

2021 年 11 月 12 日

The Emerging Markets Weekly

インフレ懸念に揺れる

新興国市場：先週末 5 日、アジア時間の新興国通貨は米 10 月雇用統計の発表を控えて小動き。インフレ鈍化を手掛かりに PHP は堅調だった。欧米時間の新興国通貨は上昇。英中銀の利上げ見送りに欧米金利が低下したほか、米雇用統計が市場予想を上回り、供給側からのインフレ圧力が和らぐとの見方も米金利の低下を促した。米株も上昇し、リスクセンチメントが改善した。高金利通貨である BRL と ZAR は前日比+1.0%超上昇した。週初 8 日、新興国通貨は先週末の流れを引き継ぎ、総じて底堅く推移。ZAR が前日に続き大きく上昇したほか、外国人の入国規制の緩和開始が好感され THB も買われた。9 日、アジア時間の新興国通貨は引き続き堅調。THB が引き続き買われたほか、KRW や TWD もしっかり。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米国で戦略備蓄放出の可能性の後退による米株安と、ブレイナード FRB 理事の議長昇格観測による米金利低下といった強弱材料が交錯した。BRL は前日比+1.0%超上昇。また、RUB は原油価格に連れ高した。一方、ZAR は中期予算方針の発表を控えて 5 営業日ぶりに反落。TRY はトルコ中央銀行(CBRT)が外貨預金の所要準備率を 200bp 引き上げたことを手掛かりに下落した。10 日、アジア時間の新興国通貨は、米 10 月消費者物価指数(CPI)の発表を控えて小動き。KRW は株式市場の下落を受けて値を下げた。欧米時間の新興国通貨は下落。米 CPI が 1990 年 11 月以来の高水準となり、米金利は急騰、ドルも大幅に上昇した。ZAR は前日比▲2.6%下落したほか、MXN と TRY も前日比▲1.0%超値を下げた。11 日、アジア時間の新興国通貨は総じて下落。前日の流れを引き継いだ。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米債券市場が休場だったこともあり、やや方向感を見出しにくい状況となった。BRL は鉄鉱石、銅価格の上昇を支援材料に前日比+1.7%と大きく反発。ZAR は財政赤字削減の方針が好感され反発した。一方、TRY は追加利下げ観測から連日の史上最安値更新となった。

アジア：5 日発表のインドネシア 7～9 月期実質 GDP 成長率は前期比+1.55%と前期(同+3.31%)から鈍化、市場予想(同+1.90%)も下回った。厳格な行動規制により民間消費が減速した。9 日発表のフィリピン 7～9 月期実質 GDP 成長率は前期比+3.8%と前期(同▲1.40%)から持ち直し、市場予想(同+1.4%)も上回った。前期に落ち込みを見せた民間消費が予想以上の反動をみせた。タイ中央銀行(BOT)は 10 日、政策金利を 0.50%に据え置くことを決定した。据え置きは 12 会合連続。景気は底打ちしつつあるも不確実性も高いとした。

ラテンアメリカ：9 日発表のメキシコ 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.2%と 9 月(同+6.0%)から加速した。10 日発表のブラジル消費者物価指数(IPCA)は前年比+10.67%と 9 月(同+10.25%)から加速。BCB が利上げ幅を今後拡大するとの観測が高まった。メキシコ中央銀行(Banxico)は 11 日、政策金利を 25bp 引き上げ 5.00%にすることを決定した。利上げは 4 会合連続。足許のインフレ加速やインフレ見通しの上振れをに警戒感を示した。

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)

根強い供給制約が足枷となる企業マインドの改善

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

製造業のマインド改善が総じて鈍い。IHS Markit 社が集計するグローバル購買担当者指数 (PMI) によれば、10 月製造業 PMI が 54.3 と前月 (54.1) からほぼ横ばい。ただ、生産 (51.6) および新規受注 (53.7) は 9 月から低下した。その格差も拡大しており、需要に生産が追い付かない状況が示唆される。入荷遅延指数や仕入れ価格指数の動きからは供給制約の根強さがうかがえ、輸出や先行きの生産見通しにはピークアウトの様相が強まっている (図表 1~4)。他方、相対的に影響が軽微な非製造業 PMI は 55.6 と前月 (53.8) からさらに改善した。

地域別には、新興国で改善が続いた。新興国の製造業 PMI は、生産 (50.7) と新規受注 (52.2) がいずれも前月から改善。非製造業 PMI (54.2) も 2020 年 11 月以来の水準へと回復した (図表 5)。先進国においては、非製造業 (56.1) が改善するも、製造業では生産 (51.8) と新規受注 (54.5) のいずれもが低下した (図表 6)。入荷遅延指数や仕入れ価格指数の変化を参考にすると、供給制約の影響は北米と欧州でより深刻とみられ、概ね違和感のない結果といえよう。

新興国について国別に製造業 PMI をみても、ASEAN 諸国の持ち直しが目立った。COVID-19 を巡る行動規制が段階的に緩和されてきていることが主な要因だろう。インドネシアは生産 (60.5) と新規受注 (62.0) がそれぞれコロナショック以降で最も高い水準となった。ベトナムでは生産 (28.4→53.1) と新規受注 (32.6→53.2) で極めて急速な改善がみられ、いずれも 50 超を回復。マレーシアでも生産 (50.7) と新規受注 (52.7) が 50 超へと大きく改善した。タイは新規受注 (47.8) に弱さを残すも、生産 (57.0) は大きく改善した。また、インドも堅調だ。生産 (59.1) と新規受注 (58.7) は前月からさらに改善、非製造業 (58.4) はコロナショック前の水準をついに上回った。

一方、トルコは生産 (48.7) と新規受注 (49.0) がいずれも 5 か月ぶりに 50 を割り込んだ。供給制約に伴う問題もさることながら、通貨安に伴うコスト上昇やそれを助長しかねない金融緩和 (利下げ) が実施されていることへの不安感が重しとなり始めている可能性がある。同様の懸念は、ブラジルにも当てはまるかもしれない。同国は生産、新規受注ともに 50 超を維持しているものの、低下基調にある。同国のインフレ圧力の一因もまた通貨安であり、これは財政懸念に基づく。現政権は来年の大統領選を見据えて財政出動を模索しており、債務上限ルールを緩和する憲法改正の動きが続いている。左派の元大統領が世論調査でリードしていることも財政懸念を惹起している。

このほか、中国の製造業 PMI の動きも気になるところだ。新規受注 (51.4) は 50 超を維持も生産 (48.8) は 50 を下回っている。供給制約に、電力不足や不動産市場の引き締め、経済・社会の統制強化と、背景はより複雑だ。経済的な結びつきが強い韓国や台湾の製造業 PMI も似た動きをみせつつある。世界経済への影響も大きいだけに、その行方には注意したい。

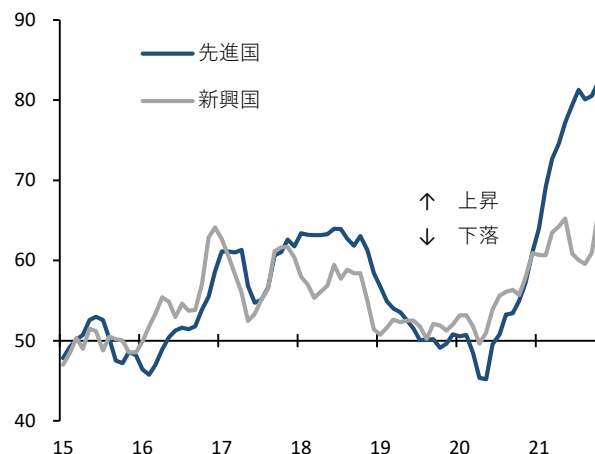
(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、11 月 5 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 製造業 PMI・入荷遅延指数



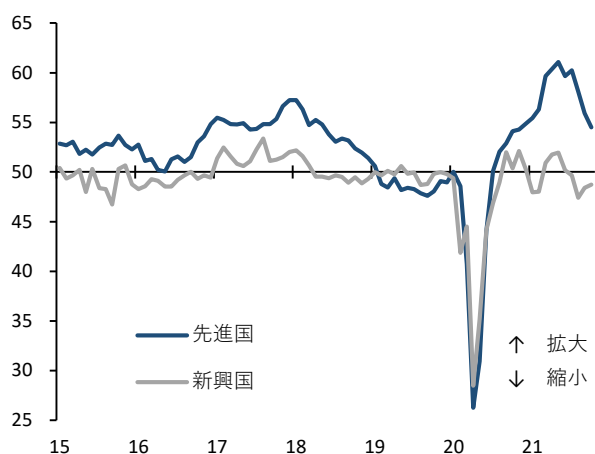
出所: IHS Markit、みずほ銀行

図表 2: 製造業 PMI・仕入れ価格指数



出所: IHS Markit、みずほ銀行

図表 3: 製造業 PMI・新規輸出受注指数



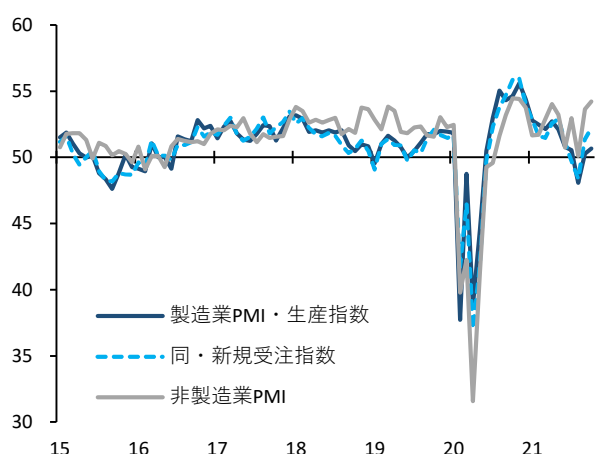
出所: IHS Markit、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・生産見通し指数



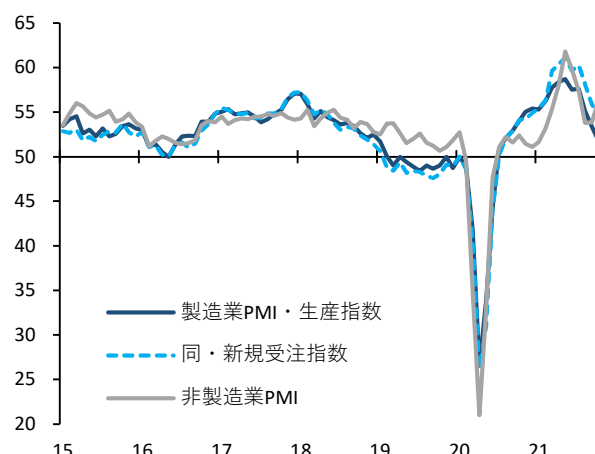
出所: IHS Markit、みずほ銀行

図表 5: 新興国



出所: IHS Markit、みずほ銀行

図表 6: 先進国



出所: IHS Markit、みずほ銀行

市場概観(タイ)

11 月金融政策委員会～景気の底打ちを確認も不確実性は高い

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 10 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)。政策金利は委員会メンバーの全会一致の下で 12 会合連続の現状維持となった。なお、ブルームバーグの事前予想では 21 人のエコノミスト全員が政策金利の据え置きを予想していた。

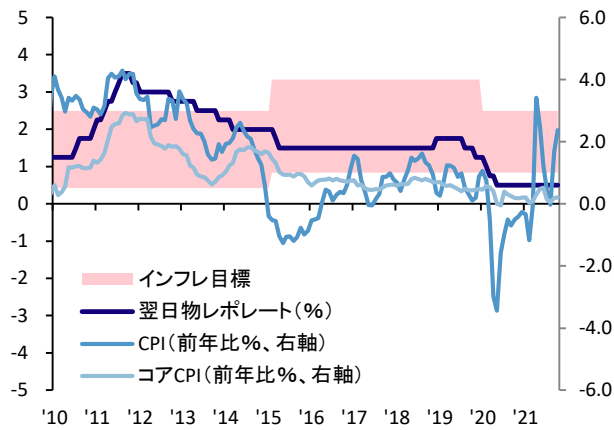
声明文では、今後の景気動向について、7～9 月期以降デルタ株拡大による減速は一段落し、前回会合で修正した見通しと大きく乖離しないペースで改善に向かっていくとの見解を示した。21 年の成長見通しは前年比+0.7%、22 年については同+3.9%に据え置かれている。その一方、BOT は景気回復が依然として軟調で不確実性が高い点を指摘した。国内のデルタ株拡大もやや抑制の傾向が見られるが、経済活動が正常化したとは言えず、生産能力の回復や労働力不足が解決するには依然時間を要すると見られる。こうした中、BOT は従前からの緩和的な金融政策を維持することは景気回復支援の観点からも妥当であるとした。また、政策手段の余地は限定的であるとしながら、必要に応じて最も効果的な時期にその手段を用いる用意があると総括した。

なお、政府は経済の挺入れとして、11 月から外国人観光客の受け入れ再開を発表し、外需の取り込みと GDP の 2 割を占める観光業の活性化に向けた取組を進めている。とはいえ、現状においては経済への波及度合いも段階的かつ限定的と推測される。冬場にかけて各国の感染拡大リスクや観光目的での渡航制限の緩和への動きは様々であるとは考えにくい。その他、航空便の稼働具合や燃料価格の高騰など価格面でも不安定要素が多い点もその理由である。

足許の物価動向に関しては、燃料価格の高止まりや世界的な供給制約といったインフレ要因を指摘しながらも、CPI への影響は一時的に留まり、中期的には BOT が目標とするレンジ(前年比+1.0～+3.0%)に収束するとの見解を示している。その一方で、デフレ体質の改善は見られておらず、図表 1、2 に見られる様に価格変動幅が大きい生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI はコロナ禍において 0%近傍で低位安定している。国内景気回復の遅れもあってインフレ要因が供給面に偏っていることは無視できず、消費者心理の改善や消費活動の活性化など需要面からのインフレが期待できる状況にあるとは言えない。

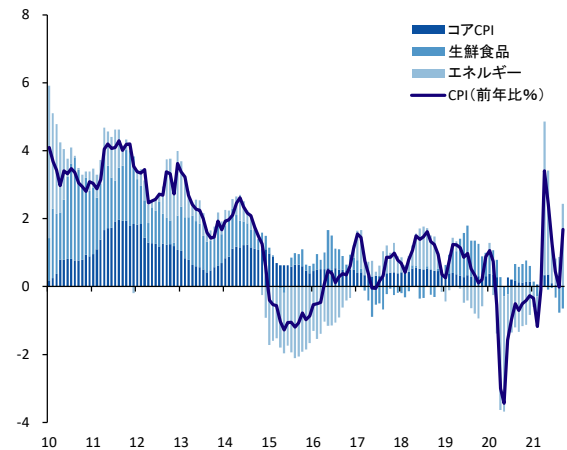
こうした中、THB は引き続き軟調な推移を予想する。外国人観光客の受け入れ再開のヘッドラインを受けて THB は値を戻しつつあるが、足許の情勢を踏まえるとそれ以外の買い要素に乏しい。コロナ禍前には ASEAN 地域最大の経常黒字国として堅調な推移が続いた THB だが、前述の観光業の壊滅の他、輸入物価の上昇に伴う貿易黒字の剥落などもあり経常赤字が続く可能性も懸念される(図表 3、4)。また、11 月頭の FOMC では量的緩和縮小の発表がされ、その後も順調に金融政策の正常化への議論が進捗すればドルの選好は堅調とみられる。片や、タイ経済はようやくデルタ株からの景気底打ちを確認し、低成長・低インフレからの脱却を見据える段階に留まっており、金融政策の正常化への議論を開始する段階には遠く及ばない。今後も BOT がある程度の期間をもって景気と物価の評価を下すと見られる中、現状においては少なくとも来年前半までは緩和的な金融政策が続くと考えたい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



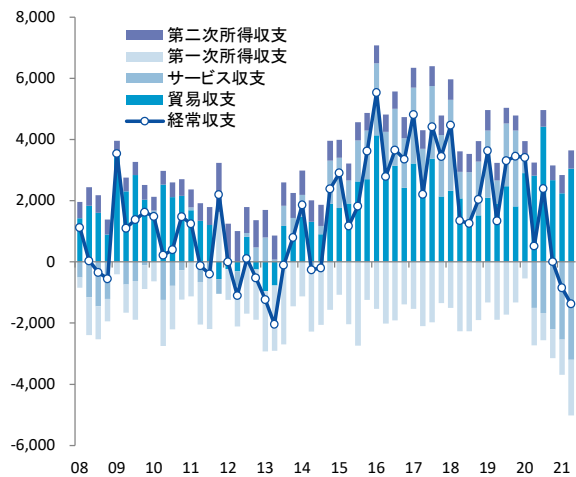
出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価の動向(前年比%、%ポイント)



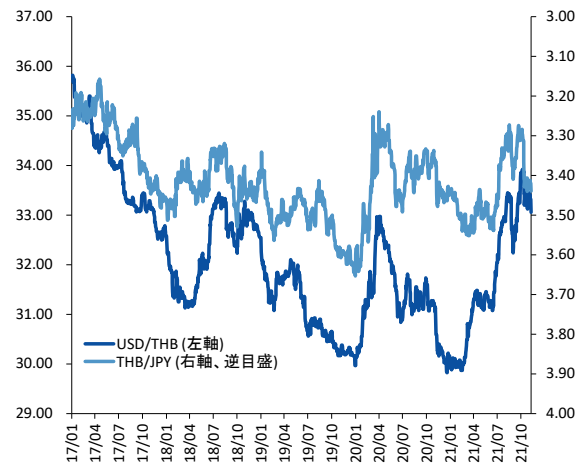
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: 経常収支の動向(億バツ)



出所: CEIC、みずほ銀行

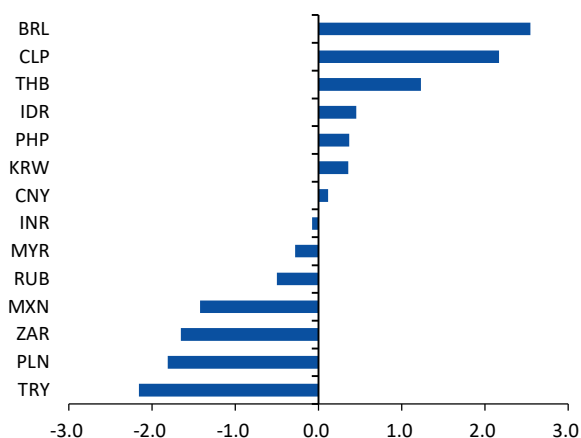
図表 4: THB 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

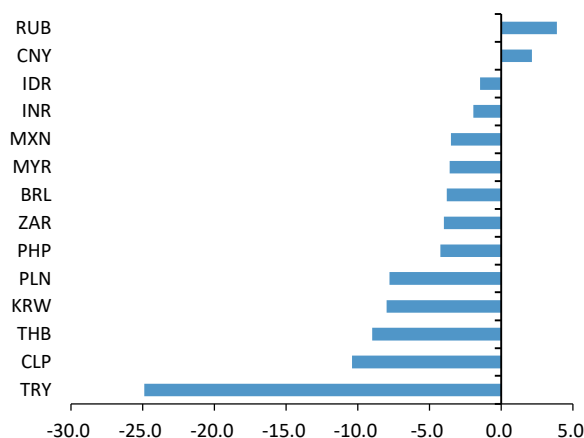
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



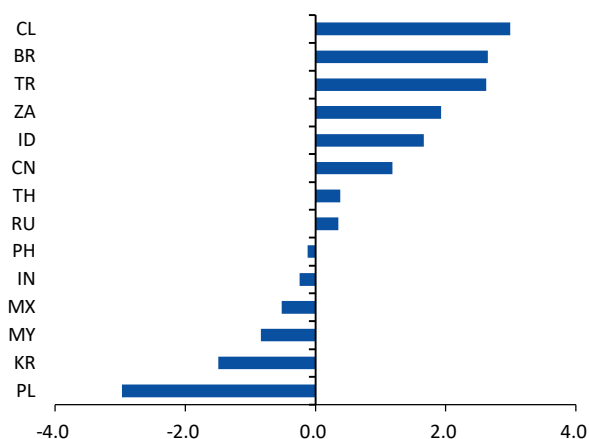
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



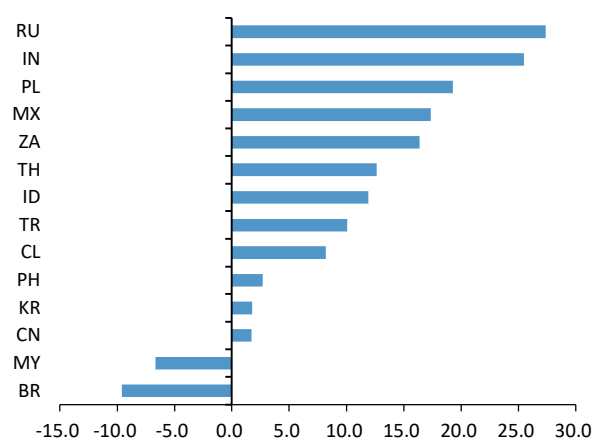
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



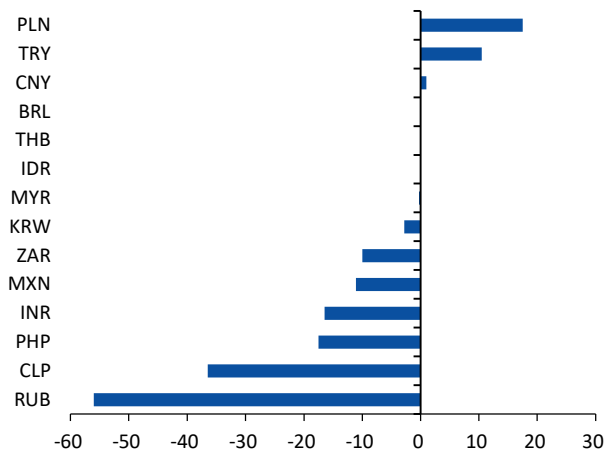
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

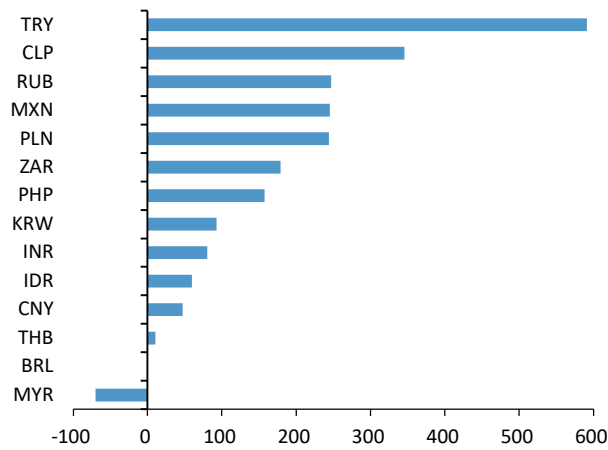
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

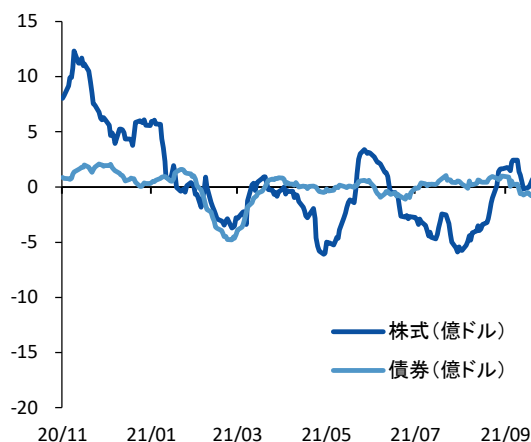


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

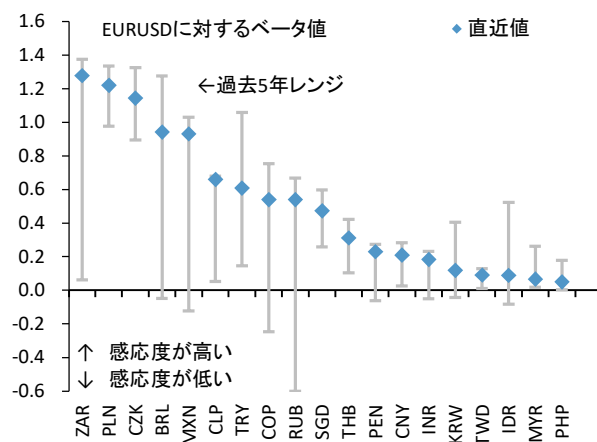
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



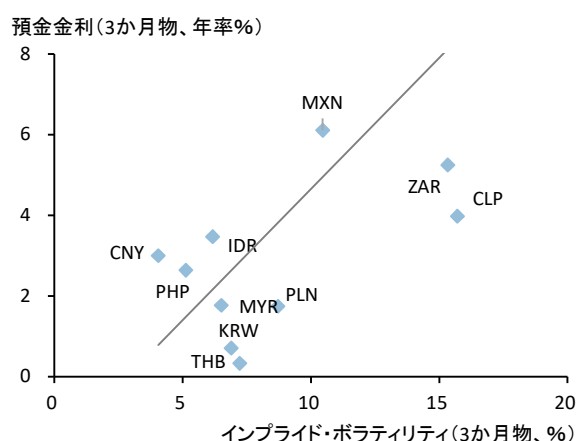
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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



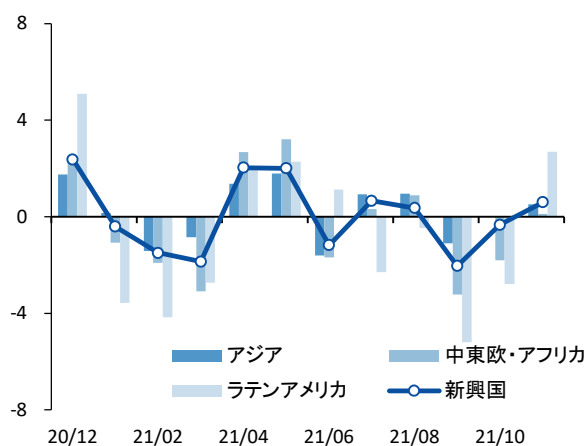
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



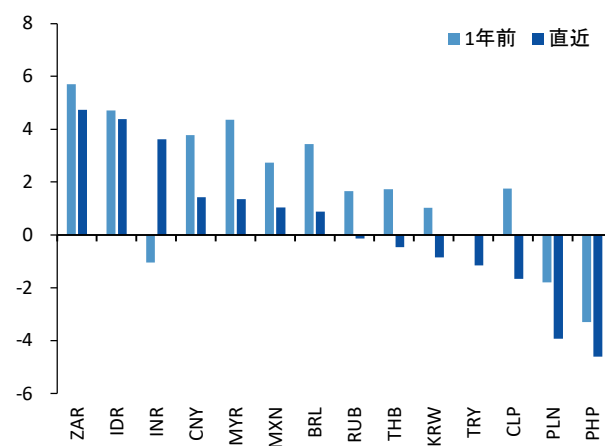
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月8日 (月)	台湾	貿易収支	\$6.60b	\$6.12b	\$6.45b	--
9-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	800.0b	826.2b	1660.0b	1663.0b
9日 (火)	フィリピン	GDP(前年比)	4.9%	7.1%	11.8%	12.0%
9日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.7%	2.5%	-0.7%	--
10日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.1%	3.2%	3.0%	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	1.4%	1.5%	0.7%	--
10日 (水)	中国	PPI 前年比	12.3%	13.5%	10.7%	--
10日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	0.50%	0.50%	0.50%	--
12日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	-1.9%	--	16.1%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	4.8%	--	11.9%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	4.4%	--	4.4%	--
14-17日	フィリピン	海外送金	4.1%	--	5.1%	--
15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.5%	--	4.4%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.0%	--	3.1%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-3.0%	--	7.5%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$4370m	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	10.5%	--	10.7%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	--	22.6%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	--	84.8%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	12.3%	--
17日 (水)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	--	14.4%	--
18日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.0%	--
18日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ [®]	--	--	3.5%	--
18-25日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	6.5%	--
19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	7.5%	--
中東欧・アフリカ						
11月11日 (木)	トルコ	経常収支	1.25b	1.65b	0.53b	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-1.3%	1.3%	1.8%	--
11日 (木)	ロシア	貿易収支	18.5b	20.0b	17.1b	--
12日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	10.2%	--	13.8%	--
17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.0%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	--	--	4.9%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レホレート	--	--	16.00%	--
18日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	3.50%	--
ラテンアメリカ						
11月8日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	1.3%	1.6%	-0.6%	--
8日 (月)	メキシコ	総設備投資	11.8%	13.9%	15.7%	--
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	6.2%	6.2%	6.0%	--
10日 (水)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	1.1%	1.3%	1.2%	--
11日 (木)	ブラジル	小売売上高(前月比)	-0.4%	-1.3%	-3.1%	--
11日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	3.9%	1.6%	5.5%	--
11日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-3.0%	-4.2%	-4.1%	--
11日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	5.00%	5.00%	4.75%	--
16日 (火)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	4.7%	--

注: 2021 年 11 月 12 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 1～10月(実績)	SPOT	2021年 12月	2022年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3570 ~ 6.5793	6.3914	6.50	6.53	6.55	6.58	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7946	7.7923	7.78	7.79	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.678	74.516	76.8	75.8	74.8	74.5	73.6
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14263	14200	14400	14450	14350	14250
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1200.44	1180.85	1180	1180	1190	1200	1210
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.2450	4.1705	4.15	4.18	4.16	4.16	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ~ 51.133	50.160	51.2	51.5	51.6	51.2	50.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3693	1.3545	1.36	1.37	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ~ 28.663	27.833	27.9	28.1	28.3	28.5	28.7
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 34.00	32.92	33.9	34.0	33.8	33.0	32.0
ベトナムドン	(VND)	22734 ~ 23164	22657	22850	23000	23100	22950	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	69.2199 ~ 78.0400	71.6272	72.00	74.00	75.00	77.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ~ 15.6625	15.3264	15.60	16.30	15.90	16.40	17.20
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 9.8500	9.9144	9.90	10.10	10.20	10.40	10.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.4046	5.70	5.75	5.85	5.90	5.70
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.6357	20.6454	20.30	20.50	20.70	20.80	20.90
対円								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 17.942	17.825	17.54	17.61	17.71	17.78	17.88
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.749	14.636	14.65	14.76	14.87	14.98	15.09
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.530	1.531	1.48	1.52	1.55	1.57	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.815	0.799	0.803	0.799	0.803	0.815	0.828
韓国ウォン	(100KRW)	9.210 ~ 9.910	9.658	9.66	9.75	9.75	9.75	9.75
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 27.599	27.362	27.47	27.51	27.88	28.13	28.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.310	2.275	2.23	2.23	2.25	2.29	2.34
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 85.29	84.20	83.82	83.94	85.93	87.31	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 4.117	4.096	4.09	4.09	4.10	4.11	4.11
タイバーツ	(THB)	3.264 ~ 3.561	3.471	3.36	3.38	3.43	3.55	3.69
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.5035	0.5035	0.50	0.50	0.50	0.51	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.647	1.592	1.58	1.55	1.55	1.52	1.55
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.451	7.31	7.06	7.30	7.13	6.86
トルコリラ	(TRY)	11.460 ~ 15.265	11.498	11.52	11.39	11.37	11.25	11.24
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 22.632	21.121	20.00	20.00	19.83	19.83	20.70
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.667	5.525	5.62	5.61	5.60	5.63	5.65

注: 1. 実績の欄は 2021 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 12 日の 8 時 15 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。