2019 年 1 月 18 日

The Emerging Markets Weekly

忍耐強い FRB が新興国通貨を支える

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

新興国市場：先週末の新興国通貨は、米中通商協議を終え、貿易摩擦の解消に向けて協議に進展があったと強調する両国に対し、更なる展開を待つ様子見の状態が続き大半が小動き。その中で TRY は米国との関係悪化の懸念が高まり下落した。週初 14 日、発表された中国 12 月貿易統計が市場予想を下回り、米中貿易摩擦の影響により中国の景気減速が懸念されたことから、アジア通貨は軟調な動きとなった。INR は同日発表されたインド 12 月消費者物価指数（CPI）が前年比+2.19%と 2017 年 6 月以来の低水準となったため、2 月 7 日にインド準備銀行（RBI）が開催する金融政策委員会（MPC）で利下げに踏み切るとの一部の見方も下押し要因となった。一方、中南米通貨は FRB が利上げへの慎重姿勢を示していることを背景に上昇した。15 日、中国国家発展改革委員会が 1～3 月期に経済が「良いスタート」を切れるよう目指すと表明したことに加え、中国人民銀行（PBoC）の朱鶴新・副総裁が、預金準備率を引き下げても為替相場の安定を維持できると自信を持っていると述べたことがアジア通貨を下支えした。16 日、英国の欧州連合離脱への不安や、世界経済に対する懸念がリスク志向を低下させる中、新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。この日、トルコ中央銀行（CBRT）は金融政策会合を開催し、政策金利を据え置くことを決定。インフレ率が鈍化しことを受け、市場では引き締めスタンスから緩和スタンスに転じる可能性が懸念されていたが、CBRT は引き続き引き締めスタンスを維持すると述べたことが好感され TRY は上昇した。17 日、米議会の超党派議員が米国の輸出管理法などに違反した中国の通信機器メーカーに対し、大統領権限で強力な制裁を科せるようにする法案を提出したことを受け、米中関係に対する懸念が高まり新興国通貨は軟調となった。

アジア：インドネシア中央銀行（BI）は 17 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。声明文では、現在の政策金利の水準は経常赤字を引き下げ、国内資産の魅力を維持する取り組みと一致していると述べた。

中東欧・アフリカ： CBRT は 16 日に金融政策会合を開催し、政策金利である 1 週間物レポレートを 24.00%に据え置くことを決定した。トルコの 12 月 CPI は前年比+20.3%と依然として高水準ではあるものの、11 月（同：+21.6%）から鈍化したことや、景気減速の兆候の強まりを受けて、CBRT が時期早尚の利下げに踏み切ることへの警戒感が市場では強かった。声明文では、経常収支の改善が続くとの見解が示された他は 12 月会合の声明文と変化はなかった。インフレ見通しが著しく改善するまでは引き締めスタンスを維持することを決定したと述べたことを受け、中銀の独立性を巡る懸念も和らいだ。

市場概観

忍耐強い FRB が新興国通貨を支える

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

2019 年に入り、FRB が金融政策の正常化ペースを減速させる可能性がより高まっており、新興国通貨にはさらなる追い風となりそうだ。具体的には、2018 年 12 月 FOMC で示唆された利上げペースの減速に加えて、バランスシートの縮小ペースもまた減速させる可能性にパウエル FRB 議長が言及したことである。

まず、利上げペースについては、9 日公表の 12 月 FOMC 議事要旨によれば、多くの参加者がさらなる政策引き締めに辛抱強くなれる余地があるとの見解を示していたという。また、2019 年に FOMC で投票権を保有するメンバー（図表1）のうち最もタカ派的であるとみられるカンザスシティ連銀のジョージ総裁が、15 日の講演で正常化プロセスの休止に言及。過去の政策効果は時間をかけて表れてくるとみられ、追加利上げの検討には忍耐強さが必要との見解を示した。

さらに、パウエル FRB 議長は 4 日、経済のリスクの精査を辛抱強く行い必要に応じて迅速な政策調整を行う姿勢を示した。インフレが抑制されている中、経済の下方リスクに十分配慮し、必要ならばバランスシート政策を調整する用意があるという。クラリダ FRB 副議長も 10 日、インフレが抑制されている中で FOMC は辛抱強くなれると発言。世界経済や金融市場の動向が米経済に「横風」となって吹き付けているというリスク認識が背景にあるようだ。

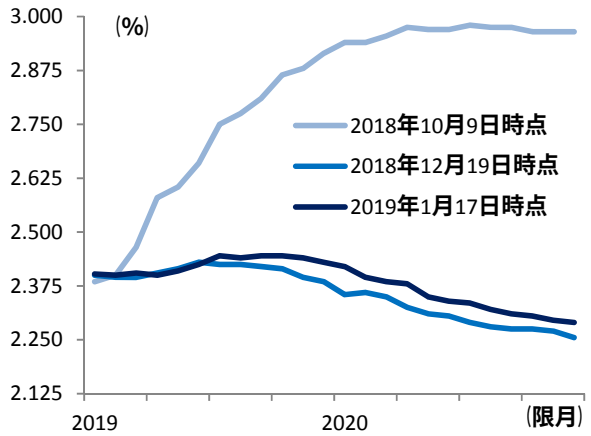
政策金利だけでなくバランスシート政策の見直しも伴う FRB の金融政策正常化ペースの減速は、新興国からの資金流出圧力を一段と和らげるだろう。市場における米国の政策金利見通しの下方修正一服（図表 2）もさることながら、新興国からの資金流出リスクを考える上で、FRB のバランスシート政策の影響のほうがはるかに大きいためだ。IMF が 2018 年 10 月に公表した金融安定化報告（GFSR）では、FRB の金融政策正常化を主な外部要因として、新興国からの資本流出拡大を警告（図表3）。2018 年 10～12 月期から 2019 年 10～12 月期にかけて、459 億ドルが流出すると推計している。要因別には、政策金引き上げが 89 億ドル、バランスシート縮小で 370 億ドルである。

図表 1：米 FOMC 参加者

FRB ボードメンバー	パウエルFRB議長	投票権あり
	クラリダFRB副議長	
	クォールズFRB副議長	
	ボウマンFRB理事	
	ブレイナードFRB理事	
	（理事2名空席）	
地区連銀総裁	ウィリアムズNY連銀総裁	
	ブラード･セントルイス連銀総裁	2019年の投票権あり
	エバンス･シカゴ連銀総裁	
	ジョージ･カンザスシティ連銀総裁	
	ローゼングレン･ボストン連銀総裁	
	メスター･クリーブランド連銀総裁	2019年は投票権なし
	ハーカー･フィラデルフィア連銀総裁	
	カプラン･ダラス連銀総裁	
	カシュカリ･ミネアポリス連銀総裁	
	バーキン･リッチモンド連銀総裁	
	ボスティック･アトランタ連銀総裁	
	ダリー･サンフランシスコ連銀総裁	

出所：FRB、みずほ銀行

図表 2：FF 金利先物

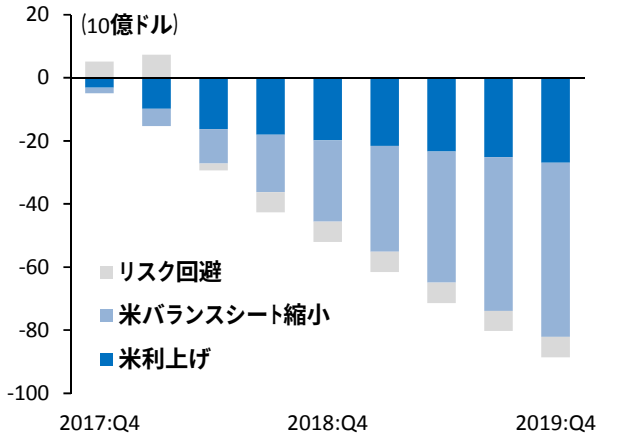


出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

FRB の金融政策正常化に伴う資金流出圧力が和らぐ中で、新興国への投資資金の流れは改善している。ファンドへの投資資金の流れを参考にすると、新興国株式ファンドは 14 週連続で流入超となっている（図表 4）。また、より注目したいのは 1 月に入り、新興国債券ファンドで 14 週ぶりに資金流入超に転じ、2 週連続で流入超の規模が大きなものになっていることである。米国との金利差が再び拡大傾向にあることや、通貨安やそれに伴うインフレリスクが和らぎつつあることが手掛かりになっているようだ。各国通貨の年初来パフォーマンスと、実質金利（10 年国債利回り－直近の CPI で算出）にはおおむね正の相関がうかがえる（図表 5）。もちろん、例外もある。INR は実質金利が高いにもかかわらずパフォーマンスが低迷しているが、原油高による貿易収支悪化懸念が大きいとみられる。

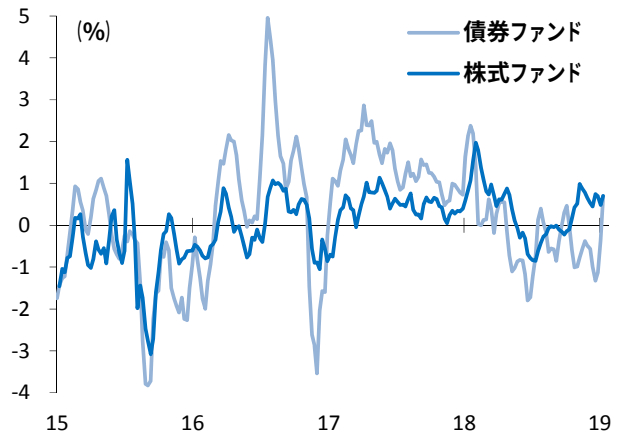
忍耐強さを増す FRB によって、新興国通貨が支えられる構図は今後も続こう。もっともその恩恵をどれだけ享受できるかは各国でまちまちである。投資資金はすでに動き出したが、貿易や直接投資などに伴う実需の動きがこれに続くのかは各国次第。世界経済の先行きには不透明感が漂う一方、米国の金融政策正常化ペース減速によって新興国政府は政策の柔軟性をより確保できる見通しで、各国の政策対応に引き続き注目したい（図表 6）。また、世界景気の最大のリスクのひとつである米中覇権争いの行方については、1 月末にも予定される閣僚級協議の内容を確認したい。

図表 3：外部要因に伴う新興国からの資金流出



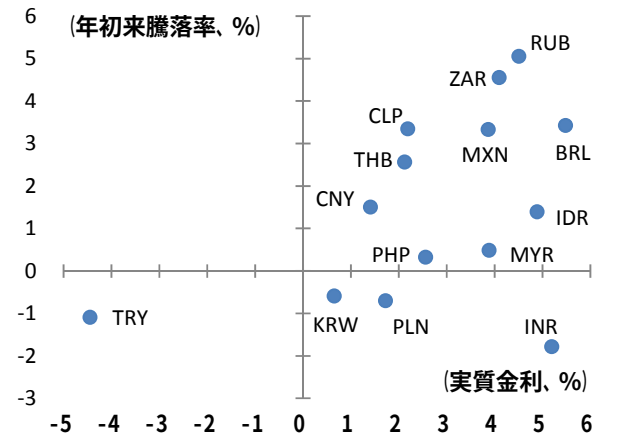
出所：IMF「GFSR, Oct. 2018」、みずほ銀行

図表 4：新興国ファンドフロー（4 週累計、%AUM）



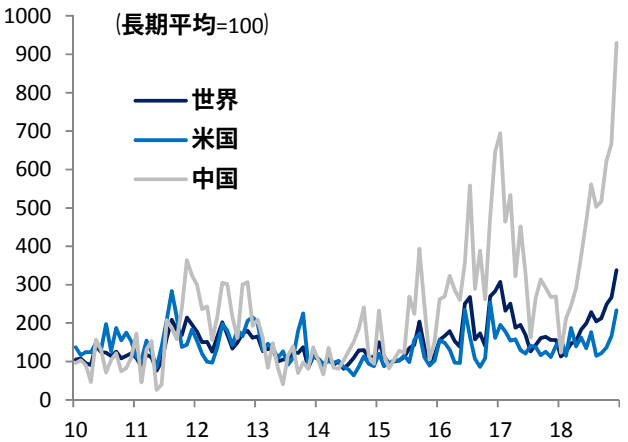
出所：EPFR、Macrobond、みずほ銀行

図表 5：新興国通貨の騰落率と実質金利



注：実質金利は、2018 年末の 10 年国債利回り－直近 CPI で算出。
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

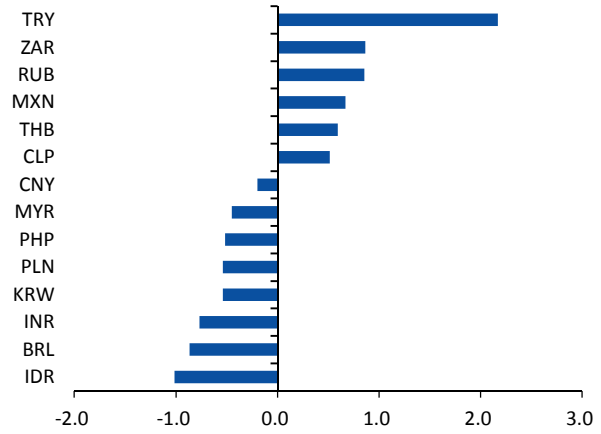
図表 6：経済政策不確実性指数



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

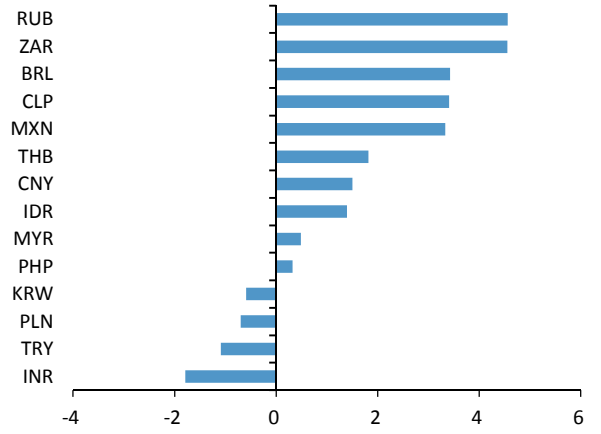
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



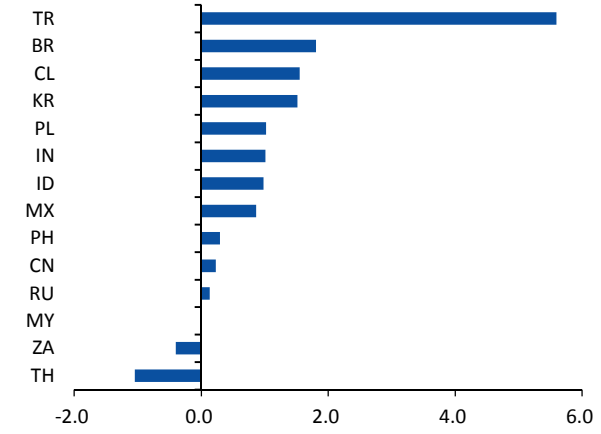
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



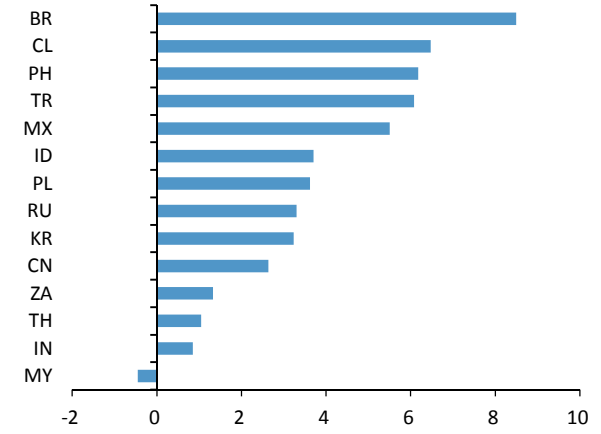
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



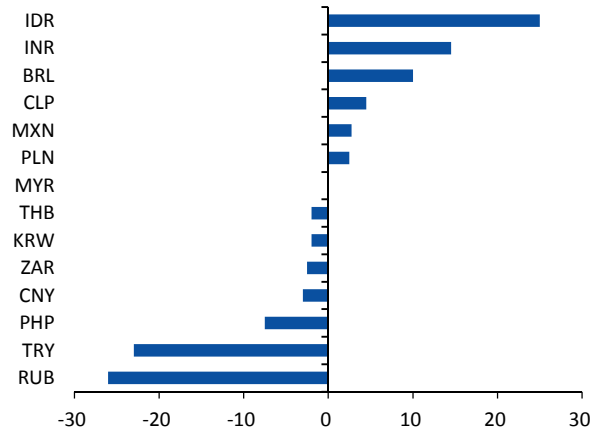
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



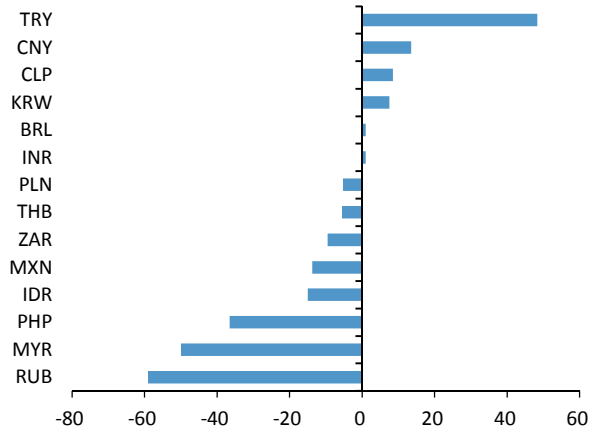
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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)



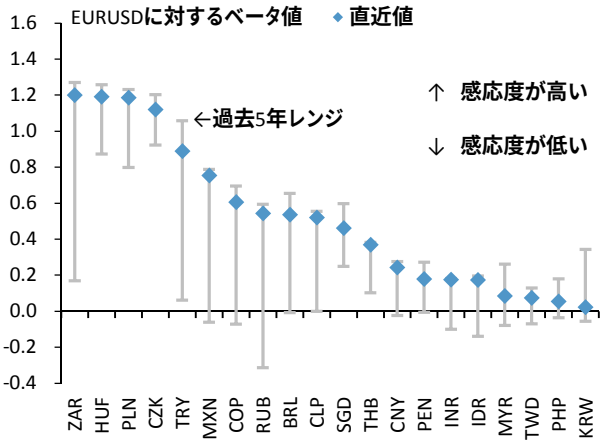
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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)

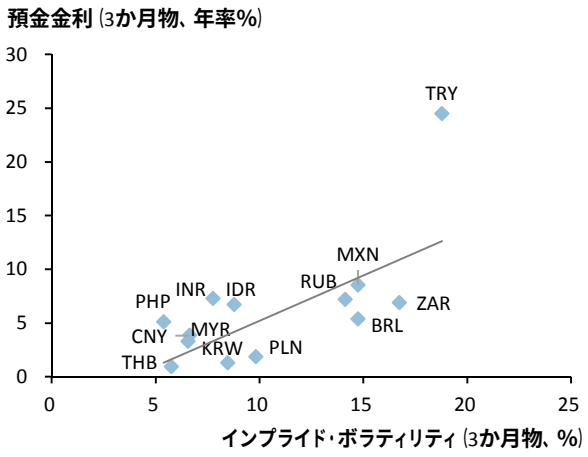
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



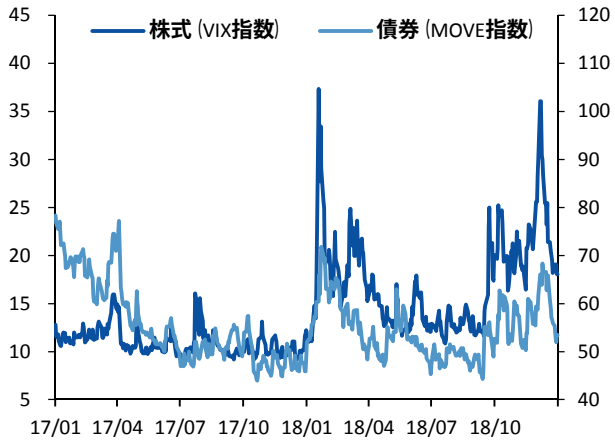
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



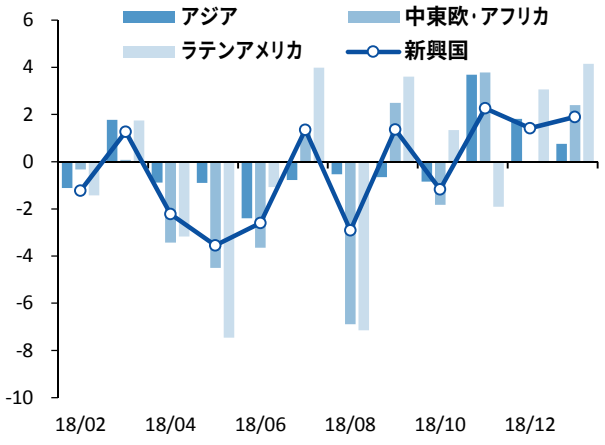
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



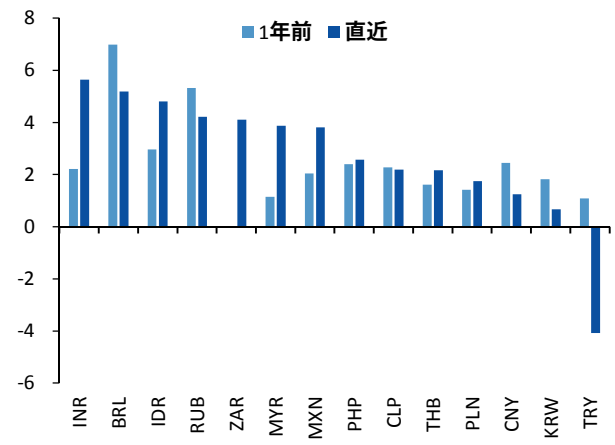
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
1月14日 (月)	中国	貿易収支	$51.60b	$57.06b	$44.74b	$41.86b
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	4.5%	3.8%	4.6%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	2.2%	2.2%	2.3%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	-$1115m	-$1102m	-$2050m	-$1996m
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	8.3%	2.8%	8.7%	--
15日 (火)	中国	ﾏﾈｰｻﾌﾟﾗｲM2(前年比)	8.1%	8.1%	8.0%	--
15日 (火)	中国	新規貸出 (人民元)	825.0b	1080.0b	1250.0b	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	0.3%	0.8%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	2.0%	-8.5%	-2.6%	-2.8%
17日 (木)	インドネシア	7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟﾚｰﾄ	6.00%	6.00%	6.00%	--
18日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	$847m	--
21日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	8.2%	--	8.1%	--
21日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.3%	--	5.4%	--
21日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.0%	--	5.9%	--
21日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.4%	--	6.5%	--
21日 (月)	タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	--	--	-$1180m	-$1178m
22日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	2.0%	--
23日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	0.2%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.3%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.1%	--
中東欧・アフリカ						
1月14日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-5.4%	-6.5%	-5.7%	--
1月15日 (火)	トルコ	失業率	11.4%	11.6%	11.4%	--
16日 (水)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	24.00%	24.00%	24.00%	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.0%	3.1%	2.2%	2.1%
17日 (木)	ロシア	経常収支	35700m	38800m	27664m	--
17日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.75%	6.75%	6.75%	--
18日 (金)	ロシア	貿易収支	18.2b	--	19.7b	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.6%	--	5.2%	--
23-24日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	--	2.4%	--
25日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.9%	--	3.0%	--
25日 (金)	ロシア	失業率	4.8%	--	4.8%	--
ラテンアメリカ						
1月14日 (月)	メキシコ	総設備投資	3.4%	3.4%	-0.9%	--
15日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.2%	4.4%	1.9%	--
24日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.9%	--
25日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.0%	--

注:2019 年 1 月 11 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 1～12月（実績）			SPOT	2019年 3月	6月	9月	12月	2020年 3月
対ドル										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	6.2431	～	6.9799	6.7764	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7930	～	7.8500	7.8429	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246	～	74.483	71.039	72.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263	～	15284	14192	14900	14600	14500	14200	14000
韓国ウォン	(KRW)	1054.18	～	1144.73	1122.45	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8533	～	4.2020	4.1135	4.16	4.10	3.98	3.96	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	49.705	～	54.480	52.412	54.0	54.7	54.5	54.1	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009	～	1.3873	1.3555	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	28.958	～	31.169	30.854	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.09	～	33.53	31.74	32.4	32.0	31.5	31.0	31.0
ベトナムドン	(VND)	22680	～	23363	23190	23400	23350	23200	23000	23000
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563	～	70.8422	66.3754	71.00	69.00	70.00	68.00	70.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078	～	15.6958	13.7275	14.50	14.00	13.70	13.50	13.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163	～	7.2362	5.3586	6.50	6.00	6.50	6.20	6.60
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214	～	4.2133	3.7466	3.77	3.77	3.83	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	17.9401	～	20.9605	19.0089	20.50	20.00	19.80	19.60	19.50
対円										
エマージングアジア										
中国人民元	(CNY)	15.925	～	17.543	16.085	15.80	15.62	15.33	15.15	14.85
香港ドル	(HKD)	13.326	～	14.615	13.906	13.90	13.67	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.506	～	1.790	1.535	1.50	1.51	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.733	～	0.845	0.769	0.732	0.733	0.724	0.725	0.721
韓国ウォン	(100KRW)	9.634	～	10.681	9.723	9.82	9.73	9.63	9.54	9.53
マレーシアリンギ	(MYR)	26.319	～	28.395	26.462	26.20	26.10	26.38	26.01	25.77
フィリピンペソ	(PHP)	1.999	～	2.272	2.076	2.02	1.96	1.93	1.90	1.89
シンガポールドル	(SGD)	79.19	～	85.50	80.46	80.15	79.26	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.566	～	3.843	3.535	3.54	3.49	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300	～	3.538	3.436	3.36	3.34	3.33	3.32	3.26
ベトナムドン	(100VND)	0.4590	～	0.4992	0.4703	0.47	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ										
ロシアルーブル	(RUB)	1.567	～	1.993	1.644	1.54	1.55	1.50	1.51	1.44
南アフリカランド	(ZAR)	7.076	～	9.293	7.947	7.52	7.64	7.66	7.63	7.32
トルコリラ	(TRY)	15.463	～	30.311	20.344	16.77	17.83	16.15	16.61	15.30
ラテンアメリカ										
ブラジルレアル	(BRL)	26.388	～	35.131	29.085	28.91	28.38	27.42	26.41	25.57
メキシコペソ	(MXN)	5.270	～	6.163	5.737	5.32	5.35	5.30	5.26	5.18

注：1.実績の欄は 2018 年 12 月 31 日まで。SPOT は 1 月 18 日の 8 時 25 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（1 月 8 日発刊）』および『中期為替相場見通し（12 月 26 日発刊）』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に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。