

2021 年 1 月 15 日

The Emerging Markets Weekly

米国の追加財政出動への期待が支えに

新興国市場：先週末 8 日、アジア時間は前日のドル高を受けて新興国通貨は小安く始まり、米 12 月雇用統計の発表を控えてその後はもみ合いとなった。IDR の下げが目立った。欧米時間は、雇用統計の発表後のドル売りは一時的にとどまり、ドル買いが再開。新興国通貨が総じて軟調に推移する中、ZAR は 6 営業日ぶりに反発した。週初 11 日、新興国通貨はほぼ全面安。米金利上昇とドル買いが続いた。なかでも、TRY、BRL と ZAR は前日比▲1.5%以上下落した。12 日、アジア時間は MYR が非常事態宣言を受けて一時売りが進んだものの、全体としては米金利の上昇一服で同意の薄い展開。欧米時間には、ベイリー英中銀総裁がマイナス金利には問題が多いとの認識を示したことを受けて GBP が買われ、ドルが弱含んだ。米金利が下げに転じると、ドル安が加速し、新興国通貨は堅調に推移した。BRL は前日比+3.5%上昇。ブラジル中央銀行(BCB)が為替スワップ取引を通じて介入を行ったことが寄与した。このほか、ZAR や RUB、MXN も前日比+1.0%超上昇した。13 日、アジア時間は前日からの米金利の低下とドルの反落を背景に底堅く推移した。ただ、欧米時間に入るとドルが買い戻され、新興国通貨は軟調な動きに転じた。イタリアのレンツィ元首相が連立政権からの離脱を表明したことで伊政局の不透明感が高まり、EUR が売られた。東欧通貨が総じて軟調となった。14 日、前日のドル高の動きにアジア時間は新興国通貨が小安く始まるも徐々に下落幅を縮小する展開。米国のバイデン次期大統領による追加経済対策(1.9 兆ドル規模)の公表を控えて、欧米時間に入ると市場は徐々にリスクオンの趣を強めた。ドルが反落、新興国通貨は持ち直した。BRL や ZAR は前日比+1%超の上昇となった。

アジア：マレーシアのムヒディン首相は 12 日、アブドラ国王が全土を対象とする緊急事態宣言を発令したと発表した。期限は 8 月 1 日までとされ、状況が改善すれば期限を待たずに終了するとした。国際通貨基金(IMF)は 2021 年のインドネシアの実質経済成長率を 6.1%から 4.8%に下方修正した。2020 年後半からインドネシア経済は回復基調であるとしつつも、先行きの不透明感は従来よりも大きいと述べた。12 日発表のインド 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.6%と 11 月(同+6.9%)から減速、市場予想(同+5.0%)も下回った。野菜価格の下落が主因となり、2019 年 9 月以来の低い伸び率となった。14 日発表の中国 12 月貿易統計は輸出入、貿易黒字いずれも市場予想を上回り、2020 年通期の貿易黒字は 2015 年以降で最大となった。コロナ禍の特需(医療やリモートワーク関連等)のほか、いち早い生産再開が外需取り込みに寄与した。

ラテンアメリカ：12 日発表のブラジル 12 月消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.5%と 11 月(同+4.3%)から加速し、2019 年 5 月以来の高水準となった。食品価格の上昇が全体を押し上げた。BCB のブルーノ・セラ理事は同日の講演で、現状の金融緩和に理解を示しつつも、コロナ禍が和らげば金融政策の正常化を模索することを示唆した。

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(東南アジア)

今年注目したい為替変動要因とは

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

昨年は「ドルの過剰感」の下、ドル安・ASEAN 通貨高が継続

20 年の ASEAN 通貨は新型コロナウイルスの感染が本格化して以降、上昇する展開となった。その背景を簡潔に振り返ると、コロナ禍において米国の大規模な財政・金融政策を通じて、大量のドルが市場に流入し、「ドルの過剰感」が意識されたことによって、昨年後半以降は特に新興国通貨が選好される展開となった点が大きい。また、ドルの過剰供給によって新興国資産への投資が回復の兆候を見せたことも、堅調推移をサポートした。今回は 21 年の ASEAN 通貨を展望する上で、ドルの過剰感に続く、注目すべき相場変動要因につき考えることとしたい。

コロナ禍での需給環境の変化

まずは、コロナ禍における各国通貨の需給環境の変化について考える。ドル側については、バイデン次期大統領が就任後、早い段階で追加経済政策についての協議が進展する展開を想定する。昨年に続く財政支出によるドル供給は市場に再度過剰感をもたらす、ASEAN については新興国通貨の相場に影響を及ぼすものと考えられる。

片や、ASEAN 諸国の通貨に関して、実需は堅調に推移することが見込まれる。新型コロナウイルスの感染拡大によってインバウンド事業が停滞することも懸念されるが、タイやマレーシアといった貿易黒字国は景気回復が進む中国向けの輸出が好調で、引き続き貿易黒字が経常収支の堅調推移をけん引することが見込まれる。(図表 1、2)。インドネシアやフィリピンといった貿易赤字国に関しては、コロナ禍において輸入需要を大きく減退させており、これが経常収支の赤字幅を縮小させている結果となっている(図表 3、4)。アフターコロナに関してはこの動きが巻き戻ることが想定されるものの、経済活動の本格的な再開には依然時間を要する状況である。

以上、新型コロナウイルスの感染拡大が懸念される中であって、こうした需給環境の下でドル安・ASEAN 通貨高は継続するのではないだろうか。

ワクチンの実用化の進展によるアフターコロナの到来

次に、新型コロナウイルスの感染動向について考える。冬場には各国とも劇的な感染抑制が困難とみられるが、一部の先進国ではワクチンの実用化が進んでいる。新興国へのワクチンの本格普及は早くも今年の 4～6 月期とされており、冬場を越した段階でアフターコロナが次第に意識されることとなる。

こうした前提の下では、世界経済の正常化への期待感から、まず相場はリスクオンに傾き、資源価格の上昇や新興国資産の選好が進んで、新興国通貨も上昇する展開が浮かぶ。しかし同時に、米国においても成長見通しの改善によって金利上昇圧力が徐々に強まることが想定されることから、ドル安一辺倒の動きにはならないという視点も持っておきたい。加えて、米国の財政支出規模は 20 年対比で縮小する可能性が大きいことから、市場でのドルの過剰感は次第に薄れることも考えられる。特に、インドネシアやフィリピンといった経常赤字国に関しては先述の通り、経済の正常化によって輸入需要が戻ることから需給環境は逆転していく見込みが高いことも考慮し

たい。こういった国々では為替にも調整が入りやすいのではないだろうか。

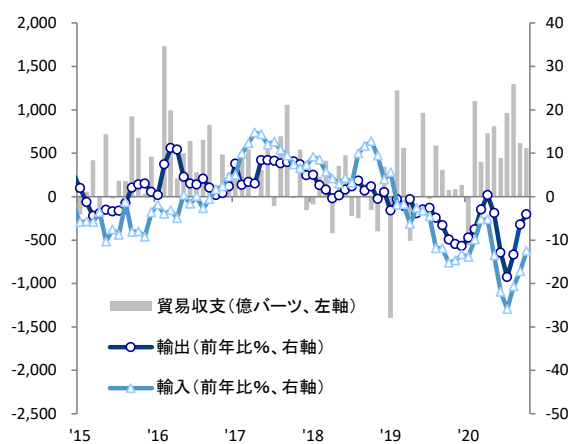
また、足許の世界経済は大規模な財政・金融緩和によって支えられてきた。新型コロナウイルスの感染終息とともに、各国の一貫した緩和姿勢にも徐々に変化が生じ、出口戦略を検討する時期に差し掛かることが考えられる。ASEAN 地域においてもコロナショックによって一時的な財政赤字幅拡大の容認や、中央銀行の量的緩和に着手した国も見られた。今年度内での具体的な施策の実施は難しいにしても、正常化への道筋は示す必要があるのではないだろうか。

米中外交をはじめとした国際関係

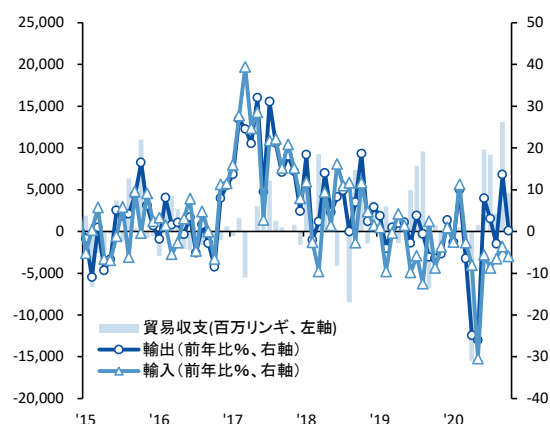
最後に挙げたいのが ASEAN を取り巻く国際関係である。今年最大の注目点はバイデン新大統領の下での対中政策の動向だ。バイデン新大統領は「多国間主義」、「同盟重視」、「世界における米国のリーダーシップの回復」という 3 つの柱を軸とした外交政策を掲げる。対中政策に関しても、先に掲げた柱のもと、中国に対して同盟国と協調して圧力をかけると述べている。

片や、中国は米国抜きでのアジアの秩序形成に動いている。経済面では、コロナ禍において中国は ASEAN 製品の大きな買い手となっている。また、昨年 11 月には東アジア・ASEAN・オセアニア諸国で構成された自由貿易協定である東アジア地域包括的経済連携(RCEP)にも参加したほか、昨年末、習近平国家主席は米国不在の太平洋経済連携協定(TPP)への参加にも関心を示した。政治面においては、中国外相がバイデン大統領就任前に中国製ワクチンの供給の交渉のため、ASEAN 各国への訪問を予定していることが報道されている。

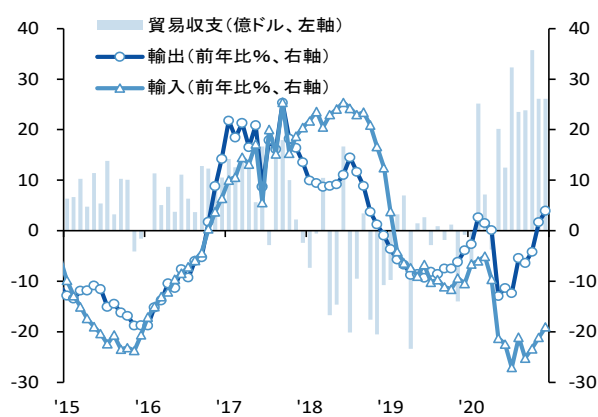
こうした ASEAN 地域での中国の存在感の拡大は、両者間での継続する南シナ海の海洋権益を巡る争いの構図を変化させる可能性を持つ。ASEAN 諸国は中国から得られる経済的な恩恵を意識せざるを得ず、中国が権益争いを優位に進める展開も想定される。もちろんこうした動きに対しては、バイデン政権が「多国間主義」の下でけん制を入れるものと考えられる。とは言え、ASEAN 各国がとるべき外交姿勢も複雑で、今は中国とむやみな政治的衝突を避けたい思惑はあるのではないか。仮に米中の関係悪化が顕在化した場合には ASEAN 地域の景気回復の道筋にも影響が出ることとなり、各国の為替相場においてもリスク要因となることには留意しておきたい。

図表 1: タイの貿易収支


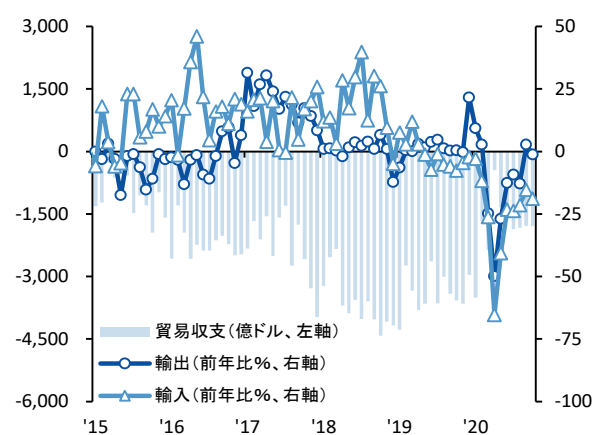
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 2: マレーシアの貿易収支


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: インドネシアの貿易収支


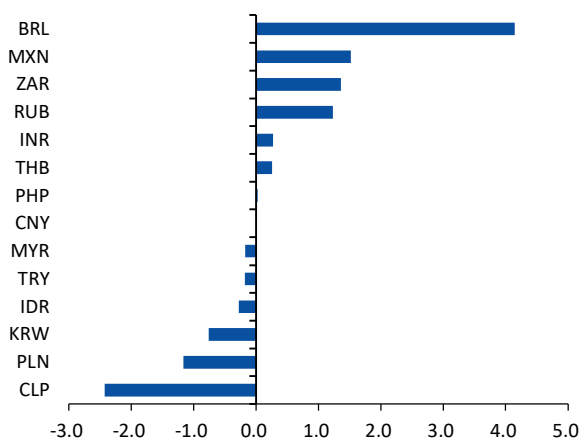
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: フィリピンの貿易収支


出所: CEIC、みずほ銀行

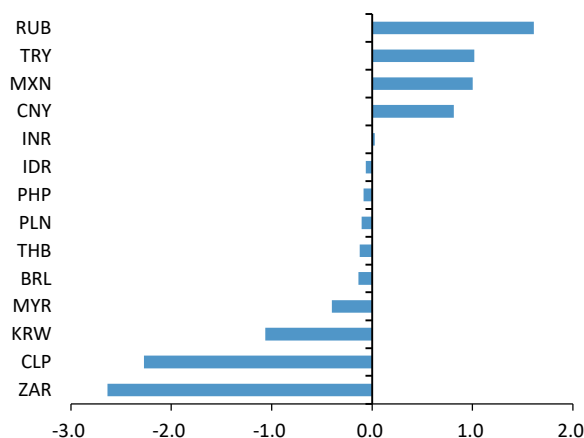
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



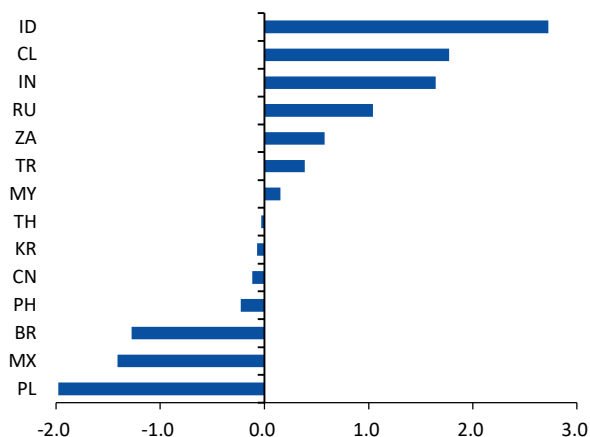
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



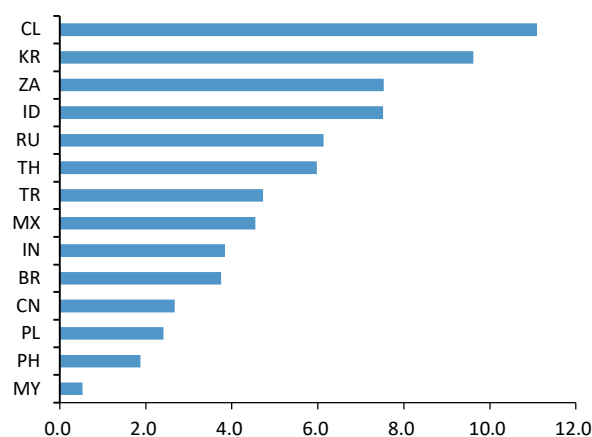
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



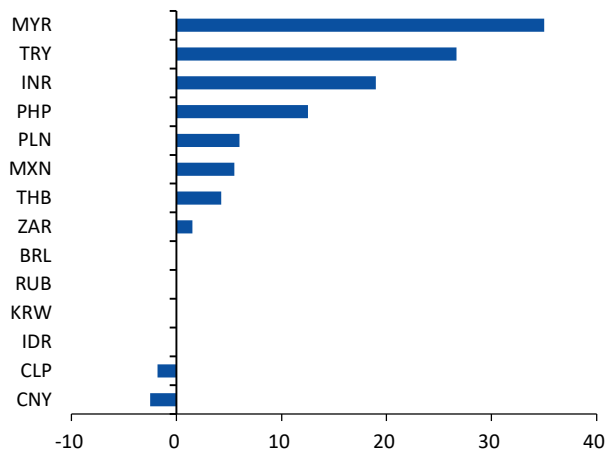
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

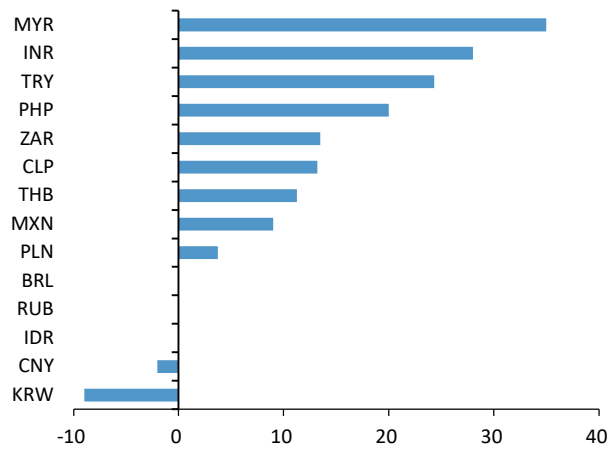
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりブラジル、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)

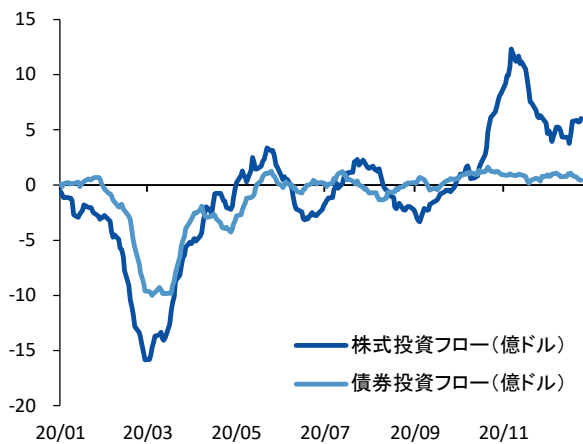


注: データの都合によりブラジル、インドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

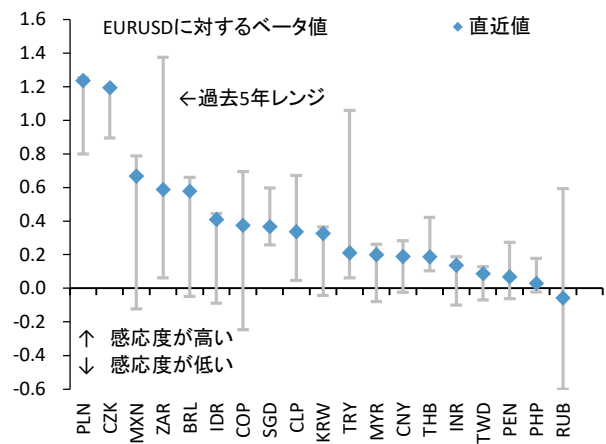
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



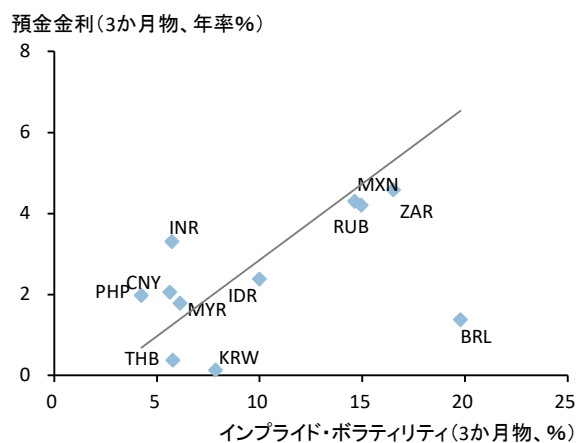
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



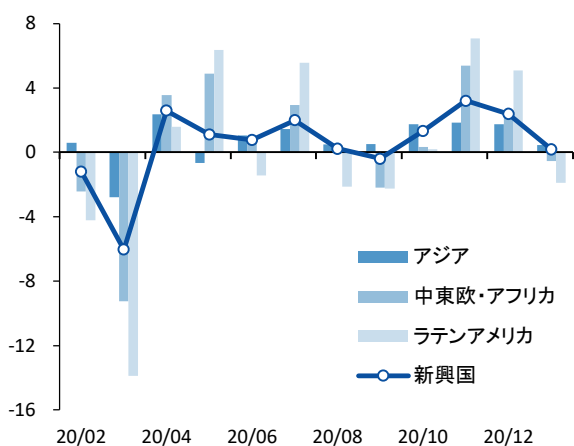
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



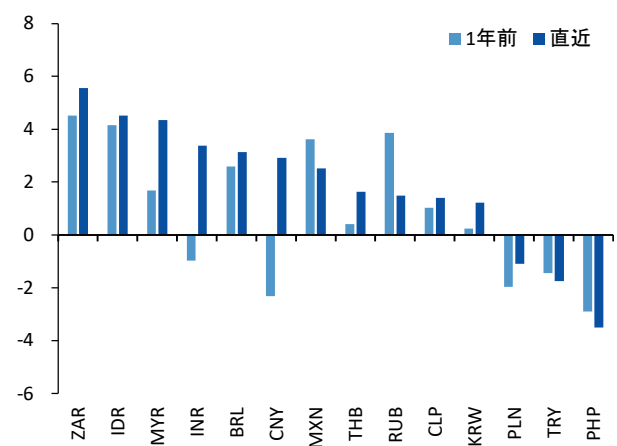
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
1月11日 (月)	中国	PPI 前年比	-0.7%	-0.4%	-1.5%	--
11日 (月)	中国	CPI(前年比)	0.0%	0.2%	-0.5%	--
11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	0.1%	-2.2%	-0.5%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	-1.0%	-1.9%	3.6%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	5.0%	4.6%	6.9%	--
11-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	1250.0b	1720.0b	1430.0b	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	0.9%	1.2%	1.6%	--
14日 (木)	中国	貿易収支	\$72.00b	\$78.17b	\$75.43b	\$75.40b
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	\$2500m	--	\$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	0.50%	--	0.50%	--
15日 (金)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	2.9%	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-4.9%	--
18日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.2%	--	4.9%	--
18日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.9%	--	7.0%	--
18日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	5.5%	--	5.0%	--
18日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.2%	--	2.6%	--
20日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	1.75%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	29.7%	--
21日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.3%	--
21日 (木)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$1730m	--
21日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ [®]	--	--	3.75%	--
22日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$53m	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-1.7%	--
中東欧・アフリカ						
1月11日 (月)	トルコ	経常収支	-3.56b	-4.06b	-0.27b	-0.34b
12日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-2.2%	-3.5%	-3.4%	--
13日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	--	4.9%	4.9%	--
13日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	10.0%	11.0%	10.2%	--
15日 (金)	ロシア	貿易収支	8.0b	--	6.4b	--
19日 (火)	ロシア	経常収支	--	--	3181m	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
ラテンアメリカ						
1月11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-4.2%	-3.7%	-3.3%	--
12日 (火)	ブラジル	IBGEインフIPC(前月比)	1.2%	1.4%	0.9%	--
12日 (火)	メキシコ	総設備投資	-13.7%	-14.7%	-16.0%	--
15日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	4.7%	--	8.3%	--
15-26日	ブラジル	登録雇用創出合計	3,250	--	414,556	--
18日 (月)	ブラジル	経済活動(前月比)	0.3%	--	0.9%	--
19-26日	ブラジル	経常収支	--	--	\$202m	--
20-26日	ブラジル	税収	--	--	140101m	--
21日 (木)	ブラジル	SELICレート	2.00%	--	2.00%	--
22-26日	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	1.1%	--

注: 2020 年 1 月 15 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
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民幣	(CNY)	6.5154 ~ 7.1777	6.4745	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7535	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 76.916	73.046	74.8	74.0	73.0	72.5	71.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 16625	14059	14250	13900	13950	13850	13850
韓国ウォン	(KRW)	1081.00 ~ 1293.95	1098.05	1080	1090	1090	1080	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.0115 ~ 4.4490	4.0365	4.13	4.02	4.08	3.96	3.94
フィリピンペソ	(PHP)	47.998 ~ 51.959	48.067	48.5	47.6	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3204 ~ 1.4647	1.3240	1.35	1.33	1.34	1.31	1.31
台湾ドル	(TWD)	28.021 ~ 30.533	28.214	28.2	28.1	28.0	28.0	28.0
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 33.19	29.99	30.2	29.6	29.8	29.6	29.7
ベトナムドン	(VND)	23081 ~ 23637	23055	23170	23000	23100	23000	22950
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 82.8729	73.2329	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	15.0580	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 8.5793	7.3612	7.80	8.00	7.80	7.60	7.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.2056	5.05	4.95	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 25.7849	19.7122	19.90	19.80	19.65	19.50	19.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣	(CNY)	14.567 ~ 16.108	16.068	15.54	15.81	16.25	16.56	16.72
香港ドル	(HKD)	13.020 ~ 14.422	13.383	13.02	13.13	13.37	13.61	13.72
インドルピー	(INR)	1.367 ~ 1.566	1.421	1.35	1.38	1.42	1.46	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.739	0.709	0.734	0.746	0.765	0.773
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.469	9.35	9.36	9.54	9.81	9.82
マレーシアリング	(MYR)	24.148 ~ 27.278	25.733	24.46	25.37	25.49	26.77	27.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ~ 2.213	2.165	2.08	2.14	2.16	2.22	2.25
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ~ 81.92	78.36	74.81	76.69	77.61	80.92	81.68
台湾ドル	(TWD)	3.364 ~ 3.708	3.704	3.58	3.63	3.71	3.79	3.82
タイバーツ	(THB)	3.215 ~ 3.729	3.460	3.34	3.45	3.49	3.58	3.60
ベトナムドン	(10000VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4501	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.296 ~ 1.804	1.416	1.33	1.31	1.32	1.33	1.34
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.898	6.73	6.58	6.50	6.42	6.29
トルコリラ	(TRY)	12.040 ~ 18.875	14.094	12.95	12.75	13.33	13.95	13.72
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ~ 27.687	19.971	20.00	20.61	21.31	22.08	22.43
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ~ 6.013	5.266	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 15 日の 7 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。