

2020年2月21日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨は下落

新興国市場:先週末の14日は新型コロナウイルスによる肺炎感染者数と死者数が依然として増加していることが懸念され新興国通貨の上値を抑えた。前日に過去最安値となる4.38台をつけたBRLは、ブラジル中央銀行(BCB)が1億ドル規模の市場介入を実施したことから、前日比+1.5%上昇した。週初17日、中国人民銀行(PBoC)が景気下支えのため、中期貸し出し制度(MLF)金利を引き下げたこと、PBoCが銀行貸し出しの指標金利である再優遇貸出金利(LPR、ローンプライムレート)を20日に引き下げるとの見方が強まったことがサポート材料となり、アジア通貨は大半が小幅に上昇した。先週末に上昇したBRLは反落した。ZARは大手格付け会社が南アフリカの2020年の成長率見通しを引き下げたことを背景に軟化した。18日、米IT大手企業の決算見通し悪化を背景に新型コロナウイルスの企業への影響を巡る懸念が新興国通貨の重しとなり、新興国通貨は値を下げた。BRLは前日に引き続き下落した。RUBは米国がロシアの政府系石油最大手に対し制裁措置を発動したことを受け売られた。19日は特段材料はなく、新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。シリア情勢を受けてTRYの下落が続いた。20日、新型コロナウイルスの感染拡大に対する懸念に加え、米国の堅調な経済指標の結果を受けてドルが強含んだことが新興国通貨を押し下げた。特にMXN、ZAR、RUBは大きく値を下げた。

アジア:17日に発表されたタイ10~12月期GDP成長率は前年比+1.6%と7~9月期(同+2.6%)から大幅に減速し、2014年7~9月期(同+1.1%)以来の低い伸び率となった。THB高の進行により輸出が振るわなかったことに加え、予算案の執行の遅れや、深刻な干ばつが影響した。2019年通年のGDP成長率も前年比+2.4%と軍事クーデターが起きた2014年(同+1.0%)以来の低成長となった。タイ国家経済社会開発委員会(NESDB)は同日2020年の経済成長見通しを+2.7~3.7%から+1.5~2.5%に下方修正した。インドネシア中央銀行(BI)は20日に金融政策会合を開催し、政策金利を25bp引き下げ4.75%にすることを決定した。新型コロナウイルスの感染拡大の影響を抑制することが狙い。また、2020年の成長率を+5.1~5.5%から+5.0~5.4%に下方修正した。PBoCも同日にLPR1年物を4.15%から4.05%に引き下げるとを発表した。

中東欧・アフリカ:トルコ中央銀行(CBRT)は19日に金融政策会合を開催し、政策金利を50bp引き下げ10.75%にすることを決定した。利下げは6会合連続となった。CBRTは声明文で、物価上昇の鈍化などを利下げの理由としてあげた。しかし、トルコ1月消費者物価指数(CPI)は前年比+12.2%と11月(同+11.8%)から加速しており、インフレ率が政策金利を上回っている。エルドアン大統領が年内に政策金利を1桁まで引き下げるとを公に要求していることが影響した可能性が高い。

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)

新年度予算案発表と2月金融政策会合振り返り

市場営業部
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

インドでは今月1日に新年度予算案が発表され、6日には今年最初の金融政策会合が実施された。その内容は双方とも、インドが現在抱える問題を浮き彫りにさせるものとなった。今般それぞれの内容につき詳細とともに振り返ることとしたい。

月初発表の予算案については農業振興とインフラ投資向けの歳出の拡大や個人消費の喚起を意図した中間層向けの所得減税が目玉となった。しかし、市場関係者の反応は鈍く、景気低迷が続くインド経済の起爆剤としての効果を期待する声は少なかった。インド経済の低迷を象徴する、国内金融機関の不良債権処理やノンバンク信用問題に対する具体的な政策が予算に組み込まれなかったことが要因として考えられる。

加えて、足許の財政赤字の拡大懸念が積極的な財政支出を抑制させたという懸念が生じている。市場では国内景気減速と昨年実施された法人税の減税が、歳入の伸び悩みに繋がり、景気下支えに十分な財源を確保出来ていないという印象が強まっている。これに対し、政府は財源確保手段として、国内非居住の富裕層への課税強化や輸入関税拡大を検討しているが、その効果は不透明である上、関税強化については国内の消費に悪影響を及ぼしかねない。そのほか、政府保有資産の売却を計画しているものの、野党だけでなく与党内からも抵抗が予想される状況で、実現には時間を要しそうだ。今年の予算案で、政府は財政赤字を対GDP比3.5%と見込んでいるものの、目標に掲げる対GDP比3%以内を上回る状況は続く。政府は財源確保が難しいなかで可能な限り財政赤字の抑制に動いた結果、予算案自体のインパクトを欠落させてしまった格好となった。

また、6日に実施された金融政策委員会(MPC)では政策金利のレポレート¹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。インド準備銀行(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た。

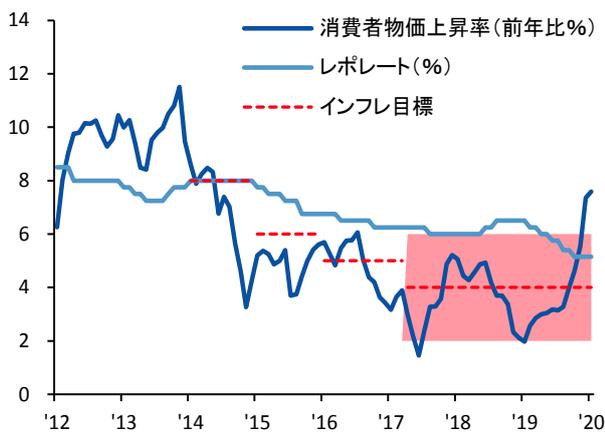
上記決定は、RBIは低迷する経済と上昇が止まらない物価動向の間で、身動きが取れず政策を据え置かざるを得なかったとも表現できそうだ。2019年のGDP成長率は前年比5.0%と11年ぶりの低水準となる見込みで、RBIとして早くにも緩和措置に動くきっかけは存在するが、足許のCPIの上昇率がRBIの目標水準を突破している状況下(図表1)、この時点での利下げは見送られた。CPI上昇の主因が食料品の価格上昇であることから(図表2)、今の物価水準は一過性との見方が強いが、新型コロナウイルス拡大懸念など新たなリスク要因が生まれてきている中で、政策環境が窮屈になってしまっている点は事実であろう。

以上、2つの政策イベントは現在のインドが抱える構造的な問題解決に手詰まり感を感じさせる結果となった。慢性化する財政赤字は景気回復に繋がる機動的な財政政策の足かせとなり、長期化する国内景気の低迷は、昨年の利下げの結果を鑑みれば、政策金利のコントロール単独ではもはや成果が見えてこない状況となっている。

かかる状況下、国民の現モディ政権への不満は拡大しており、昨年末からの改正国籍法制定もあいまって、大勝した昨年の総選挙時の磐石さはもはや存在しない。そういった意味でも、現政権にとっては既存政策の延長ではなく、抜本的な政策の見直しが必要となってくるはずで、多くの国民もそれを求めているはずだ。

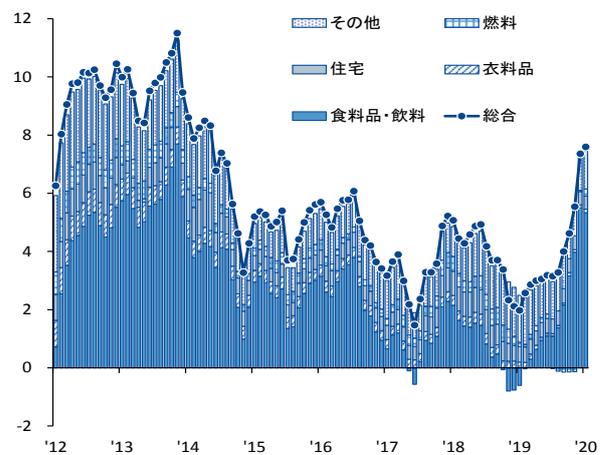
昨年末以降、米中協議の第1次合意署名など前向きなヘッドラインが出てきた中で、景況感にボトムアウトの徴候が出つつある業種もあるが、ファンダメンタルズは決して良好でなく、新型コロナウイルス感染拡大懸念といった新たなリスク要因も浮上してきている。上述のように財政・金融方面からのサポートにも手詰まり感が出てきている中でも、RBIは輸出競争力確保のための自国通貨安誘導を継続しており、今後もINR高には動きづらい展開が予想されそうだ。

図表 1: 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 2: CPI 上昇率寄与度の製品別内訳(単位:%)



出所: インド農業協同組合省、CEIC、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

2月金融政策決定会合—5 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2月13日、政策金利(翌日物金利)を従来の7.25%から7.00%へと25bp引き下げることを選定した(図表1)。2019年8月以降、5会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計125bpとなった。インフレ率とその見通しが目標レンジ(前年比+3%を中心に±1%pt)内に収まっているおり、景気低迷下での利下げが正当化されると判断したもようだ。また、ペソ高や金利低下も利下げ判断を促したとみられる(図表2)。

海外景気に関しては、減速する中で低インフレ、金融緩和、金利低下がみられるとし、リスクは下方に傾いているとの認識を維持した。不透明要因のひとつとして新型コロナウイルス(COVID-19)の影響を挙げた。

国内景気については、停滞(stagnant)が数四半期続いており、需要の弱さを指摘した。景気面の緩み(slack)は拡大しているとの認識だ。実際のところ、2019年10~12月期の実質GDPは前期比▲0.02%と7~9月期(同+0.01%)から再びマイナスに転じた。2019年通期の実質GDPも前年比▲0.1%と、2009年(同▲4.7%)以来のマイナス成長となった。また、1月に公表されたIMFの最新の経済見通しでは、2020年と2021年の実質GDPはそれぞれ前年比+1.0%と同+1.6%とされたが、いずれも2019年10月時点の見通しから0.3%ptずつ下方修正された。投資の弱さ等が理由とされた。

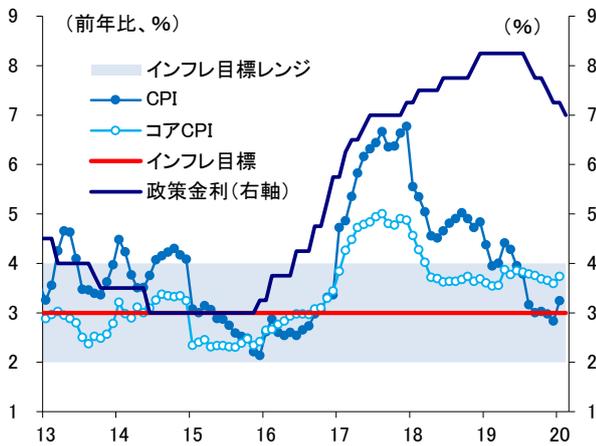
他方、インフレ動向はBanxicoにとって好ましい状況にある。声明文では、短期・中期・長期のいずれもヘッドラインベースのインフレ率は3%超の水準で比較的安定して推移する見通しとした。インフレ率上昇リスクとしては、一時的上昇がみられるコアインフレ率の低下の遅れや賃金上昇、ペソ安、農畜産価格の上昇、公的部門の資金調達難を挙げた。一方、ペソ高のほか、COVID-19によるエネルギー価格の下落や一層の景気面の緩みの拡大を、インフレ率低下リスクとして挙げた。

こうしたなか、今回の会合では全会一致で25bpの利下げが決定された。なお、今会合では50bpの利下げを主張した委員はいなかったようであるが、追加利下げの可能性を否定するものではなく、利下げペースの問題といえそうだ。ディアス・デ・レオン総裁は後日出演したメディアで、メキシコ経済の持ち直しには「確実性(certainty)が必要」と発言。COVID-19をはじめ不確実性(uncertainty)が溢れる局面において、利下げ以外の判断は当面難しいだろう。各種サーベイを参考にすると、市場参加者は年内にもう50bp程度の追加利下げを見込んでいるようだ。

仮に追加利下げの判断が難しくなってくるとすれば、インフレ上昇リスクがペソ安によって高まるケースだろう。足許では、一段の利下げが想定される中で、投資適格級で依然として高金利のメキシコ国債への投資資金流入が続いており、これがペソ高を促している。ただ、格付けという点では、国営石油公社(Pemex)の救済が国債の格付け問題に波及するケースが警戒される。ディアス・デ・レオン総裁は上述のメディアに、Pemex問題が中銀見通しのリスクであり続けると発言した。また、利回りについても、メキシコと米国の利回り格差は確実に縮小しており、いつまでもペソ高要因であり続けることは難しいのではないかと。さらに、投機筋のペソ買い持ちポジションが再び

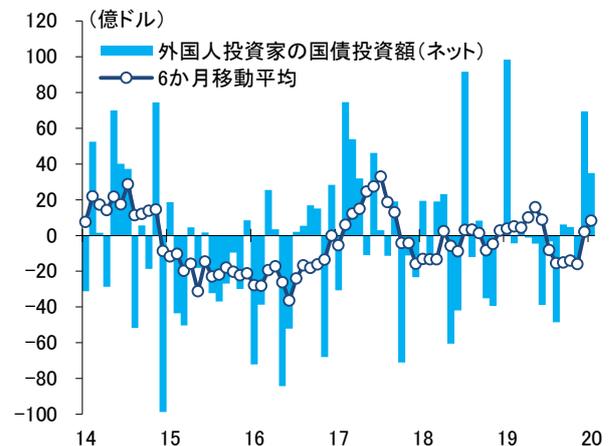
高水準に膨らんでおり、市場のリスクオフには敏感な反応をみせそうだ。ペソ反転が、一層の金融緩和を抑制するとともに、景気低迷の長期化と財政負担増が懸念される場合、ペソはさらなる調整を迫られるという悪循環が生じうる点に注意しておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



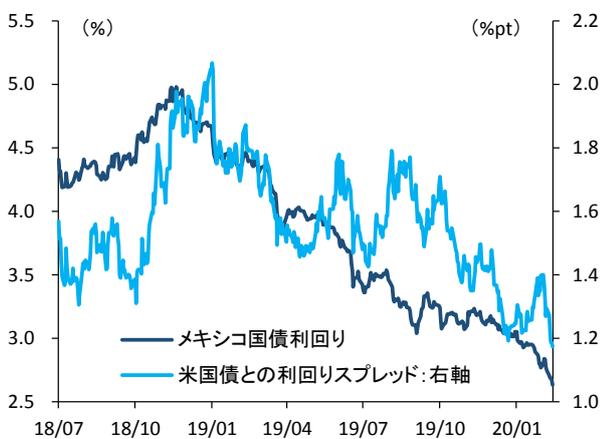
出所: メキシコ中央銀行、メキシコ地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 外国人投資家によるメキシコ国債の売買動向



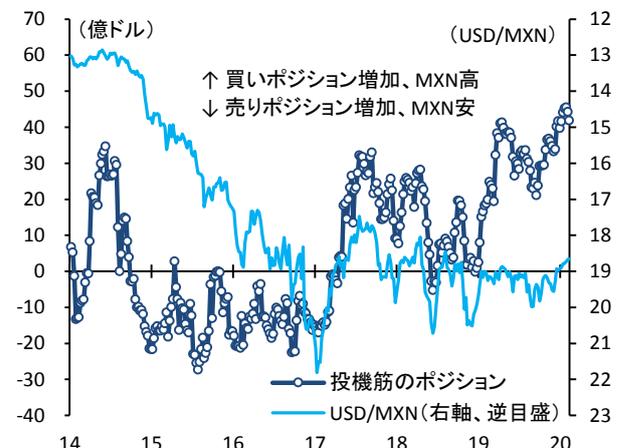
出所: メキシコ中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 3: メキシコ国債(ドル建)利回り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

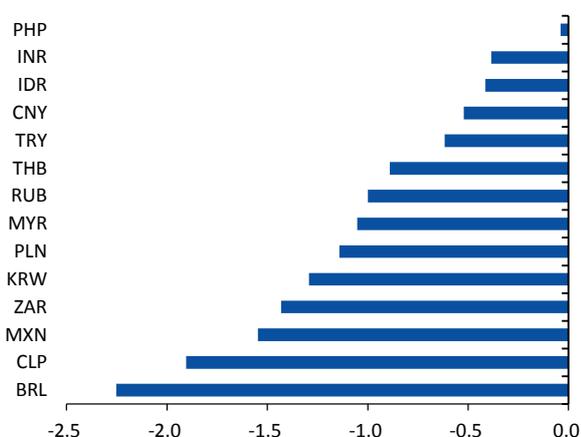
図表 4: IMM 通貨先物における投機筋のポジション



注: 2月11日時点のメキシコペソのポジション
出所: CFTC、ブルームバーグ、みずほ銀行

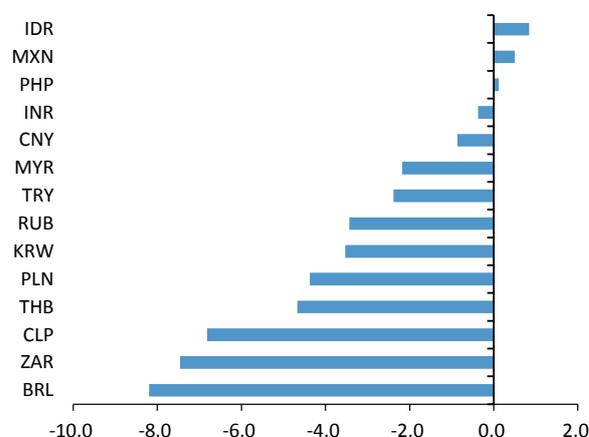
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



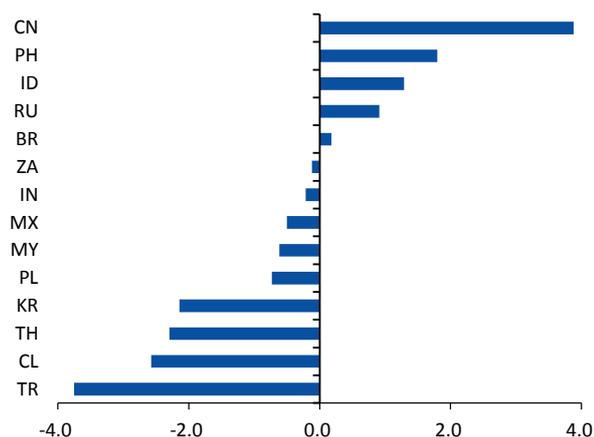
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



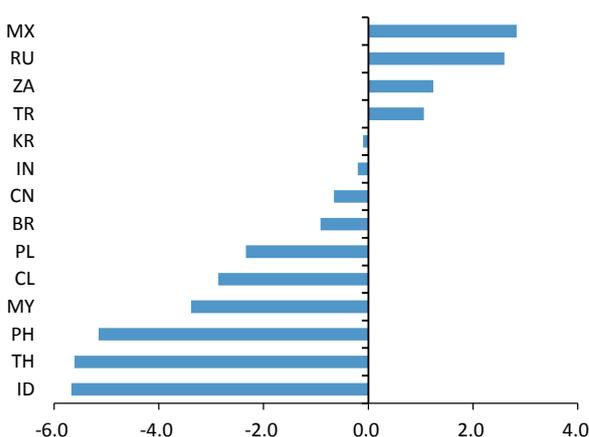
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



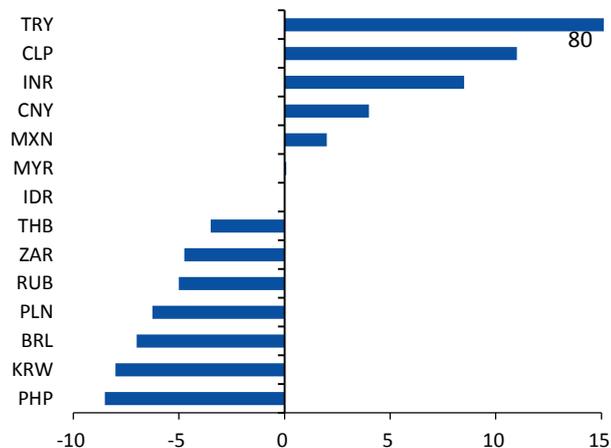
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

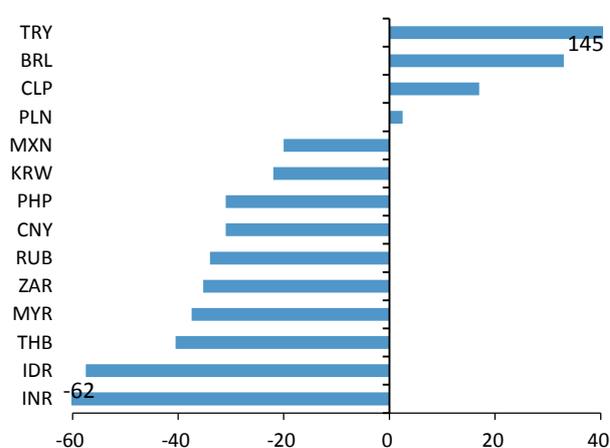
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

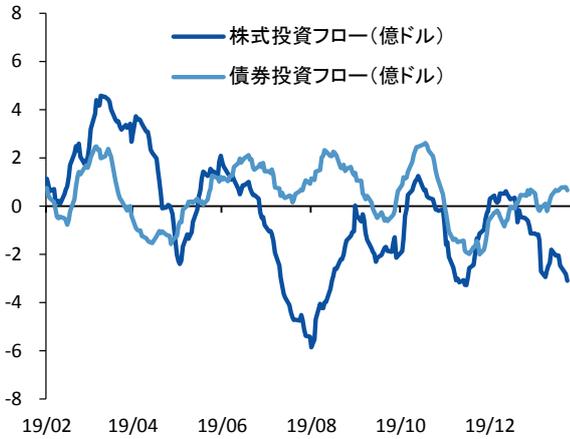
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

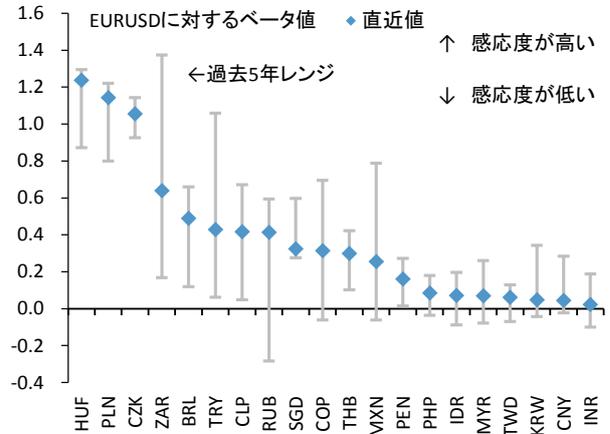
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



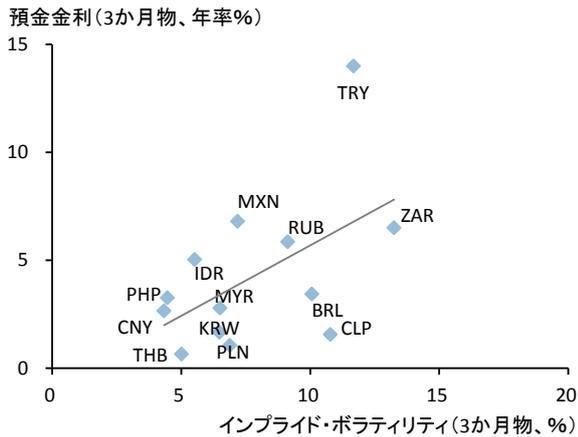
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



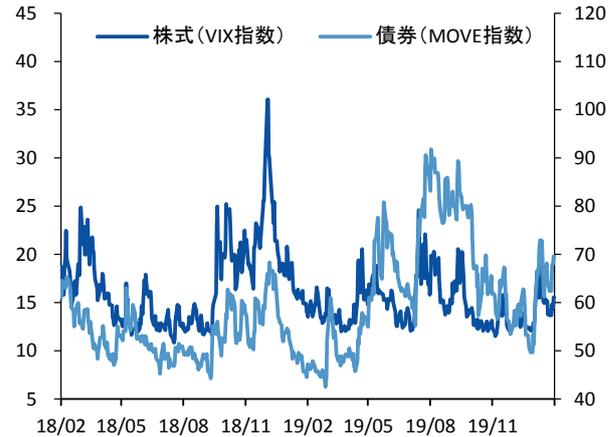
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



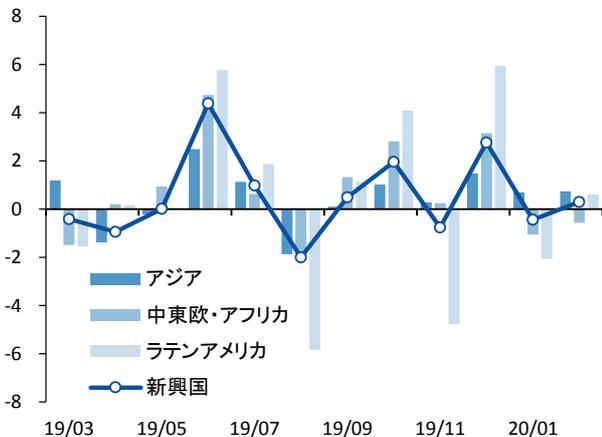
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



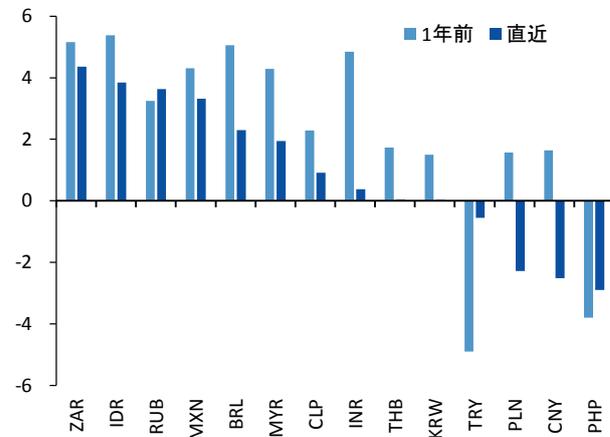
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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、%)



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17日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	0.8%	1.0%	0.8%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-3.7%	-3.3%	2.4%	--
17日 (月)	タイ	GDP(前年比)	1.9%	1.6%	2.4%	2.6%
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	3.4%	1.9%	2.0%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	-\$375m	-\$864m	-\$28m	-\$62m
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$1355m	\$1572m	--
20日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	1.0%	0.7%	--
20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	4.75%	4.75%	5.00%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	-6.7%	-12.8%	0.9%	--
20-21日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	3100.0b	--	1140.0b	--
20-21日	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.6%	--	8.7%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	1.7%	--	1.0%	--
24日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$596m	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.8%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-3.2%	--	6.0%	--
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	104.2	--
25日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-60.9b	--
26日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	77	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.7%	--
27日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.25%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.2%	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$4109m	--
中東欧・アフリカ						
2月17日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.5%	1.1%	2.1%	--
18日 (火)	ロシア	PPI 前年比	-1.9%	-0.7%	-4.3%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.6%	4.5%	4.0%	--
19日 (水)	トルコ	1週間レポレート	10.75%	10.75%	11.25%	--
20日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.2%	2.7%	1.9%	--
20日 (木)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.6%	6.9%	2.7%	--
24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.5%	--
24日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	10.1%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	3.4%	--
28日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-4.33b	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	14.9b	--
ラテンアメリカ						
2月20日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.2%	0.2%	0.7%	--
20日 (木)	ブラジル	税収	167200m	174991m	147501m	--
21日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$11300m	--	-\$5691m	--
21日 (金)	ブラジル	海外直接投資	\$5250m	--	\$9434m	--
25日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-1.2%	--
25日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-0.3%	--
26日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.1%	--
27日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	7.8%	--
27日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	3471b	--
28日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	3068.3m	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	55.7%	--

注:2020年2月21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	7.0238	6.95	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7624 ~ 7.7957	7.7804	7.78	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 72.118	71.643	72.8	71.4	70.3	71.9	70.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 13966	13750	13950	13850	13920	14100	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ~ 1198.11	1198.60	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリング	(MYR)	4.0520 ~ 4.1128	4.1820	4.20	4.15	4.11	4.17	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	50.321 ~ 51.308	50.590	51.2	50.4	50.2	50.6	49.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.3671	1.4012	1.38	1.36	1.35	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.850 ~ 30.333	30.246	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 31.28	31.44	32.5	31.3	30.5	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23170 ~ 23223	23236	23350	23250	23100	23160	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 64.0625	64.1952	62.00	64.00	65.00	63.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 15.0366	15.1056	14.50	15.00	14.50	14.20	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 6.0064	6.1032	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	4.3904	4.08	4.01	4.00	4.00	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.6459 ~ 19.0274	18.8455	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	15.951	15.40	15.25	15.22	15.18	15.15
香港ドル	(HKD)	13.844 ~ 14.190	14.403	13.75	13.62	13.48	13.33	13.19
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.556	1.564	1.47	1.48	1.49	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ~ 0.809	0.814	0.767	0.765	0.754	0.738	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	9.042 ~ 9.660	9.302	9.07	9.06	9.05	8.97	8.88
マレーシアリング	(MYR)	26.185 ~ 27.278	26.722	25.48	25.54	25.55	24.94	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.104 ~ 2.187	2.206	2.09	2.10	2.09	2.06	2.06
シンガポールドル	(SGD)	79.35 ~ 81.92	79.97	77.54	77.94	77.78	75.91	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.581 ~ 3.690	3.703	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.468 ~ 3.729	3.562	3.29	3.39	3.44	3.37	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4645 ~ 0.4815	0.4823	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	1.746	1.73	1.66	1.62	1.65	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	7.206 ~ 7.821	7.418	7.38	7.07	7.24	7.32	7.36
トルコリラ	(TRY)	17.991 ~ 18.875	18.361	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	25.506	26.23	26.43	26.25	26.00	25.75
メキシコペソ	(MXN)	5.668 ~ 5.909	5.945	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21日の8時15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。