

2018年12月21日

## The Emerging Markets Weekly

### 新興国が取り戻す政策の柔軟性

本年は大変お世話になりました。  
次回は2019年1月11日発刊です。  
来年も宜しくお願いします。

**新興国市場:**先週14日は発表された中国11月小売上高が冴えない結果となり、アジア通貨全体の重しとなった。一方、米11月小売上高の結果は市場予想を上回るものとなり、ドルが上伸したことも新興国全体を押し下げた。週初17日は、FOMCを控え大半の新興国通貨は小幅な動きとなる中、16日にメキシコ新政権が発表した初の予算案に、信頼の置ける歳出抑制策が盛り込まれていたことが好感されたMXNは0.8%上昇した。またINRは原油価格の下落を背景に上昇した。18日、米中貿易摩擦に伴う世界的な景気減速懸念により、エネルギー需要も減るとの観測から、原油価格は前日に引き続き軟調となったことを受け、INRとIDRは堅調な動きとなる一方、RUBは軟化した。19日、アジア通貨の大半は動意が薄い展開。TRYはホワイトハウスがシリアに展開する米軍が撤退を開始したことを明らかにしたことを好感し値を伸ばした。20日、前日のFOMCでは政策金利が25bp引き上げられる一方、2019年のメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)は従来の3回から2回に引き下げられたが、市場予想通りだったためアジア通貨への影響は小さいものとなった。メキシコ政府が新空港建設の費用調達のために発行した債券の一部について繰り上げ償還で合意したことが好感されたことに加え、メキシコ中央銀行(Banxico)が政策金利を25bp引き上げたことを受けMXNは堅調な推移となった。

**アジア:**タイ中央銀行(BOT)は19日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%から1.75%に引き上げることを決定した。BOTが利上げを実施するのは2011年8月以来7年4か月振りである。BOTは2015年4月に利下げして以降、政策金利を据え置いてきた。利上げの理由として、低金利の長期化に伴う金融安定に対するリスクを抑制することや、世界経済が悪化した場合に利下げ余地を作ることが狙いとしている。今会合で利上げに踏み切ったが、声明文では緩和的な金融政策が適切と表明したことから、ハト派的な利上げとなった印象だ。他方、インドネシア中央銀行(BI)は20日に金融政策会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートを6.00%に据え置いた。同時に、上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ、6.75%と5.25%に据え置いた。BIは今年の5月から11月の間に6回、合計175bpの利上げを実施している。今回は据え置きとなったが、必要に応じてIDRを防衛する方針を改めて示した。

**ラテンアメリカ:** Banxicoは20日に金融政策会合を開催し、政策金利を25bp引き上げ、8.25%にすると決定した。Banxicoはメキシコ政府の経済政策などに起因する先行きの不透明感やインフレのリスクに警戒感を示した。

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
堀内 隆文  
03-3242-7065  
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

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

## 新興国が取り戻す政策の柔軟性

マーケット・エコノミスト  
堀内 隆文  
03-3242-7065  
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

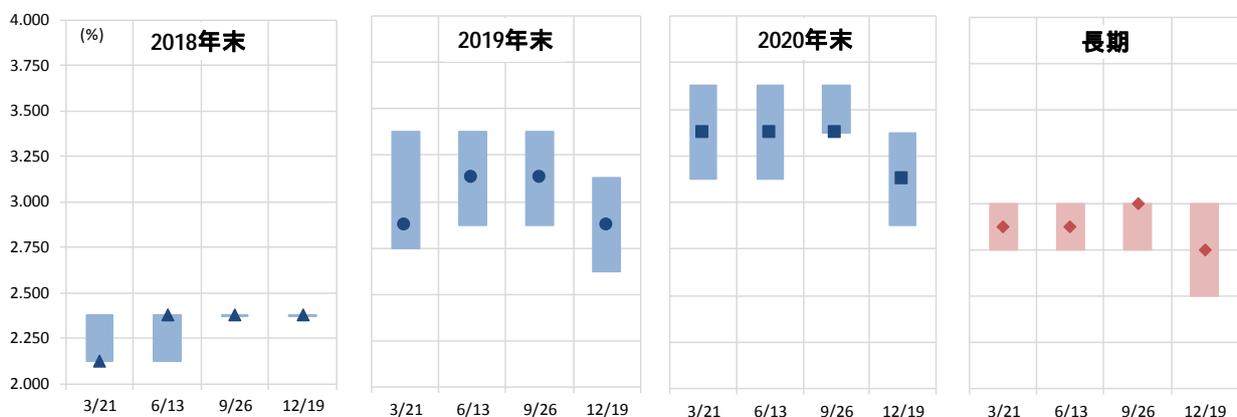
FRBは12月18～19日に開催したFOMCにおいて、市場の大方の予想通り0.25%ポイントの政策金利引き上げを発表するとともに、FOMC参加者による経済見通しを公表した。同資料によれば、FOMC参加者は、2019年の利上げ回数を従来の3回よりも2回が、中立金利(長期の政策金利見通しが目安になる)も従来の3.00%より2.75%が適当との見方に修正されつつあるようだ(図表1)。

2018年を振り返れば、6月FOMCでは、2018年の利上げは3回よりも4回行われることが適当であり、2019年内にも中立金利を上回ることが示唆された。9月FOMCではさらに、2020年の政策金利見通しがより上方に収斂し、中立金利見通しもやや上方にシフトした。FRBはいつからか景気先行きに最も強気となり、金融政策正常化を粛々と進める姿勢を強めてきたわけだが、いよいよその姿勢の修正が始まった。具体的には、正常化ペースの減速に着手したといえる。

FRBによる金融政策正常化ペースの見直しは、多くの新興国通貨にとって支援材料となろう。IMFはかねてから、先進国の金融政策正常化が新興国からの資本流出を促し、特に債務問題が深刻化するリスクに警鐘を鳴らしてきた。2010年以降の新興国への資本流入要因の大部分が米国の金融緩和によるものだったとの分析を公表(図表2)。2018年10月公表の最新の金融安定化報告(GFSR)では、米政策金利が従来想定以上の水準に達するとの見通しから、資本流出規模の拡大リスクにも言及した。この観点からいえば、今回のFOMCを経て確認されたFRBの正常化ペースの減速見通しは、新興国からの資本流出圧力の緩和につながる。

資本流出圧力の緩和は、まず通貨の売り圧力とともに、輸入物価を通じたインフレ圧力を和らげる。2018年に原油高とともに新興国を悩ました問題だ。また、上述の債務のリファイナンスリスクへの懸念も後退し、間接的に景気面での下押し圧力も弱まることになる。そして、新興国は金融政策や財政政策の柔軟性をより確保することができよう。

図表1:FOMC参加者による政策金利見通しの変遷

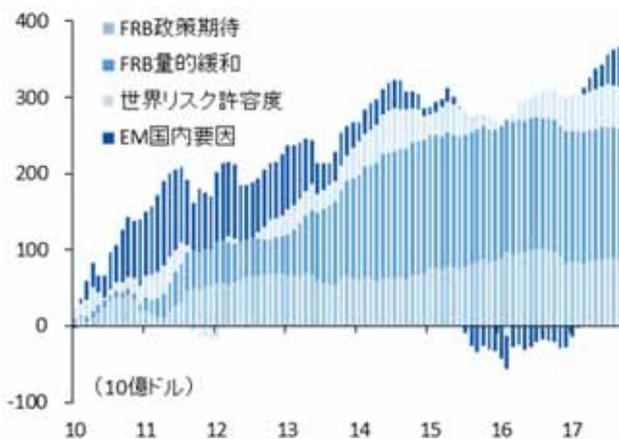


注: 棒グラフは上位・下位それぞれ3つの回答を除く中心傾向の範囲、マーカーは中央値。  
出所: FRB、みずほ銀行

もちろん、今回のFRBの姿勢変化の背景に、景気減速懸念があったとみられることは無視できない。世界の資本コストともいえる米政策金利の上昇が、「世界経済はピークアウトした」(OECD、11月世界景気見通し)との状況をすでに生み出していることは、新興国景気の先行きを考える上でのネガティブな材料といえる。一方で、外需だけが新興国経済を支えているわけではないのも事実である。インフレ圧力や債務問題リスクが和らぐことは大きな変化であり、政策の柔軟性が確保されることは内需の先行きを考える上で非常に重要な観点である。

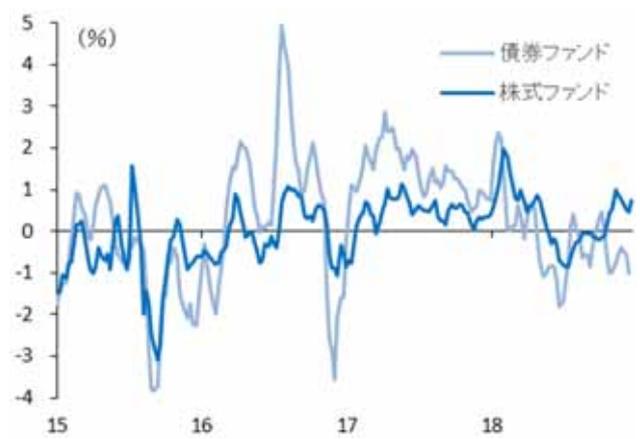
なお、新興国を巡る資本フローにはすでに改善の兆しも見られつつある(図表3)。新興国株式ファンドへの資金流入は、10月前半から10週連続の流入超となっている。10月前半といえば、市場で政策金利見通しが下方に修正され始めた局面であり(図表4)、11月のパウエルFRB議長のハト派発言等も追い風になっている可能性がある。新興国債券ファンドについては依然流出超が続いているものの、FRBの姿勢変化が確認され、金利とリファイナンス面での環境改善も期待される。資本フローが改善してくれば、新興国通貨に追加の支援材料となる。もっとも、過去の局面をみれば、ファンドフローは景況感の影響を受けやすい(図表5)。引き続き、新興国各国における政策対応に注目していきたい。

図表2:新興国への累積資本流入額の要因分解



出所: IMF「Global Financial Stability Report Oct 2017」、みずほ銀行

図表3:新興国ファンドフロー(4週累計、%/AUM)



出所: EPFR, Macrobond, みずほ銀行

図表4:新興国ファンドフロー(4週累計、%/AUM)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

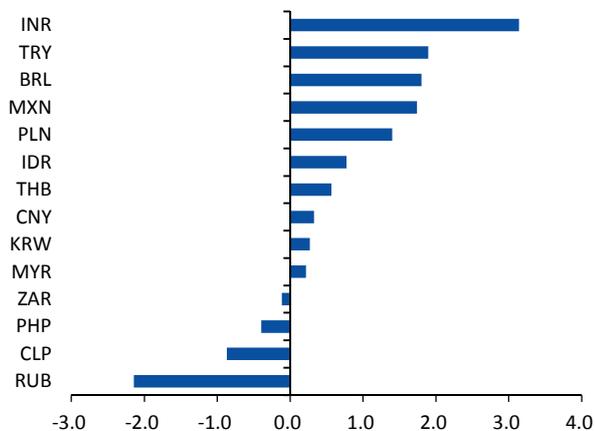
図表5:新興国ファンド月次フローと新興国PMI



出所: EPFR, Markit, Macrobond, ブルームバーグ、みずほ銀行

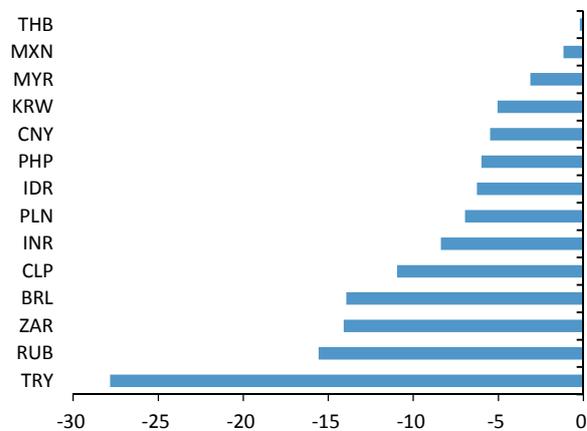
## 金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



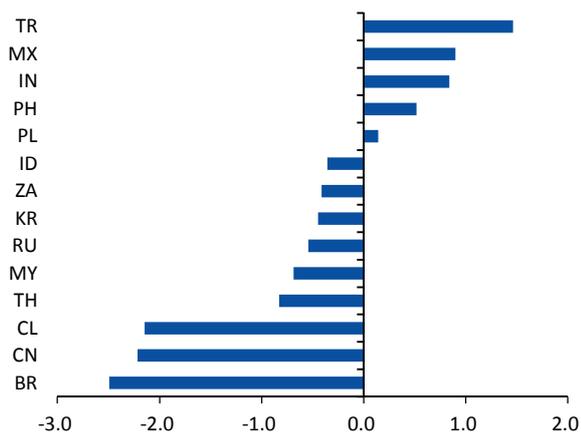
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



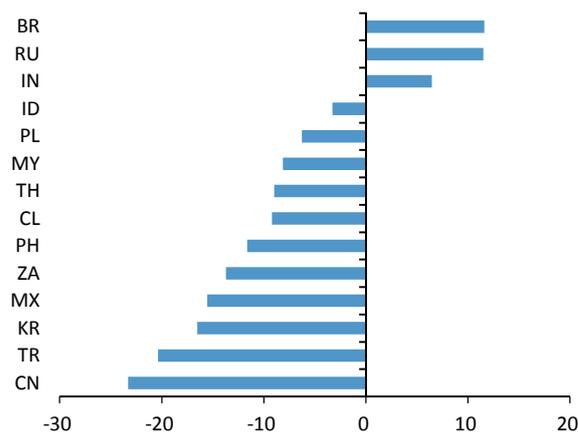
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



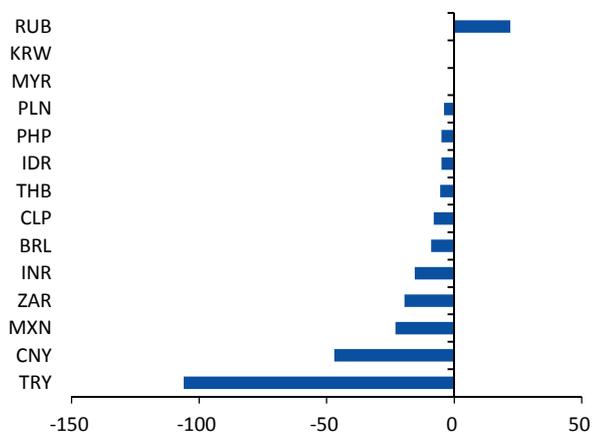
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



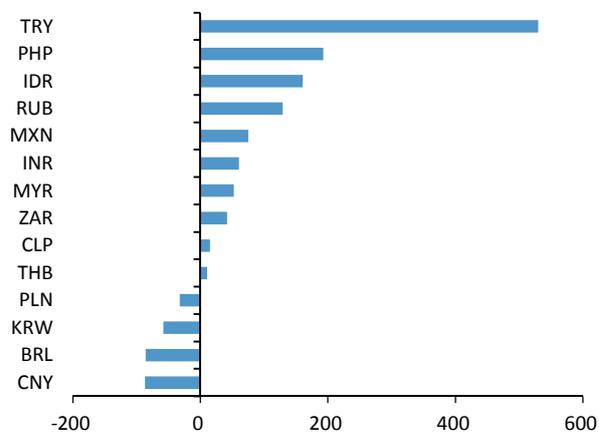
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

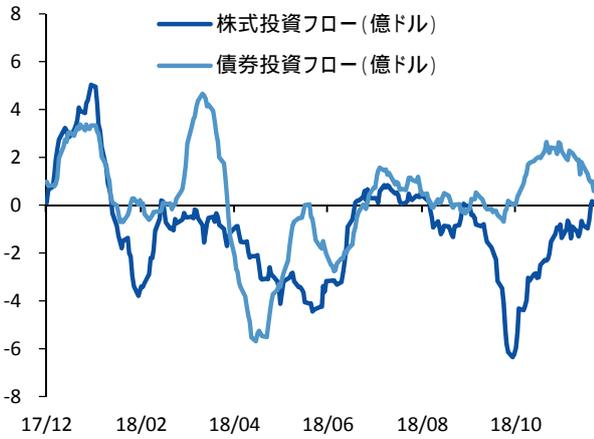
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

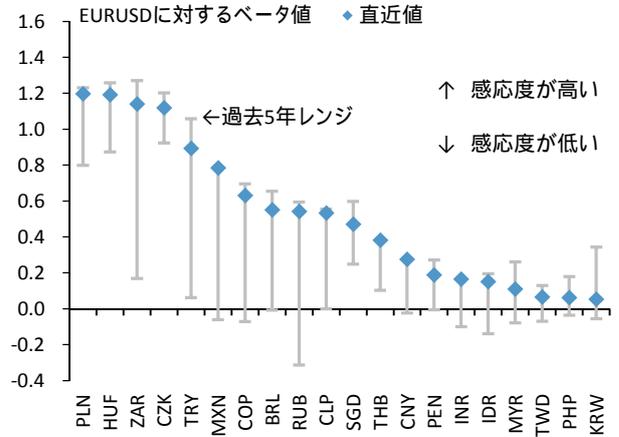
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



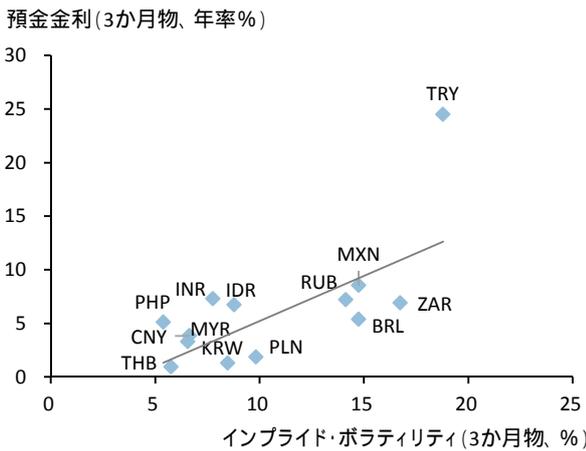
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



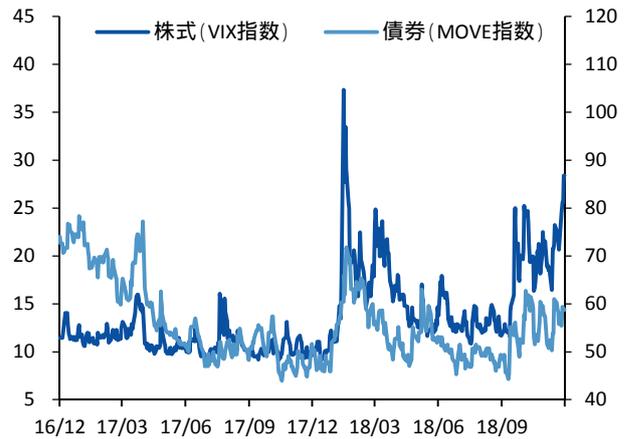
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



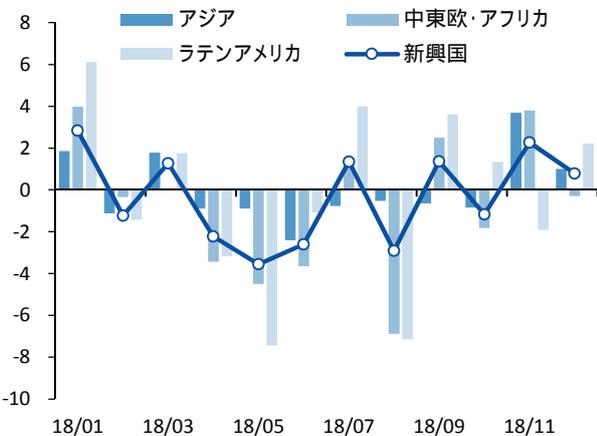
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



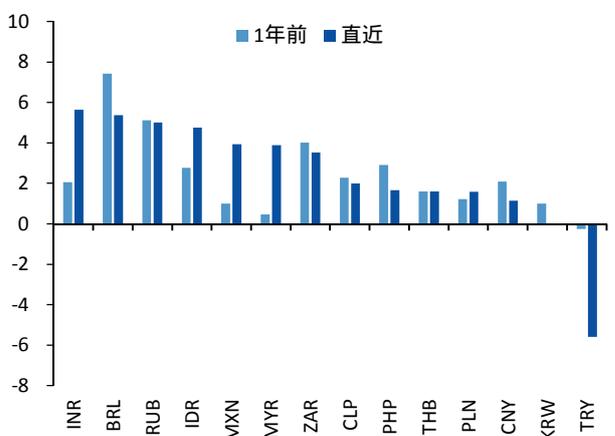
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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   |
|------------------|--------|------------------|----------|----------|----------|-------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                  |          |          |          |       |
| 12月17日 (月)       | シンガポール | 非石油地場輸出(前年比)     | 1.8%     | -2.6%    | 8.3%     | 8.2%  |
| 17日 (月)          | フィリピン  | 海外送金(前年比)        | 3.3%     | 8.7%     | 2.3%     | --    |
| 17日 (月)          | インドネシア | 貿易収支             | -\$735m  | -\$2050m | -\$1820m | --    |
| 19日 (水)          | マレーシア  | CPI(前年比)         | 0.4%     | 0.2%     | 0.6%     | --    |
| 19日 (水)          | フィリピン  | 総合国際収支           | --       | \$847m   | -\$458m  | --    |
| 19日 (水)          | タイ     | タイ中央銀行指標金利       | 1.75%    | 1.75%    | 1.50%    | --    |
| 20日 (木)          | 台湾     | CBC指標金利          | 1.375%   | 1.375%   | 1.375%   | --    |
| 20日 (木)          | インドネシア | 7日物リハースレホレート     | 6.00%    | 6.00%    | 6.00%    | --    |
| 21日 (金)          | タイ     | 貿易収支(通関ハース)      | \$1040m  | --       | -\$280m  | --    |
| 24日 (月)          | シンガポール | CPI(前年比)         | 0.6%     | --       | 0.7%     | --    |
| 24日 (月)          | 台湾     | 鉱工業生産(前年比)       | 3.1%     | --       | 8.3%     | --    |
| 26日 (水)          | シンガポール | 鉱工業生産(前年比)       | 4.1%     | --       | 4.3%     | --    |
| 28日 (金)          | 韓国     | 鉱工業生産(前年比)       | 1.4%     | --       | 10.7%    | --    |
| 28日 (金)          | タイ     | 貿易収支             | --       | --       | \$1255m  | --    |
| 28日 (金)          | タイ     | 国際収支:経常収支        | --       | --       | \$1888m  | --    |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                  |          |          |          |       |
| 12月17日 (月)       | トルコ    | 鉱工業生産(前年比)       | -4.3%    | -5.7%    | -2.7%    | -2.4% |
| 17日 (月)          | トルコ    | 失業率              | 11.6%    | 11.4%    | 11.1%    | --    |
| 17日 (月)          | ロシア    | 鉱工業生産(前年比)       | 3.5%     | 2.4%     | 3.7%     | --    |
| 19日 (水)          | ロシア    | 実質小売売上高(前年比)     | 2.1%     | 3.0%     | 1.9%     | 2.0%  |
| 19日 (水)          | ロシア    | 失業率              | 4.8%     | 4.8%     | 4.7%     | --    |
| 28日 (金)          | ロシア    | マーケット・ロシア製造業PMI  | --       | --       | 52.6     | --    |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                  |          |          |          |       |
| 12月20日 (木)       | メキシコ   | 小売売上高(前年比)       | 3.9%     | 3.0%     | 4.1%     | --    |
| 21日 (金)          | ブラジル   | 経常収支             | -\$1673m | --       | \$329m   | --    |
| 21日 (金)          | メキシコ   | 経済活動IGAE(前年比)    | 2.2%     | --       | 2.1%     | --    |
| 27日 (木)          | ブラジル   | FGVインフレIGPM(前年比) | 7.8%     | --       | 9.7%     | --    |

注:2018年12月21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

|                  |          | 2018年<br>1～11月(実績) | SPOT    | 2018年<br>12月 | 2019年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   |
|------------------|----------|--------------------|---------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| <b>対ドル</b>       |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.2431 ~ 6.9799    | 6.8850  | 6.90         | 6.85        | 6.85  | 6.80  | 6.80  |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.7930 ~ 7.8500    | 7.8292  | 7.84         | 7.83        | 7.83  | 7.82  | 7.82  |
| インドルピー           | (INR)    | 63.246 ~ 74.483    | 69.699  | 74.5         | 73.0        | 70.8  | 69.5  | 68.5  |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13263 ~ 15284      | 14473   | 15000        | 14900       | 14700 | 14500 | 14250 |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1054.18 ~ 1144.73  | 1127.68 | 1130         | 1120        | 1110  | 1110  | 1110  |
| マレーシアリング         | (MYR)    | 3.8533 ~ 4.2020    | 4.1772  | 4.22         | 4.16        | 4.10  | 3.98  | 3.96  |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 49.705 ~ 54.480    | 53.153  | 53.5         | 54.9        | 54.7  | 54.5  | 54.1  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3009 ~ 1.3873    | 1.3698  | 1.39         | 1.36        | 1.35  | 1.35  | 1.33  |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 28.958 ~ 31.169    | 30.807  | 30.80        | 30.70       | 30.60 | 30.60 | 30.60 |
| タイバーツ            | (THB)    | 31.09 ~ 33.53      | 32.65   | 32.6         | 32.4        | 32.0  | 31.5  | 30.9  |
| ベトナムドン           | (VND)    | 22680 ~ 23363      | 23285   | 23550        | 23400       | 23350 | 23200 | 23000 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 55.5563 ~ 70.8422  | 68.3107 | 65.00        | 67.00       | 67.00 | 70.00 | 68.00 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 11.5078 ~ 15.6958  | 14.3888 | 14.00        | 14.50       | 14.00 | 13.70 | 13.50 |
| トルコリラ            | (TRY)    | 3.7163 ~ 7.2362    | 5.2646  | 5.50         | 6.50        | 6.00  | 6.50  | 6.20  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 3.1214 ~ 4.2133    | 3.8443  | 3.82         | 3.77        | 3.77  | 3.83  | 3.90  |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 17.9401 ~ 20.9605  | 19.8761 | 20.50        | 20.00       | 19.50 | 19.00 | 19.00 |
| <b>対円</b>        |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 15.925 ~ 17.543    | 16.212  | 15.94        | 15.91       | 15.62 | 15.44 | 15.15 |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.326 ~ 14.615    | 14.200  | 14.03        | 13.92       | 13.67 | 13.43 | 13.17 |
| インドルピー           | (INR)    | 1.506 ~ 1.790      | 1.595   | 1.48         | 1.49        | 1.51  | 1.51  | 1.50  |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.733 ~ 0.845      | 0.768   | 0.733        | 0.732       | 0.728 | 0.724 | 0.723 |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 9.634 ~ 10.681     | 9.917   | 9.73         | 9.73        | 9.64  | 9.46  | 9.28  |
| マレーシアリング         | (MYR)    | 26.449 ~ 28.395    | 26.753  | 26.07        | 26.20       | 26.10 | 26.38 | 26.01 |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 1.999 ~ 2.272      | 2.104   | 2.06         | 1.99        | 1.96  | 1.93  | 1.90  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 79.19 ~ 85.50      | 81.16   | 79.14        | 80.15       | 79.26 | 77.78 | 77.44 |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.570 ~ 3.843      | 3.609   | 3.57         | 3.55        | 3.50  | 3.43  | 3.37  |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.300 ~ 3.538      | 3.405   | 3.37         | 3.36        | 3.34  | 3.33  | 3.33  |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4590 ~ 0.4992    | 0.4772  | 0.47         | 0.47        | 0.46  | 0.45  | 0.45  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.572 ~ 1.993      | 1.628   | 1.69         | 1.63        | 1.60  | 1.50  | 1.51  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 7.076 ~ 9.293      | 7.726   | 7.86         | 7.52        | 7.64  | 7.66  | 7.63  |
| トルコリラ            | (TRY)    | 15.463 ~ 30.311    | 21.092  | 20.00        | 16.77       | 17.83 | 16.15 | 16.61 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 26.388 ~ 35.131    | 28.920  | 28.80        | 28.91       | 28.38 | 27.42 | 26.41 |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 5.270 ~ 6.163      | 5.593   | 5.37         | 5.45        | 5.49  | 5.53  | 5.42  |

注: 1.実績の欄は2018年11月30日まで。SPOTは12月21日の9時00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3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。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。