

2021 年 10 月 22 日

The Emerging Markets Weekly

予想外の利下げ幅に TRY は最安値更新

新興国市場: 先週末 15 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。KRW や エネルギー価格の上昇や海外旅行客の受け入れを一部再開したことが好感された IDR が堅調だった一方、THB や PHP は軟調となった。欧米時間の新興国通貨は大半が堅調に推移。米国の良好な経済指標や企業決算が株高を促し、リスクセンチメントが改善した。ZAR、MXN や BRL が大きく上昇。ただ、TRY は最安値を更新した。週初 18 日、アジア時間の新興国通貨は軟調。冴えない中国の 7~9 月期実質 GDP のほか、米金利のじり高が重しとなった。THB と KRW が弱い。欧米時間には、米金利が頭打ち感を強めるにつれ新興国通貨も徐々に下げ止まる展開になつたといえ、BRL や TRY、ZAR の下落幅が目立った。19 日、欧州時間にかけて新興国通貨は総じて上昇。域内株式市場の持ち直しが好感され、KRW や THB が反発した。米国時間は米金利が持ち直すにつれ新興国通貨が上昇幅をやや縮小する展開。ZAR は前日比+1.0%超上昇したほか、MXN や CNY が値を伸ばした。TRY は 8 日ぶりに反発。一方、財政支出の拡大への懸念から BRL は前日比▲1.3%下落した。20 日、欧州時間にかけて新興国通貨はまちまちの動き。KRW や INR などは堅調に推移した。米国時間は米金利上昇の一服感が新興国通貨を下支えした。TRY と ZAR の上昇が目立った。21 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。中国当局の介入観測から石炭価格が下落し、IDR が連れ安した。欧米時間の新興国通貨は下落。米金利上昇や原油価格の下落が重しとなった。TRY はトルコ中央銀行(CBRT)による想定以上の利下げ幅が嫌気され前日比▲3.0%超下落。最安値を更新した。ZAR も前日比▲2.0%超、BRL は前日比▲1.0%超売られた。

アジア: 18 日発表の中国 7~9 月期実質 GDP は前年比+4.9%と 4~6 月期(同+7.9%)から減速し、市場予想(同+5.0%)も下回った。COVID-19 を巡る行動規制や原材料価格上昇による企業業績の低迷が響いた。また、不動産投資が減退しているほか、電力不足の高まりも重しとなった。インドネシア中央銀行(BI)は 19 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 8 会合連続。ペリー総裁は会見で、緩和的な政策が年内続くことを示唆した。

中東欧・アフリカ: ロシアのプーチン大統領は 20 日、COVID-19 の感染再拡大を受けて、10 月 30 日~11 月 7 日の 9 日間を全土で休日とする大統領令に署名した。CBRT は 21 日、政策金利を 200bp 引き下げ 16.00%にすることを決定した。市場予想は 100bp の利下げだった。声明文では、年末までは一時的な供給要因により利下げ余地は限られるとした。ただ、カブジュオール総裁は足許で「資金流通量」への言及を増やしており、予断できない状況。

ラテンアメリカ: ブラジル上院は 20 日、現政権の COVID-19 対策を巡り、死者数を増やす過失があったとの報告書をまとめた。人道に対する罪や偽証罪などでボルソナロ大統領の訴追を勧告した。上院の委員会の 26 日の採決で賛成多数となれば、その後、連邦検察が訴追するかを判断することになる。

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 勇大

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(新興国)

9 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 9 月の新興国ファンドへの資金フローは+82.5 億ドルと 3 か月連続で資金流入となった。前月は+148.5 億ドルの資金流入だった。株式ファンドへは+102.8 億ドルと 3 か月連続で資金が流入も、流入額は前月(+134.6 億ドル)から縮小。債券ファンドは▲20.5 億ドルと 6 か月ぶりに資金が流出した。

地域別ファンドへの資金フローでは、アジア(日本除く)に 3 か月連続で資金が流入。株式への流入額が拡大した一方、債券は 6 か月ぶりの資金流出となった。東欧・中東・アフリカは資金が流出。債券への流入額は横ばいも、株式からの流出額が拡大した。ラテンアメリカは 7 か月連続で資金が流出。株式は 7 か月ぶりに資金流入へ転じるも、債券が 3 か月ぶりの資金流出となった。

国別ファンドへの資金フローでは、中国に 3 か月連続で資金が流入。特に、株式への資金流入が大きく拡大した。また、ブラジルへの資金流入も拡大。こちらも株式への資金流入拡大が寄与した。このほか、南アフリカやトルコも資金が流入。こちらは債券への資金流入に支えられた。一方、インドは 3 か月ぶりの資金流出。株式への資金流入が増えるも、債券が大きく資金流出に転じた。また、タイも資金が流出。株式からの資金流出が増えたほか、債券が資金流出に転じた。これらに、株式が資金流出に転じた台湾がこれらに続く格好。

なお、10 月 13 日までのデータを基に 10 月に入ってからの資金フローを試算したところ、新興国ファンドからは 9 月の流入額に近い水準の資金流出が生じているようだ。株式が資金流出に見舞われているほか、債券からの資金流出が続いている。国別ファンドでは、インドからの資金流出が拡大。中国への資金流入も大きく縮小している。他方、韓国や台湾には資金流入がみられる。

(注) 各国・地域別のファンドフローのグラフについては、1 月 21 日付通貨ニュースでご確認いただけます。

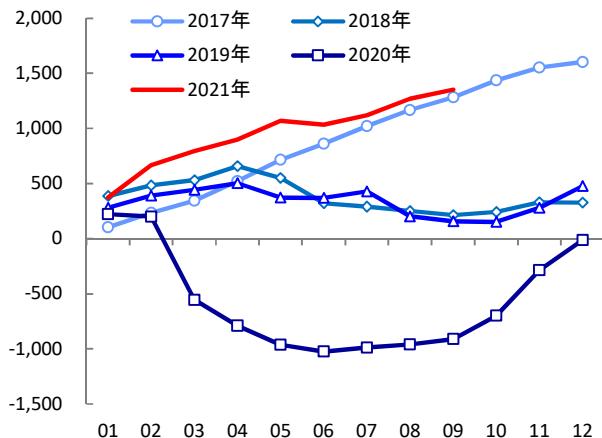
図表 1:新興国各国・地域のファンドフロー(月次)

	8月	zスコア		8月	zスコア
	(%)	(過去5年)		(%)	(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

注:スコアは株式ファンドと債券ファンドへの資金流出入額の前月比変化率で算出。

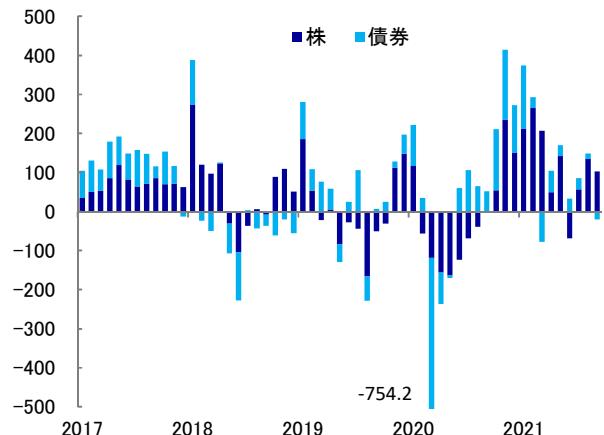
出所:EPFR、Macrobond、みずほ銀行

図表 2:新興国(年初来累計額、億ドル)



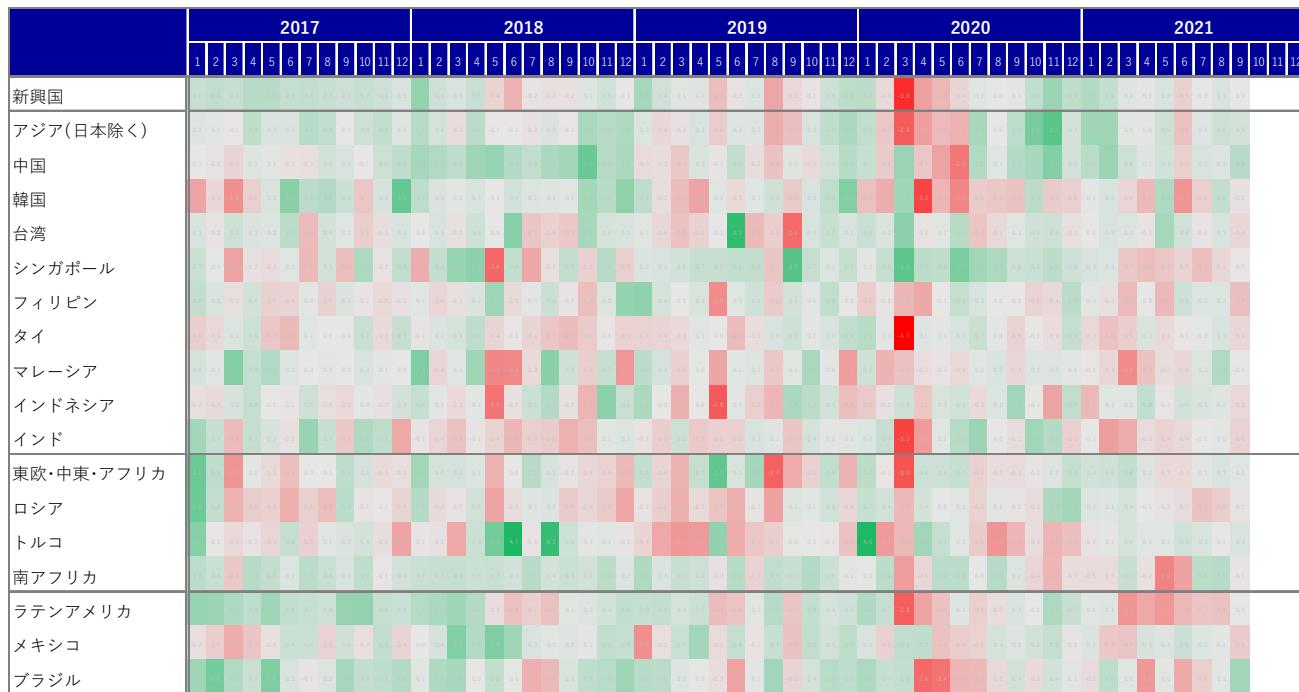
出所:EPFR、Macrobond、みずほ銀行

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



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）

10 月金融政策会合～金融政策の正常化は 22 年以降に

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀 兜大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

インドネシア銀行（中央銀行、BI）は 19 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 8 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 30 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、世界経済は回復基調を維持しているとしたものの、供給制約や資源価格の上昇を要因に回復ペースが鈍化していくとの見解を示した。国内経済に関しては、行動制限の緩和や資源輸出が好調に推移していることが景気回復を支える要因であると指摘しており、BI は 21 年の成長率予想について、前年比 +3.5～4.3% に据え置いている。

今回会合にて大きな政策変更はなかった中で、ペリー BI 総裁の会見では、IDR の安定を意識した運営を継続しつつも、緩和的な姿勢を維持することで景気回復を下支えしていく方針を示した。足許の物価動向は年初来で +0.80% の上昇にとどまっており、9 月 CPI も前年比 +1.60% と BI の目標レンジ（前年比 +2.0～4.0%）に到達しないことからも金融緩和を継続する土台は整っていると言える。景況感は改善傾向となっているものの、内需は依然としてコロナ禍前の水準を取り戻せない中、インドネシア経済の本格的な回復は 22 年度に後ずれする情勢となっており、今後も経済の回復が確認されるまでは金融緩和措置が継続すると考えるのが妥当であろう。

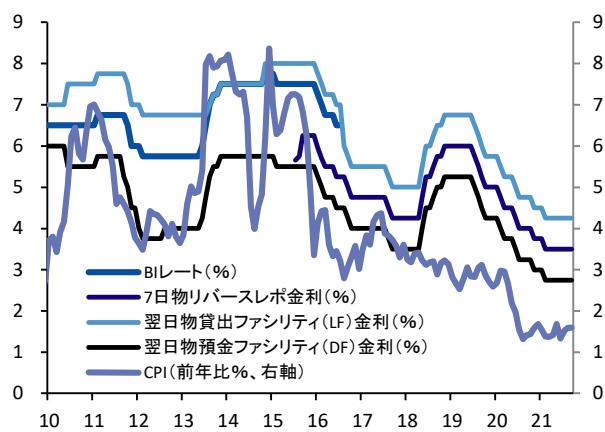
その後の金融政策を展望すると、コロナ禍における一時的措置とされてきた BI の国債購入プログラムの見直しが入るものと推測する。国債購入プログラムはパンデミック時の急激な利回り上昇に対応する側面とコロナ禍における財政出動の財源確保を目的として昨年 7 月に開始され、現在に至るまで流通市場だけでなく発行市場でも購入が進められてきた。図表 2、3 に見られる様に債券利回りは安定的な推移が継続しており、一定の成果を収めたといえるが、国内の感染拡大はピークアウトしており今後の方針には検討の余地がある。

また、ジョコ大統領は 22 年予算案発表の際、来年は財政赤字を対 GDP 比で ▲ 4.85% まで縮小させると発言している（図表 4）。感染状況を踏まえれば喫緊の国債発行の必要性が薄れており、今後通貨の信認を維持する上でも国債購入の運営については金融政策正常化の入り口として早期に議論されることが望ましい。この他、米国で早ければ次回の FOMC にて量的緩和縮小（テーパリング）が決定されて、その際には新興国から資金が流出する懸念も残る。財政・金融政策の正常化はアフターコロナを見据えていざれ向き合うべき課題であり、今後は市場の反応を見ながら終了時期を検討することが必要となってくるだろう。そういう動きがむしろ IDR の安定にも繋がってくると思われる。

足許の IDR 堅調推移は資源価格上昇をはじめ対外要因がプラスに転じた結果であり、必ずしもインドネシアのファンダメンタルズが評価されたものではない。中国の規制強化や先進各国との金融政策格差などリスクの芽も少なくない中で、IDR はリスク

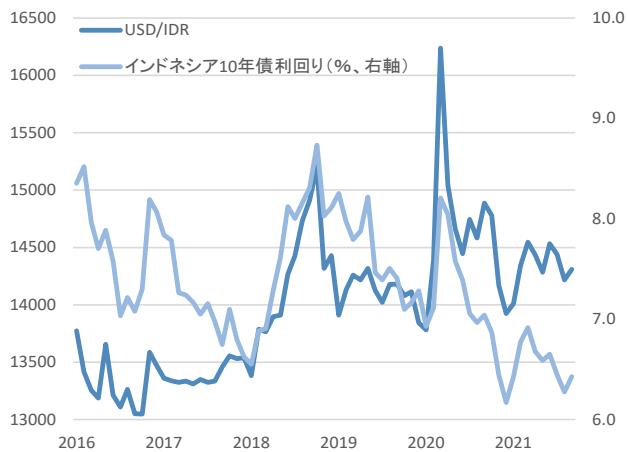
オフの際には売られやすい経常赤字・財政赤字通貨であることは変わっていない。今年も新型コロナウイルスの感染拡大動向に相場が左右する時間が続いたが、来年以降は経済の持ち直しや赤字体質改善の度合いが相場により強く影響を与えると見られる。

図表1: 政策金利とインフレ率



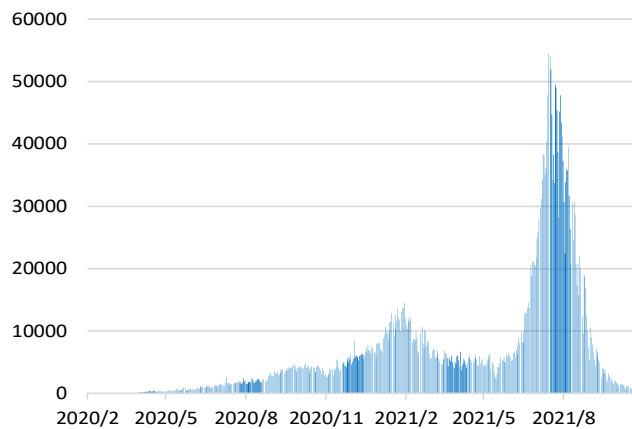
出所: インドネシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: IDR相場動向とインドネシア10年債利回り



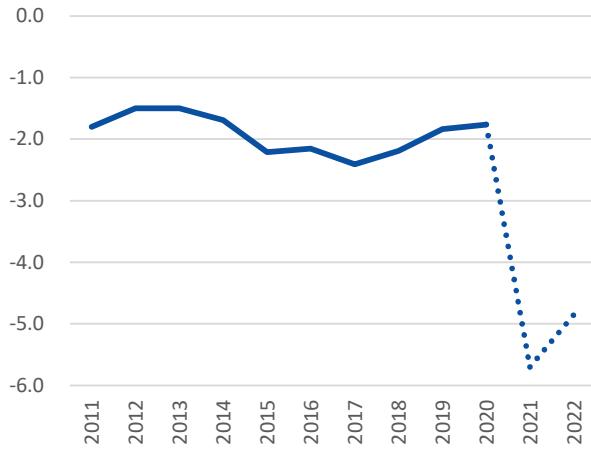
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表3: 新型コロナウイルスの感染者数(人)



出所: Macrobond、みずほ銀行

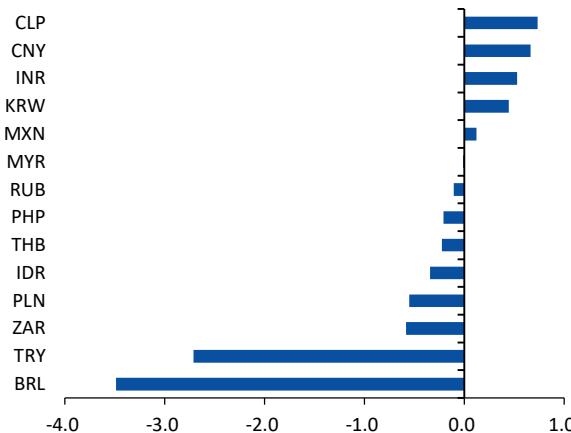
図表4: インドネシア財政赤字水準(%、対GDP比)



出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 21、22年は目標値

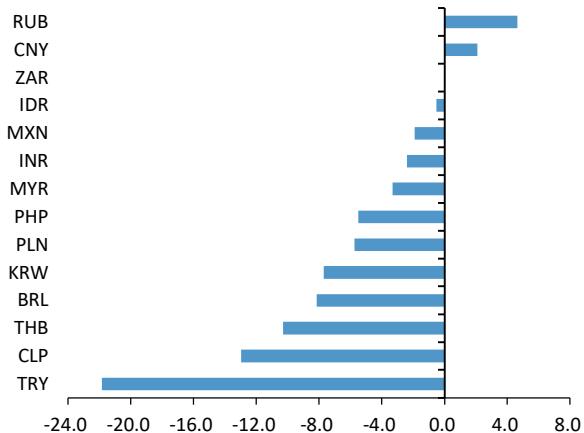
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



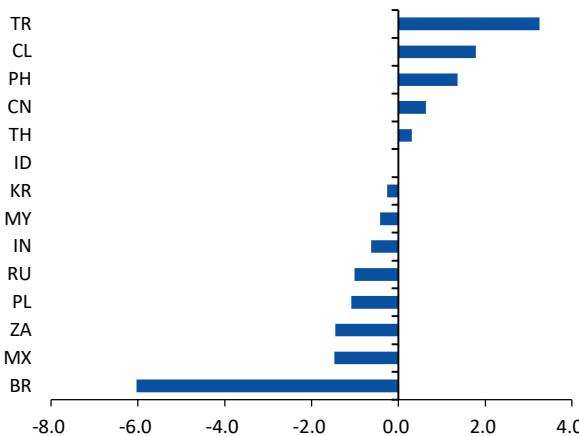
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



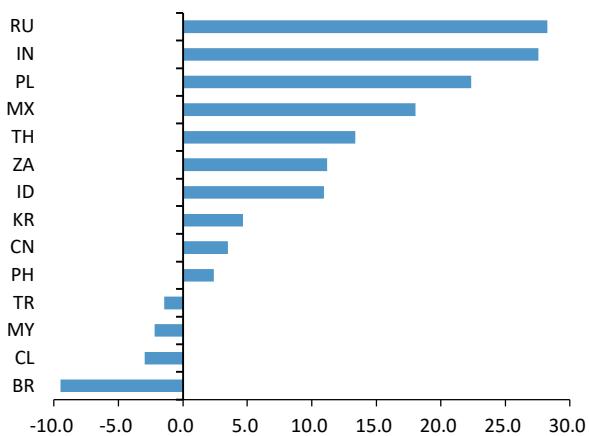
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



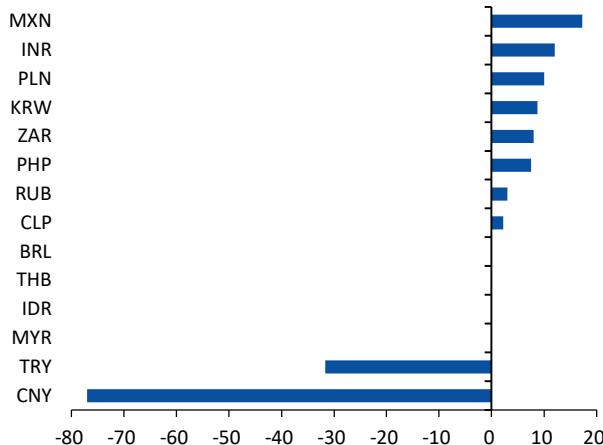
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

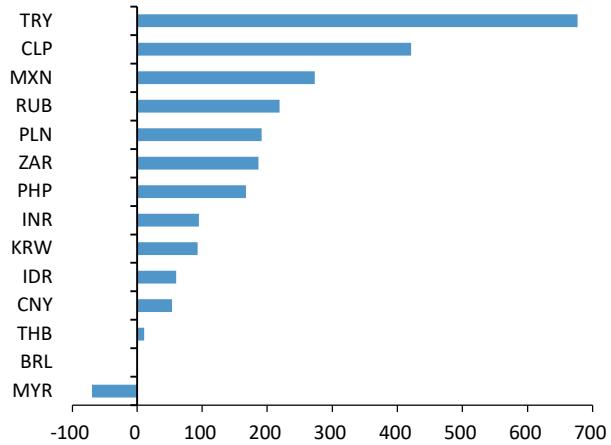
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

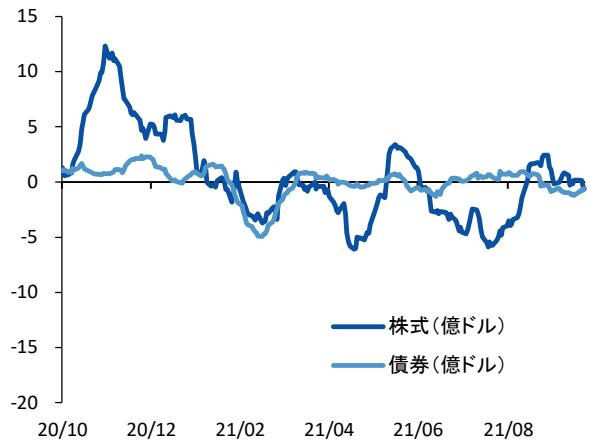


注:データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

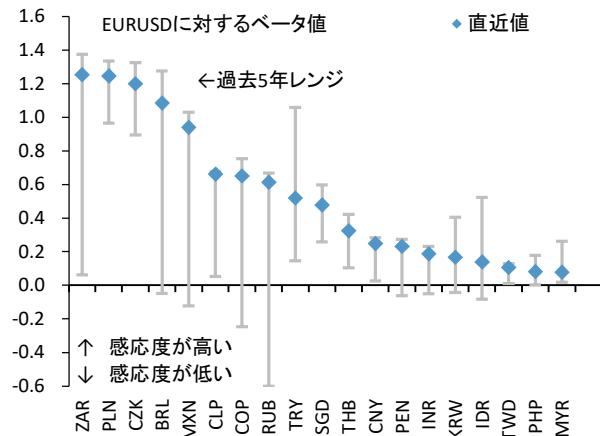
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



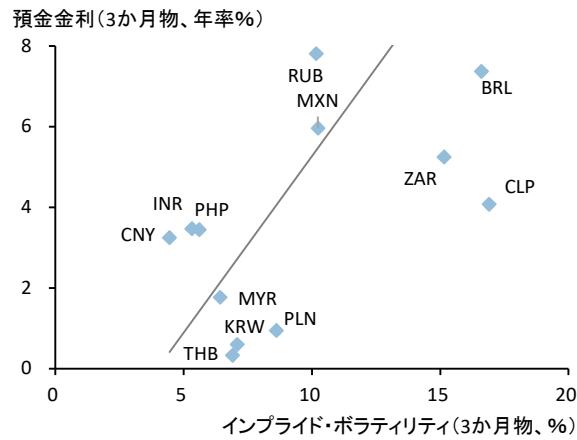
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



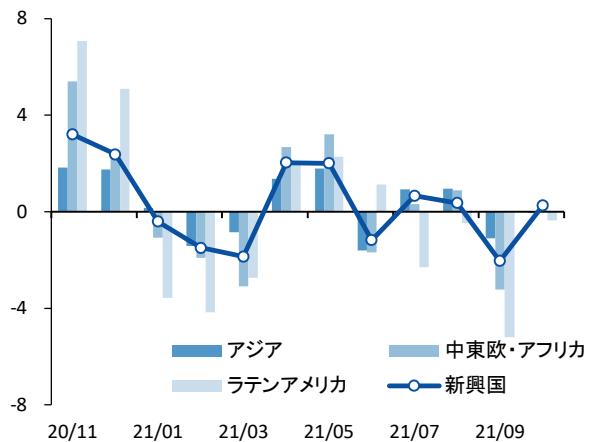
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



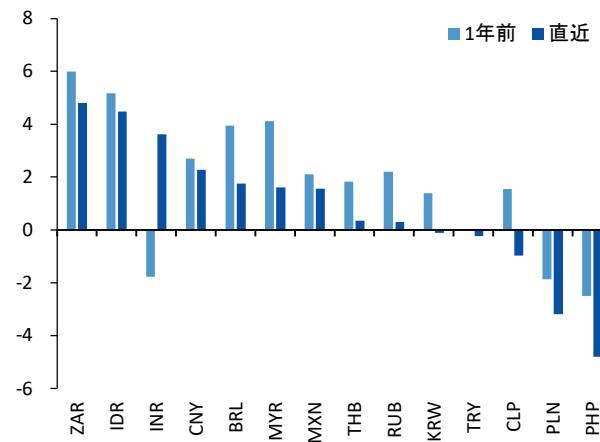
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	8.7%	12.3%	2.7%	--
18日 (月)	中国	GDP(前年比)	5.0%	4.9%	7.9%	--
18日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.5%	4.4%	2.5%	--
18日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.8%	3.1%	5.3%	--
18日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	7.8%	7.3%	8.9%	--
19日 (火)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ ^o	3.50%	3.50%	3.50%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	17.0%	25.7%	17.6%	--
20-27日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$1040m	--
21日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	7.5%	7.3%	--
22日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1000m	--	-\$1216m	--
22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.1%	--	2.0%	--
22日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-120.9b	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	13.7%	--
26日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	6.0%	--
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	11.2%	--
27日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.8	--
28日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	18.4%	--
29日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	93	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	9.6%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$2536m	--
29日 (金)	タイ	輸出(前年比)	--	--	8.2%	--
29日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	7.4%	--
中東欧・アフリカ						
10月20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.0%	5.0%	4.9%	--
21日 (木)	ロシア	PPI 前年比	29.7%	26.3%	28.6%	--
21日 (木)	トルコ	1週間レポレート	17.00%	16.00%	18.00%	--
22日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	6.75%	--
25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.1%	--
25日 (月)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	113.4	--
27日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-4.26b	--
28日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	4.6%	--	4.7%	--
28日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	119.4%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	7.2%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	42.4b	--
ラテンアメリカ						
10月21日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	7.1%	7.2%	9.9%	--
22日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$1300m	--	\$1684m	--
25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	7.1%	--
25日 (月)	ブラジル	融資残高	--	--	4335b	--
26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	1.1%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	-3902.2m	--
28日 (木)	ブラジル	SELICレート	7.3%	--	6.3%	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	-0.2%	--	-0.6%	--
29日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	19.6%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	59.5%	--	59.3%	--

注:2021 年 10 月 22 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 1~9月(実績)		SPOT	2021年 12月	2022年 3月	6月	9月	12月	
	対ドル								
エマージングアジア									
対円									
中国 人民元 (CNY)	6.3570 ~ 6.5793		6.3932	6.50	6.53	6.55	6.58	6.60	
香港 ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7946		7.7749	7.78	7.79	7.80	7.81	7.82	
インドルピー (INR)	72.269 ~ 75.651		74.860	76.8	75.8	74.8	74.5	73.6	
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14628		14123	14200	14400	14450	14350	14250	
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1192.52		1177.15	1190	1190	1200	1210	1220	
マレーシアリンギ (MYR)	3.9957 ~ 4.2450		4.1580	4.15	4.18	4.16	4.16	4.10	
フィリピンペソ (PHP)	47.615 ~ 51.133		50.820	51.2	51.5	51.6	51.2	50.5	
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3693		1.3474	1.36	1.37	1.35	1.34	1.33	
台湾 ドル (TWD)	27.483 ~ 28.663		27.899	27.9	28.1	28.3	28.5	28.7	
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 34.00		33.39	33.9	34.0	33.8	33.0	32.0	
ベトナムドン (VND)	22734 ~ 23164		22748	22850	23000	23100	22950	22850	
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル (RUB)	71.5530 ~ 78.0400		71.1070	75.00	76.00	74.00	77.00	76.00	
南アフリカランド (ZAR)	13.4122 ~ 15.6625		14.6799	15.80	16.50	16.00	16.40	16.70	
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 8.9577		9.5340	9.10	9.40	9.50	9.80	10.00	
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル (BRL)	4.8942 ~ 5.8789		5.6590	5.20	5.25	5.37	5.50	5.30	
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.6357		20.3033	20.00	20.20	20.60	21.00	20.80	
対円									
エマージングアジア									
中国 人民元 (CNY)	15.731 ~ 17.339		17.793	17.38	17.46	17.56	17.63	17.73	
香港 ドル (HKD)	13.233 ~ 14.393		14.660	14.52	14.63	14.74	14.85	14.96	
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.521		1.523	1.47	1.50	1.54	1.56	1.59	
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.784		0.807	0.796	0.792	0.796	0.808	0.821	
韓国ウォン (100KRW)	9.210 ~ 9.910		9.684	9.50	9.58	9.58	9.59	9.59	
マレーシアリンギ (MYR)	25.548 ~ 26.906		27.448	27.23	27.27	27.64	27.88	28.54	
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.310		2.246	2.21	2.21	2.23	2.27	2.32	
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 83.15		84.59	83.09	83.21	85.19	86.57	87.97	
台湾 ドル (TWD)	3.655 ~ 4.028		4.093	4.05	4.06	4.06	4.07	4.08	
タイバーツ (THB)	3.264 ~ 3.561		3.413	3.33	3.35	3.40	3.52	3.66	
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.4923		0.5011	0.49	0.50	0.50	0.51	0.51	
中東欧・アフリカ									
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.542		1.602	1.51	1.50	1.55	1.51	1.54	
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 8.181		7.766	7.15	6.91	7.19	7.07	7.01	
トルコリラ (TRY)	12.411 ~ 15.265		11.952	12.42	12.13	12.11	11.84	11.70	
ラテンアメリカ									
ブラジルレアル (BRL)	18.478 ~ 22.632		20.138	21.73	21.71	21.42	21.09	22.08	
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.624		5.614	5.65	5.64	5.58	5.52	5.63	

注:1. 実績の欄は2021年9月30日まで。SPOTは10月22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こと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。