2019 年 3 月 8 日

The Emerging Markets Weekly

世界景気の見通しがじわりと悪化

新興国市場：28 日に発表された米 10～12 月期 GDP が予想を上回ったことを受け、米金利が上昇しドルも堅調に推移したことから、先週末の新興国通貨は軟調となった。また、米中通商協議への先行きを巡る懸念が高まったことが重しとなり ZAR は前日比▲1.0%下落した。週初 4 日、3 日に米中通商協議が合意に近いとの報道があるも、中国全国人民代表大会（全人代）の開幕を控え、新興国市場には様子見ムードが拡がり、動意の薄い展開となった。5 日に全人代が開幕し、中国政府は 2019 年の実質 GDP 成長率の目標を前年比+6.0～6.5%と発表。2018 年の目標（同+6.5%程度）から引き下げられたことを受け、大半のアジア通貨は軟調となった。フィリピンのドゥテルテ大統領がフィリピン中央銀行（BSP）の新総裁に側近のジョクノ予算管理相を起用したため、中銀の独立性への懸念が高まり PHP は前日比▲1.0%軟化した。6 日は、前日発表された米経済指標の良好な結果を受けドルが強含む中、大半の新興国通貨は売り優勢。BRL はドル高に加え構造改革への懸念などが重しとなり前日比▲1.6%下落した。また、トルコ中央銀行（CBRT）が金融政策会合で政策金利を据え置くことを決定し、引き続きタカ派スタンスを示したものの TRY は前日比▲1.0%下押しされた。7 日のアジア時間にタイの憲法裁判所は王室メンバーを政治関与させた党の行為が憲法違反に当たると判断し、タイ国家維持党に解党命令を出したことを受け THB は上下に振らされた。同日開催された ECB 政策理事会では利上げ時期が来年に先延ばしされたことから EUR が急落したことに連れ ZAR、MXN、BRL、TRY が下落し、ARS は過去最安値（42.3465）をつけた。

アジア：マレーシア中央銀行（BNM）は 5 日に金融政策委員会（MPC）を開催し、政策金利を 3.25%に据え置くことを決定した。声明文では、依然として解決していない貿易摩擦は世界経済の主要なリスクであると指摘した。貿易摩擦や不透明な世界経済がマレーシアの成長率を下押しかねないと警戒感を示している。物価については 2018 年に比べ 2019 年は安定した状況が見込まれるとした。現在の金融政策に関しては、「金融緩和の程度は意図した政策スタンスと一致している」と述べた。

中東欧・アフリカ：5 日に発表された南アフリカ 10～12 月期実質 GDP 成長率は前期比年率+1.4%と 7～9 月期（同+2.6%）から鈍化したが、市場予想（同+1.2%）を上回る結果となった。同国は 2018 年 1～3 月期と 4～6 月期に 2 四半期連続でマイナス成長となり、景気後退（リセッション）に陥ったが、その後は 2 四半期連続でプラス成長を遂げていることから景気は持ち直しつつあるようだ。CBRT は 6 日に金融政策会合を開催し、政策金利である 1 週間物レポレートを 24.00%に据え置くことを決定した。声明文では、インフレ見通しが著しく改善するまでは引き締めスタンスを維持することを決定したと述べ、必要であれば追加の金融引き締めを実施する姿勢を示した。

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

世界景気の見通しがじわりと悪化

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

経済協力開発機構（OECD）は 6 日、経済見通しの中間報告書を公表した。「成長が鈍化している（Global growth weakening as some risks materialise）」という表題からも窺えるように、2018 年 11 月に公表した報告書「成長はピークアウトした（Growth has peaked amidst escalating risks）」と比較して、世界景気の減速を確認する内容となっている。実際、G20 構成国･地域の成長率見通しを更新しているが、ほとんどの国･地域について下方修正した（図表 1）。

顕在化したリスクは主に 2 つ挙げられる。まず、貿易摩擦の高まりで世界的に貿易停滞の影響が確認されつつあることだ。米国第一主義の高まりは、米国による追加関税賦課と相手国からの対抗措置につながった。最たる例が米中貿易摩擦である。直接的な影響を受ける中国の景気減速は確認済みであったが、各国でも対中輸出を中心に輸出低迷が明らかとなりつつあるのが足許の状況だろう。製造業 PMI 等をみれば、世界的に企業マインドは慎重さを強めている。生産や投資が抑制されつつあり、成長率見通しが下方修正された格好だ。

顕在化したもうひとつの主なリスクは、欧州政治の混迷だろう。英国の EU 離脱（Brexit）は当事者ですら落とし処が見出せていない状況だ。また、欧州諸国ではイタリアのみならず、右派･左派の台頭と中道派の埋没が進みつつあり、5 月の欧州議会選挙を経て欧州政治の混迷が深まることが懸念されている。貿易問題と政治問題が重なる中、欧州諸国についての下方修正は相対的に大きくなった。例えば、ドイツの実質 GDP 成長率は 2019 年が前年比+0.7%、2020 年は同+1.1%との見通しとなったが、前回からの修正幅はそれぞれ▲0.9%pt と▲0.3%pt となった。

また、今後顕在化しうる成長下振れリスクとして、①貿易摩擦の一段の高まり、②無秩序な Brexit、③中国景気の予想以上に急激な減速、④債務問題の再燃、の 4 点に OECD は警戒を示している。

図表 1：OECD による実質 GDP 成長率見通し（前年比%、%pt）

国･地域	2018年	2019年 予想	2019年 前回比	2020年 予想	2020年 前回比
世界	3.6	3.3	▲ 0.2	3.4	▲ 0.1
G-20	3.8	3.5	▲ 0.2	3.7	0.0
米国	2.9	2.6	▲ 0.1	2.2	0.1
カナダ	1.8	1.5	▲ 0.7	2.0	0.1
ユーロ圏	1.8	1.0	▲ 0.8	1.2	▲ 0.4
ドイツ	1.4	0.7	▲ 0.9	1.1	▲ 0.3
フランス	1.5	1.3	▲ 0.3	1.3	▲ 0.2
イタリア	0.8	▲ 0.2	▲ 1.1	0.5	▲ 0.4
英国	1.4	0.8	▲ 0.6	0.9	▲ 0.2
日本	0.7	0.8	▲ 0.2	0.7	0.0
オーストラリア	2.9	2.7	▲ 0.2	2.5	▲ 0.1

国･地域	2018年	2019年 予想	2019年 前回比	2020年 予想	2020年 前回比
中国	6.6	6.2	▲ 0.1	6.0	0.0
韓国	2.7	2.6	▲ 0.2	2.6	▲ 0.3
インドネシア	5.2	5.2	0.0	5.1	0.0
インド	7.0	7.2	▲ 0.1	7.3	▲ 0.1
サウジアラビア	2.0	2.1	▲ 0.5	2.0	▲ 0.5
ロシア	2.3	1.4	▲ 0.1	1.5	▲ 0.3
トルコ	2.9	▲ 1.8	▲ 1.4	3.2	0.5
南アフリカ	0.8	1.7	0.0	2.0	0.2
メキシコ	2.1	2.0	▲ 0.5	2.3	▲ 0.5
ブラジル	1.1	1.9	▲ 0.2	2.4	0.0
アルゼンチン	▲ 2.5	▲ 1.5	0.4	2.3	0.0

注：前回比とは 2018 年 11 月時点の見通しとの比較
出所：OECD “Interim Economic Outlook, 6 Mar 2019”、みずほ銀行

まず、①について、米中協議が何らかの合意に至ることに期待を示す一方、OECD が懸念を示すのが米国による輸入自動車・部品への追加関税賦課である。米商務省が 2 月 17 日に報告書をトランプ大統領に提出、同氏は 90 日以内（5 月 17 日が期限とみられる）に追加関税賦課の是非を判断する。主な交渉相手は日本および欧州（EU）となろう。仮に追加関税賦課と対抗措置が実行される場合、自動車業界は裾野が広いため、サプライチェーンを通じて世界中に影響が及ぶと懸念される。

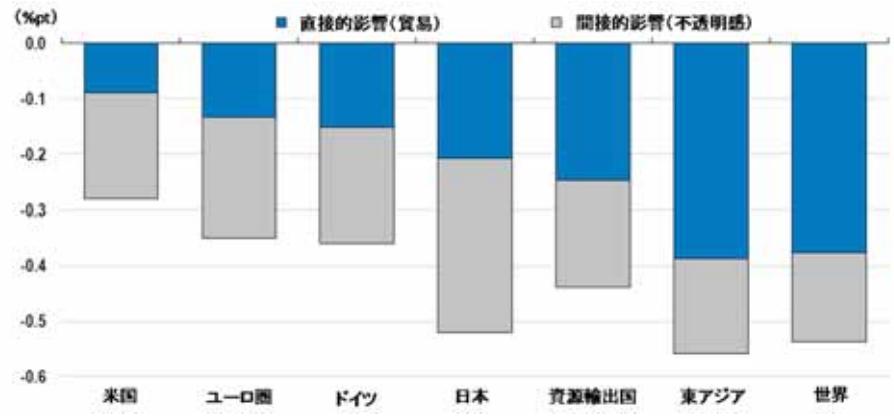
次に、②について、OECD は 2020 年末までの移行期間が設定される前提で成長率見通しを行っている。仮に合意なしの Brexit に至り、関税負担の増大が生じる場合、英国の今後 2 年間の成長率見通しを 2%pt 引き下げるという。当然、影響は欧州諸国を中心に波及することになろう。

そして、③について、中国経済は景気下支え策により 2019 年が前年比+6.2%、2020 年は同+6.0%の成長が可能、と OECD は予想している。実際、3 月 5 日に開幕した全国人民代表大会においても、2019 年の実質 GDP 成長率目標が前年比+6.0～6.5%とされ、減税策を中心とする財政出動と金融政策の活用により、景気を支える方針が示されたところだ。

もっとも、貿易問題の影響が顕在化するなか、中国景気が減速していることも事実である。仮に中国景気が予想を下回る成長率になる（具体的には見通しから 2%pt 下振れ）ケースで、各国・地域に与える影響を OECD は試算している。貿易面での直接的な影響だけで世界の実質 GDP 成長率（2019 年は前年比+3.3%の見通し）を 0.4%弱下押しするほか、景気先行きの不透明感（リスクプレミアムが各国で一律 50bp 上昇）という間接的な影響も重なれば、成長率を計 0.5%強下押しするという。貿易関係の深い東アジア諸国をはじめ、資源国や日本も影響が大きい（図表 2）。

ここで中国景気の下振れ要因について考えておきたいが、主に 3 点挙げられよう。まず、米中協議が頓挫し追加関税が賦課されることだ。もっとも、これは中国の政策対応で影響を軽減することも可能だろう。次に、世界経済全体の予想以上の鈍化である。世界貿易の停滞の影響は広範に顕在化しつつある。ここに、米国による自動車・部品関税、欧州をはじめとする政治混迷や地政学リスクが重なる格好で、経済成長への影響がより増大する懸念がある。その対応は各国に委ねられ、中国が主体的に関与できる余地は限られる。

図表 2：中国景気下振れによる各国・地域の成長率への影響（OECD 試算）



注：中国の国内需要の伸びが想定より 2%pt 下回り、全ての国で投資に求められるリスクプレミアムが 50bp 上昇するリスクシナリオにおいて、各国・地域の実質 GDP 成長率が見通しからどの程度下振れるかをグラフ化

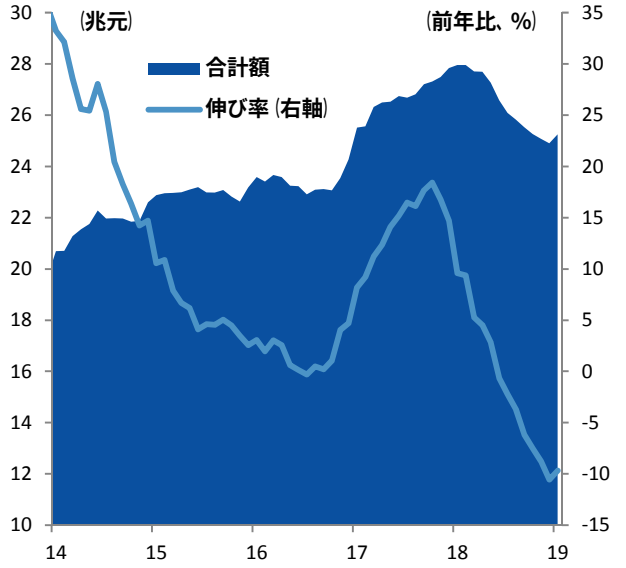
出所：OECD “Interim Economic Outlook, 6 Mar 2019”、**みずほ銀行**

もうひとつの下振れ要因は、景気下支え策自体が難しくなってくることだろう。つい 1 年前までは中国政府は債務問題を深刻に受け止め、その対応に邁進していた。いわゆるシャドーバンキングの引き締め（図表 3）が、不動産市場の引き締めとともに景気減速のきっかけとなったといえる。財政出動と金融政策の活用を通じた景気下支え策に、債務問題との兼ね合いからブレーキがかかることはありえる。

OECD は今後の景気下振れリスクとして④債務問題の再燃も挙げている。世界の社債発行残高は 2018 年末に 13 兆ドルと 2008 年末から倍増したが、その質は低下し続けており、企業収益に陰りが見えること、さらに中国を中心に新興国においては多くの社債が 3 年以内に償還を迎える見通しであることを懸念している（図表 4）。いまや残高が 1 兆ドルに達したレバレッジドローンも含めて、景気および企業財務の環境悪化がいわゆる投売りに伴う大幅な価格変動をもたらしうる点にも言及し、世界の金融資産の 6 割程度を規制の軽微なノンバンクが保有している状況に警戒感を示した。また、金融市場の混乱は中国含め各国の政策対応に影響を与えうる。

OECD が警戒するさらなる景気下振れのリスクは、程度の違いこそあれ実現する可能性はある。①の貿易摩擦については、米中協議と自動車・部品関税構協議の行方が、②の Brexit はどこまで決定を先送りにできるのか、③の中国景気に関しては①と④の債務問題の行方も大きく影響しよう。結局のところ、世界景気の見通しについてはじわりと悪化する状況が続きそうだ。2019 年は、米国の金融政策正常化のペース鈍化とそれに伴う財政金融政策の柔軟性向上が新興国景気の追い風となる一方、世界景気の減速が向かい風になると考えてきた。世界景気の見通しがじわりと悪化しつつある現状は、この向かい風がさらに強まりうることを示唆する。

図表 3：中国のシャドーバンキング



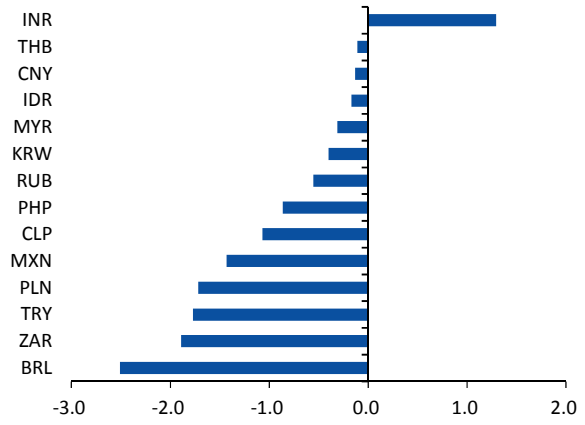
注：社会融資総額のうち、委託貸出、信託貸出、銀行引受け手形を合計したもの。
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：新興国の社債残高（残存年限別）

出所：OECD “Interim Economic Outlook, 6 Mar 2019”、みずほ銀行

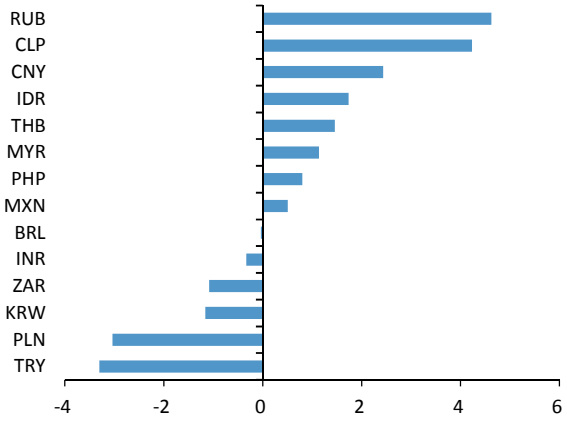
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



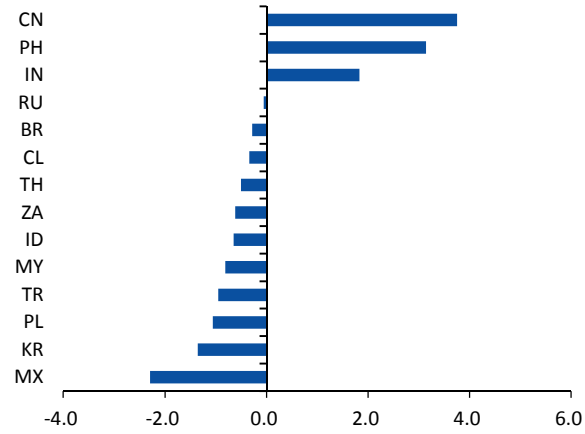
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



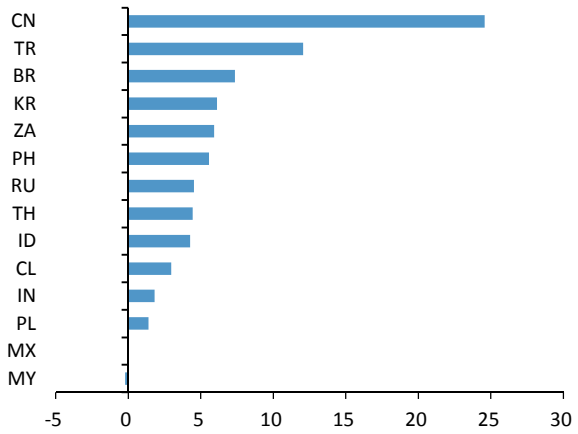
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



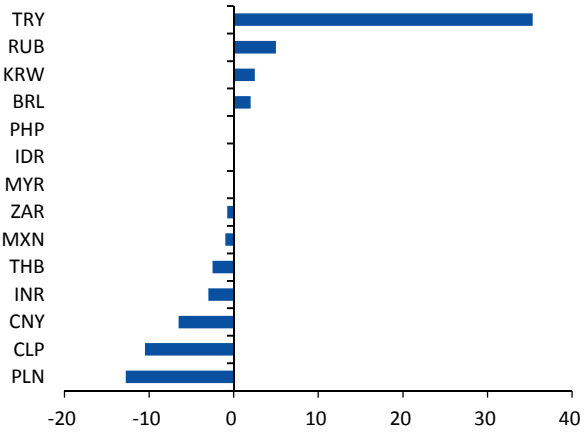
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



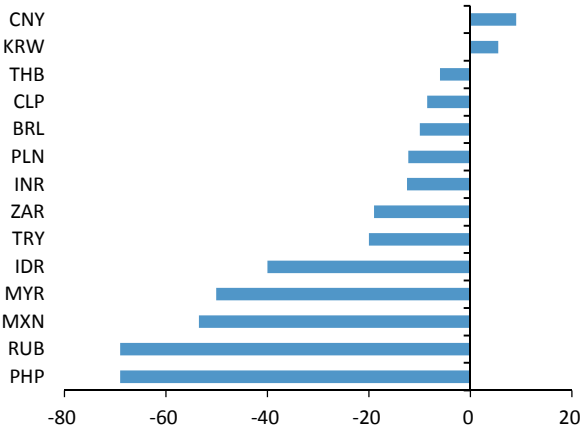
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

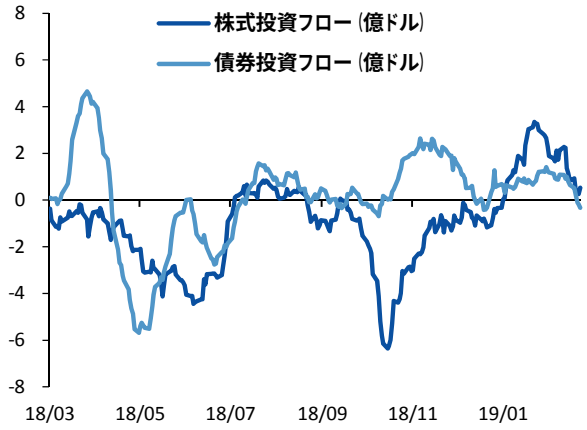
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

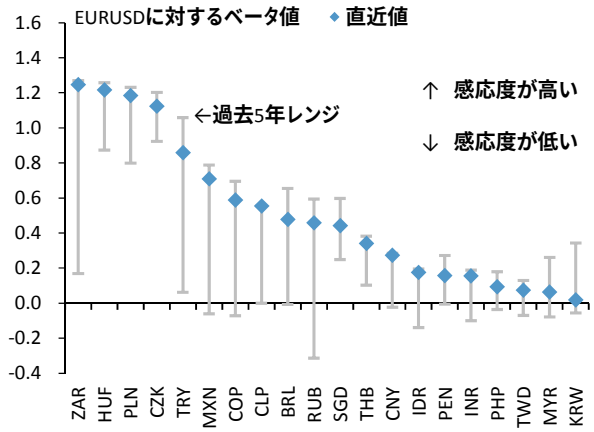
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



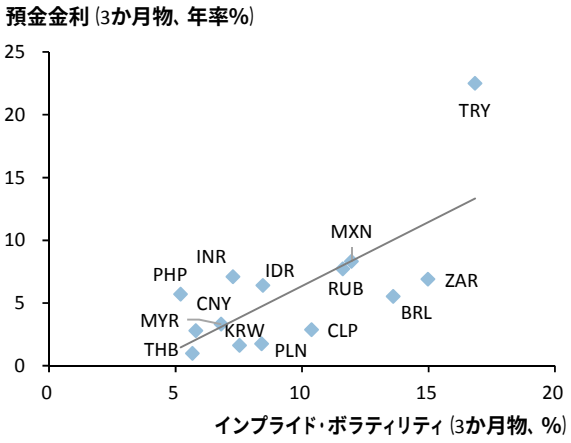
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



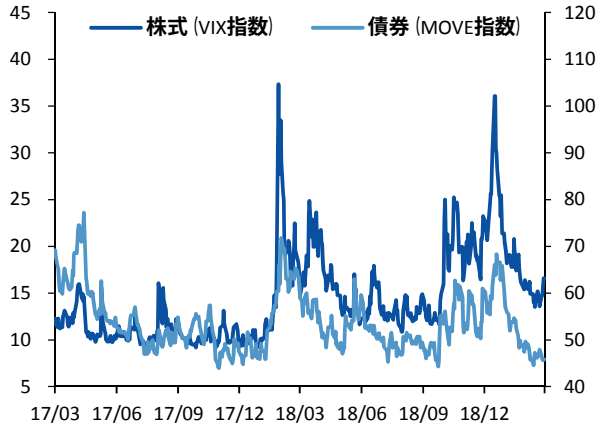
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



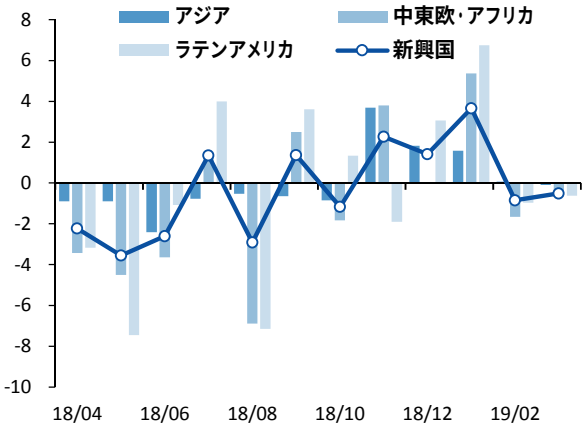
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



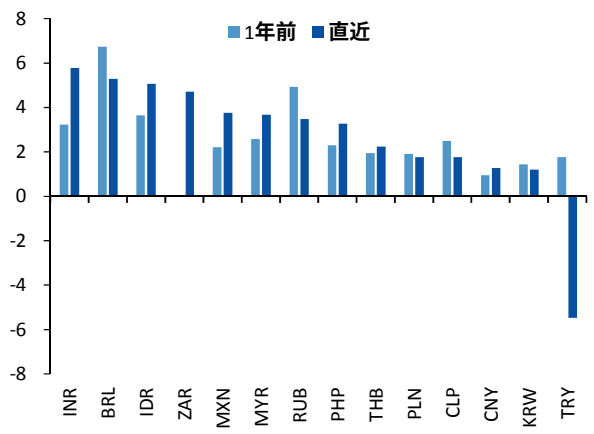
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月4日 (月)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	46.3	47.5	--
4日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	47.2	48.3	--
4日 (月)	マレーシア	貿易収支MYR	8.95b	11.52b	10.43b	10.68b
4日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	50.4	50.4	50.7	--
5日 (火)	韓国	GDP(前年比)	3.1%	3.1%	3.1%	--
5日 (火)	韓国	CPI(前年比)	0.7%	0.5%	0.8%	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比､2012年=100)	4.0%	3.8%	4.4%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMIｻｰﾋﾞｽ業	53.5	51.1	53.6	--
5日 (火)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
8日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	$4819.3m	--
8日 (金)	台湾	CPI(前年比)	0.3%	--	0.2%	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	$2.10b	--	$0.91b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	$26.60b	--	$39.16b	--
9日 (土)	中国	CPI(前年比)	1.5%	--	1.7%	--
10-15日	中国	ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲM2(前年比)	8.4%	--	8.4%	--
10-15日	中国	新規貸出 (人民元)	950.0b	--	3230.0b	--
12日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-$3750m	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	--	--	2.1%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.4%	--
13日 (水)	韓国	失業率(季調済)	--	--	4.4%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.0%	--	5.9%	--
14日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.4%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	2.8%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	-$1160m	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	3.7%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	3.9%	--
中東欧・アフリカ						
3月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	19.9%	19.7%	20.4%	--
5日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.6%	1.1%	1.1%	1.3%
6日 (水)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	24.00%	24.00%	24.00%	--
6日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	5.2%	5.2%	5.0%	--
7日 (木)	南ア	経常収支	-163b	-110b	-177b	--
11日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-1.44b	--
14日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-9.8%	--
14日 (木)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.7%	--
14日 (木)	ロシア	貿易収支	18.9b	--	18.9b	--
ラテンアメリカ						
3月5日 (火)	メキシコ	消費者信頼感指数	111.8	116.8	111.9	--
7日 (木)	ブラジル	ﾏｰｸｲｯﾄ･ﾌﾞﾗｼﾞﾙPMIｻｰﾋﾞｽ業	--	52.2	52.0	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.0%	3.9%	4.4%	--
8日 (金)	メキシコ	総設備投資	-5.0%	--	-3.2%	--
12日 (火)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	--	--	3.8%	--
13日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.6%	--
13日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.5%	--
14日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	0.6%	--

注:2019 年 3 月 8 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								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 6.8832	6.7149	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	70.005	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ～ 14495	14143	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1133.05	1129.00	1120	1120	1100	1080	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0615 ～ 4.1545	4.0870	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ～ 53.025	52.225	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3680	1.3606	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 30.938	30.867	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.06 ～ 32.51	31.87	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)	65.1638 ～ 69.8032	66.2690	68.00	69.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 14.7017	14.5111	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 5.8788	5.4599	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	3.8765	3.70	3.65	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ～ 19.7732	19.5693	19.20	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ～ 16.655	16.617	16.15	16.05	15.97	15.72	15.19
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.204	14.220	13.90	13.79	13.67	13.43	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ～ 1.584	1.595	1.52	1.53	1.54	1.53	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.795	0.787	0.768	0.766	0.764	0.761	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ～ 9.970	9.841	9.73	9.64	9.73	9.72	9.53
マレーシアリンギ	(MYR)	25.772 ～ 27.346	27.326	26.46	26.02	27.44	27.27	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.145	2.138	2.10	2.02	2.00	1.97	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ～ 82.48	82.04	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	3.503	3.46	3.38	3.42	3.40	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4806	0.4811	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	1.684	1.60	1.57	1.53	1.52	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ～ 8.243	7.693	7.79	8.00	7.64	7.24	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ～ 21.187	20.438	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	28.794	29.46	29.59	29.72	28.77	27.30
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.823	5.703	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 8 日の 8 時 50 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 日発刊）』および『中期為替相場見通し（2 月 28 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。