2020 年 8 月 28 日

The Emerging Markets Weekly

リスクオンムードが新興国通貨の支えに

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

新興国市場:先週末の 21 日、アジア時間の新興国通貨は大半が方向感なく小幅な動きにとどまった。欧州時間に入り、8 月製造業・サービス業 PMI がユーロ圏では下回り、米国では予想を上回るという結果にユーロ安・ドル高が進展。新興国通貨は対ドルで下落、BRL と RUB は原油価格の下落も重なり前日比▲1%以上値を下げた。週初 24 日、アジア時間の新興国通貨は総じて動意の薄い展開。欧米時間に入ると、米食品医薬品局(FDA)が新型コロナウイルス感染症から回復した人の血液を投与する治療法を特別に認可したとの前日発表を手掛かりに、リスクオンムードが台頭。新興国通貨をサポートし、ZAR は前日比+1.1%上昇した。25 日の新興国通貨は総じて底堅い動き。前日の米国市場の流れを引き継いだほか、ライトハイザー米通商代表部(USTR)代表とムニューシン米財務長官は中国の劉鶴副首相と電話会談を行い、通商合意の第一段階を履行する決意を再確認した。米・独企業が共同で開発しているワクチンが 10 月初めにも認可される期待が高まるにつれ、リスクオンムードはさらに強まった。BRL は前日比+1.9%上昇、ZAR も買われた。一方、RUB はベラルーシの政治混乱が重しとなった。26 日、アジア時間は翌日パウエル FRB 議長の講演を控え、様子見ムード。NY 時間に入り、米 7 月耐久財受注の上振れに一時ドル高が進むも、その後は米金利低下、株高でドルは反落。新興国通貨には持ち直しがみられた。一方、BRL は前年比▲1.8%下落。ボルソナロ大統領が社会保障制度改革案を拒否したことが嫌気された。27 日の新興国通貨はまちまち。パウエル FRB 議長の講演前後でドルが乱高下する展開となり、新興国通貨も上下に振らされた。インフレ率が一時的に 2%を上回ることを容認する姿勢に、市場は当初ドル売りで反応したものの、米長期金利が上昇するにつれドルも反発。MXN や ZAR の売りが目立つなか、BRL や RUB は底堅く推移した。

アジア:フィリピン中央銀行(BSP)のジョクノ総裁は 24 日、経済状況が安定していれば年内は政策金利を据え置く可能性に言及。現時点では一段の財政刺激策が必要とも述べた。25 日、米財務省がベトナムの通貨 VND について、2019 年に対ドルで意図的に約 4.7%押し下げられていたと判断したことが明らかとなった。米国では「補助金相殺関税」の実施を判断する際に通貨安誘導を考慮する新規則が施行されているが、米商務省がベトナムからの輸入タイヤに関する調査を行っていた。この規則の下で財務省が通貨に関して評価するのは初めて。27 日、韓国銀行(中央銀行、BOK)は政策金利の据え置き(0.50%)を決定。政策効果を見極める姿勢を維持した。経済見通しでは、2020 年の成長見通しを下方修正、感染第 2 波の長期化に伴う下振れリスクにも言及した。

中東欧・アフリカ:トルコのエルドアン大統領は 21 日に、黒海で推定 3,200 億立方メートル規模の天然ガス田を発見したと発表した。同海域で過去最大の規模で 2023 年にも生産開始を望むと述べた。実現すれば、エネルギー輸入を減らし、経常収支の改善が期待される。

市場概観（インドネシア）

8 月金融政策会合～政策金利は現状維持

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

インドネシア中央銀行（BI）は 8 月 18 日～19 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートを従来の 4.00%に据え置くことを決定した（図表 1）。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も 4.75%と 3.25%に据え置き、コリドーを 1.50%pts に維持した。ブルームバーグの事前予想では 25 人中 20 人が政策金利の現状維持を見込んでいた。なお、BI は今年既に年初来累計で▲1.00%pts、計 4 回の利下げを実施していた。

声明文では、新型コロナウイルスの感染拡大以降、自国や世界経済の減速が続いている中でも、現行の金利水準は市場の安定確保を目指す BI の方針に沿うものであるとした。徐々に世界各地で景況感の底打ちが見られていることも今回の決定を後押ししたものとみられる。今後に関しては、新型コロナウイルスの感染拡大状況と IDR の値動きを特に注視しながら、中銀として自国の市場機能の維持と金融・為替市場の安全性を維持していくための運営を続けていく姿勢が示された。

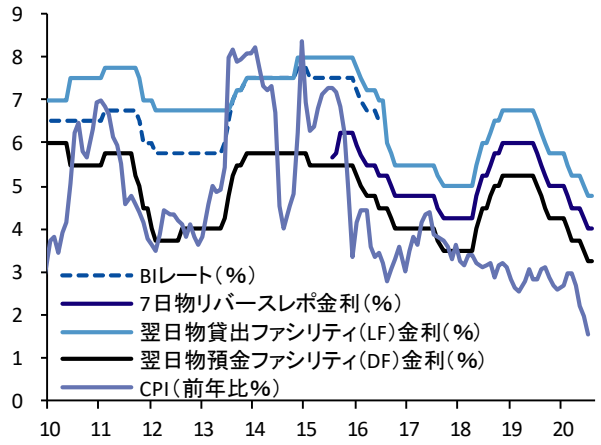
4～6 月期の GDP 成長率は、ロックダウンの実施による経済活動の制約によって前年比▲5.3%のマイナス成長を記録した（図表 2）。BI は今回の会合にて、年度でのマイナス成長の可能性については言及しなかったが、インドネシア財務省は今月に成長率を同▲1.1%～+0.2%へ下方修正しており、アジア通貨危機以来の景気減速に陥る懸念が高まっている。かかる中、政府は今月、本会合に先行して 21 年度の予算案を発表し、景気先行きの不透明感や商品価格の変動、地政学リスクなどを踏まえて、当初予定よりも歳出を約 9%拡大した。加えて、BI も銀行システムを通じた資金供給や発行・流通市場における国債購入を通じて景気回復を支援する姿勢を示した。

物価動向も軟調な推移が続く。7 月 CPI は前年比で+1%台半ばでの推移となった。これに対し、BI は今回会合にて、危機で低迷する消費喚起に向け融資ルールを緩和し、一定の条件の下で自動車購入ローンの頭金規制*を 10 月から廃止すると発表した。また、年間でのインフレ目標も現行の前年比+2.0%～4.0%に据え置いている。

IDR は 7 月以降対ドルで、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ものの、上値の重い推移が続いている（図表 3）。声明文では、BI は依然 IDR が過小評価されているとの見解を示しており、今回会合では為替相場への影響を勘案して利下げを見送った思惑も窺える。今後も利下げには慎重な姿勢をとり、金融政策は量的支援が中心になることが考えられる。

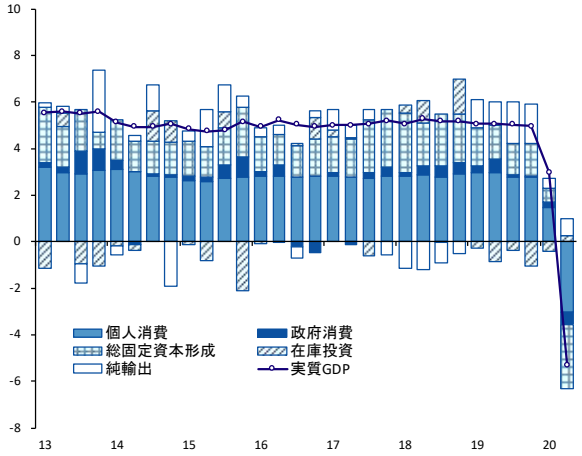
*不良債権比率が低い銀行が提供するエコカー購入ローンの頭金を廃止するもの。現行は 5～10%の支払いが求められている。

図表 1:政策金利とインフレ率



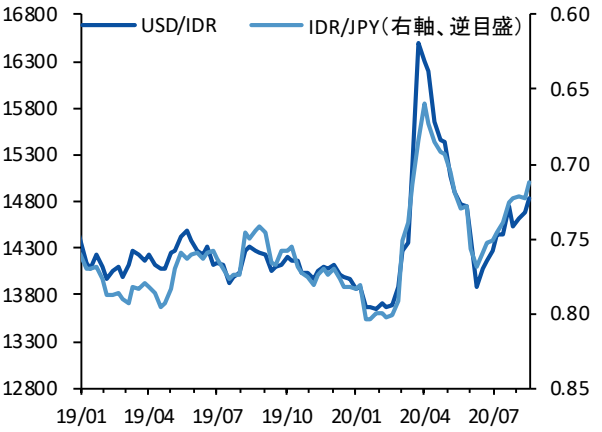
出所:インドネシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:実質 GDP 成長率(前年比%、%pts)



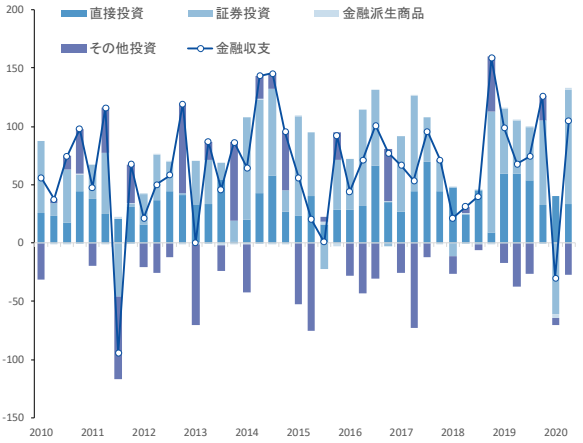
出所:インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 3:IDR の為替動向



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:金融収支の内訳(億ドル)



出所:インドネシア中央銀行、CEIC、みずほ銀行

市場概観（フィリピン）

8 月金融政策会合～政策金利は 5 会合ぶりに現状維持

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

フィリピン中央銀行（BSP）は 20 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の 2.25%に据え置いた（図表 1）。上限金利の翌日物貸出ファシリティ（OLF）レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ（ODF）レートもそれぞれ 2.75%と 1.75%の現状維持となった。ブルームバーグの事前予想では市場関係者の 18 人中 17 人が現状維持を見込んでいた。なお、BSP はこれまで 4 会合連続で計 1.75%ポイントの利下げを実施しており、政策金利は過去最低水準で推移していた。

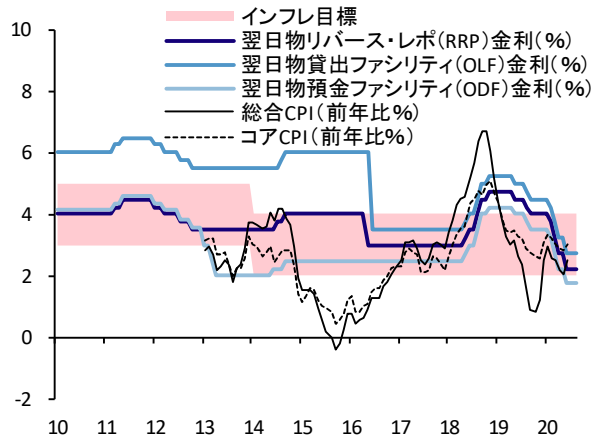
今回の政策決定について声明文では、国内での新型コロナウイルスの感染拡大によるロックダウンが段階的に緩和されて、景気回復の兆しが見られることや金融市場には十分な流動性が維持されていることから現状の金融政策は適切であると総括された。また、ジョグノ BSP 総裁の会見では、国内の物価も概ねインフレ目標である前年比+2.0%～+4.0%で推移している点も材料となったことが言及された。今後については、国内のインフレ水準と経済の回復動向を注視しつつ、必要最大限の金融緩和政策を実施していく姿勢を表明した。

4～6 月期 GDP は前年比▲16.5%となり、1981 年の統計開始以来で最大の落ち込みを記録した。要因として、個人消費が GDP の約 7 割を占めるフィリピン経済にとってロックダウンによる活動制限が大きな影響を与えた。8 月も新型コロナウイルスの新規感染者数の増加が止まらない中で（図表 2）、政府は首都マニラを中心に短期間の外出・移動制限措置をとるなど、一進一退の状況が続く。また、BSP も消費回復の下支えとして不動産融資の規制を緩和し、金融機関の総融資残高に占める上限を 20%から 25%への引き上げを決定した。

2020 年の成長率に関しても下押し懸念が強まっている。今月上旬に政府は GDP 成長率を前年比▲2.0%～▲3.4%から同▲5.5%へ下方修正した。その背景には、失業率の高止まりがある。新型コロナウイルスの感染拡大が本格化した 4 月時点では 17.7%となっており、3 か月間で 12.4%ポイント悪化し、現在も多くの失業者が復職できていない状況となっている。政府も失業者や低所得者層への現金給付などを実施してきたが、歳出の拡大によって政府財政は逼迫している（図表 3）。新型コロナウイルスの感染者増加が進む中でもロックダウンを短期化せざるを得なかった事情はこういった点からも見出せそうだ。

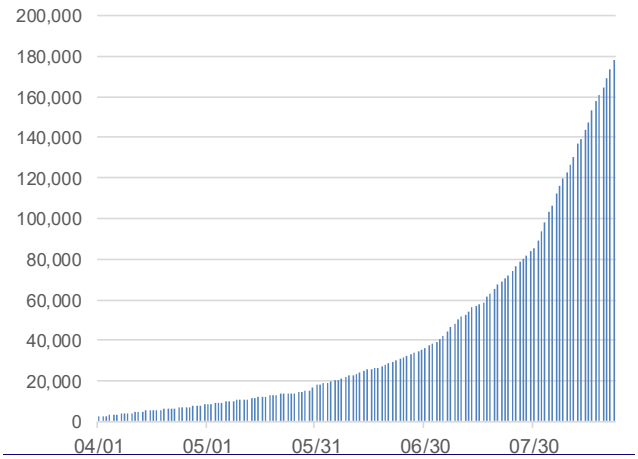
PHP は 7 月から加速してきたドル安に起因して堅調な推移が続く（図表 4）。8 月には、6 月の海外労働者による送金が前年比で増加した点が好感され、年初来高値を更新した。しかし、今後はドル安の程度によるものの、揺り戻しの可能性を警戒したい。上述のように新型コロナウイルスの抑制の目途が立たない中、リセッション入りしたフィリピン経済が回復に向かうには相応の時間を要することが見込まれる。このほか、原油をはじめ資源価格が底を打ったこともフィリピンの経常収支を徐々に圧迫し、PHP 安要因に繋がるものと考える。

図表 1:政策金利とインフレ目標(%)



出所:フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新型コロナウイルス累計感染者数(人)

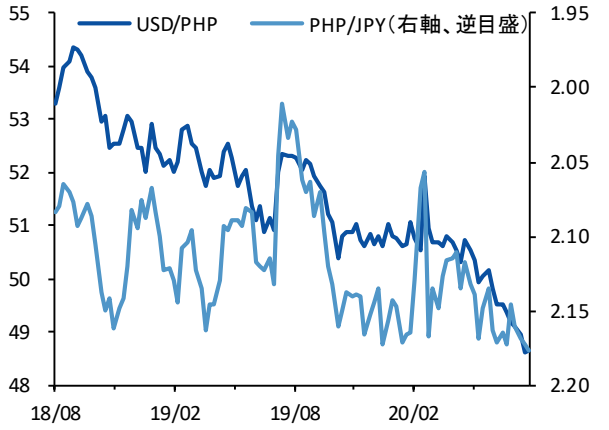


出所:CEIC、みずほ銀行

図表 3:フィリピン中央政府歳出入(前年比%)

注:データは 6 か月移動平均を使用。
出所:フィリピン財務省、Macrobond、みずほ銀行

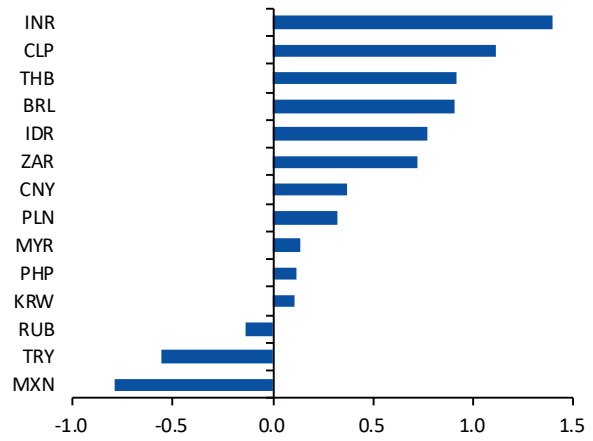
図表 4:PHP 為替動向(対ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

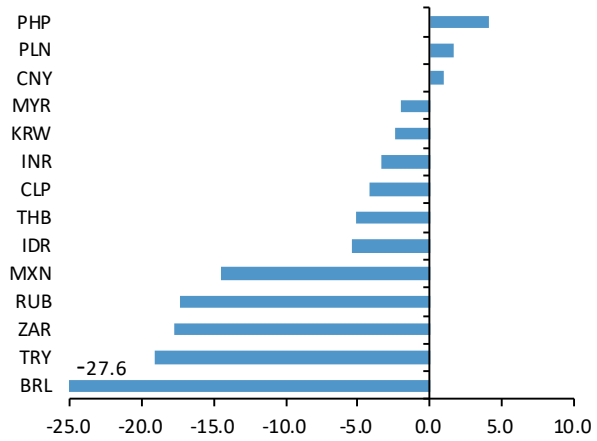
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



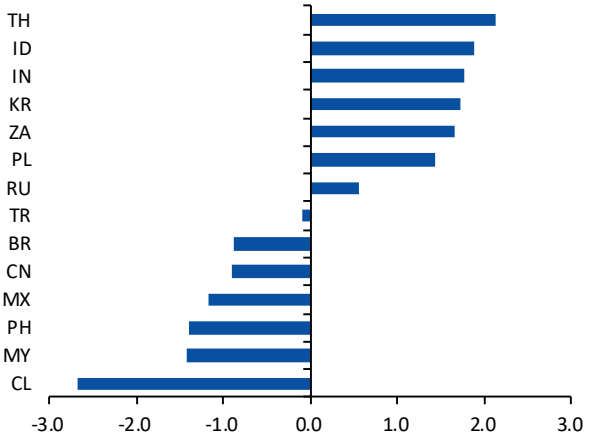
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



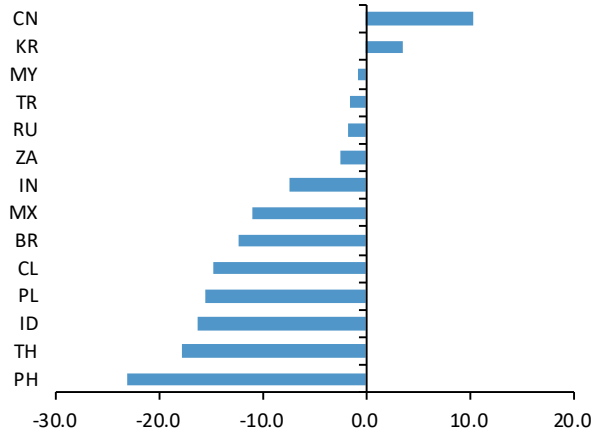
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



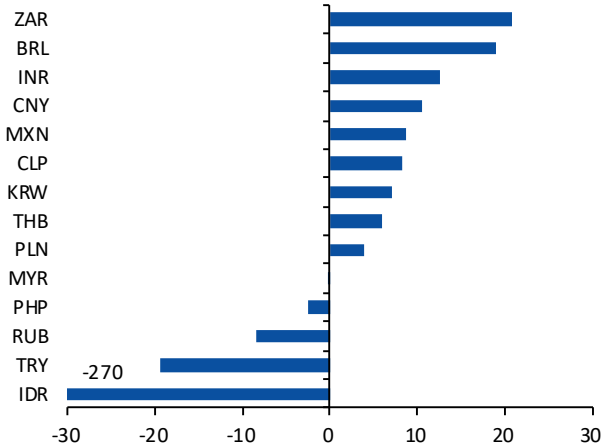
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行，※中国は休場

株価年初来騰落率（%）



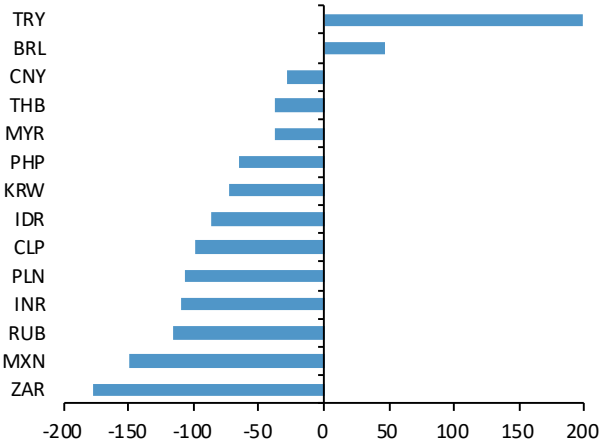
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

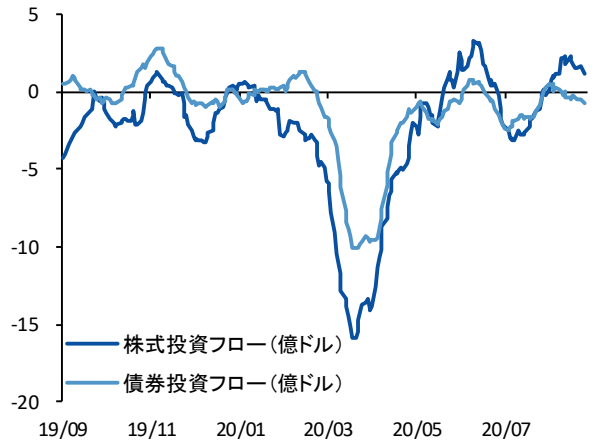
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

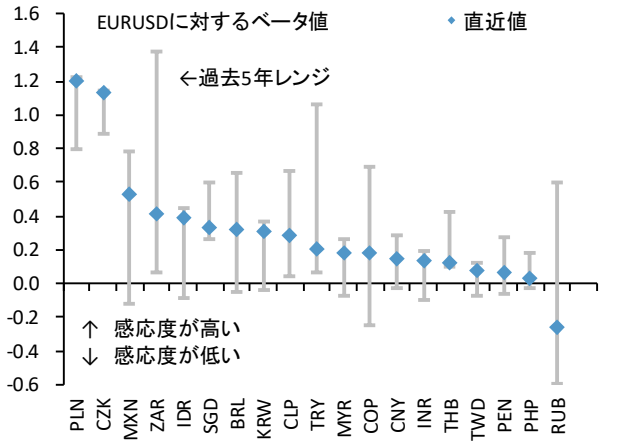
チャート集

主要新興国への証券投資フロー（4 週間移動平均）



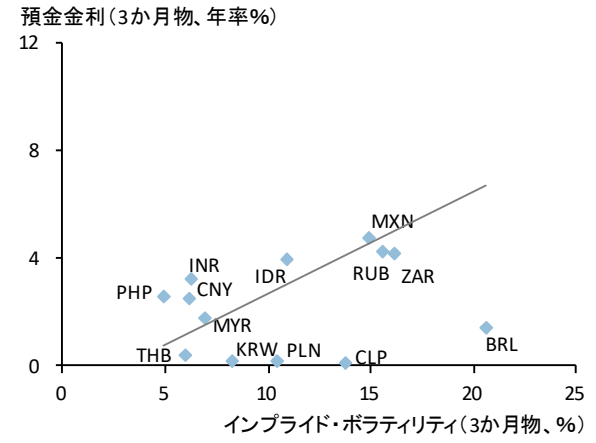
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



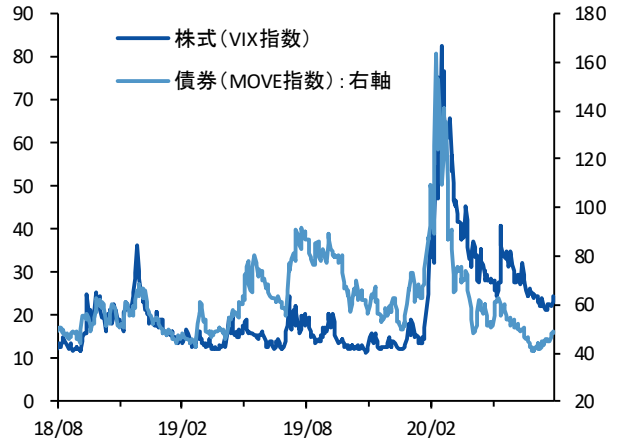
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



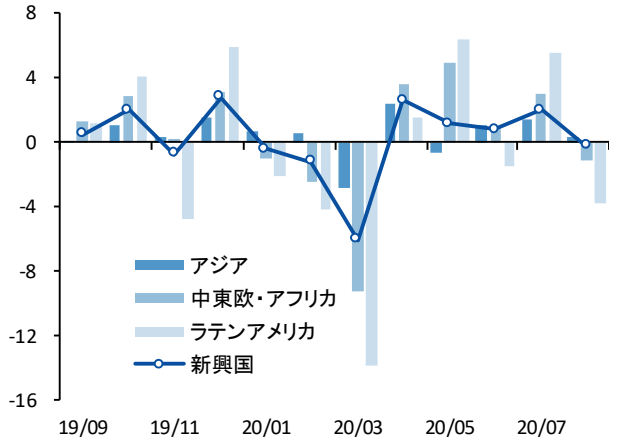
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



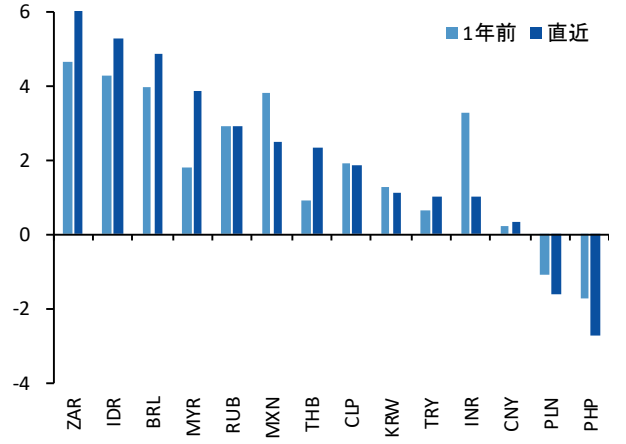
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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24日 (月)	タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	$1124m	$3343m	$1610m	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.6%	-0.4%	-0.5%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	3.5%	2.7%	7.3%	7.2%
25日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	88.2	84.2	--
26日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	68	57	61
26日 (水)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	-140.2b	1.8b	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-7.3%	-8.4%	-6.7%	-6.5%
27日 (木)	韓国	韓国銀行7日間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	0.50%	0.50%	0.50%	--
26-28日	フィリピン	総合国際収支	--	--	$80m	--
28日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	-1.4%	--	8.8%	--
31日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-2.2%	--	-0.5%	--
31日 (月)	中国	製造業PMI	51.1	--	51.1	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	54.2	--	54.2	--
31日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	$1050m	--	-$247m	--
9月1日 (火)	韓国	GDP(前年比)	-2.9%	--	-2.9%	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	$3011m	--	$4270m	$4134m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	52.3	--	52.8	--
1日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.5%	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	0.6%	--	0.3%	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIｻｰﾋﾞｽ業	--	--	54.1	--
3日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.2	--
4日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	$6880.0m	--
4日 (金)	フィリピン	CPI(前年比､2012年=100)	--	--	2.7%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-27.8%	--
中東欧・アフリカ						
8月25日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	106.2	100.7	--
25日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	73.3%	70.7%	--
26日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.0%	3.2%	2.2%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	1.3%	1.9%	0.5%	--
31日 (月)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.85b	--
31日 (月)	南ア	貿易収支(ﾗﾝﾄﾞ)	--	--	46.6b	--
9月3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	11.4%	--	11.8%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	8.3%	--
ラテンアメリカ						
8月25日 (火)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前月比)	0.2%	0.2%	0.3%	--
25日 (火)	ブラジル	経常収支	$750m	$1628m	$2235m	$3896m
25日 (火)	ブラジル	海外直接投資	$2200m	$2685m	$4754m	$4814m
26日 (水)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-13.8%	-13.2%	-22.7%	-22.7%
26日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	-18.8%	-18.7%	-18.9%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	429.0m	5798.7m	5546.7m	--
28日 (金)	ブラジル	FGVｲﾝﾌﾚIGPM(前年比)	12.8%	--	9.3%	--
31日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	58.1%	--
9月1日 (火)	ブラジル	GDP(前年比)	-11.5%	--	-0.3%	--
1日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	$8060m	--
3日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-9.0%	--

注:2020 年 8 月 28 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	6.8941	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7501	7.75	7.76	7.77	7.78	7.80
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	73.815	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14660	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1186.45	1190	1170	1160	1160	1160
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1722	4.23	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	48.603 ～ 51.959	48.628	49.0	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3663	1.37	1.42	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.225 ～ 30.533	29.397	29.5	29.3	29.1	29.3	29.5
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.30	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン	(VND)	23166 ～ 23637	23165	23150	23250	23000	22900	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	74.7567	73.00	74.00	75.00	73.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	17.0503	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.2690	7.3631	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	5.5695	5.20	5.00	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	22.1515	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	15.454	14.75	14.57	14.29	14.53	14.93
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.761	13.42	13.14	12.87	12.98	13.21
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.445	1.39	1.33	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.726	0.725	0.685	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.989	8.74	8.72	8.62	8.71	8.88
マレーシアリンギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.563	24.59	23.29	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.181	2.12	2.00	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	78.06	75.91	71.83	71.94	73.72	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.628	3.53	3.48	3.44	3.45	3.49
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.407	3.38	3.21	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4604	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	1.427	1.42	1.38	1.33	1.38	1.36
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.255	6.12	6.18	6.25	6.12	6.06
トルコリラ	(TRY)	14.635 ～ 18.875	14.487	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	19.148	20.00	20.40	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.815	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 28 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。