

2019年9月27日

## The Emerging Markets Weekly

### 米中協議への期待が先行か

**新興国市場:**先週末のアジア通貨は堅調に推移した。INR はインド財務省が法人税を 30%から 25%に引き下げると発表したことが好感され上昇した。一方、南アフリカの経済成長やサウジアラビアの石油施設攻撃を巡る中東での緊張が高まり ZAR は下落した。週初 23 日、先週末に米中次官級通商協議が開催されたが、中国代表団は予定していた米農家視察を中止したことから、米中通商協議進展への懸念が高まった。視察中止は米国側の要請だったと発表されたが、アジア通貨の大半は小幅に下落した。24 日は、前日にムニューシン米財務長官が米中閣僚級協議は再来週に開催される見通しと説明したことを受け合意への期待が高まったが、アジア通貨の値動きは限定的。NY 時間に発表された米 9 月消費者信頼感指数は市場予想を下回った。また、トランプ米大統領が民主党のバイデン前副大統領に関連する調査を推進するようウクライナ政府に圧力をかけた疑惑の真相を政権が隠蔽していると判断したため、米野党・民主党のペロシ下院議長がトランプ大統領の弾劾に関する正式な調査を開始すると表明したことから、ドルは軟化し新興国通貨は小幅に上昇。25 日は、貿易摩擦や景気後退に対する懸念に加え、トランプ大統領の弾劾に関する調査開始が発表されたことが新興国通貨全体の重しとなった。NY 時間に入り、トランプ大統領が米中通商交渉は予想よりも早い時期に合意に達する可能性があると言ったことを受けてドルは反発し、大半の新興国通貨は更に売られた。トランプ氏は、大統領弾劾調査が開始されたことで、北米自由貿易協定 (NAFTA) に代わる新たな貿易協定、米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) の議会批准手続きに狂いが生じる恐れがあると述べたため、MXN は軟調となった。26 日、前日のトランプ大統領の発言を受け、米中貿易交渉の先行きに楽観的な見方も出てきたが、アジア通貨は小幅な値動きにとどまった。MXN はメキシコ中央銀行 (Banxico) が政策金利を引き下げたことを受けて値を下げた。

**アジア:**タイ中央銀行 (BOT) は 25 日に金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利を 1.50% に据え置くことを全会一致で決定した。また、2019 年と 2020 年の経済成長見通しを下方修正した。フィリピン中央銀行 (BSP) は 26 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 4.00% にすることを決定した。2019 年に入り 3 回目の利下げとなった。物価上昇圧力が抑えられている中で、国内経済を支えるために利下げを実施した。

**ラテンアメリカ:** Banxico は 26 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 7.75% にすることを決定した。声明文では利下げの理由として、インフレの低下や国内経済のスラックの拡大、国内外のイールドカーブの動向を挙げた。

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

### 米中協議への期待が先行か

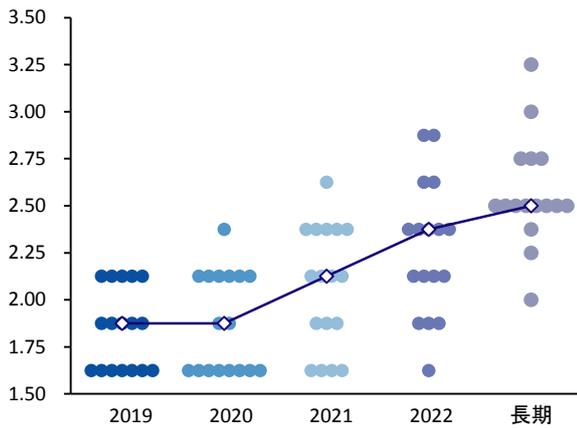
マーケット・エコノミスト  
多田出 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

9月の新興国通貨は中旬にかけて堅調となったが、その後はじりじりと上げ幅を縮小している。8月は米中貿易摩擦が激化する中で新興国通貨は大きく下げ、9月1日に米国と中国が互いに制裁関税を発動したことから、9月も新興国通貨は軟調な滑り出しとなった。だが、3日に発表された米8月ISM製造業景気指数が49.1と約3年ぶりとなる50割れを記録し、ドル売りが強まると新興国通貨は反発。11日には、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て16品目を免除するとし、続いて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。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、13日にかけて新興国通貨は一段高となった。しかし、14日にサウジアラビアの石油関連施設が無人機による攻撃を受け、中東情勢が緊迫化するとリスク選好の後退とともに新興国通貨は上値を重くした。さらに、注目が集まっていた17~18日のFOMCでは、予想通り利下げが発表されたものの、全体的なトーンはタカ派的であったことから新興国通貨は軟調となっている。

FOMCについて詳しくみると、FF金利の誘導目標レンジが1.75~2.00%へと25bp引き下げられた。これは市場予想通りの決定であったが、FOMC参加者による政策金利見通し(ドットチャート)では、2019~2020年の中央値は利下げ後の水準(1.875%)で横ばいとなり、2021~2022年は長期見通しである2.50%に向けて緩やかに上昇するとの見通しが示された(図表1)。特に注目が集まっていた2019年に関してドットチャートの中身を確認すると、7人の参加者が年内の追加利下げを予想する一方、5人の参加者は利下げなし、5人の参加者は今回の利下げも必要なしとの判断を示しており、10月ないし12月の利下げを織り込む市場に対してタカ派的な姿勢が示された。

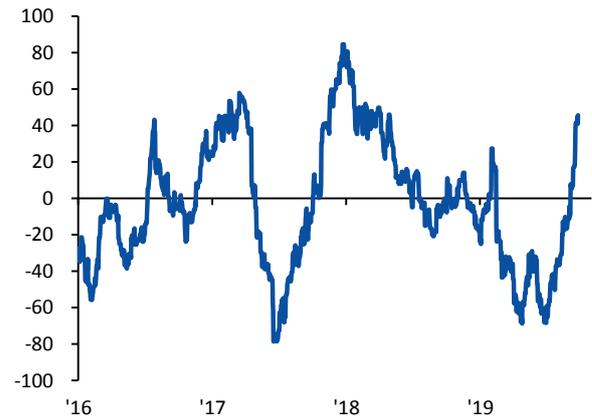
パウエルFRB議長は会見で、今後の金融政策運営は「データ次第」であり、「景気が悪化すれば、追加の利下げも適切になり得る」と述べるなど、ドットチャートほどタカ派ではなく、株式市場に配慮するようバランスを取った印象である。それでも、7月に続く「予防的な利下げ」との認識を示し、「現時点では」さらなる利下げを考えていないと発言するなど、追加利下げについては消極的な姿勢を示している。こうした予想よりもタカ派的な判断に至った背景として、米経済指標の改善が挙げられるだろう。確かに8月ISM製造業景気指数の下振れなど、景況感調査や鉱工業部門の指標は弱さが目立つものの、家計の活動を中心に米国全体としてみれば経済は堅調に推移している。米国のサプライズ指数を見ても、9月以降、経済指標は市場予想を上振れる結果が増えていることが分かる(図表2)。もちろん、米国経済の底堅さを支えている個人消費が変調を来し、リセッション入りのリスクが高まればFRBは本格的な利下げに踏み出すことになるだろうが、短期的には年内の利下げ織り込みが剥がされ、金利上昇とドル高を警戒する必要があるかもしれない。この場合、新興国通貨は対ドルで伸び悩む公算が大きい。

図表 1: FOMC 参加者の政策金利見通し(2019年9月、%)



注: 折れ線グラフは中央値。  
出所: FRB、みずほ銀行

図表 2: 米国経済サプライズ指数



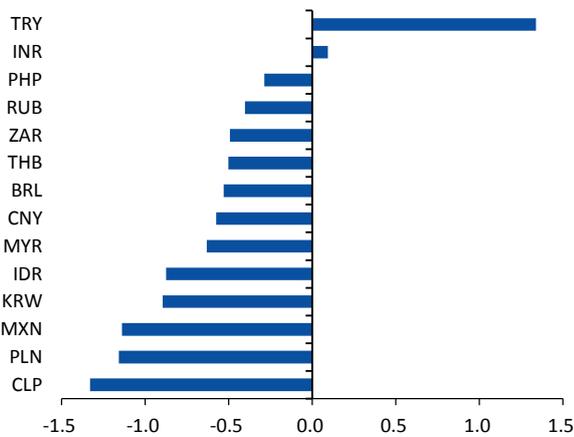
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トランプ大統領は9月11日、10月1日に予定していた既に制裁関税の対象となっている約2,500億ドル相当(制裁関税第1~3弾)の品目について関税率を25%から30%に引き上げる措置を10月15日に延期すると発表した。10月1日は中国の建国70周年であることに配慮したほか、10月上旬に予定されている米中通商閣僚級会合の後に発動を先送りしたものとみられる。報道によれば、米中協議は10月10日に再開する模様である。トランプ大統領は25日に「中国は合意を切望しており、皆が考えているよりも早い時期に合意に至る可能性がある」と述べており、閣僚級会合の開催を前にして協議進展に対する期待からリスク選好が先行する可能性がある。もっとも、トランプ大統領と習近平・中国国家主席のトップ会談が開かれる予定はなく、近く本格的な合意に至ることは考え難い。目先は、10月15日の関税率引き上げをさらに先送りできるか否かが焦点だろう。何ら進捗が見られない場合には揺り戻しが想定され、警戒しておきたい。

また、10月29~30日にはFOMCが予定されており、これからの1か月間で、依然として一部で残る利下げ期待がはく落するかどうかは注目である。今後の利下げはデータ次第としており、発表される米経済指標の結果を確認していくことになる。だが、1か月分の結果で大きく判断が変わるとは考え難いため、よほど予想を下回る結果が相次ぐことにならない限りは12月FOMCまで様子見となる可能性が高い。10月だけでなく、12月会合も含めて年内の追加利下げ期待が大きく後退するほどの動きは想定していないが、仮にそうした展開となった場合には新興国通貨はまとまった値幅での下落を警戒しておきたい。メインシナリオとしては、10月の利下げ織り込みが後退する過程でやや新興国通貨売り圧力が強まるものの、FRBに対する利下げ期待が根強い中、新興国通貨の下値はサポートされるとみている。

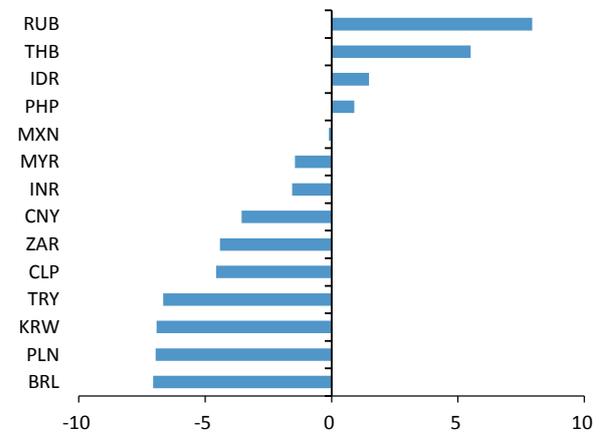
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



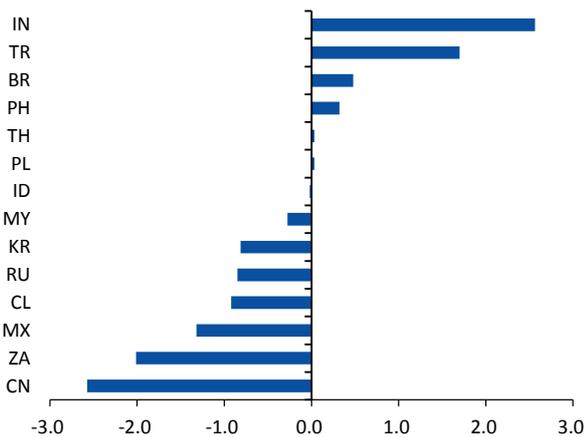
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



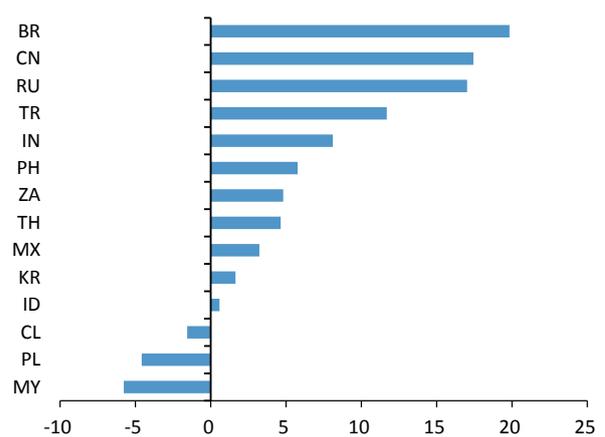
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



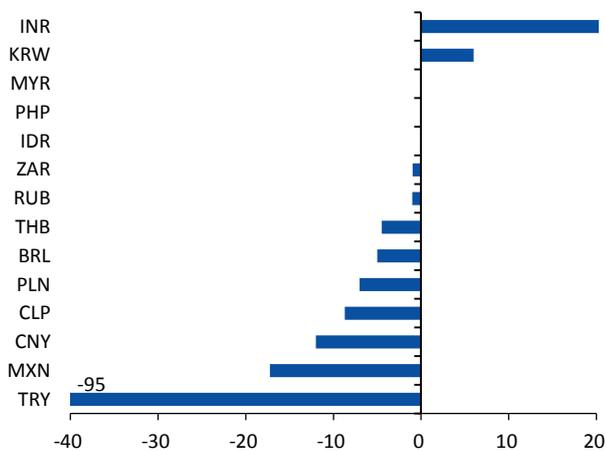
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



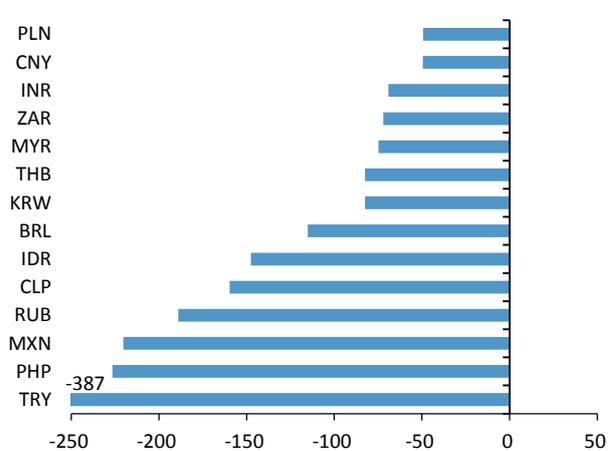
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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

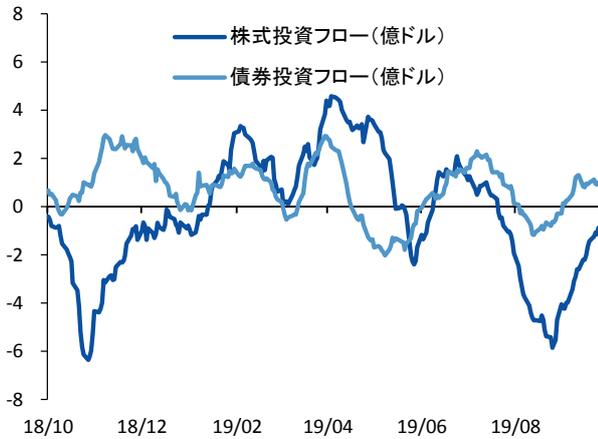
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

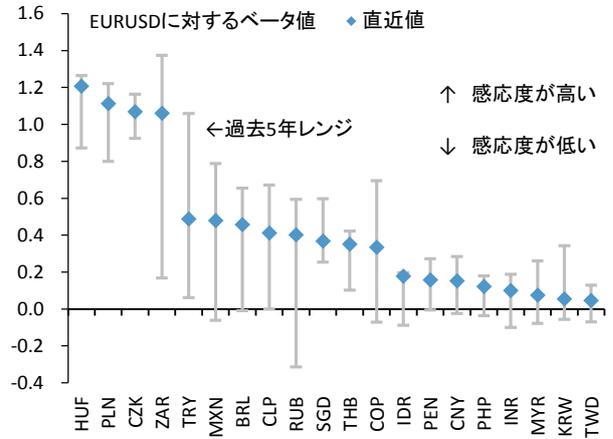
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



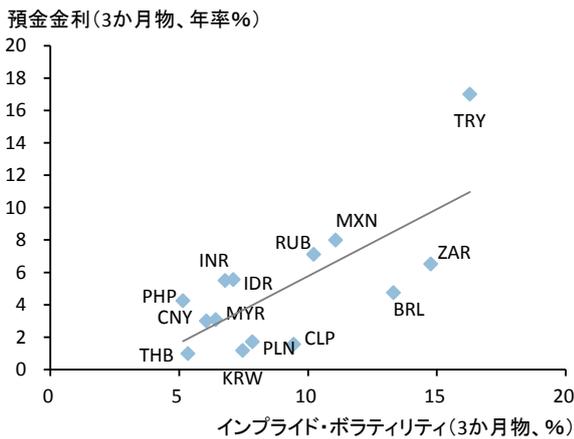
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



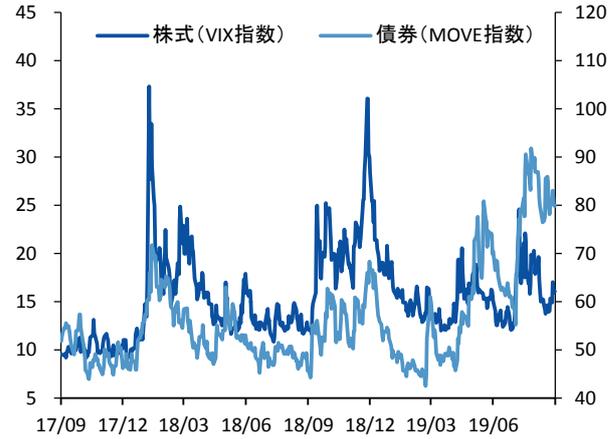
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



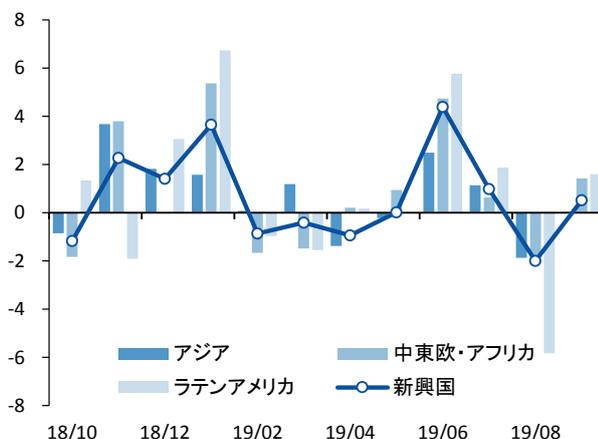
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



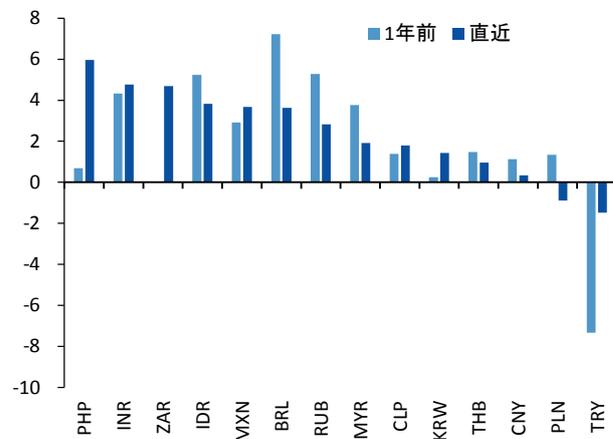
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	0.5%	0.4%	--
23日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-2.5b	-75.3b	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.5%	2.3%	3.0%	3.8%
24日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	-0.6%	-0.3%	--
25日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	1.5%	1.4%	--
25日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-0.6%	-8.0%	-0.4%	--
26日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.25%	--
30日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	0.0%	-8.0%	0.6%	--
30日 (月)	中国	製造業PMI	49.6	--	49.5	--
30日 (月)	中国	非製造業PMI	54.0	--	53.8	--
30日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.2	--	50.4	--
30日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1768m	--
10月1日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	72.0	--
1日 (火)	韓国	CPI(前年比)	-0.3%	--	0.0%	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	\$4123m	--	\$1723m	\$1653m
1日 (火)	韓国	マーケット韓国PMI製造業	--	--	49.0	--
1日 (火)	インドネシア	マーケット・インドネシアPMI製造業	--	--	49.0	--
1日 (火)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
4日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	1.7%	--
4日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	1.7%	--
4日 (金)	インド	RBILホレート	--	--	5.40%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
9月24日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	76.3%	76.6%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.6%	4.5%	4.9%	--
30日 (月)	トルコ	貿易収支	--	--	-3.19b	--
30日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	16.7%	--
30日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	-2.9b	--
30日 (月)	ロシア	経常収支	--	--	12100m	--
10月2日 (水)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	0.9%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	15.0%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	13.5%	--
4日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	4.3%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
9月23日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.6%	2.1%	1.0%	--
23日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$4100m	-\$4274m	-\$9035m	-\$9695m
23日 (月)	ブラジル	海外直接投資	\$6000m	\$9470m	\$7658m	\$5330m
27日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	7.75%	--	8.00%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	-974.7m	--	-1116.8m	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	3.3%	--	5.0%	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	55.8%	--
10月1日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.5%	--
1日 (火)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	52.5	--
1日 (火)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	49.0	--
2日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$3284m	--
4日 (金)	メキシコ	メキシコ自動車生産台数	--	--	337,462	--

注:2019年9月27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>エマーゼンジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 7.1736	7.1325	7.10	7.20	7.20	7.15	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ~ 7.8500	7.8381	7.84	7.85	7.84	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ~ 72.254	70.881	71.5	70.8	69.5	68.5	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ~ 14528	14165	14450	14300	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1222.75	1198.80	1200	1210	1190	1170	1170
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.2280	4.1940	4.22	4.18	4.12	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ~ 53.025	52.171	53.0	52.5	52.5	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3925	1.3823	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 31.731	31.034	31.50	31.75	31.25	31.00	30.75
タイバーツ	(THB)	30.50 ~ 32.51	30.64	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23422	23201	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	64.2359	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 15.4995	15.0352	14.60	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.3961	5.6681	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	4.1693	4.10	4.00	3.80	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 20.2580	19.6602	20.00	19.75	19.50	19.50	19.75
<b>対円</b>								
<b>エマーゼンジア</b>								
中国人民元	(CNY)	14.714 ~ 16.764	15.093	14.79	14.31	14.17	13.99	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ~ 14.332	13.755	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	0.761	0.727	0.720	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ~ 9.970	8.989	8.75	8.51	8.57	8.55	8.55
マレーシアリング	(MYR)	24.862 ~ 27.507	25.652	24.88	24.64	24.76	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ~ 2.168	2.062	1.98	1.96	1.94	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ~ 82.87	78.00	75.54	74.64	75.00	74.07	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ~ 3.641	3.474	3.33	3.24	3.26	3.23	3.25
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.519	3.39	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ~ 0.4839	0.4647	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	1.678	1.62	1.56	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ~ 8.243	7.172	7.19	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	16.509 ~ 21.187	19.016	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	25.861	25.61	25.75	26.84	27.03	26.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ~ 5.977	5.485	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27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。

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。