

2020 年 10 月 23 日

The Emerging Markets Weekly

CNY がおよそ 2 年ぶりの水準をトライ

新興国市場:先週末 16 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。欧州時間に入り、ラube 英外相の英 EU 協議の合意は可能との発言に、一時ドル安が進んだ。ただ、米国時間にジョンソン英首相が EU との合意に後ろ向きな発言をするにドルは値を戻し、新興国通貨は上昇幅を縮小した。週初 19 日、新興国通貨はアジア時間で小高く始まった後はほぼ横ばいとなった。欧米時間に入り、追加景気対策が選挙前に合意できる望みを失っていないとのペロシ米下院議長の見方に市場はリスクオンで反応。新興国通貨は上昇した。20 日のアジア時間、新興国通貨は動意の薄い展開となった。個別には、タイで連日続く政府への抗議活動は THB の重しとなった。欧米時間に入ると、欧米株の堅調と米国の追加経済対策合意への期待が高まり、リスクオンが再び台頭。新興国通貨を下支えた。21 日の新興国通貨は上昇した。アジア時間は前日からのリスクオンムードが継続。CNY は 2018 年 7 月以来の水準まで一時上昇した。欧米時間に入ると、バルニエ EU 首席交渉官が英国との合意は手の届くところにあると発言。ドル売りの流れは継続し、新興国通貨は値を伸ばした。ZAR や RUB の上昇が目立ったほか、22 日に開催されるトルコ中央銀行 (CBRT) の金融政策会合で利上げが実施されるとの観測から、TRY も上昇した。22 日、新興国通貨はまちまちの展開。欧州時間にかけて、COVID-19 の感染拡大への懸念でドル高・ユーロ安が進むも、米大統領候補者討論会を控え様子見ムードが広がるにつれ、新興国通貨の値動きも限定的となった。ZAR や MXN が堅調。一方、CNY は反落、TRY は中銀の政策決定後に急落し過去最安値を更新した。

アジア: 19 日発表の中国 7~9 月期実質 GDP は前年比+4.9%と 4~6 月期 (同+3.2%) から加速した。輸出や投資の伸びが成長率をけん引した。タイ中央銀行 (BOT) のセタプット総裁は 20 日、金融政策について「机上にはあらゆる選択肢が載っている」と述べ、追加利下げの可能性を示唆。非伝統的な政策の可能性も除外しないと示した。中国証券監督管理委員会は 21 日、電子商取引大手傘下の金融会社の上海証券取引所への上場登録を承認したと発表。同社は上海と香港の重複上場により史上最大規模の IPO (350 億ドルの調達) を目指している。中国メディアは 22 日、適格国内機関投資家 (QDII) の外国証券投資の割り当て (9 月時点で月 1070 億ドル) が 100 億ドル増える見通しと報じた。

中東欧・アフリカ: 南アフリカのムボウェニ財務相は 16 日、今年度予算から財源 (約 60 億ランド) を捻出し、コロナ給付金の支給を 3 か月延長する方針を明らかにした。歳出規模は拡大せず、歳出の優先順位を見直す。トルコ中央銀行 (CBRT) は 22 日、政策金利を 10.25% で据え置くことを決定した。インフレ抑制の観点から、市場では利上げが予想されていた。他方、CBRT は事実上の政策金利の上限と位置付けられる後期流動性貸出金利を 13.25% から 14.75% に引き上げた。裏口から金融引き締めを行わざるを得ない状況に、市場では中銀の独立性や不透明な金融政策の枠組みへの懸念が台頭した。

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
堀 亮大
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)

CNY 相場、当局の意向に注目

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

中国のオンショア人民元(以下、CNY)は 21 日、対ドルレートで 2018 年 7 月以来となる 6.64 台まで一時 CNY 高が進んだ。2018 年に米中貿易摩擦が高まって以降、CNY は下落を続け、2019 年前半に持ち直す場面がみられたが、6.66 を下抜けることはできなかった経緯がある。したがって、CNY はひとつの節目とみられてきた水準を超えたといえる。

こうした CNY の上昇ペースは我々の想定を上回るものである。我々の CNY の対ドルの想定レンジは、2020 年 10~12 月期が 6.70~6.95、2021 年 1~3 月期で 6.65~6.90(エマージングマーケットマンスリー2020 年 10 月号参照)である。1 四半期以上前倒しで CNY 高が進んだ感があり、今後想定レンジの見直しが必要だ。

従来、我々が CNY 高継続を想定してきた背景には、①経済活動の正常化、②金融政策の方向性の違い、③金融市場の開放、④米大統領選におけるバイデン候補優位、等であった。これらが CNY の需要を拡大するという見立てだ。

①については概ね予想通りの経済回復がみられ、②、③と相まって、中国は「金利のある」市場として選好されつつある。世界国債インデックスの組み入れ決定は、そうしたニーズが長期化しうることを意味する。香港や上海市場での旺盛な株式新規公開(IPO)も、投資資金を海外から引き付けている。また、COVID-19 に関連して、医療品や PC 等の輸出が牽引し貿易収支黒字が拡大。海外旅行が事実上停止する中でサービス収支赤字は縮小した。結果、経常収支黒字は大きく拡大(CNY の実需拡大)した。この辺りは概ね予想通りといえる。

他方、④の米大統領選については、思いのほかバイデン候補のリードが広がった感がある。同氏については、対中貿易政策(追加関税)の見直しや法人増税が行われる可能性が高いとみており、前者は中国による人民元安誘導の思惑後退、後者には米国からの資本流出(ドル安)を予想していた。従来、混戦を予想してきたが、誤算は COVID-19 の感染収束に至らない中で、資産効果のパスが寸断されている(株高が個人消費につながりにくい)という特殊な状況による。株高は現職優位との米大統領選のアノマリーが崩れつつあり、市場は前倒しでいわゆるバイデン・トレードに向かうことができたのではないかと。

もっとも、最大の誤算は、輸出への影響を考慮すれば当局は急速な CNY 高を容認しないだろうという我々の過信だったといえる。習国家主席は新たな経済成長の枠組みであるとみられる「双循環」への言及を増やしつつある。「双循環」の詳細は不明だが、対米覇権争いも念頭に、経済成長のドライバーを輸出から内需にシフトするというのが大きな特徴といわれ、自国通貨高政策との親和性が増すとみられる。事実上、国家の意思を決めるのは習主席である以上、少なくとも我々は「輸出依存の中国经济」という固定概念を早期に切り替えるべきだった。どの程度の経済政策上の変化が生じるのか。来週(10月26~29日)に開催される共産党中央委員会第5回会議での決定内容を踏まえて、今後改めて検討していく必要がある。

CNY 相場は事実上、当局の管理下にあるという点は当面変わらないだろう。であるからこそ、足許の CNY の水準については当局として許容範囲にあるといえる。事実、CNY 高が進む中で、中国人民銀行 (PBoC) が日々提示する CNY の基準値は市場が推計する理論値を下回る (CNY 高方向にある) ケースが散見されてきた。そこには、上述の実需拡大とともに経済政策が今後変化することが考慮されているといえる。

一方で、CNY 高のペース抑制とも受け取られる動きも出始めている。例えば、PBoC は 9 月、外貨リスク準備金制度の準備金率を従来の 20% から 0% に引き下げた。同措置は、2018 年 8 月に CNY 安のペースを和らげるべく再導入 (準備金率 0% → 20%) された経緯がある。また、中国メディアによれば、国家外為管理局 (SAFE) が適格国内機関投資家 (QDII) に割り当てられている外国証券投資枠の増額を検討している模様だ。同枠については 9 月に増額されたばかり。当局が資本流出の増加を容認するのであれば、CNY 高のペースにも影響はありうる。

CNY の想定レンジ見直しにおいては、こうした当局の意向を重視したい。

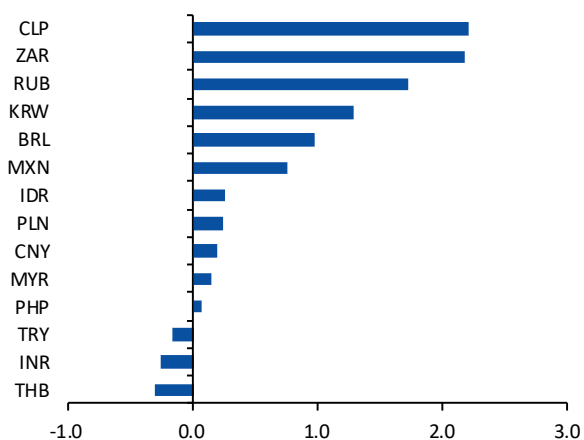
図表 1: USD/CNY とドル・インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

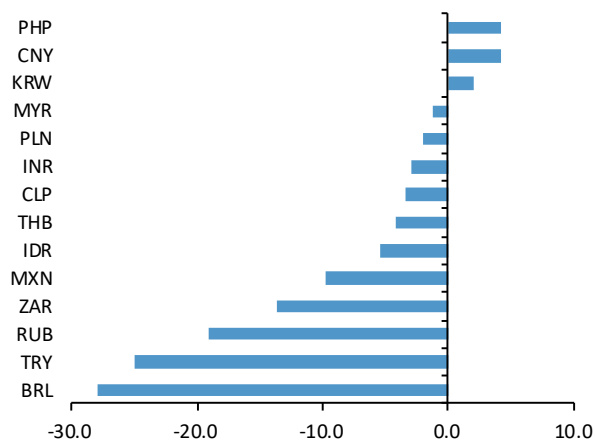
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



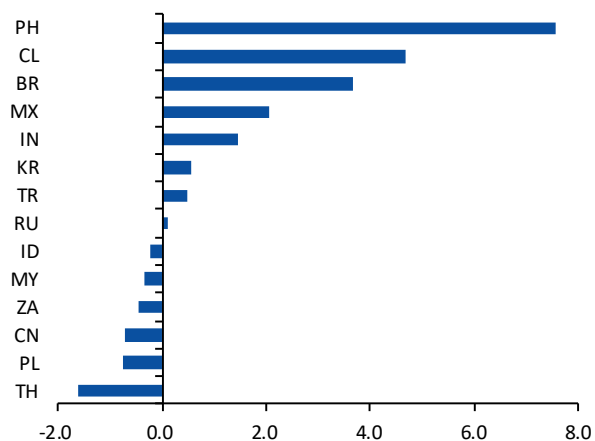
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



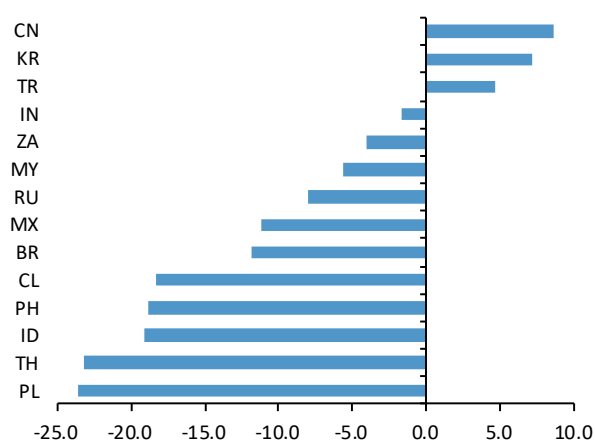
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



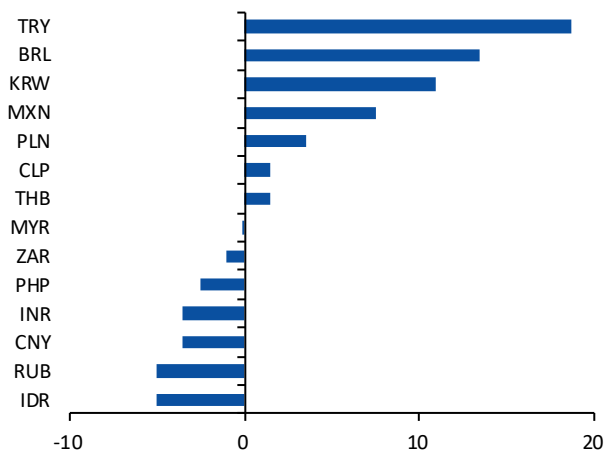
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

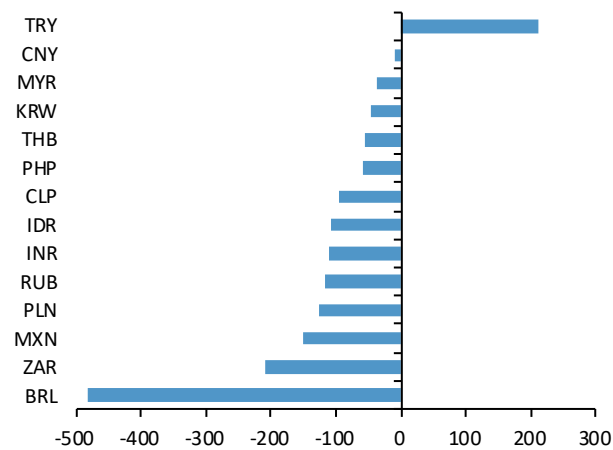
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりインドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

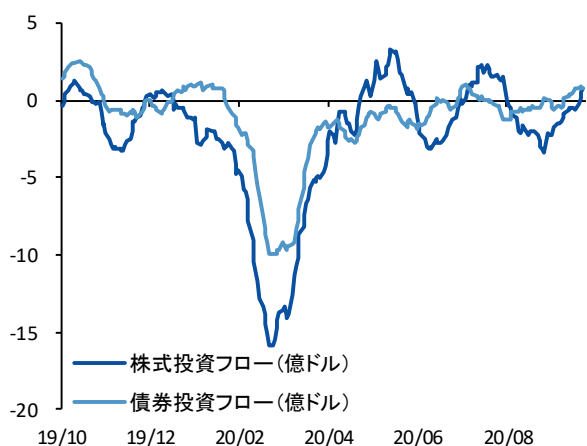
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

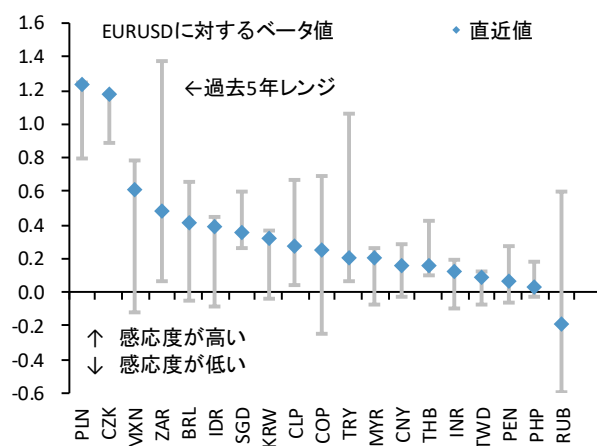
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



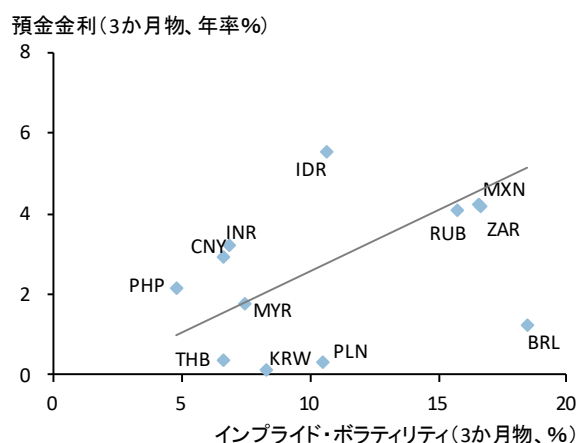
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



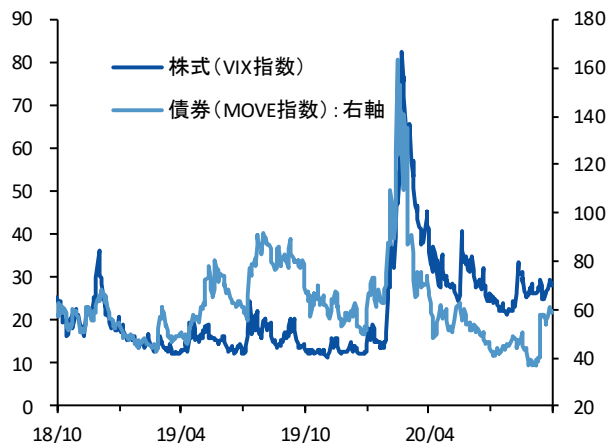
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



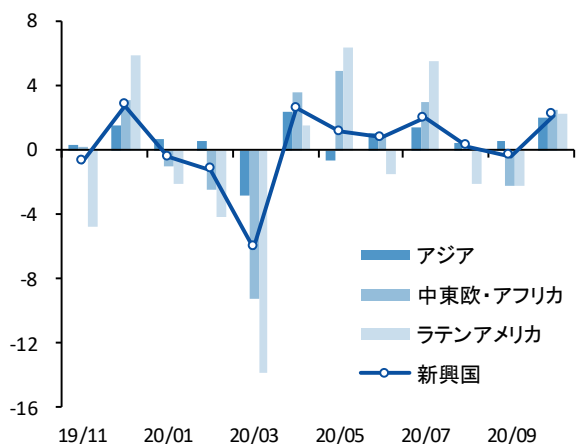
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



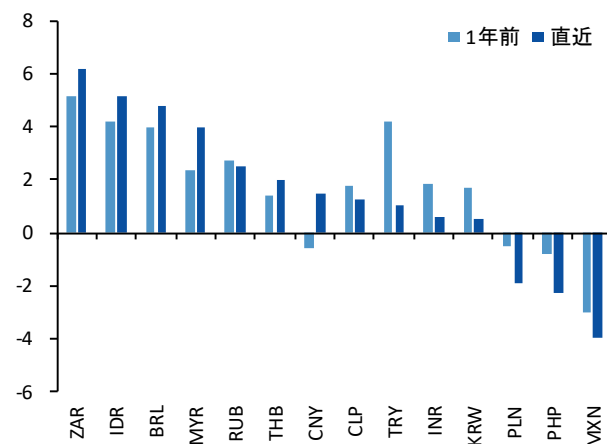
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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、%)



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19日 (月)	中国	GDP(前年比)	5.5%	4.9%	3.2%	3.2%
19日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.8%	6.9%	5.6%	--
19日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	1.6%	3.3%	0.5%	--
19日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	0.9%	0.8%	-0.3%	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	8.0%	9.9%	13.6%	--
21日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	-0.4%	-0.5%	--
21日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	-1.3%	-1.4%	-1.4%	--
22日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$3388m	\$2230m	\$4349m	--
22-23日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-40.1b	--
22-30日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$657m	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.3%	--	-0.4%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	6.5%	--	4.7%	--
26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	13.7%	--
27日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	-2.7%	--
28日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	7940.0%	--
28日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	-2.9%	--
29日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	6800.0%	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.0%	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2996m	--
30日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$5378m	--
30日 (金)	台湾	GDP(前年比)	0.0%	--	-0.6%	--
中東欧・アフリカ						
10月21日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-2.1%	-3.0%	-2.7%	--
21日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	1.4%	0.1%	2.3%	2.9%
22日 (木)	トルコ	1週間レポレート	12.00%	10.25%	10.25%	--
23日 (金)	ロシア	主要金利	4.3%	--	4.3%	--
26日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	105.3	--
26日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.6%	--
28日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	2.4%	--
30日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.28b	--
30日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-71.2%	--
30日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	38.9b	--
ラテンアメリカ						
10月21日 (水)	ブラジル	税収	119700m	119825m	124505m	--
23日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-9.7%	--	-12.5%	--
23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.8%	--	0.5%	--
23日 (金)	ブラジル	経常収支	\$2985m	--	\$3721m	--
23日 (金)	ブラジル	海外直接投資	\$2050m	--	\$1430m	--
26日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-9.8%	--
26日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	3737b	3736b
27日 (火)	メキシコ	貿易収支	--	--	6115.7m	--
29日 (木)	ブラジル	SELICレート	2.00%	--	2.00%	--
29日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	17.9%	--
30日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-18.7%	--
30日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	60.7%	--

注: 2020 年 10 月 23 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

		2020年 1～9月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021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)	6.7512 ～ 7.1777	6.7254	6.80	6.80	6.75	6.75	6.70
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7501	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	73.380	75.4	74.8	73.5	72.5	72.2
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14690	15300	14600	13800	14350	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1145.45	1160	1160	1150	1150	1140
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1535	4.30	4.22	4.20	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.326 ～ 51.959	48.665	50.5	49.5	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3603	1.39	1.38	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.808 ～ 30.533	28.839	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.22	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23169	23500	23160	22900	22850	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	77.9951	76.00	74.00	75.00	77.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.6451	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.8568	7.9360	7.50	7.20	7.00	7.30	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.6140	5.25	5.00	5.10	5.20	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	21.2865	22.00	21.50	22.00	22.50	23.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.655	15.15	14.71	14.96	15.11	15.52
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.596	13.29	12.90	13.02	13.14	13.38
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.436	1.37	1.34	1.37	1.41	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.716	0.673	0.685	0.732	0.711	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.200	8.88	8.62	8.78	8.87	9.12
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.372	23.95	23.70	24.05	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.163	2.04	2.02	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.46	74.10	72.46	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.653	3.53	3.44	3.48	3.53	3.61
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.375	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4547	0.44	0.43	0.44	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.352	1.36	1.35	1.35	1.32	1.33
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.329	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	13.375 ～ 18.875	13.275	13.73	13.89	14.43	13.97	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	18.771	19.62	20.00	19.80	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.949	4.68	4.65	4.59	4.53	4.52

注: 1. 実績の欄は 2020 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 23 日の 8 時 00 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。