

2021 年 10 月 29 日

The Emerging Markets Weekly

世界的な利上げ観測が重しに

新興国市場：先週末 22 日、アジア時間の新興国通貨は手掛かり材料に乏しく、大半が小動き。欧州時間に入り米金利低下が新興国通貨の下支えとなるも、米国時間にパウエル FRB 議長が 11 月のテーパリング開始を示唆すると巻き戻された。TRY や ZAR が売られた。一方、RUB は予想以上の利上げに前日比+1.0%超上昇、MXN も堅調だった。週初 25 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。THB は入国時の隔離措置を一部免除する措置が好感されて上昇。KRW も堅調だった。他方、IDR は石炭価格に連れ安となった。欧米時間の新興国通貨は堅調。欧米株の上昇にリスク心理が改善した。BRL はブラジル 10 月消費者信頼感の改善も支援材料に前日比+1.7%上昇。RUB や ZAR もしつかり。TRY はトルコと欧米諸国との対立回避を手掛かりに反発した。26 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。ハイテク株高を受けて KRW や TWD はしつかり。欧米時間は当初、株高で新興国通貨が上昇するも、米国株が急速に上昇幅を縮小する動きに巻き戻される展開。ZAR は中期財政政策方針の発表が遅れていることが嫌気され売られた。一方、TRY や RUB が堅調だった。27 日、新興国通貨は欧州時間にかけて総じて軟調となった。世界的に利上げの動きが強まるとの見方から、リスク心理が悪化した。米国時間も終盤にかけての株安が重しとなった。コモディティ価格下落も重なり、ZAR が前日比▲1.6%、RUB も前日比▲1.5%下落した。片や、BRL と TRY は堅調に推移した。28 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。欧米時間には、インフレは想定よりも長引いているとのラガルド ECB 総裁の見解に、市場がユーロ高で反応。東欧通貨が連れ高した。一方、BRL は前日比▲1.9%下落。急速な金融引き締めが副作用が懸念され、ブラジルは株、債券も下げるトリプル安に見舞われた。

アジア：25 日発表の韓国 7～9 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.3%と 4～6 月期(同+0.8%)から鈍化し、市場予想(同+0.6%)も下回った。輸出は堅調だったものの、行動規制の影響もあり個人消費や投資が全体を押し下げた。

中東欧・アフリカ：ロシア中央銀行(CBR)は 22 日、政策金利を 75bp 引き上げ 7.50%にすると決定した。利上げは 6 会合連続、市場予想は 25bp の利上げだった。インフレ懸念が理由に挙げられ、追加利上げの可能性も示唆された。トルコのエルドアン大統領は 23 日、著名な人権活動家の釈放を求める共同声明への対抗措置として、欧米 10 か国の駐トルコ大使を国外追放すると警告。ただ、内政干渉の意図はないと確認すると、25 日にはこれを見送る考えを示した。

ラテンアメリカ：ブラジル上院は 26 日、ボルソナロ政権の COVID-19 対応に過失があったとの判断を下した。今後は、連邦検察が同大統領を人道に対する罪や偽証罪などで訴追するか判断する。ブラジル中央銀行(BCB)は 27 日、政策金利を 150bp 引き上げ 7.75%にすることを決定した。利上げは 6 会合連続。政治要因でもインフレ圧力が生じており、利上げペースを加速した。また、声明文では、次回 12 月会合における同規模の追加利上げを示唆した。

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(ブラジル)

政治要因で増すインフレ圧力

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 27 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 6.25%から 7.75%へと 150bp 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 6 会合連続。前回 9 月会合における声明文では 100bp 程度の追加利上げが示唆されていたが、予想以上のインフレ高進やインフレ見通しの上振れを受けて、利上げペースを加速させた。

BCB は声明文で、世界景気について、従来の下支え要因(金融緩和の長期化や財政出動等)が後退しつつあり、根強いインフレ圧力への各国中銀の対応が新興国により困難な状況をもたらした。また、国内景気についても、足許で経済指標が予想比で下振れてきていることに警戒感をみせた。

ちなみに、BCB による市場サーベイ(10 月 22 日時点)でも市場参加者の成長率見通しが、2021 年は前年比+4.97%、2022 年が同+1.40%と、前回会合時(それぞれ同+5.04%、同+1.63%)から下方修正が続いている(図表 2)。

他方、インフレ圧力は増している。BCB はこの点について素直に、物価上昇は予想を上回ったとしている。そして、それは食料やエネルギーといった変動の大きい品目だけでなく、それ以外のいわゆるコアな品目でも上昇圧力が増していることに警戒を示した。

実際のところ、インフレ率(IPCA)は 9 月に前年比+10.25%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。上述の市場サーベイでも、市場参加者のインフレ率(IPCA)見通しが 2021 年で前年比+8.96%、2022 年で同+4.40%と、前回会合時点(それぞれ同+8.35%、同+4.10%)から再び上方修正されている(図表 3)。

また、BCB は従来、財政懸念がインフレリスクとなりうるとしてきたが、今回の声明文では以下の通り、そのリスクが顕在化しつつあるという認識を示した。足許では、ボルソナロ大統領が来年 10 月の大統領選を見据えて財政出動を実行すべく、憲法で定められた債務上限の骨抜きを模索している。こうした動きに市場は財政懸念を高めており、これが BRL 安を促している。すなわち、需要面と輸入物価の両サイドから、足許の物価と先々のインフレ見通しに上方圧力ががかかっており、BCB はこの点に警戒感を示したと言えよう。

the Committee assesses that recent questioning regarding the fiscal framework increased the risk of deanchoring inflation expectations, raising the upward asymmetry in the balance of risks. This implies a higher probability of inflation paths above the one projected under the baseline scenario.

もうひとつ興味深いのが、構造改革を怠ればいわゆる悪い金利上昇を促し、経済回復の持続性が脅かされるという、一連の記述を声明文から削除したことだ。もともと、削除はそのリスクが解消されたのではなく、もはや構造改革が当面期待できなくなったことを反映しているものと思われる。

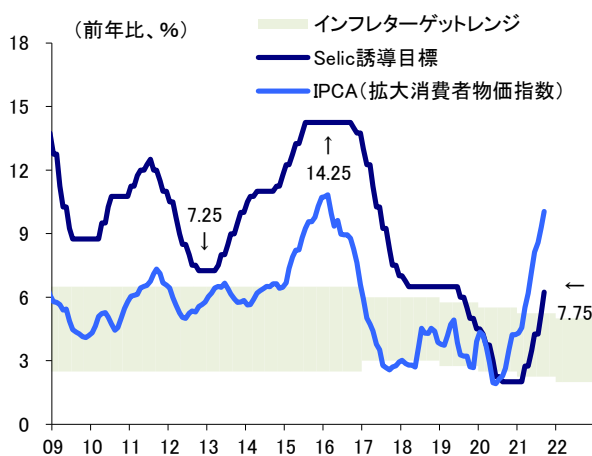
ボルソナロ大統領の支持率は数々の疑惑や自身の言動により既に低迷している。不支持率が過半数となる世論調査も珍しくない。足許では、上院の委員会が現政権によるコロナ対応の過失を追及、同大統領を含めて人道に対する罪や偽証罪で訴追される可能性が出てきた。弾劾の可能性は低いといわれるが、支持率の回復には程遠い。代わって支持を集めているのが左派のルラ元大統領であるのだから、議会が現政権の掲げる構造改革に今後協力するインセンティブには乏しい。

BCB は国内政治の混迷により生じた、需要増(財政出動)と通貨安(財政懸念)の両面からのインフレ圧力にも対峙しなくてはならない状況にある。声明文によれば次回 12 月会合でも同水準(150bp)の追加利上げが示唆されている。政策金利は 2021 年末に 8.75%、2022 年中に 9.75%まで引き上げられた後 2022 年末に 9.50%、2023 年末に 7.00%というのが、現状での BCB の基本シナリオのようだ。

ブラジル経済は、過去の左派政権時代に陥った負の循環に突入しようとしているようだ(図表 5)。現政権ではゲデス経済相を中心に、構造改革を通じた好循環への転換が模索され、事実、年金改革等で成果がみられた。しかし、コロナ禍が政治混乱の到来を早め、負の循環への再転換が懸念されるなか、BRL 相場については弱含みで見ておく必要があるだろう。

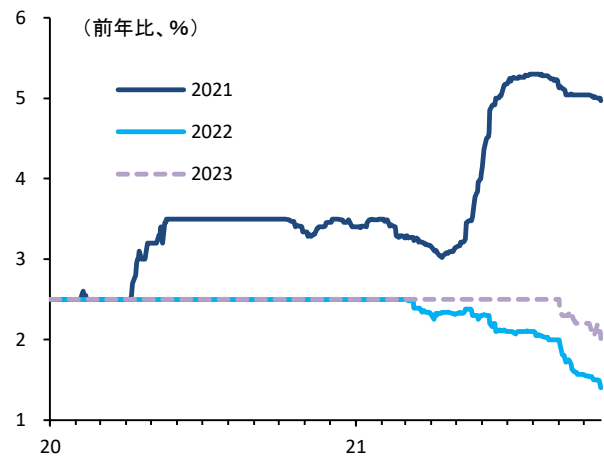
仮に、この流れが見直されるとすれば、それは右派(ボルソナロ大統領)でも左派(ルラ元大統領)でもない、第 3 の有力候補が誕生する場合となろう。現状のところ具体的な動きはまだ伝わってこないものの、例えば、中道政党に結集の動き等があれば市場の関心を集めるのではないかな。

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

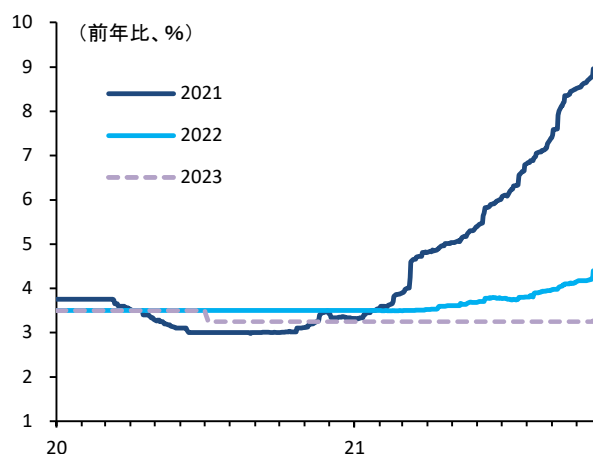
図表 2: BCB 市場サーベイ(実質 GDP 見通し、中央値)



(注)2021 年 10 月 22 日時点

出所: ブラジル中央銀行、みずほ銀行

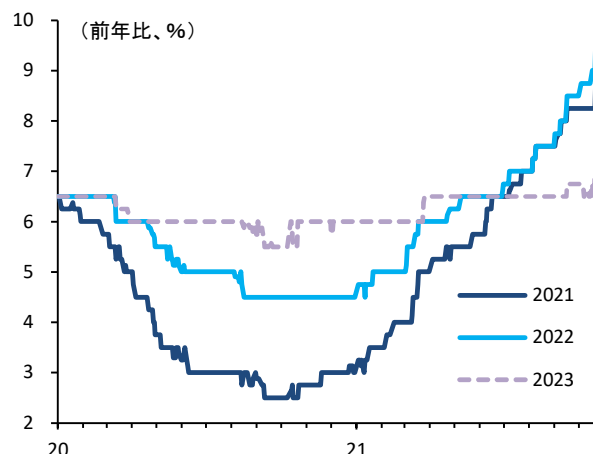
図表 3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注)2021 年 10 月 22 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、中央値)



(注)2021 年 10 月 22 日時点

出所:ブラジル中央銀行、みずほ銀行

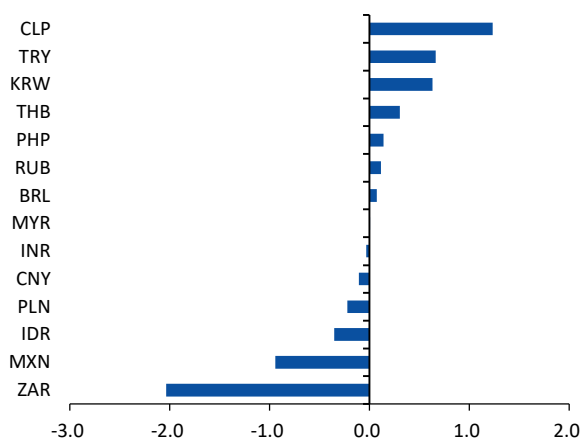
図表 5:負の連鎖から正の連鎖への転換イメージ図



出所:みずほ銀行

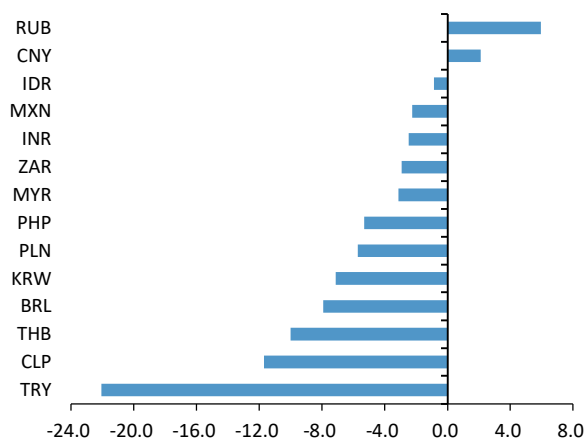
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



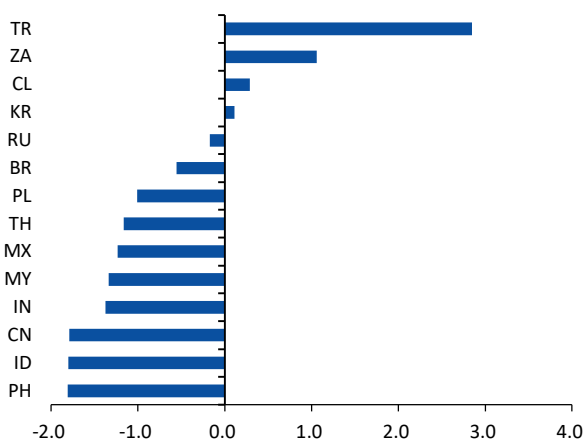
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



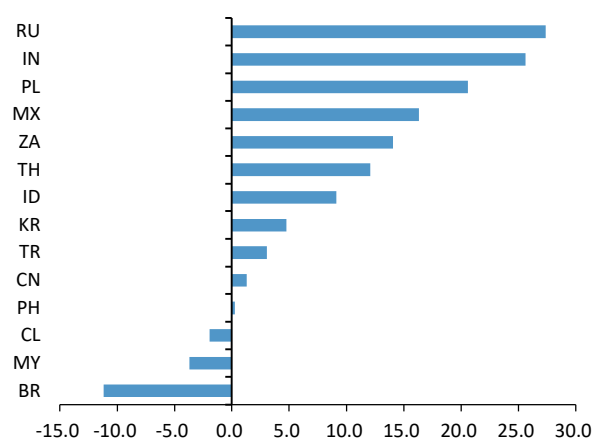
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



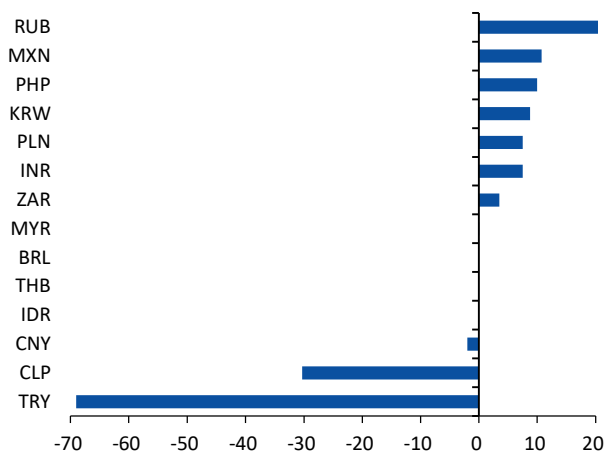
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

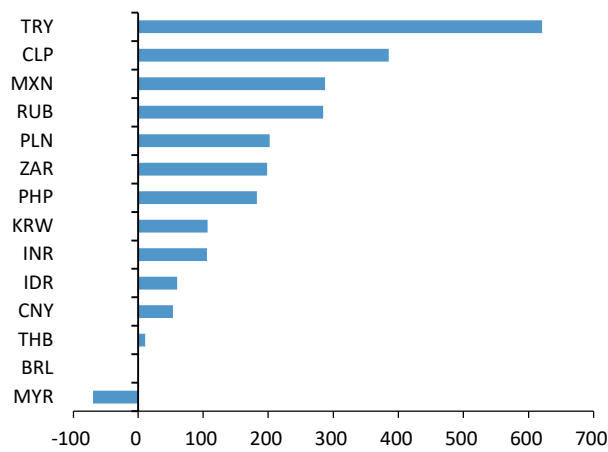
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

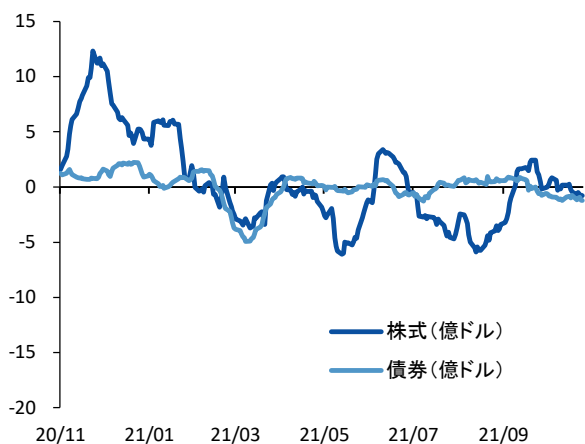


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

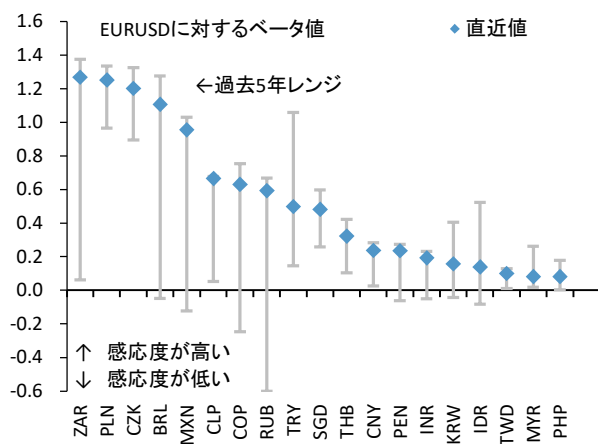
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



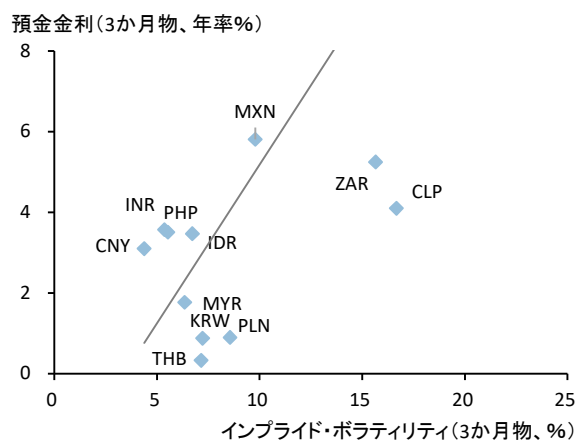
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



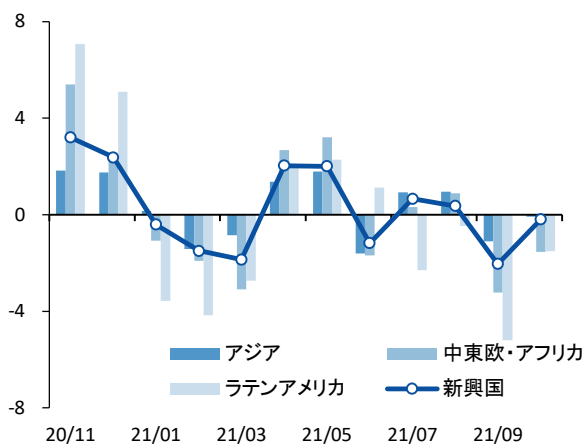
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



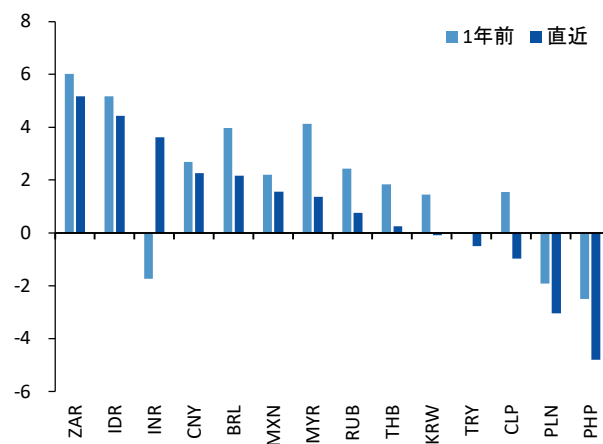
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月25日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-180.9b	-120.9b	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	2.4%	2.5%	2.4%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	11.8%	12.2%	13.7%	--
22-27日	フィリピン	総合国際収支	--	\$412m	\$1040m	--
26日 (火)	韓国	GDP(前年比)	4.3%	4.0%	6.0%	--
26日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$900m	\$610m	-\$1216m	--
28日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	15.0%	26.5%	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)	2.0%	--	9.6%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	-\$2000m	--	-\$2536m	--
29日 (金)	台湾	GDP(前年比)	4.3%	--	7.4%	--
31日 (日)	中国	非製造業PMI	53.5	--	53.2	--
31日 (日)	中国	製造業PMI	49.9	--	49.6	--
11月1日 (月)	韓国	貿易収支	--	--	\$4200m	\$4205m
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.0	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	1.6%	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	2.5%	--
3日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	53.4	--
3日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	1.75%	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$7512.3m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	--	--	4.8%	--
5日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3577m	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	1.7%	--
5日 (金)	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	7.1%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-2.8%	--
中東欧・アフリカ						
10月25日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	78.0%	78.1%	--
27日 (水)	トルコ	貿易収支	-2.60b	-2.55b	-4.26b	--
28日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	4.6%	6.0%	4.7%	--
28日 (木)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	59.5%	119.4%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	7.3%	7.8%	7.2%	--
29日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	35.3b	--	42.4b	--
30日 (土)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	5.8%	--	5.3%	--
11月3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	19.6%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	44.0%	--
4日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	7.4%	--
ラテンアメリカ						
10月25日 (月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	6.4%	4.3%	7.1%	--
26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	1.0%	1.2%	1.1%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	-2543.7m	-2398.4m	-3902.2m	--
27日 (水)	ブラジル	SELICレート	7.75%	7.75%	6.25%	--
28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	0.2%	0.6%	-0.6%	--
29日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	6.2%	--	19.6%	--
29日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	59.1%	--	59.3%	--
11月1日 (月)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$4322m	--
4日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.7%	--

注: 2021 年 10 月 29 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								
中国人民幣	(CNY)	6.3570 ～ 6.5793	6.3918	6.50	6.53	6.55	6.58	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7510 ～ 7.7946	7.7777	7.78	7.79	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	72.269 ～ 75.651	74.921	76.8	75.8	74.8	74.5	73.6
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ～ 14628	14173	14200	14400	14450	14350	14250
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ～ 1192.52	1169.58	1190	1190	1200	1210	1220
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ～ 4.2450	4.1502	4.15	4.18	4.16	4.16	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ～ 51.133	50.712	51.2	51.5	51.6	51.2	50.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ～ 1.3693	1.3445	1.36	1.37	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ～ 28.663	27.804	27.9	28.1	28.3	28.5	28.7
タイバーツ	(THB)	29.84 ～ 34.00	33.20	33.9	34.0	33.8	33.0	32.0
ベトナムドン	(VND)	22734 ～ 23164	22751	22850	23000	23100	22950	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	71.5530 ～ 78.0400	70.2594	75.00	76.00	74.00	77.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ～ 15.6625	15.1253	15.80	16.50	16.00	16.40	16.70
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ～ 8.9577	9.5432	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	5.6465	5.20	5.25	5.37	5.50	5.30
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ～ 21.6357	20.3696	20.00	20.20	20.60	21.00	20.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣	(CNY)	15.731 ～ 17.339	17.725	17.38	17.46	17.56	17.63	17.73
香港ドル	(HKD)	13.233 ～ 14.393	14.601	14.52	14.63	14.74	14.85	14.96
インドルピー	(INR)	1.402 ～ 1.521	1.516	1.47	1.50	1.54	1.56	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ～ 0.784	0.801	0.796	0.792	0.796	0.808	0.821
韓国ウォン	(100KRW)	9.210 ～ 9.910	9.710	9.50	9.58	9.58	9.59	9.59
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ～ 26.906	27.386	27.23	27.27	27.64	27.88	28.54
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ～ 2.310	2.241	2.21	2.21	2.23	2.27	2.32
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ～ 83.15	84.46	83.09	83.21	85.19	86.57	87.97
台湾ドル	(TWD)	3.655 ～ 4.028	4.089	4.05	4.06	4.06	4.07	4.08
タイバーツ	(THB)	3.264 ～ 3.561	3.421	3.33	3.35	3.40	3.52	3.66
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ～ 0.4923	0.4992	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	1.616	1.51	1.50	1.55	1.51	1.54
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ～ 8.181	7.508	7.15	6.91	7.19	7.07	7.01
トルコリラ	(TRY)	12.411 ～ 15.265	11.894	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	20.114	21.73	21.71	21.42	21.09	22.08
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ～ 5.624	5.575	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 29 日の 7 時 10 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。