

2019 年 6 月 28 日

The Emerging Markets Weekly

グローバル利下げ競争

新興国市場:先週末の米無人探査機の墜落を巡り、米・イランの対立激化が懸念される中、新興国通貨はまちまちの動きとなった。23 日に開票予定のイスタンブール市長選挙のやり直しの結果や、エルドアン大統領による政策決定の不透明性への懸念から TRY は下落した。週初 24 日、今週末に開催予定の米中首脳会談で進展が見られるとの期待からアジア通貨の大半は小幅に上昇した。25 日には中国商務省が中国交渉団を率いる劉鶴副首相が米通商代表部 (USTR) のライトハイザー代表、ムニューシン米財務長官と 24 日に貿易問題を巡って電話協議したことを発表した。米中貿易摩擦が進展する可能性がアジア時間の新興国通貨を下支えた。しかし、ハト派として知られるブラード・セントルイス連銀総裁 (FOMC の投票権有り) がこの日、50bp 規模の利下げは必要でないとの認識を示したことが新興国通貨の重しとなり、特に BRL と RUB は下押しされた。26 日、前日のブラード総裁の発言を受けてアジア通貨の大半は軟調。NY 時間にムニューシン財務長官が報道機関のインタビューで米中貿易合意は 90%完了したと発言したことを背景にリスクオンとなり ZAR と MXN は値を伸ばした。27 日、G20 サミットを控え様子見ムードが広がる中、新興国通貨はまちまちの展開となった。

アジア:タイ中央銀行 (BOT) は 26 日に金融政策委員会 (MPC) を開催し政策金利を全会一致で 1.75% に据え置くことを決定した。声明文では、米中貿易摩擦の激化により輸出が従来の予想以上に押し下げられるとの見方を示した。また、個人消費についても、高水準の家計債務により抑制されると述べ、2019 年と 2020 年の経済成長率の見通しを引き下げた。BOT は THB 高が経済のファンダメンタルズに沿っていない可能性を指摘し、懸念を示している。

中東欧・アフリカ:トルコの最大都市イスタンブールで 23 日に投開票されたやり直し市長選挙では、3 月の初回選挙同様に、野党・共和人民党 (CHP) のイマモール氏が勝利した。3 月の選挙でイマモール氏が与党・公正発展党 (AKP) の候補のユルドゥルム元首相を僅差で破った。この結果に AKP が異議を申し立て、最高選挙管理委員会が選挙のやり直しを決定した。やり直し選挙の結果はイマモール氏の得票率が 54.21% だったと発表され、ユルドゥルム氏との得票差は 3 月の選挙時よりも大幅に拡大した。

ラテンアメリカ:メキシコ中央銀行 (Banxico) は 27 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。据え置きは予想通りだったが、経済に対する懸念が拡大する中、政策委員の 1 人は 25bp の利下げを主張した。

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

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

グローバル利下げ競争

各国の中央銀行は利下げ競争を開始したような様相を呈している。ECB のドラギ総裁は 6 月 17～19 日にポルトガルのシントラで開催された ECB 年次フォーラムの冒頭演説で、見通しが改善せずインフレ圧力が強まらない場合は「追加の刺激策が必要になるだろう」と述べた。また、FRB は 18～19 日に開催した FOMC で FF 金利誘導目標を 2.25～2.50% に据え置くことを決定した。しかし、FOMC の声明文では、これまで掲載されていた利上げに「忍耐強く (patient)」あるとの文言が外され、新たに「見通しに対する不透明感が高まった (uncertainties about this outlook have increased)」、「適切に行動する (act as appropriate)」との文言が加えられており、利下げ準備に入ったことが示された。今回、ブラード・セントルイス連銀総裁が 25bps の利下げを主張して却下されているが、政策メンバーの金利見通し (ドットチャート) では 17 名中 8 名の FOMC 参加者が年内の利下げを想定している (図表 1)。

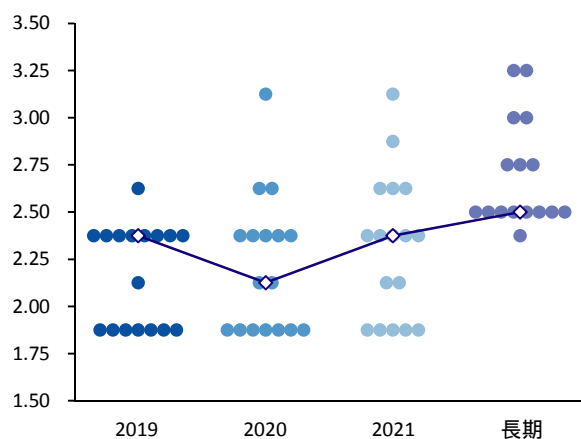
ドットチャートを詳しく見ていくと、2019 年に関し 17 名中 1 名が 1 回利上げ、8 名が現状維持、1 名が 1 回利下げ、7 名が 2 回利下げとなっている。2 回利下げの 7 名は 25bp の利下げ 2 回か 50bp の利下げ 1 回を意味しているため、7 月に 50bp 規模の利下げを実施する用意がある様子が窺える。また、2020 年以降の政策金利見通しについては予測分布だけでなく、中央値も下方修正されている。FOMC 以降もパウエル FRB 議長をはじめ、クラリダ FRB 副議長、ブレイナード FRB 理事、ブラード総裁などが相次いで利下げ支持を示唆する発言を行うなど、年内の焦点は利下げの「有無」ではなく「幅」に移ったと考えられる状況だ。

欧米に加えて、豪州準備銀行 (中央銀行、RBA) のロウ総裁は 20 日、アデレードでの経済会合で「理事会が経済の余剰生産能力を縮小し、中期目標に沿ったインフレを達成しようとする中、キャッシュレートのさらなる引き下げを見込むことは非現実的ではない」と述べ、「これを踏まえると、利下げの可能性は依然テーブル上にある」と発言。ニュージーランド準備銀行 (中央銀行、RBNZ) も 26 日に開いた理事会で政策金利のオフィシャルキャッシュレート (OCR) を過去最低の 1.50% に据え置いたが、声明文では「世界経済見通しの悪化や足元の国内成長低迷のリスクを踏まえると、中銀が引き続き目標を達成するためにはいずれ OCR の引き下げが必要になる可能性がある」とした。

先進国で金融緩和を競うような状況となるなか、新興国でも先んじて利下げに踏み切る動きがみられている。昨年は FRB を中心に主要な中央銀行が過去 10 年に亘る非常に緩和的な金融政策の正常化を進めようとする中、新興国は資金流出に見舞われて通貨が急落。国内経済の混乱やインフレを招きかねない状況に、対外バランスが脆弱な国を筆頭に利上げで対抗せざるを得ない状況に追い込まれた。しかし、今年 1 月に FRB が金利政策やバランスシート政策に関してハト派色を打ち出して以来、新興国は金融政策を緩和方向へ調整する余地が拡大している。5 月 7 日にマレーシアが約 3 年ぶりとなる利下げに乗り出すと、昨年 5 回の利上げを断行したフィリピンも 5 月 9 日に 6 年半ぶりの利下げを決定。インドはより早く政策を転換しており、2018 年 12 月に総裁に就任したダス新総裁の下、2 月の金融政策委員会 (MPC) で利下げして以降、6 月 MPC にかけて 3 回連続で利下げしている。

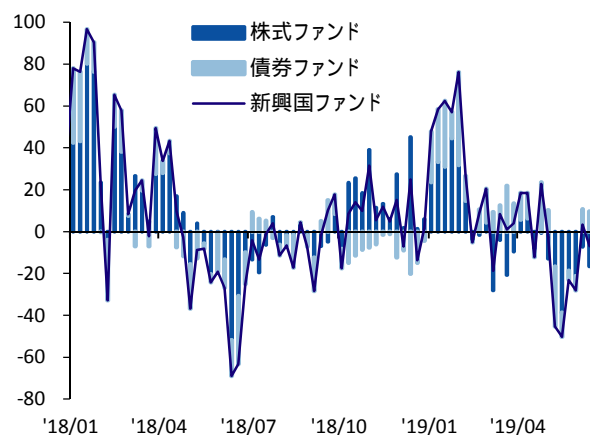
世界的な金融緩和の流れを受けて、S&P500 種株価指数が過去最高値を更新するなどリスク資産の見通しは支えられ、新興国にもリスクマネーが回帰しており、ファンドを巡るフローは流入超に転じている(図表 2)。目先は FRB の保険的な利下げによって資産価格が上昇するほか、為替市場ではドル安が進むことが見込まれる。新興国にとっては、ドル安と金利低下で債務負担が軽減され、景気が刺激されやすいだろう。だがこうした動きは大きなリスクも伴う。新興国は 2008 年のリーマン・ショック後、FRB が金融緩和を続ける中でドル建て債務を膨らませてきた。その規模は 10 年間で 2 倍に膨らんだが、再び FRB が利下げを模索する中で一段と債務が膨張するとみられ、それが次の新たな危機を生むリスクが増すことになる。

図表 1: FOMC メンバーの政策金利見通し(%)



出所: FRB、みずほ銀行

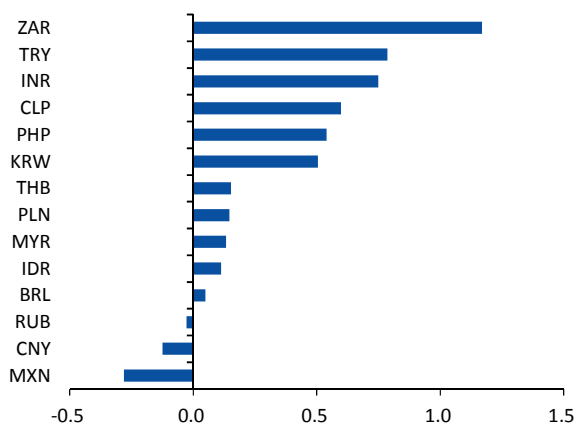
図表 2: 新興国ファンドの投資フロー(億ドル)



出所: EPFR、Macrobond、みずほ銀行

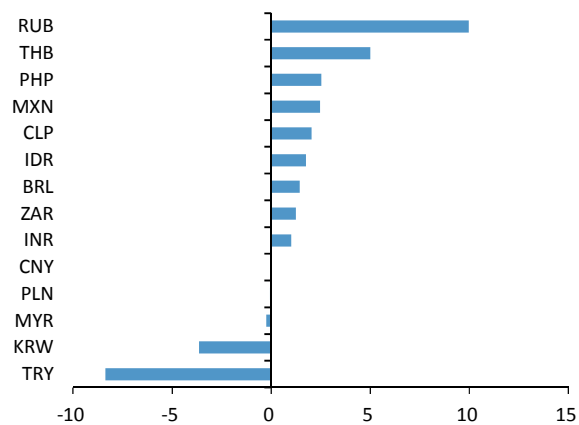
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



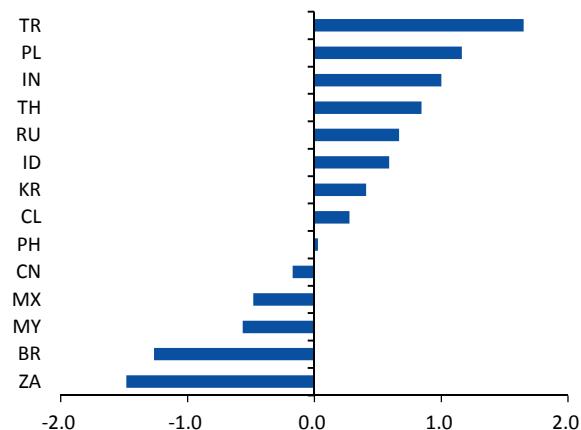
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



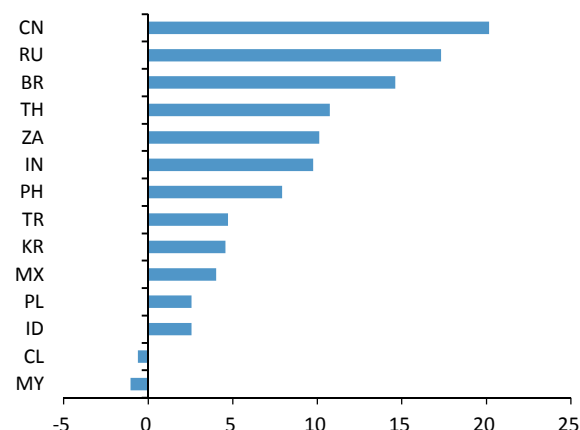
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



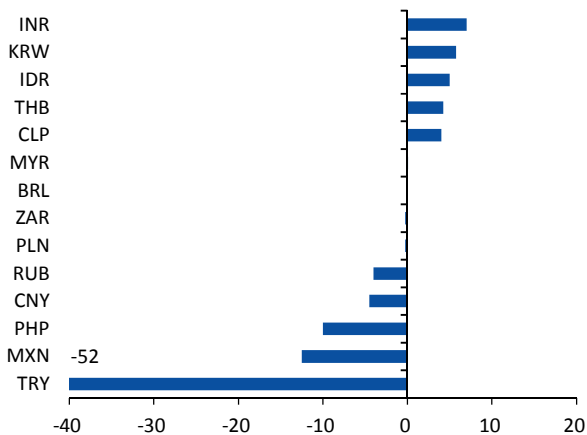
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



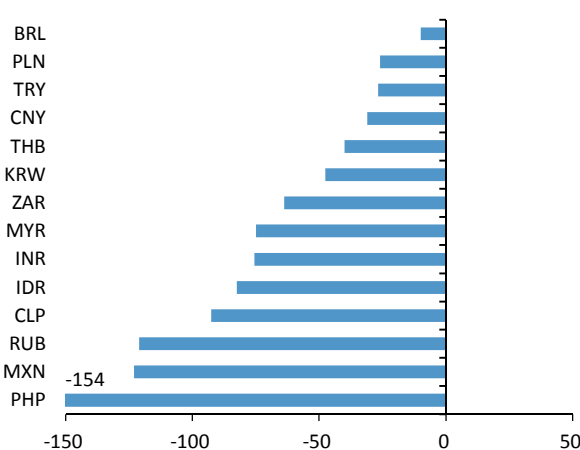
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

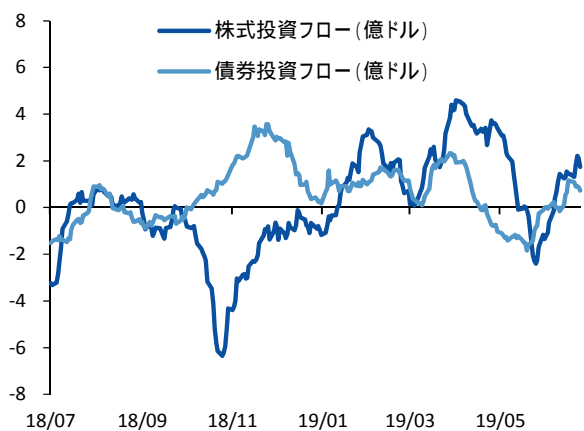
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

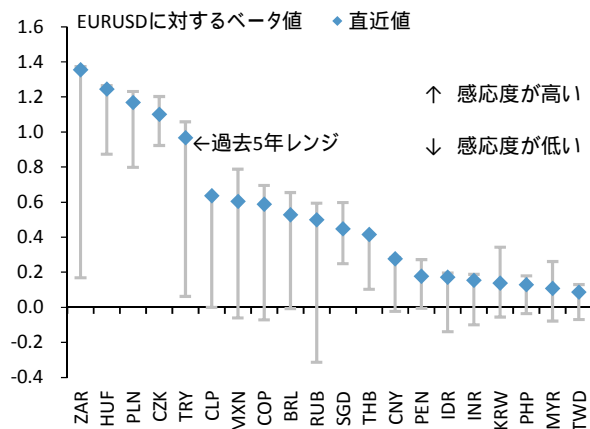
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



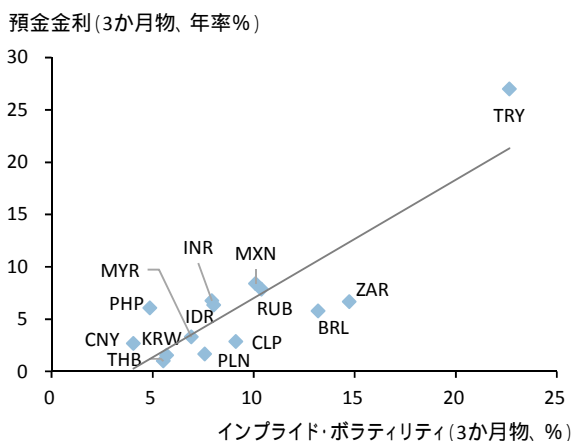
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



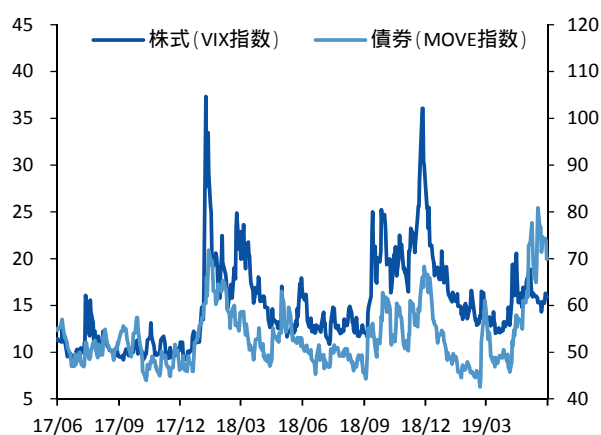
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



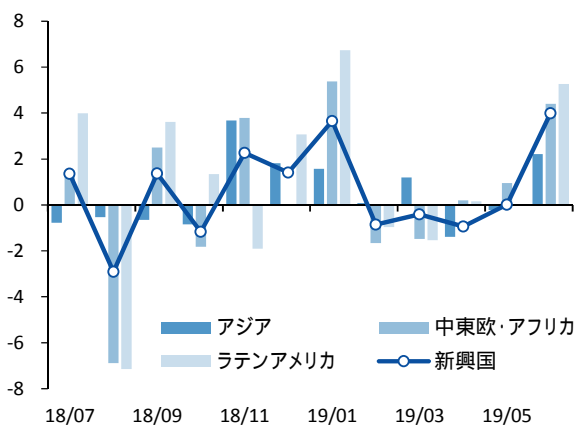
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



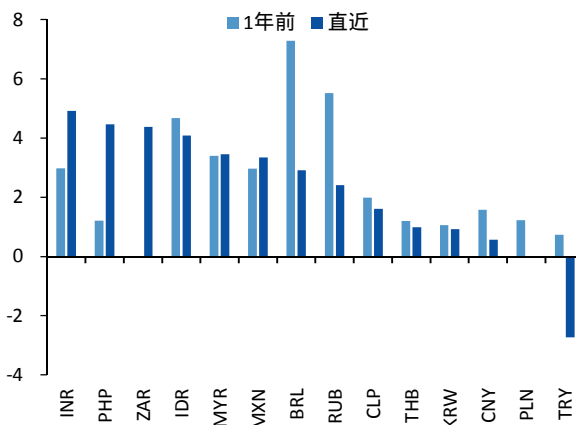
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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, %)



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						
6月24日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$1379m	\$208m	-\$2502m	-\$2287m
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.9%	0.8%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-1.5%	-3.1%	1.0%	1.4%
26日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	0.3%	0.2%	0.2%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-1.8%	-2.4%	0.1%	--
26日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
27日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	75	75	--
27日 (木)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	2.7%	-3.8%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-1.0%	--	-0.1%	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1000m	--	\$1784m	--
30日 (日)	中国	製造業PMI	49.5	--	49.4	--
30日 (日)	中国	非製造業PMI	54.1	--	54.3	--
7月1日 (月)	韓国	貿易収支	\$4536m	--	\$2271m	\$2249m
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.0	--	50.2	--
1日 (月)	タイ	CPI(前年比)	--	--	1.2%	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.3%	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	0.8%	--	0.7%	--
3日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	49.9	--
4日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	-\$664.8m	--
4日 (木)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	10.86b	--
5日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	2.9%	--	3.2%	--
19日 (金)	台湾	CPI(前年比)	--	--	0.9%	--
中東欧・アフリカ						
6月24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	77.1%	76.3%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	6.4%	6.4%	6.5%	--
28日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.98b	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	0.7b	--	-3.4b	--
28日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	32800m	--
7月1-2日	ロシア	GDP(前年比)	0.5%	--	0.5%	--
3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	16.2%	--	18.7%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	28.7%	--
5-8日	ロシア	CPI(前年比)	4.8%	--	5.1%	--
ラテンアメリカ						
6月24日 (月)	ブラジル	経常収支	\$700m	\$662m	-\$62m	--
25日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	1.4%	1.6%	1.6%	--
26日 (水)	ブラジル	融資残高	--	3287b	3268b	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	6.4%	6.5%	7.6%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-1030.4m	1030.7m	1370.2m	--
28日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	8.25%	8.25%	8.25%	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	54.4%	--	54.2%	--
7月1日 (月)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	50.2	--
1日 (月)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	50.0	--
2日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6422m	--
2日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前月比)	--	--	0.3%	--
2日 (火)	ブラジル	ブラジル 鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.9%	--
5日 (金)	メキシコ	メキシコ 総設備投資	--	--	-2.4%	--

注: 2019 年 6 月 28 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 1～5月(実績)	SPOT	2019年 6月	9月	12月	2020年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.9219	6.8771	6.90	6.85	6.80	6.78	6.75
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8146	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.349 ~ 71.825	69.074	70.8	69.5	68.5	68.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14528	14140	14300	14400	14200	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1196.67	1156.85	1190	1180	1170	1150	1130
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.2028	4.1435	4.25	4.18	4.12	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	51.617 ~ 53.025	51.255	52.8	53.0	53.2	53.0	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3837	1.3531	1.37	1.39	1.36	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 31.641	31.055	31.50	31.40	31.30	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	30.77	32.0	31.8	31.5	31.0	30.9
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23422	23322	23450	23600	23550	23400	23350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.5713 ~ 69.8032	63.0798	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.8934	14.1650	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.2457	5.7725	6.20	6.50	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 4.1208	3.8202	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.8279	19.1703	19.40	19.50	19.60	19.70	19.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.764	15.665	15.65	15.62	15.29	15.20	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	13.781	13.78	13.67	13.30	13.19	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.560	1.53	1.54	1.52	1.51	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.762	0.755	0.743	0.732	0.746	0.725
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ~ 9.970	9.311	9.08	9.07	8.89	8.96	8.85
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 27.507	25.992	25.41	25.60	25.24	25.25	24.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.105	2.05	2.02	1.95	1.94	1.89
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	79.60	78.83	76.98	76.47	76.87	75.19
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.468	3.43	3.41	3.32	3.31	3.24
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.501	3.38	3.36	3.30	3.32	3.24
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4620	0.46	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.758	1.707	1.66	1.60	1.51	1.51	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.603	7.66	7.33	6.93	6.96	6.90
トルコリラ	(TRY)	17.513 ~ 21.187	18.647	17.42	16.46	15.29	14.71	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.677 ~ 30.075	28.194	27.69	27.79	27.37	27.11	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.618	5.57	5.49	5.31	5.23	5.05

注:1.実績の欄は2019年5月31日まで。SPOTは6月28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(6月3日発行)』および『中期為替相場見通し(5月31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。