

2021 年 8 月 6 日

The Emerging Markets Weekly

感染再拡大への懸念残り伸び悩む

新興国市場: 先週末 7 月 30 日の新興国通貨は総じて小幅な動き。中国の規制強化や COVID-19 の感染拡大への懸念は新興国通貨の重しとなった。個別には、鉄鉱石価格の一段安に BRL は前日比▲2.5%下落した。週初 8 月 2 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。7 月製造業 PMI の冴えない結果や COVID-19 の感染者急増が重しとなった。欧米時間は新興国通貨が反発。米 7 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を下回り、米金利低下とドル安が進んだ。高金利通貨である、TRY、ZAR と BRL が値を伸ばした。3 日、アジア時間は新前日の米金利低下が新興国通貨を下支え。IDR は、COVID-19 の波はピークを過ぎたとの同国保険相の発言も追い風となった。欧米時間は材料に乏しく、新興国通貨は方向感を見出しにくい展開。ZAR が前日比+1.1%と続伸した一方、TRY や BRL は反落となった。4 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は堅調な株式市場が KRW や TWD を支えた一方、COVID-19 の新規感染者数の増加に THB は軟調となった。欧米時間は、米 7 月 ADP 雇用統計の下振れにドルは一時下落。ただ、クラリダ FRB 副議長が「2023 年に利上げを開始できる状況にある」との認識を示したことや、米 7 月非製造業景気指数が市場予想を上回ったことを受けて米金利が上昇すると、ドルは反発した。TRY や ZAR が売られた一方、BRL は利上げ加速観測を支えに底堅い動きとなった。5 日、アジア時間は新たな材料に乏しく新興国通貨の大半が小動き。個別には PHP の下げが目立った。欧米時間は米金利の持ち直しに上値の重い展開。BRL や ZAR が売られた。ZAR は同国の財務相辞任も重しとなった。また、TRY も続落。エルドアン大統領の暗に中銀に利下げを求める発言が嫌気された。

アジア: タイ政府は 1 日、COVID-19 対策として首都バンコクなどで実施しているロックダウンの期限を、少なくとも 2 週間延期すると決定。対象地域は 13 都県から 29 都県に拡大する。インドネシア政府は 2 日、COVID-19 対策のジャワ島やバリ島などでの行動制限を 9 日まで延長することを発表。延長は今回で 3 回目となる。タイ中央銀行 (BOT) は 4 日、政策金利を 0.50% に据え置いた。大半の委員は利下げより財政措置の方が効果的と判断した。また、BOT は 2021 年の成長率予測を 1.8% から 0.7% へ、2022 年を 3.9% から 3.7% に下方修正した。5 日発表のインドネシア 4~6 月期実質 GDP は前期比+3.3% と 1~3 月期 (同▲0.9%) からプラスに転じた。ただ、感染再拡大の影響は今後残る。

中東欧・アフリカ: 3 日発表のトルコ 7 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+19.0% と 6 月 (同+17.5%) から加速。トルコ中央銀行 (CBRT) が 12 日に予定する金融政策会合で、利下げが判断される可能性は低下した。

ラテンアメリカ: 7 月 30 日発表のメキシコ 4~6 月期 GDP は前期比+1.5% と 1~3 月期 (同+0.8%) から加速。主要輸出先の米国経済の回復で製造業を中心に持ち直しをみせた。ブラジル中央銀行 (BCB) は 4 日、政策金利を 5.25% へと 100bp 引き上げた。BCB は次回会合でも同程度の利上げを見込んでいるほか、中立金利を上回る水準まで利上げを行うことが適切との見解を示した。

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 亮太

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(タイ)

8 月金融政策委員会～前回会合に続き経済成長率を下方修正

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

タイ中央銀行(BOT)は 4 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を過去最低水準の 0.50%に据え置いた(図表 1)。政策金利は 10 会合連続で現状維持となった。6 人の委員のうち 4 人が政策金利の据え置きに投票し、他の 2 人は 0.25%ポイントの利下げに票を投じた。委員会メンバー間で票が割れたのは今年の 5 月以来となった。なお、ブルームバーグの事前予想では 20 人のエコノミスト全員が据え置きを予想していた。

声明文では、足許の国内の景気動向及び経済見通しが前回会合に続いて下方修正された。新型コロナウイルス感染第 3 波は過去最悪のペースで拡大しており、国内外の移動制限が影響して大きく経済に打撃を与える点を指摘した。引き続き経済見通しへの下振れリスクも大きく、21 年の成長率予想を 6 月時点の前年比+1.8%から同+0.7%へ引き下げた。今後に関して、国内での感染状況やワクチン接種の進展によって大きく景気が左右されるとの見方が示された。感染が長期化した場合には、成長率の更なる下方修正と前年に続くマイナス成長に陥る可能性にも言及した。

今後に関して、金融政策は引き続き緩和的な姿勢を維持するとした。今回 2 人の委員が 0.25%ポイントの利下げを主張したものの、現在の政策金利は既に過去最低水準にある中で、前回会合の決定を引き継ぎ、企業や家計部門への的を絞った特別融資制度を通じた流動性供給のほか、企業や家計の債務再構築を通じて債務負担を減らすことを目指すとした。感染拡大による打撃が大きいセクターに関しては、財政政策も含めて速やかに対策を講じる必要があると総括した。

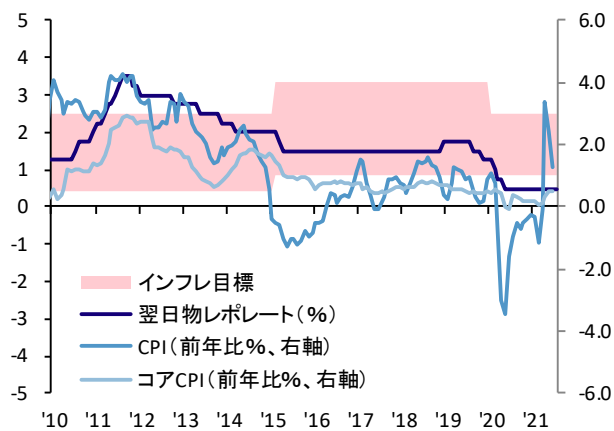
ファンダメンタルズの悪化と今回の政策決定を受けて THB は、約 3 年ぶりの安値をつけている(図表 2)。目下のリスク要因は、デルタ株の感染拡大状況である。BOT によれば国内感染者のうちデルタ株の感染が約 7 割を占める状況となっており、累計感染者は 6 月末と比較して約 1 か月で 2.5 倍の水準にまで増加している(8 月 4 日時点)。片や、2 度ワクチンを接種した割合は 6.2%に留まるなど、ワクチン接種が遅れている状況も THB が嫌気される一因となっている。

かかる中で、政府は国民の健康の保障、および国の医療体制の維持、疾病管理などにおいて集中的な対策を維持する必要があるとの判断から非常事態令に基づく措置の適用を 8 月 1 日から 2 か月延長することを決定した。引き続き経済活動の正常化を模索する状況が続くが、この間企業マインドは再度悪化傾向にあることも、回復の遅れへの懸念材料である(図表 3)。

先月末に公表された IMF の世界経済見通しにおいて先進各国の多くの見通しが上方修正されたが、これは「ワクチン接種の進捗→新規感染者数減少の確認→活動制限措置の緩和→実体経済の回復」といった傾向が見られた点が大きい。タイにおいてもこういったサイクルが確認されるまでは、先進国との回復格差は広がるものと見られる。先進各国にとってもワクチンの無効化や新たな変異株の出現といった新たなリスクであるものの、現状は為替相場においても THB が弱含むことをまずは警戒すべきであろう。THB の強みであった経常収支の規模も観光業の停滞により剥落傾向にあることから(図表 4)、ファンダメンタルズの改善無くして THB が買われることは現状

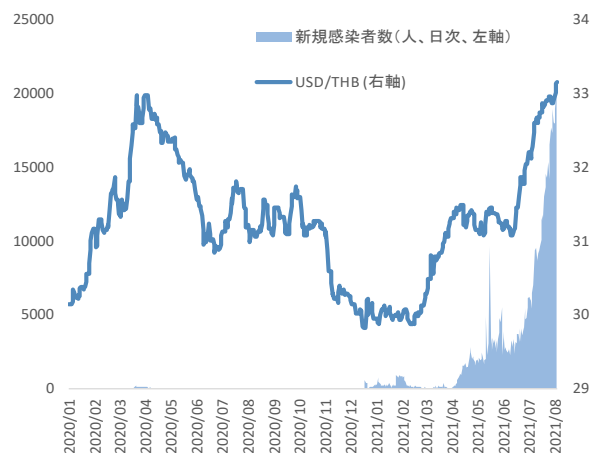
考えづらい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



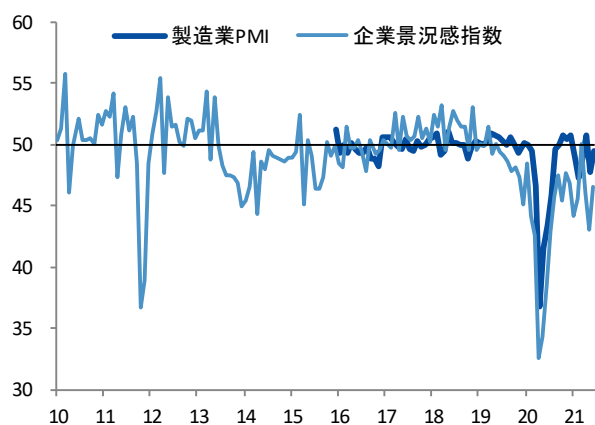
出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

図表 2: THB の動向と新型コロナウイルス新規感染者数



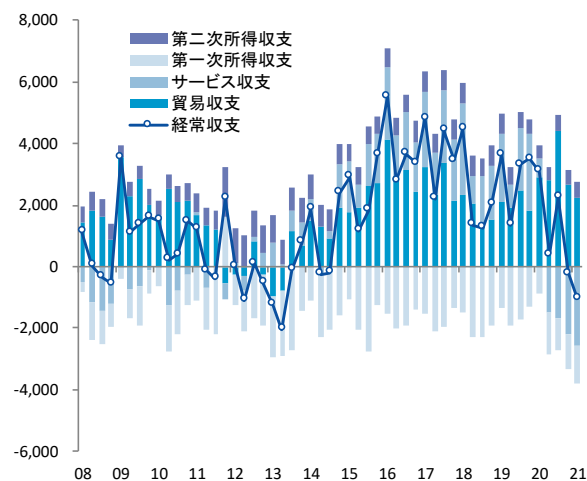
出所: Macrobond, Bloomberg

図表 3: 製造業 PMI と企業景況感指数



出所: タイ中央銀行、Markit、Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: 経常収支の推移



出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

BCB が利上げペースを加速

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4日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の4.25%から5.25%へと100bp引き上げることを全会一致で決定した(図表1)。利上げ判断は4会合連続。従来の75bpずつの利上げペースから加速し、利上げ幅は計325bpとなった。BCBは前回6月会合で、同程度(75bp)の追加利上げを見込みつつも、インフレ見通しが上振れればより大幅な利上げとなりうることに言及していた。

声明文でBCBは、まずCOVID-19デルタ株の感染再拡大に伴う世界経済へのリスクに言及した。もっとも、新興国では金融緩和の長期化や財政出動、主要国の経済回復が支えとなるとした。ブラジル経済の先行きについては見通しに変化はなく、年後半も回復が続くとした。BCBによる市場サーベイ(7月30日時点)でも、市場参加者の2021年の成長率見通しは前年比+5.30%と、前回会合時(同+4.85%)から上方修正されている(図表2)。

インフレ見通しについては警戒感が一層強まった。BCBは声明文で複合的な悪化要因に言及。製造業のみならずサービス業でもインフレ圧力が高まったことのほか、天候要因により電力価格と食料価格にさらなる上昇圧力が潜在的に高まっている点を指摘した。これらが短期的なインフレ見通しの修正要因になるとしている。なお、インフレ率(IPCA)は6月に前年比+8.35%まで加速。3月以降は、BCBの目標レンジ(2021年は3.75%を中心に±1.5%pt)の上限を超え続けている。また、上述の市場サーベイでは、市場参加者の2021年のインフレ率(IPCA)見通しがそれぞれ前年比+6.79%と、前回会合時点(同+5.82%)から再び上方修正されている(図表3)。

また、BCBはインフレ圧力が高めの水準で維持されることにより先々のインフレ見通しにも影響を与えかねないという、従来からの懸念も以下のように声明文で明記した。さらに、先々のインフレ見通しを安定させるには、より迅速な政策調整(利上げ)が最も適切であるとの見解も追加している。

The adjustment also reflects the Committee's perception that the recent deterioration of inertial components of inflation, in a moment of reopening of the service sector, could result in an additional deterioration of inflation expectations. The Committee understands that, at this moment, the strategy of a quicker monetary adjustment is the most appropriate to guarantee the anchoring of inflation expectations.

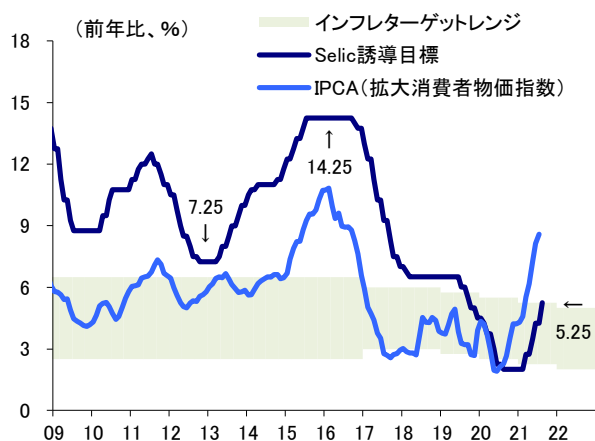
その上で、BCBは中立金利を上回る水準まで利上げを行うことが適切との見解を示した。前回会合では中立金利と同程度としていた。ちなみに、ブラジルの中立金利は実質ベースで前年比+3%程度とみられており、BCBのインフレ目標(2021年:前年比+3.50%、2022年:同+3.00%)を考慮すると、年内であれば名目ベースで6.5%を超える水準までの利上げが示唆されたことになる。

声明文によれば、BCBは次回会合(9月)においても同程度(100bp)の利上げを見込んでいる。その後、10月及び12月会合でどの程度の利上げが行われるかは、インフレ見通しの行方次第となる。上述の市場サーベイによると、市場の政策金利見通しは、2021年末、2022年末ともに7.00%となっている。前回会合時点では、それ

ぞれ 6.50%と 6.75%であった(図表 4)。

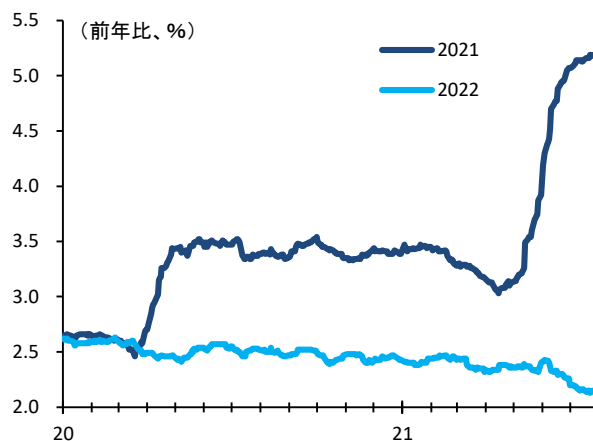
さらなる利上げが展望される中で、ブラジル国債の利回りにも上昇圧力が強まっている。対米金利差の拡大は BRL のサポート要因となろう。ただし、デルタ株による感染再拡大の動きが世界的にみられることや、国内ではワクチン調達を巡る不正疑惑で政治的な混迷も懸念される。こうした BRL 安要因も残る中で、目先は年初来プラス圏(対ドルで 4.90~5.20)での値固めを想定する。

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

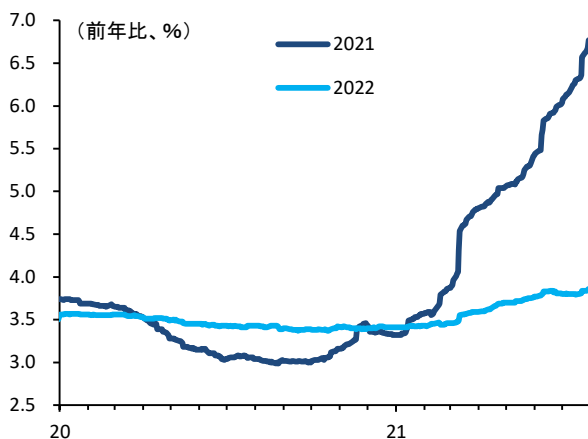
図表 2:BCB 市場サーベイ(実質 GDP 見通し、予想平均値)



(注)2021 年 7 月 30 日時点

出所:ブラジル中央銀行、みずほ銀行

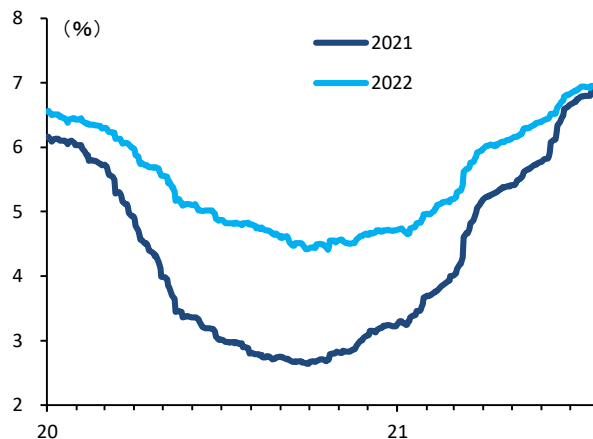
図表 3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、予想平均値)



(注)2021 年 7 月 30 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)

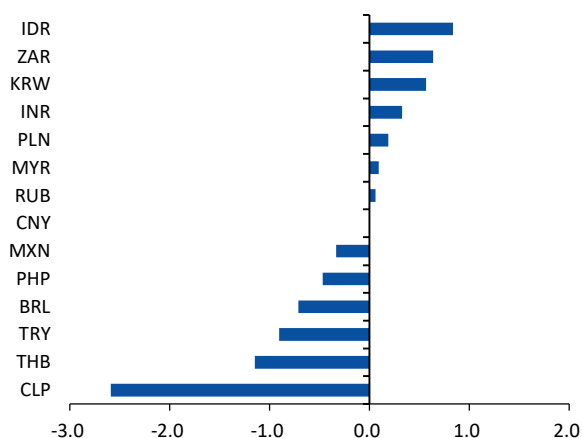


(注)2021 年 7 月 30 日時点

出所:ブラジル中央銀行、みずほ銀行

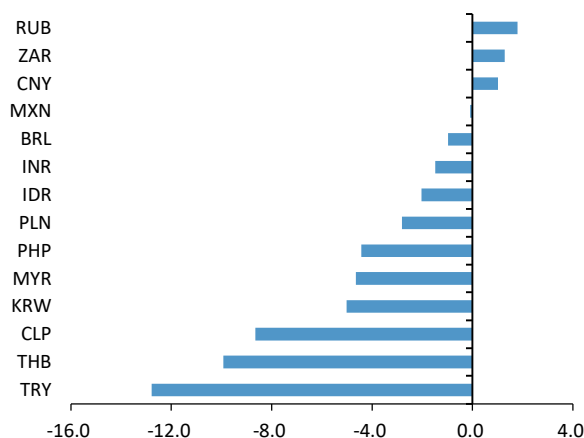
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



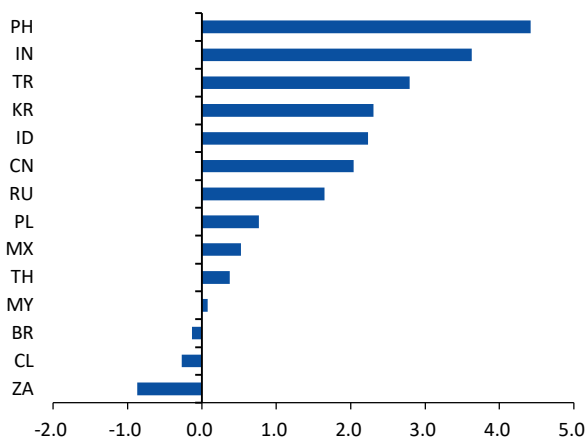
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



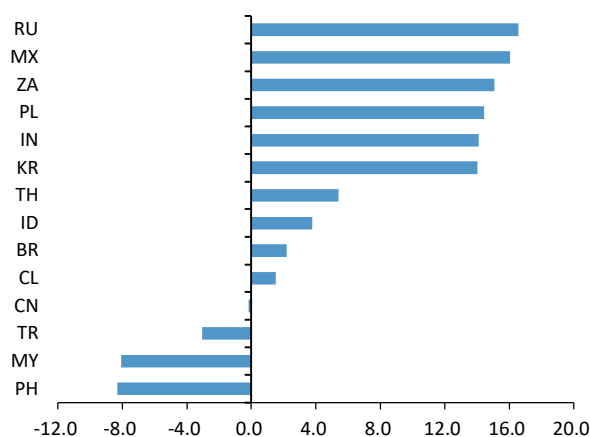
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



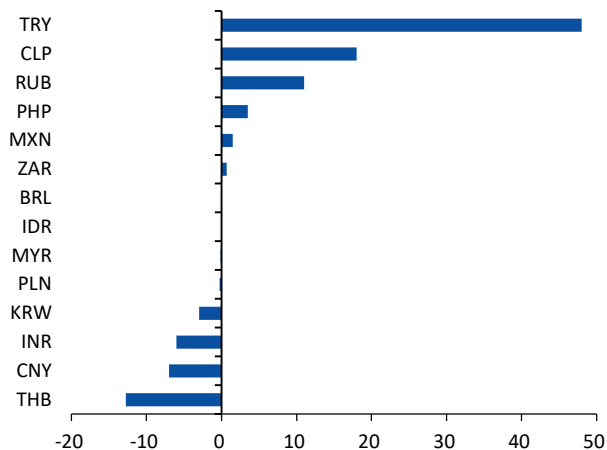
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

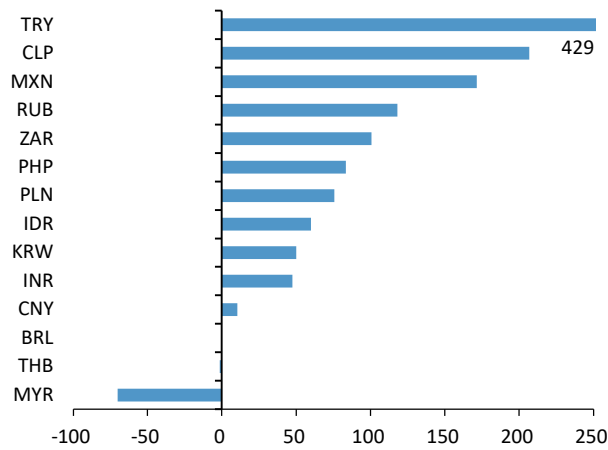
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

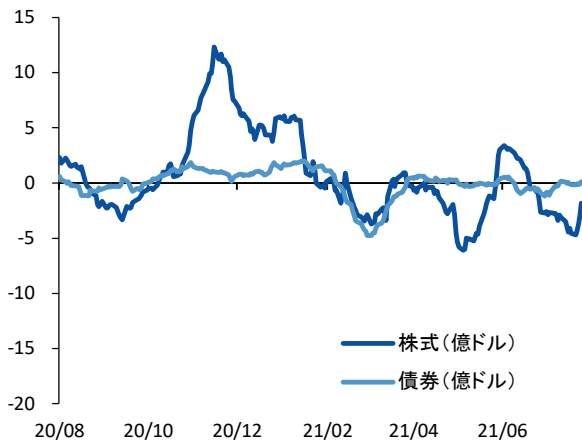


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

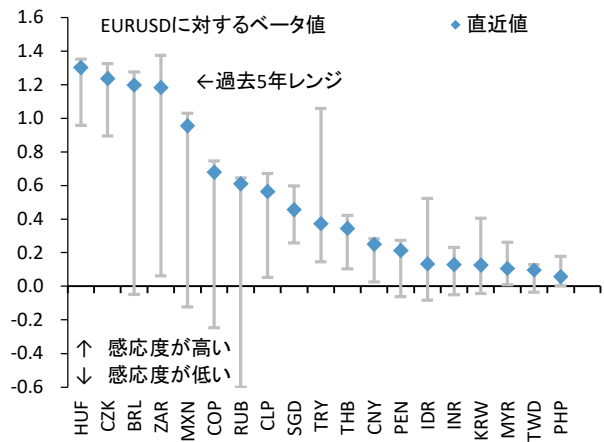
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



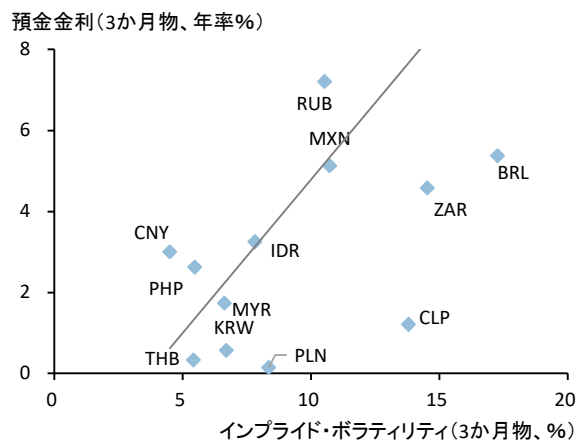
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



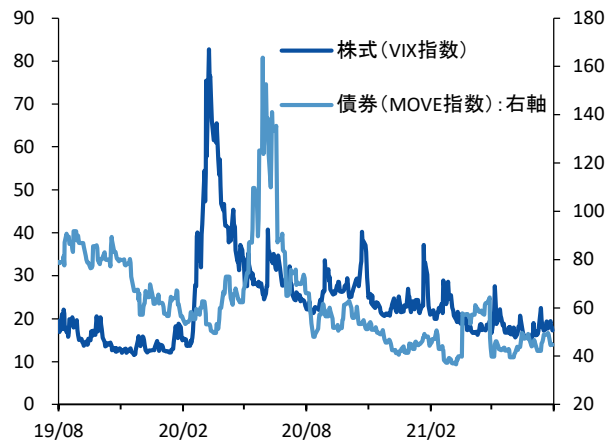
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



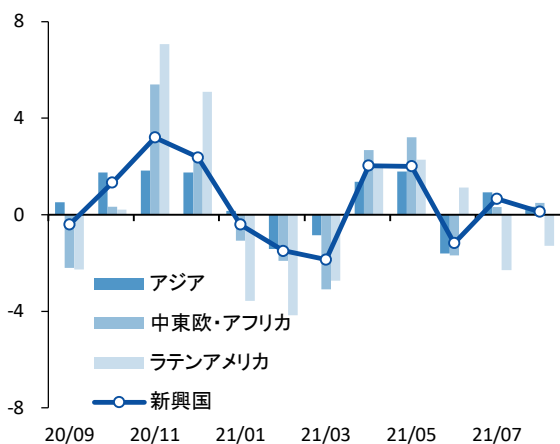
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



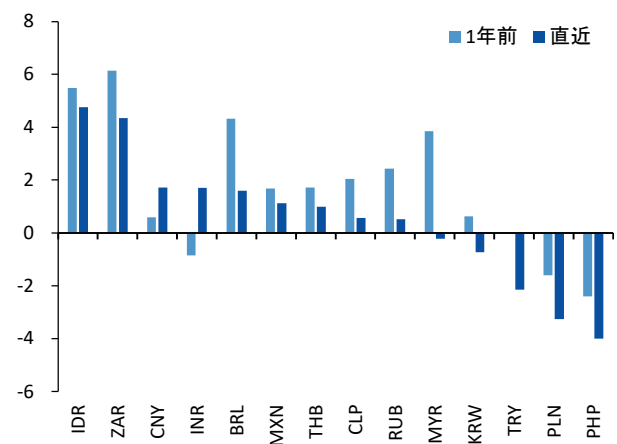
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月2日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	50.3	51.3	--
2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	1.5%	1.5%	1.3%	--
2日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	50.8	51.0	50.8	--
3日 (火)	韓国	CPI(前年比)	2.4%	2.6%	2.4%	--
4日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	50.5	54.9	50.3	--
4日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.5%	0.5%	0.5%	--
5日 (木)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.0%	4.0%	4.1%	--
5日 (木)	タイ	CPI(前年比)	0.9%	0.5%	1.3%	--
5日 (木)	インドネシア	GDP(前年比)	6.7%	7.1%	-0.7%	--
6日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$10761.2m	--
6日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$2756m	--	-\$2755m	--
6日 (金)	インド	RBILポレート	4.0%	--	4.0%	--
7日 (土)	中国	貿易収支	\$52.00b	--	\$51.53b	--
9日 (月)	中国	CPI(前年比)	0.8%	--	1.1%	--
9日 (月)	中国	PPI 前年比	8.8%	--	8.8%	--
9日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	26.0%	--
9日 (月)	台湾	貿易収支	--	--	\$5.15b	--
10日 (火)	フィリピン	GDP(前年比)	10.0%	--	-4.2%	--
11-16日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$312m	--
12日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.0%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	29.3%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	--	--	6.3%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	48.3%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	98.3%	--
13日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	-0.5%	--
中東欧・アフリカ						
8月3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	18.6%	19.0%	17.5%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	43.6%	44.9%	42.9%	--
6日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	6.6%	--	6.5%	--
10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	35.3%	--
11日 (水)	ロシア	貿易収支	--	--	10.2b	--
12日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	40.7%	--
12日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	19.0%	--
13日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	-0.7%	--
13日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-3.08b	--
ラテンアメリカ						
8月2日 (月)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$8905m	\$7395m	\$10372m	--
3日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	12.3%	12.0%	24.0%	--
5日 (木)	ブラジル	SELICレート	5.25%	5.25%	4.25%	--
6日 (金)	メキシコ	総設備投資	44.2%	--	43.1%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	5.9%	--
9日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.1%	--
10日 (火)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	0.5%	--
11日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	36.4%	--
11日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	16.0%	--
13日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	--	--

注: 2021 年 8 月 6 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 1～7月(実績)	SPOT	2021年 9月	12月	2022年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		6.3570 ~ 6.5793	6.4615	6.55	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル (HKD)		7.7510 ~ 7.7864	7.7763	7.77	7.78	7.79	7.80	7.80
インドルピー (INR)		72.269 ~ 75.651	74.175	75.4	74.4	75.2	77.3	75.6
インドネシアルピア (IDR)		13865 ~ 14628	14343	14650	14380	14850	15100	14680
韓国ウォン (KRW)		1080.08 ~ 1157.40	1143.75	1160	1160	1170	1180	1190
マレーシアリングギ (MYR)		3.9957 ~ 4.2440	4.2165	4.32	4.18	4.22	4.38	4.22
フィリピンペソ (PHP)		47.615 ~ 50.920	50.255	51.6	50.4	50.5	52.4	50.8
シンガポールドル (SGD)		1.3157 ~ 1.3693	1.3513	1.37	1.34	1.36	1.37	1.33
台湾ドル (TWD)		27.483 ~ 28.663	27.770	27.8	27.8	28.0	28.3	28.5
タイバーツ (THB)		29.84 ~ 32.99	33.25	33.6	32.8	33.2	33.4	32.5
ベトナムドン (VND)		22944 ~ 23164	22949	23090	22930	23060	23250	23080
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		71.5530 ~ 78.0400	73.1035	75.00	76.00	76.00	78.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)		13.4122 ~ 15.6625	14.5146	15.00	15.50	16.00	16.30	16.50
トルコリラ (TRY)		6.8974 ~ 8.8008	8.5275	8.80	9.00	9.20	9.70	10.20
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル (BRL)		4.8942 ~ 5.8789	5.2493	5.00	4.85	4.85	5.00	5.30
メキシコペソ (MXN)		19.5494 ~ 21.6357	19.9321	19.80	19.30	19.30	19.40	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		15.731 ~ 17.286	16.985	16.95	17.38	17.67	17.97	18.13
香港ドル (HKD)		13.233 ~ 14.380	14.118	14.29	14.52	14.63	14.74	14.87
インドルピー (INR)		1.402 ~ 1.521	1.480	1.47	1.52	1.52	1.49	1.53
インドネシアルピア (100IDR)		0.732 ~ 0.778	0.765	0.758	0.786	0.768	0.762	0.790
韓国ウォン (100KRW)		9.308 ~ 9.910	9.601	9.57	9.74	9.74	9.75	9.75
マレーシアリングギ (MYR)		25.548 ~ 26.906	25.995	25.69	27.03	27.01	26.26	27.49
フィリピンペソ (PHP)		2.136 ~ 2.310	2.194	2.15	2.24	2.26	2.19	2.28
シンガポールドル (SGD)		77.79 ~ 83.15	81.24	81.02	84.33	83.82	83.94	87.22
台湾ドル (TWD)		3.655 ~ 4.002	3.956	3.99	4.06	4.07	4.06	4.07
タイバーツ (THB)		3.321 ~ 3.561	3.297	3.30	3.45	3.43	3.44	3.57
ベトナムドン (10000VND)		0.4446 ~ 0.4854	0.4784	0.48	0.49	0.49	0.49	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.364 ~ 1.538	1.500	1.48	1.49	1.50	1.47	1.45
南アフリカランド (ZAR)		6.657 ~ 8.181	7.562	7.40	7.29	7.13	7.06	7.03
トルコリラ (TRY)		12.436 ~ 15.265	12.867	12.61	12.56	12.39	11.86	11.37
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル (BRL)		18.478 ~ 22.632	20.925	22.20	23.30	23.51	23.00	21.89
メキシコペソ (MXN)		5.018 ~ 5.624	5.508	5.61	5.85	5.91	5.93	5.95

注: 1. 実績の欄は2021年7月31日まで。SPOTは8月6日の7時55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。