

2022 年 3 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

高金利の資源国通貨への物色が続く

新興国市場：先週末 18 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は前日のドル安を織り込む格好で KRW と TWD が堅調な一方、PHP や THB は値を崩した。欧州時間はここ数日のユーロ高の巻き戻しに東欧通貨が連れ安、RUB や TRY も売られた。ただ、米国時間は堅調な株式市場を支えに新興国通貨も下落幅を縮小。MXN や BRL は前日比プラス圏で取引を終えた。週初 21 日、アジア時間の新興国通貨は、新たな手掛かり材料に乏しい中で徐々に値を下げる展開。KRW や THB の下落が目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。パウエル FRB 議長がインフレ対応のために状況次第では大幅利上げに踏み切る可能性を示唆したことで米金利が上昇、リスクセンチメントがやや悪化した。RUB や TRY は 3 日続落。他方、高金利通貨はしっかりで、BRL は前日比 +1.8% 上昇、ZAR や東欧通貨も反発した。22 日、アジア時間の新興国通貨は下落。前日の米金利上昇が重しとなった。KRW と THB が下げをけん引した。ただ、欧米時間に入ると新興国通貨は上昇。米金利の上昇は継続も、米株が反発し市場の警戒感が和らいだ。RUB は 4 日ぶり反発、東欧通貨や ZAR、BRL は続伸となった。23 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は前日の流れを引き継ぎ株式市場が堅調だったほか、原油価格の小幅反落が下支えとなった。KRW が値を上げた。欧米時間は対ロ追加制裁の動きがみられる中、東欧通貨を中心に下落。もともと、渦中の RUB は大幅続伸となった。ロシアが非友好国に対し、天然ガスの支払いを RUB で求める姿勢を示した。また、BRL が前日比 +1.7% と 6 日続伸、ZAR や MXN も堅調だった。24 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。株式市場が軟調で、KRW の下落が目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米株は反発をみせたものの、ウクライナ危機を巡る警戒感は根強く、東欧通貨が続落。RUB も大幅反落となった。一方、ZAR は前日比 +1.6% で 5 日続伸、MXN も 11 日続伸となった。

アジア：23 日発表のシンガポール 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +4.3% と前月 (同 +4.0%) から加速。市場予想 (同 +4.2%) を上回り、2013 年 2 月以来の高水準となった。フィリピン中央銀行 (BSP) は 24 日、政策金利を 2.00% に据え置くと決定した。据え置きは 11 会合連続。2022 年のインフレ見通しは目標レンジ (+2~4%) を上回るも、2023 年にはレンジ内に収まるとの見解を示した。

中東欧・アフリカ：ロシア中央銀行 (CBR) は 18 日、政策金利を 20.00% に据え置くと決定した。一時的だが不可避なインフレ高進局面に入ったとし、今後数四半期は経済が縮小すると警告。4 月に最新の経済予測を発表するとした。23 日に発表された南アフリカ 2 月 CPI は前年比 +5.7% と前月から横ばいとなり、市場予想 (同 +5.8%) を下回った。南アフリカ準備銀行 (SARB) は 24 日、政策金利を 25bp 引き上げ 4.25% にすることを決定した。利上げは 3 会合連続。5 人の委員のうち 3 名が 25bp、2 名は 50bp の引き上げを主張した。

ラテンアメリカ：メキシコ中央銀行 (Banxico) は 24 日、政策金利を 50bp 引き上げ 6.50% にすることを決定した。利上げは 7 会合連続。

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)

2022 年 2 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

2022 年 2 月の新興国ファンドへの資金フローは+77.6 億ドルと 8 か月連続で資金流入となった。資金流入額は前月 (+271.0 億ドル) から縮小した。株式ファンドは+189.9 億ドルと 8 か月連続の流入も流入額は縮小。債券ファンドも▲112.3 億ドルとコロナショック直後の 2020 年 3 月以来の流出額となった。

地域別ファンドへの資金フローでは、アジア(日本除く)が 8 か月連続の資金流入も流入額は縮小。株式への流入額が縮小し、債券も流出に転じた。ラテンアメリカは 12 か月ぶりの資金流入。債券が流出に転じたものの、4 か月ぶりに流入に転じた株式が補った。東欧・中東・アフリカは資金流出に転じた。株式への流入額は拡大も、債券が 3 か月ぶりの流出に転じたことが響いた。

国別ファンドへの資金フローでは、台湾への資金流入が拡大。株式への流入額が拡大した。また、ブラジルは 4 か月ぶりの資金流入に転じた。株式からの流出額が大きく縮小、債券の流入額は拡大した。メキシコも 6 か月ぶりの資金流入。債券は 4 か月連続の流出も、6 か月ぶりの流入に転じた株式が補った。一方、インドは資金流出に転じた。株式への流入額は拡大も、債券が 2020 年 3 月以来の大幅な流出に転じた。また、南アフリカは 8 か月ぶりの資金流出。株式からの流出額が縮小するも、債券が 8 か月ぶりの流出に転じた。

なお、3 月 16 日までのデータを基に 3 月に入ってから資金フローを試算したところ、新興国ファンドは 9 か月ぶりの資金流出となっている。株式が流出、債券は流入という構図だ。債券がいずれの地域も流入超という点では、ウクライナ危機の影響が見出せそう。実際、ロシアファンドは 3 か月ぶりの資金流出に転じている。中国債ファンドが流出超に転じている点も興味深い。

(注) 各国・地域別のファンドフローのグラフについては、3 月 18 日付通貨ニュースでご確認いただけます。

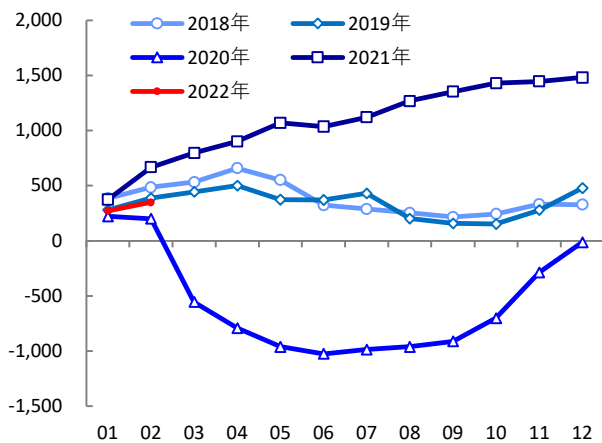
図表 1: 新興国各国・地域のファンドフロー(月次)

	2月 (%)	Zスコア (過去5年)		2月 (%)	Zスコア (過去5年)
新興国	0.25	0.0	インドネシア	-3.71	-1.1
アジア(日本除く)	0.18	-0.2	インド	-0.72	-0.9
中国	0.87	-0.1	東欧・中東・アフリカ	-0.31	0.1
韓国	0.15	-0.1	ロシア	1.74	1.0
台湾	4.88	0.6	トルコ	-0.39	0.0
シンガポール	-0.85	-0.7	南アフリカ	-0.73	-1.6
フィリピン	8.30	1.9	ラテンアメリカ	0.68	0.6
タイ	-0.36	-0.1	メキシコ	1.87	0.4
マレーシア	-3.17	-0.7	ブラジル	0.34	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。

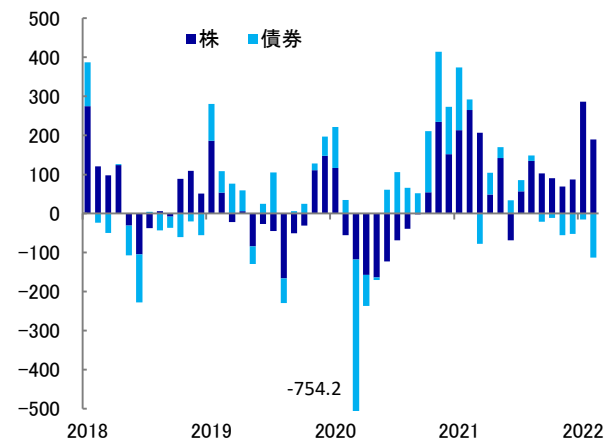
出所: EPFR、Macrobond、みずほ銀行

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 32: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(インドネシア)

3 月金融政策会合～景気・物価動向を注視も大きな政策変更なし

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

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 16～17 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に 13 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。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。

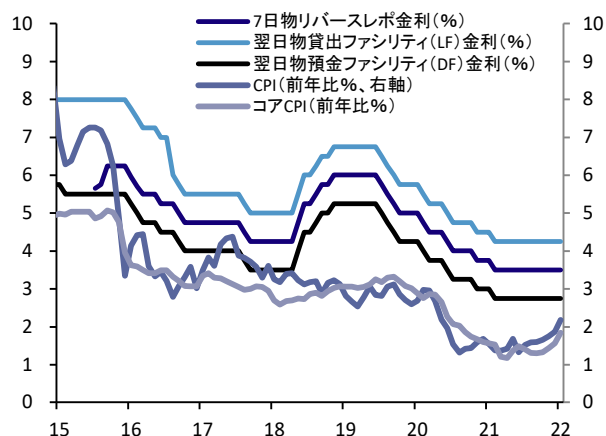
声明文では世界経済は堅調な回復を見せているものの、ウクライナ情勢の悪化に伴う資源価格の上昇や貿易活動の減退によってそのペースが弱まりつつある点に言及した。この他、米国の利上げ開始や量的縮小をはじめとする金融政策の正常化スピードの加速が新興国市場からの資金流出を引き起こす可能性があることもリスク要因として指摘した。

国内経済については、22 年に入ってから個人消費を中心に堅調に回復していると総括。オミクロン株の感染拡大はピークアウトしており、一時的に敷かれていた行動制限措置は緩和方向に動いている点も景気をサポートするとの見方を示している。声明文内でもオミクロン株関連の言及は減っており、むしろリスク意識はウクライナ危機に向いていると見受けられた。その一方で、ウクライナ危機による資源価格の高騰は資源輸出国のインドネシアにとって有利に働いており、堅調な資源輸出が今後の景気回復のドライバーとなり得る点も指摘されている(図表 3)。なお、22 年の成長見通しについて BI は、同+4.7～5.5%と予想しており、前回会合時点から予想を据え置いた格好となっている。

消費者物価指数(CPI)を見ると、2 月は前年比+2.06%となり、BI が目標としている同+2.0～4.0%の水準の範囲内で推移している(図表 2)。食品やエネルギーを除いたコア CPI 率も近い水準での推移となっている。BI は今後の年内を通じて目標レンジの範囲内で推移すると言及したほか、ペリーBI 総裁も今後の金融政策の方針を検討する上でコア CPI の動向を注視していくと言及しており、物価変動の大きい食料品やエネルギー価格は財政政策が重要になっていくとの見解を示した。また、物価水準が安定している状況においては政策金利を維持する旨の発言をしている。

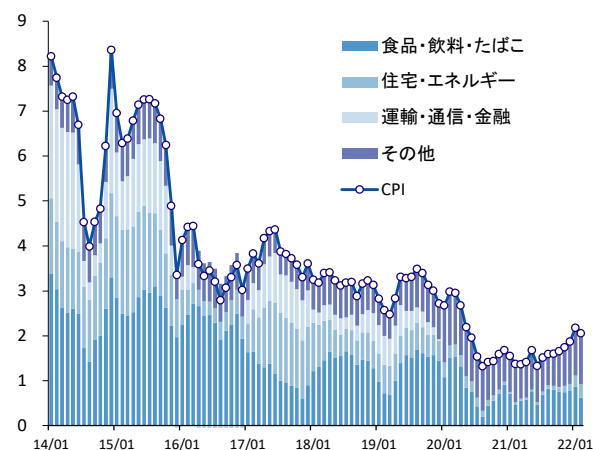
かかる中、BI は緩和的な金融政策を維持する方針を示した。過去にも考察してきた通り、22 年前半は景気回復の経過を見るべく緩和姿勢を続けるとの見通しからは大きな相違はなく、前述の通り物価動向も穏当な水準を維持していることもあり政策変更を急ぐ必要性も低いといえる。本会合に先行して米国では今年 7 回の利上げを示唆する格好となったが、足許の IDR 相場に大きな動揺は見られていない(図表 4)。現状考えられるとすれば対米金利差(米国ーインドネシア)縮小を起因とした IDR 安を勘案した金融政策の見直しであったが、こうした可能性もやや後退している印象がある。インドネシアについては引き続き年後半以降の金融政策正常化をメインシナリオとして考えていきたい。

図表 1: 政策金利と消費者物価の推移



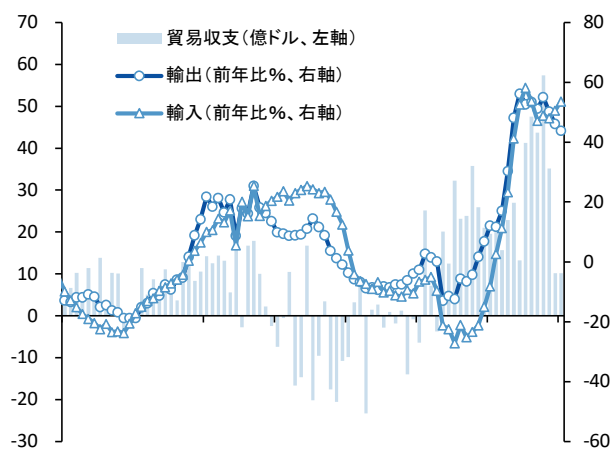
出所: インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価の動向（前年比%、%ポイント）



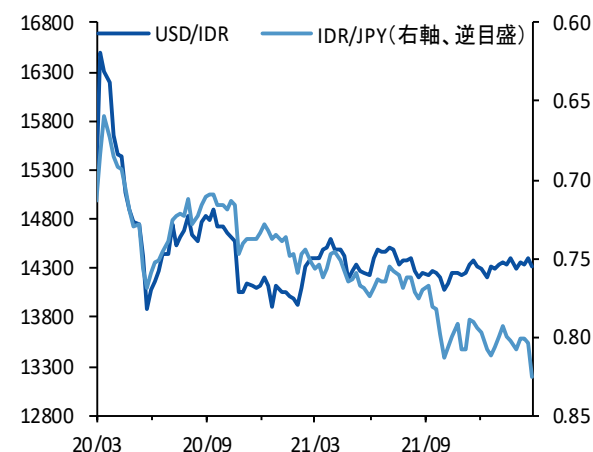
出所: インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 3: 貿易収支の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

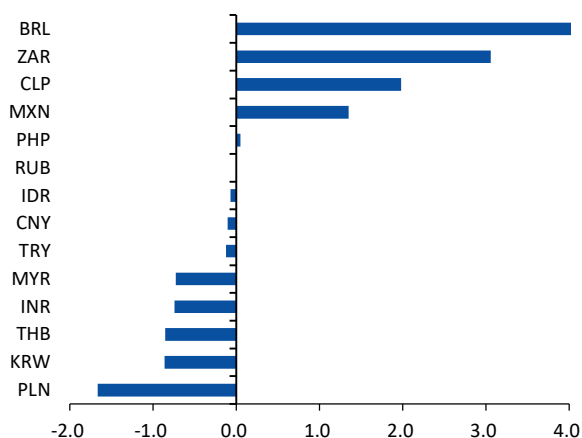
図表 4: IDR の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

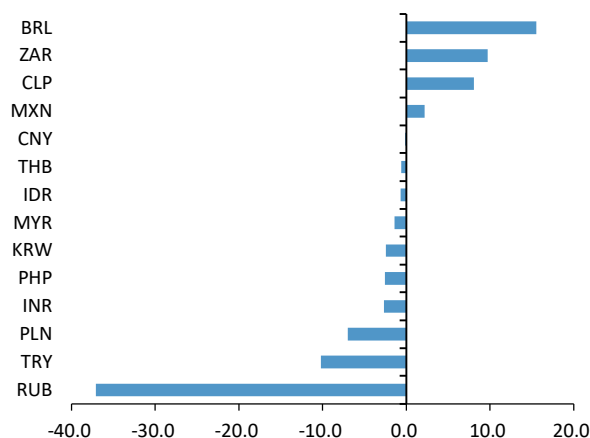
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



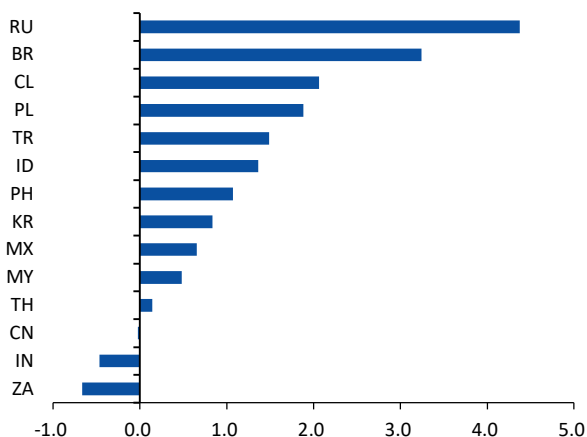
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



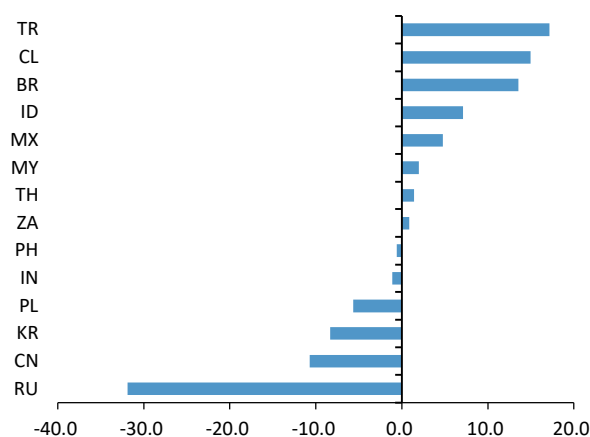
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



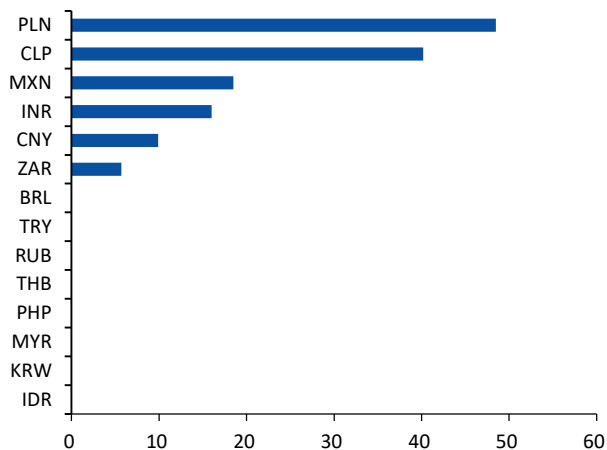
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



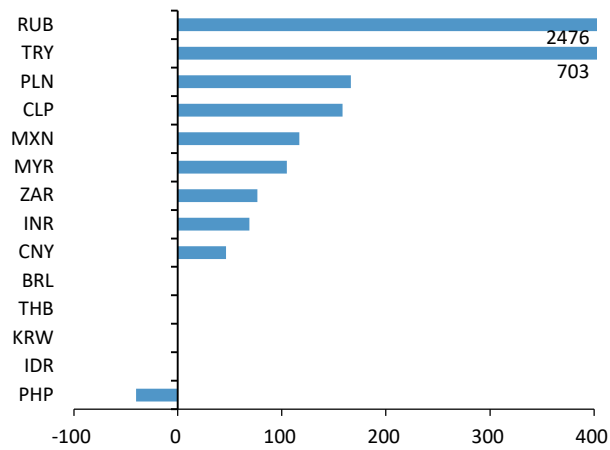
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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タイ、韓国、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タイ、韓国、ブラジルの値は未掲載。
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

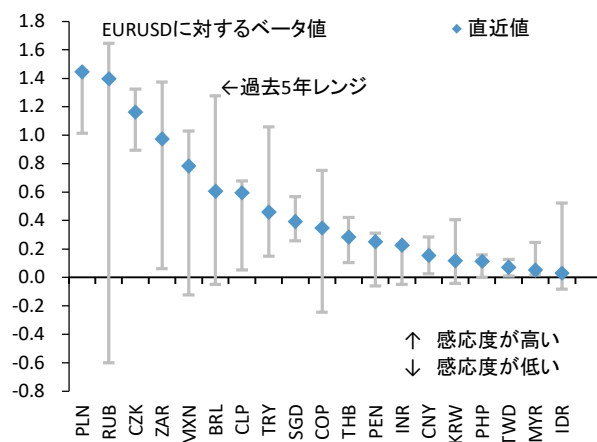
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



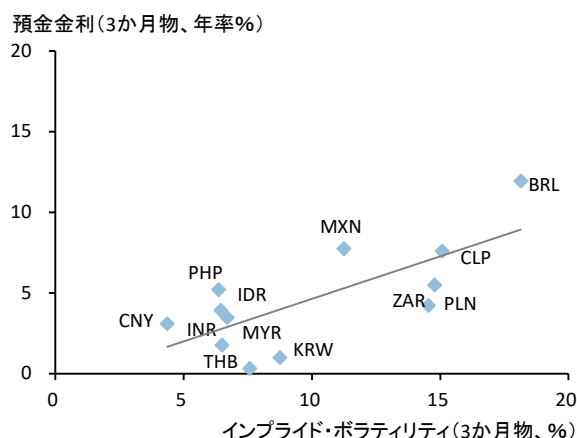
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



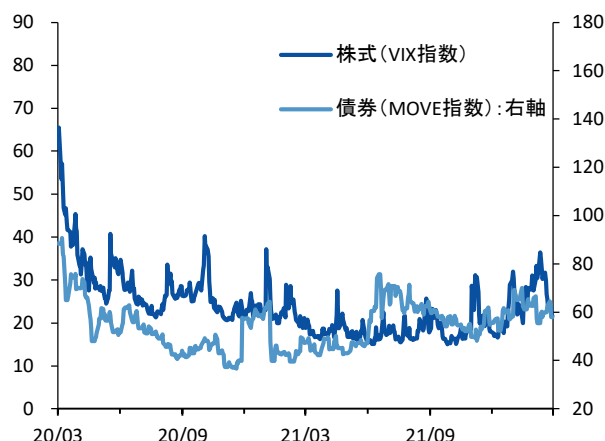
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



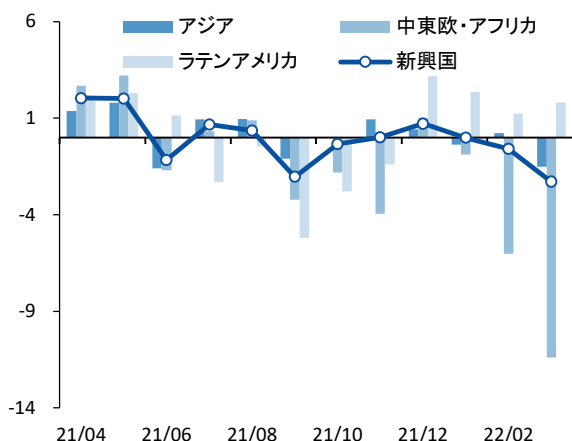
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



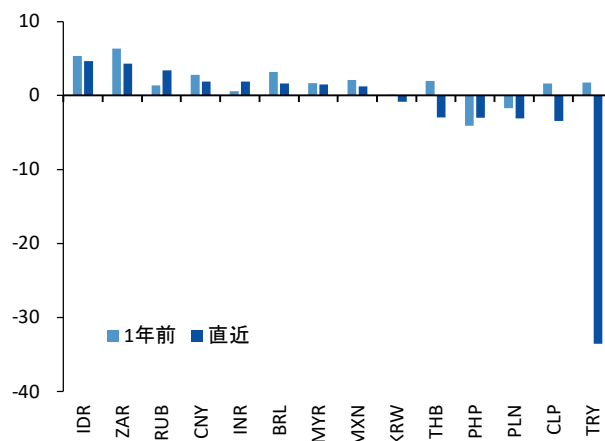
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
3月21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	13.9%	21.1%	11.7%	--
23日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	8.4%	8.7%	--
23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1405m	\$123m	-\$2526m	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	4.2%	4.3%	4.0%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	12.2%	10.0%	10.0%	--
24日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
25日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.4%	--	2.3%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	5.6%	--	2.0%	--
29日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.1	--
29日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-23.4b	--
30日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	0.5%	--
31日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	93	--
31日 (木)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	84	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.3%	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	50.0	--	50.2	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	51.0	--	51.6	--
31日 (木)	タイ	国際収支・経常収支	--	--	-\$2204m	--
31日 (木)	タイ	貿易収支	--	--	\$596m	--
4月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$841m	\$831m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.0	--	50.4	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	2.1%	--
中東欧・アフリカ						
3月21日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	186.5%	151.4%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.8%	5.7%	5.7%	--
23日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	7.0%	6.3%	8.6%	--
23日 (水)	ロシア	PPI 前年比	24.3%	23.5%	23.1%	--
24日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	4.25%	4.25%	4.00%	--
25日 (金)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	109.8	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.6%	--
30日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	3.6%	--
31日 (木)	トルコ	貿易収支	--	--	-10.26b	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	10.1%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	3.6b	--
31日 (木)	ロシア	経常収支	--	--	41800m	--
ラテンアメリカ						
3月24日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	6.2%	6.7%	4.9%	--
24日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	6.50%	6.50%	6.00%	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	10.7%	--	10.8%	--
25日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	1.8%	--	1.3%	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	-6286.3m	--
28日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$8146m	--
30日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	1.8%	--
30日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	4671b	--
31日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	56.6%	--
4月1日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.2%	--

注: 2022 年 3 月 25 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

		2022年 2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								
中国人民元 (CNY)		6.3065 ~ 6.3848	6.3678	6.35	6.38	6.40	6.45	6.50
香港ドル (HKD)		7.7825 ~ 7.8150	7.8227	7.81	7.82	7.83	7.84	7.84
インドルピー (INR)		73.779 ~ 75.761	76.373	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア (IDR)		14250 ~ 14425	14352	14600	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン (KRW)		1185.81 ~ 1212.49	1218.75	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリング (MYR)		4.1645 ~ 4.2175	4.2257	4.23	4.21	4.18	4.16	4.17
フィリピンペソ (PHP)		50.753 ~ 51.525	52.323	52.0	51.8	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル (SGD)		1.3408 ~ 1.3615	1.3575	1.36	1.35	1.34	1.32	1.33
台湾ドル (TWD)		27.496 ~ 28.134	28.597	27.8	27.9	28.1	28.2	28.4
タイバーツ (THB)		32.09 ~ 33.74	33.61	33.3	33.4	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン (VND)		22627 ~ 22843	22868	23000	23000	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		74.1777 ~ 117.9330	118.6895	100.0	100.0	102.0	105.0	105.0
南アフリカランド (ZAR)		14.9133 ~ 16.0902	14.5218	15.3	15.6	16.3	17.2	16.5
トルコリラ (TRY)		12.8029 ~ 14.6462	14.8263	14.1	14.8	15.5	15.8	16.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		4.9950 ~ 5.7239	4.8268	5.10	5.30	5.55	5.40	5.35
メキシコペソ (MXN)		20.1577 ~ 20.9141	20.0843	20.5	20.5	20.6	20.7	20.8
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		17.867 ~ 18.335	19.152	18.27	18.35	18.44	18.45	18.46
香港ドル (HKD)		14.576 ~ 14.926	15.645	14.85	14.96	15.07	15.18	15.31
インドルピー (INR)		1.514 ~ 1.566	1.596	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア (100IDR)		0.792 ~ 0.813	0.853	0.795	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン (100KRW)		9.479 ~ 9.743	10.042	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリング (MYR)		27.109 ~ 27.751	28.761	27.42	27.79	28.23	28.61	28.78
フィリピンペソ (PHP)		2.209 ~ 2.279	2.325	2.23	2.26	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル (SGD)		84.29 ~ 86.53	90.15	85.29	86.67	88.06	90.15	90.23
台湾ドル (TWD)		4.074 ~ 4.220	4.252	4.17	4.19	4.20	4.22	4.23
タイバーツ (THB)		3.416 ~ 3.588	3.651	3.48	3.50	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン (10000VND)		0.5005 ~ 0.5120	0.5350	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)		1.006 ~ 1.558	1.214	1.16	1.17	1.16	1.13	1.14
南アフリカランド (ZAR)		7.190 ~ 7.733	8.428	7.58	7.50	7.24	6.92	7.27
トルコリラ (TRY)		7.737 ~ 9.008	8.238	8.23	7.91	7.61	7.53	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		20.216 ~ 23.018	25.352	22.75	22.08	21.26	22.04	22.43
メキシコペソ (MXN)		5.499 ~ 5.707	6.093	5.66	5.71	5.73	5.75	5.77

注: 1. 実績の欄は 2022 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 25 日の 7 時 50 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。