2020 年 8 月 14 日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨はまちまちな動き

新興国市場: 先週末の 7 日の新興国通貨は下落した。アジア時間は前日にトランプ米大統領が中国の IT 企業 2 社との取引を 45 日後から禁じる大統領令に署名したことが重しとなった。欧米時間は、米 7 月雇用統計の内容が市場予想を上回ったほか、失業率が予想より低下したことを受けドルが強含んだ。BRL は前日比▲2.0%、ZAR も同▲1.2%売られた。週初 10 日のアジア時間の新興国通貨は動意の薄い展開。欧米時間に入ると、中国が米議員ら 11 人に制裁を科すとの報道を受けてリスクオフムードが拡がり、新興国通貨は弱含んだ。他方、原油価格の堅調な動きを受け RUB は小幅に上昇した。11 日、アジア時間は特段材料もなく、欧州勢が夏季休暇で世界的に取引が低水準となるなか新興国通貨は小幅に上昇。欧米時間には、米長期金利の上昇が加速するにつれ、ドル高・ユーロ安が進んだが、多くの新興国通貨は対ドルでしっかり。BRL と ZAR は前日比+1.0%以上上昇、そのほか TRY も値を伸ばした。12 日、アジア時間の新興国通貨はドル買い優勢の動きに大半が小幅に下落。NY 時間に入ると、ムニューシン米財務長官やペロシ下院議長の発言を受けて、米国の追加経済対策への期待が後退しドルは軟調な動き。新興国通貨のサポート材料となった。他方、TRY は前日比▲1.5%下落。トルコのアルバイラク財務相が、TRY の下落に伴う競争力の向上が特定の水準を維持することよりも重要と発言した。また、BRL も値を下げた。ゲデス経済相の下でブラジルの構造改革を担うメンバーの辞任が重なり値を下げた。13 日、アジア時間の新興国通貨は全般的に動意の薄い展開。NY 時間に入りドル安が進むなか、BRL はブラジルの 6 月小売売上高が市場予想を上回る回復をみせたことが好感され、前日比+1.1%上昇した。そのほか、RUB と MXN も強含んだ。

アジア: 中国の 7 月貿易統計は輸出が前年比+7.2%と 6 月（同+0.5%）から大幅に加速。輸入は減速しており、貿易黒字は拡大した。世界の需要が不安定な状況にありながら、中国の貿易は輸出を中心に回復傾向を強めている。シンガポールの 4～6 月実質 GDP（確報値）は前年比▲13.2%と速報値（同▲12.6%）から下振れた。統計で遡れる 1976 年以来最大の落ち込みとなった。シンガポール貿易産業省は、通年の成長率予想を前年比▲5～▲7%から▲4～▲7%に下方修正した。

中東欧・アフリカ: ロシアの 4～6 月期実質 GDP は前年比▲8.5%と 1～3 月期（同+1.6%）から大幅に減速した。2009 年 7～9 月期以来の最大の落ち込みとなった。原油価格の低迷や、経済活動の制限が響いた。

ラテンアメリカ: メキシコの 7 月消費者物価指数（CPI）は前年比+3.6%と 6 月（同+3.3%）から小幅に加速。加速は 3 か月連続。メキシコ中銀（Banxico）は 13 日、政策金利を 50bp 引き下げ 4.50%にすることを決定した。利下げは 10 会合連続、政策金利は 2016 年 9 月以来の低水準となった。低迷する経済を下支えする。なお、理事会メンバーのひとりは 25bp の利下げを主張した。

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 尭大
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）

今後の利下げ余地は、あっても僅かと再確認した BCB

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 8 月 5 日、政策金利（Selic）を 25bp 引き下げて過去最低水準となる 2.00%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、9 会合連続。利下げ幅は計 400bp にのぼる（図表 1）。インフレ率の抑制された状況が続くとみられる中で、国内景気の先行き不透明感の大きさに対応する。ただ、追加緩和余地については、BCB はより慎重な姿勢を見せた。

声明文にみられる前回会合からの変化、注目点は主に 2 つである。まず、国内経済について、以下の記述（下線部は前回の声明文の記述に追加・修正があった箇所、以下同じ）の通り、まだらな回復模様と先行き不透明感を指摘している。部分的な回復（a partial recovery）は窺えるものの、サービス業等に弱さが残り、政府の経済対策が期限を迎える年末以降は、不透明感が通常より大きいとした。

Sectors more directly affected by social distancing measures remain depressed despite the offsetting effects of the government transfer programs. Prospectively, uncertainty about economic growth remains larger than usual, especially for the period starting at the end of this year, concurrently with the expected winding up of the emergency transfer programs

こうした中、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。BCB の市場参加者サーベイによると、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 2）。また、BCB の推計によれば、市場の政策金利見通し（2020 年末：2.00%、2021 年末：3.00%）を前提に、USD/BRL が 5.20 で横ばい推移すると、インフレ率は 2020 年で前年比+1.9%、2021 年でも同+3.0%にとどまるという。

次に、今後の政策方針に関する記述の変化にも注目したい。現状では非常に強力な金融緩和を続けることが適切という認識は前回から変わらない。ただ、追加緩和余地についての書きぶりは、以下の通り、金融システムの健全性と安定性の観点から「あっても僅か」と、前回会合時からさらに慎重ものとなった。

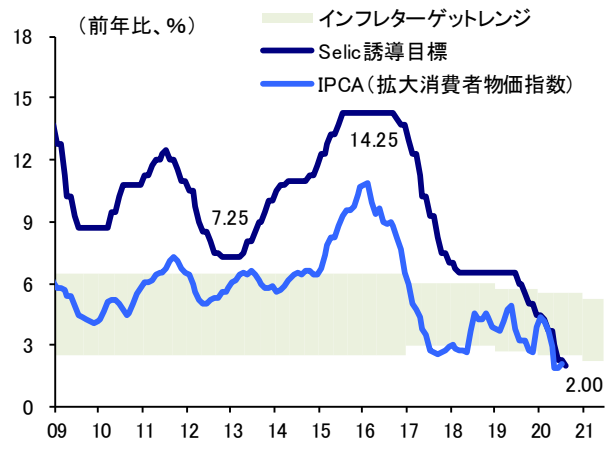
The Copom believes that the current economic conditions continue to recommend an unusually strong monetary stimulus but it recognizes that, due to prudential and financial stability reasons, the remaining space for monetary policy stimulus, if it exists, should be small.

さらに、今会合では以下の一文が追加され、出口戦略についての示唆がみられる。すなわち、政策変更はより緩やかなペース（with additional gradualism）で行われ、その時期は財政政策やインフレ見通し次第となるようだ。上述の通り、現状の見通しでは、インフレ率は 2021 年末時点でも目標値には届かない。この点を考慮すると、BCB は利下げ余地が限られる中で、フォワードガイダンスを活用し始めたとも受け止められる。

Consequently, possible future adjustments to the current degree of monetary stimulus would occur with additional gradualism and would depend on the perception of the fiscal trajectory, as well as on new information that changes the Committee's current assessment about prospective inflation.

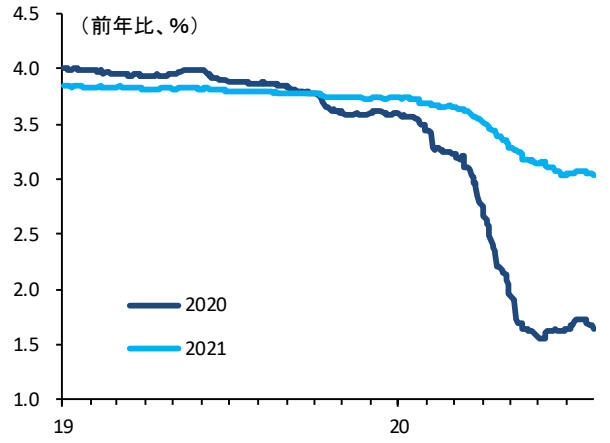
次回 9 月会合では、BCB がついに利下げを見送る可能性が高まったと考える。7 月以降、BCB サーベイにみられる GDP 見通しの底打ち（図表 3）や、税制改革をはじめとする構造改革の再開も、BCB の様子見を可能にするかもしれない。もっとも、ブラジル国内での新型肺炎の感染拡大（図表 4）や失業問題、サービス業 PMI の低迷等の懸念材料には引き続き注意したい。

図表 1：政策金利とインフレ率（IPCA）



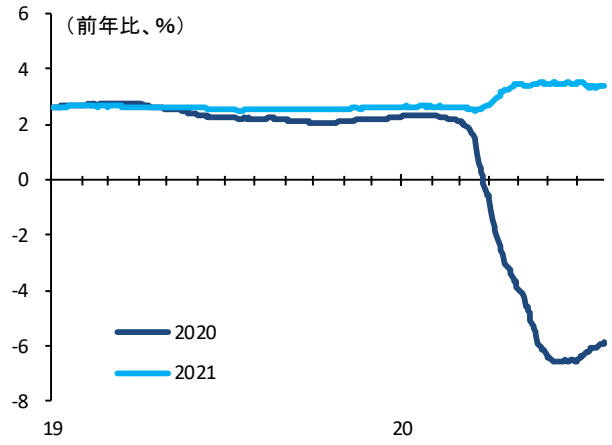
出所：ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2：BCB 市場サーベイ（年間 IPCA、予想中央値）



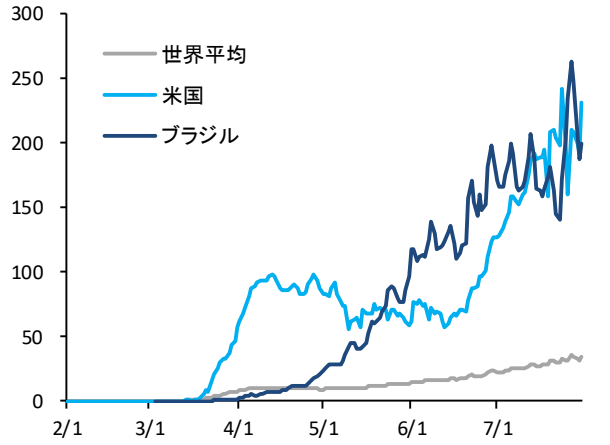
出所：ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 3：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 6：新型肺炎の新規感染者数（100 万人当たり、人）



（注）2020 年 7 月 31 日時点、5 日移動平均
出所：World Bank、WHO、CEIC、みずほ銀行

市場概観（インド）

8 月金融政策委員会～物価動向を注視し、利下げは見送り～

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

インド準備銀行（中央銀行、RBI）は 6 日、金融政策委員会（MPC）を開催し、政策金利のレポレートを据え置いて 4.00%とすることを決定した（図表 1）。また、リバースレポレートも 3.35%の現状維持となった。RBI は政策金利の据え置きに関して全会一致での決定となったと発表した。ブルームバーグの事前予想では利下げ予想が優勢で、44 人のうち 22 人が 0.25%pts 利下げを見込んでいた。なお、RBI は今年既に累計 1.15%pts の利下げを実施している。

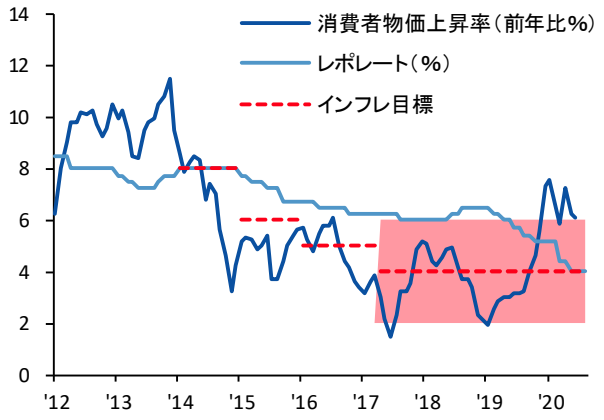
ダス RBI 総裁は会合後の会見にて、物価上昇圧力は強まっており、インフレ見通しをめぐる不透明感と新型コロナウイルスによる前例のないショックの中で極度に低迷する経済情勢を踏まえて、政策金利を過去最低水準に据え置いたと述べた。今後に関しては、インフレ率の動向を注視するとともに、経済成長の再開に必要な限り長期にわたって緩和的な姿勢を維持することを表明した。

IMF の経済見通しによれば、インドの 20 年 GDP 成長率は前年比▲4.5%と約 40 年ぶりの低水準に落ちこむことが見込まれている。しかしその一方、国内で実施されたロックダウンによってサプライチェーンが分断されたことや、洪水などの自然災害によって食料品価格を中心に物価水準がインフレ目標（+2%～+6%）を超えた（図表 1、2）。RBI は低迷する経済と高止まりする物価動向の間で、身動きが取れない状況に陥っている。ダス総裁は本会合後も利下げ余地が存在していることを強調していたが、利下げの具体的な時期に関しては明言しなかった。市場では、足許の物価動向がインフレ目標水準に落ち着くまで相応の時間を要するとし、RBI は少なくとも年末まで利下げには慎重な姿勢をとることを見込む声も浮上している。

インド国内での新型コロナウイルスの感染者数は米国、ブラジルに次いで世界第 3 位となっており、8 月上旬には 200 万人を突破した（図表 3）。感染の抑制の目途は立っておらず、感染拡大が地方にまで及んでいる点も報告されている。これに対し、インド政府は 8 月末まで一部地域封鎖の延長を決定しており、更なる経済成長の下振れが懸念される状況は続く。

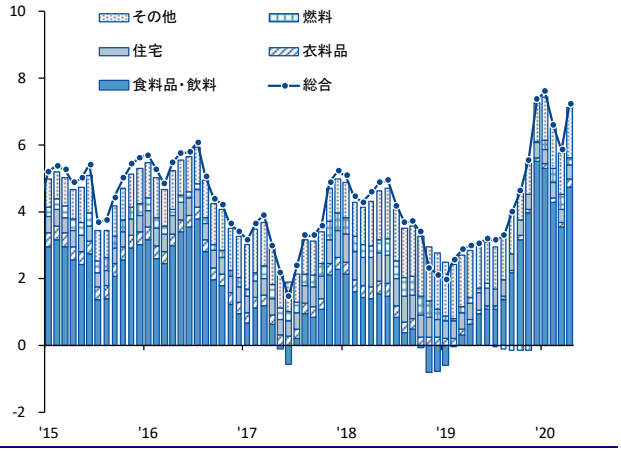
INR の動向に関しては、新型コロナウイルス感染拡大による先行き不透明感、大きく弱含むであろう 4～6 月期の経済指標が INR 安要因として挙げられる。その一方で、FRB の金融緩和期待などを背景にドルインデックスが 2 年ぶりの安値水準を推移している。ドルの過剰感が指摘される中で、INR の急落リスクは限定的と考える。そのほか、インド SENSEX 株価指数が 3 月以降での高値を記録し、債券の対内証券ネットフローに関しては、少額ながら 2 か月連続で月間のプラスに回復している点など（図表 4）、今後も利回り追求の資金流入も想定される。国内のマイナス要素は無視できないものの、やや出尽くし感もあり、短期的にはドル側の要因が相場変動を左右する状況となりそうだ。

図表 1:レポレートと物価水準の推移



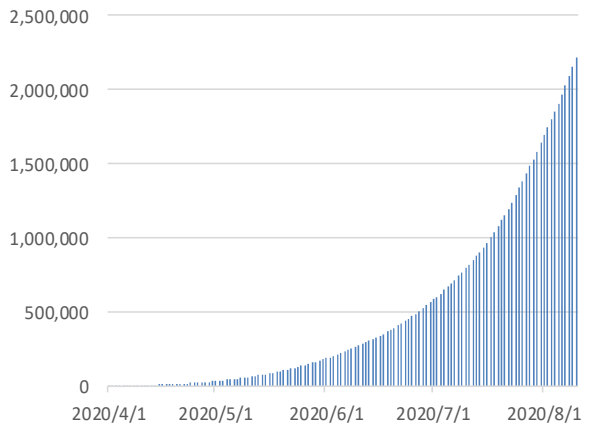
出所:Bloomberg、CEIC, みずほ銀行
注: 赤枠はインフレ目標のレンジ

図表 2:消費者物価指数の動向(前年比%)



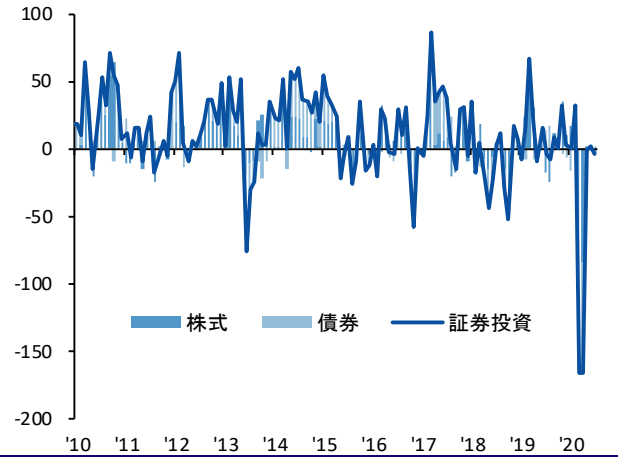
出所 : インド中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 3:国内新型コロナウイルス累計患者数(日次、単位:人)



出所:CEIC、みずほ銀行

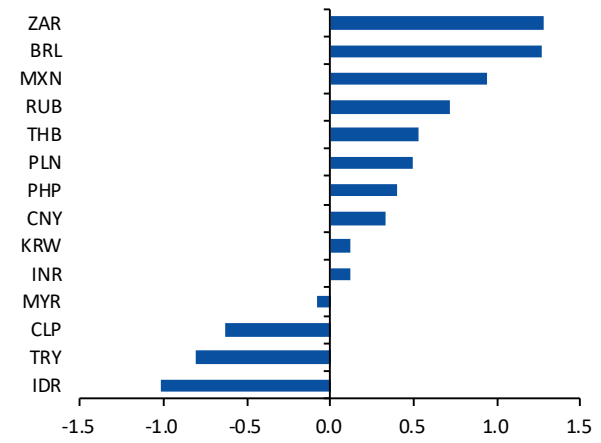
図表 4:海外投資家によるインド対内証券投資の動向(億ドル)



出所:インド証券取引委員会、ブルームバーグ、みずほ銀行

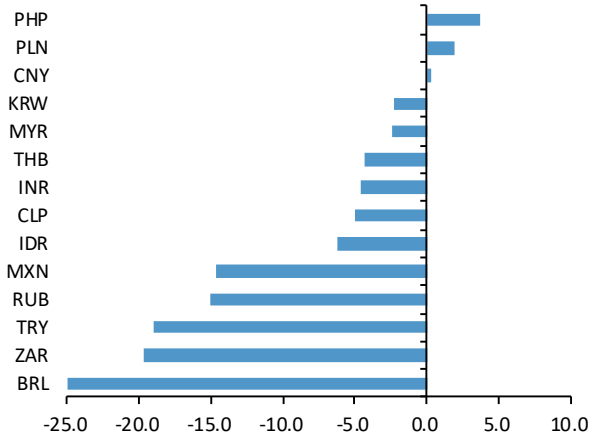
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



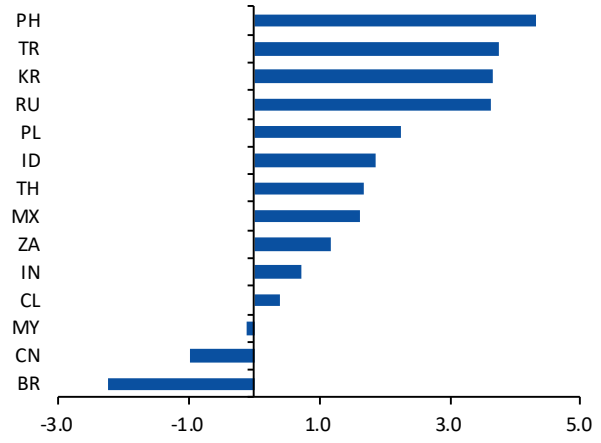
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



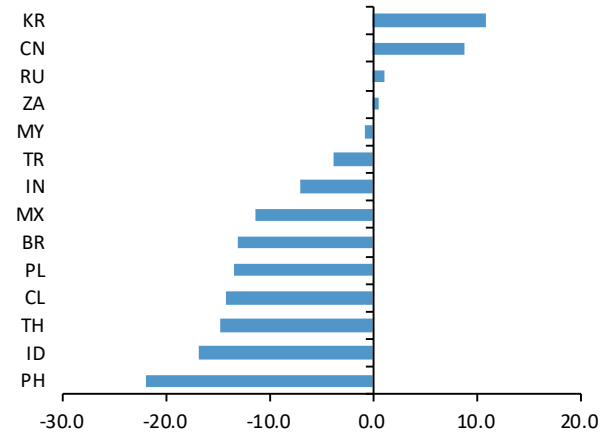
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



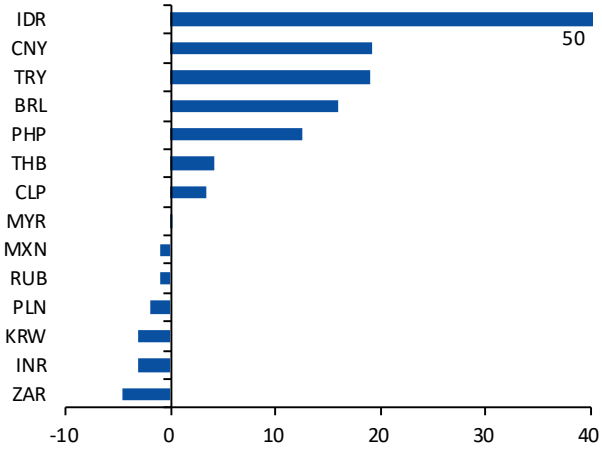
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行，※中国は休場

株価年初来騰落率（%）



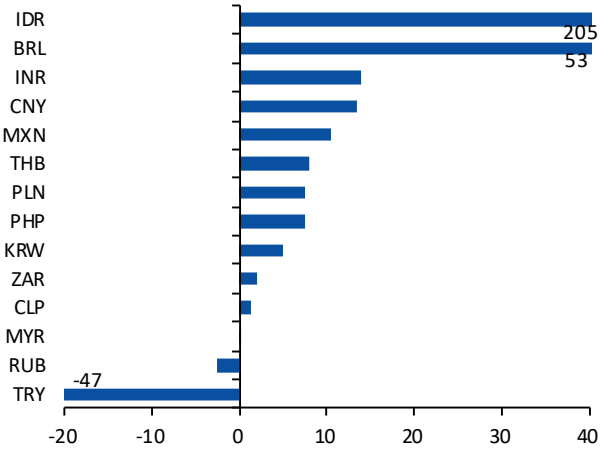
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

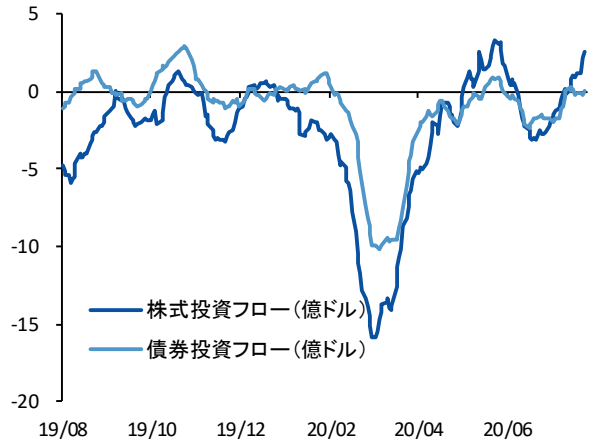
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

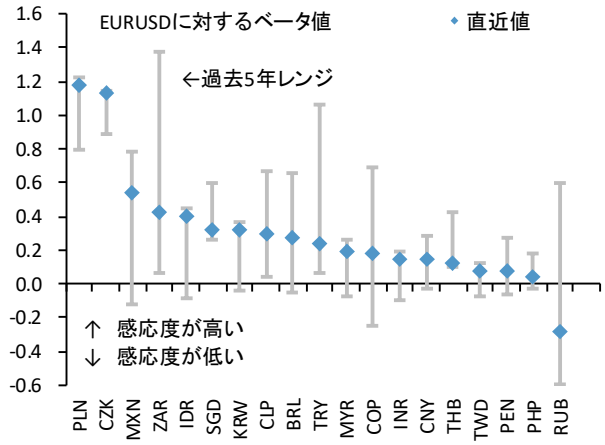
チャート集

主要新興国への証券投資フロー（4 週間移動平均）



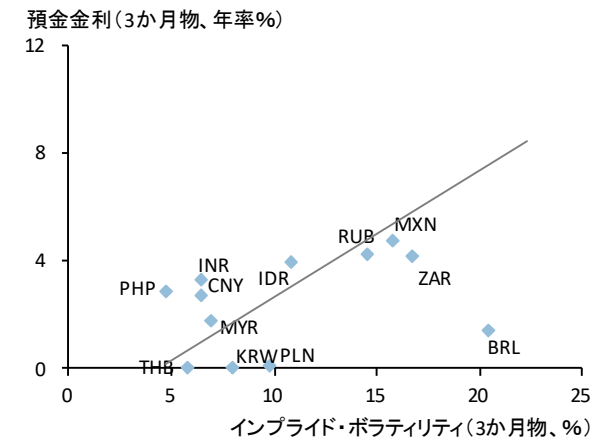
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

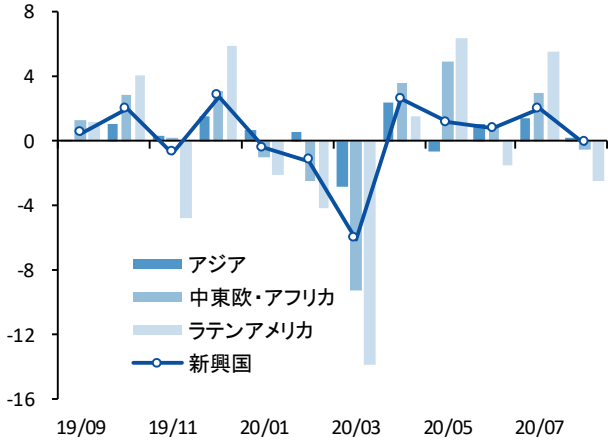


出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）

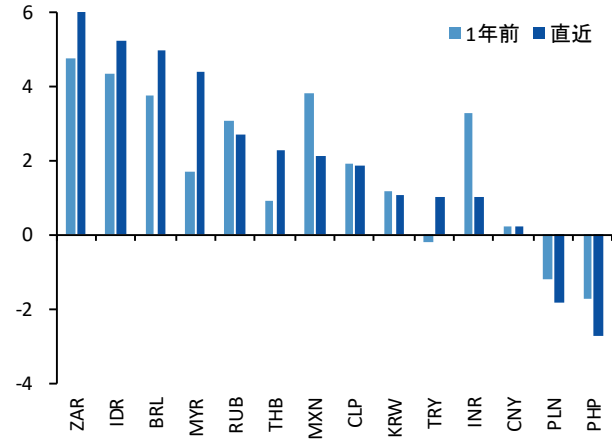
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月10日 (月)	中国	PPI 前年比	-2.5%	-2.4%	-3.0%	--
10日 (月)	中国	CPI(前年比)	2.6%	2.7%	2.5%	--
11日 (火)	シンガポール	GDP(前年比)	-12.9%	-13.2%	-12.6%	--
11日 (火)	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1200.0b	992.7b	1810.0b	--
11日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	-21.0%	-16.6%	-33.9%	-33.9%
13日 (木)	インド	CPI(前年比)	6.3%	6.9%	6.1%	--
14日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.1%	--	4.8%	--
14日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	0.1%	--	-1.8%	--
14日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	-1.6%	--	-3.1%	--
14日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	-10.9%	--	0.7%	--
14日 (金)	インド	卸売物価(前年比)	-0.5%	--	-1.8%	--
14日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	-0.7%	--
14-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-12.4%	--
14-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	-47.6%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	4.2%	--	16.1%	--
17日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-14.8%	--	-1.8%	--
17日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-19.3%	--
18日 (火)	インドネシア	国際収支:経常収支	--	--	-$3924m	--
19日 (水)	インドネシア	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟ	--	--	4.00%	--
19日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	$80m	--
20日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.3%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.9%	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-1.9%	--
中東欧・アフリカ						
8月11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-25.3%	-16.3%	-32.4%	--
11日 (火)	ロシア	貿易収支	4.2b	5.3b	3.7b	68.7%
12日 (水)	ロシア	GDP(前年比)	-9.6%	-8.5%	1.6%	--
12日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-5.0%	-7.5%	-12.0%	--
14日 (金)	トルコ	経常収支	-3.00b	--	-3.76b	--
14日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-5.5%	--	-19.9%	--
18日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-7.8%	--	-9.4%	--
20日 (木)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	8.25%	--
20日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-4.5%	--	-7.7%	--
20日 (木)	ロシア	実質賃金(前年比)	0.1%	--	1.0%	--
ラテンアメリカ						
8月11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-17.9%	-16.7%	-30.7%	--
12日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-2.8%	0.5%	-7.2%	-6.4%
13日 (木)	メキシコ	ｵｰﾊﾞｰﾅｲﾄ･ﾚｰﾄ	4.50%	4.50%	5.00%	--
14日 (金)	ブラジル	経済活動(前月比)	4.5%	--	1.3%	--
20--27日	ブラジル	税収	--	--	86258m	--
21日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-23.7%	--

注:2020 年 8 月 14 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 1～7月（実績）	SPOT	2020年 9月	12月	2021年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ～ 7.1777	6.9450	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7503	7.75	7.76	7.77	7.78	7.80
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	74.846	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14775	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1185.41	1190	1170	1160	1160	1160
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1920	4.23	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	48.603 ～ 51.959	48.855	49.0	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3729	1.37	1.42	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.225 ～ 30.533	29.456	29.5	29.3	29.1	29.3	29.5
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.05	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン	(VND)	23166 ～ 23637	23176	23150	23250	23000	22900	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	73.0387	73.00	74.00	75.00	73.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	17.4402	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.2690	7.3461	7.10	7.20	7.30	7.40	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.3692	5.20	5.00	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	22.1837	22.50	22.25	22.00	22.50	23.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.391	14.75	14.57	14.29	14.53	14.93
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.801	13.42	13.14	12.87	12.98	13.21
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.429	1.39	1.33	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.722	0.725	0.685	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.021	8.74	8.72	8.62	8.71	8.88
マレーシアリンギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.504	24.59	23.29	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.183	2.12	2.00	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.91	75.91	71.83	71.94	73.72	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.631	3.53	3.48	3.44	3.45	3.49
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.445	3.38	3.21	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4615	0.45	0.44	0.43	0.44	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.464	1.42	1.38	1.33	1.38	1.36
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.133	6.12	6.18	6.25	6.12	6.06
トルコリラ	(TRY)	14.635 ～ 18.875	14.556	14.65	14.17	13.70	13.65	13.73
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.920	20.00	20.40	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.821	4.62	4.58	4.55	4.49	4.48

注：1. 実績の欄は 2020 年 7 月 31 日まで。SPOT は 8 月 14 日の 9 時 10 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に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。