

2021年6月18日

The Emerging Markets Weekly

FOMC のタカ派サプライズを受け下落

新興国市場:先週末 11 日、アジア時間の新興国通貨は総じて堅調。前日の米株反発を受けてアジアの株式市場が堅調で支えとなった。ただ、欧米時間に入ると新興国通貨は反落。ユーロ安がドル高を促したほか、米金利の反発も逆風となった。BRL は前日比▲1%超下落、MXN や ZAR も売られた。一方、TRY は米トルコ首脳会談を控えて期待先行で一時的買いが進んだ。週初 14 日、アジア時間の新興国通貨は前週末の流れを引き継ぎ小幅下落。KRW や PHP が軟調だった。欧米時間は米金利上昇も重なり、大半の新興国通貨は軟調。首脳会談の成果の乏しさに TRY が反落。ZAR や MXN は続落。一方、BRL はブラジル 4 月経済活動指数の良好な結果が好感され前日比+1%超反発した。15 日、新興国通貨は、やや上値の重さをみせながらも大半が小幅な値動きとなった。新規材料に乏しい中、FOMC を控えて様子見ムードが広がった。個別には、TRY が前日比▲1%超続落。一方、BRL は小幅続伸となった。16 日のアジア時間の新興国通貨は小幅安。FOMC を控えてアジア株式市場が軟調に推移したことが重しとなった。欧米時間は、FOMC の内容を受けて新興国通貨は急落。FOMC メンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)が上方修正されたことを受けて米金利が上昇、ドルは全面高となった。ZAR と MXN は前日比▲1.8%超下落。TRY や RUB も下げた。17 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ総じて下落。KRW、INR、IDR 等の下げが目立った。欧州時間もドル堅調が続く、大半の新興国通貨が下落。TRY は前日比▲1.3%下げた。一方、BRL は利上げが加速するとの観測から前日比+0.9%上昇した。

アジア: マレーシア政府は 11 日、14 日を期限としていた全土でのロックダウンの 2 週間延長を発表した。大半の企業への操業禁止措置も続く。フィリピン政府は 14 日、首都と近隣州を対象とする COVID-19 関連規制を 6 月末まで延長すると発表した。また、感染者の増加を受け、規制の対象地域を拡大した。台湾中央銀行(CBC)は 17 日、政策金利を 1.125%に据え置くことを決定した。また、良好な輸出を背景に 2021 年の経済成長率予測を 4.53%から 5.08%に上方修正した。インドネシア中央銀行(BI)は 17 日、政策金利を 3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは 4 会合連続。ワルジョ総裁は、インフレ率が上昇するまでは、低金利と豊富な流動性を維持すると述べた。

中東欧・アフリカ: ロシア中央銀行(CBR)は 11 日、政策金利を 50bp 引き上げ 5.50%にすることを決定した。利上げは 3 会合連続。ナビウリナ総裁は、今会合では 100bp の利上げも検討されたことを明かし、追加利上げを示唆した。トルコ中央銀行(CBRT)は 17 日、政策金利を 19.00%に据え置くことを決定した。据え置きは 3 会合連続。インフレ率が 4 月のインフレレポートの予測経路に沿って大幅に低下するまで、現在の引き締めスタンスは断固維持すると述べた。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は 16 日、政策金利を 75bp 引き上げ 4.25%にすることを決定した。利上げは 3 会合連続。BCB は次回会合での追加利上げと、インフレ見通しが上振れた場合の利上げ幅拡大にも言及した。

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 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(東南アジア)

世界銀行「世界経済見通し」から見る、想定すべきリスク要因とは

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

経済見通しは上方修正されたが…

世界銀行グループの国際復興開発銀行 (IBRD) は 6 月上旬に世界経済見通しを更新した。21 年の世界全体の実質成長率を前年比+5.6%と予測し、前回 1 月予想から+1.5%ポイント上方修正した。とは言え、世界経済の回復は力強いものの一様ではなく、成長は少数の主要国に集中しており、新興国の大半は後れを取っている状況が指摘された。新興国うち約 3 分の 2 では、国民一人当たり所得の減少が 22 年までに完全に解消されることはないと予想している。本稿では東南アジア地域(「世界経済見通し」内では東アジア・大洋州地域として区分)に焦点を当て、年後半およびそれ以降についてのリスク要因につき整理していきたい。

最大のリスク要因は今後のワクチン接種状況

「世界経済見通し」で再三にわたって強調された点は、東南アジアに問わず今後のワクチン接種の進捗が大きく今後の景気回復を左右する点だ。図表 1 に示されている通り、東南アジア主要国におけるワクチン接種割合は 10%未満の水準に落ち込んでおり、米国および一部先進国が 50%以上の接種を完了していることを踏まえると、既にかかなりの格差が生まれていることが見て取れる。ワクチン接種が進捗してきた地域では経済制限措置の緩和を皮切りに景況感が改善し、実体経済の回復の道筋を描きやすいのは想像に難くない。現にこういった動きが冒頭に記載した「世界経済の回復は力強いものの一様ではなく、成長は少数の主要国に集中している」という事実直結している。

なお、図表 1 に示される通り、中国はアジア地域でワクチン接種の進展が群を抜いている。中国は今年の感染拡大抑制の成功もあいまって、今年に関しても前年比+8.5%とアジア地域の経済をけん引するものと予想された。東南アジア地域はそれに遅れるかたちで 21 年の後半から徐々に景気回復ペースを加速させる見込みとなっている。しかし、あくまで新型コロナウイルスの感染拡大リスクを払拭することを前提とした予想であるため、現状ウイルス抑制に最大の効力を示しているワクチン接種の状況は引き続き材料視されることとなる。

外部要因はプラスの影響、マイナスの影響が想定される

また、上方リスクとしてワクチン接種が奏功し主要国をはじめ域外経済の回復ペースが予想以上となる点を挙げている。この場合、外需の拡大により東南アジア地域の輸出が大きな伸びを見せることが想定される。米国・中国は域内大半の国にとって主要な貿易相手国であり、とりわけ、タイ、マレーシア、ベトナムといった国々は貿易依存度が大きく、世界経済の回復の恩恵を多く享受できる可能性を有している。

片や、予想を上回る景気回復は同時にコロナ禍における主要国での財政拡大と金融緩和の見直しを提起させるだろう。特に米国での金融政策の見直しに関する議論は東南アジア、ひいては新興国の今後を左右する。ここでの相場の注目点はひとえに「バーナンキ・ショック」の再来があるかどうかだ。

バーナンキ・ショックは2000年台後半に起きたリーマン・ショックから世界経済が正常化するに向け、当時のバーナンキ元FRB議長が市場の想定より早いタイミングで、金融危機以降実施していた資産購入規模の段階的縮小(テーパリング)を示唆したことに端を発する金融市場の混乱を指す。当時為替相場では、図表2に示されるようにFRBがテーパリングを示唆して以降、FRBが初回の利上げに至る(15年12月)までの間に急速にドル高・新興国通貨安が進んだ。リーマン・ショック以降、新興国の間で景気回復が一様であったわけではなかった中、自国通貨安に伴うインフレ進行懸念から景気浮揚のための金融緩和の継続が困難となって景気回復が遅れた国も少なくなかった。

今回のコロナショックにおいても経緯は違うにせよ先進国の景気回復が新興国に先行している状況は同じである。既に英国やカナダではテーパリングの動きを進めている。FRBはここまでバーナンキ・ショックの再来を避けるため、細心の注意を払っている印象はあるが、米国での景気が鮮明となればなるほどFRBの対応にも自ずと注目が集まるはずである。

各国のリスク要因も、勿論無視できない

ここまで述べた点は短～中期における相場を展望する上で大きなテーマとなる要素ではあるが、各国の政治・経済事情から見える個別の要因も無視できない。以下にいくつか例を挙げる。

まずは、コロナ禍において政局不安が懸念される国である。ここでは特に、軍事政権を率いるプラユット首相の辞任や憲法改正および王室改革を求めるデモが断続的に発生するタイ、20年2月にムヒディン首相が就任後、未だに政権基盤を築けていないマレーシアを挙げたい。現在は新型コロナウイルスの封じ込めが優先され、問題が表面化していないものの、アフターコロナを見据えた施策の推進力や海外直接投資を呼び込む上で不利に働く可能性は否めない。

次に、観光業の再開について。東南アジアではGDPに占める観光業の割合が大きい国が多い。タイを例にとると、コロナ禍以前では観光業がGDPの約2割を占めており、観光業での収入(サービス収支の一部として計上)は近年では経常黒字の源泉となっていた(図表3)。感染拡大に伴う渡航制限の影響でサービス収支は剥落しており、観光業再開が延びればそれだけ景気回復が遅れることを意味する。こうした中で、ワクチン接種の拡大と共にワクチンパスポートの導入の動きも今後課題となっていくものと考えられる。

最後に各国の財政状況についてである。コロナ禍において東南アジアの各国も大規模な財政出動が実施された。この結果、図表4に示される通り、対GDP比での財政赤字の水準が軒並み悪化している。本質的な改善に時間を要する問題だが、財政赤字の縮小はいずれ向き合うべきテーマとなる。特に経常赤字体質が強いインドネシアにおいては、財政赤字が常態化する場合には市場も嫌気する見込みは強く、コロナ禍において特例で設定した財政赤字幅の見直しをはじめ、明確な改善への道筋を示す必要があるものとみられる。

図表 1: ASEAN-5、中国のワクチン接種割合(6月10日時点)

	100人当たりの接種割合
インドネシア	7.02%
マレーシア	8.76%
フィリピン	4.23%
タイ	5.94%
ベトナム	1.40%
中国	43.21%

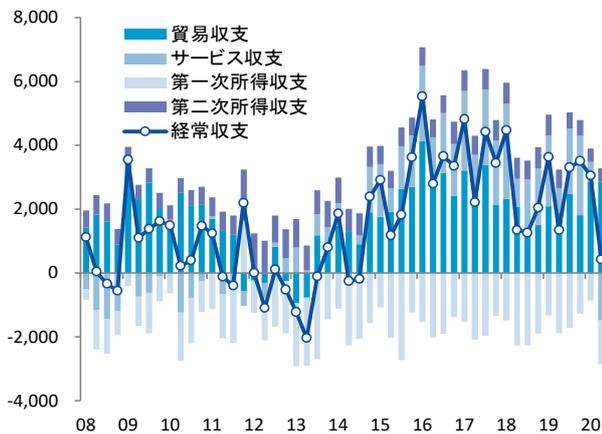
図表 2: ドル・インデックスと MSCI 新興国通貨指数 (13~15年)



出所: Our World in data, みずほ銀行 注: フィリピンは6月8日時点

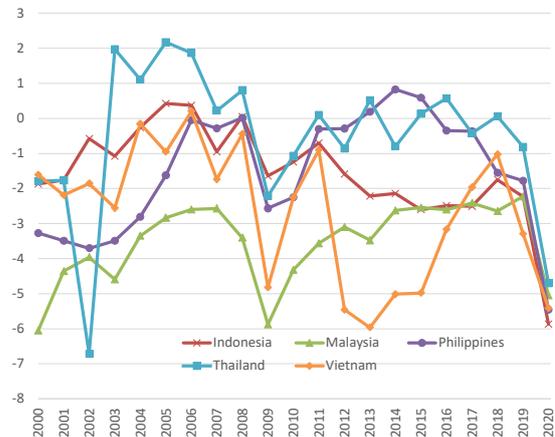
出所: Bloomberg, みずほ銀行

図表 3: タイの経常収支(億バツ)



出所: CEIC, みずほ銀行

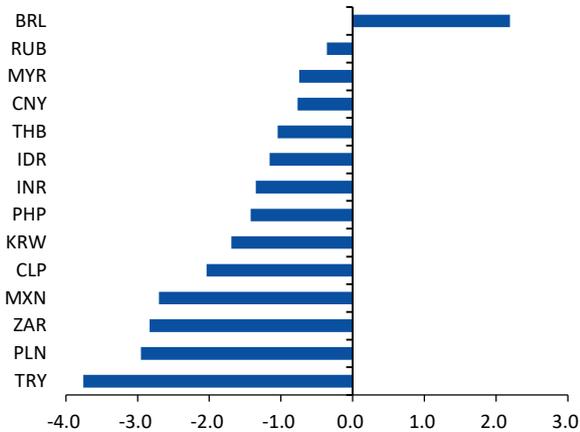
図表 4: ASEAN-5 の中央政府財政赤字(対 GDP、%)



出所: IMF, みずほ銀行

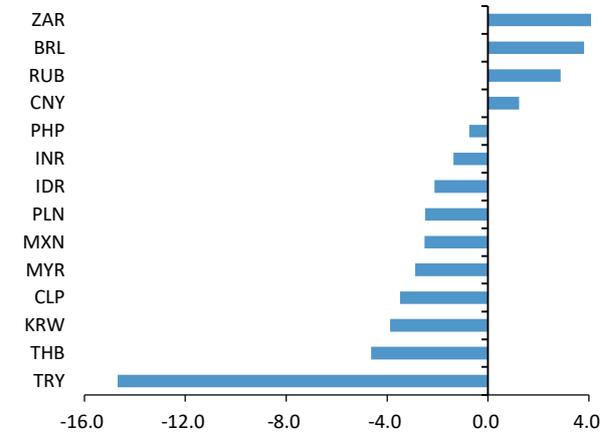
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



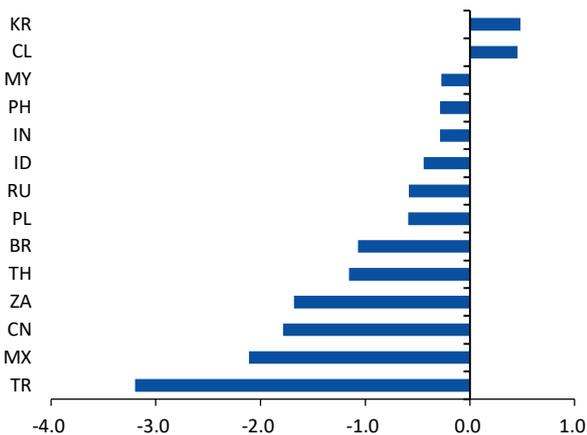
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



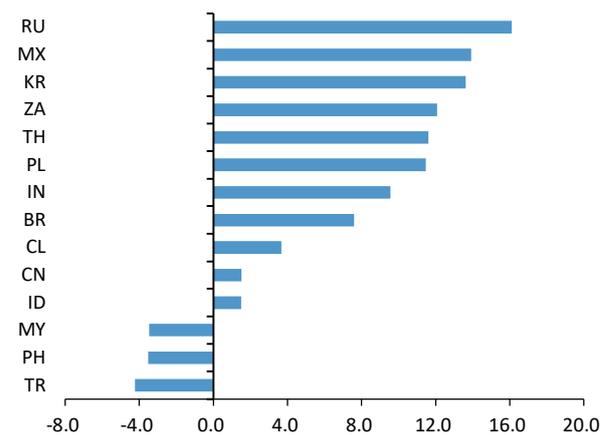
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



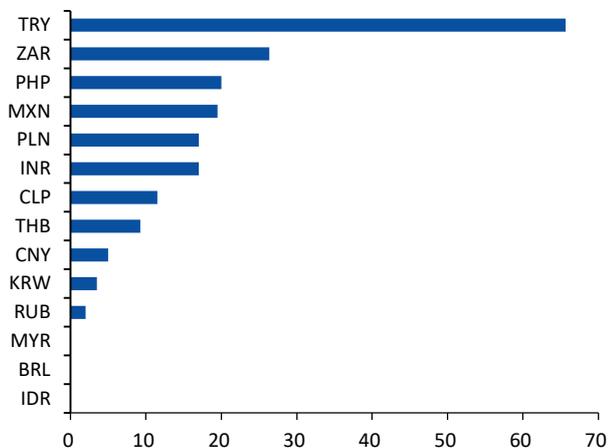
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

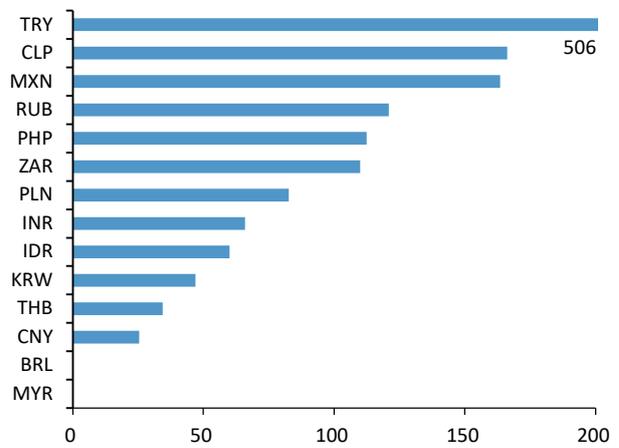
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

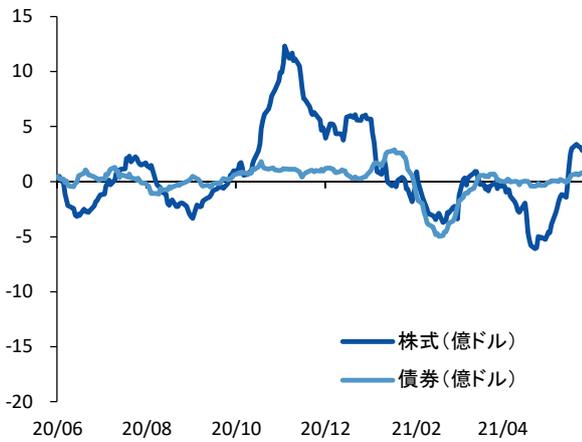


注:データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

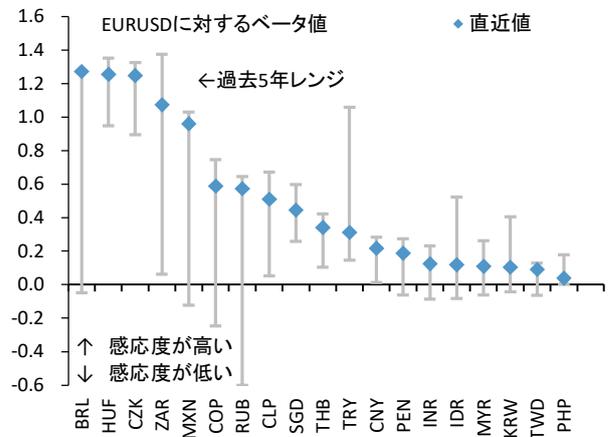
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



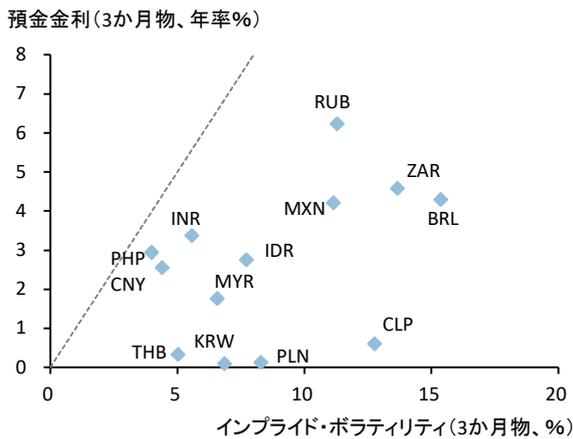
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



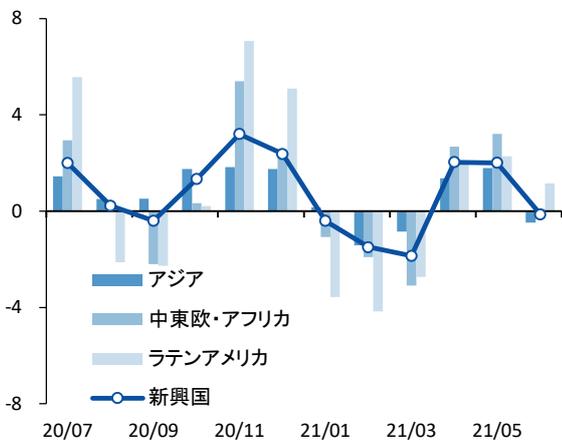
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



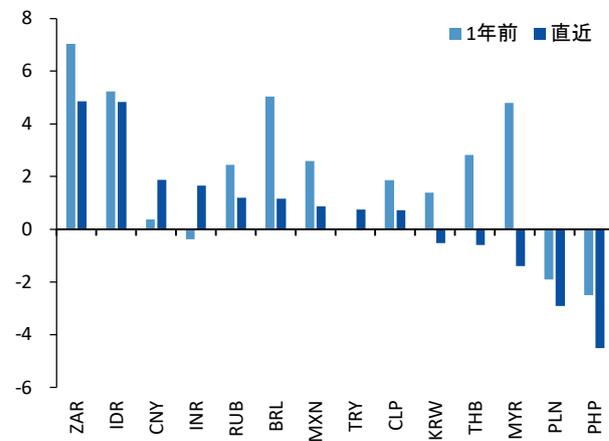
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
6月14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	13.4%	12.9%	10.5%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	5.4%	6.3%	4.3%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$2370m	\$2361m	\$2190m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	69.4%	195.7%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	73.6%	167.1%	--
15-17日	フィリピン	海外送金(前年比)	19.3%	12.7%	4.9%	--
15-16日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$2614m	--
16日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	14.0%	12.4%	17.7%	--
16日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	9.2%	8.8%	9.8%	--
16日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	17.0%	15.4%	19.9%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	16.0%	8.8%	6.0%	--
17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	3.50%	3.50%	3.50%	--
17日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.125%	1.125%	1.125%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	42.6%	--
22日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	5.6%	--
22日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-44.4b	--
23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$182m	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	2.1%	--
23日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	0.50%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	13.6%	--
24日 (木)	韓国	消費者信頼感	--	--	105.2	--
24日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.00%	--
25日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	97	--
25日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	4.7%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.1%	--
中東欧・アフリカ						
6月14日 (月)	トルコ	経常収支	-2.20b	-1.71b	-3.33b	-3.42b
16日 (水)	ロシア	GDP(前年比)	-1.0%	-0.7%	-1.0%	--
17日 (木)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	99.7%	95.8%	-2.5%	--
17日 (木)	トルコ	1週間レポレート	19.00%	19.00%	19.00%	--
18日 (金)	ロシア	PPI 前年比	34.0%	--	27.6%	--
22日 (火)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	34.7%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.4%	--
24日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.3%	--
24日 (木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	11030.0%	--
24日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	6.7%	--
ラテンアメリカ						
6月14日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	18.1%	15.9%	6.3%	5.3%
16日 (水)	ブラジル	SELICレート	4.25%	4.25%	3.50%	--
23日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.5%	--
24日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	4.00%	--
25日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	0.8%	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.4%	--
25日 (金)	ブラジル	ブラジル 経常収支	--	--	\$5663m	--
25日 (金)	ブラジル	ブラジル 海外直接投資	--	--	\$3544m	--

注:2021年6月18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 1～5月(実績)	SPOT	2021年 6月	9月	12月	2022年 3月	6月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	6.3570 ~ 6.5793	6.4483	6.45	6.40	6.35	6.30	6.30
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7864	7.7642	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー (INR)	72.269 ~ 75.651	74.076	74.2	73.3	72.2	72.6	75.4
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14628	14355	14150	14550	14220	13980	14960
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1144.95	1130.35	1110	1100	1090	1100	1110
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.1590	4.1395	4.08	4.18	4.11	4.07	4.23
フィリピンペソ (PHP)	47.678 ~ 48.869	48.390	47.2	48.8	48.3	48.0	49.3
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3531	1.3415	1.31	1.32	1.30	1.33	1.35
台湾ドル (TWD)	27.539 ~ 28.663	27.761	27.5	27.3	27.0	27.3	27.5
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 31.60	31.41	31.3	31.7	30.6	30.2	32.2
ベトナムドン (VND)	22953 ~ 23164	22964	23030	23090	23060	23020	23200
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	72.5378 ~ 78.0400	72.3346	74.00	77.00	78.00	76.00	78.00
南アフリカランド (ZAR)	13.6780 ~ 15.6625	14.1084	14.10	13.90	14.90	15.50	16.00
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 8.6134	8.7194	8.65	9.35	9.60	9.20	9.40
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.1213 ~ 5.8789	5.0082	5.30	5.28	5.20	5.13	5.10
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.6357	20.4235	20.20	20.10	20.00	19.90	19.80
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	15.731 ~ 17.286	17.107	17.05	17.50	17.80	18.10	18.25
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 14.270	14.202	14.18	14.41	14.52	14.63	14.74
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.521	1.488	1.48	1.53	1.57	1.57	1.53
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.773	0.768	0.777	0.770	0.795	0.815	0.769
韓国ウォン (100KRW)	9.308 ~ 9.907	9.718	9.91	10.18	10.37	10.36	10.36
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 26.744	26.733	26.96	26.79	27.49	28.01	27.19
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.303	2.285	2.33	2.30	2.34	2.38	2.33
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 83.15	82.19	83.97	84.85	86.92	85.71	85.19
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 3.981	3.984	4.00	4.10	4.19	4.18	4.18
タイバーツ (THB)	3.405 ~ 3.561	3.509	3.51	3.53	3.69	3.77	3.57
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.4808	0.4802	0.48	0.49	0.49	0.50	0.50
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.504	1.524	1.49	1.45	1.45	1.50	1.47
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 7.996	7.816	7.80	8.06	7.58	7.35	7.19
トルコリラ (TRY)	12.669 ~ 15.265	12.643	12.72	11.98	11.77	12.39	12.23
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	18.478 ~ 21.092	22.015	20.75	21.21	21.73	22.22	22.55
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.535	5.399	5.45	5.57	5.65	5.73	5.81

注: 1. 実績の欄は2021年5月31日まで。SPOTは6月18日の8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。