

2020 年 2 月 7 日

The Emerging Markets Weekly

新型肺炎リスクが上値を抑える

新興国市場:先週末の 31 日、前日に世界保健機関(WHO)が新型コロナウイルスによる肺炎拡大を受けてようやく緊急事態の宣言に踏み切ったが、新興国通貨の大半は小幅な値動きにとどまった。ZAR は新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大のほか、停電の再開や冴えない景気見通しを嫌気し前日比▲1.8%と大幅に下落した。RUB はロシアでも新型コロナウイルスの感染者が確認されたことを受け、前日比▲1.0%値を下げた。BRL はブラジル中央銀行(BCB)が 5 日の金融政策会合で利下げを実施するとの観測が重しとなり軟化した。週初 3 日、先週に引き続き新型コロナウイルスによる感染拡大が懸念され、アジア通貨は軟調となった。春節明けで取引が再開された CNY は▲1.1%下落(1 月 23 日終値比)、昨年 12 月 12 日以来となる 7.02 台にのせた。一方、先週下落していた ZAR と BRL は反発をみせた。4 日、中国人民銀行(PBoC)は公開市場操作を通じて市場に 5000 億元(712.2 億ドル相当)を追加的に供給した。市場はこれを好感し、前日下落基調だったアジア通貨は大半が小幅に上昇した。RUB は原油価格に連れ上昇した。また、MXN は銅価格の上昇を受け堅調な推移となった。5 日は新型コロナウイルスのワクチン開発に向けたポジティブな報道を受け、市場のリスクオフムードは和らいだ。これを背景に新興国通貨の大半は小幅な値動きにとどまった。一方、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)が中国のコロナウイルスの感染拡大に伴い経済情勢が悪化した場合、SGD の名目実効為替レート下落を容認する十分な余地があると述べたことを受け SGD は下落した。6 日、12 月の米国の輸入が増加したことに加え、中国が 14 日から米国からの一部輸入品について関税率を半分に引き下げると発表したことを受けて、貿易関連のヘッドラインに振られ易い KRW は上昇した。片や、資源国通貨は軟調。BRL は BCB が 5 日に政策金利を 25bp 引き下げ過去最低の 4.25%にすることを決定したこともあり、前日比▲1.0%下落した。

アジア:5 日にタイ中央銀行(BOT)は金融政策委員会(MPC)を開催し、全会一致で政策金利を 25bp 引き下げ 1.00%にすることを決定し、政策金利は過去最低となった。BOT は成長減速のリスクが高まっているとし、新型コロナウイルスによる肺炎の感染拡大に伴う観光客の減少や、干ばつ、予算の執行の遅れを利下げの理由として述べた。インド準備銀行(RBI、中央銀行)は 6 日に、政策金利を 5.15%に据え置くことを決定した。声明文では緩和的な金融スタンスを維持する姿勢を示した。同日、フィリピン中央銀行(BSP)は政策金利を市場予想通り 25bp 引き下げ 3.75%にすることを決定した。ジョクノ BSP 総裁は「インフレは管理可能であり、市場心理を支えるため、予防的な利下げ余地があった」と述べた。

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(ブラジル)

2 月金融政策委員会一追加利下げも、利下げ一巡を示唆

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 2 月 5 日、政策金利(Selic)を 25bp 引き下げて過去最低水準となる 4.25%とすることを全会一致で決定した。2019 年 7 月以降、5 会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計 225bp にのぼる(図表 1)。なお、前回会合(2019 年 12 月)の声明文では、「2020 年初(at the beginning of 2020)に 4.25%まで低下」との市場サーベイ結果を引用する格好で、25bp 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正当化した。BRL が過去最安値近く(1USD=4.25BRL)で推移することを前提に、政策金利が①市場サーベイ(2019 年末:4.25%、2020 年末:6.00%)に基づく推移となる、②6.50%で一定、の 2 つのシナリオについて BCB はインフレ率を推計。いずれのケースも、2021 年まで BCB の目標値(前年比+4%)を下回る結果となることが声明文では述べられている。

前回会合時の声明文との比較では、「2019 年 7 月に始まった金融緩和サイクルの効果が時差をもって顕在化することを考慮すると、委員会は、金融緩和プロセスを中断することが適切であると考え」との以下の一文が追加された。

The Committee considers it appropriate to suspend the monetary easing process, given the lagging effects of the monetary easing cycle that began in July 2019.

また、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つつも、インフレ上振れリスクについて追記がみられた。金融緩和策が時差を伴って予想以上のインフレ率上昇をもたらすリスクが増大するケースとして、従来からの「新興国の景気見通し悪化」と「構造改革の停滞」に、「金融市場の変動(the changes in credit and capital markets)」を加えた。

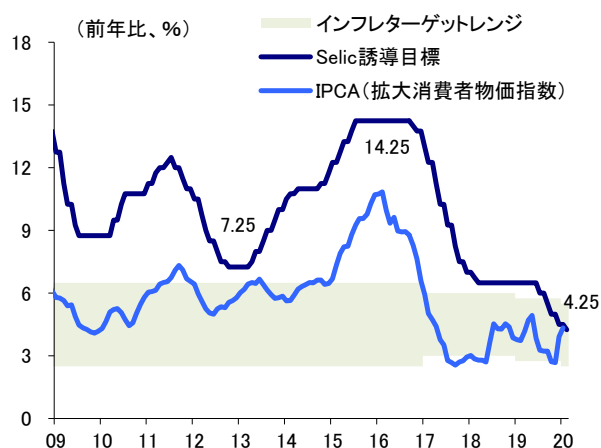
従来から、BCB は緩やかな回復が展望される景気循環局面において、金融政策には慎重さも求められるとしてきた。前回会合では、今後の政策判断は経済動向・見通し次第との文言を追加。今会合ではさらに踏み込み、利下げ一巡を示した格好だ。

こうした動きの背景には、政権からの利下げ要望が引き続き強いことがあるのかもしれない。政策金利の引き下げにより、国債の利払い負担が軽減され、景気刺激効果も期待できるというのが政権側の認識だとされる。しかしながら、BRL は 1 月末に史上最安値を更新するなど弱い動きが目立つ。追加利下げ観測をけん制し、BRL 安によるインフレ上振れリスクを抑制しなければ、望まない利上げに追い込まれかねない。それは過去の左派政権下における負の循環の再燃といえる。

次回会合(3 月 17~18 日)では政策金利を据え置くというのが、現状の BCB の政策方針だろう。仮に、追加利下げが行われるとすれば、要因は新型コロナウイルスの影響拡大になるのではないかと。今会合の声明文では具体的な記述はなく、世界景気見通しにおける「不透明感の高まり(the recent increase in uncertainty)」との表現にとどまった。状況が悪化すれば、利下げの理由にはなりうる。特に、新型コロナウイルスの影響が世界的に深

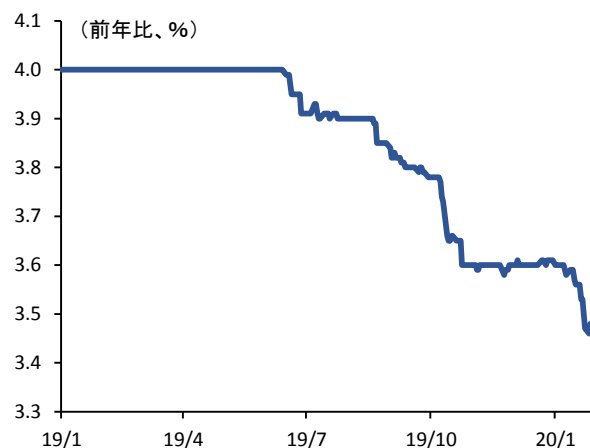
刻化し、次回 FOMC(3月17～18日)において FRB は追加利下げに踏み切るとの観測が高まるようなおさらである。米国と歩調を合わせた利下げということであれば、BRL の下落余地も限定的にとどまると考える。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



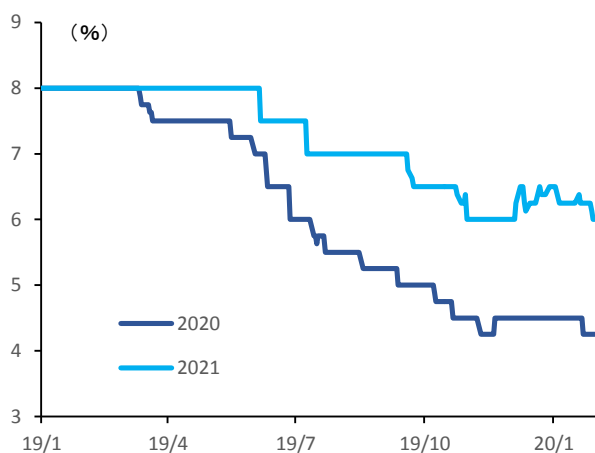
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BCB 市場サーベイ(2020 年間 IPCA、予想中央値)



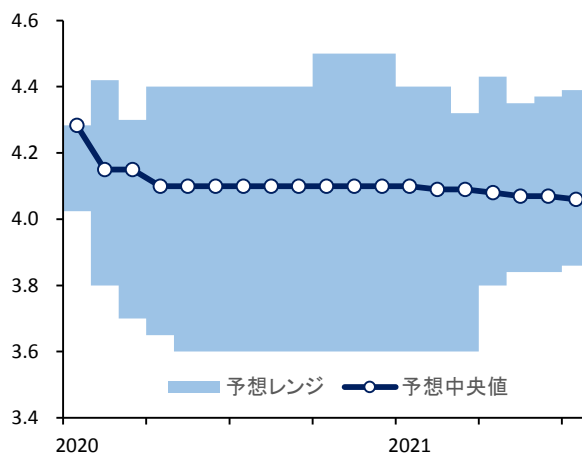
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(Selic 年末値、予想中央値)



出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 4: BCB 市場サーベイ(USD/BRL 月末値)

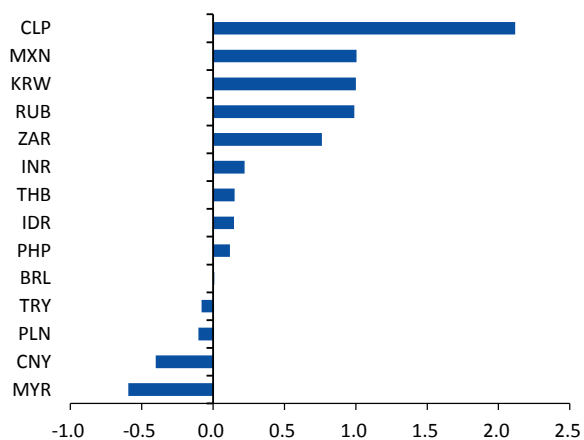


注: 2020 年 1 月は実績、同 2 月以降は予想

出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

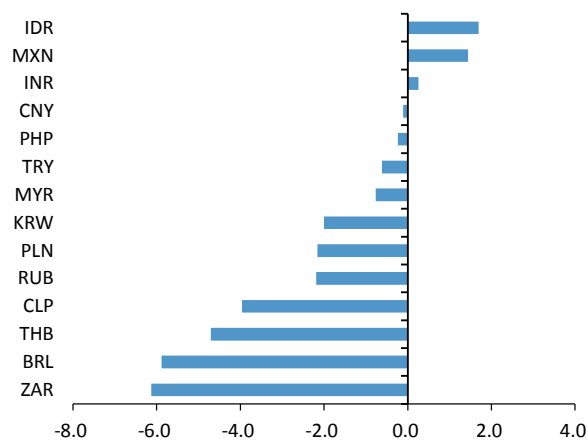
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



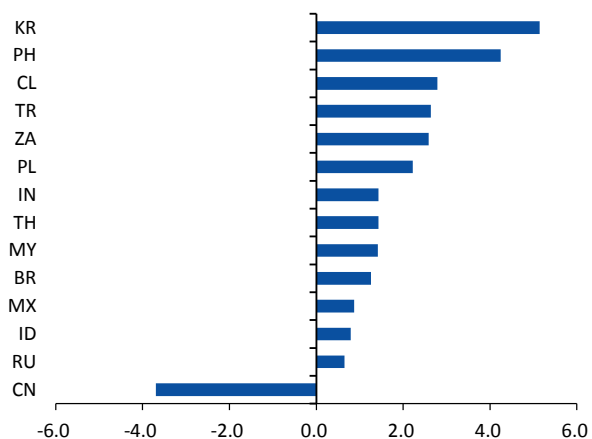
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



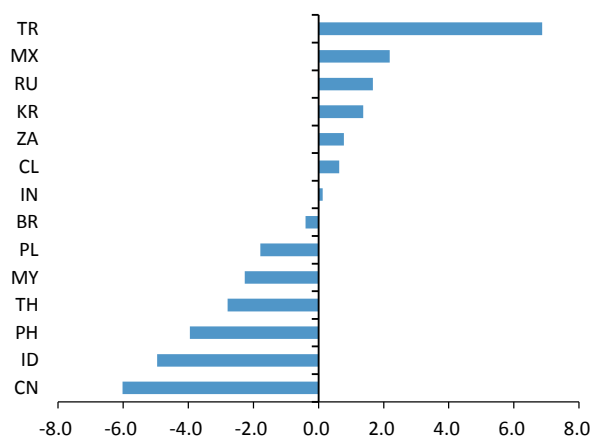
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



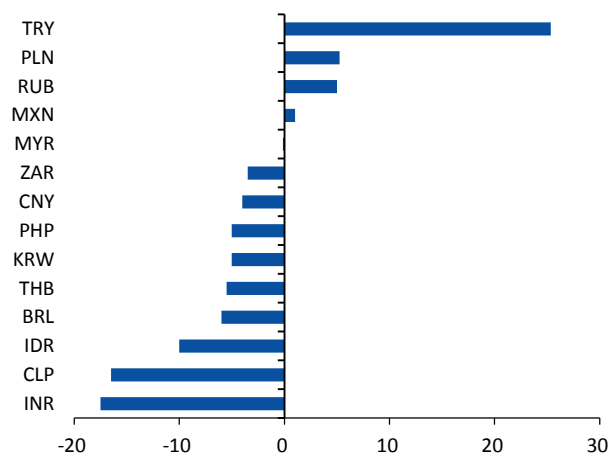
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

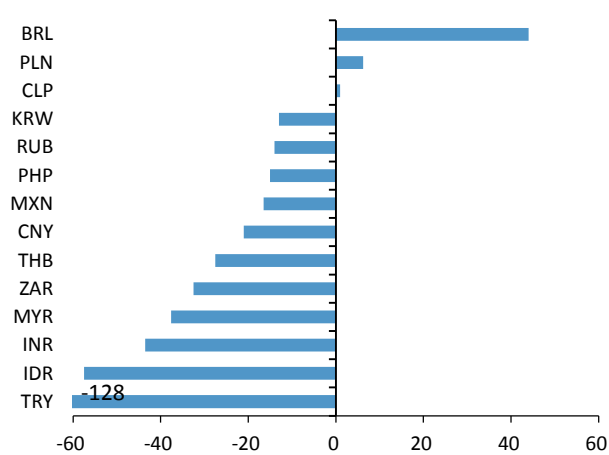
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

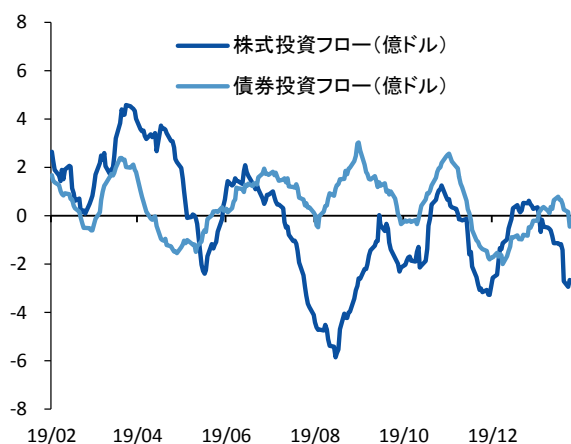
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

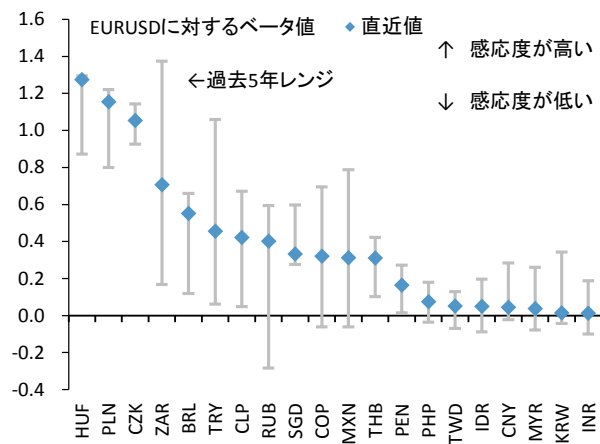
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



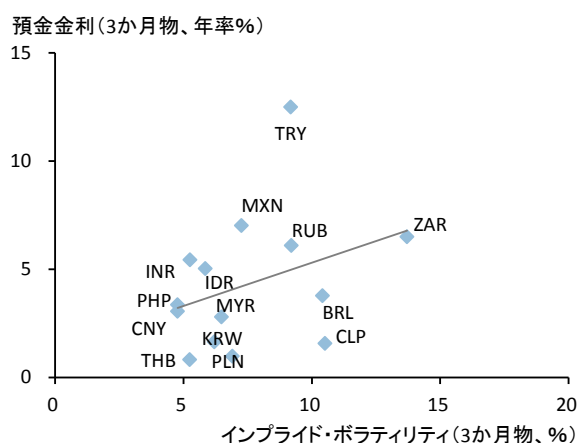
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



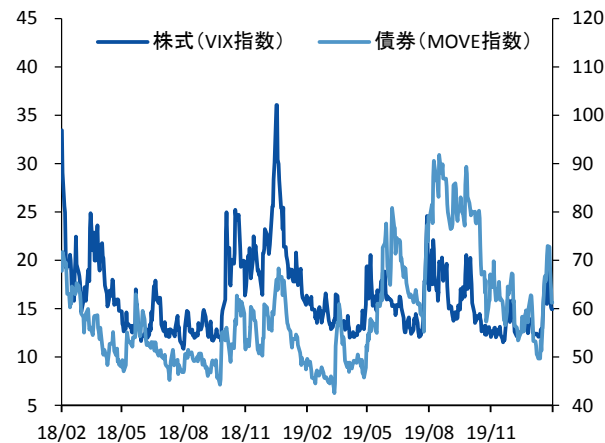
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



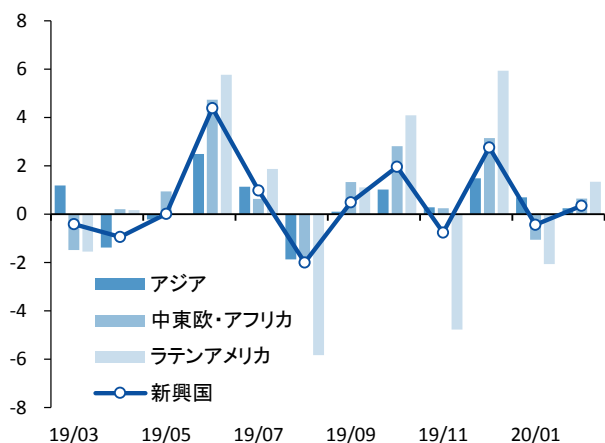
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



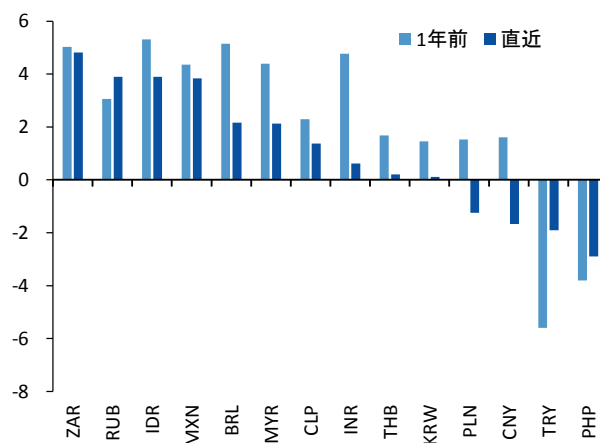
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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, %)



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						
2月3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	51.1	51.5	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	2.8%	2.7%	2.7%	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.0%	1.5%	0.7%	--
4日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	-2.5%	2.7%	-5.5%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	2.7%	2.9%	2.5%	--
5日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.0	51.8	52.5	--
5日 (水)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	5.0%	5.0%	--
5日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.25%	1.00%	1.25%	--
6日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$4330.9m	\$5974.8m	--
6日 (木)	タイ	CPI(前年比)	1.0%	1.1%	0.9%	--
6日 (木)	インド	RBILポレート	5.15%	5.15%	5.15%	--
6日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.75%	3.75%	4.00%	--
7日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.0%	--	2.0%	--
7日 (金)	台湾	貿易収支	\$1.30b	--	\$2.50b	--
7日 (金)	中国	貿易収支	\$39.52b	--	\$46.79b	\$47.21b
10日 (月)	中国	PPI 前年比	0.0%	--	-0.5%	--
10日 (月)	中国	CPI(前年比)	4.9%	--	4.5%	--
10日 (月)	インドネシア	国際収支:経常収支	-\$8099m	--	-\$7665m	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3500m	--	-\$3342m	--
12日 (水)	マレーシア	GDP(前年比)	4.2%	--	4.4%	--
12日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-4.0%	--
12日 (水)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.4%	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	7.4%	--	7.4%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	0.7%	--	1.8%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.8%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	-8.8%	--
中東欧・アフリカ						
2月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	11.9%	12.2%	11.8%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	8.1%	8.8%	7.4%	--
6日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	2.5%	2.4%	3.0%	--
7日 (金)	ロシア	主要金利	6.00%	--	6.25%	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.6%	--
12日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.6%	--
12日 (水)	ロシア	貿易収支	15.0b	--	12.3b	--
13日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.1%	--
14日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-0.52b	--
ラテンアメリカ						
2月4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$300m	-\$1745m	\$5599m	--
4日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-0.8%	-1.2%	-1.7%	-1.8%
6日 (木)	ブラジル	SELICレート	4.25%	4.25%	4.50%	--
7日 (金)	メキシコ	CPI(前年比)	3.3%	--	2.8%	--
7日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.3%	--	4.3%	--
10日 (月)	メキシコ	メキシコ 総設備投資	--	--	-8.6%	--
11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.1%	--
12日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	2.9%	--
14日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	7.00%	--	7.25%	--

注: 2020年2月7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

		2020年 1月（実績）	SPOT	2020年 3月	6月	9月	12月	2021年 3月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ~ 6.9855	6.9708	6.95	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7624 ~ 7.7957	7.7638	7.78	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 72.118	71.198	72.8	71.4	70.3	71.9	70.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 13966	13635	13950	13850	13920	14100	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ~ 1198.11	1179.92	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ~ 4.1128	4.1225	4.20	4.15	4.11	4.17	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	50.321 ~ 51.308	50.754	51.2	50.4	50.2	50.6	49.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.3671	1.3861	1.38	1.36	1.35	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.850 ~ 30.333	30.056	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 31.28	31.18	32.5	31.3	30.5	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23170 ~ 23223	23219	23350	23250	23100	23160	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 64.0625	63.2933	62.00	64.00	65.00	63.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 15.0366	14.9158	14.50	15.00	14.50	14.20	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 6.0064	5.9882	6.30	6.60	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 4.2892	4.2824	4.08	4.01	4.00	4.00	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.6459 ~ 19.0274	18.6582	18.90	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.473 ~ 16.108	15.770	15.40	15.25	15.22	15.18	15.15
香港ドル	(HKD)	13.844 ~ 14.190	14.167	13.75	13.62	13.48	13.33	13.19
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.556	1.545	1.47	1.48	1.49	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ~ 0.809	0.807	0.767	0.765	0.754	0.738	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	9.042 ~ 9.660	9.275	9.07	9.06	9.05	8.97	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	26.185 ~ 27.278	26.679	25.48	25.54	25.55	24.94	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.104 ~ 2.187	2.166	2.09	2.10	2.09	2.06	2.06
シンガポールドル	(SGD)	79.35 ~ 81.92	79.36	77.54	77.94	77.78	75.91	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.581 ~ 3.690	3.660	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.468 ~ 3.729	3.528	3.29	3.39	3.44	3.37	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4645 ~ 0.4815	0.4737	0.46	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.691 ~ 1.804	1.738	1.73	1.66	1.62	1.65	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	7.206 ~ 7.821	7.374	7.38	7.07	7.24	7.32	7.36
トルコリラ	(TRY)	17.991 ~ 18.875	18.358	16.98	16.06	15.44	14.86	15.15
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.262 ~ 27.687	25.684	26.23	26.43	26.25	26.00	25.75
メキシコペソ	(MXN)	5.668 ~ 5.909	5.894	5.66	5.58	5.50	5.42	5.34

注:1.実績の欄は2020年1月31日まで。SPOTは2月7日の8時25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。