

2021 年 9 月 24 日

The Emerging Markets Weekly

中国からの不安要因に揺れる

新興国市場: 先週末 17 日、アジア時間の新興国通貨は前日のドル高を引き継ぎやや軟調。中国の不動産開発大手の財務問題を巡る懸念も重しとなった。THB はタイの首都バンコクの外国人観光客の受け入れ再開の延期が嫌気され下落した。欧米時間の新興国通貨は下落。中国の不動産開発大手の財務問題がクローズアップされる格好で株安が進展し、リスクセンチメントが一段と悪化した。TRY は前日比▲1.0%超下落。ZAR や BRL も売られた。週初 20 日、新興国通貨は総じて下落。中国が休場で上述の財務問題に関する新材料に乏しく、株式市場では上値の重さが残り、リスク警戒が続いた。RUB や BRL、MXN の下げが目立った。21 日、新興国通貨は小幅な動き。引き続き中国市場が休場で新材料に乏しく、FOMC も控えて様子見姿勢が強まった。前週末の下落幅を縮小する動きが BRL や TRY、RUB でみられた一方、ZAR は値を下げた。22 日、アジア時間は引き続き小動き。上述の財務問題を巡っては翌日に控える利払い実施の発表が支えとなるも、FOMC を控えて様子見となった。連休明けで取引が再開された CNY は、前週末比では小幅安で始まるもその後は持ち直す展開となった。欧米時間の新興国通貨はまちまち。FOMC については、示唆されたテーパリングのペースは概ね市場でも織り込み済みの範囲であったほか、2022 年中の利上げの適否に関してメンバーの意見が依然二分されており、市場が明確な方向感を見出し難い内容となった。INR や BRL、TRY が軟調だった一方、MXN や ZAR はしっかり。23 日、新興国通貨は総じて堅調。中国の金融規制当局が上述の不動産開発大手に個人投資家への債務返済やドル建て債務のデフォルト回避を求めたと伝わり、当局による支援への期待感が支えとなった。こうした中、TRY は前日比 1.2%超下落。予想外の利下げにエルドアン大統領による金融政策への介入懸念が再び高まった。

アジア: インドネシア中央銀行(BI)は 21 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 7 会合連続。声明文では、引き続き成長支援を重視する姿勢を維持することが示唆された。台湾中央銀行(CBC)は 23 日、政策金利を 1.125%で据え置くことを決定した。ただし、不動産市場の過熱を回避すべく融資規制をやや引き締めることを明らかにした。

中東欧・アフリカ: トルコ中央銀行(CBRT)は 23 日、政策金利を 18.00%へと 100bp の利下げに踏み切った。9 月に入りカブジュオール総裁は政策判断の目安をコアインフレに移行することを表明し、利下げ余地を探る動きを見せていた。今回、声明文からは、政策金利はインフレ率を上回る水準に維持されとの文言も削除された。南アフリカ準備銀行(SARB)は 23 日、政策金利を 3.50%で据え置くことを決定した。ただ、公表された経済予測モデルは、2021 年 10～12 月期以降、2023 年末まで毎四半期 25bp ずつの利上げを示唆している。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は 22 日、政策金利を 6.25%へと 100bp 引き上げることを決定した。利上げは 5 会合連続。インフレ圧力を考慮し、BCB は 10 月にも同程度の利上げを想定しているとした。

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(新興国)

8 月のファンドフロー

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

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

2021 年 8 月の新興国ファンドへの資金フローは+148.5 億ドルと 2 か月連続で資金流入となった。株式ファンドへは+134.6 億ドルと 2 か月連続で資金が流入。流入額は前月(+56.5 億ドル)から拡大した。債券ファンドへは+13.9 億ドルと 5 か月連続で資金が流入。ただし、流入額は前月(+28.9 億ドル)から縮小した。

地域別ファンドへの資金フローでは、アジア(日本除く)に 2 か月連続で資金が流入した。株式、債券ともに流入額が前月から拡大した。東欧・中東・アフリカは 5 か月ぶりの資金流入となった。債券への流入額は縮小も、株式からの流出額が大きく縮小したことが寄与した。一方、ラテンアメリカは 6 か月連続で資金流出となった。債券への流入額が拡大したものの、それ以上に株式からの流出額が拡大した。

国別ファンドへの資金フローでは、中国が 2 か月連続の資金流入となった。また、韓国は 3 か月ぶりに資金が流入。株式が 3 か月ぶりの資金流入となったことが寄与した。このほか、4 か月ぶりに債券が資金流入に転じたインドへの資金流入が堅調だった。一方、ロシアは 5 か月連続で資金流出となった。債券が 5 か月ぶりの資金流入となったものの、株式で資金流出が続いている。

なお、9 月 15 日までのデータを基に 9 月に入っの資金フローを試算したところ、新興国ファンドへは、債券への流入額が拡大する格好で、すでに 8 月分と同程度の資金流入がみられる。国別ファンドでは、中国への資金流入が株式を中心に 8 月から大きく拡大している。一方、インドは株式が 5 か月ぶりに資金流出となるかたちで、全体でも資金流出に転じている。

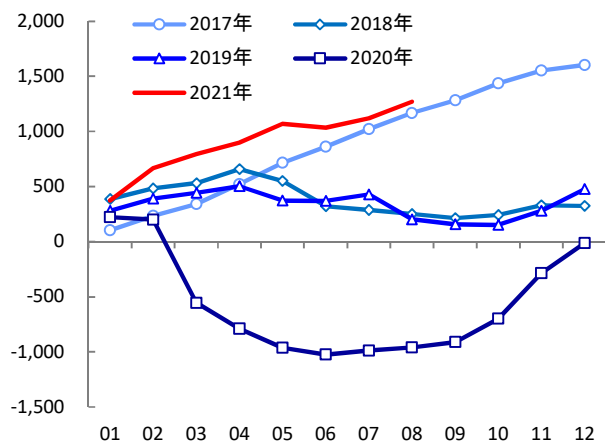
(注) 各国・地域別のファンドフローのグラフについては、9 月 21 日付通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 新興国各国・地域のファンドフロー(月次)

	8月 (%)	Zスコア (過去5年)		8月 (%)	Zスコア (過去5年)
新興国	0.47	0.3	インドネシア	-0.76	0.1
アジア(日本除く)	0.65	0.6	インド	0.41	0.0
中国	1.19	0.2	東欧・中東・アフリカ	0.06	0.3
韓国	3.68	0.8	ロシア	-1.86	-0.6
台湾	2.81	0.3	トルコ	-0.75	-0.1
シンガポール	-0.22	-0.4	南アフリカ	1.10	1.1
フィリピン	0.28	0.2	ラテンアメリカ	-0.97	-0.8
タイ	0.34	0.3	メキシコ	0.93	0.1
マレーシア	5.48	1.2	ブラジル	0.13	0.1

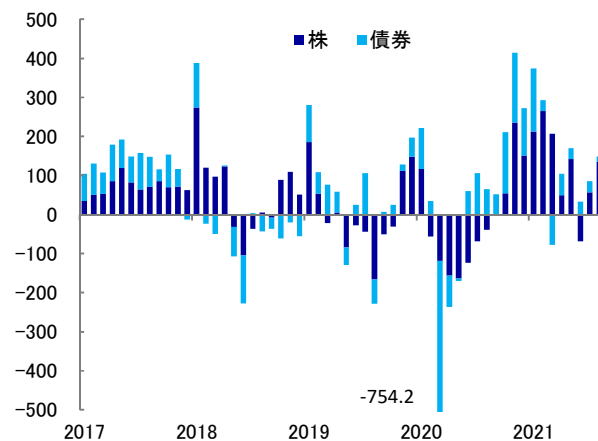
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2:新興国(年初来累計額、億ドル)



出所:EPFR、Macrobond、みずほ銀行

図表 3:新興国(月次、億ドル)



出所:EPFR、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 新興国各国・地域別ファンドフローのヒートマップ

	2017												2018												2019												2020												2021											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
新興国																																																												
アジア(日本除く)																																																												
中国																																																												
韓国																																																												
台湾																																																												
シンガポール																																																												
フィリピン																																																												
タイ																																																												
マレーシア																																																												
インドネシア																																																												
インド																																																												
東欧・中東・アフリカ																																																												
ロシア																																																												
トルコ																																																												
南アフリカ																																																												
ラテンアメリカ																																																												
メキシコ																																																												
ブラジル																																																												

注:過去5年のデータを基に算出したZスコアを用いて作成。赤は資金流出、緑は資金流入を表す。色が濃いほど平均値からの乖離が大きい。

出所:EPFR、Macrobond、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

9 月金融政策会合～感染拡大ピークを過ぎて国内経済には回復の兆し

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

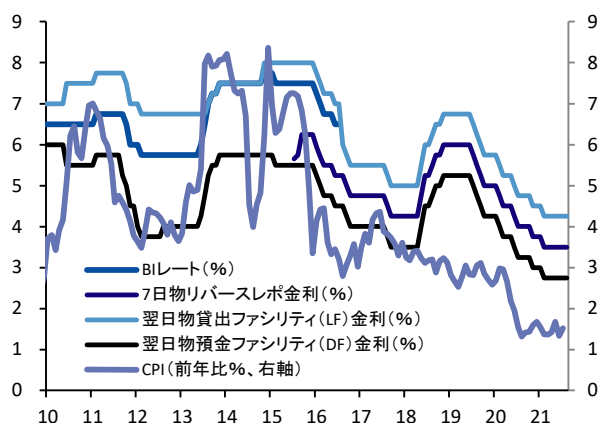
インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 21 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートを 7 会合連続で 3.50%に据え置いた(図表 1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も現状維持となった。ブルームバーグの事前予想では 31 人のエコノミスト全員が据え置きを予想していた。引き続き、BI が 16 年に 7 日物リバースレポレートを主要政策金利とした以降では過去最低の金利水準となっている。

声明文にて、世界経済は概ね回復基調を維持しているとした。国内景気動向の現状認識に関しては、デルタ株の拡大がピークアウトしていることが確認されており(図表 2)、活動制限措置が徐々に緩和されたことに伴って回復に向かっているとした。過去数回の会合と比較して景況感はやや上方修正された格好となったが、7～9 月期に関しては、緊急活動制限(PPKM ダルラット)が実施されたことが影響し、経済はやや弱含むことが予想される。なお、BI は 21 年の成長率予想について、引き続き前年比+3.5～4.3%としている。

ペリーBI 総裁の会見では、低インフレ下で経済成長支援に取り組む中、今回の決定は外為相場の安定を維持する必要性に沿ったものであると説明。また足許のリスク要因として、米国での量的緩和縮小(テーパリング)の状況や中国企業のデフォルトリスクに端を発した金融市場の動揺について言及した。その上で、BI は IDR の安定を意識した運営を強調し、緩和的な姿勢を継続して流動性の確保や低金利環境を維持することで引き続き景気回復を下支えしていく方針を示した。デルタ株の拡大の最悪期を脱したが、当面はデルタ株拡大によって後ずれた景気回復の進捗を確認する期間が続くものと考えられる。国内の消費者心理や物価水準に関する指標の改善が見られるまでは金融政策に変更はないものと予想される。

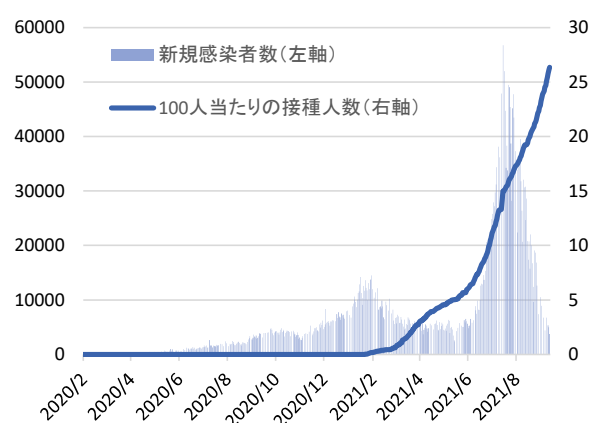
IDR は底堅い推移が継続している(図表 3)。8 月のジャクソンホール経済シンポジウム以降、米国での早期のテーパリング開始の観測が弱まったことが影響したと見られる。国内要因に目を向けて見ると、やはりデルタ株の感染ピークアウトが好感されたことが挙げられる。このほか貿易黒字を底堅く計上し、IDR の需給を下支えしている点も大きい(図表 4)。昨年はコロナ禍において輸入の減少が輸出の悪化を上回ったことが却って貿易黒字を生み出す結果となったが、今年は世界経済の回復と資源需要の高まりが黒字の源泉となっている。とは言え今後内需が好転すれば、輸入の更なる伸びとともに黒字幅はある程度縮小が見込まれるほか、資源価格はリスク心理に大きく左右される側面がある。こうした点からも、中国不動産会社のデフォルトリスクはインドネシアにとっての最大の貿易輸出国である中国経済の冷え込み、ひいては資産価格動向にまで波及する可能性を秘めており、BI が指摘した通り、新たなリスクの芽として捉える必要がある。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: インドネシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

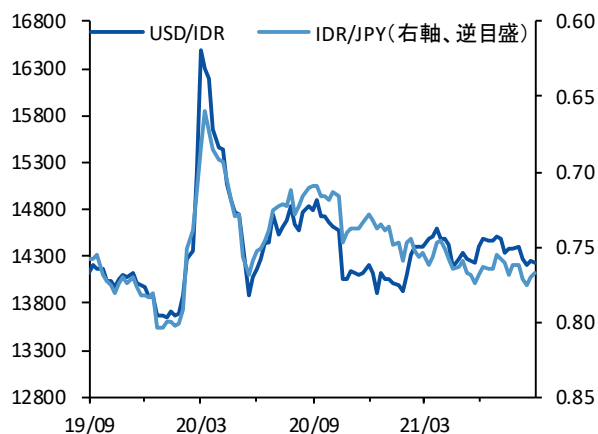
図表 2: 新型コロナウイルスの感染者数とワクチン接種状況(日次、人)



出所: Our World in Data、macrobond、みずほ銀行

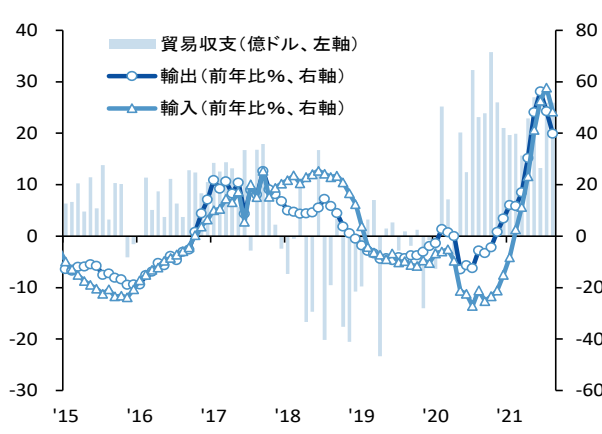
※ワクチン接種回数 1 回以上の割合

図表 3: IDR 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

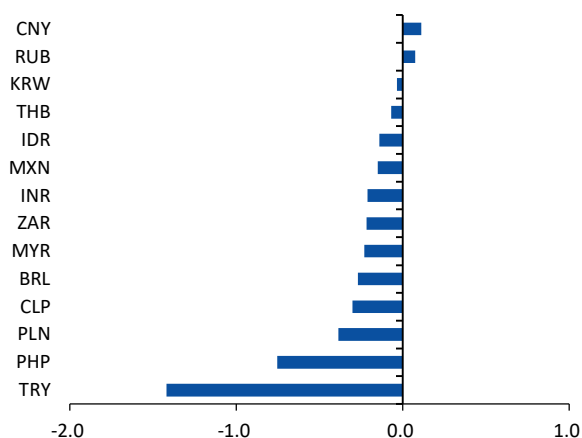
図表 4: 輸出入と貿易収支



出所: Bloomberg、みずほ銀行

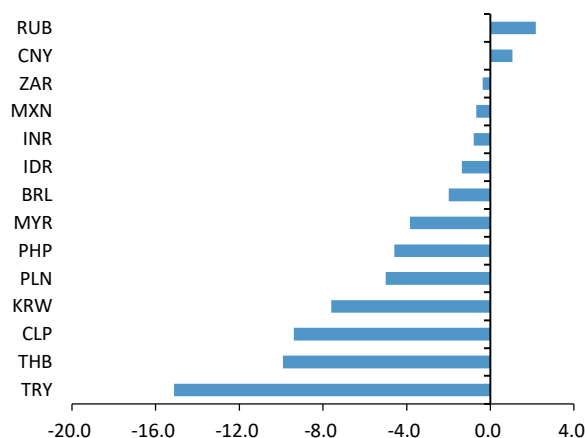
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



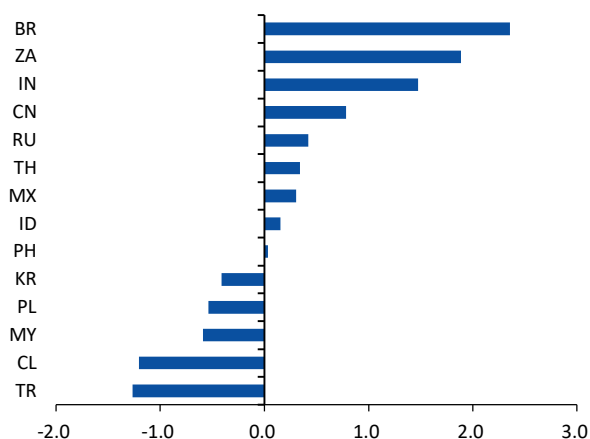
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



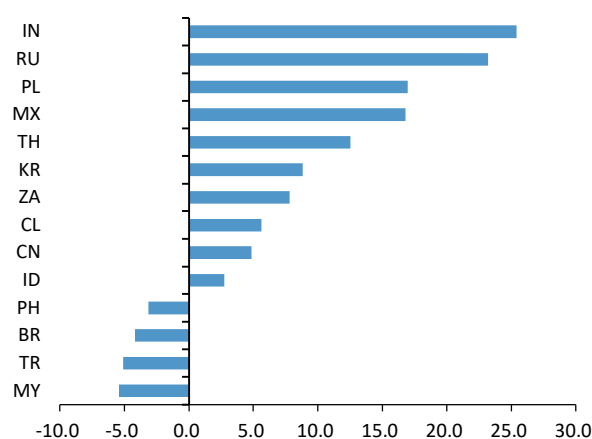
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



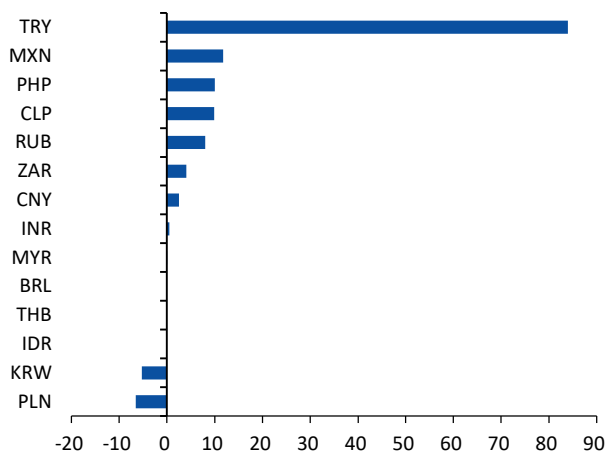
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

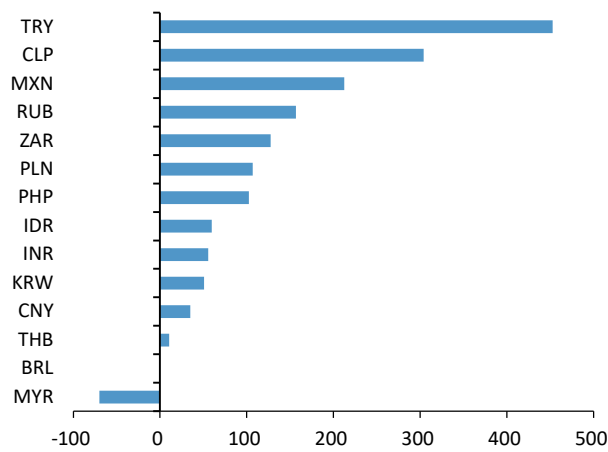
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

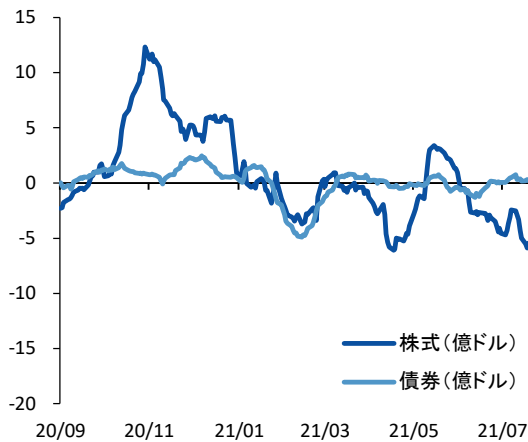


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

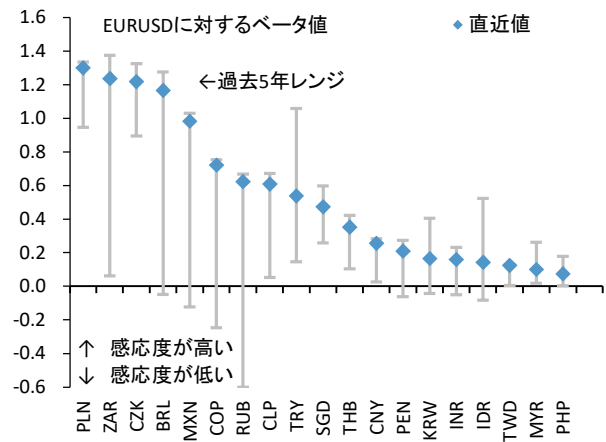
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



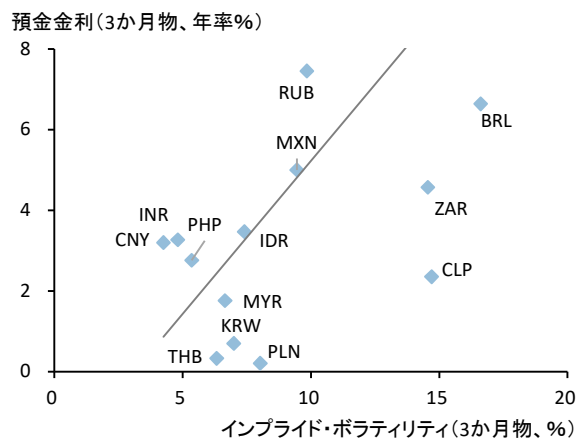
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



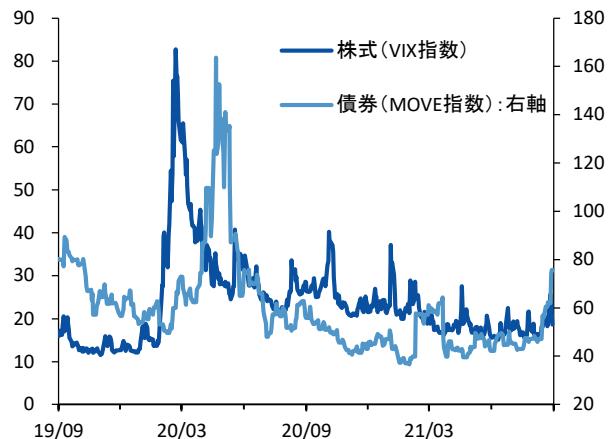
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



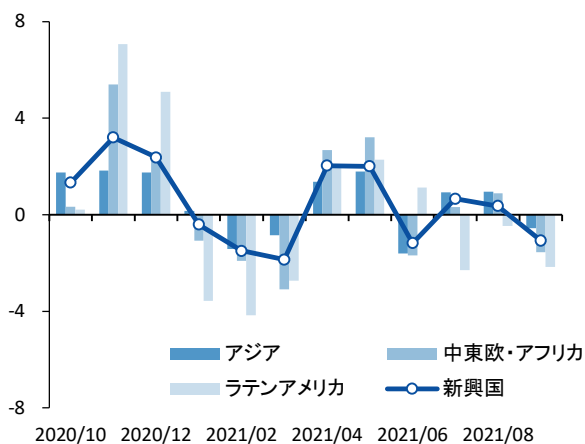
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



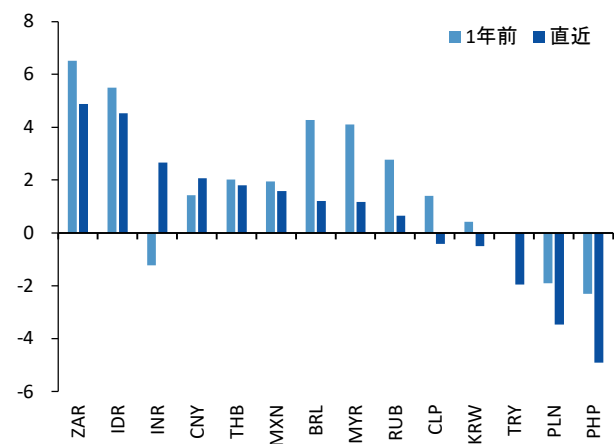
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月21日 (火)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ	3.50%	3.50%	3.50%	--
22日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-120.9b	-121.2b	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	2.4%	2.4%	2.5%	--
23日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
23日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.125%	1.125%	1.125%	--
22-24日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$642m	--
24日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$854m	--	\$183m	--
24日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	7.1%	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.2%	--	2.2%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	8.2%	--	16.3%	--
28日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	102.5	--
28日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	5.0%	--
29日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	--	0.50%	--
30日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	96	--
30日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.9%	--
30日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	47.5	--
30日 (木)	中国	製造業PMI	--	--	50.1	--
30日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	49.2	--
30日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$680m	--
10月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$1670m	\$1646m
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
中東欧・アフリカ						
9月22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.9%	4.9%	4.6%	--
23日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.9%	4.7%	6.8%	--
23日 (木)	ロシア	PPI 前年比	28.4%	28.6%	28.1%	--
23日 (木)	トルコ	1週間レホレート	19.00%	18.00%	19.00%	--
23日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	3.50%	3.50%	3.50%	--
24日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.1%	--
24日 (金)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	113.9	--
24日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	367.0%	--
30日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-4.28b	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	7.1%	--
30日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	37.0b	--
30日 (木)	ロシア	経常収支	--	--	19900m	--
ラテンアメリカ						
9月23日 (木)	ブラジル	SELICレート	6.25%	6.25%	5.25%	--
24日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	11.9%	--	17.7%	--
24日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	1.0%	--	0.9%	--
24日 (金)	ブラジル	経常収支	\$1325m	--	-\$1584m	--
24日 (金)	ブラジル	海外直接投資	\$6000m	--	\$6103m	--
27日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	-4062.9m	--
27日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	13.3%	--
29日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	60.9%	--	60.3%	--
30日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	-0.6%	--	0.7%	--
10月1日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	4.75%	--	4.50%	--

注: 2021 年 9 月 24 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 1～8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	6.4589	6.52	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル (HKD)		7.7510 ~ 7.7946	7.7852	7.79	7.80	7.81	7.82	7.82
インドルピー (INR)		72.269 ~ 75.651	73.640	74.8	73.6	76.8	76.0	75.6
インドネシアルピア (IDR)		13865 ~ 14628	14243	14650	14380	15050	14780	14600
韓国ウォン (KRW)		1080.08 ~ 1181.10	1175.70	1170	1170	1180	1190	1200
マレーシアリングギ (MYR)		3.9957 ~ 4.2450	4.1812	4.21	4.14	4.38	4.22	4.14
フィリピンペソ (PHP)		47.615 ~ 50.920	50.340	50.7	49.4	51.4	50.7	49.6
シンガポールドル (SGD)		1.3157 ~ 1.3693	1.3487	1.36	1.34	1.37	1.35	1.33
台湾ドル (TWD)		27.483 ~ 28.663	27.765	27.8	27.9	28.1	28.3	28.5
タイバーツ (THB)		29.84 ~ 33.49	33.25	33.2	32.2	33.8	33.0	32.2
ベトナムドン (VND)		22765 ~ 23164	22766	23060	22850	23150	23050	22290
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		71.5530 ~ 78.0400	72.8234	75.00	76.50	77.00	77.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)		13.4122 ~ 15.6625	14.7489	15.00	15.50	16.00	16.30	16.50
トルコリラ (TRY)		6.8974 ~ 8.8008	8.7720	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	5.3038	5.10	4.95	5.05	5.20	5.35
メキシコペソ (MXN)		19.5494 ~ 21.6357	20.0527	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	17.059	17.02	17.38	17.67	17.97	18.13
香港ドル (HKD)		13.233 ~ 14.380	14.174	14.25	14.49	14.60	14.71	14.83
インドルピー (INR)		1.402 ~ 1.521	1.498	1.48	1.54	1.48	1.51	1.53
インドネシアルピア (100IDR)		0.732 ~ 0.778	0.775	0.758	0.786	0.757	0.778	0.795
韓国ウォン (100KRW)		9.271 ~ 9.910	9.384	9.49	9.66	9.66	9.66	9.67
マレーシアリングギ (MYR)		25.548 ~ 26.906	26.294	26.37	27.29	26.03	27.25	28.02
フィリピンペソ (PHP)		2.136 ~ 2.310	2.184	2.19	2.29	2.22	2.27	2.34
シンガポールドル (SGD)		77.79 ~ 83.15	81.81	81.62	84.33	83.21	85.19	87.22
台湾ドル (TWD)		3.655 ~ 4.002	3.979	3.99	4.05	4.06	4.06	4.07
タイバーツ (THB)		3.264 ~ 3.561	3.304	3.34	3.51	3.37	3.48	3.60
ベトナムドン (10000VND)		0.4446 ~ 0.4854	0.4845	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	1.517	1.48	1.48	1.48	1.49	1.45
南アフリカランド (ZAR)		6.657 ~ 8.181	7.481	7.40	7.29	7.13	7.06	7.03
トルコリラ (TRY)		12.436 ~ 15.265	12.569	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	20.803	21.76	22.83	22.57	22.12	21.68
メキシコペソ (MXN)		5.018 ~ 5.624	5.503	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24日の8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。