

2019年5月24日

The Emerging Markets Weekly

協議決裂からのリスクオフには一巡感

新興国市場:先週末は CNY 安と米中貿易摩擦への懸念が重しとなり、新興国通貨は軟調となった。ブラジル中央銀行(BCB)のカンボス総裁が1~3月期の経済成長率が小幅なマイナスになった可能性があるとの見方を示し、同国の景気低迷への懸念の高まりから BRL は前日比 1.3% 売られた。ZAR は良好な米経済指標の結果を受けドルが強含んだため下落した。週初 20 日、先週末に続き、米中貿易摩擦を巡る懸念で市場参加者が慎重な姿勢を取る中、インドの総選挙が 19 日に終了し出口調査でモディ首相が率いるインド人民党(BJP)の与党連合が優勢との結果が好感され INR は上昇した。21 日は大半の新興国通貨が小幅な動きにとどまる中、BRL は前日比+1.4% 上昇した。米国が中国の通信機器大手への規制を巡り一部取引については猶予措置を発表したことを受けて、リスクセンチメントが回復した。一方、タイ 1~3 月期実質 GDP が弱い結果となったことが嫌気され、THB は軟調となった。22 日、米中貿易摩擦への懸念が引き続き燃る中、新興国通貨の動きはまちまち。TRY はロシアのミサイルシステム購入を巡り対米関係への懸念を受け下押しされた。23 日も新興国通貨は動意の薄い展開。インドの総選挙ではモディ首相が率いる BJP の勝利が確実になったことを受け、一時 INR は上昇したがその後売られた。RUB は原油価格の下落に連れ軟化した。ZAR は南アフリカ準備銀行(SARB)が金融政策委員会(MPC)で政策金利を据え置くことを決定したが、利下げ観測が強まったことを背景に弱含んだ。

アジア:21日に発表されたタイ1~3月期実質 GDP は前年比+2.8%と10~12月期(同+3.6%)から大幅に減速した。内訳をみると、輸出(10~12月期:同+0.7% 1~3月期:同 4.9%)とマイナスに転じたことが全体を押し下げ、民間最終消費支出(10~12月期:同+5.4% 1~3月期:同+4.6%)や総固定資本形成(10~12月期:同+4.2% 1~3月期:同+3.2%)も減速した。一方、政府最終消費支出(10~12月期:同+1.4% 1~3月期:同+3.3%)は加速した。4月17日に実施されたインドネシア総選挙の公式結果が21日に発表され、ジョコ大統領が得票率55.5%で勝利した。この結果を巡り野党支持者の抗議デモが起き、一部のデモ隊が暴徒化し治安部隊と衝突し死者が出る事態となった。大統領選の敗者となったプラボウォ氏は結果を認めず、支持者に抗議するよう呼びかけているほか、憲法裁判所に異議申し立てをする方針だ。

中東欧・アフリカ:SARB は 23 日に MPC を開催し政策金利を 6.75% に据え置くことを決定した。5 人の金融政策委員のうち 2 人は 25bp の利下げを主張した。2019 年の成長見通しは従来の 1.3% から 1.0% に下方修正した。インフレについては、インフレ目標レンジの中間値により近い水準で安定するのを確認したいと述べた。将来の政策調整は引き続きデータ次第だとしている。

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

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

協議決裂からのリスクオフには一巡感

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

米中の覇権争いは長期化の様相をさらに強めている。米国は5月10日、中国からの輸入品2,000億ドル相当に適用してきた追加関税率を従来の10%から25%に引き上げた。また、トランプ米大統領の指示を受けて、米国通商代表部(USTR)は13日、新たに25%の追加関税賦課を検討している3,000億ドル相当の中国からの輸入品リストを公表。6月17日までをパブリックコメントの募集期間とし、6月17日より議会において公聴会を開始するという。

米国は関税以外でも中国への圧力を強めている。トランプ大統領は15日、安全保障および外交上の米国の利益に反する事業体を指定するエンティティリストに、中国の大手通信機器企業グループを追加する大統領令に署名した。同リストに掲載された企業への米国製品の輸出には事前許可が必要とされる。足許では、監視カメラ最大手等もこのリストに追加される可能性が報じられている。また、15日には、商務長官が安全保障上の懸念があると判断した敵対者との情報機器やサービスの取引を禁止する大統領にも署名した。

他方、中国も5月13日、米国からの輸入品600億ドル相当に適用してきた追加関税率(5~10%)を6月1日より10~25%に引き上げると発表した。また、20日には習国家主席が磁石メーカーの工場を訪問。これについて市場は、レアアース製品を米国への対抗措置に利用する可能性を中国が示唆したと受け止めた。関税合戦では不利な中国は非関税措置を動員する可能性が高い。中国はレアアース製品の一大供給拠点であり、米国が現在検討中の追加関税の対象品目からレアアース製品を除外しているように、その影響力は大きいと市場で見られていることが背景にある。

こうした米中覇権争いの深刻化に対して市場はリスクオフで反応した。トランプ大統領が追加関税率引き上げに言及して以降、世界的に株式市場が下落、金利は低下し、新興国通貨が総じて売られた。ただ、足許ではこうした反射的な動き(今回はリスクオフ)に一巡感もみられる。株価下落や金利低下のペースが鈍化、新興国通貨のパフォーマンスは一様に下落した状況から、まちまちの動きに転じつつある(P.4~6の図表参照)。その背景は、米中の対話継続や米中首脳会談(6月のG20が有力視されている)を通して何らかの事態打開案が示される、といった期待先行のものではないだろう。

まず、今回の米中両国による追加関税率引き上げの影響について、過度に悲観的な状況には至らなかった点が挙げられる。中国はインフラ投資と減税策で名目GDP比+1.1%pt(みずほ総合研究所推計)の景気対策を既に打ち出している。また、22日には、通信機器大手向けの米国による輸出規制措置を受けて、新たな減税策を発表。自前の半導体産業の早期育成を目的として、対象企業の所得税の軽減措置(25%の企業所得税を最大2年間免除、その後最大3年間は半額とする)を導入するという。このほか、600億ドル相当の米国からの輸入品への追加関税率引き上げに際して、適用除外措置を設けることを13日に明らかにしている。

米国もインフラ投資拡大を議会で検討中である。2,000億ドルの輸入品の追加関税率を従来比15%pt(25% - 10%)引き上げると、単純に考えれば300億ドルの追加負担が生じるが、米国の名目GDP比では0.2%にも満たない。人民元安等を考慮すると、米国の企業や家計が実際に負担するのはさらに小さくなるとみられる。この点は、3,000億ドル相当の中国からの輸入品への25%の追加関税適用についても同様だ。また、米国が追加関税引き上げに際して、適用除外措置を合わせて導入してきていることも、企業や家計の負担軽減に寄与するだろう。

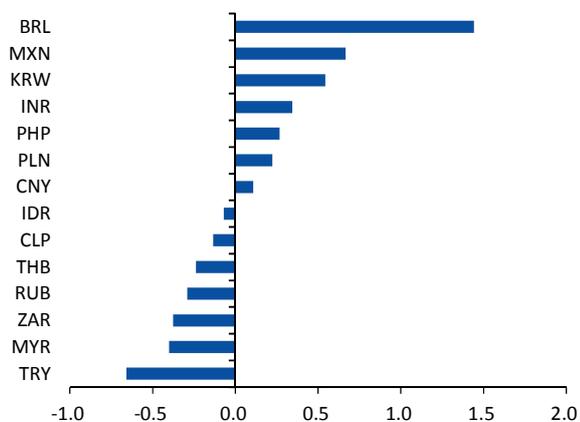
また、従来、世界景気の行方を考える上で懸念材料としてきたもののいくつかで改善の動きがみられた点が指摘できる。17日、トランプ大統領は1962年通商拡大法232条に基づく自動車・同部品に対する輸入制限措置の実施を最長180日(11月13日まで)延期すると表明。同措置は日本や欧州のみならず米国自身の景気を大きく下押しすると見られてきた。同日には、米国が同法232条に基づき実施してきたカナダおよびメキシコ産鉄鋼とアルミニウムへの追加関税撤廃と、カナダおよびメキシコによる報復措置の撤廃が発表された。いわゆる「米国第一主義」によって生じていた懸念がいったん和らいだ格好である。

そして、人民元相場下落が一服してきたことも大きいといえる。米中協議が一旦決裂したことで為替条項を巡る思惑は後退、むしろ追加関税の影響を相殺するための為替政策(自国通貨安への誘導)が市場で意識された。人民元はオンショア(CNY)・オフショア(CNH)ともに昨年見られた6.9台まで下落した。人民元安は経済的な結びつきの強い新興国通貨にも売り圧力となり、インフレや資本流出のリスクが高まれば、新興国の経済政策の足かせとなる。ただし、資本流出が懸念されるような人民元安を中国当局は容認しないだろう。CNYで7.0を超えることは当面なく、外部環境を考慮して6.9台前半で安定化が図られているようだ。昨年と異なり、米金融政策の正常化の終了が見えていることも支えとなる。

以上の点が、リスクオフの一巡と各国・地域の景気見通しを手掛かりとする物色への回帰の主な背景であるとみている。米中覇権争いを巡っては米中協議そのものの行方というよりは、サプライチェーン再編等、米中以外の国々にもたらされる間接的な影響が市場の関心を集めそうだ。すなわち、リスクのオン・オフではなく、実体景気への影響が市場の方向感を左右していくことになる。特に、新興国通貨に関しては、経済成長を支える政策余地が再び問われてくることになる。大統領選や議会選挙を終えた国々では、経済政策面で変化が出てくるのか等も注目されよう。

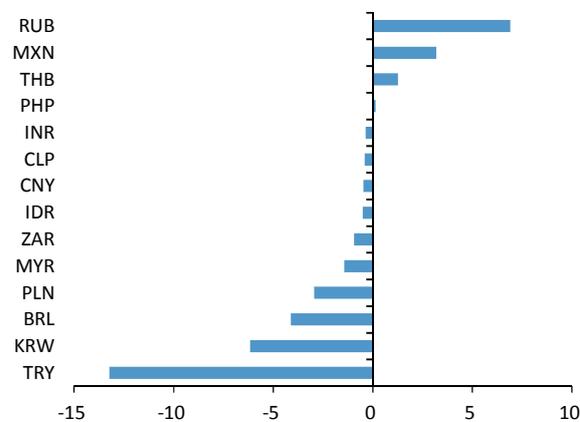
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



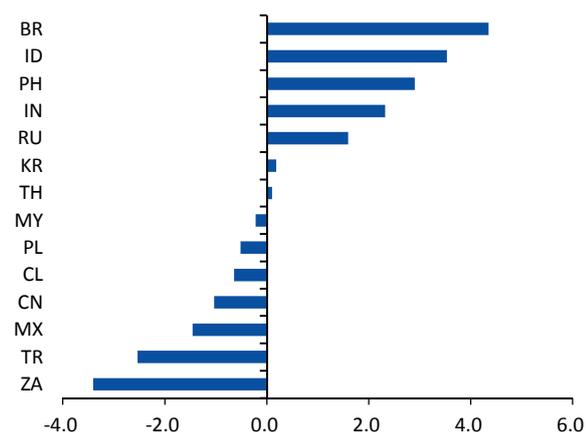
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



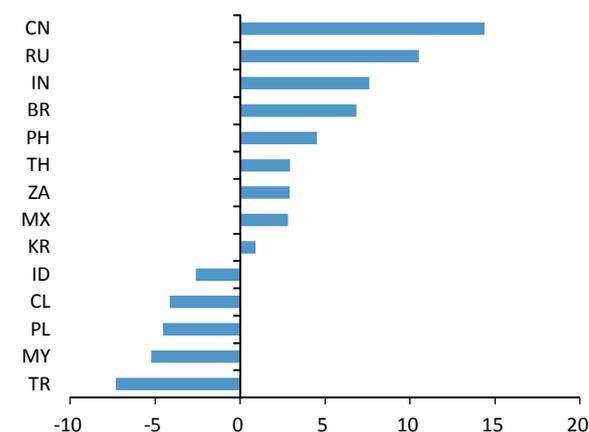
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



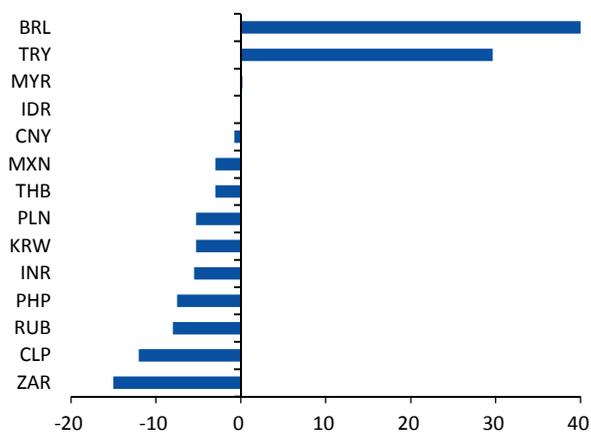
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



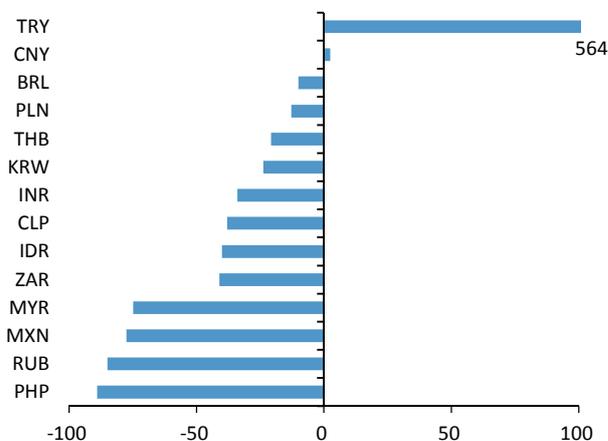
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

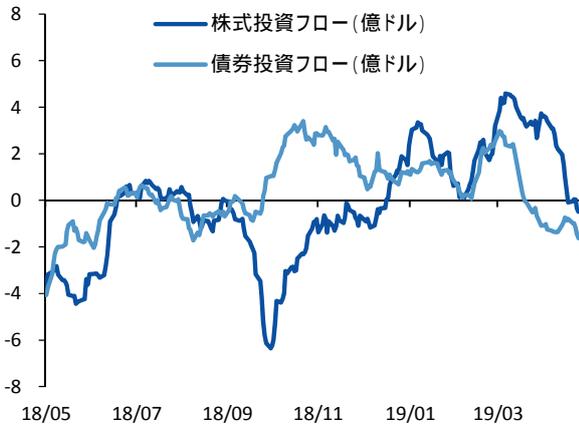
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

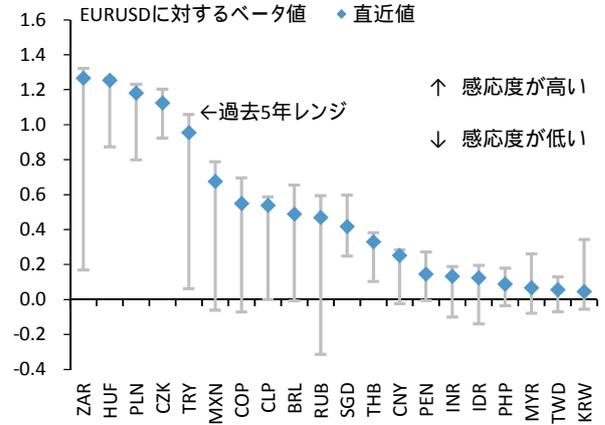
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



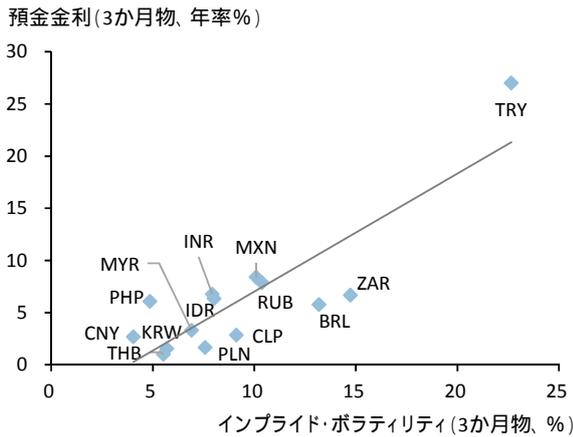
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



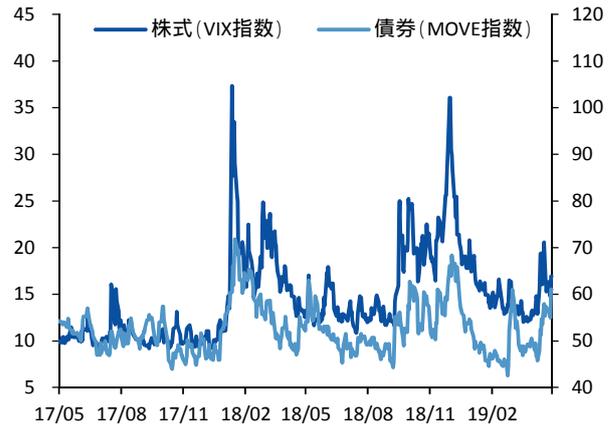
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



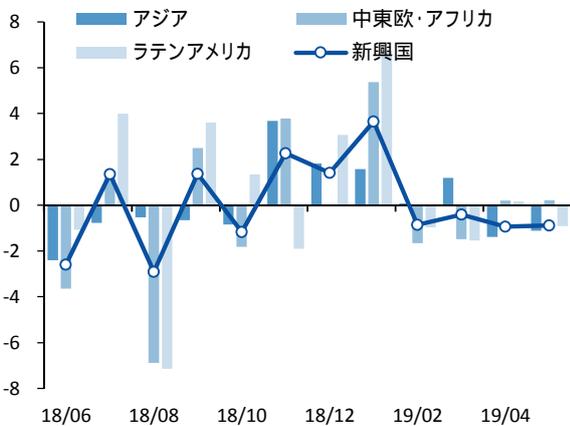
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



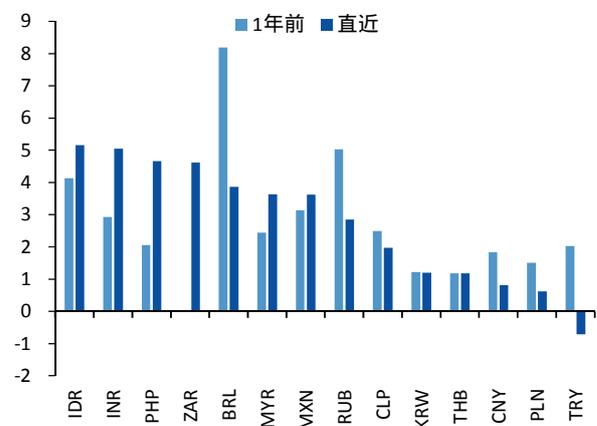
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	\$467m	\$627m	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	-6.5%	-3.7%	-9.0%	--
21日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	0.6%	0.1%	0.5%
21日 (火)	シンガポール	GDP(前年比)	1.4%	1.2%	1.3%	--
21日 (火)	タイ	GDP(前年比)	2.8%	2.8%	3.7%	3.6%
22日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$412m	-\$1457m	\$2005m	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	0.8%	0.8%	0.6%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-5.0%	1.0%	-9.9%	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	0.4%	--	0.2%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-3.5%	--	-4.8%	--
24日 (金)	台湾	GDP(前年比)	1.7%	--	1.7%	--
24日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-58.4b	--
27-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	2.3%	--
29日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	77	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.8%	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	49.9	--	50.1	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	54.3	--	54.3	--
31日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$3584m	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$6080m	--
31日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.75%	--
中東欧・アフリカ						
5月22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.5%	4.4%	4.5%	--
22日 (水)	南ア	CPIコア(前年比)	4.2%	4.1%	4.4%	--
22日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.0%	4.9%	1.2%	--
23日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	76.3%	75.0%	--
23日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	6.75%	6.75%	--
23-24日	ロシア	PPI 前年比	9.5%	--	10.9%	--
24日 (金)	ロシア	実質賃金(前年比)	0.2%	--	0.0%	--
24日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.4%	--	1.6%	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.9%	--	6.2%	--
31日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.14b	--
31日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	4.3%	--
31日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	5.0b	--
ラテンアメリカ						
5月22日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.8%	1.6%	1.8%	--
23-30日	ブラジル	税収	138000m	--	109854m	--
23-25日	ブラジル	登録雇用創出合計	80000	--	-43196	--
24日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	1.4%	--	1.3%	--
24日 (金)	メキシコ	貿易収支	-196.0m	--	1429.5m	--
27日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$494m	--
27日 (月)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$6846m	--
29日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	3267b	--
30日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	8.6%	8.6%
30日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	1.1%	--
31日 (金)	ブラジル	基礎的財政収支	--	--	-18.6b	--
31日 (金)	ブラジル	ブラジル 純債務対GDP比	--	--	54.2%	--

注:2019年5月24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GINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6691 ~ 6.8829	6.9105	6.73	6.70	6.68	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8488	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.350 ~ 71.824	70.016	71.3	69.5	68.5	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13898 ~ 14495	14480	14100	14000	13800	13800	13700
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ~ 1168.25	1189.29	1140	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.1500	4.1933	4.15	3.99	3.90	3.85	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	51.630 ~ 53.040	52.530	53.5	53.5	53.2	53.0	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3789	1.35	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.556 ~ 30.919	31.514	30.80	30.75	30.75	30.70	30.65
タイバーツ	(THB)	31.07 ~ 32.60	31.87	32.0	31.3	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23280	23384	23350	23250	23100	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.6393 ~ 69.7779	64.8741	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7483	14.4886	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.9849	6.1187	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	4.0400	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.7732	19.0454	19.00	19.25	19.50	19.75	20.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.764	15.869	16.20	16.12	15.72	15.34	15.15
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	13.958	13.90	13.79	13.43	13.06	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.565	1.53	1.55	1.53	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.757	0.773	0.771	0.761	0.739	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.214	9.56	9.64	9.46	9.27	9.17
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 27.507	26.265	26.27	27.07	26.92	26.49	26.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.097	2.04	2.02	1.97	1.92	1.87
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	79.45	80.74	79.41	78.36	76.69	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.476	3.54	3.51	3.41	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.438	3.41	3.45	3.40	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4683	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	1.689	1.68	1.61	1.52	1.50	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.562	7.73	7.40	7.00	6.89	6.90
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	17.906	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	27.109	27.95	28.05	27.63	26.84	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.752	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24日の9時00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。