

2021 年 3 月 5 日

The Emerging Markets Weekly

米金利に振られる新興国通貨

新興国市場: 先週末 2 月 26 日、アジア時間は前日の米金利上昇を受けた株安が継続、大半の新興国通貨は軟調となった。欧米時間には米金利上昇が一般も、株式市場の戻りは鈍く、新興国通貨は軟調な動きが継続。BRL や INR、KRW、IDR、TRY は前日比▲1.0%超下落した。週初 3 月 1 日、アジア時間は株式市場が大幅な反発を見せるにつれ、小安く始まった新興国通貨も下げ幅を縮める動き。欧米時間には米金利がやや上昇も、米国株の反発が新興国通貨の支えとなった。前日の下げの反動もあり、TRY が前日比+1.9%上昇したほか、MXN と ZAR も堅調な動きとなった。2 日、アジア時間は新興国株式が大きく反発して始まるも、中国当局者のバブル警戒発言に中国株が下げる等リスクオフムードが台頭。新興国通貨は上昇幅を失う展開となった。欧米時間に入ると、米金利の低下にドル売り優勢となったことが新興国通貨の支えとなった。RUB や ZAR が堅調だった一方、TRY は前日比▲1%弱下げた。また、BRL も軟調。ブラジルのボルソナロ大統領がディーゼル燃料への課税を一時的に凍結する方針を示し、財政懸念が生じた。3 日、アジア時間は米金利の反落や株式市場の反発を受けて新興国通貨が堅調に推移した。ただ、欧米時間入ると、欧米金利が再び上昇しリスクセンチメントが悪化。新興国通貨は上値の重い展開となった。MXN はメキシコ議会上院が国営電力公社の優遇法案を承認したことが嫌気され前日比▲1.6%下落。TRY や ZAR も同▲1%超下げた。4 日、アジア時間は前日の欧米時間の流れを引き継ぎ、中国をはじめ株式市場が調整を強いられ、新興国通貨は上値の重い展開となった。欧米時間には、足許の金利上昇への警戒感に乏しいパウエル FRB 議長の講演内容に市場は失望。米金利の急上昇に株価は大きく下落した。リスクオフムードの高まりで新興国通貨はほぼ全面安。ZAR や RUB、MXN、BRL、TRY 等の下げが目立った。

アジア: 2 月 26 日発表のインド 10~12 月期実質 GDP は前年比+0.4%と 3 四半期ぶりに前年比プラス成長となった。GDP の約 6 割を占める個人消費(同▲2.4%)は回復がやや遅れるも、投資(同+2.6%)の回復がけん引した。中国銀行保険監督管理委員会の郭樹清主席は 2 日、海外市場のバブル崩壊リスクを警戒しており、国内市場の混乱を避けるため資本流入を効果的に管理する措置を検討していると述べた。マレーシア中央銀行(BNM)は 4 日、政策金利を 1.75%に据え置くことを決定。1~3 月期は行動規制の影響が残るも、4~6 月期は世界的な需要の回復や政策支援等により景気は上向くとの見通しを示した。

中東欧・アフリカ: 1 日発表のトルコ 10~12 月期実質 GDP は前期比+5.9%と 2 四半期連続でプラス成長を維持した。なお、2020 年通期では前年比+1.8%とプラス成長を達成したが、2019 年(同▲1.0%)の反動によるところが大きい。

ラテンアメリカ: 3 日発表のブラジル 10~12 月期実質 GDP は前期比+3.2%と市場予想(同+2.8%)を上回った。前年比では▲1.1%。市場サーベイによれば、2021 年は前年比+3.0%と前年(同▲4.1%)から持ち直しに向かう見通し。

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(韓国)

「金融政策の正常化議論は時期尚早」の韓国経済

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 25 日、最新の経済見通しを発表した(図表 1)。実質 GDP 成長率については、2021 年が前年比+3.0%、2022 年が同+2.5%と 2020 年 11 月時点の見通しを据え置いた。ただ、需要項目別には 2021 年の民間最終消費支出を下方修正し、その他の需要項目の上方修正で埋め合わせた格好だ。

民間消費の 2021 年の伸びは前年比+2.0%と従来見通し(同+3.1%)から下方修正された。2021 年上期に限れば前年比+0.2%とコロナ禍にあった前年同期からほとんど伸びない見通しとなった。回復が緩慢となる理由は、①COVID-19 の感染再拡大が長期化していることと、②家計を巡り厳しい環境が続いていることだ。①については、2 月に行動規制のレベルが昨年 12 月時点の水準に引き下げられたばかりで、ワクチンの普及もこれからだ。対面サービスやインバウンドの回復は依然期待薄である。②については、雇用回復の鈍さが指摘される。1 月の失業率は 5.4%と前年同期(3.5%)から大きく上昇。雇用者数は 1 月時点で前年比▲98.1 万人の水準にあり、コロナ禍以降で最も少ない。

もちろん、いわゆるペントアップ・ディマンドの顕在化はいずれ訪れる。COVID-19 の感染拡大が収束に向かうとみている 2021 年後半に、民間消費の持ち直しを予想している理由はこの辺りにあろう。また、4 月にソウル・プサン両市の市長選挙を控えて、政府・与党は追加財政支出検討中だ。中小事業者支援や雇用対策が中心と言われている。実現すれば、民間消費の上振れ要因となる。一方で、2021 年の失業率見通しは平均で 4.0%とされているが、足許の水準を考慮すると楽観的な見通しにもみえ、上振れ含みとは言い切れない部分だ。

こうした民間消費の回復の遅れを補うのが、輸出と投資の伸びである。この構図自体に大きな変化はないと言える。2021 年の輸出は前年比+7.1%と従来見通し(同+5.3%)を上回る伸びが見込まれている。引き続き、旺盛な需要がみられる半導体を中心に IT 関連製品がけん引役となる。世界経済の回復により、自動車や化学、鉄鋼、機械といった非 IT 製品の持ち直しも期待されている。

この好調な輸出が投資を一層促す。2021 年の設備投資は前年比+6.8%、知的財産投資は前年比+3.7%の伸びとなる見通し。いずれも従来見通し(それぞれ同+4.3%、同+3.9%)から上方修正された。半導体をはじめとする IT 関連の設備投資のほか、非 IT 分野ではコロナ禍で先送りされてきたメンテナンス需要や新成長分野への投資が見込まれている。また、政府の支援も追い風に、非対面サービスやデジタル・トランスフォーメーションといった分野に関連した新たな技術の研究開発(R&D)の伸びも期待されている。

ここまでが、COVID-19 に関するベースシナリオに基づく経済見通しとなる。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、春以降には行動規制が緩和され、2021 年後半に感染拡大前の経済水準を取り戻すとしている。国内についても 2021 年半ばか後半には拡大は収束に向かうとした。このベースシナリオに則した展開となれば、2021 年の韓国経済の成長率は前年比+3.0%になるという見通しだ。

そして、BOK は 2 つのサブシナリオの下での成長率見通しも提示している。ひとつは、感染拡大の収束が 2021 年前半に早まるマイルドシナリオだ。この場合、韓国の 2021 年の成長率は前年比+3.8%まで加速する。もうひとつは、世界的な感染再拡大の動きが 2022 年前半まで遅れるシビアシナリオで、2021 年の成長率見通しは前年比+2.4%まで鈍化するという。COVID-19 の動向次第で成長率見通しは上下に振れうる点に言及したうえで、BOK は経済成長を巡る不確実性は高いとの認識を引き続き示している。

かかる状況下、韓国銀行(BOK)は 25 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)。据え置き判断は事前の市場予想通りであり、2020 年 7 月以降で 6 会合連続となる。李総裁は会見で、上述の不確実性に言及。インフレ率見通しが上方修正されたとはいえ、依然 BOK の目標(前年比+2%)を下回っていることもあり、「金融政策の正常化の議論は時期尚早」と述べて緩和的な金融政策を継続する姿勢を明確にした。

また、同総裁は国債利回りの上昇を注視しているとも述べた(図表 3)。かねてから警戒してきた金融不均衡への影響(具体的には上昇してきた資産価格の調整リスク)だけでなく、経済回復の支えのひとつである財政支出拡大が国債増発によって賄われていることへの配慮もあろう。同総裁は会見で、財政ファイナンスを否定しつつも、必要に応じて市場安定化措置をとる準備があることをあらためて確認。翌日には 7 兆ウォンの国債買い入れ枠を設定した。

BOK の経済見通しは、自らの金融緩和の継続も前提となりつつあるようだ。

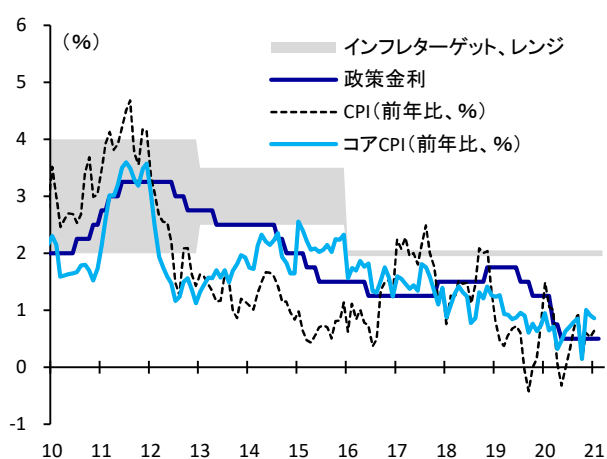
図表 1: BOK の最新経済見通し(11 月時点)

		2020年		2021年						2022年	
		通年		上半期		下半期		通年		通年	
		実績	(11月時点)	予想	(11月時点)	予想	(11月時点)	予想	(11月時点)	予想	(11月時点)
(前年比)											
実質GDP成長率		-1.0%	-1.1%	2.6%	2.6%	3.4%	3.3%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
	民間最終消費支出	-4.4%	-4.3%	0.2%	2.9%	3.8%	3.2%	2.0%	3.1%	2.8%	2.5%
	設備投資	5.6%	5.7%	6.9%	4.9%	3.8%	3.6%	5.3%	4.3%	3.0%	3.2%
	知的財産投資	3.3%	3.8%	4.1%	3.8%	4.0%	4.0%	4.1%	3.9%	3.5%	3.7%
	建設投資	1.7%	-0.7%	-1.2%	-1.8%	2.6%	2.6%	0.8%	0.5%	2.1%	2.1%
	輸出	-2.9%	-1.6%	13.0%	9.3%	2.0%	1.9%	7.1%	5.3%	2.3%	2.3%
	輸入	-0.9%	-0.6%	7.6%	7.5%	5.3%	4.5%	6.4%	5.9%	3.3%	3.2%
消費者物価指数 (CPI)		0.5%	0.5%	1.2%	0.7%	1.4%	1.2%	1.3%	1.0%	1.4%	1.5%

注: 下線部は 2020 年 11 月時点の見通しから下方修正された値

出所: BOK、みずほ銀行

図表 2: 政策金利とインフレ動向



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

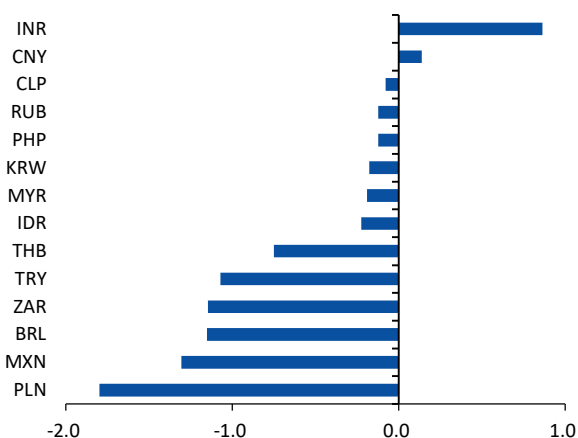
図表 3: 韓国 10 年国債利回り



出所: BOK、Macrobond、みずほ銀行

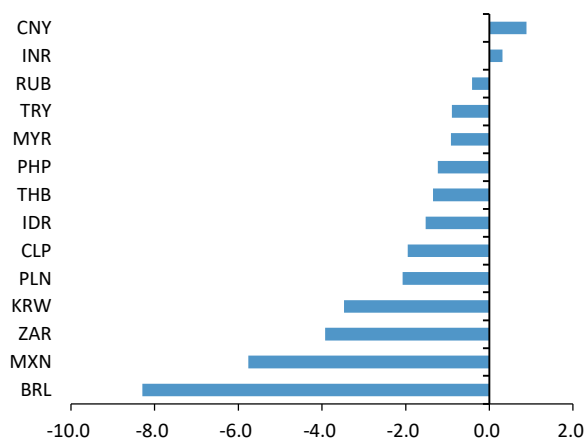
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



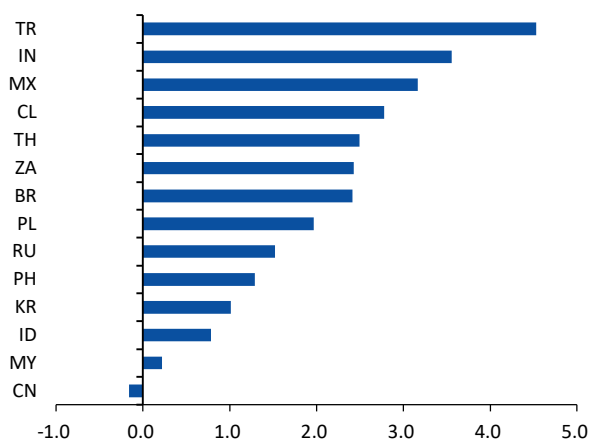
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



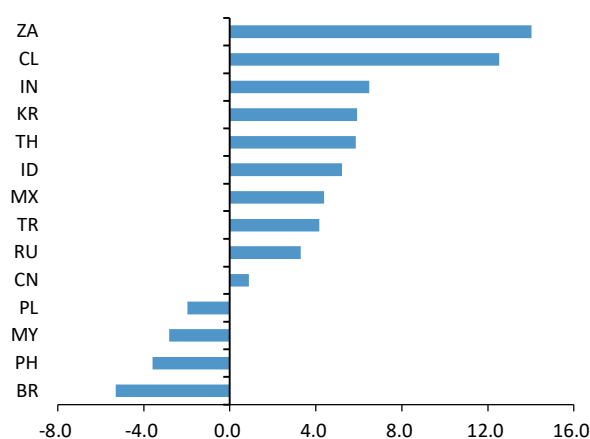
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



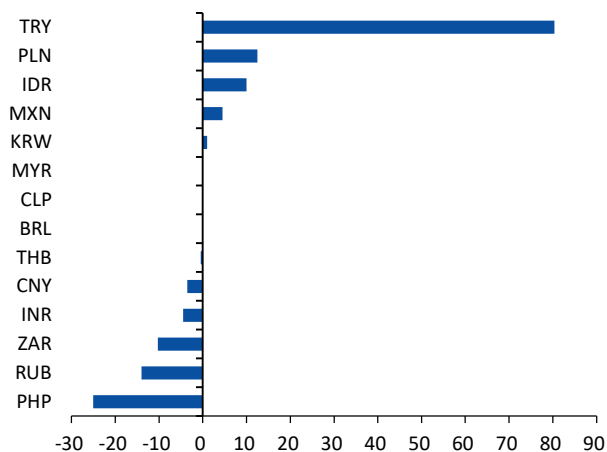
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

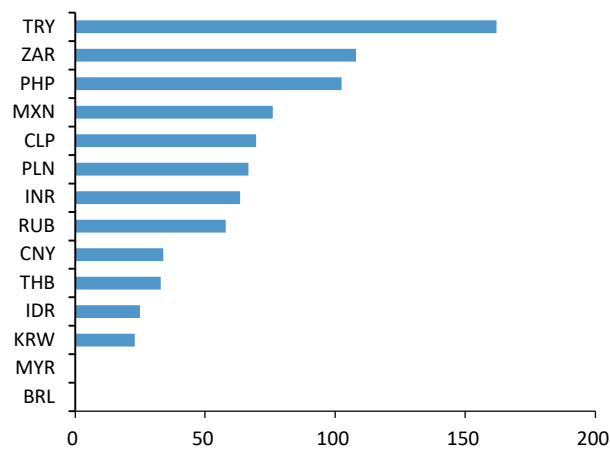
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

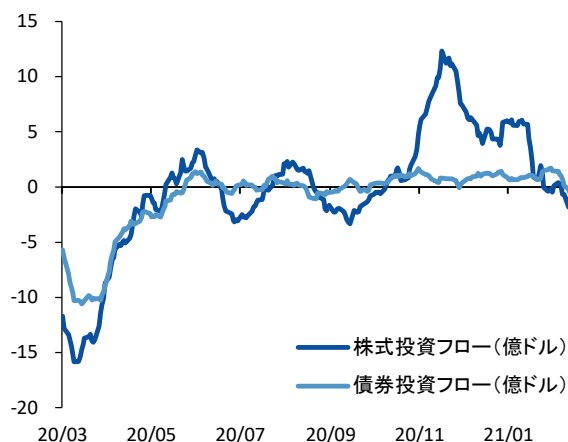


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

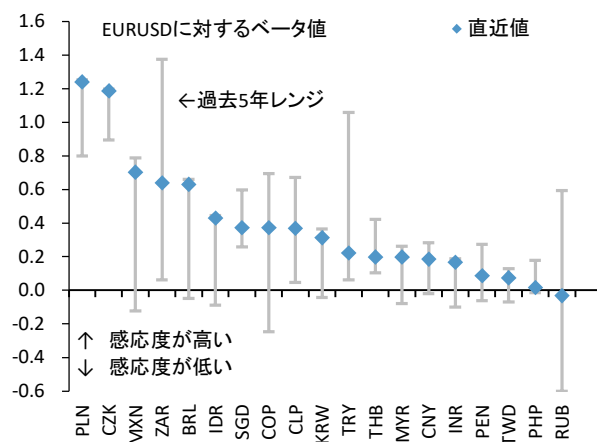
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



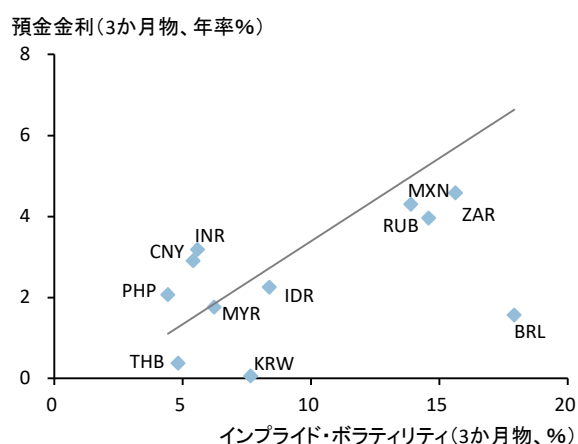
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



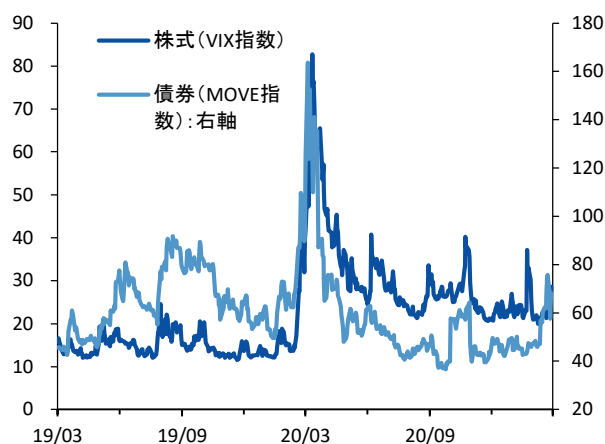
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



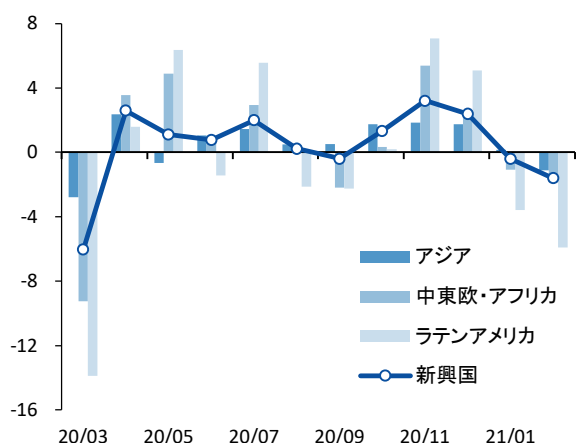
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



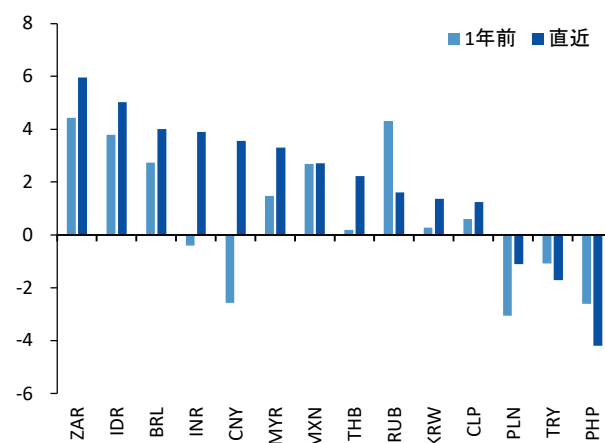
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
3月1日 (月)	韓国	貿易収支	\$2000m	\$2707m	\$3960m	\$3764m
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.4	50.9	51.5	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	1.4%	1.4%	1.6%	--
2日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	5.9%	7.5%	3.4%	--
2日 (火)	シンガポール	購買部景気指数	50.8	50.5	50.7	--
3日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.5	51.5	52.0	--
4日 (木)	韓国	GDP(前年比)	-1.4%	-1.2%	-1.4%	--
4日 (木)	韓国	CPI(前年比)	0.9%	1.1%	0.6%	--
4日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
5日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.7%	--	4.2%	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	-0.2%	--	-0.3%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-2.5%	--	-3.6%	--
9日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$11507.1m	--
9日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$6.19b	--
9-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	--	--	3580.0b	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	--	--	-0.3%	--
10日 (水)	中国	PPI 前年比	--	--	0.3%	--
12日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$2181m	--
12日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.7%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.1%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.0%	--
中東欧・アフリカ						
3月1日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	6.9%	5.9%	6.7%	--
3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	15.4%	15.6%	15.0%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	26.8%	27.1%	26.2%	--
6日 (土)	ロシア	CPI(前年比)	5.5%	--	5.2%	5.2%
9日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	-6.0%	--
10日 (水)	トルコ	失業率	--	--	12.9%	--
11日 (木)	トルコ	経常収支	--	--	-3.21b	--
11日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	--	--	5.9%	--
11日 (木)	南ア	経常収支	--	--	297b	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	1.8%	--
12日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	9.0%	--
12日 (金)	ロシア	貿易収支	9.9b	--	10.6b	--
ラテンアメリカ						
3月1日 (月)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$800m	\$1152m	-\$1125m	--
3日 (水)	ブラジル	GDP(前年比)	-1.5%	-1.1%	-3.9%	--
5日 (金)	メキシコ	総設備投資	-10.5%	--	-12.1%	--
5日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.2%	--	8.2%	--
8日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	2.0%	--	2.9%	--
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	3.5%	--
9-13日	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	1.3%	--
11日 (木)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	0.7%	--	0.3%	--
12日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	1.2%	--
12日 (金)	メキシコ	メキシコ 鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-2.1%	--
12日 (金)	メキシコ	メキシコ 製造業生産(季調前/前年比)	--	--	2.5%	--

注: 2021 年 3 月 5 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 2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	6.4699	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7575	7.7591	7.75	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 73.510	72.835	73.6	75.5	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14255	14267	14350	14600	14200	13880	13850
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1127.52	1125.40	1125	1110	1090	1100	1110
マレーシアリングギ	(MYR)	3.9957 ~ 4.0767	4.0575	4.06	4.12	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	47.851 ~ 48.869	48.625	48.6	49.5	48.2	48.2	47.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3390	1.3373	1.33	1.34	1.31	1.30	1.28
台湾ドル	(TWD)	27.774 ~ 28.127	28.048	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 30.54	30.36	30.3	30.7	29.9	29.2	29.4
ベトナムドン	(VND)	22953 ~ 23164	23022	23100	23170	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	73.0649 ~ 76.5024	74.7158	75.00	78.00	77.00	79.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.3966 ~ 15.6625	15.3032	15.40	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 7.5426	7.5247	7.50	7.70	8.20	8.00	8.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.1213 ~ 5.6072	5.6686	5.35	5.20	5.00	4.90	4.77
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.0477	21.1279	20.60	20.30	20.00	19.70	19.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 16.480	16.620	16.31	16.59	16.88	17.03	17.19
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 13.755	13.917	13.68	13.81	13.92	14.03	14.14
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.469	1.482	1.44	1.42	1.46	1.49	1.52
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.763	0.757	0.739	0.733	0.761	0.785	0.794
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.635	9.547	9.42	9.64	9.91	9.91	9.91
マレーシアリングギ	(MYR)	25.548 ~ 26.347	26.445	26.11	25.97	26.87	27.53	28.21
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.202	2.205	2.18	2.16	2.24	2.26	2.30
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 80.63	80.74	79.70	79.85	82.44	83.85	85.94
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.827	3.879	3.79	3.85	3.93	3.93	3.93
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.547	3.550	3.50	3.49	3.61	3.73	3.74
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4635	0.4690	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.445	1.448	1.41	1.37	1.40	1.38	1.41
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.347	7.058	6.88	6.69	6.75	6.61	6.47
トルコリラ	(TRY)	13.673 ~ 15.265	14.306	14.13	13.90	13.17	13.63	13.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.772 ~ 20.091	19.048	19.81	20.58	21.60	22.24	23.06
メキシコペソ	(MXN)	5.054 ~ 5.307	5.109	5.15	5.27	5.40	5.53	5.67

注: 1. 実績の欄は 2021 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 5 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。