

2019 年 1 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

ASEAN 中央銀行の利上げ局面は終了か

新興国市場: 先週末の新興国通貨はまちまちの展開。米国が対中関税引き下げを検討中との報道は米財務省により否定され、アジア市場では手掛かり材料に乏しい状況となった。その後、中国が対米貿易黒字を6年間で解消する計画を米国に提示したと報じられると、欧米市場ではドル高が進展した。週明け 21 日のアジア市場はこの流れを引き継ぐとともに、米中協議で知的財産権問題が進んでいないとの報道や、GDP 統計を受けての中国景気の減速懸念を追加材料に新興国通貨は軟調に推移。軟調な輸出統計が嫌気された KRW の下落などが目立った。欧州市場(米国は休場)では、最新の IMF 世界景気見通しで新興国の成長率見通しが下方修正されたことも弱気材料となった。22 日のアジア市場でもこの流れは続き、新興国アジア通貨は下落。もっとも、英国の合意なき EU 離脱は回避されるとの期待感からポンドとユーロが反発、ドル高が徐々に巻き戻され、欧米市場では新興国通貨にも底打ちの動きがみられた。23 日も新興国通貨の持ち直しは継続。新興国アジア通貨が反発したほか、ポンドとユーロの一段高がドル下落を促し、新興国通貨には追い風となった。BRL や ZAR、TRY は前日比 1% 超の上昇となった。24 日、アジア市場は新興国通貨高で始まったものの、徐々に上昇幅を縮小。その後欧米市場では、ECB 総裁のハト派的発言や独仏の成長鈍化懸念などを手掛かりにドル高ユーロ安が進展。東欧通貨が下落を牽引する格好で新興国通貨は上値の重い動きに転じた。

アジア: 中国は 21 日、10~12 月期実質 GDP 成長率を発表した。市場予想通りの前年比+6.4%で 3 四半期連続の減速。2018 年通期では同+6.6%と前年の+6.8%を下回った。消費の拡大(寄与度ベースで 1.1%pt 程度)を相殺して余りある純輸出の落ち込みが生じたもよう。また、韓国は 22 日、10~12 月期実質 GDP 成長率を発表、前年比+3.1%と市場予想(同+2.7%)を上回る伸びとなった。輸出が 4 四半期ぶりに前期比マイナスとなる一方、公共投資の執行集中や政府支出の拡大が寄与した。2018 年通期では前年比+2.7%となり 2017 年の同+3.1%から減速。なお、韓国銀行は 24 日、2019 年は同+2.6%になるとの見通し(10 月時点の見通しから 0.1%pt 下方修正)を公表した。このほか、フィリピンも 24 日、10~12 月期実質 GDP 成長率を発表、前年比+6.1%と市場予想(同+6.3%)を下回った。2018 年通期では同+6.2%と前年の同+6.7%から減速した。金融政策に関連しては 24 日、市場の予想通り、韓国銀行とマレーシア中央銀行がそれぞれ政策金利の据え置きを発表し、両中銀総裁ともに景気の下方向リスクをより警戒していることを示唆した。

ラテンアメリカ: ブラジルのボウソナロ大統領は 22 日、世界経済フォーラム(ダボス会議)で演説し、経済を立て直すべく構造改革を進めると強調。税負担の軽減や規制の簡素化、汚職撲滅などを行い、外資企業を積極的に誘致する方針を示した。また、翌 23 日に報じられたインタビュー記事では、同氏が年金改革の進展に自信を示したことなどが伝えられた。

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 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

ASEAN 中央銀行の利上げ局面は終了か

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

2018 年、ASEAN 諸国の中央銀行の多くは利上げに踏み切ることとなった。FRB が着々と利上げを進めていく中で、米金利上昇や原油価格の上昇、アルゼンチンショックとトルコショックなどが加わり、ASEAN 諸国は自国通貨防衛やインフレ抑制のため利上げに追い込まれた。しかし、年末頃からその流れに変化がみられている。

年末から米政府機関の一部が閉鎖され、FRB の利上げペースも緩やかになるとの見方が広がる中、1 月 21 日に IMF が公表した秋季世界経済見通しの改訂では、2019 年と 2020 年の世界経済の成長率見通しは 3.7% から 3.5%、3.7% から 3.6% へそれぞれ引き下げられた。特に、2019 年のユーロ圏の成長率見通しは 1.9% から 1.6% に引き下げられており、主因はドイツの経済成長が 1.9% から 1.3% へ 0.6% ポイントも引き下げられたことにある。新興国全体も 4.7% から 4.5% に引き下げられている。世界経済の減速基調が鮮明となった状況で、2018 年と同様に ASEAN の中央銀行が利上げを実施していくとは考えづらい。世界的にも金融政策の正常化については今までより慎重な姿勢で取り組むことになるだろう。

マレーシア中央銀行(BNM)は 2018 年 1 月に利上げを実施した。景気拡大が進む中で雇用環境が改善したため、将来のインフレへの対応だったとみられた。インフレが低水準で推移する中、その後は政策金利を据え置き続けている。1 月 24 日に開催した金融政策会合においても政策金利は据え置きとなった。インフレは抑制されており、内需が経済成長を支援しているとした。

フィリピン中央銀行(BSP)は 2018 年の 5 月から 5 会合連続、合計 175bp の利上げを実施している。米金利上昇や経常赤字を背景に PHP が下落基調であったことに加え、天候不良による食料品価格の高騰や原油価格の上昇などを受け消費者物価指数(CPI)上昇率はインフレ目標(+2~4%)を上回っていたためだ。5 月の会合後も CPI は上昇基調にあったが、11 月の CPI はインフレ目標を上回るも、前月から低下したことを受けて、BSP は 12 月の会合で政策金利の据え置きを決定した。1 月に発表された 12 月 CPI も引き続き目標を上回っていたが、11 月からさらに低下している。2018 年の利上げを受け今後は内需が下押しされることも予想されるため、インフレが再び上昇基調とならなければ、BSP は当面政策金利を据え置くと考える。

インドネシア中央銀行(BI)も 5 月に利上げに踏み切り、6 回合計 175bp の利上げを実施した。経常赤字国のインドネシアは、アルゼンチンショックの余波を受け、通貨の売り圧力にさらされた。インフレは低水準にあったが、自国通貨防衛のため利上げを実施してきた。また、IDR 下落の要因となった経常赤字を縮小する政策も打ち出した。IDR は徐々に下落圧力が和らぎ、12 月の金融政策会合では政策金利を据え置いた。2018 年の利上げにより今後景気は下押しされる見通しであるほか、インフレは引き続き低水準で推移している。経常赤字縮小策により赤字幅が縮小し IDR が安定した動きを続けられれば BI は当面政策金利を据え置くだらう。

タイ中央銀行(BOT)は12月に2011年8月以来7年4か月振りの利上げに踏み切った。タイ経済の成長継続に伴い、BOTは緩和政策を続ける必要性は減少したとの判断を示した。また、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の利下げ余地をつくることが狙いという。ただ、インフレ率が低水準であることや、米中貿易摩擦により輸出に減少の兆しが窺えるため、BOTも当面政策金利を据え置く可能性が高い。

既に各国の購買担当者景気指数(PMI)が小幅に低下し、中国の10～12月期実質GDP成長率が28年ぶりの低水準となるなど世界経済の減速が見られ始めている。米中貿易摩擦の不透明感も世界経済全体の重しとなり、インフレ率も軟調な推移が見込まれる中、ASEANの中央銀行が2018年のように次々と利上げしていく可能性は低いだろう。むしろ、景気の下振れリスクを考慮すれば、利下げに転じていく可能性も視野に入れておきたい。

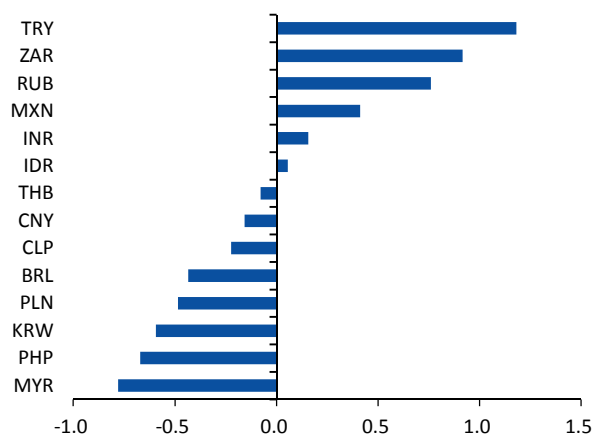
図表 1: エマージングアジア政策金利

		現在 (%)	政策転換期		最近の政策変更		直近の政策動向	
			日付	水準 (%)	日付	(単位:bp)	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	緩和: 2012/6/8	6.31	2015/8/25	-25	2015/10/23	-25bp
インド	翌日物レボ金利	6.50	引き締め: 2018/6/6	6.00	2018/8/1	+25	2018/12/5	現状維持
インドネシア	7日物リバースレポレート	6.00	引き締め: 2018/5/17	4.25	2018/11/15	+25	2019/1/17	現状維持
韓国	7日物レボ金利	1.75	引き締め: 2017/11/30	1.25	2018/11/30	+25	2019/1/24	現状維持
マレーシア	翌日物金利	3.25	引き締め: 2018/1/23	3.00	2018/1/23	+25	2019/1/24	現状維持
フィリピン	翌日物金利	4.75	引き締め: 2018/5/10	3.00	2018/11/15	+25	2018/12/13	現状維持
タイ	翌日物レボ金利	1.75	引き締め: 2018/12/19	1.50	2018/12/19	+25	2018/12/19	+25bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	緩和: 2012/3/12	15.00	2017/7/7	-25	2017/7/7	-25bp

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

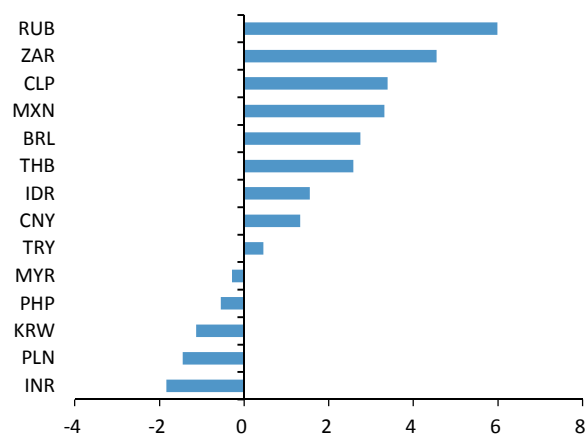
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



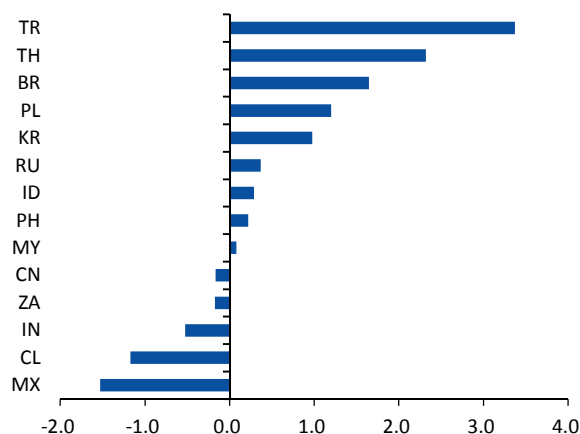
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



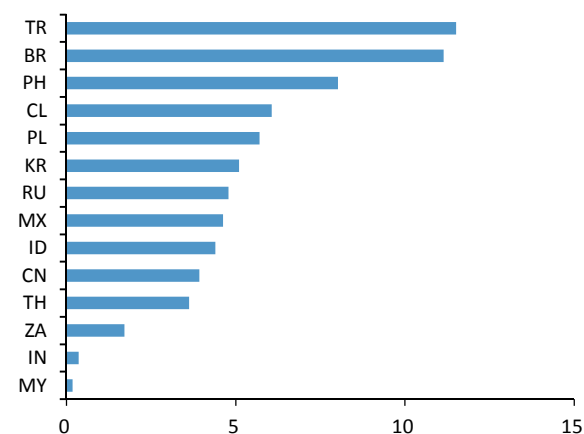
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



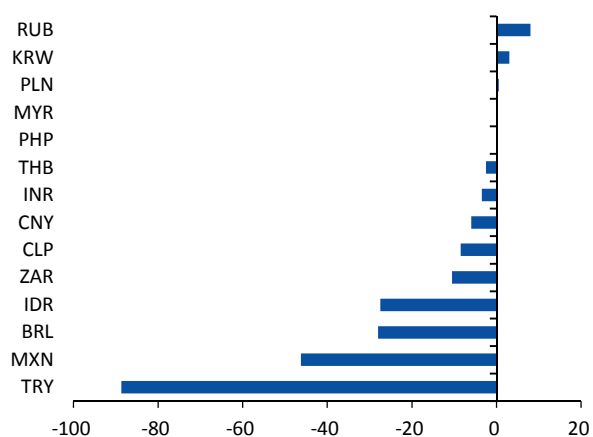
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



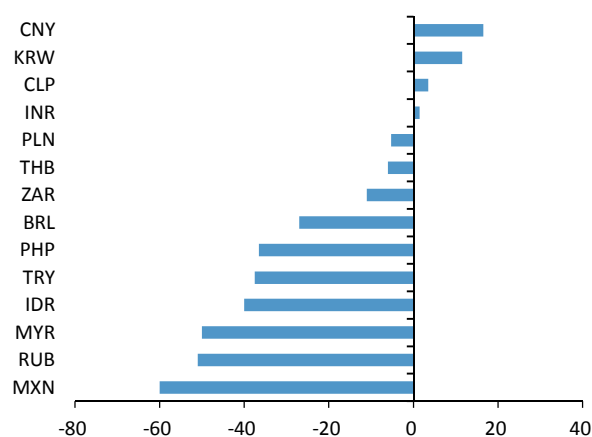
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

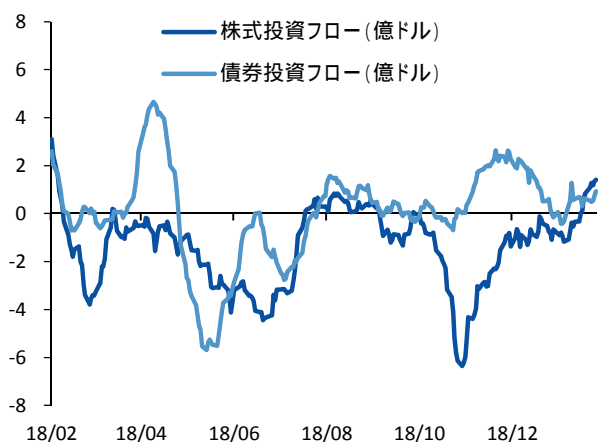
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

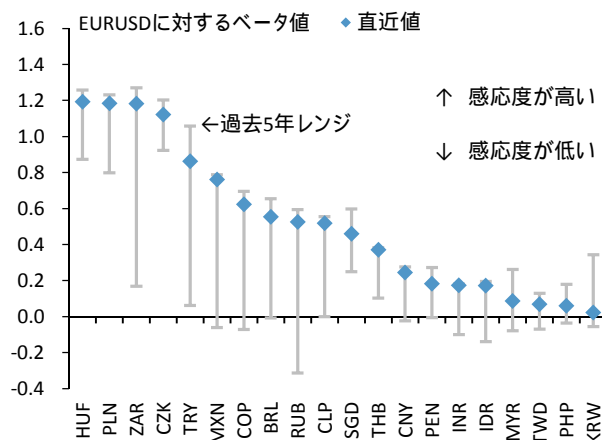
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



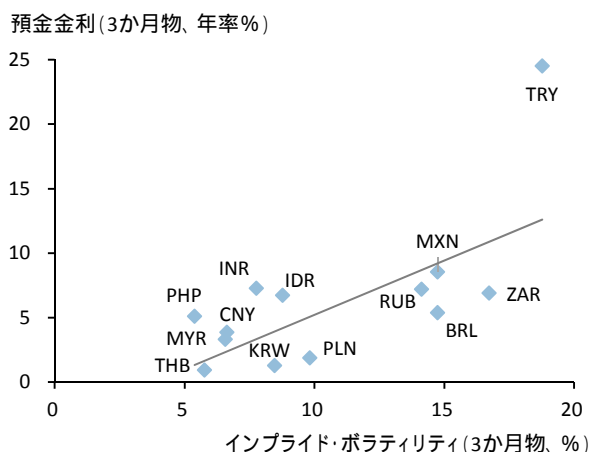
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



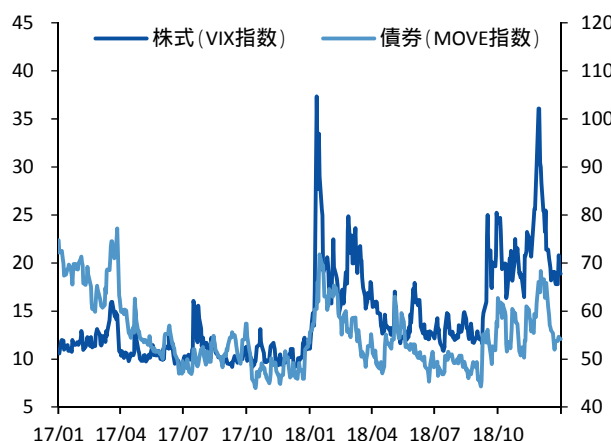
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



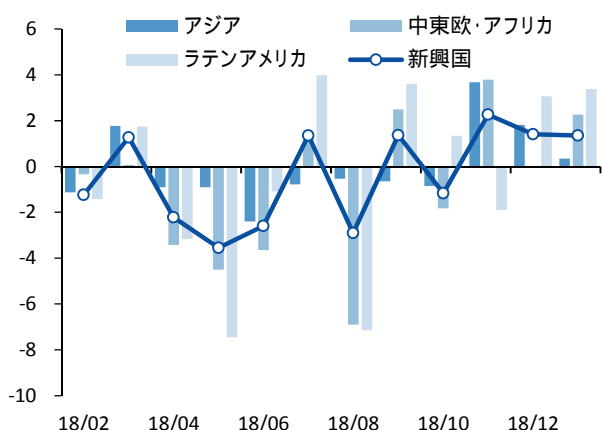
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



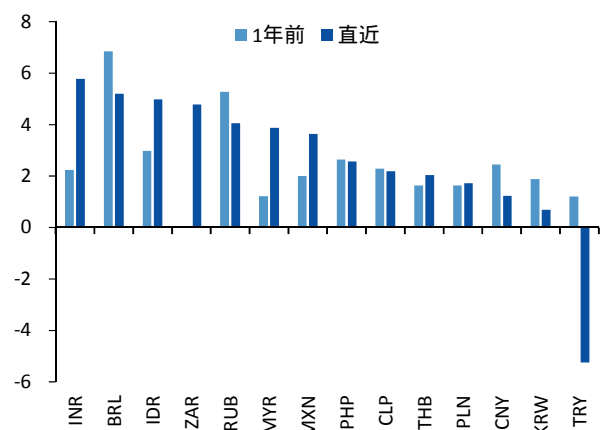
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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, %)



注: データの都合により南アフリカの 1 年前の値は未掲載

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21日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	8.1%	8.2%	8.1%	--
21日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.3%	5.7%	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%	5.9%	--
21日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.4%	6.4%	6.5%	--
21日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1000m	\$1065m	-\$1180m	-\$1178m
22日 (火)	韓国	GDP(前年比)	2.7%	3.1%	2.0%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	0.3%	0.5%	0.3%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.4%	-1.2%	2.1%	2.4%
24日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.75%	1.75%	1.75%	--
24日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.3%	6.1%	6.1%	6.0%
24日 (木)	マレーシア	CPI(前年比)	0.3%	0.2%	0.2%	--
24日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	4.0%	--	7.6%	--
30日 (水)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	7.55b	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	53.8	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	--	--	49.4	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1632m	--
31日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	2.3%	--
2月1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.3%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$4558m	\$4342m
1日 (金)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	--	4770.0%	--
中東欧・アフリカ						
1月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.5%	4.5%	5.2%	--
23日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	2.0%	2.4%	--
25日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.0%	--	3.0%	--
25日 (金)	ロシア	失業率	4.8%	--	4.8%	--
30日 (水)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	5.7%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	3.5b	--
2月1日 (金)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	51.7	--
1日 (金)	トルコ	マーケット・ISOトルコ製造業PMI	--	--	44.2	--
1日 (金)	南ア	Absa製造業PMI	--	--	50.7	--
ラテンアメリカ						
1月24日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.2%	1.8%	2.9%	--
25日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.4%	--	3.0%	--
28日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$795m	--
29日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	6.7%	--	7.5%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	2.5%	--
2月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.9%	--
1日 (金)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	52.6	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6639m	--

注: 2019 年 1 月 25 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GINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9799	6.7885	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7930 ~ 7.8500	7.8464	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 74.483	71.079	72.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 15284	14170	14900	14600	14500	14200	14000
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1144.73	1128.65	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.2020	4.1453	4.16	4.10	3.98	3.96	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 54.480	52.870	54.0	54.7	54.5	54.1	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3873	1.3613	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 31.169	30.889	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	31.73	32.4	32.0	31.5	31.0	31.0
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23363	23197	23400	23350	23200	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 70.8422	65.7922	71.00	69.00	70.00	68.00	70.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.6958	13.7253	14.50	14.00	13.70	13.50	13.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	5.2738	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	3.7710	3.77	3.77	3.83	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.0315	20.50	20.00	19.80	19.60	19.50
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ~ 17.543	16.140	15.80	15.62	15.33	15.15	14.85
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.615	13.962	13.90	13.67	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.506 ~ 1.790	1.541	1.50	1.51	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.733 ~ 0.845	0.773	0.732	0.733	0.724	0.725	0.721
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.708	9.82	9.73	9.63	9.54	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	26.319 ~ 28.395	26.469	26.20	26.10	26.38	26.01	25.77
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.074	2.02	1.96	1.93	1.90	1.89
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	80.48	80.15	79.26	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.566 ~ 3.843	3.547	3.54	3.49	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.538	3.452	3.36	3.34	3.33	3.32	3.26
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4724	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	1.667	1.54	1.55	1.50	1.51	1.44
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	7.981	7.52	7.64	7.66	7.63	7.32
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	20.764	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	29.051	28.91	28.38	27.42	26.41	25.57
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.163	5.757	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 25 日の 8 時 30 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 日発行)』および『中期為替相場見通し(12 月 26 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。