

2019 年 12 月 27 日

The Emerging Markets Weekly

クリスマス休暇で閑散相場

本年は大変お世話になりました。
次回は 2020 年 1 月 10 日発刊です。
来年も宜しくお願いします。

新興国市場:先週末の 20 日の新興国通貨は大半が動意の薄い展開となった。ムニューシン米財務長官が 19 日に米中が 2020 年 1 月初旬に「第一段階」の通商合意に署名すると述べた。韓国は輸出依存度が高いため、この発言を受け KRW が上昇した。一方、ブラジルの世論調査でボルソナロ政権は、抗争的な政治スタイルと景気回復の弱さを背景に支持率が低下していることが明らかとなり、BRL は軟化した。週初 23 日は 20 日に発表された米 7~9 月期 GDP (確報値)で、個人消費の伸びが上方修正されたことを受けてドルが上昇したため、アジア通貨は小幅に下押された。NY 時間に入ってもクリスマス休暇を控え市場参加者が少ない中、新興国通貨もレンジ内での推移となった。24 日は、中国の国務院が 23 日に消費財や豚肉など 850 項目の製品の輸入関税の引き下げを発表したこと、米中「第一段階」の通商合意が近く署名されると見られていることが、貿易摩擦への警戒感を後退させた。アジア通貨はこれらを下支え材料とし、小幅に上昇した。RUB はロシア国債とロシア株が堅調なことに加え原油価格の上昇もサポート材料となり上昇した。25 日、多くの市場がクリスマスのため休場になるなか、新興国通貨も値動きが限定的。26 日は前日に中国外務省の耿爽報道官が定例会見で「米中の貿易協議の調印やその後の事務手続きについて米国と密接に連絡を取っている」と述べたことがアジア通貨を下支えした。また BRL も米中貿易摩擦の打開への期待から堅調な推移となった。

アジア:報道によれば 23 日、中国の李克強首相は、政府が預金準備率引き下げを続けると共に、中小企業の全体的な借入コスト低下に向けた再貸付・再割引の枠拡大などの措置を検討すると述べた。市場では中国人民銀行(PBoC)が地方債発行の増加や旧正月を控えた資金需要増加で発生する可能性のある流動性逼迫に備えるため、1 月に金融システムへの資金供給を増やすと見る向きもある。

中東欧・アフリカ:トルコのエルドアン大統領は 25 日に、リビアへの派兵を示唆した。ファイズ・シラージュ暫定首相が率いるリビア暫定政府は、同国東部に拠点を置く「リビア国民軍(LNA)」のハタフル司令官と対立しているが、エルドアン大統領はリビア暫定政府支援のため派兵の可能性について重ねて協議していた。26 日にエルドアン大統領はリビアから要請があったため、早ければ 2020 年 1 月にも同国にトルコ軍の部隊を派遣すると発表した。

ラテンアメリカ:トランプ大統領は 20 日にブラジルのボルソナロ大統領に対し、ブラジルからの鉄鋼・アルミニウム輸入への追加関税の発動を見送ると伝えたことと報じられた。トランプ大統領は、ボルソナロ大統領と電話協議をしたことをツイッターの投稿で明らかにし、両国の関係はかつてないほど強いと指摘していた。

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(タイ)

市場営業部

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

12 月金融政策委員会—政策金利を据え置き

タイ中央銀行(BOT)は 12 月 18 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を 1.25%に据え置くことを決定した(図表 1)。BOT は前回 MPC(11 月 6 日開催)で 25bp の利下げを実施しており、2019 年に入り 2 回、合計 50bp 政策金利を引き下げている。政策金利は、2010 年 6 月以来の過去最低水準となり、今回の MPC ではそれを維持した。ブルームバーグの調査では 23 人全員が据え置きを予想していた。

声明文では、輸出の低迷を受けてタイ経済は雇用や内需に影響が及んでおり、従前予想されていた成長率より低い伸び率になること、また潜在成長率を大幅に下回っているとの見方を示した。インフレについても目標(+1~4%)の下限を下回るとの見通しを示している。金融環境は過去 2 回の利下げにより緩和的な状況が維持されていると述べた。MPC は最近の緩和的な金融政策は経済成長に寄与し、ヘッドラインのインフレが目標に向かって上昇するのを支えてくれると判断するとし、政策金利を据え置くことを決定したとしている。

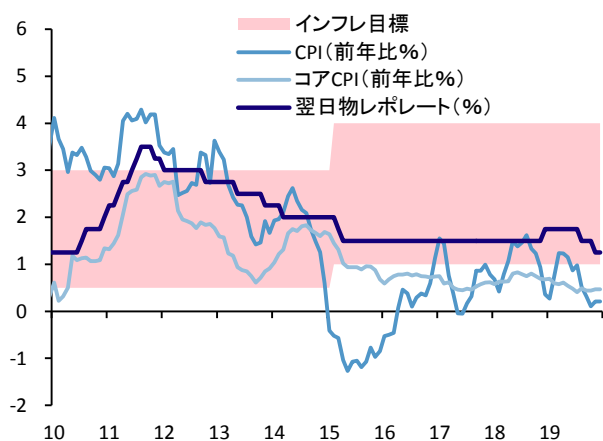
今回の声明文で世界経済の見通しについては安定し始めているとし、その結果タイの輸出と経済成長の見通しも改善したと述べた。しかしながら、それでもなお、タイ経済は従前予想された成長率と潜在成長率を下回る伸び率になるとの見方を示した。財輸出は従前の予想より低迷しており、貿易摩擦による世界貿易の減速と、製造業部門の構造変化が輸出競争力に及ぼしている影響を背景に回復も見込みより遅れると述べた。内需については、公共支出と民間投資の伸びは国有企業投資プロジェクトや官民パートナーシップ・インフラ投資プロジェクトの一部が遅れていることにより従前の予想より緩やかになるとした。民間消費は輸出関連製造業を中心とした雇用の悪化、賃金の伸びの鈍化を背景に減速するとの見解を示した。また、高水準の家計債務が民間消費の重しとなると述べている。MPC は財政刺激策や公共支出の影響、官民連携のインフラ事業などの民間投資への波及効果及び、今後の雇用に影響を与える可能性のある労働市場の構造変化に注視するとした。インフレについては、2019 年と 2020 年のエネルギー価格の予想以上の下落とともに、世界経済が減速したことやエネルギー供給量の増加を受け、目標の下限を下回るとした。

為替相場については、前回の MPC から比較すると概ね安定していたと述べた。ただ、MPC は貿易相手国通貨に対しての THB 高への懸念を示し、為替レート及び資本市場への資金の流れを引き続き注意深く監視する必要性を認識していると述べている。引き続き MPC は資金の対外フローを促進するための規制緩和の有効性を監視するとともに、追加的な措置の実施の必要性を検討するとしている。

なお、BOT は政策金利を据え置いたものの、2019 年と 2020 年の成長見通しをそれぞれ引き下げた(2019 年 2.8%→2.5%、2020 年 3.3%→2.8%)。また同時にインフレ見通しも(2019 年 0.8%→0.7%、2020 年 1.0%→0.8%)引き下げ BOT の目標を下回るものとなった。

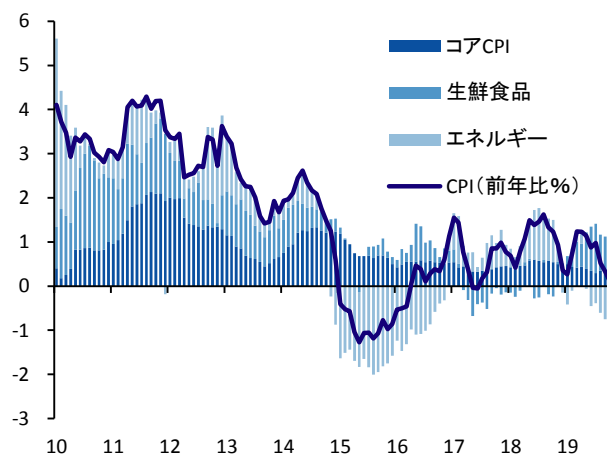
BOT は引き続き緩和的な姿勢を示しているが、前回の利下げで政策金利は過去最低水準に到達し、利下げ余地は小さい。また過度な利下げは家計債務を助長する可能性があるため、BOT は利下げカードを温存している模様だ。2020 年度の予算成立が遅れていることを受けて、既に民間投資に影響が出始めている。引き続き、経済成長とインフレが BOT の期待を下回る状況が続くようであれば、BOT は追加利下げを実施する可能性はあるだろう。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

図表 2: タイ消費者物価指数(前年比%、%ポイント)



出所: タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

12 月金融政策決定会合－4 会合連続の利下げ

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

メキシコ中央銀行 (Banxico) は 12 月 20 日、政策金利 (翌日物金利) を従来の 7.50% から 7.25% へと 25bp 引き下げることを選定した (図表 1)。8 月、9 月、11 月の会合に続く 4 会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計 100bp となった。国内景気の停滞が続く中で、インフレ率は目標レンジ (前年比 +3% を中心に $\pm 1\%$ pt) 内に収まっているほか、為替市場でペソ高が進展 (インフレ下振れ要因) したことが利下げ判断を促したとみられる (図表 2)。

声明文では、米中協議での暫定合意や英国の選挙結果等に言及し、世界景気のリスク要因はいくらか緩和したとの見方を示しつつも、リスクは下方に残るとの従来見解を維持した。国内景気についても同様に、リスクのバランスは下方に傾いているとの見解を維持した。第 4 四半期のデータは限定的としつつも、国内景気の低迷はあと数四半期続くとの見通しだ。

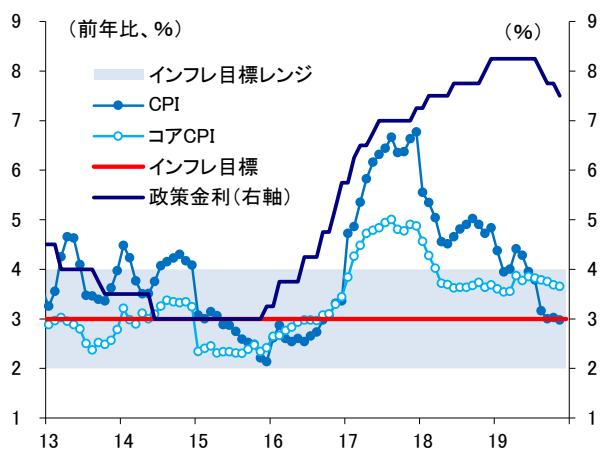
また、足許で USMCA (新 NAFTA) 批准に近づく動きがみられたことは、ペソ建て資産の価格上昇やペソ高が進んだと肯定的に評価した。12 月 10 日、メキシコは米国とカナダとともに、USMCA の一部修正で合意。19 日には、米下院で法案が可決され、批准への期待が高まった (上院での採決される可能性は高いものの、その時期はトランプ大統領の弾劾裁判の後との見方も)。一方で、足許の南米諸国における政治混乱の影響に警戒を示したほか、国営石油公社 (Pemex) と国債の格付け問題には不透明感が残るとした。

信用格付け問題や財政目標を抱えるなかで、景気下支えは金融政策頼みとなる。今回も、Banxico はインフレ率およびその見通しが目標レンジに収まることを強調している。ただ、声明文の文言には変化も見られた。12 月会合に先立つ 16 日、政府は 2020 年の最低賃金を前年比で 20% 引き上げると発表したが、Banxico はこの最低賃金引き上げの結果に伴うインフレ率の上振れリスクの文言を復活させた。昨年、ロペス・オブラドール (AMLO) 大統領が就任した際にも大幅な賃上げが Banxico で問題視されたが、それ以来となる。

弱い景気見通しと下向きのリスクバランス、抑制されたインフレ率が Banxico の一段の利下げを正当化しそうだ。実際、今回の 25bp の利下げ決定に際しては、1 名の委員が 50bp の利下げを主張したという (11 月は 5 名中 2 名が 50bp の利下げを主張)。直近のブルームバーグ社による市場サーベイでも、2020 年 3 月末までに 50bp の追加利下げが予想されている。

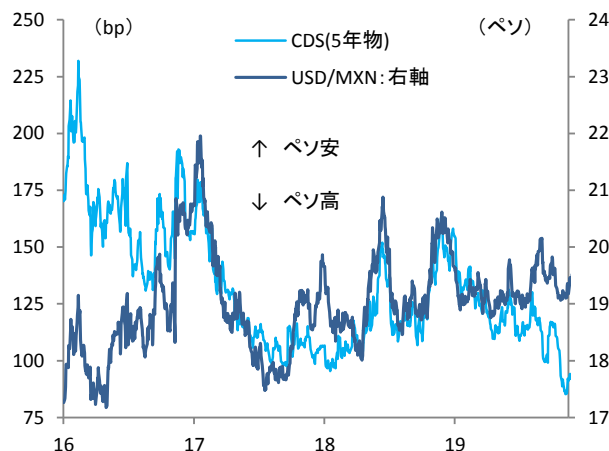
しかしながら、FRB が政策金利の据え置き姿勢をみせるなかで、Banxico が単独で利下げを進めていくには、ペソ相場がこれまで以上に大きなカギを握りそうだ。こうした中、賃金インフレの警戒感が浮上。賃上げ自体は消費を促す効果があろうが、急速な賃上げが雇用抑制を促しかねない。賃上げがインフレ率上昇と景気低迷の長期化を促す場合、信用格付けや財政問題にも飛び火し得る。現状は安定的に推移するメキシコ国債の CDS や Pemex 債の対米国債スプレッドであるが、その動向には注意しておきたい (図表 2、3、4)。

図表 1: 政策金利とインフレ率



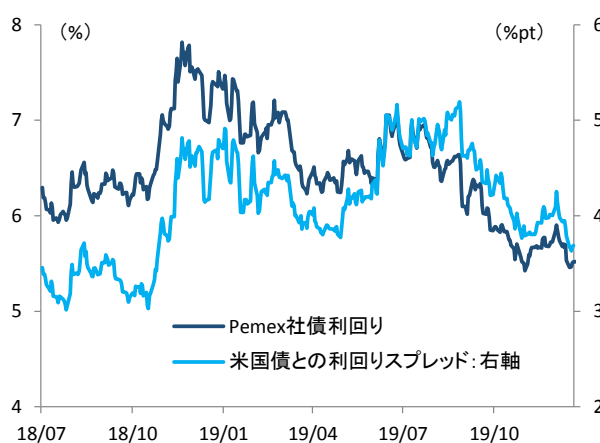
出所: メキシコ中央銀行、メキシコ地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 為替レートとソブリン CDS



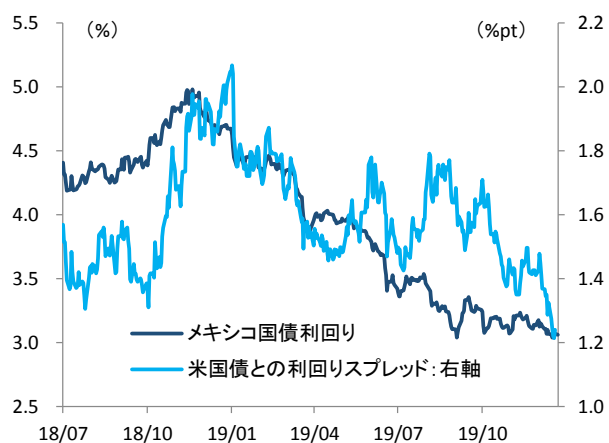
注: ソブリン CDS はドル建て 5 年物
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: Pemex 社債利回り(ドル建)と対米国債スプレッド



注: Pemex 社債 (2027 年 3 月償還) の利回りと、米国債 (2027 年 2 月償還) との利回りスプレッドをグラフ化
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

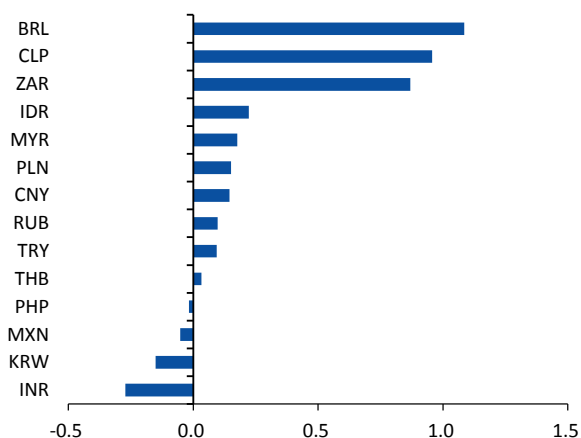
図表 4: メキシコ国債利回り(ドル建)と対米国債スプレッド



注: メキシコ国債 (2027 年 3 月償還) の利回りと、米国債 (2027 年 2 月償還) との利回りスプレッドをグラフ化
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

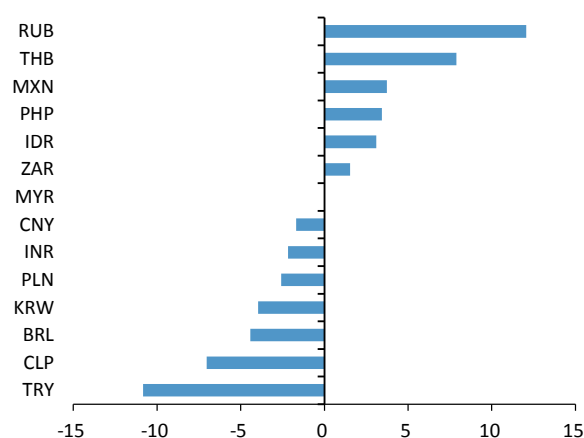
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



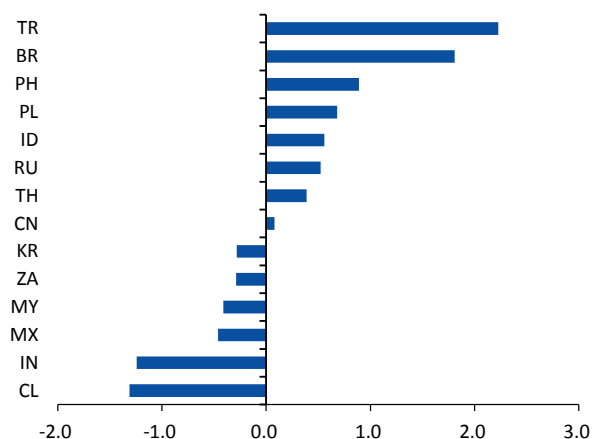
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



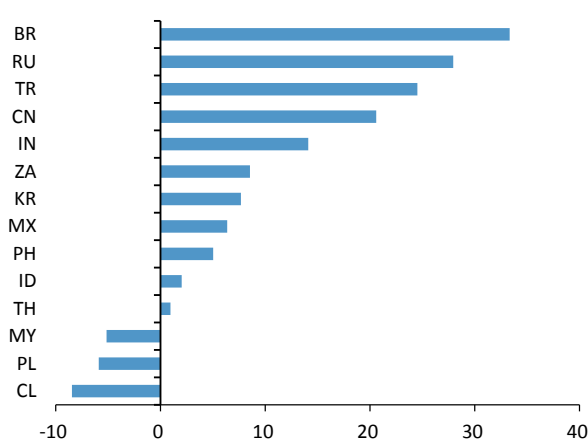
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



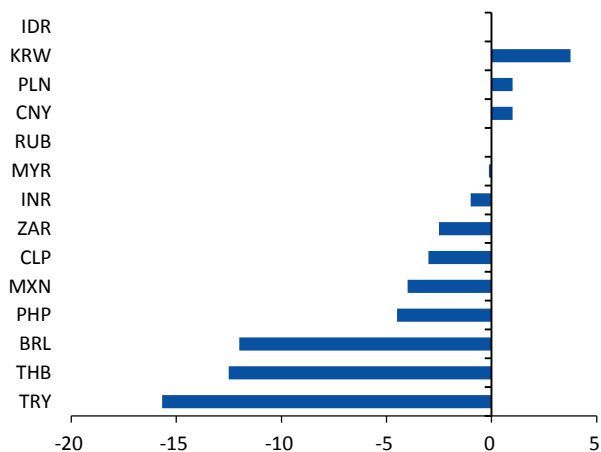
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

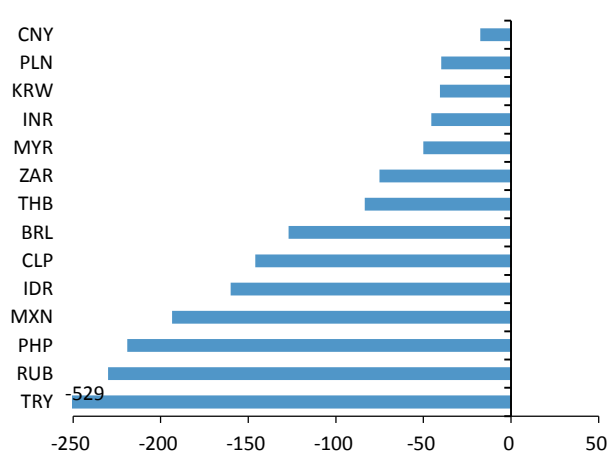
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりインドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

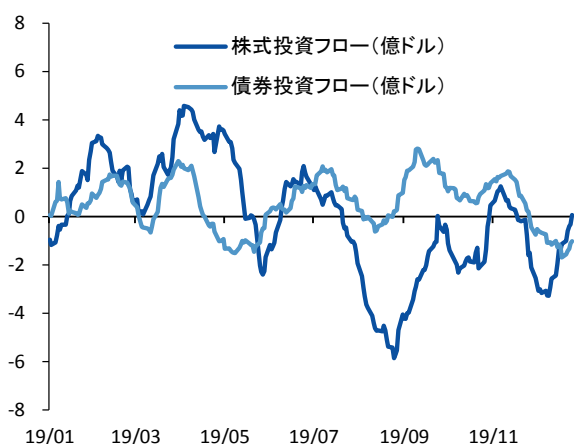
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

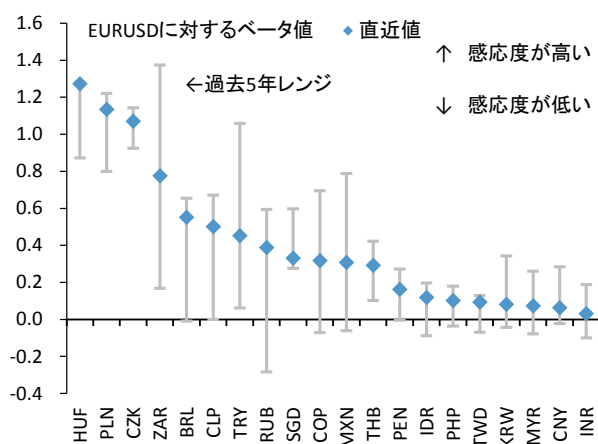
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



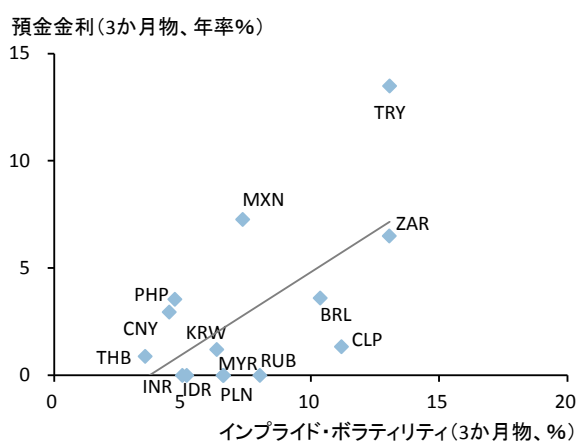
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去12か月)



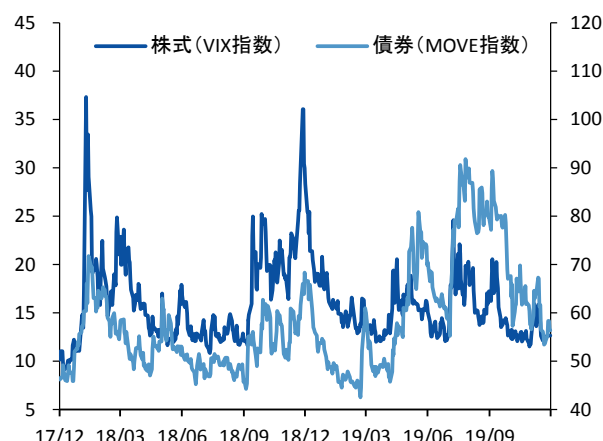
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



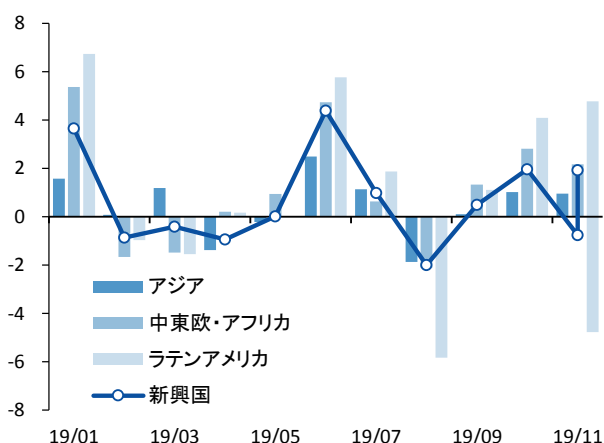
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



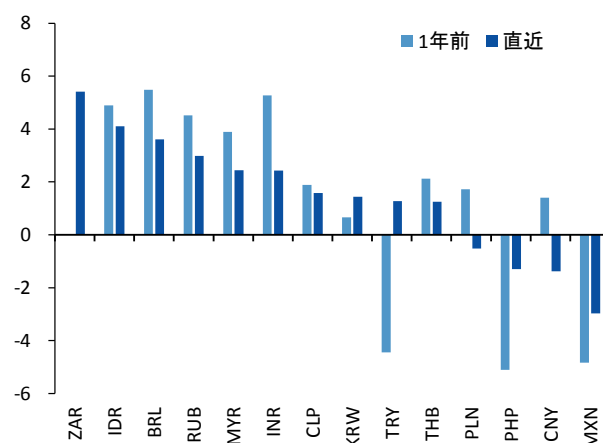
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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23日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$80m	\$549m	\$507m	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.6%	0.4%	--
23日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-60.9b	-49.3b	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.6%	2.2%	-2.9%	-2.6%
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-0.8%	-9.3%	4.0%	--
27日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	100.4	100.9	--
30日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-0.5%	--	-2.5%	--
30日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	\$2800m	--	\$2905m	--
31日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	71.0	--
31日 (火)	韓国	CPI(前年比)	0.6%	--	0.2%	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	50.1	--	50.2	--
31日 (火)	中国	非製造業PMI	54.2	--	54.4	--
1月1日 (水)	韓国	貿易収支	\$3750m	--	\$3369m	\$3336m
2日 (木)	インドネシア	マーケット・インドネシアPMI製造業	--	--	48.2	--
2日 (木)	韓国	マーケット韓国PMI製造業	--	--	49.4	--
2日 (木)	台湾	マーケット台湾PMI製造業	--	--	49.8	--
2日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	5160.0%	--	51.8	--
2日 (木)	タイ	CPI(前年比)	0.8%	--	0.2%	--
2日 (木)	インド	マーケット・インドPMI製造業	--	--	51.2	--
2-3日	フィリピン	CPI(前年比, 2012年=100)	2.0%	--	1.3%	--
3日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	49.8	--
中東欧・アフリカ						
12月26日 (木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	103.6	102.0	--
26日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	77.0%	77.2%	--
30日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	46.4	--	45.6	--
30日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	14.3%	--
30日 (月)	ロシア	GDP(前年比)	1.7%	--	1.7%	--
31日 (火)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	7.3%	--
31日 (火)	トルコ	貿易収支	-2.10b	--	-1.81b	--
31日 (火)	南ア	貿易収支(ラント)	16.0b	--	3.1b	--
31日 (火)	ロシア	経常収支	--	--	12900m	--
31日 (火)	ロシア	CPI(前年比)	3.1%	--	3.5%	--
1月2日 (木)	トルコ	マーケット/ISOTUR製造業PMI	--	--	49.5	--
2-9日	トルコ	CPI(前年比)	11.5%	--	10.6%	--
2-9日	トルコ	PPI 前年比	--	--	4.3%	--
ラテンアメリカ						
12月24日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-0.6%	-0.8%	0.1%	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	7.3%	--	4.0%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	-536.9m	--	-725.6m	--
30日 (月)	ブラジル	基礎的財政収支	-17.0b	--	9.4b	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	55.9%	--	55.9%	--
30-31日	ブラジル	中央政府財政収支	-16.5b	--	8.7b	--
1月2日 (木)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	--	52.9	--
2-7日	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3800m	--	\$3428m	--
3日 (金)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	--	48.0	--

注: 2019 年 12 月 27 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 1～12月（実績）	SPOT	2020年 3月	6月	9月	12月	2021年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6691 ~ 7.1847	6.9965	7.00	7.00	6.95	6.90	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7827 ~ 7.8500	7.7892	7.81	7.82	7.83	7.83	7.83
インドルピー	(INR)	68.293 ~ 72.408	71.314	72.6	71.4	70.3	71.9	70.8
インドネシアルピア	(IDR)	13893 ~ 14528	13958	14250	14090	13920	14220	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.70 ~ 1223.10	1161.15	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ~ 4.2297	4.1325	4.20	4.15	4.11	4.17	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	50.400 ~ 53.040	50.834	51.2	50.4	50.2	50.6	49.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3942	1.3541	1.37	1.36	1.35	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.085 ~ 31.730	30.152	30.3	30.2	30.1	30.0	30.0
タイバーツ	(THB)	30.15 ~ 32.60	30.17	30.4	30.2	30.0	30.2	30.0
ベトナムドン	(VND)	23170 ~ 23422	23173	23200	23110	23060	23140	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.5247 ~ 69.7779	62.2125	60.00	62.00	61.00	63.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 15.4995	14.1390	14.00	14.50	13.80	14.20	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 6.3961	5.9333	6.30	6.60	6.40	6.80	7.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6374 ~ 4.2770	4.0538	4.07	4.05	4.03	4.00	3.98
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 20.2580	18.9450	19.10	19.25	19.40	19.50	19.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ~ 16.764	15.669	15.29	15.14	15.11	15.07	15.04
香港ドル	(HKD)	13.319 ~ 14.332	14.050	13.70	13.55	13.41	13.28	13.15
インドルピー	(INR)	1.457 ~ 1.631	1.535	1.47	1.48	1.49	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.784	0.751	0.752	0.754	0.731	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ~ 9.970	9.430	9.07	9.06	9.05	8.97	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ~ 27.507	26.493	25.48	25.54	25.55	24.94	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ~ 2.171	2.155	2.09	2.10	2.09	2.06	2.06
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ~ 82.87	80.86	78.10	77.94	77.78	75.91	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.331 ~ 3.662	3.636	3.53	3.51	3.49	3.47	3.43
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.656	3.630	3.52	3.51	3.50	3.44	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ~ 0.4839	0.4725	0.46	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 ~ 1.783	1.760	1.78	1.71	1.72	1.65	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ~ 8.243	7.738	7.64	7.31	7.61	7.32	7.36
トルコリラ	(TRY)	16.509 ~ 21.187	18.425	16.98	16.06	16.41	15.29	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ~ 30.075	27.011	26.29	26.17	26.09	26.00	25.88
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ~ 5.977	5.777	5.60	5.51	5.41	5.33	5.26

注:1.実績の欄は 2019 年 12 月 26 日まで。SPOT は 12 月 27 日の 9 時 55 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。