

2019 年 10 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

ZAR が1か月ぶりの高値を記録

新興国市場:先週末 18 日は、英国・EU 間の修正ブレクジット協定案が英議会で翌日協議されることを控え、ドルに圧力がかかったことで、新興国通貨は概ね上昇した。特に、軟調な経済指標を背景に下落していた BRL や、米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA) の批准への期待感が高まった MXN の上昇が目立った。21 日は米中貿易協議の進展期待から KRW をはじめ多くのアジア通貨は上昇したが、チリで交通機関の運賃値上げを発端とした抗議デモ活動の影響で、CLP を中心に中南米通貨は下落した。22 日はアジア株や主要国の株式先物が下落する中、リスク回避的な動きが優勢となり、多くのアジア通貨が下落したが、その一方、BRL は年金改革法の成立が好感されて上昇、ZAR は米中通商合意を巡る見通しが改善されたこと、国内の計画停電が 2 日連続で見送られたことで上昇し、1 ヶ月ぶりの高値を記録した。23 日は新興国市場で株式相場が下落したことに加えて、前日に国際通貨基金 (IMF) が今年と来年のアジア経済成長率を下方修正することを発表したことを受けて、多くのアジア通貨が下落した。他方で、TRY はトルコ・ロシア間でシリア北部のトルコ国境沿いに緩衝地帯を設置することで合意し、米国による経済制裁の可能性が減退したことで上昇した。24 日は欧州でのブレクジット合意への不透明感、ECB 理事会でドラギ総裁が追加緩和の必要性を示したことを背景にドルが上昇し、新興国通貨は下落した。特に TRY はトルコ中銀が政策金利を▲2.5%引き下げを発表したこと、PHP はフィリピン中銀が預金準備率1%引き下げを決定したことで下げを主導した。

アジア:中国で 7~9 月四半期の GDP の結果が発表された。結果は前年度対比+6.0%と伸び率は同 4~6 月四半期と比較して▲0.2%縮小し、前回に続き四半期で統計を遡れる 1992 年以降の過去最低を更新した。一方で、同日に発表された 9 月鉱工業生産は前年対比+5.8%と市場予想の同+5.0%を上回ったが、固定資産投資は 1~9 月累計で前年同期比+5.4%となり、同 1~6 月の+5.8%から減速した。主な要因としては大規模減税による地方財政の悪化でインフラ投資が鈍化したことが指摘されている。しかしながら、中国政府は現状、金融・財政緩和など大規模な景気刺激策の実施に対しては慎重で、まずは今春の約 2 兆元規模の減税の成果を注視する方針。

東南アジア:インドネシア中央銀行は 24 日、金融政策決定会合で政策金利を 5.25%から 5%へ、7 月から 4 か月連続の利下げを決定した。同国では 20 日からジョコ大統領の 2 期目が始動し、ムルワニ経済相の続投も決まった。先週 IMF が 2020 年の同国の潜在成長率が+4.9%と▲0.6%の下方修正を発表したことに加えて、22 日にはアジア地域の今年と来年の経済成長率をそれぞれ▲0.4%、▲0.3%下方修正をするなど国内の景気停滞感が漂う中で、前期から政府財政の安定化に寄与したムルワニ氏の再選は市場で好感された。

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

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(中国)

景気の減速基調が続く

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

中国景気の成長鈍化が緩やかに進んでいる。18 日に発表された 7～9 月期実質 GDP は前年比+6.0%と 4～6 月期の同+6.2%から減速したほか、市場予想(同+6.1%)も下回った。1～9 月期では前年比+6.2%と、1～6 月期の同+6.3%から減速。1～3 月期は同+6.4%であったので、時間の経過につれ成長率が鈍化しつつある様子が確認できる。寄与度でみると、最終消費支出(1～9 月期:+3.75%pt)と純輸出(同:+1.22%pt)が低下するなか、総資本形成(同:+1.23%pt)の伸びでは相殺しきれない状況が確認できる。1～3 月期時点ではそれぞれ、+4.17%pt、+1.46%pt、+0.77%pt、であった(図表 1)。

個別の経済指標で見てみると、9 月の輸出額(米ドルベース)は前年比▲3.2%と 8 月(同▲1.0%)からさらに減速、市場予想(同+2.8%)も下回った。輸入額がそれ以上のペースで落ち込んでいることもあり、GDP への寄与度ベースではプラスを維持しているものの、製造業を中心に企業活動への影響は大きい。1～9 月の鉱工業生産は前年比+5.6%と 1～6 月(同+6.0%)から減速した。民間セクターの 1～9 月の固定資産投資も前年比+4.7%と 1～6 月(同+5.7%)から減速。第二次産業の減速(前年比+2.9%→同+2.0%)が目立つ。これらを公的セクターの伸び(前年比+6.9%→同+7.3%)が補う格好だ。

企業活動の鈍化は賃金にも影響を与えている可能性がある。また、アフリカ豚コレラの影響による豚肉高騰で物価が上昇(9 月の CPI は前年比+3.0%、うち豚肉の寄与度は+1.65%pt)していることは家計の負担増となる。足許の自動車販売の伸び悩みには、シャドーバンキングの規制等に伴うデレバレッジや補助金見直しといった政策要因も指摘される。家計向けの減税は打ち出されたものの、その効果は今のところ限定的となっているようだ。1～9 月の小売売上高は前年比+8.2%と、1～6 月期(同+8.4%)から鈍化した。

経済指標が出揃ってくるに従って、中国景気の先行きに対する市場の目線もこよう。IMF が 15 日に公表した最新の世界経済見通しでは、中国の実質 GDP 成長率の見通しが、2019 年は前年比+6.1%、2020 年を同+5.8%とし、7 月時点(それぞれ同+6.2%、同+6.0%)から下方修正された。ただ、中国の成長率見通しについてはさらなる下振れリスクがあるというのが実際のところだろう。IMF が 11 日に公表した試算結果によると、米中間での追加関税措置の応酬が既に明らかにされている通りに実現すれば、中国の実質 GDP が 2020 年で 2.0%程度下振れするだけでなく、2023 年時点でも下振れ圧力が残るといえる。

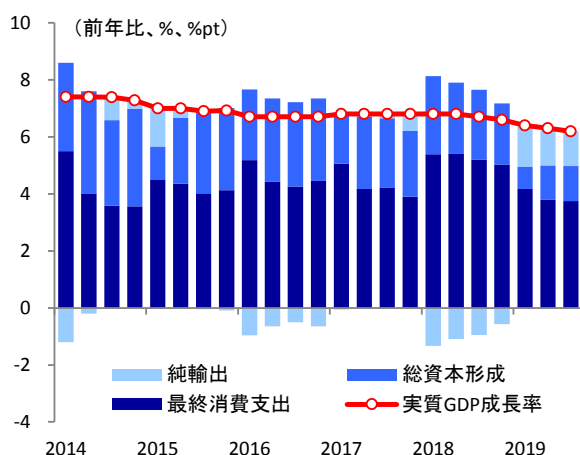
カギとなる米中協議については予断を許さない状況にある。10 月に再開された閣僚級協議の結果、通商問題においては特定分野において暫定合意に至ったことが明らかにされた。10 月 15 日に予定されていた、米国による対中追加関税第 1～3 弾の追加関税率引き上げ(25%→30%)は一旦見送られた。この点は、米中両国にとって成果といえる。

一方で、合意内容については詰め作業が残っているというのが現状である。米中両国で合意を目指す内容で一致しない部分も報じられる。11 月 16～17 日にチリで開催される APEC 首脳会議で米中首脳会談を行い、合意文書に署名することが目標とされているが、それまでは議論の紆余曲折もありそうだ。包括合意間近で決裂に至った 5 月のケースも思い出される。協議決裂なら、見送られた追加関税率引き上げが実行される可能性が高い。

また、報じられている暫定合意内容を考慮すれば、無事に合意に至ったとして米中景気への影響は限定的といえる。米中両国にとってウィンウィンの結果が期待できる米国の農産物の輸入拡大を除けば、中国が米国に譲歩する余地は実質的にほとんどない。12 月 15 日に予定されている追加関税第 4 弾の後半(9 月 1 日に先行適用された 1100 億ドル相当の輸入品に続き、1700 億ドル相当の輸入品が追加対象に)の先送りにつながるような合意内容になるとは考えにくい。実際、トランプ大統領は「第 1 段階の合意に至った」とし、「第 2、第 3」の合意を目指す姿勢をみせている。困難な通商分野(補助金や国有企業優遇等)や安全保障分野(エンティティリスト等)の協議に際しては、米国が再び追加関税拡大や税率引き上げの圧力を強めるだろう。

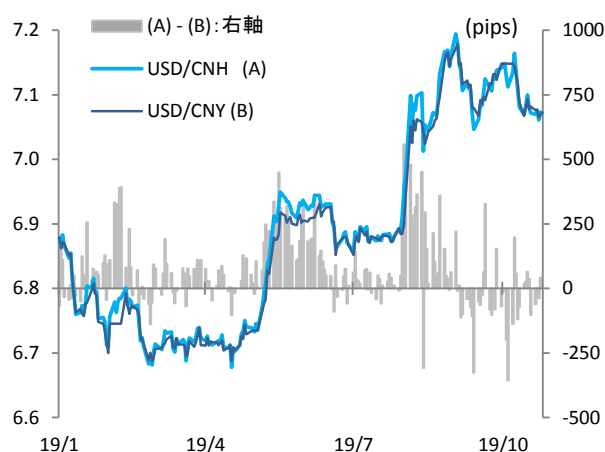
為替市場では USD/CNY が 7.0 台後半で推移している。9 月には一時 7.2 に接近していた。オフショアレートの(USD/CNH)との乖離がマイナスとなることも珍しくなくなってきた(図表 2)、市場の人民元安への警戒感はやや和らぎつつあるようだ。10 月に入ってからドル安や米株式市場のインプライド・ボラティリティ低下に示唆されるリスク許容度の回復等も寄与している面がある。ただ、上述の「第 1 段階の合意」の後には、より厳しい米中協議(もしくは米中の緊張再燃)が控える。市場のリスク回避が重なる格好で人民元安へ振れる展開が予想される。年末にかけての USD/CNY の想定レンジについては 7.00～7.25 と幅を持って考えておきたい。

図表 1: 中国の実質 GDP 成長率(年初来、寄与度)



出所: CEIC、みずほ銀行

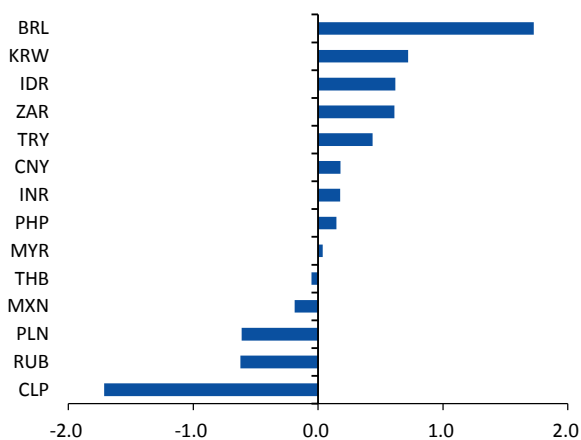
図表 2: USD/CNY と USD/CNH



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

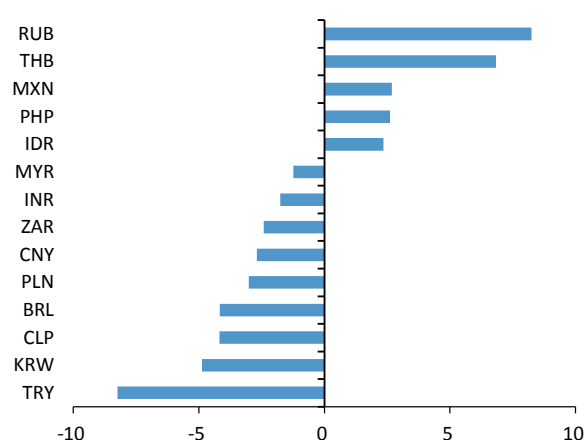
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



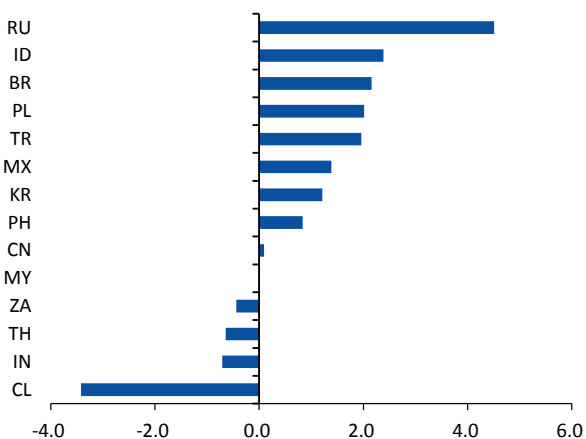
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



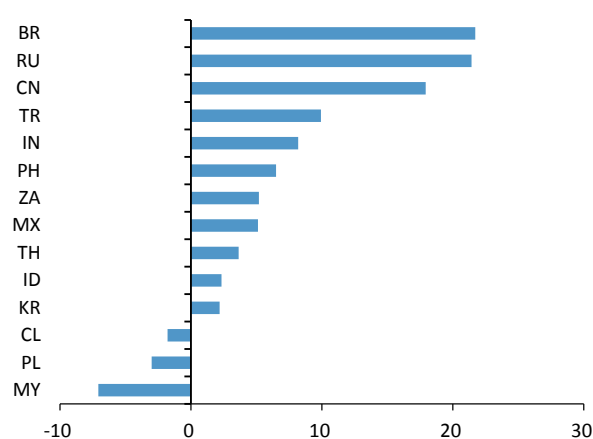
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



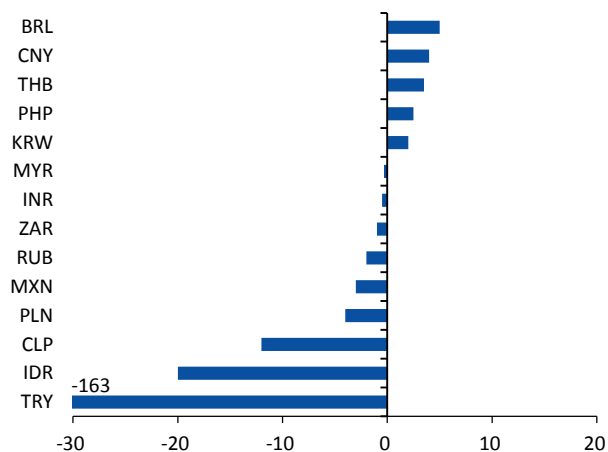
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



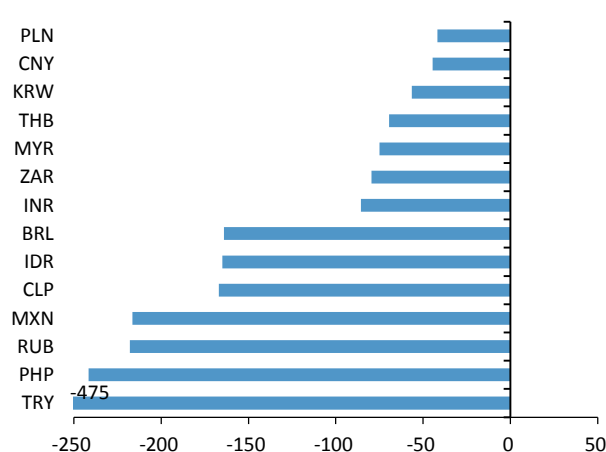
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

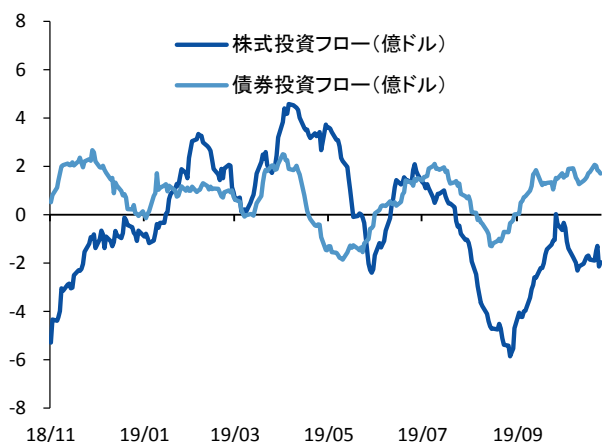
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

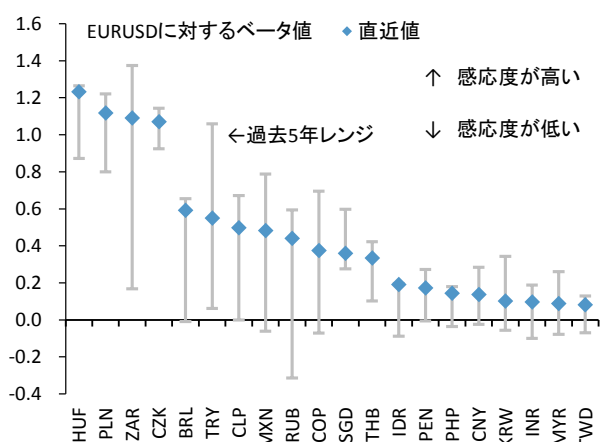
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



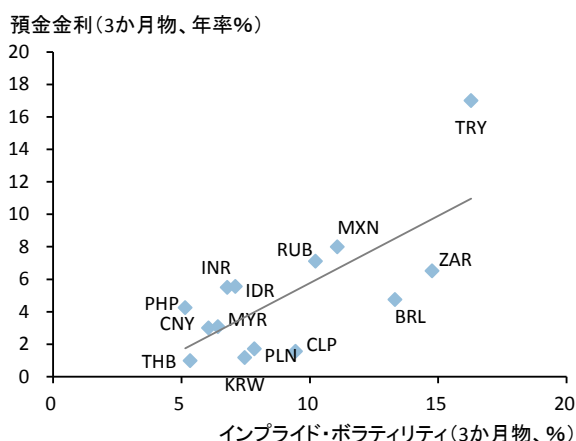
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



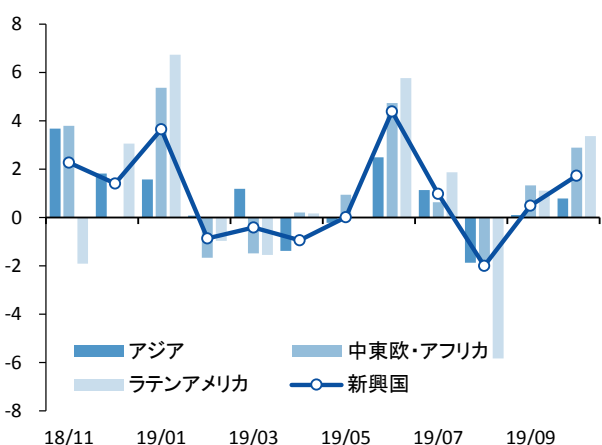
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



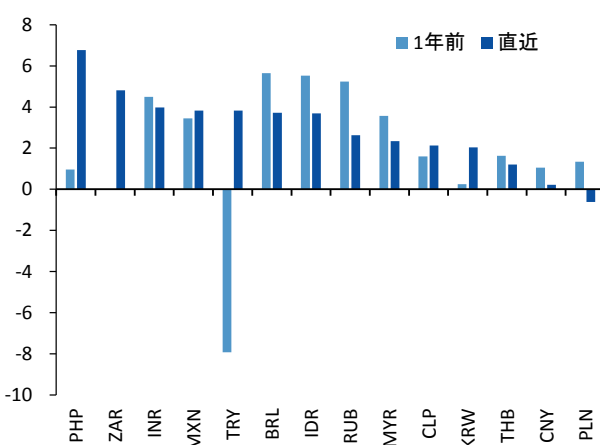
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
10月21日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$2212m	\$1275m	\$2053m	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	-4.6%	-4.9%	-8.3%	--
22日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-178.6b	-2.5b	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	-0.7%	-0.6%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.9%	-0.8%	2.3%	2.4%
23日 (水)	シンガポール	CPI(季調前/前月比)	0.2%	0.0%	0.5%	--
24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 ^o	5.00%	5.00%	5.25%	--
24日 (木)	韓国	GDP(前年比)	2.0%	2.0%	2.0%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-5.1%	--	-8.0%	--
29日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	73.0	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	49.8	--	49.8	--
31日 (木)	タイ	貿易収支	--	--	\$3583m	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.9%	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	53.8	--	53.7	--
31日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	2.4%	--
11月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$5973m	\$5982m
1日 (金)	タイ	CPI 季調前(前月比)	--	--	0.1%	--
1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	-0.4%	--
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.9	--	51.4	--
中東欧・アフリカ						
10月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.3%	4.1%	4.3%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レホレート	15.50%	14.00%	16.50%	--
25日 (金)	ロシア	主要金利	6.75%	--	7.00%	--
25日 (金)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	98.8	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.3%	--
31日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	17.2%	--
31日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.50b	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	6.8b	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.3%	--	4.5%	--
11月1日 (金)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	46.3	--
1日 (金)	トルコ	マーケット/ISOTURCO製造業PMI	--	--	50.0	--
1日 (金)	南ア	ABSA製造業PMI	--	--	41.6	--
ラテンアメリカ						
10月22日 (火)	ブラジル	税収	118261m	113933m	119951m	--
22日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.0%	0.1%	0.1%	--
24日 (木)	ブラジル	海外直接投資	\$4200m	\$6306m	\$9470m	--
24日 (木)	ブラジル	経常収支	-\$4000m	-\$3487m	-\$4274m	--
25日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.0%	--	2.1%	--
25日 (金)	ブラジル	融資残高	3350b	--	3326b	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	775.0m	--
30日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	3.3%	--	3.4%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-0.8%	--
31日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	54.8%	--
31日 (木)	ブラジル	SELICレート	5.0%	--	5.5%	--
11月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.3%	--

注: 2019 年 10 月 25 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
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 7.1876	7.0693	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8383	7.85	7.84	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.408	71.025	70.8	69.5	68.5	67.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14059	14300	14100	14050	14100	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1173.10	1210	1190	1170	1170	1170
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1850	4.18	4.12	4.05	4.00	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	51.342	52.5	52.5	52.3	51.5	50.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3637	1.39	1.36	1.35	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.731	30.576	31.25	31.00	30.75	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.36 ～ 32.51	30.26	31.5	31.2	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23205	23350	23280	23400	23300	23380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.0639	64.00	65.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	14.6930	14.60	14.40	14.20	14.00	13.80
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7674	6.00	6.20	6.40	6.60	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.0420	4.10	3.90	3.80	3.90	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.1366	19.50	19.25	19.25	19.50	19.75
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.365	14.58	14.44	14.41	14.37	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.858	13.38	13.27	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.529	1.48	1.50	1.50	1.51	1.47
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.773	0.734	0.738	0.733	0.723	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.249	8.68	8.74	8.80	8.72	8.55
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	25.959	25.12	25.24	25.43	25.50	25.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.117	2.00	1.98	1.97	1.98	1.97
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	79.65	75.54	76.47	76.30	76.12	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.553	3.36	3.35	3.35	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.590	3.33	3.33	3.33	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4681	0.45	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
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	7.393	7.19	7.22	7.25	7.29	7.25
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.822	17.50	16.77	16.09	15.45	15.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	26.882	25.61	26.67	27.11	26.15	25.00
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.676	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 25 日の 8 時 10 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。