

2019年11月15日

The Emerging Markets Weekly

チリ・ペソが史上最安値を更新

新興国市場:先週末 8 日のアジア市場は、米中協議睨みでまちまちの動き。インドの格付け見通しが「安定的」から「ネガティブ」に引き下げられ、INR の下落が目立った。欧米市場に入ると、トランプ米大統領の「関税撤回で合意していない」との発言を受けて、新興国通貨が総じて売られる展開。ブラジルはルラ元大統領の釈放に伴う政情不安の懸念に石油鉱区の入札が再び不調となったことも重なり、BRL が大きく下落した。週初 11 日も関税撤回を巡る不透明感から新興国通貨は軟調に推移。アジア市場では、KRW や PHP の下落が目立った。また、反政府デモが続くチリでは、デモ鎮静化を目指して政府が憲法改正の要求を呑む姿勢を表明。市場ではポピュリズムの様相を強めることが懸念され CLP が大幅安、史上最安値を更新した。12 日、注目されたトランプ大統領の講演内容は新材料に乏しく、米国産農産物の購入を巡っても米中協議が困難に直面しているとの報道も嫌気され、新興国通貨は軟調な動きを継続した。CLP は一時前日比▲5%超の下落で史上最安値を再び更新。その後は、チリ中央銀行のけん制発言もあり下落幅は同▲3%まで縮小した。中南米では同様に政情不安やその影響が懸念される国々が散見されつつあり、COP や MXN の下落が目立った。13 日、前日の欧米市場の流れを引き継いで KRW 等のアジア通貨は総じて軟調。また、デモ懸念から CLP や COP が続落したほか、インド準備銀行(RBI)の介入姿勢が 9 月に強まったことを受けて INR も下げが目立った。14 日、米中協議の先行きに対する楽観が弱まる中、新興国通貨はまちまちの展開。アジア市場では、中国の軟調な景気指標を手掛かりに TWD や KRW が弱かったものの、THB や PHP は堅調。欧米市場では、CLP が史上最安値を更新、COP や BRL も下落した一方、ZAR や RUB が買われた。

アジア:フィリピン中銀(BSP)は 14 日、政策金利(翌日物リバースレポ金利)の据え置きを決定した。BSP は 2019 年に計 75bp の利下げに踏み切ったが、足許ではジョクノ総裁が景気には十分すぎる支援をしてきたと年内の金融緩和の打ち止めを示唆していた。当面は政策効果を確認する姿勢とみられる。

中東欧・アフリカ:13 日に発表されたロシアの 7~9 月期実質 GDP(速報)は前年比+1.7%と 4~6 月期(同+0.9%)から加速した。もっとも、消費の低迷が続いており、経済発展省によれば成長率加速は一時的で 10~12 月期は減速が予想されている。2019 年通期では前年比+1.3%になるとの見通しを維持した。

中南米:メキシコ中銀(Banxico)は 14 日、政策金利(翌日物金利)を 7.75%から 7.50%へと 25bp 引き下げることを決定した。インフレ率が抑制されている一方、景気低迷が続いていることが背景。声明によれば、50bp 引き下げを求めたメンバーもおり、市場では次回 12 月会合での追加利下げが予想されている。

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

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(フィリピン)

11月金融政策会合一前回会合から政策金利を据え置き

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

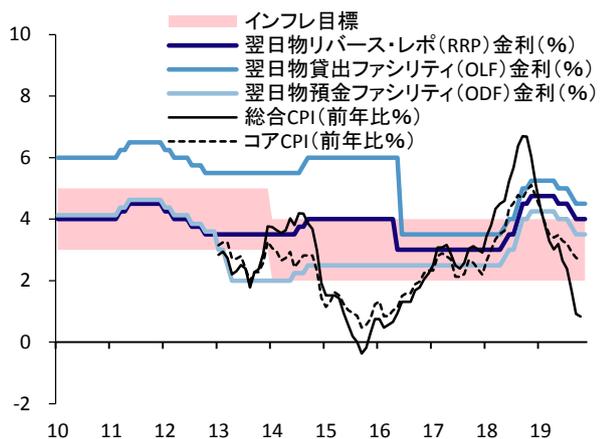
フィリピン中央銀行(BSP)は14日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート据え置きを4.00%とした(図表1)。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも現行の4.50%と3.50%の据え置きとした。BSPは今年5月から3度(計▲75bp)の利下げを実施していたが、今回は市場の予想通り、一旦追加利下げを見送った格好となった。

BSPは18年に、台風等の悪天候による食料品の供給不足を主因に、CPI上昇率がインフレ目標圏(+2.0~4.0%)を大きく上回る水準が続いたことで(図表2)、5回にわたり合計150bpの利上げを実施した。19年には食料品供給も落ち着き、CPI上昇率は概ねインフレ目標圏での推移が続いているものの、米中貿易摩擦による先行き不透明感や、世界経済の停滞、国内の予算成立の遅れなどで国内経済の減速が懸念されてきた。直近では、政府が19年の目標成長率を+6.0~7.0%に引き下げたほか、IMF、世界銀行など各主要国際機関もフィリピンの実質GDP成長率を▲0.5pts程度下方修正した。BSPは、上記状況を踏まえ今年5月以降、緩和路線に転じており、3回にわたり合計▲75bpの利下げを実施していた。

今回の据え置きについてBSPは声明文で、現状の段階でインフレ率は19年から21年にかけて、設定した目標圏の範囲に収まると述べた。インフレ率上昇要因として、アフリカの豚コレラ流行による食料価格の上昇や、中東情勢の悪化による原油価格の上昇を挙げた一方、世界経済の減速や米中貿易摩擦に端を発する貿易政策の不確実性は物価上昇の重石となると述べた。また、BSPは上述した物価変動要因と国内の底堅い経済成長見通しのもと、年内に既に実施した政策金利と預金準備率の引き下げを一拍置くことが現状の金融政策上、適切であると結論づけている。

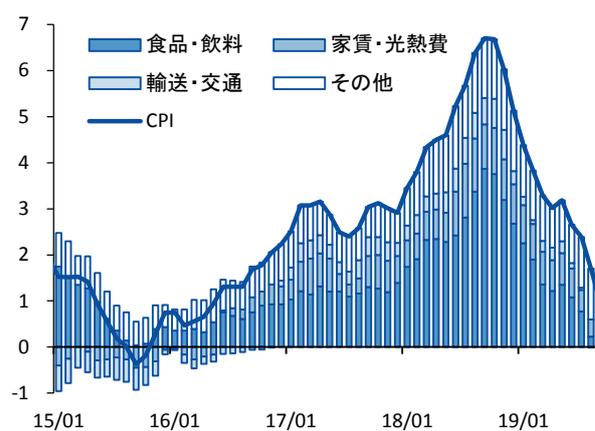
今回、追加緩和は見送りとなったが、見方を変えれば来年以降に利下げ余地を残したとも解釈できるだろう。足許、フィリピンは財政赤字かつ経常赤字(いわゆる双子の赤字)の状態であり、今後も国策として掲げるインフラの強化による財政支出とインフラ整備関連財の輸入が進めば、このトレンドは変わることがないと見込まれる。この状況下、BSPが双子の赤字を当面のペソ安要因と捉え、更なる通貨安要因なりうる利下げを今回は為替安定化や今後の景気刺激の選択肢として見送ったとも考えられる。今後BSPは、CPIやGDPなどの経済指標を世界的な経済停滞のもと引き続き注視し、金利水準が適切であるかを精査していくと述べており、将来的に各指標が目標圏を下回る推移が続く場合、改めて追加利下げを模索するものと見込まれる。

図表 1: 消費者物価とインフレ目標(%)



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: 消費者物価上昇率(前年比%、寄与度%ポイント)



(右上) フィリピン国家統計局、CEIC、みずほ銀行

市場概観(中南米)

域内に広がりつつある政情不安が重しに

市場営業部
堀内 隆文
03-3242-7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

米中協議の行方を巡る両政府の動きや各種報道に一喜一憂する状況が続いているが、こと中南米通貨については左派勢力の台頭にもなう政情不安が重石となってきている。米中の緊張感が再び高まった 8 月以降、CNY を中心に多くの新興国通貨が下落したが、米中の歩み寄りに対する期待感から下落幅を取り戻しつつあるのが現状だ。しかし、主な中南米通貨はむしろ下落幅を足許でも拡大し、新興国通貨の間でもパフォーマンスが劣化する状況にある(図表 1)。

通貨の下落率が最も大きくなったのは左派政権が発足するアルゼンチンだ。8 月の大統領予備選で、前政権に連なる左派候補者であるフェルナンデス氏が優勢となると、ARS は大きく下落。中央銀行は通貨防衛に迫られた。その後も、公式レートと非公式レートの乖離は拡大、市場は混乱に見舞われた(図表 2)。債務再編の必要性を唱える同氏が 10 月の大統領選で勝利すると、中央銀行は通貨統制を強化。新政権と IMF との関係悪化も懸念され、市場の安定化が展望できる状況にはない。

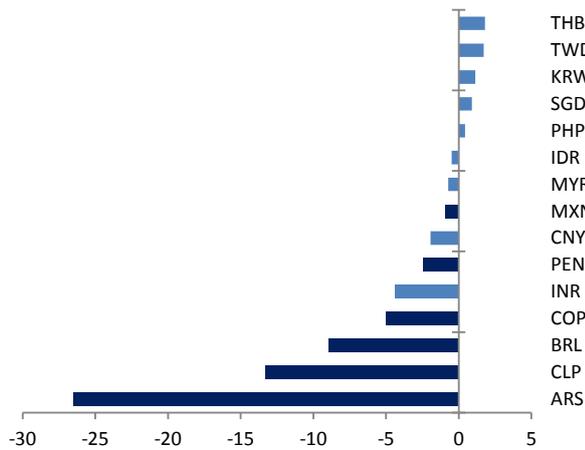
アルゼンチンの混乱の影響が最も懸念されるのが、経済的な結びつきが強いブラジルだ。BRL は米中対立の高まりに隣国の混乱が重なり、8 月に大きく下落(図表 3)。その後は年金改革の進展もあり、足許にかけては持ち直しつつあった。ただ、汚職問題で服役していたルラ元大統領が釈放され、左派勢力の再結集が懸念されつつある。スト等の動きが高まってくる場合や議会運営に支障をきたす場合、構造問題の克服によるブラジル経済の復活は遠のいてしまう。

実際に左派のデモが激化し、政情不安が高まっているのがチリである。デモのきっかけは公共交通機関の値上げに対する反発であったが、やがて 100 万人規模の緊縮策反対デモに発展。一部が暴徒化し治安が悪化、11 月に予定されていた APEC 首脳会合の開催が不可能な状態まで陥った。政府は閣僚刷新や社会保障拡充、憲法改正等に応じる姿勢を見せてはいるが、事態収拾にはいたっていない。市場では、同国の経済政策がポピュリズム色を強めることが懸念されており、CLP は史上最安値を更新中である(図表 4)。

また、同様にデモの拡大による政情不安が警戒されているのがコロンビアだ。報道によれば、11 月 21 日に全国規模のデモが予定されている。同国はベネズエラからの移民流入や、武装勢力との和平合意の破綻等、政情が落ち着かない。チリにおける政情不安が長期化する中、足許で COP にも下落圧力が強まっている格好だ(図表 5)。失脚したボリビア大統領の亡命を受け入れたメキシコにも懸念が付きまとう。反米左派政権を公然と支持する姿勢は、対米関係の改善が必要な同国にとってプラスにはならないだろう。確かに、メキシコの政情は安定しており、MXN は中南米通貨でも相対的に安定している(図表 6)。ただ、対米関係は読みきれないところがある。

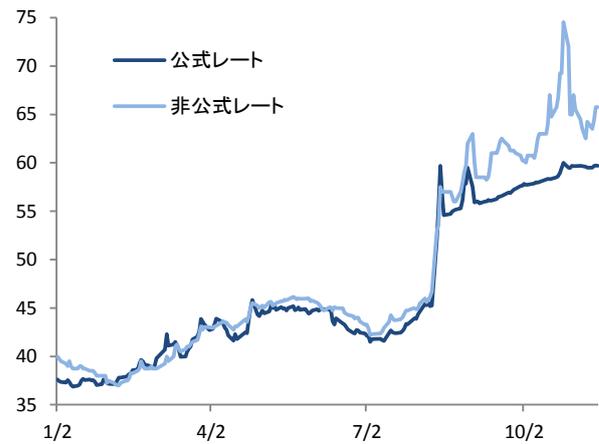
以上のように、中南米で高まる政情不安については、各国の事情のほか、それが伝播し得る点に注意したい。特に、左派政権の成立やポピュリズムの高まりは、経済に悪循環をもたらしてきた経緯がある(図表 7)。そして、それは時に金融不安にもつながってきた。IMF のスタッフが 2018 年にまとめたレポート(IMF Working Paper ”Systemic Banking Crises Revisited”)では、世界における過去の金融危機についてまとめている。2000 年以降は発生が抑制されてきてはいるものの、中南米諸国において通貨危機や国債の債務再編が繰り返されてきた歴史があることは事実である。政情不安の深刻化やその結末次第では、市場はこのリスクを無視できなくなるだろう。

図表 1: 対ドルレート騰落率(2019/7/31~11/14)



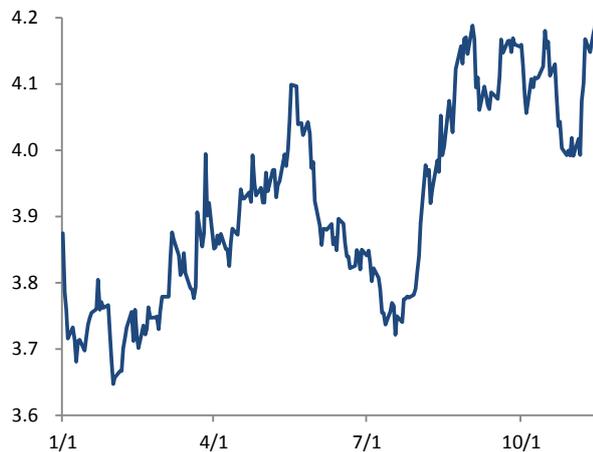
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: USD/ARS レート



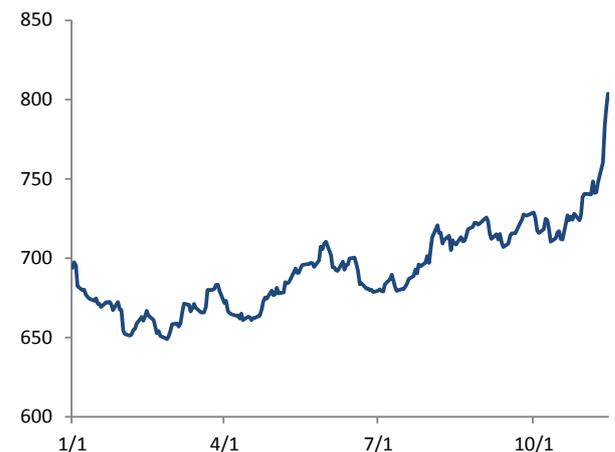
出所: データストリーム、みずほ銀行

図表 3: USD/BRL レート



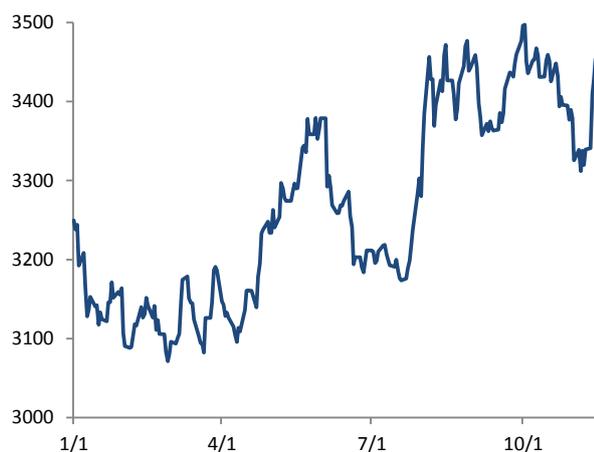
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: USD/CLP レート



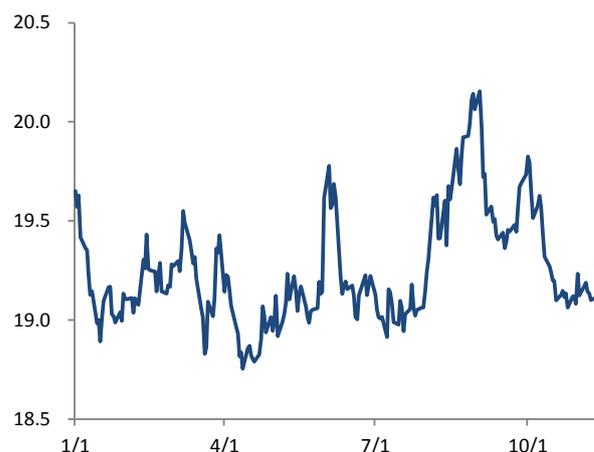
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: USD/COP レート



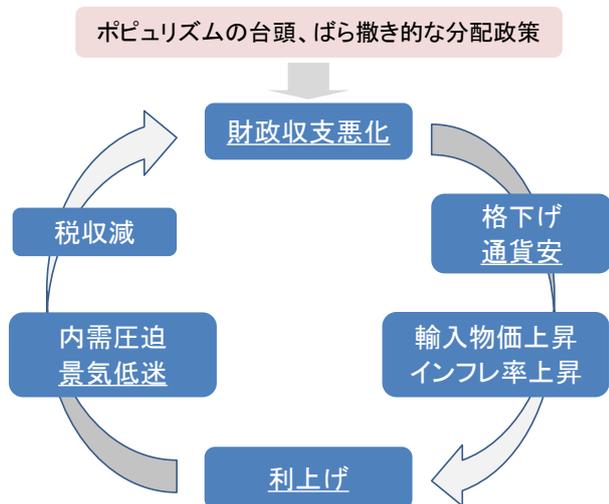
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: USD/MXN レート



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 7: 懸念されるポピュリズム政策の悪循環



出所: みずほ銀行

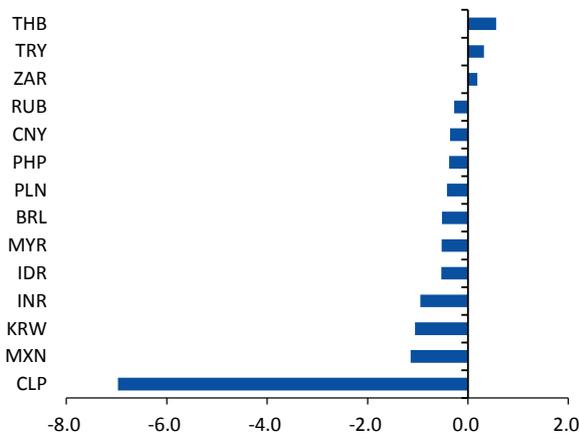
図表 8: 中南米諸国で危機が発生した年

	通貨危機	国債の債務再編
アルゼンチン	1975, 1981, 1987, 2002, 2013	1993, 2005, 2016
ボリビア	1973, 1981	1992
ブラジル	1976, 1982, 1987, 1992, 1999, 2015	1994
チリ	1972, 1982	1990
コロンビア	1985	
メキシコ	1977, 1982, 1995	1990
パラグアイ	1984, 1989, 2002	1992
ペルー	1976, 1981, 1988	1996
ウルグアイ	1972, 1983, 1990, 2002	1991, 2003
ベネズエラ	1984, 1989, 1994, 2002, 2010	1990

出所: IMF Working Paper (Sep. 2018) " Systemic Banking Crises Revisited", みずほ銀行

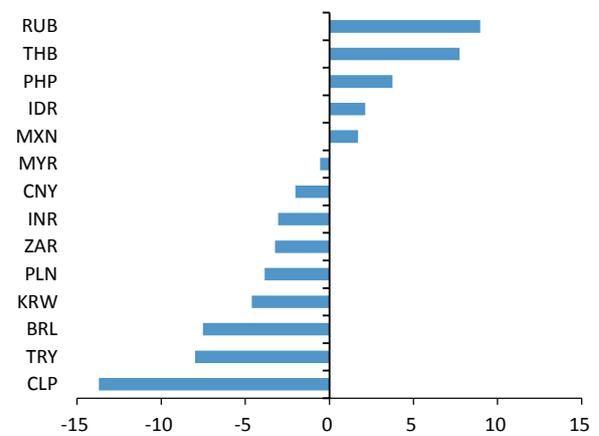
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



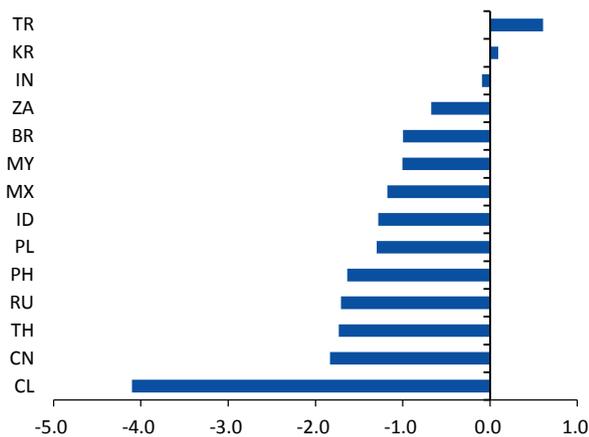
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



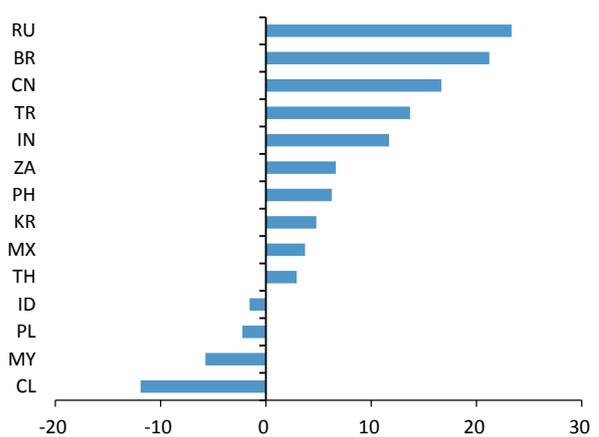
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



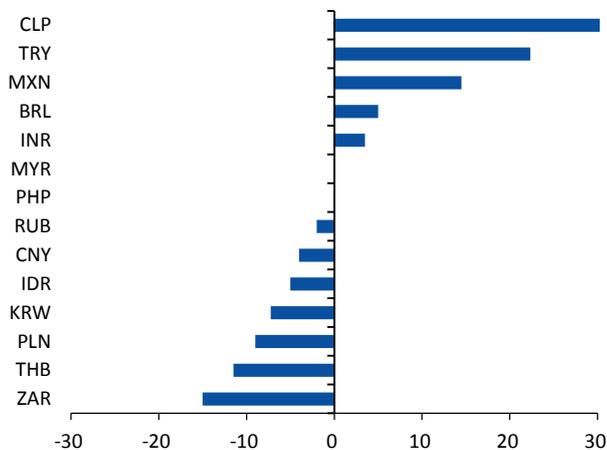
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



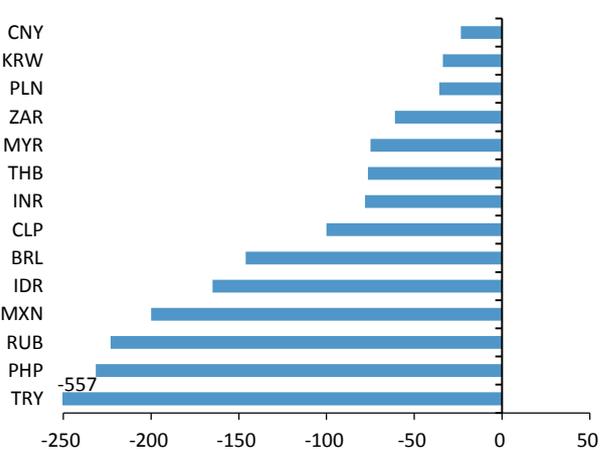
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

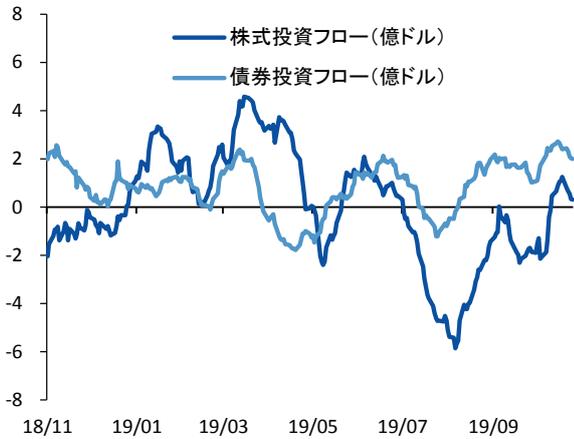
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

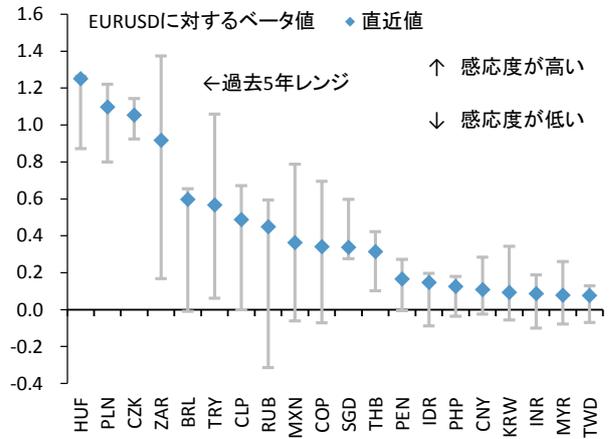
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



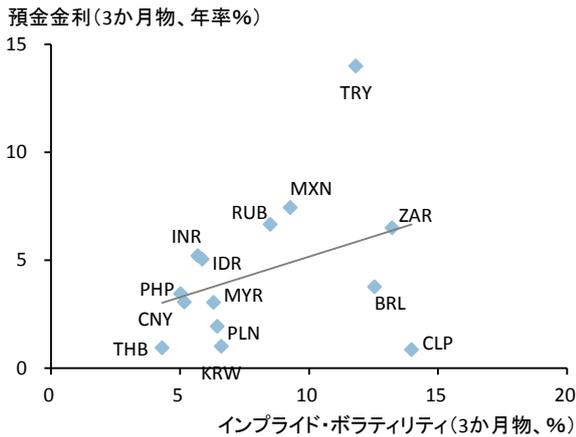
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



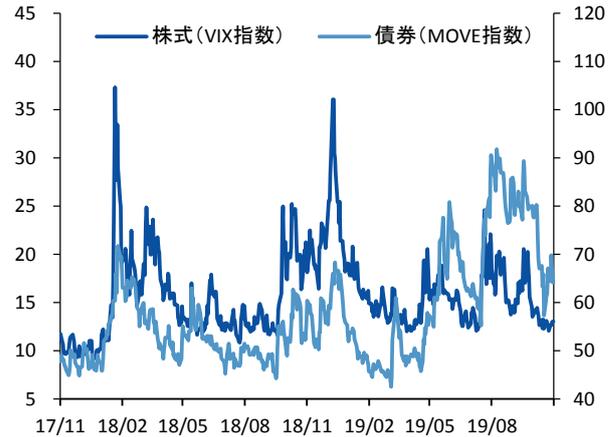
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



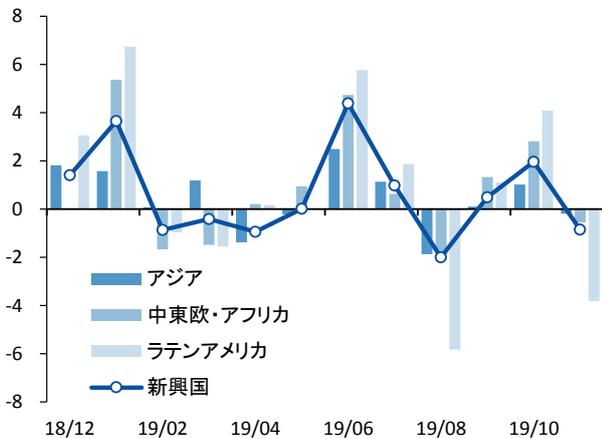
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



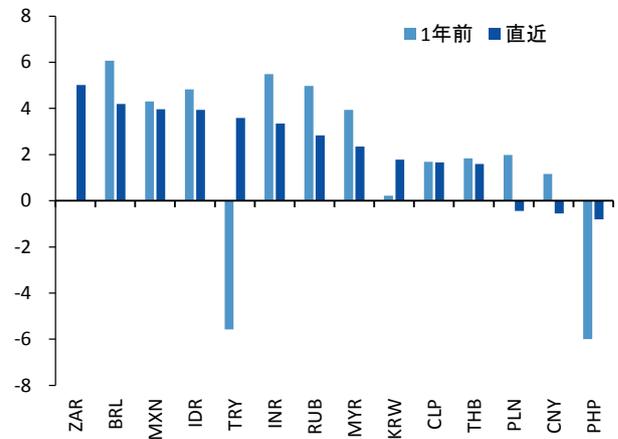
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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、%)



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						
11月11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.7%	1.7%	1.9%	1.7%
11日 (月)	中国	新規人民元建て融資(CNY)	800.0b	661.3b	1690.0b	1691.0b
11日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	-2.5%	-4.3%	-1.1%	-1.4%
12日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-3.0%	-2.2%	-4.1%	-4.0%
13日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.5%	3.5%	3.4%	--
13日 (水)	インド	CPI(前年比)	4.4%	4.6%	4.0%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.4%	5.2%	5.4%	--
14日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.4%	4.7%	5.8%	--
14日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	7.8%	7.2%	7.8%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	-0.2%	0.2%	0.3%	--
14日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	4.00%	4.00%	4.00%	--
15日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	4.4%	--	4.9%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	-\$300m	--	-\$161m	--
15日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	-13.9%	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	-6.6%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	4.8%	--	4.6%	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-8.1%	--
18日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.8%	--	2.3%	--
18-25日	シンガポール	GDP(前年比)	0.2%	--	0.1%	--
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$38m	--
20日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.7%	--
20日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	1.0%	--	1.1%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	-4.6%	--	-4.9%	--
21日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1275m	--
中東欧・アフリカ						
11月11日 (月)	ロシア	貿易収支	14.0b	14.1b	12.0b	--
12日 (火)	トルコ	経常収支	2.15b	2.48b	2.60b	2.68b
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	1.9%	0.2%	1.1%	1.0%
13日 (水)	ロシア	GDP(前年比)	1.7%	1.7%	0.9%	--
14日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	3.3%	3.4%	-3.6%	--
18日 (月)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	2.5%	--	3.0%	--
19日 (火)	ロシア	PPI 前年比	-3.9%	--	-1.2%	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.9%	--	4.1%	--
20日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	2.9%	--	3.0%	2.4%
20日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	--	0.7%	--
21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	6.50%	--	6.50%	--
ラテンアメリカ						
11月11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-1.7%	-1.8%	-1.3%	--
13日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.0%	2.1%	1.3%	1.4%
14日 (木)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	0.4%	0.2%	0.8%	--
15日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	7.50%	--	7.75%	--
21-26日	ブラジル	税収	--	--	113933m	--
21-27日	ブラジル	登録雇用創出合計	--	--	157,213	--
22日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.1%	--

注:2019年11月15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GINGアジア							
中国人民元 (CNY)	6.6546 ~ 7.1876	7.0208	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル (HKD)	7.7827 ~ 7.8500	7.8287	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85
インドルピー (INR)	68.290 ~ 72.408	71.969	71.0	71.8	69.4	69.0	68.5
インドネシアルピア (IDR)	13890 ~ 14528	14089	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン (KRW)	1108.68 ~ 1222.75	1169.75	1180	1180	1170	1160	1160
マレーシアリング (MYR)	4.0545 ~ 4.2280	4.1565	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ (PHP)	50.702 ~ 53.025	50.680	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル (SGD)	1.3443 ~ 1.3942	1.3620	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル (TWD)	30.381 ~ 31.731	30.569	31.00	30.75	30.50	30.50	30.50
タイバーツ (THB)	30.13 ~ 32.51	30.21	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	63.9812	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド (ZAR)	13.2362 ~ 15.4995	14.8228	15.20	15.40	15.50	15.00	14.50
トルコリラ (TRY)	5.1621 ~ 6.3961	5.7502	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	4.1892	4.00	3.95	3.90	3.90	3.95
メキシコペソ (MXN)	18.7480 ~ 20.2580	19.3250	19.25	19.25	19.25	19.50	19.75
対円							
エマーGINGアジア							
中国人民元 (CNY)	14.714 ~ 16.764	15.475	15.04	14.86	14.71	14.68	14.49
香港ドル (HKD)	13.319 ~ 14.332	13.846	13.50	13.25	13.12	12.99	12.74
インドルピー (INR)	1.457 ~ 1.631	1.506	1.49	1.45	1.48	1.48	1.46
インドネシアルピア (100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.769	0.752	0.727	0.733	0.731	0.712
韓国ウォン (100KRW)	8.588 ~ 9.970	9.276	8.98	8.81	8.80	8.79	8.62
マレーシアリング (MYR)	24.862 ~ 27.507	26.138	25.36	24.59	24.76	25.00	24.75
フィリピンペソ (PHP)	2.002 ~ 2.168	2.141	2.06	1.96	2.00	2.03	2.02
シンガポールドル (SGD)	75.04 ~ 82.87	79.59	77.94	75.36	75.18	75.56	74.07
台湾ドル (TWD)	3.331 ~ 3.641	3.548	3.42	3.38	3.38	3.34	3.28
タイバーツ (THB)	3.260 ~ 3.613	3.589	3.50	3.33	3.39	3.42	3.30
ベトナムドン (100VND)	0.4503 ~ 0.4839	0.4672	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	1.696	1.66	1.65	1.58	1.62	1.56
南アフリカランド (ZAR)	6.780 ~ 8.243	7.313	6.97	6.75	6.65	6.80	6.90
トルコリラ (TRY)	16.509 ~ 21.187	18.845	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	25.838	26.50	26.33	26.41	26.15	25.32
メキシコペソ (MXN)	5.193 ~ 5.977	5.610	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15日の8時00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。