

2019 年 3 月 15 日

The Emerging Markets Weekly

気がかりな米バランスシート政策の行方

新興国市場:先週末は、発表された中国 2 月貿易統計が市場予想を大幅に下回る結果となったことを受けて、アジア通貨は軟調に推移した。特に IDR は前日比 ▲1.2% 値を下げた。しかし、その後発表された米 2 月雇用統計が冴えない結果となると、中南米通貨は堅調な推移となった。週明け 11 日は、引き続き先週末の米雇用統計の結果を受けた米金利低下やドル安を背景に、新興国通貨の大半は小幅に上昇。ZAR はリスクオンムードが広がり前日比+0.7% 値を上げた。BRL は年金改革への期待から前日比+0.7% 上昇。12 日は、米中通商協議を巡る楽観的な見方や、中国当局の経済支援に向けた刺激策への期待からアジア通貨の大半は小幅に上昇。一方、フィリピン中央銀行(BSP)のジョクノ新総裁がフィリピンの経済成長を巡り懸念を示したことが重しとなり、PHP は前日比 ▲1.0% 値を下げた。BRL はこの日発表された米 2 月消費者物価指数(CPI)が市場予想を下回ったことを受け、前日比+0.8% 上昇した。13 日、前日に米通商代表部(USTR)のライトハイザー代表が議会上院の公聴会で米中貿易交渉の最終合意に至るかどうかが言及を避けたことで合意の難しさが意識され、アジア通貨の大半が様子見ムードで動意の薄い展開。欧州時間は、合意なき(ノーディール)離脱の是非を問う英下院採決を控え、英国 EU 離脱を巡る不透明感を背景に ZAR は前日比 ▲0.5% 下落した。14 日は、前日にトランプ米大統領が中国との通商協議について合意は急いでいないとし、米政府は知的財産権の保護を含む構造的な改革が合意に含まれることを望んでいると述べたことを受け、引き続き米中通商協議を巡る不確実性は新興国通貨を下押しした。ZAR は発表された南アフリカ経済指標の冴えない結果も重石となり軟化した。

アジア:12 日に発表されたインド 2 月 CPI は前年比+2.6%と 1 月(同+2.0%)から加速したが、引き続き低水準を維持している。インフレが低水準で推移するなか、インド準備銀行(中央銀行、RBI)が 4 月 4 日に開催する金融政策委員会(MPC)で追加利下げに踏み切るか注目したい。

中東欧・アフリカ:11 日に発表されたトルコ 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年比 ▲3.0%と 7~9 月期(同+1.8%)からマイナスに転じた。多くの項目が前年から鈍化し、全体を押し下げた。また、前期比年率で見ると ▲2.4%と 7~9 月期(同 ▲1.1%)に続き 2 期連続のマイナス成長となり、テクニカルリセッション(景気後退)入りした。

ラテンアメリカ:7 日に発表されたメキシコ 2 月 CPI は前年比+3.9%と、2016 年 12 月以来はじめてメキシコ中央銀行(Banxico)のインフレ目標(3% ± 1%)範囲内に収まり、低水準となった。

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

気がかりな米バランスシート政策の行方

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

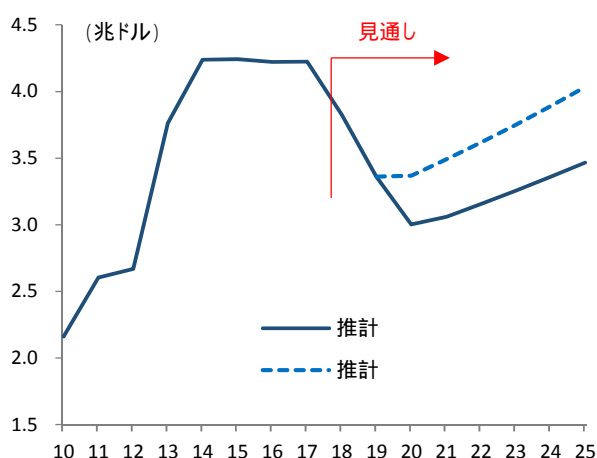
3 月 19 ~ 20 日に開催される FOMC においては、今後のバランスシート政策の行方に関して、具体的な話が出てくるのが注目される。IMF の分析によれば、新興国からの資金流出リスクのうち大きな部分を米金融政策の正常化が占め、バランスシート縮小の影響は政策金利引き上げのそれを上回る。新興国への資金フローを考える上で引き続き重要だ。

もっとも、バランスシート縮小の停止が年後半にも行われるであろうことは、すでに市場も織り込み済みだろう。2 月 20 日に公表された FOMC 議事要旨(1 月開催分)で、ほぼ全ての参加者(almost all participants)が年後半(later this year)の停止を支持したことが明らかになったためだ。これより具体的な情報が求められよう。

ひとつは、縮小停止の時期とも関連してくるが、どこまでバランスシートで保有する証券の残高を縮小するのかである。これら証券をシステム公開市場勘定(SOMA)で管理する NY 連銀は、例年 4 月に発行する年報でその見通しを示している。プライムディーラーや市場参加者を対象とする市場サーベイの結果を踏まえた内容となっており、市場のコンセンサスを窺う上で参考になる。

2018 年 4 月に公表した年報によれば、市場サーベイの中央値をベースとするシナリオ(図表 1、推計)ではバランスシート縮小は 2020 ~ 2021 年に停止、その後は流通貨幣量の増加(図表 2)に見合う規模でバランスシートが拡大に転じる見通しとなっていた。また、より早期の縮小停止を見込むシナリオ(図表 1、推計)の場合、2019 ~ 2020 年に停止・再拡大に転じる見通しであった。ただ、2019 年 1 月の市場サーベイ結果によれば、2019 年末の SOMA 保有証券残高の予想中央値は 3.5 兆ドル弱である。従来の早期縮小シナリオ(2019 年末時点で 3.4 兆ドル)を上回り、2 月末残高(3.8 兆ドル)を考慮すると、10 月にも縮小が停止することを織り込みつつあるようだ。

図表 1: SOMA 保有証券の残高見通し(総合計)



注: シナリオ は 2017 年 12 月の市場サーベイ結果の中央値ベース、シナリオ は同 75 パーセンタイル値ベース。

出所: NY 連銀、みずほ銀行

図表 2: 連邦準備の負債残高



出所: FRB、ブルームバーグ、みずほ銀行

バランスシート政策に関する情報で、SOMA 保有証券残高の縮小停止時期やその時点での規模以上に重要なのが、今後の投資方針だ。バランスシート縮小過程では再投資が、再拡大期には新規投資も必要になってこよう。従来同様にカレント銘柄を中心に投資していくのか、短期債もしくは長期債をメインに投資していくのか等、従来の方針を改めるのか注目される。これによって、市場から吸収する金利リスクの量が変わってくるからだ。

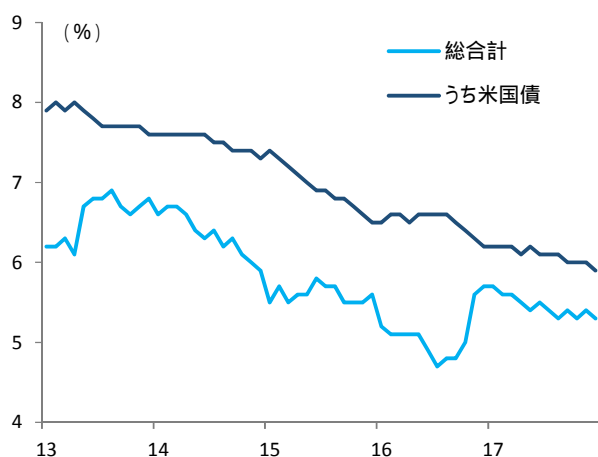
上述の NY 連銀の年報によれば、SOMA 保有証券の平均デュレーションは時間の経過とともに低下している(図表 3)。SOMA 保有証券の平均デュレーションは 2017 年末で 5.9 年、2018 年末にはさらに低下したとみられる。残高自体も縮小する中、10 年国債換算でみた SOMA 保有証券の抱える金利リスク、すなわち中央銀行が市場から吸収している金利リスクは縮小している(図表 4)。これは米国債について顕著である。財政赤字拡大と国債需給悪化への懸念が燃える中、市場で消化されるべき金利リスクは増加しているとみられ、米金利の上昇要因になりうる。

もちろん、バランスシート縮小停止とその後の再拡大局面において、エージェンシー債およびエージェンシーMBS が償還見合いで減少していく一方、米国債がバランスシート規模を維持するための投資先となる(図表 5、6)。上述の通り、SOMA がすでに保有する証券については時間の経過とともに平均デュレーションの縮小は続くものの、残高増により市場から吸収するリスク量の減少ペースが和らぐ可能性はある。また、債務管理政策の観点から債務の短期化(より短期物を中心とした国債発行)が図られる可能性もある。これは、市場に供給される金利リスクの伸びを抑制しうる。

いずれにせよ、現状ではこれらの点について判断するのは難しい。3 月 FOMC において、FRB からバランスシート政策についてより具体的な方針が示されるとみられる。しかし、上述の通り、縮小停止は市場も織り込み済みであり、現時点では影響は限定的だろう。

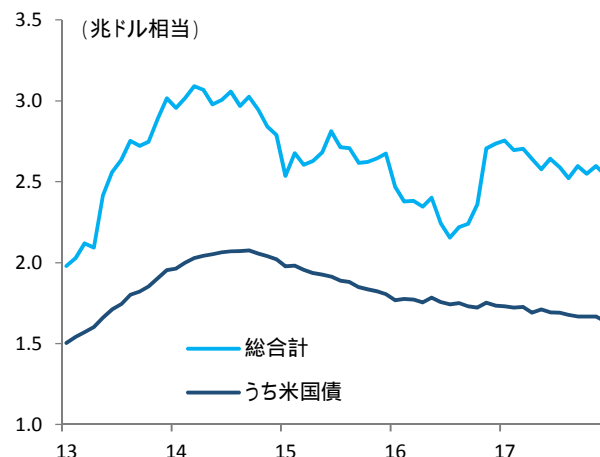
新興国通貨市場を巡っては、世界景気の見通し悪化という逆風が増しつつある。これまで追い風と捉えてきた米金融政策の正常化ペース減速についても、バランスシート政策を巡る不透明感が米金利の上昇圧力となる格好で、逆風に転じてくる可能性には注意したい。

図表 3: SOMA 保有米国債の平均デュレーション



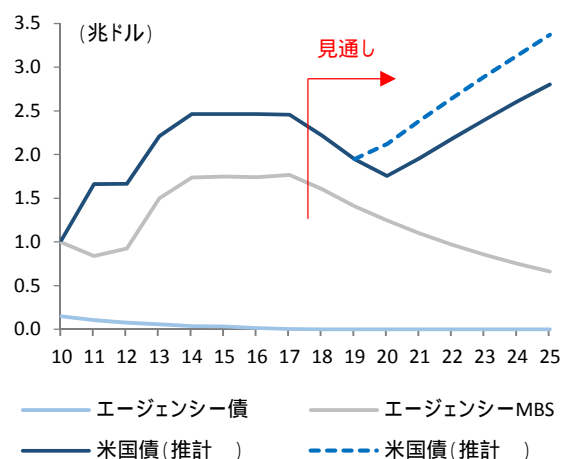
出所: NY 連銀、みずほ銀行

図表 4: SOMA 保有米国債残高(10 年国債換算)



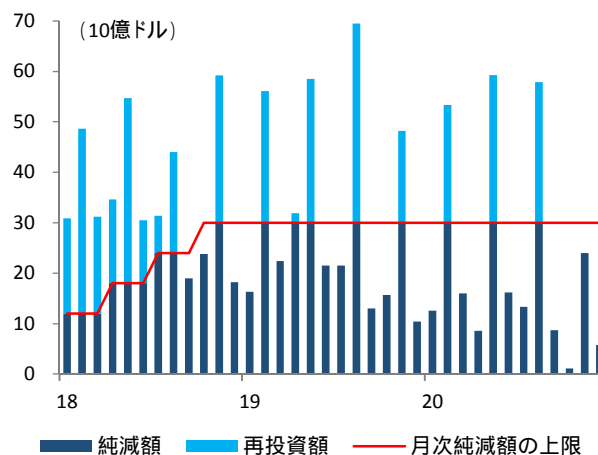
出所: NY 連銀、みずほ銀行

図表 5: SOMA 保有証券の残高見通し(証券別)



注: シナリオ は 2017 年 12 月の市場サーベイ結果の中央値ベース、
シナリオ は同 75 パーセンタイル値ベース。
出所: NY 連銀、みずほ銀行

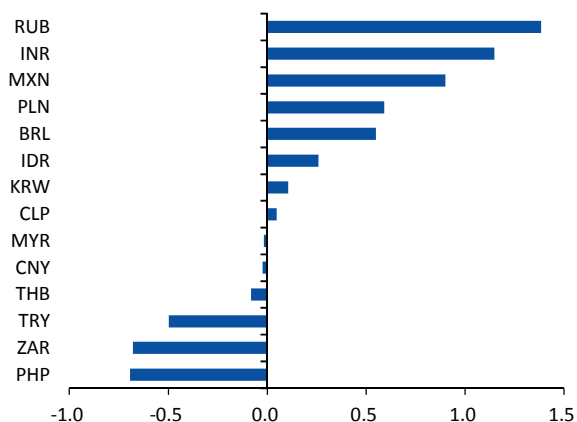
図表 6: SOMA 保有米国債の償還額見通し



注: 2018 年に再投資した銘柄によって償還見通しも変化する。
出所: NY 連銀、みずほ銀行

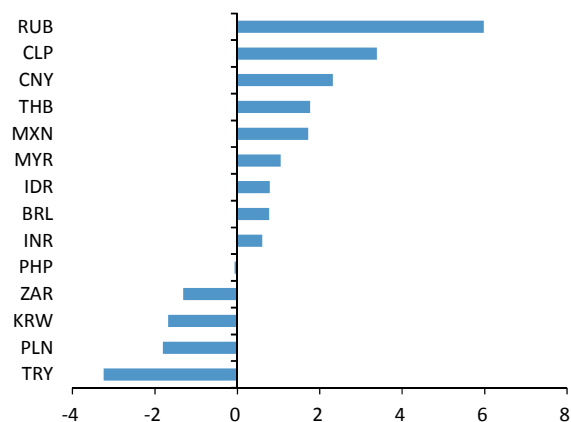
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



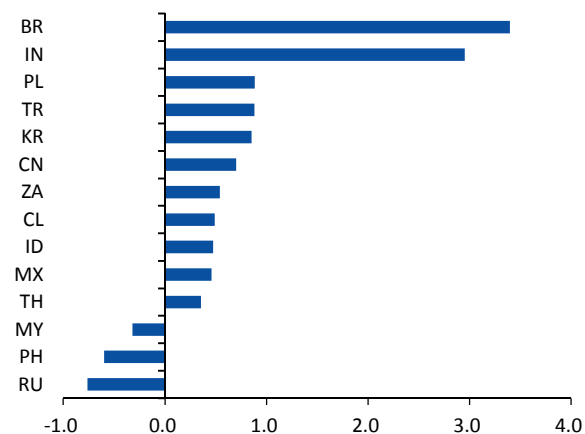
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



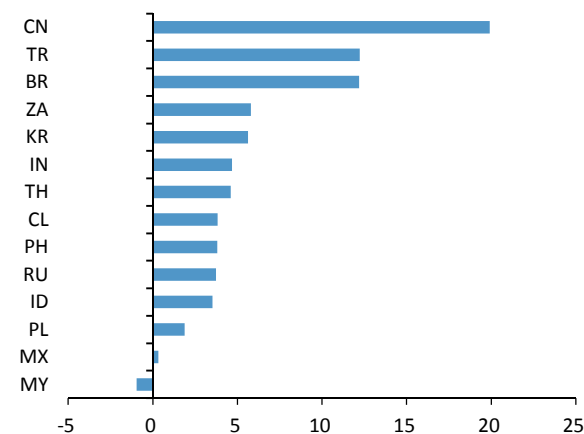
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



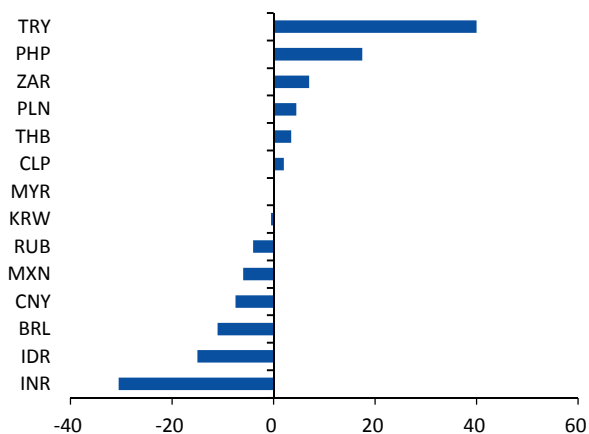
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



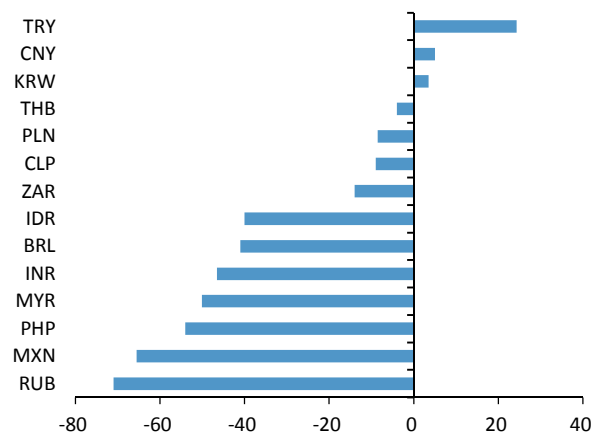
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

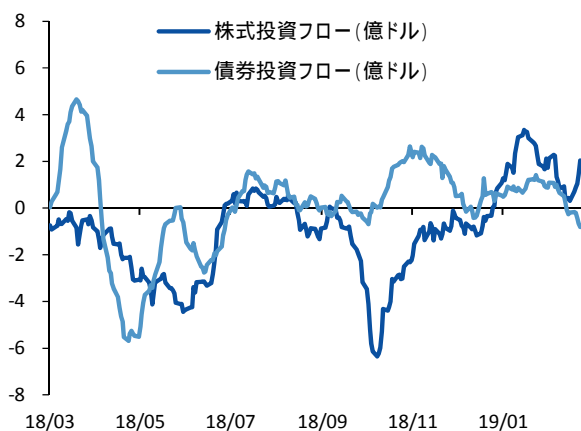
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

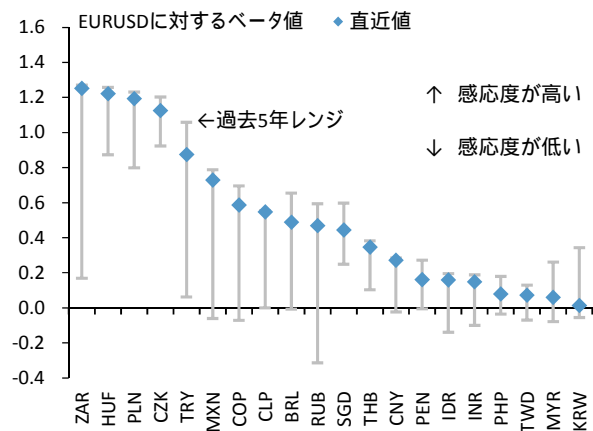
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



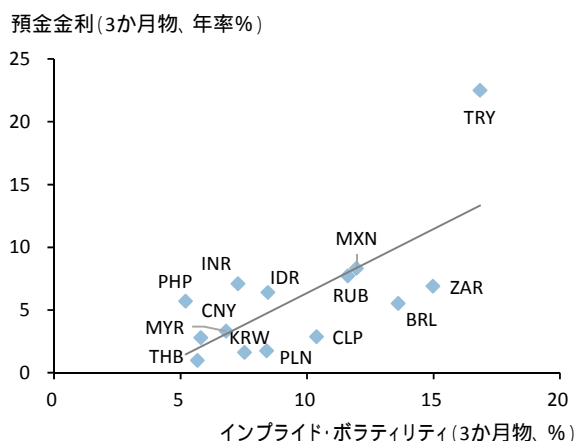
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



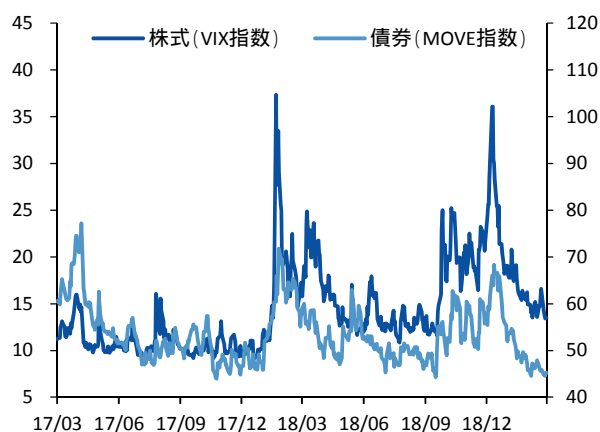
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



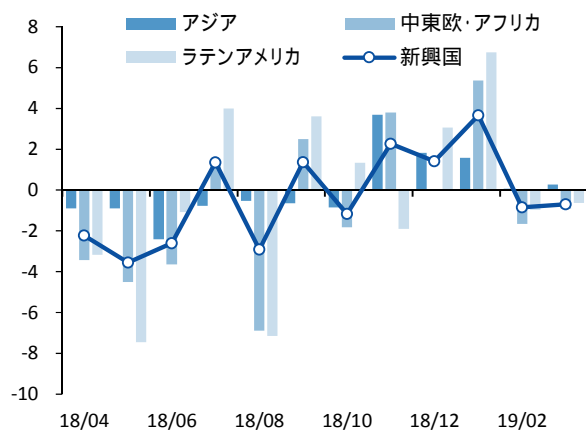
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



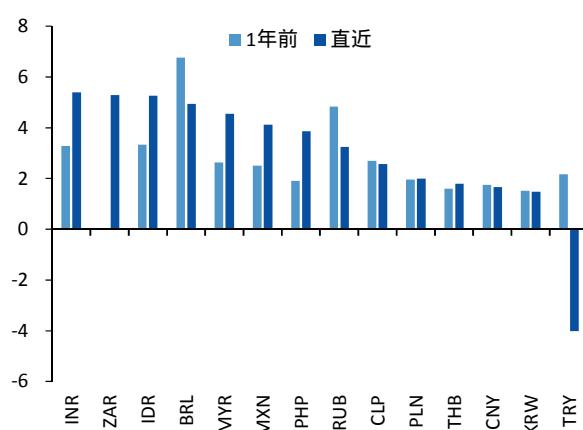
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月12日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3615m	-\$3756m	-\$3750m	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	2.4%	2.6%	2.1%	2.0%
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	2.1%	1.7%	2.4%	2.6%
13日 (水)	韓国	失業率(季調済)	4.2%	3.7%	4.4%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.1%	6.1%	5.9%	--
14日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.3%	3.2%	3.4%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	2.8%	2.9%	2.8%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	-\$803m	--	-\$1160m	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	3.7%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	4.0%	--	3.9%	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-10.1%	--
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$2704m	--
20日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.75%	--
21日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.75%	--	4.75%	--
21日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.375%	--
21日 (木)	インドネシア	7日物リバースレホレート	6.00%	--	6.00%	--
21日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$4032m	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-0.7%	--
中東欧・アフリカ						
3月11日 (月)	トルコ	経常収支	-0.65b	-0.81b	-1.44b	-1.52b
14日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-8.0%	-7.3%	-9.8%	--
14日 (木)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	-0.5%	-2.0%	0.7%	--
14日 (木)	ロシア	貿易収支	18.9b	13.4b	18.9b	--
15日 (金)	トルコ	失業率	12.8%	--	12.3%	--
18-19日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.5%	--	1.1%	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
20日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-1.4%	--
20日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.6%	--	1.6%	--
20日 (水)	ロシア	失業率	4.9%	--	4.9%	--
22日 (金)	ロシア	主要金利	7.75%	--	7.75%	--
ラテンアメリカ						
3月12日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	3.8%	3.9%	3.8%	--
13日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-1.5%	-2.6%	-3.6%	--
14日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-2.0%	-0.9%	-2.5%	--
14日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	1.0%	1.9%	0.6%	--
20-21日	ブラジル	SELICレート	6.50%	--	6.50%	--

注: 2019 年 3 月 15 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 1～2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)	6.6546 ~ 6.8832	6.7230	6.75	6.73	6.70	6.68	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8499	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.825	69.354	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14495	14278	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1135.30	1120	1120	1100	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0615 ~ 4.1545	4.0910	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ~ 53.025	52.648	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3555	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.903	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	31.77	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23200	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1638 ~ 69.8032	65.4766	68.00	69.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	14.5275	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.4709	5.60	5.90	6.00	6.20	6.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 3.8954	3.8461	3.70	3.65	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	19.3154	19.20	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.655	16.606	16.15	16.05	15.97	15.72	15.19
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.204	14.239	13.90	13.79	13.67	13.43	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.612	1.52	1.53	1.54	1.53	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.795	0.783	0.768	0.766	0.764	0.761	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.845	9.73	9.64	9.73	9.72	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 27.346	27.327	26.46	26.02	27.44	27.27	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.145	2.122	2.10	2.02	2.00	1.97	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.48	82.46	80.15	80.00	79.26	78.95	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.619	3.617	3.54	3.52	3.49	3.43	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.518	3.46	3.38	3.42	3.40	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4806	0.4818	0.47	0.46	0.46	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.699	1.707	1.60	1.57	1.53	1.52	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.694	7.79	8.00	7.64	7.24	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	20.421	19.46	18.31	17.83	16.94	15.78
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ~ 30.075	29.062	29.46	29.59	29.72	28.77	27.30
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.823	5.787	5.68	5.68	5.60	5.47	5.23

注:1.実績の欄は2019年2月28日まで。SPOTは3月15日の9時10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(3月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2月28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。