

2017 年 9 月 22 日

The Emerging Markets Weekly

新興国における金融政策の現状について

新興国市場: 今週の新興国通貨は下落した。週初 18 日、イングランド銀行 (中央銀行、BOE) のカーニー総裁のハト派的な発言や、カナダ銀行 (中央銀行、BOC) のレーン副総裁のカナダドル高への懸念を示す発言を受け、ポンドやカナダドルに対しドルが強含む展開に新興国通貨は軟化した。19 日に発表された米 8 月住宅着工件数が 2 か月連続で減少したことや、国連総会の一般討論演説で米国が北朝鮮を「完全に破壊」せざるを得なくなる可能性について言及したことがドルの重石となり、新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。20 日、FOMC では政策金利の据え置きに反応し、新興国通貨は急伸。しかし、政策メンバーの金利見通し (ドットチャート) は利上げに関し 2017 年 1 回、2018 年 3 回のシナリオが維持されることが明らかになると、ドル買い優勢となり新興国通貨は下落。イエレン FRB 議長の記者会見でも特段ハト派的な発言もなかったことから、新興国通貨は上値の重い値動きとなった。21 日、トランプ米大統領の「北朝鮮に追加制裁を与える予定」との発言を背景にリスクオフ地合いとなり、新興国通貨は軟調推移となった。

アジア: フィリピン中央銀行 (BSP) は 21 日に金融政策決定会合を開催し、政策金利である翌日物リバースレポ (RRP) 金利を 3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出ファシリティ (OLF) 金利を 3.50%、下限である翌日物預金ファシリティ (ODF) 金利を 2.50% にそれぞれ据え置いた。その結果、コリドーは 1.00% ポイントに維持された。インフレ率は引き続き管理可能とし、2017 年と 2018 年のインフレ率見通しをいずれも +3.2% に据え置いた。BSP のエスペニリャ総裁は、今後もインフレ見通しに対するリスクを注視すると述べた。金融政策が維持されたことは市場予想通りだったため PHP への影響は限定的となった。

中東欧・アフリカ: 25 日に予定されているイラク北部の少数民族クルド人の自治政府による独立の是非を問う住民投票に対し、イラク政府は猛反対し軍事介入にも言及するなど緊張感が高まっている。かかる状況下、トルコがイラクとの国境付近で軍事演習を行ったことが嫌気され TRY (▲2.0%) は下落した。南アフリカのゴードン前財務相が政治指導者らの諜報部門を支援していたと示唆する報告書を大手会計会社が発表したことに対し、歳入庁は 18 日に「違法」な言動だと非難。政治的懸念が広がったことを背景に ZAR (▲1.0%) は値を下げた。南アフリカ準備銀行 (中央銀行、SARB) は 21 日に開催した金融政策決定会合で、市場予想に反し政策金利を据え置いた。SARB のグガニャゴ総裁はインフレ期待が SARB の目標 (+3~6%) 上限付近に抑制されており、「均衡」した金融スタンスの維持が適切と判断したと述べた。市場は利下げを予想していたため、ZAR は 21 日に前日比 +0.3% の上昇となった。

ラテンアメリカ: 19 日にメキシコ中部で発生したマグニチュード (M) 7.1 の地震を受けて、MXN (▲1.2%) は下落した。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

市場概観

新興国における金融政策の現状について

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

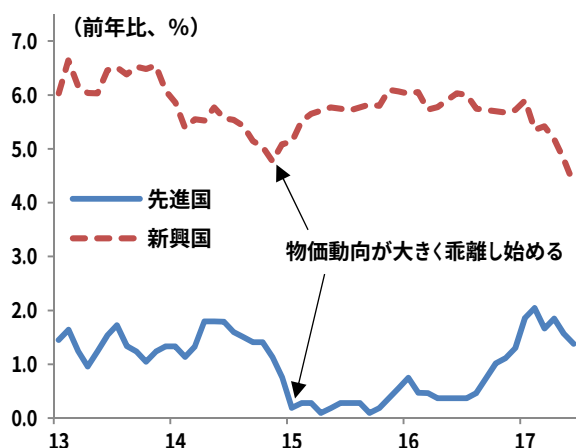
19～20 日にかけて FOMC が開催され、市場予想どおり FF 金利誘導目標を 1.00～1.25% に据え置くと同時に、4 兆 5000 億ドル規模のバランスシートの段階的縮小を 10 月に開始する方針を決定した。注目された政策メンバーによる金利見通し（ドットチャート）は前回（6 月会合）からほぼ変わらず、年内はあと 1 回、来年は 3 回の利上げを見込むシナリオが維持された。会合後に新興国通貨は上下に激しく動いたが、結局は小幅安となっている。

FRB がバランスシートの縮小に踏み切り金融政策の正常化を進める中、他の先進国でも正常化を進める動きが 9 月はみられた。カナダ中央銀行（BOC）は 6 日に政策金利を 0.75% から 1.00% に引き上げ、2014 年の原油急落を受けた予防的利下げ（2015 年に実行）を解除している。9 月 7 日の ECB 政策理事会では、拡大資産購入プログラム（APP）の購入額縮小について議論が開始された。また、14 日に開催されたイングランド銀行（中央銀行、BOE）の金融政策委員会（MPC）では、メンバーの過半数が「今後数か月で緩和措置の一部解除が適切となる公算が大きい」と認識していることが議事要旨に示されている。

先進国が金融緩和措置の解除を志向する一方、新興国では緩和姿勢を維持する中央銀行が多い。9 月は、6 日にブラジル中央銀行（BCB）が政策金利を 100bp 引き下げたほか、15 日にはロシア中央銀行（CBR）が 50bp の利下げを決定し、声明文で次の半年間において追加利下げの可能性を示唆した。

先進国と新興国で金融政策スタンスの方向性に明確な差がある主な理由として物価動向の差異が挙げられる。先進国では 2014 年からの原油価格急落などを背景に 2015 年はインフレ率が低位な伸びにとどまった。一方、同年に新興国ではインフレ率が加速した（図表 1）。原油価格の下落にも拘らずインフレ率が加速した理由として、通貨安による輸入物価の押し上げが挙げられる（パス・スルー効果）。

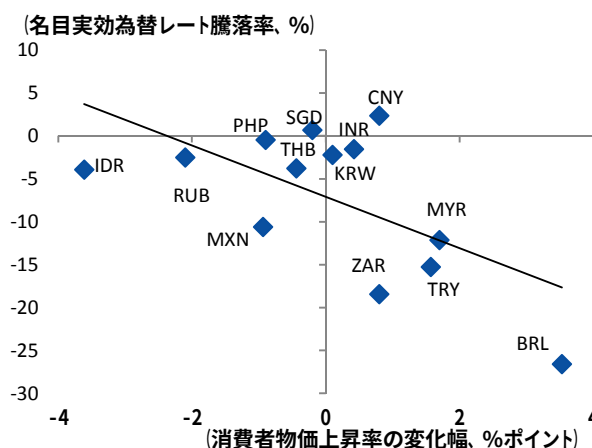
図表 1: 消費者物価指数（先進国と新興国）



注: 2017 年 6 月が最新データ。

出所: IMF、みずほ銀行

図表 2: 名目実効為替レートと消費者物価（騰落率・変化幅）



注: 2015 年における騰落率・変化幅を計算。

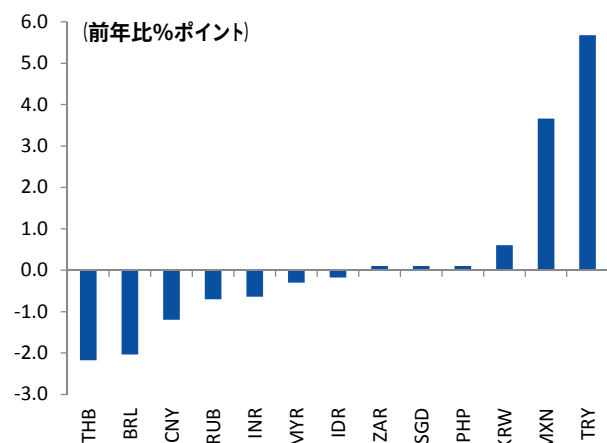
出所: 各国中央銀行、各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

実際、先進国と新興国の物価動向が乖離した 2015 年において、各国の名目実効為替レート (NEER) 騰落率と消費者物価指数 (CPI) 上昇率の変化幅には負の相関関係 (NEER が下落すると CPI 上昇率が加速し、逆に NEER が上昇すると CPI 上昇率は減速) が確認できる (図表 2)。

2016 年に入り資源価格が持ち直す中でも新興国のインフレ率が減速基調にあるのは、それまでの内需の落ち込みもさることながら、2016 年からの通貨高による効果も影響したとみられる。NEER の下落が続いているトルコや他の新興国と比べて通貨高に転じるのが遅かったメキシコを除けば、各国のインフレ率は中央銀行の物価目標を下回るか概ね目標近辺で推移している (図表 3)。

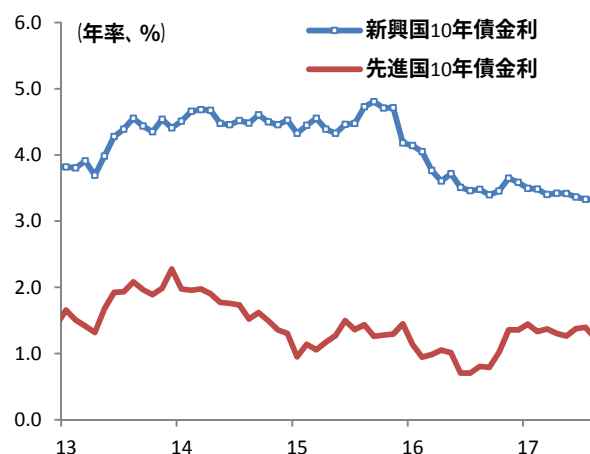
ドル安の流れを受けて新興国通貨が堅調に推移している現状に鑑みれば、インフレ率の安定推移は続くだろう。景気下支えを企図して新興国の中央銀行が金融緩和を実行しやすい環境が継続すると考えられるため、先進国と新興国の金利差は縮小傾向が続くと見込む (図表 4)。

図表 3: 各国の消費者物価指数と物価目標の乖離幅



注: 物価目標をレンジとしている場合は中央値からの乖離を計算。
出所: 各国中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

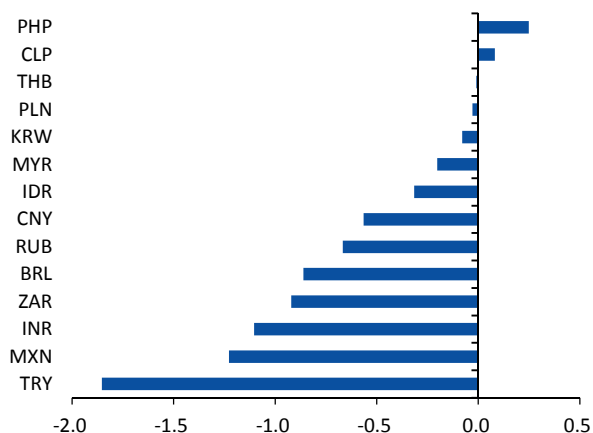
図表 4: 主要先進国と新興国 (除く中国) の 10 年国債金利



注: 主要先進国は日米欧、新興国はインド、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ベトナム、シンガポール、韓国、台湾、トルコ、ロシア、メキシコ、ブラジル、南アフリカの金利をそれぞれ名目 GDP に基づいて加重平均し算出。
出所: 世界銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

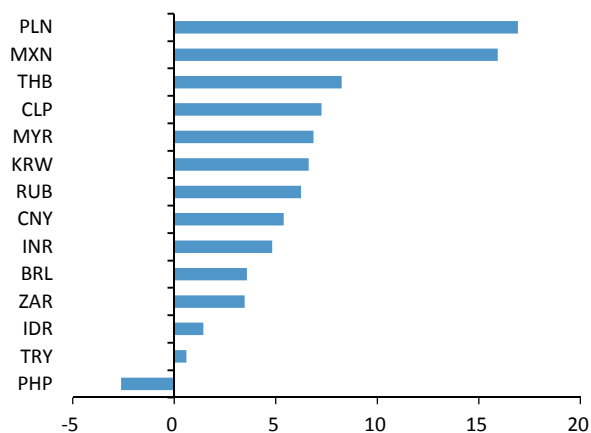
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル, %)



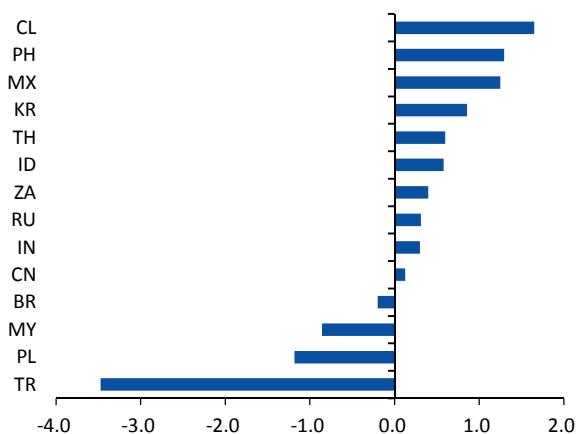
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル, %)



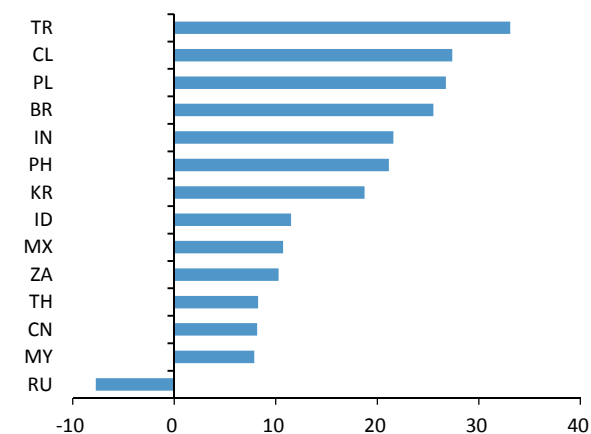
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



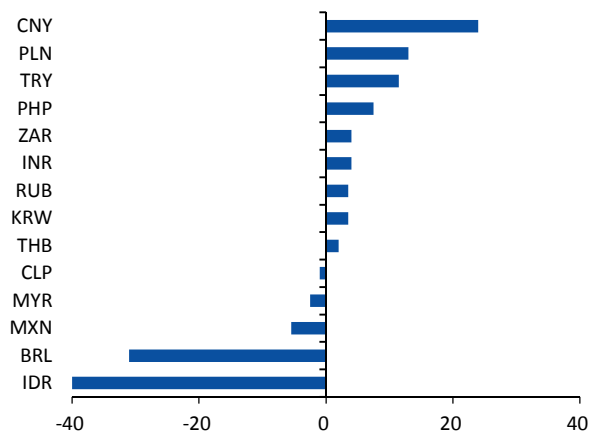
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



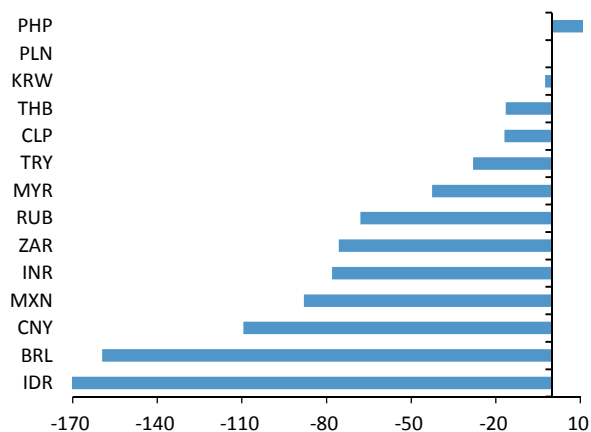
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

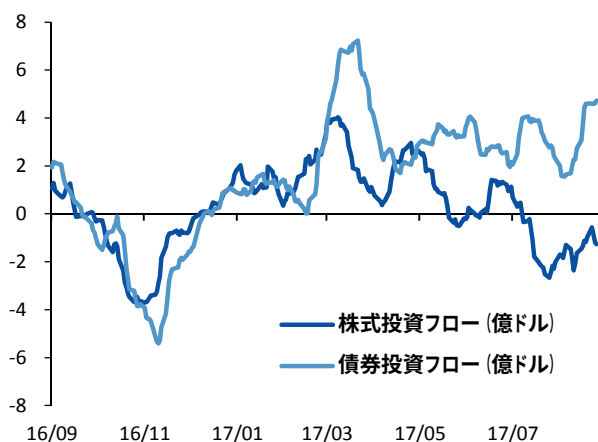
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

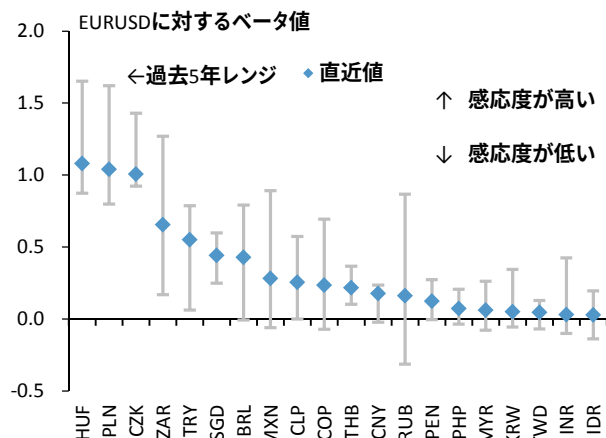
チャート集

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

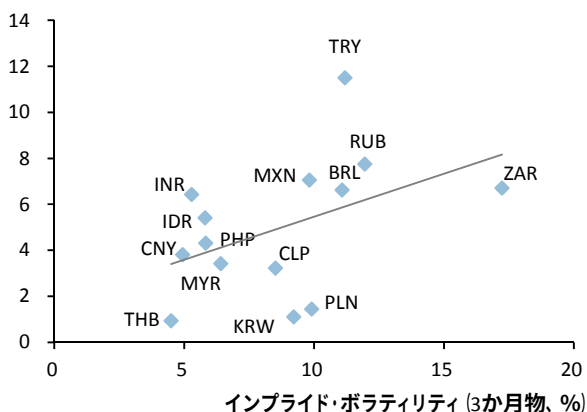
EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

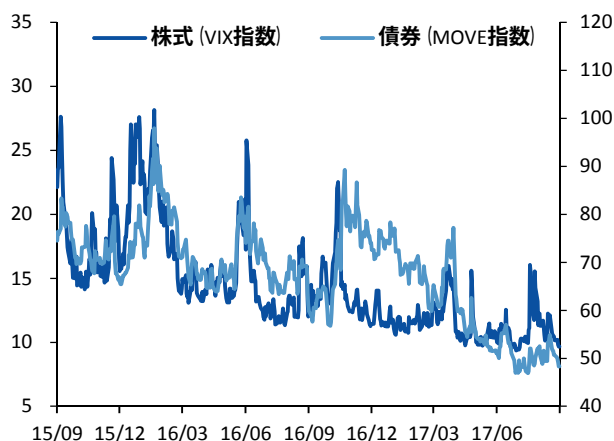
新興国の預金金利と為替ボラティリティ

預金金利 (3か月物、年率%)



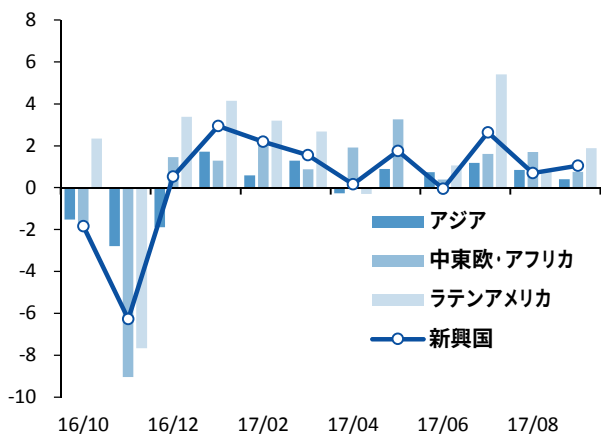
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



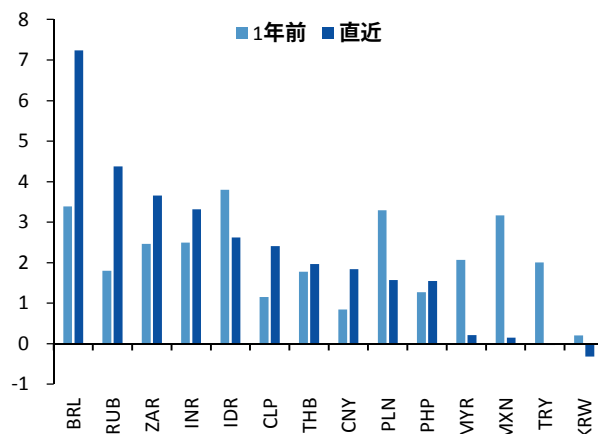
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	11.8%	17.0%	8.5%	17.0%
19日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	3.2%	3.0%	3.2%
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$7m	-\$678m	-\$7m
20日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	3.4%	3.7%	3.2%	3.7%
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	8.5%	7.5%	11%	7.5%
20日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラスB	--	49,189	49,000	49,189
21日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$611m	\$2090m	-\$188m	--
21日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
19-29日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-50.5b	--
22日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.9%	--	2.4%	--
25日 (月)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.6%	--
25-29日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	-1.3%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	21.0%	--
28日 (木)	韓国	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.6%	--
29日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	8300.0%	--
29日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7261.3m	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
29日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	51.6	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2950m	--	\$2768m	--
29日 (金)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.7%	--
中東欧・アフリカ						
9月19日 (火)	ロシア	失業率	5.1%	4.9%	5.1%	4.9%
19日 (火)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.8%	3.7%	4.6%	3.7%
19日 (火)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.1%	1.9%	1.0%	1.9%
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.9%	4.8%	4.6%	4.8%
21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.75%	6.75%	--
25日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	110.7	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.8%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	3.6%	--
29日 (金)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.8%	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.84b	--
29日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	46.4%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	9.0b	--
29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	-300m	--
ラテンアメリカ						
9月20日 (水)	ブラジル	税収	99400m	104206m	109948m	104206m
21日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.1%	0.1%	0.4%	--
21日 (木)	メキシコ	小売売上高(前月比)	0.0%	0.3%	-1.1%	--
22日 (金)	ブラジル	FGV消費者信頼感	--	--	80.9	--
26日 (火)	ブラジル	FGV建設コスト(前月比)	--	--	0.4%	--
27日 (水)	ブラジル	PPI 製造業(前月比)	--	--	-1.0%	--

注:2017 年 9 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

		2017年 1～8月 (実績)	SPOT	2017年 9月	12月	2018年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.5804 ～ 6.9640	6.5904	6.65	6.70	6.70	6.80	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8278	7.8046	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ～ 68.388	64.799	64.0	65.0	64.0	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ～ 13496	13339	13300	13400	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1132.77	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2505 ～ 4.5002	4.1980	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 51.610	51.067	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3507 ～ 1.4547	1.3499	1.36	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ～ 32.447	30.222	30.20	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.14 ～ 36.01	33.11	33.3	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22728	22800	22750	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	57.9163	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.2875	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4355 ～ 3.9415	3.5063	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ～ 3.4109	3.1382	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ～ 22.0385	17.8881	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ～ 17.031	17.046	16.39	15.97	15.97	15.44	15.07
香港ドル	(HKD)	13.838 ～ 15.291	14.407	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.783	1.735	1.70	1.65	1.67	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ～ 0.880	0.843	0.820	0.799	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.926	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ～ 26.636	26.752	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.117 ～ 2.377	2.199	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 82.67	83.30	80.15	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.720	3.61	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.356	3.396	3.27	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ～ 0.5213	0.4948	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ～ 2.024	1.942	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.462	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	32.057	30.28	28.92	28.16	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ～ 37.450	35.833	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.431	6.286	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

注：1.実績の欄は 2017 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 22 日の 6 時 50 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。4.見通しの値は『Emerging Market Monthly (9 月 4 日発行)』および『中期為替相場見通し (9 月 1 日発行)』に基づく。

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。