

2021 年 9 月 3 日

The Emerging Markets Weekly

リスクオンムード継続で底堅い推移

新興国市場: 先週末 8 月 27 日、新興国通貨はアジア時間こそジャクソンホール経済シンポジウムを控えて小動きとなったが、欧米時間には急反発した。パウエル FRB 議長が年内のテーパリング(資産購入ペースの減速)着手を示唆するも、利上げを急がない姿勢を示し、リスクオンムードが広がった。高金利通貨である ZAR、BRL や RUB は前日+1.0%超上昇した。週初 30 日、アジア時間の新興国通貨は上昇。MYR、TWD や KRW が全体をけん引した。欧米時間も新興国通貨は底堅く推移。ロンドン市場休場で値動きは小幅だったものの、米金利低下と株高のほか、原油や銅価格の上昇もサポート材料となった。31 日、新興国通貨はリスクオンの継続により堅調に推移。アジア時間は KRW、IDR や THB の上昇が目立った。一方、CNY は冴えない 8 月 PMI の内容を受けて鈍い伸びとなった。欧米時間では、ZAR が前日比+1.0%まで上昇、TRY や BRL も買われた。9 月 1 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。PHP と THB は 8 月製造業 PMI の悪化もあり上昇幅を縮小した。一方、KRW や TWD はしっかり。欧米時間の新興国通貨は堅調に推移。米 8 月 ADP 雇用統計が市場予想を大幅に下回り、米金利低下・ドル売りが優勢となった。ZAR は 8 月製造業 PMI が大幅に改善したことも追い風。一方、BRL はブラジルの 4~6 月期実質 GDP 成長率がマイナスに転じたことが嫌気され下落した。2 日、アジア時間の新興国通貨は、米 8 月雇用統計の発表を翌日に控えて小動き。THB と KRW は軟調となる一方、PHP は小幅に上昇した。欧米時間は目新しい材料がない中、米 8 月雇用統計の発表を控え様子見ムードが継続。米株の堅調な推移、EUR や原油価格の上昇などが新興国通貨の支援材料となった。

アジア: タイ政府は 8 月 27 日、首都バンコクなどで実施中の COVID-19 対策の行動制限を 9 月 1 日から緩和することを決定した。8 月 31 日発表のインド 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+20.6%と 1~3 月期(同+1.6%)から加速。ただし、前年の 4~6 月期(同▲24.4%)からの反動の側面が強い。8 月 31 日発表の中国 8 月非製造業 PMI は 47.5 と 7 月(53.3)から大きく悪化、市場予想(52.0)も下回った。また 8 月製造業 PMI は拡大・縮小の節目である 50 を上回る水準を維持したが、新規受注指数が昨年 2 月以来の 50 割れとなった。悪化の背景として、COVID-19 を巡る中国内の行動規制や世界的な供給制約問題のほか、中国当局の統制強化の影響も一部で指摘されている。中国政府は翌 1 日、中小企業の資金繰り支援や投資促進等の措置を講じる声明を発表した。

中東欧・アフリカ: 1 日発表のトルコ 4~6 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.9%と 1~3 月期(同+2.2%)から減速も、4 四半期連続のプラス成長となった。輸出や投資が堅調な伸びをみせた。

ラテンアメリカ: 1 日発表のブラジル 4~6 月期実質 GDP 成長率は前期比▲0.1%と 4 四半期ぶりのマイナス成長となった。市場予想は同+0.2%だった。COVID-19 の感染再拡大や天候不順を受けた農作物の不作が重しとなった。

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(韓国)

早くも利上げに踏み切った BOK

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 26 日、金融通貨委員会を開催し政策金利(7 日物レポ金利)を過去最低水準であった 0.50%から 0.75%へと 25bp 引き上げることを決定した(図表 1)。政策金利の見直しは 2020 年 5 月以降で 10 会合ぶりとなる。李総裁の会見によれば、7 名の委員のうち 1 名は据え置きを主張したが、多数決により利上げが決定された模様だ。

李総裁は 6 月に開催された半期インフレ目標検証結果を発表する会見で、「年内の適切な時点から緩和的な金融政策を秩序立てて正常化していく」と発言。BOK の前回 7 月会合では、声明文に「金融緩和の度合いを調整すべきか判断する」との記述が盛り込まれた。1 名の委員が利上げを主張したことも明らかとなっており、次は緩和見直しという方向感市場で十分に共有されていたものの、このタイミングでの利上げ判断は市場でやや驚きをもって受け止められた。発表直後、KRW は一時的に強含んだ。

実際のところ、何が利上げ判断の決め手となったのかやや分かりにくい。声明文のうち、今後の政策方針に関する記述は、従来の感染拡大の不透明感を踏まえた緩和維持の姿勢から、景気回復や物価動向を睨みながら緩和度合いを漸次調整する姿勢に転じたことは、確かに以下の記述からうかがえる。

The Board will gradually adjust the degree of monetary policy accommodation as the Korean economy is expected to continue its sound growth and inflation to run above 2% for some time, despite ongoing uncertainties over the virus.

ただ、このように述べるほどに経済や感染拡大の見通しに改善があったのだろうか。同日公表された最新の経済見通しによれば、2021 年と 2022 年の成長率見通しはそれぞれ前年比+4.0%と同+3.0%であり、いずれも 5 月時点の見通しから変化はない(図表 2)。それどころか、2021 年に関しては、上期を上方修正(前年比+3.7%→同+3.9%)する一方、下期を下方修正(同+4.2%→同+4.0%)しており、先行き見通しが改善したわけではない。

インフレ率見通しについては、2021 年を前年比+2.1%と BOK の目標値(同+2.0%)を上回る水準へと、5 月時点(同+1.8%)から上方修正している。ただ、この点についても、BOK は 6 月会合時点ですでに「年内はしばらく 2%台前半での推移が続く」としており、特段の目新しさはない。

また、COVID-19 の感染再拡大の行方についても、李総裁の会見によれば、10 月以降に感染再拡大の勢いは和らぐとみているようだ。先行きには不透明感が依然残るといえる。強いて言えば、変異種による感染再拡大の動きが出ているにもかかわらず、上述の通年の成長率見通しを見直す必要がないまでに、経済の回復基調がより確かなものになってきたということか。

以上を踏まえて、BOK の今回の利上げ判断には、景気回復基調やインフレ圧力の強まりもさることながら、別の要因、具体的には金融不均衡への対応がより重視されたのではないかと考えたい。前回 7 月会合後の会見で李総裁は、多くの委員が金融不均衡のリスクへの対応に注力すべきと考えていると明かしていたことが思い出され

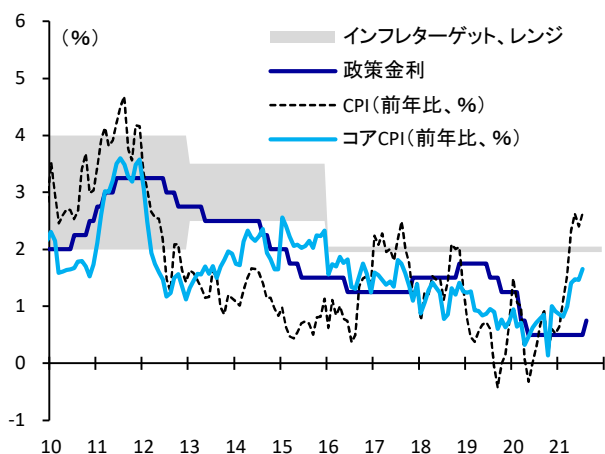
る。今会合後の会見でも、今回の利上げは実体経済にネガティブな影響をもたらさないとする一方、今回の利上げが積みあがった金融不均衡を和らげる最初の一步になるとの発言をしている。また、借り入れによる資産投資の需要を抑制するとも述べている。現状の金融環境下で形成されたリスク資産価格に脆さを見出し、価格変動に伴うバランスシート調整のリスクを可能な限り抑制しておきたいとの思いがうかがえる。

そして、その警戒感是国内だけに向けられたものではない。今会合の声明文では、次回の利上げ時期の判断要素として、従来挙げてきた①COVID-19を巡る動向、②経済成長やインフレの加速ペース、③金融不均衡リスクの蓄積に④主要国における金融政策の見直しを追加した。すなわち、主要国、特に米国の金融政策の正常化に伴うクロスボーダーの資金の流れの変化、具体的には韓国金融市場の不安定化リスクにも関心を強めつつあるということだろう。

In this process the Board will judge when to further adjust the degree of accommodation while thoroughly assessing developments related to COVID-19, changes in the pace of growth and inflation, the risk of a buildup of financial imbalances, and monetary policy changes in major countries.

今回の利上げにより、年内利上げの目標は達成されたが、李総裁は前回会合時に1、2回の利上げでは金融不均衡を解消できないとも述べていた。声明文にも緩和度合いを漸次調整する姿勢が盛り込まれた。BOKの警戒する金融不均衡に着目しながら、次回利上げ時期を探っていききたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

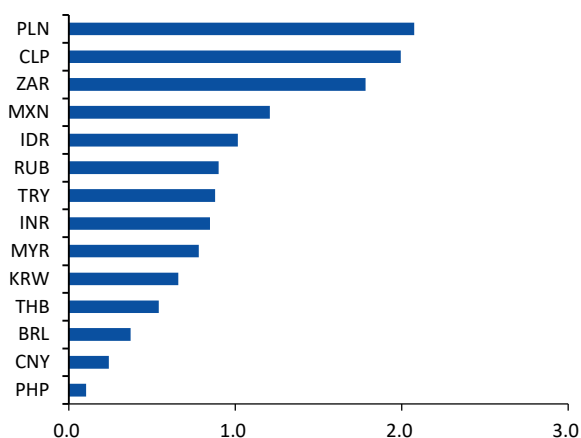
図表 2: BOK の経済見通し(2021年8月時点)

	2020年 (前年比)	2021年		2022年	
		通年	上半期	下半期	通年
実質GDP成長率	-0.9%	3.9%	4.0%	4.0%	3.0%
民間最終消費支出	-5.0%	2.4%	3.3%	2.8%	3.4%
設備投資	7.1%	12.3%	5.5%	8.8%	2.1%
知的財産投資	4.0%	4.3%	4.5%	4.4%	3.8%
建設投資	-0.4%	-1.6%	3.2%	0.9%	2.9%
輸出(財)	-0.5%	14.4%	4.1%	8.9%	2.7%
輸入(財)	-0.1%	12.5%	6.7%	9.5%	3.0%
消費者物価指数(CPI)	0.5%	1.8%	2.4%	2.1%	1.5%

出所: BOK、みずほ銀行

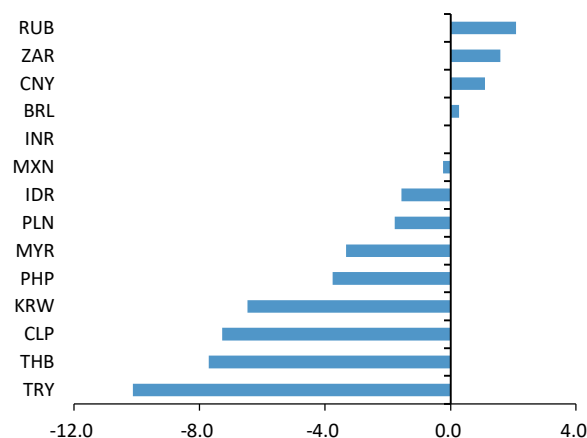
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



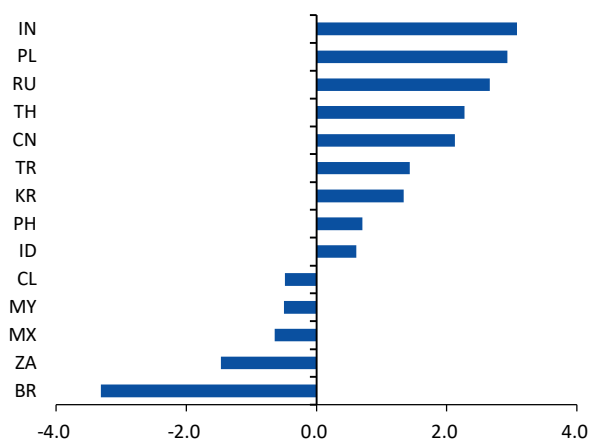
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



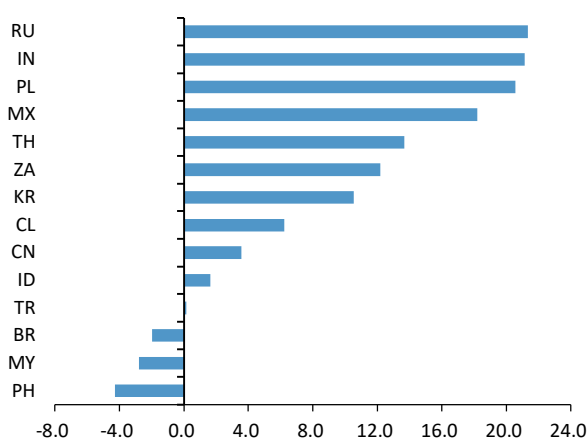
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



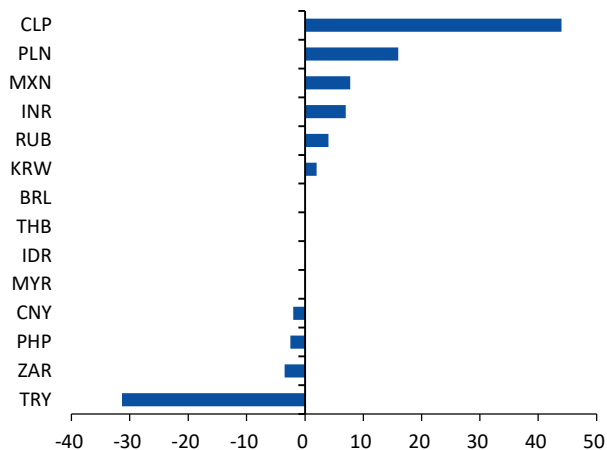
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

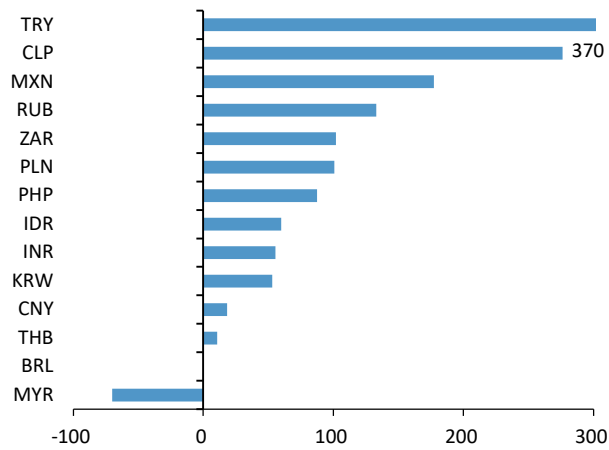
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

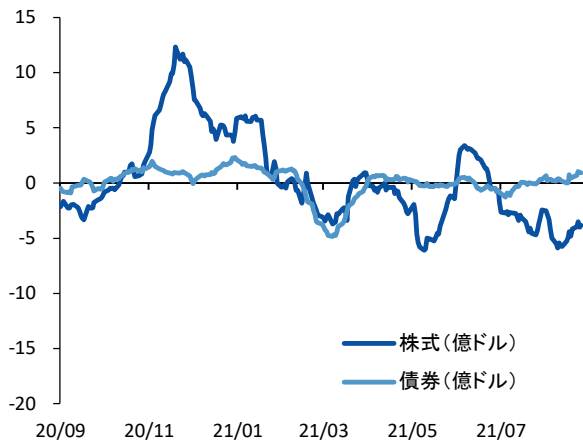


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

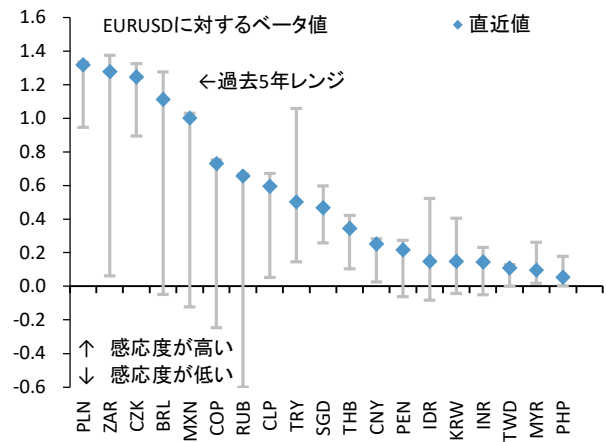
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



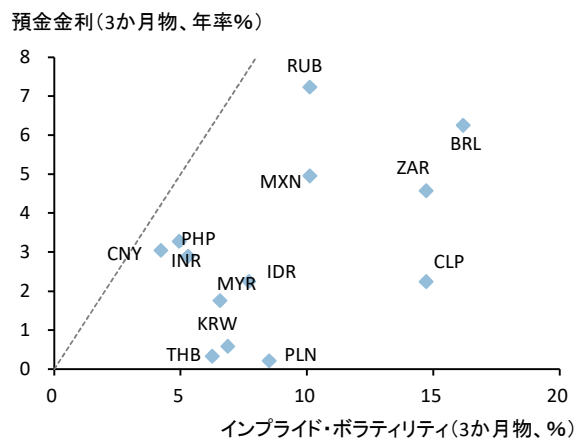
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



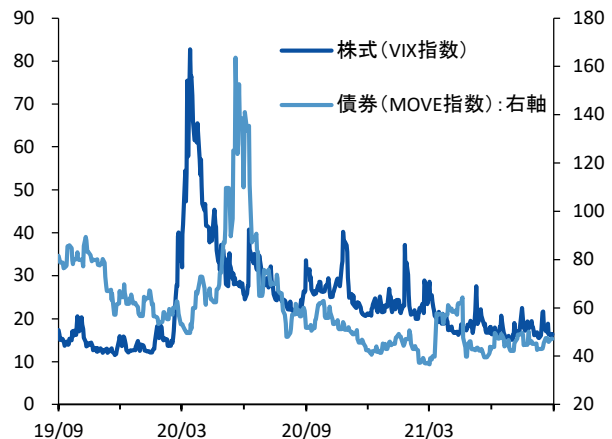
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



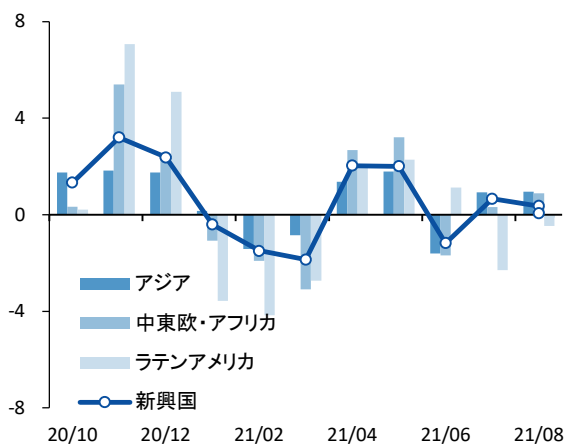
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



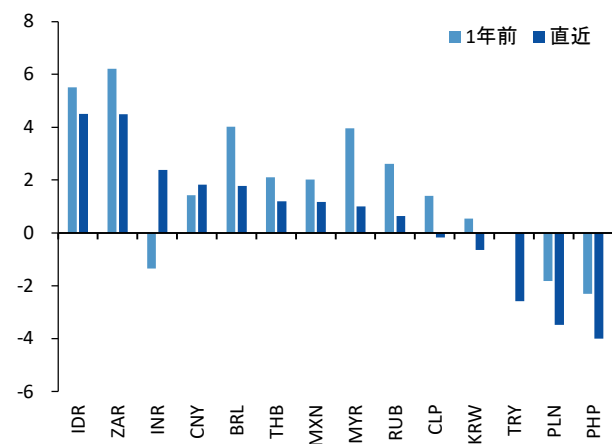
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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31日 (火)	韓国	鉱工業生産(前年比)	7.2%	7.9%	11.9%	11.5%
31日 (火)	中国	非製造業PMI	52.0	47.5	53.3	--
31日 (火)	中国	製造業PMI	50.2	50.1	50.4	--
31日 (火)	タイ	国際収支:経常収支	-\$1288m	-\$680m	-\$1305m	--
31日 (火)	タイ	貿易収支	--	\$3361m	\$3906m	--
9月1日 (水)	韓国	貿易収支	\$1450m	\$1670m	\$1764m	\$1772m
1日 (水)	韓国	日経韓国製造業PMI	--	51.2	53.0	--
1日 (水)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	58.5	59.7	--
1日 (水)	インドネシア	日経インドネシア製造業PMI	--	43.7	40.1	--
1日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.1	49.2	50.3	--
1日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	1.6%	1.6%	1.5%	--
1日 (水)	インド	日経インド製造業PMI	--	52.3	55.3	--
2日 (木)	韓国	GDP(前年比)	5.9%	6.0%	5.9%	--
2日 (木)	韓国	CPI(前年比)	2.4%	2.6%	2.6%	--
2日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	50.9	50.9	51.0	--
3日 (金)	韓国	外貨準備高	--	--	\$458.68b	--
3日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	52.0	--	54.9	--
3日 (金)	インド	日経インド・サービス業PMI	--	--	45.4	--
3日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	0.3%	--	25.8%	--
6日 (月)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.5%	--
7日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$8846.9m	--
9月7日 (火)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	4.5%	--	4.0%	--
中東欧・アフリカ						
8月31日 (火)	トルコ	貿易収支	-4.30b	-4.28b	-2.85b	-2.88b
31日 (火)	南ア	貿易収支(ラント)	48.1b	37.0b	57.7b	54.5b
9月1日 (水)	ロシア	マーケット・ロシア製造業PMI	48.8	46.5	47.5	--
1日 (水)	トルコ	GDP(前年比)	21.0%	21.7%	7.0%	--
1日 (水)	トルコ	マーケット/ISOTUR製造業PMI	--	54.1	54.0	--
1日 (水)	南ア	ABSA製造業PMI	48.0	57.9	43.5	--
2日 (木)	ロシア	失業率	4.8%	4.5%	4.8%	--
2日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	5.0%	4.7%	10.9%	--
3日 (金)	ロシア	マーケット・ロシアPMIサービス業	53.5	--	53.5	--
3日 (金)	トルコ	CPI(前年比)	18.7%	--	19.0%	--
3日 (金)	トルコ	PPI 前年比	--	--	44.9%	--
ラテンアメリカ						
8月30日 (月)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	0.8%	0.7%	0.8%	--
30日 (月)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	31.3%	31.1%	33.8%	--
31日 (火)	ブラジル	中央政府財政収支	-26.7b	-19.8b	-73.6b	--
31日 (火)	ブラジル	純債務対GDP比	60.4%	60.3%	60.9%	--
9月1日 (水)	ブラジル	GDP(前年比)	12.7%	12.4%	1.0%	--
1日 (水)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMI製造業	--	53.6	56.7	--
1日 (水)	メキシコ	マーケット・メキシコ製造業PMI	--	47.1	49.6	--
1日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$7500m	\$7665m	\$7395m	--
2日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.9%	1.2%	12.0%	--
3日 (金)	ブラジル	マーケット・ブラジルPMIサービス業	--	--	54.4	--
6日 (月)	メキシコ	総設備投資	--	--	46.5%	--

注: 2021 年 9 月 3 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、その正確性を全般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 1～8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	6.4565	6.52	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7946	7.7711	7.79	7.80	7.81	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.651	73.068	74.8	73.6	76.8	76.0	75.6
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14273	14650	14380	15050	14780	14600
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1181.10	1161.45	1170	1170	1180	1190	1200
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.2450	4.1585	4.21	4.14	4.38	4.22	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ~ 50.920	49.898	50.7	49.4	51.4	50.7	49.6
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3693	1.3425	1.36	1.34	1.37	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ~ 28.663	27.724	27.8	27.9	28.1	28.3	28.5
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 33.49	32.45	33.2	32.2	33.8	33.0	32.2
ベトナムドン	(VND)	22765 ~ 23164	22764	23060	22850	23150	23050	22290
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	71.5530 ~ 78.0400	72.8883	75.00	76.50	77.00	77.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ~ 15.6625	14.4462	15.00	15.50	16.00	16.30	16.50
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 8.8008	8.2891	8.80	9.00	9.20	9.70	10.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.1845	5.10	4.95	5.05	5.20	5.35
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.6357	19.9637	20.10	19.90	20.00	20.20	20.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 17.286	17.035	17.02	17.38	17.67	17.97	18.13
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.380	14.148	14.25	14.49	14.60	14.71	14.83
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.521	1.505	1.48	1.54	1.48	1.51	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.778	0.770	0.758	0.786	0.757	0.778	0.795
韓国ウォン	(100KRW)	9.271 ~ 9.910	9.468	9.49	9.66	9.66	9.66	9.67
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 26.906	26.442	26.37	27.29	26.03	27.25	28.02
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.310	2.206	2.19	2.29	2.22	2.27	2.34
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 83.15	81.90	81.62	84.33	83.21	85.19	87.22
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 4.002	3.973	3.99	4.05	4.06	4.06	4.07
タイバーツ	(THB)	3.264 ~ 3.561	3.386	3.34	3.51	3.37	3.48	3.60
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4854	0.4831	0.48	0.49	0.49	0.50	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.538	1.508	1.48	1.48	1.48	1.49	1.45
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.613	7.40	7.29	7.13	7.06	7.03
トルコリラ	(TRY)	12.436 ~ 15.265	13.263	12.61	12.56	12.39	11.86	11.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 22.632	21.209	21.76	22.83	22.57	22.12	21.68
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.624	5.508	5.52	5.68	5.70	5.69	5.69

注: 1. 実績の欄は 2021 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 3 日の 7 時 40 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。