

2021年1月22日

The Emerging Markets Weekly

リスクオンムードが拡がり新興国通貨は底堅い動き

新興国市場: 先週末 15 日、アジア時間の新興国通貨は動意の薄い展開。米国で 1.9 兆ドル規模の経済対策案の発表があったが、既に織り込み済みの市場の反応は限定的だった。欧米時間に入ると、軟調な米 12 月小売売上高の結果や株安を背景にリスクオフムードが台頭。新興国通貨は下落した。BRL は 11 月小売売上高の減少も嫌気され前日比▲1.8%下落。トルコのエルドアン大統領がインフレ抑制に高金利は効果がなく利下げが解決策との持論を改めて示し、TRY も売られた。週初 18 日、アジア時間は大半の新興国通貨は小幅な値動き。ややドル買いが優勢のなか CNY が軟調となった。ドル買いは欧州時間も続いたが、NY が休場の中でドルが下げに転じると、新興国通貨は小幅に値を戻した。MXN や ZAR が堅調だった一方、RUB、KRW は軟調だった。19 日、のアジア時間は株価の反発を背景に新興国通貨は底堅い値動き。その後、イエレン次期米財務長官の指名承認公聴会を控えてドル売りは続き、新興国通貨を下支えた。ZAR は前日比+1.1%上昇した一方、BRL は財政懸念が重しとなり同▲1.0%下落。20 日、大半の新興国通貨は小幅に上昇した。アジア時間は前日の流れを受け、新興国通貨は小幅高となった。ドルは欧州時間に反発も、米国時間には金利低下とともに再び弱含んだ。BRL や TRY、ZAR が堅調だった。21 日のアジア時間の新興国通貨は大半が底堅い動き。米国での大規模な景気刺激策への期待感からリスクオンムードが継続したほか、ECB 政策理事会の政策発表を挟んで EUR が上昇したことに連れて東欧通貨も値を伸ばした。一方、BRL はブラジル政府の財政状況を巡る懸念が重しとなり下落した。

アジア: 韓国銀行(BOK)は 15 日、政策金利を 0.50%に据え置いた。李総裁は会見で、特に株式市場を巡る資金動向への警戒感を滲ませた。18 日発表の中国 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.5%と市場予想(同+6.2%)を上回った。20 年通年の実質 GDP 成長率は同+2.3%とプラス成長を維持した。マレーシア政府は 18 日、総額 150 億リンギ規模の新たな景気刺激策を発表した。マレーシア中央銀行(BNM)は 20 日、政策金利を 1.75%に据え置くことを決定。21 年 4~6 月期以降は成長軌道に向かうとの認識を示した。インドネシア銀行(BI)も 21 日の金融政策会合にて、政策金利を 3.75%に据え置いた。

中東欧・アフリカ: トルコ中央銀行(CBRT)は 21 日の金融政策会合で政策金利を 17.00%に据え置いた。CBRT はインフレ率の持続的な低下が示されるまで、引き締めを継続する方針。南アフリカ準備銀行(SARB)は 21 日、政策金利を 3.50%の据え置きとした。経済・金融情勢は引き続き不安定であり、今後も経済指標の結果を踏まえながら慎重に政策判断を検討する方針を示した。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は 20 日、政策金利を 2.00%に据え置くことを決定した。今後はインフレ見通しに対するリスクバランスの分析により政策判断を行うとし、従来用いていたフォワードガイダンスを撤回した。

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(韓国)

BOK は金融不均衡のリスクに配慮しつつ金融緩和を継続

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15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)。据え置き判断は2020年7月以降で5会合連続となる。事前の市場予想通り、引き続き政策効果を見極める姿勢をみせた。

声明文の内容は、前回(2020年11月)会合のそれから大きく変わっていない。世界経済の回復について、前回は「ペースは緩やか」としていたところ、今回は「弱まった」とやや悪化したことが示されたが、2020年11月に公表した経済見通しの基本シナリオから特に外れるものでもない。同見通しでは、COVID-19の感染再拡大については、世界規模では2021年半ばか後半に徐々に落ち着きをみせるとしていた。

また、国内経済については、個人消費の回復の弱さへの言及を残しつつ、建設投資の落ち込みについての言及は削除された。ただ、雇用環境は引き続き弱いと指摘。IT関連の輸出と設備投資が景気回復を支えるという見方に変化はないものの、先々の不確実性は依然高いとしており、2021年の成長率については従来見通しの前年比+3.0%を据え置いた(図表2)。

このほか、金融政策の運営方針について、判断材料に関する記述に一部変化が見られた。前回はCOVID-19の動向やその国内外経済及び金融市場への影響、家計債務の増加等の金融安定性、COVID-19への政策対応の効果が挙げられたが、今回は以下の通り、資産市場への資金流入や家計債務の動向により警戒を促す記述となっている。

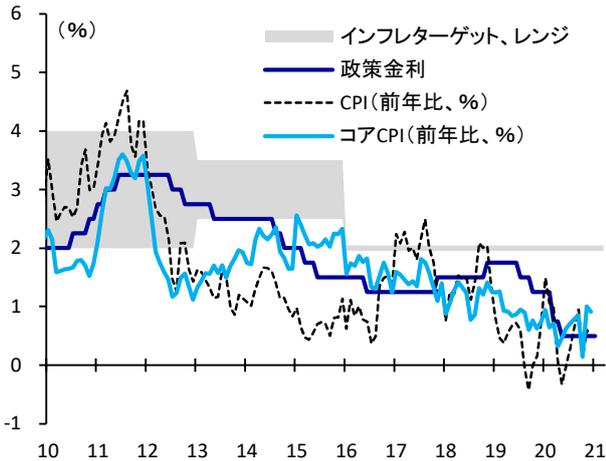
In this process the Board will thoroughly assess developments related to COVID-19 as well as the effects of the policy measures taken in response to the pandemic, while paying attention to changes in financial stability conditions such as fund flows to asset markets and household debt growth.

この点、李総裁は会見でより具体的に株式投資の過熱感に警戒を示している。韓国のKOSPI指数が2020年11月に高値を更新し足許で急上昇を見せていることについて、バブルであるかどうかの判断は難しいとしつつも、借入を用いた株式投資に懸念を示した(図表3)。韓国では金融緩和下で投資資金が住宅市場に流入し住宅価格が上昇、家計にとっては購入に必要な資金が増加している。家計はその資金を賄うべく株式投資を積極化しているといわれ、借入を用いて値上がりが期待できそうな新規公開株へ投資する動きがある等、その過熱ぶりを指摘する報道がみられる。住宅価格の上昇が住宅ローンだけでなく、その他の借入を家計に促している格好だ。

BOKとしては、緩和的な金融政策の継続の必要性を認めながらも、こうした金融不均衡のリスクにも配慮しながら政策を運営していくことが求められよう。

なお、今会合においては KRW 相場への言及は控えられた感がある。2020 年後半にみられた KRW 高が 12 月以降は 1ドル=1100 ウォン近辺でもみ合いに転じてきたことが一因かもしれない。ただ、BOK は 1100 を下抜けてきた際に KRW 高のけん制発言を増やしてきたのも事実だ。今後、あらためて KRW 高が進展する際に BOK が同様な反応をみせるのか、KRW 相場の行方を考える上で引き続き注目していきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ動向



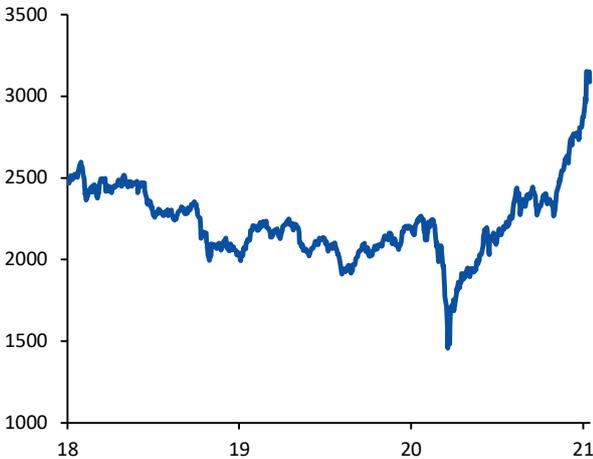
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: BOK の最新経済見通し(11 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%	-0.7%	-1.4%	-1.1%	3.0%
民間最終消費支出	1.7%	-4.4%	-4.1%	-4.3%	3.1%
設備投資	-7.5%	5.6%	5.7%	5.7%	4.3%
知的財産投資	3.0%	3.3%	4.2%	3.8%	3.9%
建設投資	-2.5%	1.7%	-2.9%	-0.7%	0.5%
輸出	0.5%	-2.9%	-0.4%	-1.6%	5.3%
輸入	-0.8%	-0.9%	-0.3%	-0.6%	5.9%
消費者物価指数(CPI)	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	1.0%

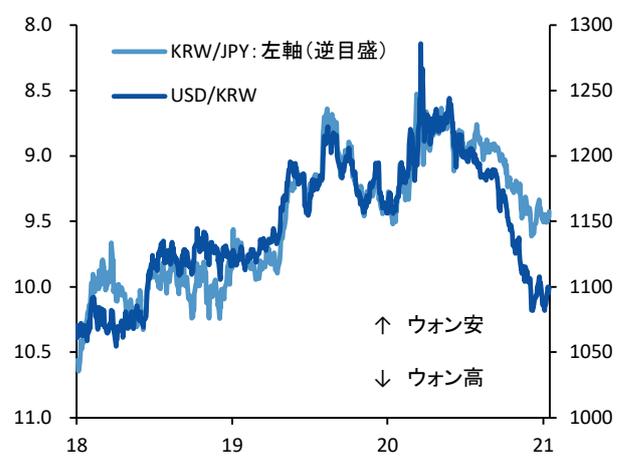
出所: BOK、みずほ銀行

図表 1: KOSPI 指数の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: KRW 相場の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(マレーシア)

約半世紀ぶりの非常事態宣言発令に伴う、政府・中銀の対応

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

ロックダウンの再開と追加経済政策の実施

マレーシア政府は新型コロナウイルスの感染拡大に対応すべく、今年12日、約52年ぶりに全土に非常事態宣言を発令した。首都クアラルンプールや一部地域では既にロックダウンが実施されている。非常事態宣言は8月1日までとされているものの、感染状況に応じて期間は変化する可能性がある。

非常事態宣言の発令に伴って、政治面では首相・閣僚の権限が強化され、議会の承認なく法律の制定が可能となる。そのほか公衆衛生に関し、軍や警察との連携強化と共に民間部門を活用した感染抑制策の検討が進められる見込みとなっている。経済面に関し政府は18日、昨年9月に続き追加経済政策(3700億円規模)を発表した。①新型コロナウイルスとの闘い、②人民への福利支援、③事業継続の支援を目標として掲げ、医療従事者向けの物資調達や低所得者支援プログラムなどをはじめ、計22項目に及ぶ支援策が用意された。

今年最初の金融政策会合では政策を現状維持

マレーシア中銀(BNM)は20日、金融政策委員会(MPC)を開催した。事前の市場予想では世界的な新型コロナウイルスの感染再拡大の影響から追加緩和を見込む声もあったが、翌日物政策金利を過去最低の1.75%に据え置くことを決定した。上限金利と下限金利も変更はなかった。BNMは昨年、合計で1.25%ポイントの利下げを実施しており、政策金利は依然史上最低水準で推移している(図表1)。

BNMは、追加緩和を見送った要因として、新型コロナウイルスの感染拡大が継続している中でも、外需の回復とそれに伴う製造業の業況が改善しつつあることや、世界各地で新型コロナウイルスのワクチンの実用化が徐々に進む状況を挙げた。21年度の成長見通しは、感染抑制策により短期的な影響は出るものの、4~6月期以降は成長軌道へ向かうとしたが、感染拡大による経済の下振れリスクは大きいと依然警戒感を示している。足許の金融政策は適切に緩和的であるとしているものの、コロナ禍における今後の経済成長と物価動向を考慮した上で、政策を策定していく方針を示した。

そのほか、昨年物価動向(CPI)に関して、BNMは通年でマイナスとなる見通しを示した。軟調な推移となった背景には世界的な原油価格低迷とロックダウンによる活動制限によって交通部門の価格低迷が影響したことが考えられる(図表2)。21年のCPI上昇率に関しては、BNMは今回会合の段階で具体的な数値の言及はしなかったものの、世界経済の回復度合いに応じて徐々に上昇していくとの見通しを示している。

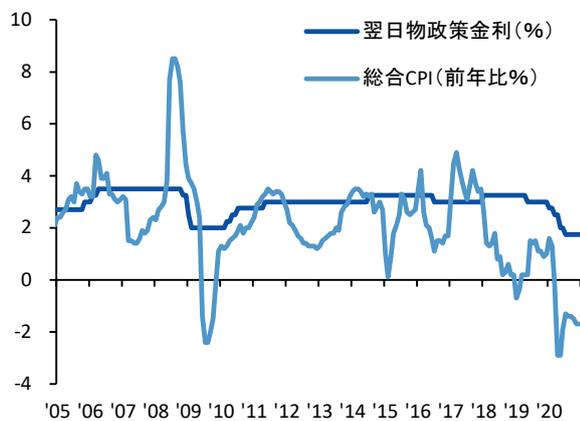
政府・中銀の対応の背景には

今回、国内外の新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、政府・中銀は記載のような対応を示した。ムヒディン首相は非常事態宣言発令と同時に、総選挙の延期と国王が再開を明言するまでの間、国会を閉鎖することを発表し、当面議会が機能しないこ

とが見込まれる。こうした中、支持基盤は未だ脆弱であるムヒディン首相にとっては感染抑制策の徹底や一連の追加経済政策を通じて、国民の支持を高めたところだろう。政局不安は政権発足から約1年になる現在でも金融市場のリスク要因となっている。MYRも昨年政局不安が嫌気され値を下げた局面もあったことから、引き続きその動向は注視したい。

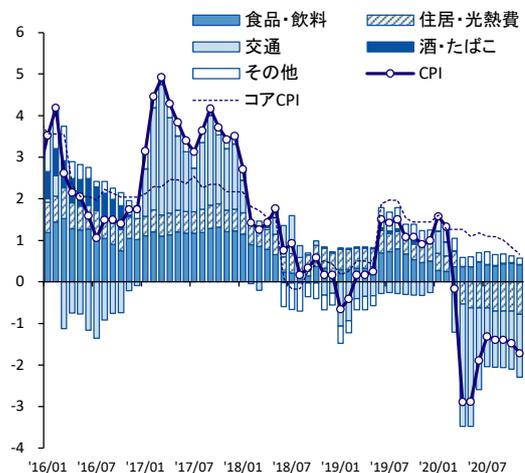
BNMの金融政策に関しては、今後の追加緩和の可能性を考慮すべきものと考えられる。ロックダウンの実施により1~3月期の経済成長は過去のBNMの見通しから下振れることも想定される。感染拡大が続く場合には消費者マインドの改善や資源価格の上昇も期待しづらく、CPIの押し上げに時間を要することが見込まれる。会合後の声明文では今後の政策方針は新しいデータと情報に基づいて判断することも記載されており、今回は利下げの糊代を残す色合いが強い決定だったのではないかと推測する。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(%)



出所: マレーシア中央銀行、マレーシア統計局、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

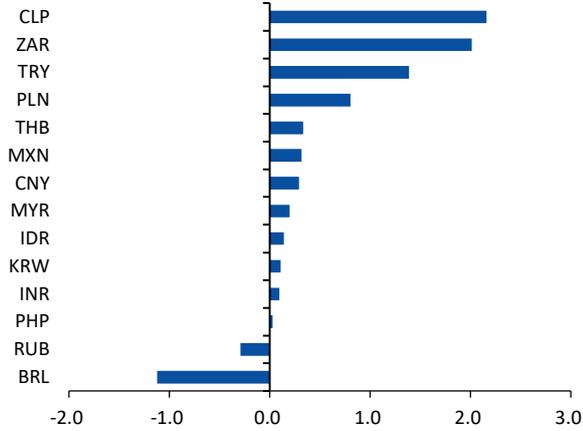
図表 2: 消費者物価上昇率の内訳(前年比%)



出所: マレーシア統計局、CEIC、みずほ銀行

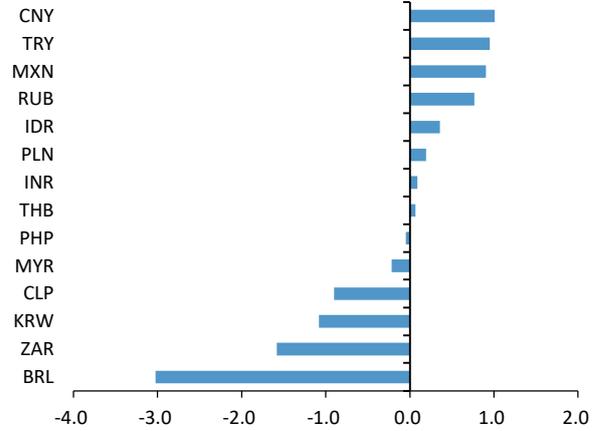
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



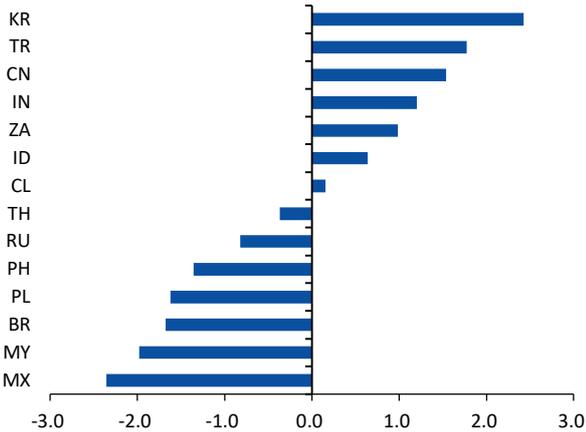
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



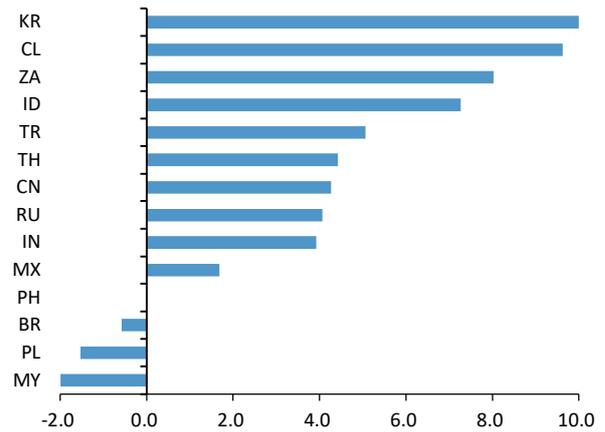
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



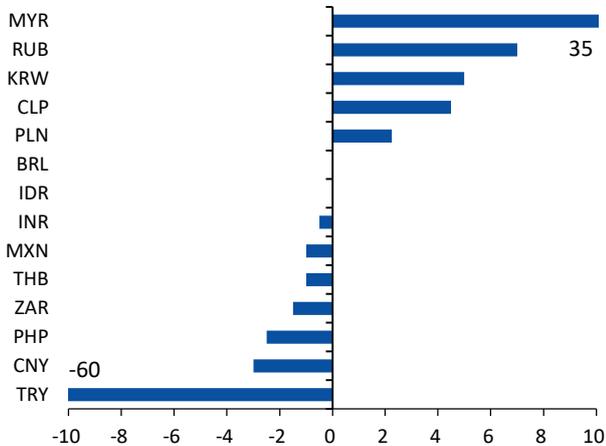
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

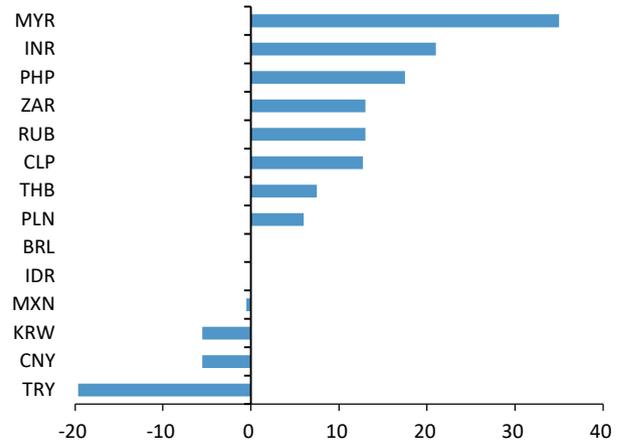
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

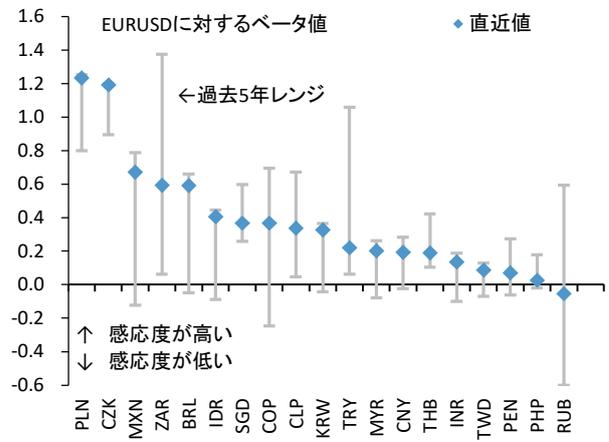
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



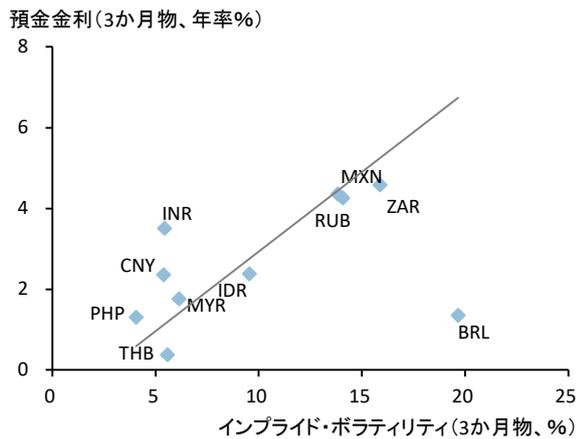
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



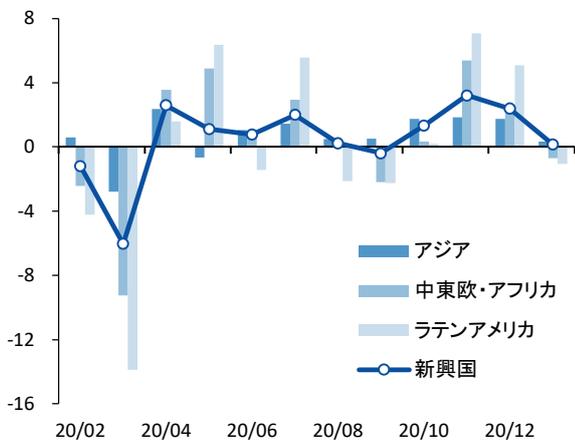
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



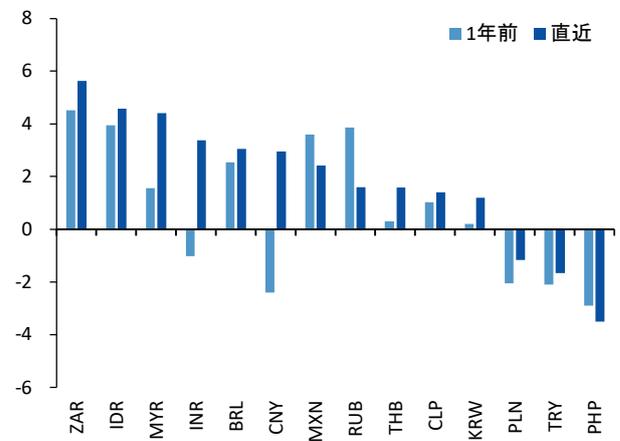
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
1月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-0.7%	6.8%	-4.9%	-5.0%
18日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.2%	6.5%	4.9%	--
18日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.9%	7.3%	7.0%	--
18日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	5.5%	4.6%	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%	2.9%	2.6%	--
20日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
21日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	0.1%	-0.3%	--
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 ^o	3.75%	3.75%	3.75%	--
22日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$599m	--	\$53m	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	-1.3%	--	-1.7%	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.1%	--	-0.1%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.8%	--
26日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	-1.1%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	17.9%	--
27日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	89.8	--
28日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	77	--
28日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	-11.5%	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.5%	--
29日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	4.3%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$1476m	--
29日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.9%	--
中東欧・アフリカ						
1月19日 (火)	ロシア	経常収支	8800m	5500m	3181m	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.1%	3.1%	3.2%	--
21日 (木)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-2.6%	-4.0%	-1.8%	--
21日 (木)	トルコ	1週間レホレート	17.00%	17.00%	17.00%	--
21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	3.50%	3.50%	3.50%	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.6%	--
26日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-3.0%	--	-2.6%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	3.0%	--
29日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-3.2%	--	-3.1%	--
29日 (金)	ロシア	実質賃金(前年比)	0.1%	--	0.5%	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.03b	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント ^o)	--	--	36.7b	--
ラテンアメリカ						
1月18日 (月)	ブラジル	経済活動(前月比)	0.5%	0.6%	0.9%	0.8%
20日 (水)	ブラジル	SELICレート	2.00%	2.00%	2.00%	--
25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-5.3%	--
26日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-7.1%	--
26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.8%	--	1.1%	--
27日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	\$202m	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	1.0%	--
28日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	3032.5m	--
29日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-8.6%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	61.4%	--

注:2020年1月22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	6.4620	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7518	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー (INR)	70.733 ~ 76.916	72.998	74.8	74.0	73.0	72.5	71.8
インドネシアルピア (IDR)	13577 ~ 16625	14000	14250	13900	13950	13850	13850
韓国ウォン (KRW)	1081.00 ~ 1293.95	1098.25	1080	1090	1090	1080	1090
マレーシアリング (MYR)	4.0115 ~ 4.4490	4.0290	4.13	4.02	4.08	3.96	3.94
フィリピンペソ (PHP)	47.998 ~ 51.959	48.050	48.5	47.6	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル (SGD)	1.3204 ~ 1.4647	1.3222	1.35	1.33	1.34	1.31	1.31
台湾ドル (TWD)	28.021 ~ 30.533	28.172	28.2	28.1	28.0	28.0	28.0
タイバーツ (THB)	29.54 ~ 33.19	29.93	30.2	29.6	29.8	29.6	29.7
ベトナムドン (VND)	23081 ~ 23637	23073	23170	23000	23100	23000	22950
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	60.8833 ~ 82.8729	73.8465	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	14.9303	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	5.8391 ~ 8.5793	7.3708	7.80	8.00	7.80	7.60	7.80
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.3605	5.05	4.95	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ (MXN)	18.5237 ~ 25.7849	19.7286	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	16.014	15.54	15.81	16.25	16.56	16.72
香港ドル (HKD)	13.020 ~ 14.422	13.351	13.02	13.13	13.37	13.61	13.72
インドルピー (INR)	1.367 ~ 1.566	1.418	1.35	1.38	1.42	1.46	1.49
インドネシアルピア (100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.738	0.709	0.734	0.746	0.765	0.773
韓国ウォン (100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.407	9.35	9.36	9.54	9.81	9.82
マレーシアリング (MYR)	24.148 ~ 27.278	25.677	24.46	25.37	25.49	26.77	27.16
フィリピンペソ (PHP)	2.006 ~ 2.213	2.154	2.08	2.14	2.16	2.22	2.25
シンガポールドル (SGD)	73.18 ~ 81.92	78.27	74.81	76.69	77.61	80.92	81.68
台湾ドル (TWD)	3.364 ~ 3.708	3.698	3.58	3.63	3.71	3.79	3.82
タイバーツ (THB)	3.215 ~ 3.729	3.459	3.34	3.45	3.49	3.58	3.60
ベトナムドン (10000VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4485	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	1.400	1.33	1.31	1.32	1.33	1.34
南アフリカランド (ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.932	6.73	6.58	6.50	6.42	6.29
トルコリラ (TRY)	12.040 ~ 18.875	14.027	12.95	12.75	13.33	13.95	13.72
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	17.901 ~ 27.687	19.338	20.00	20.61	21.31	22.08	22.43
メキシコペソ (MXN)	4.226 ~ 6.013	5.246	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22日の6時55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。