

2021年3月26日

## The Emerging Markets Weekly

### TRYの急落は他の高金利通貨の重しに

**新興国市場:**先週末19日の新興国通貨は前日の米国時間の米金利上昇に伴うリスク資産価格の調整が続いて、大半が軟調な動き。TRYとBRLは両国の中央銀行が前日利上げに踏み切ったことが好感され前日比+1.0%超上昇した。週初22日のアジア時間はトルコでのアーバル・トルコ中央銀行(CBRT)総裁の解任を受け、市場にはリスクオフムードが広がった。ZARやMXNなどの高金利通貨にも下押し圧力が強まったが、アジア通貨への影響は限定的。欧米時間に入ると、バイデン政権によるインフラ投資計画の内容が報じられリスク心理が改善した。TRYは反発をみせたが、下げ幅を相殺できず、前日比▲7.5%下落。23日は欧米諸国と中国の関係悪化への懸念を背景に、上値の重い動きとなった。また、欧州を中心とした新型コロナウイルス感染再拡大がリスク心理を悪化させた。原油価格の下落を受けてRUBは前日比▲1.9%下落。24日のアジア時間、前日の欧州を中心とした新型コロナウイルス感染再拡大とそれに伴う、ロックダウンの再開や延長への懸念を背景に新興国通貨は続落した。欧米時間でもリスクオフの流れが継続。BRLは国内の感染拡大の影響で前日比▲1.8%下落した。25日も新興国通貨は大半が軟調な動きとなった。THBは2月の貿易統計の輸出が市場予想を下回ったことが嫌気され売られた。欧米時間は、注目されたバイデン大統領の就任後初の公式記者会見があったが市場への影響は限定的だった。ドルの買い戻しは継続し、新興国通貨の大半は引き続き下落した。MXNはメキシコ中央銀行(Banxico)が政策金利を据え置いたことが好感され前日比+1.3%上昇した。

**アジア:**タイ中央銀行(BOT)は24日に政策金利を0.50%に据え置くことを決定した。BOTは声明文で、景気は引き続き回復しているが、リスクは高まっていると指摘。BOTは2021年の経済成長見通しを従来の3.2%から3.0%へ、2022年を4.8%から4.7%へ下方修正した。フィリピン中央銀行(BSP)は25日に政策金利を2.00%に据え置くことを決定した。声明文で物価は上昇傾向にあるものの、国内経済の回復を支援するため緩和的な政策を維持すると述べた。

**中東欧・アフリカ:**ロシア中央銀行は19日に金融政策会合を開催し、政策金利を25bp引き上げ、政策金利を4.50%とした。利上げは2018年12月以来となった。声明文は需要の急速な回復とインフレ圧力の高まりで、中立的な金融政策に戻る必要性が出てきている点を言及。南アフリカ中央銀行は25日に全会一致で政策金利を3.50%に据え置くことを決定した。インフレ見通しに対する全体的なリスクは短期・中期的に均衡しているとの見方を示した。

**ラテンアメリカ:**Banxicoは25日に全会一致で政策金利を4.00%に据え置くことを決定した。声明文では、常に不確実な環境のなか、インフレ、経済活動、及び金融市場が金融政策の主要な課題となっていると述べた。今回の決定が全会一致だったことと、インフレへの警戒姿勢に鑑みると、緩和サイクルが終了したとの見方ができる。

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

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)

### ついに利上げに転じた BCB

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

ブラジル中央銀行(BCB)は17日、政策金利(翌日物金利、Selic)を過去最低水準の2.00%から2.75%に75bp引き上げることが全会一致で決定した(図表1)。足許では、財政および構造改革の先行き不透明感にBRLが急落しBCBが為替介入を余儀なくされていた(図表2)。また、インフレ率(IPCA)が4か月連続でBCB目標(2020年:4.00%、2021年:3.75%)を上回っており、利上げ観測が高まっていた。もっとも、利上げ幅は市場の予想(50bp)を上回った。

声明文では、以下のパラグラフが追加され、経済の持ち直しとBCBの目標(2021年:前年比+3.75%、2022年:同+3.50%)を上回るインフレ見通しが利上げの理由であることが示された。

**The Copom members consider that the current conditions ceased to prescribe an extraordinarily stimulus. GDP ended 2020 growing strongly at the margin, recovering most of its first-semester decline, and inflation expectations rose above target at the relevant horizon for monetary policy. Additionally, inflation projections increased to levels close to the upper bound of the target for 2021.**

実際、BCBによる市場サーベイ(3月12日時点)によれば、市場参加者の2021年、2022年のインフレ率(IPCA)見通しは、それぞれ前年比+4.6%と同+3.5%となっている(図表3)。また、現状の為替レートと同市場サーベイの政策金利見通し(2021年末:4.5%、2022年末:5.5%、図表4参照)を前提にすると、インフレ率は2021年に前年比+5.0%、2022年は同+3.5%とBCBは推計している。

そして、将来のインフレ水準を目標に合致させるうえでは、利上げに踏み切ることが理に適うとした。一時的なソーシャルディスタンスの強化によって見直されるものではないことも示唆されている。

**In the Committee's evaluation, a swifter adjustment has the benefit of reducing the probability of not meeting the inflation target in 2021, as well as of keeping longer horizon expectations well anchored. Additionally, the broad set of information available to the Committee suggests that this strategy is consistent with meeting the 2022 inflation target, even if social distancing increases temporarily.**

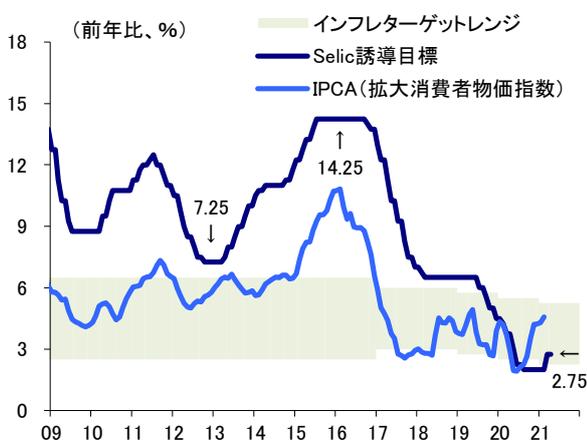
さらに、以下にある通り、インフレ見通しに大きな変化が見られない限り、BCBは次回会合(5月5日)でも同程度の利上げを見込んでいるとした。

**For the next meeting, unless there is a significant change in inflation projections or in the balance of risks, the Committee foresees the continuation of the partial normalization process with another adjustment, of the same magnitude, in the degree of monetary stimulus.**

なお、最後の結びではインフレ動向だけでなく、経済情勢やリスクバランス次第としている。例えば、今回の声明文の内容は、多くの部分で前回会合から変更・追記が行われたが、一方で財政及び構造改革を巡る不確実性が利上げを促しうる点についての記述はそのまま残された。次回会合の利上げ幅は75bpというのが基本線となるが、引き続き同国の財政及び構造改革の行方が波乱要因となりそうな点には注意したい。

**The Copom emphasizes that its view for the next meeting will continue to depend on the evolution of economic activity, the balance of risks, and inflation projections and expectations.**

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



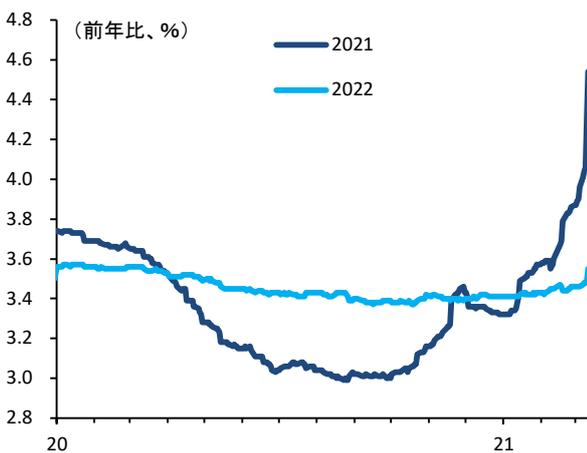
出所: ブラジル中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BRL 相場



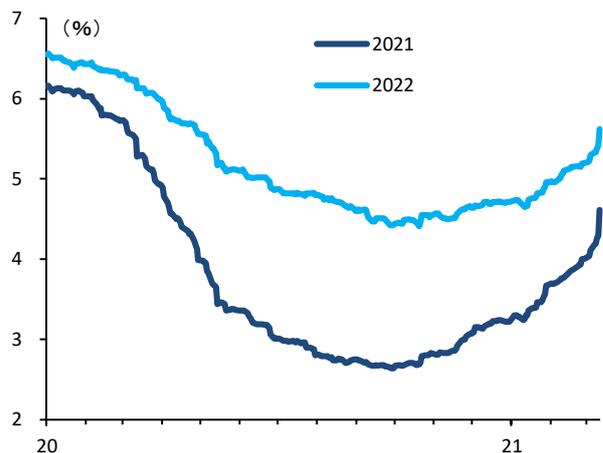
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、予想平均値)



(注)2021年3月12日時点  
出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

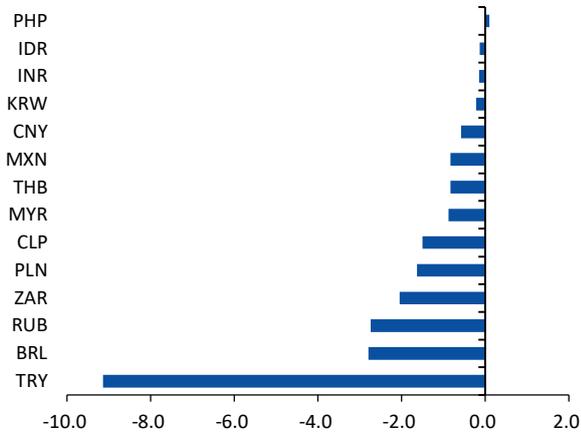
図表 4: BCB 市場サーベイ(政策金利見通し、予想平均値)



(注)2021年3月12日時点  
出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

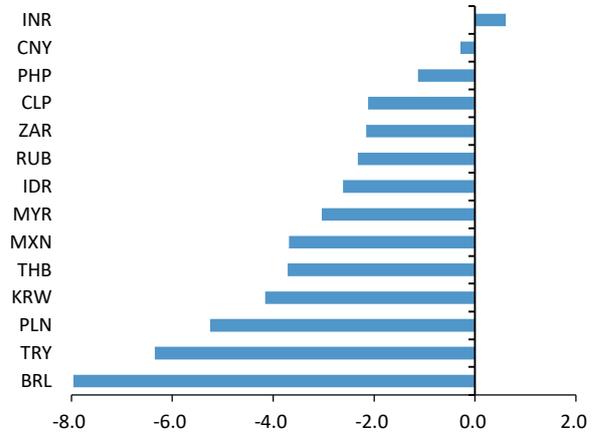
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



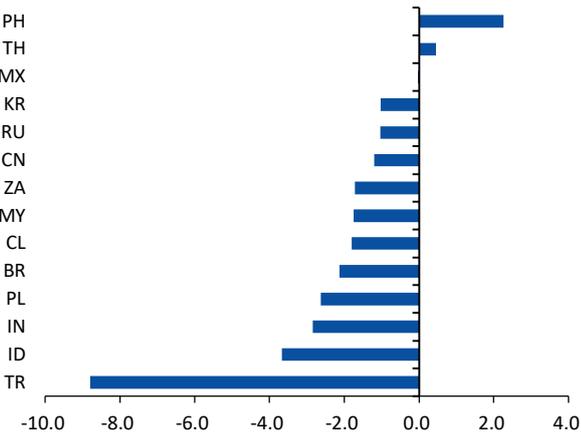
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



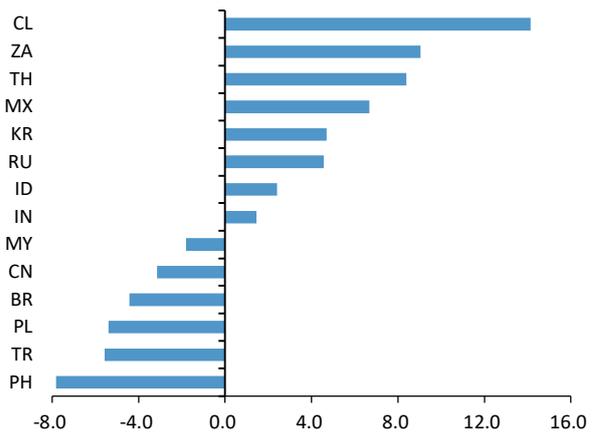
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



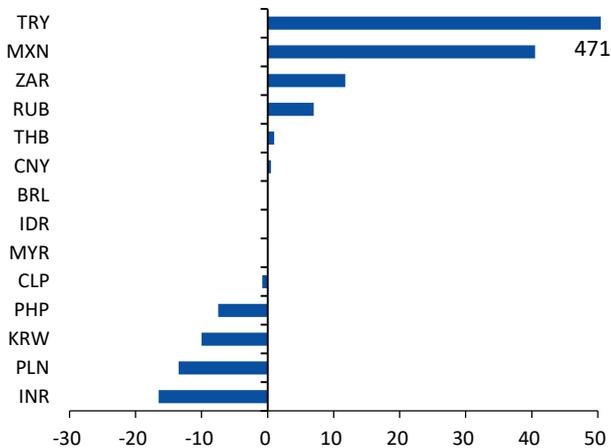
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

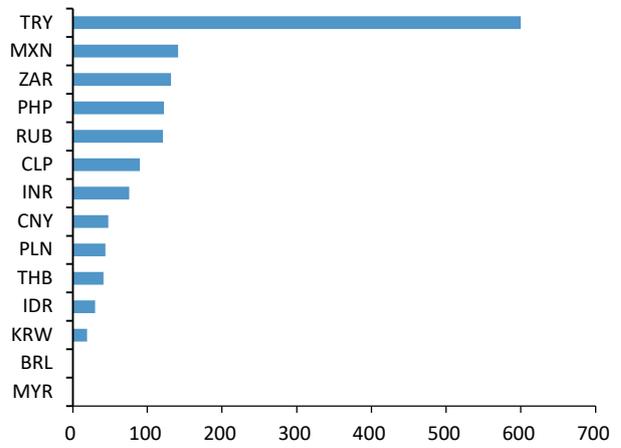
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

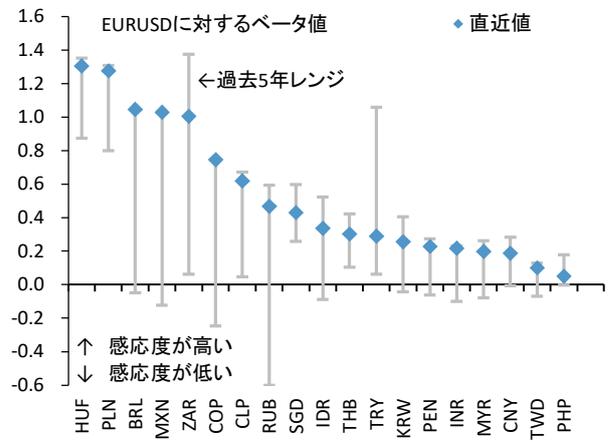
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



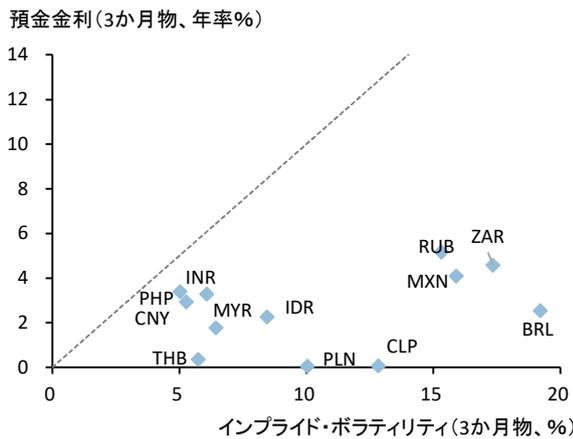
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



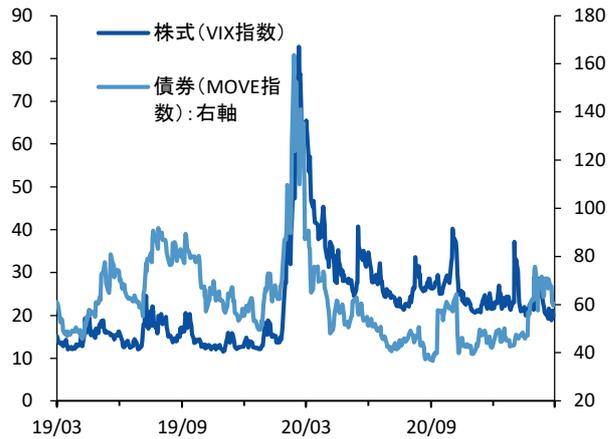
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



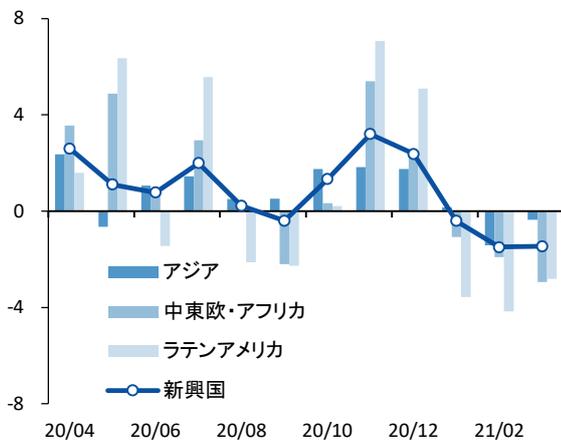
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



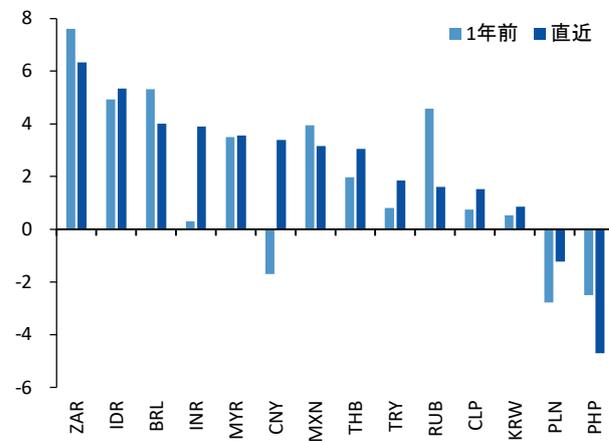
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
3月23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	0.6%	0.7%	0.2%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	7.7%	2.9%	18.8%	--
24日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	2.0%	0.8%	--
24日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	0.2%	0.1%	-0.2%	--
24日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	0.50%	0.50%	--
25日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$1539m	\$7m	-\$202m	--
25日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
26日 (金)	韓国	消費者信頼感	--	--	97.4	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	15.1%	--	8.6%	--
25-26日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$752m	--
29日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	6.6%	--
29日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-14.1b	--
31日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	85.0	--
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.5%	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	51.7	--	51.4	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	50.8	--	50.6	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$673m	--
4月1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	\$2707m	\$2616m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.2	--	50.9	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.4%	--
2日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.1%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
3月22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	-69.0%	-71.5%	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	3.1%	2.9%	3.2%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	3.6%	4.0%	3.5%	--
25日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	3.50%	3.50%	3.50%	--
26日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	74.9%	--
26日 (金)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	109.3	--
31日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-3.03b	--
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	11.8b	--
31日 (水)	ロシア	経常収支	--	--	5500m	--
4月2日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	-3.4%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
3月22日 (月)	ブラジル	税収	125550m	127747m	180221m	--
25日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-8.1%	-7.6%	-5.9%	--
25日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	1.0%	0.9%	0.5%	--
25日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	-5.4%	-5.4%	-2.7%	--
25日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	4.00%	4.00%	4.00%	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	2905.0m	--	-1236.4m	--
26日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$2395m	--	-\$7253m	--
26日 (金)	ブラジル	海外直接投資	\$6400m	--	\$1838m	--
29日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	4020b	--
30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	31.6%	--	28.9%	--
31日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	61.9%	--	61.6%	--
4月1日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.0%	--
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$1152m	--

注:2021年3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 2月(実績)	SPOT	2021年 3月	6月	9月	12月	2022年 3月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	6.4236 ~ 6.5560	6.5463	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7575	7.7688	7.75	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー (INR)	72.269 ~ 73.510	72.623	73.6	75.5	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14255	14427	14350	14600	14200	13880	13850
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1127.52	1133.55	1130	1140	1130	1130	1140
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.0767	4.1462	4.06	4.12	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ (PHP)	47.851 ~ 48.869	48.577	48.6	49.5	48.2	48.2	47.8
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3390	1.3481	1.33	1.34	1.31	1.30	1.28
台湾ドル (TWD)	27.774 ~ 28.127	28.612	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 30.54	31.11	30.3	30.7	29.9	29.2	29.4
ベトナムドン (VND)	22953 ~ 23164	23074	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	76.1825	75.00	78.00	77.00	79.00	78.00
南アフリカランド (ZAR)	14.3966 ~ 15.6625	15.0217	15.40	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 7.5426	7.9488	7.50	7.70	8.20	8.00	8.40
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	5.1213 ~ 5.6072	5.6483	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.0477	20.6871	20.60	20.30	20.00	19.70	19.40
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	15.731 ~ 16.480	16.674	16.31	16.59	16.88	17.03	17.19
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 13.755	14.053	13.68	13.81	13.92	14.03	14.14
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.469	1.503	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	9.616	9.38	9.39	9.56	9.65	9.65
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 26.347	26.328	26.11	25.97	26.87	27.53	28.21
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.202	2.246	2.18	2.16	2.24	2.26	2.30
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 80.63	80.98	79.70	79.85	82.44	83.85	85.94
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 3.827	3.817	3.79	3.85	3.93	3.93	3.93
タイバーツ (THB)	3.405 ~ 3.547	3.503	3.50	3.49	3.61	3.73	3.74
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.4635	0.4731	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.445	1.433	1.41	1.37	1.40	1.38	1.41
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 7.347	7.267	6.88	6.69	6.75	6.61	6.47
トルコリラ (TRY)	13.673 ~ 15.265	13.683	14.13	13.90	13.17	13.63	13.10
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	18.772 ~ 20.091	19.329	18.93	19.45	20.00	20.57	21.15
メキシコペソ (MXN)	5.054 ~ 5.307	5.278	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26日の8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。