

2019 年 4 月 12 日

The Emerging Markets Weekly

世界景気に根強い下振れリスク

新興国市場: 先週末は中国市場が休場の中、米 3 月雇用統計の発表を控えアジア通貨の大半は小動きに留まった。米 3 月雇用統計は平均時給が予想を下回る結果となるものの、非農業部門雇用者数変化が予想を上回ったことでドルは堅調。その流れを受け週初 8 日、アジア通貨の多くは軟調となった。INR は 11 日から始まる総選挙への懸念も重しとなり軟化。トルコのエルドアン大統領が先月末のイスタンブール市長選で与党に不利な結果が出たことを受けて再集計を要求したことにより政治的不安が高まり、TRY は前日比▲1.1%下落した。一方、リビア情勢の悪化に加え、米国の対イランと対ベネズエラへの制裁措置への警戒感から原油価格が上昇し、資源国通貨である RUB、BRL、MXN は値を伸ばした。9 日、アジア時間は特段材料が無く、アジア通貨は動意の薄い展開。トランプ米大統領が EU から 110 億ドル規模の輸入品に対する関税導入を表明したことや、EU も対抗措置を検討していることに加え、IMF が 2019 年の世界経済成長見通しを 1 月時点での 3.5%から 3.3%に引き下げたことでリスクオフムードが広がった。10 日も IMF の見通し下方修正や、米欧の貿易摩擦がドルの重しとなったことを背景に新興国通貨の大半は小幅に上昇した。そうした中、ZAR は前日比+1.3%上昇し 6 週間ぶりの高値をつけた。また、RUB は原油価格が堅調なこともサポート材料となり前日比+0.9%値を伸ばした。11 日、大半の新興国通貨は方向感無く推移するなか、TRY はトルコ中央銀行 (CBRT) が発表した外貨準備高が前週から減少していることを受け前日比▲1%下落した。BRL も同日に発表された米経済指標の良好な結果を受けドルが堅調に推移したこと背景に前日比▲0.9%軟化した。

中東欧・アフリカ: トルコのアルバイラク財務相は 10 日に「新経済計画」を発表した。高インフレと通貨安の打撃を受けている経済を再活性化させるための計画であり、税制改正のほか、銀行の資本や輸出を支援する方針を示した。政府は国営銀行に 280 億リラ (49.2 億ドル相当) の資金注入をし、国営金融機関の健全性に対する懸念の高まりに対応したものだ。しかし、トルコの財政状況が悪化する中、資本注入はさらなる財政への負担となる。

ラテンアメリカ: 9 日に発表されたメキシコ 3 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.0%と 2 月 (同+3.9%) から加速した。CPI は 2019 年に入り鈍化基調だったため、メキシコ中央銀行 (Banxico) の利上げ休止にも繋がっていた。3 月 CPI はガソリン価格の上昇が全体を押し上げており、政府は警戒感を示している。ロペスオブラドール大統領は、既存の販売店がガソリンを「公正な価格」で提供しないならば、政府独自のガソリンスタンド網を新たに設立することを検討していると述べた。

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

世界景気に根強い下振れリスク

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

国際通貨基金 (IMF) は 9 日、最新の経済見通し (WEO) を公表した。タイトルは「Growth Slowdown, Precarious Recovery (減速する成長、不確かな回復)」。タイトルについては、2018 年 10 月の WEO が「Challenges to Steady Growth (堅調な成長への課題)」、2019 年 1 月のアップデート版では「A Weakening Global Expansion (成長の力強さを失う世界経済)」と変化してきたが、今回も景気見通しへの慎重姿勢を一段と強めた格好だ。

世界の実質 GDP 成長率見通しについては、2019 年が前年比+3.3%へと2019 年 1 月時点の同+3.5%から下方修正された (図表 1)。2018 年 10~12 月期以降、世界経済の鈍化は確認済みであり (図表 2)、OECD も 3 月に成長率見通しを見直したところだ。下方修正自体に違和感はないものの、予測通りとなれば、2010 年以降で最も低い成長率ということになる。まさに「減速する成長」である。

他方、2020 年に世界の实質 GDP 成長率は前年比+3.6%まで回復するとし、1 月時点の予測値を据え置いた。IMF によれば、2019 年後半には成長率が持ち直しに入るという。背景として、欧州景気減速の一時的要因 (新排ガス規制の自動車生産への影響、イタリアの財政問題の景気への影響等) や世界的な金融環境のタイト化が緩和すること、中国の政策対応、ストレス下にある新興国 (アルゼンチンやトルコ) がの安定化等を挙げている。また、米国が対中追加関税の税率を一律 25%に引き上げる、との従来見通しを現状維持 (一部は 10%で据え置き) に改めた。

もっとも、こうしたベースライン・シナリオについては、好材料は織り込み済みである一方、不安材料が顕在化した場合のバッファが見出しにくいという面は否めない。実際のところ、成長率見通しについて、下振れリスクが優勢であることを IMF は認めている。世界景気の緩やかな回復を展望しつつも、「不確かな回復」とせざるをえなかったといえる。

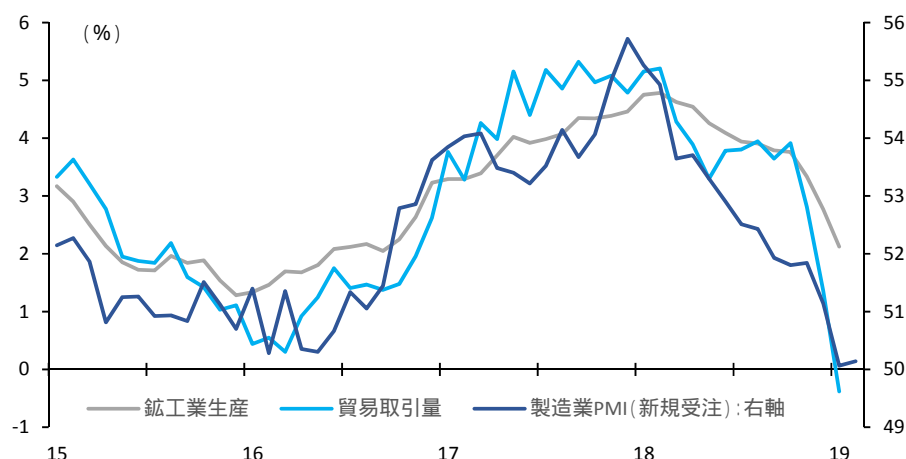
図表 1: IMF による実質 GDP 成長率見通し (前年比%, %pt)

国・地域	2018年	2019年		2020年		国・地域	2018年	2019年		2020年	
		予想	前回比	予想	前回比			予想	前回比	予想	前回比
世界	3.6	3.3	▲ 0.2	3.6	0.0	新興国・途上国	4.5	4.4	▲ 0.1	4.8	▲ 0.1
先進国	2.2	1.8	▲ 0.2	1.7	0.0	中国	6.6	6.3	0.1	6.1	▲ 0.1
米国	2.9	2.3	▲ 0.2	1.9	0.1	韓国	2.7	2.6	-	2.8	-
カナダ	1.8	1.5	▲ 0.4	1.9	0.0	インドネシア	5.2	5.2	-	5.2	-
ユーロ圏	1.8	1.3	▲ 0.3	1.5	▲ 0.2	インド	7.1	7.3	▲ 0.2	7.5	▲ 0.2
ドイツ	1.5	0.8	▲ 0.5	1.4	▲ 0.2	サウジアラビア	2.2	1.8	0.0	2.1	0.0
フランス	1.5	1.3	▲ 0.2	1.4	▲ 0.2	ロシア	2.3	1.6	0.0	1.7	0.0
イタリア	0.9	0.1	▲ 0.5	0.9	0.0	トルコ	2.6	▲ 2.5	-	2.5	-
スペイン	2.5	2.1	▲ 0.1	1.9	0.0	南アフリカ	0.8	1.2	▲ 0.2	1.5	▲ 0.2
英国	1.4	1.2	▲ 0.3	1.4	▲ 0.2	メキシコ	2.0	1.6	▲ 0.5	1.9	▲ 0.3
日本	0.8	1.0	▲ 0.1	0.5	0.0	ブラジル	1.1	2.1	▲ 0.4	2.5	0.3
オーストラリア	2.8	2.1	-	2.8	-	アルゼンチン	▲ 2.5	▲ 1.2	-	2.2	-

注: 前回比とは 2019 年 1 月時点の見通し (改定値) との比較、改定値が確認できない国についてはハイフン (-) で表示

出所: IMF "World Economic Outlook, 9 Apr 2019"、みずほ銀行

図表 2: 世界の貿易取引量と鉱工業生産、製造業 PMI (新規受注)



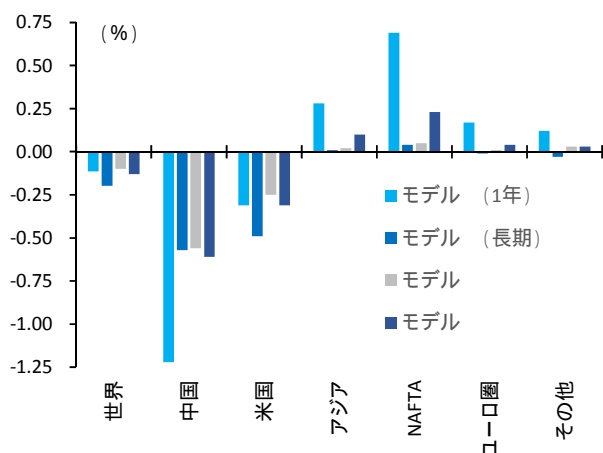
注: 貿易取引量と鉱工業生産は 3 か月平均の前年比伸び率

出所: IMF “World Economic Outlook, 9 Apr 2019”、みずほ銀行

主な先行き不透明要因のひとつは貿易政策の行方である。米中協議を巡る各種報道は、合意に向けた最終段階に差し掛かっていることをうかがわせるものの、合意内容遵守の仕組み作りは容易ではないだろう。中国は米国からの拡大や外資系企業への公正な対応等を掲げるものの、それが拘束力を持つのはまだまだ先の話である。実際には、進捗を確認しながら、米国は適用済みの対中追加関税を漸次撤廃していく可能性が高い。ここまでは IMF 見通しにも織り込み済みとみられる。

問題は、米中協議が頓挫もしくは決裂するケースでの、世界景気の下振れリスクである。IMF は今回、米中がお互いからの輸入品全てに 25% の追加関税を賦課する場合、どの程度の経済的影響が考えられるか、エコノミスト、政策専門家、研究者それぞれによる 3 つの分析モデルを用いて試算している(図表 3)。実質 GDP 成長率については、世界全体では 0.2% 程度下振れする可能性が指摘されている。当事者である中国と米国が大きく下振れる一方、代替需要の取り込みが期待されるその他の国・地域では上振れもありえるという。また、産業別にはサプライチェーンの混乱が懸念される電機をはじめ製造業への悪影響が際立つ(図表 4)。

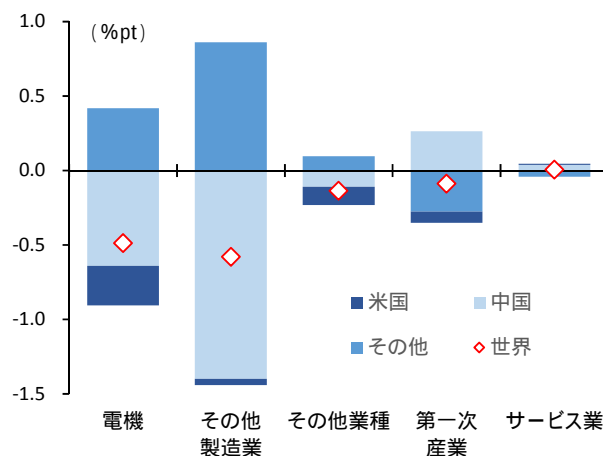
図表 3: 米中協議決裂の世界経済への影響 : 国・地域別



注: 米中がお互いからの輸入品全てに 25% の追加関税を適用する場合の、実質 GDP 見通し(ベースライン)の下振れ率をグラフ化。

出所: IMF “World Economic Outlook, 9 Apr 2019”、みずほ銀行

図表 4: 米中協議決裂の世界経済への影響 : 産業別



注: 米中がお互いからの輸入品全てに 25% の追加関税を適用する場合の、実質付加価値伸び率見通し(ベースライン)の変化をグラフ化。

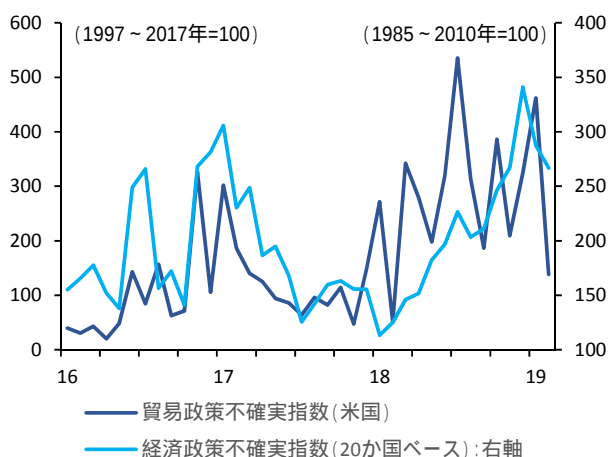
出所: IMF “World Economic Outlook, 9 Apr 2019”、みずほ銀行

貿易政策については、米国による輸入自動車・部品への追加関税措置の行方も注目される。この点に関して、IMF は 2018 年 10 月公表の WEO で世界経済への影響を試算済みである。米国が 25% の追加関税を適用し、各国が報復措置に踏み切るケースでは、世界の実質 GDP 成長率が 2019 年で 0.1%pt 弱、2020 年で 0.1%pt 強下振れするリスクを指摘していた。

また、実際にさらなる追加関税措置が実行に至らないとしても、政策の不透明感が企業や消費者のマインドにネガティブに作用し、経済成長を下振れさせるリスクも懸念される。米中協議が続くなか、米国の貿易政策への不安感がやや和らいだ可能性はあるものの、先進国を中心に経済政策の不透明感は依然として強い(図表 5)。なんらかのイベントが、市場にリスク回避を促し、世界的に金融環境がタイト化すれば、さらなる成長の下振れ圧力となろう。

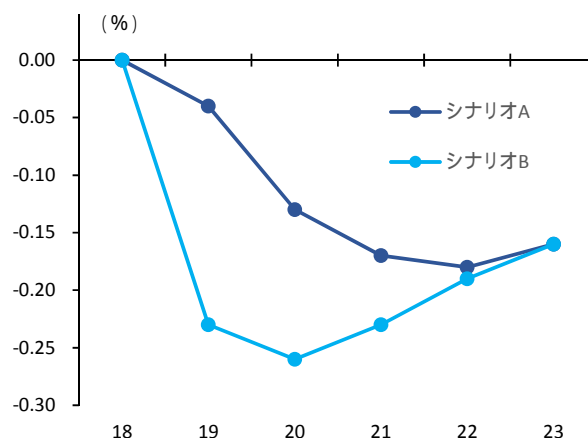
かかる状況下、英国の EU 離脱 (Brexit) の行方は引き続き注目される。英国が既存の通商協定を概ね引き継ぎつつ漸次 EU 諸国との通商協定を見直していく、というのが IMF の基本見通しである。ただし、足許の混迷をみても予断は許さない。IMF も合意なき Brexit が世界経済に与える影響を試算している。各国との通商協定の早期見直しとともに、通関手続きの煩雑化や許認可の遅れ等による経済活動の停滞が回避されるケース(シナリオ A)と顕在化するケース(シナリオ B)に分けて分析。世界の実質 GDP が 2020 年にかけて、ベースラインからの下振れ率がそれぞれ 0.1% 強、0.2% 台半ばにのぼるリスクを指摘した(図表 6)。

図表 5: 経済政策の不透明感



出所: IMF “World Economic Outlook, 9 Apr 2019”、みずほ銀行

図表 6: 合意なき Brexit による世界経済への影響

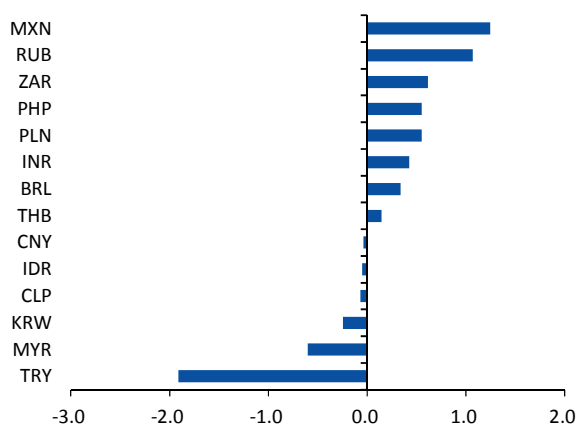


注: 世界の実質 GDP 見通し(ベースライン)の下振れ率をグラフ化。
出所: IMF “World Economic Outlook, 9 Apr 2019”、みずほ銀行

上述の貿易問題や Brexit といったリスク要因のひとつでも顕在化すれば、世界の成長率見通しは再び下方修正される可能性は高いと考える。金融環境がタイト化することになれば、ベースラインに織り込み済みの 2019 年後半の持ち直し要因が期待に及ばないこともあろう。貿易問題による直接的な影響よりも、企業マインドの低下や金融環境のタイト化といった間接的な影響の方が、世界経済にとっては影響が大きくなりうることを IMF はかねてから主張してきた。FRB が 2019 年内に 1 回利上げすると IMF は想定しており、この点は成長率下支えの方向で予想が裏切られる可能性はあるものの、こうした上振れ要因は限られている。過度な景気先行き不安が後退しているのは確かであろうが、回復に伴う不透明感は相応に高い。IMF のエコノミストはこの状況を「A Delicate Moment (デリケートな局面)」と評している。

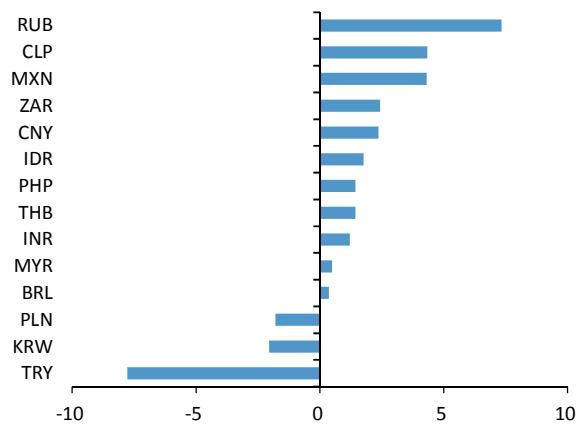
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



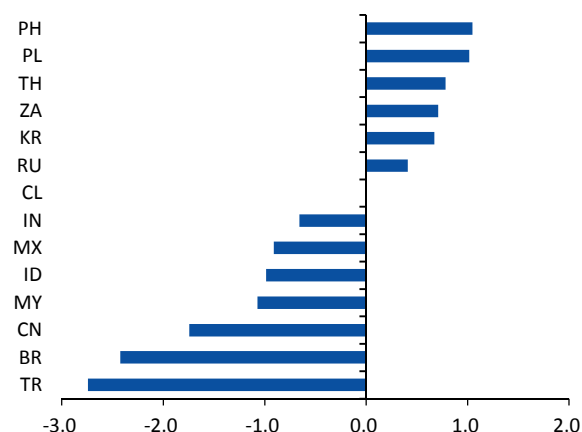
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



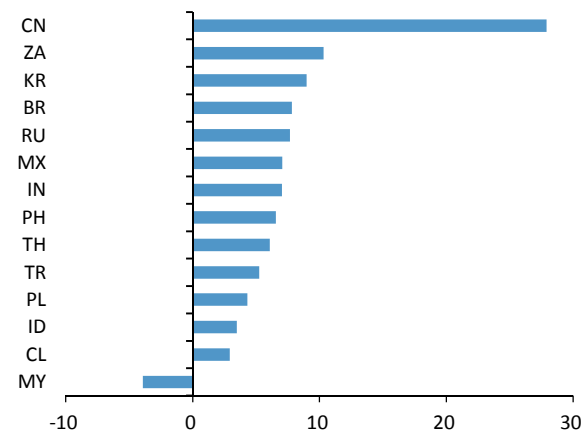
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



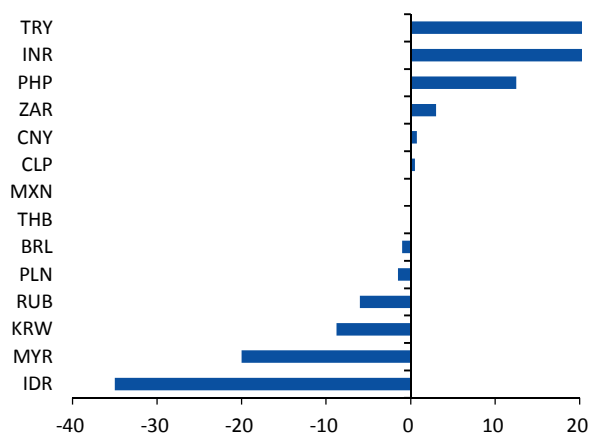
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



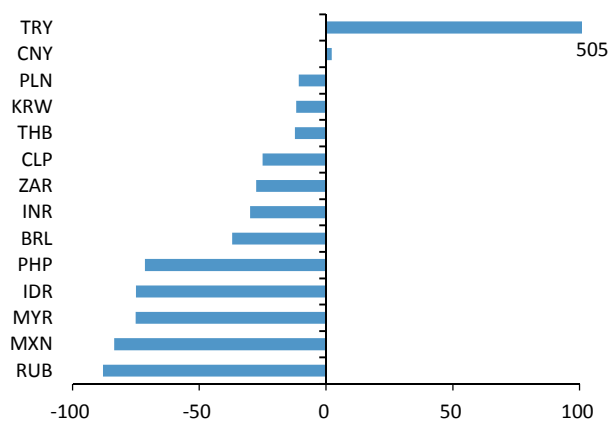
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

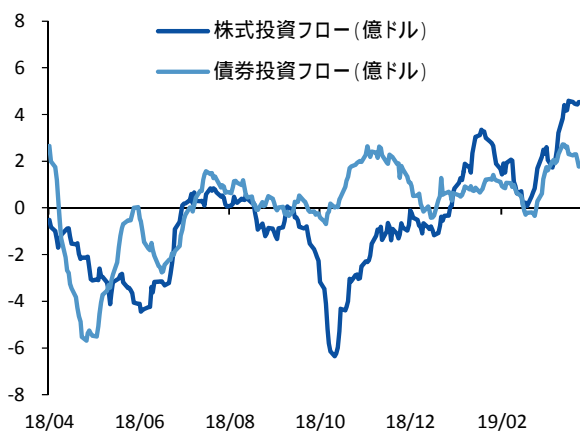
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

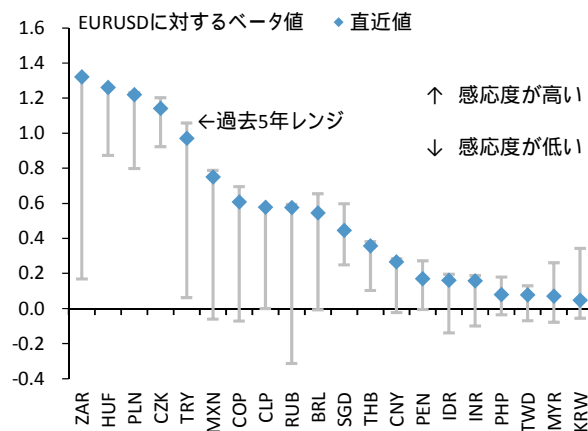
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



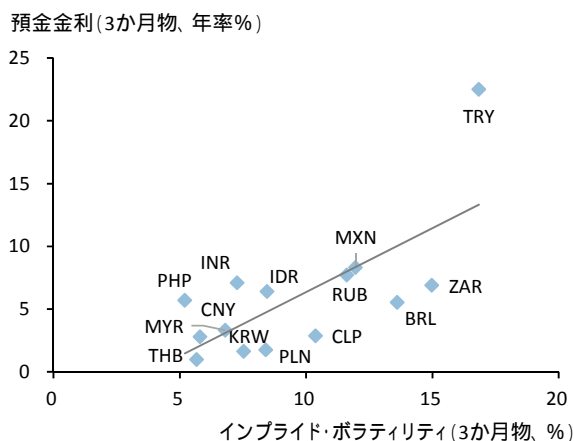
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



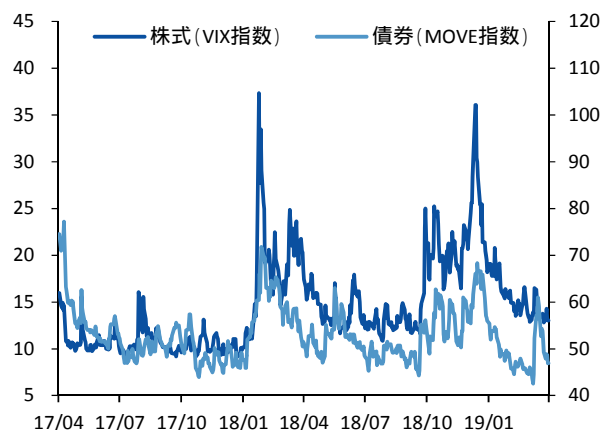
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



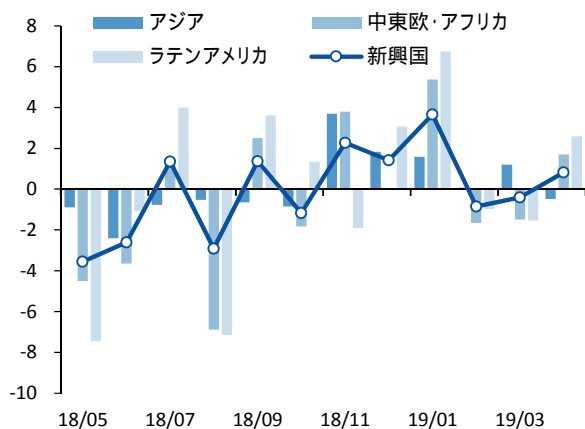
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



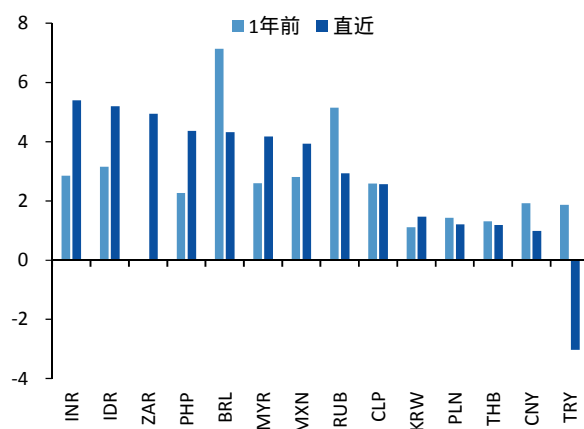
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
4月8日 (月)	インドネシア	外貨準備高	--	\$124.54b	\$123.30b	-11.4%
8日 (月)	台湾	貿易収支	\$5.49b	\$3.12b	\$4.93b	--
9日 (火)	台湾	CPI(前年比)	0.6%	0.6%	0.2%	--
11日 (木)	フィリピン	貿易収支	-\$3413m	-\$2790	-\$3760m	--
11日 (木)	中国	CPI(前年比)	2.3%	2.3%	1.5%	--
11日 (木)	中国	PPI 前年比	0.4%	0.4%	0.1%	--
11日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.2%	1.7%	3.2%	--
11-15日	中国	新規貸出(人民元)	1250.0b	--	885.8b	--
12日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	1.4%	--	1.9%	--
12日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	2.7%	--	7.6%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	2.8%	--	2.6%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.0%	--	1.7%	--
12日 (金)	中国	貿易収支	\$6.00b	--	\$4.12b	--
15日 (月)	インドネシア	輸出(前年比)	--	--	-11.3%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$330m	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	3.2%	--	2.9%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	--	-5.4%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	--	2.4%	--
15日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	4.4%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	4.9%	--
17日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.3%	--	6.1%	--
17日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.0%	--	--	\$2824.9m
17日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	8.4%	--	--	--
17日 (水)	中国	GDP(前年比)	6.3%	--	6.4%	--
17日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$467m	--
18日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.75%	--
19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.2%	--
中東欧・アフリカ						
4月9日 (火)	ロシア	経常収支	31000m	32800m	38400m	--
11日 (木)	トルコ	経常収支	-0.90b	-0.72b	-0.81b	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	0.5%	0.6%	0.3%	--
11日 (木)	ロシア	貿易収支	12.4b	15.7b	13.4b	--
15-16日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.7%	--	4.1%	--
16日	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.3%	--
16-17日	ロシア	PPI 前年比	8.3%	--	9.0%	--
17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.5%	--	4.1%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	0.1%	--	1.2%	--
17日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	1.0%	--	0.7%	--
17日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.5%	--	2.0%	--
ラテンアメリカ						
4月8日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	1.1%	1.1%	1.3%	--
8日 (月)	メキシコ	総設備投資	-0.4%	1.6%	-6.8%	--
9日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.9%	3.9%	1.9%	--
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	4.0%	4.0%	3.9%	--
10日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.5%	4.6%	3.9%	--
11日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-0.8%	-0.8%	-0.9%	--

注: 2019 年 4 月 12 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 1～3月(実績)	SPOT	2019年 6月	9月	12月	2020年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.8832	6.7194	6.73	6.70	6.68	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8435	7.85	7.84	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.825	68.926	71.3	69.5	68.5	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14495	14140	14100	14000	13800	13800	13700
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1139.15	1140	1120	1120	1110	1100
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0615 ~ 4.1545	4.1132	4.15	3.99	3.90	3.85	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ~ 53.025	51.895	53.5	53.5	53.2	53.0	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3560	1.35	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.861	30.80	30.75	30.75	30.70	30.65
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	31.86	32.0	31.3	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23198	23350	23250	23100	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1638 ~ 69.8032	64.5923	66.00	68.00	70.00	69.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	14.0145	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.7317	6.20	6.50	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 3.8954	3.8600	3.85	3.80	3.75	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	18.8322	19.00	19.25	19.50	19.75	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.655	16.596	16.05	15.97	15.72	15.34	15.15
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.204	14.228	13.76	13.65	13.41	13.04	12.79
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.619	1.51	1.54	1.53	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.795	0.789	0.766	0.764	0.761	0.739	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.772	9.47	9.55	9.38	9.19	9.09
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 27.346	27.003	26.02	26.82	26.92	26.49	26.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.145	2.142	2.02	2.00	1.97	1.92	1.87
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.48	82.30	80.00	78.68	78.36	76.69	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.619	3.616	3.51	3.48	3.41	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.503	3.38	3.42	3.40	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4806	0.4812	0.46	0.46	0.45	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.699	1.728	1.64	1.57	1.50	1.48	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.963	7.66	7.33	7.00	6.89	6.90
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	19.449	17.42	16.46	15.44	14.57	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ~ 30.075	28.920	28.05	28.16	28.00	26.84	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.823	5.925	5.68	5.56	5.38	5.16	5.00

注:1.実績の欄は 2019 年 3 月 29 日まで。SPOT は 4 月 12 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(4 月 1 日発刊)』および『中期為替相場見通し(3 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。