

2020 年 5 月 8 日

## The Emerging Markets Weekly

### 大幅利下げを受け BRL は最安値更新

**新興国市場:**先週末の 1 日はメイデーのため多くの市場が休場となった。そのなかで、MXN は 4 月 30 日に発表されたメキシコ 1～3 月期 GDP が前期比 ▲1.6%と 2009 年 1～3 月期(同 ▲5.1%)以来の下落幅となったことを受け前日比 ▲1.6%下落。また、同日にトランプ米大統領は中国が初期対応を誤った結果、新型コロナウイルスが世界に蔓延したとして、中国に報復措置を検討していることを表明したことも重しとなった。ZAR も同発言を背景に前日比 ▲1.5%値を下げた。週初 4 日、新型コロナウイルスの発生源を巡る米中の対立が嫌気され、大半の新興国通貨は軟調。一方、先週末に下落した、MXN と ZAR は反発を見せた。5 日、引き続き米中の対立への懸念はあるものの、一部の国で新型コロナウイルスの規制の緩和への動きや、原油価格の上昇が好感され、新興国通貨の大半は小幅に上昇した。産油国通貨である RUB は前日比+1.4%値を上げた。一方、BRL はブラジル 3 月鉱工業生産が市場予想を大幅に下回る結果となったことが嫌気され売られた。6 日、労働節に伴う 5 連休明けとなった CNY は売り優勢となり、その他の新興国通貨の重しとなった。BRL は、大手格付け会社によるブラジルの格付け見直し引き下げや 4 月サービス業 PMI の一段の低下等を受けて前日比 ▲2.4%となった。7 日、中国の 4 月輸出額が市場予想を上回ったほか、米景気の底入れ期待から米国株式が反発し、新興国通貨の支援材料となった。MXN は前日比+1.3%上昇、一時は史上最安値を更新していた TRY も前日比+1.0%まで持ち直した。一方、BRL はブラジル中央銀行(BCB)による大幅な利下げを受けて前日比 ▲2.0%となり、史上最安値を更新した。

**アジア:**マレーシア中央銀行(BNM)は 5 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 50bp 引き下げ 2.00%にすることを決定した。今年に入り 3 会合連続の利下げとなり、政策金利は 2009 年 2 月以来の低水準となった。声明文では、新型コロナウイルスの発生により、2020 年上期の国内経済はとりわけ厳しい状況になるとの見解を示し、経済が持続的に回復する状況を作るために、政策手段を活用していくと述べた。同日に発表されたインドネシア 1～3 月期 GDP は前年比+2.97%と 2019 年 10～12 月期(同+4.97%)から急速に鈍化した。経済活動の停滞が続き、家計最終消費支出や総固定資本形成が減速した。

**ラテンアメリカ:**メキシコ中央銀行(Banxico)が 4 日に発表した、外国からのメキシコへの 3 月の送金金額は 40.2 億ドルとなり、統計開始以来の最高額となった。メキシコからの主な働き先は米国であり、新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化したが、ドル高、MXN 安が進んだ結果、メキシコ国内での MXN の受取金額が増加すると見込んだ送金が増えた。BCB は 6 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を 75bp 引き下げ過去最低の 3.00%にすることを決定した。市場予想では 50bp の引き下げが大勢だった。声明文では、経済活動の収縮は前回会合時に比べ著しく大きいと述べたほか、追加の利下げも示唆した。

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(ブラジル)

### 緩和一巡感に乏しい BCB の金融政策

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 5 月 6 日、政策金利(Selic)を 75bp 引き下げて過去最低水準となる 3.00%とすることを全会一致で決定した。ブルームバーグ社によれば、利下げ幅の市場予想(中央値)は 50bp。エコノミスト 37 名のうち 28 名は 50bp が予想。75bp の予想は 8 名にとどまり、市場予想を上回る利下げ幅といえる。2019 年 7 月以降、7 会合連続の利下げとなり、利下げ幅は計 300bp にのぼる(図表 1)。声明文では、追加利下げにも言及した。

世界経済については、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う成長鈍化や資産価格の変動への警戒感を維持。主要国における財政・金融政策により市場はやや落ち着きつつあるものの、「新興国からの資本金の流出額が過去の事例と比べて著しく大きい」との文言を声明文に追加した(図表 2)。また、国内経済についても、4 月の経済指標は景気減速が前回会合時の見通しを大きく上回ると警戒感を示した。

こうした中で、インフレ率は目標値(前年比+4%、±1.5%がレンジ)を下回る見通し。このことが今回も BCB の利下げ判断を正当化している。4 月 30 日に公表された BCB の市場参加者サーベイによると、2020 年、2021 年、2022 年のインフレ率(IPCA)見通しは、それぞれ前年比+1.97%、同+3.30%、同+3.50%にとどまる(図表 3)。

また、市場の政策金利見通し(2020 年末:2.75%、2021 年末:3.75%、図表 4)を前提に、USD/BRL が 5.55 で横ばい推移するケースでは、2020 年が前年比+2.4%、2021 年が同+3.4%程度にとどまるというのが BCB の推計結果である。

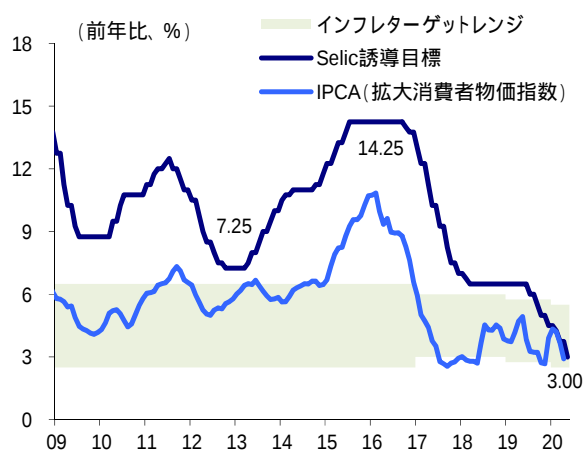
そして、今後の政策判断について、BCB は声明文で以下の見解を示し、25~50bp の追加利下げの可能性に言及した。

**For the next meeting, conditional on the fiscal scenario and on the economic data, the Committee considers a final monetary adjustment, not larger than this one, to complete the change to the policy rate that it deems adequate to counteract the economic consequences from the COVID-19 pandemic.**

もっとも、仮にそれが最後の利下げになったとしても、BCB の金融緩和一巡を意味する訳ではない。ブラジルにおける新型コロナウイルスの感染拡大は足許でも加速中であり、経済活動の抑制は続く。景気減速が再び BCB の見通しを上回る可能性はある。金利のみならず量の面からの金融緩和は今後も拡充の方向にあるのではないのか。例えば、BCB は 3 月、預金準備率を大幅に引き下げた。

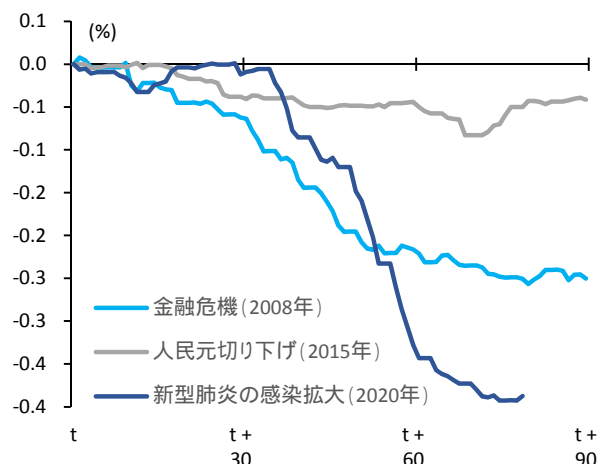
また、6 日に議会が可決した「戦時予算法案」は BCB による社債買い入れを可能にする。こちらは先進国型の量的緩和策に近く、かつ踏み込んだ部類(信用緩和)に入る。BCB の追加緩和観測は、当面 BRL の重しとなるだろう。実際のところ、翌日 7 日の市場では、南米新興国通貨や資源国通過の多くが反発する中で、BRL は史上最安値を更新している。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)

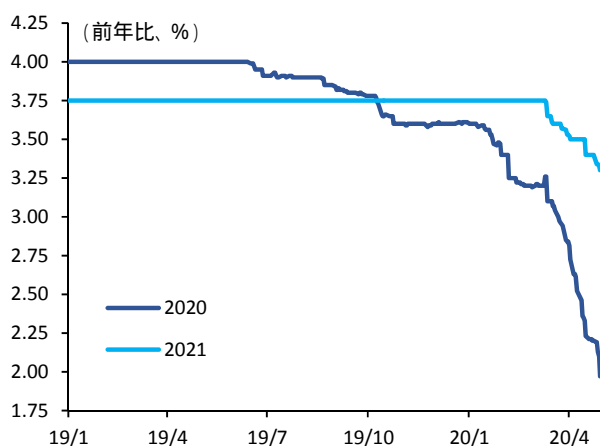


出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国への証券投資フロー(対 GDP 比)

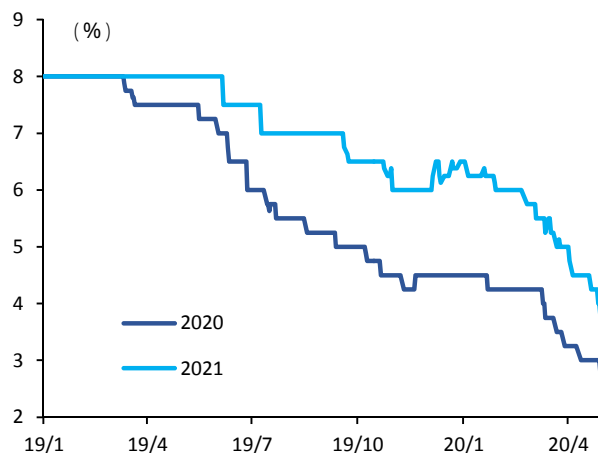

(注) イベント発生時点(t)からの日次累積フロー、マイナスは流出  
出所: IMF、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA、予想中央値)



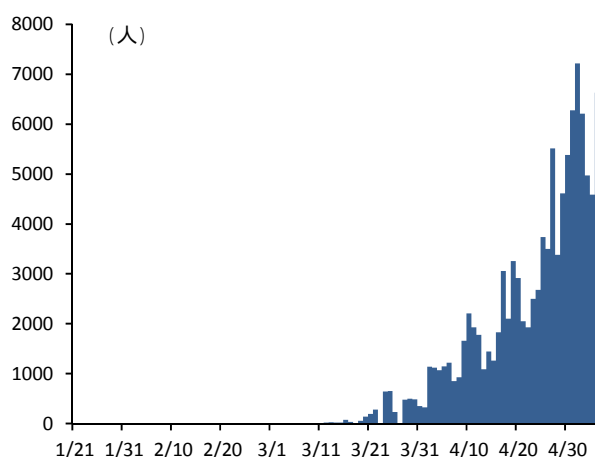
出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 4: BCB 市場サーベイ(Selic 年末値、予想中央値)

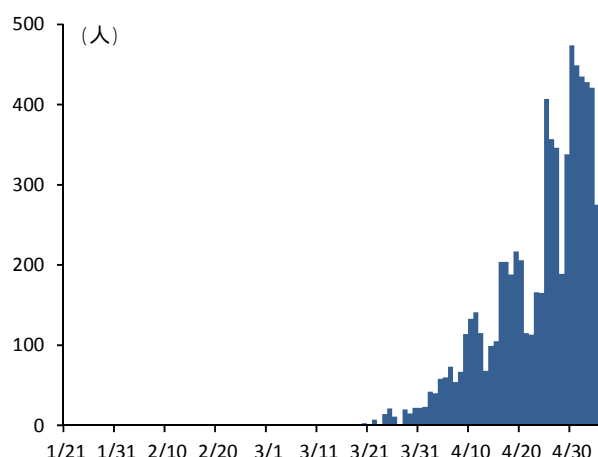


出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 5: ブラジルにおける新型コロナウイルスの新たな感染者数

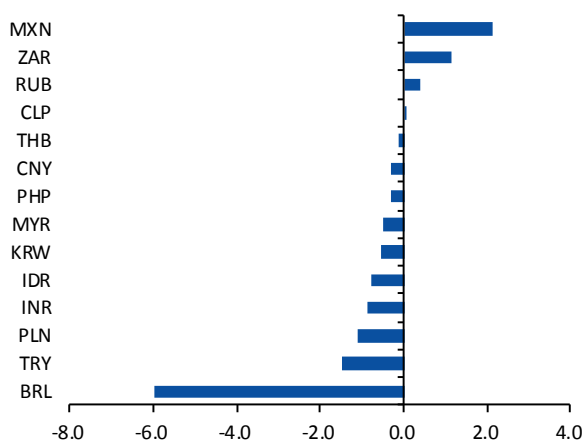

(注) 2020年5月6日時点  
出所: WHO、CEIC、みずほ銀行

図表 6: ブラジルにおける新型コロナウイルスによる新たな死者数


(注) 2020年5月6日時点  
出所: WHO、CEIC、みずほ銀行

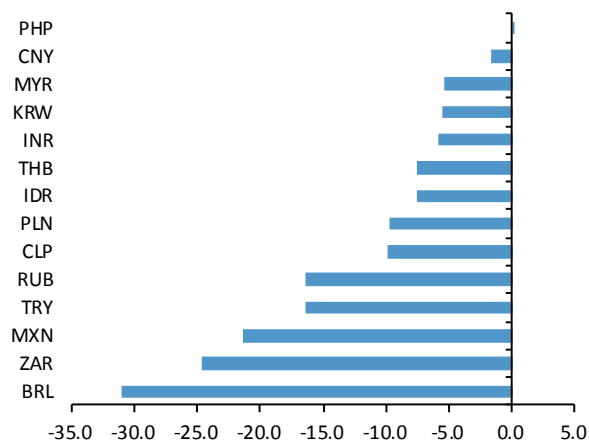
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



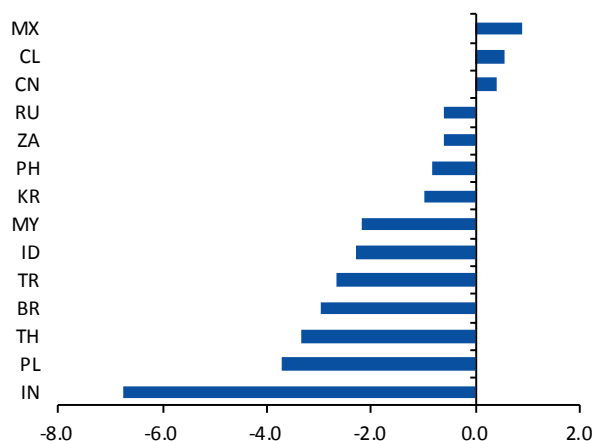
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



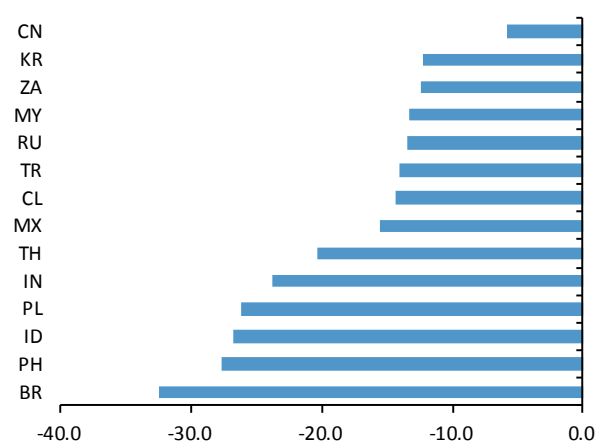
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



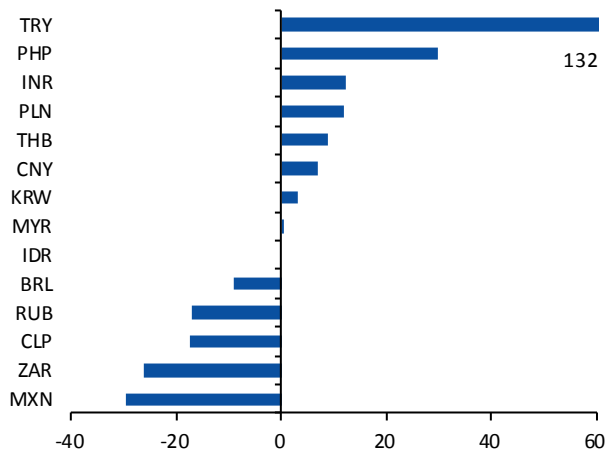
出所: ブルームバーク、みずほ銀行、中国は休場

株価年初来騰落率 (%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

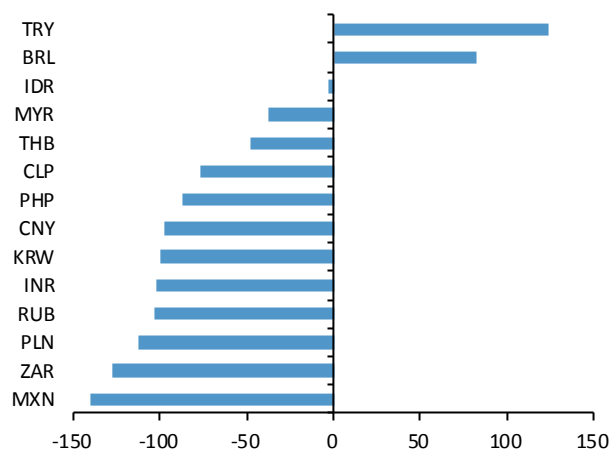
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

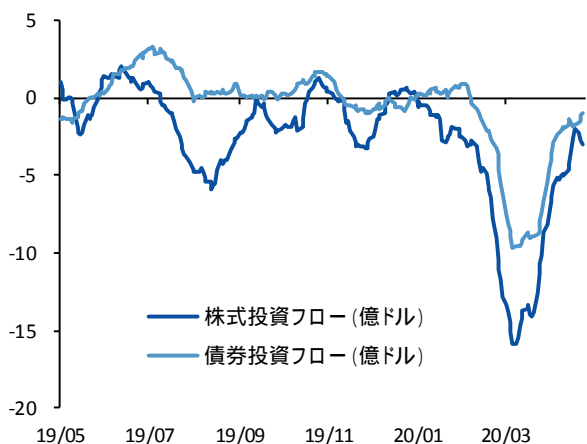
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

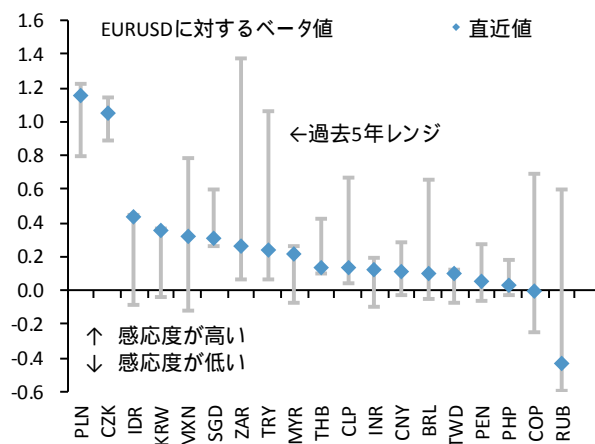
# チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



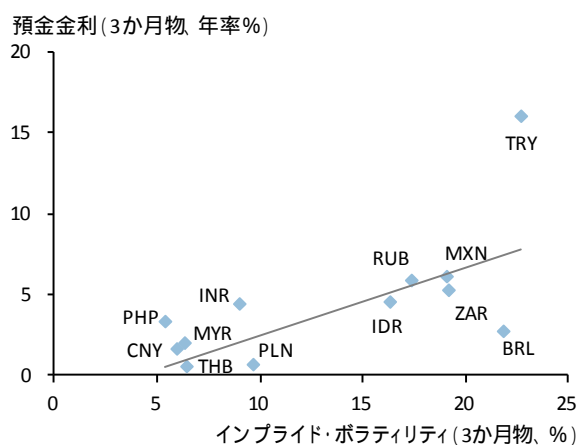
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



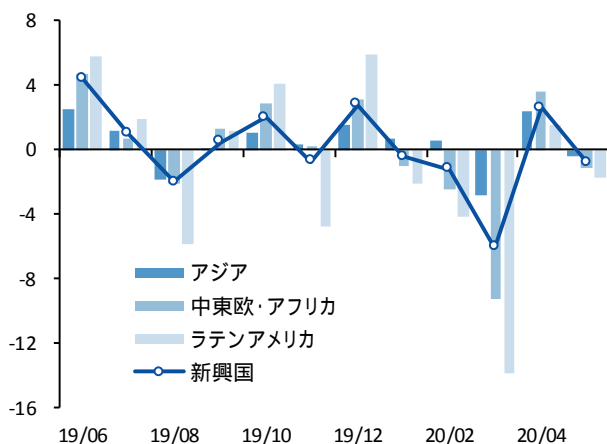
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



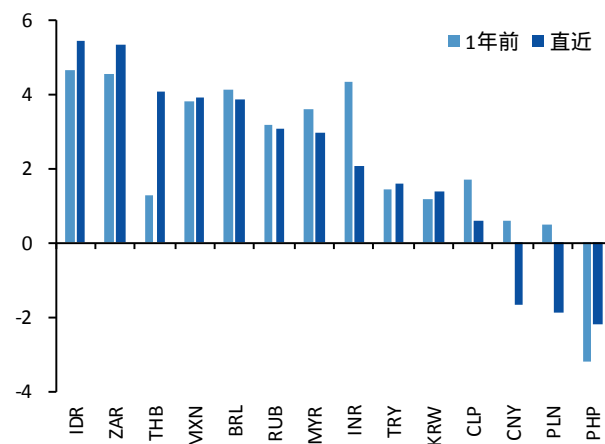
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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       |
|------------------|--------|----------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                      |          |           |           |           |
| 5月4日 (月)         | 韓国     | CPI(前年比)             | 0.4%     | 0.1%      | 1.0%      | --        |
| 4日 (月)           | マレーシア  | 輸出(前年比)              | -9.4%    | -4.7%     | 11.8%     | --        |
| 4日 (月)           | インドネシア | CPI(前年比)             | 2.8%     | 2.7%      | 3.0%      | --        |
| 5日 (火)           | フィリピン  | CPI(前年比、2012年=100)   | 2.1%     | 2.2%      | 2.5%      | --        |
| 5日 (火)           | タイ     | CPI(前年比)             | -1.2%    | -3.0%     | -0.5%     | --        |
| 5日 (火)           | インドネシア | GDP(前年比)             | 4.0%     | 3.0%      | 5.0%      | --        |
| 5日 (火)           | マレーシア  | BNM翌日物政策金利           | 2.00%    | 2.00%     | 2.50%     | --        |
| 6日 (水)           | フィリピン  | 貿易収支                 | -\$1950m | -\$2380m  | -\$1656m  | --        |
| 7日 (木)           | 韓国     | 国際収支:経常収支            | --       | \$6231.7m | \$6409.2m | \$6366.9m |
| 7日 (木)           | 中国     | Caixin中国PMIサービス業     | 50.1     | 44.4      | 43.0      | --        |
| 7日 (木)           | フィリピン  | GDP(前年比)             | 2.9%     | -0.2%     | 6.4%      | 6.7%      |
| 7日 (木)           | 中国     | 貿易収支                 | \$8.68b  | \$45.34b  | \$19.90b  | \$19.93b  |
| 7-15日            | フィリピン  | 総合国際収支               | --       | --        | \$839m    | --        |
| 7-14日            | フィリピン  | 海外送金(前年比)            | 3.9%     | --        | 6.6%      | --        |
| 8日 (金)           | マレーシア  | 鉱工業生産(前年比)           | -2.5%    | --        | 5.8%      | --        |
| 8日 (金)           | 台湾     | 貿易収支                 | \$2.45b  | --        | \$2.78b   | --        |
| 10-15日           | 中国     | 新規人民元建て融資(CNY)       | 1300.0b  | --        | 2850.0b   | --        |
| 11日 (月)          | インドネシア | 国際収支:経常収支            | --       | --        | -\$8122m  | --        |
| 12日 (火)          | 中国     | PPI 前年比              | -2.6%    | --        | -1.5%     | --        |
| 12日 (火)          | 中国     | CPI(前年比)             | 3.7%     | --        | 4.3%      | --        |
| 12日 (火)          | インド    | CPI(前年比)             | 5.7%     | --        | 5.9%      | --        |
| 12日 (火)          | インド    | 鉱工業生産(前年比)           | -8.4%    | --        | 4.5%      | --        |
| 13日 (水)          | マレーシア  | GDP(前年比)             | --       | --        | 3.6%      | --        |
| 15日 (金)          | 中国     | 鉱工業生産(前年比)           | 1.8%     | --        | -1.1%     | --        |
| 15日 (金)          | 中国     | 小売売上高(前年比)           | -5.8%    | --        | -15.8%    | --        |
| 15日 (金)          | 中国     | 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比) | -9.3%    | --        | -16.1%    | --        |
| 15日 (金)          | インドネシア | 貿易収支                 | --       | --        | \$743m    | --        |
| 15日 (金)          | インド    | 輸出(前年比)              | --       | --        | -34.6%    | --        |
| 15日 (金)          | インド    | 輸入(前年比)              | --       | --        | -28.7%    | --        |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                      |          |           |           |           |
| 5月4日 (月)         | トルコ    | CPI(前年比)             | 10.8%    | 10.9%     | 11.9%     | --        |
| 4日 (月)           | トルコ    | PPI 前年比              | --       | 6.7%      | 8.5%      | --        |
| 7日 (木)           | ロシア    | CPI(前年比)             | 3.1%     | 3.1%      | 2.5%      | --        |
| 13日 (水)          | トルコ    | 経常収支                 | --       | --        | -1.23b    | -1.23b    |
| 14日 (木)          | トルコ    | 鉱工業生産(前年比)           | --       | --        | 7.5%      | --        |
| 15日 (金)          | ロシア    | 貿易収支                 | 7.0b     | --        | 9.7b      | --        |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                      |          |           |           |           |
| 5月4日 (月)         | ブラジル   | 貿易収支(月次)             | \$6150m  | \$6702m   | \$4713m   | --        |
| 5日 (火)           | ブラジル   | 鉱工業生産(前年比)           | -1.3%    | -3.8%     | -0.4%     | -0.3%     |
| 6日 (水)           | ブラジル   | SELICレート             | 3.25%    | 3.00%     | 3.75%     | --        |
| 7日 (木)           | メキシコ   | CPI(前年比)             | 2.14%    | 2.15%     | 3.25%     | --        |
| 8日 (金)           | メキシコ   | 総設備投資                | -8.3%    | --        | -8.8%     | --        |
| 8日 (金)           | ブラジル   | IBGEインフレ率IPCA(前年比)   | 2.5%     | --        | 3.3%      | --        |
| 12日 (火)          | メキシコ   | 鉱工業生産(季調前/前年比)       | --       | --        | -1.9%     | --        |
| 13日 (水)          | ブラジル   | 小売売上高(前年比)           | --       | --        | 4.7%      | --        |
| 14日 (木)          | メキシコ   | オーバーナイトレート           | 5.50%    | --        | 6.00%     | --        |

注: 2020年5月8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<br>1～4月(実績) | SPOT    | 2020年<br>6月 | 9月    | 12月   | 2021年<br>3月 | 6月    |
|------------------|----------|-------------------|---------|-------------|-------|-------|-------------|-------|
| <b>対ドル</b>       |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.8406 ~ 7.1281   | 7.0842  | 7.05        | 7.00  | 7.00  | 6.95        | 6.90  |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.7500 ~ 7.7989   | 7.7510  | 7.77        | 7.78  | 7.79  | 7.80        | 7.81  |
| インドルピー           | (INR)    | 70.705 ~ 76.909   | 75.765  | 75.0        | 73.2  | 73.8  | 72.4        | 71.0  |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13577 ~ 16625     | 14995   | 16250       | 16150 | 15950 | 15900       | 15850 |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1150.65 ~ 1296.75 | 1224.95 | 1200        | 1180  | 1160  | 1160        | 1160  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 4.0515 ~ 4.4490   | 4.3238  | 4.42        | 4.40  | 4.35  | 4.30        | 4.25  |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 50.370 ~ 51.823   | 50.570  | 50.8        | 50.7  | 50.5  | 50.5        | 50.4  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3446 ~ 1.4647   | 1.4133  | 1.41        | 1.38  | 1.40  | 1.38        | 1.37  |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 29.723 ~ 30.486   | 29.945  | 30.0        | 30.0  | 29.9  | 29.8        | 29.7  |
| タイバーツ            | (THB)    | 29.97 ~ 33.18     | 32.40   | 32.1        | 31.5  | 31.7  | 31.4        | 31.0  |
| ベトナムドン           | (VND)    | 23170 ~ 23637     | 23410   | 23360       | 23200 | 23300 | 23200       | 23160 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 60.8860 ~ 82.8386 | 74.1109 | 75.00       | 73.00 | 70.00 | 67.00       | 70.00 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 13.9326 ~ 19.3508 | 18.5753 | 17.50       | 17.00 | 16.50 | 16.00       | 16.50 |
| トルコリラ            | (TRY)    | 5.8391 ~ 7.0077   | 7.0752  | 7.20        | 7.30  | 7.50  | 7.10        | 7.30  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 4.0044 ~ 5.7475   | 5.8361  | 5.20        | 5.10  | 5.15  | 5.10        | 5.05  |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 18.5237 ~ 25.7849 | 24.0064 | 23.50       | 23.00 | 23.25 | 23.00       | 22.75 |
| <b>対円</b>        |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 14.567 ~ 16.108   | 15.028  | 15.04       | 15.00 | 14.86 | 14.82       | 14.78 |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.020 ~ 14.422   | 13.713  | 13.64       | 13.50 | 13.35 | 13.21       | 13.06 |
| インドルピー           | (INR)    | 1.367 ~ 1.566     | 1.403   | 1.41        | 1.43  | 1.41  | 1.42        | 1.44  |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.642 ~ 0.817     | 0.707   | 0.652       | 0.650 | 0.652 | 0.648       | 0.644 |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 8.408 ~ 9.660     | 8.715   | 8.83        | 8.90  | 8.97  | 8.88        | 8.79  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 24.148 ~ 27.278   | 24.605  | 23.98       | 23.86 | 23.91 | 23.95       | 24.00 |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 2.006 ~ 2.213     | 2.102   | 2.09        | 2.07  | 2.06  | 2.04        | 2.02  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 73.18 ~ 81.92     | 75.21   | 75.18       | 76.09 | 74.29 | 74.64       | 74.45 |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.364 ~ 3.708     | 3.550   | 3.53        | 3.50  | 3.48  | 3.46        | 3.43  |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.215 ~ 3.729     | 3.284   | 3.30        | 3.33  | 3.28  | 3.28        | 3.29  |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4364 ~ 0.4829   | 0.4538  | 0.45        | 0.45  | 0.45  | 0.44        | 0.44  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.306 ~ 1.804     | 1.438   | 1.41        | 1.44  | 1.49  | 1.54        | 1.46  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 5.610 ~ 7.821     | 5.722   | 6.06        | 6.18  | 6.30  | 6.44        | 6.18  |
| トルコリラ            | (TRY)    | 15.222 ~ 18.875   | 15.028  | 14.72       | 14.38 | 13.87 | 14.51       | 13.97 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                   |         |             |       |       |             |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 18.701 ~ 27.687   | 18.218  | 20.38       | 20.59 | 20.19 | 20.20       | 20.20 |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 4.226 ~ 6.013     | 4.428   | 4.51        | 4.57  | 4.47  | 4.48        | 4.48  |

注:1. 実績の欄は2020年4月30日まで。SPOTは5月8日の8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。