

2020年9月25日

## The Emerging Markets Weekly

### ドル高・ユーロ安の進展が重しに

**新興国市場:**先週末 18 日のアジア時間の新興国通貨は大半が小幅に上昇。前日の欧米市場で進んだドル安を織り込む格好となった。KRW は前日比 +1.2% 上昇した。しかし、欧米時間に入り米株が下落するにつれ、新興国通貨は軟調な動きとなった。BRL は前日比 ▲2.7% 下落し、MXN と ZAR も同 ▲1% 以上値を下げた。週初 21 日、欧州での新型コロナウイルスの感染再拡大を受けて経済活動の制限への懸念などから欧米株が下落。ドル高・ユーロ安の動きとリスクオフムードが重なり、新興国通貨は下押しされる展開となった。ZAR は前日比 ▲2.7% 下落したほか、東欧通貨も総じて下げた。22 日、アジア時間は前日のドル買いを受けて新興国通貨は弱含んだ。エバンス・シカゴ連銀総裁が「FRB はインフレ率が平均 2% になる前に利上げすることは可能」とタカ派な発言をしたことを受け、欧米時間にドルが再び買われると、新興国通貨は売られた。MXN と BRL は前日比 ▲1% 以上値を下げた。23 日の新興国通貨も軟調な動きが続いた。アジア時間は前日の流れを引き継ぎ、ドル高・ユーロ安が進んだ。欧州時間には一服も、米国時間に入り米国株の下落でリスクオフの動きが強まるにつれドル高が再開。新興国通貨は下落幅を拡大した。MXN は前日比 ▲3.3% 下落したほか、BRL、ZAR や RUB も大きく値を下げた。24 日のアジア時間も新興国通貨の下押しは継続。ただ、欧米時間に入ると、持ち直しの動きに転じた。トランプ政権と民主党指導部による新型コロナウイルス経済対策を巡る協議が再開されるとの期待が膨らみ、米株が反発。ドル買いに一服がみられた。BRL、MXN と TRY は前日比 +1% 以上値を伸ばした。TRY は予想外の利上げも好感された。一方、政局不安の残る THB や MYR は上値が重い。

**アジア:**タイでは 19~20 日にかけてプラユット内閣の退陣、憲法改正や王政改革を訴える反政府デモが行われた。2014 年にプラユット陸軍司令官(現首相)が主導したクーデター以降では最大規模となった。タイ中央銀行(BOT)は 23 日、政策金利を過去最低限の 0.50% に据え置くことを全会一致で決定した。据え置きは 3 会合連続。また、BOT は 2020 年の経済成長率見通しを ▲7.8% とし、従来予想(▲8.1%)から小幅に上方修正した。

**中東欧・アフリカ:**ロシア中央銀行(CBR)は 18 日、政策金利を過去最低水準の 4.25% に据え置くことを決定した。据え置きは 4 会合ぶり。最近の RUB 安とインフレ圧力が強まっていることに配慮した。ただ、CBR は今後の会合で追加利下げを検討する意向も明らかにした。トルコ中央銀行(CBRT)は 24 日、政策金利を 200bp 引き上げ 10.25% にすることを決定した。エルドアン政権は低金利による景気下支えを志向しており、市場は据え置きを予想していた。利上げは 2018 年 9 月以来。過去最安値圏で推移する TRY の防衛を図る。

**ラテンアメリカ:**メキシコ中央銀行(Banxico)は 24 日、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 11 会合連続。声明文で Banxico は、6~7 月に経済は回復を始めたが不確実性と下振れリスクがあると述べた。

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

マーケット・エコノミスト  
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(インドネシア)

### 9月金融政策会合～今後の中銀の運営姿勢が問われる展開に

市場営業部  
マーケット・エコノミスト  
堀 堯大  
03-3242-7065  
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は9月16日～17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29人中27人が政策金利の現状維持を見込んでいた。なお、BIは既に年初来累計で▲1.00%pts、計4回の利下げを実施していた。

声明文では、自国の市場機能や物価水準、および金融・為替市場の安定性維持の観点から政策金利は適正とし、現状維持とした。前回8月会合以降から引き続きインドネシア国内や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考えられる。国内で再度新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される中、今後に関しては感染状況を注視しつつ、銀行部門への流動性拡充を中心とした量的支援を通じて国内経済の回復をサポートしていく姿勢が示された。また、今回会合では新たに今年末から来年6月末にかけて各銀行に対する預金準備率を引き下げることを決定している。

今回の決定に関しては、足許下落が目立っていたIDRへの影響を懸念する意図が見られた。ドルインデックスの低位推移が続いている中で新興国通貨はおおむね対ドルで上昇傾向にあるものの、IDRは9月以降、その流れに取り残された印象がある(図表2)。その要因として現在話題となっているのがBIの政策対応とそれに付随して生じた中銀の独立性にかかる懸念である。

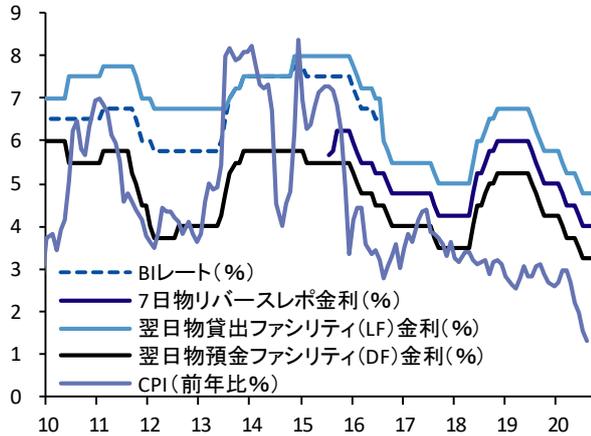
インドネシア国内では、新型コロナウイルスの感染拡大により都市部の活動制限が部分的に再開されたことが影響し、経済予測は低調で物価動向も軟調な推移が続く。かかる中、BIは今年の早い段階で量的緩和に踏み込んで流通市場での国債購入を実施していた。8月に入ると、新型コロナウイルスの感染対策として「今回限り」の形で政府から直接国債を引き受ける計画を発表した。それに加えて、引受高の一部に関しては無利子とする仕組みも明らかとなった。

その背景には8月発表の21年度の政府予算案における歳出拡大があり、歳出拡大の財源の一部をBIの国債購入に依存する、いわゆる財政ファイナンスを実施する必要があった。一連の対応は多くの市場参加者が中銀の独立性に疑義を抱くものとなった。さらに今月に入って、中央銀行法の改正を通じて中銀の役割に雇用支援のための経済成長率の押し上げを加えるほか、金融政策会合の際には財務相と経済担当閣僚、金融庁長官の参加と投票権を付与させる動きがあるとの報道があり、中銀の独立性に関する懸念は加速した。

これにより、今月上旬にかけてIDRは下落が続いた。今回の会合後、ペリー総裁は会見で一連の政策はあくまでポリシーミックスの一環であり、中銀の政策は独立的事であることを改めて強調した。だが、BIの政策が多くの市場参加者の注目を受けてしまったことで、今後の運営はより一層IDRの動向を注視しながら実施されることとなるだろう。特に「今回限り」としている政府からの国債引き受けは今後も継続される方針で、運営の透明性の遵守がこれまで以上に重要となることが考えられる。

また、一部では新型コロナウイルスの感染を抑制して経済活動を正常化させることが第一で、相次ぐ金融緩和はカネ余りを助長する、といった既存の政策対応に疑問を呈する見方もある。かかる論点も含め、政策効果の検証や経済の回復状況に鑑みた政策転換を巡る動向が今後の IDR の値動きを大きく左右するトピックとなりそうだ。

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

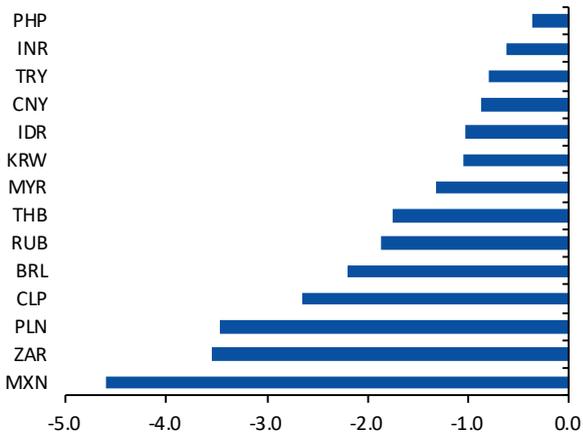
図表 2: IDR の為替動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

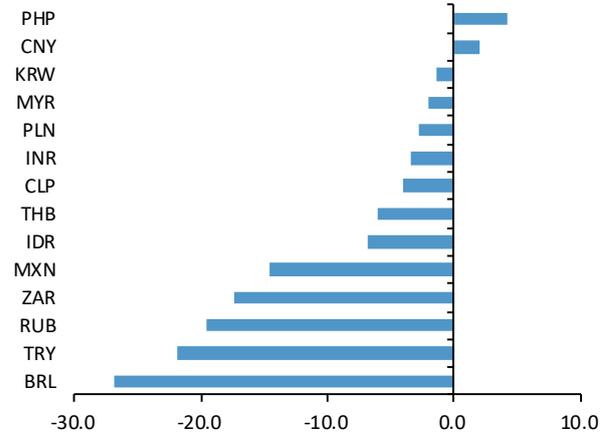
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



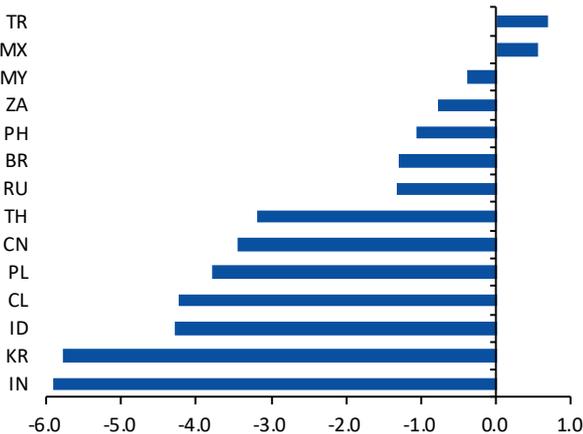
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



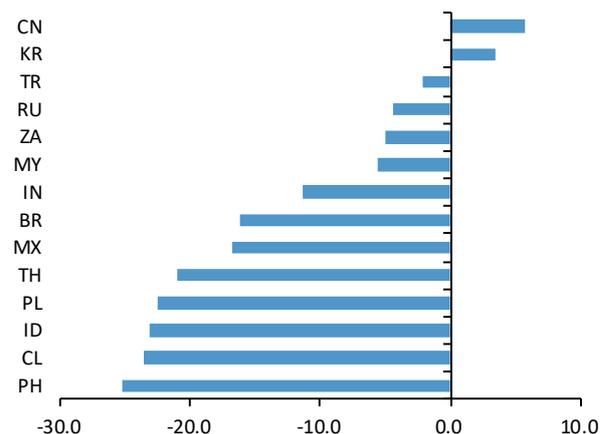
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



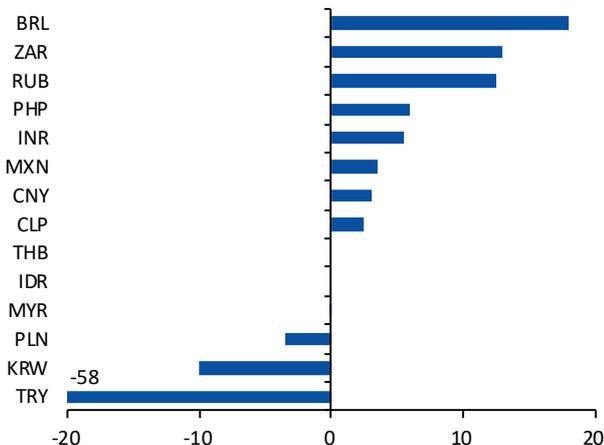
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



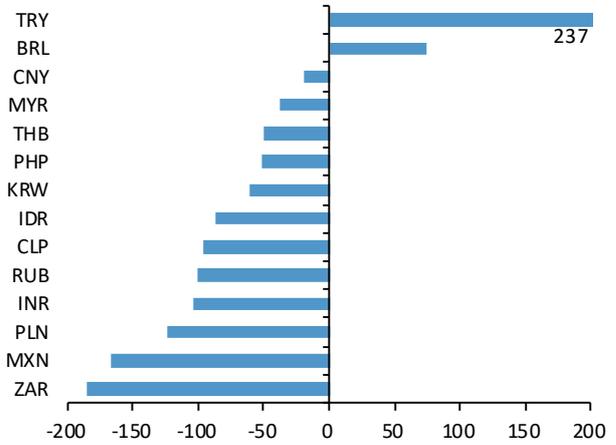
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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

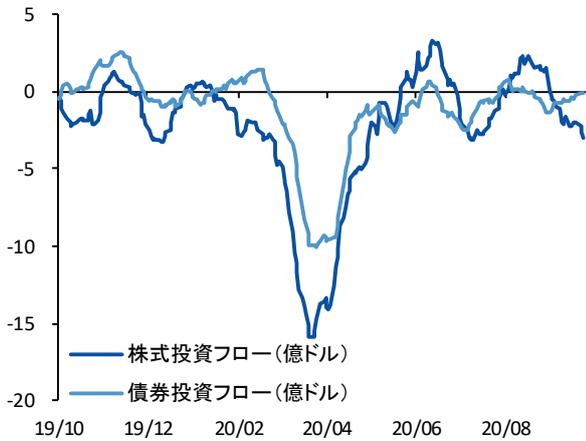
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

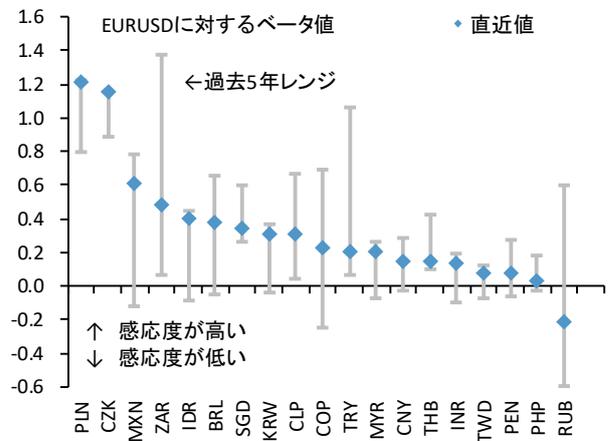
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



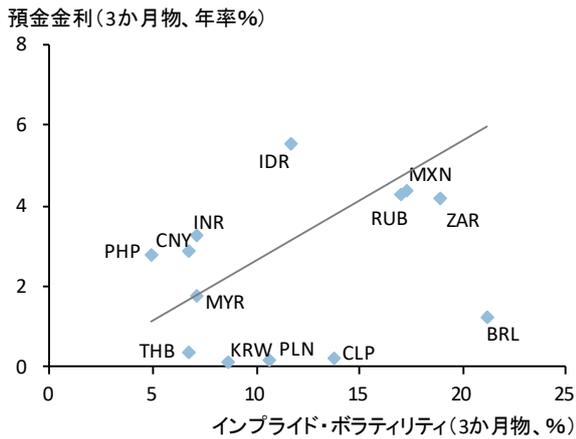
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



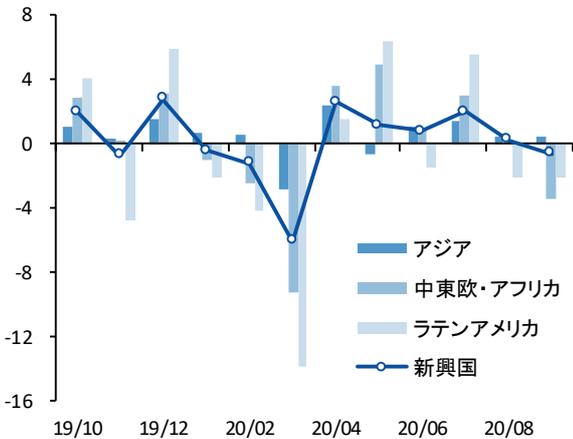
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



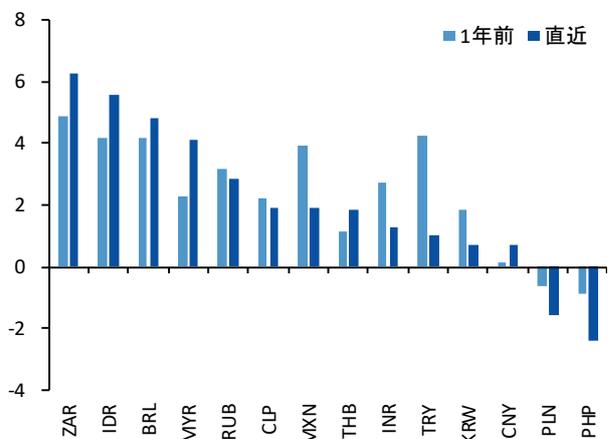
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
9月20日 (日)	台湾	輸出受注(前年比)	9.7%	13.6%	12.4%	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	-0.5%	-0.8%	--
23日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-40.1b	-140.2b	--
23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$3090m	\$4349m	\$3343m	--
23日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	-1.3%	-1.4%	-1.3%	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.5%	-0.4%	-0.4%	--
23日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	0.50%	0.50%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	4.0%	4.7%	2.7%	--
22-30日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$8m	--
25日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	--	84.2	88.2
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	-8.4%	--
28日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	3.1%	--
29日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	68	--
29日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.5%	--
30日 (水)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.0	--
30日 (水)	中国	非製造業PMI	--	--	55.2	--
30日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	53.0	--	53.1	--
30日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1787m	--
10月1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	\$4116m	\$3838m
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.3%	--
1日 (木)	インド	RBILレポート	4.00%	--	4.00%	--
1日 (木)	インド	RBI現金準備率	3.00%	--	3.00%	--
1日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.25%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
9月24日 (木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	105.3	106.2	--
24日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	74.6%	73.3%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レポート	8.25%	10.25%	8.25%	--
25日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-85.9%	--
28日 (月)	南ア	PPI 前年比	--	--	1.9%	--
30日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-2.70b	--
30日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
30日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	37.4b	--
30日 (水)	ロシア	経常収支	--	--	600m	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
9月23日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-12.0%	-12.5%	-16.6%	--
23日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.4%	0.5%	0.2%	--
24日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	4.25%	4.25%	4.50%	--
25日 (金)	ブラジル	経常収支	\$2300m	--	\$1628m	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	5798.7m	--
28日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	3666b	--
29日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	13.0%	--
30日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	60.2%	--
10月1日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6609m	--
2日 (金)	メキシコ	景気先行指数(前月比)	--	--	11.0%	--
2日 (金)	メキシコ	国内自動車販売台数	--	--	77,092	--
2日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.0%	--

注:2020年9月25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 1~8月(実績)	SPOT	2020年 9月	12月	2021年 3月	6月	9月
<b>対ドル</b>							
<b>エマーGINGアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	6.8126 ~ 7.1778	6.8287	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
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)	70.705 ~ 76.909	73.904	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア (IDR)	13577 ~ 16625	14890	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン (KRW)	1150.65 ~ 1296.75	1168.82	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリング (MYR)	4.0515 ~ 4.4490	4.1650	4.15	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ (PHP)	48.441 ~ 51.823	48.565	48.6	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル (SGD)	1.3446 ~ 1.4647	1.3749	1.36	1.40	1.39	1.37	1.35
台湾ドル (TWD)	29.232 ~ 30.486	29.289	29.4	29.2	29.1	29.3	29.5
タイバーツ (THB)	29.97 ~ 33.18	31.54	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン (VND)	23161 ~ 23637	23175	23150	23250	23000	22900	22850
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	60.8860 ~ 82.8386	77.1049	74.00	75.00	74.00	76.00	75.00
南アフリカランド (ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	16.9443	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	5.8391 ~ 7.4169	7.6201	7.40	7.50	7.60	7.70	7.80
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	4.0044 ~ 5.9714	5.5100	5.40	5.20	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ (MXN)	18.5237 ~ 25.7849	22.1453	22.25	22.10	22.00	22.50	23.00
<b>対円</b>							
<b>エマーGINGアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	14.567 ~ 16.108	15.448	15.07	15.04	14.60	14.85	15.15
香港ドル (HKD)	13.020 ~ 14.422	13.608	13.42	13.27	12.87	12.98	13.21
インドルピー (INR)	1.367 ~ 1.566	1.427	1.39	1.34	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア (100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.708	0.725	0.692	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン (100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.029	8.81	8.80	8.62	8.71	8.88
マレーシアリング (MYR)	24.148 ~ 27.278	25.323	25.06	23.52	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ (PHP)	2.006 ~ 2.213	2.169	2.14	2.02	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル (SGD)	73.18 ~ 81.92	76.71	76.47	73.57	71.94	73.72	76.30
台湾ドル (TWD)	3.364 ~ 3.708	3.601	3.54	3.53	3.44	3.45	3.49
タイバーツ (THB)	3.215 ~ 3.729	3.344	3.38	3.24	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン (100VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4551	0.45	0.44	0.43	0.44	0.45
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.306 ~ 1.804	1.368	1.41	1.37	1.35	1.33	1.37
南アフリカランド (ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.225	6.12	6.24	6.25	6.12	6.06
トルコリラ (TRY)	14.051 ~ 18.875	13.838	14.05	13.73	13.16	13.12	13.21
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	17.901 ~ 27.687	19.142	19.26	19.81	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ (MXN)	4.226 ~ 6.013	4.763	4.67	4.66	4.55	4.49	4.48

注: 1. 実績の欄は2020年8月31日まで。SPOTは9月25日の9時20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。