

2019 年 11 月 1 日

The Emerging Markets Weekly

KRW が約 4 か月ぶりの高値水準

新興国市場:先週末 25 日の新興国通貨は概ね上昇した。ただし、29-30 日に開催される FOMC や英国の EU 離脱、米中貿易交渉の動向などが意識され様子見ムードとなり、大きく変動した通貨は少なかった。週初 28 日は先週末に米中交渉進展の兆しが見えたこと、欧州で EU が英国の離脱期限延期に合意したことが好感され、新興国通貨は続伸したが、シンガポール、インド、マレーシアが休場であったことから閑散取引であった。29 日の新興国通貨は小幅推移。米中交渉進展の期待感、英国の合意なき規離脱の懸念は後退し、リスクオンの基調は高まるも、FOMC を前に様子見ムードが続いた。KRW や PHP が上げを主導した一方で、ZAR は南アフリカ 1~3 月期失業率が 11 年ぶりの高水準となったほか、国営電力会社の救済計画を発表したことで下げが目立った。30 日は米国で FOMC が開催され、▲25bp の利下げが決定されたが、市場の想定通りであったため、新興国通貨に大きな影響はなかった。その一方で、米中貿易協議を巡る、合意に向けた第一段階の署名が遅れる懸念が広がったことで軟調な推移をする通貨が多かった。特に、前日に続き ZAR と内政不安が続く CLP については前日から下げ幅を拡大させた。31 日は米国利下げの影響でアジア通貨を中心に堅調に推移。KRW が上げを主導し、約 4 か月ぶりの高値を記録した。CNY も一時 8 月上旬以来の高値を記録するも、10 月製造業購買担当者景気指数(PMI)が 6 か月連続で 50 割れを記録し、上値は重かった。中南米では、中国がトランプ米政権と長期的で包括的な通商合意締結を疑問視しているとの報道に、MXN や BRL を中心に多くの通貨が下げに転じた。

EMEA:ロシア中央銀行(CBR)が 25 日、政策金利を▲0.5%引き下げ、6.5%とすることを決定した。28 日時点で年初来のインフレ率は+2.4%で推移しており、CBR は短期的にはインフレ率(2019 年目標:+4.0%)の低下リスクが上昇リスクを上回るとし、今後数回の会合で、一段の利下げの必要性について検討すると表明した。

ラテンアメリカ: NAFTA(北米自由貿易協定)に代わる USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)について、25 日、米議会が間もなく承認手続きを開始するという考えを示し、28 日には一時、MXN が約 3 か月ぶりの高値を記録した。BRL は先週 23 日、議会が年金改革法案の可決をしたほか、30 日、ブラジル中央銀行(BCB)の会合にて、直近の軟調な経済指標を要因に▲50bp の利下げを決定したことで、31 日には一時約 3 か月ぶりの高値を記録した。中銀の利下げは 3 会合連続で、5.0%の金利水準は過去最低となっている。アルゼンチンでは 28 日、大統領選で左派のフェルナンデス氏が右派で現職のマクリ氏に勝利した。新政権にとって、経済低迷が続くデフォルト危機に瀕する状況下、1,000 億ドル超の国債の債務再編に向け、IMF を含む債権者との交渉が第一の課題となる。チリでは先週から続く抗議デモの影響で、内相や財務相などが更迭された。かかる内政不安により、チリは来月の APEC 開催を断念した。

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 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(インドネシア)

10 月金融政策会合－4 か月連続で利下げ、ハト派姿勢を維持

市場営業部
大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

インドネシア中央銀行(BI)は 10 月 23～24 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 引き下げ 5.00%とした(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それぞれ 25bp ずつ引き下げ 5.75%と 4.25%とし、コリドーは 1.50%ポイントに維持した。BI は今年に入り 7 月から 4 か月連続で利下げを実施している。ブルームバーグ調査では 33 人中 23 人が 25bp の利下げを予想していた(残り 7 人は据え置き予想)ため IDR 相場への影響は限定的だった。

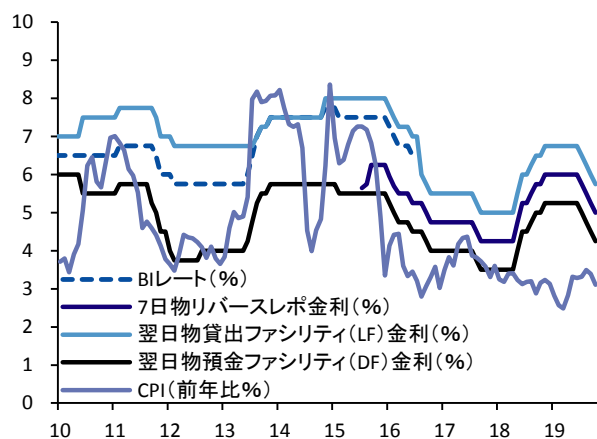
BI は 2018 年に自国通貨防衛のため 6 回にわたり合計 175bp の利上げを実施した。2019 年に入ってから IDR 相場は落ち着きを取り戻し、BI は 7 月の利下げを皮切りに 4 回連続、合計 100bp の利下げを実施している。前回会合(9 月 19 日開催)では政策金利の引き下げに加え、貸出の伸びを支援するマクロプルーデンス措置として、一部の貸出規制を打ち出した。預金率の算出における預金の定義を変更し、銀行も貸出余地を拡大させると述べ、9 月 20 日には融資規制緩和の詳細を発表している。また、BI のペリー総裁は前回会合後の記者会見で追加緩和の可能性について、低インフレ率と外部的安定性、GDP 拡大を支援する必要性に沿って、緩和的なポリシーミックスが追求されるだろうと述べていた。

今回の利下げについて BI は声明文で、インフレ率が抑制され、国内金融資産のリターンは魅力的な水準にあるなかで正当化されるとし、世界経済が鈍化する中で国内経済を刺激する予防的な措置だと述べた。世界の経済成長については、10 月の米中貿易協議により警戒感が和らいだにも拘わらず、引き続き鈍化していると指摘した。しかし、引き続き米中貿易や地政学リスクによって誘発された不透明感には警戒が必要と述べている。

国内経済については、政府関係局が協力して輸出や観光業、海外直接投資を含む外国資本流入を促進しながら景気を押し上げていく方針も表明した。2019 年の経済成長率については 9 月の 5.0～5.4%の下半分に収まるとの見通しから 5.0～5.4%の下限へと見通しを下方修正した。2020 年は+5.1～5.5%のレンジに向かうとの見方は維持した。

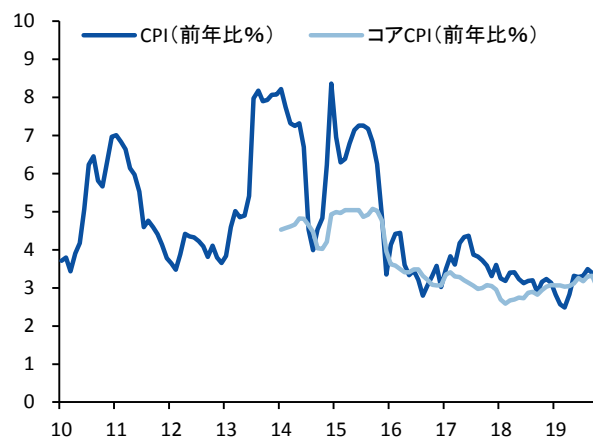
ペリー総裁は先行きも金融緩和を継続する姿勢を示し、緩和的なポリシーミックスの余地はまだあると述べた。国内の経済情勢を見つつ、適正な政策を活用して規模とタイミングを決めるとし、前回会合と同様ハト派な姿勢を維持している。インフレが低水準に収まり、引き続き IDR 相場の安定した動きが続けば、BI が年内に追加利下げを実施する可能性は高いだろう。

図表 1: インドネシア政策金利とインフレ率



出所: インドネシア中央銀行、インドネシア中央統計局、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インドネシア消費者物価指数(CPI)上昇率



出所: インドネシア中央統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

10 月金融政策委員会－3 回目の利下げ、追加利下げを引き続き示唆

市場営業部
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 30 日、政策金利(Selic)を 50bp 引き下げて過去最低水準となる 5.00%とすることを全会一致で決定した。7 月 31 日、9 月 18 日に続く 3 回目の利下げとなり、利下げ幅は計 150bp にのぼる。なお、ブルームバーグの調査ではエコノミスト 48 名全員が利下げを予想していたことから、市場の反応は限定的であった。

利下げの理由としては、インフレ率が目標値を下回る水準で推移し続ける、との判断がある。低成長もさることながら、構造改革(上院は 10 月 22 日に年金改革法を可決)の進展も背景に BRL は底堅く推移しつつあり、インフレ率は低下傾向にある。BCB のインフレ目標値は 2019 年が 4.25%、2020 年は 4.00%であり、目標値から±1.5%pt がレンジ(2019 年は 2.75～5.75%、2020 年は 2.50～5.50%)となるが、10 月 IPCA (拡大消費者物価指数)は前年比+0.72%とレンジ下限を下回った。

また、最新の市場サーベイ(10 月 25 日時点)によると、政策金利は 2019 年末と 2020 年末のいずれも 4.5%(前回会合時点ではいずれも 5.0%)、BRL のレートは 2019 年末と 2020 年末のいずれも 4.00(同、いずれも 3.90)になるとみられている。これをベースとした BCB のインフレ率見通しは、2019 年が 3.4%、2020 年は 3.6%になるという。仮に、政策金利が 4.5%、BRL が 4.05 で一定となるケースでも、インフレ率は 2019 年が 3.4%、2020 年は 3.7%となる。いずれのケースでも BCB の目標値を下回る見通しだ。

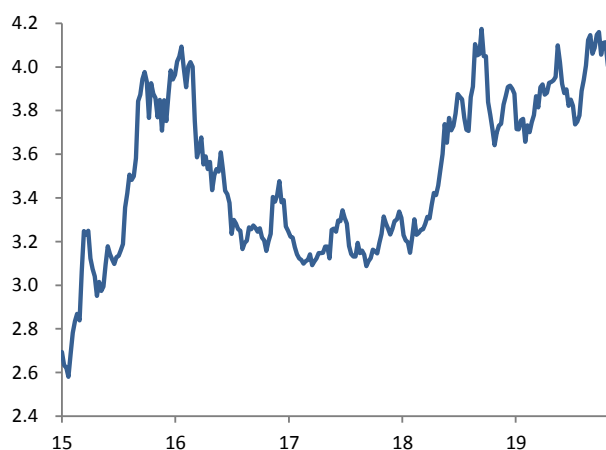
政策の先行きについては、従来の声明文にもある以下の文言を踏襲、追加緩和の可能性を示唆した。

The Copom judges that the current stage of the business cycle recommends caution when considering possible new changes in the degree of stimulus.

なお、インフレの行方については、上下両方向にリスクがあるとの認識を維持した。足許にかけての状況変化を踏まえて、声明文にはいくつか文言が追加・修正された。インフレ下振れリスクとしては、従来からの「高水準のスラック」に、「インフレ低下基調の伝播(the potential propagation of current inflation, through inertia)」が加わった。一方、上振れリスクとしては、「景気刺激効果の不測性(the current degree of monetary stimulus, which affects the economy with lags, increases the uncertainty about the transmission channels)」がまず挙げられた。従来の「構造改革の停滞」は、「新興国の景気見通し悪化」とともに、この不測性を増大させるリスクという位置づけとなった。

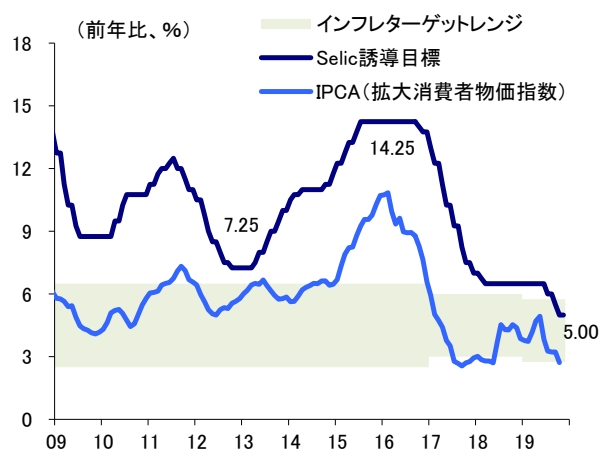
BCB としては追加利下げを模索していくものの、過去最低水準にある政策金利が資産価格の高騰や時間をおいて景気過熱につながる懸念が生じれば対処(利下げ停止やその後の利上げ)していくことになりそうだ。

図表 1: USD/BRL レート



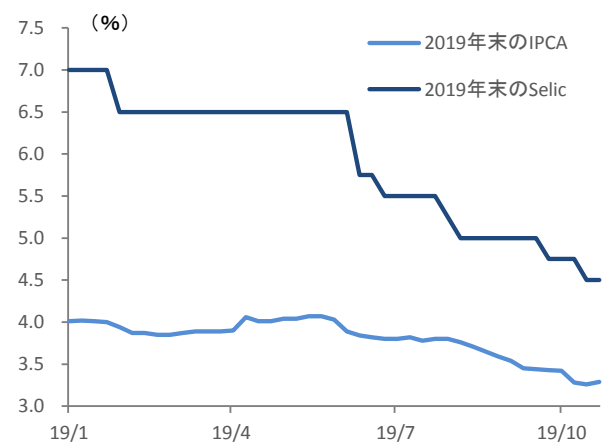
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 政策金利とインフレ率



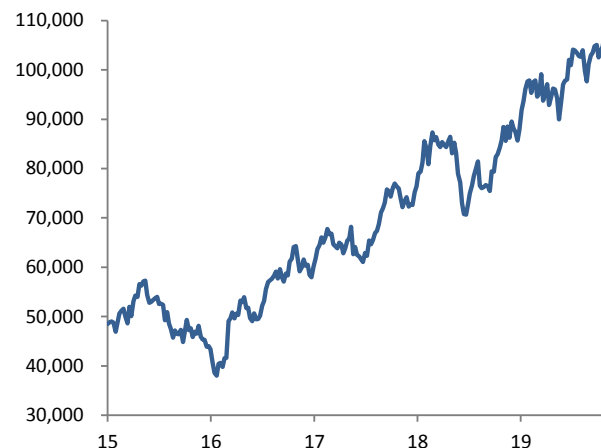
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 市場サーベイの変遷 USD/BRL レート



出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

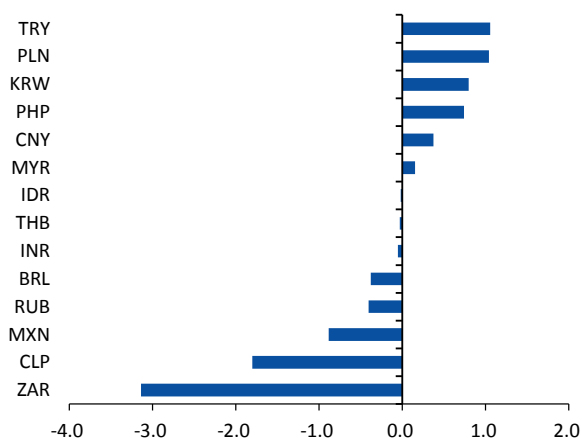
図表 4: ブラジル・ボエスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

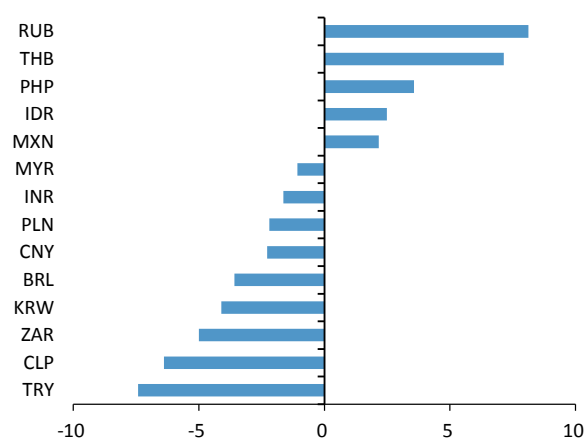
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



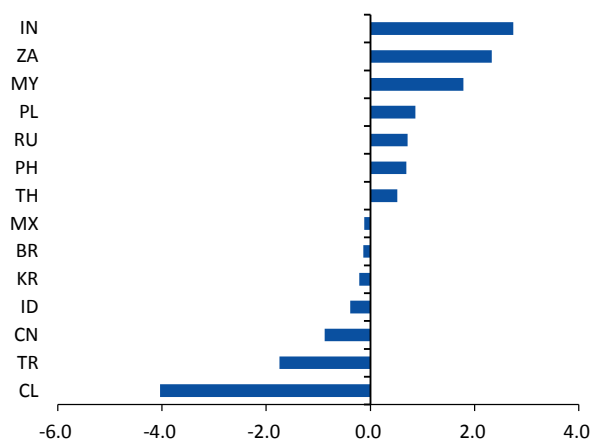
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



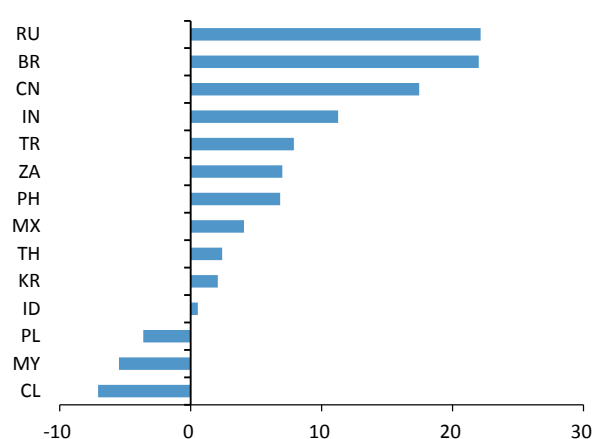
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



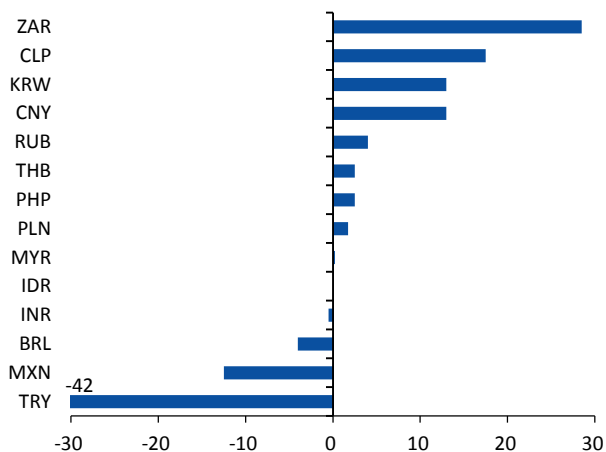
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



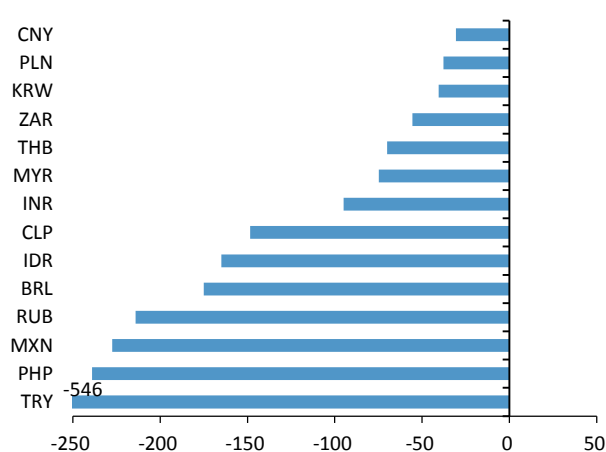
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

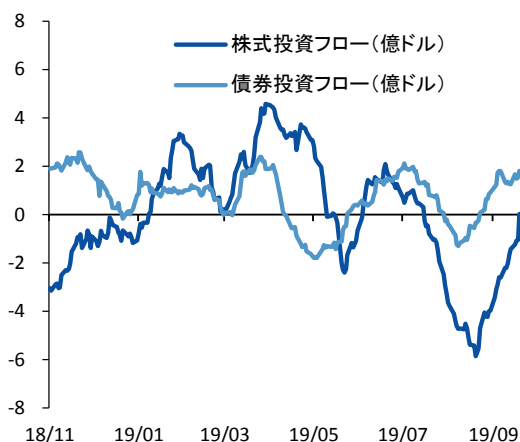
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

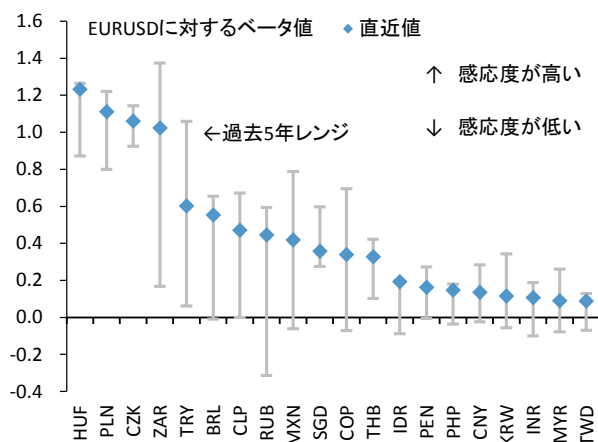
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4 週間移動平均)



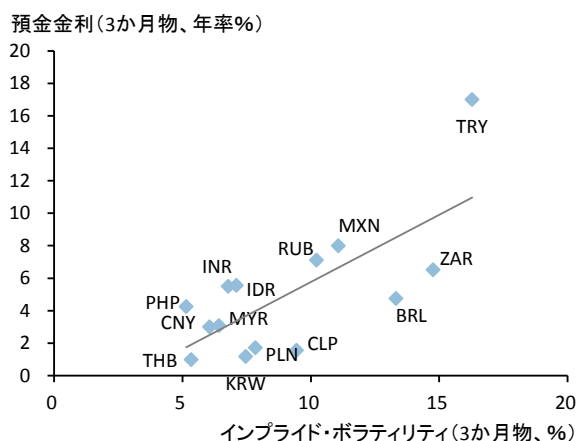
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



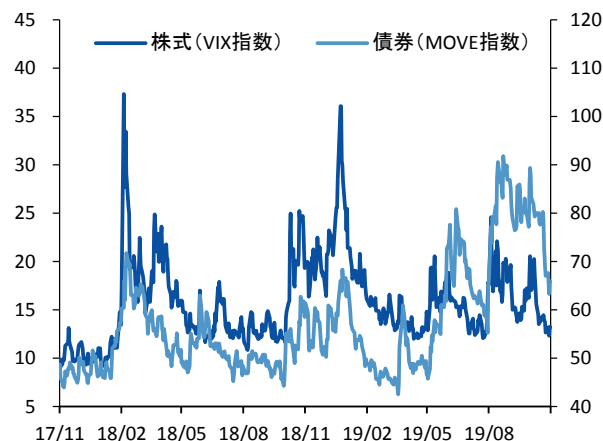
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



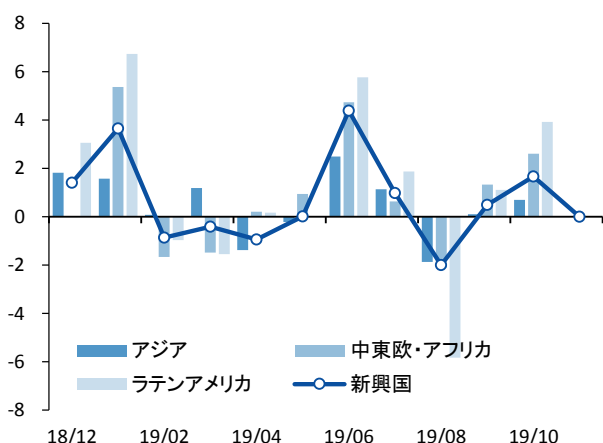
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



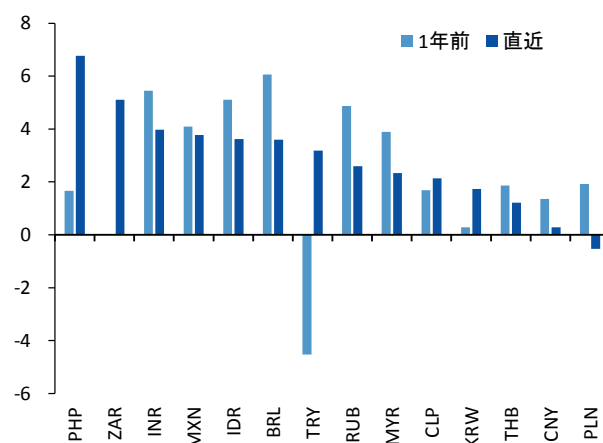
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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、%)



注: データの都合により南アフリカの 1 年前の値は未掲載。

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30日 (水)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-5.6%	5.7%	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-1.9%	0.4%	-2.9%	-3.3%
31日 (木)	中国	製造業PMI	49.8	49.3	49.8	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	53.6	52.8	53.7	--
31日 (木)	タイ	貿易収支	--	\$2687m	\$3583m	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	\$2767m	\$3531m	\$3990m	--
31日 (木)	台湾	GDP(前年比)	2.5%	2.9%	2.4%	--
11月1日 (金)	韓国	CPI(前年比)	-0.3%	0.0%	-0.4%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	\$4874m	--	\$5973m	\$5982m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.4	--
1日 (金)	タイ	CPI(前年比)	0.3%	--	0.3%	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	--	3.4%	--
4日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	-0.4%	--	-0.8%	--
4日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	--	5.1%	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比, 2012年=100)	0.8%	--	0.9%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.5	--	51.3	--
5日 (火)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.0%	--	3.0%	--
6日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5265.6m	--
6日 (水)	フィリピン	輸出(前年比)	--	--	0.6%	--
6日 (水)	台湾	CPI(前年比)	0.4%	--	0.4%	--
7日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.0%	--	5.5%	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	\$3.83b	--	\$3.13b	--
8日 (金)	インドネシア	国際収支:経常収支	--	--	-\$8400m	--
8日 (金)	中国	貿易収支	--	--	\$39.65b	--
中東欧・アフリカ						
10月31日 (木)	トルコ	貿易収支	-2.00b	-2.06b	-2.50b	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	4.3%	4.1%	4.5%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	2.0b	5.2b	6.8b	--
11月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	8.7%	--	9.3%	--
4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	2.5%	--
5日 (火)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	5	--
6日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	3.8%	--	4.0%	--
7日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.8%	--
ラテンアメリカ						
10月28日 (月)	メキシコ	貿易収支	212.5m	-116.2m	775.0m	--
30日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	3.3%	3.2%	3.4%	--
30日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	0.0%	-0.4%	-0.8%	--
31日 (木)	ブラジル	中央政府財政収支	-23.2b	-20.4b	-16.9b	--
31日 (木)	ブラジル	SELICレート	5.0%	5.0%	5.5%	--
31日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	55.0%	55.3%	54.8%	--
11月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.5%	--	-2.3%	--
2日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$1175m	--	\$2246m	--
6日 (水)	メキシコ	総設備投資	--	--	-7.6%	--
7日 (木)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	2.6%	--	2.9%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.0%	--

注: 2019 年 11 月 1 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

		2019年 1～10月（実績）	SPOT	2019年 12月	2020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)	6.6546 ～ 7.1876	7.0391	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8370	7.85	7.84	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.408	70.929	71.0	71.8	69.4	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14043	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1163.72	1180	1180	1170	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1782	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	50.702 ～ 53.025	50.735	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3607	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.381 ～ 31.731	30.445	31.25	31.00	30.75	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.13 ～ 32.51	30.17	30.3	31.2	30.4	29.8	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23202	23200	23350	23180	22980	22880
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.1324	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	15.1066	15.20	15.40	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7106	6.00	6.30	6.60	6.40	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.0195	4.00	3.95	3.90	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.2364	19.25	19.25	19.25	19.50	19.75
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.360	14.72	14.44	14.41	14.37	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.781	13.50	13.27	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.523	1.49	1.45	1.48	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.768	0.752	0.727	0.733	0.731	0.712
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.235	8.98	8.81	8.80	8.79	8.62
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	26.018	25.36	24.59	24.76	25.00	24.75
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.140	2.06	1.96	2.00	2.03	2.02
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	79.37	77.94	75.36	75.18	75.56	74.07
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.548	3.39	3.35	3.35	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.613	3.580	3.50	3.33	3.39	3.42	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4655	0.46	0.45	0.44	0.44	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.684	1.66	1.65	1.58	1.62	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.148	6.97	6.75	6.65	6.80	6.90
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.902	17.67	16.51	15.61	15.94	15.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	26.882	26.50	26.33	26.41	26.15	25.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.614	5.51	5.40	5.35	5.23	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 1 日の 8 時 35 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。