

2019年10月18日

## The Emerging Markets Weekly

### 米中間の部分的通商合意を受け新興国通貨上昇

**新興国市場:**先週末11日の新興国通貨は米中間の部分的通商合意を受けて堅調に推移した。合意の内容は中国側の400~500億ドル規模の米農産品の購入に加え、一部の知的財産権、為替、金融サービスの問題なども含んでおり、交渉の進展は多く新興国にとって好意的に捉えられた。特にTWDは自国株高などの要因もあり昨年1月以来の高値を記録した。14日は米国が休場であったこともあり、多くの通貨は狭いレンジで推移した。その中で、TRYはトルコのシリア北東部の攻撃に対し、米国がトルコの3閣僚への制裁と同国の鉄鋼製品への関税大幅引き上げを発表したことで下落した。15日はIMFが世界経済見通し(WEO)を発表。2019年成長率を+3.0%に下方修正し(前回7月の発表では+3.2%)、08-09年の金融危機以来の低い伸び率になると予想した。また、週末の米中の部分的通商合意に対する疑念が台頭したこともあり、中南米通貨を中心に大半の通貨が下落した。16日は米中合意の進展期待が再度高まり多くの通貨が上昇した一方、米下院が可決した香港人権・民主主義法案を巡る不透明感を受けて、CNYは下落。ZARも国営電力会社エスコムが計画停電を実施する方針を示したことが嫌気され下落した。翌17日は米国仲介のもとシリア侵攻の停戦にトルコが同意したこと、英国とEUが離脱協定案につき合意したことや、米中貿易協議の部分的な合意といったポジティブな報道が続き、リスクオンの動きが進む中で新興国通貨は続伸した。

**アジア:**韓国銀行(BOK)は16日、金融通貨委員会を開き、政策金利を0.25%pt引き下げて1.25%とした。過去3か月で2度目の利下げとなり、約2年ぶりに過去最低水準となった。BOKの李柱烈総裁は今後について、金融安定の状況の変化および、2度の利下げによる効果を見守って判断していくと指摘し、さらなる利下げ余地があることを示唆した(詳しくは2~3頁参照)。韓国は今年に入り、世界的な経済成長減速と、米中貿易交渉の先行き不透明感のなか、輸出や消費者物価の伸びが悪化しており、国際通貨基金(IMF)も15日、韓国の19年と20年の成長率予想をそれぞれ▲0.6%引き下げ、19年は+2.0%、20年は+2.2%になるとの見通しを示している。

**中東欧・アフリカ:**先週後半にトルコがシリア北東部への攻撃を開始した。米国はトルコの一連の行動に対し、一時は侵攻を容認していたものの、その後は停戦を要請、関税引き上げ等の経済制裁も表明した。その中で17日、米国とトルコは、経済制裁の解除を条件にシリアへの軍事行動を一時中断することで合意に至り、現在は緊張緩和状態にある。ただし、今後事態が長期化した場合、経済制裁を通じたトルコ経済への打撃、TRYへの悪影響はリスク材料として認識すべきである。

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

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(韓国)

### BOK 今年 2 回目の利下げ、追加余地も示唆

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

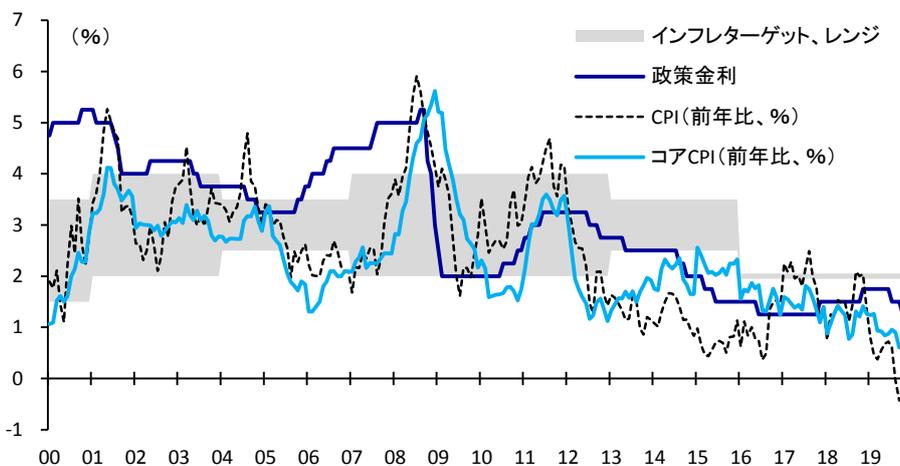
大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

韓国銀行(BOK)は16日に開催した金融通貨委員会において政策金利である7日物レボレートを1.50%から1.25%に引き下げることを決定した(図表1)。BOKは7月18日の金融通貨委員会で景気下支えのために25bpの利下げを実施した後、8月30日の金融通貨委員会では、7月の利下げの効果や米国の金融政策の行方を見極めるのが適切だとしていったん政策金利を据え置いた。もともと、8月の委員会では2人の委員が利下げを主張しており、ブルームバーグの調査では25人中21人が今回の委員会で25bpの利下げを予想(残り4人は据え置き)していた。予想通りの結果に、為替市場への影響は限定的だった。

声明文では、世界経済は貿易が縮小する中で減速を続けていると述べた。国内経済は、米中貿易摩擦や高まる地政学リスクを主因に、7月にBOKが示した見通し(実質GDP成長率見通し、2019年:前年比+2.2%、2020年:同+2.5%)を下回る可能性に言及した。実際のところ、15日に発表されたIMFの世界経済見通しでは、韓国の実質GDP成長率見通しは2019年(4月:前年比+2.6%→10月:同+2.0%)、2020年(4月:同+2.8%→10月:同+2.2%)ともに下方修正された。9月の貿易統計も輸出は前年比▲5.0%(8月:同▲4.0%)、輸入も同▲0.2%(8月:同▲0.2%)と冴えない結果となった。

またBOKは9月消費者物価指数(CPI)が前年比▲0.4%と統計開始以来の最低水準となったことにも言及した。主な要因は、石油製品や食品(農産物、畜産物、鮮魚)のほか公共サービスの価格低下を指摘した。ただ、食品・エネルギーを除くコアCPIは前年比+0%台半ばで推移(図表1)、一般世帯のインフレ見通しも同+1%台後半まで低下しつつある。8月時点では、それぞれ前年比+0%台後半、同+2%程度であった。これらを踏まえて、BOKはCPIが7月の委員会で示した見通しを下回ると予想。2019年末にかけては前年比+0%程度で推移することもありえ、2020年以降に同+1%程度に持ち直していくとした。8月時点では、それぞれ前年比+0%台前半、同1%台前半から半ばとしていた。

図表1:政策金利とインフレ動向



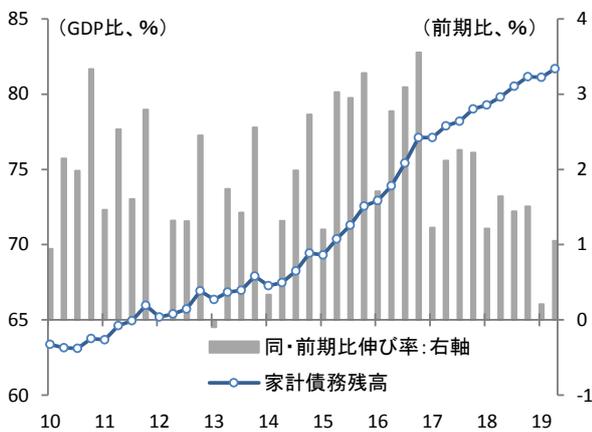
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

このほか、声明文では、国内金融市場の動き(金利低下、株価下落、ウォン安)について、国際金融市場の影響が主な要因と指摘。住宅価格が全般に安定化、ソウルやその周辺で上昇しつつあるなかで、家計債務の伸びは鈍化が続いているとした(図表 2)。金融緩和の副作用(資金流出や債務増大)という点について、7月の利下げが懸念すべき状況を生み出しているわけではないことを言外に示した格好だ。すなわち、国内景気の低迷やインフレ率の低下により一段の金融緩和の必要性が高まる一方、追加緩和を思いとどまらなければならないような懸念材料が特段生じていないという判断の下、BOKは追加緩和に踏み切ったとみなすことができる。

なお、引き続き BOK は緩和的な姿勢を維持するとし、緩和度合い調整するかはマクロ経済や金融安定性の変化、2回の利下げ効果を注視しつつ判断するとしている。ただ、方向感としては追加利下げを実施するかどうかといことになる。四半期毎に更新される BOK の景気見通しは、2019年7~9月期 GDP(10月24日発表予定)の内容を確認してから更新されるようだが、7月時点の見通しは下方修正が必至だ。BOK は家計債務問題にはやや楽観的ともとれる姿勢に転じつつあるほか、利下げ効果が早期に顕在化することも考えにくい。李総裁は会見で「変化している金融・経済環境に対応する余地が我々には依然としてある」と述べ、追加利下げを示唆した。2020年1~3月期にかけて25~50bpの追加利下げの可能性はある。

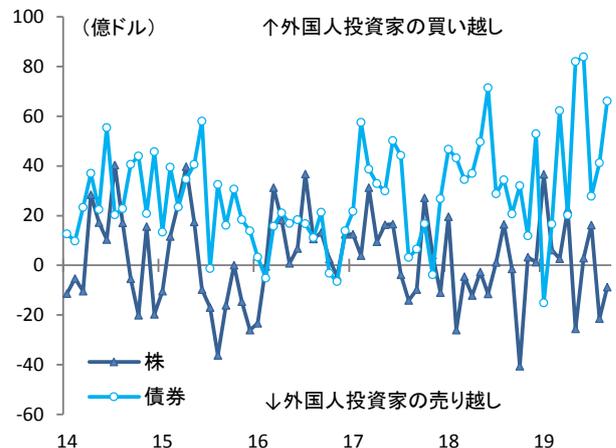
仮に BOK が追加利下げをためらうとすれば、金融安定性の問題となろう。警戒すべきは、家計債務というよりは資金流出となる。李総裁は会見で海外資金の流れを注視していると述べた。ただ、7月の利下げ以降も債券を中心に海外投資家の資金流入は続いている(図表 3)。利下げ余地が縮小した場合の「非伝統的措置」を研究中、と李総裁が述べたことは量的緩和の憶測を呼び、同国の債券市場への資金流入を支えそうだ。アナウンス効果で資金流出を牽制しながら追加利下げのタイミングを探る、というのが BOK の基本スタンスと考える。

図表 2: 家計債務残高の推移



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

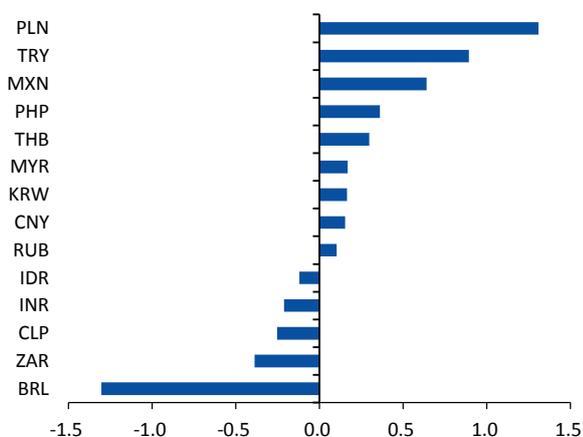
図表 3: 外国人投資家の売買動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

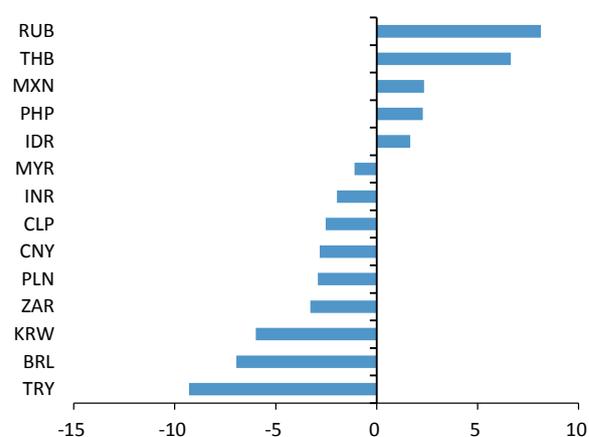
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



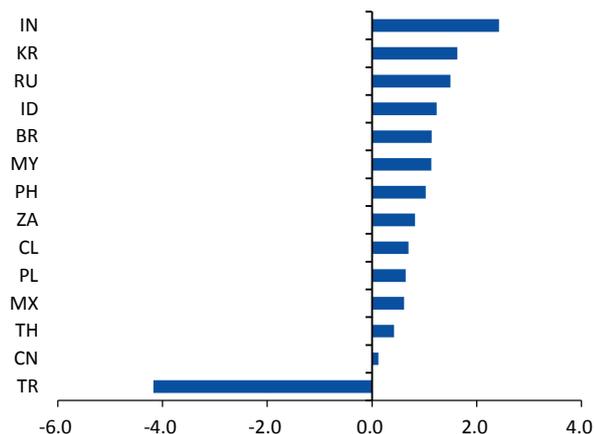
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



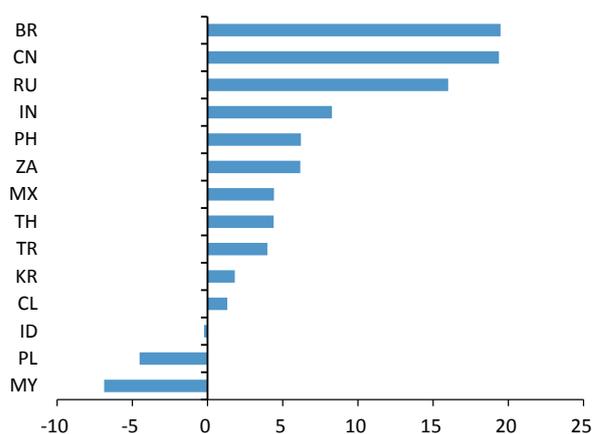
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



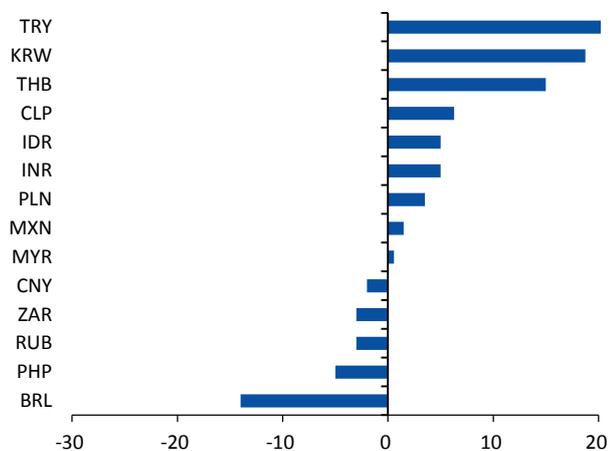
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



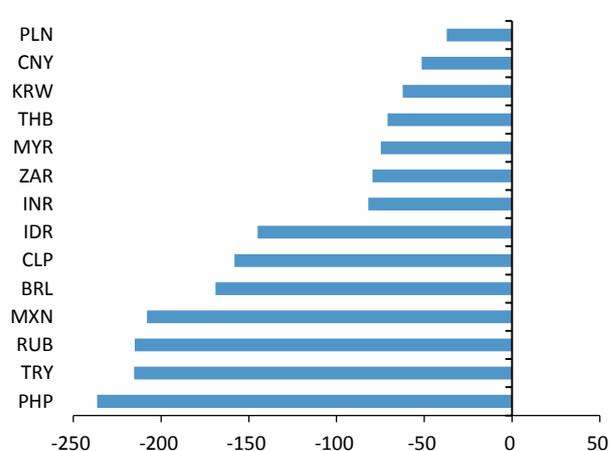
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

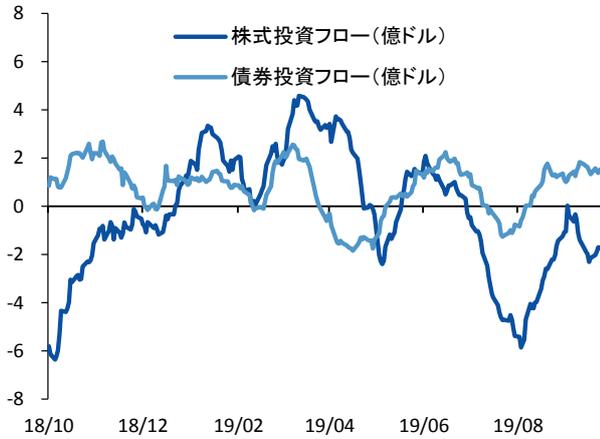
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

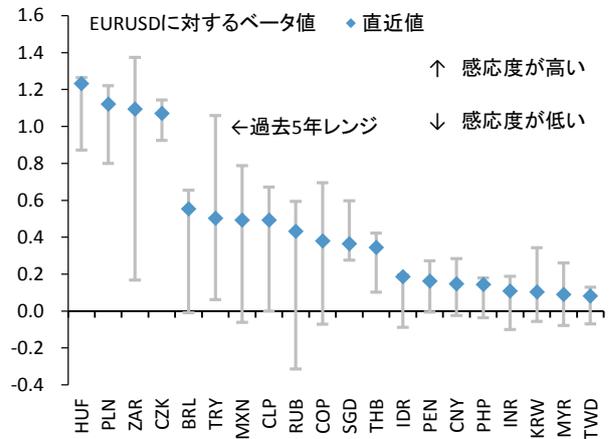
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



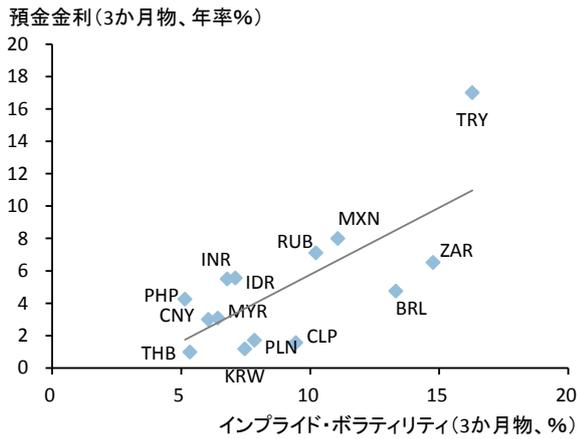
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去12か月)



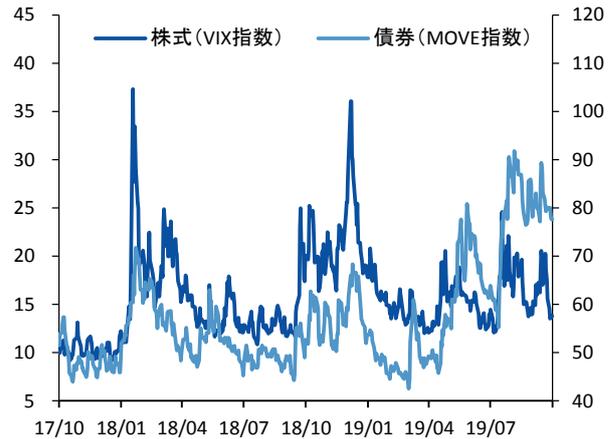
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



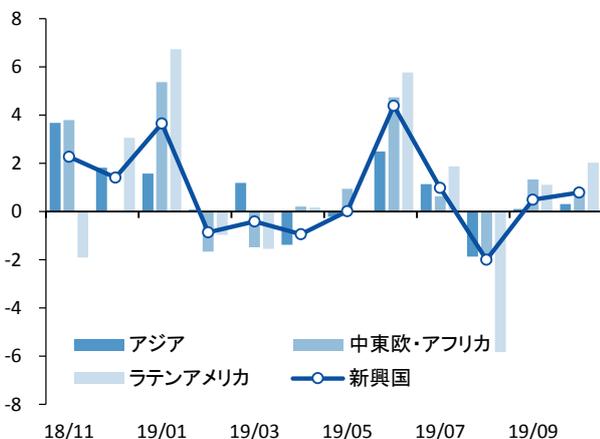
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



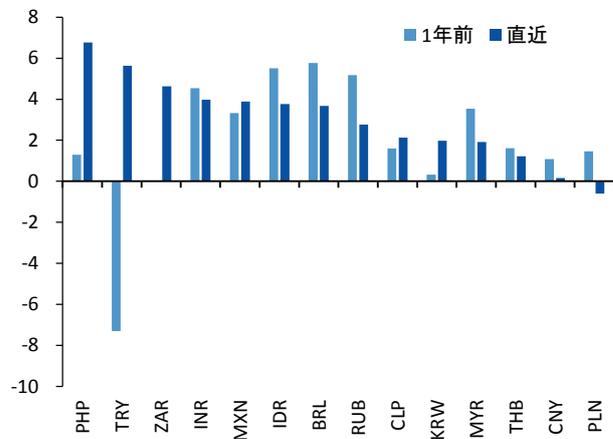
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
10月14日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	0.2%	0.1%	0.1%	--
14日 (月)	中国	貿易収支	\$34.75b	\$39.65b	\$34.84b	\$34.78b
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	0.8%	0.3%	1.1%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	3.8%	4.0%	3.2%	3.3%
15日 (火)	中国	CPI(前年比)	2.9%	3.0%	2.8%	--
15日 (火)	中国	PPI 前年比	-1.2%	-1.2%	-0.8%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$124m	-\$161m	\$85m	\$112m
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	3.7%	4.6%	7.5%	--
15日 (火)	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1360.0b	1690.0b	1210.0b	--
15日 (火)	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.2%	8.4%	8.2%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	-13.8%	-13.4%	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	-6.6%	-6.0%	--
16日 (水)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.25%	1.25%	1.50%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-7.2%	-8.1%	-8.9%	-9.0%
18日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.5%	--	5.5%	--
18日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.9%	--	4.4%	--
18日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	7.8%	--	7.5%	--
18日 (金)	中国	GDP(前年比)	6.1%	--	6.2%	--
18日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$493m	--
21日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2053m	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-8.3%	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.6%	--
22日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-2.5b	--
23日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.3%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-8.0%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
10月14日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-0.7%	-3.6%	-1.2%	-1.1%
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	1.7%	1.1%	2.0%	--
16日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.0%	3.0%	2.9%	--
17日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	0.7%	0.8%	--
17日 (木)	ロシア	PPI 前年比	-0.3%	-1.2%	0.3%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.3%	--	4.3%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	16.50%	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.3%	--
25日 (金)	ロシア	主要金利	6.75%	--	7.00%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
10月16日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	0.8%	0.8%	-0.3%	--
21-26日	ブラジル	税収	119828m	--	119951m	--
22日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.1%	--	0.1%	--
24日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$4274m	--
24日 (木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$9470m	--
25日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.1%	--
25日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	3326b	--

注:2019年10月18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 1~9月(実績)	SPOT	2019年 12月	2020年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 7.1876	7.0777	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ~ 7.8500	7.8441	7.85	7.84	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ~ 72.408	71.168	70.8	69.5	68.5	67.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ~ 14528	14155	14300	14100	14050	14100	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1222.75	1186.93	1210	1190	1170	1170	1170
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.2280	4.1795	4.18	4.12	4.05	4.00	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ~ 53.025	51.365	52.5	52.5	52.3	51.5	50.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3942	1.3649	1.39	1.36	1.35	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 31.731	30.630	31.25	31.00	30.75	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.36 ~ 32.51	30.31	31.5	31.2	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23422	23207	23350	23280	23400	23300	23380
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ~ 69.8032	64.1233	64.00	65.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 15.4995	14.8332	14.60	14.40	14.20	14.00	13.80
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.3961	5.8144	6.00	6.20	6.40	6.60	6.50
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 4.1939	4.1655	4.10	3.90	3.80	3.90	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 20.2580	19.1951	19.50	19.25	19.25	19.50	19.75
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	14.714 ~ 16.764	15.341	14.58	14.44	14.41	14.37	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ~ 14.332	13.842	13.38	13.27	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ~ 1.631	1.526	1.48	1.50	1.50	1.51	1.47
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.767	0.734	0.738	0.733	0.723	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ~ 9.970	9.213	8.68	8.74	8.80	8.72	8.55
マレーシアリング	(MYR)	24.862 ~ 27.507	26.005	25.12	25.24	25.43	25.50	25.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ~ 2.168	2.120	2.00	1.98	1.97	1.98	1.97
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ~ 82.87	79.55	75.54	76.47	76.30	76.12	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ~ 3.641	3.545	3.36	3.35	3.35	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.582	3.33	3.33	3.33	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ~ 0.4839	0.4678	0.45	0.45	0.44	0.44	0.43
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.758	1.695	1.64	1.60	1.56	1.57	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ~ 8.243	7.318	7.19	7.22	7.25	7.29	7.25
トルコリラ	(TRY)	16.509 ~ 21.187	18.658	17.50	16.77	16.09	15.45	15.38
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ~ 30.075	26.081	25.61	26.67	27.11	26.15	25.00
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ~ 5.977	5.656	5.38	5.40	5.35	5.23	5.06

注:1.実績の欄は2019年9月30日まで。SPOTは10月18日の8時25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。