

2021 年 2 月 26 日

## The Emerging Markets Weekly

### 加速する米金利上昇が強い逆風に

**新興国市場：**先週末 19 日、新興国通貨はまちまちな動き。アジア時間は前日のドル安の流れから小高く推移。前日の下げの反動もあり CNY が堅調だった欧米時間に入ると、米金利の上昇に ZAR や MXN は軟調となった。一方、BRL は上院議長が追加財政支出の規模は抑制された規模になると示唆したことを手掛かりに堅調に推移した。週初 22 日、アジア時間は米金利の上昇が続くなか、ドルが買われ大半の新興国通貨は軟調となった。PHP はマニラの部分的な封鎖措置が延長される可能性が浮上してきたことが嫌気され下落。欧米時間に入ると、米金利の上昇が一服。EUR 高に東欧通貨は堅調推移となった一方、MXN は米国の寒波の影響が続き製造業への影響が懸念され下落。BRL は国営石油公社への大統領の人事介入を受けて売られた。23 日、アジア時間の新興国通貨は東京休場の影響もあつてか動意の薄い展開。欧米時間はパウエル FRB 議長の議会証言を控えドル買いもみられたが、証言後には巻き戻される格好で、新興国通貨はまちまちの動きとなった。MXN は 8 日ぶりに反発。ZAR も値を伸ばした一方、TRY は売られた。24 日、アジア時間は特段材料もなく、新興国通貨は狭いレンジでの値動きとなった。欧米時間に入り、米金利上昇にドル高と株安が進んだが、金利が下落に転じると株高でリスクオンムードが高まり、新興国通貨も持ち直した。RUB や MXN が買われた一方、TRY は続落。25 日、アジア時間の新興国通貨は大半が小動きにとどまった。しかし、欧米時間に入ると米金利が上昇、連れてドルも反発に転じた。米株価指数も大きく下落し、リスクオフムードも台頭。新興国通貨は売られた。なかでも ZAR は前日比 ▲3.4%と売り込まれたほか、TRY と MXN も同▲2.0%超の下落となった。また、BRL と RUB も同▲1.0%超値を下げた。

**アジア：**韓国銀行(BOK、中央銀行)は 25 日、政策金利を 0.50%に据え置くことを決定した。李総裁は、景気先行きの不確実性が高く、金融政策の正常化を議論する時期にないと発言。また、債券利回りの上昇を注視しているも述べた。

**中東欧・アフリカ：**南アフリカ政府は 24 日、2021 年度(2021 年 4 月～2022 年 3 月)の予算案を発表した。2021 年度は歳出を前年度並みに維持する一方で歳入が増加し、財政赤字は GDP 比 ▲9.3%と前年度(同▲14.0%)から改善。公的債務は GDP 比で 81.9%になる見込み。なお、ムボウェニ財務相は景気の落ち込みを考慮し、2021 年度の増税は最小限にする考えを示した。トルコのエルドアン大統領は 24 日、議会で「インフレを抑制し、為替レートを安定させ、利下げを行うことを決意している」と表明。市場では TRY が下落幅を拡大した。

**ラテンアメリカ：**ブラジルのボウソナロ大統領は 19 日、国営石油公社ペトロbras のブランコ CEO を更迭し、シルバエルナ前防衛相を後任に充てると発表した。ボウソナロ大統領とブランコ氏は燃料価格引き上げの是非を巡り対立していた。この人事介入を受けて、22 日のブラジル株式市場ではペトロbras 株が大幅に下落したほか、他の国営公社株にも売りが波及した。

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(インドネシア)

### 2 月金融政策会合～政策金利は過去最低水準へ

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 17、18 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率を▲0.25%ポイント引き下げて 3.50%とした(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 4.25%と 2.75%に引き下げて、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 22 人が政策金利の引き下げを見込んでいた。BI が 16 年に 7 日物リバースレポレート率を主要政策金利として以降では金利水準は過去最低を更新した。

声明文では利下げの要因として、世界経済が引き続き回復に向かっているものの、国内では新型コロナウイルスの終息の目途が見えず、経済活動の正常化に時間を要し、内需の減速が長期化している点を指摘した(図表 2)。前回会合時点で前年比 +4.8%~+5.8%としていた 21 年の成長率はそれぞれ▲0.5%ポイント下方修正された。軟調な物価動向(CPI)も利下げの一因と言及された。景気停滞によって 1 月 CPI は前年比 1.55%と昨年 6 月から BI が目標としている+2.0%~+4.0%のレンジから下振れる状況が続いている。しかしながら、今回会合にてインフレ率の目標レンジの下方修正は見送られた。

ペリーBI 総裁の会見では IDR は経常収支の堅調推移や海外からの投資資金流入を背景に安定的に推移していると述べ、今回の利下げは大きな通貨の下落圧力にならないとの考えを示した。一方、今後に関しては、利下げ余地は狭まる中で、量的緩和政策の継続のほか銀行の融資規制の緩和などをあらゆる手段を用いて金融緩和を維持すると発言した。また、声明文でも政府・中銀が引き続き一体となって経済を下支えする重要性が強調された。

なお、政府は 15 日、昨年アジア通貨危機以来のマイナス成長を記録したことを背景に新型コロナウイルスのワクチン接種費用を含む今年度の国家経済回復(Pemulihan Ekonomi Nasional)予算を引き上げている。これによって当初約 270 億円規模であったが約 2 倍の 494 億円規模にまで拡大した。

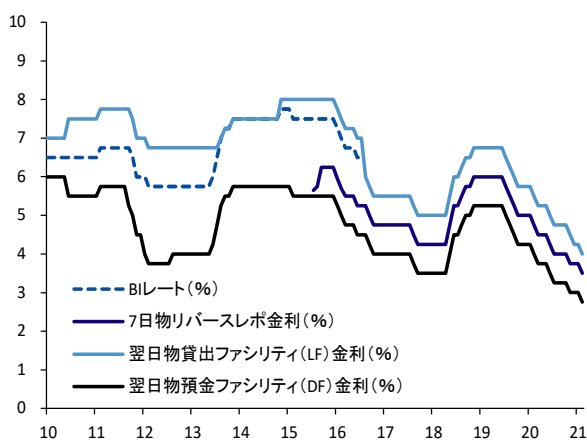
コロナ禍における政府・中銀の積極的な対応は景気の減速を食い止めたとの評価もある。しかし、現状の政策では景気の浮揚に繋がっていないといった見方もできる。BI はコロナ禍において累計 6 回(計▲1.50%ポイント)の利下げや金融機関への流動性供給などを通じ、個人・企業の借入環境を整備してきたが、図表 3 に示されるとおり、与信残高は停滞している。新型コロナウイルスの感染拡大に端を発した先行き不安は積極的な借入を妨げる格好となっており、金融緩和の継続によって景気を刺激することにも限界が見えつつある。内需改善の兆候が見られない点もこういった状況を反映している。

また、製造業 PMI を見ても、昨年 4 月に大きく減速して以降、現在に至るまで軟調な推移となっている(図表 4)。PMI は 50 を境目とし、前月と比較して業況が好転・悪化したかを示す指標であるが、依然企業マインドは 4 月の水準から大きく改善していないことが見て取れる。こういった点からも、まずは、ワクチン接種の拡大をはじめとする新型コロナウイルスの感染対策を優先すべきだったと考える。景況感の改善などから

その効果を確認し、追加利下げを実施してもタイミングは遅くはなく、政策効果も現れやすかったのではないだろうか。

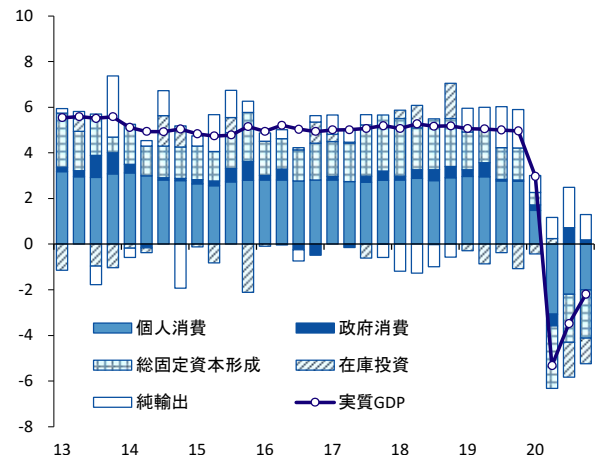
最後に IDR の見通しについて考える。声明文で記載の通りインドネシアの経常収支は堅調に推移しており、今後も先進各国でワクチン実用化の成果が確認されれば、市場はリスクオンに傾き、資源国の同国にとって有利に働くことが考えられる。一方、米国での感染縮小は米金利上昇要因となり、これに伴ってドルの選好が続けば、新興国通貨は相対的に値を下げることも考えられる。とは言え、その前提の下では新興国においてもワクチンの効果が次第に確認されるはずであり、その後は一時的なドル高の調整局面に向かうと予想する。

図表 1: 政策金利とインフレ率



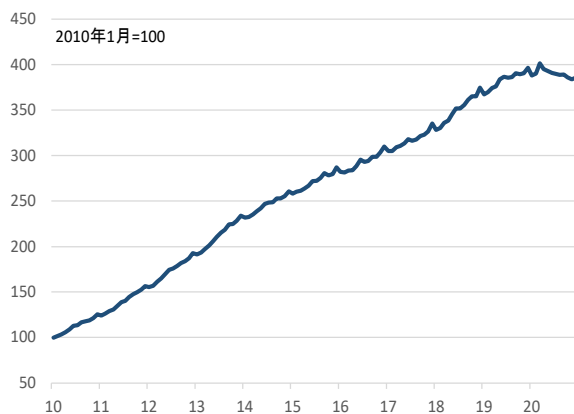
出所: インドネシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率(前年比%, %ポイント)



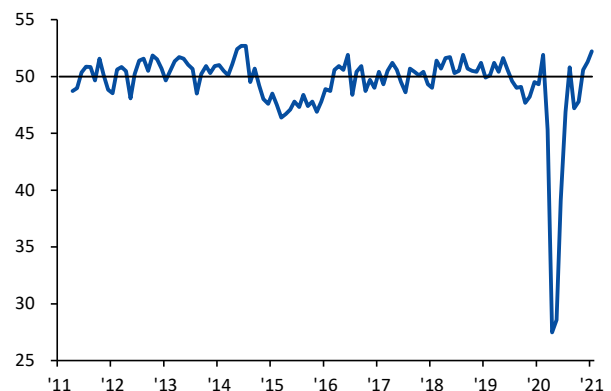
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: インドネシア民間銀行の与信残高



出所: macrobond、みずほ銀行 注: 2010年1月=100として指数化

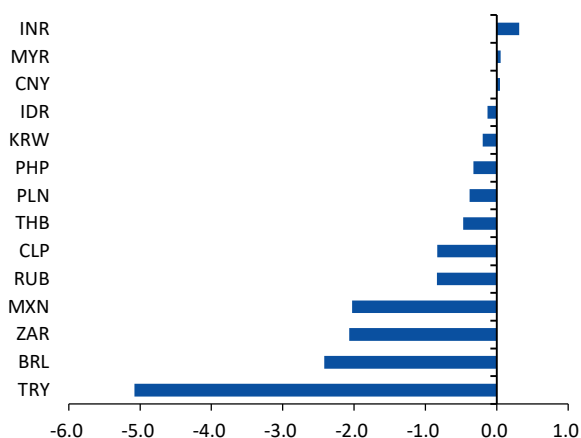
図表 4: 製造業 PMI



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

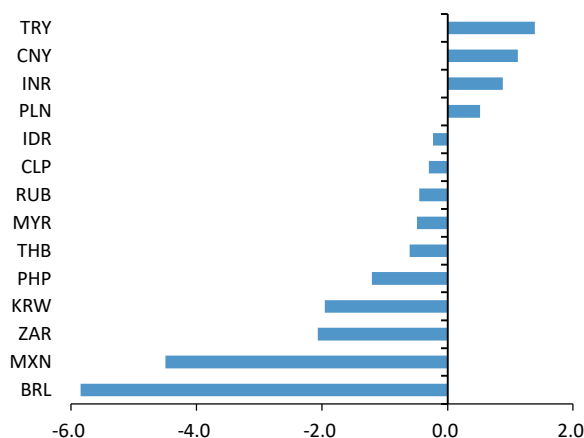
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



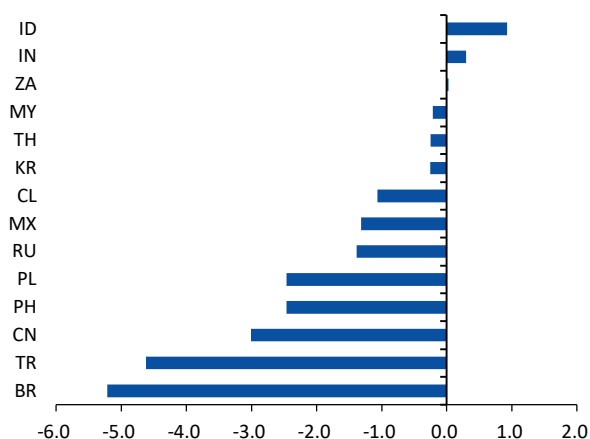
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



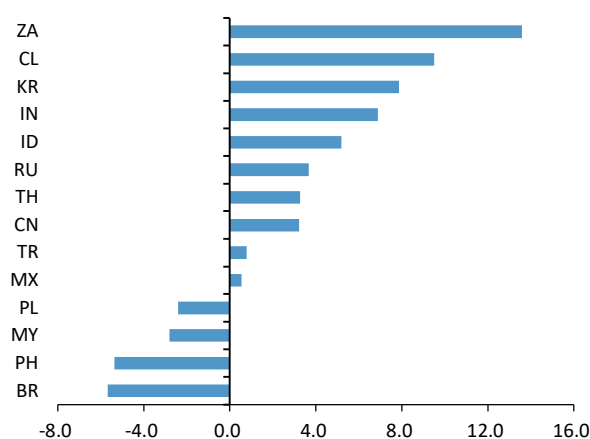
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



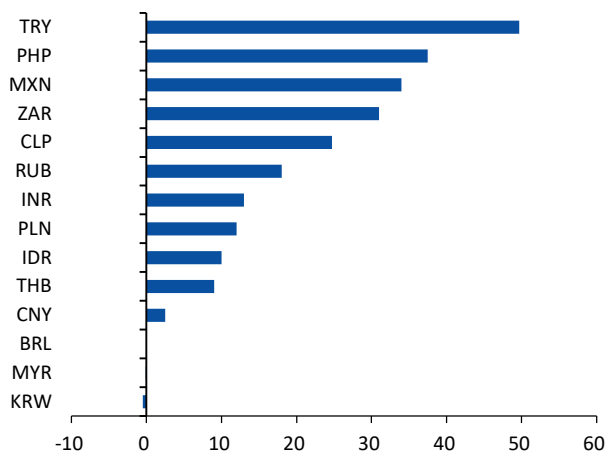
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

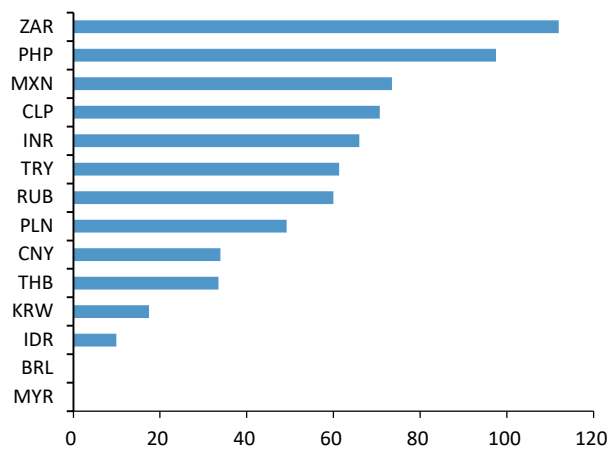
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

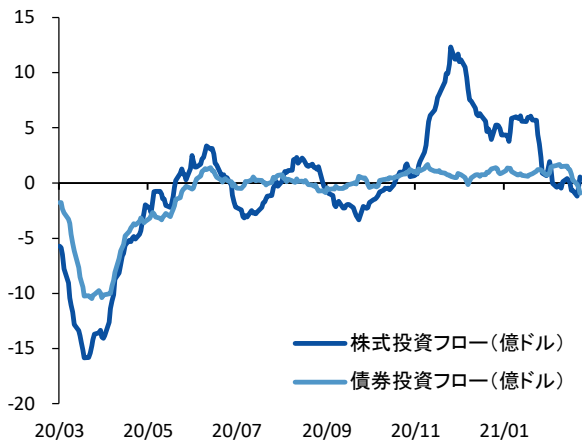


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

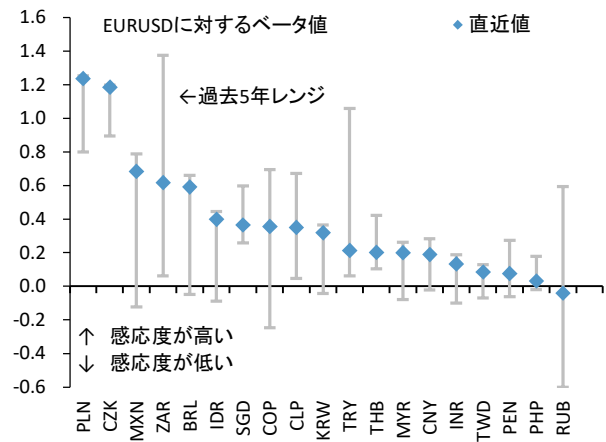
# チャート集

## 主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



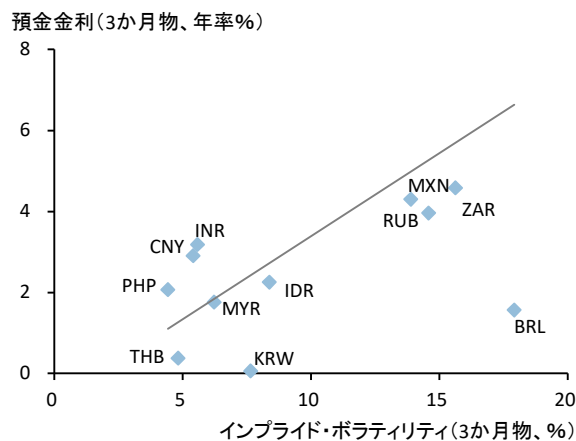
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



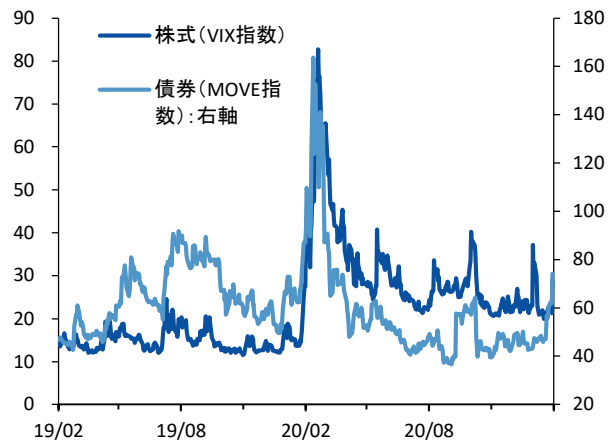
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



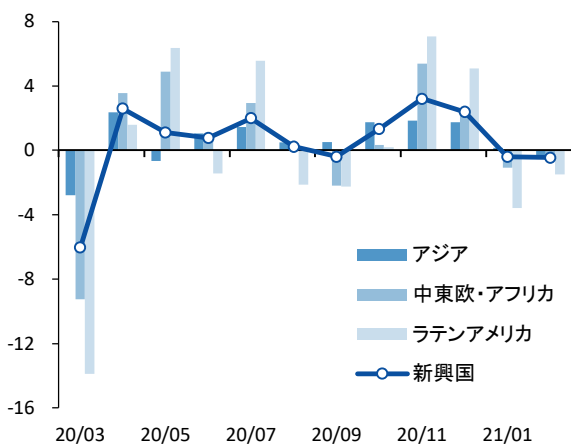
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



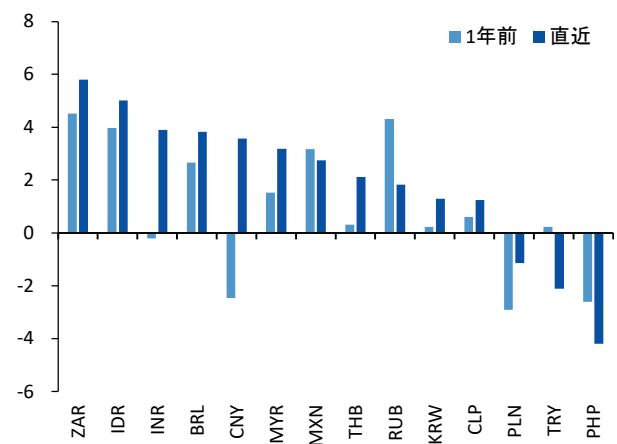
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 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      |
|------------------|--------|-----------------------|----------|----------|----------|----------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                       |          |          |          |          |
| 2月23日 (火)        | タイ     | 貿易収支(通関ベース)           | \$27m    | -\$202m  | \$964m   | --       |
| 23日 (火)          | シンガポール | CPI(前年比)              | 0.2%     | 0.2%     | 0.0%     | --       |
| 24日 (水)          | 韓国     | 景況判断(製造業)             | --       | 85       | 81       | --       |
| 24日 (水)          | マレーシア  | CPI(前年比)              | -0.8%    | -0.2%    | -1.4%    | --       |
| 24-26日           | フィリピン  | 総合国際収支                | --       | -\$752m  | \$4236m  | --       |
| 25日 (木)          | タイ     | 国際収支:経常収支             | -\$500m  | -\$673m  | -\$693m  | --       |
| 25日 (木)          | タイ     | 貿易収支                  | --       | \$1894m  | \$2834m  | --       |
| 25日 (木)          | 韓国     | 韓国銀行7日間レポレート          | 0.50%    | 0.50%    | 0.50%    | --       |
| 26日 (金)          | マレーシア  | 輸出(前年比)               | 7.5%     | --       | 10.8%    | --       |
| 26日 (金)          | シンガポール | 鉱工業生産(前年比)            | 3.6%     | --       | 14.3%    | --       |
| 26日 (金)          | フィリピン  | 財政収支(フィリピンペソ)         | --       | --       | -128.3b  | --       |
| 28日 (日)          | 中国     | 非製造業PMI               | 51.8     | --       | 52.4     | --       |
| 28日 (日)          | 中国     | 製造業PMI                | 51.1     | --       | 51.3     | --       |
| 3月1日 (月)         | 韓国     | 貿易収支                  | \$1500m  | --       | \$3960m  | \$3764m  |
| 1日 (月)           | 中国     | Caixin中国製造業PMI        | 51.5     | --       | 51.5     | --       |
| 1日 (月)           | インドネシア | CPI(前年比)              | --       | --       | 1.6%     | --       |
| 2日 (火)           | 韓国     | 鉱工業生産(前年比)            | --       | --       | 3.4%     | --       |
| 3日 (水)           | 中国     | Caixin中国PMIサービス業      | 51.4     | --       | 52.0     | --       |
| 4日 (木)           | 韓国     | GDP(前年比)              | --       | --       | -1.4%    | --       |
| 4日 (木)           | 韓国     | CPI(前年比)              | --       | --       | 0.6%     | --       |
| 4日 (木)           | マレーシア  | BNM翌日物政策金利            | --       | --       | 1.75%    | --       |
| 5日 (金)           | フィリピン  | CPI(前年比、2012年=100)    | --       | --       | 4.2%     | --       |
| 5日 (金)           | タイ     | CPI(前年比)              | --       | --       | -0.3%    | --       |
| 5日 (金)           | シンガポール | 小売売上高(前年比)            | --       | --       | -3.6%    | --       |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                       |          |          |          |          |
| 2月22日 (月)        | トルコ    | 設備稼働率                 | --       | 74.9%    | 75.4%    | --       |
| 22日 (月)          | トルコ    | 実体経済信頼感指数(季調前)        | --       | 109.3    | 107.0    | --       |
| 22日 (月)          | トルコ    | 外国人観光客(前年比)           | --       | -71.5%   | -67.4%   | --       |
| 25日 (木)          | 南ア     | PPI 前年比               | 3.2%     | 3.5%     | 3.0%     | --       |
| 26日 (金)          | トルコ    | 貿易収支                  | -3.10b   | --       | -4.53b   | --       |
| 26日 (金)          | 南ア     | 貿易収支(ランド)             | 21.0b    | --       | 32.0b    | --       |
| 3月1日 (月)         | トルコ    | GDP(前年比)              | --       | --       | 6.7%     | --       |
| 3日 (水)           | トルコ    | CPI(前年比)              | --       | --       | 15.0%    | --       |
| 3日 (水)           | トルコ    | PPI 前年比               | --       | --       | 26.2%    | --       |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                       |          |          |          |          |
| 2月24日 (水)        | メキシコ   | 小売売上高(前年比)            | -5.6%    | -5.9%    | -5.1%    | --       |
| 24日 (水)          | ブラジル   | IBGEインフレ率IPCA-15(前月比) | 0.5%     | 0.5%     | 0.8%     | --       |
| 24日 (水)          | ブラジル   | 経常収支                  | -\$7500m | -\$7253m | -\$5393m | -\$5288m |
| 25日 (木)          | ブラジル   | FGVインフレIGPM(前月比)      | 2.5%     | 2.5%     | 2.6%     | --       |
| 25日 (木)          | メキシコ   | GDP(季調前/前年比)          | -4.5%    | -4.3%    | -4.5%    | --       |
| 26日 (金)          | メキシコ   | 貿易収支                  | -433.0m  | --       | 6262.0m  | --       |
| 26日 (金)          | ブラジル   | 純債務対GDP比              | 62.9%    | --       | 63.0%    | --       |
| 3月1日 (月)         | ブラジル   | 貿易収支(月次)              | -\$800m  | --       | -\$1125m | --       |
| 3日 (水)           | ブラジル   | ブラジル GDP(前年比)         | -1.4%    | --       | -3.9%    | --       |
| 5日 (金)           | メキシコ   | メキシコ 総設備投資            | --       | --       | -12.1%   | --       |
| 5日 (金)           | ブラジル   | ブラジル 鉱工業生産(前年比)       | 3.7%     | --       | 8.2%     | --       |

注: 2021 年 2 月 26 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<br>1月(実績)   | SPOT    | 2021年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   | 2022年<br>3月 |
|------------------|------------|-------------------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------------|
| <b>対ドル</b>       |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民幣            | (CNY)      | 6.4236 ~ 6.5560   | 6.4549  | 6.50        | 6.45  | 6.40  | 6.40  | 6.40        |
| 香港ドル             | (HKD)      | 7.7510 ~ 7.7575   | 7.7541  | 7.75        | 7.76  | 7.77  | 7.78  | 7.79        |
| インドルピー           | (INR)      | 72.786 ~ 73.504   | 72.426  | 72.8        | 74.8  | 74.0  | 73.0  | 72.5        |
| インドネシアルピア        | (IDR)      | 13865 ~ 14205     | 14083   | 14000       | 14200 | 13900 | 13750 | 13850       |
| 韓国ウォン            | (KRW)      | 1080.08 ~ 1121.38 | 1108.00 | 1090        | 1100  | 1090  | 1100  | 1110        |
| マレーシアリング         | (MYR)      | 3.9957 ~ 4.0760   | 4.0400  | 3.98        | 4.06  | 4.02  | 3.96  | 3.90        |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 47.993 ~ 48.144   | 48.612  | 47.9        | 48.5  | 47.6  | 48.2  | 47.8        |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 1.3157 ~ 1.3341   | 1.3255  | 1.31        | 1.33  | 1.31  | 1.30  | 1.28        |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 27.940 ~ 28.127   | 28.016  | 28.0        | 27.8  | 27.5  | 27.8  | 28.0        |
| タイバーツ            | (THB)      | 29.84 ~ 30.21     | 30.13   | 29.7        | 30.1  | 29.6  | 29.2  | 29.4        |
| ベトナムドン           | (VND)      | 23049 ~ 23164     | 23022   | 23100       | 23170 | 23000 | 23100 | 23000       |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 73.0649 ~ 76.5024 | 74.7498 | 76.00       | 78.00 | 79.00 | 80.00 | 80.00       |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 14.5086 ~ 15.6625 | 15.0065 | 15.50       | 16.00 | 16.00 | 16.50 | 17.00       |
| トルコリラ            | (TRY)      | 7.2406 ~ 7.5426   | 7.3492  | 7.60        | 7.80  | 8.00  | 7.80  | 8.00        |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 5.1213 ~ 5.5156   | 5.5212  | 5.15        | 5.00  | 4.88  | 4.80  | 4.77        |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 19.5494 ~ 20.5996 | 20.8832 | 20.20       | 19.90 | 19.65 | 19.50 | 19.40       |
| <b>対円</b>        |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民幣            | (CNY)      | 15.731 ~ 16.304   | 16.444  | 15.69       | 16.12 | 16.41 | 16.56 | 16.88       |
| 香港ドル             | (HKD)      | 13.233 ~ 13.536   | 13.699  | 13.16       | 13.40 | 13.51 | 13.62 | 13.86       |
| インドルピー           | (INR)      | 1.402 ~ 1.439     | 1.466   | 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     | 9.487   | 9.36        | 9.45  | 9.63  | 9.64  | 9.73        |
| マレーシアリング         | (MYR)      | 25.548 ~ 25.883   | 26.281  | 25.63       | 25.62 | 26.12 | 26.77 | 27.69       |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 2.136 ~ 2.175     | 2.180   | 2.13        | 2.14  | 2.21  | 2.20  | 2.26        |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 77.79 ~ 78.99     | 80.12   | 77.86       | 78.20 | 80.15 | 81.54 | 84.38       |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 3.655 ~ 3.745     | 3.818   | 3.64        | 3.75  | 3.82  | 3.82  | 3.86        |
| タイバーツ            | (THB)      | 3.405 ~ 3.508     | 3.511   | 3.43        | 3.46  | 3.55  | 3.63  | 3.67        |
| ベトナムドン           | (10000VND) | 0.4446 ~ 0.4553   | 0.4613  | 0.44        | 0.45  | 0.46  | 0.46  | 0.47        |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 1.364 ~ 1.420     | 1.423   | 1.34        | 1.33  | 1.33  | 1.33  | 1.35        |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 6.657 ~ 7.083     | 7.078   | 6.58        | 6.50  | 6.56  | 6.42  | 6.35        |
| トルコリラ            | (TRY)      | 13.673 ~ 14.379   | 14.444  | 13.42       | 13.33 | 13.13 | 13.59 | 13.50       |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 18.772 ~ 20.091   | 19.242  | 19.81       | 20.80 | 21.52 | 22.08 | 22.64       |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 5.084 ~ 5.307     | 5.086   | 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 26 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。