

2020 年 9 月 11 日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨はまちまちな動き

新興国市場:先週末の 4 日、アジア時間は米 8 月雇用統計の発表を控え様子見ムード。欧米時間に入ると、国税調査局の一時雇用に押し上げられたとはいえ、非農業部門雇用者数が市場予想を上回ったことでドルが上昇、新興国通貨は下押しされた。その後、米株式の反発にドルが売り優勢となると、新興国通貨には下落幅を縮小した。週初 7 日、アジア時間の新興国通貨は小幅な動き。中国 8 月の貿易統計が発表され、輸出の伸びが加速していることが下支えの材料となった。欧米時間に入ると、NY 休場で取引も薄いなか、先週末のリスクオフムードが残り、ZAR をはじめ新興国通貨は軟調に推移した。8 日の新興国通貨は軟調となった。「中国への依存を終わらせる」とのトランプ大統領の発言が警戒されたほか、英 EU 通商協議の先行き不安が台頭。米株の続落でリスクオフムードが広がった。原油価格の大幅下落も重なり、ZAR や BRL、MXN、RUB などの売りが目立った。9 日、アジア時間の新興国通貨は値の重い展開が続いた。欧米時間に入り、原油価格や欧米株の反発、景気改善期待による EUR 高がドルを下押し新興国通貨も反発。ZAR は前日比+2.0%値を上げたほか、MXN、RUB と BRL も前日比+1.0%超上昇した。10 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は ECB 政策理事会を控えて様子見ムード。欧米時間に入り、ラガルド ECB 総裁が会見で、ECB はユーロ相場を注意深く見守っているものの為替は金融政策の手段ではない、と述べると EUR が上昇。ドルが下押しされ、新興国通貨も一時は堅調な動きを見せた。しかし、英 EU 離脱協定の協議難航が懸念されるとドルが買い戻され、新興国通貨の上げ幅は相殺された。冴えない経済指標の結果も重なり、ZAR は前日比▲1.8%下落した。

アジア:マレーシア検察当局は 4 日に政府系ファンド「1MDB」の巨額汚職事件に関する米金融大手への刑事訴追を取り下げた。7 月に、米金融大手がマレーシア政府に 39 億ドルの支払いをすることで和解していた。中国 8 月輸出額は前年比+9.5%と 7 月(同+7.2%)から伸びが加速、市場予想(同+7.5%)も大きく上回った。特にコンピューターの急増がけん引した。マレーシア中央銀行(BNM)は 10 日、政策金利を 1.75%に据え置くと決定した。今年は 4 会合連続で利下げを実施してきたが、経済に回復兆候があると判断した。

中東欧・アフリカ:南アフリカ 4~6 月期実質 GDP は前期比年率▲51.0%と 1~3 月期(同▲1.8%)から大幅に減速、4 四半期連続でマイナス成長となった。COVID-19 感染拡大抑制のため厳しいロックダウンを実施したことが影響した。

ラテンアメリカ:メキシコ政府は 8 日、2021 年予算案を公表した。大規模な景気刺激策は見送り、公務員の削減を進め、プライマリーバランスを均衡させる財政規律重視の内容となった。政府債務の対 GDP 比率は 2020 年の 54.7%から 2021 年には 53.7%に低下する見通し。メキシコ 8 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.1%と 7 月(同+3.6%)から加速。5 月以降 4 か月連続で上昇が続いており、中央銀行のインフレ目標(+2~4%)の上限を上回った。

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(トルコ)

史上最安値の更新が続くリラ

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

新興国通貨の中で TRY のパフォーマンスの劣後が目立つ。3 月以降の急落局面は 5 月に一巡、事実上の資本規制を強めることで奇妙な TRY 相場の安定が 7 月まで続いたが、8 月に史上最安値を再び更新した後もじり安が続いている。この背景としては、金融政策の透明性低下と従来からの構造要因、現エルドアン政権の対外強硬路線の 3 点が指摘できる。以下に整理したい。

まず、金融政策だが、トルコ中央銀行(CBRT)は 8 月までに 3 会合連続で政策金利を据え置いている。すでにインフレ率が反発、国内景気の底打ちにも言及が見られる中で、CBRT はなぜ利上げに動かないのか。それは現政権からの強い要請のためというのは周知の事実だろう。問題は、CBRT が苦肉の策として、流動性供給を絞って市中金利の上昇を促しているほか、預金準備率の引き上げ等も通じて事実上の引き締め(偽装利上げ)を行っている点だ。説明なく政策金利が日々変動する状況で、市場の安定的な推移は望み難いだろう。

次に、従来からの構造的要因について、通貨の信頼性と TRY の実需という 2 つの切り口から整理したい。

通貨の信頼性という面では、対外ファイナンスの弱さと慢性的な財政赤字のほか、高いインフレ率等が指摘できる。対外ファイナンスのバックストップのひとつといえる外貨準備は、為替介入や対外債務の支払いで減少が著しい。為替スワップによる調達額や国内銀行から調達した外貨を除く、実質的な残高は公表値を大きく下回るともいわれる。事実上の資本規制の強化や一部外資系金融機関の締め出し(すでに一部は緩和・解除)、居住者による外貨の持ち出しを抑制するに至っている点を考慮すると、状況は厳しいというのが実情だろう。

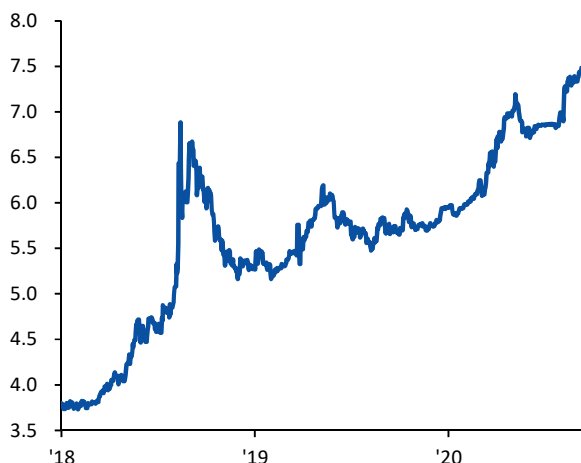
また、財政収支は、成長率見通しの下方修正(税収見込みの下方修正)や COVID-19 対応の支出増が重なり、政府の期待とは裏腹に財政赤字は大きく拡大する見通し。政府債務も積みあがろう。そして、インフレ率は、トルコショックによる TRY 急落の反動や景気低迷で低下傾向にあったものの、CBRT のターゲット・レンジに収まったのは一瞬であり、すでに底打ちの様相を強めている。

次に、リラの実需面からみると、慢性的な経常赤字(外貨を稼ぐ力の弱さ)と近年の投資資金の流出傾向(外貨を調達する力の弱まり)が目立つ。慢性的な経常赤字の要因は、国内供給力が乏しい点にある。景気が持ち直すほどに国内需要を満たすべく輸入が拡大する傾向がある。そこで、貿易赤字を中心に生じる経常赤字をどれだけ金融収支で補えるのが重要となる。この点、長期性の資金となる直接投資が近年減少傾向にあるほか、証券投資の流出が散発していることは懸念材料だ。トルコの経済情勢、経済政策、リスクオフへの脆弱性、資本規制等の影響が考えられ、これらの点に変化がみられなければ改善も期待しにくいところだ。

最後に、現政権の強硬姿勢も TRY 相場を考える上で厄介な問題となる。そもそもトルコショックは米国との対立の高まりが原因だった。そして、今問題となりうるのは、経済的な依存度が最も大きい EU とも関係が悪化していることだろう。移民問題にアヤソフィアに象徴される宗教問題が加わったほか、足許では東地中海を巡る権益争いが深刻化しつつある。こうした状況は、TRY 相場の安定化に必要と思われる欧米中銀とのスワップ協定(ハードカレンシーへのアクセス確保)や IMF からの支援(危機時のバックストップ)の可能性を遠ざける。

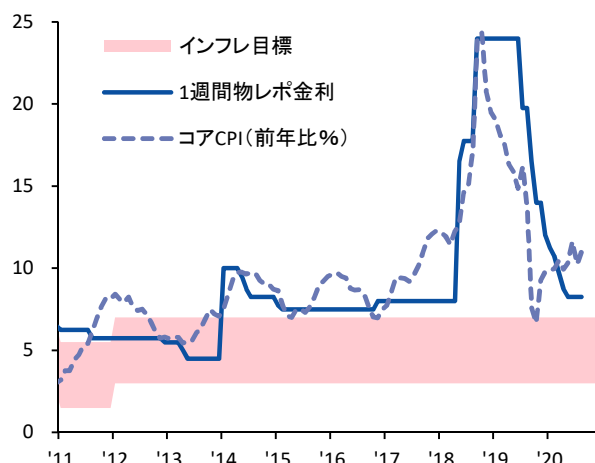
以上の3点うち、特に構造要因の改善には時間を要するとみられ、TRY は弱含みの展開が続くとみる。ただ、他2点については政策判断の側面が強く、好材料(TRY 高への反応)をもたらすこともありうる。例えば、CBRT の次回会合での決定内容だ。現政権からの圧力は残り、従来のような透明性の低い政策運営が続きそうだが、それを是正する動き(利上げの実施)が見えてくれば、市場はポジティブに捉えよう。EU との関係改善の兆しについても同様だといえる。

図表 1:トルコ・リラの対ドル・レート



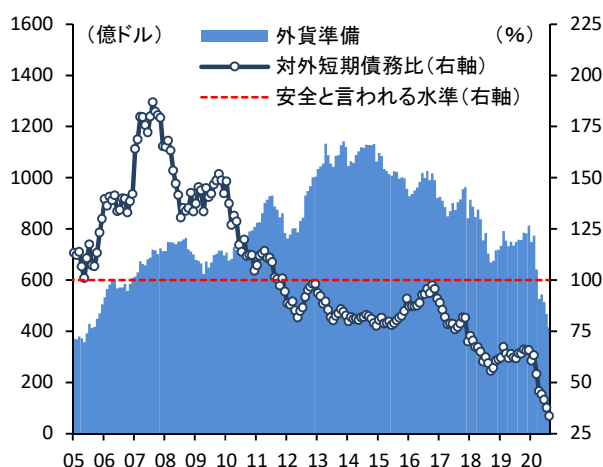
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:政策金利と物価目標(%）、消費者物価



出所:CBRT、ブルームバーグ、みずほ銀行

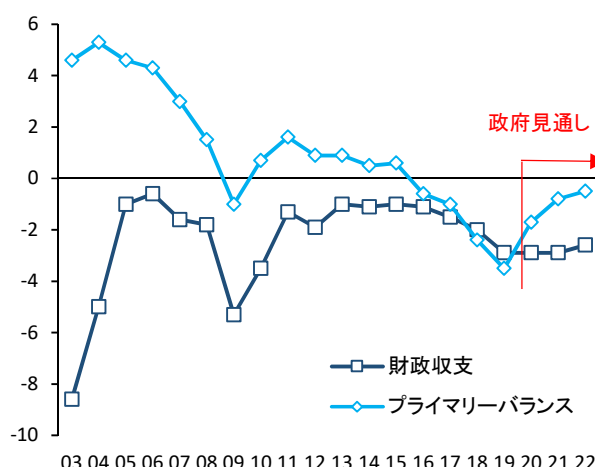
図表 3:外貨準備残高と対外短期債務比率



注: 対外短期債務比=外貨準備 / 対外短期債務(%)

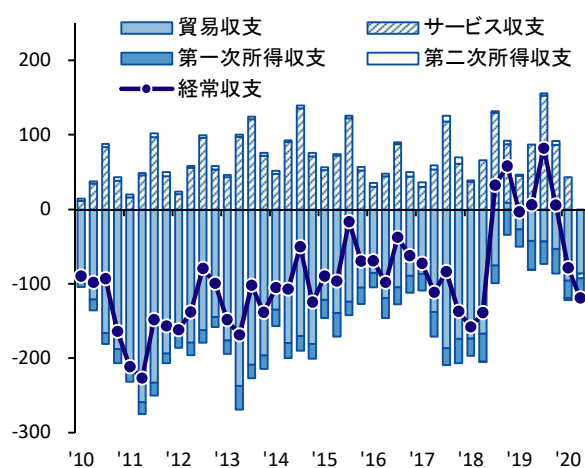
出所:CBRT、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:財政収支と政府見通し(7月時点、対 GDP、%)



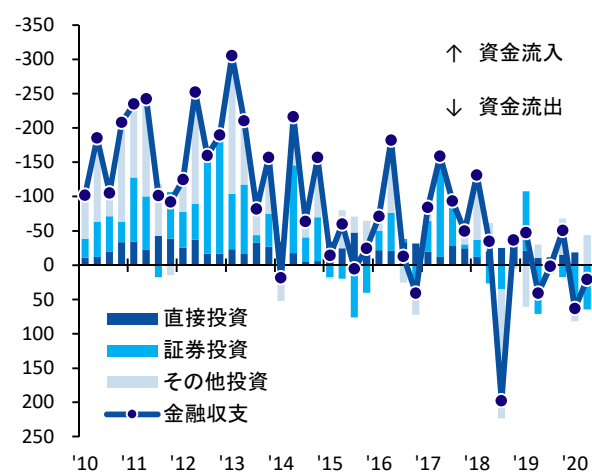
出所:トルコ統計局、みずほ銀行

図表 5: 経常収支(億ドル)



出所: CBRT、Macrobond、みずほ銀行

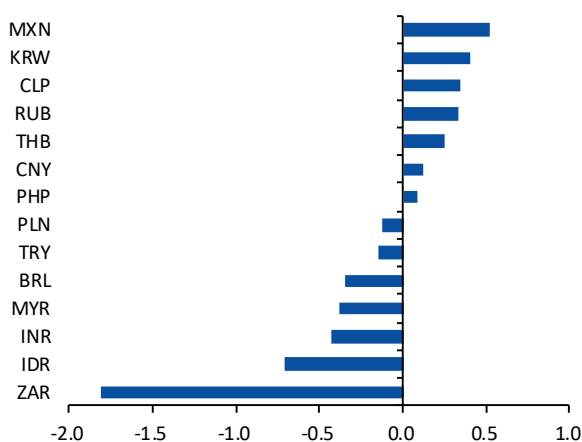
図表 6: 金融収支(億ドル)



出所: CBRT、Macrobond、みずほ銀行

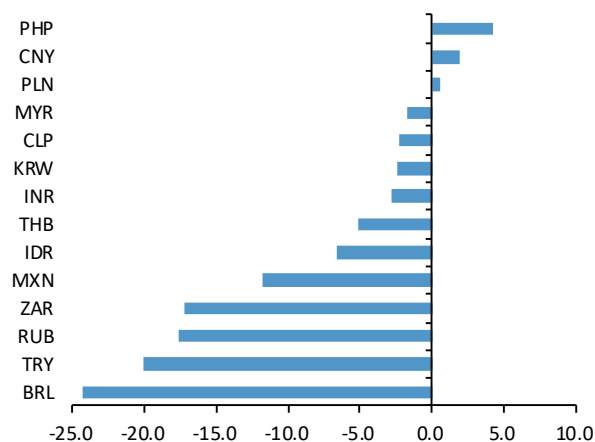
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



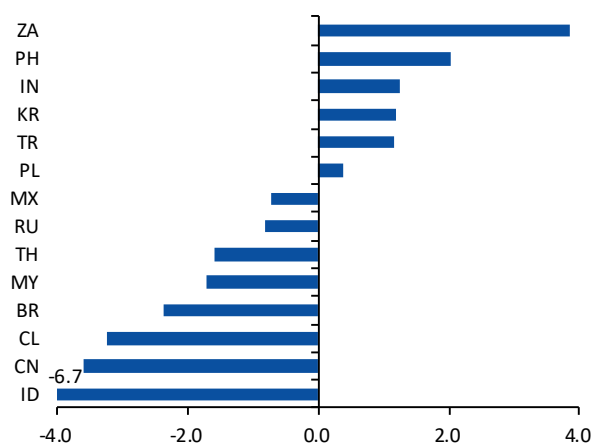
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



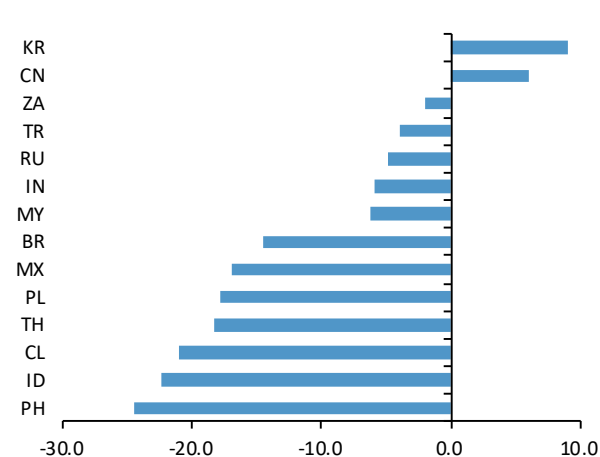
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



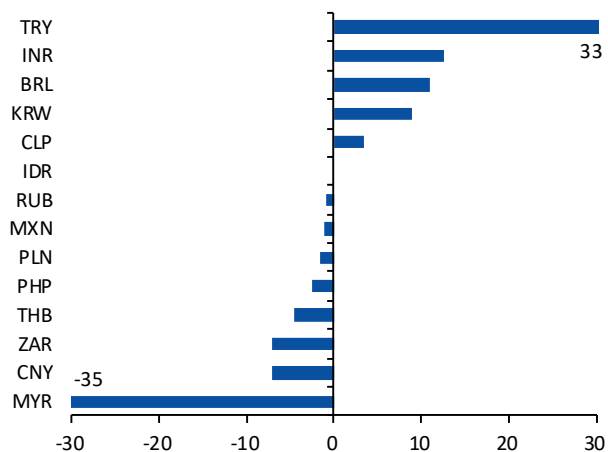
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

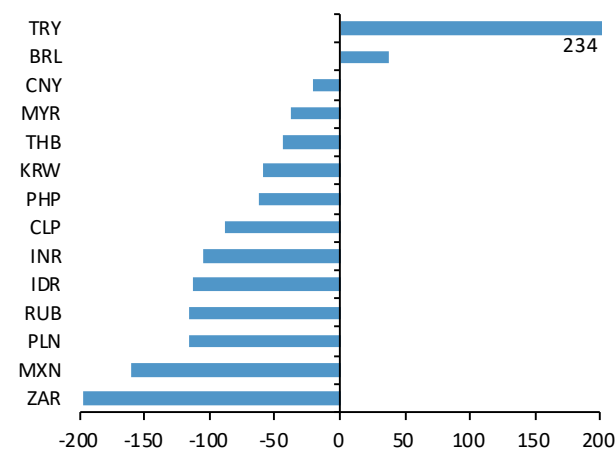
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

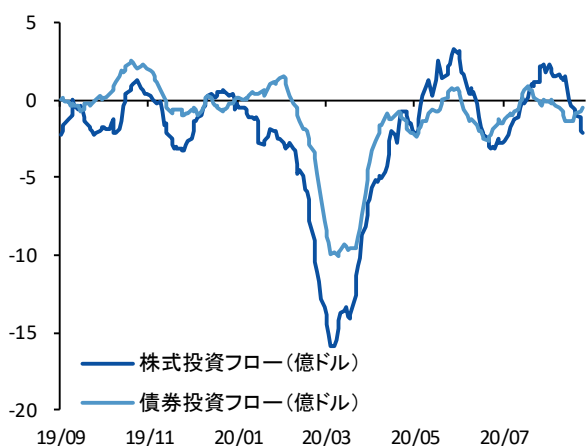
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

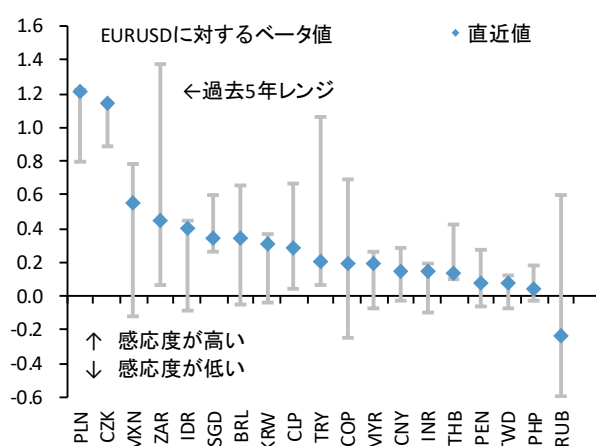
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



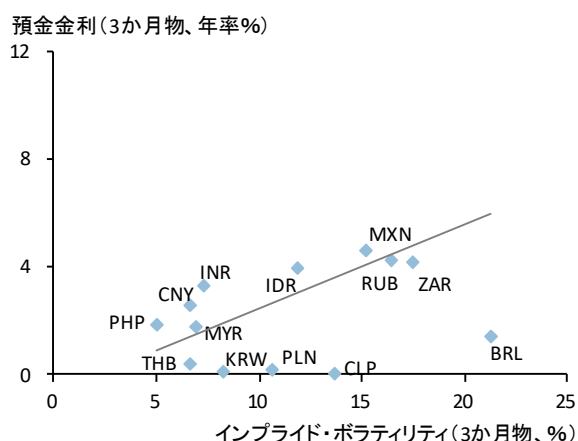
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



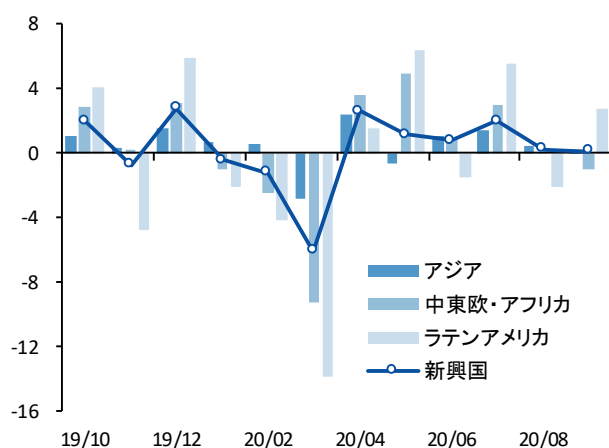
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



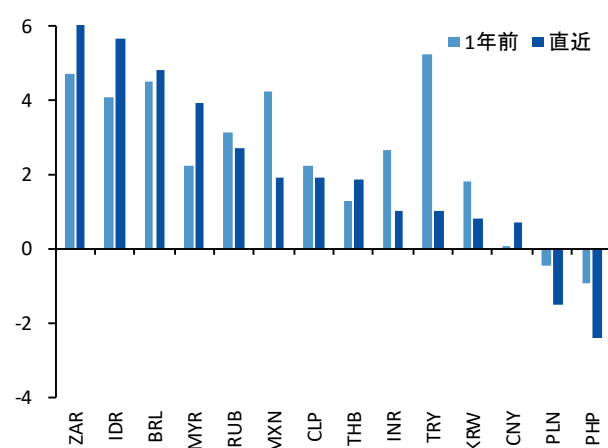
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月7日 (月)	中国	貿易収支	\$49.70b	\$58.93b	\$62.33b	--
7日 (月)	台湾	貿易収支	\$6.33b	\$6.47b	\$5.37b	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	-0.4%	-0.3%	-0.5%	--
9日 (水)	中国	PPI 前年比	-1.9%	-2.0%	-2.4%	--
9日 (水)	中国	CPI(前年比)	2.4%	2.4%	2.7%	--
10日 (木)	フィリピン	貿易収支	-\$1500m	-\$1827m	-\$1303m	--
10日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
10-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1250.0b	--	992.7b	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	-0.4%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	-12.0%	--	-16.6%	--
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	-0.3%	--	-0.6%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.9%	--	6.9%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.2%	--	4.8%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	0.0%	--	-1.1%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	-0.4%	--	-1.6%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3263m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	--	-10.2%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	--	-28.4%	--
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	7.7%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	6.0%	--
17日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ*	--	--	4.0%	--
17日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.125%	--
中東欧・アフリカ						
9月7日 (月)	南ア	BER消費者信頼感	-30	-23	-33	--
8日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	-47.2%	-51.0%	-2.0%	-1.8%
10日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	-8.5%	-8.0%	-8.5%	--
10日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	-0.4%	-2.4%	1.3%	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-13.8%	-10.6%	-16.3%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	-1.90b	--	-2.93b	--
11日 (金)	ロシア	貿易収支	6.0b	--	5.3b	--
14日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.1%	--
16日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-6.4%	--	-8.0%	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	--	--	6.4%	--
17日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	3.5%	--
18日 (金)	ロシア	主要金利	4.3%	--	4.3%	--
ラテンアメリカ						
9月7日 (月)	メキシコ	総設備投資	-24.4%	-24.1%	-39.7%	--
8日 (火)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	3.0%	3.9%	2.3%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	4.0%	4.1%	3.6%	--
9日 (水)	ブラジル	IBGEインフIPCA(前月比)	0.2%	0.2%	0.4%	--
10日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.3%	5.5%	0.5%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-12.9%	--	-16.7%	--
14日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	-7.1%	--
16-17日	ブラジル	SELICレート	2.0%	--	2.0%	--
18-25日	ブラジル	税収	--	--	115990m	--

注: 2020 年 9 月 11 日、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 1～8月（実績）	SPOT	2020年 9月	12月	2021年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8126 ～ 7.1778	6.8346	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7504	7.75	7.76	7.77	7.78	7.80
インドルピー	(INR)	70.705 ～ 76.909	73.464	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14855	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.65 ～ 1296.75	1187.96	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0515 ～ 4.4490	4.1650	4.15	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	48.441 ～ 51.823	48.574	48.6	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3687	1.36	1.40	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.232 ～ 30.486	29.364	29.4	29.2	29.1	29.3	29.5
タイバーツ	(THB)	29.97 ～ 33.18	31.32	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23167	23150	23250	23000	22900	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8860 ～ 82.8386	75.1729	74.00	75.00	74.00	76.00	75.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.8673	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.4169	7.4515	7.40	7.50	7.60	7.70	7.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0044 ～ 5.9714	5.3194	5.40	5.20	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	21.4097	22.25	22.10	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	15.538	15.07	15.04	14.60	14.85	15.15
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.696	13.42	13.27	12.87	12.98	13.21
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.445	1.39	1.34	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.713	0.725	0.692	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.936	8.81	8.80	8.62	8.71	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.483	25.06	23.52	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.185	2.14	2.02	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.55	76.47	73.57	71.94	73.72	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.615	3.54	3.53	3.44	3.45	3.49
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.389	3.38	3.24	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4582	0.45	0.44	0.43	0.44	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.412	1.41	1.37	1.35	1.33	1.37
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.292	6.12	6.24	6.25	6.12	6.06
トルコリラ	(TRY)	14.051 ～ 18.875	14.245	14.05	13.73	13.16	13.12	13.21
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.945	19.26	19.81	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.957	4.67	4.66	4.55	4.49	4.48

注：1. 実績の欄は 2020 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 11 日の 9 時 20 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。