

2019 年 6 月 21 日

The Emerging Markets Weekly

米中協議と追加関税第 4 弾の行方

新興国市場:先週末の新興国通貨は米中貿易摩擦への悲観的な見方が根強い中で大半が軟調となった。また、発表された米 5 月小売売上高は市場予想を下回るも 4 月分が上方修正されたことが好感されドルが上昇したことも新興国通貨の重しとなった。ブラジルのゲデス経済相が年金改革に関する議会委員会の報告書に失望感を示したことが嫌気され、BRL は前日比▲1.2%下落した。週初 17 日、先週末の良好な米経済指標の結果や、FOMC を 18~19 日に控えていることが新興国通貨の上値を抑えた。18 日も FOMC が意識され大半の新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。ZAR は南アフリカ政府が経営危機の国営電力会社に追加支援を行う見通しを受けて前日比+2.0%上昇。また、ドラギ ECB 総裁のハト派寄りな発言を背景に TRY と BRL も買い優勢となった。19 日、米中貿易摩擦への懸念が和らいだことに加え、米利下げ観測や、欧州でも緩和観測に下支えされ、アジア時間に新興国通貨は買われた。注目の FOMC では予想通り政策金利は据え置きとなった。しかし、経済を取り巻く不確実性の増大などに対応するためとして、年内の利下げの可能性を示唆した。また、声明文では、景気の足取りを維持することを目的として、金利調整には「忍耐強く」対応するとの文言を削除した。FRB の極めてハト派的な姿勢は新興国通貨のサポート材料となり、ZAR は前日比+1.4%上昇した。20 日も前日に FRB が年内利下げの可能性に言及したことでドルが続落し、新興国通貨は堅調。中でも、RUB、KRW、THB は前日から大幅に値を伸ばした。

アジア:インドネシア中央銀行(BI)は 20 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 6.00%に据え置くことを決定した。一方、流動性拡大に向け銀行預金準備率を 50bp 引き下げた。BI は利下げ余地を見極めるため、世界的な金融状況を注視する姿勢を示した。ペリー総裁は、「利下げは将来我々が講じる措置であり、時期と規模の問題だ」と述べた。同日、フィリピン中央銀行(BSP)も金融政策会合を開催し、政策金利を 4.50%に据え置くことを決定した。BSP のジユクノ総裁は「インフレは管理可能な見通しで、国内経済も堅調な成長が見込まれているため、当面、金融政策を維持できると判断したと述べた。5 月の消費者物価指数(CPI)が予想より上振れたことを受けて様子見姿勢となった模様だ。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は 14 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 7.50%にすることを決定した。利下げは 2018 年 3 月以来となった。ナビウリナ CBR 総裁は「予想外のマイナス要因」が生じた場合、年内最大あと 2 回の利下げが実施される可能性がある」と述べた。

ラテンアメリカ:ブラジル中央銀行(BCB)は 20 日に金融政策委員会(COPOM)を開催し、予想通り政策金利を 6.50%に据え置くことを決定した。声明文では、経済改革の継続と必要な調整を巡り不満が募る可能性があり、リスクプレミアムに影響を及ぼしてインフレ見通しが上向き可能性があると指摘した。

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

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

米中協議と追加関税第 4 弾の行方

トランプ米大統領は 18 日、中国の習国家主席と電話会議を行い、G20 サミット(6 月 28～29 日、大阪)に際して米中首脳会談を開催することで合意したことを明らかにした。会談に向けて米中の関係者による事前協議を始めるという。中国国営放送も同日、この首脳会談について報じた。

米国の強硬な姿勢の下で会談が実現に漕ぎ着けそうなのは、今回の首脳会談が広範なテーマを協議するためという位置づけにあり、必ずしも通商問題での成果が問われるものではないためであろう。実際のところ、米政権関係者からは、通商協議に関しては今後の協議内容やスケジュールでの合意にとどまる、との見方が示されている。また、習主席は 20 日、北朝鮮の金委員長と会談し米朝協議の継続を促したと伝えられている。主な協議テーマが北朝鮮問題となる可能性もある。

いずれにせよ、首脳会談が開催されるということは、米国があらたな追加関税措置(3000 億ドル相当の中国からの輸入品が対象、以下、追加関税第 4 弾)に早期に踏み切る可能性は低下したといえる。トランプ大統領はかねて首脳会談が行われなければ、すぐにでも同措置に踏み切るとしてきたからだ。言葉通り受け止めれば、G20 サミットを経て 7 月にも同措置が実行に移されるとの懸念があった。

習政権からすれば、米国による追加関税第 4 弾の早期実施はできれば避けたいところだろう。同第 3 弾(2000 億ドル相当の中国からの輸入品に 25%の追加関税を適用)については、当初 2019 年 1 月からの実施が予定されていたことから、早い段階からその対応を準備してきた。インフラ投資と減税の拡大がそれであり、2019 年の実質 GDP を 1.1% (みずほ総合研究所) 下支えする。実際には同第 3 弾の実施は 2019 年 5 月に後ずれした。企業マインドの悪化や金融環境のタイト化の影響も考慮していくらかの幅を持って考える必要はあるが、IMF の試算(2018 年 10 月時点)を参考にすれば、米国による追加関税による 2019 年の中国景気の下押し圧力は実質 GDP 比で 0.6～1.0%pt 程度とみられる。

ところが、米国が追加関税第 4 弾に踏み切れば、上述の財政政策で景気下押し圧力を相殺しきれなくなる可能性がある。仮に、米国が 7 月から 3000 億ドル相当の中国からの輸入品に 25%の追加関税をかけるとどうなるか。上述の IMF の試算を参考にすれば、上述の景気下押し圧力は実質 GDP 比で 0.9～1.3%pt に拡大。非関税措置(中国版エンティティリスト、レアアース取引規制等)での報復措置に動かざるをえなくなれば、下押し圧力はさらに増すだろう。このところ中国当局からは追加の景気対策の余地は十分にあるとの発言が続いているが、裏を返せばその必要性を認識しつつあるとも読める。

トランプ政権としても、追加関税措置を早期に使い果たすリスクは避けたいだろう。中国同様に非関税措置の拡大に軸足を移さざるを得なくなる。また、景気面への影響も懸念される。5 月に第 3 弾を実行したことで、米国の企業・家計への追加負担は増した。現実には関税措置や景気動向による需要の変化はあるだろうが、需要が前年から変わらないとの前提でみると、前年比での追加負担は 5 月以降に 2 倍近くに拡大した(図表 1)。仮に、7 月から第 4 弾が実施されれば、その負担は 7 月以降さらに倍増する計算になる。急速な負担増を企業・家計が容認できるか不安が残る。

米国による追加関税第 4 弾の 7 月実施の可能性は低下したとはいえ、いずれ実施される可能性は高いと思われる。トランプ大統領は「中国は合意を極めて強く望んでいる、私よりはるかに」と発言。中国側の譲歩を引き出すべく圧力を強めていく方針に変化はなさそうだ。5 月に同第 3 弾に踏み切ったばかりということもあり、しばらくは協議の進捗を確認する姿勢とみられる。ただ、「自立更生」の掛け声の下、習政権が長期戦の構えをひとまずみせており、米国が早期に譲歩を引き出せるとは考えにくい。膠着感が強まれば、追加措置に踏み切るとみられる。

米国による追加関税第 4 弾の実施については、G20 サミットに際しての米中首脳会合を経て方針が明らかになる可能性がある。米中協議を再開するとして、どのようなスケジュールとするかという点で合意されれば、その期限が第 4 弾実施のタイミングとなりうる。2018 年 12 月の米中合意を参考にすれば、追加の協議期間はまずは 2～3 か月程度で区切られよう。2019 年の秋口以降がその機会となりそう。市場の織り込み通り、7 月 FOMC で利下げが行われ、FRB の政策転換が明確になれば、なおさらであろう。

企業・家計への影響も考慮し、トランプ政権としては 9 月頃にまず追加関税率を年内は 10% という水準にするなど段階的に引き上げる運用が検討されるのではないかと。これであれば、7 月にも第 4 弾実施に踏み切るケース(図表 2、シナリオ①)と比較して、企業・家計への追加負担を現状程度にとどめられる(図表 2、シナリオ②)。FRB からの 2 回目の援護(利下げ)が得られる可能性も含めて、年末商戦への影響をいくらか軽減できそう。かつ通商政策上は、習政権に追加の圧力を加えることが出来る。

それでは、米中協議はいつまでも平行線を辿り、双方に追加関税措置や非関税措置の応酬がひたすら続くのか。米中ともに経済がその鍵を握ると考えているが、上述の通り中国は 2019 年の経済対策を相応に整備済みで、米国の追加関税第 4 弾を見据えて追加対策をすでに検討中である。年内に景気急減速が生じる可能性は低そう。米国も 2019 年後半は金融緩和が金融市場や景気をサポートしよう。2020 年度予算や債務上限問題を巡り紆余曲折はあろうが、景気の混乱には至らないだろう。トランプ政権に対中協議の方針転換が迫られることもそのインセンティブが生じる可能性も低い。つまり、2019 年内に米中協議で大きな進展は期待しづらい。

一方で、2020 年は米中協議が進展する機会も生まれそう。習政権にとって、財政での政策対応の継続性が問題になりうる。2019 年の景気対策で大きな役割が期待されるインフラ投資は、地方政府の債務を拡大するかたちで行われている。これは懸案の債務問題に直結する。金融緩和による政策対応も同様の問題を孕む。2020 年も 2019 年のように追加の財政政策が可能なのか、春開催の全人代までにはみえてこよう。また、米中協議が長期化するほどにサプライチェーン見直し(外資企業、中国企業の海外流出)の動きは拡大しうる。これは雇用と資本流出の問題につながる。長期戦の構えとはいえ、2020 年の経済環境は 2019 年より厳しいものになる。

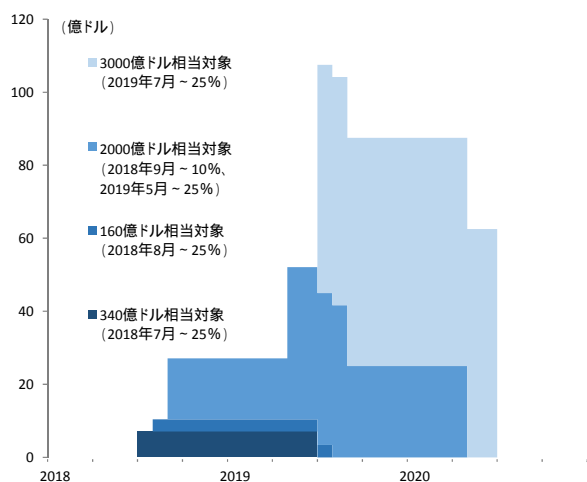
米景気も 2020 年は 2019 年より厳しい状況が予想される。まず、2017 年 12 月に成立した減税策の GDP 押し上げ効果は 2020 年以降剥落する。いわゆる「財政の崖」は埋め合わせが行われてきた過去の経緯を踏まえれば必ずしも脅威ではないが、GDP にプラス寄与するには至らないだろう。また、米中対立に伴う追加関税および非関税措置は今後も拡大、景気への下押し効果も高まりそう。他方、一時は実現が期待されたインフラ投資(2 兆ドル規模)はトランプ政権と民主党の対立の下、ほぼ立ち消えとなった。追加関税を財源とする減税(設備投資減税の延長や低所得層を主な対象とする所得減税など)も同様の理由から期待薄だ。

もともと、トランプ政権としてはそうした状況を容認できない。トランプ大統領は 20 日、再選に向けた選挙運動開始を表明したばかりだ。2020 年 11 月の大統領選を見据えて、遅くとも 2020 年後半には経済環境を好転させたいというインセンティブがはたらきやすい。追加経済対策が議会を通過する可能性はきわめて低いなかで、大統領の権限で行いするのは対中追加関税の引き下げであろう。仮に、追加関税第 4 弾の追加関税率を 2020 年 1 月に 25%まで引き上げる一方、2020 年前半に対中協議で一定の合意に至り、2020 年後半に適用済みの追加関税率を一律 10%まで引き下げる場合、米国の企業・家計には事実上の減税効果が生じる(図表 2、シナリオ③)。万が一、追加関税率撤廃となれば、さらに大きな効果となる。いずれにせよ、2019 年よりましなクリスマス商戦が大統領選に重なることになる。

今回の米中協議は主に米国側が仕掛けたものである以上、合意内容で主導権にぎるのは引き続き米国とみられる。合意のタイミングも習政権の事情よりもトランプ政権の都合が優先されよう。大統領選での再選を目指すトランプ政権が 2020 年前半にも合意を本格的に模索する可能性はあると考える。

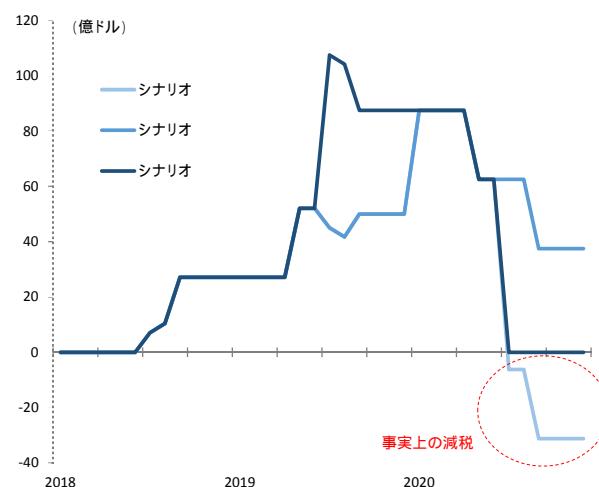
かかる想定の下、人民元については 2020 年半ばにかけて徐々に人民元高の方向へと水準を持ち直す展開をメインシナリオとみている。水準としては、2019 年後半は 6.80~7.00、2020 年前半は 6.50~6.90 程度で推移するとみている。基本的には、中国人民銀行による人民元相場の安定化措置を FRB の金融緩和への政策転換がサポートする格好である。

図表 1: 関税措置による米企業・家計の追加負担のイメージ



出所: 各種資料、みずほ銀行

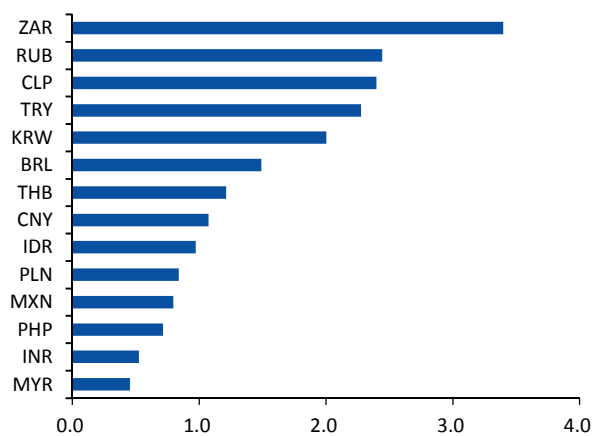
図表 2: 米企業・家計の関税負担の見通し



出所: 各種資料、みずほ銀行

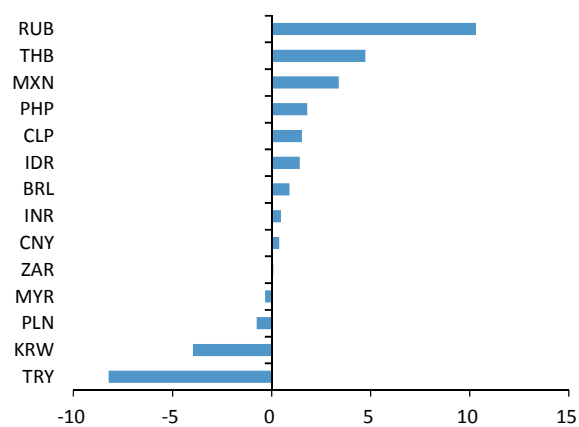
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



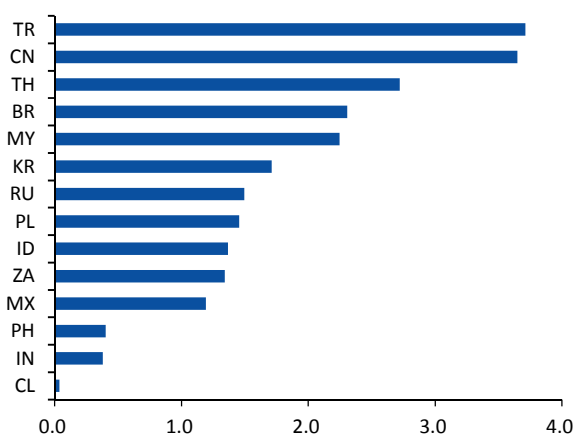
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



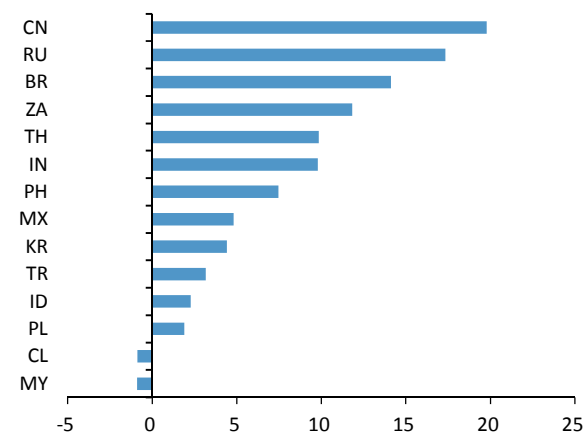
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



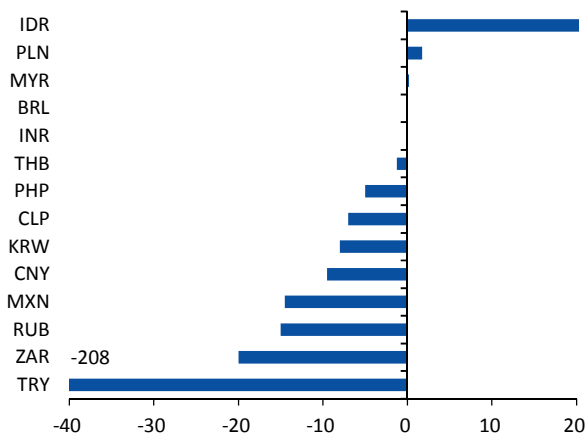
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



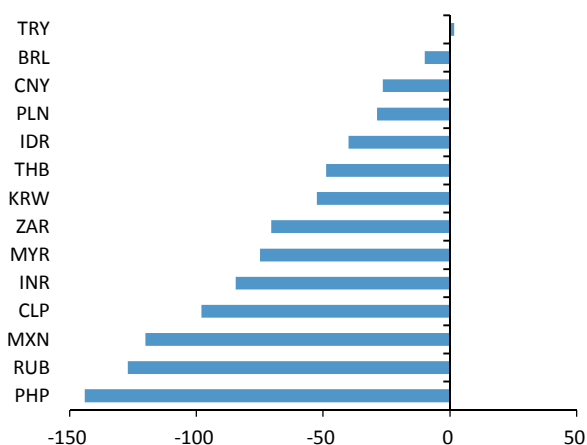
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

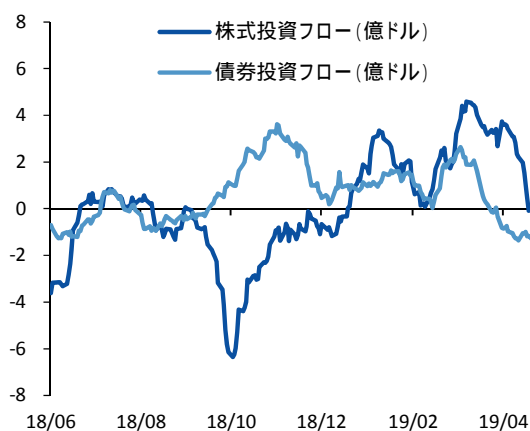
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

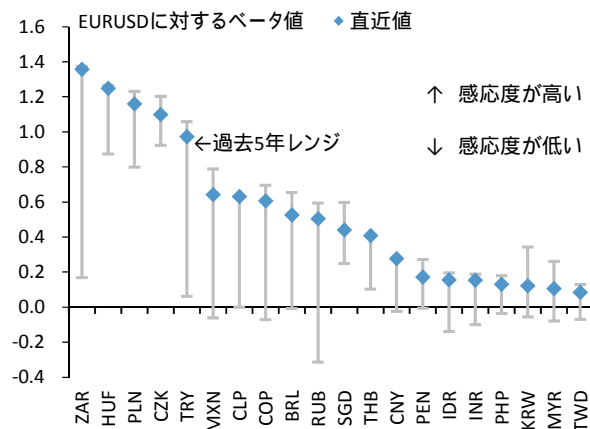
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



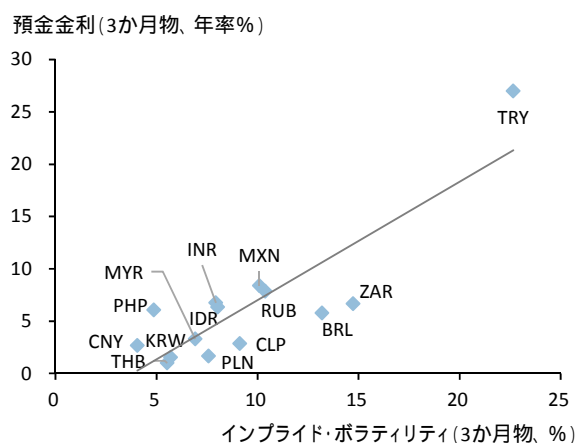
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



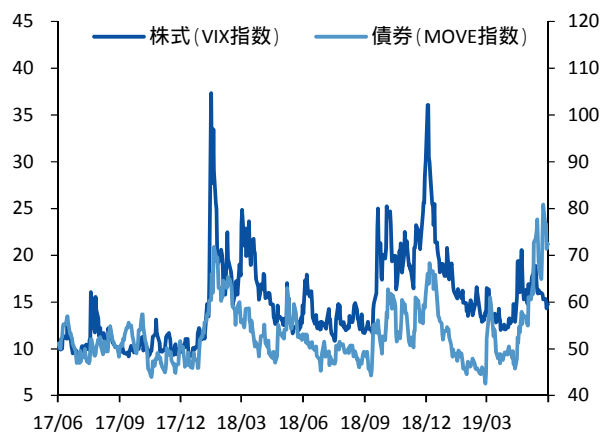
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



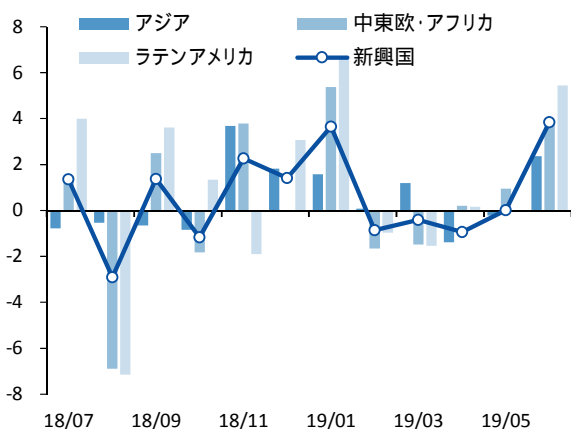
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



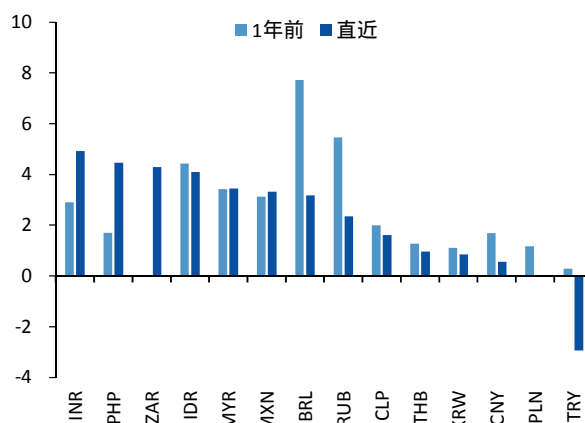
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
6月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(季調済/前月比)	5.5%	6.2%	-0.6%	-0.7%
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	4.6%	4.0%	6.6%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	\$928m	\$467m	--
20日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	0.4%	0.6%	--
20日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	-6.0%	-5.8%	-3.7%	--
20日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.25%	4.50%	4.50%	--
20日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ	6.00%	6.00%	6.00%	--
21日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$743m	--	-\$1457m	--
21日 (金)	フィリピン	海外在留労働者からの送金	\$2460m	\$2441m	\$2514m	--
24日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$1200m	--	-\$2502m	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.7%	--	0.8%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.0%	--
24-28日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-3.8%	--
25日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	86.9b	--
26日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	0.2%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
26日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.75%	--
27日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	75.0	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.1%	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1784m	--
中東欧・アフリカ						
6月18日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-2.2%	-4.0%	-2.2%	-2.0%
18日 (火)	ロシア	GDP(前年比)	0.5%	0.5%	0.5%	--
18日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.6%	0.9%	4.9%	4.6%
18日 (火)	ロシア	PPI 前年比	7.3%	8.6%	10.7%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.4%	4.5%	4.4%	--
20日 (木)	ロシア	実質賃金(前年比)	1.3%	2.8%	1.6%	--
20日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.3%	1.4%	1.2%	--
24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.3%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	6.5%	--
28日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.98b	--
28日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	24.0%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	-3.4b	--
28日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	32800m	--
ラテンアメリカ						
6月20日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
24日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.3%	--
24日 (月)	ブラジル	経常収支	\$500m	--	-\$62m	--
24日 (月)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$6957m	--
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	1.6%	--
26日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	3268b	--
27日 (木)	ブラジル	ブラジル FGVインフラIGPM(前年比)	--	--	7.6%	6.9%
27日 (木)	メキシコ	メキシコ 貿易収支	--	--	1370.2m	--
28日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	8.25%	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	54.2%	--

注: 2019 年 6 月 21 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 1～5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 ~ 6.9219	6.8506	6.90	6.85	6.80	6.78	6.75
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8132	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.349 ~ 71.825	69.436	70.8	69.5	68.5	68.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14528	14183	14300	14400	14200	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1196.67	1160.80	1190	1180	1170	1150	1130
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.2028	4.1458	4.25	4.18	4.12	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	51.617 ~ 53.025	51.510	52.8	53.0	53.2	53.0	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3837	1.3558	1.37	1.39	1.36	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 31.641	30.964	31.50	31.40	31.30	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	30.86	32.0	31.8	31.5	31.0	30.9
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23422	23305	23450	23600	23550	23400	23350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.5713 ~ 69.8032	62.8950	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.8934	14.3423	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.2457	5.7744	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 ~ 4.1208	3.8398	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.8279	18.9982	19.40	19.50	19.60	19.70	19.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.764	15.690	15.65	15.62	15.29	15.20	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	13.736	13.78	13.67	13.30	13.19	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.546	1.53	1.54	1.52	1.51	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.759	0.755	0.743	0.732	0.746	0.725
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ~ 9.970	9.245	9.08	9.07	8.89	8.96	8.85
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 27.507	25.886	25.41	25.60	25.24	25.25	24.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.092	2.05	2.02	1.95	1.94	1.89
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	79.16	78.83	76.98	76.47	76.87	75.19
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.466	3.43	3.41	3.32	3.31	3.24
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.477	3.38	3.36	3.30	3.32	3.24
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4606	0.46	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.758	1.706	1.66	1.60	1.51	1.51	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.483	7.66	7.33	6.93	6.96	6.90
トルコリラ	(TRY)	17.513 ~ 21.187	18.572	17.42	16.46	15.29	14.71	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.677 ~ 30.075	27.950	27.69	27.79	27.37	27.11	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.649	5.57	5.49	5.31	5.23	5.05

注:1.実績の欄は2019年5月31日まで。SPOTは6月21日の9時20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(6月3日発行)』および『中期為替相場見通し(5月31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。