

2022 年 2 月 4 日

The Emerging Markets Weekly

米利上げペースへの慎重な意見と欧州中銀のタカ派化にドル安進む

新興国市場: 先週末 1 月 28 日、新興国通貨はまちまち。アジアから欧州時間にかけて米金利は反発も、米国時間には予想を下回る米 10~12 月期雇用コスト指数に急速に低下。株高を伴って新興国通貨を支える場面も見られた。BRL や TRY が堅調。ZAR は大幅に下落した。週初 31 日、アジア時間の新興国通貨は翌日から中国の春節休暇を控えて小動き。もっとも、欧米時間に入ると上昇に転じた。独 1 月消費者物価指数(CPI)の上振れに ECB の利上げ期待が高まり、ドル安・ユーロ高が進展。米国株続伸によるセンチメント改善や堅調な商品市況も、新興国通貨を支えた。TRY と ZAR、BRL は前日比+1.0%超上昇、MXN や RUB も堅調だった。2 月 1 日、アジア時間の新興国通貨は春節で多くの市場が休場となり方向感に乏しい動き。ただ、この日も欧米時間に入ると新興国通貨は大半が上昇した。複数の米地区連銀総裁が利上げペースについてやや慎重な発言を行ったほか、欧米株の堅調さも確認され、新興国通貨は買い優勢となつた。MSCI 新興国通貨指数は FOMC 後の下落幅をほぼ取り戻した。個別には、ZAR や BRL、RUB が買われた一方、TRY は反落。2 日、アジア時間の新興国通貨は引き続き動意の薄い展開。欧州時間はユーロ圏 1 月消費者物価指数(HICP)の上振れにユーロや東欧通貨が買われた。米国時間も、冴えない米 1 月 ADP 雇用統計を受けた米金利低下と米株続伸が、大半の新興国通貨を支えた。RUB は前日比+1.1%上昇。プーチン大統領がさらなる協議によりウクライナを巡る緊張緩和は可能と示唆した。片や、TRY は続落、ZAR は南アフリカの大手電力会社の計画停電の発表が嫌気され値を崩した。3 日、新興国通貨はアジア時間こそ方向感に乏しい展開となるも、欧米時間に入り上昇に転じた。イングランド銀行の利上げが僅差で 25bp にとどまったことや、ラガルド ECB 総裁のインフレ警戒発言に、市場はタカ派化を読み取りユーロが急伸、ドルが売られた。東欧通貨が大きく上昇、ZAR も堅調。一方、TRY はインフレの高進が嫌気され下落。RUB と BRL も軟調となつた。

アジア: 1 日発表の韓国 1 月貿易統計では、貿易赤字が▲48.9 億ドルと統計で遡れる 1989 年以来最大となつた。輸出額が予想を下回った一方、輸入額はエネルギー需要拡大を受けて予想を大幅に上回つた。

中東欧・アフリカ: 3 日発表のトルコ 1 月 CPI は前年比+48.7%と前月(同+36.1%)から大幅に加速、2002 年 4 月以来の高水準となつた。政策金利の引き下げにより下落した TRY の影響が引き続き大きい。

ラテンアメリカ: 31 日発表のメキシコ 2021 年 10~12 月期実質 GDP は前期比▲0.1%と前期(同▲0.4%)に続くマイナス成長となり、定義上の景気後退入りが確認された。ブラジル中央銀行(BCB)は 2 日、政策金利を 150bp 引き上げ 10.75%にすると決定。利上げは 8 会合連続(累計で 875bp)となる。政策の累積効果を考慮し、次回 3 月会合では利上げ幅を縮小する可能性も示唆した。

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 勧大

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)

BCB は今後、引き締めペースを落とすことを示唆

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

ブラジル中央銀行(BCB)は2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9.25%から10.75%へと150bp引き上げることを全会一致で決定した(図表1)。BCBは前回2021年12月会合における声明文で150bp程度の追加利上げを示唆していた。利上げ判断は2021年3月以降、8会合連続で、利上げ幅は計875bpとなった。

声明文でBCBは、世界景気について引き続き支援材料が減りつつある(less favorable)との認識を示した。米国の金融正常化加速で新興国の金融環境が厳しさを増すというのは従来通り。これに、COVID-19の感染再拡大によりグローバル・サプライチェーンの正常化が遅れるリスクを追記した。

国内経済については、2021年10~12月期に雇用を中心にやや想定を上回る改善があったとした。ただ、これは景気先行きが明るいものであることを必ずしも意味しない。BCBによる市場サーベイ(1月28日時点)でも市場参加者の成長率見通しが、2021年は前年比+4.49%、2022年が同+0.30%と、前回会合時(それぞれ同+4.71%、同+0.51%)から下方修正が続いている(図表2)。

他方、インフレ圧力は根強い。2021年12月のインフレ率(IPCA)は前年比+10.06%と、同11月(同+10.74%)からやや和らいだものの、同3月以降、BCBの目標レンジ(2021年:3.75%を中心±1.5%pt)の上限を超えて続けている(図表1)。声明文でも、いわゆるコアな財・サービスでの上昇圧力を引き続き警戒を示している。また、インフレ率見通しも上方修正が続いている。上述の市場サーベイによれば、市場参加者のインフレ率(IPCA)見通しは2022年で前年比+5.38%であるが、前回会合時点では同+5.02%であった(図表3)。

なお、声明文に記載されたBCBの推計でも、2022年のインフレ率は前年比+5.4%とされている。この推計は参考シナリオ(reference scenario)に基づくとしている。政策金利については、2022年前半に12.00%に達し、11.75%で2022年末を迎える、2023年内に8.00%まで低下する前提だ。仮に、この通りになるとすれば、BCBの利上げ余地はあと125bpとなる。

もっとも、この政策金利引き上げの到達点については、これまでじりじりと引き上げられてきたのも事実だ(図表4)。実際、BCBはインフレリスクが上方(the upward asymmetry in the balance of risks)に傾いているという認識を変えてはいない。特に、財政懸念の高まりによって、このインフレ率見通しの上振れがやがて抑制の難しい状況に陥るリスク(the risk of deanchoring inflation expectations)にBCBは強い警戒感を持っている。

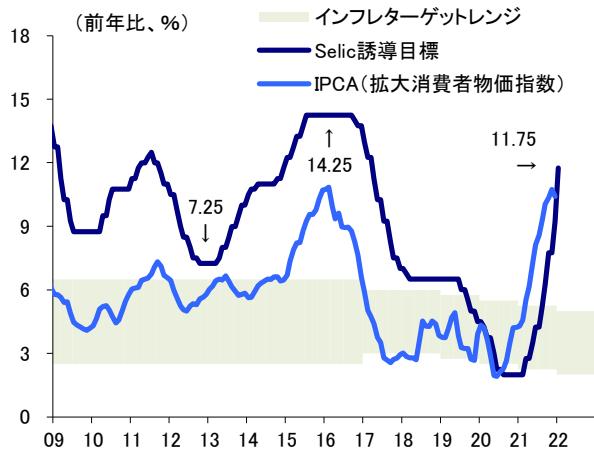
この点、10月に控える大統領選にかけては不透明感が根強く残る。ルラ元大統領が世論調査で大きくリードするなか、再選を目指すボウソナロ大統領としてはルラ氏の支持層である低所得者の切り崩しが必要となる。歳出上限を骨抜きにしてまで実現させた追加財政出動の主な狙いはそこにある。低所得者層にとってインフレもまた大きな問題となるなかで、BCBによる低成長下での金融引き締めに対して声を荒げることもない一方、切り崩しが思うようにいかなければさらなる財政出動を模索する可

能性もある。BCB にとってはジレンマだ。

BCB は声明文で以下のように述べ、利上げペースを今後落としていくことを示唆した。IPCA が 2021 年 11 月にピークを打った可能性があることや、年後半にも目標レンジ(2022 年:3.50%を中心 $\pm 1.5\text{pt}$)に収まつてくる見通しであることを考慮すれば概ね妥当といえる。しかし、上述の財政懸念(=通貨安)のほか、地政学リスクや供給制約に伴う資源高を通じたインフレ圧力も燐る。ブラジルが「インフレ高進→利上げ→景気減速→財政出動→財政プレミアム拡大→通貨安」という負の循環を断ち切るには依然時間がかかると考えておきたい。

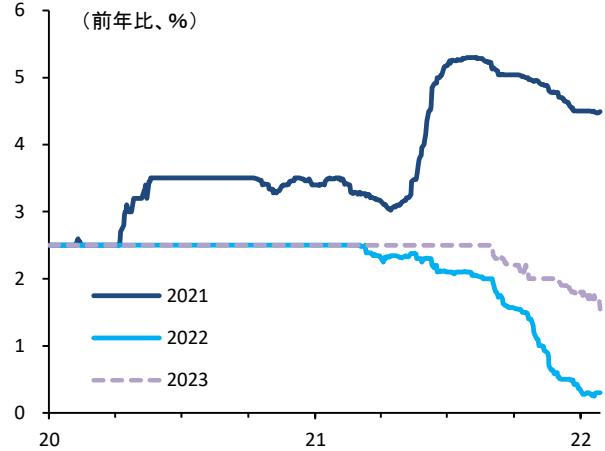
For its next steps, the Committee foresees as adequate, at this moment, a reduction in the pace of adjustment of the interest rate.

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

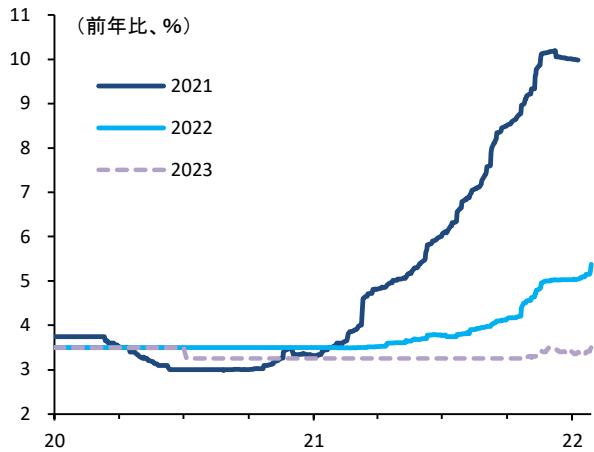
図表 2: BCB 市場サーベイ(実質 GDP 見通し、中央値)



(注)2022年1月28日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

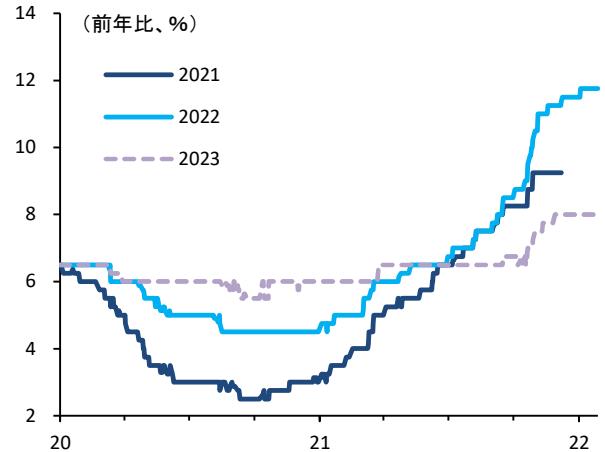
図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注)2022年1月28日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、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)

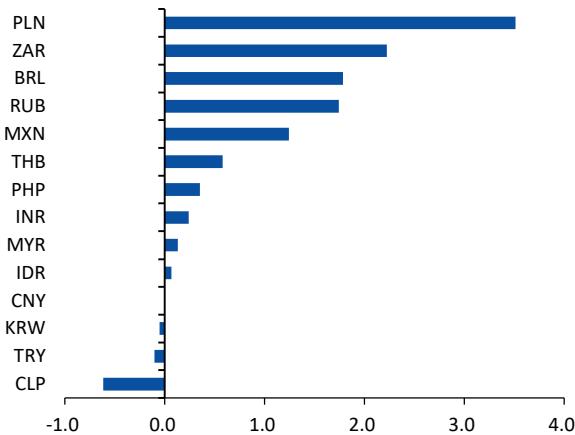


(注)2022年1月28日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

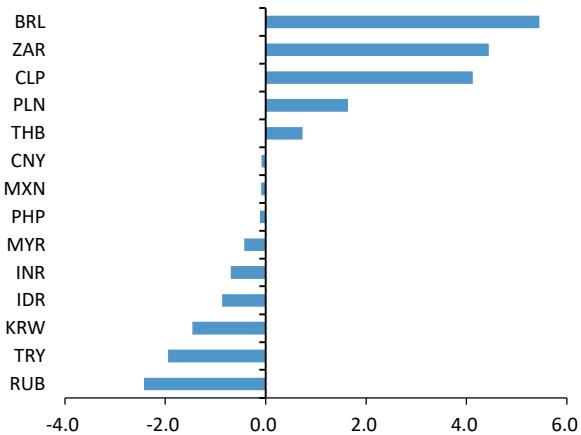
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



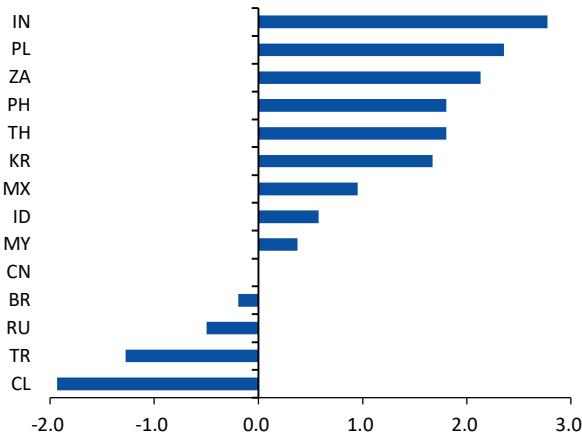
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



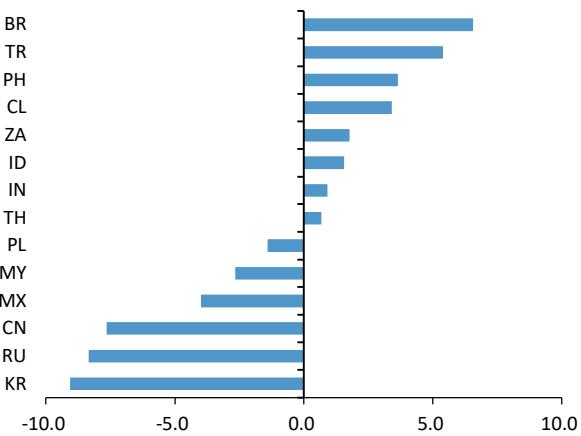
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



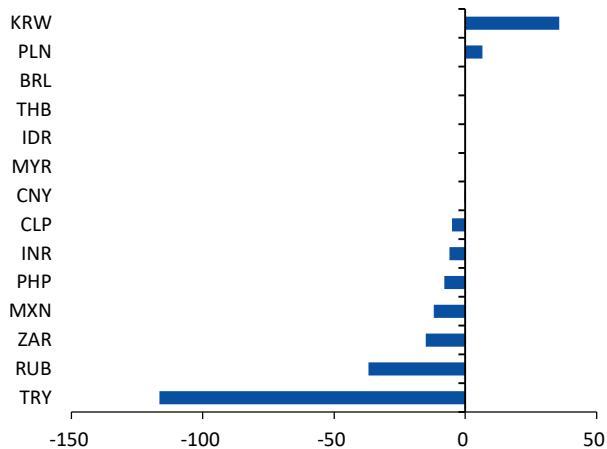
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

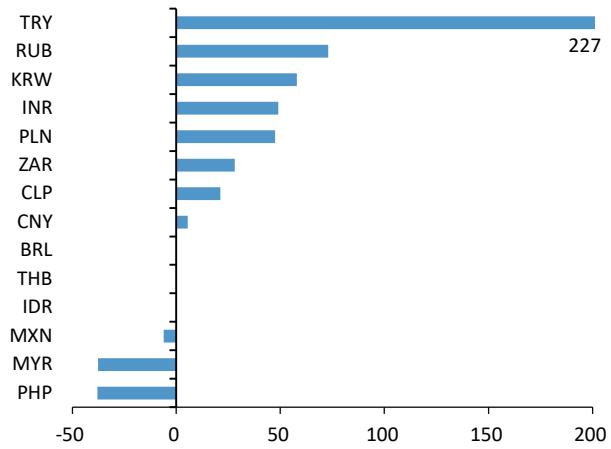
5年物スワップレート週間変化(bp)



注:データの都合によりタイ、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)

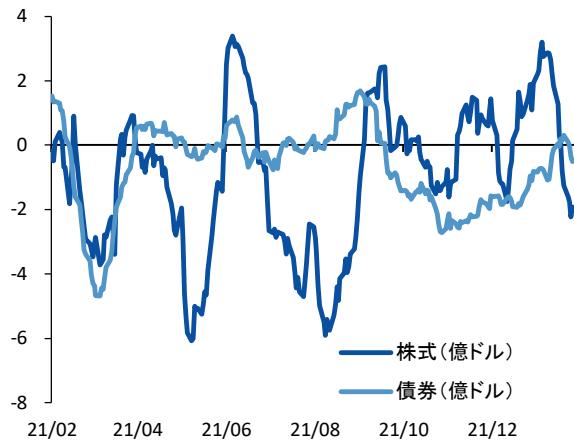


注:データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

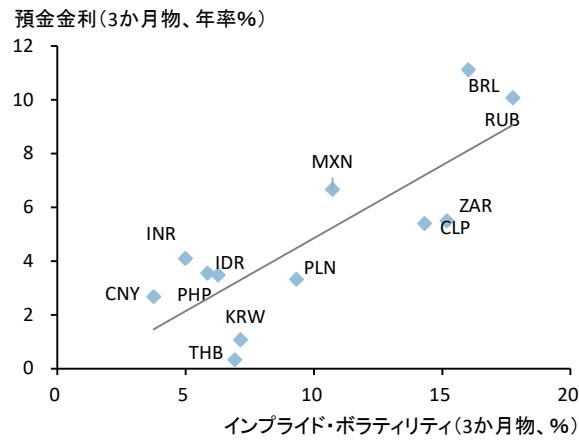
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



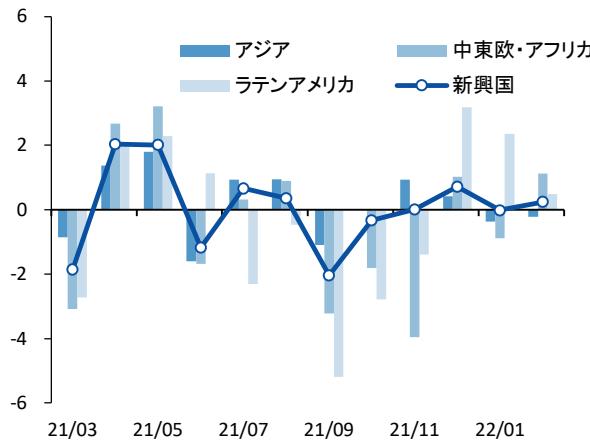
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金利と為替ボラティリティ



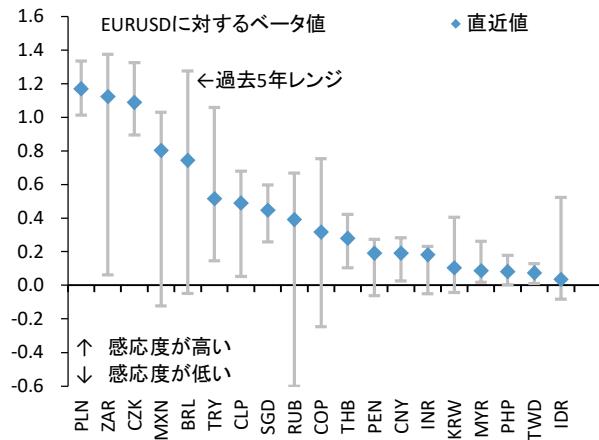
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



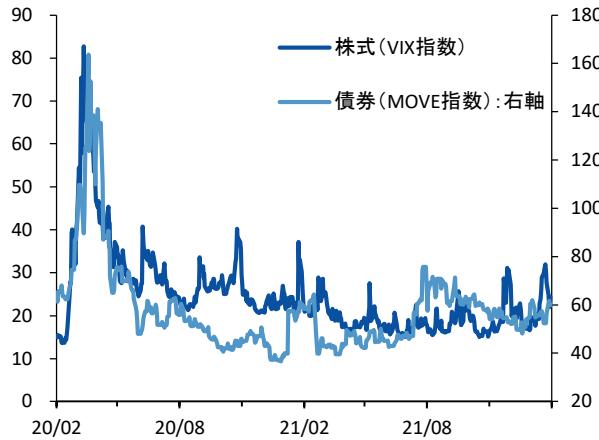
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



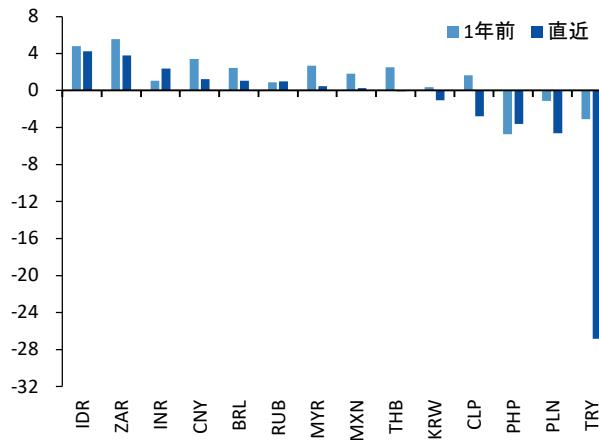
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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

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31日 (月)	タイ	国際収支: 経常収支	\$67m	-\$1378m	\$346m	--
2月1日 (火)	韓国	貿易収支	-\$2100m	-\$4889m	-\$586m	-\$452m
2日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	2.2%	2.2%	1.9%	--
3日 (木)	シンガポール	購買部景気指数	50.8	50.6	50.7	--
4日 (金)	韓国	CPI(前年比)	3.4%	--	3.7%	--
4日 (金)	フィリピン	CPI(前年比、2012年=100)	3.0%	--	3.6%	--
4日 (金)	タイ	CPI(前年比)	2.4%	--	2.2%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	5.5%	--	1.9%	--
7日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	50.5	--	53.1	--
7日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	4.5%	--	3.5%	--
8日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	9.4%	--
9日 (水)	インド	RBILレート	--	--	4.0%	--
9日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	0.5%	--
10日 (木)	韓国	国際収支: 経常収支	--	--	\$7156.1m	--
10日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ*	--	--	3.5%	--
11日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	-4.5%	--
11日 (金)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.6%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.4%	--
中東欧・アフリカ						
1月31日 (月)	トルコ	貿易収支	-6.60b	-6.79b	-5.40b	-5.43b
31日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	170.6%	111.5%	--
31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	31.0b	30.1b	35.8b	35.8b
2月2日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	4.3%	6.1%	7.0%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	48.0%	48.7%	36.1%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	96.8%	93.5%	79.9%	--
9日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.5%	--	3.1%	--
9日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	8.8%	--	8.4%	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.7%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-2.68b	--
11日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	11.4%	--
11日 (金)	ロシア	主要金利	9.3%	--	8.5%	--
11日 (金)	ロシア	貿易収支	23.0b	--	21.1b	--
ラテンアメリカ						
1月31日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	1.5%	1.0%	4.5%	--
31日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	57.0%	57.3%	57.0%	--
2月2日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	-\$500m	-\$176m	\$3948m	--
2日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-6.0%	-5.0%	-4.4%	--
2日 (水)	ブラジル	SELICレート	10.75%	10.75%	9.25%	--
4日 (金)	メキシコ	総設備投資	5.7%	--	6.5%	--
7日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	1.8%	--	1.3%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	7.4%	--
9日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.1%	--
9日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	-4.2%	--
10日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	5.5%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	1.6%	--
11日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	0.4%	--

注: 2022年2月4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 1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)	6.3205	~ 6.3848	6.3612	6.43	6.45	6.48	6.50	6.53
香港 ドル (HKD)	7.7825	~ 7.8022	7.7934	7.80	7.81	7.82	7.83	7.84
インドルピー (INR)	73.779	~ 75.309	74.860	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア (IDR)	14252	~ 14421	14378	14550	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン (KRW)	1185.81	~ 1212.49	1206.50	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリンギ (MYR)	4.1645	~ 4.2175	4.1840	4.23	4.22	4.19	4.17	4.14
フィリピンペソ (PHP)	50.753	~ 51.525	51.050	51.8	51.4	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル (SGD)	1.3425	~ 1.3615	1.3438	1.36	1.37	1.35	1.33	1.32
台湾 ドル (TWD)	27.496	~ 27.860	27.825	27.7	27.8	28.0	28.0	28.2
タイバーツ (THB)	32.74	~ 33.74	33.16	34.0	33.8	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン (VND)	22627	~ 22826	22663	23250	23150	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)	74.1777	~ 80.3991	76.5311	81.0	78.0	82.0	85.0	83.0
南アフリカランド (ZAR)	15.0669	~ 16.0902	15.2649	15.0	15.5	16.3	17.2	16.5
トルコリラ (TRY)	12.8029	~ 13.9404	13.5702	14.3	15.0	15.5	15.8	16.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)	5.2852	~ 5.7239	5.2874	5.50	5.65	5.80	5.70	5.75
メキシコペソ (MXN)	20.2787	~ 20.9141	20.5604	20.5	20.5	20.6	20.8	21.0
対円								
エマージングアジア								
中国 人民元 (CNY)	17.867	~ 18.246	18.068	18.04	18.14	18.21	18.31	18.38
香港 ドル (HKD)	14.576	~ 14.926	14.751	14.87	14.98	15.09	15.20	15.31
インドルピー (INR)	1.520	~ 1.566	1.540	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア (100IDR)	0.792	~ 0.813	0.800	0.797	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン (100KRW)	9.479	~ 9.743	9.529	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリンギ (MYR)	27.109	~ 27.751	27.407	27.42	27.73	28.16	28.54	28.99
フィリピンペソ (PHP)	2.209	~ 2.279	2.245	2.24	2.28	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル (SGD)	84.29	~ 85.77	85.55	85.29	85.40	87.41	89.47	90.91
台湾 ドル (TWD)	4.097	~ 4.220	4.114	4.19	4.21	4.21	4.25	4.26
タイバーツ (THB)	3.416	~ 3.503	3.473	3.41	3.46	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン (10000VND)	0.5005	~ 0.5111	0.5092	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)	1.423	~ 1.557	1.506	1.43	1.50	1.44	1.40	1.45
南アフリカランド (ZAR)	7.190	~ 7.573	7.537	7.73	7.55	7.24	6.92	7.27
トルコリラ (TRY)	8.259	~ 9.008	8.463	8.11	7.80	7.61	7.53	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)	20.216	~ 21.808	21.756	21.09	20.71	20.34	20.88	20.87
メキシコペソ (MXN)	5.499	~ 5.695	5.592	5.66	5.71	5.73	5.72	5.71

注:1. 実績の欄は2021年1月31日まで。SPOTは2月4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こと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。