

2023年10月27日

The Emerging Markets Weekly

リスク心理は上向かず、アジア通貨が下げを主導

新興国市場:先週末20日のアジア時間、新興国通貨は総じて軟調。中東情勢への懸念が煽る中、アジア株式市場の下落も重しに。IDRは20年4月以来の安値をつけた。欧米時間、米金利の低下を受けて新興国通貨は反発。RUBが前日比+1.1%上昇。BRLも堅調なブラジル株式市場が支えとなり上昇した。週初23日、アジア時間の新興国通貨も米金利の動きが意識された取引。MYRとIDRが売られた。欧州時間に米10年債利回りが節目の5.0%を上回るも、長続きせずドルが反落。新興国通貨は持ち直し、RUBは前日比+1.2%上昇。MXNやBRLも堅調となった。24日、アジア時間は前日の流れを受けて軒並み上昇。THBはタイ9月貿易収支の結果が好感され前日比+1.0%値を伸ばした。欧州時間、独・ユーロ圏10月PMIが市場予想を下振れ、ユーロに連れて東欧通貨も下落。一方で、米10月PMIは底堅くドル買いに拍車がかかった。中南米通貨の大半は域内の株式市場の堅調が支援材料に。MXNとZARが下落する一方、RUBは前日比+1.0%、BRLも上昇した。25日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。中国全国人民代表大会(全人代)常務委員会が景気支援に向け、新規国債発行を承認したことでリスク心理は改善し株式市場は上昇するも、新興国通貨の反応はまちまち。MYRが上昇した一方、KRWは下落。欧米時間、米経済指標の良好な結果を背景にドル買い優勢に。ZARやMXNは軟調。RUBは原油価格の軟化を受けて上昇幅が縮小した。26日、アジア時間は引き続き米金利の上昇が重しとなり新興国通貨は下落。KRWやIDRが売られた。欧米時間には調整の動きも見られ、MXNやZARが強含んだ。

アジア:中国人民銀行(PBoC)は20日、最優遇貸出金利(LPR)の1年物を3.45%、5年物も4.20%にそれぞれ据え置くことを決定。同日発表された、マレーシア9月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.9%と市場予想を下振れた。23日発表のシンガポール9月CPIは前年比+4.1%と市場予想を上回った。26日公表の韓国7~9月実質GDP成長率は前年比+1.4%と4~7月期から加速し、市場予想も上振れた。フィリピン中央銀行(BSP)は同日、25bpの緊急利上げを実施し政策金利を6.50%にした。レモナ総裁は、インフレを抑制する至急の政策対応の必要性が生じたと説明し、追加利上げの可能性も示唆した。

中東欧・アフリカ:23日、南アフリカ準備銀行(中央銀行)のナイドゥ副総裁が辞意を表明していることが報じられた。25年3月末までの任期を待たずに辞任する意向だが、正式には承認されていない。トルコ中央銀行(CBRT)は26日、政策金利を500bp引き上げ35.00%にすることを決定。インフレ抑制のための利上げが継続した。RUBは原油価格の底堅さを受けて週間で+2.2%上昇した。

ラテンアメリカ:アルゼンチン大統領選挙は22日の投票で勝利の条件を満たす候補はいなかった。反米左派で与党連合のセルヒオ・マサ経済相、右派で野党のハビエル・ミレイ下院議員が11月19日の決選投票に進む。今後の政局予想が難航する中で、株式市場、ARSとも下落した。

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

長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

市場概観(インド)

流動性吸収に伴う債券売却プランに関する考察

金融市場部
長谷川 久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

過去の通貨ニュース(*1)の通り、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は10月4~6日に実施された金融政策委員会(MPC)で、政策金利であるレポレートを6.50%で据え置くことを決定するとともに、OMO(Open Market Operations)のもとで、保有するインド国債を「入札方式」で売りに出すことを示唆した。これを受け、一時インド10年金利は+10bp以上上昇するなど、一定のサプライズをもたらした。なお、過去を振り返れば、OMOでの債券の売り買いは断続的に行われてきたものの、入札形式で買入れが行われたのは、筆者がRBI公式サイトで確認する限り、2021年9月まで遡る必要がある。なお、入札を用いての国債売却は、行われたことがない模様だ。本欄では、RBIが今回このような決定を下した背景や、域内の金融市場に対する影響を考察したい。

まず、RBIがこのような発表をした背景としては、ダス・RBI総裁が説明した流動性調節以外にも、①政策金利以外の方法でタカ派姿勢をアピールする目的、②来年に控える総選挙を前に政府支出増大と流動性緩和が予見される中、予め銀行部門から資金を引き揚げる目的、の2点があると考えている。なぜダス総裁のコメントを額面通りに受け取らないのかとさえ、足許において流動性が緩和状態にあるわけではないからだ。ブルームバーグの試算によれば、銀行部門の流動性は22年以降超過幅を縮小し、ほぼ均衡状態にある(図表1)。ダス総裁も流動性に関しあくまで「歪みがある」としており、流動性が過剰であるとの判断には至っていないように見受けられる。よって、今このタイミングで入札方式での債券売却を示唆する必要性はあまりないように感じる。そもそも、後述の通り、すでにRBIは少額ながら保有債券の売却を始めており、これに加えて入札方式での売却をするのであれば、流動性管理以外の目的を勘ぐらざるを得ない。

かかる中、①に関しては、RBIの金融政策運営において、政策金利以外のツールも用いたいという願望もあるのではないかと。RBIは政策金利の据え置きを続けているものの、天候不順に伴う食品価格の高騰なども相まって、一部では利上げの再開を求める声もあった。今までは物価・経済見通しなどで今後のパスを説明し、利上げ再開に関しては慎重な姿勢を見せていたものの、これに関してはどうしてもハト派との評価をされやすい。FRBがタカ派姿勢を貫いていることも相まって、INR相場は史上最安値付近で一進一退の推移を続けており、RBIによるINR買いの為替介入も行われている状況だ。とはいえ、景気に配慮すれば利上げ再開のハードルは高い環境下、間を取るような形でタカ派姿勢をアピールしたかったのではないかと考えている。

②に関しては、来年の総選挙を見据えたものだ。過去の財政収支を確認すれば、総選挙の前後で悪化と改善が起きていることが確認できる(図表2)。総選挙を前に、票集めを目的とした大規模な経済対策などが打たれることが多く、結果として政府支出が大きくなりやすいためだろう。選挙活動と政府支出増加は、経済活動活発化や現金取引の増大をもたらす、流動性緩和に寄与する。これが予見される中、あらかじめ流動性を一定吸収しておきたい、という考えもあるのではないかと。

以上では、RBIの決定の背景に関して述べてきたが、以下では債券売却に伴う域内金融市場への影響について考えたい。上述の通り、RBIはセカンダリーにおける国

債売却をすでに始めており、それに伴ってスワップスプレッド(5年物、スワップ金利から国債金利を引いたもの)は反転し、縮小傾向にある(図表3)。これには様々要因が考えられるものの、現物市場に紐づく国債金利の流動性プレミアムが、デリバティブ市場に紐づくスワップ金利のそれよりも大きく上昇したと捉えるのが妥当ではないか。入札方式での債券売却が示唆されたことによる、サプライズのかつ一時的な流動性悪化要因も多分に含まれていそうだが、今後もRBIが、どのような形であれ保有国債の売却を進めるのであれば、それ自体は金利上昇要因となるだろう。

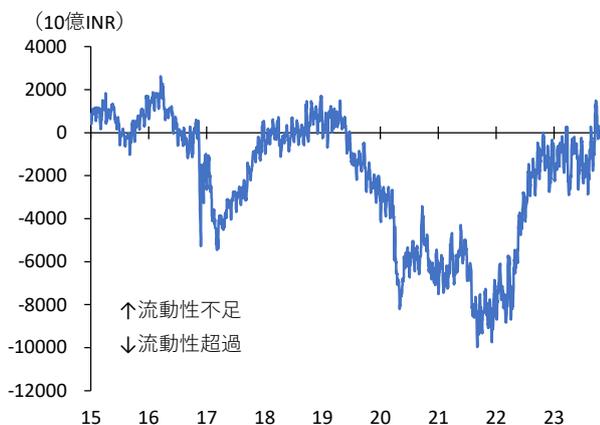
とはいえ、RBIが大規模な債券売却に動くとは考えにくいし、インド国債に買い手が見つからないといった事態も想定しにくい。上述の通り、銀行部門の流動性は過度に超過しているわけでもなく、大規模な国債売却は支持されない。RBIとしても、流動性危機を起こしたいわけでもないだろう。また、来年にはインド国債が新興市場債券指数(JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets)へ組み込まれる中(*2)、外国人投資家を含め、相応の規模の資金流入が期待される。現在は、インド国債はその大部分が国内の銀行で安定消化されているが、海外保有割合も増加するだろう。こうした環境下、RBIが入札方式で国債売却に動いたとしても、その買い手がいけないといった事態にはならない可能性が高い。

かかる状況下、RBIによる保有国債売却は、どのようなかたちであれ、もし大規模になれば金利上昇要因になりうる。ただし、買い手は多く存在し、流動性がひっ迫するような事態は想定されない。金利上昇圧力は限定的にとどまるだろう。為替市場に関しても、対米金利差と一定の相関が確認される中、影響は限定的となろう(図表4)。RBIが機動的に為替介入を行っている事実も、為替相場の急変動のリスクを押さえる見込みだ。総じて、RBIが公表した流動性管理のための入札方式を用いた国債売却は、小さな影響に留まる公算が大きい。

*1 詳細は、10月6日発行の通貨ニュース、『インド:10月金融政策会合～RBIは保有債券の売却を示唆～』をご覧ください。

*2 詳細は、9月22日発行の通貨ニュース、『インド:新興市場債券指数へのインド国債の組み入れが決定』をご覧ください。

図表 1: 銀行部門の流動性



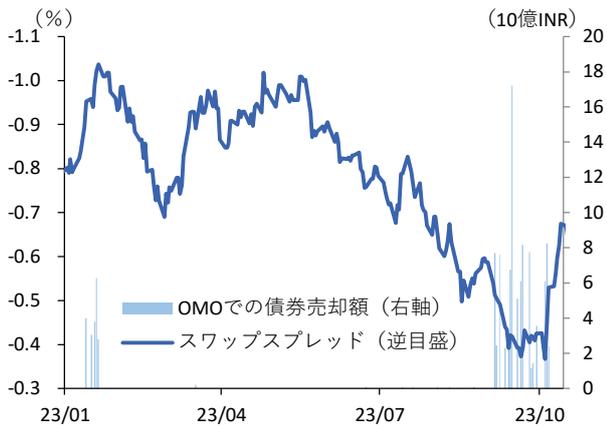
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 政府財政収支



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:スワップスプレッド(5年)と債券売却額



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:INR 相場と対米金利差



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

10月金融政策会合～IDR 安定化を意識した政策支援を強める

金融市場部
マーケット・エコノミスト
堀 堯大
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

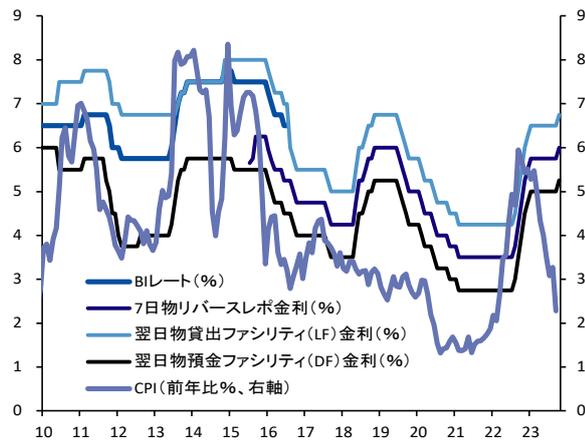
インドネシア銀行(中央銀行、BI)は18～19日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを25bp引き上げて6.00%とした(図表1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ6.75%、5.25%に引き上げた。BIの利上げは23年1月以来となった。なお、ブルームバーグの事前予想では、各種政策金利の据え置きが優勢であった。

声明文及びペリーBI 総裁の会見では、IDRの安定化に対する言及が目立った。本会合の前には米金利の上昇や中東情勢の悪化を受けてIDRは20年のパンデミック以来の安値を記録していた(図表2)。ペリー総裁は今回の利上げについて、世界経済の先行き不透明感が強まる中で、IDRの安定性を強める意図があったことを説明。物価動向を見ると、直近公表の9月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.3%と8月から約1%ポイント低下し、BIの定める目標レンジ(+2.0%～+4.0%)を安定的に推移している(図表3)。かかる状況を受けて、インフレ抑制の観点から利上げの必要性はなくなっていたが、ペリー総裁は食料品・燃料価格の先行き予想が困難となっていることを指摘した上で、IDR安を受けた輸入物価の高まりを通じてインフレが再加速する可能性を示し、今回の追加利上げに至った経緯を説明した。

また、足許においてBIは金利以外にもIDR安定化措置を実施している。具体的にはスポット市場やNDF市場における介入、債券市場における国債の買い入れなど、対応は多岐にわたる。直近では保有国債を裏付けとするIDR建ての新証券を発行する計画を公表したが、今回会合においては外貨建ての新証券(SRBI)の発行を発行し、海外資金の流入を促す方針を示した。先述の通り、足許のIDR安(及び新興国通貨安)は米金利上昇を背景としたドル高に押されている側面もあるだろうが、市場のリスク心理の悪化を受けて外国人による証券投資フローが悪化基調にある点も無視できないように思われる(図表4、5)。今回の決定はかかる動向を受けた対応であるとも考えられるが、市場心理が下方方向に傾いている状況下、まずは今後の資金流入状況を確認したい。

また、今回の追加利上げは足許の為替相場への対応を重視した以上、過度な引き締めが景気を下押しする可能性には一段と警戒が必要だろう。BIは足許堅調なPMI(図表6)をはじめとする景況感や内需の動向、政府の財政面からの支援もあって、従前目標の年間+4.5～+5.3%の成長を達成できるとの見方を示している。BIは今回の利上げの裏で銀行の流動性緩和や自動車ローンの頭金をゼロにする政策を延長することを決定するなど、景気支援への対応も行っている。今回の声明文を見ても政府との政策協調を意識した内容が散見されており、BIの方針はあくまで景気に配慮した金融政策の下で、機動的に通貨安を食い止める運営に注力していくものと整理したい。

図表 1: 政策金利と消費者物価の推移



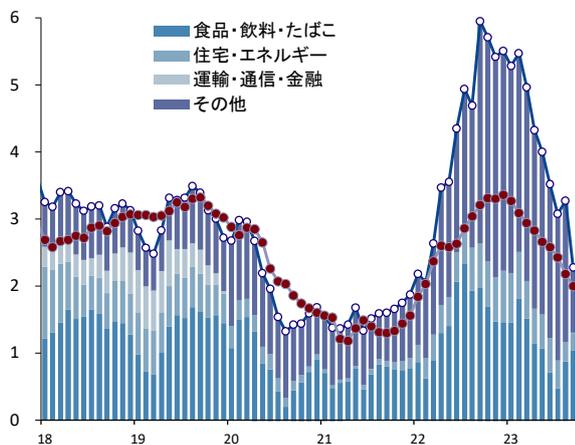
出所: インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: IDR 相場動向



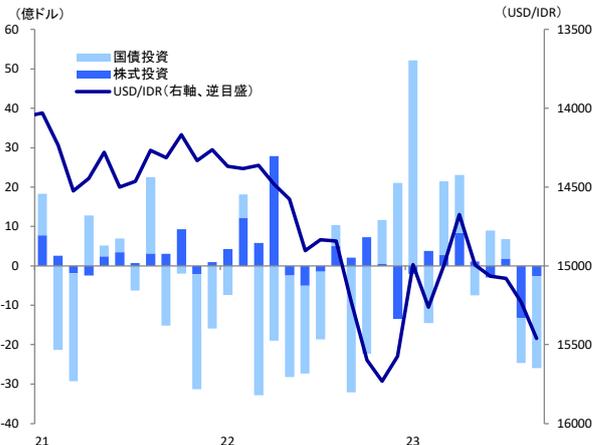
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向 (前年比%, %ポイント)



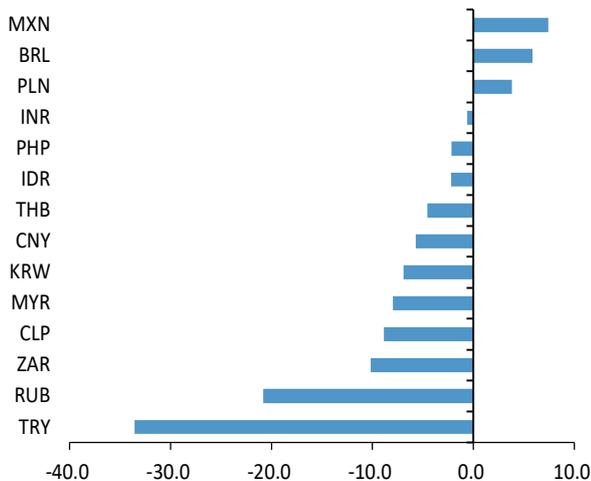
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 外国人による証券投資フローと IDR 相場



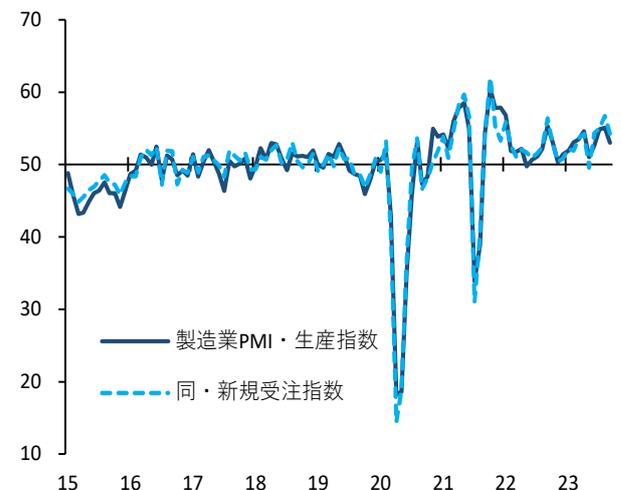
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図 5: 年初来の新興国通貨の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

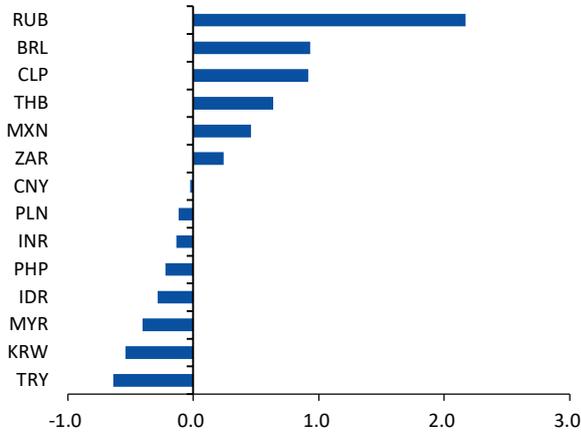
図表 6: PMI の推移



出所: Markit、みずほ銀行

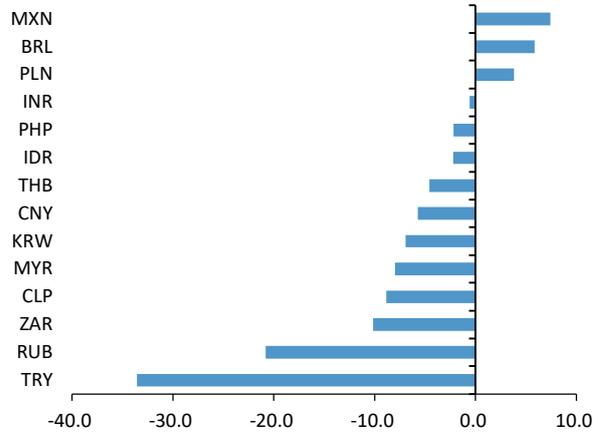
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



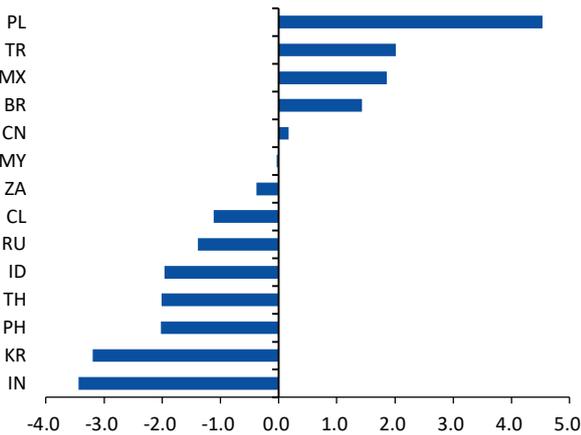
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



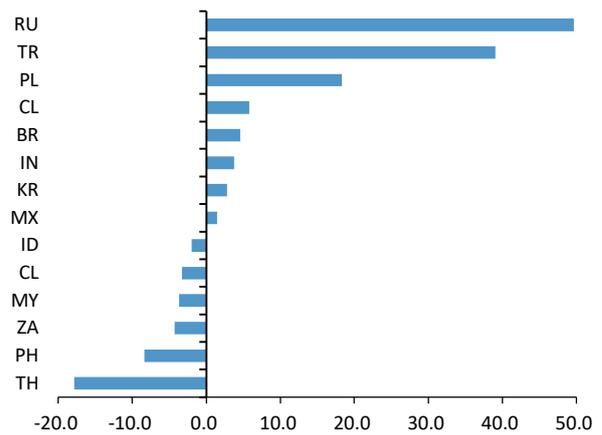
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



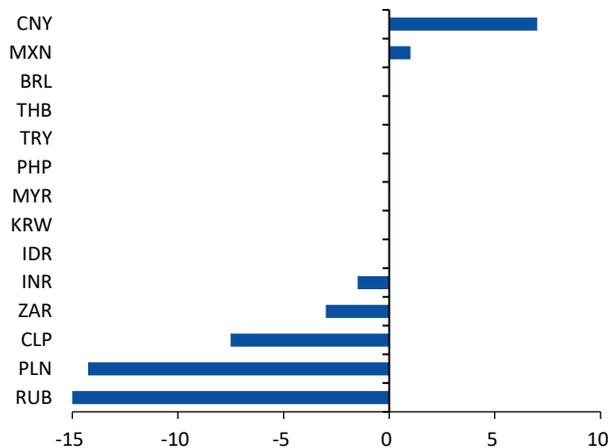
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

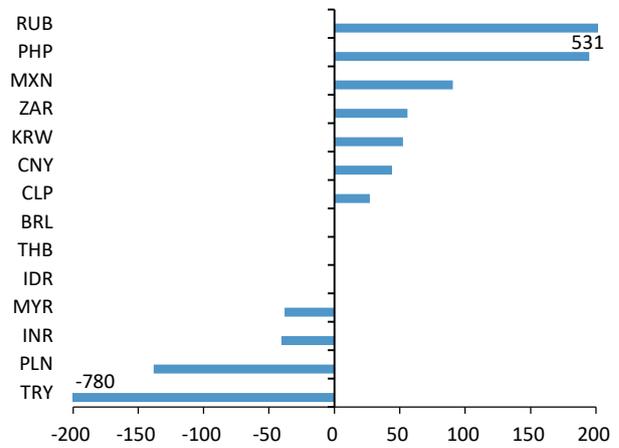
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

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)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

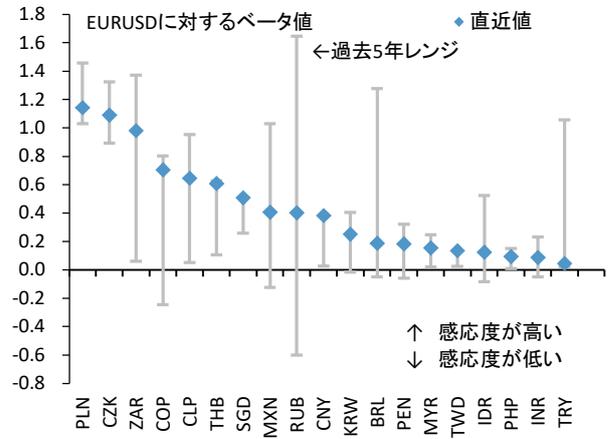
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



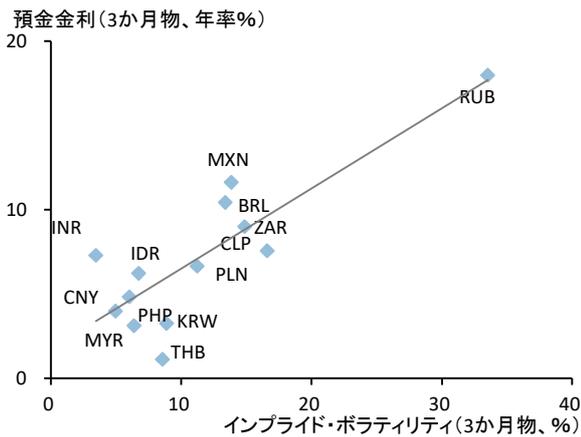
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



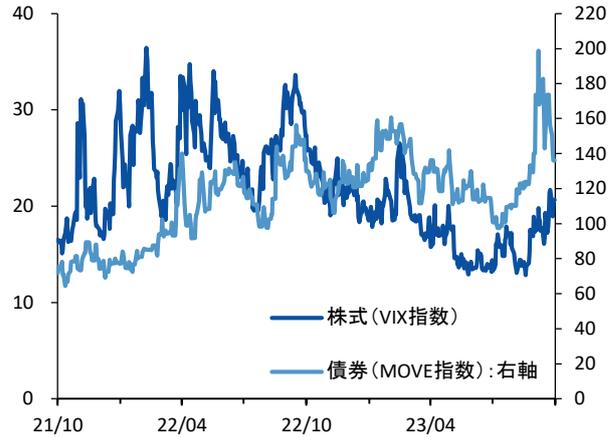
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



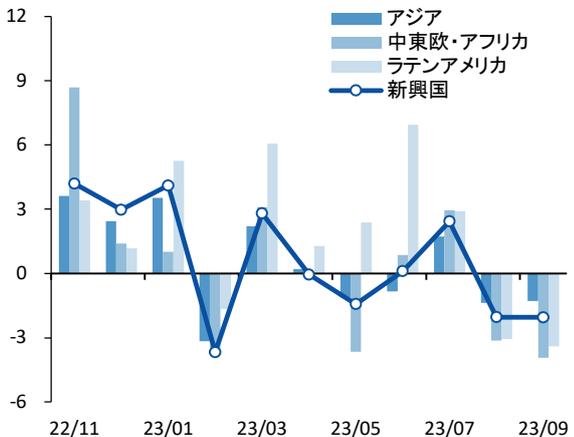
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



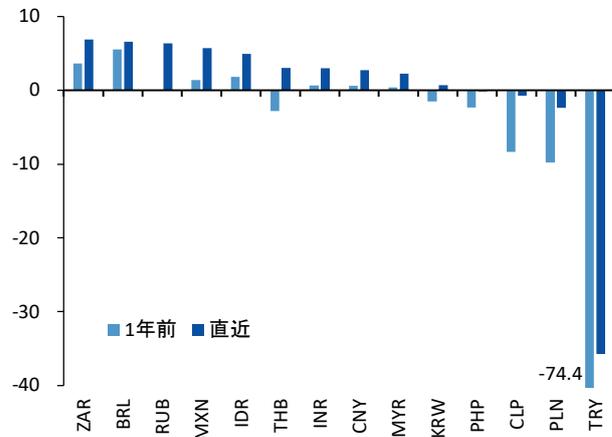
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	4.0%	4.1%	4.0%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-8.0%	-6.7%	-10.5%	--
24日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	1.3%	1.0%	--
24日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$400m	\$2090m	\$360m	--
25日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	98.1	99.7	--
25日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-250.9b	-133.0b	--
26日 (木)	韓国	景況判断(非製造業)	--	69	77	--
26日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	69	67	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	1.1%	1.4%	0.9%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-4.5%	-2.1%	-12.1%	-11.6%
27日 (金)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	17.2%	--
31日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.5%	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	--	--	50.2	--
31日 (火)	中国	非製造業PMI	--	--	51.7	--
31日 (火)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$401m	--
31日 (火)	台湾	GDP(前年比)	--	--	1.4%	--
11月1日 (水)	韓国	貿易収支	--	--	\$3700m	\$3697m
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.6	--
1日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	2.3%	--
2日 (木)	韓国	CPI(前年比)	--	--	3.7%	--
2日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.0%	--
2日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.1	--
3日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	4.0%	--
中東欧・アフリカ						
10月25日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	77.4%	77.3%	--
25日 (水)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	103.3	104.4	--
26日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.6%	5.6%	5.4%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.0%	5.1%	4.3%	--
26日 (木)	トルコ	1週間レポレート	35.00%	35.00%	30.00%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	14.0%	--	13.0%	--
31日 (火)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.66b	--
31日 (火)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	13.3b	--
11月2日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	11.0%	--
3日 (金)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	61.5%	--
3日 (金)	トルコ	PPI 前年比	--	--	47.4%	--
ラテンアメリカ						
10月26日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.2%	0.2%	0.4%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	-524.0m	--	-1377.1m	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	59.9%	--
31日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	3.6%	--
11月1日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.5%	--
2日 (木)	メキシコ	送金総額	--	--	\$5563.3m	--
2日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$8904m	--
2日 (木)	ブラジル	SELICレート	--	--	12.75%	--
3日 (金)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	29.1%	--

注:2023年10月27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

	2023年 1～9月(実績)	SPOT	2023年 12月	2024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)	6.6910 ~ 7.3503	7.3168	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8206	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー (INR)	80.883 ~ 83.274	83.230	82.9	82.8	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア (IDR)	14565 ~ 15643	15920	15230	15080	15670	15350	15050
韓国ウォン (KRW)	1216.30 ~ 1357.27	1359.69	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング (MYR)	4.2250 ~ 4.7080	4.7870	4.62	4.56	4.69	4.64	4.60
フィリピンペソ (PHP)	53.628 ~ 57.084	56.964	55.9	55.5	57.2	56.0	55.0
シンガポールドル (SGD)	1.3032 ~ 1.3740	1.3692	1.36	1.35	1.39	1.35	1.34
台湾ドル (TWD)	29.608 ~ 32.294	32.472	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ (THB)	32.57 ~ 36.83	36.26	35.7	35.3	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン (VND)	23415 ~ 24445	24601	24400	24200	24500	24100	23900
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	67.0415 ~ 102.2300	93.6727	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	18.9616	20.0	20.2	20.4	20.2	20.0
トルコリラ (TRY)	18.4339 ~ 27.4931	28.1709	26.0	25.0	24.0	25.0	26.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.6967 ~ 5.4798	4.9877	5.00	5.05	5.10	5.10	5.10
メキシコペソ (MXN)	16.6262 ~ 19.5882	18.1501	17.8	18.2	18.5	18.7	19.0
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	18.793 ~ 20.460	20.553	20.83	21.25	20.70	20.70	20.43
香港ドル (HKD)	16.295 ~ 19.141	19.229	19.13	19.52	18.90	18.82	18.51
インドルピー (INR)	1.559 ~ 1.799	1.807	1.81	1.85	1.75	1.76	1.76
インドネシアルピア (100IDR)	0.831 ~ 0.968	0.945	0.985	1.015	0.944	0.958	0.957
韓国ウォン (100KRW)	9.915 ~ 11.194	11.061	11.19	11.50	11.30	11.40	11.34
マレーシアリング (MYR)	29.106 ~ 31.886	31.403	32.47	33.55	31.56	31.68	31.30
フィリピンペソ (PHP)	2.325 ~ 2.637	2.642	2.68	2.76	2.59	2.63	2.62
シンガポールドル (SGD)	96.55 ~ 109.54	109.83	110.13	113.00	106.86	109.05	107.87
台湾ドル (TWD)	4.205 ~ 4.663	4.634	4.69	4.81	4.70	4.74	4.72
タイバーツ (THB)	3.770 ~ 4.184	4.148	4.20	4.33	4.05	4.14	4.11
ベトナムドン (10000VND)	0.5430 ~ 0.6149	0.6113	0.61	0.63	0.60	0.61	0.60
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.422 ~ 1.948	1.606	1.55	1.56	1.49	1.47	1.43
南アフリカランド (ZAR)	6.909 ~ 8.070	7.932	7.50	7.57	7.25	7.28	7.20
トルコリラ (TRY)	5.108 ~ 7.482	5.327	5.77	6.12	6.17	5.88	5.54
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	23.723 ~ 30.506	30.154	30.00	30.30	29.02	28.82	28.24
メキシコペソ (MXN)	6.651 ~ 8.778	8.285	8.43	8.41	8.00	7.86	7.58

注: 1. 実績の欄は2023年9月30日まで。SPOTは10月27日の7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。