

2019 年 5 月 10 日

The Emerging Markets Weekly

海外リンケージや政策余地による選別続く

新興国市場: 先週末は米 4 月雇用統計の発表を控え、アジア通貨は小幅な値動きとなった。発表された米 4 月雇用統計では、非農業部門雇用者数変化と失業率が良好な結果となるも、平均時給と労働参加率の冴えない結果を受けドルが弱含むと、ZAR、MXN、BRL、RUB は値を伸ばした。週初 6 日、5 日にトランプ米大統領が 2000 億ドル相当の中国製品に対する輸入関税を現行の 10% から 25% に引き上げるとしたうえで、さらに 3250 億ドル相当の製品についても近く 25% の関税を課すと述べたことを受け、米中通商協議を巡る楽観的な見方が後退し、新興国通貨は下落。ZAR は 8 日に控える総選挙も重しとなった。TRY はイスタンブール市長選挙の再選挙を巡る不透明感から売られた。7 日、トランプ大統領が対中関税引き上げを表明したが、米中協議は今週に再開され、進展するとの期待を背景にアジア通貨の大半は小幅に上昇した。トルコではエルドアン大統領の与党・公正発展党 (AKP) の異議申し立てにより、イスタンブール市長選挙の再選挙が決定したことを受け、TRY は前日比 1.1% 下落した。8 日は米中通商協議の不透明感が重しとなり、大半のアジア通貨は軟化した。一方、BRL は年金改革への期待を受け前日比 +1.1% 上昇した。9 日も引き続き米中通商協議への懸念から大半の新興国通貨が売られた。メキシコのロペスオブラドル大統領は国営石油会社が新たな製油所の建設を監督すると述べ、同社の財務状況への懸念も MXN を下押しした。

アジア: 6 日に発表されたインドネシア 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年比 +5.1% と 10~12 月期 (同 +5.2%) から小幅に鈍化した。内訳をみると、総固定資本形成が減速したことが主因となった。一方、個人消費支出と政府最終消費支出は小幅に上昇した。マレーシア中央銀行 (BNM) は 7 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 3.00% にすることを決定した。声明文では今回の利下げについて、金融緩和の度合いを維持することが狙いだとした。この決定は、物価安定のもとで、安定した成長を支援するという金融政策スタンスに則していると述べた。タイ中央銀行 (BOT) は 8 日に金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利を 1.75% に据え置くことを決定した。声明文では、緩やかな政策スタンスは経済成長に寄与しているとした。また、将来の金融の安定にはリスクがあり、引き続き注視していくと述べている。フィリピン中央銀行 (BSP) は 9 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ、4.50% にすることを決定した。BSP は食品価格の下落によりインフレ圧力が和らぎ、インフレ見通しに対応しやすい状況が続いているため、利下げを決定したと述べた。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行 (BCB) は 8 日に金融政策委員会 (COPOM) を開催し、政策金利を 6.50% に据え置くことを決定した。BCB は 2018 年終盤の景気低迷が 2019 年に入っても継続している模様だが、インフレリスクは概ね均衡しているとの認識を示した。

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 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

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

海外リンケージや政策余地による選別続く

合意も近いとの期待感が高まっていた米中協議は、再び長期化の様相を強めつつある。米国のトランプ大統領は 5 日、中国からの輸入品 2,000 億ドル相当の中国からの輸入品目に対する追加関税率を従来の 10% から 25% に引き上げるとともに、残る 3,250 億ドル相当の品目についても近く 25% の追加関税を賦課する考えを表明した。中国側の姿勢後退に米国側が反発を強めたことが背景と報じられている。

8 日には米通商代表部 (USTR) が官報で 2,000 億ドル相当の品目に対する追加関税率の引き上げを正式に通知するに至った。これに対して、中国商務省も追加関税率の引き上げが実施された場合、必要な反撃措置をとるとの声明を発表した。米中協議の合意に際して、既に適用済みの追加関税がどの程度のペースで撤廃されていくのか。この点に市場の注目は集まっていたと思われるが、現実には追加関税の応酬が再び拡大する可能性がむしろ高まったといえる。

こうしたなか、米中協議を巡る楽観は修正を余儀なくされており、市場ではいわゆるリスクオフの動きが 5 月 6 日以降みられる。主要株価指数の多くが調整を強めたほか、為替市場では新興国通貨の多くが対ドルで下落している (P.5 ~ 6 の図表参照)。

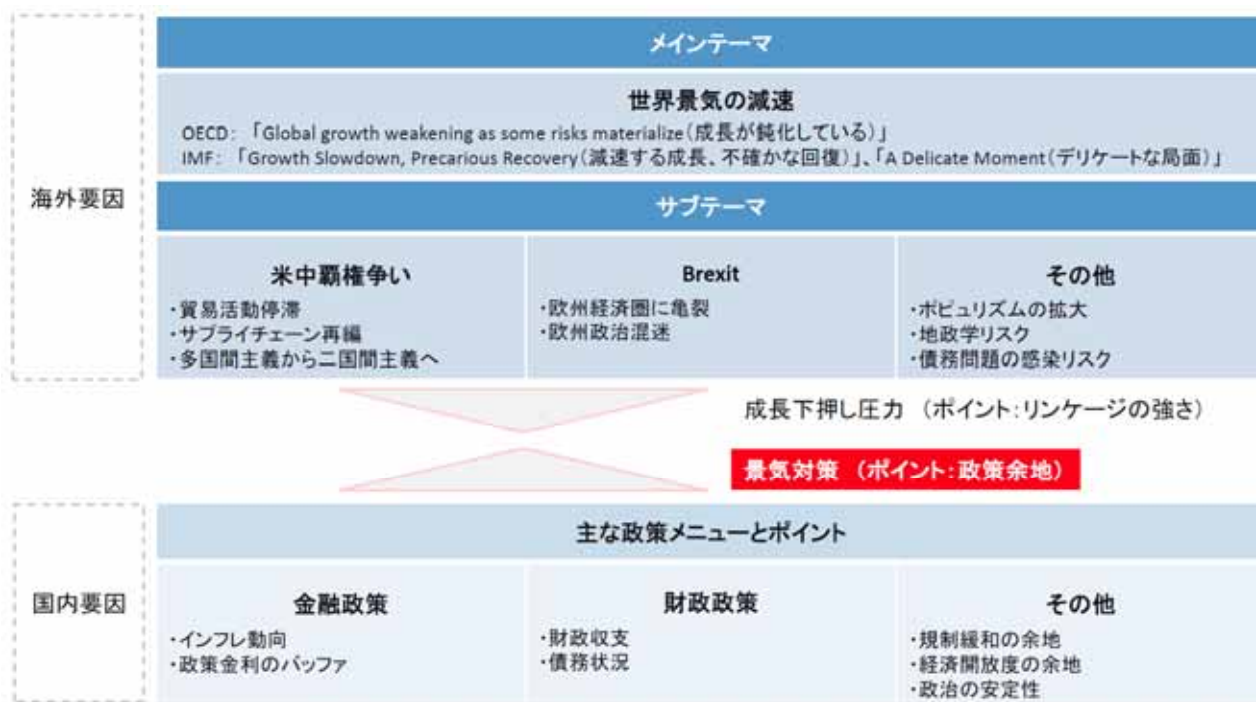
もっとも、米中協議が頓挫したわけではない。本稿執筆時点 (日本時間 9 日) では、ワシントンで 9 ~ 10 日に米中高官協議が行われる予定となっている。米中協議を巡るこれまでの状況を考慮する限り、対立点の解消は容易ではないとみられるものの、協議の延長・継続では合意できるのではないかと考える。

また、USTR の追加関税の引き上げは先送りされてきた措置の実施にすぎない。世界景気にはマイナスであろうが、IMF のかつての試算を考慮すると追加のインパクトは軽微とみられる。中国が財政政策に動いた今、その影響はより小さくなったともいえる。協議決裂に至らない限り、市場の調整は楽観の後退に伴う一時的なものであり、新興国を取り巻く環境 (図表 1) に大きな変化はないと考える。

具体的には、米金融政策の正常化に伴う世界の資本コスト上昇等により、世界景気はピークアウトを迎え、既に減速局面にある。その深度は、米中覇権争いや英国の EU 離脱 (Brexit) 問題等の行方によって変化していく。こうした外部要因が新興国各国にもたらす影響は、グローバル経済との結びつき (リンケージ) の強さによって異なるが、概ね成長の下押し圧力となっている。他方、新興国は経済政策等を通じてこの成長下押し圧力の抑制に努め、自国経済の成長率の維持を図ることになる。主には金融政策や財政政策、規制緩和等がその手段に挙げられる。

2018 年はこの構図の下、海外からの成長下押し圧力が増すなか、債務問題やそれに伴う資金流出懸念などが景気対策 (国内要因) の足かせとなり、新興国は苦しい状況が続いた。一方、2019 年は米中協議の進展や中国景気の底打ちへの期待により、新興国への海外からの下押し圧力は一服しつつある。また、米金融政策の正常化減速、停止の動きがみられるにつれ、新興国の金融政策の柔軟性は向上した。いくつかの国では選挙を経て、新政権が経済政策に着手し始めた。総じてみれば、新興国の景気対策の余地は増したといえる。

図表 1:新興国経済を取り巻く環境

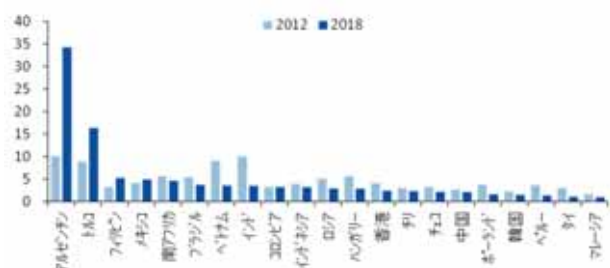


出所: みずほ銀行

なお、景気対策の余地は新興国各国で異なる。金融政策の場合、インフレ率や政策金利の水準によっては追加措置の余地は限られる。対外支払い能力も重要視されそう。政府の財政収支や債務水準が追加の財政政策を困難にすることもある(図表 2~5)。政策の実行力に乏しい政権に、既得権益層との軋轢を生みかねない規制緩和や対外市場開放等は難しいだろう。

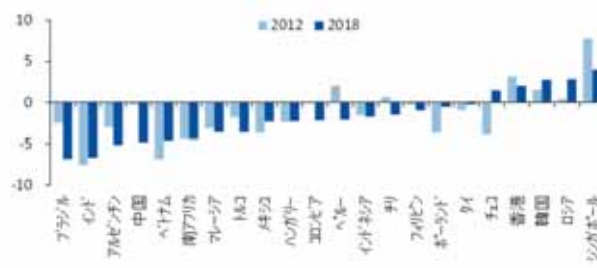
2019 年の新興国通貨別パフォーマンスはまちまちである(P.4 の図表参照)。海外経済とのリンケージの強さ(マイナス要因)と政策余地(プラス要因)が選別の手掛かりになっているようだ。政策余地が見出しやすいロシア・ルーブル(RUB)の堅調が目立つ一方、脆弱性を抱えるトルコ・リラ(TRY)は下落が続いている。また、特に米中経済とのつながりが強い韓国ウォン(KRW)も弱い(図表 6、7)。足許のリスクオフ局面では新興国資産が総じて弱い状況となろう。ただ、楽観の後退に伴う売り一巡後の局面では、上述の選別が再開すると考える。

図表 2:消費者物価(前年比、%)



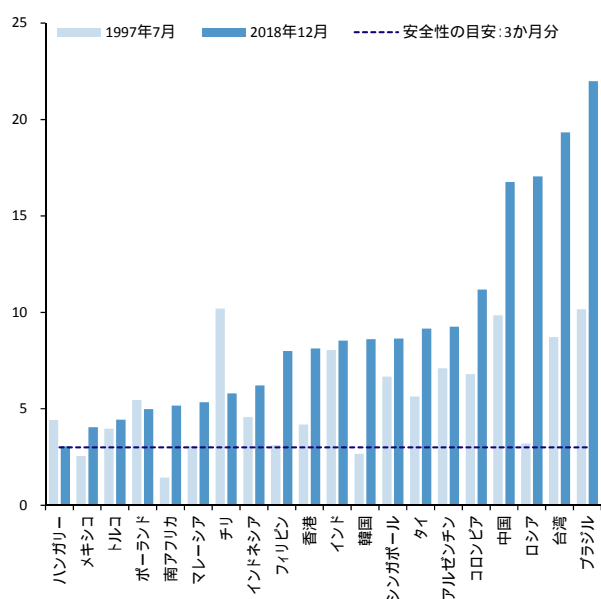
出所: IMF、各国統計、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:財政収支(対 GDP 比、%)



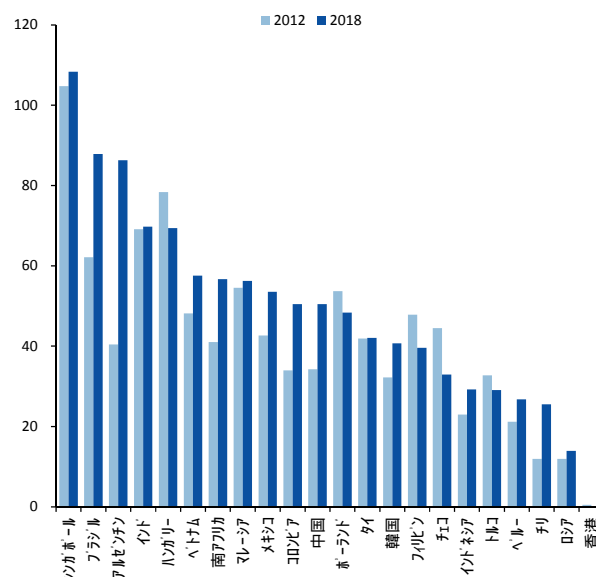
出所: IMF、各国統計、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 外貨準備高(対輸入比率、%)



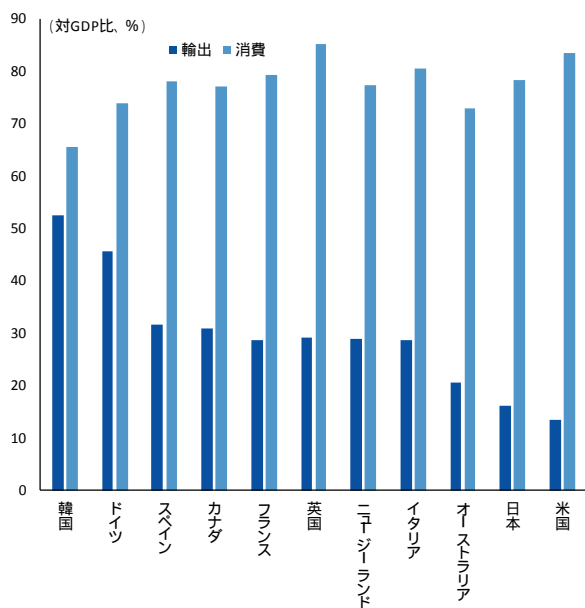
出所: IMF、各国統計、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 政府債務残高(対 GDP 比、%)



出所: IMF、各国統計、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 輸出と消費の規模



注: 2011 ~ 2015 年の平均ベース

出所: IMF、CEIC、各国中銀、みずほ銀行

図表 7: 米国、中国向け輸出が全体に占めるシェア

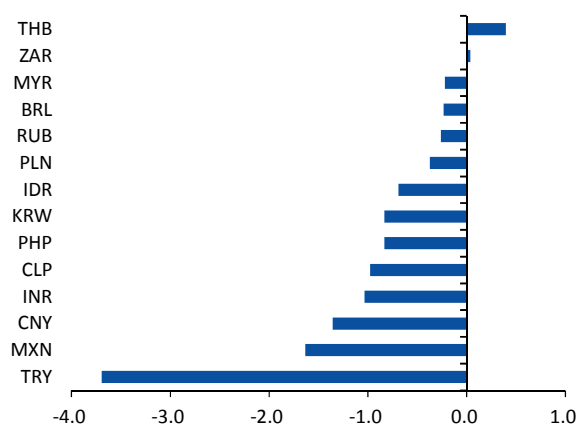
(%)	輸出	米国向け輸出		中国向け輸出	
	対GDP比	シェア	対GDP比	シェア	対GDP比
台湾	58.8	11.1	6.5	26.2	15.4
韓国	38.2	13.3	5.1	19.6	10.0
ブラジル	10.8	12.7	1.4	18.6	2.0
マレーシア	67.5	9.4	6.4	13.0	8.8
タイ	53.4	9.4	5.0	11.1	5.9
フィリピン	20.1	15.0	3.0	10.9	2.2
インドネシア	17.4	10.8	1.9	10.0	1.7
南アフリカ	26.1	7.6	2.0	9.1	2.4
ロシア	25.8	2.8	0.7	8.4	2.2
インド	12.9	15.1	1.9	3.6	0.5
トルコ	20.0	4.5	0.9	1.7	0.3
メキシコ	33.3	81.1	27.0	1.3	0.4
チェコ共和国	86.8	2.4	2.1	1.2	1.0

注: 2015 年ベース

出所: IMF、CEIC、各国中銀、みずほ銀行

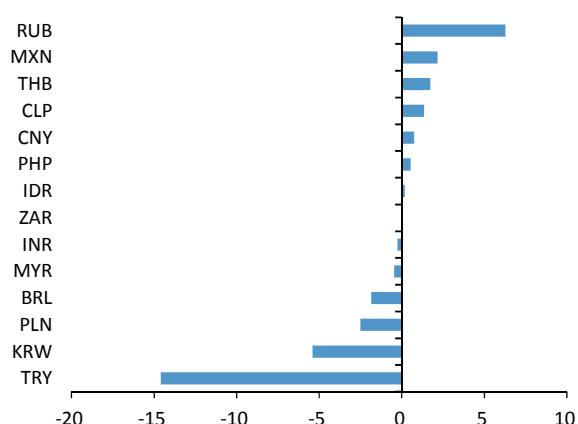
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



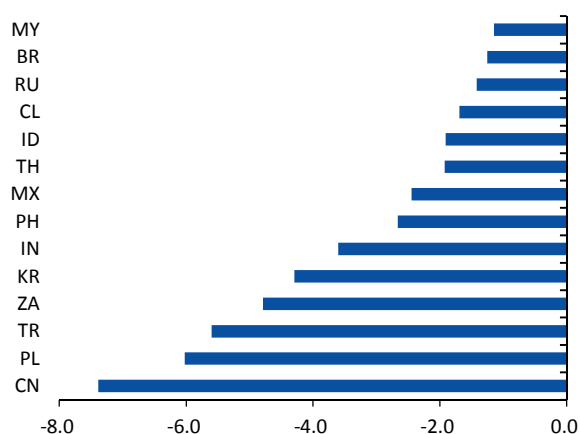
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



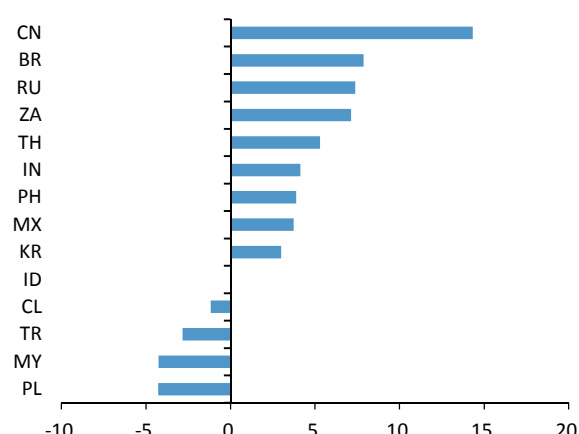
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



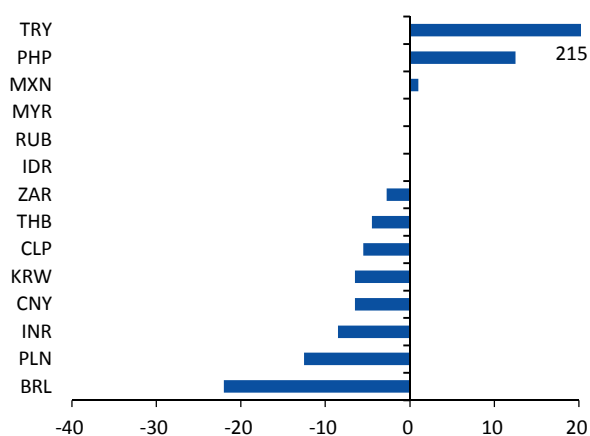
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



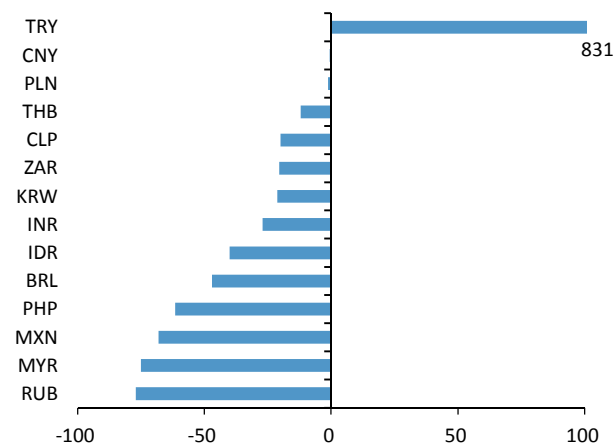
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

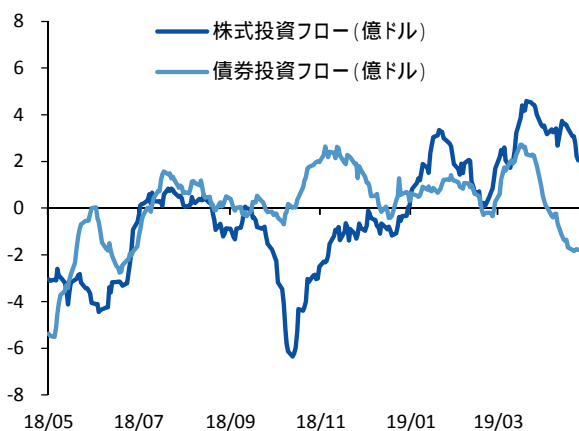
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

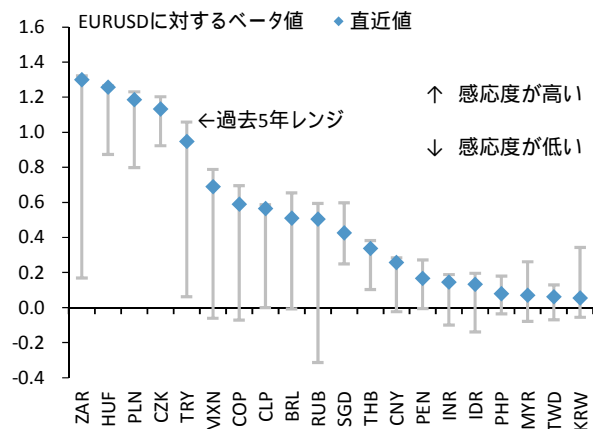
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



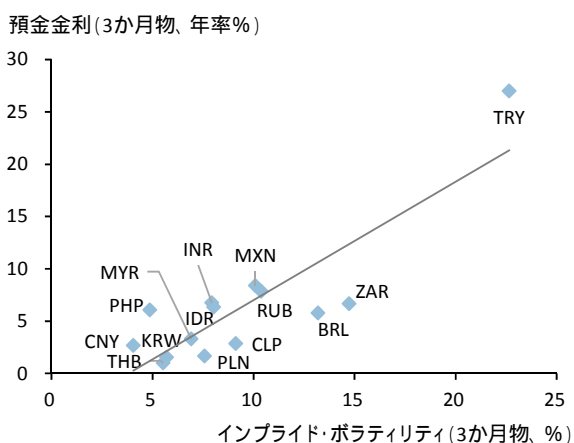
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



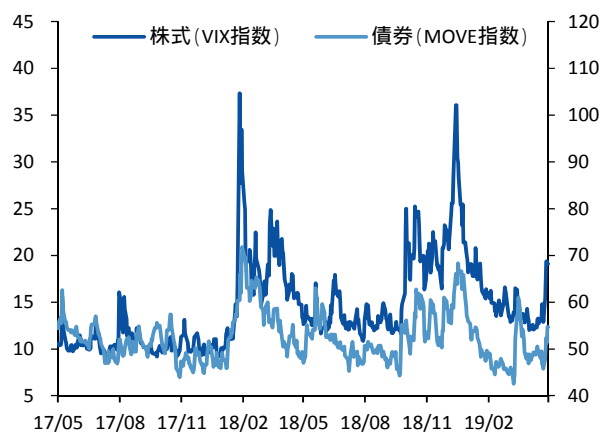
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



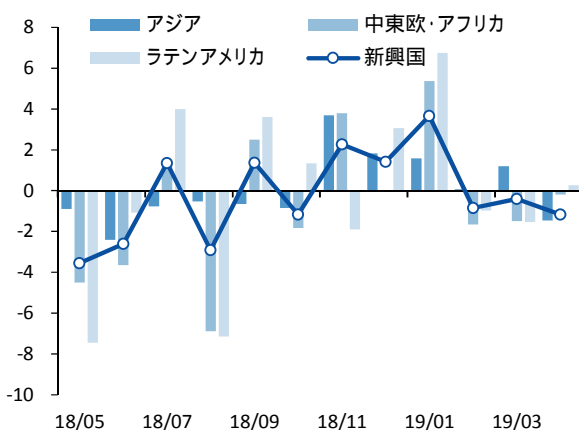
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



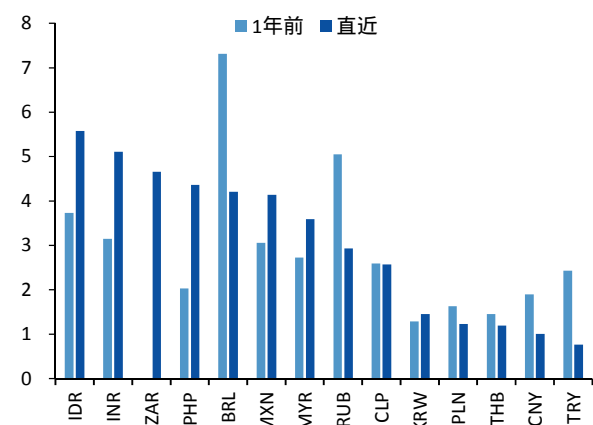
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
5月6日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.2%	5.1%	5.2%	--
7日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	3.1%	3.0%	3.3%	--
7日 (火)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.25%	--
7日 (火)	台湾	貿易収支	\$3.10b	\$2.69b	\$3.12b	--
8日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$4819.6m	\$3601.9m	--
8日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$2667m	-\$3138m	-\$2790m	-\$2744m
8日 (水)	中国	貿易収支	\$34.56b	\$13.84b	\$32.64b	\$32.42b
8日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
9日 (木)	中国	CPI(前年比)	2.5%	2.5%	2.3%	--
9日 (木)	中国	PPI 前年比	0.6%	0.9%	0.4%	--
9日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.0%	5.6%	6.1%	6.3%
9日 (木)	中国	新規貸出(人民元)	1200.0b	1020.0b	1690.0b	--
9日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.50%	4.50%	4.75%	--
10日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.1%	--	1.7%	--
10日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-1.4%	--	-10.0%	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
10日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	-\$6175m	--	-\$9148m	--
13日 (月)	インド	CPI(前年比)	--	--	2.9%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	3.2%	--
15日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.4%	--	6.3%	--
15日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.5%	--	8.5%	--
15日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	8.6%	--	8.7%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$540m	--
15日 (水)	インド	輸入(前年比)	--	--	1.4%	--
15日 (水)	インド	輸出(前年比)	--	--	11.0%	--
15日 (水)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	1.5%	--
16日 (木)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	4.7%	--
16日 (木)	インドネシア	7日物リバースレホレート	--	--	6.00%	--
17-24日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	1.3%	--
中東欧・アフリカ						
5月7日 (火)	ロシア	CPI(前年比)	5.2%	5.2%	5.3%	--
9日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-0.2%	1.2%	0.6%	--
13日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-0.72b	--
14日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.1%	--
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	1.1%	--
17日 (金)	ロシア	貿易収支	16.0b	--	15.7b	--
17-20日	ロシア	GDP(前年比)	1.2%	--	2.7%	--
ラテンアメリカ						
5月6日 (月)	メキシコ	消費者信頼感指数	11320.0%	11090.0%	11270.0%	--
7日 (火)	ブラジル	自動車販売台数(ブラジル自動車工業会)	--	231,936	209,165	--
9日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
9日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-2.4%	-4.5%	3.9%	--
9日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.4%	4.4%	4.0%	--
10日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	5.0%	--	4.6%	--
10日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-0.3%	--	-0.8%	--
17日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	8.25%	--	8.25%	--

注: 2019年5月10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 1～4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)	6.6691 ~ 6.8829	6.8274	6.73	6.70	6.68	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8484	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.350 ~ 71.824	69.948	71.3	69.5	68.5	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13898 ~ 14495	14360	14100	14000	13800	13800	13700
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ~ 1168.25	1179.55	1140	1120	1110	1100	1090
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ~ 4.1500	4.1525	4.15	3.99	3.90	3.85	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	51.630 ~ 53.040	52.223	53.5	53.5	53.2	53.0	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3645	1.35	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.556 ~ 30.919	30.968	30.80	30.75	30.75	30.70	30.65
タイバーツ	(THB)	31.07 ~ 32.60	31.78	32.0	31.3	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23280	23408	23350	23250	23100	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.6393 ~ 69.7779	65.2495	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7483	14.3446	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.9849	6.1596	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)	3.6374 ~ 4.0158	3.9481	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.7732	19.2290	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 ~ 16.764	16.041	16.20	16.12	15.72	15.34	15.15
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	13.988	13.90	13.79	13.43	13.06	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.570	1.53	1.55	1.53	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.764	0.773	0.771	0.761	0.739	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.303	9.56	9.64	9.46	9.27	9.17
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 27.507	26.413	26.27	27.07	26.92	26.49	26.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.100	2.04	2.02	1.97	1.92	1.87
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	80.47	80.74	79.41	78.36	76.69	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.545	3.54	3.51	3.41	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.455	3.41	3.45	3.40	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4694	0.47	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 ~ 1.758	1.683	1.68	1.61	1.52	1.50	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.654	7.73	7.40	7.00	6.89	6.90
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	17.810	17.58	16.62	15.44	14.57	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.530 ~ 30.075	27.812	27.95	28.05	27.63	26.84	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.710	5.74	5.61	5.38	5.16	5.00

注: 1.実績の欄は2019年4月30日まで。SPOTは5月10日の8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(4月26日発行)』および『中期為替相場見通し(4月26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。