

2022 年 1 月 21 日

The Emerging Markets Weekly

米金利上昇と米株安は重しも、堅調な商品市況が支えに

新興国市場：先週末 14 日、アジア時間の新興国通貨は目新しい材料に乏しく小動き。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米金利上昇にドル高・ユーロ安が進展、東欧通貨は連れ安した。他方、堅調な商品市況を支えに資源国通貨は概ねしっかり。TRY は前日の反動から堅調だった。週初 17 日、アジア時間の新興国通貨は前週末のドル上昇を消化する格好で、大半が軟調となった。欧米時間も、米国休場で薄商いのなか、新興国通貨は概ね小動き。TRY は続伸、追加緩和と停止への楽観が指摘されている。18 日、アジア時間の新興国通貨は米金利上昇が重しとなり大半が軟調。PHP や INR は下落、前日売られた KRW は小幅に反発した。欧米時間の新興国通貨は下落。米金利が一段と上昇、ドル高が進展した。米株下落でリスクオフムードも広がった。RUB は前日比 ▲1.2% 下落、ウクライナを巡る懸念からロシア株が大幅に下げた。そのほか、ZAR、BRL といった資源国通貨も安い。トルコでは株価下落でサーキットブレーカーが発動、TRY は 3 日ぶり反落となった。19 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ大半が軟調。ただ、欧州時間には米長期金利が 1.9% を試す動きを見せるも、米国時間に入ると反落、新興国通貨は反発した。堅調な商品市況も支援材料となり、BRL が前日比 +2.2%、ZAR は同 +1.2% と大きく上昇、RUB も同 +1% 弱値を伸ばした。20 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ、小幅上昇。欧州時間は中国の金融緩和が好感された株高もあり、新興国通貨は上昇した。ただ、米国時間に米株が軟調に転じると、リスクオフムードが広がり、新興国通貨は上昇幅を縮小した。ZAR や TRY が堅調な一方、RUB はウクライナを巡る懸念から売られた。

アジア：韓国銀行(BOK)は 14 日、政策金利を 25bp 引き上げ 1.25% にすると決定した。利上げは 2 会合連続で、足許でのインフレ見通しの上振れが背景。李総裁は会見で追加利上げの必要性を示唆した。中国人民銀行(PBoC)は 17 日、中期貸出制度(MLF)金利を 10bp 引き下げ 2.85% にすると発表した。引き下げは 2020 年 4 月以来。PBoC は 20 日、1 月の最優遇貸出金利(LPR)の 1 年物を 10bp 引き下げ 3.70% にすると発表した。利下げは 2 か月連続。5 年物も 5bp 引き下げ 4.60% とした。引き下げは 2020 年 4 月以来。マレーシア中央銀行(BNM)は 20 日、政策金利を 1.75% に据え置くと決定した。インドネシア銀行(BI)は 20 日、政策金利を 3.50% に据え置いた。ただ、銀行の預金準備率を 3 か月から引き上げ、その後も段階的に引き上げることを発表した。

中東欧・アフリカ：トルコとアラブ首長国連邦(UAE)は 19 日、通貨スワップ協定(期間 3 年、49 億ドル規模)を締結。これによりトルコは外貨準備の補完が可能となる。19 日発表の南アフリカ 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比 +5.9% と前月(同 +5.5%)から加速、2017 年 3 月以来の高水準となった。トルコ中央銀行(CBRT)は 20 日、政策金利を 14.00% に据え置いた。2021 年 9 月以降の緩和サイクルを停止。今後は、TRY 相場の安定化に優先的に取り組む模様。

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(新興国)

2021 年 12 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 12 月の新興国ファンドへの資金フローは+34.8 億ドルと 6 か月連続で資金流入となった。資金流入額は前月 (+14.8 億ドル) からやや持ち直した。株式ファンドは+86.8 億ドルと 6 か月連続で資金が流入、流入額も拡大したものの、債券ファンドが▲52.0 億ドルと 4 か月連続の資金流出となった。

地域別ファンドへの資金フローでは、アジア(日本除く)に 6 か月連続で資金が流入。債券が前月に続く資金流出も、株式への資金流入の大幅拡大が補った。東欧・中東・アフリカからの資金流出は前月から縮小。株式の資金流出が続くも、債券が資金流入に転じた。ラテンアメリカは 10 か月連続の資金流出。債券が 4 か月連続の資金流出、株式の資金流出額も前月から急拡大した。

国別ファンドへの資金フローでは、中国への資金流入の拡大が目立った。債券が小幅資金流出となったものの、株式の流入額が大きく伸びた。また、台湾への資金流入も、株式が流入に転じたことにより伸びた。一方、ブラジルの資金流出額は拡大。株式からの流出額が増加、債券も流出に転じた。トルコは 4 か月ぶりの資金流出に転じた。債券が 4 か月ぶりの資金流出に転じ、その変化幅が株式への資金流入額の伸びを上回った。このほか、ロシアも流出額が拡大。債券からの流出額が縮小も、株式からの流出額が拡大した。

なお、1 月 12 日までのデータを基に 1 月に入ってから資金フローを試算したところ、2021 年 12 月とは異なる新興国ファンドへの資金フローがみられる。株式が 7 か月ぶりの流出となる一方、債券は 5 か月ぶりの流入に転じている。国・地域別ファンドでは、インドで資金流出が拡大中。株式から債券への資金シフトがうかがえる。韓国や台湾でも株式から資金が流出している。

(注) 各国・地域別のファンドフローのグラフについては、1 月 18 日付通貨ニュースでご確認いただけます。

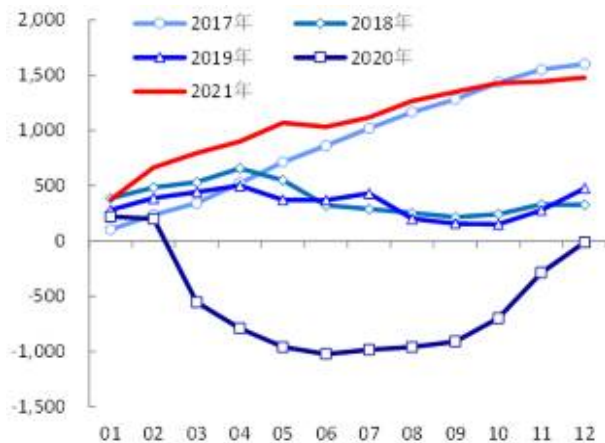
図表 1: 新興国各国・地域のファンドフロー(月次)

	12月 (%)	Δスコア (過去5年)		12月 (%)	Δスコア (過去5年)
新興国	0.11	-0.2	インドネシア	-0.07	0.4
アジア(日本除く)	0.74	0.6	インド	-0.11	-0.4
中国	2.75	0.9	東欧・中東・アフリカ	-0.51	-0.1
韓国	0.36	0.0	ロシア	-2.39	-0.8
台湾	1.82	0.1	トルコ	-3.55	-0.5
シンガポール	-0.24	-0.4	南アフリカ	1.00	0.9
フィリピン	1.45	0.4	ラテンアメリカ	-2.73	-2.0
タイ	0.23	0.2	メキシコ	-0.13	-0.2
マレーシア	0.03	0.0	ブラジル	-2.49	-1.0

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。

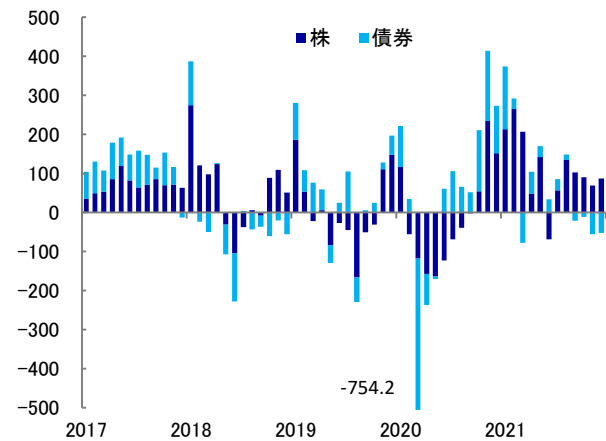
出所: EPFR、Macrobond、みずほ銀行

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

[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

市場概観(韓国)

BOK 総裁は追加利上げを示唆

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

韓国銀行(BOK)は 14 日、金融通貨委員会を開催し政策金利(7 日物レポ金利)を 0.25%pt 引き上げて 1.25%とすることを決定した(図表 1)。委員 7 名中 1 名が据え置きを主張したもよう。この決定により、ついに政策金利はコロナショック前の水準を取り戻した。2021 年 8 月以降、2 会合につき 1 回(0.25%pt)の利上げが行われてきたが、今回は 2 会合連続の利上げ実施となった。もともと、李総裁は 1~3 月期の追加利上げの可能性にかねてから言及、市場では利上げが行われるという見方に傾いていた。なお、同総裁は「政策金利が 1.50%なったとしても引き締めではない」と発言、追加利上げを示唆した。

2 会合連続で利上げに踏み切った主な理由は、インフレ見通しの上振れとみられる。声明文によれば、消費者物価指数(CPI)はかなりの期間、前年比+3%前後で推移し、2022 年を通して同+2%半ばを上回り続けるというのが BOK の見通しとなっている。コア CPI についても、2022 年は同+2%を明確に上回って推移するとしている。前回会合(2021 年 11 月)時点では、CPI で同+2%程度、コア CPI で同+1%台後半に徐々に落ち着いていく展開が予想されていた。

BOK のインフレ見通しの上振れは、直近の状況変化が影響したとみられる。というのも、2021 年 12 月 23 日に BOK から公表された『2022 年の金融政策』報告書では、景気およびインフレ見通しは同 11 月公表の経済見通し(図表 2)を踏襲していた。実際に同報告書が取りまとめられた時期は、公表日からいくらか遡るのであろうが、いずれにせよその後になって、インフレ見通しの修正を迫られたことになる。

また、2021 年 12 月後半以降、市場で最も注目されたのは米国の金融政策正常化の前倒し観測の高まりだろう。複数の FRB 高官がその可能性に言及、利上げ着手は 2022 年 3 月が濃厚となり、バランスシート縮小(いわゆる QT)の着手も同 6 月というのがコンセンサス化しつつある。同時に、新興国への逆風も意識され、KRW は再び対ドルで 1200 をトライする動きをみせた(図表 3)。

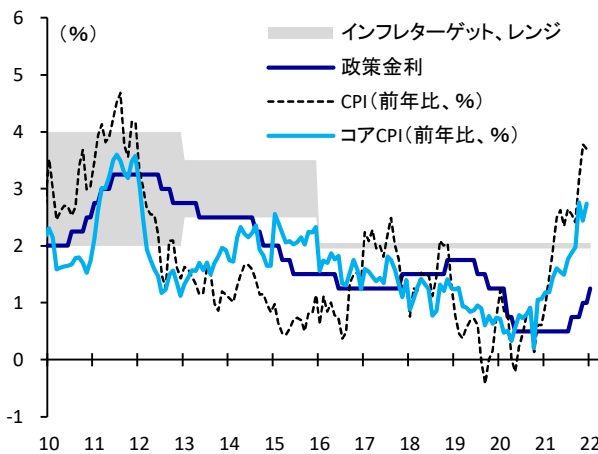
他方、商品市況も再上昇の動きをみせた(図表 3)。世界的なオミクロン株による感染拡大の動きのほか、ウクライナや中東を巡る地政学リスクに、供給制約が長期化する懸念が高まった。資源輸入国である韓国にとって、上述の KRW 安と資源価格上昇は、直接的には輸入物価を、間接的には生産者物価や消費者物価を押し上げることになる(図表 4)。2021 年 10~12 月期には、各種インフレ率の伸びがピークアウトした兆しがあったものの、そう期待するのは時期尚早である可能性が足許で高まったといえそうだ。

このほか、インフレ高進の長期化が景気や金融不均衡にもたらす影響も無視できない。雇用(失業率)が改善するなかで、インフレ高進が 2022 年の成長を支えるはずの消費を抑制しかねない。また、インフレ高進で実質金利のマイナス幅が拡大すれば、BOK による金融不均衡(≒資産バブル)リスクを緩和する取り組みにとって阻害要因となる。声明文では、家計債務および不動産価格ともに伸びが鈍化したと記述されたが、李総裁が会見で「継続するかわからない」と述べたのはこのあたりの問題意識からと推測される。

BOK は今後も、①COVID-19 を巡る動向、②経済成長とインフレの行方、③金融不均衡リスクの蓄積、④利上げ効果、⑤主要国における金融政策の動向を見極めながら、緩和度合いを適宜調整していく姿勢だ。冒頭の李総裁の発言も踏まえて、利上げプロセス自体は続くと考えたい。

市場では、次期総裁人事(李総裁の任期は3月末まで)もあり、2月会合での利上げは難しいとの見方もある。文大統領は指名の意向を明確にしておらず、次期大統領(大統領選は3月9日)による指名となる可能性があるためだ。一方で、BOKの政策運営の一般原則「金融の安定性に配慮しつつ、物価の安定を図ることを通じ国民経済の健全な発展に寄与する」に、そうした政治的配慮がどこまで容認されるかは、金融・経済、特にインフレ動向次第といえよう。少なくとも、拡張的な財政運営が行われているなか、金融政策の正常化を進めやすい環境は整っている点はあらためて確認しておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



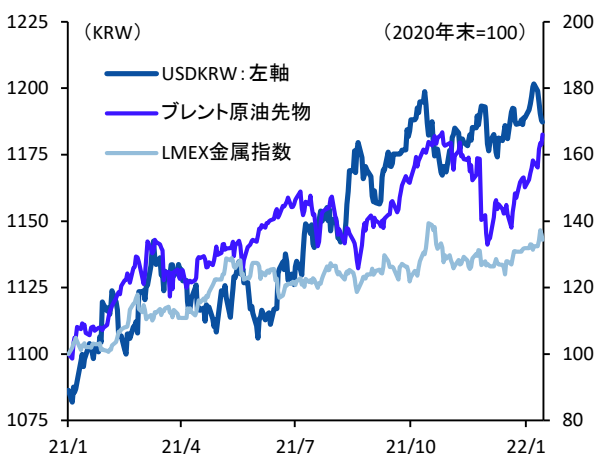
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: BOK の経済見通し(2021 年 11 月時点)

	2021年 (前年比)	2022年		2023年	
		通年	上半期	下半期	通年
実質GDP成長率	4.0%	3.0%	3.1%	3.0%	2.5%
民間最終消費支出	3.5%	4.1%	3.2%	3.6%	2.5%
設備投資	8.2%	-0.5%	5.5%	2.4%	1.5%
知的財産投資	4.1%	4.1%	3.7%	3.9%	3.8%
建設投資	-0.7%	2.1%	3.1%	2.6%	2.1%
輸出(財)	8.5%	1.9%	3.3%	2.6%	2.5%
輸入(財)	10.1%	2.4%	3.7%	3.1%	2.6%
消費者物価指数(CPI)	2.3%	2.3%	1.8%	2.1%	1.7%

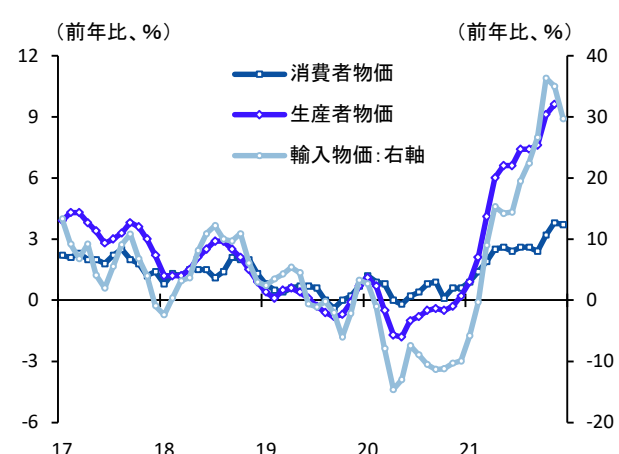
出所: BOK、みずほ銀行

図表 3: USDKRW と商品市況



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

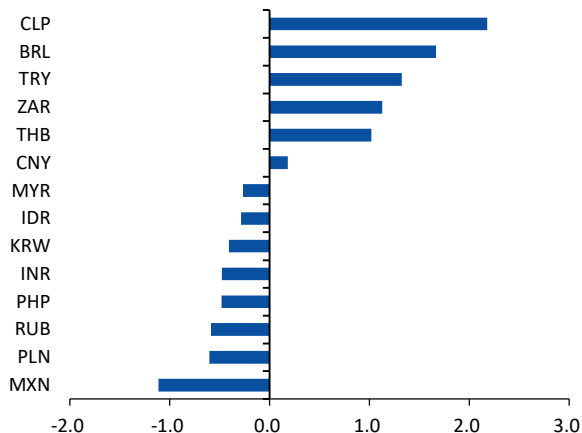
図表 4: 各種物価指数の伸び率



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

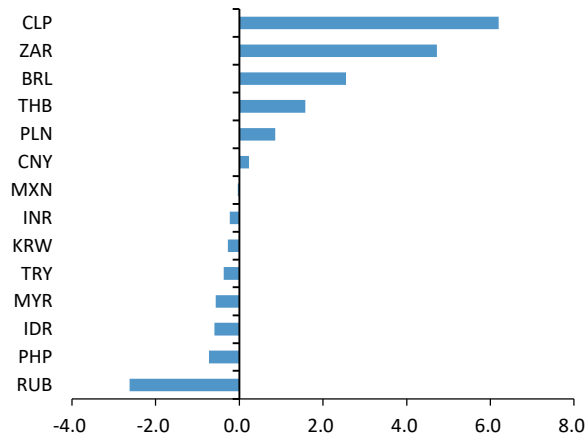
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



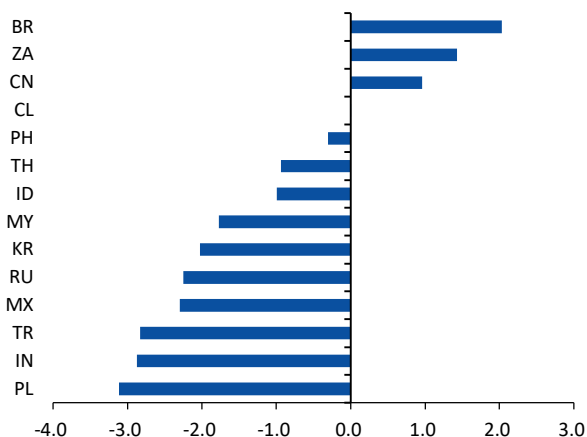
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



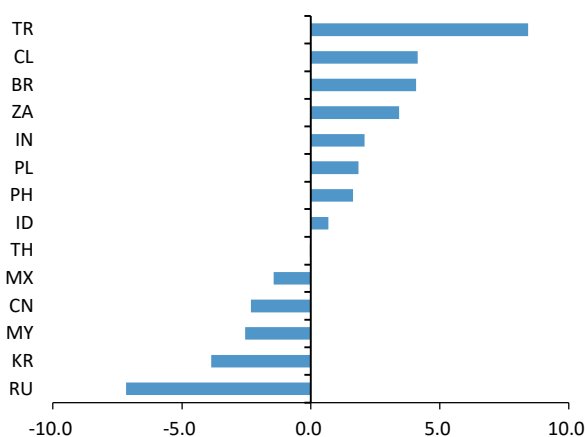
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



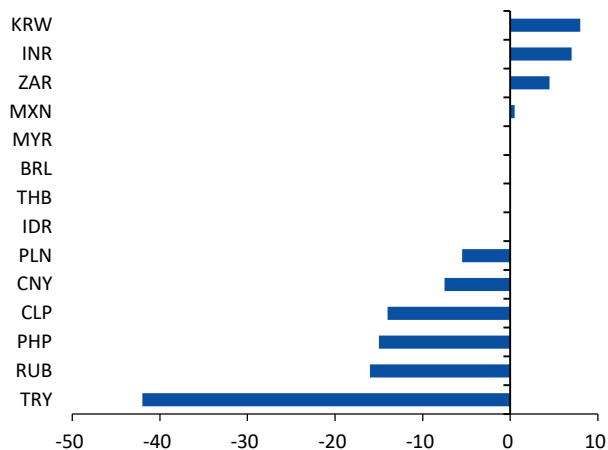
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

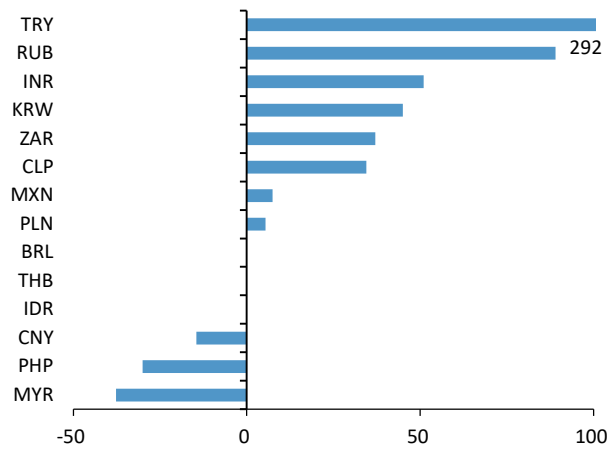
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

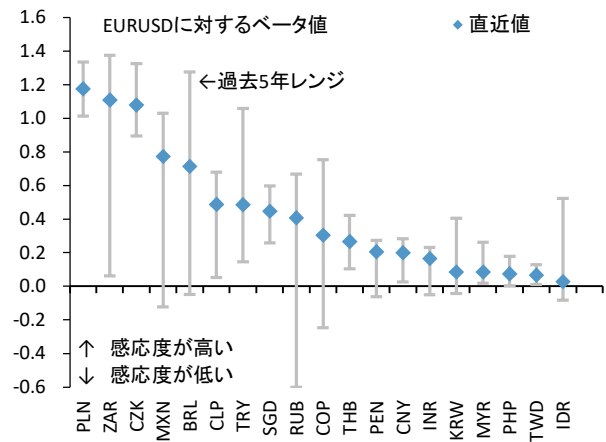
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



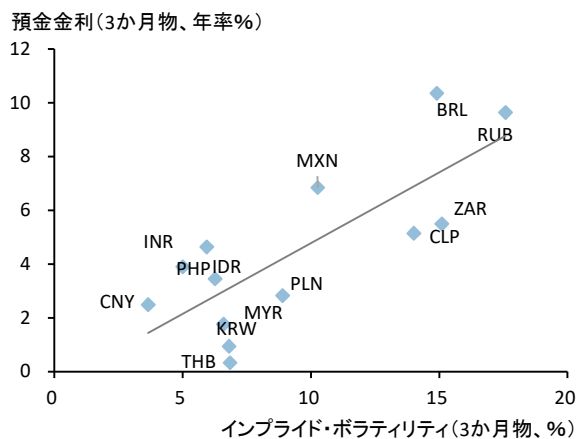
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



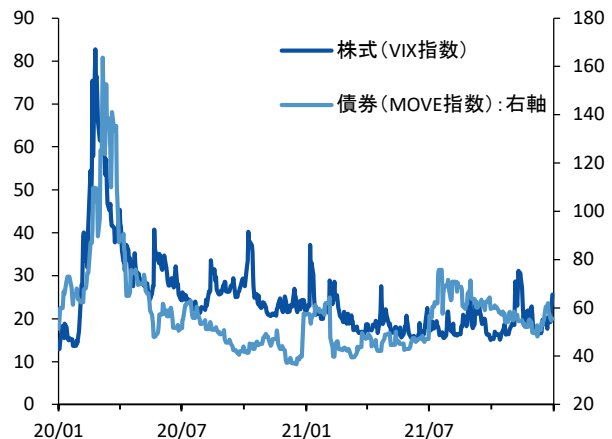
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



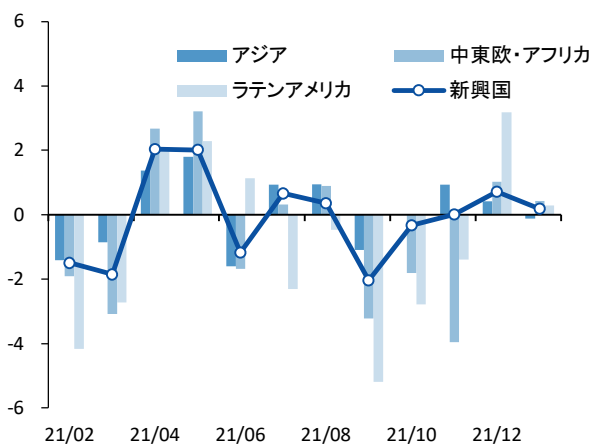
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



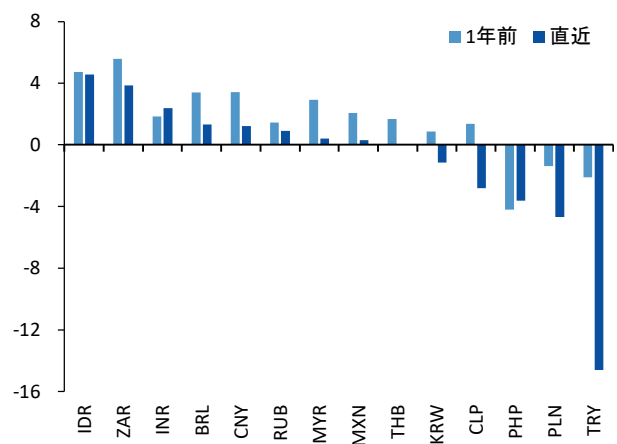
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
1月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	12.9%	18.4%	24.2%	--
17日 (月)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	17.1%	13.6%	29.2%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.7%	4.3%	3.8%	--
17日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	4.8%	4.9%	5.2%	--
17日 (月)	中国	GDP(年初来/前年比)	8.0%	8.1%	9.8%	--
17日 (月)	中国	GDP(前年比)	3.3%	4.0%	4.9%	--
17日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.8%	1.7%	3.9%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$3129m	\$1020m	\$3510m	\$3516m
20-25日 (水)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$123m	--
20日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	9.0%	9.6%	--
20日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	7.3%	12.1%	13.4%	--
20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 [®]	3.50%	3.50%	3.50%	--
21日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$750m	--	\$1019m	--
21日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	3.1%	--	3.3%	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	3.8%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	12.2%	--
25日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	4.0%	--
26日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.9	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.6%	--
27日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	92	--
27日 (木)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	78	--
27日 (木)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4706m	--
27日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	7.1%	--
27日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.7%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.9%	--
28日 (金)	台湾	日経台湾製造業PMI	--	--	55.5	--
28日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	32.4%	--
中東欧・アフリカ						
1月18日 (火)	ロシア	経常収支	44300m	41800m	36901m	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.7%	5.9%	5.5%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.0%	3.3%	1.8%	--
20日 (木)	トルコ	1週間レホレート	14.00%	14.00%	14.00%	--
25日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	106.1	--
26日 (水)	ロシア	PPI 前年比	28.8%	--	29.2%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	9.6%	--
27日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	3.75%	3.50%
ラテンアメリカ						
1月17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.5%	0.4%	-1.5%	--
25日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.7%	--
26日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	5.3%	--
26日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.8%	--
26日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$6522m	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	--	--	-111.7m	--
28日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	17.8%	--
28日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	4575b	--

注: 2022 年 1 月 21 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 1～12月(実績)	SPOT	2022年 3月	6月	9月	12月	2023年 3月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	6.3424 ~ 6.5793	6.3411	6.45	6.48	6.50	6.53	6.55
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.8047	7.7857	7.80	7.81	7.82	7.83	7.84
インドルピー (INR)	72.269 ~ 76.318	74.510	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14628	14338	14550	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1200.44	1192.15	1200	1210	1220	1230	1240
マレーシアリングギ (MYR)	3.9957 ~ 4.2483	4.1895	4.23	4.22	4.19	4.17	4.14
フィリピンペソ (PHP)	47.615 ~ 51.133	51.360	51.8	51.4	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3746	1.3471	1.38	1.37	1.35	1.33	1.33
台湾ドル (TWD)	27.483 ~ 28.663	27.628	27.7	27.8	28.0	28.2	28.4
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 34.00	32.89	34.0	33.8	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン (VND)	22625 ~ 23164	22676	23250	23150	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	69.2199 ~ 78.0400	76.6905	74.0	75.0	77.0	75.0	79.0
南アフリカランド (ZAR)	13.4122 ~ 16.3668	15.2313	16.5	17.0	16.3	17.2	16.7
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 18.3633	13.3637	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.4372	5.53	5.60	5.85	5.70	5.80
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 22.1550	20.5413	20.5	20.6	20.8	21.0	21.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	15.731 ~ 18.070	17.998	17.98	18.06	18.15	18.22	18.32
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 14.813	14.657	14.87	14.98	15.09	15.20	15.31
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.553	1.532	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.815	0.796	0.797	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン (100KRW)	9.210 ~ 9.910	9.571	9.67	9.67	9.67	9.67	9.68
マレーシアリングギ (MYR)	25.548 ~ 27.599	27.288	27.42	27.73	28.16	28.54	28.99
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.310	2.227	2.24	2.28	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 85.29	84.71	84.06	85.40	87.41	89.47	90.23
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 4.153	4.135	4.19	4.21	4.21	4.22	4.23
タイバーツ (THB)	3.264 ~ 3.561	3.467	3.41	3.46	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.5089	0.5040	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.647	1.488	1.57	1.56	1.53	1.59	1.52
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.491	7.03	6.88	7.24	6.92	7.19
トルコリラ (TRY)	6.170 ~ 15.265	8.538	9.28	9.00	8.74	8.50	8.28
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	18.478 ~ 22.632	21.051	20.98	20.89	20.17	20.88	20.69
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.667	5.555	5.66	5.68	5.67	5.67	5.66

注: 1. 実績の欄は 2021 年 12 月 31 日まで。SPOT は 1 月 21 日の 7 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。