

2019 年 12 月 6 日

The Emerging Markets Weekly

米中通商協議の行方に振らされる

新興国市場:先週末 11 月 29 日は、「香港人権・民主主義法案」が成立したことを受けて、米中通商協議が頓挫する可能性への懸念が重しとなり、大半の新興国通貨は狭いレンジでの取引となった。韓国銀行 (BOK、中央銀行) は金融政策会合を開催し、政策金利を 1.25% に据え置くことを決定したが市場予想通りだったため KRW への影響は限定となった。週初 12 月 2 日、週末の 11 月 30 日に発表された中国 11 月製造業 PMI が景気拡大/縮小の節目となる 50 を 7 か月ぶりに上回ったが、米中通商協議を巡る不透明感から新興国通貨の大半は小幅な動きにとどまった。NY 時間に発表された米 11 月 ISM 製造業景気指数が 48.1 と 10 月 48.3 から低下し、景気拡大/縮小の節目である 50 を 4 か月連続で下回ったことによりドルが軟化し、新興国通貨は上昇した。特に ZAR は堅調な推移をみせた。なお、トランプ米大統領はブラジルとアルゼンチンが大規模な通貨切り下げを実施してきたとし、鉄鋼とアルミニウムに関税を課すとした。3 日、新興国通貨の大半は小動きにとどまった。米国が中国に加え、ブラジルとアルゼンチンとも貿易戦争へ発展する懸念が浮上し、新興国通貨の重しとなっている。ZAR は発表された 7~9 月期実質 GDP 成長率が冴えない結果となったことが嫌気され売り優勢となった。4 日、前日にトランプ大統領が「米中通商合意は 2020 年の大統領選のあとでも良い」と発言したことが、米中の第一段階通商合意の早期実現への期待を後退させた。KRW は貿易に関するヘッドラインに振られやすく軟化した。しかし、NY 時間にトランプ大統領が、「中国との交渉は非常に順調だ」と述べたことを好感し、MXN は値を上げた。5 日、前日は中国との協議が長引く可能性を示唆していたトランプ大統領は一転、「非常に順調」と発言したことを背景に、大半の新興国通貨は小幅に上昇した。ZAR は発表された南アフリカ 7~9 月期経常収支の赤字幅が市場予想より悪い結果となったことを受け軟調となった。

アジア:インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は 5 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 5.15% に据え置くことを決定した。市場では利下げを予想する向きが多かった。RBI は政府の景気対策や、利下げの効果を見極めると述べている。

中東欧・アフリカ:3 日に発表された南アフリカ 7~9 月期実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.6%と 4~6 月期 (同+3.2%) から減速した。2019 年に入ってから 2 度目のマイナス成長となった。

ラテンアメリカ:3 日に発表されたブラジル 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+1.2%と 4~6 月期 (同+1.1%) から加速し、市場予想 (同+1.0%) を上回る結果となった。GDP の 7 割を占める民間最終消費支出が 4 四半期連続で加速しており、国内経済に明るい兆しが見えている。

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 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(韓国)

景気は「最悪期を脱しつつある」

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

韓国銀行(BOK)は3日、7~9月期の実質GDP(確報)を発表した。前期比+0.4%、前年比+2.0%と10月24日公表の速報値と変わらずの内容となった。寄与度別には、米中対立の再燃から輸出の駆け込みと内需減退による輸入の落ち込みが重なり、純輸出は+1.5%ptと大きくプラス寄与した。一方で、建設投資のさらなる落ち込み(寄与度で▲0.9%pt)や在庫の圧縮(同▲0.5%pt)も確認された(図表1)。

ひとまず、1~3月期のマイナス成長(前期比▲0.4%)以降、2四半期連続でプラス成長を達成できたことになる。BOKの李総裁も、政策金利の据え置きを決めた11月29日の金融通貨委員会の後の会見で、国内景気について「最悪期を脱しつつある(passing through the bottom)」との認識を示している(図表2)。

ただし、同日に公表されたBOKの経済見通しからは、楽観視しているわけではないことがうかがえる。最新の实質GDP見通しは、2019年が前年比+2.0%、2020年が同+2.3%だが、それぞれ同+2.2%と同+2.5%から下方修正された。消費、投資、輸出のいずれも想定した以上に落ち込み、それが想定以上に長期化することが背景だ。あらたに発表された2021年見通しを見る限り、従来想定よりも半年から1年程度、景気持ち直し時期が先送りされたようだ(図表3)。

なお、同経済見通しではアップサイド、ダウンサイド両方リスク要因を明示しているが、足許の世界情勢を考慮するとダウンサイド優勢に見える点には注意したい。ちなみに、アップサイドは①財政支出拡大、②保護主義の後退、③世界的な金融緩和、ダウンサイドでは、④半導体市況の回復の遅れ、⑤世界貿易の停滞継続、⑥地政学リスクの高まり、⑦さらなる中国の内需落ち込、を挙げている。

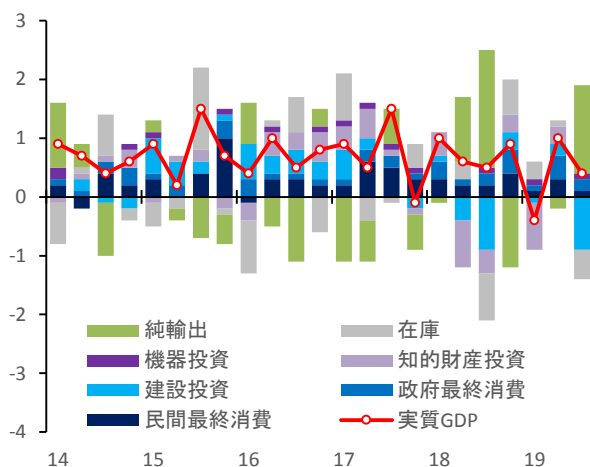
まず、ダウンサイド・リスクの多くは、多かれ少なかれ米中覇権争いに起因するとみられるが、米中協議の行方は予断を許さない状況が続いている。直近で利下げを決めた10月の金融通貨委員会の後、李総裁は7~9月期の成長率を確認してから経済見通しを修正するとし、通常3か月毎に行う見通しの改定を先送りしたが、実際には10~11月に進展が期待された米中協議の結果を確認したかったのではないかとみられる。いずれにせよ、米中覇権争いは長期化が必至だ。

また、半導体市況には底入れの兆しがあり、5G需要等が今後支えになるのは事実だろうが、そのペースについては慎重にみる必要があるのかもしれない(図表4、5)。世界半導体市場統計(WSTS)が3日、2019年と2020年の市場規模予測を下方修正した。これは、④についての懸念を高める。

他方、FRBが金利据え置きを続ける可能性が高い中で、③については今後難しくなっていくのではないかとみられる。また、米政権が中国以外の国とも強硬な貿易交渉姿勢を見せており、②にも期待し難い。

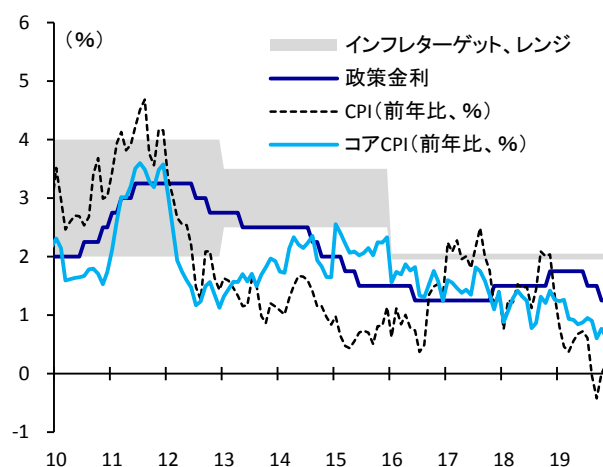
韓国の景気について「最悪期を脱しつつある」ものの、現状の想定からの下振れリスクは相応に残っている、というのが現状であろう。上述のリスク要因が顕在化してくれば、BOK は想定の見直しとともに、一段の金融緩和を求められることもあると考えておきたい。11 月の金融通貨委員会では委員 1 名が利下げを主張したことが明らかとなった。10 月の同委員会では、李総裁が「非伝統的措置」についての研究に言及した。2020 年 4 月には国政選挙を控えており、政権サイドからの要望は強まりやすいとみられる地合いもある。市場は今のところ、2020 年前半は政策金利の据え置きを基本シナリオとしている。それだけに、米中協議等を手掛かり材料に、リスクオフや金融緩和観測→ウォン安の流れが再開するリスクに当面は注意したい。

図表 1: 実質 GDP 成長率と寄与度 (前期比%, %pt)



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: 政策金利とインフレ動向



(注) インフレターゲットは 2016 年以降、レンジを設定せず 2%に
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

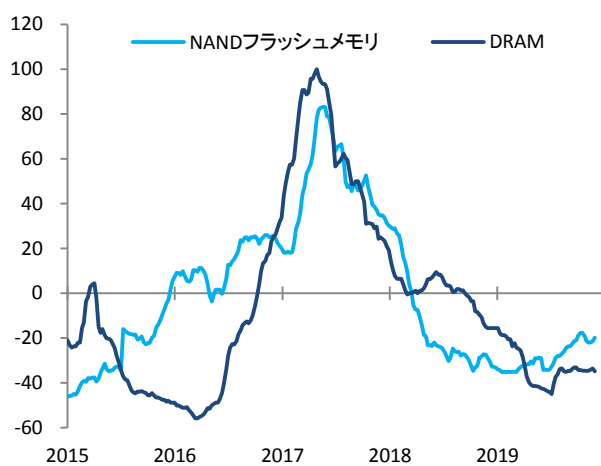
図表 3: 政策金利とインフレ動向

	2019 年		2020 年		2020 年		2020 年		2021 年	
	通年		上半期		下半期		通年		通年	
	予想	(7月時点)	予想	(7月時点)	予想	(7月時点)	予想	(7月時点)	予想	(7月時点)
実質GDP成長率	<u>2.0%</u>	2.2%	<u>2.2%</u>	2.6%	<u>2.3%</u>	2.3%	<u>2.3%</u>	2.5%	<u>2.4%</u>	na
家計最終消費支出	<u>1.9%</u>	2.3%	<u>1.9%</u>	2.6%	<u>2.3%</u>	2.3%	<u>2.1%</u>	2.4%	<u>2.3%</u>	na
設備投資	<u>-7.8%</u>	-5.5%	<u>5.7%</u>	5.6%	<u>4.2%</u>	1.3%	<u>4.9%</u>	3.4%	<u>5.2%</u>	na
知的財産投資	<u>2.7%</u>	2.6%	<u>3.3%</u>	2.6%	<u>3.6%</u>	3.1%	<u>3.4%</u>	2.9%	<u>3.3%</u>	na
建設投資	<u>-4.3%</u>	-3.3%	<u>-3.6%</u>	-2.4%	<u>-1.2%</u>	-0.9%	<u>-2.3%</u>	-1.6%	<u>-0.9%</u>	na
輸出	<u>-0.4%</u>	0.6%	<u>2.3%</u>	3.6%	<u>2.1%</u>	1.4%	<u>2.2%</u>	2.4%	<u>2.4%</u>	na
輸入	<u>-1.6%</u>	0.5%	<u>2.4%</u>	3.0%	<u>2.3%</u>	1.7%	<u>2.4%</u>	2.4%	<u>2.9%</u>	na
消費者物価指数 (CPI)	<u>0.4%</u>	0.7%	<u>1.1%</u>	1.4%	<u>0.9%</u>	1.4%	<u>1.0%</u>	1.4%	<u>1.3%</u>	na

(注) 下線は 7 月時点の見通しから下方修正された数値

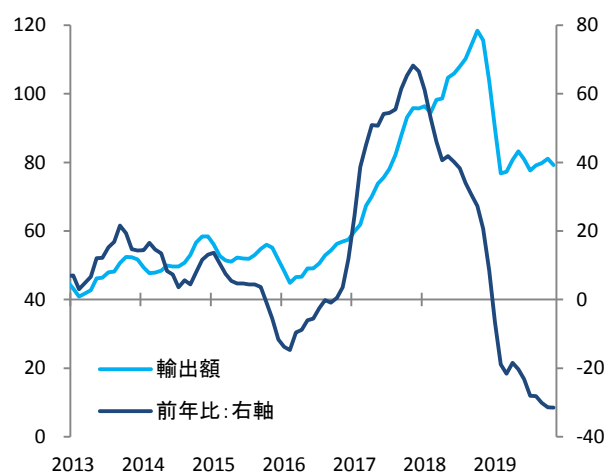
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 4: 半導体スポット価格(前年比、%)



出所: DRAMX、データストリーム、みずほ銀行

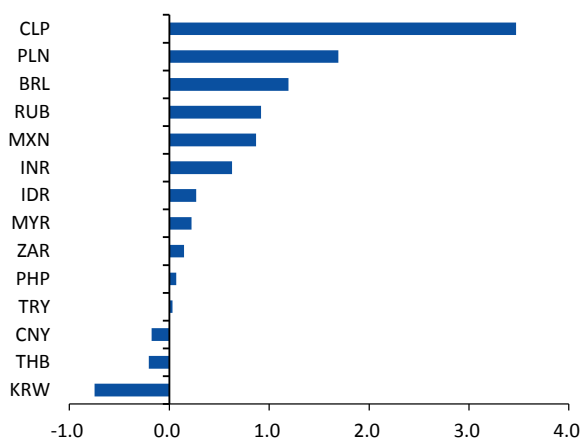
図表 5: 韓国の半導体輸出額(億ドル、%)



出所: 韓国産業通商資源部、ブルームバーグ、みずほ銀行

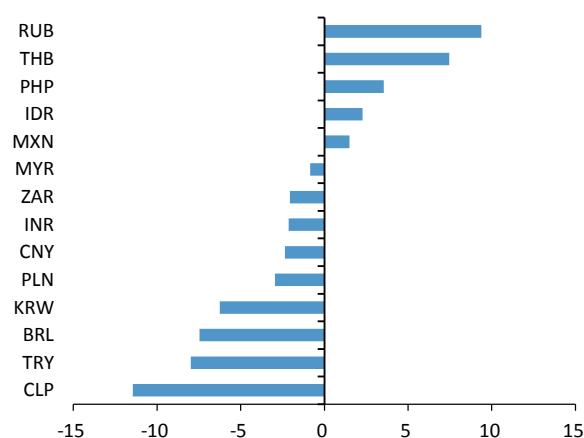
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



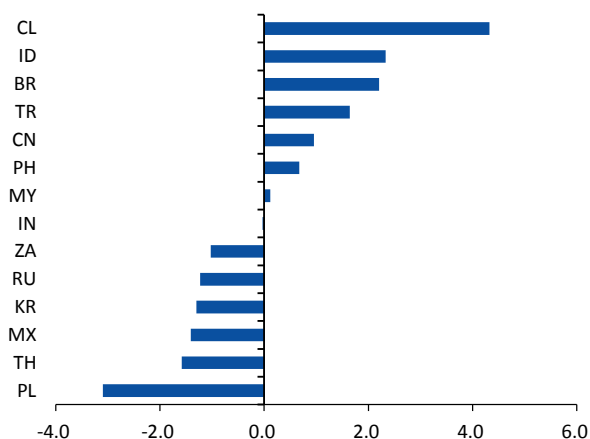
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



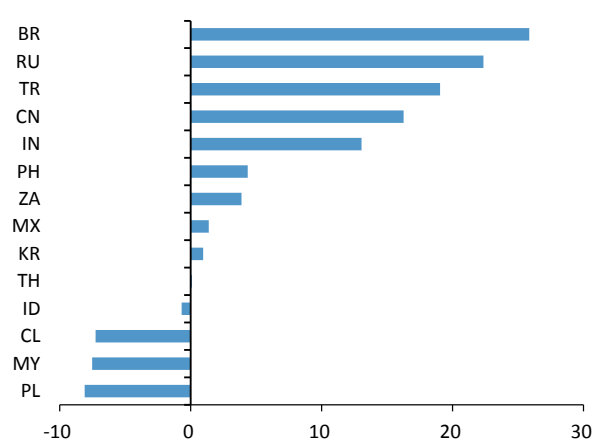
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



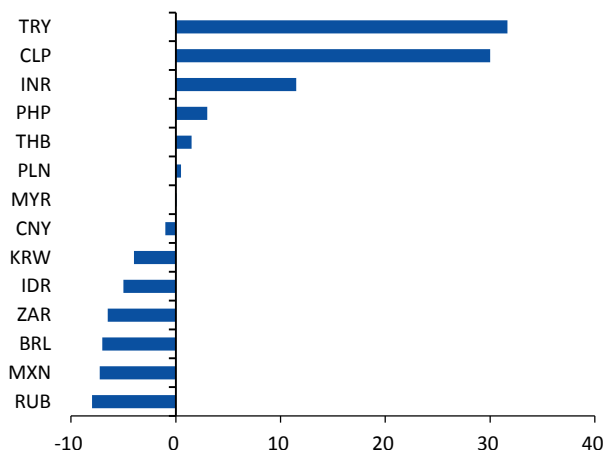
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



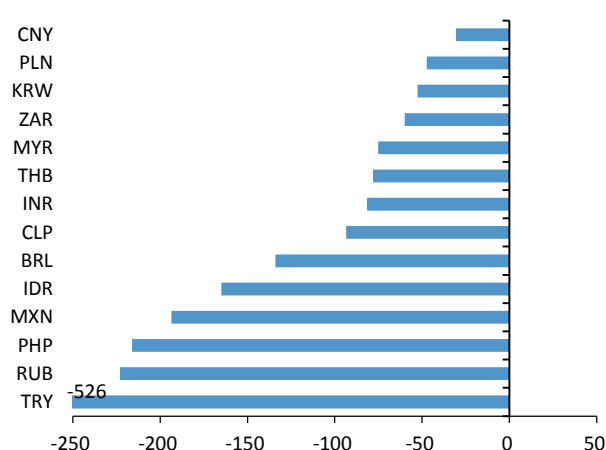
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

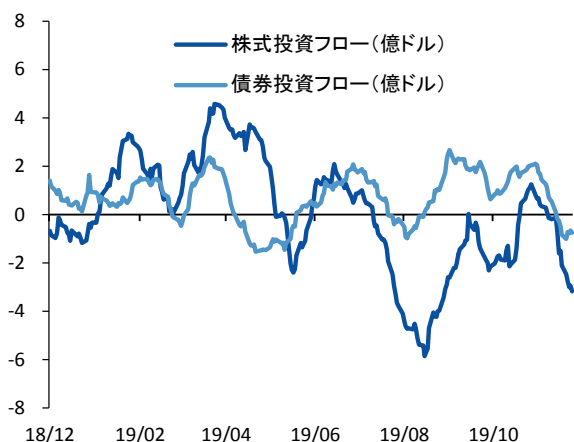
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

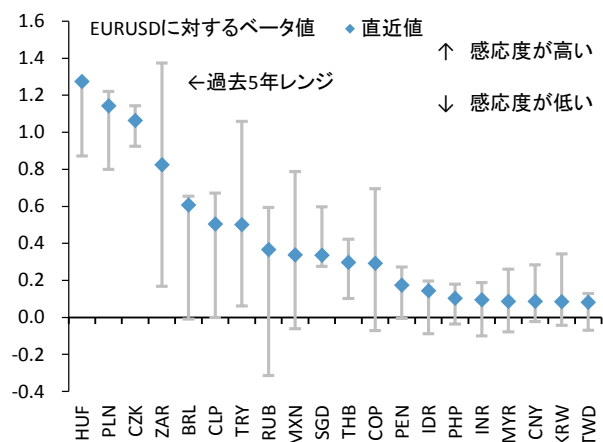
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



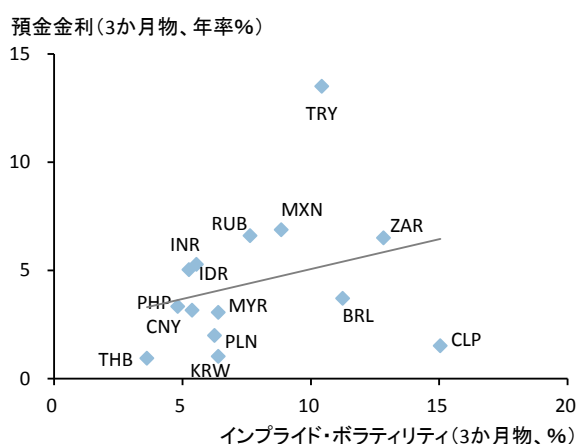
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



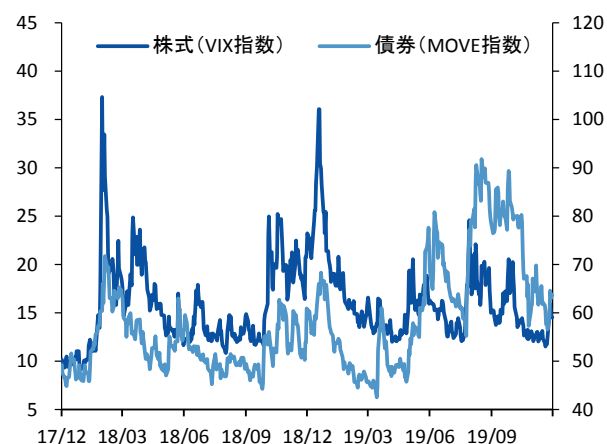
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



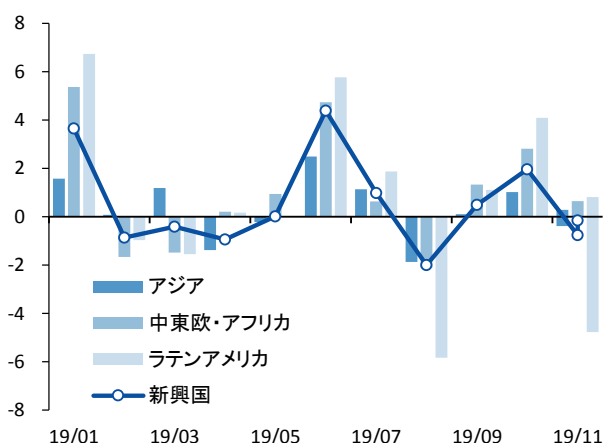
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



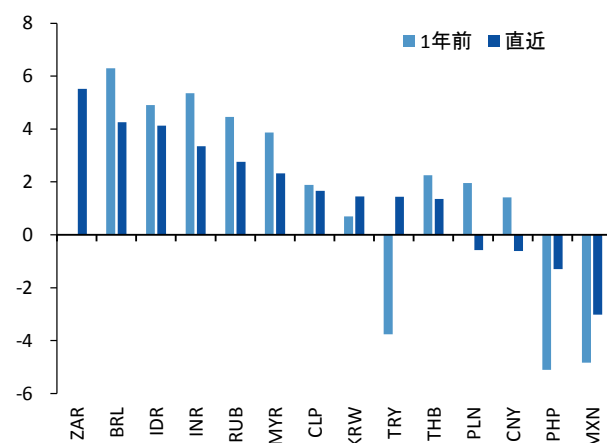
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
12月2日 (月)	韓国	CPI(前年比)	0.7%	0.2%	0.0%	--
2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.5	51.8	51.7	--
2日 (月)	タイ	CPI(前年比)	0.3%	0.2%	0.1%	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.1%	3.0%	3.1%	--
3日 (火)	韓国	GDP(前年比)	2.0%	2.0%	2.0%	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.2	53.5	51.1	--
4日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	-12.3%	-6.7%	-6.8%	-6.7%
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7827.2m	\$7477.2m	\$7759.1m
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比, 2012年=100)	1.2%	1.3%	0.8%	--
5日 (木)	インド	RBILレポート	4.90%	5.15%	5.15%	--
5日 (木)	台湾	CPI(前年比)	0.7%	0.6%	0.4%	--
8日 (日)	中国	貿易収支	\$43.90b	--	\$42.81b	\$42.81b
9日 (月)	台湾	貿易収支	--	--	\$3.95b	--
10-17日	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-2.2%	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.7%	--
12日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	4.0%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	5.2%	--	4.6%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	-3.6%	--	-4.3%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	-16.3%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.1%	--
中東欧・アフリカ						
12月2日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	1.0%	0.9%	-1.5%	-1.6%
3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	11.0%	10.6%	8.6%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	4.3%	1.7%	--
3日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.4%	0.1%	0.9%	--
5日 (木)	南ア	経常収支	-167b	-190b	-204b	--
6日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	3.6%	--	3.8%	--
10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.4%	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	2.48b	--
11日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.7%	--	3.7%	--
12日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	3.0%	--
12日 (木)	トルコ	1週間レポレート	12.50%	--	14.00%	--
12日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	1.7%	--	1.7%	--
12日 (木)	ロシア	貿易収支	15.1b	--	14.1b	--
13日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.4%	--
13日 (金)	ロシア	主要金利	6.25%	--	6.50%	--
ラテンアメリカ						
12月3日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3383m	\$3428m	\$1206m	--
3日 (火)	ブラジル	GDP(前年比)	1.0%	1.2%	1.0%	1.1%
4日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.4%	1.0%	1.1%	--
6日 (金)	メキシコ	総設備投資	-7.0%	--	-4.3%	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	3.2%	--	2.5%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	3.0%	--	3.0%	--
11日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	2.1%	--
12日 (木)	ブラジル	SELICレート	4.50%	--	5.00%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.8%	--

注: 2019 年 12 月 6 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 1～11月（実績）	SPOT	2019年 12月	2020年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6691 ～ 7.1847	7.0448	7.05	7.12	7.02	6.95	6.92
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8292	7.83	7.83	7.83	7.83	7.83
インドルピー	(INR)	68.293 ～ 72.408	71.290	71.2	72.4	70.3	69.4	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13893 ～ 14528	14070	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ～ 1223.10	1187.65	1190	1220	1180	1160	1130
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ～ 4.2297	4.1655	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	50.400 ～ 53.040	50.775	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3604	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.325 ～ 31.730	30.484	30.60	30.80	30.70	30.60	30.50
タイバーツ	(THB)	30.16 ～ 32.60	30.29	30.3	31.2	30.4	29.8	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23170	23200	23350	23180	22980	22880
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4987 ～ 69.7779	63.7332	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	14.6487	15.00	15.30	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7493	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)	3.6374 ～ 4.2770	4.1873	4.25	4.22	4.18	4.14	4.10
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.3597	19.50	19.75	19.50	19.50	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.437	15.32	15.03	15.10	15.11	14.88
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.887	13.79	13.67	13.54	13.41	13.15
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.525	1.52	1.48	1.51	1.51	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.773	0.766	0.748	0.754	0.753	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.155	9.08	8.77	8.98	9.05	9.12
マレーシアリング	(MYR)	24.862 ～ 27.507	26.102	25.84	25.30	25.48	25.74	25.50
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.142	2.10	2.02	2.06	2.09	2.08
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	79.92	79.41	77.54	77.37	77.78	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.566	3.53	3.47	3.45	3.43	3.38
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.628	3.582	3.56	3.43	3.49	3.52	3.40
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4692	0.47	0.46	0.46	0.46	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.707	1.69	1.70	1.63	1.67	1.61
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.423	7.20	6.99	6.84	7.00	7.10
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.908	18.00	16.98	16.06	16.41	15.85
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	25.970	25.41	25.36	25.36	25.36	25.12
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.616	5.54	5.42	5.44	5.38	5.28

注:1.実績の欄は 2019 年 11 月 29 日まで。SPOT は 12 月 6 日の 9 時 35 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。