

2021 年 2 月 12 日

The Emerging Markets Weekly

追加経済対策への期待再燃が追い風に

新興国市場: 先週末の 5 日、アジア時間の新興国通貨は前日からのドル高に小安い水準での推移となった。しかし、欧米時間に入ると、米 1 月雇用統計の冴えない結果を受け、追加経済対策への期待が再燃。株高・債券安・ドル安とリスクオンの様相を見せる中、新興国通貨は堅調な動きとなった。MXN や RUB、TRY、ZAR と BRL は前日比+1%超上昇した。週初 8 日、アジア時間は先週末からのドル反落や堅調なアジア株の動きを支えに新興国通貨が堅調に推移した。欧州時間に入ると、米金利上昇にドルが買われる場面も見られたが、米国時間には一服。ドルが再び弱含むと、新興国通貨は反発。RUB や KRW、BRL が堅調だった一方、ZAR や TRY はやや軟調となった。9 日、アジア時間は春節を控えて薄商いとなるも、ドル安継続が新興国通貨の支援材料となった。欧米時間に入ってもドル安が続いたほか、米追加財政支出案の議会通過に楽観的な見方も広がり、新興国通貨の追い風となった。ZAR をはじめ多くの新興国通貨が堅調に推移する中、ブラジル中銀による早期の利上げ期待後退で BRL は売られた。10 日の新興国通貨は大半が動意の薄い展開。アジア時間は前日のドル安を追い風に新興国通貨は総じて堅調。KRW の上昇が目立った。欧米時間に入りパウエル FRB 議長の講演を控え様子見ムードが広がるも、予想通り慎重姿勢が維持され、新興国通貨への影響は限定的だった。春節入りを前に CNY が弱含んだ。11 日、アジア時間は中国が春節休暇に入り、東京市場も休場で新興国通貨は小動き。欧州時間にはややドルが弱含み、新興国通貨には追い風となった。米国時間はドルが持ち直すも、米株の復調もあり、新興国通貨は概ね横ばいに転じた。ZAR や TRY が堅調だった。

アジア: インド準備銀行(RBI、中央銀行)は 5 日、政策金利を 4.00%に据え置くことを決定した。声明文では、引き続き銀行システムの流動性を潤沢にして景気回復を支援する方針を改めて示した。インドネシア中央銀行(BI)のペリー総裁は 9 日、国会の公聴会で証言し、2020 年の実質 GDP(前年比▲2.1%)を考慮すれば、景気回復に向けて追加利下げを行う余地があると述べた。フィリピン中央銀行(BSP)は 11 日、政策金利を 2.00%に据え置くことを決定した。食料品価格の上昇で 1 月の消費者物価指数(CPI)は 2 年ぶりの大幅な上昇を記録していた。ただ、ジョクノ総裁は、対処可能なインフレ見通しで緩和的な政策スタンスを維持できると述べた。11 日発表のマレーシア 10~12 月期実質 GDP は前期比▲0.3%と 7~9 月期(同+18.2%)から再びマイナス成長に陥った。

ラテンアメリカ: ブラジルのボウソナロ大統領は 11 日、低所得者向けの現金給付策を再開する方針を表明した。同国のゲデス経済相はその財源確保のため議会に歳出削減を求めてきたが、事実上押し切られた模様。再び財政懸念が高まりつつある。メキシコ中央銀行(Banxico)は 11 日、政策金利を 25bp 引き下げ 4.00%にすることを全会一致で決定した。インフレ率が目標(上限 4.0%)を再び下回ってきたことで、経済下支えを目的とした追加利下げが可能となった。

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 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)

21 年度予算案と 2 月金融政策会合の総括

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

インドでは今月 1 日に 21 年度(21 年 4 月～22 年 3 月)予算案が発表され、5 日には今年最初の金融政策会合が実施された。今般、それぞれの内容につき詳細とともに振り返ることとしたい。

21 年度予算案について

月初発表の 21 年度予算案については前年に続き財政拡張路線が敷かれた。歳出は 34.8 兆ルピー(48 兆円)規模となり、前年比+14.5%増加となる。政策の看板となったのはインフラ投資向けの歳出であり、今年度予算対比で+34.5%と大幅に拡充された。都市開発や農村開発を通じて新型コロナウイルスからの経済の立て直しを図りたいという政府の思惑も窺える。

また、新型コロナウイルスの感染拡大対策をはじめとする保健関係の歳出も同 10.5%増加した。インド政府は先月中旬に国内でのワクチン接種を開始しており、モディ首相は夏場までに人口の約 25%に当たる 3 億人への接種を完了する方針を示している。国内の新規感染者数は昨年秋から減少傾向にあるものの、ワクチンの実用化を通じて感染の抑制に一定の成果をあげることができれば、今年度にかけての景気回復への期待も高まるとみられる。

加えて、近年インド経済の成長を阻害してきた金融機関の不良債権問題に関し、金融機関の不良債権を買い取る資産管理会社(バッドバンク)の設立を通じて管理・清算を目指すことが発表された。20 年度予算には本件に関連する具体的な政策が予算に組み込まれなかったことから今後の動向には注目が集まっている。

一方、財政拡張路線を継続したことで、当面財政赤字幅は拡大することが見込まれる。政府は今年の財政赤字幅を当初、対 GDP 比▲3.5%としていたものの、新型コロナウイルス対策の財政出動やロックダウン実施による歳入減の影響で、目標から大幅に劣後する同▲9.5%での着地となることを発表した。来年度に関しても同▲6.8%と新型コロナウイルスの感染拡大以前の水準から大きく上振れる見通しを示した(図表 1)。

以上の内容に対し、株式・債券市場は対照的な反応を示した(図表 2)。株式市場では拡大予算と今後の企業成長への期待感が先行し、断続的に主要株式指数である SENSEX 株式指数の史上最高値の更新が続いている。片や、債券市場に関しては今後の国債増発を見越して国債利回りは一時的に上昇した。かかる状況から、今後の政策の展開次第では金融資産の価格変動が為替相場にも影響を及ぼすことを考慮する必要も出てくるだろう。

金融政策会合について

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 5 日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレートに 4.00%に据え置くことを決定した。また、下限金利のリバースレポレートも 3.35%に据え置いた(図表 3)。今回の金利据え置きに関しては全会一致での決定であったとし、今後も緩和的な姿勢を維持する方針を示した。

声明文では、インド経済は昨年 4～6 月期に底打ちを経験して以降、徐々に製造業をはじめ景気の回復が確認されているとした。また、今後さらにワクチン接種の進捗によって正常化の勢いが強まることへの期待感も示された。その他、会見後のダス RBI 総裁の会見では、政府の予算案を受けて中銀は拡張財政を支援する用意が整っているとして、政府の資金調達で鍵となる流動性供給を維持することも示唆した。

RBI は経済見通しに関し、20 年度は前年比 ▲7.5% の減速を見込んでいる。21 年度に関しては、同 +10.5% としており、IMF が 1 月に提示した世界経済成長見通しが同 +5.5% であることを踏まえれば、その期待は大きいことが見て取れる。物価動向に関しては、野菜をはじめ食料品価格が下落したことを要因として上昇が一服しつつある（図表 4）。しかし、食品と燃料を除くコア CPI は昨年後半にかけて上昇傾向にあり、RBI は持続的なインフレ低下の環境を構築する必要があると指摘した。なお、RBI は CPI が 21 年度前半に関しては目標レンジの前年比 +2.0～+6.0% に収束するという見通しを示している。

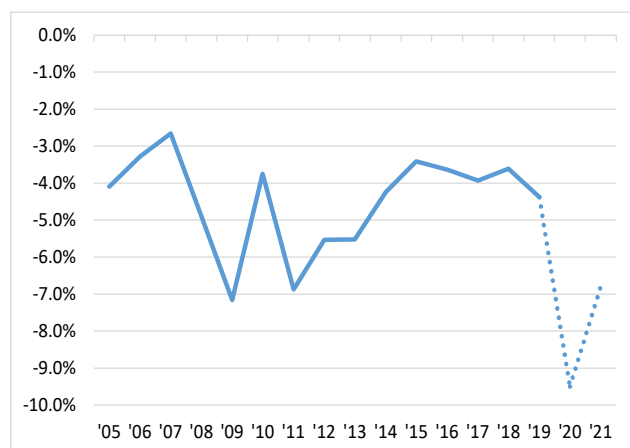
行き過ぎた財政拡張・金融緩和には要警戒

21 年度の政府・中銀の政策運営は、新型コロナウイルスによって打撃を受けたインド経済を政府の財政拡張を主として再建し、その資金繰りを中銀が支援していくといった構図となりそうだ。今後の政策効果にも期待が集まるところであるが、その裏に隠れるリスクに関し簡単に考察したい。

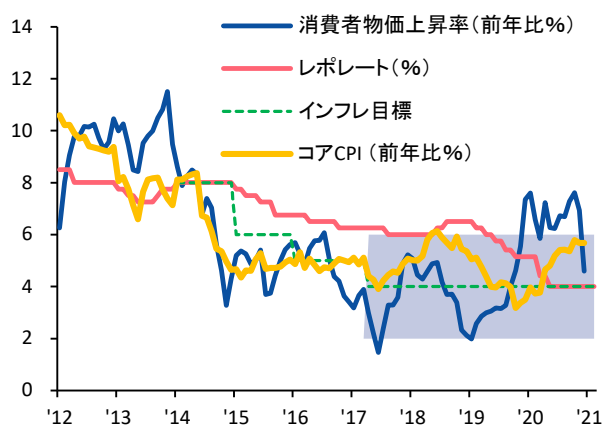
先述の通り、政府の財政拡張の継続は今後数年の財政赤字幅の拡大を方向付けた。この前提の下ではインド国債の利回りは緩やかに上昇し、RBI は国債買入れなどを通じ、利回りの上昇を抑えることが想定される。一方、RBI はインフレ率の抑制も大きな課題として掲げており、金融緩和の継続は物価の再上昇を招く恐れも孕んでいる。この点からも RBI は今後敏感に金融市場とマクロ経済の双方を考慮した適切な対応をとることが一層求められることとなるのではないかと。

ワクチンの普及とあいまって世界経済の正常化への期待が高まる一方で、より長い時間軸では、国内で例外的に実施されてきた財政・金融政策の出口戦略や政策の見直しを市場は求めることとなる。

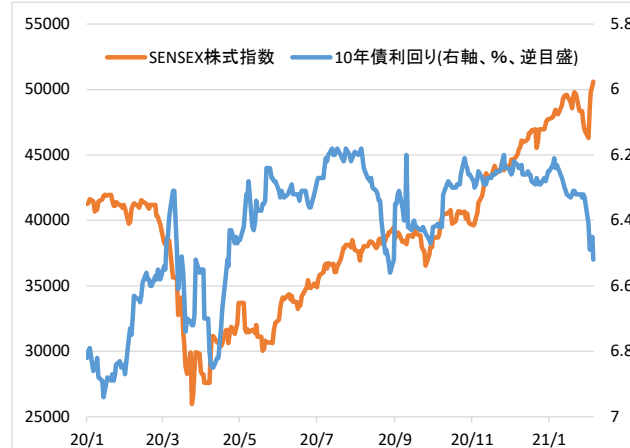
政府は今般の拡張財政の財源に保有資産の売却などを一部充当することを発表しているが、財源の多くは国債の増発に依拠する部分が大きいと考えられる。財政赤字の常態化は為替・株式・債券といった資産価格の下落や海外からの直接投資の減退にも繋がり、経済成長を阻害しかねない。21 年度は新型コロナウイルスからの経済の復活がインドにとって最大のテーマであるのは間違いないが、際限のない財政拡張や金融緩和は将来的な反動も大きくなるといった視点を持ちつつ、今後の政策動向を注視していきたい。

図表 1: 中央政府財政赤字の水準（対 GDP 比）


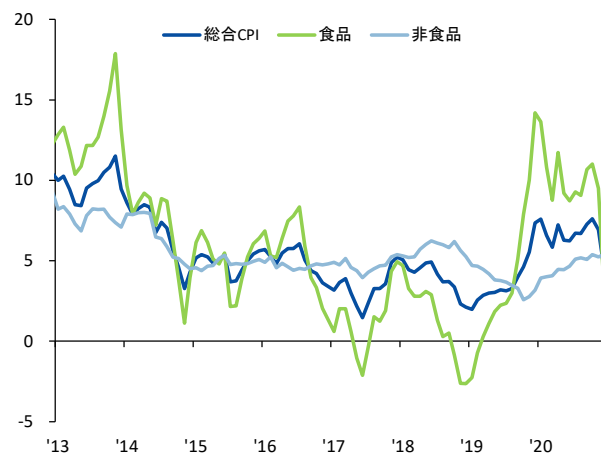
出所: Macrobond, みずほ銀行 注: 20 年、21 年は予想値

図表 3: レポレートと物価水準の推移


出所: インド準備銀行、みずほ銀行, CEIC 注: 青枠は目標レンジ

図表 2: SENSEX 株式指数とインド 10 年債利回り


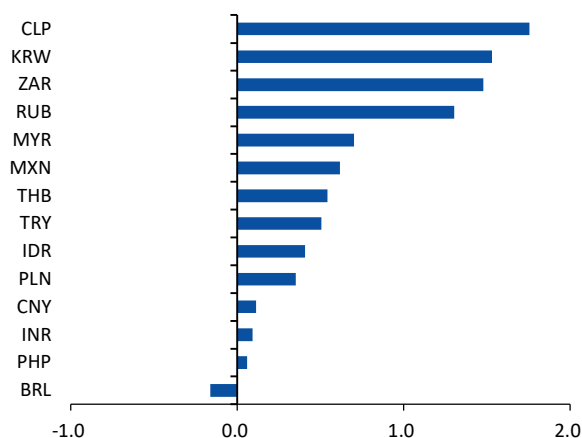
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 消費者物価上昇率（前年比%）


出所: CEIC、みずほ銀行

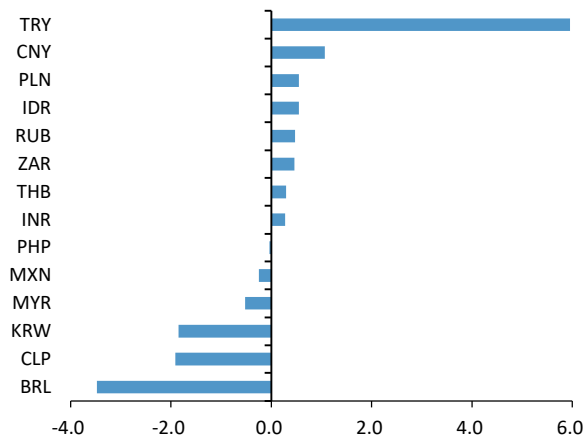
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



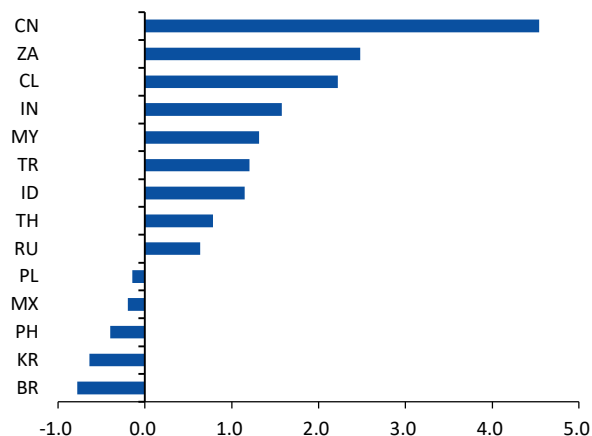
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



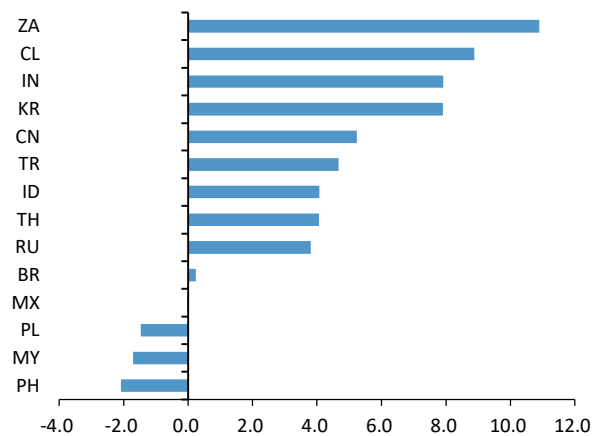
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



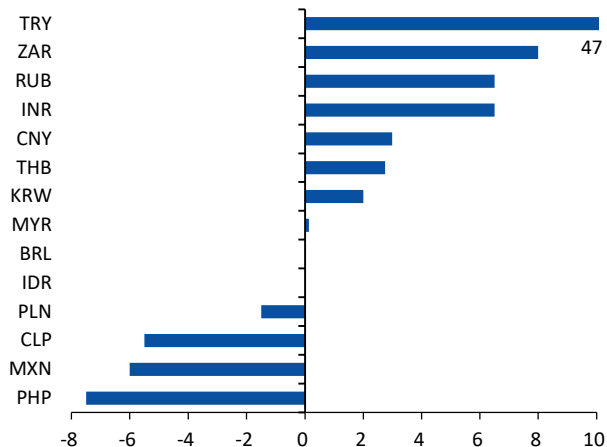
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

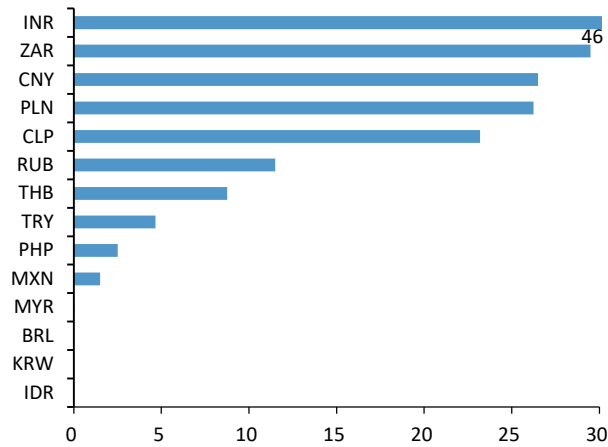
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

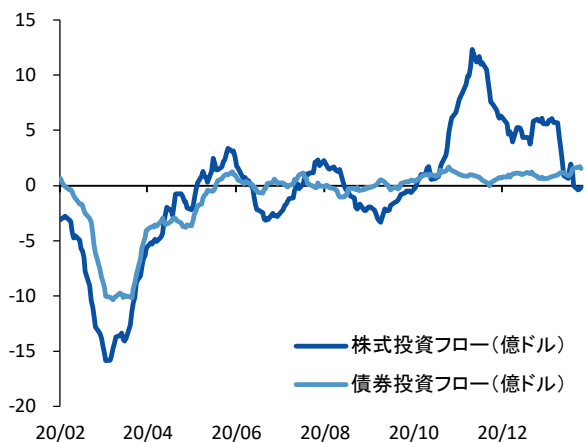


注: データの都合によりブラジル、インドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

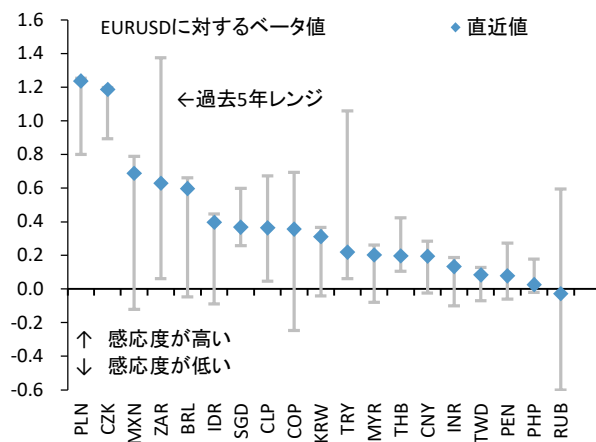
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



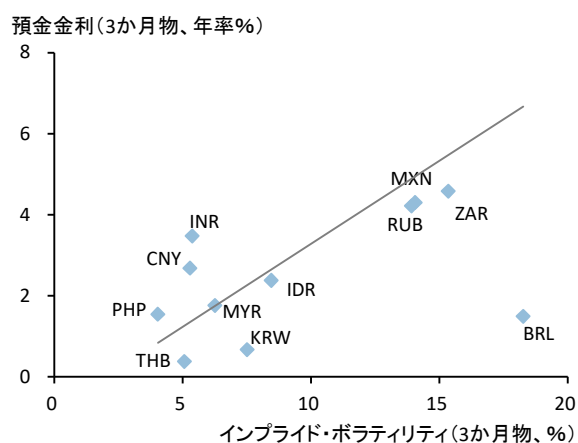
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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



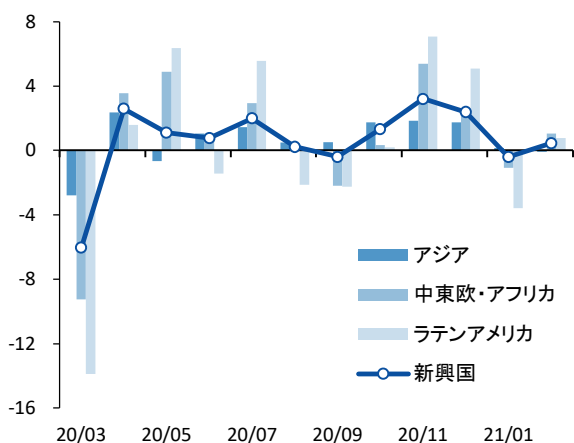
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



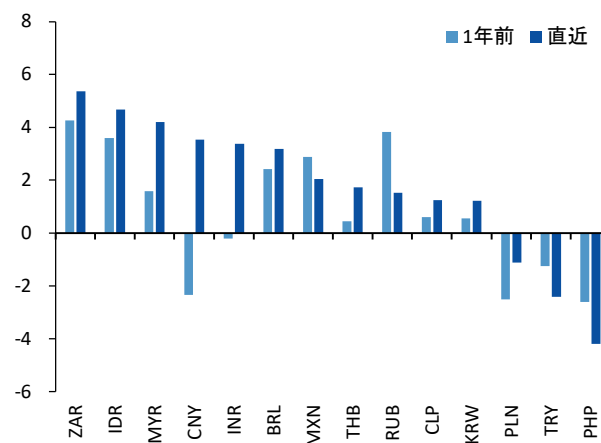
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
2月8日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	-1.0%	1.7%	-2.2%	--
8日 (月)	マレーシア	外貨準備高	--	\$108.6b	\$107.8b	--
8日 (月)	台湾	貿易収支	\$5.05b	\$6.19b	\$5.76b	--
9日 (火)	中国	新規人民元建て融資(CNY)	3500.0b	3580.0b	1260.0b	1255.2b
10日 (水)	韓国	失業率(季調済)	4.5%	5.4%	4.6%	4.5%
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	0.0%	-0.3%	0.2%	--
10日 (水)	中国	PPI 前年比	0.3%	0.3%	-0.4%	--
11日 (木)	マレーシア	GDP(前年比)	-3.1%	-3.4%	-2.7%	--
11日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	-0.5%	--	-1.9%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	4.4%	--	4.6%	--
15日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	-3.8%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-5.5%	--	-6.4%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$2101m	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.1%	--	1.2%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	--	0.1%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	--	7.6%	--
15日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	0.3%	--
15-19日	フィリピン	外貨準備高	--	--	\$109.8b	\$110.1b
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	6.8%	--
18日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ*	--	--	3.75%	--
19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	0.1%	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$4236m	--
中東欧・アフリカ						
2月10日 (水)	トルコ	失業率	--	12.9%	12.7%	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.2%	1.8%	-3.5%	--
11日 (木)	ロシア	貿易収支	9.4b	10.6b	7.1b	--
12日 (金)	トルコ	経常収支	-3.70b	--	-4.06b	--
12日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	8.3%	--	11.0%	--
12日 (金)	ロシア	主要金利	4.25%	--	4.25%	--
16日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	0.1%	--	-0.2%	--
17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-4.0%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	17.00%	--
19日 (金)	ロシア	失業率	6.0%	--	5.9%	--
19日 (金)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-3.0%	--	-3.6%	--
19日 (金)	ロシア	実質賃金(前年比)	-0.6%	--	0.2%	--
ラテンアメリカ						
2月9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	3.5%	3.5%	3.2%	--
9日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.6%	4.6%	4.5%	--
10日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	5.5%	1.2%	3.4%	--
11日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-2.4%	-2.1%	-3.7%	--
11日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	4.00%	4.00%	4.25%	--
12日 (金)	ブラジル	経済活動(前月比)	0.4%	--	0.6%	--

注: 2021 年 2 月 12 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

		2021年 1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)	6.4236 ~ 6.5560	6.4582	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7575	7.7527	7.75	7.76	7.77	7.78	7.79
インドルピー	(INR)	72.786 ~ 73.504	72.861	72.8	74.8	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14205	13973	14000	14200	13900	13750	13850
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1121.38	1103.85	1090	1100	1090	1100	1110
マレーシアリングギ	(MYR)	3.9957 ~ 4.0760	4.0413	3.98	4.06	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	47.993 ~ 48.144	48.045	47.9	48.5	47.6	48.2	47.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3341	1.3245	1.31	1.33	1.31	1.30	1.28
台湾ドル	(TWD)	27.940 ~ 28.127	28.001	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 30.21	29.87	29.7	30.1	29.6	29.2	29.4
ベトナムドン	(VND)	23049 ~ 23164	22996	23100	23170	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	73.0649 ~ 76.5024	73.6908	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.5086 ~ 15.6625	14.6278	15.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	7.2406 ~ 7.5426	7.0265	7.60	7.80	8.00	7.80	8.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.1213 ~ 5.5156	5.3852	5.15	5.00	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 20.5996	19.9725	20.20	19.90	19.65	19.50	19.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 16.304	16.209	15.69	16.12	16.41	16.56	16.88
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 13.536	13.512	13.16	13.40	13.51	13.62	13.86
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.439	1.438	1.40	1.39	1.42	1.45	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.749	0.750	0.729	0.732	0.755	0.771	0.780
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.545	9.497	9.36	9.45	9.63	9.64	9.73
マレーシアリングギ	(MYR)	25.548 ~ 25.883	25.914	25.63	25.62	26.12	26.77	27.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.175	2.177	2.13	2.14	2.21	2.20	2.26
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 78.99	79.09	77.86	78.20	80.15	81.54	84.38
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.745	3.741	3.64	3.75	3.82	3.82	3.86
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.508	3.507	3.43	3.46	3.55	3.63	3.67
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4553	0.4555	0.44	0.45	0.46	0.46	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.420	1.422	1.34	1.33	1.33	1.33	1.35
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.083	7.164	6.58	6.50	6.56	6.42	6.35
トルコリラ	(TRY)	13.673 ~ 14.379	14.904	13.42	13.33	13.13	13.59	13.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.772 ~ 20.091	19.515	19.81	20.80	21.52	22.08	22.64
メキシコペソ	(MXN)	5.084 ~ 5.307	5.245	5.05	5.23	5.34	5.44	5.57

注: 1. 実績の欄は 2021 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 12 日の 7 時 40 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。