

2020 年 10 月 30 日

The Emerging Markets Weekly

欧州における感染再拡大が重しに

新興国市場:先週末 23 日、新興国通貨はアジア時間で小動きにとどまった。ただ、欧州時間に入り株高でリスクオンムードが広がると、新興国通貨も堅調に推移。米国時間にはもみ合いで推移した。RUB は政策金利据え置きがサポート材料となった。一方、BRL はブラジル 10 月消費者信頼感指数の悪化を受け BRL は値を下げた。週初 26 日、新興国通貨は大半が上値の重い展開。アジア時間は様子見姿勢が強く小動きとなった。欧米時間に入ると、米経済対策協議の停滞や欧米での COVID-19 感染再拡大への懸念から株が下落し、ドル買いが加速した。TRY は対ドルで 8.0 を割込み前日比▲1.6%下落。予想外の政策金利据え置きのほか、欧米諸国との政治的な対立が懸念された。27 日、新興国通貨は大半が小幅な動きにとどまった。アジア時間には前日のドル買いが一服。欧州時間にはメルケル独首相が部分的なロックダウンに言及し株安・ドル高が進むも長続きせず、米国時間には再びドルが弱含んだ。こうした中、BRL は財政を巡る懸念から前日比▲1.4%下落、TRY も続落で史上最安値を更新。RUB の下落目立った。28 日、新興国通貨は大半が下落。欧州における COVID-19 感染再拡大への懸念が高まり、ユーロ安・ドル高とリスクオフが進展。いずれも新興国通貨には逆風となった。RUB は原油価格下落も重なり前日比▲2.4%、MXN、ZAR と TRY も売られた。29 日、アジア時間は前日の流れから新興国通貨は安く始まるも、CNY の反発にその後は下げ渋る展開。しかし、欧米時間には前日のリスクオフ相場が再開し新興国通貨は売られた。

アジア:マレーシアのアブドラ国王は 25 日、ムディン首相が要請した新型コロナウイルス危機に対する非常事態宣言を承認しない方針を示した。与党内でも対立があるなかで、国王の対応はムディン首相にとって大きな痛手となる。中国人民銀行(PBoC)の傘下にある中国外貨取引センター(CFETS)は 27 日、日々公表する人民元の基準値(中間値)の設定に際して考慮してきた「逆周期因子(カウンターシクリカルファクター、CCF)」の使用を原則廃止すると発表。人民元相場形成をより市場化させる。中国共産党の重要会議、第 19 期中央委員会第 5 回全体会議(5 中全会)が 29 日に閉幕。内需重視の「双循環」を柱とする 2021～25 年の「第 14 次 5 年計画」のほか、ハイテク立国や先進国並みの所得水準を目指す 2035 年の長期発展目標が発表された。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は 23 日、政策金利を 4.25%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。声明文では、地政学的な要素も含めてボラティリティが高い状況が続く可能性に言及したほか、新型コロナウイルス感染が再拡大するなか、今後の会合での利下げ検討を示唆した。

ラテンアメリカ:ブラジル中央銀行(BCB)は 28 日、政策金利を 2.0%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。前会合に続き、BCB は一定条件の下で政策金利据え置きを続けるとのフォワードガイダンスは維持した。もともと、市場の 2021 年末の政策金利見通しは前会合からむしろ引き上げられている。

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 亮大

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)

BCB のフォワードガイダンスにみる脆さ

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 10 月 28 日、政策金利(翌日物金利、Selic)を過去最低水準となる 2.00%に据え置くことを全会一致で決定した。据え置き判断は 2 会合連続となる。据え置きは市場の予想通り。2019 年 7 月以降、計 450bp の利下げが行われ、すでに政策金利はインフレ率を下回るマイナス金利の状態にある(図表 1)。また、前回会合(9 月)では、声明文に「追加的な緩和手段としてフォワードガイダンスを活用することが適切であると考え」との 1 文が追加され、利下げは一巡したとの見方が高まっていた。

今回の声明文でも、フォワードガイダンスが盛り込まれた。一定の条件が満たされる限り、BCB に利上げをするつもりはないことが示唆された。具体的には、①インフレ期待もしくはインフレ見通しが BCB のインフレ目標を明確に下回る、②財政方針に変更がない、③長期のインフレ期待が十分に抑制されている、の 3 点に言及があり、現状はこれらの条件が満たされているという。

もともと、条件付きだからこそ、かえって政策の見直しを BCB が迫られる可能性はある。実際、市場はその方向により傾きつつある。BCB の市場参加者サーベイによれば、2020 年末の Selic 見通しは 2.00%と前回会合時から変わらないものの、2021 年末の見通しは 2.75%と 0.25%pt 上昇した。また、翌日物銀行間金利の先物の動きからは、2021 年末時点の金利見通しが 0.70%pt 弱上方修正されたことがうかがえる(図表 2)。BCB がフォワードガイダンスの活用に動く一方で、市場では利上げ見通しが強まりつつあるという状況だ。

確かに、インフレ率(IPCA)見通しは抑制されたものにみえる。上述の市場サーベイによれば、2020 年と 2021 年の見通しは、それぞれ前年比+2.99%、同+3.10%にとどまる(図表 3)。また、USD/BRL が 5.60 から始まり購買力平価(PPP)に即した動きをみせるとすると、インフレ率は 2020 年で前年比+3.1%、2021 年で同+3.1%、2022 年に 3.3%になるという BCB の推計結果もある。いずれも、BCB のインフレ率目標(2020 年:前年比+4.00%、2021 年:同+3.75%)を下回る。

ただし、これらの前提には、2021 年末時点の Selic が 2.75%であるという見通しがある。0.25%毎の利上げとなれば 3 回分に相当する。この見通しが 2.00%であっても 2021 年のインフレ率は前年比+3.2%にとどまるとの BCB の推計結果もあるが、市場の見方は異なるのではないか。仮に、2021 年も Selic を 2.00%に維持しようとするれば、インフレ率とその見通しはより上昇し、結局は利上げせざるを得なくなる。これが、市場の見方の大勢と思われる。

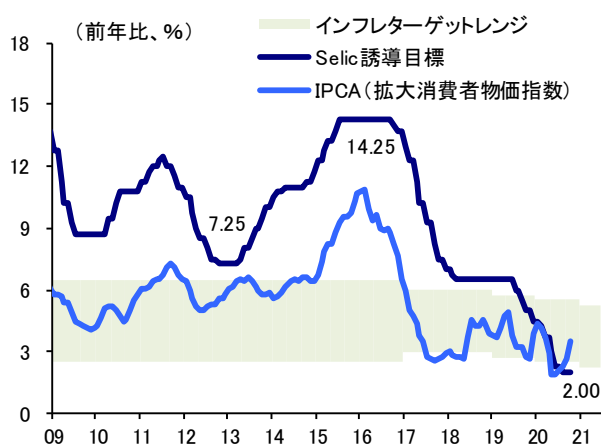
なお、2021 年末の Selic 見通しが足許にかけて上昇している背景としては、BRL 安が挙げられる。ドルが過剰感から弱含む中であって、BRL は対ドルで下落が続く通貨のひとつである。足許では対ドルで 5.79 まで水準を切り下げ、年初来では 3 割超下落、5 月につけた史上最安値(5.97)も再びみえつつある(図表 4)。その影響がすでに物価面に表れていることは、BCB も今回の声明文で触れている。市場サーベイのインフレ見通しは前回会合から小幅な上昇(3.0%→3.1%)にとどまっているが、同時に Selic の見通しを引き上げていることは上述の通りである。そして、BRL を他の新興国通貨と異なる動きとさせている要因に、経済政策を巡る混乱、端的には財政を

巡る不安感という固有の問題があることを考慮すれば、2020 年で収束するとも考えにくい。

このように見てみると、BCB のフォワードガイダンスには脆さが見出せる。政策金利据え置き条件となる②の財政方針は、追加財政措置の必要性和財政規律の維持で政府・議会内での対立が連日報道されているように揺らいでいる。財政への不安が燃えるほか、構造改革への期待感も衰えがちだ。また、海外には BCB が声明文で懸念を示した感染第 2 波の動きがみられ、輸出や対内直接投資の低迷(BRL 実需の低迷)の懸念を生む。BRL への逆風は強まっており、輸入物価を通じて①のインフレ見通しへの影響も強まりつつある。足許のインフレ率上昇はマイナス金利幅拡大という格好で、BCB が警戒してきた金融市場の健全性へのリスクにもなりうる。そして、①と②の条件が崩れてくれば、③の長期のインフレ期待も影響が避けられないだろう。

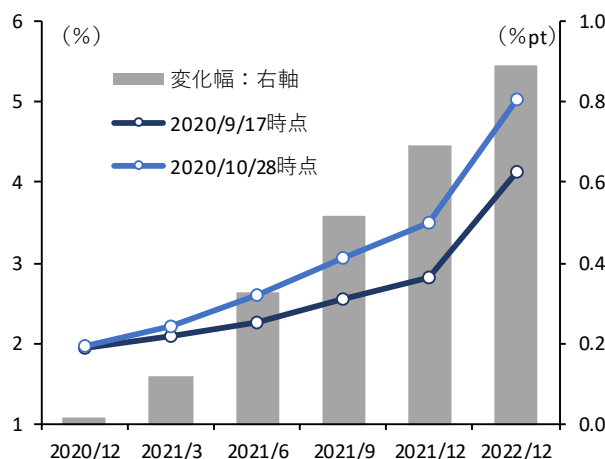
もはや、BCB のフォワードガイダンスは利上げを示唆するものになった感すらある。BRL 相場次第では、BCB が早期の利上げを迫られる展開もありうる点には注意しておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



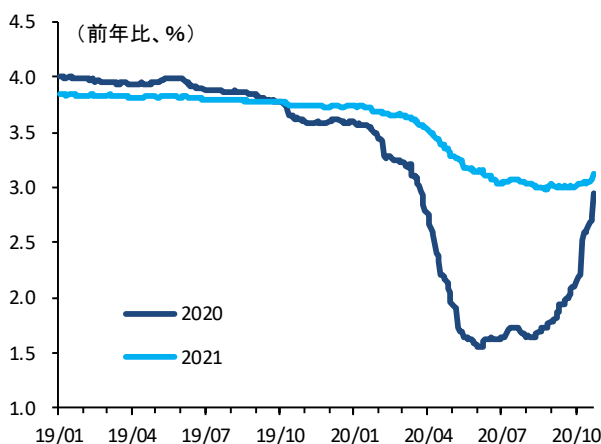
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 翌日物銀行間金利先物の 2 時点比較



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

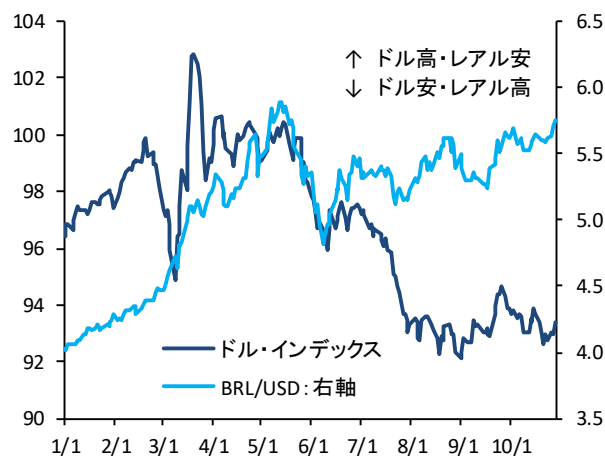
図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA、予想中央値)



(注) 2020 年 10 月 23 日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 4: レアルの対ドル・レートとドル・インデックス

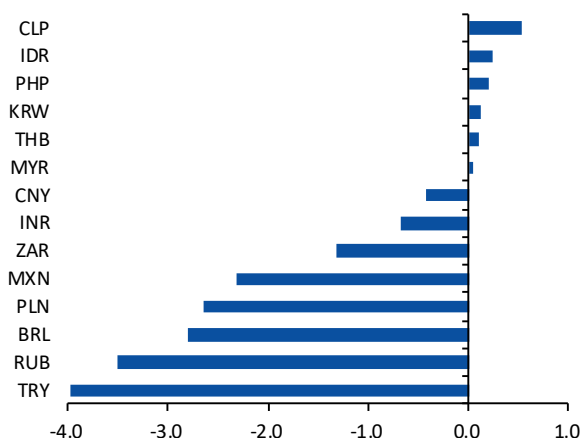


(注) 2020 年 10 月 28 日時点

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

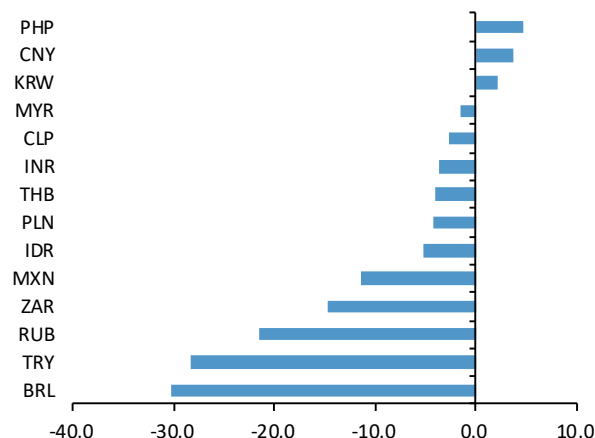
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



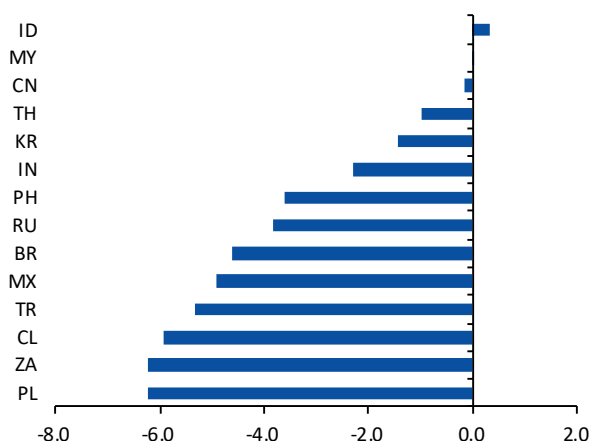
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



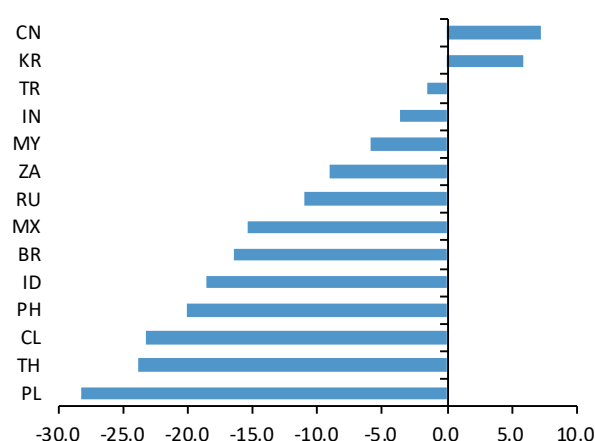
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



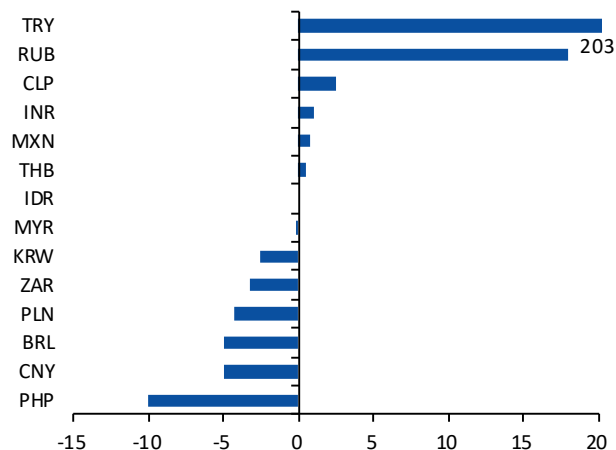
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

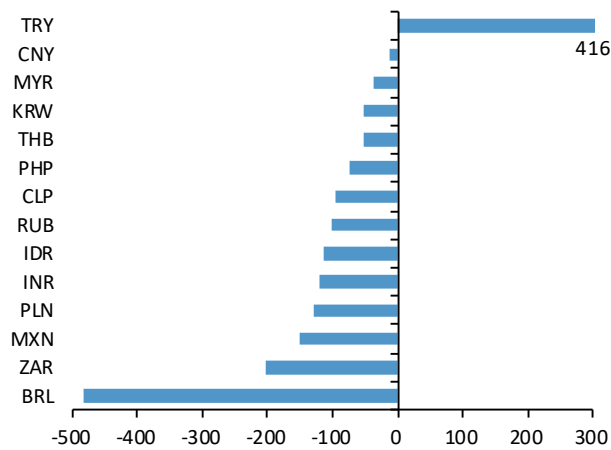
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりインドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

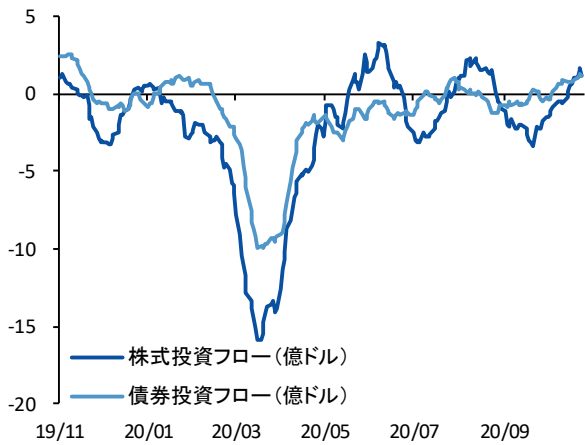
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

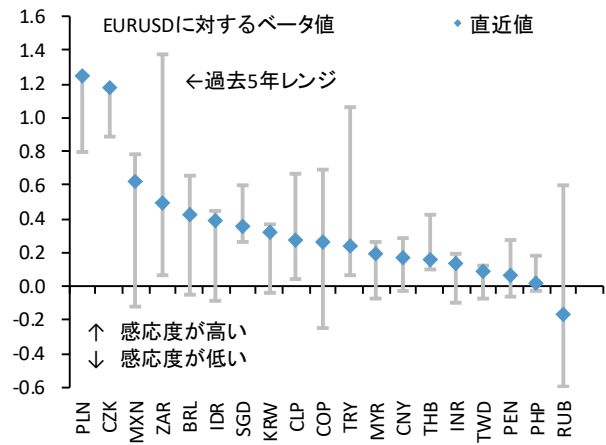
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



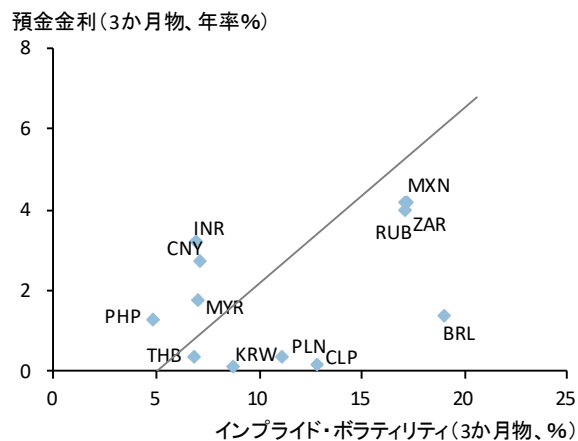
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



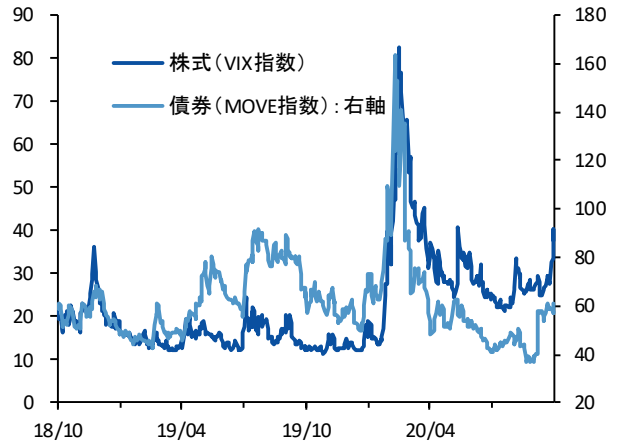
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



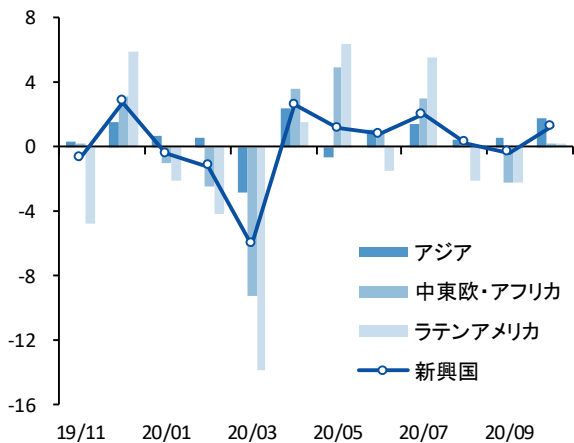
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



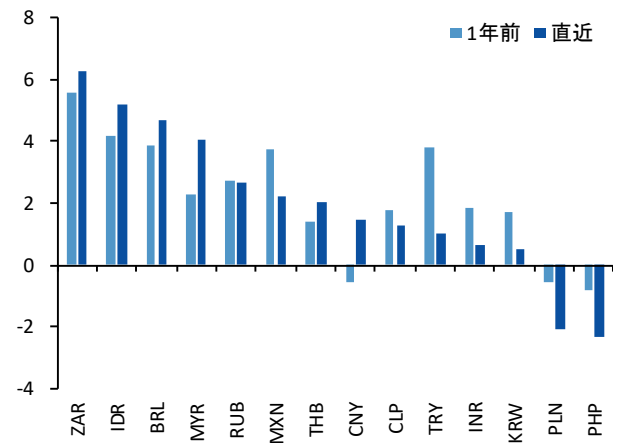
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月26日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	\$2104m	\$657m	--
27日 (火)	韓国	GDP(前年比)	-1.8%	-1.3%	-2.7%	--
28日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	2.0%	13.6%	-2.9%	--
29日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	76	68	--
30日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.3%	8.0%	-3.0%	--
30日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$2141m	--	\$2996m	--
30日 (金)	台湾	GDP(前年比)	1.1%	--	-0.6%	--
31日 (土)	中国	製造業PMI	51.3	--	51.5	--
31日 (土)	中国	非製造業PMI	56.1	--	55.9	--
11月1日 (日)	韓国	貿易収支	\$4542m	--	\$8880m	\$8696m
2日 (月)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	--	47.2	--
2日 (月)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	--	49.8	--
2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	52.8	--	53.0	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	1.5%	--	1.4%	--
2日 (月)	インド	日経インド製造業PMI	--	--	56.8	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.0%	--
3日 (火)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	--	1.75%	--
4日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2076m	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	55.0	--	54.8	--
4日 (水)	インド	日経インド・サービス業PMI	--	--	49.8	--
5日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$6565.5m	--
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	2.3%	--
5日 (木)	タイ	CPI(前年比)	--	--	-0.7%	--
5日 (木)	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	-5.3%	--
中東欧・アフリカ						
10月26日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	75.4%	74.6%	--
28日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.0%	3.0%	3.1%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	2.5%	2.5%	2.4%	--
30日 (金)	トルコ	貿易収支	-4.90b	--	-6.28b	--
30日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	30.0b	--	38.9b	--
11月2日 (月)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	--	--	48.9	--
2日 (月)	トルコ	マーケット/ISOTURK製造業PMI	--	--	52.8	--
2日 (月)	南ア	ABSA製造業PMI	--	--	58.3	--
3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	11.8%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	--	14.3%	--
ラテンアメリカ						
10月27日 (火)	メキシコ	貿易収支	3559.5m	4384.7m	6115.7m	--
28日 (水)	ブラジル	SELICレート	2.00%	2.00%	2.00%	--
29日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	3.1%	3.2%	4.3%	--
30日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	-8.8%	--	-18.7%	--
30日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	61.7%	--	60.7%	--
11月4日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6164m	--
4日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.7%	--
6日 (金)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	3.3%	--
6日 (金)	メキシコ	総設備投資	--	--	-21.2%	--
6日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	0.6%	--

注: 2020 年 10 月 30 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 1～9月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7512 ～ 7.1777	6.7150	6.80	6.80	6.75	6.75	6.70
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7520	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	74.110	75.4	74.8	73.5	72.5	72.2
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14625	15300	14600	13800	14350	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1131.45	1160	1160	1150	1150	1140
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1545	4.30	4.22	4.20	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.326 ～ 51.959	48.390	50.5	49.5	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3664	1.39	1.38	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.808 ～ 30.533	28.755	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.24	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23181	23500	23160	22900	22850	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	78.8993	76.00	74.00	75.00	77.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.3962	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.8568	8.3028	7.50	7.20	7.00	7.30	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.7816	5.25	5.00	5.10	5.20	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	21.3624	22.00	21.50	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	15.579	15.15	14.71	14.96	15.11	15.52
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.488	13.29	12.90	13.02	13.14	13.38
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.411	1.37	1.34	1.37	1.41	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.712	0.673	0.685	0.732	0.711	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.248	8.88	8.62	8.78	8.87	9.12
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.082	23.95	23.70	24.05	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.158	2.04	2.02	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	76.52	74.10	72.46	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.658	3.53	3.44	3.48	3.53	3.61
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.348	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4511	0.44	0.43	0.44	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.326	1.36	1.35	1.35	1.32	1.33
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.377	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	13.375 ～ 18.875	12.575	13.73	13.89	14.43	13.97	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	18.091	19.62	20.00	19.80	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.895	4.68	4.65	4.59	4.53	4.52

注：1. 実績の欄は 2020 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 30 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。