

2019年9月13日

## The Emerging Markets Weekly

### 人民元は反発から値固めへ

**新興国市場:**先週 6 日に発表された米 8 月雇用統計は強弱入り混じる内容となった。またパウエル FRB 議長は同日、スイスでの討論会で「経済成長の持続へ適切に行動するだろう」と述べたことで、FRB が 9 月 FOMC で利下げを決定するとの見方が改めて強まった。週明け 9 日のアジア時間は、米利下げ観測を背景にアジア通貨は総じて上昇。他方、CNY は中国人民銀行(中央銀行)が 6 日に預金準備率の引き下げを発表したほか、8 日に発表された中国 8 月貿易統計で輸出が予想以上に下振れたことから軟調に推移した。欧米時間は、来週にかけて主要中央銀行の政策決定会合を控え様子見姿勢が強まる中、新興国通貨は小緩んだ。翌 10 日のアジア時間も慎重な姿勢が続き、中国 8 月生産者物価が大幅低下となる中でアジア通貨は小動きとなり、PHP はフィリピン 7 月貿易統計で赤字が拡大したことから小幅に下落した。その後も 12 日の ECB 政策理事会を控え様子見ムードが広がる中、米中協議進展への期待から新興国通貨は小幅に買われた。11 日も流れは変わらず、米中通商摩擦に緊張緩和の兆しが出ているとの見方がサポートとしたが、翌日の ECB 政策理事会や来週の FOMC に関心が集まる中で値動きは限定的。中国財政省が米国からの輸入品に対する追加関税に関し、16 品目を免除すると発表したことでリスク志向は高まったものの、米長期金利が上昇したことや翌日の ECB 理事会を意識してユーロが売られたことから新興国通貨は弱含んだ。しかし、トランプ米大統領が 10 月 1 日に予定していた一部中国製品への関税引き上げを 10 月 15 日に延期すると発表したことを好感し、12 日にアジア通貨は大半が上昇。通商問題を巡り米中が譲歩の姿勢を見せたことでリスク選好が高まる中、欧米時間に入っても新興国通貨は堅調に推移した。TRY はトルコ中央銀行(CBRT)が大幅利下げを決めたものの、先行きについては慎重な姿勢を示したことから+1.6%の上昇となった。

**アジア:**マレーシア中央銀行(BNM)は 12 日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を 3.00%に維持することを決定した。BNM は、世界経済が減速する中、内需が経済成長を支援するとの見解を示し、今年の経済成長見通しを+4.3~4.8%で据え置いた。ただし「貿易摩擦の悪化、世界・国内環境の不透明感、コモディティ関連セクターの低迷長期化に伴う一段の下振れリスクがある」と指摘した。

**中東欧・アフリカ:**CBRT は 12 日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利の 1 週間物レポレートに 19.75%から 16.50%へと大幅に引き下げた。今回の措置で利下げ幅は合計で 750bp となった。CBRT は声明で「現在の金融政策スタンスは予想されるデフレーションの道筋とおおむね整合性が取れている」と述べた。一方で、「目標とする経路に沿ったデフレーションを維持するには、慎重な金融スタンスを継続する必要がある」との見方を示した。

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

堀 堯大

03-3242-7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

## 市場概観

### 人民元は反発から値固めへ

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

人民元の対ドルレートは9月に入り低下(人民元高)しつつあり、12日には7.10を下回った。中国による報復追加関税方針(750億ドル相当の品目に5~10%)の発表に、米国が発表済みの追加関税措置について関税率の上乗せ(それぞれ5%)で応じた8月23日以来の水準となる。こうした人民元反発の動きが生じた背景には、①中国政府が人民元安を志向しているとの憶測の後退、②米中の緊張緩和期待、が主にあるとみている。

まず、①について確認したい。足許での人民元の一段安(CNYの7.0超え)のきっかけは、米国による対中追加関税第4弾の発表(8月1日)である。経済面での追加負担は通貨安で軽減できる、すなわち通貨安も景気対策とみなせる、というのはひとつの考え方として理解できる。しかしながら、中国政府が人民元安を志向する(通貨戦争を厭わない)というような見方は、やはり行き過ぎだ。

大幅な通貨安は資本流出につながりかねず、チャイナショック(2015年)の経験も経て、中国政府はそのリスクに注意を払ってきた。実際、CNYが7.0超えとなる以前から、中国人民銀行(PBoC)は日々のCNY基準値の設定等を通じて人民元の下落ペースを抑制してきた。足許ではCNYの水準と基準値の乖離がおおむね解消されるに至ったが、PBoCの姿勢に変化はないだろう。外貨管理局も海外への資金流出を抑制する新規制を導入し、人民元安の進展抑制に取り組んでいる。中国企業の海外M&Aが縮小傾向にあるが、資本流出を警戒した当局の姿勢が反映されているという見方もある。

また、中国政府は追加の景気対策を明らかにしつつある。8月27日に発表された「流通の発展加速と商業消費の促進に関する意見」では、自動車購入規制の段階的緩和・廃止等、20項目の消費刺激策が打ち出された。インフラ投資では、財源となる「専項債」の地方政府による発行枠を追加する。2019年の発行枠(2.15兆元)を9月末までに終え、10~12月期は2020年の発行枠を前借りする格好だ。制度上、1兆元超の前借りも可能だ。

金融面でも、9月16日から預金準備率を50bps引き下げるほか、地方銀行についてはさらに10月と11月に50bpsずつ引き下げる。市中への資金供給量の拡大と、銀行の調達コスト軽減が狙いだ。これにより、9月20日公表の最優遇貸出金利(LPR)は8月の4.25%から低下すると期待されている。

上述の政策対応をみるかぎり、中国政府が通貨安を志向しているとは考えにくい。万が一、通貨安により米国からの追加関税負担を相殺(対米輸出額の落ち込みを他地域向け輸出額の増加で相殺)しようとするれば、CNYでどの程度の水準が必要か。中国の全輸出額に占める米国向けのシェア(20%)と米国が8月末時点で発表済みの追加関税スケジュールを前提にすると、7.20程度が想定される。ちなみに、CNYは9月3日に7.18台をつけており、一時的にこの通貨戦争シナリオで想定される水準を試したとみなせそうだ。

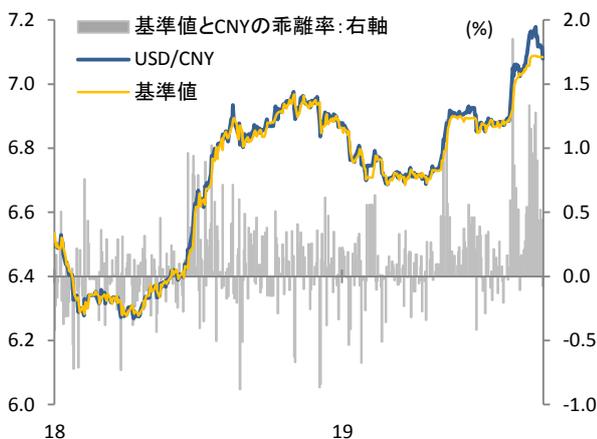
次に、②の米中の緊張緩和期待についても確認したい。市場で注目されたのは、9月11日に中国が、がん治療薬や潤滑油等、16種類の米国製品を追加関税対象から除外することを発表、これに米国が対中追加関税第1〜3弾の関税率引き上げ(25%→30%)を当初予定していた10月1日から10月15日に先送りするとの決定で応じたことだろう。また、中国が米国産農産物の輸入再開を認めることを検討中との一部報道もある。中国商務省も同・農産品の価格照会を始めたことを認めた。10月上旬とみられる米中の高官級協議の再開を控えて、前向きな動きといえる。

以上、①の動きに②が重なる格好で、CNYの反発が促されたといえる。もっとも、①については、すでに市場で消化された感がある。CNYの値動きをみるかぎり、市場は通貨戦争シナリオを一旦織り込みに行くも、中国の追加政策対応が打ち出されるにつれ、見方を修正したというのが現状だろう。さらなる追加政策対応の動きについては、出てくるとしても2020年を念頭に置いたものとなりそうだ。すなわち、例年12月頃に開催される中央経済工作会議の結果を待つことになる。

他方、②については、追加関税対象の一部除外措置等は今後も小出しにされる可能性はあるものの、貿易問題のみならず知的財産権の問題等を含めた包括的な内容で合意に至る可能性は当面低いだろう。少なくとも、中長期的な経済政策の基本方針が固まらない限り、習政権としても重要な決定を下すのは難しいといわれている。10月開催の共産党中央委員会第4回全体会議(4中全会)で議論されるとの見方も従来あったものの、議題は「社会主義の改善や国家統治」となった。年末にかけて、米中協議に大きな進展がないなか、米国の追加関税率引き上げスケジュールが段階的に訪れるという展開が予想される。

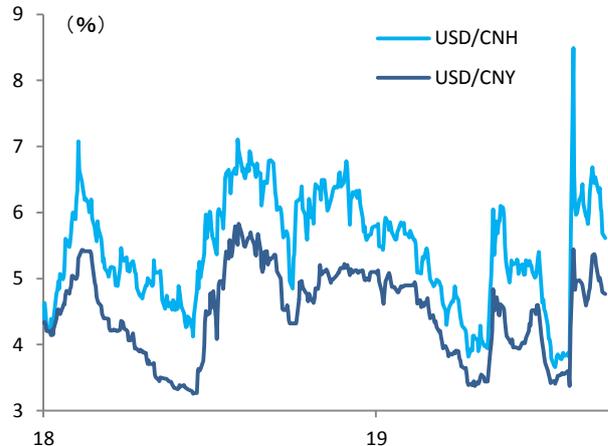
これらの状況も踏まえると、人民元の反発の動きに一巡感が出てきてもおかしくない。当面、CNYは7.05〜7.15で値固めの動きを予想する。もちろん、米国の金融政策見通しはより緩やかな方向に傾いており、これに伴うドル安進展が人民元反発の支援材料となりうる。上述の4中全会で経済政策の基本方針にも議論が及ぶようであれば、好材料となろう。一方で、中国景気の一段の鈍化や政策効果の顕在化の遅れ、世界景気の減速や英国のEU離脱に伴う経済混乱等が主な下振れリスクといえる。CNYのインプライド・ボラティリティが比較的高位にあることも懸念材料だ。かかる状況下、CNYは年内7.00〜7.30のレンジ推移を引き続き想定している。

図表 1: CNY と同・基準値



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

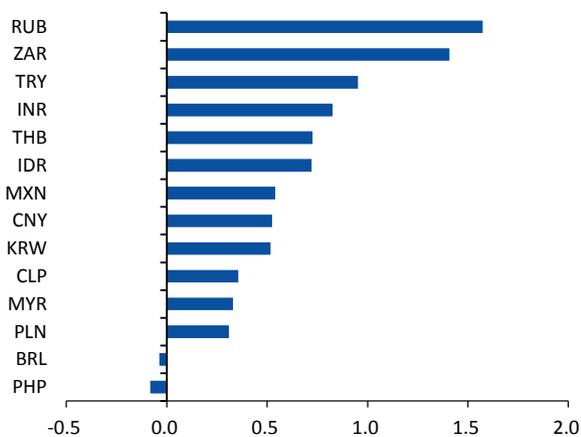
図表 2: インプライド・ボラティリティ(3か月物)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

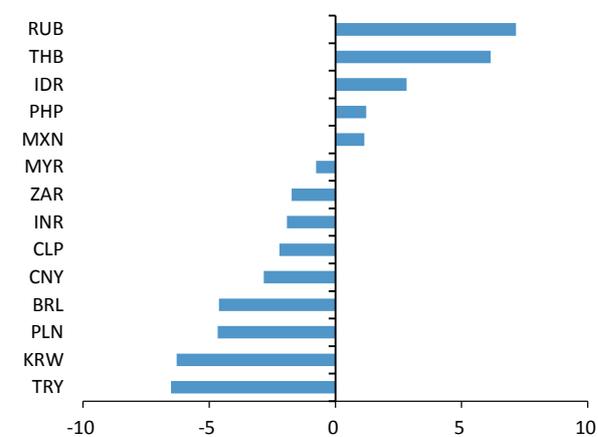
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



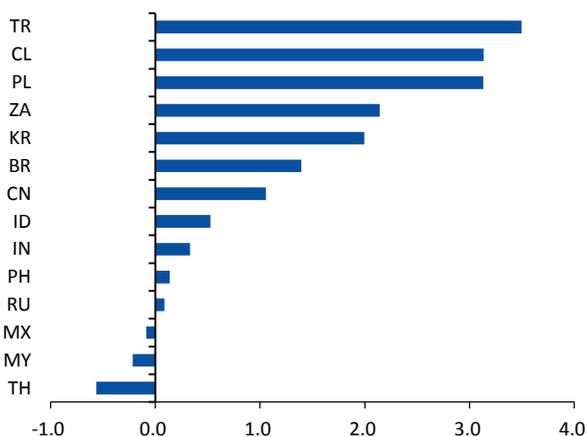
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



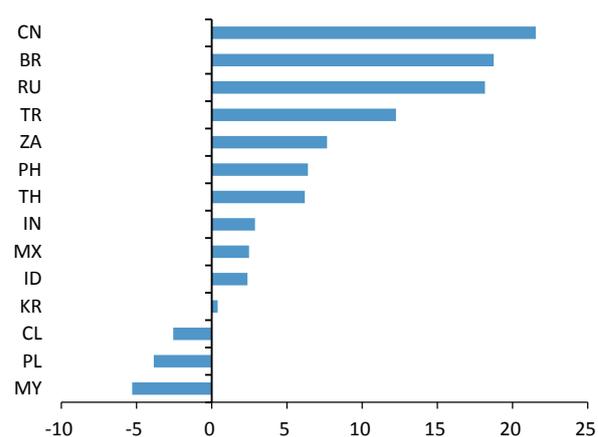
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



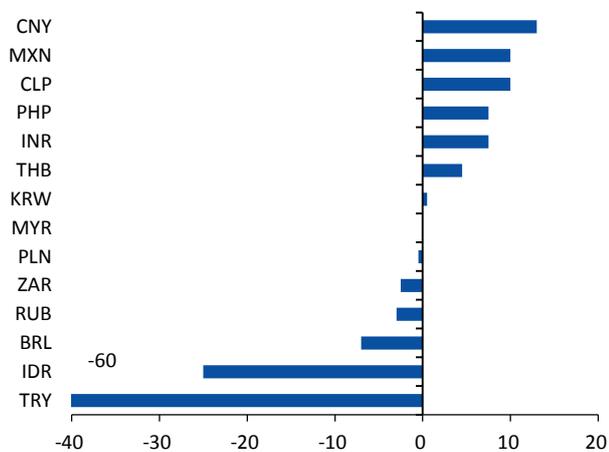
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



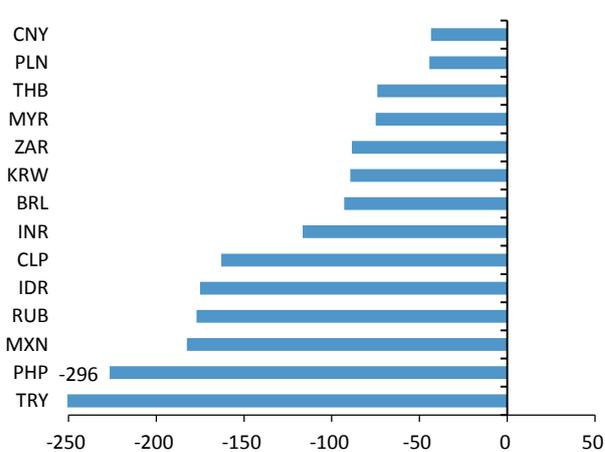
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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

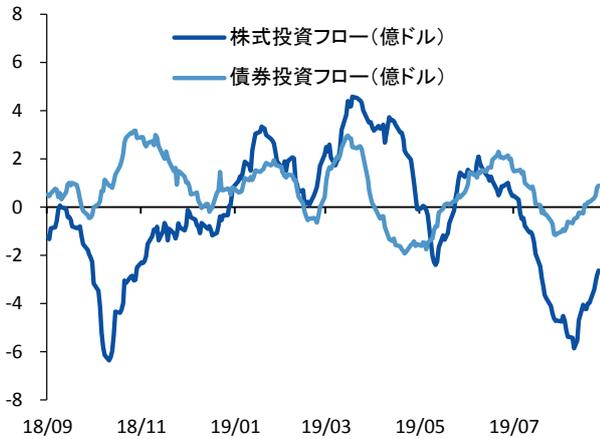
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

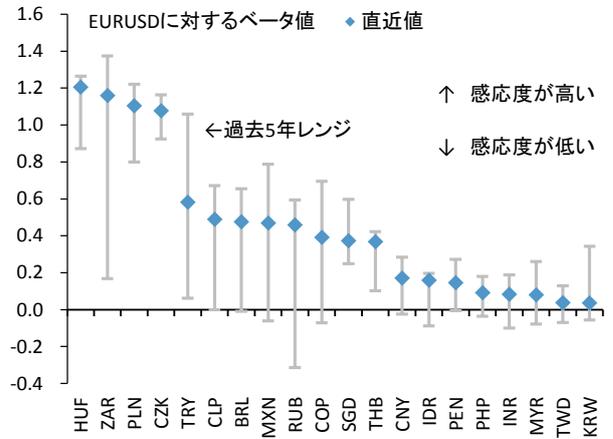
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



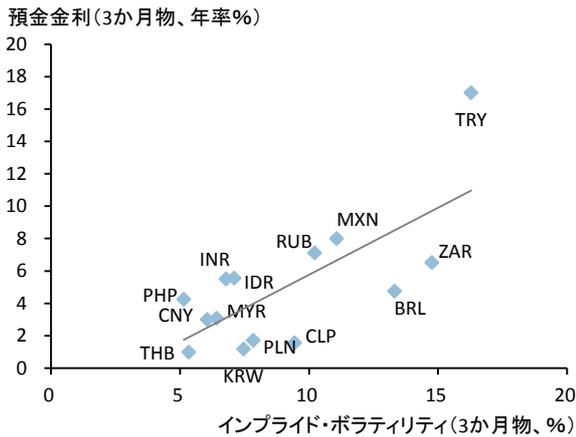
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



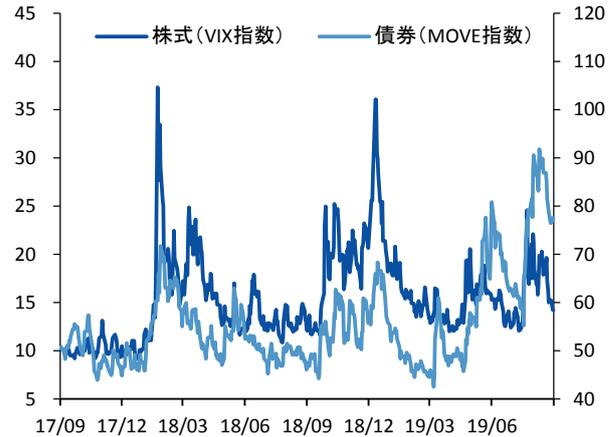
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



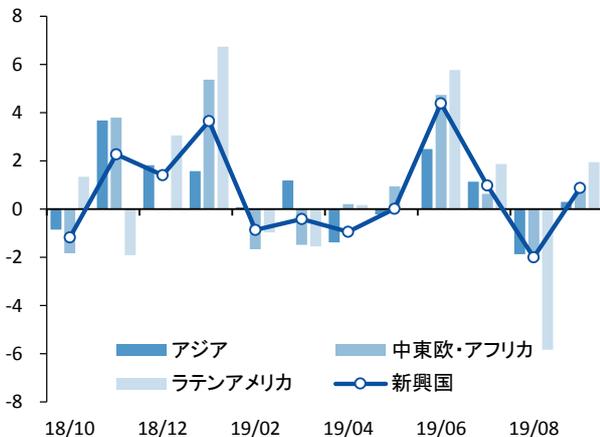
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



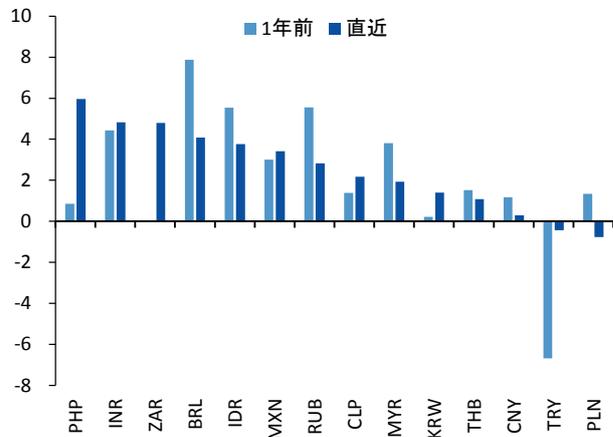
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
9月9日 (月)	台湾	輸出(前年比)	0.9%	2.6%	-0.5%	--
9月10日 (火)	フィリピン	輸出(前年比)	1.9%	3.5%	1.5%	3.3%
9月10日 (火)	中国	CPI(前年比)	2.7%	2.8%	2.8%	--
9月10日 (火)	中国	PPI 前年比	-0.9%	-0.8%	-0.3%	--
9月11日 (水)	韓国	失業率(季調済)	4.0%	3.1%	4.0%	--
9月11日 (水)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.1%	1.2%	3.9%	--
9月11日 (水)	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1200.0b	1210.0b	1060.0b	--
9月11日 (水)	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.2%	8.2%	8.1%	--
9月12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-2.9%	-1.8%	-8.9%	--
9月12日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.0%	3.0%	3.0%	--
9月12日 (木)	インド	CPI(前年比)	3.3%	3.2%	3.2%	--
9月12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.3%	4.3%	2.0%	1.2%
9月16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.7%	--	5.7%	--
9月16日 (月)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	5.7%	--	5.8%	--
9月16日 (月)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	8.3%	--	8.3%	--
9月16日 (月)	インドネシア	輸出(前年比)	--	--	-5.1%	--
9月16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	0.9%	--	1.1%	--
9月16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-2.9%	--
9月17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-11.2%	--
9月19日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.4%	--
9月19日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ <sup>o</sup>	--	--	5.5%	--
9月19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$248m	--
9月20日 (金)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-3.0%	--
9月20日 (金)	タイ	輸出(通関ベース/前年比)	--	--	4.3%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
9月9日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	0.9%	0.9%	0.9%	--
9月10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.5%	-1.1%	-3.2%	-3.6%
9月12日 (木)	トルコ	1週間レホレート	17.0%	16.5%	19.8%	--
9月13日 (金)	トルコ	経常収支	1.30b	--	-0.55b	--
9月13日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-2.6%	--	-3.9%	--
9月16日 (月)	トルコ	失業率	--	--	12.8%	--
9月16日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.2%	--	2.8%	--
9月17日 (火)	ロシア	PPI 前年比	-0.2%	--	1.1%	--
9月18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.3%	--	4.0%	--
9月18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.7%	--	2.4%	--
9月18日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.0%	--	3.5%	--
9月18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	0.9%	--	1.0%	--
9月18日 (水)	ロシア	失業率	4.4%	--	4.5%	--
9月19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.5%	--	6.5%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
9月9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	3.2%	3.2%	3.8%	--
9月10日 (火)	メキシコ	名目賃金	--	4.4%	5.9%	--
9月11日 (水)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	4.0%	4.4%	1.2%	--
9月11日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-1.8%	-1.7%	-2.9%	--
9月11日 (水)	ブラジル	広義小売売上高(前年比)	4.2%	7.6%	1.7%	2.0%
9月12日 (木)	ブラジル	IBGEサービス部門売上高 前年比	0.4%	1.8%	-3.6%	--

注:2019年9月13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
<b>対ドル</b>							
<b>エマーGINGアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	6.6546 ~ 7.1736	7.0793	7.10	7.20	7.20	7.15	7.10
香港ドル (HKD)	7.7827 ~ 7.8500	7.8256	7.84	7.85	7.84	7.85	7.85
インドルピー (INR)	68.290 ~ 72.254	71.138	71.5	70.8	69.5	68.5	67.5
インドネシアルピア (IDR)	13890 ~ 14528	13994	14450	14300	14100	13800	14000
韓国ウォン (KRW)	1108.68 ~ 1222.75	1190.80	1200	1210	1190	1170	1170
マレーシアリングギ (MYR)	4.0545 ~ 4.2280	4.1653	4.22	4.18	4.12	4.05	4.00
フィリピンペソ (PHP)	50.789 ~ 53.025	51.948	53.0	52.5	52.5	52.3	51.5
シンガポールドル (SGD)	1.3443 ~ 1.3925	1.3755	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
台湾ドル (TWD)	30.526 ~ 31.731	31.043	31.50	31.75	31.25	31.00	30.75
タイバーツ (THB)	30.50 ~ 32.51	30.45	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
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	62.4990 ~ 69.8032	64.7193	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド (ZAR)	13.2362 ~ 15.4995	14.6021	14.60	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ (TRY)	5.1621 ~ 6.3961	5.6626	6.00	6.40	6.80	6.60	6.90
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	3.6376 ~ 4.1939	4.0620	4.10	4.00	3.80	3.70	3.80
メキシコペソ (MXN)	18.7480 ~ 20.2580	19.4324	20.00	19.75	19.50	19.50	19.75
<b>対円</b>							
<b>エマーGINGアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	14.714 ~ 16.764	15.252	14.79	14.31	14.17	13.99	14.08
香港ドル (HKD)	13.319 ~ 14.332	13.825	13.39	13.12	13.01	12.74	12.74
インドルピー (INR)	1.457 ~ 1.631	1.521	1.47	1.45	1.47	1.46	1.48
インドネシアルピア (100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.772	0.727	0.720	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン (100KRW)	8.588 ~ 9.970	9.149	8.75	8.51	8.57	8.55	8.55
マレーシアリングギ (MYR)	24.862 ~ 27.507	25.885	24.88	24.64	24.76	24.69	25.00
フィリピンペソ (PHP)	2.002 ~ 2.168	2.078	1.98	1.96	1.94	1.91	1.94
シンガポールドル (SGD)	75.04 ~ 82.87	78.65	75.54	74.64	75.00	74.07	74.63
台湾ドル (TWD)	3.331 ~ 3.641	3.485	3.33	3.24	3.26	3.23	3.25
タイバーツ (THB)	3.260 ~ 3.569	3.549	3.39	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン (100VND)	0.4503 ~ 0.4839	0.4661	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.518 ~ 1.758	1.671	1.62	1.56	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド (ZAR)	6.780 ~ 8.243	7.408	7.19	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ (TRY)	16.509 ~ 21.187	19.090	17.50	16.09	15.00	15.15	14.49
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	25.219 ~ 30.075	26.636	25.61	25.75	26.84	27.03	26.32
メキシコペソ (MXN)	5.193 ~ 5.977	5.567	5.25	5.22	5.23	5.13	5.06

注:1.実績の欄は2019年8月30日まで。SPOTは9月13日の8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。

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。