

2021 年 11 月 19 日

The Emerging Markets Weekly

加速する TRY の最安値更新

新興国市場：先週末 12 日、アジア時間の新興国通貨は前日に米債券市場が休場だったこともあり小動き。欧米時間も大半が方向感なく推移した。ロシアのウクライナ侵攻懸念から RUB が前日比▲1.8%下落。財政懸念が燃え BRL は大きく反落。TRY も追加利下げ観測から売られ、対ドルで 10 リラの台を突破した。週初 15 日、アジア時間の新興国通貨はしっくり。中国の 10 月主要経済指標のまずまずの内容が支援材料となった。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米 11 月 NY 連銀製造景気指数が市場予想を上回り米金利が上昇、ドル高・ユーロ安の流れに東欧通貨は連れ安した。TRY は最安値を更新。一方、ZAR や RUB は堅調に推移した。16 日、アジア時間の新興国通貨は、米中首脳会談を控えて朝方は堅調に推移も、期待感が剥落するにつれ上昇幅を失う展開。欧米時間に入ると下落に転じた。米 10 月小売売上高が市場予想を大幅に上回り、米金利上昇が重しとなった。TRY が前日比▲2.5%、ZAR は同▲1.7%下落。RUB、BRL や MXN も売られた。17 日、アジア時間の新興国通貨は、前日のドル高の流れを消化する格好でやや軟調。KRW は韓国での COVID-19 の感染者数急増も重しとなった。欧州時間には新興国通貨がやや持ち直すも、米国時間は方向感に乏しい展開。米株反落と米金利低下でリスク警戒ムードが生じるも、ドル安の動きが支えとなった。米ロの安全保障担当者が両国の関係改善に努めることで合意したとの報道に RUB が上昇。一方、TRY はエルドアン大統領が最後まで金利と戦い続けると表明し、前日比▲2.9%下落した。18 日のアジア時間の新興国通貨は、前日のドル弱含みを引き継ぎしつかり。ただ、欧米時間はまちまちとなった。ユーロ高に東欧通貨は連れ高。他方、TRY は追加利下げが嫌気され前日比▲3.9%下落し、対ドルで 11 リラを突破。最安値を更新した。ZAR や BRL、RUB や MXN も軟調となった。

アジア：12 日発表のマレーシア 7～9 月期実質 GDP は前期比▲3.6%と前期(同▲1.9%)に続くマイナス成長。ただ、今後は行動規制の緩和により、成長率の急回復が見込まれている。15 日発表のタイ 7～9 月期実質 GDP は前期比▲1.1%とマイナス成長となったが、市場予想(同▲4.0%)は上回った。11 月に再開した外国人観光客の受け入れが、今後は成長を支える見込み。インドネシア中央銀行(BI)は 18 日、政策金利を 3.50%に据え置いた。据え置き要因として IDR の安定性を維持する必要性を強調した。フィリピン中央銀行(BSP)は 18 日、政策金利を 2.00%に据え置いた。BSP は足許のインフレに懸念を示しつつも、持続的な景気回復のための政策支援を優先する方針を述べた。

中東欧・アフリカ：CBRT は 18 日、政策金利を 100bp 引き下げ 15.00%にすることを決定。利下げは 3 会合連続、利下げ幅は合計で 400bp となった。物価上昇圧力は 2022 年半ばまで継続するものの、大半は一過性との見方を示し、12 月に追加利下げを実施する可能性を示唆した。南アフリカ準備銀行(SARB)は 18 日、政策金利を 25bp 引き上げ 3.75%にすることを賛成多数(3 対 2)で決定した。利上げの実施は 2018 年 11 月以来。インフレ高進に対応する。

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 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(メキシコ)

インフレ再加速に強まる Banxico の警戒感

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 11 月 11 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 25bp 引き上げて 5.00%とすることを決定した(図表 1)。利上げは 6 月以降、4 会合連続。声明文によれば、決定は前会合に続き、多数決によって行われた。ディアス・デ・レオン総裁含め 5 名の委員の投票行動は前回から変わらず。4 名が利上げを主張、1 名は据え置きを主張した。

Banxico が追加利上げに踏み切った理由は、従来と同様に、足許でのインフレ圧力が予想以上に強まっていることと、長期化しうることへの警戒感だ。10 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+6.24%と前月(同+6.00%)から加速。8 か月連続で同行の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回った。また、CPI は 4 月(同+6.08%)をピークに徐々に減速しつつあったが、9 月以降、再び加速しつつある(図表 1)。

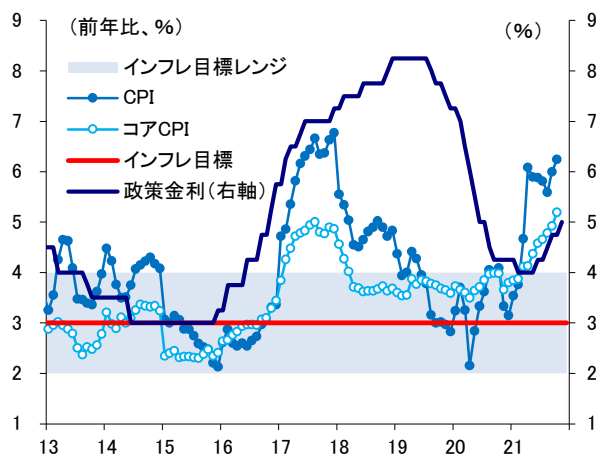
先々のインフレ見通しについても、Banxico が実施している月次市場サーベイでは、じりじりと上方修正が続いている。9 月下旬に行われた市場サーベイでは、市場の CPI 見通しは 2021 年が前年比+6.60%、2022 年は同+3.93%と前回サーベイ結果(それぞれ同+6.26%と同+3.84%)から引き上げられた。

Banxico の公表した最新の CPI 見通しでも、足許の 2021 年 10~12 月期から 2022 年 7~9 月期にかけての 4 四半期について、前回会合時点から上方修正が加えられている(図表 2)。なお、声明文によれば、インフレ率が同行の目標値(前年比+3%)に落ち着いてくる時期を「予想期間の最後までには(by the end of the forecast horizon)」としており、前回会合から書きぶりに変化はない。もっとも、今後 4 四半期についての CPI 見通し上振れで生じるはずのベース効果を考慮すると、インフレ圧力は従来想定よりも長期化したと読み取れる。

実際、Banxico はインフレのリスクバランスについて、従来からの上方に傾いているとの認識に、「悪化している(deteriorated)」の文言を加えて警戒感を強めている。また、足許の物価上昇要因についても一時的なものになるとしつつ、影響を及ぼす期間がどの程度続くのか分からないほか、すでにかかなりの規模(considerable magnitude)をもって広範な品目に及んできていると指摘。価格形成プロセスおよびインフレ見通しにより大きな(greater)リスクをもたらす可能性がある、従来以上に警戒感を強調している。

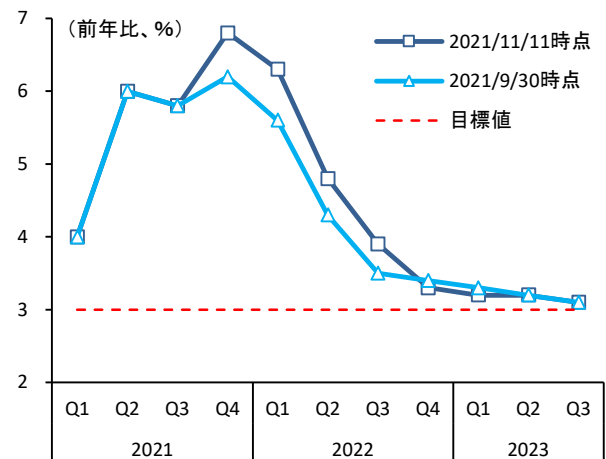
そして、次回会合(12 月 16 日開催予定)に向けては、インフレ及びインフレ見通しに関する Banxico の予測軌道に影響を与えうるあらゆる要因とともに、実際のインフレ圧力の動向を徹底的に評価するとした。高いインフレ率そのものが、将来のインフレ率やインフレ見通しに上昇圧力を加えうるとの問題意識がうかがえる。インフレ加速が続いていれば、25bp 超の利上げ観測も高まろう。現総裁にとって最後の会合である点も思惑を呼びそうだ。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: メキシコ中央銀行、地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: Banxico の CPI 見通し



出所: メキシコ中央銀行、みずほ銀行

市場概観(新興国)

10 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 10 月の新興国ファンドへの資金フローは+78.9 億ドルと 4 か月連続で資金流入となった。資金流入額は前月(+82.3 億ドル)からやや縮小した。株式ファンドには+90.5 億ドルと 4 か月連続で資金が流入したものの、債券ファンドは▲11.6 億ドルと前月に続き資金が流出した。

地域別ファンドへの資金フローでは、アジア(日本除く)に 4 か月連続で資金が流入。株式への資金流入が続いたほか、債券も資金流入に転じた。東欧・中東・アフリカも資金流入に転じた。債券への流入額が縮小したものの、株式が 7 か月ぶりに資金流入に転じた。ラテンアメリカは 8 か月連続で資金が流出。株式は前月に続き資金流入となるも、債券の流出額が大きく拡大した。

国別ファンドへの資金フローでは、韓国でほぼ 2 年ぶりの水準での資金流入がみられた。株式で大幅な資金流入に転じたほか、債券への流入額も拡大した。また、インドも資金流入に転じた。株式への流入額は縮小も、債券が大幅な資金流入に転じた。このほか、台湾も資金流入に転じた。株式が資金流入に転じたことが寄与した。他方、中国は 4 か月連続で資金流入となったものの、流入額は大きく縮小。ほとんどは株式への流入額の縮小によるものであるが、債券が 2020 年 3 月以来の資金流出に転じたことも影響した。

なお、11 月 10 日までのデータを基に 11 月に入ってから資金フローを試算したところ、新興国ファンドからは 10 月の流入額の半分程度の資金流出が生じている。株式からの流出が目立つ一方、債券には資金が戻りつつある。国・地域別ファンドでは、インドや韓国、台湾で再び資金流出に転じつつある一方、中国への流入額は主に債券が寄与する格好で持ち直しつつある。

(注)各国・地域別のファンドフローのグラフについては、11 月 17 日付通貨ニュースでご確認いただけます。

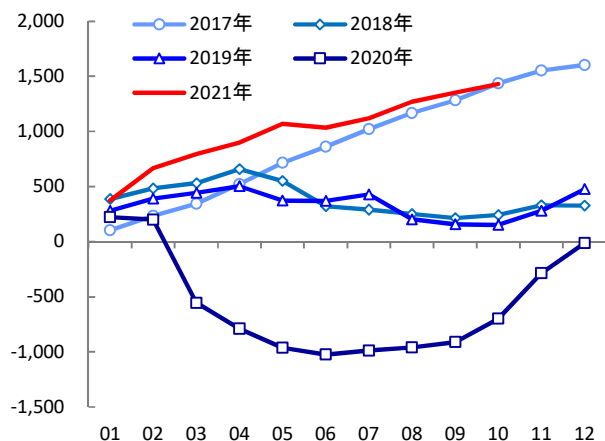
図表 1: 新興国各国・地域のファンドフロー(月次)

	10月 (%)	Zスコア (過去5年)		10月 (%)	Zスコア (過去5年)
新興国	0.25	0.0	インドネシア	-1.37	-0.1
アジア(日本除く)	0.92	0.9	インド	0.79	0.3
中国	0.85	0.0	東欧・中東・アフリカ	0.93	1.0
韓国	7.63	1.7	ロシア	3.30	1.3
台湾	5.22	0.7	トルコ	3.36	0.6
シンガポール	-1.63	-1.2	南アフリカ	0.81	0.6
フィリピン	-3.34	-0.6	ラテンアメリカ	-0.45	-0.4
タイ	-0.62	-0.2	メキシコ	-2.31	-0.9
マレーシア	1.12	0.3	ブラジル	4.65	1.8

注: スコアは株式ファンドと債券ファンドへの資金流入額の月比変化率で算出。

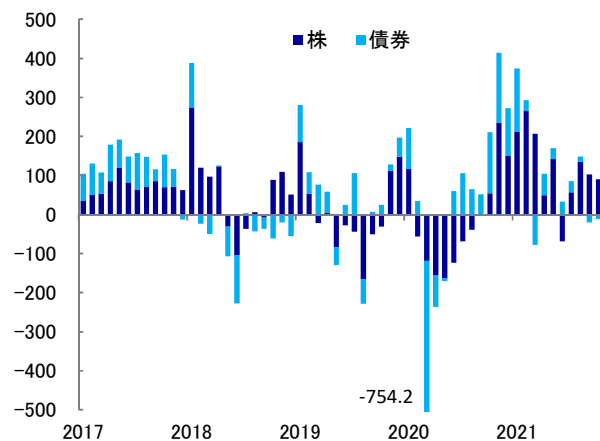
出所: EPFR、Macrobond、みずほ銀行

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

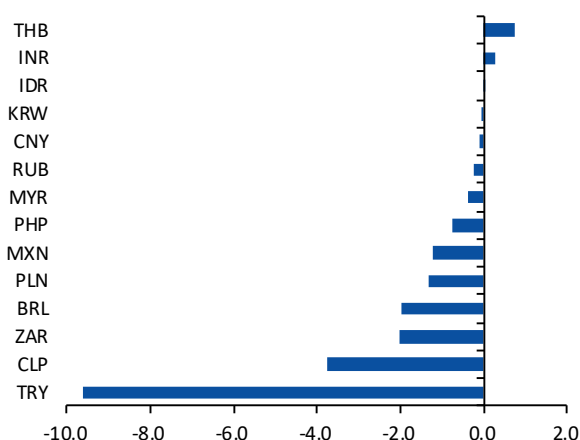
[illegible]

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

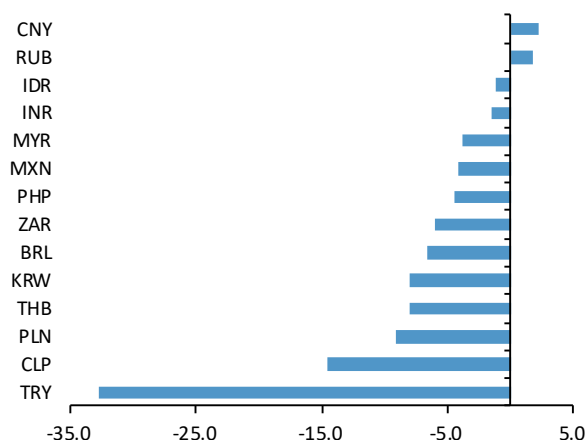
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



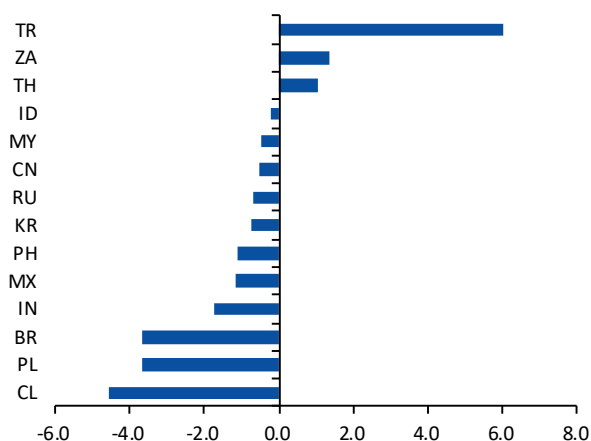
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



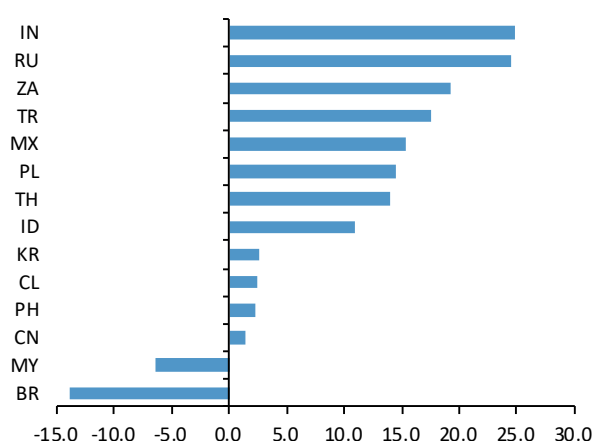
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



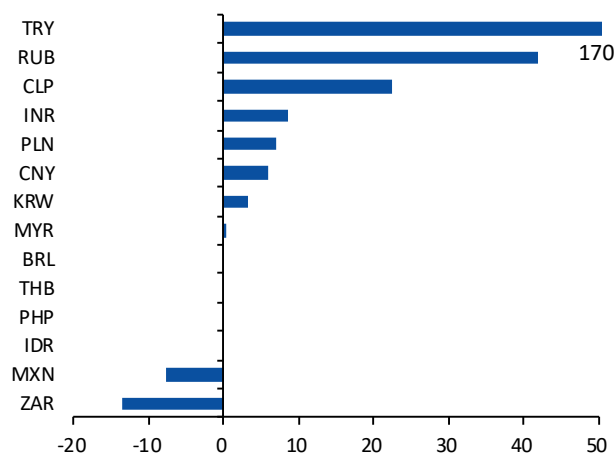
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

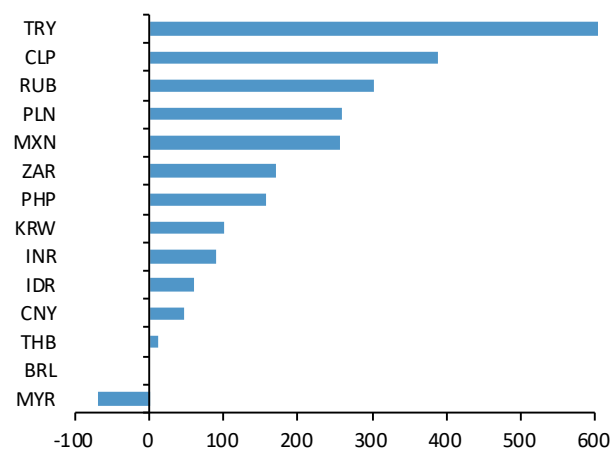
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

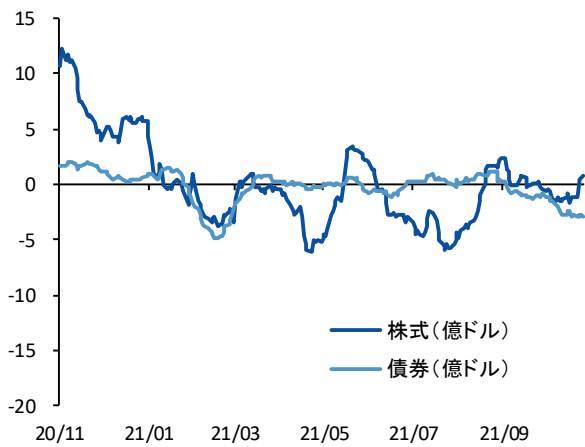


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

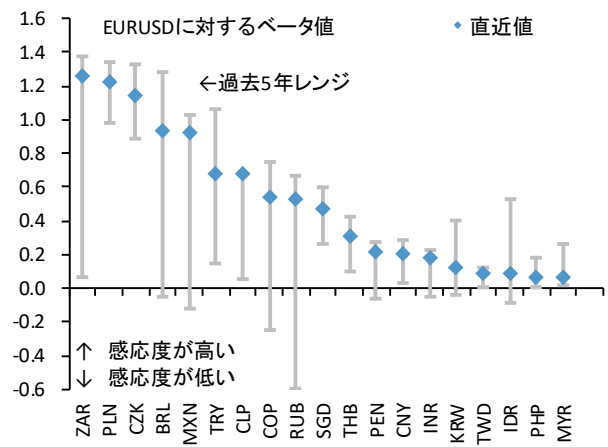
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



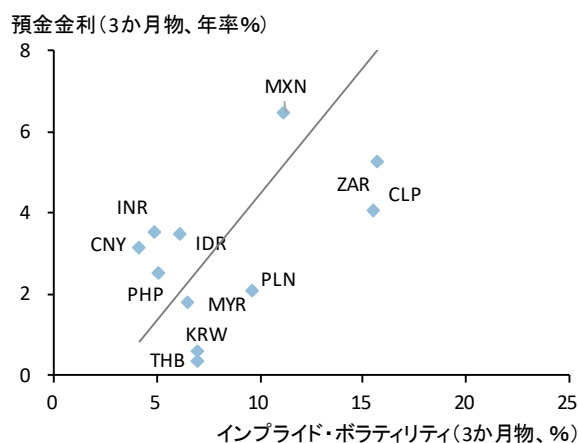
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



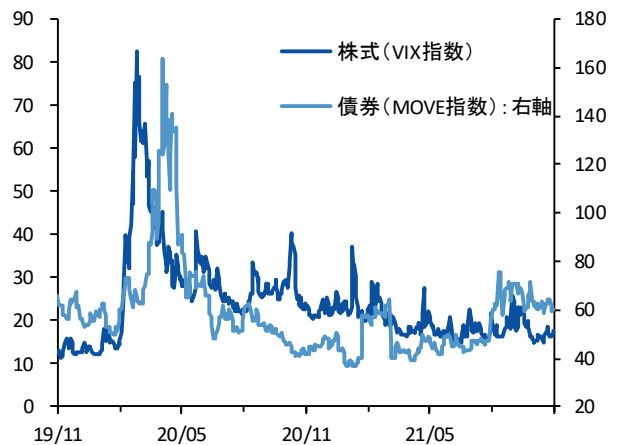
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



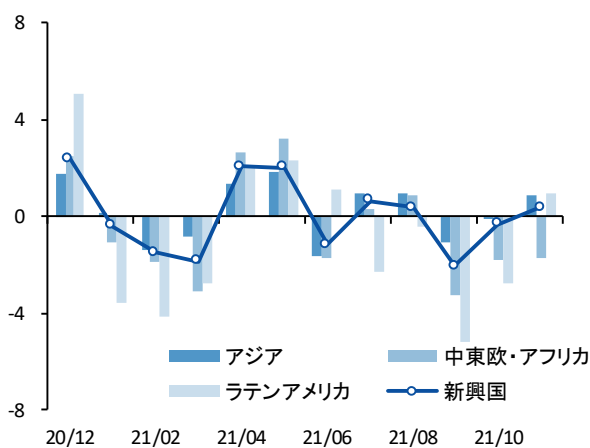
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



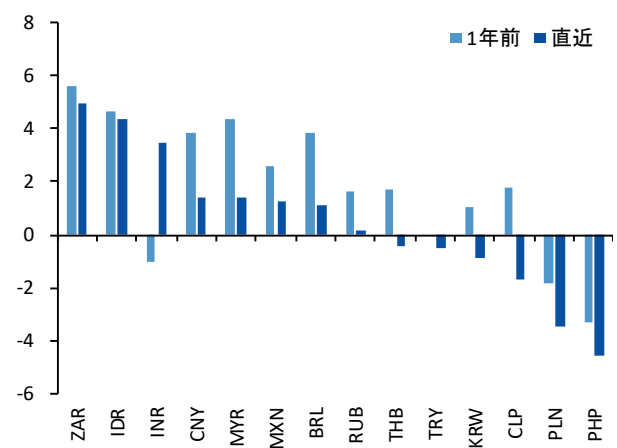
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.7%	4.9%	4.4%	--
15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.0%	3.5%	3.1%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	-1.3%	-0.3%	7.5%	0.1%
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$3849m	\$5740m	\$4370m	47.6%
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	43.1%	22.6%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	62.5%	84.8%	--
15-17日	フィリピン	海外送金	5.0%	5.2%	5.1%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	15.5%	17.9%	12.3%	--
17日 (水)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	14.9%	14.4%	--
18日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
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 ^o	3.50%	3.50%	3.50%	--
18-25日	シンガポール	GDP(前年比)	6.5%	--	6.5%	--
11月19日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	7.5%	--
19-24日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$412m	--
23日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	106.8	--
23日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$610m	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	2.5%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	12.2%	--
24日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	88.0	--
24日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-180.9b	--
25日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	--	--	0.75%	--
26日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.4%	--
26日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.8%	0.0%
中東欧・アフリカ						
11月17日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.0%	5.0%	5.0%	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-0.1%	2.1%	-1.3%	--
18日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	4.5%	4.3%	10.5%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レホレート	15.00%	15.00%	16.00%	--
18日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	3.75%	3.75%	3.50%	--
22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	59.5%	--
24日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.0%	--
24日 (水)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	109.6	--
25日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.8%	--	6.8%	--
25日 (木)	ロシア	PPI 前年比	27.9%	--	26.3%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	7.8%	--
ラテンアメリカ						
11月16日 (火)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.6%	1.5%	4.7%	--
23日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	7.2%	--
25日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	1.2%	--
25日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	4.6%	--
25日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	4.3%	--
25日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$1699m	--
25日 (木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$4495m	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-2398.4m	--
26日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	4429b	--

注: 2021 年 11 月 19 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								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3570 ～ 6.5793	6.3861	6.50	6.53	6.55	6.58	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7510 ～ 7.7946	7.7885	7.78	7.79	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	72.269 ～ 75.678	74.238	76.8	75.8	74.8	74.5	73.6
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ～ 14628	14228	14200	14400	14450	14350	14250
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ～ 1200.44	1180.40	1180	1180	1190	1200	1210
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ～ 4.2450	4.1818	4.15	4.18	4.16	4.16	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ～ 51.133	50.243	51.2	51.5	51.6	51.2	50.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ～ 1.3693	1.3565	1.36	1.37	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ～ 28.663	27.799	27.9	28.1	28.3	28.5	28.7
タイバーツ	(THB)	29.84 ～ 34.00	32.58	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	73.1013	72.00	74.00	75.00	77.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ～ 15.6625	15.6465	15.60	16.30	15.90	16.40	17.20
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ～ 9.8500	11.1165	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	5.5660	5.60	5.53	5.60	5.85	5.70
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ～ 21.6357	20.7686	20.30	20.50	20.70	20.80	20.90
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ～ 17.942	17.890	17.54	17.61	17.71	17.78	17.88
香港ドル	(HKD)	13.233 ～ 14.749	14.671	14.65	14.76	14.87	14.98	15.09
インドルピー	(INR)	1.402 ～ 1.530	1.539	1.48	1.52	1.55	1.57	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ～ 0.815	0.804	0.803	0.799	0.803	0.815	0.828
韓国ウォン	(100KRW)	9.210 ～ 9.910	9.678	9.66	9.75	9.75	9.75	9.75
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ～ 27.599	27.323	27.47	27.51	27.88	28.13	28.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ～ 2.310	2.269	2.23	2.23	2.25	2.29	2.34
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ～ 85.29	84.23	83.82	83.94	85.93	87.31	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.655 ～ 4.117	4.105	4.09	4.09	4.10	4.11	4.11
タイバーツ	(THB)	3.264 ～ 3.561	3.507	3.36	3.38	3.43	3.55	3.69
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ～ 0.5035	0.5043	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	1.563	1.58	1.55	1.55	1.52	1.55
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ～ 8.181	7.303	7.31	7.06	7.30	7.13	6.86
トルコリラ	(TRY)	11.460 ～ 15.265	10.242	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	20.558	20.36	20.80	20.71	20.00	20.70
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ～ 5.667	5.501	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 19 日の 8 時 25 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。