

2019 年 12 月 13 日

The Emerging Markets Weekly

FOMC を受けて新興国通貨は上昇

新興国市場:先週末 6 日のアジア時間は、米 11 月雇用統計の発表を控えるほか、米中貿易通商問題を巡る不透明感を受け様子見ムードが広がりアジア通貨は小幅な値動きにとどまった。NY 時間に発表された米 11 月雇用統計は非農業部門雇用者増加数が前月比+26.6 万人と市場予想(同+18 万人)を上回り、失業率も予想より良好な結果となり、ドルは買い優勢となった。市場心理が改善したことは新興国通貨のサポート要因ともなった。BRL は 3 日に発表されたブラジル 7~9 月期実質 GDP の結果が良好だったことも好感され、前日比+1.2%上昇した。週初 9 日、週後半に FOMC や ECB 政策理事会、また米国の対中制裁関税第 4 弾の残り部分の発動期日を控えた米中貿易協議が注目される中、新興国通貨の大半はレンジ内での推移となった。TRY はトルコ中央銀行(CBRT)が 12 日に開催する金融政策会合で利下げが見込まれているほか、トルコ政府によるロシア製防衛システムの購入を巡る懸念などが重しとなり軟化した。10 日は特段材料のない中、新興国通貨の値動きも限定的。PHP はこの日フィリピン 10 月貿易統計の結果が発表され、2019 年に入ってから貿易赤字が縮小していることが好感され、小幅ながら上昇した。一方、貿易関連のヘッドラインに振られやすい KRW は 15 日の米国の対中制裁関税の発動を控え軟調となった。また、南アフリカでは国営電力会社が 9 日に 2008 年以降最大規模となる計画停電を発表しており、複数の鉱山会社は同日に採掘活動を一時中断する方針を明らかにしている。電力危機が深刻化し、企業活動への影響が拡大していることが嫌気され、ZAR は下落した。11 日、前日に引き続きアジア通貨は動意の薄い展開。NY 時間に入り、FOMC では予想通り政策金利は据え置きとなり、パウエル FRB 議長との会見で今後の利上げについて慎重な姿勢が示されると、ドルは軟化した。これを受けて、新興国通貨は上昇した。12 日、前日の FRB のハト派姿勢を背景に新興国通貨は堅調に推移し、ZAR は前日比+1.3%値を上げた。

アジア:フィリピン中央銀行(BSP)は 12 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 4.00%に据え置くことを決定した。ジョクノ BSP 総裁は会見で、政府の支出拡大や、堅調な内需により景気見通しが改善したとして政策金利を据え置く余地が生まれたと述べた。

中東欧・アフリカ:トルコ中央銀行(CBRT)は 12 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 200bp 引き下げ 12.00%にすることを決定した。CBRT はインフレの改善や景気の持ち直しを踏まえ、積極的な緩和サイクルは終了に近づいている可能性を示唆した。

ラテンアメリカ:ブラジル中央銀行(BCB)は 11 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 50bp 引き下げ、過去最低水準の 4.50%にすることを決定した。利下げは全会一致で決定され、4 会合連続での利下げとなった。

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

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(インド)

市場営業部

堀 堯大

03-3242-7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

12 月金融政策委員会～政策総括と展望～

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 5 日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを 5.15%に据え置くことを決定した。また、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据え置き、それぞれ 4.90%、5.40%とした。RBI は将来的な金融緩和余地を残すとしながらも、今回の金利据え置きに関しては全会一致での据え置きとなったと発表し、追加緩和を実施するという多くの市場参加者の予測とは異なる結果となった。

声明文では 2019 年の世界と自国経済の振り返りと、今後の展望についての記載があるが、今回の意思決定の背景にはまず各種経済指標に底打ちの兆しが見えていたことを挙げた。具体的には、11 月 PMI が製造業は 10 月の 50.6 からは 51.2 へ、サービス業 PMI が 49.2 から 52.7 へそれぞれ改善した点、非原油製品の輸出に改善の兆しが見え、原油価格の下落により輸入額が落ち込み、10 月貿易収支が改善していることをプラス要因とした。

一方、直近の経済成長の鈍化に伴い、成長見通しの下方修正をした点も言及しており、内・外需の弱まりを主因に、2019 年の GDP 成長率を前年比+6.1%としていたものを同+5.0%、年明け 2020 年 1～3 月期も当初の同+7.2%から+5.9～+6.3%へ下方修正した(図表 1)。しかしながら、それ以降は年内に実施した政策効果と金融緩和が経済に刺激をもたらし、内需中心に徐々に回復の兆しが見えてくるとの見解を示し、この点も今回の意思決定の大きな要因となった。

消費者物価指数(CPI)については対照的に上方修正した。当初 2019 年下期の CPI 上昇率を前年比+3.5～+3.7%としていたが、天候不順による野菜類の価格上昇を背景に、同+4.7～+5.1%とした(図表 2)。なお、年後半にかけ降水量が回復し、食料需給バランスも付随して改善していくとの見通しから、2020 年上期は同+3.8～+4.0%と予測し、インフレ目標(+4%±2%)に収束する見解を示した。その他、内需の動向、燃料価格の推移などを主要なインフレ率変化要因として挙げたが、今回は将来的なインフレ目標の変更に関する言及はなく、今後については、現行の目標に向かって物価が推移しているかを注視すると表明し、こちらの動向も来年以降の金融政策方針の決定要素となりそうだ。

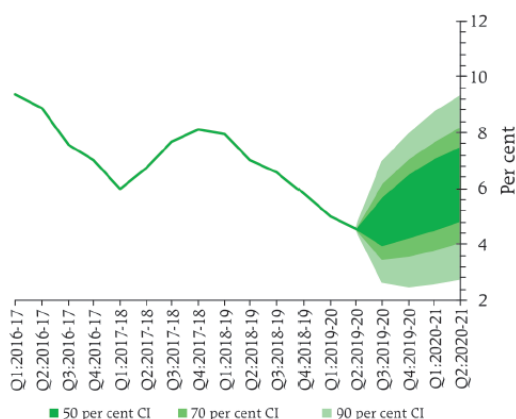
2019 年の RBI の動向を振り返ると、前年末以降の CPI 上昇率の減退と年始以降の米中貿易摩擦の表面化に伴い、世界的な景気減速感が顕在化する中、2 月以降 5 回にわたり計 135bp の利下げを実施し、途中 6 月には金融政策姿勢も「中立」から「緩和」に変更した(図表 3)。上述のように、経済の再加速の兆候が数字として現れていない状況ではあるが、CPI が予想以上に上昇している点や、前回会合後に利下げの効果が実体経済に波及するには時間を要し、既に実施した利下げの効果をみる必要があると表明していることから、今回会合については利下げではなく様子見の判断を下したようだ。

一方、2019 年のインド経済の動向を振り返ると、5 月の総選挙ではモディ首相率いる与党連合がこれまでのインフラ基盤整備等が評価され、予想外の圧勝を収めた。モディ首相は再任後も労働法や土地法の全面改訂への取組みや、法人税減税を実施してきたが、悪天候にも苛まれ、人口の過半を占める農業従事者を中心とした収入減や消費不振、更には全国的な失業率を改善することができない状況が続い

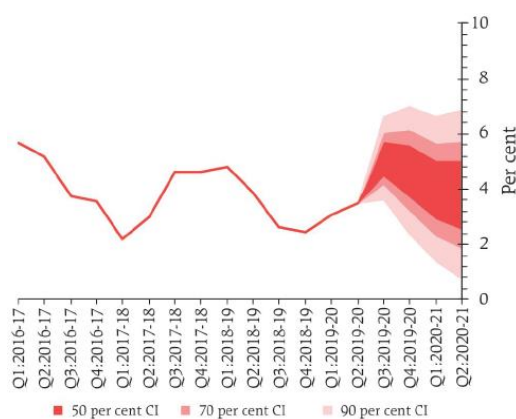
た。一方で貿易環境も米中貿易摩擦が長期化し混沌とする中、輸出が低迷しインド景気の減速は深刻化した。RBIは周辺国が軒並み通貨安となる状況下、インドの輸出競争力の低下を危惧し、実質的にルピー安方向への誘導を行っており(図表4)、INRは歴史的な安値水準で推移した。

総括すると政府・中銀ともさまざまなカードを切ったにもかかわらず景気刺激につながらず、政策効果の実現を我慢して待つ苦しい1年となった。年明け以降、金融政策の観点では上述した物価水準と経済の回復の確認が第一だが、政府政策関連では、根強い課題となっている不良債権問題への着手も急務である。昨年のインフラ金融大手の経営悪化を契機にノンバンク業界全体の資金繰り問題へと発展し、流動性の悪化により融資を絞った結果、国内消費が冷え込む状況が続いており、ノンバンクの信用問題も景気の足かせとなっている点は無視できないテーマとなろう。

図表 1: RBI の経済成長見通し(実質 GDP 成長率)



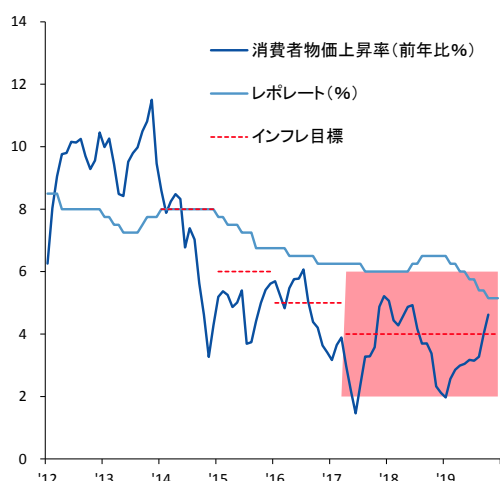
図表 2: RBI の物価見通し(CPI 上昇率)



出所: インド準備銀行、みずほ銀行

出所: インド準備銀行、みずほ銀行

図表 3: レポレートと物価水準の推移



出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC

図表 4: USD/INR レートと外貨準備高の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

12 月金融政策委員会～追加利下げも、年明けにも利下げ一巡か

市場営業部
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

ブラジル中央銀行(BCB)は 12 月 12 日、政策金利(Selic)を 50bp 引き下げて過去最低水準となる 4.50%とすることを全会一致で決定した。7 月以降、4 会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計 200bp にのぼる(図表 1)。なお、10 月会合時に 50bp の追加利下げを示唆していたこともあり、市場の反応は限定的であった。

インフレ率が目標値を下回る水準で推移し続ける、との見通しが利下げ判断を促したと見られる。市場サーベイ(12 月 6 日時点)に基づく金利および為替見通しをベースにすると、BCB のインフレ率見通しは、2019 年:+4.0%、2020 年:+3.5%、2021 年:+3.4%となる。いずれも BCB のインフレ目標値(2019 年:+4.25%、2020 年:+4.00%、2021 年:+3.75%、目標値から±1.5%pt がレンジ)を下回る。

なお、インフレの行方については、上下両方向にリスクがあるとの認識を維持した。インフレ下振れリスクとしては、従来からの「高水準のスラック」を挙げ、「インフレ低下基調の伝播」は今回削除された。上振れリスクは、「景気刺激効果の不測性」がまず挙げられ、「構造改革の停滞」や「新興国の景気見通し悪化」がこの不測性を増大させるリスクという位置づけに変化はない。

他方、経済状況に関しては、国内景気の持ち直しが確認されつつあることに言及があったほか(図表 2)、外部要因についても以下の記述が削除され、総じて改善しつつあるという認識がうかがえる。

➤ The outlook remains uncertain, however, and risks of a more pronounced slowdown in global growth persist

また、現状の景気循環局面では金融政策には慎重さも求められるとする認識は維持しつつ、以下の文言を追加する格好で、利下げの一巡を模索しつつあるようだ。

➤ The Committee emphasizes that its next steps will continue to depend on the evolution of economic activity, the balance of risks, and inflation projections and expectations.

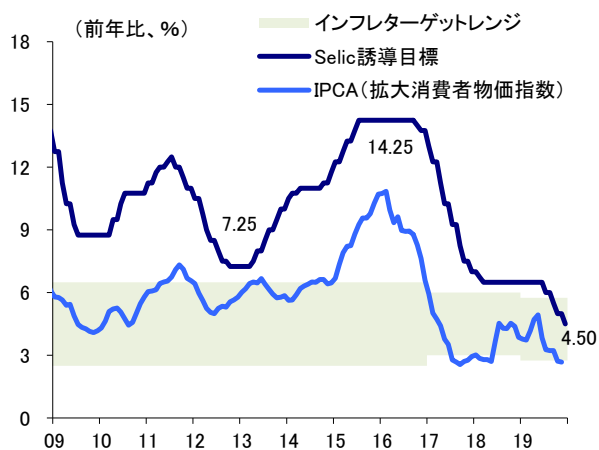
市場も現状の利下げ局面が長期化するとは考えていないようだ。上述の市場サーベイでは、Selic 金利の市場予想(中央値)は、2019 年末が 4.50%、2020 年初(at the beginning of 2020)に 4.25%まで低下した後は 2020 年末に 4.50%、2021 年には 6.25%である、と BCB の声明文にはある。USD/BRL については、2019 年末:4.15、2020 年末:4.10、2021 年末:4.00 が予想されている。

実際のところ、FRB が政策金利据え置きを続ける姿勢を示す中で、BCB も利下げを継続していくことが困難となろう。南米諸国で拡大するポピュリズムと通貨安の動きも懸念材料だ(図表 3)。USD/BRL の安値更新に、BCB は介入を余儀なくされている(図表 4)。BCB の政策の柔軟性が低下、追加緩和のハードルは上がりつつある。

これらを踏まえると、2020 年 2 月か 3 月の会合で、BCB は利下げを一巡させる可能性が高そうだ。そして、2020 年 2Q 以降は政策金利を据え置き、国内景気の回復やインフレ見通しを確認しながら利上げが可能なのかを判断していく、というのが現在

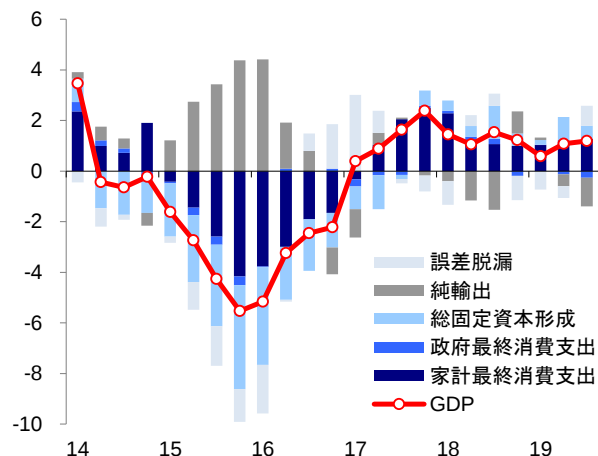
の BCB のスタンスといえる。

図表 1: 政策金利とインフレ率



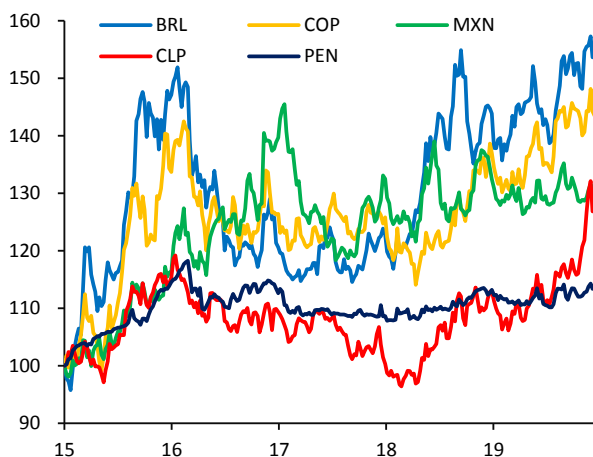
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率・寄与度(前年比%、%pt)



出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 中南米通貨の推移(2015/1/2=100)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

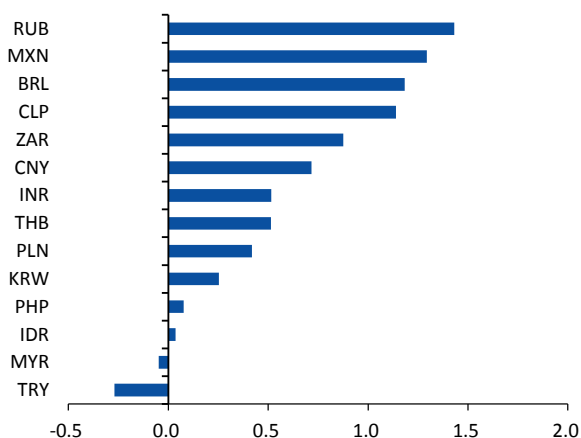
図表 4: USD/BRL とブラジルの外貨準備残高



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

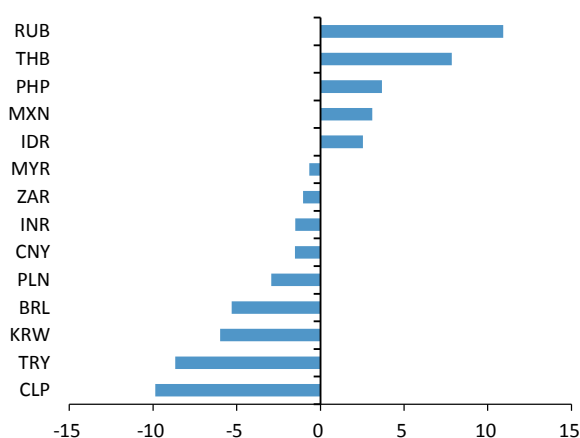
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



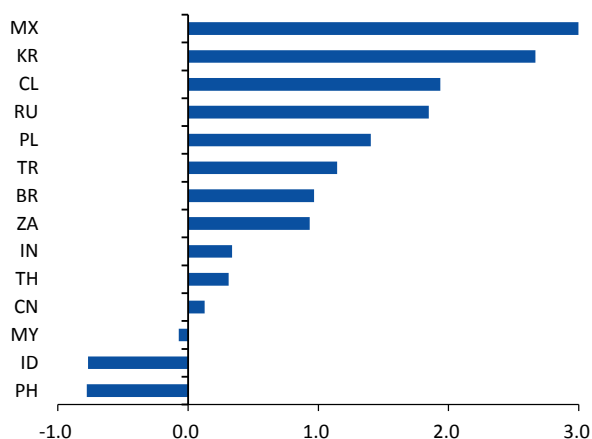
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



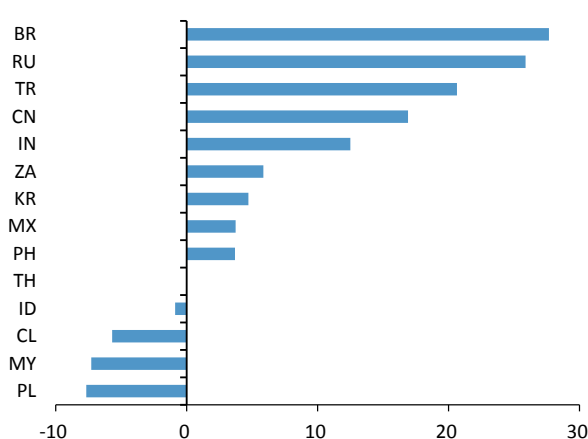
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



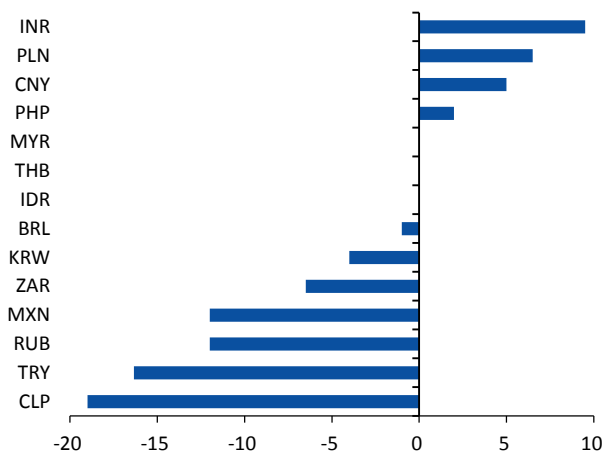
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



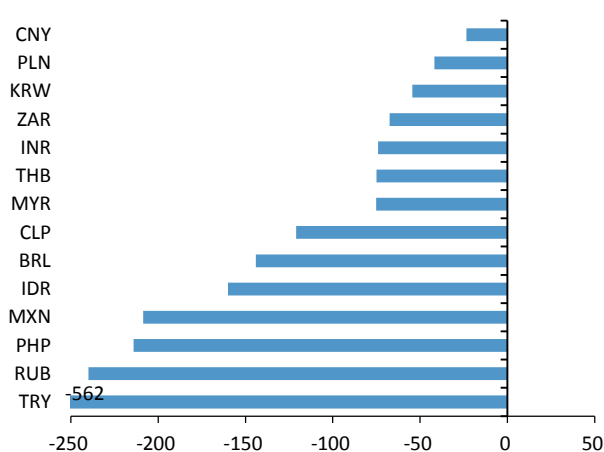
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

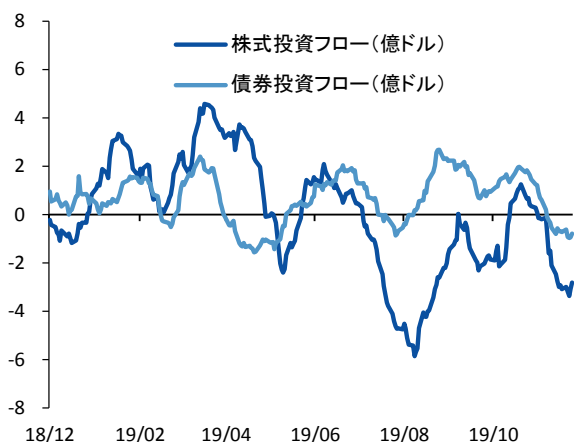
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

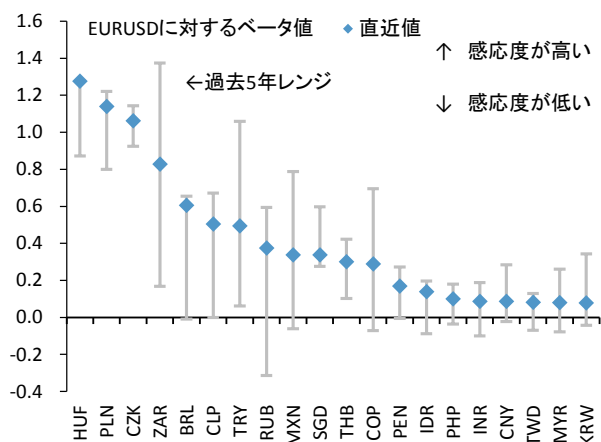
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



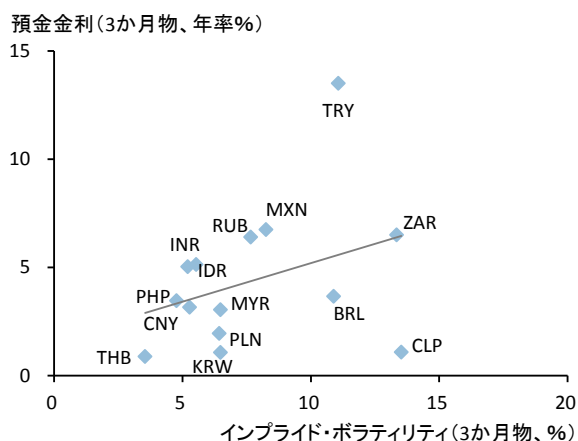
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



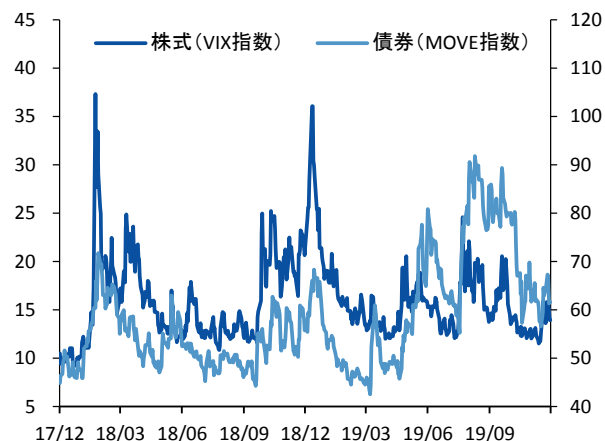
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



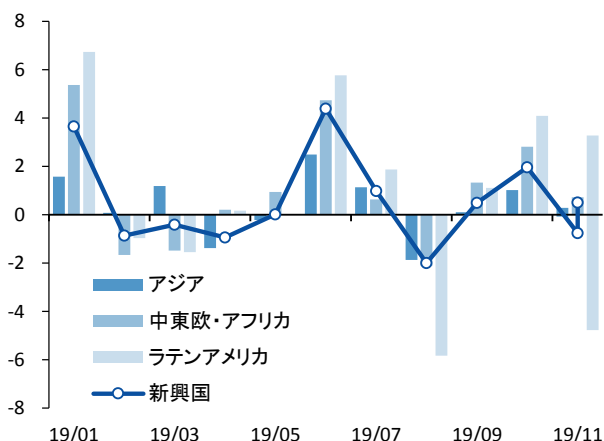
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



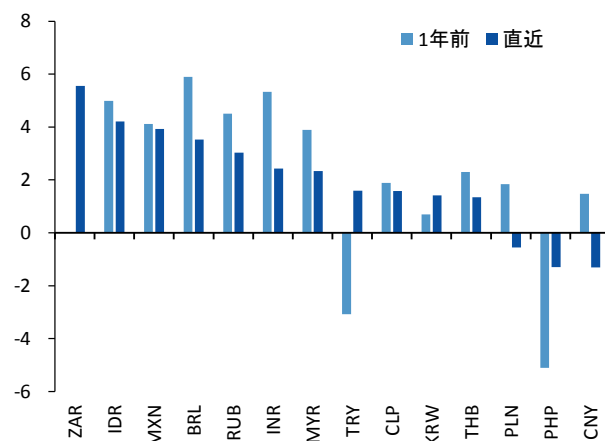
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
12月10日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3600m	-\$3250m	-\$3120m	-\$3035m
10日 (火)	中国	CPI(前年比)	4.3%	4.5%	3.8%	--
10日 (火)	中国	PPI 前年比	-1.5%	-1.4%	-1.6%	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.6%	0.3%	1.7%	--
12日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-1.5%	-4.3%	-2.2%	--
12日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	5.3%	5.5%	4.6%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	-5.0%	-3.8%	-4.3%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	-16.3%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.1%	--
16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.2%	--	5.2%	--
16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.0%	--	4.7%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	7.6%	--	7.2%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$56m	--	\$161m	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	4.8%	--	6.3%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-5.0%	--	-12.3%	--
18日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.3%	--	1.3%	--
19日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.4%	--	1.4%	--
19日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ ^o	5.00%	--	5.00%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$163m	--
20日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.6%	--
20日 (金)	タイ	輸入(通関ベース/前年比)	--	--	-7.6%	--
中東欧・アフリカ						
12月10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-2.7%	-0.8%	-2.4%	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	1.56b	1.55b	2.48b	2.35b
11日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.6%	3.6%	3.7%	--
11日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	0.6%	0.3%	0.2%	0.4%
12日 (木)	南ア	PPI 前年比	2.9%	2.3%	3.0%	--
12日 (木)	トルコ	1週間レホレート	12.50%	12.00%	14.00%	--
12日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	1.7%	1.7%	1.7%	--
12日 (木)	ロシア	貿易収支	14.5b	12.4b	14.1b	--
13日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	6.0%	--	3.4%	--
13日 (金)	ロシア	主要金利	6.3%	--	6.5%	--
16日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.6%	--	2.6%	--
17日 (火)	ロシア	PPI 前年比	-5.8%	--	-4.9%	--
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.4%	--	1.6%	--
ラテンアメリカ						
12月9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	3.0%	3.0%	3.0%	--
11日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	3.8%	4.2%	2.1%	2.2%
12日 (木)	ブラジル	SELICレート	4.50%	4.50%	5.00%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-1.9%	-3.0%	-1.8%	--
16日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	--	--	0.2%	--
20日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	7.3%	--	7.5%	--
20日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.4%	--
20日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$7874m	--

注: 2019 年 12 月 13 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 1～11月（実績）	SPOT	2019年 12月	2020年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6691 ～ 7.1847	6.9849	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8032	7.83	7.83	7.83	7.83	7.83
インドルピー	(INR)	68.293 ～ 72.408	70.835	71.2	72.4	70.3	69.4	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13893 ～ 14528	14033	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ～ 1223.10	1186.90	1180	1180	1170	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2297	4.1610	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	50.400 ～ 53.040	50.716	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3522	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.325 ～ 31.730	30.372	30.60	30.80	30.70	30.60	30.50
タイバーツ	(THB)	30.16 ～ 32.60	30.18	30.3	31.2	30.4	29.8	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23171	23200	23350	23180	22980	22880
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4987 ～ 69.7779	62.8451	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	14.4289	15.00	15.30	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7739	6.00	6.30	6.60	6.40	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6374 ～ 4.2770	4.0910	4.25	4.22	4.18	4.14	4.10
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	18.9998	19.50	19.75	19.50	19.50	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.574	15.32	15.29	15.14	15.11	14.93
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	14.015	13.79	13.67	13.54	13.41	13.15
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.544	1.52	1.48	1.51	1.51	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.780	0.766	0.748	0.754	0.753	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.345	9.15	9.07	9.06	9.05	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	26.119	25.84	25.30	25.48	25.74	25.50
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.142	2.10	2.02	2.06	2.09	2.08
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	80.88	79.41	77.54	77.37	77.78	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.604	3.53	3.47	3.45	3.43	3.38
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.628	3.626	3.56	3.43	3.49	3.52	3.40
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4720	0.47	0.46	0.46	0.46	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.744	1.69	1.70	1.63	1.67	1.61
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.577	7.20	6.99	6.84	7.00	7.10
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.938	18.00	16.98	16.06	16.41	15.85
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	26.737	25.41	25.36	25.36	25.36	25.12
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.756	5.54	5.42	5.44	5.38	5.28

注:1.実績の欄は 2019 年 11 月 29 日まで。SPOT は 12 月 13 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。