.1b	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・ISOTURK製造業PMI	--	--	44.2	--
1日 (金)	南ア	Absa 製造業 PMI	49.5	--	49.9	--
4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	19.8%	--	20.4%	--
5日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.7%	--	1.1%	--
6日 (水)	トルコ	1週間レボレート	24.0%	--	24.0%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	5.3%	--	5.0%	--
7日 (木)	南ア	経常収支	--	--	-177b	--
ラテンアメリカ						
2月25日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$6424m	-\$6548m	-\$815m	--
25日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%
25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	0.4%	0.0%	1.8%	--
26日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.7%	-1.3%	3.4%	--
27日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	7.4%	7.6%	6.7%	6.7%
28日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	1.4%	1.1%	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	--
2日 (土)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	50.9	--
5日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	111.9	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.4%	--
8日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3000m	--	\$2192m	--
8日 (金)	メキシコ	総設備投資	--	--	-3.2%	--

注: 2019年3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 1～2月(実績)	SPOT	2019年 3月	6月	9月	12月	2020年 3月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.8832	6.6941	6.75	6.73	6.70	6.68	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8498	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.825	70.746	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14495	14069	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1124.44	1120	1120	1100	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0615 ~ 4.1545	4.0658	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ~ 53.025	51.696	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3519	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.803	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	31.57	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23199	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1638 ~ 69.8032	65.9066	68.00	69.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	14.0774	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.3429	5.60	5.90	6.00	6.20	6.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 3.8954	3.7564	3.70	3.65	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	19.2814	19.20	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.655	16.640	16.15	16.05	15.97	15.72	15.19
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.204	14.191	13.90	13.79	13.67	13.43	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.575	1.52	1.53	1.54	1.53	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.795	0.792	0.768	0.766	0.764	0.761	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.898	9.73	9.64	9.73	9.72	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 27.346	27.232	26.46	26.02	27.44	27.27	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.145	2.143	2.10	2.02	2.00	1.97	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.48	82.40	80.15	80.00	79.26	78.95	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.619	3.616	3.54	3.52	3.49	3.43	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.528	3.46	3.38	3.42	3.40	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4806	0.4802	0.47	0.46	0.46	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.699	1.690	1.60	1.57	1.53	1.52	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.912	7.79	8.00	7.64	7.24	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	20.833	19.46	18.31	17.83	16.94	15.78
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ~ 30.075	29.653	29.46	29.59	29.72	28.77	27.30
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.823	5.777	5.68	5.68	5.60	5.47	5.23

注:1.実績の欄は2019年2月28日まで。SPOTは3月1日の8時40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(3月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2月28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。