2019 年 7 月 26 日

The Emerging Markets Weekly

世界景気は下振れ含み

新興国市場：先週末のアジア時間は、18 日のウィリアムズ NY 連銀総裁の発言を受けて 7 月 30～31 日の FOMC における積極的な利下げ観測が高まったことから新興国通貨は上昇した。しかし、NY 連銀が「ウィリアムズ総裁の発言は 7 月末の FOMC に関するものではない」と説明し、市場で 7 月 FOMC での 50bp 利下げ論が後退したためドルが上昇すると新興国通貨は軟調となった。週初 22 日、イラン精鋭部隊「イスラム革命防衛隊（IRCG）」が英船籍石油タンカーを拿捕したことを受けて原油価格が上昇。原油高はアジアの主要な石油輸入国通貨の重しとなった。23 日、トランプ米大統領と与野党の議会指導部は連邦政府の債務上限枠の引き上げと、2 年間で歳出を 3,200 億ドル増やす予算の大枠で合意したことがドルのサポート要因となり、新興国通貨の大半は軟調となった。また、IMF が中南米経済見通しを大幅に引き下げたことを受けて、BRL と MXN は下落した。24 日は米通商代表部（USTR）のライトハイザー代表ら米政府高官が 29 日に上海を訪問し、中国側の高官らと対面で通商協議を行うとの報道があったものの、アジア通貨は 25 日の ECB 政策理事会と 30～31 日の FOMC を前に動意の薄い展開。一方、中南米市場は米中通商交渉を巡る楽観論の拡がりを好感し上昇した。25 日のアジア時間は ECB 理事会を控え小幅な値動き。ECB 理事会では政策の現状維持が決定されたが、新興国通貨への影響は限定的。トルコ中央銀行（CBRT）は金融政策委員会で市場予想を大幅に上回る 425bp の利下げを決定した。TRY は利下げ発表直後に一時大幅に値を下げる場面も見られたが、その後はもとの水準に戻した。米大手格付け会社は、南アフリカの国営電力会社に政府が追加の金融支援を提案したことについて、国の信用力にネガティブに働くとの見方を示したことを受け、ZAR は前日比▲1.4%下落した。

アジア：25 日に発表された韓国 4～6 月期実質 GDP 成長率は前期比+1.1%と 1～3 月期（同▲0.4%）からプラスに転じ、市場予想（同+0.9%）を上回る結果となった。内訳をみると政府支出と輸出の回復が GDP 全体を押し上げた。

中東欧・アフリカ：CBRT は 25 日に金融政策委員会を開催し、政策金利である 1 週間物レポレートを 425bp 引き下げ 19.75%にすることを決定した。市場では 250bp の利下げが予想されていたがそれを大幅に上回る引き下げとなった。CBRT が利下げするのは 2014 年 5 月以来である。今会合はチェティンカヤ前総裁が更迭され、ウイサル新総裁になってから初めての会合となり、景気浮揚を狙うエルドアン大統領に配慮した格好となった。前任のチェティンカヤ総裁はエルドアン大統領による利下げ要求を拒み続けたため更迭されている。今回の大幅な利下げを受け、中銀の独立性への信頼はさらに揺らぐと予想される。

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

世界景気は下振れ含み

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 23 日、最新の世界経済見通し（WEO）を公表した。タイトルは「低迷を続ける世界経済（Still Sluggish Global Growth）」。前回 4 月公表時の「減速する経済成長、再加速は不確実（Growth Slowdown, Precarious Recovery）」から世界景気の先行きについて依然として好材料に乏しいことを印象付けた。

世界の実質 GDP 成長率見通しについては、2019 年が前年比+3.2%、2020 年は同+3.5%と、4 月時点の見通し（それぞれ同+3.3%と同+3.6%）から小幅に下方修正された（図表 1、2）。4 月の時点で比較的大きな成長率見通しの下方修正が行われていたが、2019 年の成長減速や懸念材料（貿易摩擦、IT サプライチェーン、地政学リスク）の高まり等が考慮され、追加の修正が入った格好だ。IMF は各国における政策面での失敗（missteps）に言及しており、貿易摩擦や経済政策の先行き不透明感が消費支出や投資を抑制し、貿易取引の減速を引き起こしているようだ（図表 3）。

地域別には、先進国にやや改善がみられたものの、新興国･途上国でそれを上回る下方修正が行われた。個別には、中国では関税と外需低迷の影響、インドは期待を下回る内需の見通しに懸念が示された。ロシアは足許にかけての低成長が反映され、南アフリカは足許にかけての低成長とその長期化が反映された。ブラジルは年金改革の不透明感、メキシコは経済運営や借入コスト上昇等の影響が考慮され、特に 2019 年の成長率見通しの下方修正幅が大きくなった。

なお、上述の見通しには一段の下振れリスクも残る。世界の成長率は 2020 年に好転する見通しだが、①金融環境が景気にポジティブな状況が続く、②ユーロ圏等で一時的なマイナス要因解消が続く、③ストレス下にある新興国の安定化、④イランやベネズエラ情勢のさらなる混乱の回避、が前提となっている。成長率の 2020 年の改善分の 7 割近くは、ストレスを抱える国々の安定化と回復で説明できるという。これはやや楽観的過ぎるように思える。

実際、IMF はリスクの方向感を下振れ優勢とみている。貿易問題のほか債務問題に代表される低金利時代に蓄積した金融面での脆弱性は燻っており、米中対立や米国による自動車関税、英国の EU 離脱等を巡っては、2019 年後半にもさらなる悪化も予想されるなかでは妥当な評価だろう。上述の前提は脆い。

一方で、世界的な金融緩和の動きは今後さらに進展し、各国景気を下支えしていくと期待される。米国は金融政策の正常化を停止、緩和に舵を切る姿勢をみせており、7 月 30～31 日開催の FOMC において利下げが行われよう。この姿勢変化により、米金融政策を背景とする世界の資本コスト上昇圧力のほか、新興国･途上国からの資金流出や通貨下落の圧力また和らぐことになる。インフレが抑制されており（図表 4、5）、新興国･途上国の金融政策の柔軟性は一層改善されるそうだ。

こうしたなか、すでに金融緩和に動いた国も少なくない。インドは 2019 年に入り 3 回の利下げを実施、5 月にはマレーシアやフィリピン、6 月にはロシアが追随した。7 月は韓国、インドネシア、南アフリカ、トルコがこの動きに加わった（図表 6）。また、先進国でも 6 月と 7 月にオーストラリアが追加利下げを実施、日本とユーロ圏も米国の動向を窺いながら追加緩和策を模索している。

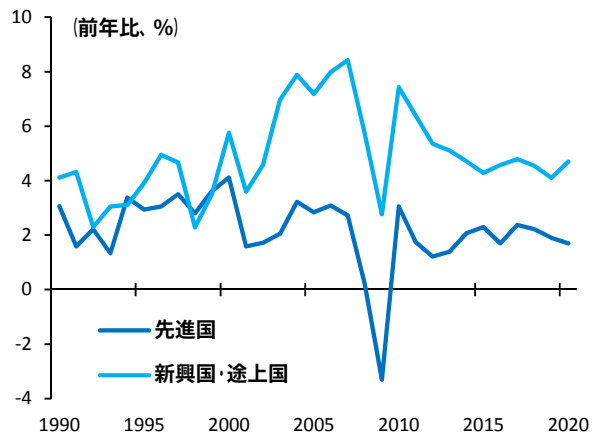
上述の通り、先行きの世界の成長率には下振れリスクが優勢の状況下、金融政策とともに、財政政策や規制緩和、外資誘致等を通じた追加景気対策が打ち出されてくるかにも注目したい。外部の下振れ要因をどれだけ内需によってカバーできるかが問われよう。米国の金融政策スタンスの変化を織り込む格好で、ドルはピークアウトしつつある。新興国・途上国の通貨については、引き続き景気下支えのための政策余地からの選別が進むと考える。

図表 1：各国の実質 GDP 成長率、世界貿易額、原油価格の見通し

(前年比、%)	実質GDP成長率見通し			4月時点見通しとの比較	
	2018	2019 (予)	2020 (予)	2019	2020
世界	3.6	3.2	3.5	-0.1	-0.1
先進国	2.2	1.9	1.7	0.1	0.0
米国	2.9	2.6	1.0	0.3	0.0
ユーロ圏	1.9	1.3	1.6	0.0	0.1
ドイツ	1.4	0.7	1.7	-0.1	0.3
日本	0.8	0.9	0.4	-0.1	-0.1
新興国・途上国	4.5	4.1	4.7	-0.3	-0.1
ロシア	2.3	1.2	1.9	-0.4	0.2
中国	6.6	6.2	6.0	-0.1	-0.1
インド	6.8	7.0	7.2	-0.3	-0.3
ASEAN5	5.2	5.0	5.1	-0.1	-0.1
ブラジル	1.1	0.8	2.4	-1.3	-0.1
メキシコ	2.0	0.9	1.9	-0.7	0.0
南アフリカ	0.8	0.7	1.1	-0.5	-0.4
世界の貿易額	3.7	2.5	3.7	-0.5	-0.4
先進国	3.1	2.2	3.1	-0.6	0.0
新興国・途上国	4.7	2.9	4.8	-1.4	-0.3
原油価格	29.4	-4.1	-2.5	9.3	-2.3

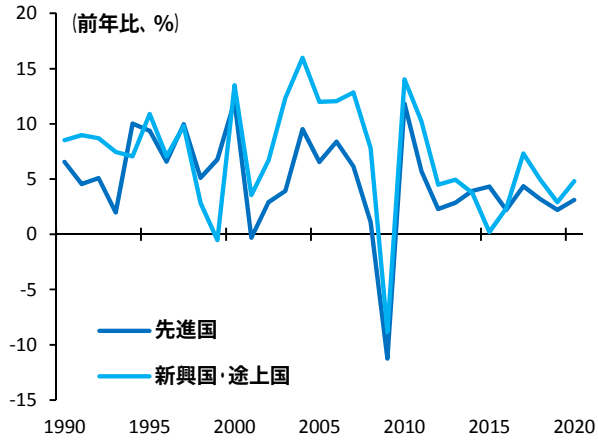
(注)：ASEAN5 とは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム
出所：IMF、みずほ銀行

図表 2：実質 GDP 成長率



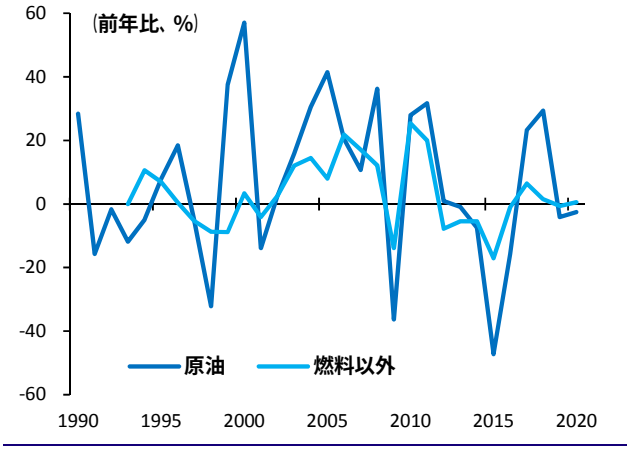
出所：IMF、みずほ銀行

図表 3：世界の貿易額 (財・サービス)



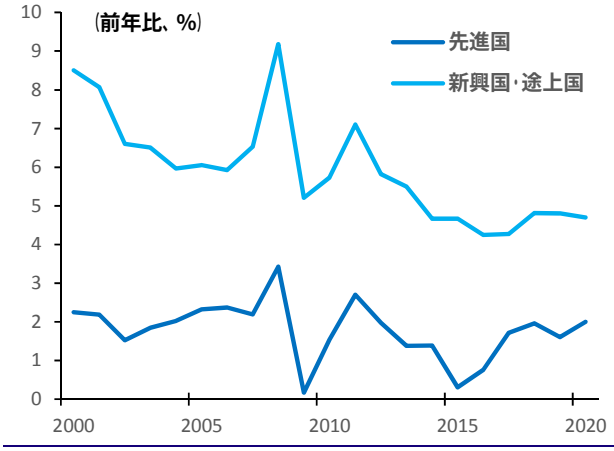
出所：IMF、みずほ銀行

図表 4：一次産品価格



出所：IMF、みずほ銀行

図表 5：消費者物価



出所：IMF、みずほ銀行

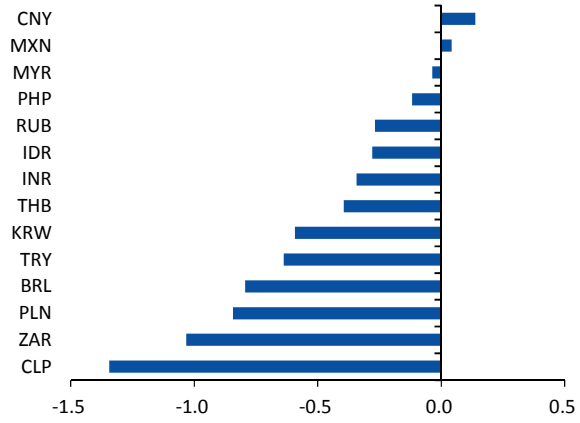
図表 6：金融政策スタンスと政策金利 (2019 年 7 月 25 日時点)

		現在 (%)	政策転換期		最近の政策変更		直近の政策動向	
			日付	水準 (%)	日付	変更幅	日付	決定事項
先進国								
米国	FFレート誘導目標	2.25-2.50	引き締め： 2015/12/17	0.25 - 0.50	2018/12/19	+25bp	2019/6/19	現状維持
日本	無担保コール翌日物金利	0.10	緩和： 2008/10/30	0.50	2010/10/5	0-10bp	2019/6/20	現状維持
ユーロ圏	主要リファイナンスオペ金利	0.00	緩和： 2011/11/3	1.50	2016/3/10	-5bp	2019/7/25	現状維持
英国	バンク・レート	0.75	引き締め： 2017/11/2	0.25	2018/8/2	+25bp	2019/6/20	現状維持
豪州	キャッシュ・レート	1.00	緩和： 2011/11/1	4.75	2019/7/2	-25bp	2019/7/2	-25bp
カナダ	翌日物金利	1.75	引き締め： 2017/7/12	0.50	2018/10/24	+25bp	2019/5/29	現状維持
エマージングアジア								
中国	1年物貸出基準金利	4.35	緩和： 2012/6/8	6.31	2015/10/23	-25bp	2015/10/23	-25bp
香港	基準貸出金利	2.75	引き締め： 2015/12/17	0.50	2018/12/20	+25bp	2018/12/20	+25bp
インド	翌日物レポ金利	5.75	緩和： 2019/2/7	6.50	2019/6/6	-25bp	2019/6/6	-25bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.75	緩和： 2019/7/18	6.00	2019/7/18	-25bp	2019/7/18	-25bp
韓国	7日物レポ金利	1.50	緩和： 2019/7/18	1.75	2019/7/18	-25bp	2019/7/18	-25bp
マレーシア	翌日物金利	3.00	緩和： 2019/5/7	3.25	2019/5/7	-25bp	2019/7/9	現状維持
フィリピン	翌日物金利	4.50	緩和： 2019/5/9	4.75	2019/5/9	-25bp	2019/6/20	現状維持
台湾	再割引金利 (公定歩合)	1.375	緩和： 2015/9/24	1.875	2016/3/23	-12.5bp	2019/6/20	現状維持
タイ	翌日物レポ金利	1.75	引き締め： 2018/12/19	1.50	2018/12/19	+25bp	2019/6/26	現状維持
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	緩和： 2012/3/12	15.00	2017/7/7	-25bp	2017/7/7	-25bp
中東欧・アフリカ								
ロシア	1週間物レポ金利	7.50	緩和： 2019/6/14	7.75	2019/6/14	-25bp	2019/6/14	-25bp
南アフリカ	レポ金利	6.75	緩和： 2019/7/18	6.75	2019/7/18	-25bp	2019/7/18	-25bp
トルコ	1週間物レポ金利	19.75	緩和： 2019/7/25	24.00	2019/7/25	-425bp	2019/7/25	-425bp
ラテンアメリカ								
ブラジル	SELIC金利	6.50	緩和： 2016/10/20	14.00	2018/3/20	-25bp	2019/6/19	現状維持
メキシコ	翌日物金利	8.25	引き締め： 2015/12/18	4.50	2018/12/20	+25bp	2019/6/27	現状維持

(注) インドネシア中銀は 2016 年 8 月 19 日に政策金利を BI レートから 7 日物リバースレポレートに変更
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

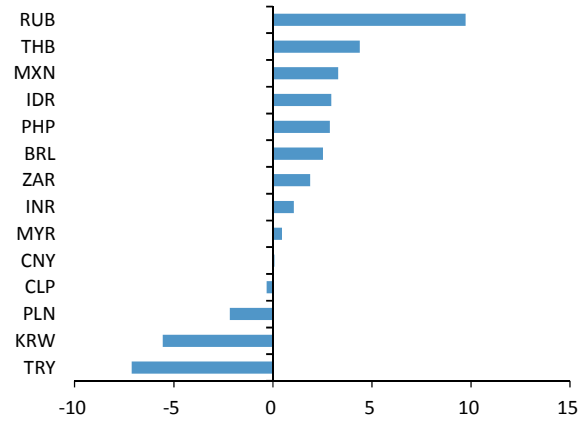
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



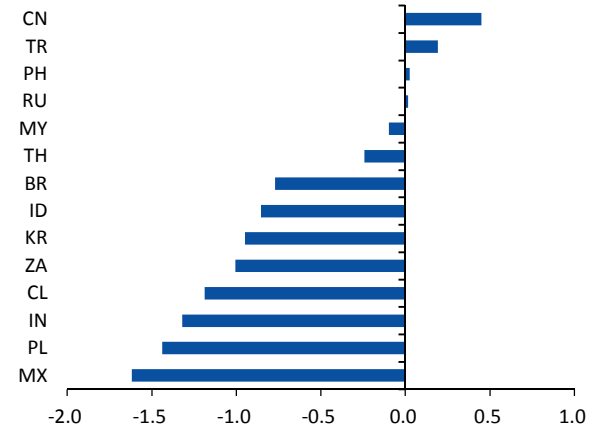
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



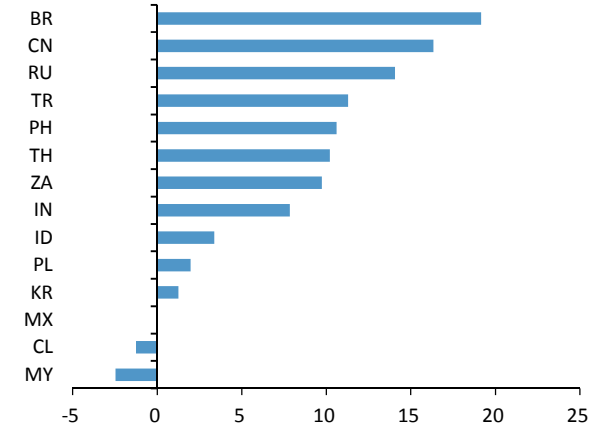
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



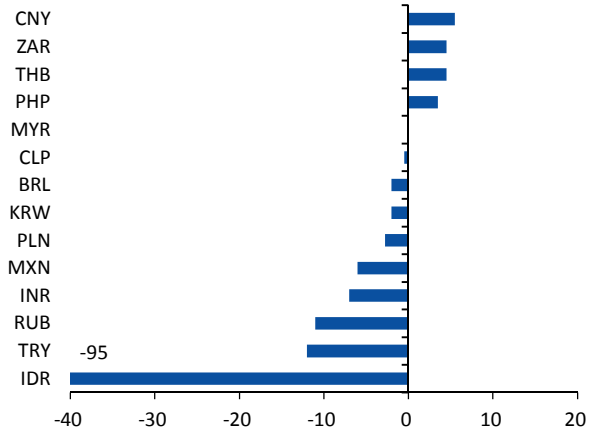
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



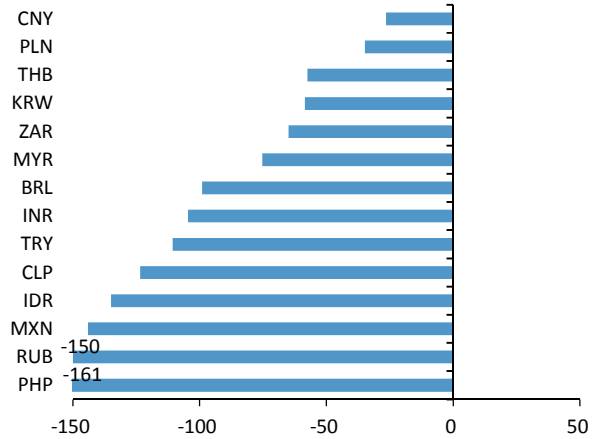
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

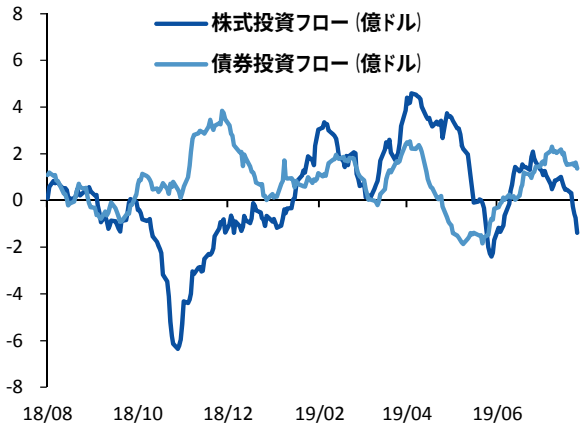
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

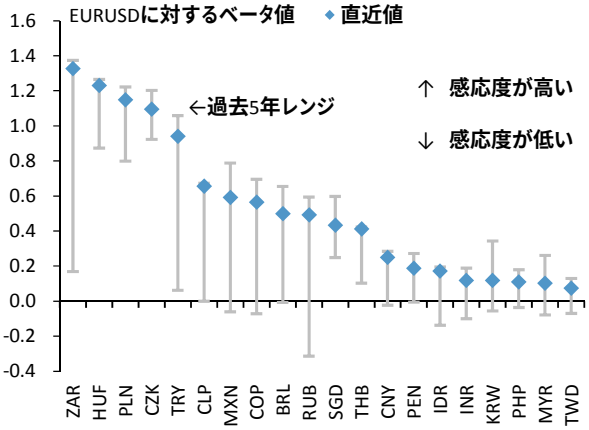
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



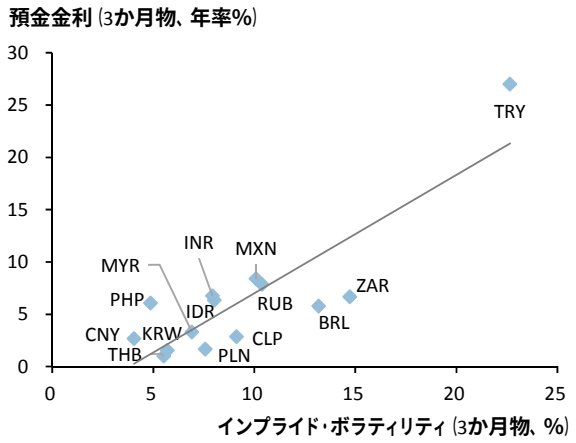
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



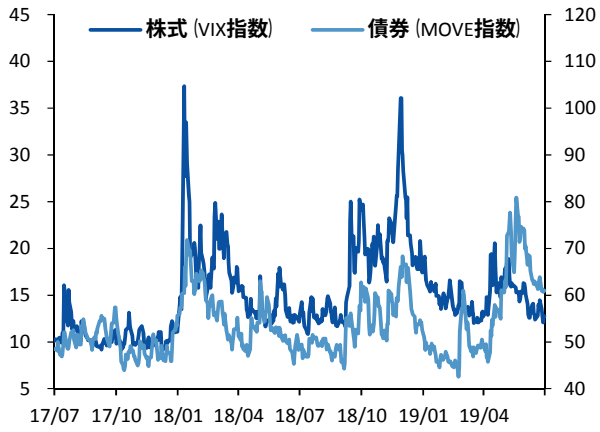
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



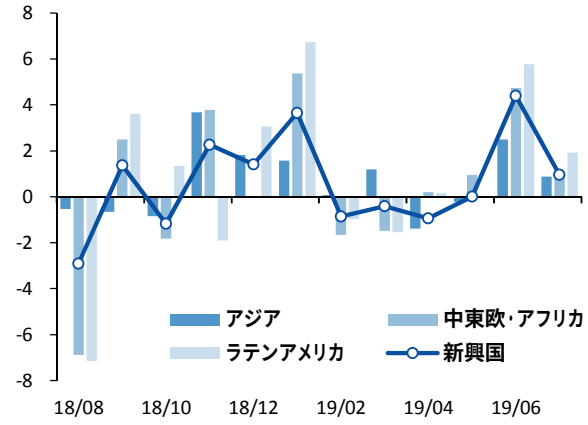
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



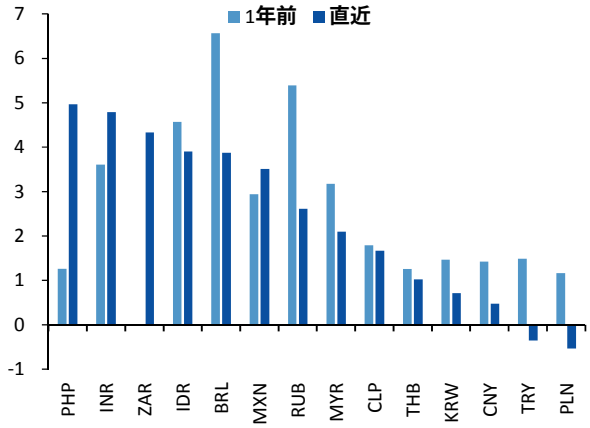
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月22日 (月)	タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	$841m	$3212m	$182m	--
22日 (月)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	-41.8b	2.6b	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	0.8%	0.6%	0.9%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	-0.4%	-3.1%	-2.6%
24日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	1.5%	0.2%	--
25日 (木)	韓国	GDP(前年比)	1.9%	2.1%	1.7%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-8.5%	--	-2.4%	--
29-8月2日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	2.7%	--
2日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.2%	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	49.7	--	49.4	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	54.0	--	54.2	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-$376m	--
31日 (水)	台湾	GDP(前年比)	1.8%	--	1.7%	--
8月1日 (木)	韓国	CPI(前年比)	--	--	0.7%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	$4168m	$3995m
1日 (木)	台湾	ﾏｰｸｲｯﾄ台湾PMI製造業	--	--	45.5	--
1日 (木)	韓国	ﾏｰｸｲｯﾄ韓国PMI製造業	--	--	47.5	--
1日 (木)	インドネシア	ﾏｰｸｲｯﾄ･ｲﾝﾄﾞﾈｼｱPMI製造業	--	--	50.6	--
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.7	--	49.4	--
1日 (木)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.9%	--
1日 (木)	インド	ﾏｰｸｲｯﾄ･ｲﾝﾄﾞPMI製造業	--	--	52.1	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.3%	--
2日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	9.08b	--
中東欧・アフリカ						
7月24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.4%	4.5%	4.5%	--
25日 (木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	98.3	102.5	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.8%	5.8%	6.4%	--
25日 (木)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	21.50%	19.75%	24.00%	--
26日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.50%	--
31日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-1.84b	-1.84b
31日 (水)	南ア	貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	--	--	1.7b	--
8月1日 (木)	ロシア	ﾏｰｸｲｯﾄ･ﾛｼｱ製造業PMI	--	--	48.6	--
1日 (木)	トルコ	ﾏｰｸｲｯﾄ/ISOﾄﾙｺ製造業PMI	--	--	47.9	--
1日 (木)	南ア	ABSA製造業PMI	--	--	46.2	--
ラテンアメリカ						
7月23日 (火)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前月比)	0.1%	0.1%	0.1%	--
25日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.4%	2.8%	1.6%	--
25日 (木)	ブラジル	経常収支	-$1500m	-$2914m	$662m	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	398.0m	--	1030.7m	--
29日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	54.7%	--
30日 (火)	ブラジル	FGVｲﾝﾌﾚIGPM(前年比)	--	--	6.5%	--
31日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	1.2%	--
31-8月1日	ブラジル	SELICﾚｰﾄ	6.25%	--	6.50%	--
8月1日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.1%	--
1-6日	ブラジル	自動車販売台数(ﾌﾞﾗｼﾞﾙ自動車工業会)	--	--	223,198	223,198
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	$5019m	--

注：2019 年 7 月 26 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 1～6月（実績）			SPOT	2019年 9月	12月	2020年 3月	6月	9月
対ドル										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	6.6546	～	6.9383	6.8724	6.90	6.85	6.80	6.75	6.75
香港ドル	(HKD)	7.8025	～	7.8500	7.8164	7.83	7.82	7.81	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	68.349	～	71.825	69.041	69.0	69.8	68.0	68.5	66.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895	～	14528	13977	14150	14350	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68	～	1196.67	1181.43	1180	1160	1140	1120	1100
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0545	～	4.2028	4.1143	4.12	4.16	4.08	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	51.175	～	53.025	51.131	51.0	52.6	53.0	52.3	52.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443	～	1.3837	1.3674	1.35	1.37	1.36	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526	～	31.641	31.077	31.25	31.00	30.75	30.50	30.25
タイバーツ	(THB)	30.62	～	32.51	30.98	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175	～	23422	23210	23300	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990	～	69.8032	63.2208	65.00	67.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362	～	15.1726	14.0899	14.10	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621	～	6.2457	5.7037	6.20	6.50	6.80	6.60	6.90
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376	～	4.1208	3.7794	3.85	3.80	3.77	3.75	3.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7480	～	19.8799	19.0278	19.50	19.40	19.30	19.20	19.30
対円										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	15.512	～	16.764	15.796	15.36	15.04	15.00	14.81	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398	～	14.332	13.901	13.54	13.17	13.06	12.82	12.82
インドルピー	(INR)	1.497	～	1.631	1.574	1.54	1.48	1.50	1.46	1.52
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726	～	0.800	0.778	0.749	0.718	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	9.047	～	9.970	9.180	8.98	8.88	8.95	8.93	9.09
マレーシアリンギ	(MYR)	25.768	～	27.507	26.253	25.73	24.76	25.00	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.024	～	2.168	2.114	2.08	1.96	1.92	1.91	1.90
シンガポールドル	(SGD)	76.71	～	82.87	79.46	78.52	75.18	75.00	74.63	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.410	～	3.641	3.496	3.39	3.32	3.32	3.28	3.31
タイバーツ	(THB)	3.260	～	3.569	3.508	3.42	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4530	～	0.4839	0.4682	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	1.518	～	1.758	1.719	1.63	1.54	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	7.088	～	8.243	7.711	7.52	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	17.513	～	21.187	19.041	17.10	15.85	15.00	15.15	14.49
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	26.677	～	30.075	28.751	27.53	27.11	27.06	26.67	26.32
メキシコペソ	(MXN)	5.348	～	5.977	5.710	5.44	5.31	5.28	5.21	5.18

注：1.実績の欄は 2019 年 6 月 28 日まで。SPOT は 7 月 26 日の 8 時 15 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（7 月 2 日発刊）』および『中期為替相場見通し（6 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。