2019 年 8 月 16 日

The Emerging Markets Weekly

軟調な展開が続く新興国通貨

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

新興国市場:先週末は CNY が対ドルで小幅安となったことを受け、大半の新興国通貨も小幅に下落した。ZAR は米中貿易摩擦の激化、国内政治への不安や冴えない南アフリカの経済指標の結果が重しとなり前日比▲1.4%値を下げた。週初 12 日、米中貿易摩擦の長期化が懸念される中、アジア通貨は大半が小幅に軟化した。KRW は北朝鮮が 10 日に短距離弾道ミサイルとみられる 2 発の飛翔体を発射したこと受け、朝鮮半島の緊迫化により下押された。トルコ中央銀行(CBRT)が組織改編の一環でチーフエコノミストや一部部署の責任者を解任したと報じられ、CBRT の独立性を巡る懸念が再び高まったことを受けて TRY は下落した。また、アルゼンチン大統領の予備選挙で、左派候補のアルベルト・フェルナンデス氏が親ビジネス路線の現職マウリシオ・マクリ大統領に得票数で上回ったことで ARS が下落した余波を受けて、BRL と MXN も軟調となった。13 日、前日の ARS の下落を受け市場にはリスクオフムードが拡がり、大半のアジア通貨も軟調となった。しかし、NY 時間に米通商代表部(USTR)は中国製品に対する 9 月 1 日から発動予定の追加関税のうち、ノートパソコンや携帯電話など一部製品に対する発動を延期すると発表したことが支援材料となり、MXN と ZAR は上昇した。14 日のアジア通貨の大半は、前日に米政府が対中制裁関税第 4 弾の対象品目の一部の発動時期を延期したことを受けて小幅に上昇した。NY 時間に入り米 10 年債と 2 年債の利回りが逆イールドとなったことを背景に景気減速懸念が高まり、BRL、ZAR、RUB と MXN は大きく値を下げた。15 日も米債の逆イールドが意識されてアジア通貨は上値重く推移。一方、BRL はブラジル中央銀行(BCB)が流動性に対する需要が増大していることに対応し、今月 10 年ぶりにスポット市場でドル売りを実施すると発表したことを受け買われた。

アジア:シンガポール政府は 13 日、4～6 月期 GDP(確報値)は前年比+0.1%と発表し、同時に 2019 年の成長見通しを従来の 1.5～2.5%から 0.0～1.0%に引き下げた。シンガポールにとって重要な最終需要先の多くで、2019 年下期の GDP 成長率が上期から鈍化するか、もしくは同水準にとどまることが予想されると指摘。また、米中貿易摩擦、中国経済の減速、Brexit、香港の政治情勢や日韓の対立などの要因で経済のリスクが増大していると警戒感を示した。

ラテンアメリカ:メキシコ中央銀行(Banxico)は 15 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 8.00%にすることを決定した。利下げは 2014 年 6 月以来となった。声明文では利下げの理由として、インフレの鈍化や国内経済のスラックの拡大、最近の国内外のイールドカーブの動向を挙げた。

市場概観

軟調な展開が続く新興国通貨

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

8 月に入り新興国通貨は全般に軟調な展開が続いている。主な要因は、世界景気の減速懸念に伴うリスク回避と人民元（CNY）安だろう。1 日、トランプ米大統領が対中追加関税第 4 弾を 9 月より実施する方針を明らかにすると、さらなる世界景気の減速懸念が高まった。そして人民元は 5 日、中国景気への逆風の強まりに金融市場におけるリスクオフの動きが重なり、2008 年以降初めてとなる 7.0 台へと下落した。中国当局は相場の不安定化が回避されるのであれば CNY の 7.0 超えを容認しているとみられるが、市場では CNY 安誘導によって追加関税による影響を相殺する意図があるという見方が専らである。

米国による追加関税第 4 弾については 13 日、当初の方針がやや修正された。3000 億ドル相当の中国からの輸入品に 10%の追加関税を 9 月 1 日より実施する方針であったが、一部品目（携帯電話やノート PC、ゲーム機、一部玩具、PC 用モニター、一部履物、衣類等）については 12 月 15 日からの実施とされた。公聴会やパブコメでの意見を考慮した結果とされているが、トランプ大統領はクリスマス商戦への影響を回避したとも述べており、米景気への配慮があったとみられる。

米国の対応に市場のリスク回避姿勢は一旦和らいだものの、世界景気の先行きを考慮すれば新興国通貨が早期に持ち直すという展開は描きにくい。欧州景気の牽引役が期待されるドイツは 4～6 月期に再び前期比マイナス成長に陥った。豪準備銀行（RBA）のデベル副総裁は 15 日、需要後退と企業マインド悪化の相互作用による負の循環を「自己実現的な下降リスク」と表現した。米国による中国への圧力は強まる方向にある。米国債の長短金利の逆転（逆イールド）が定着化しつつあり、リセッション確率が上昇しているとのヘッドラインが続いている。

また、中国当局が CNY 安を誘導しているとの疑念も依然強い。一時ほどではないにせよ通貨戦争の懸念が残る中で、CNY 安は新興国通貨の重しとなる。市場の疑念が根強い理由のひとつとして、中国景気への逆風がさらに強まったことが挙げられる。8 月に入り、上述の対中追加関税第 4 弾や非関税措置（政府調達から一部中国企業を排除等）といった対中制裁措置を米国が追加した。中国政府は、7 月の中央政治局会議において、下半期も積極的な財政政策と穏健な金融政策による景気下支えの継続方針を確認したが、足許の展開も想定されていたかは疑わしい。

もうひとつは、既存の景気対策が期待されたほどの効果をあげていない可能性が挙げられる。大規模な景気対策がすでに実行に移されつつあるはずにも関わらず、7 月までの経済指標等を見る限り、その効果はあまり確認できない。2019 年において中国による景気対策の柱は、インフラ投資と減税である。外需（輸出）の逆風を内需（消費や投資）で補う構図だ。ところが、この内需関連の経済指標が芳しくない。

7 月の小売売上高は前年比+7.6%と市場予想（同+8.6%）を下回った。6 月の排ガス規制強化を控えた自動車在庫の処分セールやネット通販のイベントセールの反動もあろう。ただ、1～7 月期で前年比+8.3%と前年同期の同+9.3%を依然として下回っている。7 月失業率が 5.3%と前月（5.1%）から上昇、7 月 CPI も前年比+2.8%と市場予想（同+2.7%）を上回っており、家計を巡る減税効果が削がれている可能性がある。

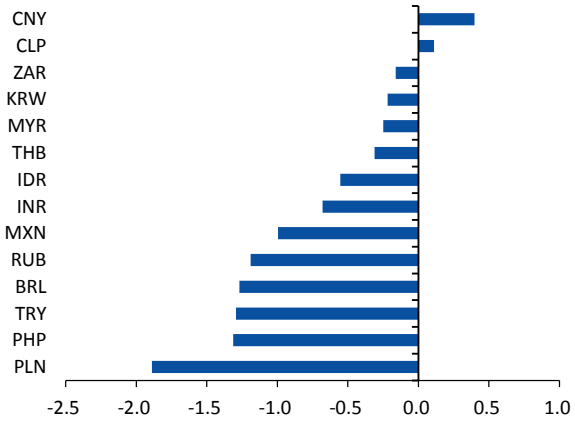
投資も鈍い。1～7 月期の固定資産投資は前年比+5.7%と 1～6 月期（同+5.8%）からやや伸びが鈍化した。製造業については 1～7 月期が+3.3%と 1～6 月期（同+3.0%）から加速しており、減税効果が生じている可能性はある。ただ、インフラ投資については、1～7 月期は前年比+3.8%と 1～6 月期（+4.1%）から鈍化した。

他方、輸出は 7 月に前年比+3.3%と市場予想（同▲1.0%）を上回ったほか、前月（同▲1.3%）から持ち直した。外需の落ち込みが想定ほどではないことが、景気対策の本格化を遅らせているのだろうか。しかし、輸出については、米国の制裁措置を見越した駆け込み需要やアジア諸国を経由した迂回輸出の影響も指摘されている。こうした影響はいずれ剥落、反動も予想される。実際のところ、1～7 月期の鉱工業生産は前年比+5.8%と市場予想（同+6.0%）を下回ったほか、1～6 月期（同+6.0%）からはむしろ鈍化した。7 月製造業 PMI は依然 50 を下回るなど、企業マインドも慎重さを維持している。

こうしたなか、政府は景気対策に動いているものの、思うように効果が顕在化していないという不安は市場に残りやすい。米国からの圧力は強まり、既存の景気対策の効果も確認しにくいとなれば、追加対策が打ち出されると考えるのが自然だ。市場がその有力な候補とみなす通貨安誘導以外の対応が中国政府より打ち出されない限り、CNY の先安観にも変化は生じにくい。そして、世界景気は減速基調にある。新興国通貨については、弱含みの動きとなりやすい局面が続きそうだ。

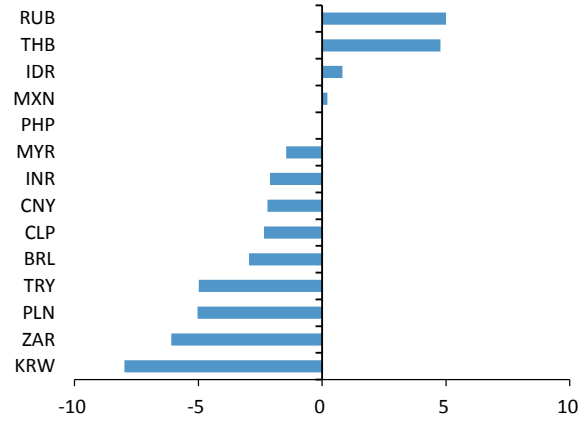
金融資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



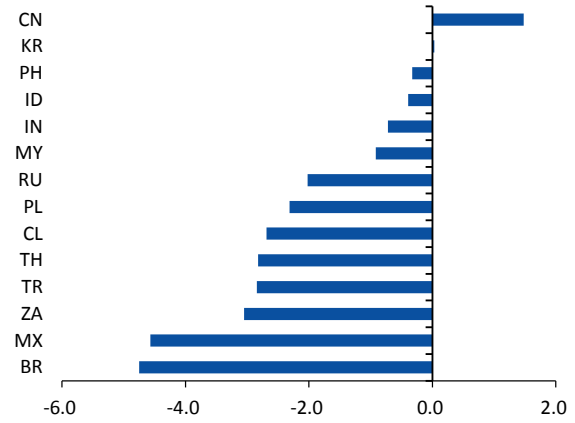
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



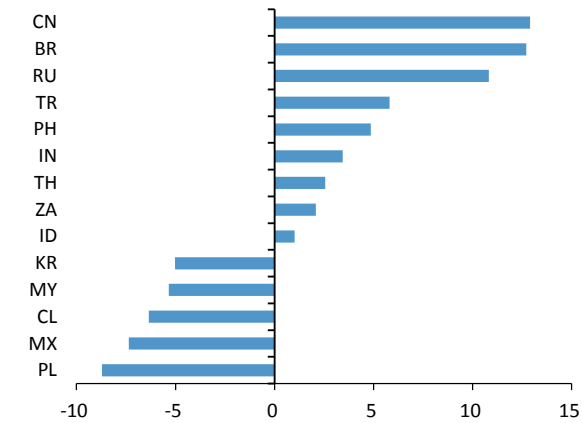
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



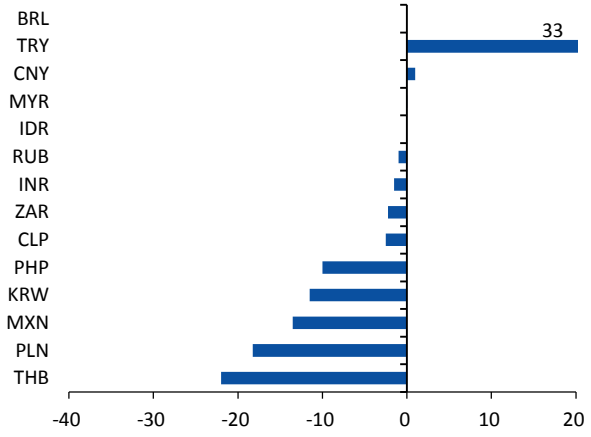
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率（%）



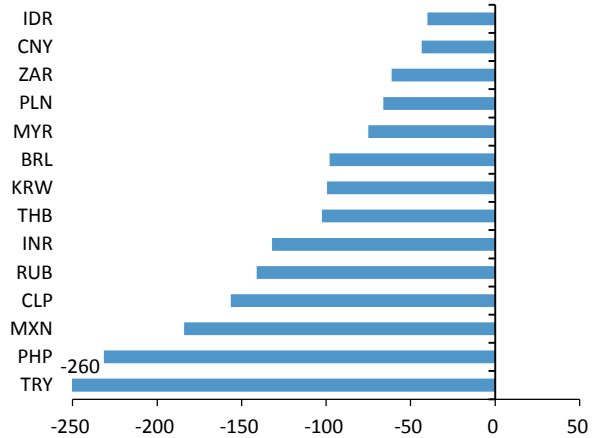
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

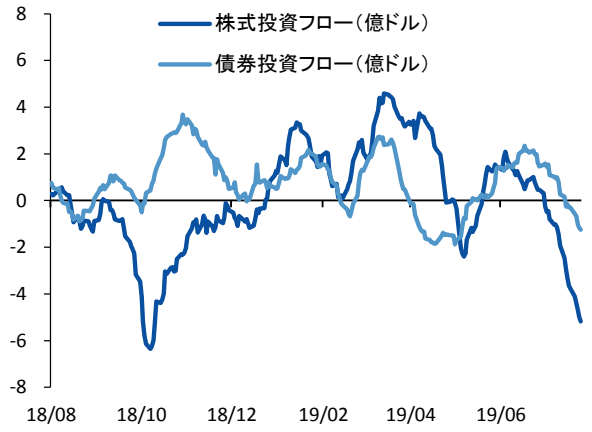
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

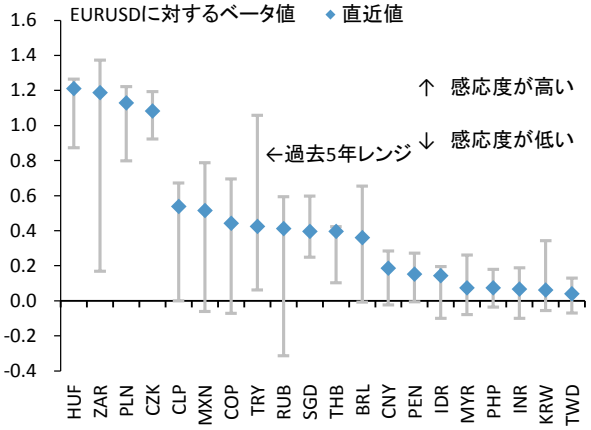
チャート集

主要新興国への証券投資フロー（4 週間移動平均）



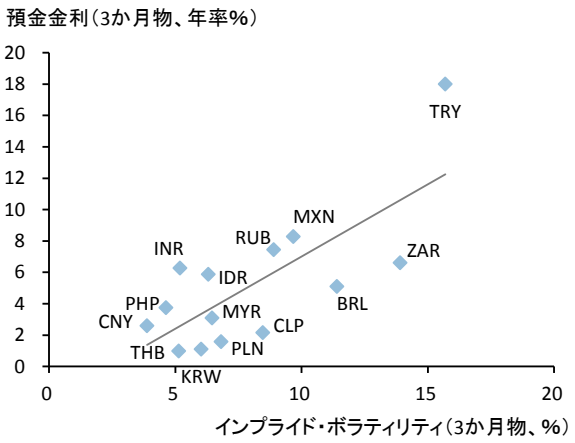
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



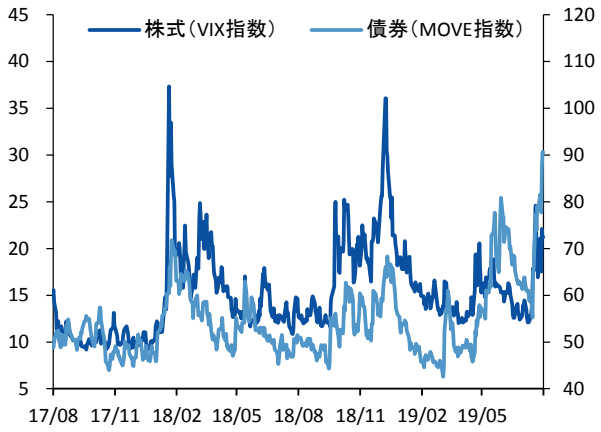
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



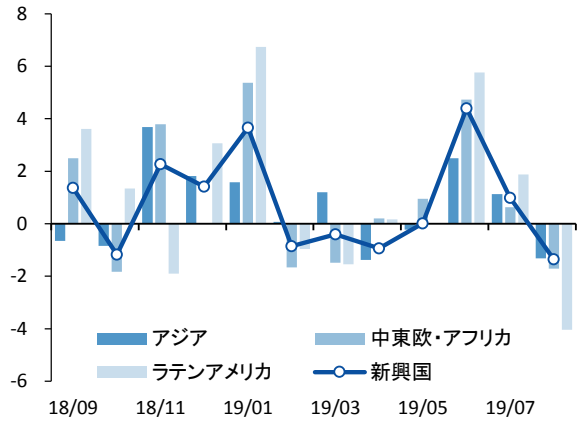
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



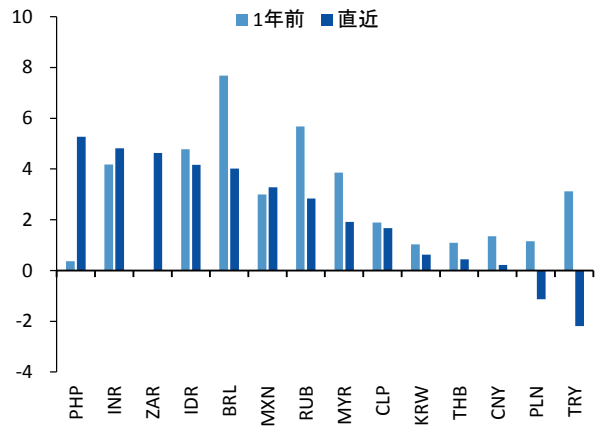
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月13日 (火)	シンガポール	GDP(前年比)	0.2%	0.1%	0.1%	--
13日 (火)	インド	CPI(前年比)	3.1%	3.2%	3.2%	--
14日 (水)	韓国	輸出物価指数(前年比)	--	-5.3%	-2.5%	-2.7%
14日 (水)	韓国	輸入物価指数(前月比)	--	0.6%	-3.5%	-3.7%
14日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.8%	5.7%	5.8%	--
14日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.0%	4.8%	6.3%	--
14日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	8.6%	7.6%	9.8%	--
14日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	1.4%	1.5%	--
14日 (水)	インド	貿易収支	-$15000.0m	-$13430.0m	-$15280.0m	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	-$420m	-$64m	$196m	--
15日 (木)	フィリピン	海外送金(前年比)	6.3%	-2.9%	5.7%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-15.4%	--	-17.3%	--
16日 (金)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	-24.3%	--	-31.9%	--
16日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	4.7%	--	4.5%	--
16日 (金)	マレーシア	国際収支:経常収支MYR	10.2b	--	16.4b	--
16日 (金)	台湾	GDP(前年比)	2.4%	--	2.4%	--
19日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.3%	--	2.8%	--
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-$404m	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	-5.5%	--	-4.5%	--
20日 (火)	台湾	国際収支:経常収支	--	--	$17090m	--
21日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	--	0.1%	--
21日 (水)	タイ	輸出(通関ﾍﾞｰｽ/前年比)	--	--	-2.2%	--
21日 (水)	タイ	輸入(通関ﾍﾞｰｽ/前年比)	--	--	-9.4%	--
21日 (水)	タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	--	--	$3212m	--
22日 (木)	インドネシア	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟ	--	--	5.75%	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.6%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.4%	--
23日 (金)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	--	-41.8b	--
中東欧・アフリカ						
8月12日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	0.8%	0.9%	0.5%	--
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値､前年比)	2.2%	2.4%	2.2%	2.3%
15日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.0%	2.8%	3.3%	--
16日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-0.3%	--	-1.3%	--
16日 (金)	ロシア	PPI 前年比	3.4%	--	4.1%	--
19日 (月)	ロシア	実質賃金(前年比)	2.6%	--	2.3%	--
19日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.5%	--	1.4%	--
21日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.3%	--	4.5%	--
ラテンアメリカ						
8月16日 (金)	メキシコ	ｵｰﾊﾞｰﾅｲﾄ･ﾚｰﾄ	8.25%	--	8.25%	--
19-24日	ブラジル	登録雇用創出合計	40,970	--	48,436	--
21日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.8%	--
22日 (木)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.1%	--
22-31日	ブラジル	税収	--	--	119946m	--
23日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-0.7%	--
23日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.4%	--

注:2019 年 8 月 16 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 1～8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)	6.6691 ～ 7.0652	7.0340	7.05	7.10	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8426	7.84	7.85	7.84	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.293 ～ 71.824	71.278	71.5	70.8	69.5	68.5	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13893 ～ 14528	14274	14450	14300	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ～ 1223.10	1214.87	1200	1210	1190	1170	1170
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2028	4.1945	4.22	4.18	4.12	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.810 ～ 53.040	52.610	53.0	52.5	52.5	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3869	1.3890	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.556 ～ 31.730	31.366	32.00	32.50	32.00	31.50	31.00
タイバーツ	(THB)	30.51 ～ 32.60	30.85	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23208	23500	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4987 ～ 69.7779	66.0630	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.1998	15.2424	14.10	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.2457	5.5700	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)	3.6374 ～ 4.1217	3.9925	3.85	3.70	3.65	3.70	3.75
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 19.8799	19.6069	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)	14.946 ～ 16.764	15.095	15.18	14.65	14.37	14.18	14.29
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.332	13.532	13.65	13.25	13.01	12.74	12.74
インドルピー	(INR)	1.489 ～ 1.631	1.489	1.50	1.47	1.47	1.46	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.743	0.740	0.727	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.609 ～ 9.970	8.753	8.92	8.60	8.57	8.55	8.55
マレーシアリンギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	25.297	25.36	24.88	24.76	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.168	2.017	2.02	1.98	1.94	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	76.15 ～ 82.87	76.40	76.98	75.36	75.00	74.07	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.337 ～ 3.641	3.384	3.34	3.20	3.19	3.17	3.23
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.441	3.45	3.30	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4839	0.4573	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	1.606	1.65	1.58	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.956 ～ 8.243	6.963	7.59	7.22	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	17.513 ～ 21.187	19.046	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)	26.445 ～ 30.075	26.589	27.79	28.11	27.95	27.03	26.67
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.977	5.413	5.56	5.42	5.33	5.18	5.13

注：1.実績の欄は 2019 年 8 月日まで。SPOT は 8 月 16 日の 8 時 50 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。
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。