

2021年1月29日

The Emerging Markets Weekly

市場の楽観の揺らぎに弱含む EM 通貨

新興国市場: 先週末の22日、新興国通貨は下落。アジア時間はCNYが売り優勢となったことや、株価下落が重しとなった。欧米時間に入ると、共和党からの反対意見の多さにバイデン政権の追加財政出動への楽観が後退。ドルが買い戻された。BRLは財政懸念から前日比▲2.0%値を下げた。RUB、ZARとMXNも前日比▲1.0%超下落。週初25日、アジア時間の新興国通貨は特段材料のないなか、概ね横ばい。欧米時間に入ると、米追加財政出動の決定が3月頃になりうるとの見方もあり株式相場が荒い値動きとなった。ドル買いが再び優勢となり、新興国通貨は下押された。MXNやZAR、BRLが弱い。26日、アジア時間は前日のドル上昇を受けて新興国通貨は小安く推移。欧米時間に入ると、米国での新ワクチンへの期待感や市場予想を上回った米経済指標を受けてリスクオンムードが広がり、ドルが反落。新興国通貨は強含んだ。ブラジル中銀内のタカ派的な見解を手掛かりにBRLは前日比2.7%上昇。そのほかZARやTRY、MXNが買われた。27日、アジア時間は米FOMCを控え様子見ムードが広がり、新興国通貨は動意の薄い展開。欧米時間に入ると、クノット・オランダ中銀総裁が「ECBは必要であればEUR高に対処する手段がある」との発言に、ユーロ安・ドル高が進んだ。欧米株の下落や「市場はECBの利下げ余地を過小評価」(ECB当局者)との発言が伝わったこともドル買いを支えた。新興国通貨ではMXN、ZAR、BRLとRUBの下げが目立った。なお、FOMCはほぼ事前予想通りの内容で相場への影響は限定的であった。28日、アジア時間は前日のドル高を受けて新興国通貨は軟調な動き。特にKRWは大幅に売られた。ただ、欧米時間に入ると、米新規失業保険申請件数は予想以上に減少したことからドルが弱含み、新興国通貨は持ち直した。トルコ中央銀行(CBRT)のアーバル総裁の金融緩和をけん制する発言にTRYは強含んだ。

アジア: 26日発表の韓国2020年10~12期実質GDPは前期比+1.1%と市場予想の(同+0.9%)を上回った。民間消費の落ち込みを堅調な輸出と建設投資の持ち直しが補った。28日発表のフィリピン2020年10~12月期実質GDPは前期比+5.6%と市場予想(同+6.0%)を下回った。行動規制の影響が響いた。

中東欧・アフリカ: トルコのエルドアン大統領は22日、高金利には絶対に反対だと明言。市場では金融政策への影響が不安視された。トルコ中央銀行(CBRT)は政策運営の正常化を目指し、2020年11月と12月に累計625bp政策金利の引き上げを実施。前日21日には政策金利(17.00%)を据え置いたばかりであった。ロシアでは23日、全土で反体制派指導者ナワリヌイ氏の釈放を求める抗議集会が開催された。治安当局が3000人以上を拘束したと伝えられており、欧米からの対ロ制裁が一層強化されるリスクが懸念される。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は26日、金融政策委員会の議事要旨(1月19~20日開催)を公表。経済の弛みが減少し物価が上昇しており利上げを検討すべき、との見解を一部の委員が示したことが明らかとなった。

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(ブラジル)

BCB がフォワードガイダンスを撤回

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

ブラジル中央銀行(BCB)は1月21日、政策金利(翌日物金利、Selic)を過去最低水準となる2.00%に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4会合連続となる。なお、BCBは2020年8月の会合で導入したフォワードガイダンスを撤回。今後は通常通り、インフレ見通しのリスク分析に基づく政策判断を行っていく方針を以下のように声明文に記した。

the forward guidance no longer holds and, henceforth, monetary policy will follow the usual analysis of the balance of risks for the prospective inflation.

フォワードガイダンスの撤回の理由はインフレ見通しの変化である。かねてからBCBは一定の条件(①インフレ期待もしくはインフレ見通しがBCBのインフレ目標を明確に下回る、②財政方針に変更がない、③長期のインフレ期待が十分に抑制されている)に言及してきたが、少なくとも①が満たせなくなったと判断したようだ。

Based on new information, the Committee judges that those conditions no longer hold, as inflation expectations, as well as inflation projections for its baseline scenario, are sufficiently close to the inflation target over the relevant horizon for monetary policy.

BCBによる市場サーベイ(1月15日時点)によれば、市場参加者の2021年、2022年および2023年のインフレ率(IPCA)見通しは、それぞれ前年比+3.40%、同+3.50%、同+3.25%である(図表2)。BCBのインフレ目標がそれぞれ前年比+3.75%、同+3.50%、同+3.25%であることを踏まえると、2022年には目標並みのインフレ環境が展望されつつあることになる。

ちなみに、同市場サーベイでは2021年、2022年および2023年の政策金利(Selic)見通しは、それぞれ年率3.25%、同4.75%、同6.00%である。つまり、現状(年率2.00%)から、2021年が125bp、2022年は150bp、2023年も125bpの利上げがすでに見込まれている。BCBが利上げを躊躇する、もしくはより緩やかな利上げペースとなれば、インフレ見通しは上振れることになる。この政策金利見通しを前提にBCBが推計したインフレ率(2021年:前年比+3.6%、2022年:同+3.4%)も例外ではないだろう。

BCBは声明文で、従来からの言い回しに追記(下線部)するかたちで、インフレ見通しを巡る変化を端的に述べている。

The various measures of underlying inflation are in levels above the range compatible with meeting the inflation target

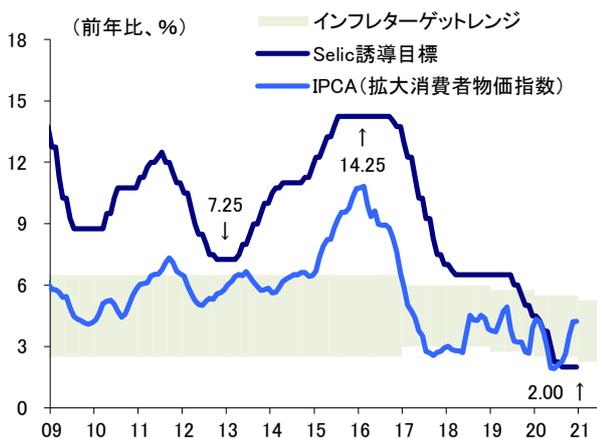
もちろん、フォワードガイダンスの撤回が政策金利の引き上げを意味するわけでもない。BCB はそうした見解を今会合の声明文でも踏襲している(下線部)。少なくとも、コロナ禍に改善の動きが出てこない限り、現状維持の姿勢が続く可能性は高そうだ。

The Copom reiterates that the removal of the forward guidance does not mechanically imply interest rates increases, since, at this moment, uncertainties regarding the evolution of growth still prescribe an extraordinarily strong monetary stimulus.

一方で、2022 年にも BCB の目標並みのインフレ環境が展望される中、実質金利のマイナス幅は縮小に向かおう。BCB は 2019 年 7 月以降、計 450bp の利下げを実施しており、足許で実質金利は▲2.00%超(政策金利:年率 2.00%、12 月 IPCA:前年比▲4.23%)に達している。こうした点も踏まえて、2021 年後半に 100bp(25bp×4 会合)、2022 年に 200bp(25bp×8 会合)程度の利上げペースを想定しておきたい。

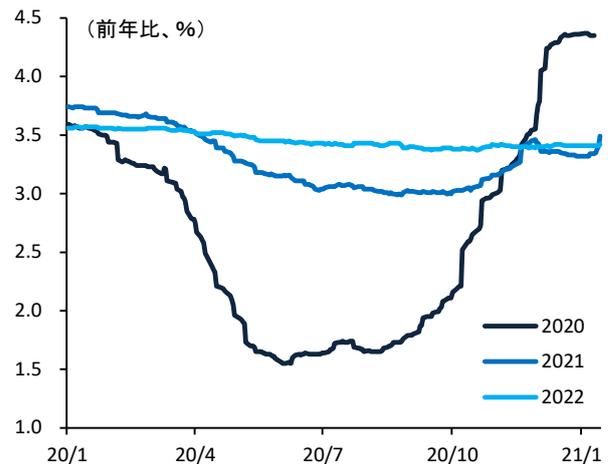
これまで BCB は声明文の変更・追記等を通じた漸進的なアプローチを用いて政策スタンスを微修正してきた感があり、政策変更のタイミングを計る上で引き続き注目していきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、予想平均値)



(注)2021年1月15日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

1月金融政策会合～21年成長見通しとインフレ目標に変更はなし

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

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は20日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを従来の3.75%に据え置いた(図表1)。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も4.50%と3.00%に据え置き、コリドーを1.50%ポイントに維持した。ブルームバーグの事前予想では29人中28人が政策金利の現状維持を見込んでいた。なお、BIは昨年、合計▲1.25%ポイントの利下げを実施していた。

声明文およびペリー総裁の会見では、21年の成長率について、昨年時点から下方修正は無く、前年比+4.8～+5.8%の予想をしていると述べた。昨年、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、約20年ぶりのリセッション入りしたものの、世界経済が緩やかながら改善に向かっている点や、今後のワクチン実用化への期待感から景気は徐々に回復する見通しを示した。こうした中、現在の政策運営および政策金利は適正とし、金融政策を据え置きとした背景を説明した。

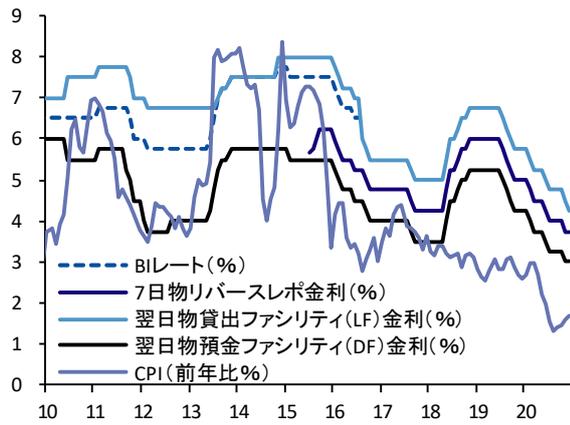
今後に関しては、国内経済の回復をサポートすべく感染拡大による不確実性を注視しながら、昨年に続いて銀行の貸付条件の緩和や量的緩和政策を交え、あらゆる政策措置を講じる方針が示された。また、ペリー総裁はIDRについて依然割安であると発言しており、流動性の拡充を通じて金融・為替市場の安定化を目指す姿勢を改めて示した。

物価動向(CPI)に関しては、ロックダウンによる活動制限によって消費活動が全体的に下押しされ、年間で+1.68%(前年比、以下同様)での着地となった。この結果、BIが目標としている+2.0～+4.0%のレンジから下振れた。今年に関しては、経済活動が徐々に正常化していく見通しを踏まえて、引き続き+2.0～+4.0%を目標レンジに設定した。

IDRは足許の対内証券投資の増加や貿易収支の改善に伴って需給環境が好転したことで、IDRは新型コロナウイルス感染拡大以前の水準に戻りつつある(図表2)。今後も、米国での追加経済政策への期待感によるリスクオンの流れによってIDRはさらなる上値をつける展開も予想される。

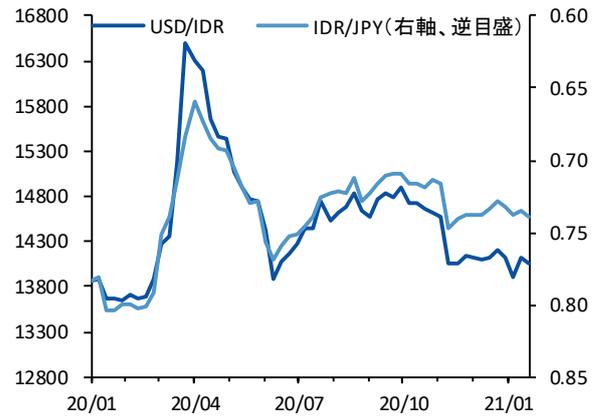
その他、冬場を越して新型コロナウイルスの感染拡大リスクが後退した場合には、政府・BIの運営の正常化への道筋は他国以上に注目されるものと考えられる。昨年、コロナ禍において政府は特例的に財政赤字幅拡大を許容したほか、経済政策の財源確保のため、BIを国債の引受け手とする「財政ファイナンス」にも着手した。財務基盤がぜい弱でかつ経常赤字国であるインドネシアは為替の下方バイアスがかかりやすい。BIが掲げる為替の安定化を達成する上では、経済活動の本格化以降、赤字体質の改善は特に取り組むべき課題となりそうだ。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所：インドネシア銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

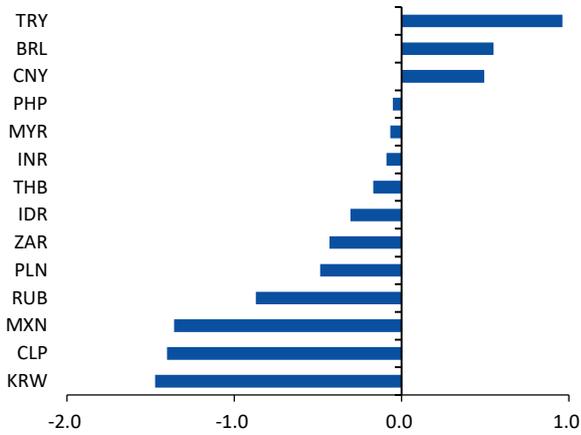
図表 2: IDR の為替動向



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

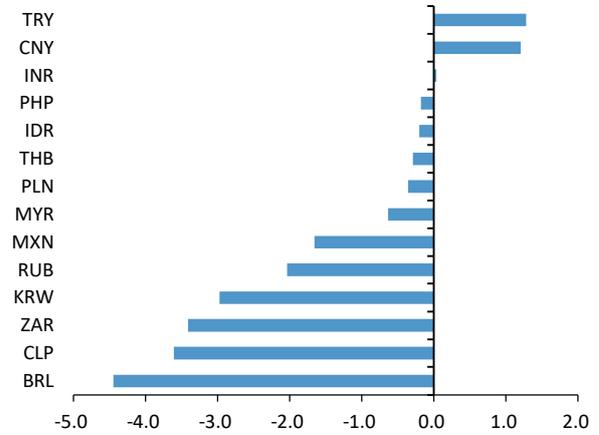
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



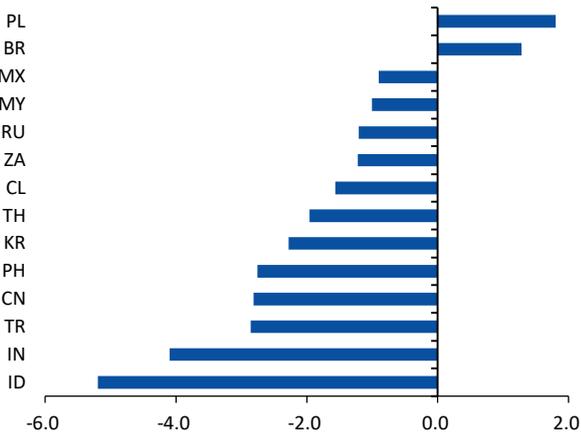
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



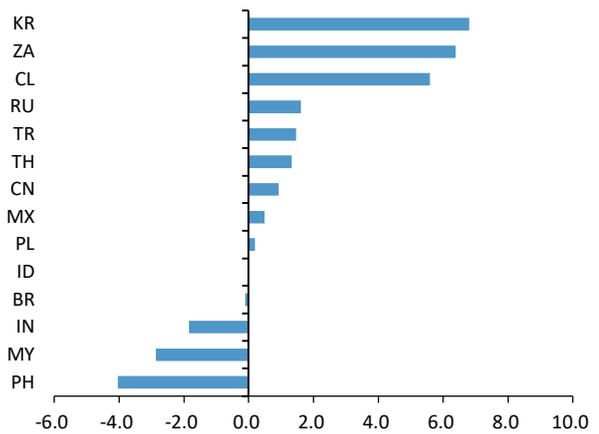
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



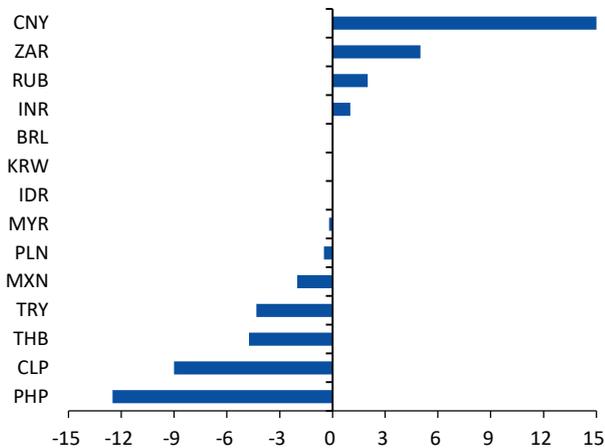
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

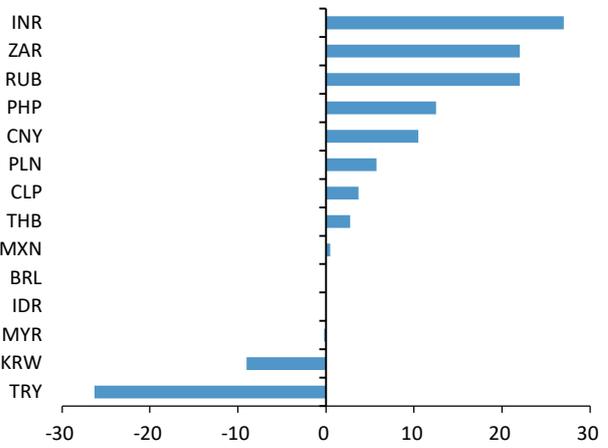
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

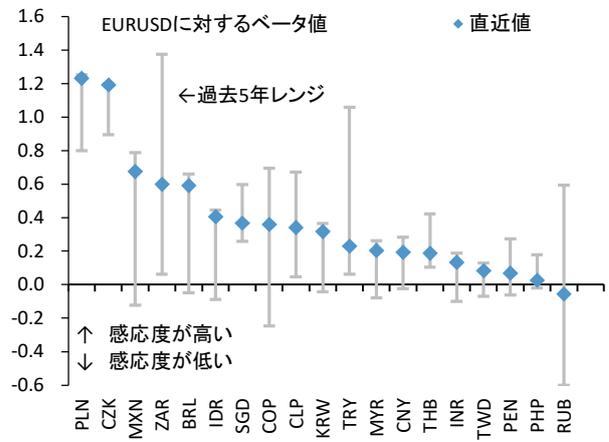
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



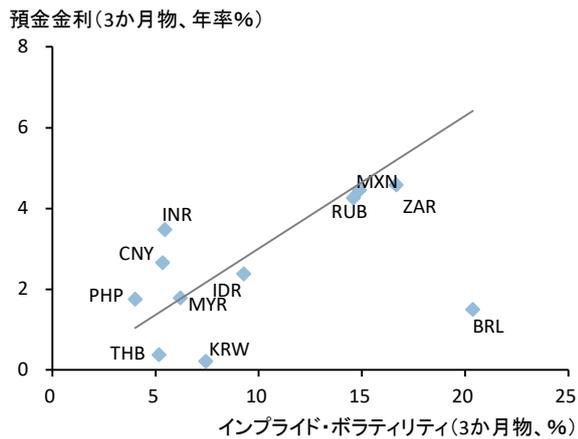
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



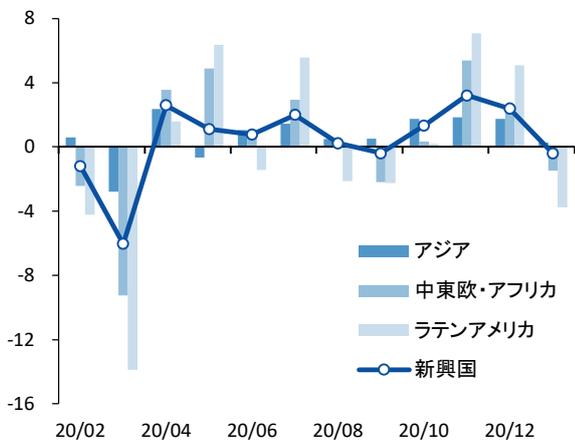
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



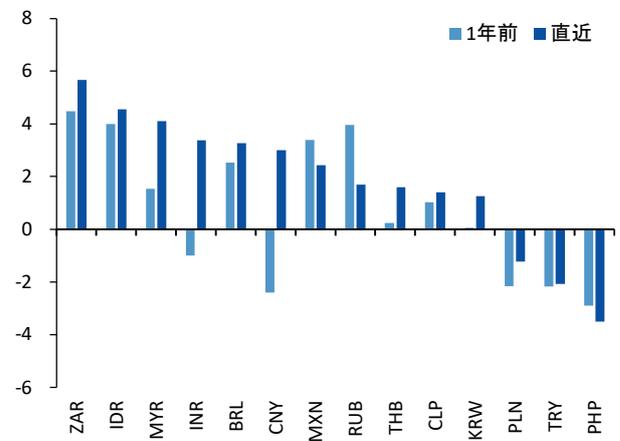
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	-0.1%	0.0%	-0.1%	--
26日 (火)	韓国	GDP(前年比)	-1.6%	-1.4%	-1.1%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	12.0%	14.3%	17.9%	18.7%
27日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	95.4	89.8	91.2
27日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$1710m	-\$2181m	-\$1730m	--
28日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	81	77	--
28日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	-7.9%	-8.3%	-11.5%	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	--	0.5%	--
29日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	3.6%	--	4.3%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	-\$950m	--	-\$1476m	--
29日 (金)	台湾	GDP(前年比)	3.6%	--	3.9%	--
31日 (日)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.9	--
31日 (日)	中国	非製造業PMI	55.0	--	55.7	--
2月1日 (月)	韓国	貿易収支	\$4000m	--	\$6944m	\$6772m
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	52.6	--	53.0	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.7%	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
3日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.8	--	56.3	--
3日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	0.5%	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$8966.9m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	3.5%	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	-0.3%	--
5日 (金)	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	-3.5%	--
5日 (金)	インド	RBILホレート	--	--	4.00%	--
中東欧・アフリカ						
1月25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	75.4%	75.6%	--
26日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-3.1%	-0.2%	-2.6%	-1.5%
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	3.1%	3.0%	3.0%	--
29日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-3.0%	--	-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	-4.60b	--	-5.03b	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	30.0b	--	36.7b	--
2月3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	14.6%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	25.2%	--
ラテンアメリカ						
1月26日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-6.3%	-5.1%	-7.1%	--
26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.8%	0.8%	1.1%	--
27日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$5775m	-\$5393m	\$202m	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	2.4%	2.6%	1.0%	--
28日 (木)	メキシコ	貿易収支	4600.0m	6262.0m	3032.5m	--
29日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	-5.2%	--	-8.6%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	62.7%	--	61.4%	--
2月1日 (月)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	-\$42m	--
2日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.8%	--
5日 (金)	ブラジル	ブラジル FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.8%	--
5日 (金)	メキシコ	メキシコ 総設備投資	--	--	-14.7%	--

注:2020年1月29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							
中国人民元 (CNY)	6.5154 ~ 7.1777	6.4495	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7529	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー (INR)	70.733 ~ 76.916	73.041	74.8	74.0	73.0	72.5	71.8
インドネシアルピア (IDR)	13577 ~ 16625	14078	14250	13900	13950	13850	13850
韓国ウォン (KRW)	1081.00 ~ 1293.95	1119.65	1080	1090	1090	1080	1090
マレーシアリング (MYR)	4.0115 ~ 4.4490	4.0460	4.13	4.02	4.08	3.96	3.94
フィリピンペソ (PHP)	47.998 ~ 51.959	48.113	48.5	47.6	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル (SGD)	1.3204 ~ 1.4647	1.3280	1.35	1.33	1.34	1.31	1.31
台湾ドル (TWD)	28.021 ~ 30.533	28.222	28.2	28.1	28.0	28.0	28.0
タイバーツ (THB)	29.54 ~ 33.19	30.04	30.2	29.6	29.8	29.6	29.7
ベトナムドン (VND)	23081 ~ 23637	23053	23170	23000	23100	23000	22950
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	60.8833 ~ 82.8729	75.9590	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	15.1950	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	5.8391 ~ 8.5793	7.3490	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	5.4405	5.05	4.95	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ (MXN)	18.5237 ~ 25.7849	20.2430	19.90	19.80	19.65	19.50	19.40
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	14.567 ~ 16.108	16.170	15.54	15.81	16.25	16.56	16.72
香港ドル (HKD)	13.020 ~ 14.422	13.446	13.02	13.13	13.37	13.61	13.72
インドルピー (INR)	1.367 ~ 1.566	1.427	1.35	1.38	1.42	1.46	1.49
インドネシアルピア (100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.741	0.709	0.734	0.746	0.765	0.773
韓国ウォン (100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.364	9.35	9.36	9.54	9.81	9.82
マレーシアリング (MYR)	24.148 ~ 27.278	25.791	24.46	25.37	25.49	26.77	27.16
フィリピンペソ (PHP)	2.006 ~ 2.213	2.168	2.08	2.14	2.16	2.22	2.25
シンガポールドル (SGD)	73.18 ~ 81.92	78.50	74.81	76.69	77.61	80.92	81.68
台湾ドル (TWD)	3.364 ~ 3.708	3.718	3.58	3.63	3.71	3.79	3.82
タイバーツ (THB)	3.215 ~ 3.729	3.477	3.34	3.45	3.49	3.58	3.60
ベトナムドン (10000VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4522	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	1.369	1.33	1.31	1.32	1.33	1.34
南アフリカランド (ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.862	6.73	6.58	6.50	6.42	6.29
トルコリラ (TRY)	12.040 ~ 18.875	14.185	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	19.161	20.00	20.61	21.31	22.08	22.43
メキシコペソ (MXN)	4.226 ~ 6.013	5.150	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29日の7時45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。