

2021年1月8日

## The Emerging Markets Weekly

### 米金利が上昇、新興国通貨には逆風に

**新興国市場:** 週初4日、アジア時間の新興国通貨はCOVID-19のワクチン実用化による景気回復への期待を支えに、IDRをはじめ総じて堅調に推移。直近高値を更新したCNYについては、中国外国為替取引システム(CFETS)が通貨バスケットの構成比率を変更したことも寄与した。MSCI新興国通貨指数はおおよそ3年ぶりに高値を更新した。ただ、米国時間には米上院選におけるジョージア州決戦投票を控えてドルが買い戻され、新興国通貨は上値の重い展開に転じた。5日、アジア時間は米ジョージア州決戦投票を控えて様子見ムードが続くなか、中国株が堅調でCNYは直近高値を再び更新する動きがみられた。欧米時間は、米株の小幅反発にドルが軟化し、新興国通貨は下支えされる展開。ただ、南アフリカで英国とは異なる新型コロナウイルスの変異種が確認されたことが重しとなりZARは前日比▲1.8%下落した。6日、アジア時間はドルが弱含むも、中国通信企業のNYSE上場廃止問題の再燃やサービス業PMIの低下を受けてCNYが軟調で、新興国通貨は小動きとなった。欧米時間には、米ジョージア州の決選投票において民主党が優勢との見方から積極的な財政政策への期待が高まり、米金利が上昇。ドルが上下するなか、新興国通貨はまちまちの動きとなった。MXNやTRYが買われた一方、ZARやBRLは軟調。7日の新興国通貨は下落。アジア時間は前日に1.0%台に乗せた米長期金利が堅調な動きを続け、ドルが買い戻され新興国通貨は売られた。欧米時間に入ってもドルの上昇は続き、新興国通貨は上値の重い展開を強いられた。特にZAR、BRLとMXNが大きく売られた。ZARは南アフリカにおけるCOVID-19感染者の急増に財政懸念も重なり前日比▲2.4%下落した。

**アジア:** 12月31日、CFETSは人民元通貨バスケット構成通貨のウェイト変更を発表。構成ウェイト見直しは今回で3回目となる。ドルの比率は21.59%から18.15%に引き下げた一方、EURの比率は17.40%から18.15%に引き上げた。4日発表のシンガポール10~12月期実質GDPは前期比+2.1%と7~9月期(同+9.5%)に続きプラス成長となった。2020年通期では前年比▲5.8%と市場予想(同▲6.0%)を上回った。タイ中央銀行(BOT)は5日、非居住者の外国為替取引ルール緩和を発表。非居住適格企業スキームの下、当該企業がオンシヨア金融機関とパーツの外為取引を行う際の柔軟性を高めるとした。

**中東欧・アフリカ:** 4日発表のトルコ12月消費者物価指数(CPI)は前年比+14.6%と11月(同+14.0%)から加速し、市場予想(同+14.2%)を上回った。食料品価格の上昇が全体を押し上げた。

**ラテンアメリカ:** 7日発表のメキシコ12月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.15%と11月(同+3.33%)から減速。インフレ目標の上限である+4.0%を2か月連続で下回った。野菜や果物の価格が抑えられたことが全体を押し下げた。

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 堯大

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(新興国)

### ワクチン普及で変わりうる通貨の選好

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

2020年、MSCI 新興国通貨指数は前年比+3.3%と前年(同+3.1%)をやや上回るパフォーマンスをみせた。一時は前年比▲7.1%まで下落していたが、年末には史上最高値を伺う水準まで上昇した(図表 1)。通貨別には、中国の人民元をはじめ東アジア通貨が堅調さを見せた。一方、エネルギー価格下落の影響を含めて財政懸念が意識されやすいブラジルレアル等の弱さが顕著となった(図表 2)。

2020年の為替相場を振り返ると、世界的なロックダウン下でドル調達の逼迫感が急速に高まった3月、新興国通貨は総じて大幅な下落に見舞われた。その後、米国をはじめ各国の金融当局の政策対応が進むにつれ逼迫感は徐々に沈静化。米国が大規模な財政出動に転じると、年後半はむしろ「ドルの過剰感」(≒ドル安)が新興国通貨の反発を支えた。また、特に11月以降は、ワクチンの開発進捗・実用化を巡って市場にリスクオンムードが醸成されたことも追い風となった。

2021年を展望するにあたって、こうした支援材料がワクチン普及によりどう影響を受けそうか整理しておく必要がある。

現状のところ、ワクチンの普及は2021年1~3月期に米国が先行する格好で本格化し、同4~6月期以降にその感染予防効果が確認されてくるとみている。それにつれ先々の成長見通しが改善、米長期金利には上昇圧力が増そう。同時に、米国では必要とされる追加財政出動(2020年は3.1兆ドル、GDP比15%相当)の規模も2020年と比べれば縮小されていきそう。民主党政権による増税(トランプ減税見直しを含む)の可能性が高まれば、財政赤字見直しは改善の方向に向かおう。結果、上述の「ドルの過剰感」は徐々に見直され、ドルは2021年前半には底打ちを迎えると想定する。

ワクチン普及による新興国通貨への影響も、これまでの市場における期待感ベースのリスクオン(総じて買い)から変化していこう。特に各国通貨の実需面の変化に着目した選別を促す格好になると想定する。

例えば、2020年は中国との貿易関係が重視されがちだった。世界第2位の経済規模を誇る同国は一足早くCOVID-19の感染抑制に成功。インフラ投資拡充等の景気支援策を交えながら経済正常化を進めた。その過程で生じた原材料や中間材等の需要が、貿易パートナーの輸出を支えた。米国による対中取引規制の影響もあり、特にハイテク製品を輸出していた国はある種の特需も享受したといえる。多くの国で内需が低迷(輸入需要が縮小)するなかで、堅調な中国向け輸出が貿易黒字(≒自国通貨の需要)拡大に寄与した。ただ、2021年は、経済正常化が進むとみられる米国や欧州向けの輸出がその役割を担うだろう。中東欧や南米の新興国への恩恵が大きくなりそう(図表 3)。

また、ワクチン普及に伴う経済正常化が進むにつれ、消費需要にも変化が生じよう。2020年は各国で消費が委縮するなかで、医療品・医療機器のほか、ソーシャル・ディスタンスやリモートワーク関連の需要は比較的堅調だった。具体的には、自動車・同部品やPC・通信機器等が挙げられる。2021年もこれらへの需要は続こうが、日常が戻るにつれて消費財の需要は幅を拡げそうだ。この点も踏まえて、各国の貿易収支等への影響を考えていく必要がある。

さらに、商品市況では相対的に出遅れていたエネルギー価格の持ち直しも期待される。2020年は、世界的なロックダウンの動きに原油相場は暴落に見舞われ、産油国には貿易収支や財政を巡る懸念が広がった。産油国は協調減産に取り組み価格面では持ち直しの動きがみられつつあるも、懸念自体を払しょくするには至っていない。ただ、ワクチン普及による経済正常化の動きが進めば、原油需要見通しも改善してこよう。2021年は産油国通貨に吹きつけてきた逆風が和らぐ年と位置付けたい。欧米諸国における感染収束の進捗にもよるが、早ければ2021年4～6月期にもこうした変化はみえてくるのではないかと。

一方、財部門に比べてサービス部門の回復には時間を要しそうだ。特に人と人の接触を巡るソーシャル・ディスタンス措置の緩和は、ワクチンの普及と感染抑制効果をバックミラーで確認するが如く慎重に進められると思われる。クロスボーダーの往来も関係国間の承認も必要な問題といえ、相応にハードルが高いといえる。インバウンドへの依存度が高い新興国の通貨ほど重しが残るとみておきたい(図表4)。また、ワクチン普及に伴う経済正常化の過程では、いわゆるpent-up demandの顕在化もあり、多くの新興国で輸入需要が拡大すると予想される。景気低迷(輸入減)により一時的に貿易収支が改善していた国の通貨には調整が入る局面もありそうだ。

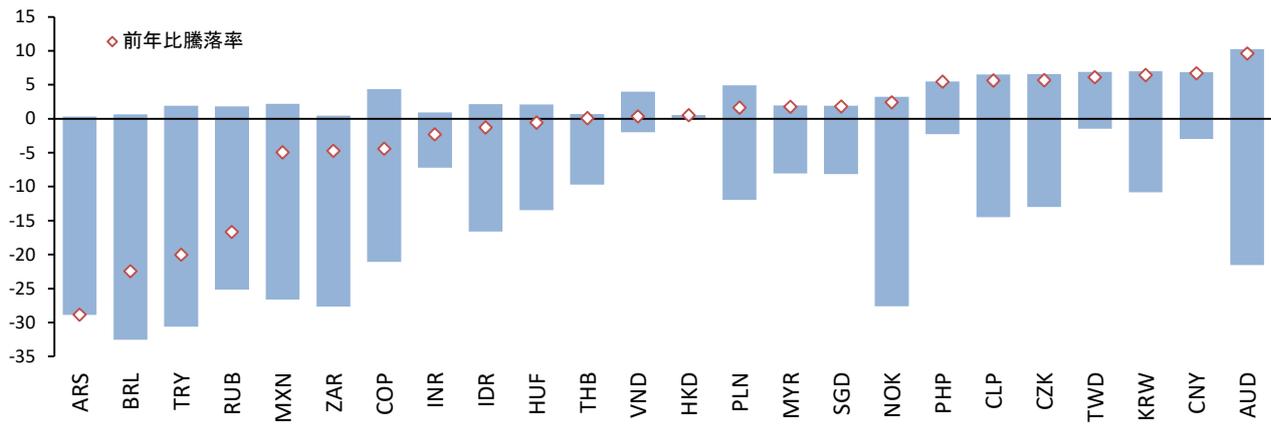
このほか、証券投資フローの変化にも注目したい。ワクチン普及に伴う経済正常化の動きは米国が先行するとみられるなかで、金利上昇圧力も米国で相対的に早く顕在化するとみている。米金利上昇による対米金利差の縮小が、新興国から米国への投資資金の還流を促す可能性がある。株式市場でみられる資金の出入りと比較して、債券市場への堅調な資金流入が証券投資フローを通じた新興国通貨需要を支えてきた面がある(図表5、6)。米金利の急上昇や新興国における財政不安の台頭といった動きには特に注意したい。

図表 1: MSCI 新興国通貨指数とドル・インデックス



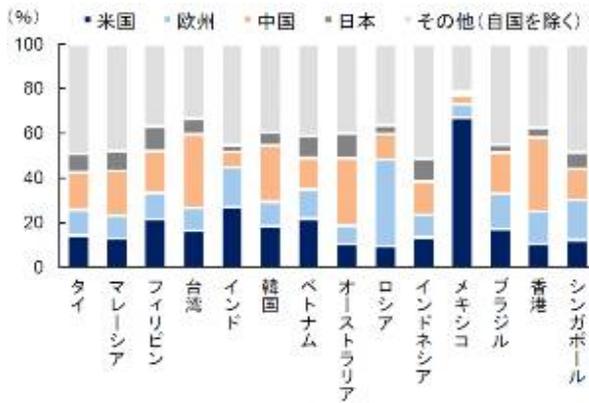
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 2020年の新興国通貨別の騰落率(2019年末比、%)



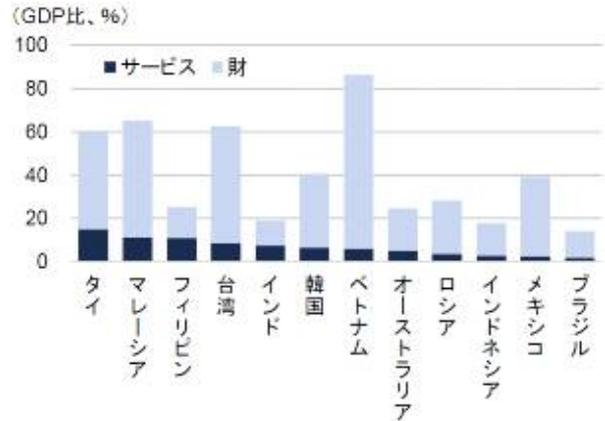
(注)2020年の高値・安値の値幅をバーグラフで表示、2020年末時点の騰落率をマーカーで表示している  
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 新興国の輸出付加価値構成比(最終需要地別)



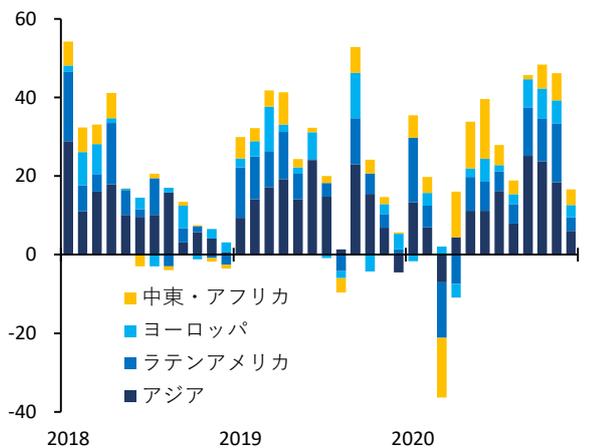
出所: OECD、みずほ総合研究所

図表 4: 新興国の財・サービス輸出



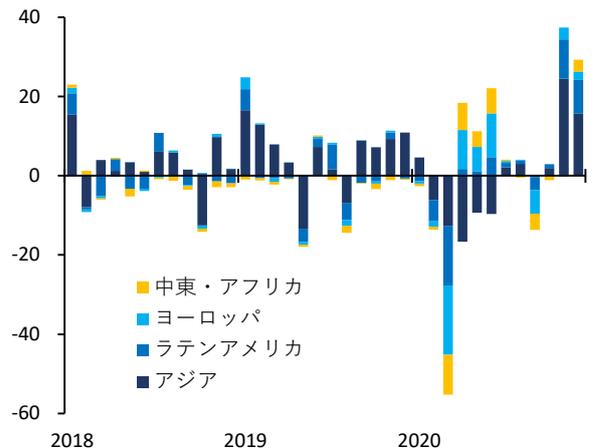
(注)2019年の国際収支ベース  
出所: 各国統計、みずほ総合研究所

図表 5: 新興国の債券市場への資金フロー(10億ドル)



出所: IIF、みずほ銀行

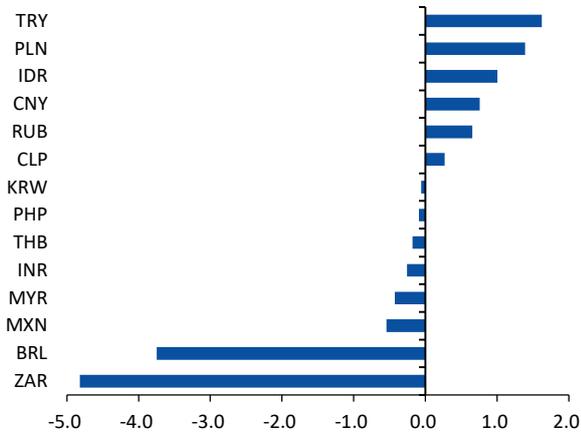
図表 6: 新興国の株式市場への資金フロー(10億ドル)



出所: IIF、みずほ銀行

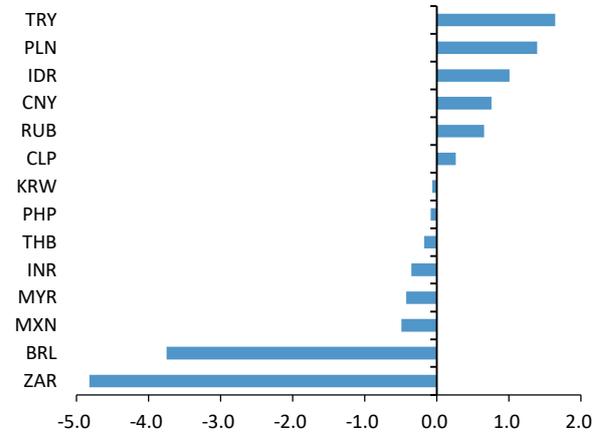
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



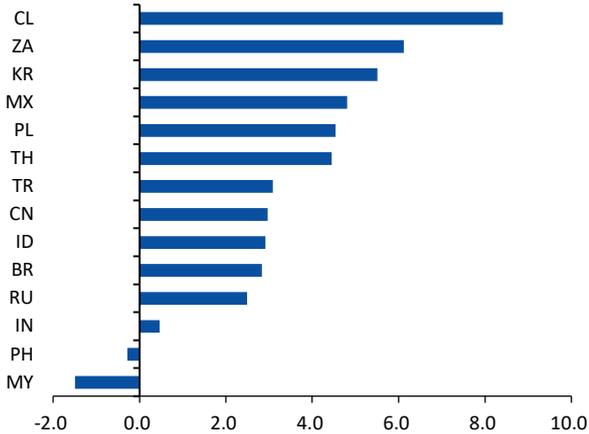
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



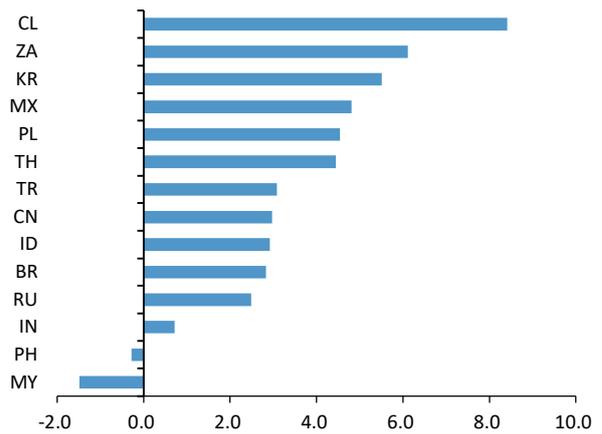
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



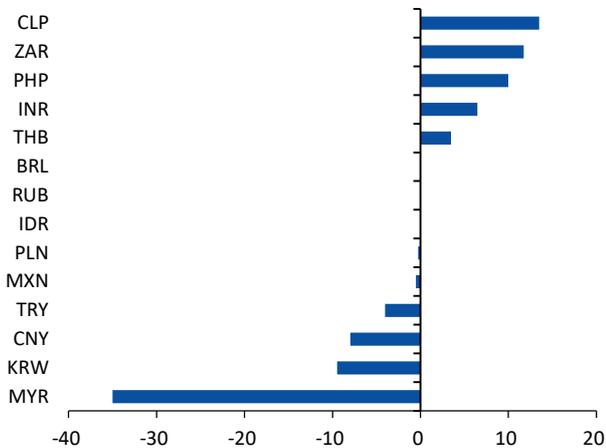
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

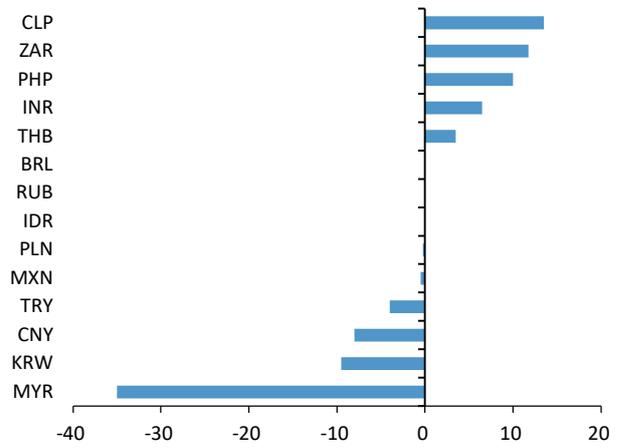
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりブラジル、インドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)



注: データの都合によりブラジル、インドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

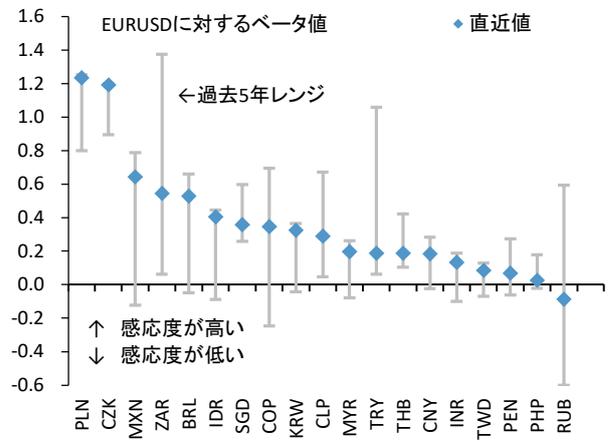
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



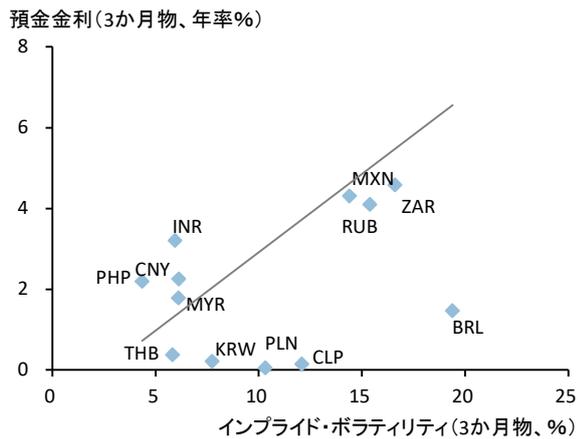
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



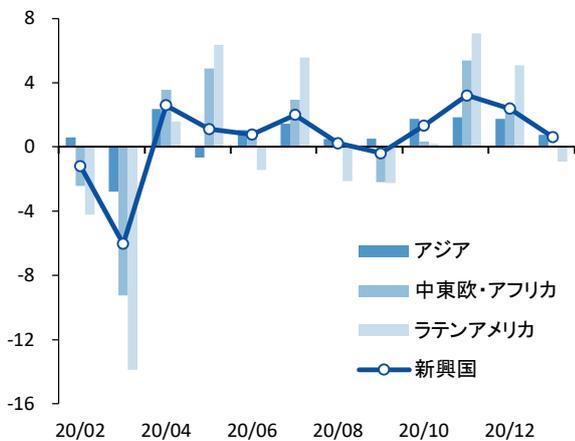
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



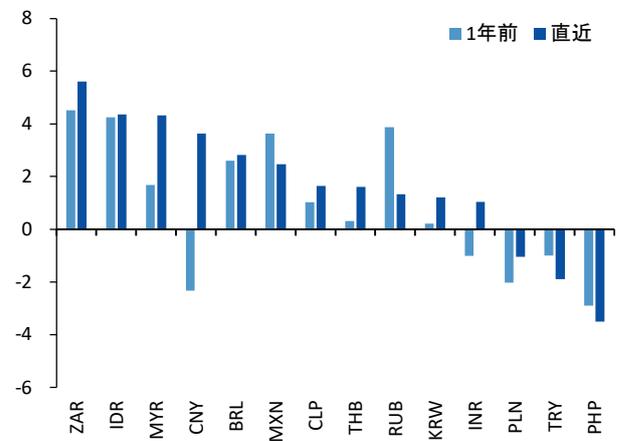
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
1月4日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	-4.7%	-3.8%	-5.8%	-5.6%
4日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	54.7	53.0	54.9	--
4日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	1.6%	1.7%	1.6%	--
4日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.5	50.4	--
5日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	3.2%	3.5%	3.3%	--
5日 (火)	タイ	CPI(前年比)	-0.4%	-0.3%	-0.4%	--
5日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-8.1%	-1.9%	-8.6%	-8.5%
6日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	57.9	56.3	57.8	--
7日 (木)	台湾	CPI(前年比)	0.1%	0.1%	0.1%	--
8日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$11657.9m	--
8日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$1777m	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	\$4.30b	--	\$5.27b	--
9-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1227.5b	--	1430.0b	--
11日 (月)	中国	PPI 前年比	-0.8%	--	-1.5%	--
11日 (月)	中国	CPI(前年比)	0.0%	--	-0.5%	--
11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.5%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.6%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	--	--	6.9%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	1.6%	--
14日 (木)	中国	貿易収支	\$70.00b	--	\$75.43b	\$75.40b
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$2613m	--
15日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	-13.3%	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	-8.7%	--
15日 (金)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	0.5%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	2.9%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
1月4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	22.1%	25.2%	23.1%	--
4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	14.2%	14.6%	14.0%	--
12日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.4%	--
13日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	4.9%	--
13日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-0.27b	--
13日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.2%	--
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-1.8%	--
15日 (金)	ロシア	貿易収支	8.0b	--	6.4b	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
1月5日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$339m	-\$42m	\$3732m	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	3.2%	3.2%	3.3%	--
8日 (金)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.9%	--	2.6%	--
8日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	3.2%	--	0.3%	--
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.3%	--
12日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.4%	--	4.3%	--
12日 (火)	メキシコ	総設備投資	--	--	-16.0%	--
15日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	4.6%	--	8.3%	--
15-26日	ブラジル	ブラジル 登録雇用創出合計	--	--	414,556	--

注:2021年1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 1～12月(実績)	SPOT	2021年 3月	6月	9月	12月	2022年 3月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	6.5154 ~ 7.1777	6.4783	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7536	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー (INR)	70.733 ~ 76.916	73.323	74.8	74.0	73.0	72.5	71.8
インドネシアルピア (IDR)	13577 ~ 16625	13910	14250	13900	13950	13850	13850
韓国ウォン (KRW)	1081.00 ~ 1293.95	1087.00	1080	1090	1090	1080	1090
マレーシアリング (MYR)	4.0115 ~ 4.4490	4.0375	4.13	4.02	4.08	3.96	3.94
フィリピンペソ (PHP)	47.998 ~ 51.959	48.070	48.5	47.6	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル (SGD)	1.3204 ~ 1.4647	1.3247	1.35	1.33	1.34	1.31	1.31
台湾ドル (TWD)	28.021 ~ 30.533	28.197	28.2	28.1	28.0	28.0	28.0
タイバーツ (THB)	29.54 ~ 33.19	30.00	30.2	29.6	29.8	29.6	29.7
ベトナムドン (VND)	23081 ~ 23637	23080	23170	23000	23100	23000	22950
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	60.8833 ~ 82.8729	73.9273	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	15.4403	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	5.8391 ~ 8.5793	7.3360	7.80	8.00	7.80	7.60	7.80
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.4009	5.05	4.95	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ (MXN)	18.5237 ~ 25.7849	20.0178	19.90	19.80	19.65	19.50	19.40
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	14.567 ~ 16.108	16.037	15.54	15.81	16.25	16.56	16.72
香港ドル (HKD)	13.020 ~ 14.422	13.389	13.02	13.13	13.37	13.61	13.72
インドルピー (INR)	1.367 ~ 1.566	1.415	1.35	1.38	1.42	1.46	1.49
インドネシアルピア (100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.746	0.709	0.734	0.746	0.765	0.773
韓国ウォン (100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.499	9.35	9.36	9.54	9.81	9.82
マレーシアリング (MYR)	24.148 ~ 27.278	25.703	24.46	25.37	25.49	26.77	27.16
フィリピンペソ (PHP)	2.006 ~ 2.213	2.150	2.08	2.14	2.16	2.22	2.25
シンガポールドル (SGD)	73.18 ~ 81.92	78.37	74.81	76.69	77.61	80.92	81.68
台湾ドル (TWD)	3.364 ~ 3.708	3.710	3.58	3.63	3.71	3.79	3.82
タイバーツ (THB)	3.215 ~ 3.729	3.452	3.34	3.45	3.49	3.58	3.60
ベトナムドン (10000VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4498	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.296 ~ 1.804	1.390	1.33	1.31	1.32	1.33	1.34
南アフリカランド (ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.720	6.73	6.58	6.50	6.42	6.29
トルコリラ (TRY)	12.040 ~ 18.875	14.147	12.95	12.75	13.33	13.95	13.72
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	17.901 ~ 27.687	19.192	20.00	20.61	21.31	22.08	22.43
メキシコペソ (MXN)	4.226 ~ 6.013	5.186	5.08	5.15	5.29	5.44	5.52

注:1. 実績の欄は2020年12月31日まで。SPOTは1月8日の7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。