

通貨ニュース (2017 年 2 月 22 日)

新興国の金融政策動向～インフレ加速が引き締め要因に～

今年は「金融引き締め」が新興国経済のテーマに

2016 年末以降、金融政策スタンスを引き締め方向に転換する新興国が相次いでいる¹。中国では、昨年 12 月に開催された中央経済工作会议で、金融政策の基本方針が「穏健的」と前回から据え置かれた一方、具体的な運営方針は「より柔軟」から「穏健的で中立」に変更され、実質的な引き締め姿勢が示された。その後、中国人民銀行(PBoC)は、中期貸出ファシリティ(MLF)金利や金利コリドーの上限としている短期貸出ファシリティ(SLF)金利を引き上げるなど、引き締めに踏み切っている。また、今年 2 月には、ロシア中銀(CBR)が昨年後半から明示してきた 2017 年前半の利下げ方針を撤回したほか、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は市場の利下げ予想に反して政策金利を据え置いた。加えて、RBI は金融政策スタンスをそれまでの「緩和的」から「中立」に変更している。2013 年の米利上げ着手が招いたドル高・新興国通貨安に一服感が見られる中、新興国は景気下支えや輸出促進を目的に金融緩和を行ってきた(図表 1、2)。しかし、ここに来て各国が金融政策スタンスを引き締め方向に転換する動きが目立っており、今年は「金融引き締め」が新興国経済におけるテーマの一つになるだろう。

国際為替部

齋藤 周

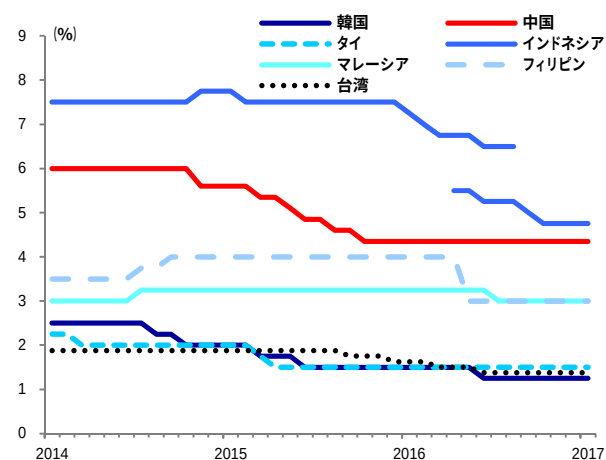
03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

中国、ロシア、インドは個別要因から引き締めへ

上述した中国、ロシア、インドが引き締めへ転じた要因は各国様々なため簡単に

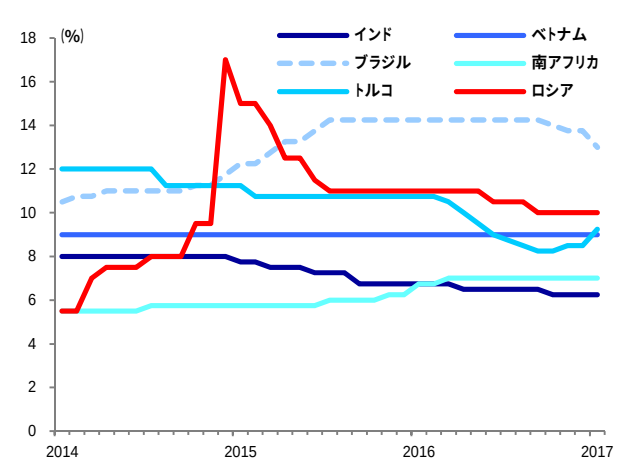
図表 1：新興国の政策金利①



(注) インドネシアは 2016 年 8 月より政策金利が変更された

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2：新興国の政策金利②



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

¹ 2016 年末以前に南ア、トルコ、メキシコは引き締めスタンスを採っているため、本欄ではこれらの国を除いた分析を行う。

整理したい。まず、中国では、2014 年以降、「新常态(ニューノーマル)」とのスローガンの下で構造改革が行われており、景気腰折れを回避するために財政支出と金融緩和が行われてきた。構造改革の具体的な内容は、リーマンショック後の景気刺激策によって生じた過剰生産能力や企業債務の削減だが、金融緩和は企業の資金調達を容易にすることで改革の進捗を遅らせてしまう副作用もある。そうした金融緩和の副作用を減じることが金融政策スタンスを転換させる要因になっている。また、中国 1 月生産者物価指数(PPI)が前年比+6.9%と大幅に加速するなど、インフレ率が大幅に加速していることや、住宅価格が依然として高止まりしていることも引き締めを後押ししていよう。

次にロシアでは、CBR はインフレ率が予想通りに推移し、景気が事前の予想から上振れているとの認識を示す中で金融政策スタンスの引き締めを行っている。この背景にはロシア財務省による国家基金の復元があると考えられる。同省は 2 月に入ってから国家基金の復元を目的とした外貨購入を再開しており、これがドル買いルーブル売りを伴うことでルーブル安に繋がる可能性があった。昨年後半以降に CBR が明示してきた利下げを見送っている背景には、財務省の外貨購入と相俟って過度なルーブル安に陥ることを回避する狙いもあったのだろう。

このほか、インドにおいては、引き締めの背景に MCLR (Marginal Cost of funds based Lending Rate)と呼ばれる市中銀行の貸出金利の低下や国内の過剰流動性への対応を指摘する声がある。但し、RBI はインフレ率が世界的な商品価格の上昇や底堅い内需によって徐々に上昇しているとしたほか、昨年決定された公務員給与引き上げによる物価への影響を注視する姿勢を見せている。そのため、インフレ率の加速懸念が引き締めを行った主因と考えられる。

共通する「引き締めしやすい環境」

このように、各国が引き締めに踏み切った要因は異なるが、新興国の金融政策を取り巻く環境は①景気、②インフレ率に関して、引き締めを行いやすい方向に向かっていると考えられる。まず、①景気に関しては、IMF の 2017 年世界経済見通しで、中国を除く新興国のほとんどで成長率の加速が予想されており、金融緩和による景気下支えの必要性は今後弱まっていく見込みだ。また、②OPEC と非加盟国の協調減産により、今年 1 月の産油量が減産目標上限を下回っている。需給改善に伴う原油価格の反発は、資源輸入国を中心にインフレ圧力に繋がりやすく、主にインフレ目標を掲げている国で引き締め姿勢が強まる公算が大きい。なお、①は未だ実現していないが、②は既に新興国経済に影響を与え始めており、まず金融政策が反応するのはインフレ率だろう。

引き締めの可能性が高いのはインドネシア、インド、タイ

新興国においては消費者物価指数(CPI)の構成品目に占める食料品とエネルギー

ギーの割合が平均 40.2%と大きく²、双方ともに足許のインフレ率加速の要因になっている(図表 3)。但し、食料品価格の上昇は短期で収束するとみられ、先行きのインフレ率を押し上げるのはエネルギー価格の上昇となりそうだ。食料品価格に関し、2015 年平均から 2016 年 10～12 月期への加速度を見ると、フィリピン(+4.4%ポイント)、韓国(+2.9%ポイント)、台湾(+2.3%ポイント)などで上昇が顕著になっている(図表 4)。もっとも、この要因として、フィリピンでは 10 月の大型台風、韓国では猛暑の影響、台湾でも大型台風の影響が指摘されており、天候不順の悪影響が一巡するに連れて食料品価格の上昇圧力は徐々に剥落すると見られる。

一方、原油価格を中心としたエネルギー価格の上昇は今年いっぱいには継続しそうだ。2014 年秋以降に原油価格は 1 バレル 100ドル台から 25ドル程度まで下落してきた。前年比では最大▲53.1%の低下も見られたが、昨年末から上昇に転じ、今年 2 月には同+57.1%と急騰している(次頁図表 5)。背景には産油国の減産合意を受けた原油価格の底入れがあり、今後も原油価格が現状の 1 バレル 53ドル程度で推移した場合、今年 1 年で約+21%上昇することになる。特に CPI に占めるエネルギーのウェイトが大きい、インドネシア(15.2%)、インド(14.2%)、マレーシア(13.8%)、タイ(9.7%)において、マレーシア以外の中銀はインフレ目標を掲げている以上、原油価格の上昇による国内インフレの加速は、金融政策スタンスの引き締めにつながる可能性が高いだろう。

「金融引き締め」に警戒し、各国中銀の動きに注目

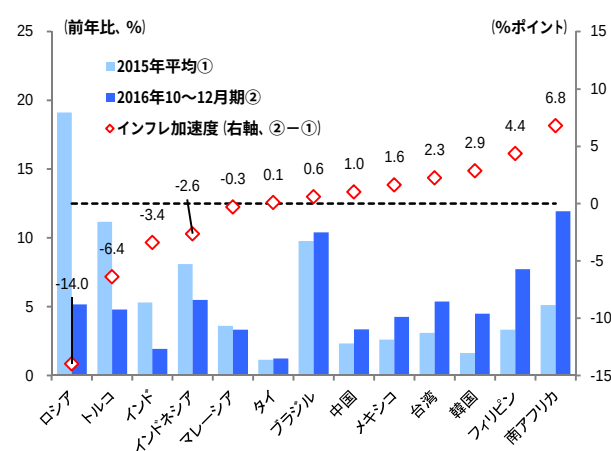
もちろん、インフレ率が各国の金融政策の全てを規定するものではない。足許ではトランプ米大統領の経済政策(トランプノミクス)や米金融政策動向、欧州主要国の選挙などに関する不確実性が燦っており、場合によっては各国中銀が対応を迫られる可能性もある。しかし、新興国のインフレ率は既に趨勢的な上昇

図表 3：CPI に占める食料品とエネルギーのウェイト

(%)	食料品+エネルギー	
	食料品	エネルギー
インドネシア	60.5	15.2
トルコ	36.6	14.9
インド	74.4	14.2
マレーシア	45.2	13.8
タイ	45.8	9.7
フィリピン	53.6	7.0
韓国	21.8	5.9
ロシア	43.6	5.6
中国	38.0	5.0
ブラジル	30.4	4.6
メキシコ	22.1	4.5
南アフリカ	22.3	4.1
台湾	28.8	3.7
平均	40.2	8.3

(資料) IMF、CEIC、みずほ銀行

図表 4：食料品価格の伸び率

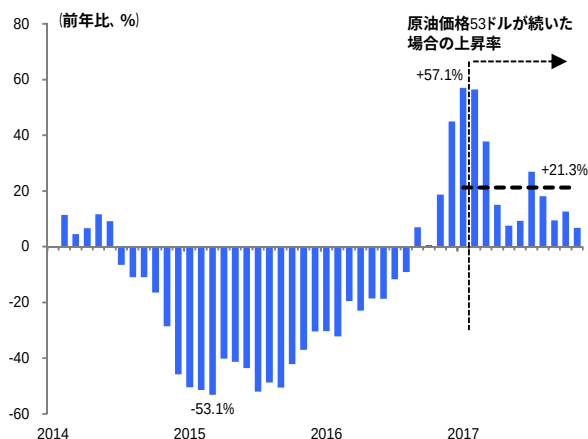


(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

² 例えば日本の消費者物価指数に占める食料と光熱・水道の割合は 32.3%。

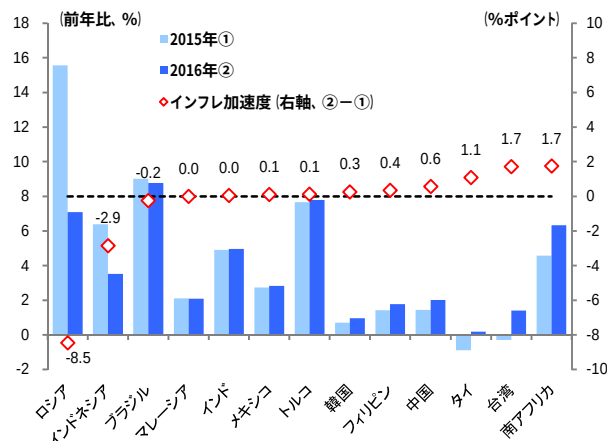
を見せており(図表 6)、世界的な不確実性の高まりや新興国経済の回復に先んじて金融政策に影響を与える可能性は高い。そのため、今年は「金融引き締め」が新興国経済におけるテーマの一つになると警戒し、各国中銀の動向に注目したい(図表 7)。

図表 5：原油価格の上昇率



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：CPI の伸び率



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 7：各新興国の金融政策とポイント

		現在 (%)	直近の政策動向		次回の決定予想		ポイント
			日付	決定事項	日付	決定事項	
エマージングアジア							
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2015/10/23	-25bp	-	現状維持	不動産バブル抑制を目的にSLFやMLFなどを用いて緩やかに引き締め姿勢を示す
インド	翌日物レボ金利	6.25	2017/2/8	現状維持	2017/4/6	現状維持	資金流出、インフレへの警戒感から、当面は中立スタンスの下で金利据え置き
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	2017/2/16	現状維持	2017/3/16	現状維持	インフレへの警戒感から、これまでの緩和姿勢を慎重化させ、金利据え置き
韓国	7日物レボ金利	1.25	2017/1/13	現状維持	2017/2/23	現状維持	国内政治混乱の下で、当面は金融政策を現状維持の見込み
マレーシア	翌日物金利	3.00	2017/1/19	現状維持	2017/3/2	現状維持	当面は金融政策を現状維持の見込み
フィリピン	翌日物金利	3.00	2017/2/9	現状維持	2017/3/23	現状維持	当面は金融政策を現状維持の見込み
台湾	再割引金利 (公定歩合)	1.375	2016/12/22	現状維持	2017/3/15-31	現状維持	当面は金融政策を現状維持の見込み
タイ	翌日物レボ金利	1.50	2017/2/8	現状維持	2017/3/29	現状維持	これまで期待されてきた利下げの可能性は後退見込み
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	2014/12/23	現状維持	-	現状維持	当面は金融政策を現状維持の見込み
中東欧・アフリカ							
ロシア	1週間物レボ金利	10.00	2017/2/3	現状維持	2017/3/24	現状維持	これまで明示してきた利下げを撤回、今後は据え置きを継続
南アフリカ	レボ金利	7.00	2017/1/24	現状維持	2017/3/30	現状維持	インフレ率の加速懸念から引き締め姿勢
トルコ	1週間物レボ金利	8.00	2017/1/24	現状維持	2017/3/16	現状維持	エルドアン大統領からの緩和と圧力に対応して利上げが必要な環境でも現状維持
ラテンアメリカ							
ブラジル	SELIC金利	13.00	2017/1/12	-75bp	2017/2/23	-75bp	物価減速に伴い利下げサイクルを継続
メキシコ	翌日物金利	6.25	2017/2/10	+50bp	2017/3/30	+50bp	トランプ米政権に伴う通貨安への対応から利上げ姿勢を維持

(資料) 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。