

2019年2月8日

## The Emerging Markets Weekly

### FOMC 後の新興国中央銀行の動き

**新興国市場:**先週末、米中協議の具体的な成果が伝えられない中、アジア市場ではCNYが下落。KRWも連れ安した。欧米市場では予想を上回る雇用統計を受けて米金利とドルが反発、TRY等の債務国通貨が弱い。週明け4日、中国の春節休暇(10日まで)入りで市場参加者が乏しいなか、オフショア人民元(CNH)が下落。一方、前週大きく下落したドルは、追加の材料難から底打ちの動きを強め、新興国通貨は全般に軟調。INRは財政立て直しの遅れが嫌気された。5日、春節でアジア市場は小動き。CNHは前日の下げを埋める動きを一時みせるも上値の重い展開。英国のEU離脱協議の不透明感からEURとGBPが軟調でドルが続伸、CZKをはじめ東欧の新興国通貨が連れ安となった。6日、アジア市場は引き続き小動きでCNHも弱く、欧米市場でもEURとGBPの下落がドル高を支える構図は変わらなかった。米国株が軟調でリスク回避の動きもみられ、新興国通貨には逆風となり、ZARは前日比1%超の下落、株式市場の大幅安でBRLも大きく下落した。7日も流れは変わらず、ドル・インデックスが前週の下げを取り戻す一方、新興国通過は総じて下落。欧州の成長率見通しが下方修正されたほか、2月中の米中首脳会談の可能性が後退、リスク回避が強まった。

**アジア:**インドネシアは6日、2018年10~12月期実質GDP成長率を発表、前年比+5.18%と市場予想(同+5.10%)をやや上回った。公務員賞与の増額など財政支出が個人消費を下支えした。2019年も公務員給与の増額等を通じて前年比+5.3%程度の成長を目指すものの、財政出動をいつまでも継続できるか懸念もある。タイ中央銀行(BOT)は6日、市場の予想通り政策金利の据え置きを決定。緩和的な金融スタンスが経済成長の継続に貢献し、インフレ目標にも適していると判断した。インド準備銀行(中央銀行、RBI)は7日、市場の大半の予想に反して政策金利の引き下げを決定。政策スタンスは「調整された引き締め」から「中立」に変更し、インフレ率とGDP成長率見通しを下方修正した。フィリピン中央銀行(BSP)は7日、市場の予想通り政策金利の据え置きを決定。2019年と2020年のインフレ率見通しを引き下げた。

**中東欧・アフリカ:**ロシアは4日、2018年の実質GDPを発表。前年比+2.3%と市場予想(同+1.9%)を上回った。12月に建設分野で大幅な上積みが行われ、経済発展省1月に上方修正した成長率見通し(同+1.8% 同+2.0%)も上回った。ただ、GDP統計見直しの影響も含め、内容を疑問視する向きもある。

**ラテンアメリカ:**ブラジル中央銀行(BCB)は6日、市場の予想通り政策金利の据え置きを決定した。安定的なインフレ見通しが背景。ただし、経済改革の見通しが不透明化すればインフレ上昇リスクになりうると指摘した。メキシコ中央銀行(Banxico)は7日、政策金利を据え置いた。FRBの忍耐強さとペソ高によるインフレの伸び鈍化を評価する一方、政策面でのインフレリスクの言及も残した。

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

### FOMC 後の新興国中央銀行の動き

大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

1月29~30日に開催されたFOMCでは、市場予想通り政策金利の据え置きが決定された。最も注目されたのは、声明文からこれまで掲載されていた、「幾分か追加の緩やかな利上げが適切と判断」の文言が削除され、代わって「将来の政策金利をいかに調節することが適切であるか決定することに忍耐強くなる」と新たな方針が示されたことだ。また、「景気見通しに対するリスクは概ねバランスしている」との文言も削除され、景気に対する下振れリスクへの懸念が高まっていることが窺える。パウエルFRB議長の記者会見でも、中国と欧州経済の減速、Brexit、通商交渉、政府閉鎖の影響などに伴う不確実性の高まり、金融コンディションのタイト化、企業や消費者のセンチメントの低下など、リスク事項を並べ立てた。バランスシート政策についても、縮小の停止時期の大幅な前倒しを示唆した。声明文も記者会見も市場予想よりハト派寄りな内容となった。

2018年はFRBによる漸進的利上げを受け、米金利とドルの上昇が新興国市場を苦しめた。自国通貨防衛やインフレ圧力抑制のため多くの新興国の中銀は利上げに踏み切った。しかし、11月後半からFRBの金融政策スタンスに変化が見られ始め、1月FOMCでは明確にハト派に傾斜したことを受け、新興国を取り巻く状況が変わりつつある。

タイ中央銀行(BOT)は2月6日に金融政策委員会(MPC)を開催し、4対2で政策金利の据え置きを決定した(図表1)。2人は25bpの利上げを主張し、1人はMPCを欠席した。ブルームバーグ調査では21人全員が据え置きを予想していた。声明文では、タイ経済の成長継続が前回(12月19日)から引き続き強調された。一方、金融安定に対する将来的なリスクに注視が必要と述べた。MPCは現在の緩和的な金融スタンスが経済の成長継続に貢献し、インフレ目標にも適しているとし、大半のメンバーは政策金利の据え置きに賛成票を投じた。他方、反対票を投じた2人は、25bpの利上げを実施しても経済の成長は継続し、金融環境は緩和的な状態が継続するとの見方を示した。金融安定に対するリスクを抑制し、利下げ余地を作ることを狙いとし、利上げに反対票を投じたとした。MPCはTHBの動きについては、対ドルで上昇したが、周辺地域との動きに沿っているとした。前回のMPCでBOTは7年4か月ぶりに政策金利を引き上げたが、声明文は今回と同様、緩和的な金融政策が適切としたことから、「ハト派的な利上げ」との印象を与えた。今後、外需の低迷によりタイ経済は減速する見通しであり、インフレ率も目標(+1~4%)に達しない可能性もあることから、当面政策金利は据え置かれ、ハト派な姿勢も継続すると考える。

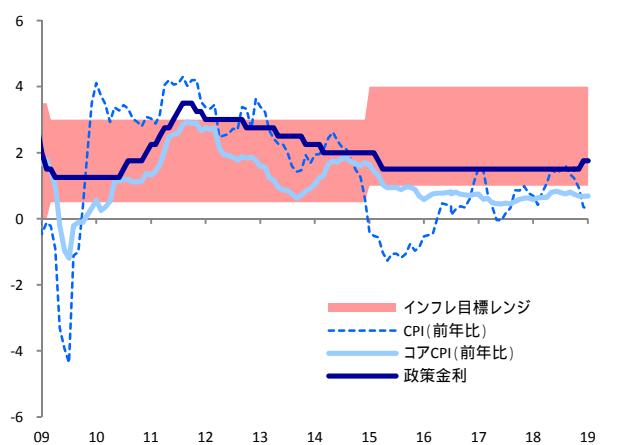
ブラジル中央銀行(BCB)は2月5~6日に金融政策会合を開催し、政策金利を6.50%に据え置くことを決定した。声明文は前回会合(12月11~12日開催)とトーンに大きな変化はなかった。景気については緩やかな回復が続くと指摘した。インフレについては、主要な物価指標は「適切あるいは安定した水準」とし、インフレ見通しは2019年末を+4.0%から+3.9%に小幅に引き下げ、2020年末は+3.6%から+3.8%に小幅に引き上げたが、インフレ目標の範囲内に収まるとの見方に変化はない。インフレを取り巻くリスクは上下両方向に存在するが、構造改革の遅れや、新興国経済の見通し悪化によるインフレ上振れリスクの方が、需給緩和による低インフレリスクより大きいとの評価を維持している。ただし、12月会合時よりリスクはやや和らいでいると述べた。声明文からはBCBが利上げ、利下げのどちらも検討している様子は窺えない。今後は議会での構造改革の目玉である年金改革法案の審議に注目が集まる。

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は2月7日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを25bp引き下げ6.25%とした(2019年2月8日付通貨ニュース「[インド:2月金融政策委員会 - 市場予想に反して一足飛びの利下げ](#)」を参照)。併せて、上限金利の限界貸出ファシリティ(MSF)レートおよび下限金利のリバースレポレートもそれぞれ6.50%、6.00%に引き下げた。ブルームバーグ調査では43人中32人が据え置きを予想していたため、今回の利下げはサプライズとなった。パテル前総裁が辞任し、ダス新総裁の下で初めてのMPCとなり、利下げは4対2で決定した。声明文では金融政策スタンスは「調整された引き締め」から「中立」に修正された。12月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.2%と目標(+2~4%)の範囲内に収まっており、インフレへの懸念も後退した。4~5月に総選挙を控えるモディ政権は景気刺激のためRBIに利下げを求めていた。パテル前総裁の後任のダス総裁はモディ首相に近いとされ、ダス総裁の初のMPCで利下げが実施されたため、中銀の独立性への懸念が高まるだろう。次回4月のMPCでもインフレが目標範囲内に収まっているれば、追加利下げをする可能性もあるだろう。

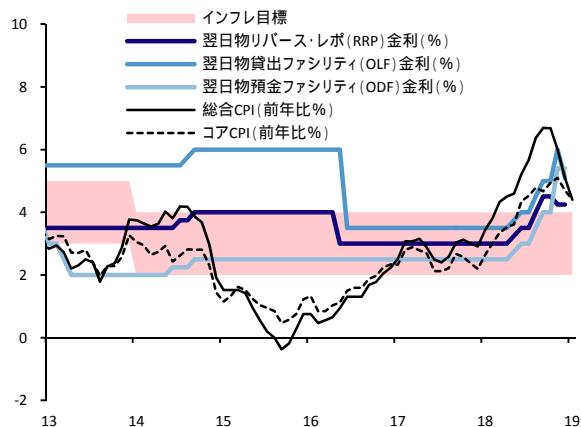
フィリピン中央銀行(BSP)は2月7日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物借入金利(リバースレポレート)を4.75%に据え置くことを決定した(図表2)。また、翌日物リバースレポレートの据え置きに併せて、上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも、それぞれ5.25%、4.25%に据え置いた。今回の据え置きは市場予想通りであり、ブルームバーグ調査では22人全員が据え置きを予想していた。BSPはインフレを抑制するため2018年は5月から5会合連続、合計175bpの利上げを実施した。2018年12月の会合では、11月消費者物価指数(CPI)が10か月ぶりに減速し、2019年と2020年のインフレ見通しも物価目標範囲内に収まるとの見解から政策金利を据え置いた。足許、12月CPIは前年比+4.4%と11月(同+5.1%)から減速し、2018年3月以来の低水準となった。また、物価目標(+2~4%)の上限にも近づいた。声明文では、直近のインフレ率は原油価格の下落や、食料品価格が抑制され、2019年と2020年のインフレ見通しも目標範囲内に収まるとの見方を示した。BSPは現在の金融政策が適切であるとし、これまでの金融政策の対応を引き続き経済に波及させることが賢明だと判断したと述べている。インフレ見通しおよび金融の安定に影響を及ぼす事象には引き続き慎重な姿勢を維持すると強調し、「物価安定の使命を果たすために適切であれば、一段の政策を取る用意がある」と締め括った。利上げを実施していたときのタ力派姿勢は前回会合からトーンダウンが続いている。再び物価が上昇圧力にさらされれば、追加利上げに踏み切る可能性は残るが、当面は今まで実施してきた利上げの効果を見極めつつ政策金利を維持するだろう。

メキシコ中央銀行(Banxico)は2月7日に金融政策会合を開催し、政策金利を8.25%に据え置くことを決定した。据え置きは3会合ぶりとなる。Banxicoは通貨防衛やインフレ抑制のため過去2年間で合計250bpの利上げを実施してきた。1月CPIは前年比+4.4%と12月(同+4.8%)から鈍化し、2016年12月以来の低水準となった。依然として物価目標(+3%)は上回っているが、上昇ペースは鈍っている。またMXNも2018年12月の新政権発足後に回復基調が続いている。メキシコの経済成長が一段と減速するリスクも高まっており、現在の金融スタンスはインフレ率を目標内に収めることに繋がるとの認識を示したが、引き続きインフレの上振れリスクには強い警戒感を示している。

图表1:タイの政策金利とCPI上昇率(%)

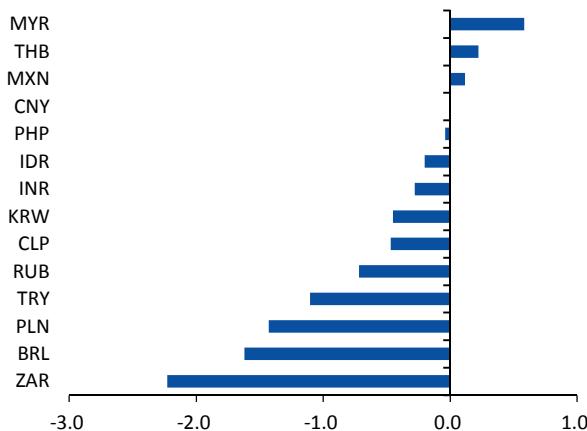


图表2:フィリピンの政策金利とCPI上昇率(%)



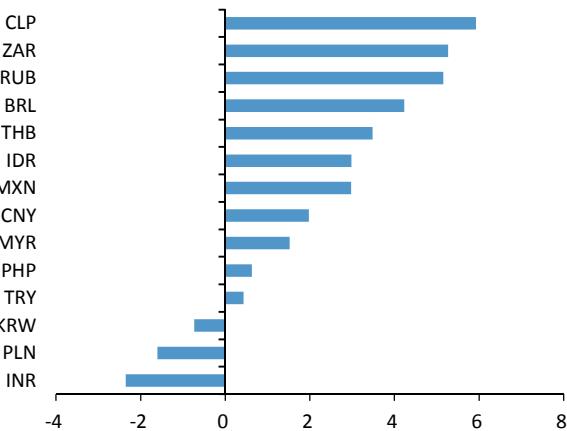
## 金融資産別騰落率

### 為替週間騰落率(対ドル、%)



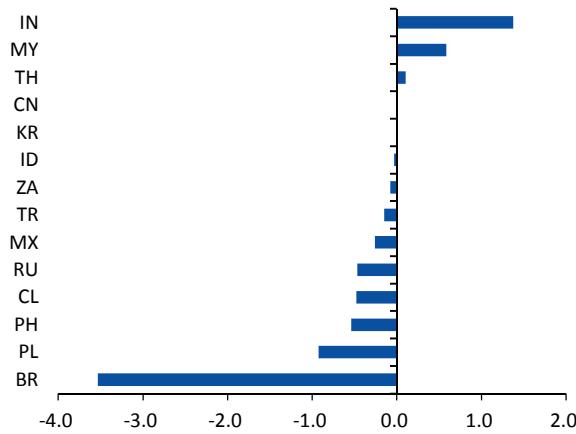
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

### 為替年初来騰落率(対ドル、%)



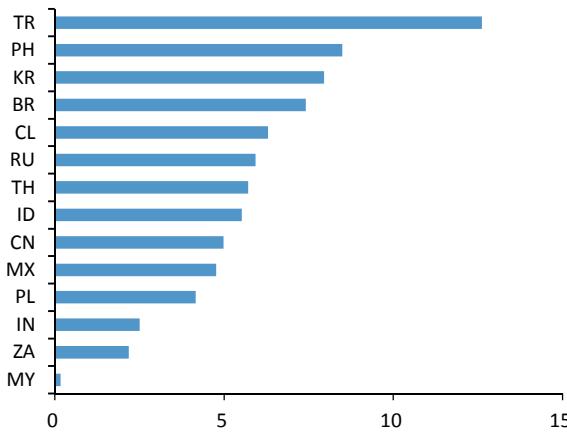
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

### 株価週間騰落率(%)



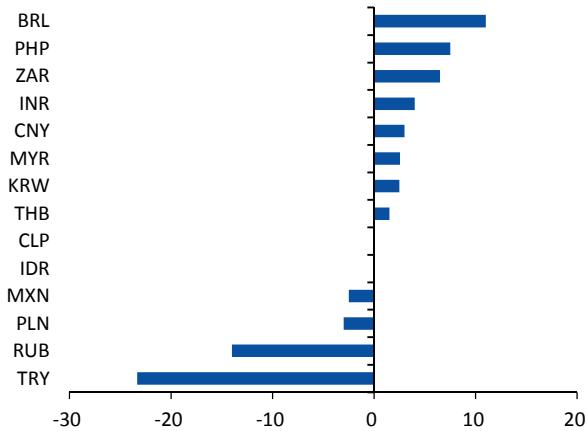
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

### 株価年初来騰落率(%)



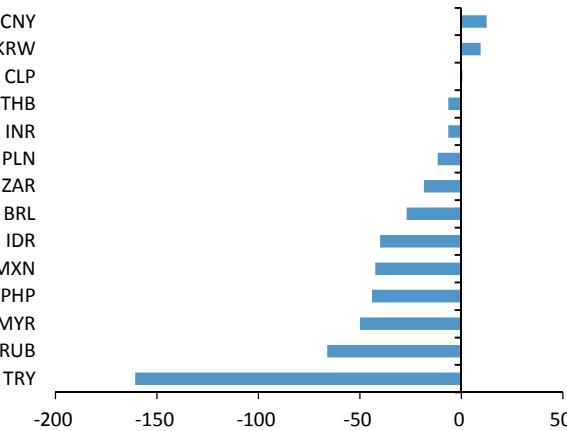
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

### 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

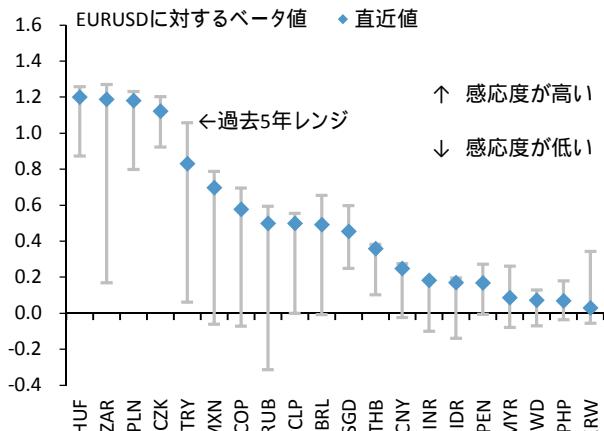
## チャート集

## 主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



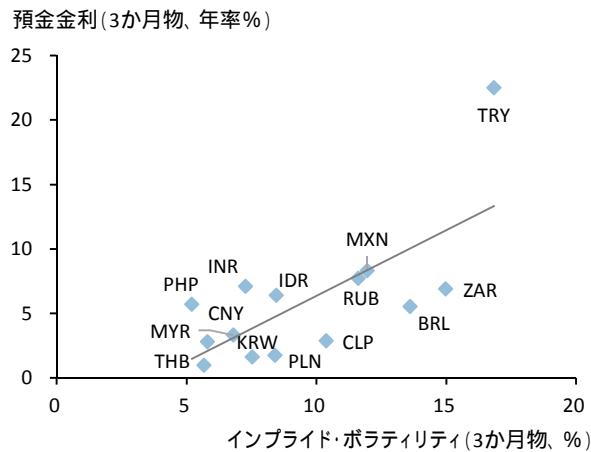
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## EM 通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



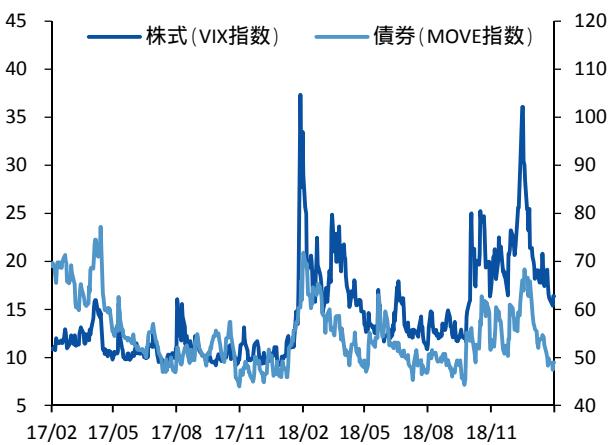
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



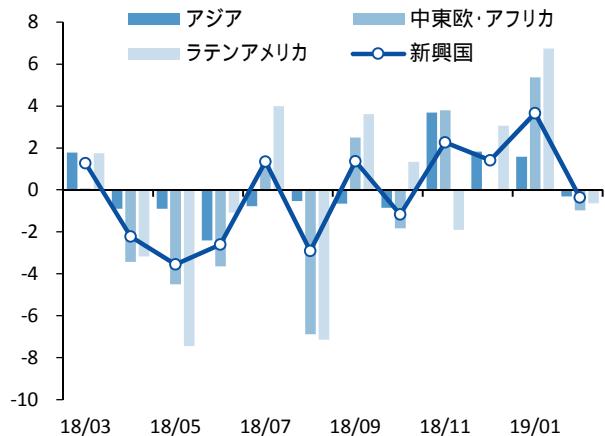
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 株式と債券のボラティリティ(VIX指數、MOVE指數)



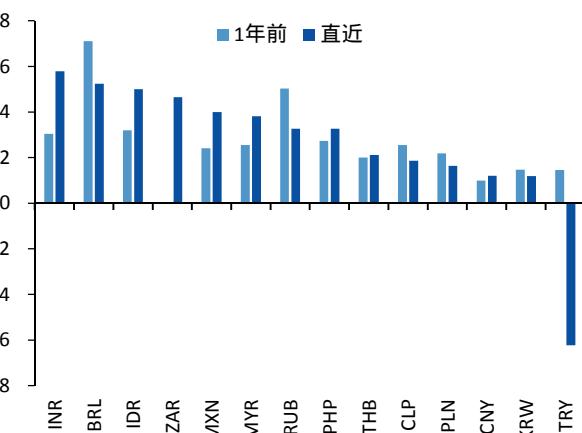
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 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
<b>エマージングアジア</b>						
2月5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.5%	4.4%	5.1%	--
5日 (火)	インド	日経インドPMIサービス業	--	52.2	53.2	--
6日 (水)	インドネシア	GDP(前年比)	5.1%	5.2%	5.2%	--
6日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
7日 (木)	インド	RBIレポレート	6.5%	6.75%	6.5%	--
7日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.75%	4.75%	4.75%	--
8日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	-\$8614m	--	-\$8846m	--
10-15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.2%	--	8.1%	--
10-15日	中国	新規貸出(人民元)	2970.5b	--	1080.0b	--
11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.5%	--
12日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3901m	--
12日 (火)	フィリピン	輸出(前年比)	--	--	-0.3%	--
12日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	-0.1%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.5%	--
13日 (水)	台湾	GDP(前年比)	--	--	1.8%	--
14日 (木)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	4.4%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	3.8%	--
14日 (木)	中国	貿易収支	\$32.00b	--	\$57.06b	--
15日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5063.4m	--
15日 (金)	中国	CPI(前年比)	--	--	1.9%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	-\$1102m	--
15日 (金)	台湾	貿易収支	--	--	\$4.71b	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	0.3%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	2.8%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
2月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	20.3%	20.4%	20.3%	--
5日 (火)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	54.1	54.9	54.4	--
6日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	5.1%	5.0%	4.3%	--
8日 (金)	ロシア	主要金利	7.75%	--	7.75%	--
11日 (月)	ロシア	貿易収支	18.2b	--	19.0b	--
12日 (火)	南ア	南アフリカ失業率	--	--	27.5%	--
12日 (火)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	--	--	0.7%	--
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
14日 (木)	トルコ	経常収支	--	--	0.99b	--
14日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-6.5%	--
15-18日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.0%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
2月5日 (火)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMIサービス業	--	52.0	51.9	--
6日 (水)	メキシコ	消費者信頼感指数	104.4	111.9	108.6	--
7日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.50%	6.50%	6.50%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.5%	4.4%	4.8%	--
8日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率/PCA(前年比)	3.8%	--	3.8%	--
8日 (金)	メキシコ	総設備投資	-1.8%	--	3.4%	--
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.3%	--
13日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	4.4%	--

注:2019年2月8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

	2019年 1月(実績)		SPOT	2019年 3月	6月	9月	12月	2020年 3月	
	対ドル								
<b>エマージングアジア</b>									
中国人民元 (CNY)									
香港ドル (HKD)	6.6920	~ 6.8832	6.7451	6.80	6.78	6.75	6.73	6.70	
インドルピー (INR)	7.8274	~ 7.8474	7.8471	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82	
インドネシアルピア (IDR)	69.238	~ 71.529	71.456	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0	
韓国ウォン (KRW)	13945	~ 14495	13973	14200	14100	14000	13800	13800	
マレーシアリンギ (MYR)	1108.68	~ 1133.05	1124.14	1110	1100	1090	1080	1060	
フィリピンペソ (PHP)	4.0855	~ 4.1545	4.0715	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85	
シンガポールドル (SGD)	51.978	~ 53.025	52.245	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0	
台湾ドル (TWD)	1.3443	~ 1.3680	1.3567	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33	
タイバーツ (THB)	30.526	~ 30.938	30.811	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60	
ベトナムドン (VND)	31.18	~ 32.51	31.25	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5	
23175	~ 23233	23205	23250	23350	23250	23100	23000		
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル (RUB)	65.1652	~ 69.8032	65.9832	69.00	68.00	70.00	69.00	71.00	
南アフリカランド (ZAR)	13.2362	~ 14.7017	13.6251	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00	
トルコリラ (TRY)	5.1621	~ 5.8788	5.2726	6.00	5.70	6.20	6.00	6.50	
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル (BRL)	3.6378	~ 3.8954	3.7176	3.70	3.65	3.60	3.55	3.60	
メキシコペソ (MXN)	18.8783	~ 19.7732	19.0760	19.00	18.90	19.00	19.10	19.20	
<b>対円</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国人民元 (CNY)	15.519	~ 16.347	16.279	15.74	15.93	15.56	15.30	15.07	
香港ドル (HKD)	13.398	~ 14.048	13.991	13.65	13.79	13.41	13.17	12.92	
インドルピー (INR)	1.497	~ 1.584	1.537	1.50	1.53	1.51	1.50	1.49	
インドネシアルピア (100IDR)	0.726	~ 0.781	0.785	0.754	0.766	0.750	0.746	0.732	
韓国ウォン (100KRW)	9.366	~ 9.887	9.762	9.64	9.82	9.63	9.54	9.53	
マレーシアリンギ (MYR)	25.772	~ 26.677	27.013	25.97	26.02	26.92	26.75	26.23	
フィリピンペソ (PHP)	2.024	~ 2.095	2.105	2.06	2.02	1.96	1.94	1.91	
シンガポールドル (SGD)	76.71	~ 81.24	80.92	78.68	80.00	77.78	77.44	75.94	
台湾ドル (TWD)	3.410	~ 3.601	3.563	3.48	3.52	3.43	3.37	3.30	
タイバーツ (THB)	3.260	~ 3.499	3.513	3.40	3.38	3.35	3.33	3.31	
ベトナムドン (100VND)	0.4530	~ 0.4743	0.4734	0.46	0.46	0.45	0.45	0.44	
<b>中東欧・アフリカ</b>									
ロシアルーブル (RUB)	1.518	~ 1.673	1.664	1.55	1.59	1.50	1.49	1.42	
南アフリカランド (ZAR)	7.088	~ 8.226	8.060	7.64	8.00	7.50	7.10	7.21	
トルコリラ (TRY)	18.274	~ 21.090	20.802	17.83	18.95	16.94	17.17	15.54	
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジルレアル (BRL)	27.707	~ 29.903	29.534	28.92	29.59	29.17	29.01	28.06	
メキシコペソ (MXN)	5.348	~ 5.819	5.754	5.63	5.71	5.53	5.39	5.26	

注:1.実績の欄は2019年1月31日まで、SPOTは2月8日の8時45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(2月1日発刊)』および『中期為替相場見通し(2月1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こと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。