

2020 年 11 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

大半の新興国通貨は週を通して上昇

新興国市場: 先週末の 13 日、アジア時間は欧米での感染者増加が懸念され上値の重い展開。欧米時間に入り株高を背景にドルが軟調になると新興国通貨は持ち直しをみせた。MXN は前日比+1.1%上昇。前日の政策金利の据え置きも追い風となった。週明け 16 日、週末の東アジア地域包括的経済連携 (RCEP) の署名が好感され、アジア時間は新興国通貨が底堅く推移。欧米時間に入ると、米バイオ製薬企業が開発したワクチンが臨床試験で 94.5%の有効性を示したと伝わり、リスクオンムードが高まった。RUB は原油価格の上昇もサポート材料となり、前日比+1.6%となった。17 日、前日の欧米市場の流れを引き継ぎ、アジア時間は新興国通貨が堅調に推移。欧米時間は、英 EU 通商交渉で合意に至る可能性が報じられドルが弱含むも、新興国通貨の反応は小幅にとどまった。ブラジル政府が景気見通しを上昇修正したことを手掛かりに、BRL は前日比+2.0%値を伸ばした。18 日、新興国通貨はまちまちな動きとなった。アジア時間は手掛かり材料に乏しく新興国通貨は小動き。欧米時間に入り、米製薬会社が発表したワクチンの臨床試験結果が好感され、新興国通貨は一時強含んだものの、NY 市の感染再拡大等を手掛かりに株安となると値を戻す展開となった。19 日も新興国通貨はまちまち。アジア時間はやや軟調も、米国時間に入って感染再拡大への懸念からドルが弱含むと、新興国通貨にはサポート材料となった。TRY は金融政策運営の見直しが期待され前日比+2.0%上昇。BRL は 2021 年の成長率上振れ期待から同 1.0%値を伸ばした。一方、KRW は当局の KRW 高けん制発言を手掛かりに同▲1.0%売られた。

アジア: 13 日発表のマレーシア 7~9 月期実質 GDP は前期比+18.2%と3四半期ぶりのプラス成長となった。前年比では▲2.7%と 4~6 月期 (同▲17.1%) から大幅に改善。輸出の堅調が全体をけん引した。16 日発表のタイ 7~9 月期実質 GDP は前期比+6.5%と 4 四半期ぶりにプラス成長を回復。行動規制が緩和されたほか、政府の景気刺激策や輸出の改善が下支えした。タイ中央銀行 (BOT) は 18 日、政策金利を 0.50%に据え置くと決定。依然として脆弱なタイ経済の回復状況に言及、最近の THB 高への懸念も示した。インドネシア中央銀行 (BI) は 19 日、政策金利を 25bp 引き下げて 3.75%とした。新型コロナウイルス感染拡大により打撃を受けた経済の押し上げを図る。フィリピン中央銀行 (BSP) も 19 日、政策金利を 25bp 引き下げ過去最低の 2.0%とした。ジョクノ総裁は、経済活動を後押しする継続的な支援が必要だと述べた。

中東欧・アフリカ: 南アフリカ中央銀行 (SARB) は 19 日、政策金利を 3.50%に据え置くことを決定した。ただ、ハニャホ総裁は新型コロナウイルス禍の先行きは不透明との見解を示した。トルコ中央銀行 (CBRT) は 19 日、政策金利を 475bp 引き上げ 15.0%とした。全ての資金供給を政策金利 (1 週間物レポ金利) によって行うと述べたほか、インフレを抑制すべく透明で強力な金融引き締めを実施する姿勢も示した。アーバル新総裁はひとまず市場の期待に応えた格好。

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(メキシコ)

中央銀行は一旦利下げを見送り

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 11 月 12 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を従来の 4.25%で据え置くことを決定した。5 名の委員のうち 1 名は 25bp の利下げを主張したが、残る 4 名は据え置きが妥当と判断した。政策金利の据え置きは、2019 年 8 月以降の計 400bp の利下げを経て、12 会合ぶりの判断となる。なお、ブルームバーグの調査によればエコノミスト 22 名中 16 名が利下げを予想していた。

据え置き判断の背景はいくつか考えられるものの、足許のインフレ動向が最も大きいだろう。10 月の消費者物価(CPI)は、ヘッドラインベースで前年比+4.09%と市場予想(同+4.06%)をやや上回ったほか、3 か月連続で Banxico の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回る水準で推移している。また、仮に政策金利を 25bp引き下げて 4.00%とした場合、実質マイナス金利に陥ることも Banxico に追加利下げをとどませた可能性はある。Banxico は今会合で、声明文に以下の一文を加えることで、インフレ動向を見極めたい姿勢を示した。

This pause provides the necessary room to confirm that the trajectory of inflation converges to the target.

また、メキシコではこれまで、金融政策に依存する格好で景気下支えが図られてきたが、Banxico への過度な期待感が和らいでいることも据え置き判断の背景にあるのではないかと。ひとつは、国内における COVID-19 の感染拡大が 8 月にピークアウトし、足許では欧米製薬会社におけるワクチン・治療薬開発の進捗が伝わってきていることだ。また、政府が 9 月に提出した予算案では、2021 年初よりワクチンの接種が可能となり景気回復が進むことが前提となっている。

Banxico は前回会合の声明文で、今後の政策方針を以下の一文で示した。インフレ率見通しやインフレ期待を左右する諸要因の動き次第という点は今回も変わらない。ただ、COVID-19 が与える影響についての文言(下線部)は、今回の声明文では個別に言及するには至らなかった。

Monetary policy implementation will depend on the evolution of the factors that have an incidence on the outlook for inflation and its expectations, including the effects that the pandemic might have on both of them.

もうひとつは、経済見通しに改善の兆しが見えてきたことだ。10 月に政府は、官民によるインフラ投資計画(2,973 億ペソ規模)を打ち出した。財務公債省によれば、エネルギーや鉄道・道路といった 39 のプロジェクト(2021 年末までに着工)を通じて、GDP 比 1%超、19 万人程度の雇用創出が期待できるという。また、今回公表分に加えて、今後はエネルギー分野を中心に新たなプロジェクトが追加されるようだ。従来指摘されてきた財政出動不足を考慮すれば前向きな一歩と評価できるとともに、金融緩和依存を和らげることもなろう。また、米国でバイデン政権が発足すれば、貿易政策面での米国の対墨圧力が和らぐとの期待感もあろう。

上述の情勢変化を受けて、総じて Banxico の危機対応モードは一服した感がある。Banxico は引き続き必要な措置をとる準備があるとしているが、前回会合までみられた以下の文言は今会合の声明文から抜け落ちている。

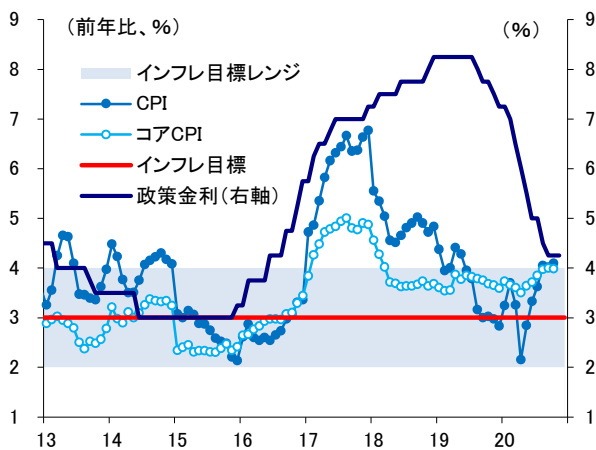
considering the large impact on productive activity as well as the evolution of the financial shock that we are currently facing

また、利下げの余地に関する文言も同様だ。8 月会合時は「緩和余地 (the available room for maneuver)」とされていたが、その後 25bp の利下げを経た 9 月会合時には「利下げ余地はあつて僅か (the room for maneuver, although narrow)」となった。今会合においてはこうした利下げ余地に関する文言自体が見当たらない。

もともと、今回の政策金利据え置きで利下げ局面は一巡したと判断するのは時期尚早だ。COVID-19 の感染再拡大は欧米諸国のみならず、メキシコでも確認されつつある。ワクチンの開発進捗で市場にはリスクオンムードが漂うが、現実には乗り越えるべき課題もしばらく残る。国営企業優遇といった現政権の内向きな経済政策運営は、官民の協働プロジェクトの持続性や外資企業誘致の面で不安材料だ。バイデン政権の「米国第一主義」の継承度合いも今のところ明確ではない。

足許の MXN 高による輸入インフレ圧力は幾分和らいでいくとみられるなかで、こうした不安要因が再燃すれば、Banxico にも危機対応の利下げ再開にむけた政治的圧力は生じうる。Banxico は中長期的にはインフレ率が 3% 台で安定推移するとみている。これを前提にすれば、2021 年 1~3 月期にかけて 1~2 回程度の追加利下げを迫られる可能性はあろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: メキシコ中央銀行、地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: Banxico による CPI 見通しサーベイ(中央値)



出所: メキシコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(タイ)

11 月金融政策委員会～新総裁就任後初の会合も大きな政策変更なし

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

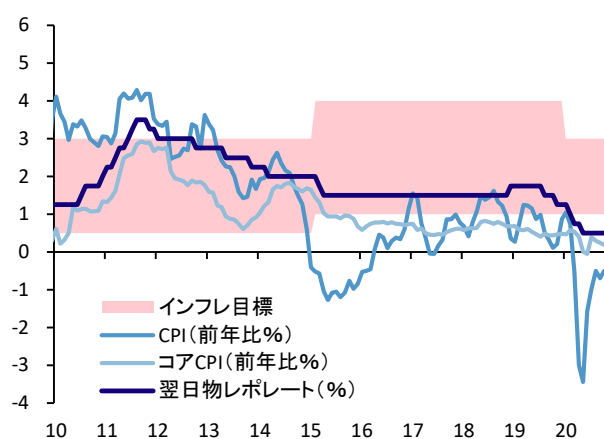
タイ中央銀行(BOT)は 11 月 18 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を 0.50%に据え置いた(図表 1)。政策金利は 7 人の委員の全会一致のもと 4 会合連続で現状維持となった。なお、ブルームバーグの事前予想でも 20 人全員が現状維持としていた。BOT は今年に入り 3 度の利下げ(計 0.75%ポイント)を実施していた。

声明文では、7～9 月期の GDP 成長率は底を抜けながらも、依然前年比でマイナス成長であり、経済の回復ペースは緩慢である点を指摘した。欧米を中心に新型コロナウイルス感染が再度拡大する状況下、先行きは非常に不透明であると述べた。これを踏まえ、今後の政策運営に関しても、緩和的な姿勢を維持し、長期にわたって政策金利を低水準に据え置く必要性を強調したほか、必要に応じて追加の政策を用いる準備があると述べた。

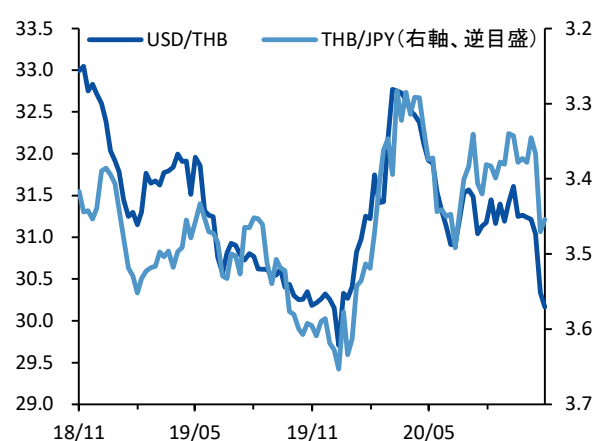
セタプット新総裁は 10 月に就任した際、利下げに頼らない非伝統的な政策への着手の可能性を示唆したが、今回合合では早急に導入することは考慮していないと述べた。政策余地が狭まりつつある状況を認めながらも、財政政策など他の措置が中心的な役割を果たす必要があるとした。今回はセタプット新総裁のもとで初めての MPCとなったが、政策骨子に大きな変化は見られなかった。次回のアクションは景気回復の状況、国内での政治デモ、海外での感染拡大のすべてを勘案した上での判断となるだろう。

国内での反政府デモが長期化している中でも、THB は米国大統領選でのバイデン候補の過半数獲得や、新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道などから市場でリスクオンの流れが継続しており、上昇する展開となっている。国内の景気回復が緩慢で観光業でのインバウンド需要も取り込めない中で、輸出に活路を見出したいタイ経済にとっては逆風であり、今回の MPCにおいても THB 高が懸念されていることが各所に垣間見えた。今後 BOT が THB 高をけん制する動きが出てくることは大いに考える。

今後の THB の動向については、更なる上値を追うには時間を要し、揉み合う展開を予想する。11 月初旬からの大統領選やワクチン開発を織り込んだ通貨高も徐々に一服しつつあり、節目となる 30 割れには材料不足の印象がある。昨年後半にかけて THB 高が継続した中でも、30 を割り込むにはかなりの時間を要しており、当局としても意識している水準と考えられる。とは言え、年末から年明けにかけて新型コロナウイルスのワクチン実用化への期待の一層の高まりや、バイデン大統領が誕生し、米国での追加経済政策の協議に進展が見られれば、市場にも大きな影響をもたらすものとする。現段階では THB の上昇リスクが強い点は改めて確認しておきたい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率


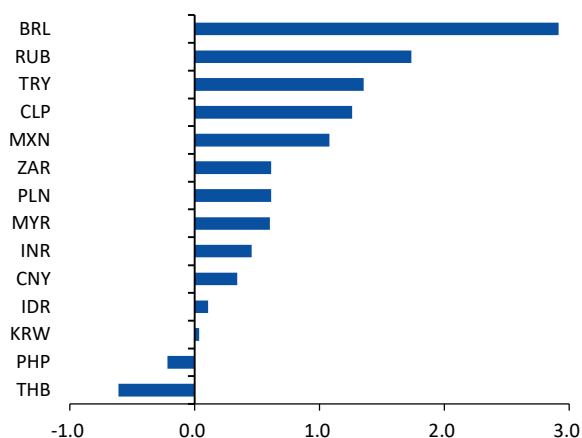
出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

図表 2: THB の為替動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

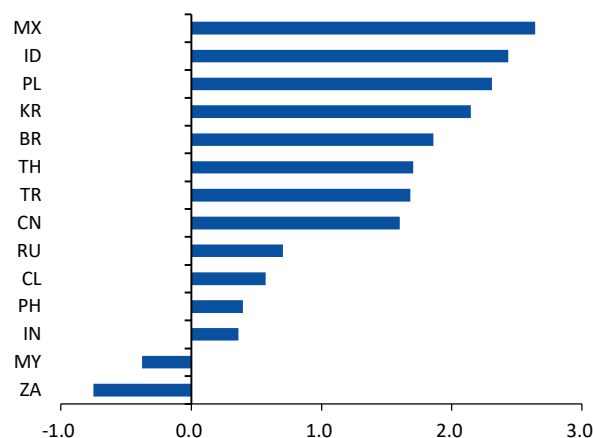
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



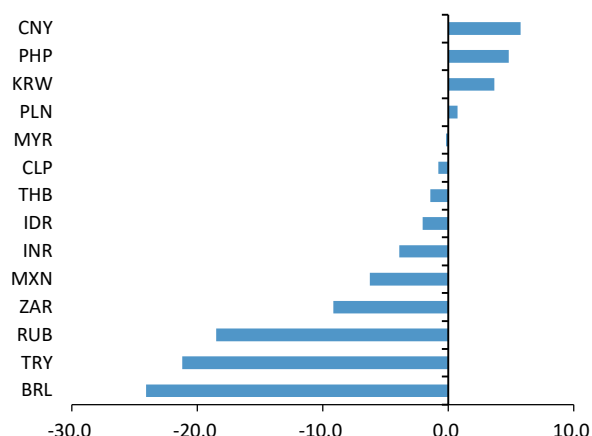
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



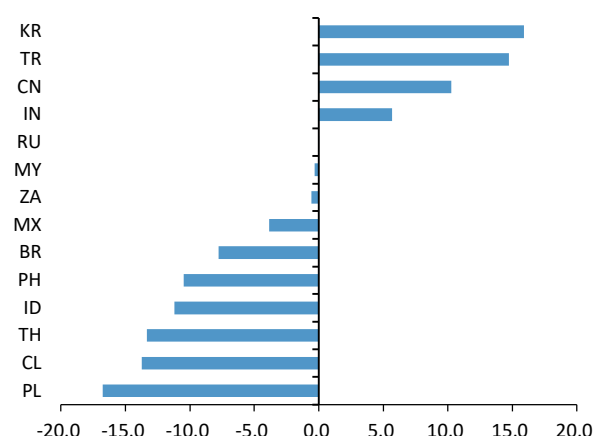
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



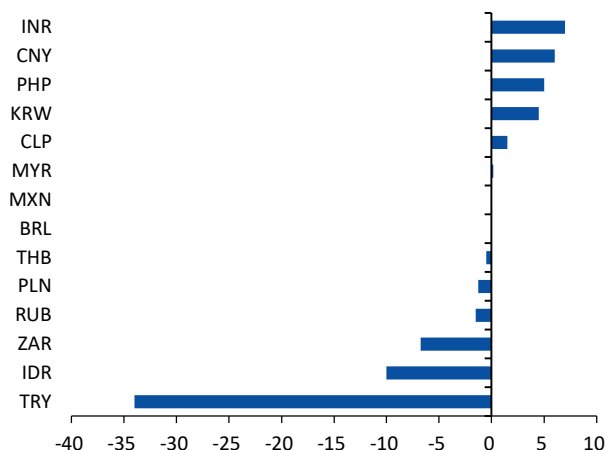
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

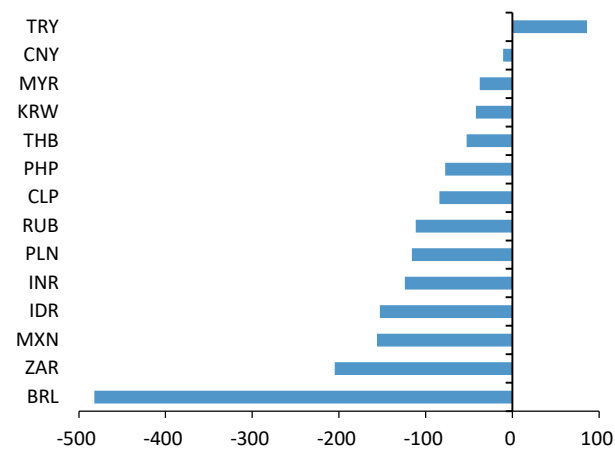
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

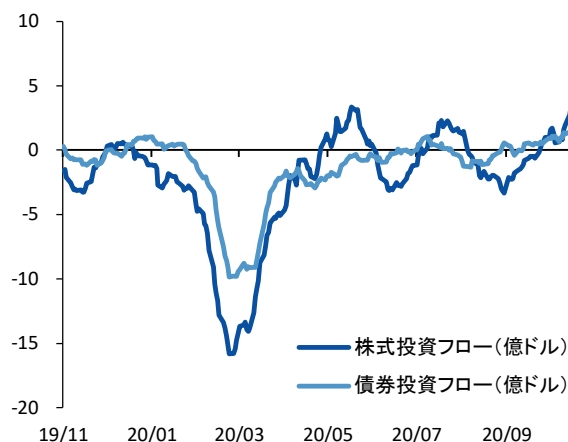
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

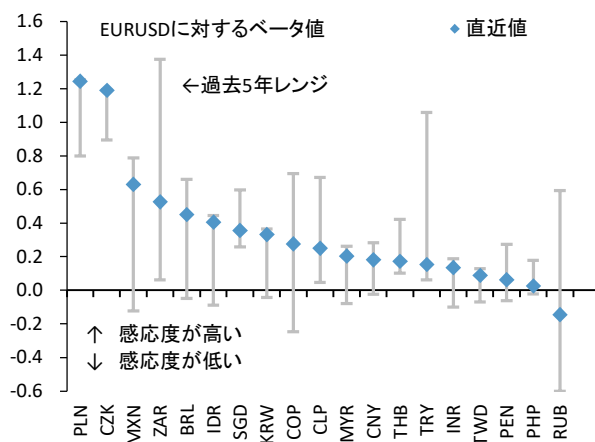
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



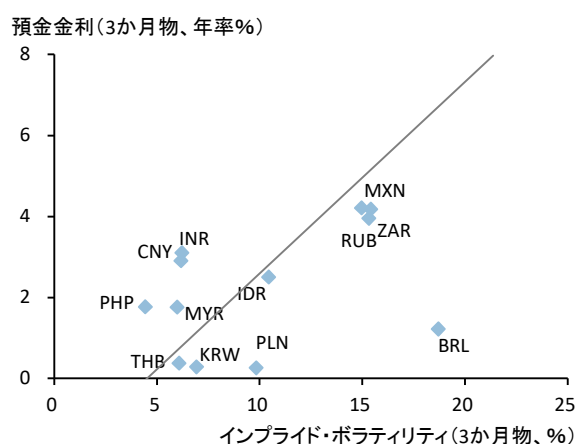
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



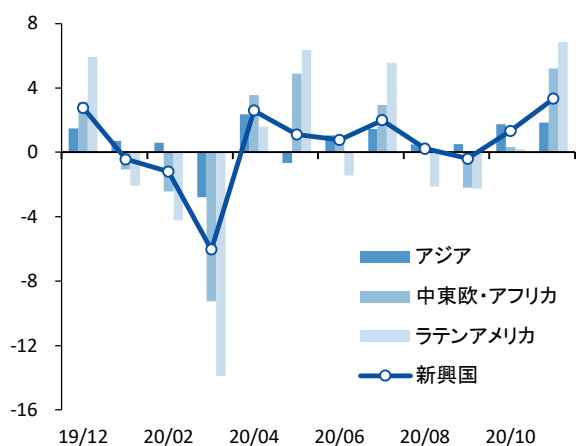
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



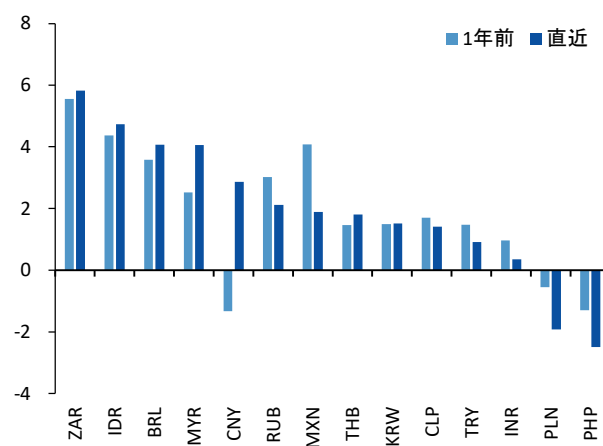
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.7%	6.9%	6.9%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	5.0%	4.3%	3.3%	--
16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	1.6%	1.8%	0.8%	--
16日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-8.8%	-6.4%	-12.2%	-12.1%
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$2204m	\$3607m	\$2438m	\$2390m
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	-4.3%	9.3%	-4.1%	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.5%	1.5%	1.3%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	5.1%	-3.1%	5.9%	5.8%
18日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	0.50%	0.50%	--
19日 (木)	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%	3.75%	4.00%	--
19日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.25%	2.00%	2.25%	--
19-27日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$2104m	--
20日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.4%	--
20日 (金)	インドネシア	国際収支・経常収支	\$1400m	--	-\$2896m	--
23日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	-5.5%	--	-7.0%	--
23日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2230m	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.0%	--	0.0%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.7%	--
24日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	91.6	--
24日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-138.5b	--
25日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	76	--
25日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-1.4%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	24.2%	--
26日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	0.50%	--
27日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.3%	--
中東欧・アフリカ						
11月18日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-5.5%	-5.9%	-5.0%	-3.6%
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-2.3%	-2.7%	-4.2%	--
19日 (木)	トルコ	1週間レホレート	15.00%	15.00%	10.25%	--
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	3.50%	3.50%	3.50%	--
21日 (土)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-3.6%	--	-3.0%	--
21日 (土)	ロシア	実質賃金(前年比)	0.1%	--	0.1%	--
23日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-59.4%	--
24日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	108.1	--
24日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.4%	--
25日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.0%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	2.5%	--
ラテンアメリカ						
11月24日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.9%	--
25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-10.8%	--
25日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	\$2320m	--
26日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-9.5%	--
26日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-8.6%	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	3.2%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	4384.7m	--
27日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	3810b	3809b

注: 2020 年 11 月 20 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 1～10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)	6.6413 ~ 7.1777	6.5840	6.70	6.65	6.60	6.55	6.50
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7532	7.76	7.76	7.77	7.78	7.79
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 76.916	74.270	75.3	74.2	73.5	72.5	71.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 16625	14155	15150	14750	14250	13800	14050
韓国ウォン	(KRW)	1125.06 ~ 1293.95	1115.25	1100	1100	1090	1090	1080
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ~ 4.4490	4.0980	4.24	4.19	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.290 ~ 51.959	48.315	49.6	49.2	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.4647	1.3450	1.38	1.37	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.522 ~ 30.533	28.662	28.5	28.5	28.3	28.3	28.0
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 33.19	30.40	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ~ 23637	23168	23450	23160	22900	22850	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 82.8729	76.0527	78.00	76.00	77.00	78.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	15.4053	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 8.3849	7.5423	8.60	8.40	8.00	7.80	8.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.3087	5.80	5.70	5.50	5.40	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 25.7849	20.2129	21.75	21.50	21.25	21.00	20.75
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ~ 16.108	15.782	15.37	15.04	15.30	15.57	16.00
香港ドル	(HKD)	13.020 ~ 14.422	13.386	13.28	12.89	13.00	13.11	13.35
インドルピー	(INR)	1.367 ~ 1.566	1.397	1.37	1.35	1.37	1.41	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.733	0.680	0.678	0.709	0.739	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.316	9.36	9.09	9.27	9.36	9.63
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ~ 27.278	25.357	24.29	23.87	24.28	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ~ 2.213	2.148	2.08	2.03	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ~ 81.92	77.16	74.64	72.99	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ~ 3.708	3.638	3.61	3.51	3.58	3.61	3.71
タイバーツ	(THB)	3.215 ~ 3.729	3.417	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4480	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	1.363	1.32	1.32	1.31	1.31	1.30
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.735	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	12.451 ~ 18.875	13.754	11.98	11.90	12.63	13.08	12.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ~ 27.687	19.559	17.76	17.54	18.36	18.89	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ~ 6.013	5.134	4.74	4.65	4.75	4.86	5.01

注: 1. 実績の欄は 2020 年 10 月 30 日まで。SPOT は 11 月 20 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。