

2021 年 2 月 19 日

The Emerging Markets Weekly

米金利の再上昇とドルの反発が重しに

新興国市場: 先週末 12 日、アジア時間は春節に伴う休場が目立ち、新興国通貨は小動き。欧州時間には米金利上昇にドルが買われたものの、米国時間に入ると堅調な株価動向にドルが反落、新興国通貨は下げ幅を取り戻す展開となった。RUB はラブロフ外相が EU の対露制裁に関係断絶の用意があったとしたことで一時 1% 超下落したが、原油高上昇を支えに前日比小幅安まで戻した。15 日、春節に米国の休場も重なり取引参加者は減少も、アジア時間から新興国株式市場が堅調に推移。これが支援材料となり多くの新興国通貨が上昇した。TRY は前日比+1% 上昇し 2020 年 8 月以来の水準を回復。このほか、ZAR や RUB が堅調だった。16 日、アジア時間は朝方上昇した株式市場が弱含むにつれ新興国通貨も上昇幅を縮小する展開。PHP や SGD が軟調だった。欧米時間に入ると、休場明けの米国市場で金利上昇・ドル高が進む一方、小高く始まった米株式市場は勢いを失う展開となり、新興国通貨には逆風となった。ZAR や MXN の売りが目立った。17 日、ドル高の継続に新興国通貨は総じて軟調。株価指数の反落を受けた KRW の下げや、利下げ観測を背景とする IDR の下げが目立った。欧米時間に入り、ドル高の勢いは和らぐも、東欧通貨や休場明けとなった BRL 等が売られた。18 日、新興国通貨はまちまち。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推移。欧米時間に入ると、GBP と EUR が強含み東欧通貨が連れ高したほか、ドル反落が新興国通貨をサポートし ZAR が堅調だった。一方、春節明けで取引が再開された CNY には断続的な売りがみられたほか、北米の寒波の影響が懸念されて MXN が軟調。原油価格の反落を受けて、BRL や RUB も前日比マイナス圏で取引を終えた。

アジア: 15 日発表のタイ 10~12 月期実質 GDP は前期比+1.3%と市場予想(同+0.8%)を上回り、2 四半期連続のプラス成長となった。2020 年通期では前年比+6.1%。国家経済社会発展評議会によれば、2021 年は同+2.5~+3.5%となる見通し。シンガポール政府は 16 日、予算案を発表。2021 年度の財政赤字額を GDP 比で 2.2%とした。2020 年の財政赤字額(GDP 比 13.9%)から大幅に赤字を圧縮し、財政の健全化を図る。インドネシア中央銀行(BI)は 18 日、政策金利を 25bp 引き下げ過去最低の 3.50%にすることを決定した。また、2021 年の経済成長見通しを従来の前年比+4.5%~5.5%から同+4.3%~5.5%に下方修正した。経済の先行きに弱さが残る中、金融緩和で下支えを図る。

中東欧・アフリカ: ロシア中央銀行(CBR)は 12 日、政策金利を 4.25%に据え置くことを決定した。ナビウリナ総裁は、利下げ余地はなくなったとの認識を示す一方、年内は緩和的な金融政策を維持し景気を支援するとした。トルコ中央銀行(CBRT)は 18 日、政策金利(17.00%)の据え置きを決定した。声明文では、インフレ目標(前年比+5%)を念頭に、インフレ率の抑制に向けて必要なら金融政策の引き締めを検討するとした。

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 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(メキシコ)

先行きも利下げ含み

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 2 月 11 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 25bp 引き下げ、4.00%とすることを全会一致で決定した(図表 1)。声明文における国内景気の先行き不透明の書きぶり(以下参照)に変化はないものの、インフレ動向に落ち着きが見られつつあることで、実体経済を下支えする必要性がより重視されたようだ。利下げ判断は 3 会合ぶり。2019 年 8 月以降の利下げ幅は計 425bp となった。

Ample slack conditions are expected throughout the time frame in which monetary policy operates.

直近 2 回の会合では委員(5 名)の一部に利下げを求める意見が見られたものの、インフレ動向を見極めるべく、政策金利を据え置く判断が続いた。2020 年 11 月の会合時には、1 名の委員が利下げを主張したが、消費者物価(CPI)が Banxico の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回っていたことで 4 名の委員が据え置きを支持した。同 12 月の会合時には 11 月 CPI が目標レンジに再び収まったことが確認され、2 名の委員が利下げを主張。ただ、例年恒例の小売セール("El Buen Fin")がより長い期間かつより大幅な値引きで行われたことが CPI 低下に寄与したとの指摘もあり、再び様子見の判断に至っていた。今会合に際しては、2020 年 11 月以降に 3 か月連続で CPI が目標レンジに収まったことが確認されていたことで、追加利下げの観測が高まっていた。

なお、Banxico による今後の政策判断については、追加緩和含みと考えておきたい。2 月 2 日に公表された Banxico の市場サーベイによると、市場の CPI 見通し(平均)は、12 か月先が前年比+3.52%、24 か月先が同+3.58%と、いずれも Banxico の目標レンジ内での推移が進むとみられている(図表 2)。また、Banxico も声明文に、2021 年前半は前年の物価低迷の影響で CPI が上振れることが予想されるも、年後半には落ち着いていくという旨の記述を今回追加している(以下参照)。景気下支えの必要性が認められれば、一時的なインフレ率の高まりはあっても追加利下げは可能との姿勢が読み取れる。

Increases in headline inflation are anticipated during the second quarter of the year, mainly associated with the arithmetical effects of the fall in energy prices of last year, and a downward trajectory starting in the second half of the year.

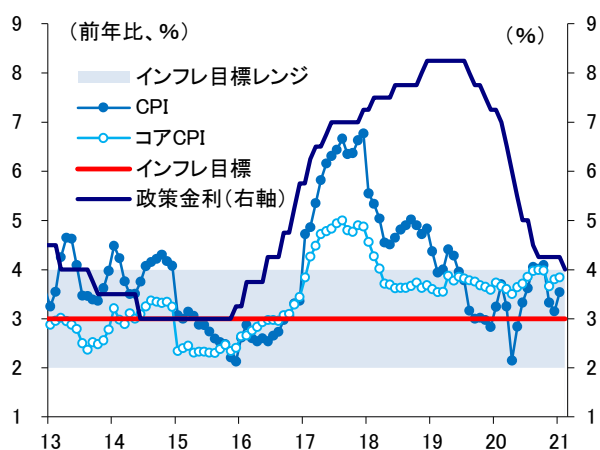
実際のところ、景気の先行き不透明感は根強い。現政権はコロナ禍においても企業への財政支援には消極的だ。これが、経済の正常化ペースを遅らせる要因になるというのは、IMF や大手格付会社等がかねてから問題視してきた点だ。最新の IMF の世界経済見通しによれば、多くの国・地域では 2022 年中にはコロナ禍前の経済水準を回復する見込みだが、メキシコは 2023 年以降となりそう(図表 3)。

また、昨年 10 月と 11 月に立て続けに発表された官民出資のインフラ投資計画(GDP 比 2.3%に相当、計 37~40 万人の雇用創出を目指す)についても、民間出資に依存しているとの指摘が目立つ。にもかかわらず、現政権は 2021 年の最低賃金を前年比+15%に引き上げた。企業に負担を強いる格好で家計を支援し景気回復を目指す

すアプローチは韓国でも近年試されたが失敗に終わった。コロナ禍に苛まれ、政府が露骨な国有企業優遇の方針をとるメキシコにおいて、そうしたアプローチがうまくいくとは考えにくい。2021 年には米国景気の正常化進展という大きな追い風が期待されるメキシコ経済だが、十分にその恩恵を享受できる準備が整うのか疑問が残る。

結局のところ、メキシコ経済は 2021 年も当面は金融政策依存が続きそう。マイナス成長は回避されようが、コロナ禍前の経済水準からの落ち込み (below the levels prior to the pandemic) が問題視され、Banxico は緩和余地を探ろう。追加利下げは、実質マイナス金利が正当化されにくいと考えれば残り 1 回 (25bp)、インフレ見通しの変化によってさらに検討される可能性がある。米長期金利に持ち直しの動きが予想される中で、Banxico の追加利下げは対内証券投資フロー (≒MXN の実需) には逆風となりうる点には注意したい (図表 4)。

図表 1: 政策金利とインフレ率



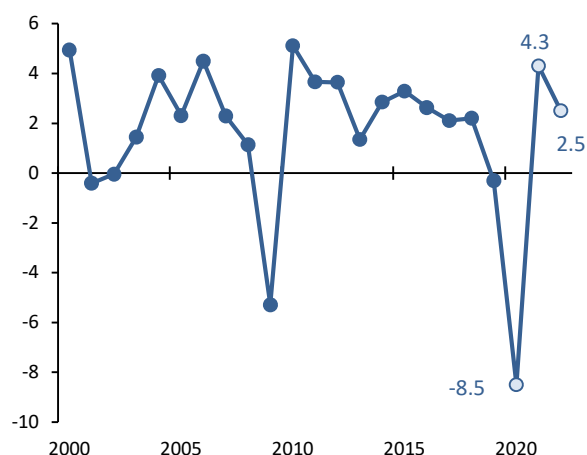
出所: メキシコ中央銀行、地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: Banxico による CPI 見通しサーベイ(中央値)



出所: メキシコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

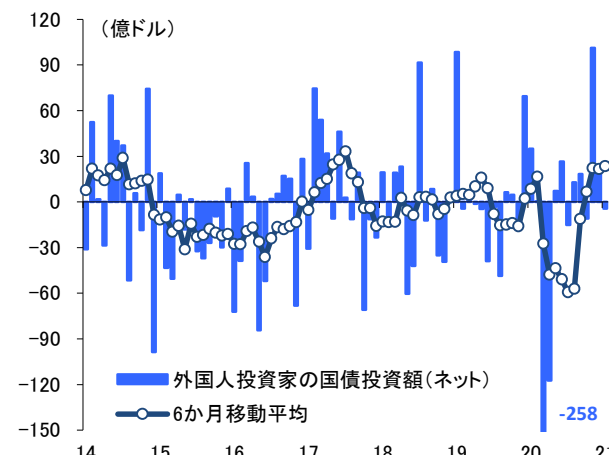
図表 3: メキシコの実質 GDP 成長率(年間ベース)見通し



注: 2020 年以降は IMF の予想値

出所: IMF、みずほ銀行

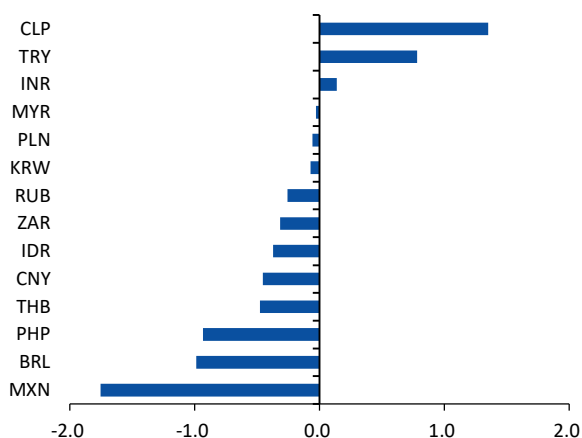
図表 4: 外国人投資家によるメキシコ国債への投資動向



出所: メキシコ中央銀行、CEIC、みずほ銀行

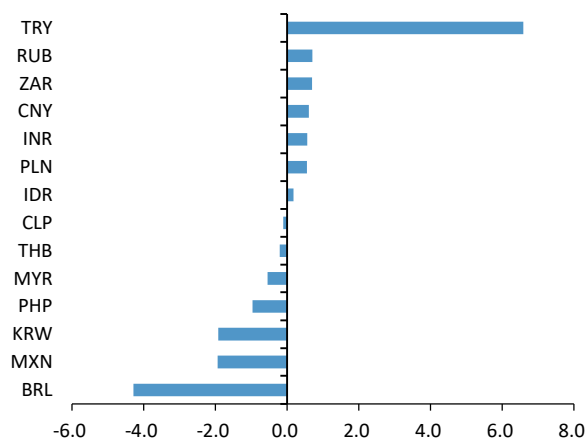
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



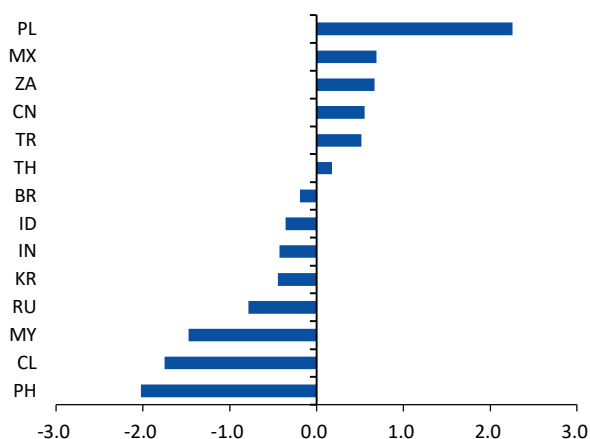
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



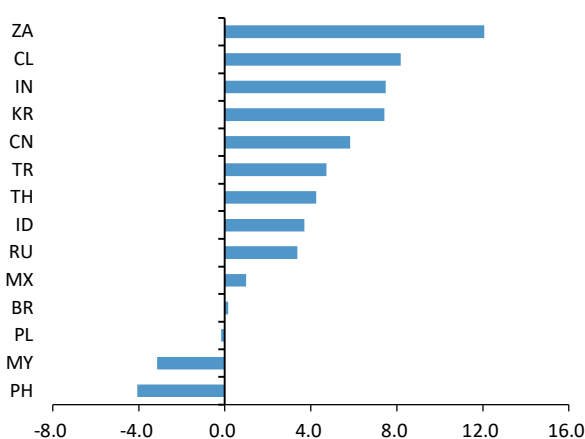
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



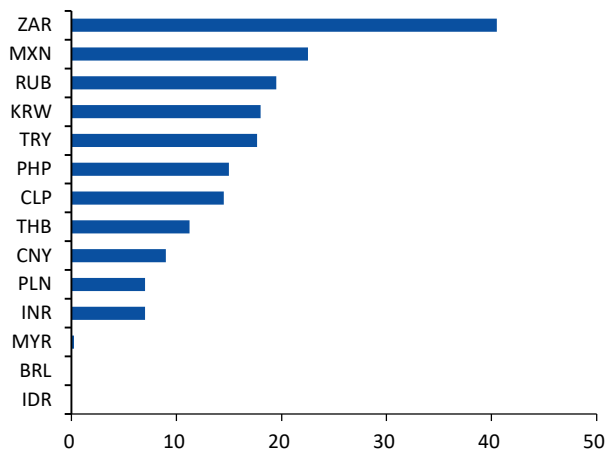
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

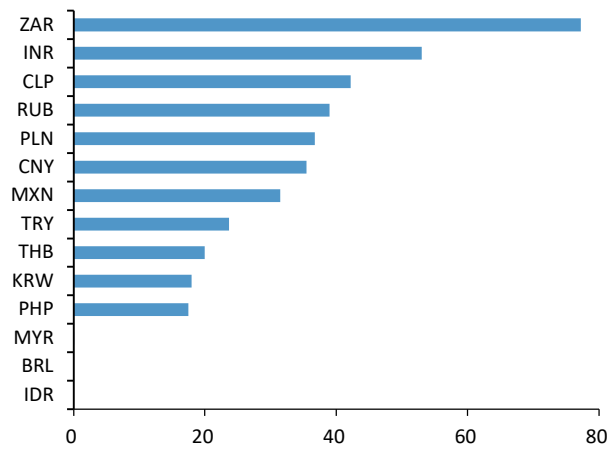
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりブラジル、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)

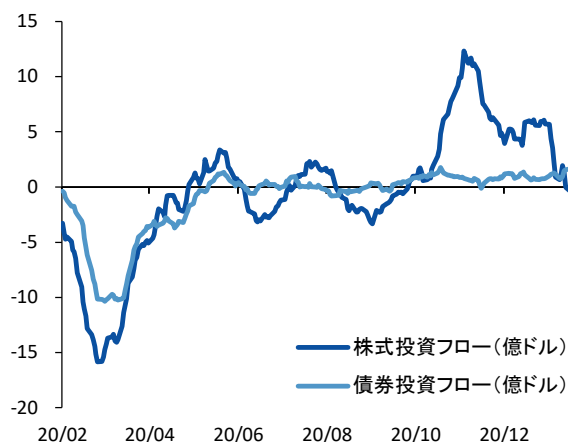


注: データの都合によりブラジル、インドネシアの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

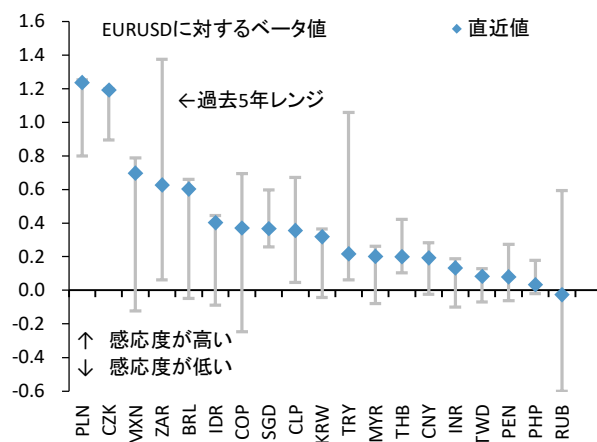
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



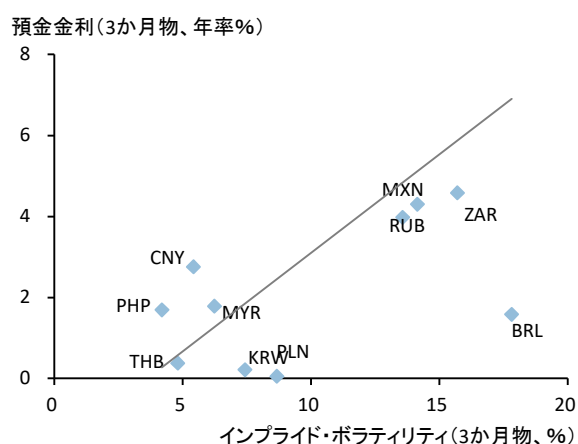
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



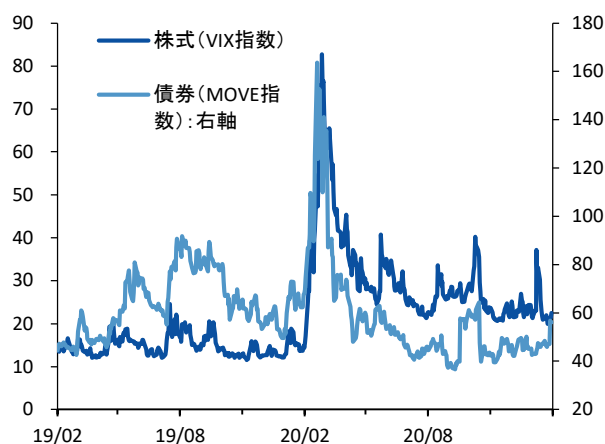
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



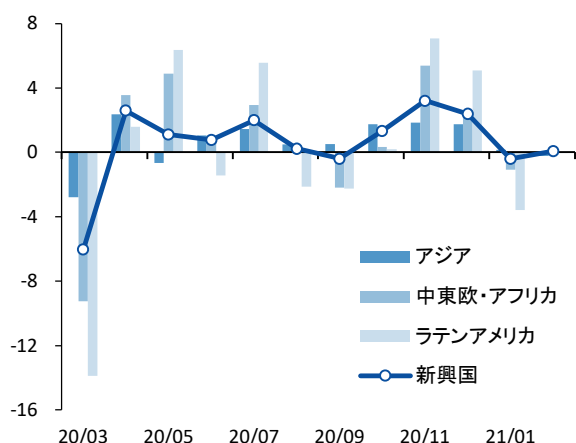
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



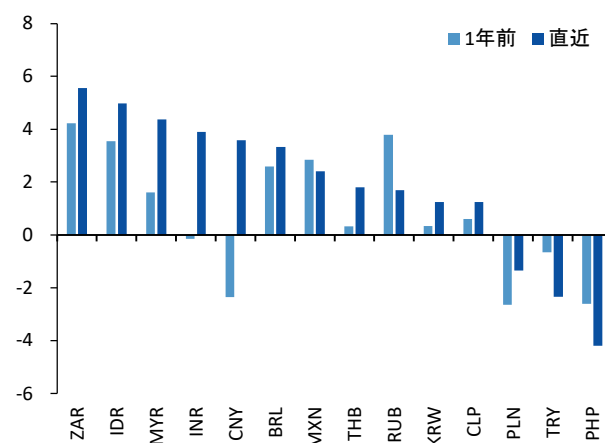
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
2月15日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	-3.6%	-2.4%	-3.8%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-5.4%	-4.2%	-6.4%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$1800m	\$1959m	\$2101m	\$2100m
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.1%	2.0%	1.2%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	6.2%	0.1%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	2.0%	7.6%	--
15日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	1.9%	-0.4%	0.3%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	5.2%	12.8%	6.8%	--
18日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ ^o	3.50%	3.50%	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	--
20日 (土)	台湾	GDP(前年比)	4.9%	--	4.9%	--
22日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$964m	--
23日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	95.4	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	0.0%	--
24日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	81	--
24日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	-1.4%	--
24日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	38.3%	--
25日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$693m	--
25日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	0.50%	--
26日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	10.8%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.3%	--
26日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-128.3b	--
中東欧・アフリカ						
2月16日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	0.1%	-2.5%	-0.2%	--
17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.3%	3.2%	3.1%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-2.3%	-1.3%	-4.0%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レホレート	17.00%	17.00%	17.00%	--
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%	--
22日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.4%	--
22日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	107.0	--
22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	-67.4%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	3.0%	--
26日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-4.53b	--
26日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	32.0b	--
ラテンアメリカ						
2月24日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-5.1%	--
24日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.3%	--	0.8%	--
24日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$5393m	--
24日 (水)	ブラジル	海外直接投資	\$2600m	--	\$739m	--
25日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	1.8%	--	2.6%	--
25日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-3.9%	--
25日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	-4.5%	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	6262.0m	--
26日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	63.0%	--

注: 2021 年 2 月 19 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	6.4878	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	72.654	72.8	74.8	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14205	14025	14000	14200	13900	13750	13850
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1121.38	1107.65	1090	1100	1090	1100	1110
マレーシアリングギ	(MYR)	3.9957 ~ 4.0760	4.0425	3.98	4.06	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	47.993 ~ 48.144	48.497	47.9	48.5	47.6	48.2	47.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3341	1.3268	1.31	1.33	1.31	1.30	1.28
台湾ドル	(TWD)	27.940 ~ 28.127	28.130	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 30.21	30.01	29.7	30.1	29.6	29.2	29.4
ベトナムドン	(VND)	23049 ~ 23164	23010	23100	23170	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	73.0649 ~ 76.5024	73.8960	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.5086 ~ 15.6625	14.5871	15.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	7.2406 ~ 7.5426	6.9753	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	5.4313	5.15	5.00	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 20.5996	20.3101	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	16.312	15.69	16.12	16.41	16.56	16.88
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 13.536	13.632	13.16	13.40	13.51	13.62	13.86
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.439	1.454	1.40	1.39	1.42	1.45	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.749	0.754	0.729	0.732	0.755	0.771	0.780
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.545	9.548	9.36	9.45	9.63	9.64	9.73
マレーシアリングギ	(MYR)	25.548 ~ 25.883	26.150	25.63	25.62	26.12	26.77	27.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.175	2.182	2.13	2.14	2.21	2.20	2.26
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 78.99	79.66	77.86	78.20	80.15	81.54	84.38
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.745	3.780	3.64	3.75	3.82	3.82	3.86
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.508	3.522	3.43	3.46	3.55	3.63	3.67
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4553	0.4593	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	1.430	1.34	1.33	1.33	1.33	1.35
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.083	7.246	6.58	6.50	6.56	6.42	6.35
トルコリラ	(TRY)	13.673 ~ 14.379	15.147	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	19.469	19.81	20.80	21.52	22.08	22.64
メキシコペソ	(MXN)	5.084 ~ 5.307	5.204	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19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。