

2019 年 8 月 2 日

The Emerging Markets Weekly

短期的な調整売りを警戒

新興国市場:先週末、25 日に開催された ECB 政策理事会で政策金利は据え置きとなったが、フォワードガイダンスが下方修正され、利下げが示唆されたことから EUR が弱含み、ドルが買われたため、新興国通貨の大半は軟調となった。ZAR は大手格付け会社が南アフリカの信用格付け見通しを、安定的からネガティブに引き下げたことを受け、前日比▲1.5%下落した。週初 29 日は 26 日に発表された米 4~6 月期 GDP が市場予想を上回ったことを背景に大半の新興国通貨は売り優勢となった。一方、TRY は 25 日にトルコ中央銀行 (CBRT) が大幅な利下げを実施したにもかかわらず引き続き堅調となり、ZAR も週末の下落から反発をみせた。30 日、米中通商協議に関心が集まる中、翌日に FOMC を控えアジア通貨は小幅な値動きにとどまった。トルコのアルバイラク財務相は CBRT が利下げサイクルに突入したと述べたが、TRY は前日に引き続き上昇した。31 日、アジア時間は FOMC を控え大半はレンジ内での取引となった。注目の FOMC では市場予想通り政策金利を 25bp 引き下げ、米国債など保有資産の縮小も早期に終了させるとした。しかし、パウエル FRB 議長は記者会見で、「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と述べ、今回の利下げは景気循環途上での調整 (Mid-Cycle Adjustment) に過ぎないと強調した。これを受けてドルは買われ、新興国通貨は下押された。8 月 1 日、前日の FOMC でのパウエル議長の発言を受けて、追加利下げへの期待が後退したことに加え、米中貿易通商会議が 31 日に予定を早めて終了し、進展はほぼなかったとみられ交渉が長期化するとの見通しも新興国通貨の重しとなった。特に ZAR と RUB は FOMC の影響を大きく受け下げ幅を拡大した。

ラテンアメリカ: 31 日に発表されたメキシコ 4~6 月期実質 GDP は前期比 +0.1%と 1~3 月期 (同▲0.2%) から改善し、テクニカルリセッション (2 期連続のマイナス成長) 入りは免れたが依然として景気は弱い。しかし、ロペスオブラドル大統領は定例記者会見で「素晴らしいニュースだ。メキシコ経済は順調に成長している」と述べ、現状では今年の年間成長率の目標は +2% を維持するとの考えを示した。ブラジル中央銀行 (BCB) は 31 日に金融政策委員会 (COPOM) を開催し、政策金利を市場予想の 25bp を上回る 50bp 引き下げ、過去最低の 6.00% とすることを決定した。利下げの理由としてインフレの抑制や主要国での金融緩和を挙げた。インフレが抑制される見通しを考慮すれば、一層の利下げがありうることも示唆した。

市場営業部

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

短期的な調整売りを警戒

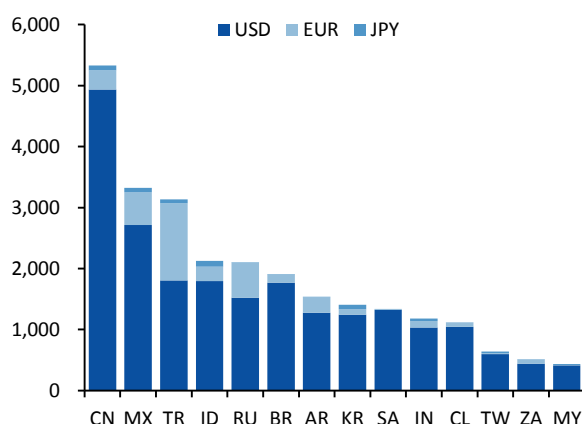
マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

ECB は 7 月 25 日の政策理事会で、3 つの政策金利(主要リファイナンスオペ金利、限界貸出金利、預金ファシリティ金利)を据え置く一方で、フォワードガイダンスを微修正した。6 月の理事会では 2020 年の前半までは「現状の」政策金利を維持するという内容であったが、今回は 2020 年前半というカレンダーはそのままに、政策金利が「現在の水準より低い水準にとどまる」とし、利下げの選択肢があることを明示した。その上で、次の行動に関し「専門委員会に作業を指示する」と定番のシグナルを明記し、9 月に大規模な緩和策を発表する可能性を示唆した。

日本銀行は 7 月 29～30 日の金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。一部では「当分の間、少なくとも 2020 年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持する」としている金利に係るフォワードガイダンスを延長するという見方もあったが修正は見送られた。FRB の利下げが見込まれる中でも為替が安定して推移していたことから、貴重なカードは温存した格好である。他方、「海外経済の動向を中心に経済・物価の下振れリスクが大きいもとで、先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」としており、黒田日銀総裁は会見で「従来より金融緩和にかなり前向きになった」と説明している。後述するように FRB が 9 月も利下げに踏み切る可能性は後退した印象だが、FRB や ECB が追加緩和を決定し、円高圧力が高まった場合には、日銀もその対応に当たることになりそうだ。

最注目 of FRB については、7 月 30～31 日に開催した FOMC で FF 金利誘導目標を 25bp 引き下げ 2.00～2.25% にすることを決定。また、バランスシートの縮小を従来計画より 2 か月前倒しで 8 月 1 日に終了すると発表した。FRB の利下げは 2008 年以来 10 年半ぶりであり、利下げが正当化される理由として「経済見通しに対する世界動向の影響や弱いインフレ圧力」を挙げている。ただし、労働市場が力強く推移し、経済活動が引き続き緩やかなペースで拡大している中、一部で期待されていた 50bp ではなく 25bp の利下げにとどめた。また、利下げは 8 対 2 で決定しており、ジョージ・カンザスシティ連銀総裁とローゼングレン・ボストン連銀総裁は金利据え置きを主張し反対票を投じている。パウエル FRB 議長は記者会見で「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と述べ、あくまで「保険的な利下げ」であることを示唆したが、金融市場はこれに大きく反応し、株価は大幅安となり、為替はドル高となっている。もっとも、パウエル議長が「タカ派的利下げ(a hawkish rate cut)」を主張しようとも、おそらく利下げはまだ続かざるを得ず、少なくとも今回のワンショットで終わることはないだろう。

図表 1: 非銀行部門向け国際与信(億ドル)



出所: 国際決済銀行(BIS)、みずほ銀行

図表 2: 名目実効ドル相場とISM 製造業景気指数



注: 名目実効ドル相場は6か月先行させて表示。

出所: 米ISM、FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

みずほマーケット・トピック¹でも議論したように、近年の国際決済銀行(BIS)の報告書などでは「米国以外で膨張したドル建て与信」がテーマになっているが、非銀行部門向け国際与信を通貨別に見てみると、ドル建てが一段と支配的な通貨となっている。特に、新興国のドル建て借入の伸びはとりわけ大きい。主要な新興国における非銀行部門向けの外貨建て借入残高をみると、2018年末時点で中国は5,331億ドルであり、そのうち92.6%の4,935億ドルがドル建てである(図表1)。トルコやロシアなどは欧州経済との結びつきの強さなどからユーロ建て借入の割合が高くなっているが、それでも半分以上はドル建てだ。したがって、ハードカレンシー(主要通貨)による資金調達に依存している新興国にとって、資本コストを考える上ではユーロや円よりも、ドルの金利と水準(為替レート)が極めて重要となる。具体的には、ドル金利やドルが上昇すればドル建て債務に依存する新興国は苦境に陥るが、ドル金利やドルが軟化すれば新興国は復調するという関係が生じている。ドルは世界の基軸通貨であり、FRBの金融政策の変更は世界各国に波及することになる。

FRBが負う「最大限の雇用と物価安定」という2つの責務(デュアル・マンドレート)は米国に対するものであり、世界に対するものではない。しかしながら、上述したように米国の金融政策は世界各国へ波及し、国外で成長が弱含めば、貿易や金融を通じていずれは米国にも跳ね返ってくることになるため、現実問題として、FRBは金融政策の決定に際して海外情勢も考慮せざるを得なくなっている。米国の輸出需要とインフレの下支えのためには、ドルが軟化し、新興国を中心に景気が回復することで世界経済が持ち直し、世界経済のスラックが縮小する必要があると考えられる。実際、ISM製造業景気指数とドル相場は半年程度のラグをもって連動しており、ドル安による直接的な価格要因だけでなく、世界経済の回復に伴う所得要因の影響も現れているとみられる(図表2)。

¹ 2018年10月12日付みずほマーケット・トピック「週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク〜ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか〜)」をご参照下さい。

国際通貨基金 (IMF) による最新の対外セクター報告書 (External Sector Report, ESR) によれば、2018 年平均の実質実効為替レート (REER) で見た場合、ドル相場は 6~12% の過大評価であるとされる。7 月 FOMC での決定とパウエル議長の記者会見は、直後の反応を見る限りは市場の期待に届いておらず、今後ドルが反発ないし横ばいで推移すれば、ドルの過大評価の是正はこれ以上進まない状態が続く可能性がある。この場合、世界経済の成長やインフレには引き続き下押し圧力がかかることになるだろう。もっとも、ドルと株価の間にはトレードオフがあり、ドル高に対して株式市場はネガティブな反応を示す。FRB の金融政策が利上げから利下げへと急旋回した背景に株安の影響があった疑いは強く、株式市場の下落が続けば FRB はハト派的な対応をせざるを得ず、利下げはまだ続き、ドル相場も軟化すると見ておいた方が良さそう。

世界の債券市場を見渡すと、マイナス利回りの債券が記録的な規模に増加しており、その残高は 14 兆ドルと 1 年間で倍増した (図表 3)。プラスの利回りを確保できる資産の相対的魅力度は増しており、利回りを求めるマネーは高利回りの先進国債券や新興国債券へと向かっている。金融政策の正常化を進めてきた FRB が利下げ路線に戻ろうとする中で、年初から新興国市場には資金が流入し、新興国通貨も下支えされてきたが、こうした流れは今後も継続するとみられる。

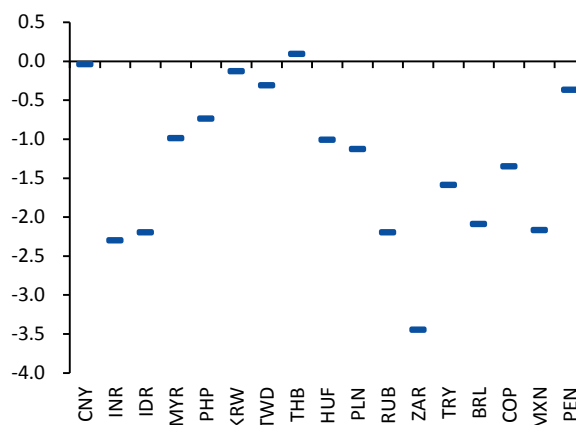
ただし、7 月 FOMC を受けて 9 月の追加利下げ観測が後退しているほか、利下げが 1 回で終わる可能性があるとの見方も強まるなど、短期的には市場の過剰な期待が修正される調整局面となるかもしれない。また、8 月は多くの海外投資家が夏季休暇に入り、国内投資家もお盆休みに入るなど市場参加者が極端に少なく、いわゆる「夏枯れ相場」となる。この時期は株式市場が軟調となりやすく、MSCI 新興国株価指数も下落する傾向がある。株安地合いもあつてか、為替市場では高金利通貨が売られやすい季節性が認められる (図表 4)。アジアでは INR や IDR、中東欧アフリカでは RUB、TRY、ZAR、中南米では BRL や MXN などの下落率が大きくなっているが、これらの通貨は昨年売り込まれた反動で今年は相対的に買われてきたこともあつて、8 月の調整には警戒したい。

図表 3: マイナス利回りの債券残高 (兆ドル)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 8 月の平均騰落率 (2010 年以降、対ドル、%)

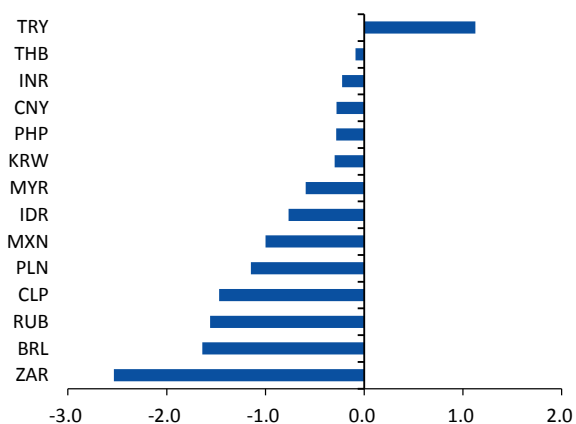


注: 2010~2018 年の騰落率を単純平均で、TRY のみ 2010~2017 年の平均。TRY はトルコショックの影響で 2018 年は 33.1% 下落したため計算から除いた。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

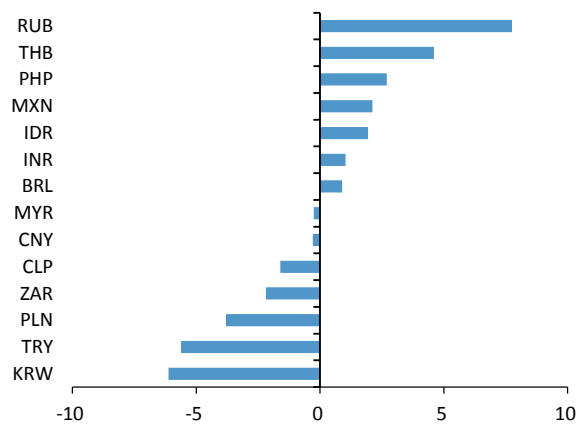
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



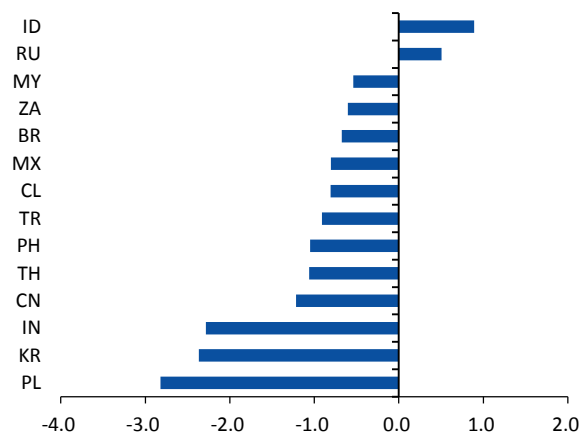
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



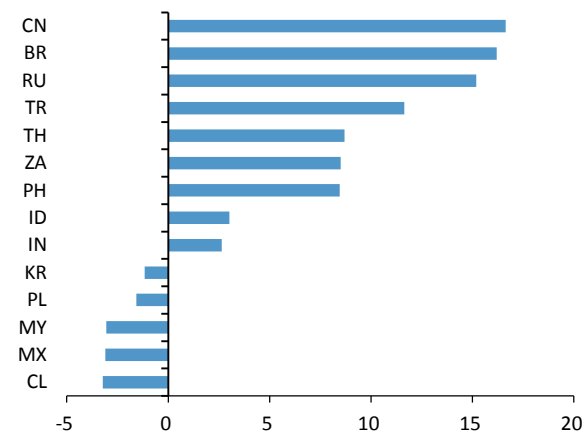
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



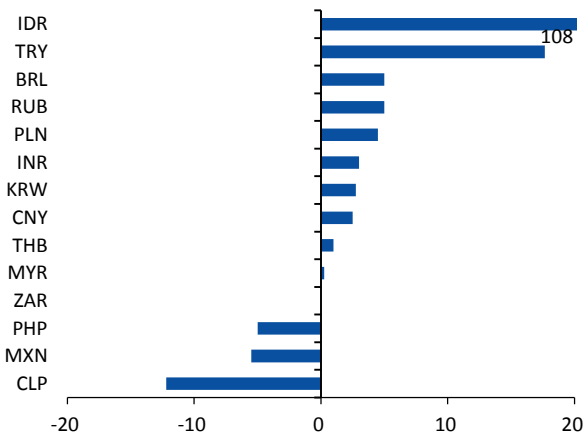
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



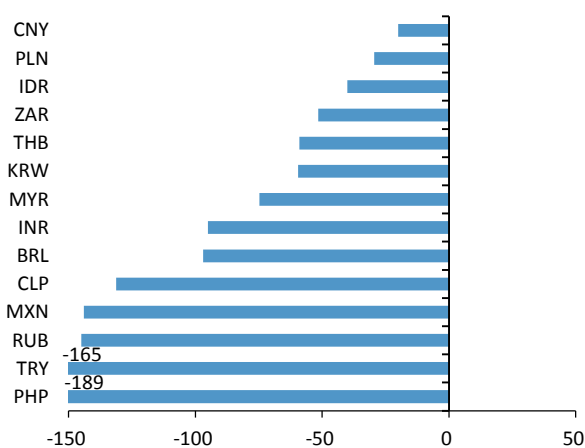
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

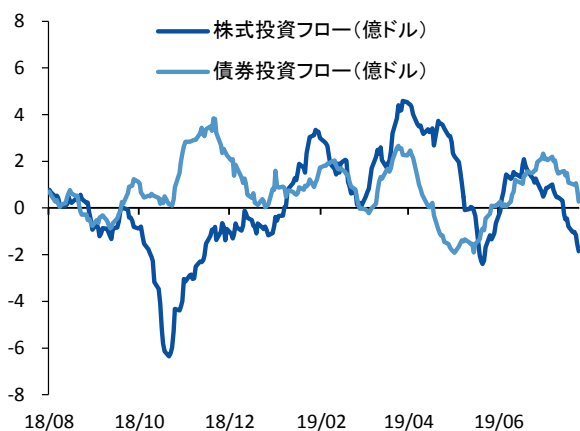
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

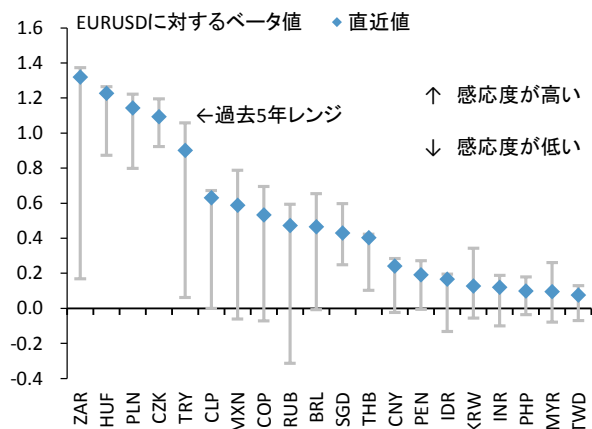
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



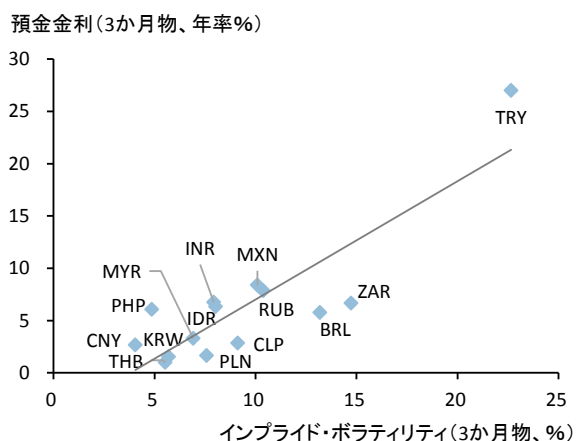
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



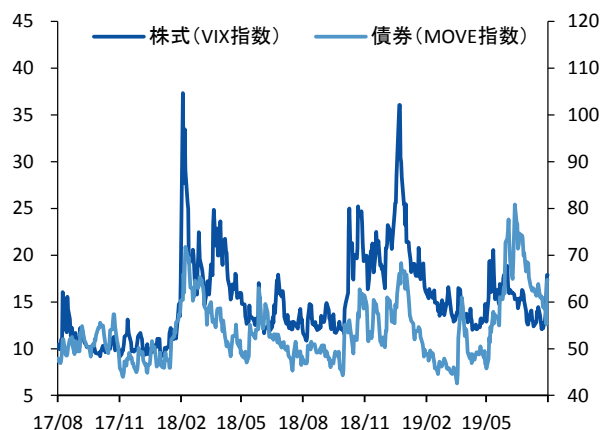
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



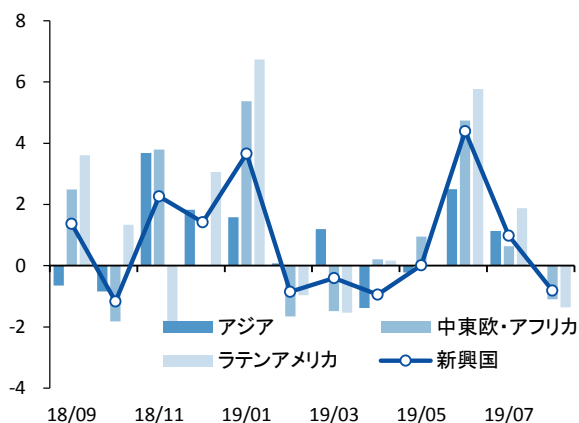
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



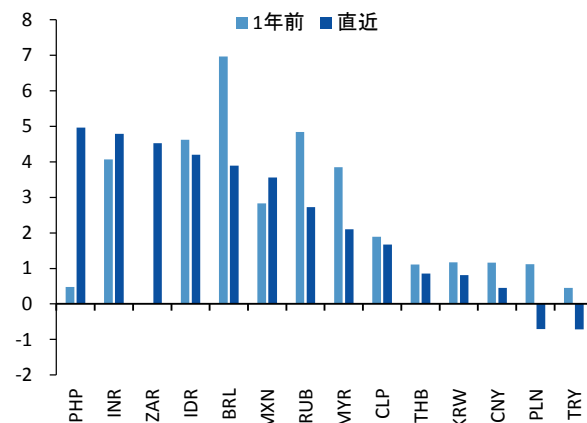
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-2.0%	-2.9%	-0.2%	0.2%
31日 (水)	中国	製造業PMI	49.6	49.7	49.4	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	54.0	53.7	54.2	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$4727m	\$3923m	-\$376m	--
8月1日 (木)	韓国	CPI(前年比)	0.8%	0.6%	0.7%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	\$4600m	\$2441m	\$4168m	\$3995m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.5	49.9	49.4	--
1日 (木)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	1.0%	0.9%	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	3.3%	3.3%	--
2日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	8.44b	--	9.08b	--
5日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	--	5.1%	--
6日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$4949.4m	--
6日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	2.3%	--	2.7%	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	0.8%	--	0.9%	--
7日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3275m	--
7日 (水)	インド	RBILポレート	5.50%	--	5.75%	--
7日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	--	1.75%	--
8日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	5.6%	--
8日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.25%	--	4.50%	--
8日 (木)	中国	貿易収支	--	--	\$50.98b	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	--	--	2.7%	--
9日 (金)	中国	PPI 前年比	--	--	0.0%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.0%	--
9日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.1%	--
9日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	-\$9130m	--	-\$6966m	--
中東欧・アフリカ						
7月31日 (水)	トルコ	貿易収支	-3.20b	-3.18b	-1.84b	-1.86b
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	4.2b	4.4b	1.7b	--
8月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	16.9%	--	15.7%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	25.0%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	4.7%	--	4.7%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	1.5%	--	1.0%	--
9日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	0.15b	--
9日 (金)	ロシア	貿易収支	12.7b	--	11.8b	--
9-12日	ロシア	GDP(前年比)	0.8%	--	0.5%	--
ラテンアメリカ						
7月29日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	55.2%	55.2%	54.7%	--
31日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	-0.3%	-0.7%	1.2%	--
8月1日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.3%	6.0%	6.5%	--
1日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-6.1%	-5.9%	7.1%	--
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3391m	--	\$5019m	--
8日 (木)	メキシコ	メキシコ CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
8日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	1.0%	--
8日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	3.2%	--	3.4%	--
9日 (金)	メキシコ	メキシコ 鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.3%	--
9日 (金)	メキシコ	メキシコ 製造業生産(季調前/前年比)	--	--	0.7%	--

注: 2019 年 8 月 2 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 1～7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	6.8986	6.90	6.85	6.80	6.75	6.75
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8258	7.83	7.82	7.81	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 71.825	69.058	69.0	70.8	68.5	67.0	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14116	14050	14350	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1196.67	1188.55	1180	1195	1180	1160	1150
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2028	4.1438	4.12	4.16	4.08	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	51.200	51.0	52.6	53.0	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3837	1.3771	1.36	1.38	1.36	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.641	31.175	31.00	31.25	31.00	30.75	30.50
タイバーツ	(THB)	30.51 ～ 32.51	30.93	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23203	23300	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.3357	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.1726	14.6120	14.10	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.2457	5.6046	6.00	6.40	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	3.8404	3.85	3.70	3.65	3.70	3.75
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 19.8799	19.2280	19.25	19.20	19.15	19.30	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.512 ～ 16.764	15.690	15.51	15.18	15.00	14.81	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.332	13.725	13.67	13.30	13.06	12.82	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ～ 1.631	1.555	1.55	1.47	1.49	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.757	0.762	0.725	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ～ 9.970	8.985	9.07	8.70	8.64	8.62	8.70
マレーシアリングギ	(MYR)	25.768 ～ 27.507	26.313	25.97	25.00	25.00	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.168	2.131	2.10	1.98	1.92	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ～ 82.87	77.99	78.68	75.36	75.00	74.63	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.410 ～ 3.641	3.445	3.45	3.33	3.29	3.25	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.472	3.45	3.30	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4839	0.4629	0.46	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	1.669	1.65	1.58	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ～ 8.243	7.351	7.59	7.22	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	17.513 ～ 21.187	19.156	17.83	16.25	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	27.971	27.79	28.11	27.95	27.03	26.67
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.977	5.586	5.56	5.42	5.33	5.18	5.13

注:1.実績の欄は2019年7月31日まで。SPOTは8月2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(8月1日発行)』および『中期為替相場見通し(8月1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。