

2017 年 12 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

各国で個別性が強まる金融政策の方向性

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな展開。先週末、メルケル独首相が率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)と第 2 党であるドイツ社会民主党(SPD)が連立協議を進めるとの見方が強まりユーロが対ドルで上昇すると、ドルは軟化した。新興国通貨の大半は小幅な動きにとどまった。週初の 27 日、米 10 月新築住宅販売件数の予想を上回る結果を受けドル買いの動きは強まったものの、新興国通貨は一部通貨を除き落ち着いた値動きとなった。28 日、北朝鮮がミサイルを発射との報道があったが、新興国通貨の反応は限定的。米上院予算委員会で税制改革法案が可決され米株が急上昇する中、新興国通貨は底堅く推移した。29 日はイエレン FRB 議長の議会証言におけるタカ派的なコメントや米 7~9 月期 GDP(2 次速報)の良好な結果を受けて、ドルは対主要通貨で上昇したが、新興国通貨の大半は動意が薄い展開。30 日、月末需要に伴い一時ドル売りの流れが強まるものの、米共和党の重鎮であるマケイン上院議員が税制改革法案に対する支持を表明したとの報道を受け、ドル買い優勢になると新興国通貨は下押しされた。

アジア: 28 日に北朝鮮がミサイル発射との報道を受けても KRW(-0.3%)は韓国中央銀行(BOK)が 30 日の金融政策決定会合で利上げをするとの期待から底堅く推移した。30 日、BOK は 2011 年 6 月以来となる 25bp の利上げに踏み切り、政策金利を 1.50%とした。景気は堅調に推移しており、足許のインフレ率は安定しているが、徐々に目標(+2%)に近づくとした。しかし、会合後の記者会見で BOK の李総裁が利上げは全会一致ではなく、据え置きを主張したメンバーが一人いたことを明らかにしたことなどが嫌気され KRW は下落した。27 日にフィリピン中央銀行(BSP)のエスペニラ総裁は、フィリピン経済は過熱リスクにさらされていないと述べ、今年のインフレ率は目標レンジ内(+2~4%)に収まるとの見通しを示した。PHP(+0.9%)は税制改革への期待から上昇した。

中東欧・アフリカ: 27 日に大手格付け会社 2 社による南アフリカのソブリン格付けに対する見直し結果が発表された。1 社は格付けを引き下げたものの、もう 1 社は据え置いたため、安心感が拡がり ZAR(+3.1%)は上昇した。しかし、据え置いた格付け会社は今後 90 日にわたって財政の動向を見極める方針を示しており、引き下げリスクは依然として大きいことを示唆した。トルコのエルドアン大統領の首席経済顧問のエルテム氏は 30 日、インフレ期待を抑制できるのであればトルコ中央銀行(CBRT)は金利やその他の手段により介入すると述べ、物価安定に向けた取り組みが進むとの期待が高まり TRY(+1.0%)は上昇した。

ラテンアメリカ: ブラジルのテメル大統領は 12 月 6~7 日に年金改革法案を下院で採決することを目指していた。しかし、現地紙が可決を確実なものにすべくテメル政権は 2018 年に採決する可能性を考慮し始めたと報じられると、年金改革法案の成立は遅延するとの懸念が強まり BRL(-1.1%)は売られた。

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

各国で個別性が強まる金融政策の方向性

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

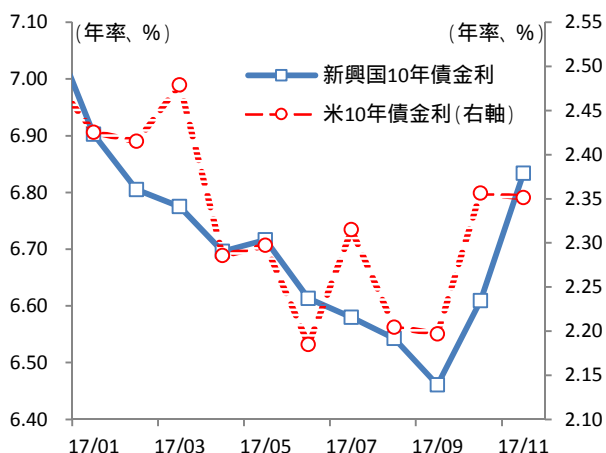
米長期金利は 9 月に急上昇したが、11 月はほぼ横ばいとなった。片や、新興国の長期金利は 9 月から急上昇し、足許も多くの国で金利上昇が続いている(図表 1)。背景には緩和スタンスを後退させる、ないしは引き締め方向に金融政策を転換する中央銀行が増えていることがある。

2018 年の新興経済・通貨を見通す上で「各国中銀がタカ派色を強めるのか否か」が重要なテーマとなりつつあるが、スタンス変更の理由は国によって様々であり、一様に議論するのは難しい。そこで本稿では、各国中銀の置かれた経済情勢やタカ派色の強まり度合いを踏まえて、自国通貨防衛のための利上げ、資産バブルの回避に向けた金融引き締め、景気回復や物価上振れリスク増大に伴う緩和姿勢の後退の 3 つのケースに分け、ケースごとに金融政策の現状と先行きについて総括した。

直近で動きが目立っているのは自国通貨防衛を企図した利上げであり、最たる例としてトルコが挙げられる。トルコと欧米間の関係悪化を背景に、9 月から足許にかけて TRY は対ドルで 3.4 から 4.0 手前まで続落。TRY を下支えるため、11 月 21 日にトルコ中央銀行(CBRT)は翌日物貸出金利(9.25%)での貸し出しをゼロとし、時間外流動性貸出金利(12.25%)での貸出枠を倍増することで、実質的な利上げを行った。トルコでは通貨安がインフレ率の上昇に繋がりがやすい上、既に高インフレに見舞われているため(図表 2)、今後も TRY 安が続くようであれば CBRT は引き締め姿勢を強めるだろう。

同様の傾向は南アフリカおよびメキシコでもみられる。南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)は 11 月 23 日の金融政策決定会合において ZAR の下落リスクは大きく、2019 年にかけて政策金利を 6.75%から 7.50%まで引き上げる必要があることを示唆した。一方、メキシコ中央銀行(Banxico)は MXN の安定推移を受けて、政策金利を据え置き続けている。しかし、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉が目処とさ

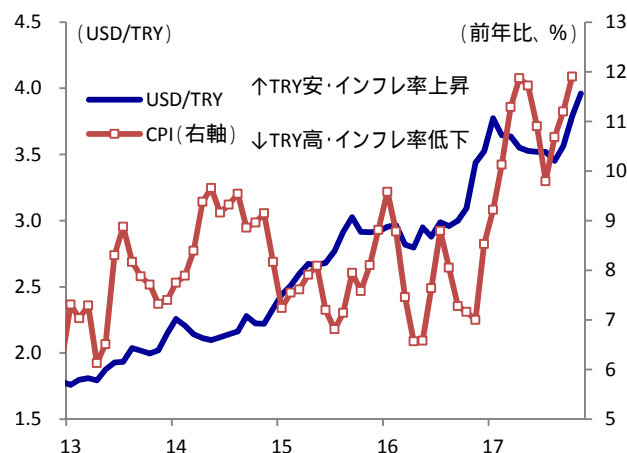
図表 1: 米国と新興国(除く中国)の 10 年国債金利



注: データは月中平均値。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、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名目 GDP で加重平均し算出。

出所: 世界銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: USDTRY とトルコの消費者物価指数(CPI)



出所: トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

れる 2018 年 3 月末までに妥結することが厳しい情勢となっている中、短期金融市場では Banxico が MXN の急落を防ぐために 2018 年 1～3 月期に利上げを行うことを織り込んでいる。

また、資産バブルの回避を主眼に金融引き締めを志向するケースがあり、中国や韓国が該当する。両国では消費者物価指数 (CPI) の伸び率は目標近辺で推移しており、先行きも安定が予想されている。しかしながら、不動産を中心に資産バブルの懸念が強いと、金融政策は引き締め方向にある。物価が安定しているため、中国人民銀行 (PBoC) や韓国中央銀行 (BOK) が複数回の利上げを行う可能性は低いものの、政府と協働しレバレッジ規制の強化などを図っていく公算が大きい。

このほか、足許は自国通貨および物価が安定している国でも、インフレ率の上振れリスク増大や景気回復に伴い緩和姿勢を後退するケースがみられている。インド準備銀行 (中央銀行、RBI) は前々回会合 (8 月 2 日) で利下げを実行したものの、直近の会合 (10 月 3～4 日) では原油価格上昇や財政悪化によるインフレ率が加速するリスクを指摘し、政策金利を据え置いた。

ブラジル中央銀行 (BCB) は 10 月 25 日の金融政策決定会合において政策金利を 8.25% から 7.50% に引き下げた。しかし、次回会合 (12 月 6 日) で 7.00% へ下げた後、2018 年は金利を据え置くことを示唆した。さらに 2019 年にかけてはインフレ期待を抑制するために 8.00% まで利上げが必要になる可能性があるとしている。

マレーシア中央銀行 (BNM) は 11 月 9 日の金融政策委員会 (MPC) で政策金利を据え置いたが、声明文では「国内外のマクロ経済の強さを考慮すると、MPC は金融緩和の度合いを見直す可能性がある。」と表明した。

以上を総括すると、為替市場の動向次第ではあるものの、来年初に追加利上げの可能性が高いのが自国通貨防衛を企図するトルコ、南アフリカ、メキシコといった国々である。バブル抑制に注力している中国、韓国では利上げこそ回を重ねていかないと見込むが、与信規制の強化などが予想される。最後に物価の上振れリスクが増大しているインド、マレーシア、ブラジルといった国々では当面は中立スタンスが維持されるが、来年の間に金融政策スタンスのタカ派色が強まる可能性が高い。

本稿では取り上げなかったが、新興国の中ではインドネシア中央銀行 (BI) やベトナム国家銀行 (中央銀行、SBV) のように緩和スタンスを引き続き維持する中銀もある。また、上記で議論したとおりタカ派色を強まる中銀においても引き締めペースが各国で異なる公算が大きい。こうした状況を踏まえると、各国間でばらつきが目立っている新興国の金融政策の現状は 2018 年も変わらないと考える。

図表 3: タカ派色を強めた各新興国中央銀行の金融政策状況 (グループ別)

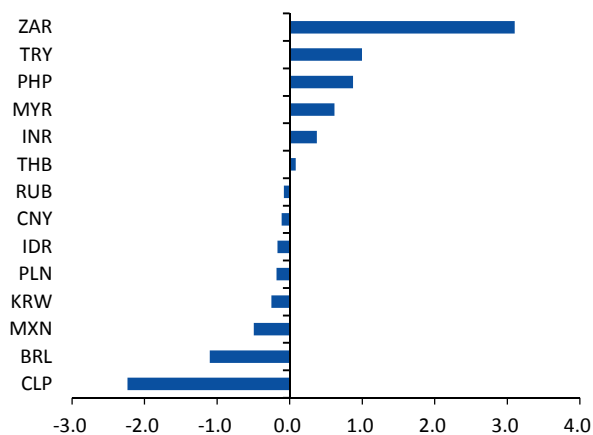
	国	政策金利	現在 (%)	直近の会合結果
自国通貨防衛を企図した利上げ	トルコ	時間外流動性貸出金利	12.25	据え置き
	南アフリカ	レボ金利	6.75	据え置き
	メキシコ	翌日物金利	7.00	据え置き
資産バブル回避に向けた金融引き締め	中国	1年物貸出基準金利	4.35	据え置き
	韓国	7日物レボ金利	1.50	利上げ
景気回復および物価上振れリスク増大に伴う緩和姿勢の後退	インド	翌日物レボ金利	6.00	据え置き
	マレーシア	翌日物金利	3.00	据え置き
	ブラジル	SELIC金利	7.50	利下げ

注: トルコの公式な政策金利はレポレートだが、実態は時間外流動性貸出金利が政策金利として機能。

出所: 各国中央銀行、みずほ銀行

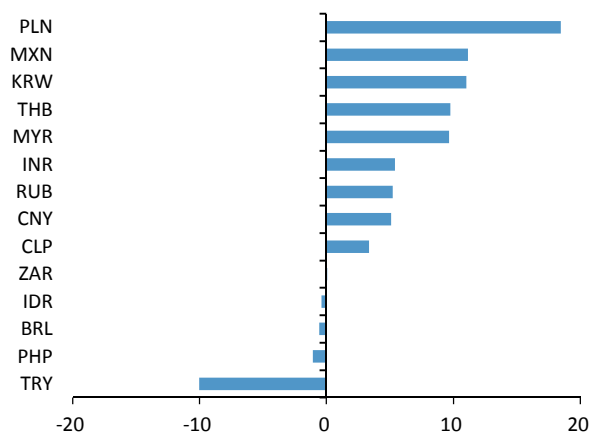
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



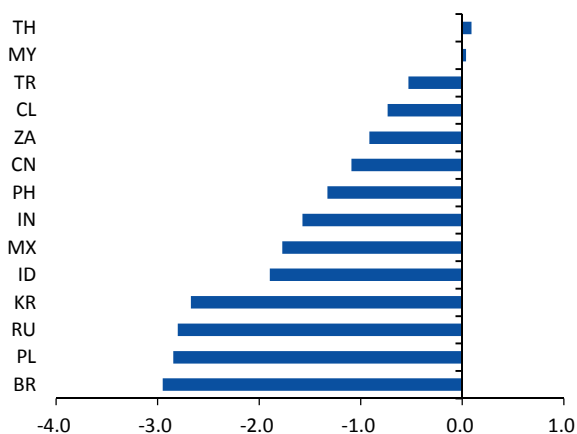
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



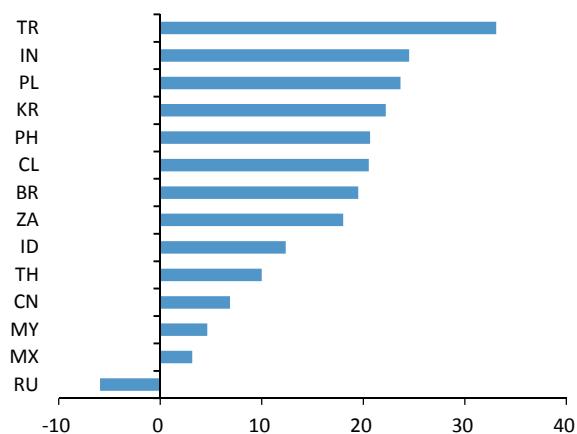
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



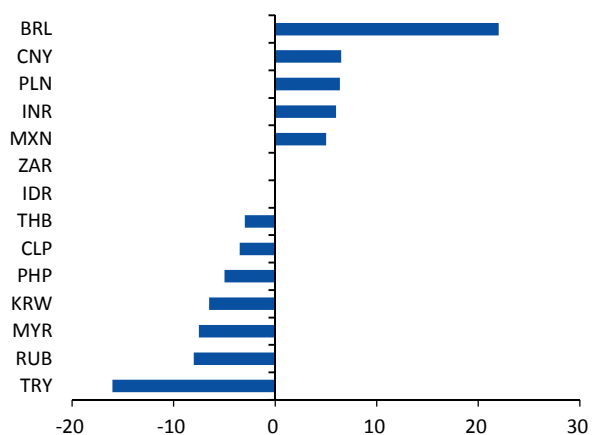
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



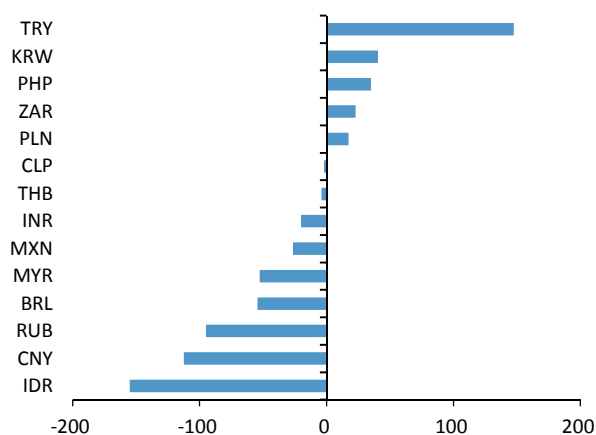
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

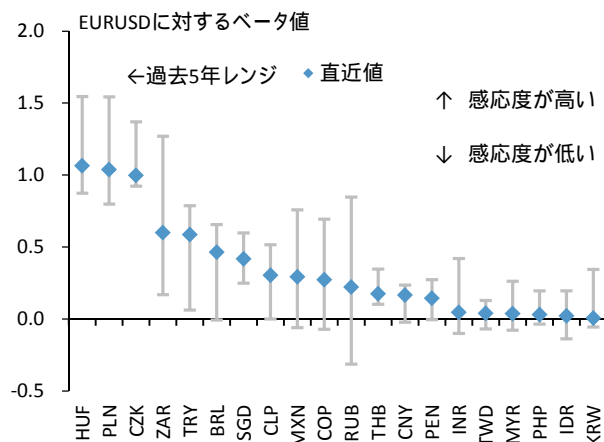
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



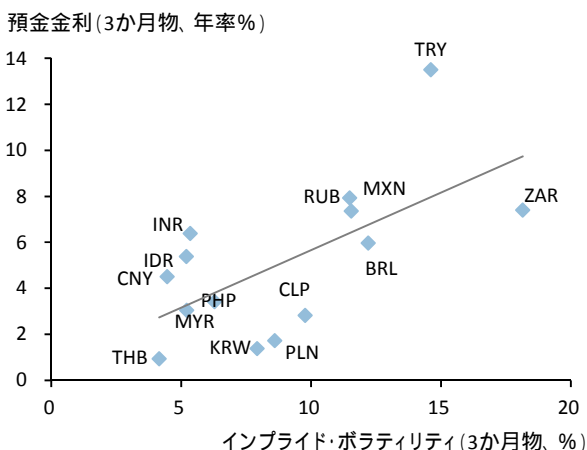
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



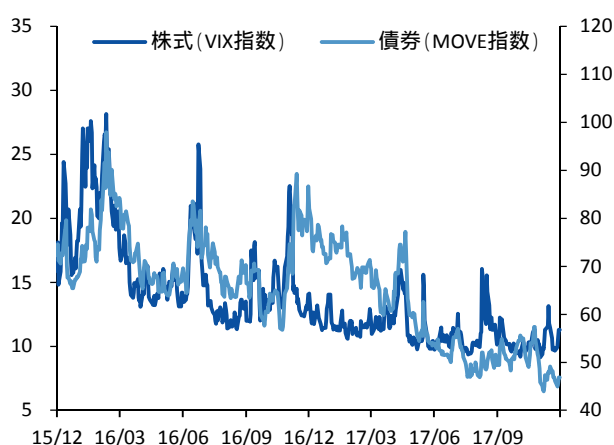
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



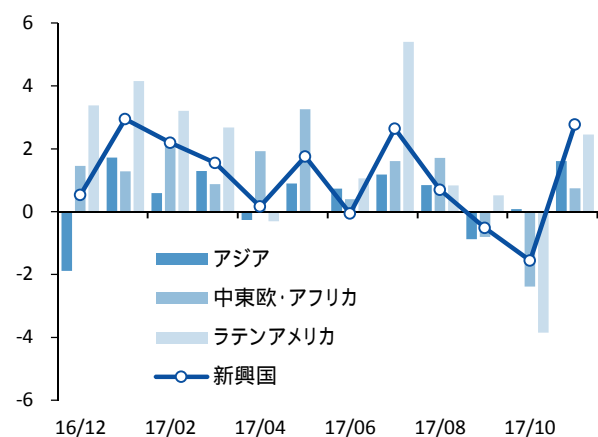
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



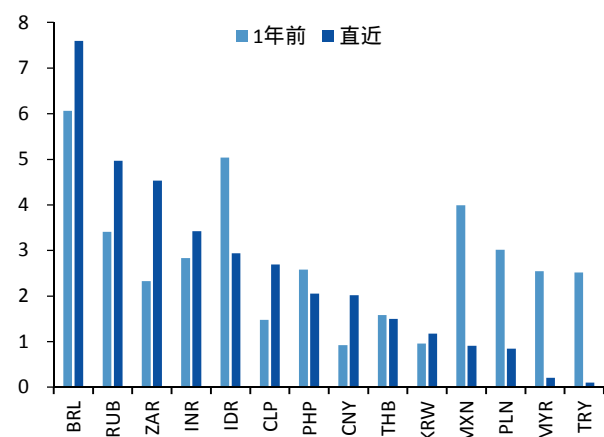
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月28日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	82	84	--
29日 (水)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-3.7%	4.9%	--
30日 (木)	韓国	鉱工業生産(季調済/前月比)	0.2%	-1.1%	0.1%	0.2%
30日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	3.0%	-5.9%	8.4%	8.5%
30日 (木)	中国	製造業PMI	51.4	51.8	51.6	--
30日 (木)	中国	非製造業PMI	--	54.8	54.3	--
30日 (木)	タイ	貿易収支	--	\$1624m	\$5400m	--
30日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	\$3000m	\$3535m	\$6287m	--
12月1日 (金)	韓国	GDP(確報/前年比)	3.6%	--	3.6%	--
1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	1.8%	--	1.8%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	\$8500m	--	\$7327m	--
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.9	--	51.0	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	--	0.9%	--
4日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	3.4%	--	3.6%	--
4日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	52.6	--
5日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$12,205m	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比)	3.3%	--	3.5%	--
5日 (火)	台湾	CPI(前年比)	-0.2%	--	-0.3%	--
6日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	19.0%	--	14.8%	--
6日 (水)	インド	RBIレートの	6.00%	--	6.00%	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	\$4.50b	--	\$5.20b	--
8日 (金)	中国	貿易収支	\$34.70b	--	\$38.17b	--
8-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.1%	--
中東欧・アフリカ						
11月29日 (水)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	22.2%	42.8%	--
30日 (木)	トルコ	貿易収支	-7.40b	-7.32b	-8.14b	--
30日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	-5.5b	4.6b	4.0b	--
12月1日 (金)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	51.8	--	51.1	--
1日 (金)	トルコ	マーケット/ISOトルコ製造業PMI	--	--	52.8	--
1日 (金)	南ア	Barclays Manufacturing PMI	--	--	47.8	--
4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	11.9%	--
5日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	1.1%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.7%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.6%	--
8日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.4%	--
ラテンアメリカ						
11月27日 (月)	メキシコ	貿易収支	-912.0m	-2066.0m	-1886.4m	--
28日 (火)	メキシコ	Unemployment Rate NSA	3.4%	3.5%	3.6%	--
29日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.9%	-0.9%	-1.4%	--
12月2日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4520m	--	\$5201m	--
5日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.6%	--
5日 (火)	メキシコ	総設備投資	--	--	0.3%	--
6日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	--	--	8820.0%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	6.4%	--
8日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	2.7%	--

注: 2017 年 12 月 1 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 1～11月(実績)	SPOT	2017年 12月	2018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)	6.4390 ~ 6.9640	6.6091	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8098	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.464	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13526	13600	13400	13100	12900	12700
韓国ウォン	(KRW)	1076.32 ~ 1211.78	1087.97	1100	1090	1080	1070	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0815 ~ 4.5002	4.0910	4.22	4.15	4.00	3.90	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.368	51.5	50.2	49.6	49.1	48.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3478	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.883 ~ 32.447	30.010	30.10	30.00	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	32.50 ~ 36.01	32.65	32.9	32.6	32.4	32.1	31.9
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22718	22750	22650	22400	22350	22260
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.4837	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.5742	13.6910	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9826	3.9189	3.90	4.00	4.10	4.00	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2681	3.25	3.31	3.38	3.30	3.15
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.6281	19.00	19.50	19.00	18.50	18.50
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.295	16.925	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.410	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.745	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.832	0.809	0.806	0.824	0.829	0.843
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.382	10.345	10.00	9.91	10.00	10.00	10.09
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 27.503	27.502	26.07	26.02	27.00	27.44	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.232	2.14	2.15	2.18	2.18	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 84.01	83.50	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.798	3.750	3.65	3.60	3.61	3.59	3.60
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.457	3.447	3.34	3.31	3.33	3.33	3.35
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4954	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ~ 2.024	1.925	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.774 ~ 8.978	8.217	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.019 ~ 33.476	28.710	28.21	27.00	26.34	26.75	27.44
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.389	33.85	32.63	31.95	32.42	33.97
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.042	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

注: 1.実績の欄は 2017 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 7 時 5 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(12 月 1 日発行)』および『中期為替相場見通し(11 月 30 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。