

2020 年 10 月 16 日

The Emerging Markets Weekly

リスクオフムードが拡がり軟調な動きに

新興国市場:先週末の9日、新興国通貨はほぼ全面高となった。アジア時間は休場明けの CNY が大幅に上昇し、他の新興国通貨も連れ高。欧米時間もドル安が続いた。トランプ米大統領が追加経済対策に関して民主党案を上回る規模が望ましいとの考えを示したことがリスクオンを促した。週初 12 日、新興国通貨は反落。アジア時間は週末に中国人民銀行(PBoC)が為替フォワードの準備金要件を撤廃すると発表したことを受けて CNY が売られ、新興国通貨は上値重く推移した。欧米時間には、米国休場の中でドル買い戻しが優勢となった。13 日も新興国通貨は軟調。アジア時間は、米製薬会社がワクチンの臨床試験を中断したと伝わり、リスクセンチメントが悪化。欧米時間に入り一時持ち直すも、別の米製薬会社が治療薬の治験を停止したとの報道に米国の追加経済対策への期待感後退も重なり、リスクオフムードの中で新興国通貨は売られた。14 日の新興国通貨はまちまち。アジア時間は前日のリスクオフを引きずり、もみ合う展開となった。欧州時間に英 EU 交渉の継続期待から一旦ユーロ高・ドル安の動きが新興国通貨の追い風となるも、米国時間に入ると上値の重い展開となった。米国の追加経済対策が選挙前に合意に至るのは困難との見方から、リスクオフムードが再燃した。15 日のアジア時間の新興国通貨は特段材料もなく、大半がほぼ横ばい。ただ、欧米時間に入ると、ドル買い優勢の中、新興国通貨は軟調な動きとなった。欧州での行動規制再開でリスクオフムードが広がった。

アジア:インド準備銀行(RBI)は9日、政策金利を4.0%に据え置くことを決定した。据え置きは2会合連続で、インフレ率が目標を上回る水準にあることが主な理由。ただ、経済の下支えは必要とし、緩和的なスタンスは維持する。インドネシア中央銀行(BI)は13日、政策金利を4.0%に据え置くことを決定した。据え置きは3会合連続。BIはIDRの安定を重視する姿勢を改めて示し、景気を支援するためには量的緩和措置を用いるとした。韓国銀行(BOK)は14日、政策金利を0.50%に据え置くことを決定した。新型コロナによる経済への影響やこれまでの政策効果を見極める姿勢を維持した。李総裁は会見で、債券市場の不安定化には機動的に対応すると発言。国債買い入れの規模や時期は市場の状況次第とし、追加に含みを残した。シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)は14日、SGD 名目実効為替レート(S\$NEER)の政策バンドの傾きや年間上昇率、変動幅を維持すると発表した。MASは声明で当面は緩和的な政策スタンスが適切との見解を示した。タイ中銀のマティー副総裁は14日、2021年初めまでに対外投資規制をさらに緩和する可能性に言及。THB高を抑制すべく、資金流出の増加を容認する構えをみせた。

中東欧・アフリカ:南アフリカのラムポーズ大統領は15日、新型コロナウイルスにより打撃を受けた経済を再び成長軌道にのせるための復興計画を発表した。復興計画は総額1兆ランド(600億ドル相当)を超える公共投資や、80万人分の雇用創出などを柱としている。

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

マーケット・エコノミスト
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)

10 月金融政策会合～政策金利の現状維持と経済見通しを更新

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

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 7～9 日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを全会一致のもとで前回会合に続いて据え置き、4.00%とすることを決定した(図表 1)。RBI は今年既に累計 1.15%pts の利下げを実施していた。また、リバースレポレートも 3.35%の現状維持となった。ブルームバーグの事前予想では 32 人の市場関係者全員が現状維持を見込んでいた。なお、今回会合は当初 10 月 1 日に開催予定であったが、ボードメンバーの任命に関連して延期されていた。

声明文および会合後のダス RBI 総裁の会見によれば、世界経済が回復に向かうに連れて、国内経済に関しても底打ちが確認できているとした。今後新型コロナウイルス感染拡大のリスクは依然大きいものの、都市部の経済活動の正常化や農村部での安定的な穀物生産が期待される状況であり、国内経済は引き続き回復に向かうとの見解を示した。

金融政策の方針としては、流通市場での国債購入の継続や金融機関の融資の枠組みの見直しを通じ、企業や個人への資金繰り支援を継続する方針を示した。その上で足許の物価動向に鑑みつつ、必要に応じ金融緩和を実施していく姿勢を示した。

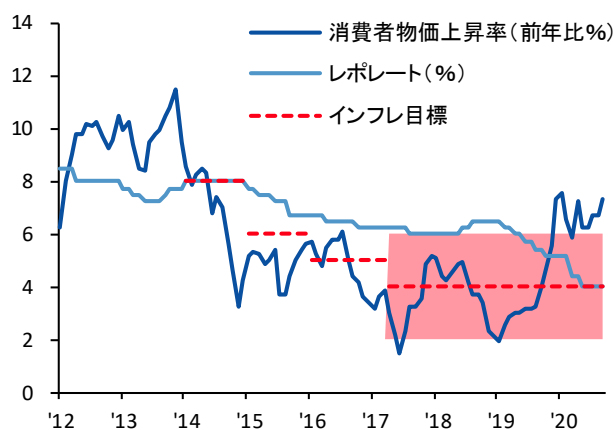
物価動向について、9 月 CPI は前年比+7.3%となっており、食料品価格の高騰を背景に RBI のインフレ目標である同+2.0%～+6.0%を上回る水準で推移している(図表 2)。今回公表された見通しによれば、インフレ率が目標の範囲に収まるのは早くても 21 年の 1～3 月期としており、そこまでは政策金利の引き下げに慎重となる可能性が高そうだ。RBI は過去にも高止まりする物価水準の影響により利下げを見送った経緯があり、利下げ余地を残している状況であると見られる。インドではピークは過ぎたものの依然新型コロナウイルスの拡大抑制に苦慮していることから、今回の決定は今後感染の第 2 波、第 3 波が到来した場合に備えカードを残す思惑も窺える。

経済成長に関して、RBI は今年度の成長率が前年比▲9.5%となる見通しを示した。4～6 月期 GDP は過去最悪の同▲23.9%を記録していたが、農村部での景気回復が当初想定よりも速いペースで期待できることを踏まえて、21 年 1～3 月期には前年比でプラスへの回復を予想している。

INR の動向に関しては、国内の新型コロナウイルスの感染拡大が深刻ながらも、じりじりと値を上げる状況となっている(図表 3)。その要因として、貿易収支の赤字幅が縮小傾向にあるほか(図表 4)、景況感の回復に伴って国内株価が上昇し海外勢からの資金流入が続いている点が INR の実需を支えている。また、RBI は 8 月末以降、INR 高を容認する姿勢をとり、INR 安方向に動きづらくなったことも考えられる。

今後は国内で豆類をはじめ農作物の収穫期を迎える。RBI は上述の通りやや楽観的な見方をしているが、国内の物価推移と農村部の景気回復に直結するイベントであるため、INR の実需動向と同様に注視したい。一方、ドル側の要因では大統領選と追加経済政策の動向が大きく、特に追加経済政策は交渉が一進一退となっているが合意に向かう場合には新興国通貨全体にとって追い風になることを想定する。

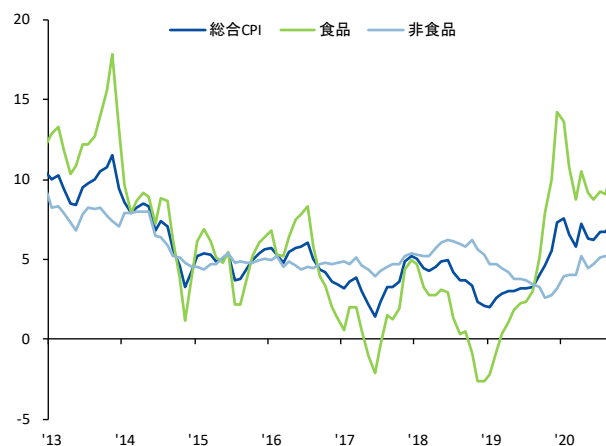
図表 1: 政策金利とインフレ目標



出所: Bloomberg、CEIC、みずほ銀行

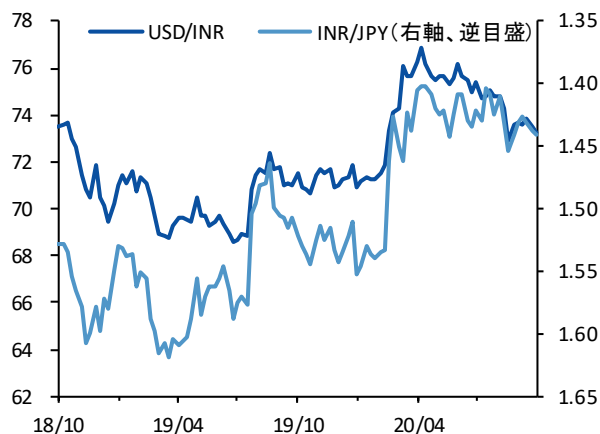
注: 赤枠はインフレ目標のレンジ

図表 2: 消費者物価指数の動向（前年比、%）



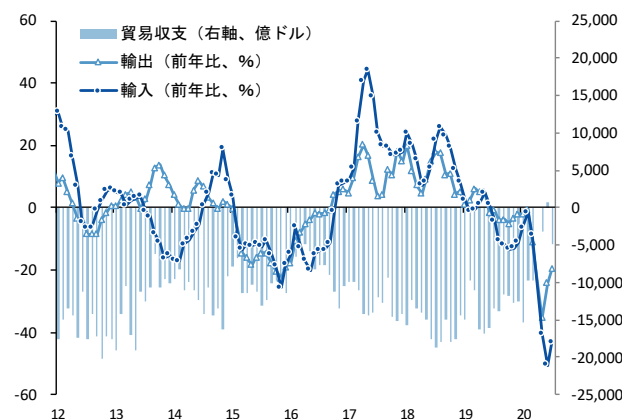
出所: インド中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 3: INR 為替動向（対ドル、対円）



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 貿易収支動向



出所: インド準備銀行、インド商工省、CEIC、みずほ銀行

市場概観(韓国)

BOK は様子見姿勢を継続、市場の安定性維持への言及増す

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

韓国銀行(BOK)は14日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を過去最低水準となる0.50%で据え置くことを全会一致で決定した(図表1)。据え置き決定は7月と8月に続き3会合連続。COVID-19による経済への影響やこれまでの金融緩和を通じた政策効果を見極める姿勢を維持した。李総裁は会見で、必要なら市場安定化措置をためらわない姿勢をみせつつも、量的緩和(QE)を導入すべき時ではないとし、9月8日に発表した国債買い入れ措置(年末までに5兆ウォン)についても追加を検討していないと述べた。

声明文によれば、国内外経済に対するBOKの見通しは、8月会合時からほとんど変わっていない。グローバルな経済成長や金融市場の見通しは、引き続きCOVID-19の行方と各国の政策対応次第という。国内景気についても、従来通り先行き不透明感を強調しているが、2020年の成長率見通しは8月時点の前年比▲1.3%に向かっているとの認識だ(図表2)。声明文では、足許にかけてのCOVID-19の感染第2波発生の影響についての言及がみられるものの、過去のものとなりつつあるという印象を受ける。

この背景は主に2つある。ひとつは、各国で治療薬やワクチンの開発進展が伝えられていることだ。一部の国ではワクチンの接種が事実上開始されており、年内もしくは年明けにも先進国を中心に接種が本格化すると期待されつつある。また、韓国の場合、すでに新規感染者数の減少が確認されている(図表3)。BOKとしては、7~9月期に確認された感染第2波の経済的影響が、10~12月期以降には軽減されるとみているようだ。

もうひとつは、9月に財政出動による景気支援の姿勢を政府がより明確にしたことだ。第1次~第3次補正予算(計34.6兆ウォン)による政策効果が息切れし始めたところや、政府は第4次補正予算(7.8兆ウォン)をまとめ成立させた。また、2021年予算案では、歳出規模を555.8兆ウォンと補正予算を含めた2020年予算(554.7兆ウォン)からさらに積み上げた。いわゆる「韓国版ニューディール政策」を推進し、4大領域(経済回復、未来成長動力の確保、雇用・社会セーフティネット、国民生活の改善)に重点配分する(図表4)。これらにより、先行きの景気下振れリスクを相応に相殺されそう。

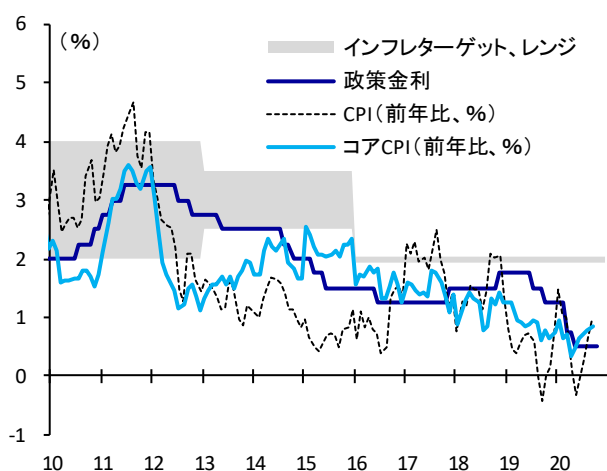
以上のように、景気面でのさらなる下振れリスクは和らいだ感がある。BOKは、依然として弱い経済を下支えすべく緩和政策の維持の必要性を認めつつも、一段の緩和には慎重という姿勢を今回も確認した格好だ。もちろん、その判断の背景には、金融緩和が住宅価格の上昇を呼び、家計に新たな負担が生じている問題への配慮もある。BOKは声明文で、家計向けローンの拡大ペースが上向いており(picked up)、住宅価格が全国的に早いペース(at high rate)で上昇している点に言及。従来と比較して懸念を強調した記述となった。「実効下限に近付いた」政策金利の引き下げは一巡したと考えたい。

かかる状況下、一段の金融緩和があるとすれば、市場安定化の側面が強まるのではないか。実際、BOKは9月に国債買い入れ措置を発表した際、大型の財政出動の

財源が国債で賄われることに伴う国債市場の不安定化リスクに言及した。李総裁は今会合後の会見でも、債券市場の不安定化には機動的に対応する姿勢を示した。現状では発表済みの国債買い入れ規模(5兆ウォン)の増額を検討していないものの、国債買い入れの規模や時期については債券市場の状況次第としており、追加の国債買い入れに含みを残した格好だ。

また、李総裁はウォン相場の不安定化リスクにも言及しており、市場全般のボラティリティ上昇への警戒感がうかがえる。おそらく米国の大統領選と議会選も見据えたものだろう。現状、市場はバイデン・トレードへの傾斜を見せるが、シナリオが外れた際やイベント一巡後の巻き戻しの可能性は拭えない。財政や家計債務といった国内問題だけでなく、海外に大きな変動要因を抱える中、BOKは市場の安定化維持に重きを置かざるを得ない状況といえる。

図表 1: 政策金利とインフレ動向



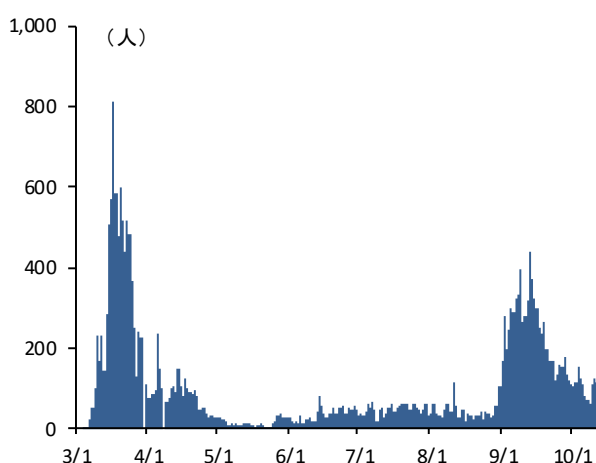
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: BOK の最新経済見通し(8月時点)

	2019年	2020年		2021年	
	(前年比) 通年	上半期	下半期	通年	通年
実質GDP成長率	2.0%	-0.8%	-1.8%	-1.3%	2.8%
家計最終消費支出	1.7%	-4.4%	-3.4%	-3.9%	3.8%
設備投資	-7.5%	4.2%	0.9%	2.6%	6.2%
知的財産投資	3.0%	2.8%	3.0%	2.9%	3.5%
建設投資	-2.5%	1.9%	-3.1%	-0.7%	-0.4%
輸出	0.5%	-3.2%	-5.6%	-4.5%	4.8%
輸入	-0.8%	-1.1%	-2.5%	-1.8%	5.9%
消費者物価指数(CPI)	0.4%	0.6%	0.3%	0.4%	1.0%

出所: BOK、みずほ銀行

図表 3: 韓国における COVID-19 新規感染者数



注: 10/12 時点

出所: WHO、CEIC、みずほ銀行

図表 4: 韓国の財政見通し

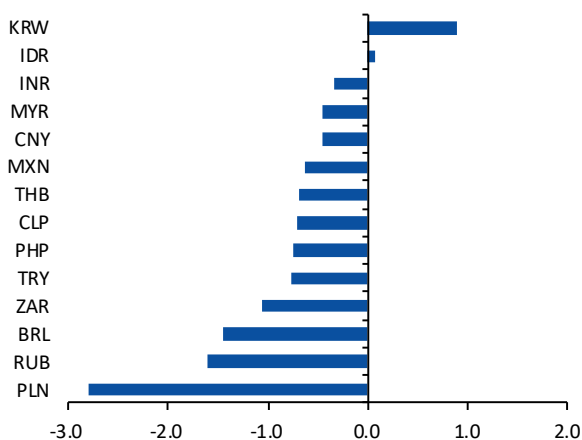
	2019年	2020年		2021年
		当初	補正含む*	政府案
歳入	476.1	481.8	470.7	483.0
(前年比、%)	(6.5)	(1.2)	(-1.1)	(2.6)
歳出	469.6	512.3	554.7	555.8
(前年比、%)	(9.5)	(9.1)	(18.1)	(0.2)
財政収支**	-37.6	-71.5	-118.6	-111.5
(GDP比、%)	(-1.9)	(-3.5)	(-6.1)	(-5.8)
政府債務残高	740.8	805.2	846.9	945.0
(GDP比、%)	(37.1)	(39.8)	(43.9)	(46.7)

*第1次～第4次補正予算、**社会保障積立金を除くベース

出所: 企画財政部、みずほ銀行

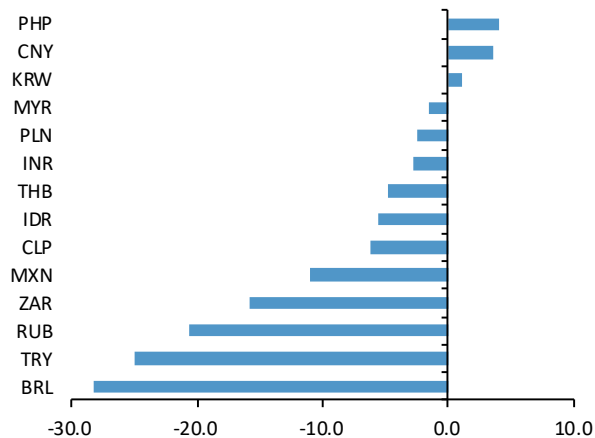
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



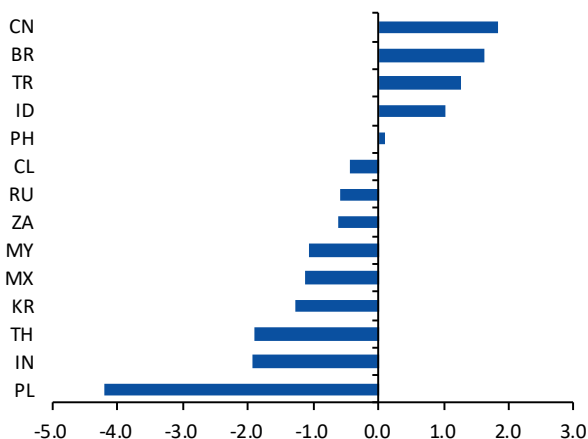
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



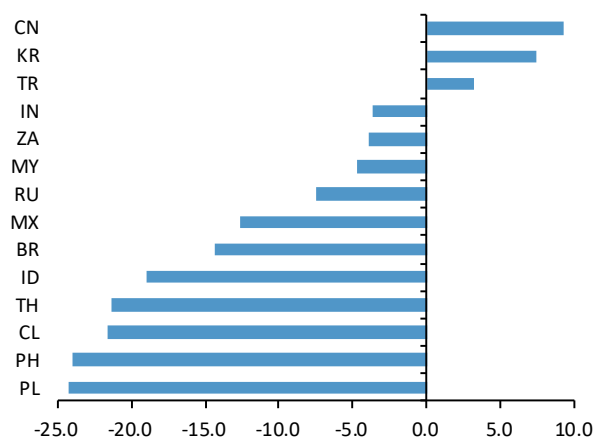
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



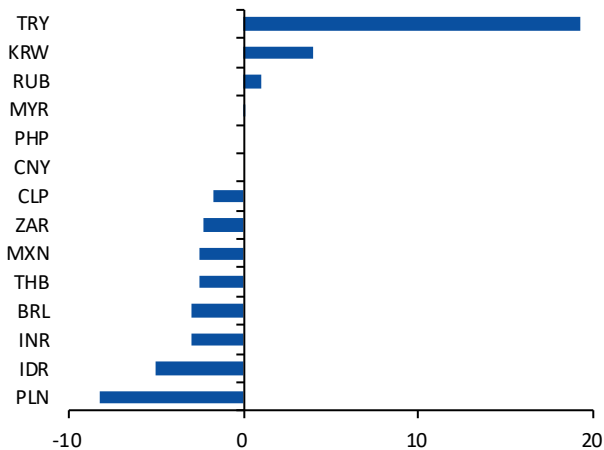
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

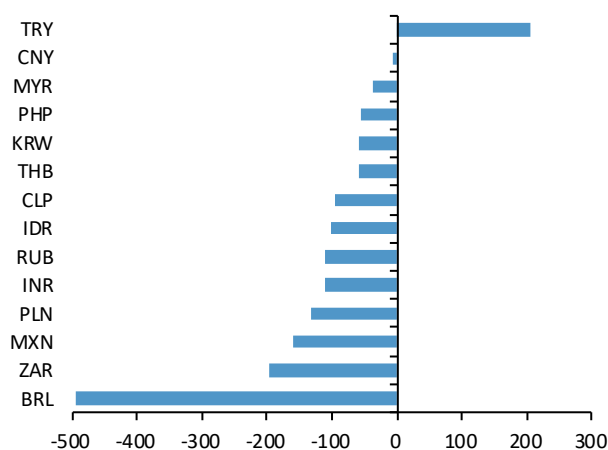
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

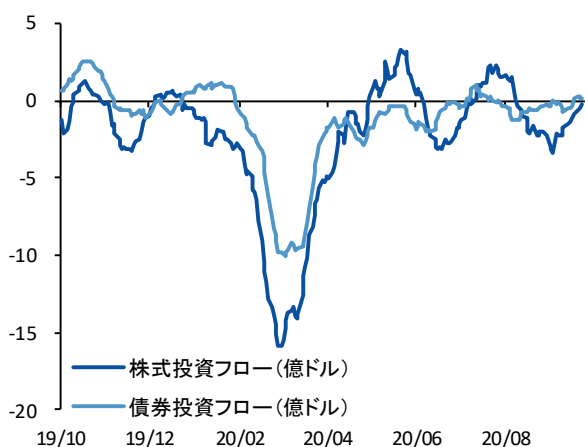
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

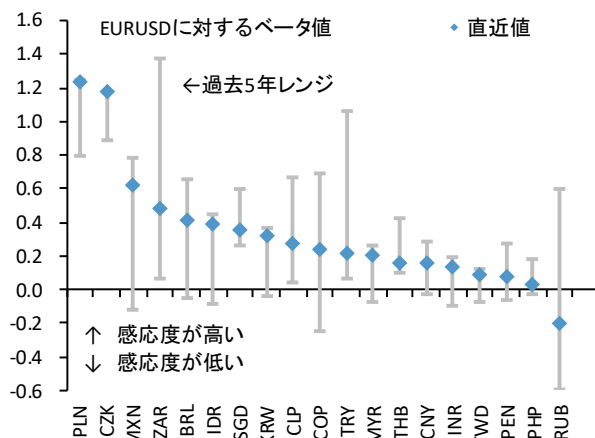
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



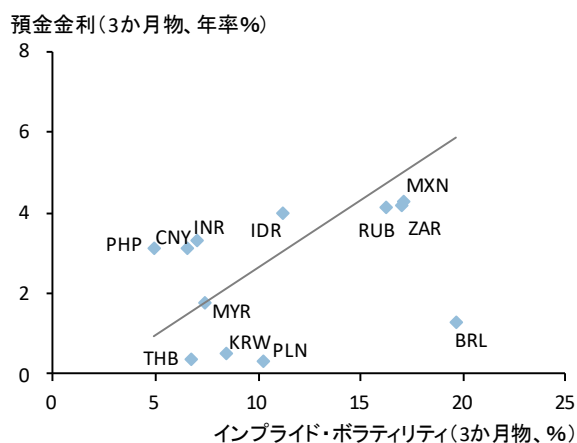
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



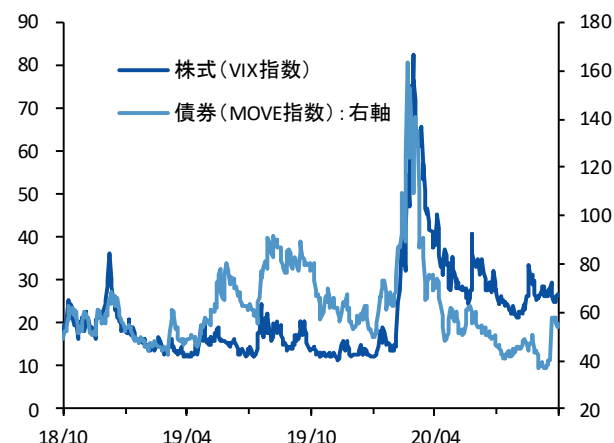
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



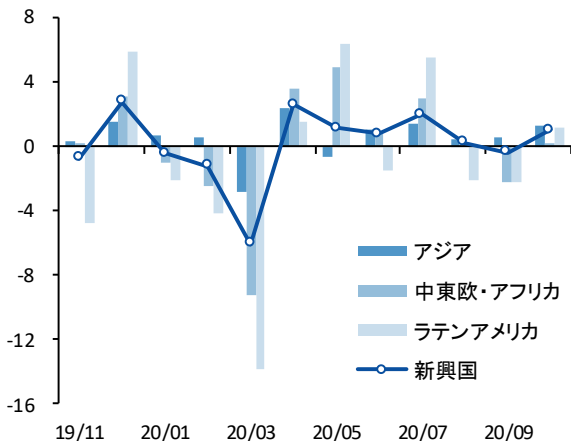
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



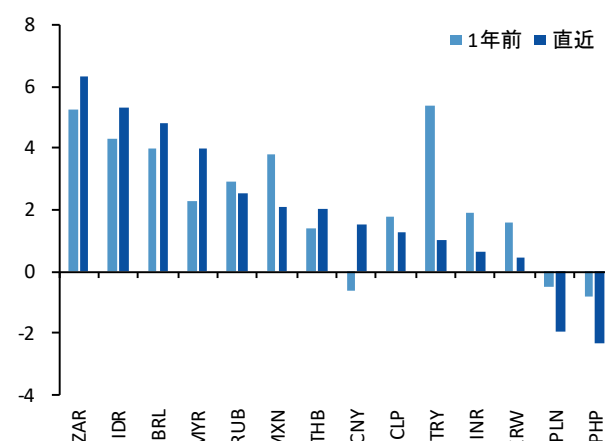
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月12日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	0.5%	0.3%	1.2%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.9%	7.3%	6.7%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	-7.8%	-8.0%	-10.4%	-10.8%
13日 (火)	中国	貿易収支	\$60.00b	\$37.00b	\$58.93b	--
13日 (火)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ [®]	4.00%	4.00%	4.00%	--
14日 (水)	シンガポール	GDP(前年比)	-6.8%	-7.0%	-13.2%	-13.3%
14日 (水)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	0.50%	0.50%	0.50%	--
15日 (木)	中国	PPI 前年比	-1.8%	-2.1%	-2.0%	--
15日 (木)	中国	CPI(前年比)	1.9%	1.7%	2.4%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	\$2100m	\$2438m	\$2330m	--
15日 (木)	インド	輸出(前年比)	--	6.0%	-12.7%	--
15日 (木)	インド	輸入(前年比)	--	19.6%	-26.0%	--
15日 (木)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.3%	-4.1%	7.8%	--
16日 (金)	韓国	失業率(季調済)	3.7%	--	3.2%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	11.5%	--	7.7%	--
19日 (月)	中国	GDP(前年比)	5.5%	--	3.2%	--
19日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.8%	--	5.6%	--
19日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	1.9%	--	0.5%	--
19日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	0.9%	--	-0.3%	--
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$657m	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	13.6%	--
21日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.5%	--
21日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-1.4%	--
22日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$4349m	--
22日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-40.1b	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	-0.4%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.7%	--
中東欧・アフリカ						
10月12日 (月)	トルコ	経常収支	-4.40b	-4.63b	-1.82b	-1.94b
12日 (月)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-7.8%	-10.8%	-10.6%	-10.2%
12日 (月)	ロシア	貿易収支	5.2b	3.7b	4.3b	--
13日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	7.1%	10.4%	4.4%	4.5%
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-6.8%	-4.2%	-9.0%	--
16日 (金)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-6.0%	--	-7.2%	--
21日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-2.1%	--	-2.7%	--
21日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	1.5%	--	2.3%	--
22日 (木)	トルコ	1週間レホレート	--	--	10.25%	--
23日 (金)	ロシア	主要金利	4.25%	--	4.25%	--
ラテンアメリカ						
10月12日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-10.3%	-9.0%	-11.3%	-11.4%
15日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	-4.1%	-3.9%	-4.9%	--
20-27日	ブラジル	税収	--	--	124505m	--
21日 (水)	メキシコ	失業率(季調前)	--	--	5.20%	--
23日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-12.50%	--
23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.62%	--	0.45%	--
23日 (金)	ブラジル	経常収支	\$2970m	--	\$3721m	--

注: 2020 年 10 月 16 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 1～9月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021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)	6.7512 ～ 7.1777	6.7254	6.80	6.80	6.75	6.75	6.70
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7501	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	73.380	75.4	74.8	73.5	72.5	72.2
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14690	15300	14600	13800	14350	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1145.45	1160	1160	1150	1150	1140
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1535	4.30	4.22	4.20	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.326 ～ 51.959	48.665	50.5	49.5	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3603	1.39	1.38	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.808 ～ 30.533	28.839	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.22	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23169	23500	23160	22900	22850	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	77.9951	76.00	74.00	75.00	77.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.6451	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.8568	7.9360	7.50	7.20	7.00	7.30	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.6140	5.25	5.00	5.10	5.20	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	21.2865	22.00	21.50	22.00	22.50	23.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.655	15.15	14.71	14.96	15.11	15.52
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.596	13.29	12.90	13.02	13.14	13.38
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.436	1.37	1.34	1.37	1.41	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.716	0.673	0.685	0.732	0.711	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.200	8.88	8.62	8.78	8.87	9.12
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.372	23.95	23.70	24.05	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.163	2.04	2.02	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.46	74.10	72.46	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.653	3.53	3.44	3.48	3.53	3.61
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.375	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4547	0.44	0.43	0.44	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.352	1.36	1.35	1.35	1.32	1.33
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.329	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	13.375 ～ 18.875	13.275	13.73	13.89	14.43	13.97	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	18.771	19.62	20.00	19.80	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.949	4.68	4.65	4.59	4.53	4.52

注: 1. 実績の欄は 2020 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 16 日の 9 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。