

2019 年 11 月 22 日

The Emerging Markets Weekly

米中を巡る懸念が新興国通貨の重しに

新興国市場:先週末 15 日の新興国通貨は、14 日にカドロー米国家経済会議委員長が中国との通商協議について両国が電話で緊密に連絡を取り合っていることを明らかにし、協議は合意に近いとの認識を示したことがサポート材料となり、大半は堅調に推移した。チリの主要政党がピノチエト独裁政権下で制定された憲法の改正を巡る国民投票を 2020 年 4 月に実施することで合意したことが好感され CLP は大幅に上昇し、MXN も連れ高となった。週初 18 日、特段材料がない中、アジア通貨の大半は狭いレンジでの推移となった。NY 時間に入ると、トランプ米大統領が対中関税の撤回に消極的なことを受け、中国政府は通商合意を悲観的に見ているとの報道を背景に新興国通貨は軟調となった。しかし、米政府が中国の通信機器大手に対する米国製品の禁輸措置の猶予期間を更に 90 日間延長することを発表すると、新興国通貨の下落幅は縮小した。19 日、米中貿易協議を巡る不透明感を背景にリスクオフムードが漂う中、アジア通貨は小幅な動きにとどまった。NY 時間に入ると米中貿易協議の先行き不透明感から、ドルが下押しされたことを受け、新興国通貨は小幅に上昇した。20 日、米議会上院で「香港人権・民主主義法案」が可決されたことや、米中の第一段階の通商合意が遅れる可能性が浮上したことなどが新興国通貨の売り材料となった。特に MXN は他の通貨に比べ下落幅が大きかった。21 日は引き続き米中貿易協議の行方や香港情勢を巡る米中の対立への懸念が新興国通貨の上値を抑えた。韓国の貿易関連の経済指標の冴えない結果や、韓国が在韓米軍の駐留経費負担の増額という米国の要求に応じない場合は駐留部隊を一部引き上げることが米政府が検討しているとの報道を受け、KRW は軟化した。一方、ZAR は南アフリカ準備銀行(SARB)が政策金利を据え置くことを決定したことが支援材料となった。

アジア:18 日に発表されたタイ 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.4%と 4~6 月期(同+2.3%)から小幅に加速したが、市場予想(同+2.7%)を下回る結果となった。内訳をみると純輸出が前年比寄与度+4.3%pt と 4~6 月期(同▲4.4%pt)から改善したことが全体を支えた。また、政府最終消費支出や総固定資本形成が加速したことも挙げられる。一方、民間最終消費支出は減速した。インドネシア中央銀行(BI)は 21 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 5.00%に据え置くことを決定した。一方、預金準備率を 50bp 引き下げ 5.5%とした。

中東欧・アフリカ:21 日に SARB は金融政策会合を開催し、政策金利を 6.50%に据え置くことを決定した。インフレリスクが高まっていることを背景に据え置きを決定した模様だ。3 人の政策委員が据え置きに賛成する一方、2 人は 25bp の利下げを主張したと声明文で述べた。

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 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(メキシコ)

市場営業部
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

11 月金融政策決定会合－3 会合連続で利下げを決定

メキシコ中央銀行(Banxico)は11月14日、政策金利(翌日物金利)を従来の7.75%から7.50%へと25bp引き下げを決定した。8月と9月の会合に続く3会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計75bpとなった。国内景気の停滞が続く中で、インフレ率は目標レンジ(前年比+3%を中心に±1%pt)内に収まっていることが利下げ判断を促した(図表1)。10月に米国で追加利下げが行われたことも後押しになったとみられる。

声明文の内容に大きな変更はない。外部環境については改善が見られるものの、貿易摩擦や地政学リスク、政治社会不安が引き続き世界経済のリスクとなっており、リスクは下方向にあるという認識を維持した。また、国内経済についても下振れのリスクに警戒を示した。前期比ほぼゼロ成長が続いていることから景気停滞が続いていることは明らかであり、「経済面での緩み(slack)が想定以上に拡大している」との文言は変わらない。2019年および2020年の成長率はBanxicoの従来想定を下回るとした。

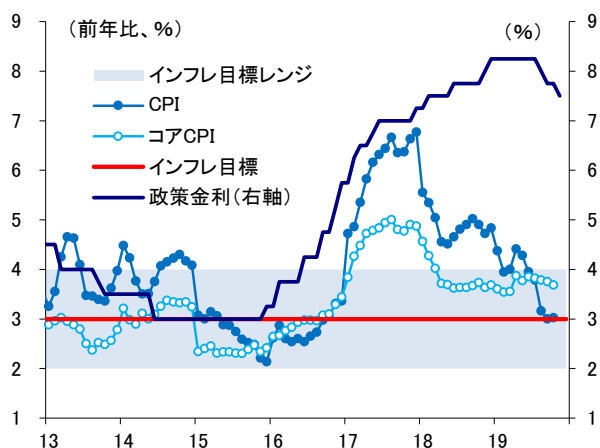
インフレ率についても、リスクは両方向にあるという見解を維持した。リスク要因については従来から変わっていない。まず、食料・エネルギーを除くコア・インフレ率については前年比+4%弱と高めの水準にあることを指摘する一方、経済面の緩みの広がりや抑制要因になり得るとした。また、ヘッドラインベースのインフレ率が3%前後で推移している背景には食料等のインフレ率低下があることから、そうしたノンコアの動向がインフレ率の変動要因になるとした。このほか、賃金の動向にも注意を促した。

次に、ペソ相場についても引き続き、ペソ安がインフレ率の上昇リスクとなる一方、ペソ高が同・下落要因になりうるとした。特に、市場でリスク志向が高まる場合やUSMCA(新NAFTA)の批准手続きが進む場合には、ペソ高を通じたインフレ率の低下が予想されるとした。さらに、インフレ上昇リスクとして、米国からの追加関税や債務問題の悪化を挙げた。資金流出(ペソ安)を通じたインフレ率の上昇を想定しているとみられる。Banxicoは声明文で、足許で資産価格が堅調に推移しているものの、対米関係や国営石油公社(Pemex)の信用格付けを巡る不透明感が残ると警戒感を示している。

なお、政策決定においては前回会合に続き、5名のボードメンバーのうち2名が50bpに利下げを主張しており、市場では次回会合(12月19日)でも25bpの追加利下げが行われると予想されている。実際のところ、金融政策以外に特段の景気対策が行われておらず、早期に国内景気の改善は期待しにくい。ペソ相場が堅調であれば、急激なインフレ率の変動も回避できよう。この点、メキシコ国債のCDSやPemex債の対米国債スプレッドの推移を見る限り、現状のところ上述の債務問題からペソ安という流れにはない(図表2、3)。スプレッド縮小で国債利回りの低下が一服、ペソ高の動きも限定的だろう(図表4)。

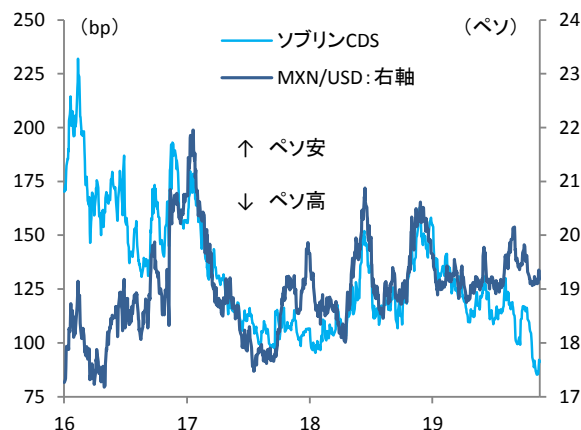
かかる状況下、警戒すべきは対米関係を起因とするペソ安だろう。USMCA 批准について米国のペロシ下院議長が年内承認を目指す姿勢を見せたことは前向きな動きといえる。ただ、こうした動きは、トランプ政権が「無期延期」としている移民問題を巡る追加関税を撤回するものではない。また、足許では、中南米で政情不安が高まっており、ボリビアでは反米左派政権が失脚、メキシコは元大統領の亡命を受け入れたほか支援姿勢を明確にした。相反する見解を示すトランプ政権との間で新たな火種となりうる点にも注意したい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



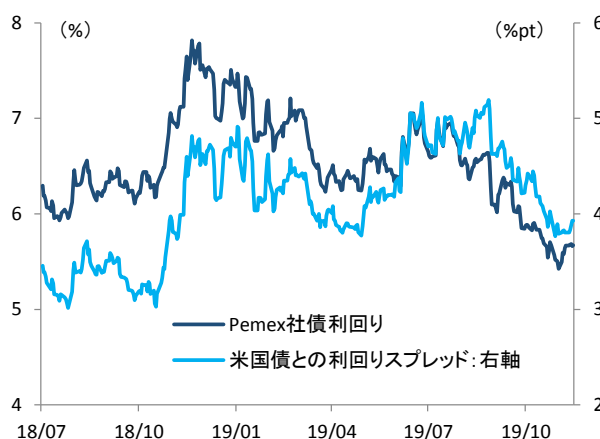
出所: メキシコ中央銀行、メキシコ地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 為替レートとソブリン CDS



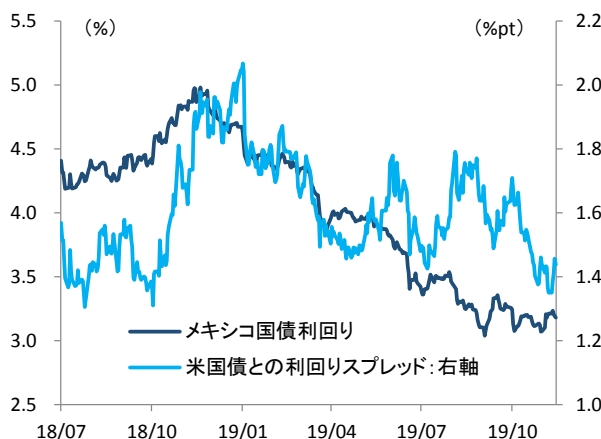
注: ソブリン CDS はドル建て 5 年物
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: Pemex 社債利回り(ドル建)と対米国債スプレッド



注: Pemex 社債(2027 年 3 月償還の 9 年債)の利回りと、米国債(2027 年 2 月償還の 30 年債)との利回りスプレッドをグラフ化
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

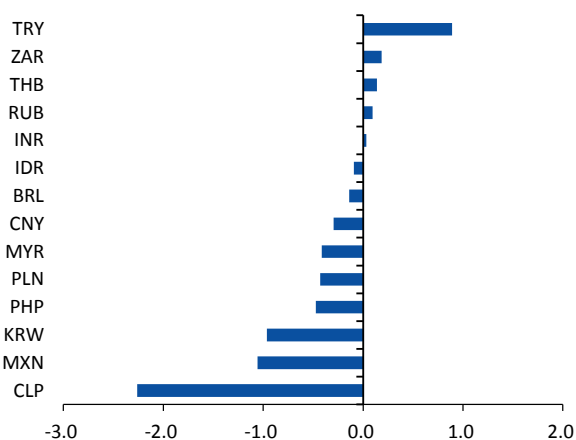
図表 4: メキシコ国債利回り(ドル建)と対米国債スプレッド



注: メキシコ国債(2027 年 3 月償還の 9 年債)の利回りと、米国債(2027 年 2 月償還の 30 年債)との利回りスプレッドをグラフ化
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

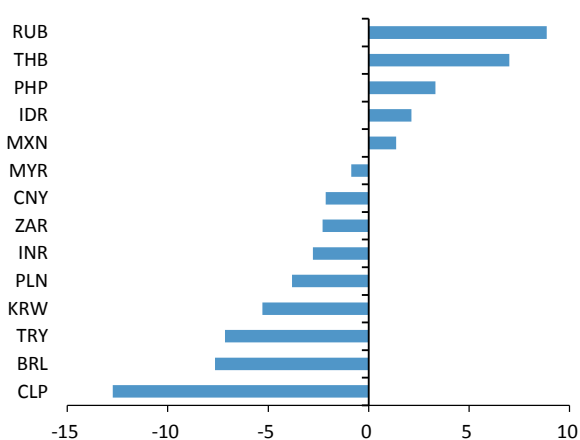
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



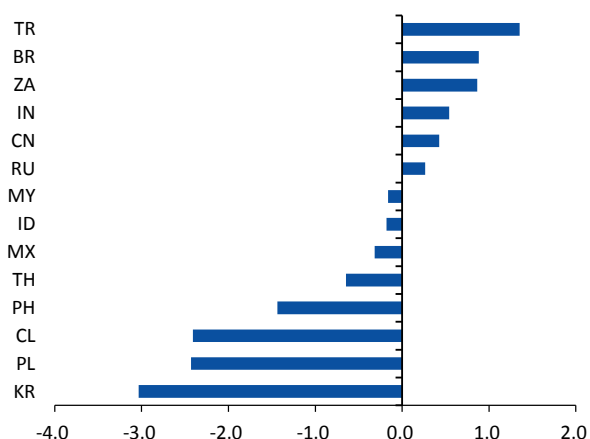
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



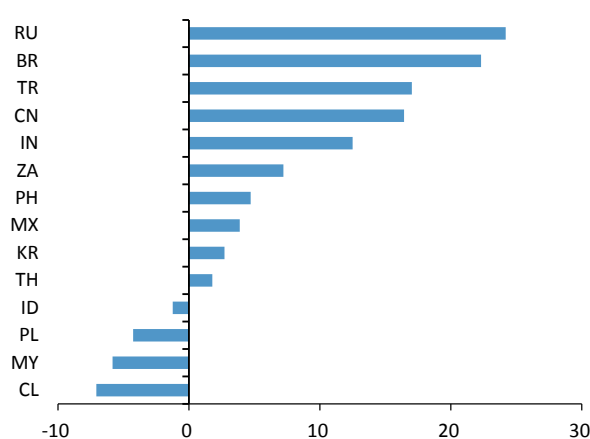
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



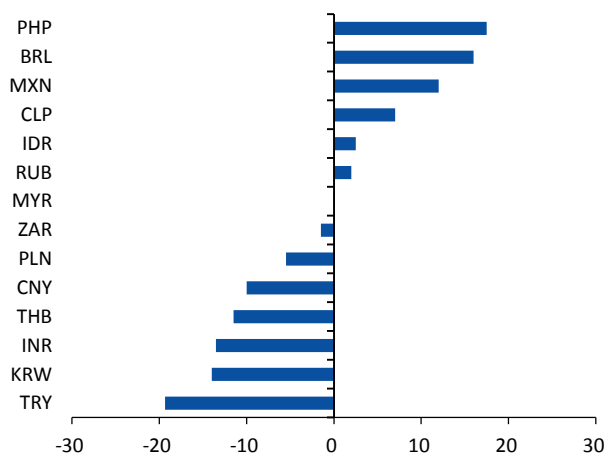
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



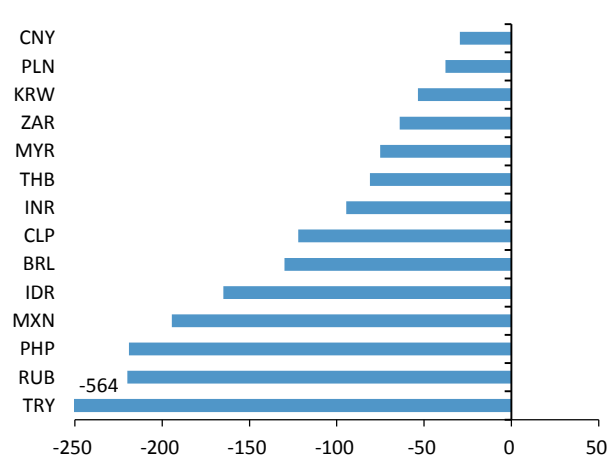
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

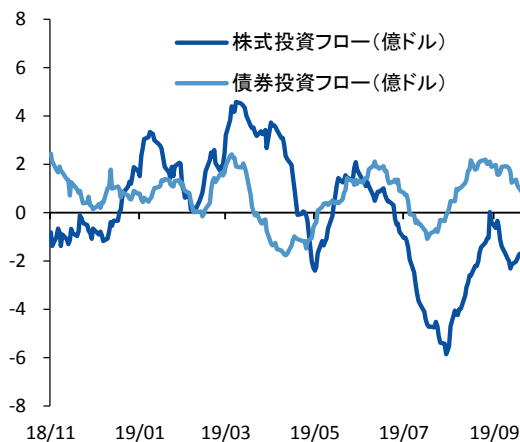
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

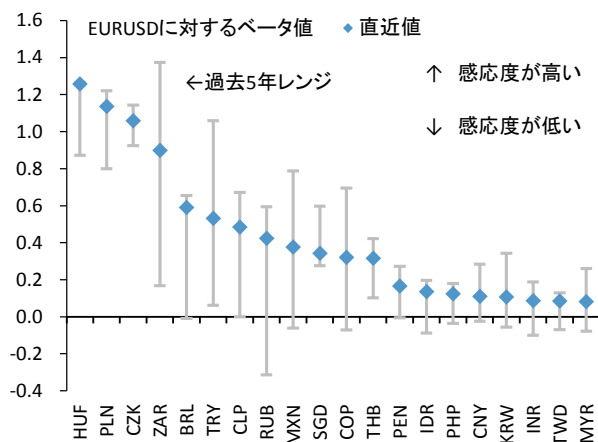
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



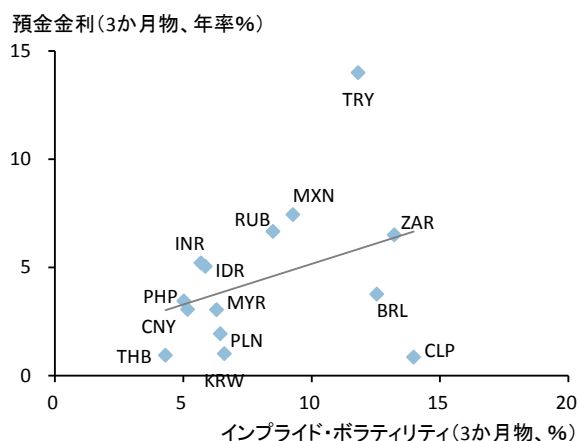
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



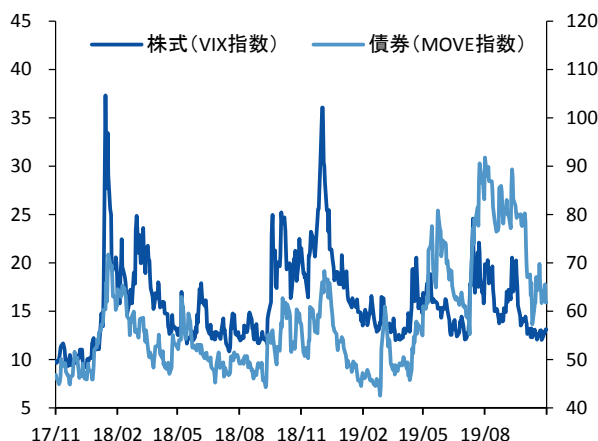
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



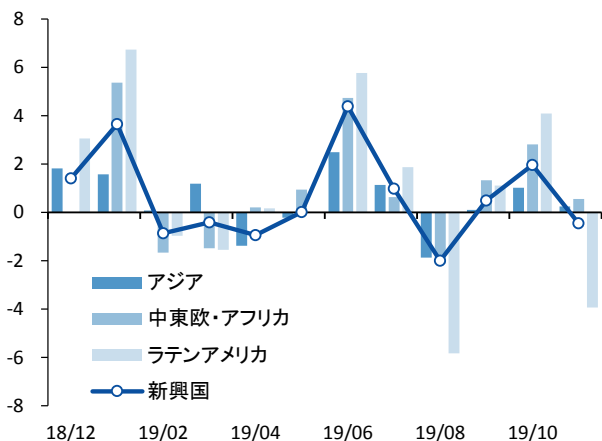
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



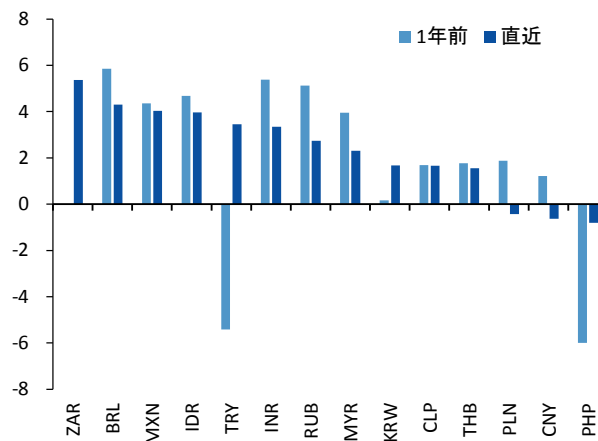
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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, %)



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						
11月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-10.0%	-12.3%	-8.1%	--
18日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.7%	2.4%	2.3%	--
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	\$163m	\$38m	--
20日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	-0.6%	-0.7%	-0.8%
20日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.0%	1.1%	1.1%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	-4.5%	-3.5%	-4.9%	--
21日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	0.4%	0.5%	0.1%	--
21日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$419m	\$507m	\$1275m	--
21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%	5.00%	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	--	0.5%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.8%	--
25日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-178.6b	--
25-29日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-5.6%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	0.5%	--	0.1%	--
28日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	72	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.4%	--
29日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	1.3%	--
29日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$2687m	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$3531m	--
29日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
中東欧・アフリカ						
11月18日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	2.6%	3.0%	--
19日 (火)	ロシア	PPI 前年比	-3.9%	-4.9%	-1.2%	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.9%	3.7%	4.1%	--
20日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	2.9%	3.1%	2.4%	--
20日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	1.6%	0.7%	--
20日 (水)	ロシア	失業率	4.6%	4.6%	4.5%	--
21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.50%	--
25日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	100.9	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.4%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.1%	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.06b	--
29日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	13.2%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	5.2b	--
ラテンアメリカ						
11月21-26日	ブラジル	税収	138885m	--	113933m	--
21-27日	ブラジル	登録雇用創出合計	75,000	--	157,213	--
25日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-0.4%	--
25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.9%	--
25日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$3487m	--
26日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.6%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	-116.2m	--
27日 (水)	メキシコ	失業率(季調前)	--	--	3.8%	--
27日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	3361b	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	4.0%	--	3.2%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	55.3%	--

注: 2019 年 11 月 22 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 1～10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	7.0324	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8205	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.408	71.765	71.0	71.8	69.4	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14092	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1178.08	1180	1180	1170	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1698	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	50.702 ～ 53.025	50.852	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3631	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.381 ～ 31.731	30.521	31.00	30.75	30.50	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.13 ～ 32.51	30.21	30.3	31.2	30.4	29.8	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23196	23200	23350	23180	22980	22880
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	63.7141	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	14.6883	15.20	15.40	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.6984	6.00	6.30	6.60	6.40	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.1954	4.00	3.95	3.90	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.3910	19.25	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	15.448	15.04	14.86	14.71	14.68	14.49
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.885	13.50	13.25	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.513	1.49	1.45	1.48	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.770	0.752	0.727	0.733	0.731	0.712
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.232	8.98	8.81	8.80	8.79	8.62
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	26.030	25.36	24.59	24.76	25.00	24.75
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.134	2.06	1.96	2.00	2.03	2.02
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	79.66	77.94	75.36	75.18	75.56	74.07
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.558	3.42	3.38	3.38	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.613	3.594	3.50	3.33	3.39	3.42	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4681	0.46	0.45	0.44	0.44	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.704	1.66	1.65	1.58	1.62	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.391	6.97	6.75	6.65	6.80	6.90
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	19.049	17.67	16.51	15.61	15.94	15.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	25.889	26.50	26.33	26.41	26.15	25.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.600	5.51	5.40	5.35	5.23	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 22 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。