

2019 年 9 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

新興国の金融緩和余地をつないだ FRB

新興国市場:12 日に開催された ECB 政策理事会で 10bp 利下げが実施され、量的緩和が再開されたことに加え、トランプ米大統領が中国製品に対する追加関税の一部先送りや撤回につながるような合意案を示したという報道は週末の新興国通貨のサポート要因となった。週初 16 日、サウジアラビアの石油関連施設が 14 日に無人機に攻撃を受けたことから原油価格が急騰した。原油価格の上昇を受けて原油の輸入依存度が高い国の通貨が売られ、INR と TRY は大幅に値を下げた。17 日、翌日に FOMC を控えていることや、中東情勢の緊迫化を受け様子見ムードが広がり、大半の新興国通貨は小幅に下落した。NY 時間に、サウジアラビアのアブドルアジズ・エネルギー相は記者会見で週末に攻撃を受けた石油設備が 9 月末までに完全復旧すると発表し、原油価格が小幅に軟化したことが TRY を下支えした。18 日、前日の原油価格の下落が原油輸入国通貨を押し上げ、INR は堅調に推移。注目の FOMC では、市場予想通り政策金利は 25bp 引き下げることが決定された。ジョージ・カンザス連銀総裁とローゼングレン・ボストン連銀総裁は据え置きを主張し、ブラード・セントルイス連銀総裁は 50bp の利下げを主張したため、FRB 内で意見のばらつきがあるとの見方が市場で強まった。声明文では追加利下げは示唆されず、政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)も 2020 年まで現状維持を示し、2021 年以降に利上げの再開が示されたことなどから、市場はタカ派的と捉え、ドルは上昇した。19 日は前日の FOMC を受けて新興国通貨の大半は軟調となった。BRL はブラジル中央銀行(BCB)が利下げを実施し、追加緩和を示唆したことを受けて前日比▲1.4%下落した。

アジア:インドネシア中央銀行(BI)は 19 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 5.25%にすることを決定した。7 月から 3 回、合計 75bp の利下げを実施している。世界経済の不透明感が高まる中、インドネシア経済の下支えをする。BI のペリー総裁は記者会見で、「減速しつつある経済成長を支えるための予防的措置をとった」と述べた。

中東欧・アフリカ:南アフリカ中央銀行(SARB)は 19 日に金融政策会合を開催し、全会一致で政策金利を 6.50%に据え置くことを決定した。据え置きは市場予想通りだった。SARB はインフレ率が目標の中間近辺にとどまることを望んでいると述べた。

ラテンアメリカ:BCB は 18 日に金融政策委員会(COPOM)を開催し、政策金利を 50bp 引き下げ過去最低の 5.50%にすることを決定した。声明文では、インフレが目標を大きく下回る中、更なる緩和余地があることを示唆した。BCB は先行きに関してはデータ次第としているが、インフレ率が抑制された状況が続けば、引き続き追加利下げを実施する可能性が高いだろう。

市場営業部

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

堀 堯大

03-3242-7065

takahiro.hori@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
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

新興国の金融緩和余地をつないだ FRB

FRB は 18 日、政策金利の指標である FF 金利の誘導目標を 25bp 引き下げて 1.75～2.00%とした。概ね市場予想通りの内容といえる。ただ、パウエル議長は会見で、7 月に続く「予防的な利下げ」との認識を示し、「現時点では」さらなる利下げを考えていないと発言。FOMC 参加者の政策金利見通し（いわゆるドットチャート）では、2020 年末にかけて政策金利は据え置き、2021 年には利上げに転じることが示唆された。こうした姿勢は当初、市場でタカ派的と捉えられた。

7 月に続き、緩和の「出し惜しみ」が市場の失望を誘ったが、今回も追加緩和の可能性に含みを残す格好で取り繕った。パウエル議長は会見で、景気がさらに弱まればさらなる利下げが必要になるとし、世界景気の減速や貿易交渉の進捗といった外部リスク要因に言及した。その上で、(国内)景気は良好であり「現時点で追加利下げは考えていない」としたのだ。

世界景気の減速には、米金利の上昇による世界的な資本コスト上昇という背景がある。ここに、米中貿易摩擦が重なり、減速が一層顕著なものとなった。当然ながら、金融政策が米中協議に働きかけられる部分はほとんどない。したがって、上述の外部リスク要因が解消されるには、米国の金融緩和によって世界的な資本コストを引き下げ、景気減速を和らげていくことが少なくとも必要となる。

世界の資本コスト引き下げには、各国における金融緩和もカギとなる。米国が金融政策の正常化(利上げ、バランスシート縮小)を進めた局面では、新興国において資本流出圧力や通貨安によるインフレ圧力が増す格好で、金融政策の柔軟性が奪われる状況が生じた。米国が金融政策の正常化停止に踏み切ったことで、新興国でもこの柔軟性が回復し、ようやく金融緩和が進み始めたというのが足許の状況である。この動きをどこまで支援できるかは、米国の金融政策次第だろう。

こうした構図の下では、FRB のさらなる金融緩和を「出し惜しみ」する姿勢が、新興国における金融緩和の進展を阻害しかねない。確かに、米国債利回りの低下は資本コストの軽減につながっているとみられる。一方で、じり高推移のドル・インデックスと上値の重い新興国通貨インデックスの動きは、新興国の金融当局への圧力が依然残ることを示唆している。世界景気の減速という外部リスク要因が悪化すれば、結局のところ、さらなる金融緩和へと FRB を追い込むことになりうる。FRB の政策金利見通しについて、リスクは下振れ(利下げ)方向に傾いていると考える。

新興国の金融当局としては、FRB の政策決定を確認しながら、金融緩和を進めていく状況が続こう。19 日には、ブラジル中央銀行(BCB)が政策金利を 50bp 引き下げて過去最低の 5.5%とした。7 月に続く利下げである。年金改革の審議が進展していることやインフレ率が抑制されていることに加えて、声明文では米国の追加利下げが判断材料になったことを示唆した。また、インドネシア銀行(中央銀行、BI)も「予防的措置」として政策金利を 25bp 引き下げて 5.25%とした。2018 年 11 月に 6.00%まで引き上げた後、直近 3 会合で 75bp 引き下げたことになる。米国の追加利下げがそれを可能にした要因のひとつとみられる。フィリピン中央銀行(BSP)やメキシコ中央銀行(Banxico)も来週の会合で利下げに踏み切ると市場ではみられている。

一方、南アフリカ準備銀行(SARB)は 19 日、政策金利を 6.50%で据え置くと決定した。同国は、国営電力公社の救済にともなう国庫負担や国債格付けが投資適格級を失うリスク等、財政および信用面で深刻な問題に直面している。こうした問題に目処がつかない中で、一段の金融緩和には慎重な姿勢が示された。同行は 7 月に 25bp の利下げに踏み切るとともに、政策効果が一時的なものにとどまらないよう政府に構造改革の推進を求めている。

各国固有の問題から一段の金融緩和が見送られるケースは今後もあろう。経常収支や財政収支、債務、インフレ率における脆弱性が従来からテーマとなってきた。そして、足許では原油価格の行方も注目される。サウジアラビアの石油関連施設が攻撃された問題を巡り、同国が安定供給継続は可能との姿勢を明らかにしたことで、原油価格は落ち着きを取り戻しつつある。現状からほぼ横ばいで推移した場合、前年比での上昇率は大きくない(図表 1)。直接的なインフレ圧力は軽微であり、現状のところ短期的な問題にとどまるとみなされているようだ。

ただし、最新の OECD 経済予測(19 日公表)で世界景気が米金融危機以来の低成長へ向かうとされたように、世界景気の見通しは「脆弱かつ不確実さが増している」。そうした中で、油田攻撃の再発等の供給制約による原油価格上昇が長期化すれば、エネルギー輸入依存度が高い国々では、コスト上昇による景気下押し圧力が増大しやすい。また、経常収支悪化による通貨安とそれにとともなうインフレ圧力上昇が生じれば、金融政策の柔軟性も失われるというジレンマに陥るリスクもある。

万が一、サウジアラビア情勢が悪化する場合、輸入依存度の観点からは、韓国、トルコ、タイ、インド等が市場で注目されやすそうだ(図表 2)。また、ブラジル、メキシコ、インドネシア等の産油国でもエネルギー補助金(財政負担)が問題になりうる。FRB の追加利下げにより、新興国では追加金融緩和の余地が確保された感はあるものの、中東情勢等の地政学リスクからの逆風が今後強まるリスクには注意したい。

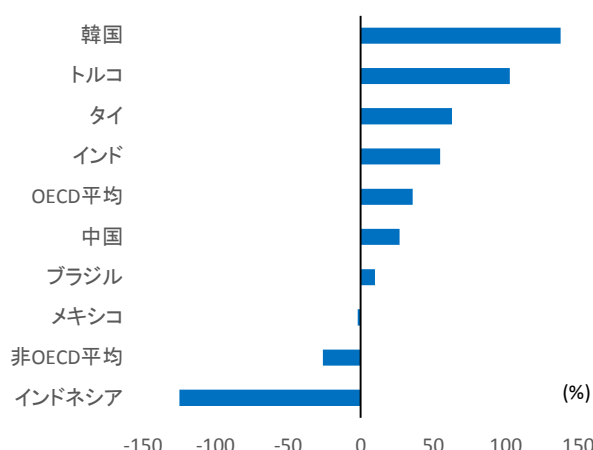
図表 1:ブレント原油先物価格の推移(週次平均ベース)



注:9 月第 4 週以降については、原油先物価格が 9 月第 3 週の水準から横ばいとなった場合の 52 週騰落率を表示。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:化石燃料の輸入依存度

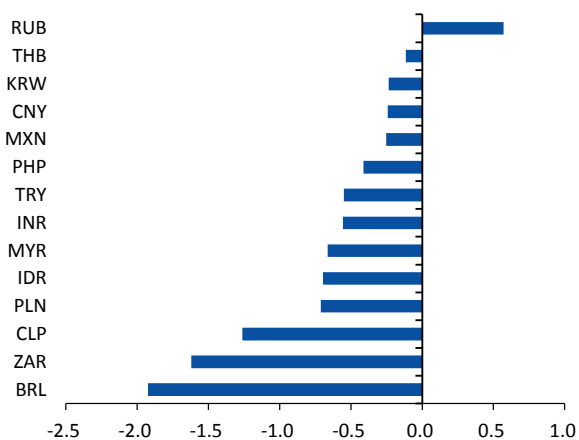


注:化石燃料の輸入依存度は、を総エネルギー消費量(ktoe)に対する化石燃料の純輸入量(同)の比率で算出。2014~2016 年の平均値。

出所:IEA、みずほ銀行

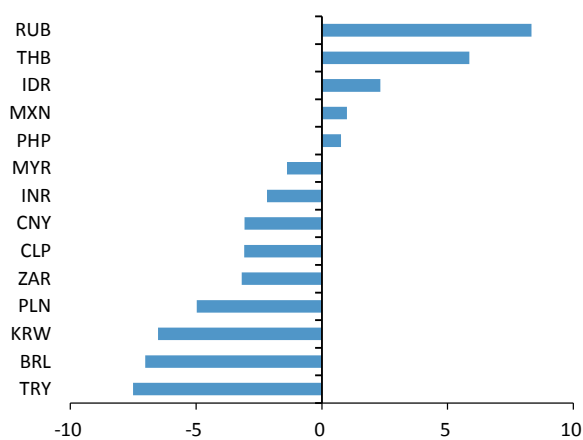
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



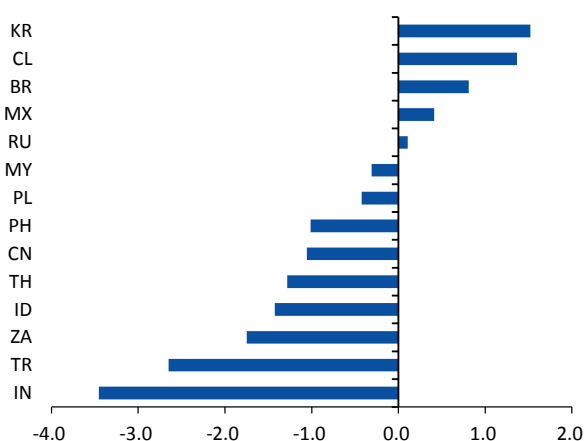
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



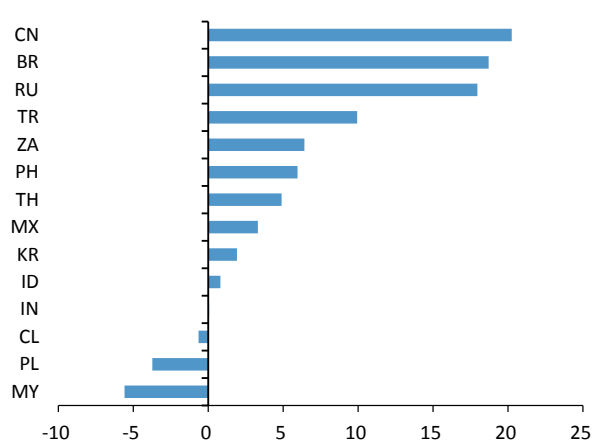
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



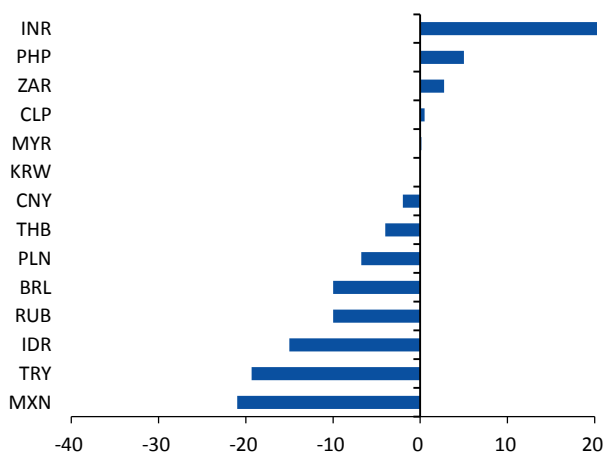
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



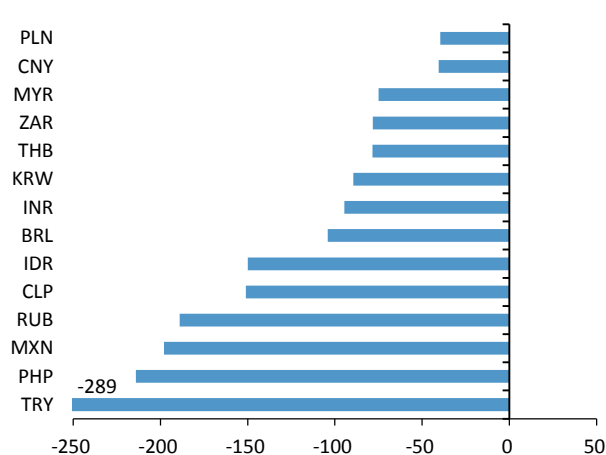
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

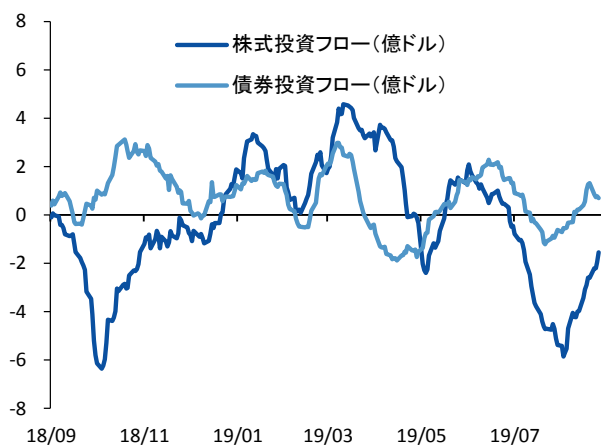
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

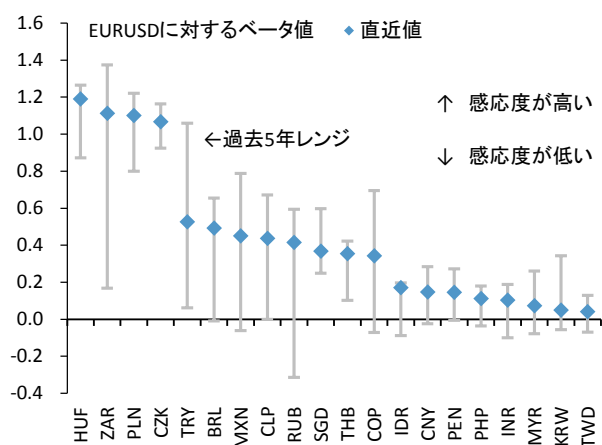
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



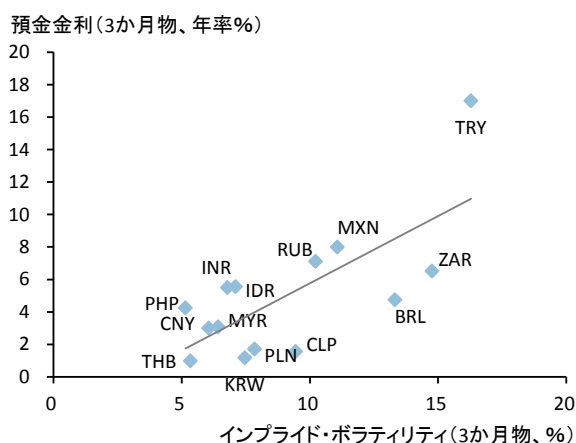
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



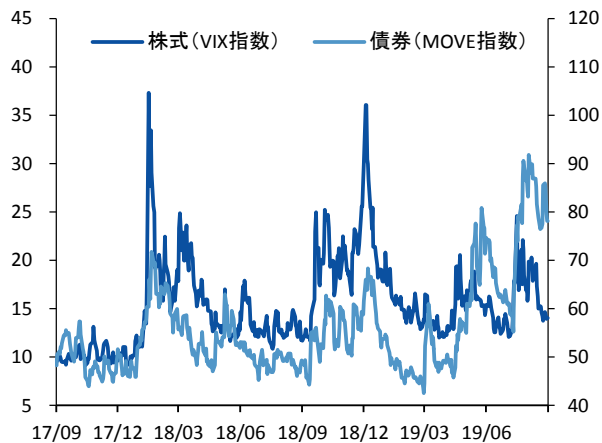
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



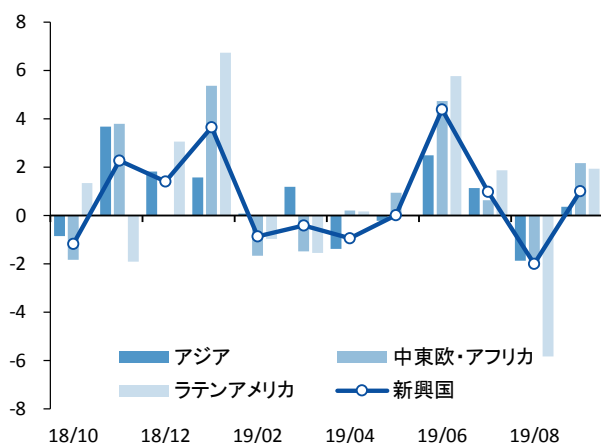
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



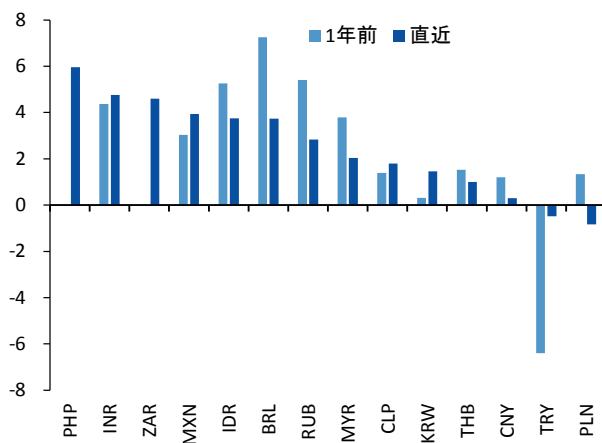
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
9月16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.7%	5.5%	5.7%	--
16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.2%	4.4%	4.8%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	7.9%	7.5%	7.6%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$162m	\$85m	-\$60m	-\$64m
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.0%	1.1%	1.1%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	1.8%	7.5%	-2.9%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-10.6%	-8.9%	-11.2%	-11.4%
19日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.375%	1.375%	1.375%	--
19日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレボ	5.25%	5.25%	5.50%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	\$493m	\$248m	--
20日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$650m	--	\$110m	--
20日 (金)	台湾	輸出受注(前年比)	-2.6%	--	-3.0%	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	--	0.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	1.1%	--	3.0%	--
23日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-75.3b	--
24日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.3%	--
25日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.4%	--
25日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	0.5%	--	-0.4%	--
26日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.0%	--	4.3%	--
中東欧・アフリカ						
9月17日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.2%	2.9%	2.8%	--
17日 (火)	ロシア	PPI 前年比	0.3%	0.3%	1.1%	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.2%	4.3%	4.0%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.6%	2.0%	2.4%	--
18日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.0%	3.0%	3.5%	3.0%
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	6.50%	6.50%	--
24日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	102.5	--
24日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.6%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.6%	--	4.9%	--
ラテンアメリカ						
9月16日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	-0.5%	-0.3%	-0.5%	--
19日 (木)	ブラジル	SELICレート	5.50%	5.50%	6.00%	--
23日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	1.0%	--
23日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$9035m	--
23日 (月)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$7658m	--
23-28日	ブラジル	税收	119400m	--	137735m	--
23-28日	ブラジル	登録雇用創出合計	98,200	--	43,820	--
24日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.1%	--
25日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	3290b	--
26日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.9%	--
27日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	8.00%	--
27日 (金)	メキシコ	メキシコ 貿易収支	--	--	-1116.8m	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	2.9%	--	5.0%	--
27-28日	ブラジル	中央政府財政収支	--	--	-6.0b	--

注: 2019 年 9 月 20 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 1～8月（実績）	SPOT	2019年 9月	12月	2020年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 7.1736	7.0965	7.10	7.20	7.20	7.15	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8320	7.84	7.85	7.84	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.254	71.325	71.5	70.8	69.5	68.5	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14060	14450	14300	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1193.67	1200	1210	1190	1170	1170
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1912	4.22	4.18	4.12	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	52.154	53.0	52.5	52.5	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3925	1.3788	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.731	30.981	31.50	31.75	31.25	31.00	30.75
タイバーツ	(THB)	30.50 ～ 32.51	30.53	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23211	23500	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.0126	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	14.8111	14.60	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7185	6.00	6.40	6.80	6.60	6.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.1675	4.10	4.00	3.80	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.4401	20.00	19.75	19.50	19.50	19.75
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.223	14.79	14.31	14.17	13.99	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.793	13.39	13.12	13.01	12.74	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.515	1.47	1.45	1.47	1.46	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.768	0.727	0.720	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.045	8.75	8.51	8.57	8.55	8.55
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	25.763	24.88	24.64	24.76	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.070	1.98	1.96	1.94	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	78.35	75.54	74.64	75.00	74.07	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.487	3.33	3.24	3.26	3.23	3.25
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.538	3.39	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4654	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.688	1.62	1.56	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.293	7.19	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.876	17.50	16.09	15.00	15.15	14.49
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	25.921	25.61	25.75	26.84	27.03	26.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.556	5.25	5.22	5.23	5.13	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 8 月 30 日まで。SPOT は 9 月 20 日の 8 時 50 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。

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。