

2020 年 6 月 19 日

The Emerging Markets Weekly

BRL の下落が続く

新興国市場:先週末の 12 日の新興国通貨は大半が軟調となった。新型コロナウイルス感染拡大により低迷した経済の回復期待が見直されていることが新興国通貨全体の重しになった。BRL はブラジル株式市場も下落し、休場明け▲1.5%値を下げた。IDR も国内での新型コロナウイルスの感染拡大への懸念を受け軟化した。インドネシア中央銀行は IDR の安定を図るため、スポット為替、国内ノンデリバティブフォワード (NDF) 市場に介入したことを明らかにした。週初 15 日、新興国通貨は上値の重い推移が継続。アジア通貨では KRW が前日比▲1.0%と下げを牽引。ブラジルでは国庫局長の辞任が発表され、政治情勢への不安が高まったことが嫌気され前日比▲2.1%売られた。16 日のアジア時間は、新興国通貨は前日に FRB がセカンダリーマーケット・クレジットファシリティー (SMCCF) を通じた米企業の社債買い入れを開始すると発表したことが下支え材料となった。しかし、NY 時間に入り、発表された米 5 月小売売上高が市場予想を大幅に上回り、統計開始以来の最大の伸びを記録したことを受けドルが買われ、新興国通貨は下落した。BRL は前日比▲1.7%と ZAR は前日比▲0.8%値を下げた。17 日、新興国通貨は小幅な動きにとどまった。前日に北朝鮮が南北共同連絡事務所を爆破したことや、中国北京での新型コロナウイルスの感染拡大、中国とインドの国境付近で衝突が起きたことなどを背景に市場のセンチメントが悪化し、新興国通貨の上値は重かった。18 日の新興国通貨は大半が動意の薄い展開。BRL は同日発表された 4 月経済活動の冴えない結果や、前日のブラジル中央銀行 (BCB) による利下げが重しとなり前日比▲2.8%下落した。MXN はベネズエラの米制裁逃れに加担したとして、米政府がメキシコ企業に制裁を課したことを背景に前日比▲1.8%軟化した。

アジア:インドネシア中央銀行 (BI) は 18 日に開催した金融政策会合で政策金利を 25bp 引き下げ、4.25%にすることを決定した。利下げは今年に入って 3 回目となった。新型コロナウイルス感染拡大による影響により停滞する経済を下支えする。BI はインフレ圧力が緩やかなか、さらなる利下げ余地があると述べた。BI のペリー総裁は記者会見で、あらゆる中銀の措置を引き続き緩和的にしていくと表明した。

ラテンアメリカ:アルゼンチン政府は 12 日に同日を期限としていた債務交渉の期限を更に 7 日間延長し、19 日までとすることを発表した。交渉期限の延長は 4 回目となる。政府と債権者は交渉内容について歩み寄りを見せているが、細部で隔たりがあり合意ができなかった模様だ。ブラジル中央銀行 (BCB) は 17 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 75bp 引き下げ、過去最低の 2.25%にすることを決定した。利下げは 8 会合連続となり、新型コロナウイルス感染拡大による経済の打撃を和らげるのは狙いだ。BCB は声明文で現時点での金融緩和は十分なものになっているとの見解を示す一方、わずかな追加緩和の余地について可能性を示唆した。

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)

緩和余地を僅かとするも、BCB の追加緩和は続こう

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

ブラジル中央銀行(BCB)は 6 月 17 日、政策金利(Selic)を 75bp 引き下げて過去最低水準となる 2.25%とすることを全会一致で決定した。利下げは 2019 年 7 月以降、8 会合連続。利下げ幅は計 375bp にのぼる(図表 1)。今回の決定はほぼ市場の事前予想通り。BCB は前回会合の声明文において、最大で前回の利下げ幅(75bp)程度の追加利下げを示唆していた。

今会合の声明文によれば、経済成長見通しの下振れとインフレ率の低迷が、引き続き BCB に利下げ判断を促したようだ。各国の政策対応や資産価格の落ち着き等、外部要因は改善しつつも、新興国経済は依然厳しい(challenging)とした。その上で、4~6 月期のブラジル経済は、1~3 月期以上の落ち込みを予想。経済の持ち直しを巡る不透明感も通常より大きいとした。

実際、BCB の市場参加者サーベイでは、成長率見通しの下方修正が続いている。2020 年の実質 GDP 成長率は、最新の見通し(6 月 12 日時点、予想中央値)で前年比▲6.51%。IMF の最新見通しである同▲5.3%も下回り始めた(図表 2)。また、足許でも新型コロナウイルスの感染拡大が継続、そのペースは人口比で米国のピーク時を上回る(図表 3、4)。ボルソナロ大統領が統計値の過小評価を促した疑惑も浮上。閣僚、議会、地方政府との対立も考慮すると、経済正常化への道は波乱含みだ。成長率見通しは今後も下方修正が続くのではないかと。

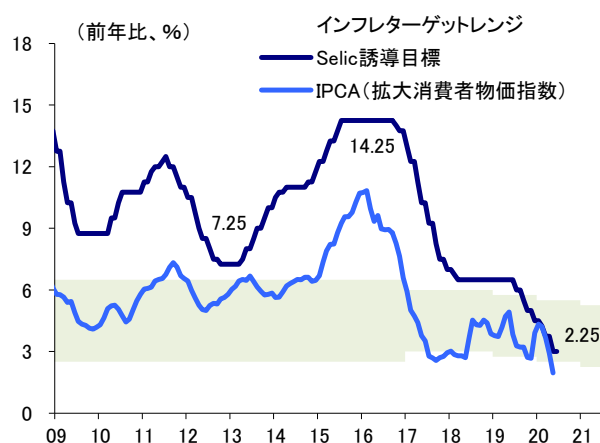
インフレ率(IPCA)は目標値(2020 年:前年比+4.00%、2021 年:同+3.75%、目標値の±1.5%がレンジ)を下回り続ける見通しだ。上述のサーベイによると、2020 年と 2021 年の見通しは、それぞれ前年比+1.60%、同+3.00%にとどまる(図表 5)。また、BCB の推計によれば、市場の政策金利見通し(2020 年末:2.25%、2021 年末:3.00%)を前提に、USD/BRL が 4.95 で横ばい推移すると、インフレ率は 2020 年で前年比+2.0%、2021 年でも同+3.2%にとどまるという。

現状、BCB は非常に強力な金融緩和(an unusually strong monetary stimulus)を続けることが適切と考えている。一方で、さらなる緩和余地は不明確(uncertain)であり、あって僅か(small)という認識である。以下の文言の通り、次回 8 月会合を見据え、政策効果の評価と緩和余地の判断を続ける姿勢だ。

For the next meetings, the Committee sees as appropriate to evaluate the impact of the pandemic and of the set of credit and transfer programs in place, and foresees that any possible adjustment to the current monetary stimulus would be residual.

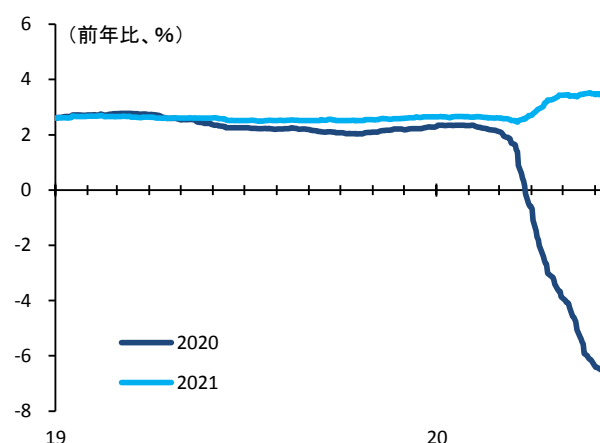
とはいえ、ブラジル政治・経済の状況を考慮すれば、BCB は緩和を続けざるを得ないだろう。追加緩和の阻害要因となりうる BRL の大幅安を回避できれば、8 月会合での 25bp の追加利下げもしくは追加流動性供給の判断に至るのではないかと。会合前からすでに、市場は追加利下げを織り込みつつある(図表 6)。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



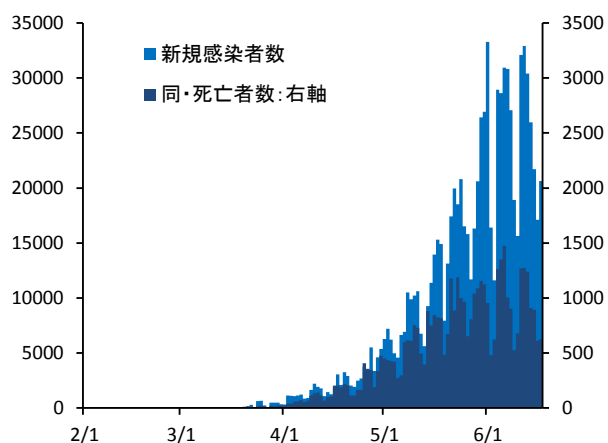
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BCB 市場サーベイ(年間実質 GDP、予想中央値)



出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

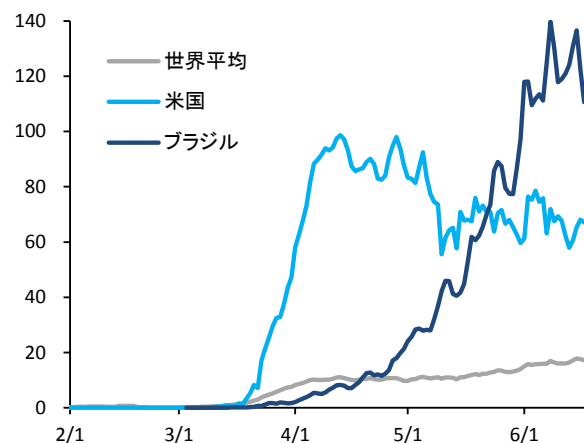
図表 3: 新型肺炎の新たな感染者数と死亡者数(人)



(注)2020 年 6 月 17 日時点

出所: WHO、CEIC、みずほ銀行

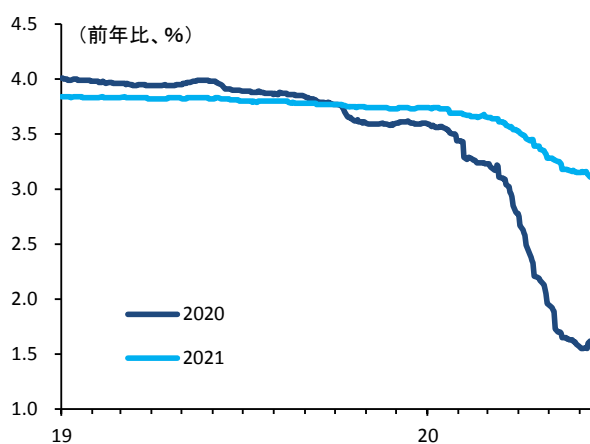
図表 4: 新型肺炎の新規感染者数(100 万人当たり、人)



(注)2020 年 6 月 17 日時点、5 日移動平均

出所: World Bank、WHO、CEIC、みずほ銀行

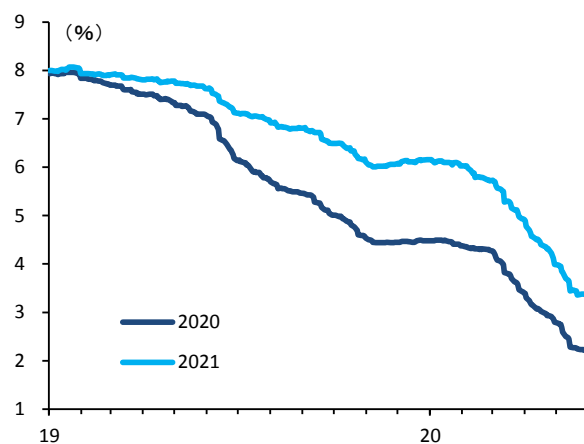
図表 5: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA、予想中央値)



注: BCB のインフレ目標は、2020 年が 4.00%、2021 年は 3.75%

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 6: 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

市場概観(台湾)

中銀は連続利下げを回避、緩和余地を温存

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

台湾中央銀行(CBC)は18日、四半期に一度の定例理事会を開催し、政策金利(割引金利)を1.125%で据え置くことを決定した(図表1)。主要国で経済正常化の動きが始まったほか、国内では感染拡大の封じ込めに成功しており、国内需要は4~6月期に持ち直しつつあるという認識を示した。追加の流動性供給に関連しては、社債やCPの購入の必要はないとした。一方で、必要であれば臨時会合を開催する準備があるとし、追加対応への含みを残した。

事前の市場予想は利下げが過半であった。前回会合(3月19日)では、2016年6月以来となる利下げに踏み切るとともに、銀行システムへの追加流動性供給を決定していた。その上で、楊CBC総裁は後日行われた議会証言(3月30日)において、ゼロもしくはマイナス金利は想定していないものの一段の利下げ余地はあり、必要であれば追加の流動性供給の準備もあるとしていた。

こうした姿勢は、上述の臨時会合に発言からもうかがえるように、CBC内で大きくは変わっていないと思われる。CBCはマイナス金利政策に依然慎重な姿勢をみせており、残された利下げ余地は限定的だ。追加流動性措置も合わせて、経済の更なる下振れに対応できる政策手段を温存しておきたいところだろう。この点、①海外動向や②金融市場への対応が、追加緩和を促しうると考える。

台湾が経済正常化を成功裏に進めているのは事実だ。とはいえ、海外における感染拡大や経済正常化の遅れの影響を免れることはできない。CBCの2020年の実質GDP成長率見通しは依然としてプラス圏を維持しているものの、下方修正が続いていることには注意したい(図表2)。世界的な経済正常化の遅れや感染拡大の第2波が、同国経済にとっても引き続き下振れリスクとなろう。

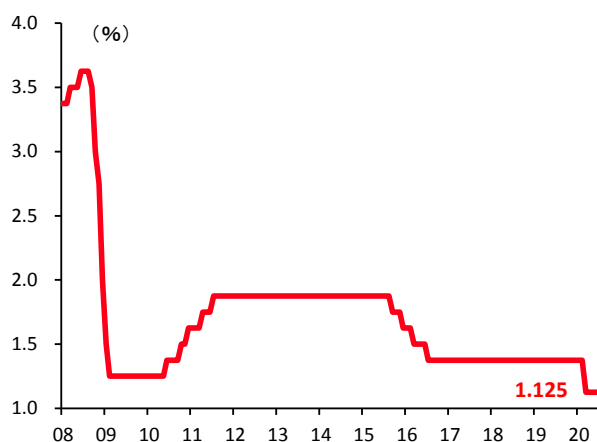
また、米中摩擦の再燃も、同国経済の下振れリスクになりうる。米国は5月、中国の通信機器大手を対象とする規制強化に乗り出した。従来の規制の抜け穴を封じることが目的だが、台湾のファウンドリー産業は踏み絵を迫られた格好だ。電子部品産業の生み出す付加価値は名目GDP比12.1%(2016~2018年の平均)にも及ぶ。台湾のファウンドリー最大手は、中国社との取引見直しと米国における生産拡大を求められているようだ。半導体市況が持ち直しつつある中で、輸出や設備投資を通じた成長面の恩恵は期待を下回る可能性がある。

金融市場という観点からは、足許で続くTWD高が金融緩和を促す要因となりそう。4月以降は、ドル調達環境の逼迫感が和らぐにつれ、新興国通貨は総じて持ち直しの動きを強めた。TWDに至っては3月の下落分はおろか、半導体市況の見通しが依然良好であった2018年4月以来の水準を回復しつつある。ただ、ハイテク分野等で競合関係にある韓国のKRWとは乖離が一段と拡大する結果にもなっている(図表3)。通貨高が国内ハイテク産業の海外移転を促す懸念も生じつつあるとみられる。

そもそも、TWD は実需ベースで上昇しやすい。輸出を支えるに経常黒字(≒TWD 買需要)は膨大だ。対外直接投資は概ね対内直接投資を上回るものの、通貨の実需を図る上で目安となる基礎収支(経常収支+直接投資)は、資金流入超の状況が続いている(図表 4)。そうした中で、台湾当局が相場安定を名目に為替介入を行ってきたことは、米国の為替報告書でも指摘される通りだ。しかし、米国は 4 月以降、貿易相手国の通貨安が輸出補助金とみなされる場合、追加関税を課すとしている。ハイテク産業への影響等を考慮すれば、台湾当局が TWD 相場のスミージング(≒TWD 高抑制)において金融緩和の活用を検討する可能性は無視できない。

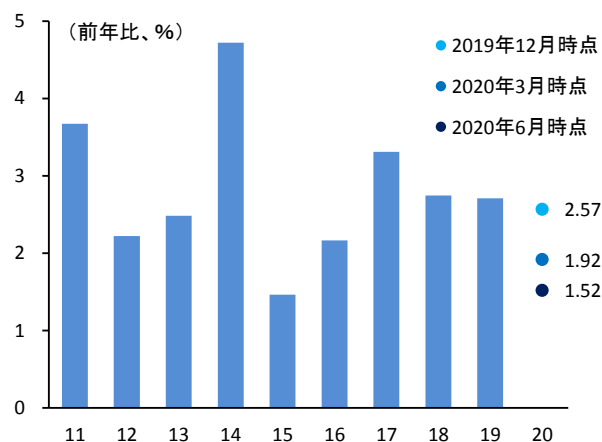
CBC の次回定例理事会(9 月 17 日)における政策判断を占う上では、以上のような観点がポイントになってくると思われる。

図表 1: 政策金利



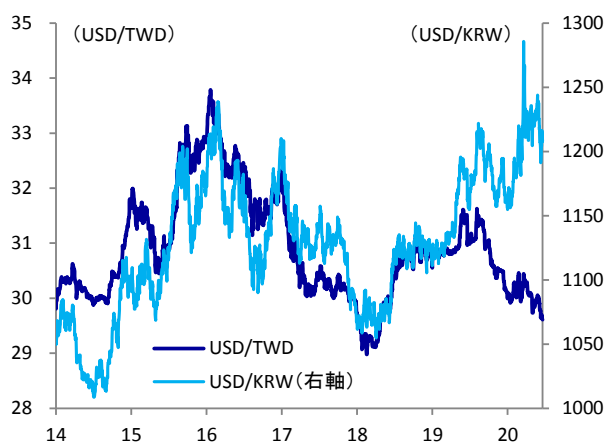
出所: 台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 年間の実質 GDP 成長率



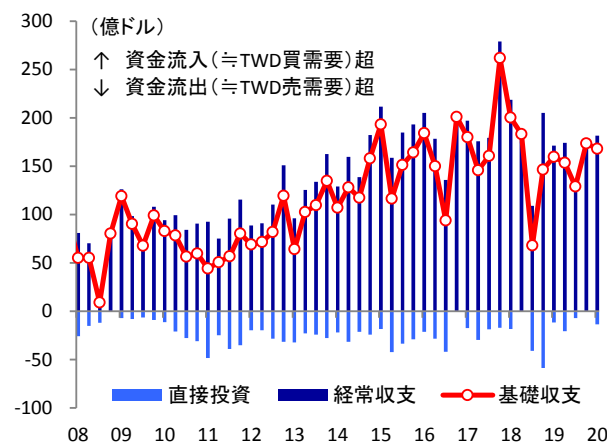
出所: 台湾予算会計統計局、台湾中央銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 3: USD/TWD と USD/KRW



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

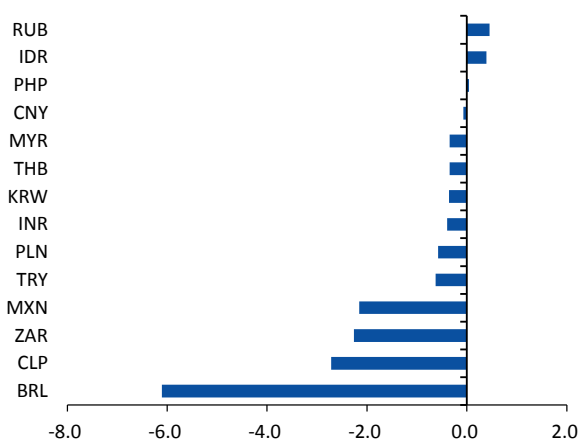
図表 4: 基礎収支(経常収支+直接投資)



出所: 台湾中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

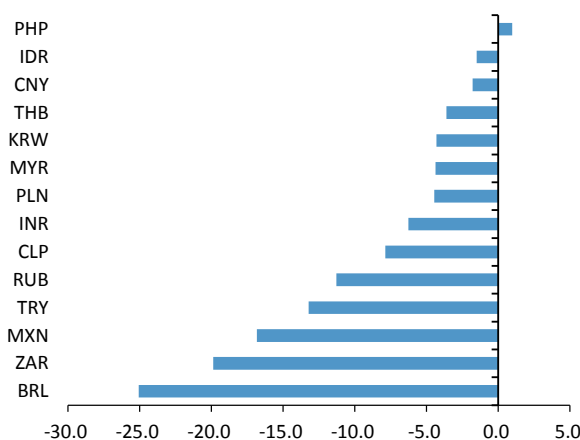
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



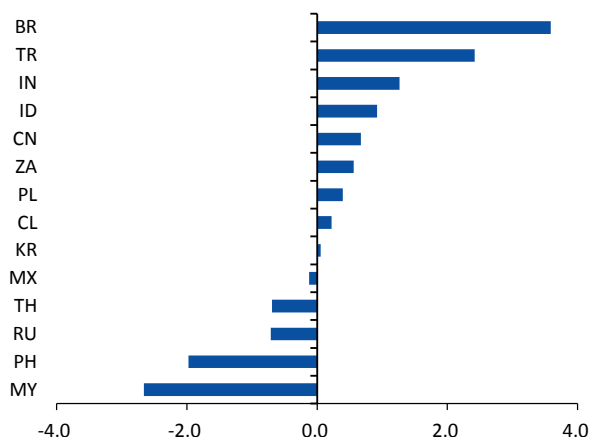
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



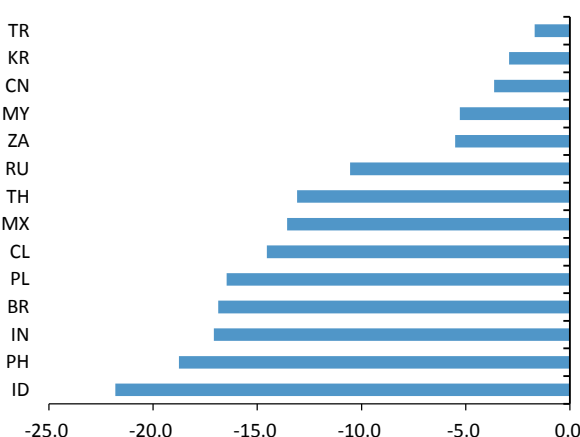
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



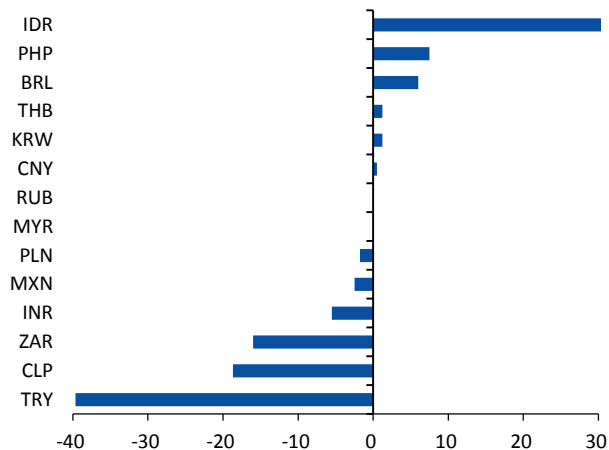
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

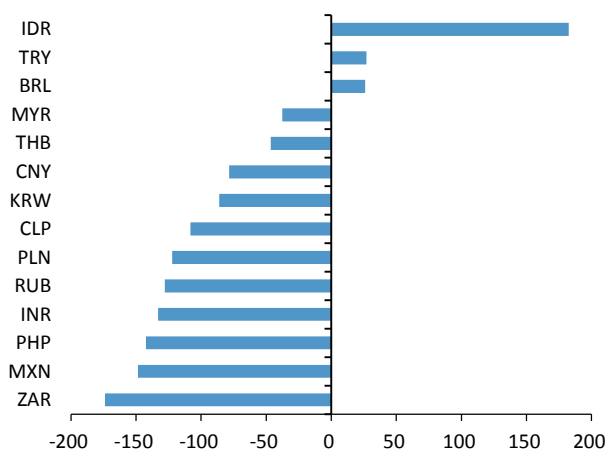
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

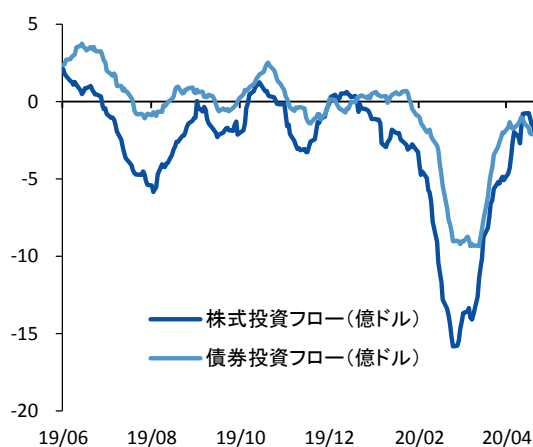
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

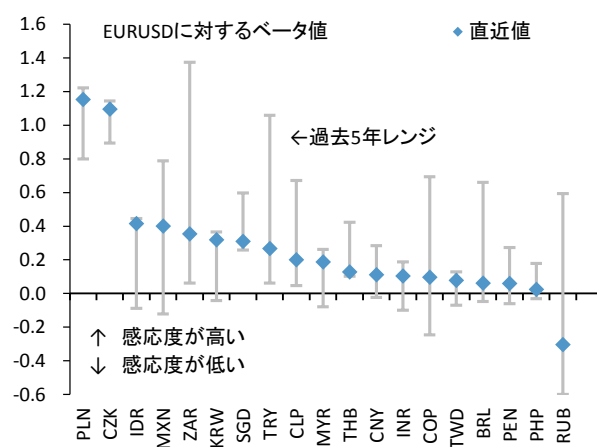
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



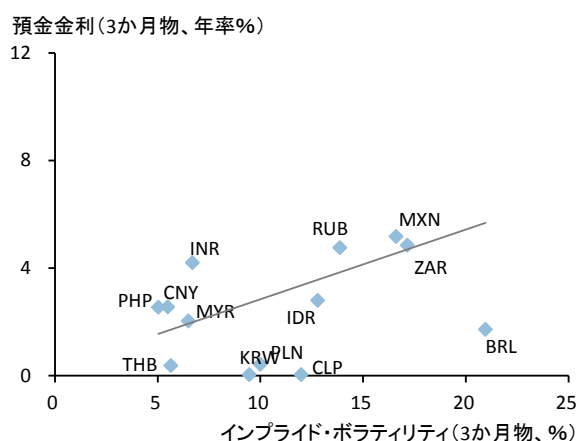
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



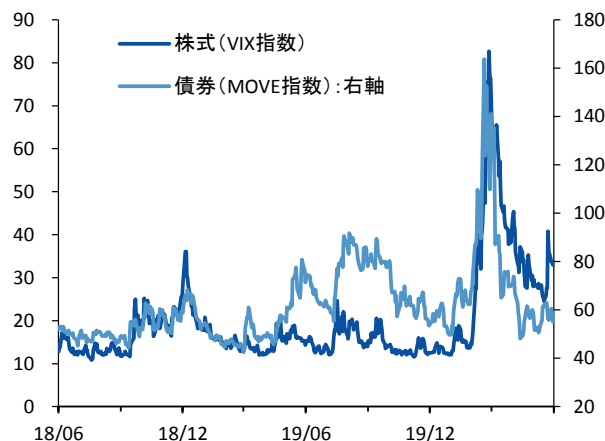
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



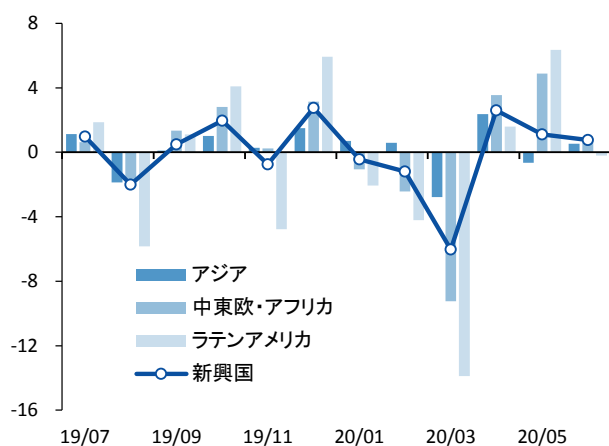
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



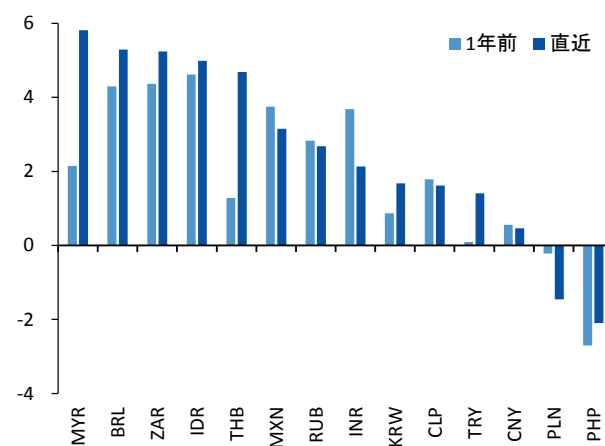
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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、%)



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						
6月15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.0%	4.4%	3.9%	--
15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	-2.3%	-2.8%	-7.5%	--
15日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	-6.0%	-6.3%	-10.3%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$629m	\$2092m	-\$345m	-\$372m
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	-36.5%	-60.3%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	-51.1%	-58.7%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	1.0%	-4.5%	9.7%	--
18日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ ^o	4.25%	4.25%	4.50%	--
18日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.000%	1.125%	1.125%	--
19日 (金)	フィリピン	総国際収支	--	--	\$1666m	--
22-26日	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-4.7%	--
23日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	-1.5%	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.9%	--	-0.7%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.5%	--
23日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-273.9b	--
24日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2462m	--
24日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-2.9%	--
24日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	--	0.50%	--
25日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金金利	--	--	2.75%	--
26日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	--	77.6	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	13.0%	--
中東欧・アフリカ						
6月17日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-8.3%	-9.6%	-6.6%	--
18日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	1.6%	1.6%	1.6%	--
19日 (金)	ロシア	主要金利	4.5%	--	5.5%	--
20日 (土)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-16.6%	--	-23.4%	--
20日 (土)	ロシア	実質賃金(前年比)	-3.0%	--	5.9%	--
22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-99.3%	--
24日 (水)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	76.9	--
24日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	62.6%	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.0%	--	4.1%	--
24日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	1.8%	--	2.0%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	2.0%	--	3.3%	--
25日 (木)	トルコ	1週間レホレート	8.00%	--	8.25%	--
ラテンアメリカ						
6月16日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-14.1%	-16.8%	-1.2%	--
17日 (水)	ブラジル	SELICレート	2.25%	2.25%	3.00%	--
19-26日	ブラジル	税収	82300m	--	101154m	--
23-27日	ブラジル	登録雇用創出合計	--	--	-860,503	--
24日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$234m	--
24日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	\$3840m	--
25日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-1.3%	--
25日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	-0.6%	--
25日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	5.00%	--	5.50%	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-3087.4m	--
26日 (金)	ブラジル	ブラジル 融資残高	--	--	3587b	--

注: 2020 年 6 月 19 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 1～5月（実績）	SPOT	2020年 6月	9月	12月	2021年 3月	6月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ～ 7.1777	7.0893	7.10	7.05	7.05	7.00	6.95
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7503	7.76	7.78	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	76.145	76.2	74.5	75.3	73.5	72.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14078	14880	14500	15200	14650	14800
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1208.20	1230	1230	1210	1200	1190
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.2782	4.42	4.40	4.35	4.30	4.25
フィリピンペソ	(PHP)	50.256 ～ 51.959	50.165	50.8	50.5	50.9	50.6	50.4
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3938	1.43	1.40	1.43	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	29.714 ～ 30.533	29.618	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.09	32.6	32.1	31.5	31.7	31.4
ベトナムドン	(VND)	23170 ～ 23637	23202	23600	23360	23200	23300	23200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	69.8739	70.00	72.00	70.00	67.00	69.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	17.4583	17.50	17.00	16.50	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.2690	6.8572	7.10	7.30	7.50	7.20	7.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.3781	5.40	5.30	5.35	5.30	5.25
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	22.6922	22.00	21.50	22.00	21.50	21.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.051	15.07	15.04	14.89	14.86	14.82
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.810	13.79	13.62	13.46	13.32	13.17
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.406	1.40	1.42	1.39	1.41	1.41
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.758	0.719	0.731	0.691	0.710	0.696
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.829	8.70	8.62	8.68	8.67	8.66
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.030	24.21	24.09	24.14	24.19	24.24
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.131	2.11	2.10	2.06	2.06	2.04
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	76.79	74.83	75.71	73.43	74.82	75.18
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.615	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.444	3.28	3.30	3.33	3.28	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4613	0.45	0.45	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.531	1.53	1.47	1.50	1.55	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.131	6.11	6.24	6.36	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	14.635 ～ 18.875	15.605	15.07	14.52	14.00	14.44	13.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.904	19.81	20.00	19.63	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.717	4.86	4.93	4.77	4.84	4.90

注:1. 実績の欄は 2020 年 5 月 29 日まで。SPOT は 6 月 19 日の 8 時 40 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。