

2021年3月12日

The Emerging Markets Weekly

米金利一服を受け、高金利通貨が上昇

新興国市場: 先週末5日、新興国通貨は大半が下落した。前日からの米金利急上昇とドル高の流れは、米2月雇用統計の良好な結果を受けるとさらに加速。新興国通貨は下押しされた。一方、RUBは原油価格の上昇を追い風に値を上げた。週初8日、新興国通貨は小幅安で取引を開始。米上院での追加景気対策法案の可決を受けた米金利上昇やドル高に加え、中国株が下落したことも新興国通貨の重しとなった。TRYとBRLは前日比▲2.0%超値を下げたほか、ZARやTHBも前日比▲1.0%超下落した。9日、前日の米金利高止まりや米国株の調整が嫌気され、新興国通貨は軟調な動き。KRWは韓国株式市場が弱含んだことを受けて売られた。欧米時間は、欧米金利上昇が一服。株式市場が堅調な動きとなるとリスクオンムードが拡がり、新興国通貨は反発に転じた。前日に大幅に値を下げたTRY、ZARのほか、MXNも前日比+1.0%超上昇した。10日、アジア時間は新興国通貨の大半は前日から一転、小幅に下落した。米金利の反発がドル買いに繋がった。一方、TWDは良好な輸出実績を背景に堅調推移となった。欧米時間は、米2月CPIの内容にインフレ懸念が後退。株価は上昇し米金利は低下、ドル売り優勢となり新興国通貨は値を戻した。BRLが前日比+2.4%と大幅な反発をみせたほか、高金利通貨である、TRY、ZARとMXNは前日比+1.0%超値を伸ばした。TRYは引き続き利上げ観測が支援材料となっている。11日、アジア時間は前日のリスクオンムードを引き継ぎ、新興国通貨は底堅く推移した。KRW、THBやTWDの上昇が全体をけん引した。欧米時間に入り、ECB政策理事会では予想以上に明確に当面の債券購入ペースの加速が示された。これを受けてユーロ高となったことや、株式市場の続伸を背景にドルの下落が続く、新興国通貨は上昇した。BRLは前日に続き前日比+2.4%上昇、ZARとMXNも同+1.0%超値を伸ばした。

アジア: 中国の全人代が5日に北京で開幕した。政府活動報告書では2021年の成長率目標が前年比+6%以上とされた(市場予想:同+8~9%程度)。財政予算は市場予想を上回り、感染再拡大リスクへの備えもみられた。台湾中央銀行の楊総裁は11日、3つの基準(①巨額の対米貿易黒字、②大幅な経常収支黒字、③外国為替市場での継続的かつ一方的な介入)を既に満たしており、米国から為替操作国に認定される可能性を立法院(議会)で証言した。

中東欧・アフリカ: 9日発表の南アフリカ10~12月期実質GDPは前期比年率で+6.3%となった。製造業、建設業、卸売・小売業の拡大が全体をけん引した。

ラテンアメリカ: ブラジル連邦最高裁は8日、ルラ元大統領に対する汚職疑惑についてのこれまでの司法手続きを無効とする判決を下した。当時、一連の公判を指揮したモロ前法相について、捜査手法などを問題視した。今回の判決で、ルラ氏は2022年の大統領選への出馬できる可能性が出てきた。11日発表のブラジル2月消費者物価指数(IPCA)は前年比+5.2%と1月(同+4.6%)から加速し、2017年1月以来の高水準となった。

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)

財政と構造改革の先行き不透明感がさらに深まる

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

BRL の対ドルレートが再び史上最安値(5.97)に迫りつつある。3月9日には一時5.87台までBRL安が進展。コロナショックを経て、金融市場が落ち着きを取り戻した昨年後半以降は5.0~5.8のレンジで推移してきたが、このレンジ上限を抜けた格好だ(図表1)。米金利上昇やそれに伴うリスク資産価格の調整の影響もあるが、ブラジル資産の価格調整の大きさが目立っており、ブラジル固有の問題によるところが大きいとみられる(図表2、3)。BRL急落といえる状況に、ブラジル中央銀行(BCB)は通貨スワップ市場と為替スポット市場における介入に動いている(図表4、5)。

こうしたブラジル資産の様な売りの背景には、いつもの通り、財政と構造改革の先行きを巡る不透明感の高まりがある。2022年の大統領選を控えて、ボウソナロ大統領は低迷する支持率の回復に躍起だ。2月、昨年末で打ち切っていた低所得層向けの現金給付を再開すると表明した。財源を巡り再開に慎重な姿勢をみせていたゲデス経済相を押し切ったの判断とみられる。ブラジルでCOVID-19の変異種による感染拡大が深刻化していることも考慮すれば、こうした措置の長期化もありえ、財政悪化が懸念された。

また、ボウソナロ大統領が国営石油公社の再建を担ってきたブランコ CEO を更迭したことも市場で問題視された。同社による燃料価格引き上げに、同大統領の支持母体のひとつであるトラック業界から強い不満がもたらされたことが理由とも言われる。実際、同大統領は3月に、ディーゼル燃料や調理用ガスへの一部課税の停止・撤廃を表明した。この問題を巡っては、汚職が問題化した同公社の再建をゲデス経済相がブランコ氏に委ねた経緯を考慮すれば、構造改革の一環である国営企業の民営化の先行きが怪しくなったことがまず指摘できる。次に、燃料価格の抑制を、減税や補助金もしくは石油公社への介入等、いずれの方法で成し遂げようと国庫負担は避けられず、財政悪化が一層進むというリスクも指摘できる。同大統領は金融機関向けの一部増税を提案しているが、議会が承認するのか、十分な財源が確保できるのかという点は不明だ。

そして、市場を最も動揺させたのが、ブラジル連邦最高裁判所が3月8日にルラ元大統領の有罪判決を取り消したことだろう。この判決により、同氏は2022年の大統領選に出馬できる可能性がある。同氏は大統領時代(2003~2010年)に資源バブルを追い風に高成長を実現したことで、根強い支持を維持している。同氏が大統領選に出馬するなら50%が同氏に投票すると回答した世論調査もある。同調査でボウソナロ大統領に投票するとの回答は38%だった。同大統領がさらなる支持獲得を目指して、バラマキ色の強い政策にシフトしていく可能性は高まったといえよう。それは、財政悪化を伴う。また、ルラ氏ら左派による政権奪取が意識されるほどに、議会内での財政再建や構造改革の気運も薄れよう。ルラ氏が問われた罪には、国営石油公社を巡る大規模汚職が含まれる。

2019年のボウソナロ政権発足以降、市場はブラジルの変化に期待してきたところがある。すなわち、ルラ氏を含め左派政権時代の後遺症として残った、財政悪化を起点に始まる負の循環を断ち切ることを期待してきた(図表6)。同政権は自由市場経済主義を掲げ、ゲデス経済相が財政再建と構造改革の推進。年金改革という大きな

一步も踏み出した。しかし、コロナ禍と上述の政治混乱がこの路線維持をいよいよ困難なものとしつつある。これが、市場の懸念だろう。

実際、BCBも金融政策の見直しを迫られつつある。インフレ見通しの変化により、1月の政策会合ではフォワードガイダンスを撤回した。それでも、2021年前半は景気を下支えするべく政策金利は過去最低の2.00%を維持するとみてきたが、利上げ開始時期の前倒しもありそうだ(図表7)。BCBの市場サーベイによれば、インフレ見通しは上昇基調にあるほか、2021年末の政策金利の予想平均値は4%程度まで上昇(図表8、9)。年内あと7回の政策会合が予定されているが、計200bpの利上げが予想されていることになる。足許での財政再建や構造改革を巡る不透明感が、BRLの急落を伴うほどに高まっているなかで、3月17日のBCBの政策判断が注目される。

図表1: BRL相場



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: 10年国債利回り



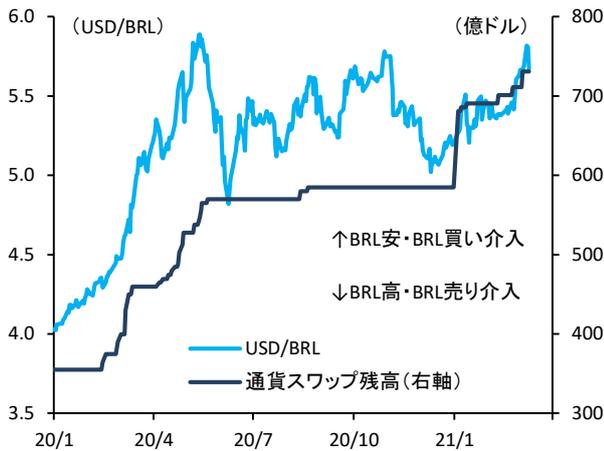
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表3: 株価指数



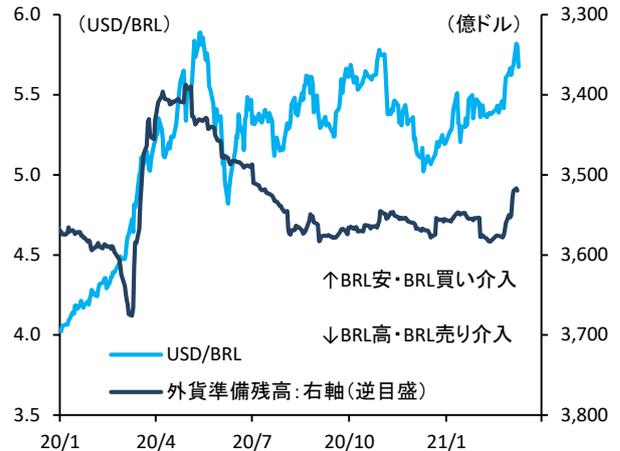
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: BCB の保有する通貨スワップ残高



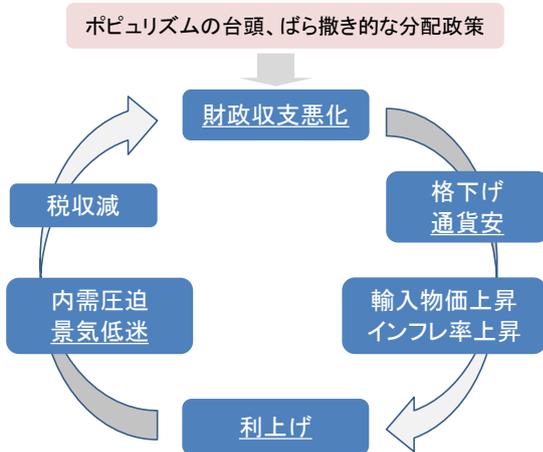
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 外貨準備高



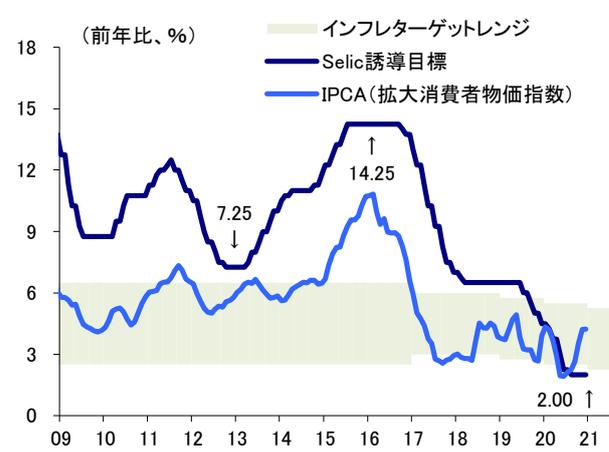
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: 懸念されるポピュリズム政策の悪循環



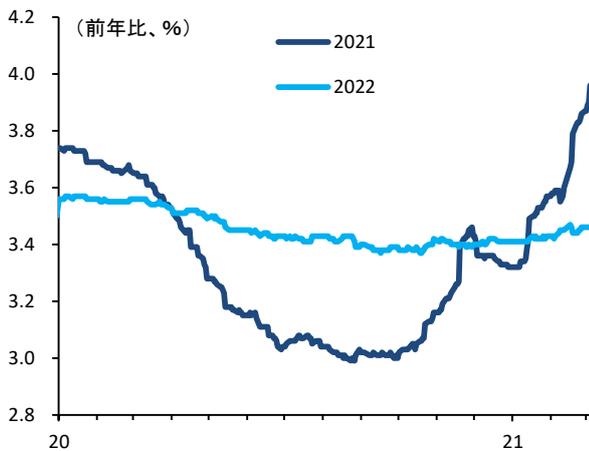
出所: みずほ銀行

図表 7: 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

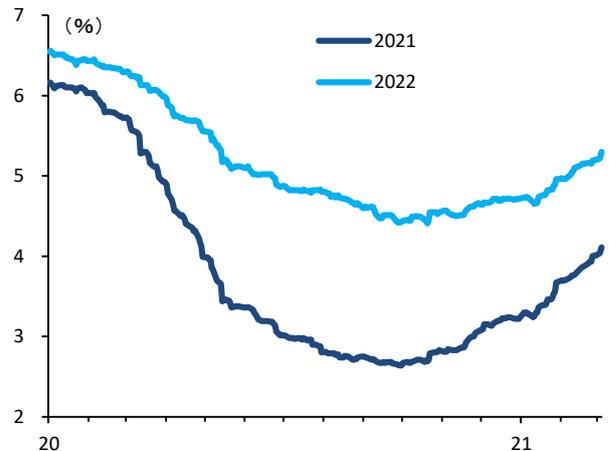
図表 8: BCB 市場サーベイ (年間 IPCA 見通し、予想平均値)



(注)2021年3月5日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

図表 9: BCB 市場サーベイ (政策金利見通し、予想平均値)

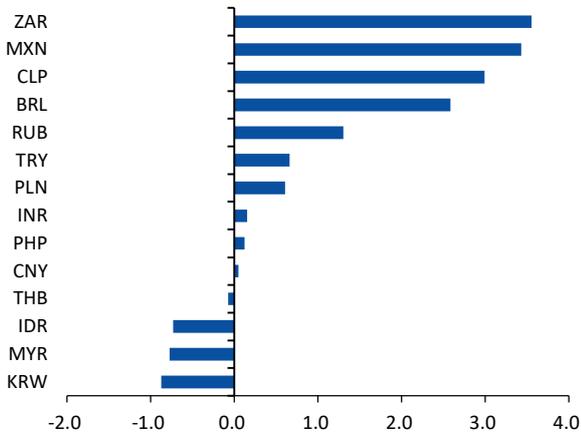


(注)2021年3月5日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

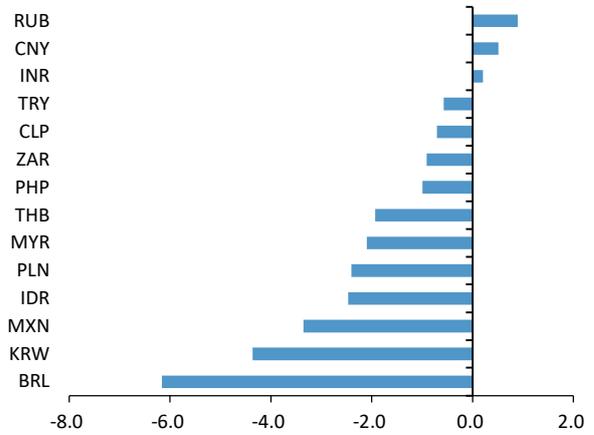
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



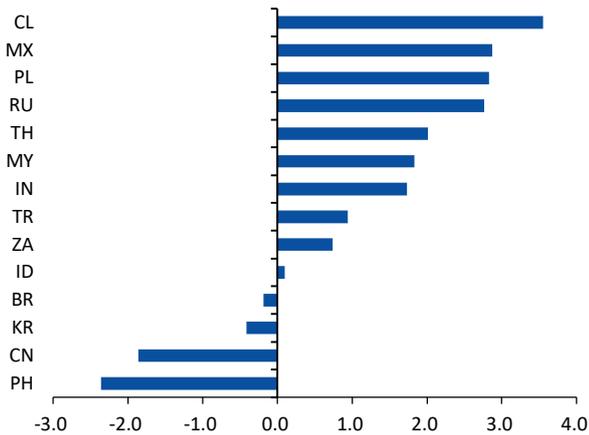
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



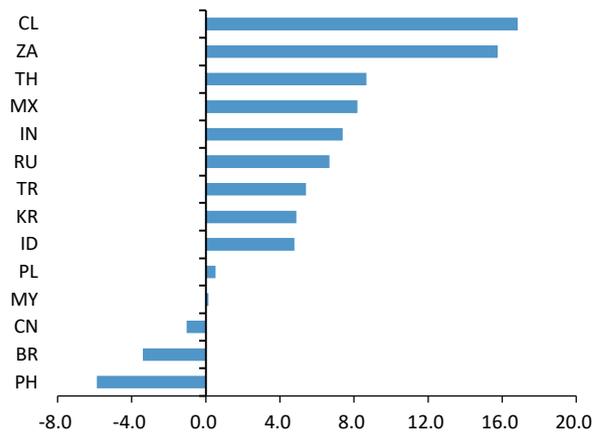
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



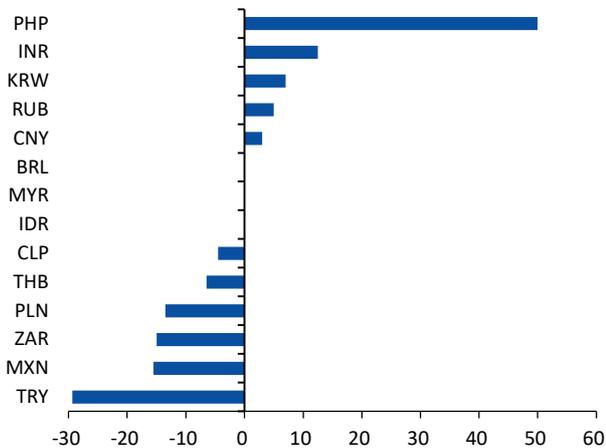
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

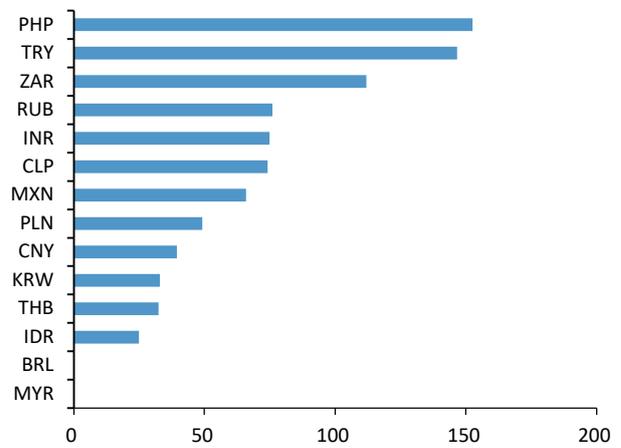
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

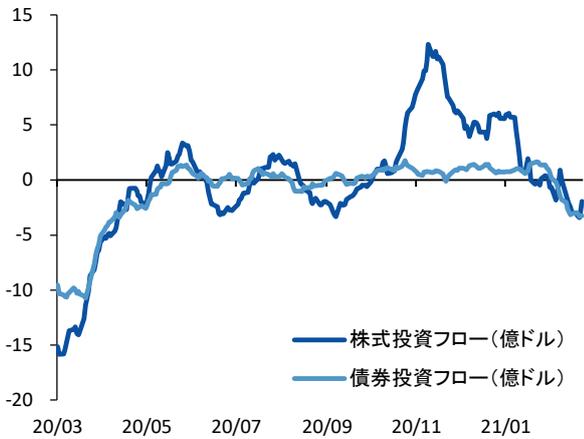


注:データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

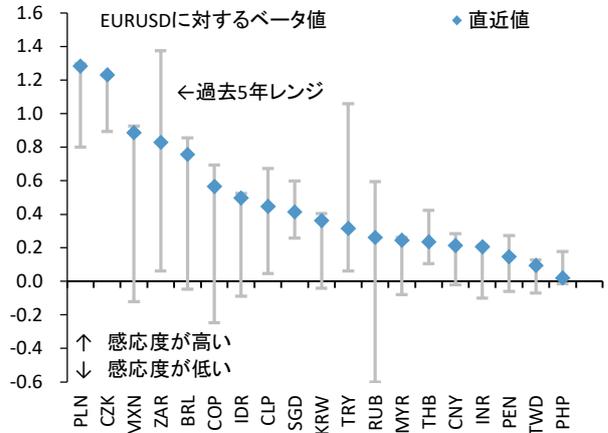
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



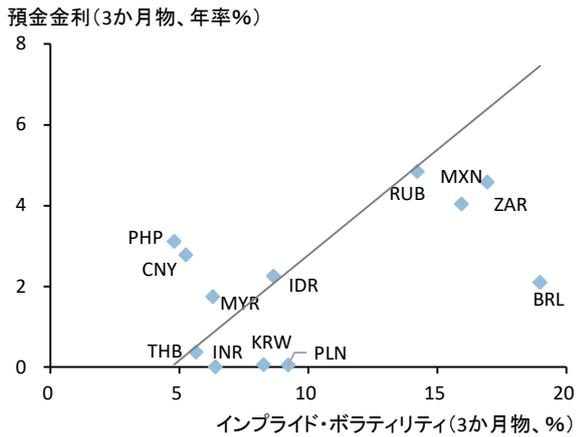
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



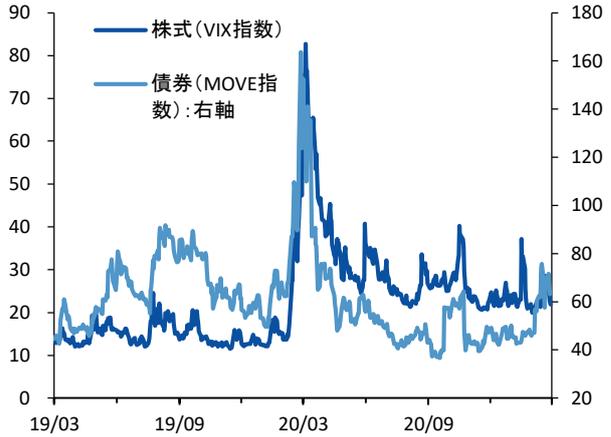
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



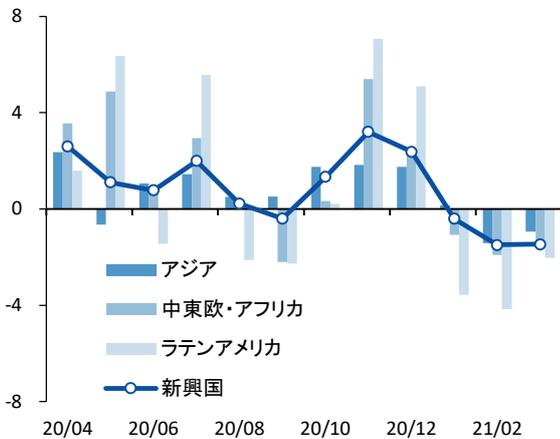
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



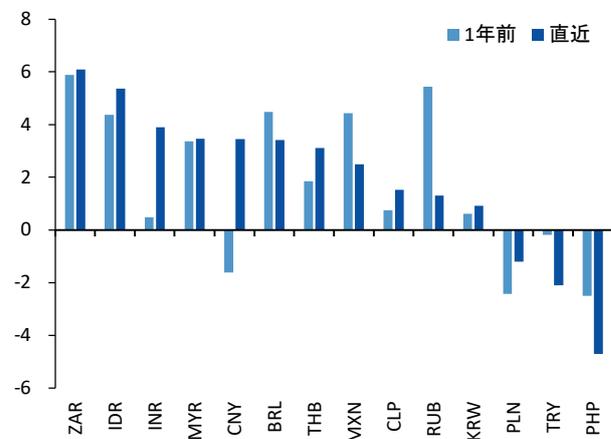
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月9日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$7060.0m	\$11507.1m	--
9日 (火)	台湾	CPI(前年比)	1.0%	1.4%	-0.2%	-0.2%
9日 (火)	台湾	貿易収支	\$4.00b	\$4.51b	\$6.19b	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	-0.3%	-0.2%	-0.3%	--
10日 (水)	中国	PPI 前年比	1.5%	1.7%	0.3%	--
12日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$2281m	--	-\$2181m	--
12日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.2%	--	1.7%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	5.0%	--	4.1%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	1.0%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	31.6%	--	--	--
15日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	41.0%	--	--	--
15日 (月)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	32.0%	--	--	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$2965m	--	\$1959m	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	4.0%	--	2.0%	--
15日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-302.6b	--
15日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	--	--	-0.4%	--
17日 (水)	韓国	失業率(季調済)	--	--	5.4%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	12.8%	--
18日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ ^o	--	--	3.5%	--
18日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.1%	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$752m	--
中東欧・アフリカ						
3月9日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	5.6%	6.3%	66.1%	67.3%
11日 (木)	トルコ	経常収支	-1.55b	-1.87b	-3.21b	--
11日 (木)	南ア	経常収支	213b	198b	297b	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.1%	-3.4%	1.8%	--
12日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	8.1%	--	9.0%	--
12日 (金)	ロシア	貿易収支	9.9b	--	10.6b	--
16日 (火)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-12	--
17日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-2.1%	--	-2.5%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-1.3%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	17.00%	--
19日 (金)	ロシア	主要金利	4.25%	--	4.25%	--
ラテンアメリカ						
3月8日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	2.3%	2.7%	2.9%	--
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	3.8%	3.8%	3.5%	--
11日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	5.0%	5.2%	4.6%	--
12日 (金)	ブラジル	小売売上高(前年比)	0.0%	--	1.2%	--
12日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-4.2%	--	-2.1%	--
15日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	-0.7%	--	1.3%	--
16-17日	ブラジル	登録雇用創出合計	188,000	--	-67,906	--
17日 (水)	ブラジル	SELICレート	2.50%	--	2.00%	--

注:2021年3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 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							
中国人民幣 (CNY)	6.4236 ~ 6.5560	6.4938	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7575	7.7598	7.75	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	72.269 ~ 73.510	72.910	73.6	75.5	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14255	14405	14350	14600	14200	13880	13850
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1127.52	1135.72	1130	1140	1130	1130	1140
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.0767	4.1065	4.06	4.12	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ (PHP)	47.851 ~ 48.869	48.515	48.6	49.5	48.2	48.2	47.8
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3390	1.3395	1.33	1.34	1.31	1.30	1.28
台湾ドル (TWD)	27.774 ~ 28.127	28.221	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 30.54	30.57	30.3	30.7	29.9	29.2	29.4
ベトナムドン (VND)	22953 ~ 23164	23051	23100	23170	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	73.0649 ~ 76.5024	73.3192	75.00	78.00	77.00	79.00	78.00
南アフリカランド (ZAR)	14.3966 ~ 15.6625	14.8296	15.40	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 7.5426	7.4821	7.50	7.70	8.20	8.00	8.40
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.1213 ~ 5.6072	5.5396	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.0477	20.6150	20.60	20.30	20.00	19.70	19.40
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	15.731 ~ 16.480	16.728	16.31	16.59	16.88	17.03	17.19
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 13.755	13.984	13.68	13.81	13.92	14.03	14.14
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.469	1.488	1.44	1.42	1.46	1.49	1.52
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.763	0.753	0.739	0.733	0.761	0.785	0.794
韓国ウォン (100KRW)	9.308 ~ 9.635	9.594	9.38	9.39	9.56	9.65	9.65
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 26.347	26.387	26.11	25.97	26.87	27.53	28.21
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.202	2.241	2.18	2.16	2.24	2.26	2.30
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 80.63	81.01	79.70	79.85	82.44	83.85	85.94
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 3.827	3.845	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	0.4707	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	1.480	1.41	1.37	1.40	1.38	1.41
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 7.347	7.323	6.88	6.69	6.75	6.61	6.47
トルコリラ (TRY)	13.673 ~ 15.265	14.498	14.13	13.90	13.17	13.63	13.10
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	18.772 ~ 20.091	19.598	18.93	19.45	20.00	20.57	21.15
メキシコペソ (MXN)	5.054 ~ 5.307	5.264	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12日の7時25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。