

2020 年 12 月 11 日

The Emerging Markets Weekly

目新しい材料のない中でまちまちな動き

新興国市場: 先週末 4 日、アジア時間の新興国通貨は動意の薄い展開。ただ、KRW は 10 月経常収支の大幅黒字を手掛かりに節目とみられてきた 1100 を突破。TWD も連れ高し節目とみられてきた 28.5 を突破した。欧米時間は、米 11 月雇用統計の結果に米金利が上昇で反応、英 EU 通商交渉合の停滞も重なりドルは反発した。新興国通貨では東欧通貨が弱い一方、南米通貨は堅調だった。週初 7 日、新興国通貨はまちまち。欧米時間には、ジョンソン英首相が交渉離脱の用意があるとの発言に、欧州通貨が売られドルが急反発した。その後、同首相と EU のフォンデアライエン委員長が数日内の対面での会談で合意するとドルは急反落。ドルの乱高下に新興国通貨は上下に振られた。8 日、新興国通貨は大半が小動き。欧米時間には、COVID-19 のワクチンに関するポジティブな報道がみられた一方、英 EU 通商交渉や米追加経済対策の協議が依然として難航する中、終始様子見姿勢が強い展開となった。個別には、GDP 統計が好感された ZAR の上昇が目立った。9 日、アジア時間は小安く始まるも、ドル安の動きに下落幅を縮小。欧米時間は米株が売られる動きにドルが急反発し、新興国通貨は弱含んだ。BRL が売られたほか、MXN や RUB、TWD が軟調となった。10 日、アジア時間は前日のドル高を受けて安く始まるも、徐々に下落幅を縮小する展開。欧米時間は、ECB が決定した追加緩和措置は市場の予想の範囲内とみなされ、EUR 買い・USD 売りが進む中で新興国通貨は堅調に推移した。BRL が前日比+3.0%上昇、原油価格の上昇に連れて RUB も買われた。一方、米国による経済制裁の可能性を巡る報道に TRY が売られた。

アジア: インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 4 日、政策金利を 4.00%に据え置くことを決定。3 会合連続での据え置きとなった。インフレが高止まりしていることが、利下げの制約要因となっている。大手格付け会社は 4 日、財政圧力の高まりや債務拡大、政治的不透明感を理由に、マレーシアの長期外債建て発行体格付けを A-から BBB+に引き下げた。7 日発表の中国 11 月輸出額(ドル建て)は前年比+21.1%と市場予想(同+12.0%)を大きく上回った。世界的な感染再拡大に、個人防護用具や在宅勤務関連の IT 製品の輸出が伸びた。

中東欧・アフリカ: 8 日発表の南アフリカ 7~9 月期実質 GDP は前期比年率+66.1%と 4~6 月期(同▲51.7%)から急回復した。COVID-19 に伴う制限措置が緩和され、鉱業・製造業をけん引役に全ての部門で生産が拡大した。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は 9 日、政策金利を 2.00%に据え置くことを決定した。据え置きは 3 会合連続。BCB はインフレ見通しの引き上げを背景に、フォワードガイダンスの適用が難しくなる可能性に言及。ただ、それが必ずしも利上げを意味する訳ではないとの認識も示した。9 日発表のメキシコ 11 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と、インフレ目標の上限である+4.0%を 4 か月ぶりに下回った。メキシコ中央銀行(Banxico)は、インフレ動向を見極めるべく、11 月の金融政策会合では政策金利の据え置きを決定していた。

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

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)

経済・為替相場の振返りと今後の見通し

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

2020 年の経済と為替相場の振返り

20 年のインド経済は統計の開始以降、最悪の結果となる見込みだ。コロナ禍での活動制限の下、個人消費の冷え込みなどが影響して 4～6 月期 GDP 成長率が前年比 ▲23.9% を記録すると、7～9 月期も 2 期連続のマイナスとなる同 ▲7.5% の結果に終わり、景気回復ペースは依然軟調である(図表 1)。なお、インド準備銀行(中央銀行、RBI)は、年間での成長率を同 ▲9.5% とし、21 年の成長率は同 +10.1% と予想している。

為替相場を見てみると、春先にかけて新型コロナウイルスが世界で急速に拡大し、各地でロックダウンが敷かれた。米国企業がドル調達を進めたことを契機にドルの逼迫感が高まり、世界各国でも同時進行的にドル買いの動きが生じた。この結果、INR は対ドルで一時 77 付近まで下落し、史上最高値を更新した。その後は、国内でのロックダウンの影響で軟調地合いが続いた。米国において大規模な財政・金融両面からの政策が打たれたことで、年後半は徐々にドルの過剰感が市場で意識され、ワクチン開発関連の報道が報じられるとリスクオンの展開となった。途中 RBI の為替介入が入りつつも、INR は 3 月以降の下落幅を縮小しており、本稿執筆時点では 73 台を推移する展開となっている(図表 2)。

新型コロナウイルス感染拡大による影響

インドは世界で米国に続き新型コロナウイルスの感染者が確認されている。その勢いは弱まりつつあるも、執筆時点で累計 1000 万人に迫っている。都市部から農村部に感染の中心が移り、感染者数は急増した。その間、全国的なロックダウンの下、ヒト・モノの移動が制限されて経済活動が収縮し、工場の閉鎖や失業者の増加が相次いだ。これに対し、政府は複数回にわたって経済政策を実施したが、従前より財政赤字に悩まされる中で景気の減速を補うには不十分な規模に留まり、現段階では大きな成果を得たとは言い難い状況である。

パンデミックはインドの対外資金フローにも変化を生んだ。インドは近年輸出が伸び悩む一方、輸入は高止まりする状況が続き慢性的な貿易赤字に陥っていた。ところが、感染拡大を皮切りに主要輸入品の原油価格は低迷し、景気の減速とあいまって内需が後退したことから輸入量が抑制された。これによって貿易赤字が縮小し、20 年 6 月時点での経常収支は黒字に転じた(図表 3)。

この他、米国の大規模な景気政策によってドルが過剰供給となった結果、マネーの行き先は新興国資産にも向かった。図表 4 を見ると、年後半にかけてインド株式が海外投資家に買われている傾向が顕著となっており、インド株式 SENSEX 指数は現在に至るまで断続的に史上最高値を更新する展開となっている。年後半にかけての INR の堅調推移の背景には、こうした需給面での好転が少なからず影響したものと考えられる。

物価上昇率の抑制は早く来春か

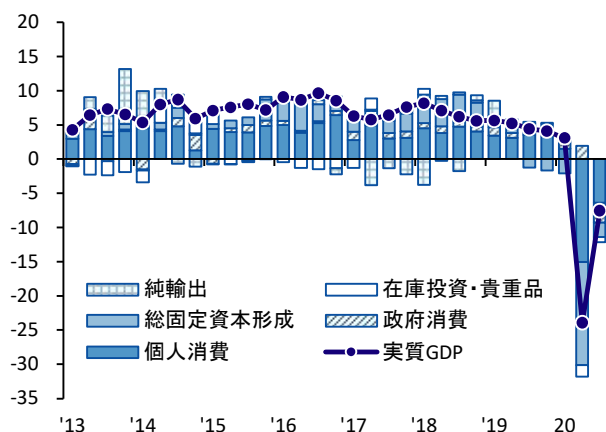
次に国内の物価動向について見ていきたい。足許の物価上昇率は RBI が掲げる年間+2.0%~+6.0%の目標レンジから上振れる状況が続く(図表 5)。食料品価格の高騰に起因するインフレ率の高止まりは昨年末から指摘され続けてきたが、新型コロナウイルスの拡大でサプライチェーンが麻痺したことも影響し、大きな改善は見られなかった。昨年後半以降、RBI は景気刺激のために金融緩和の機会を窺っていたものの、インフレ率抑制の観点から利下げには慎重であった。コロナ禍において 2 度(計 ▲115bp)の利下げを実施したものの、景気の回復ペースが依然軟調であることを勘案すれば、物価上昇率次第では来年以降の追加緩和も大いに考えられる。幸いにして、今年の農作物収穫状況は良好の様で、来年の春先からインフレ率は落ち着くとの見方が強い。RBI の追加利下げもその時期に前後するものと想定しておきたい。

今後の INR の見通し

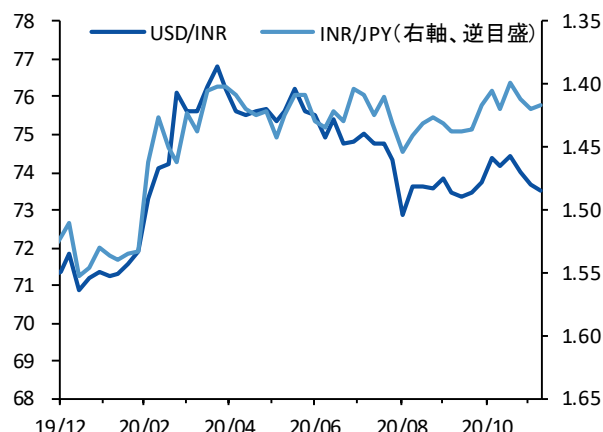
まずはドル側の要因について考察する。米国ではバイデン次期大統領の下で政権移行の準備が進められている。順調に行けば年明けの大統領就任以降、民主・共和両党ともに追加の財政出動が必要という見解は一致していることから、財政拡張路線のもと、ドルの過剰感が一層意識される展開を想定する。米金利はじわじわと上昇傾向にあるものの、FRB のゼロ金利の当面維持や量的緩和政策の見直しによって上昇は抑えられることが見込まれる。こうした点を踏まえれば、先進国で感染者数の増加が懸念される冬を越すまではドル安地合いは継続する可能性が高い。

INR 側の要因を整理する。今年後半にインド国内でのパンデミックが加速してからも、INR がむしろ上昇に転じたことを踏まえれば、冬場の感染拡大懸念はあるものの、INR 高トレンドに変化はないものと考えられる。短期的には、ウイルスに対するワクチン開発関連の報道が交錯し、市場センチメントによって値が動く展開は想定されるが、コロナ禍においては米国の財政拡張路線により生じるドルの過剰感がより強い相場要因となるのではないだろうか。その一方で、RBI の INR 高けん制の動きには引き続き注視が必要である。年後半の INR 上昇局面において為替介入が確認されており(図表 6)、自国の輸出環境を整えるために引き続き調整が入ることに変わりはないだろう。

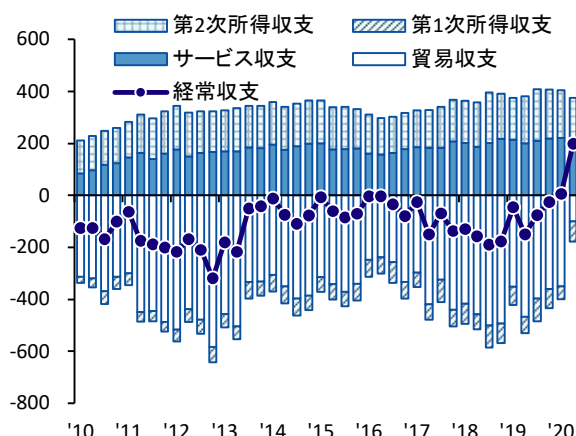
冬を越しワクチンの本格普及が期待される局面においては、INR は一時的に弱含む可能性を考慮したい。その要因として、世界経済が正常化する動きにつれて、資源価格が戻りを見せることや、内需の回復に伴ってインドの国際収支は再度悪化に向かうことが考えられる。対内証券投資フローについても、現在は世界各国での金融緩和(カネ余り)の結果で買われている印象が強く、その騰勢を維持できるかはインド企業の回復・成長力といった本質的な要素が大きくなっていくのではないかと。また、新型コロナウイルスの影響で先送りの状態となっているが、インドの経済成長を阻害している国内金融機関の不良債権問題や、高インフレ・インフラ整備遅延の原因となる政府の財政赤字体質の改善については、アフターコロナにおいて再度意識されるテーマとなっていくだろう。

図表 1: インド実質 GDP 成長率（前年比%）


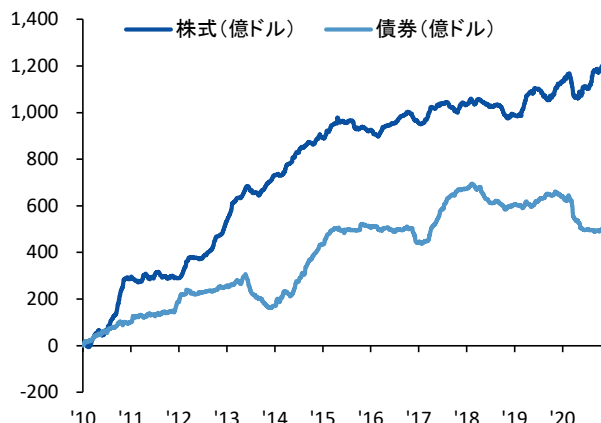
出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 2: INR 相場動向


出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 3: インド経常収支の推移（億ドル）


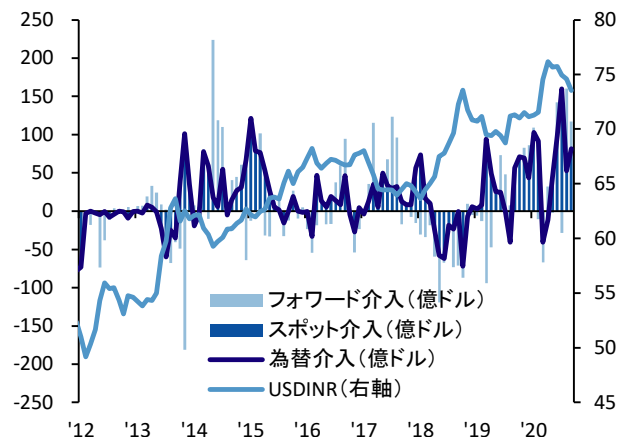
出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 4: 海外投資家による累計証券投資額（2010 年以降）


出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 5: 消費者物価動向の推移

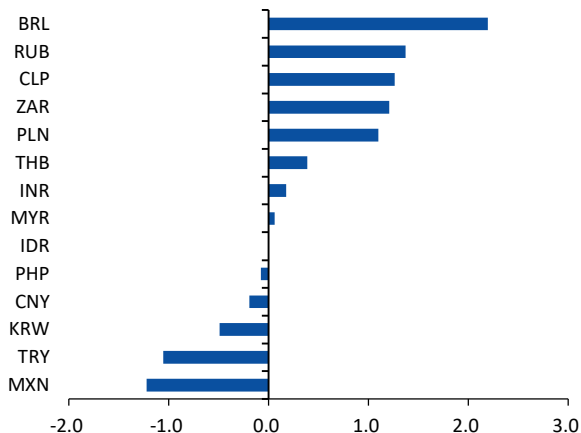

出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

図表 6: RBI による為替介入実績


出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

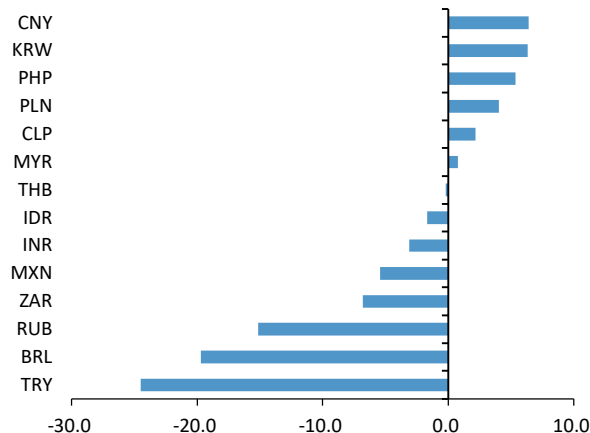
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



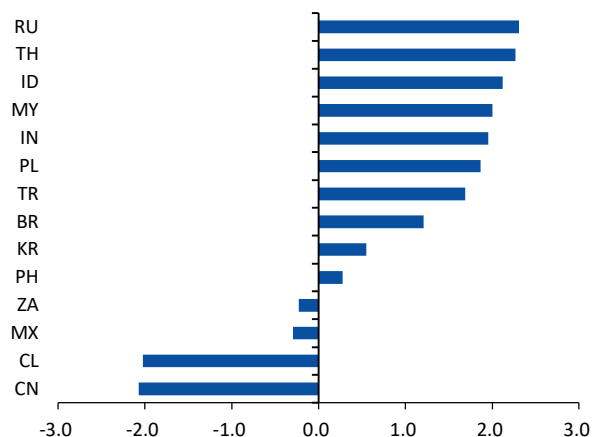
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



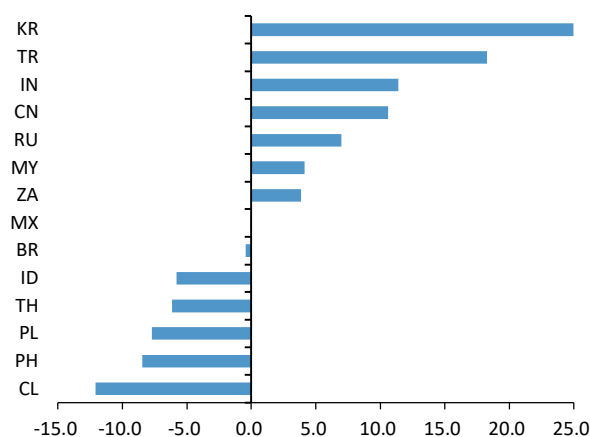
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



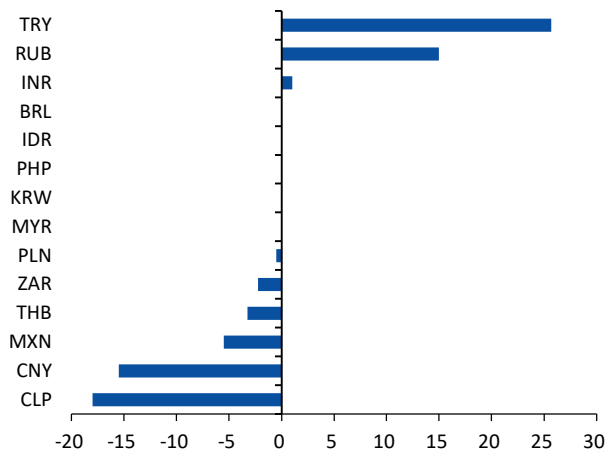
出所: ブルームバーク、みずほ銀行, ※中国は休場

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

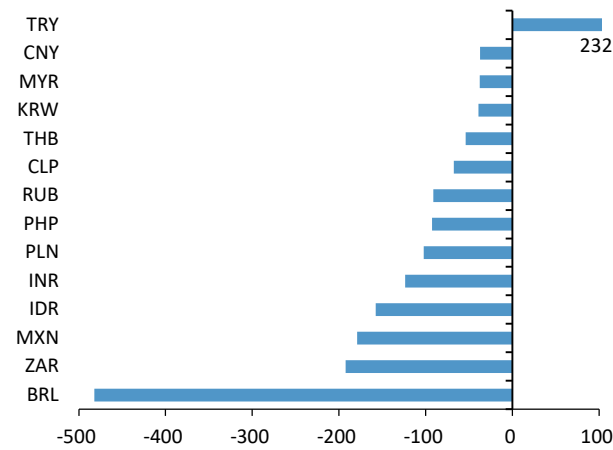
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

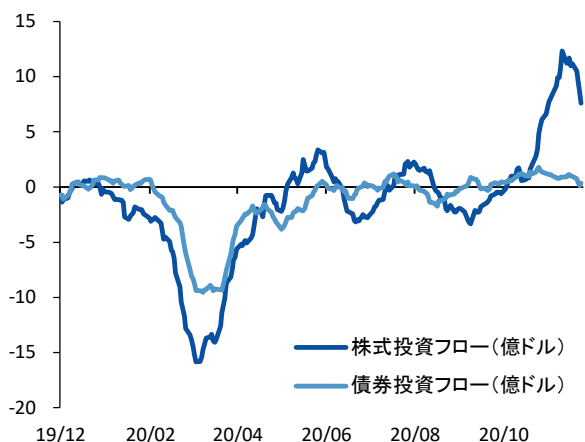
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

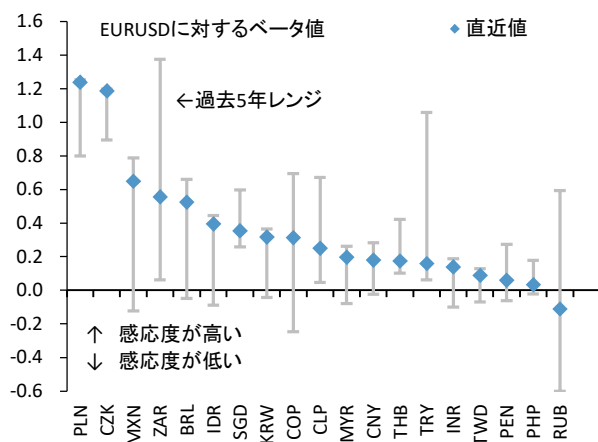
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



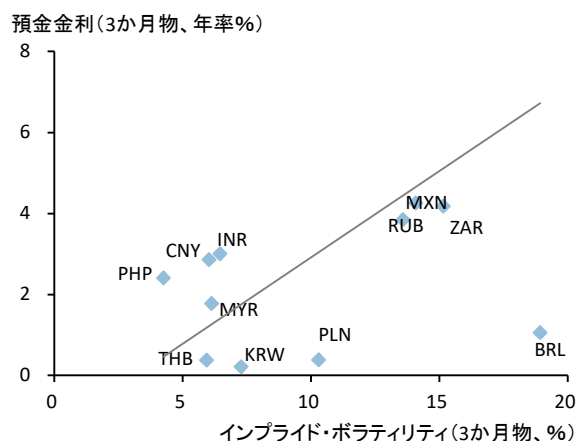
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



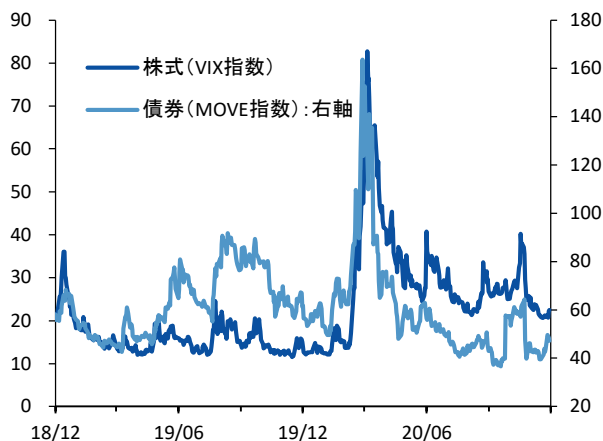
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



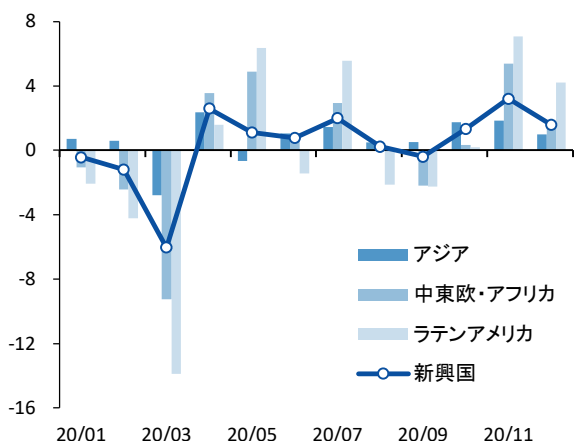
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



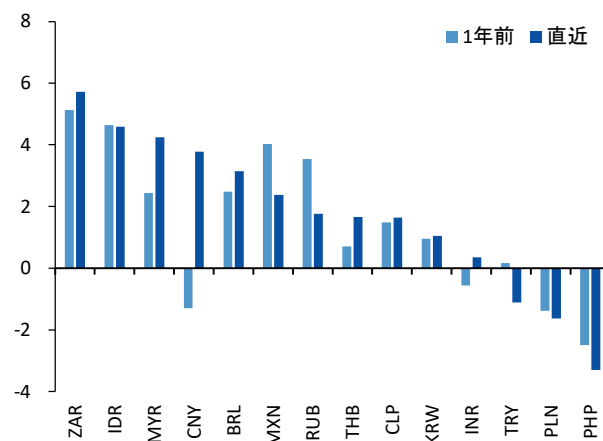
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
12月7日 (月)	中国	輸出(前年比)	12.0%	21.1%	11.4%	--
7日 (月)	中国	輸入(前年比)	7.0%	4.5%	4.7%	--
7日 (月)	中国	貿易収支	\$53.75b	\$75.42b	\$58.44b	--
7日 (月)	台湾	貿易収支	\$6.61b	\$5.27b	\$7.46b	--
9日 (水)	中国	PPI(前年比)	-1.8%	-1.5%	-2.1%	--
9日 (水)	中国	CPI(前年比)	0.0%	-0.5%	0.5%	--
10日 (木)	フィリピン	貿易収支	-\$2000m	\$1777m	-\$1708m	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	0.5%	--	1.0%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	0.6%	--	0.2%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	7.1%	--	7.6%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.9%	--	6.9%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	5.0%	--	4.3%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	2.6%	--	1.8%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3607m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	--	-5.1%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	--	-11.5%	--
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	9.3%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-3.1%	--
17日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ [®]	--	--	3.75%	--
17日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.00%	--
17日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.125%	--
中東欧・アフリカ						
12月8日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	54.6%	66.1%	-51.0%	--
9日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.2%	3.2%	3.3%	--
9日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	1.6%	-0.2%	1.1%	--
10日 (木)	南ア	経常収支	198b	297b	-104b	-124b
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-5.1%	-3.4%	-2.6%	-1.9%
11日 (金)	トルコ	経常収支	-0.10b	--	-2.36b	--
11日 (金)	ロシア	貿易収支	7.2b	--	10.1b	--
12日 (土)	ロシア	GDP(前年比)	-3.6%	--	-3.6%	--
14日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.1%	--
14日 (月)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-23	--
15日 (火)	南ア	PPI 前年比	--	--	2.7%	--
16日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-4.9%	--	-5.9%	--
18日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	4.25%	--
ラテンアメリカ						
12月7日 (月)	メキシコ	総設備投資	-14.6%	-16.0%	-17.4%	--
8日 (火)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	0.8%	0.9%	0.9%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	3.4%	3.3%	4.1%	--
9-10日	ブラジル	SELICレート	2.00%	2.00%	2.00%	--
10日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	7.0%	8.3%	7.3%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-5.6%	--	-6.2%	--
14日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	-1.8%	--	-0.8%	--
18日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	--	--	4.25%	--
18日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	\$1473m	--
18日 (金)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$1793m	--

注: 2020 年 12 月 11 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 1～11月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		6.5403 ~ 7.1777	6.5440	6.60	6.55	6.50	6.45	6.40
香港ドル (HKD)		7.7500 ~ 7.7989	7.7514	7.76	7.76	7.77	7.78	7.79
インドルピー (INR)		70.733 ~ 76.916	73.666	73.6	73.0	74.0	73.8	72.5
インドネシアルピア (IDR)		13577 ~ 16625	14105	14000	13850	14050	13950	13850
韓国ウォン (KRW)		1103.05 ~ 1293.95	1087.40	1100	1080	1080	1070	1070
マレーシアリングギ (MYR)		4.0520 ~ 4.4490	4.0595	4.08	4.03	4.12	4.09	4.04
フィリピンペソ (PHP)		48.056 ~ 51.959	48.071	48.2	47.6	48.8	49.3	48.3
シンガポールドル (SGD)		1.3369 ~ 1.4647	1.3358	1.35	1.34	1.36	1.37	1.34
台湾ドル (TWD)		28.458 ~ 30.533	28.497	28.5	28.3	28.3	28.2	28.2
タイバーツ (THB)		29.54 ~ 33.19	30.03	30.0	29.6	30.6	30.2	29.5
ベトナムドン (VND)		23131 ~ 23637	23130	23150	22950	23000	23100	23050
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		60.8833 ~ 82.8729	73.0540	77.00	76.00	78.00	79.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)		13.9326 ~ 19.3508	15.0192	16.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)		5.8391 ~ 8.5793	7.8882	8.00	8.20	8.00	7.80	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		4.0049 ~ 5.9700	5.0192	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10
メキシコペソ (MXN)		18.5237 ~ 25.7849	19.9954	20.80	20.60	20.40	20.20	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		14.567 ~ 16.108	15.940	15.61	15.42	15.54	15.81	16.25
香港ドル (HKD)		13.020 ~ 14.422	13.447	13.28	13.02	13.00	13.11	13.35
インドルピー (INR)		1.367 ~ 1.566	1.415	1.40	1.38	1.36	1.38	1.43
インドネシアルピア (100IDR)		0.642 ~ 0.817	0.739	0.736	0.729	0.719	0.731	0.751
韓国ウォン (100KRW)		8.408 ~ 9.660	9.586	9.36	9.35	9.35	9.53	9.72
マレーシアリングギ (MYR)		24.148 ~ 27.278	25.760	25.25	25.06	24.51	24.94	25.74
フィリピンペソ (PHP)		2.006 ~ 2.213	2.174	2.14	2.12	2.07	2.07	2.15
シンガポールドル (SGD)		73.18 ~ 81.92	78.04	76.30	75.37	74.26	74.45	77.61
台湾ドル (TWD)		3.364 ~ 3.708	3.693	3.61	3.57	3.57	3.62	3.69
タイバーツ (THB)		3.215 ~ 3.729	3.467	3.43	3.41	3.30	3.38	3.53
ベトナムドン (100VND)		0.4364 ~ 0.4829	0.4507	0.44	0.44	0.44	0.44	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.296 ~ 1.804	1.426	1.34	1.33	1.29	1.29	1.30
南アフリカランド (ZAR)		5.610 ~ 7.821	6.943	6.44	6.52	6.31	6.18	6.12
トルコリラ (TRY)		12.040 ~ 18.875	13.208	12.88	12.32	12.63	13.08	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		17.901 ~ 27.687	20.768	18.73	18.70	19.06	19.62	20.39
メキシコペソ (MXN)		4.226 ~ 6.013	5.213	4.95	4.90	4.95	5.05	5.20

注: 1. 実績の欄は 2020 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 11 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。