

2022 年 2 月 18 日

The Emerging Markets Weekly

ウクライナを巡る地政学リスクに揺れる

新興国市場: 先週末 11 日の新興国通貨は総じて値を下げた。前日欧米時間に、米 1 月消費者物価指数(CPI)の内容を受けて、米金利上昇と米株安が進展。この流れを引き継ぐ中、ロシアが早期にウクライナ侵攻に踏み切る可能性があるとのサリバン米大統領補佐官(国家安全保障担当)の発言が追加材料視された。RUB は前日比▲2.8%下落、東欧通貨も売られた。週初 14 日、新興国通貨はまちまち。ウクライナのゼレンスキー大統領の「ロシアによる侵攻は 16 日に行われるとの情報を得ている。われわれはこの日を連帯の日にする」との発言が市場を困惑させたほか、FRB のタカ派化懸念も根強く、米株は続落。他方、原油価格が地政学リスクの高まりを受けて直近高値を更新するなど、商品市況は堅調。TRY のほか東欧通貨が売られた一方、BRL と MXN は続伸、RUB や ZAR、THB、KRW が反発をみせた。15 日、アジア時間の新興国通貨は新規材料に乏しく小動き。COVID-19 関連の入国規制が緩和され観光業が上向くことへの期待から THB は続伸、軟調な株式市場の動きに KRW は反落となった。欧米時間の新興国通貨はほぼ全面高。ロシアのプーチン大統領がウクライナ情勢について、外交による解決を望むことを表明し、ロシア軍の一部が基地に帰還し始めたと発表した。RUB は前日比+1.9%と大幅に反発、東欧通貨や BRL も値を伸ばした。16 日のアジア時間の新興国通貨は小幅上昇。4 営業ぶりの米株上昇にアジア株式市場も堅調な動きとなったことが好感された。INR や KRW が値を伸ばした。欧米時間の新興国通貨は続伸。米欧株が堅調な推移を続けたことで、リスク心理が下支えされた。ZAR や BRL、MXN が買われた。17 日、アジア時間の新興国通貨はウクライナ情勢を睨みでまちまち。欧米時間の新興国通貨は徐々に値を下げる展開。ロシアのウクライナ侵攻や米金融正常化の加速に対する警戒感を高める要人発言が重なり、リスク心理が悪化した。RUB は前日比▲1.4%下落。東欧通貨や BRL も安い。

アジア: インドネシア中央銀行(BI)は 10 日、政策金利を 3.50%に据え置いた。地政学リスクやインフレ、COVID-19 を巡る不透明感に言及した。インド準備銀行(RBI)は 10 日、政策金利を 4.00%に据え置いた。COVID-19 からの回復の支援を続けるとした。フィリピン中央銀行(BSP)は 17 日、政策金利を 2.00%に据え置いた。インフレは制御可能で、景気支援を継続するとした。

中東欧・アフリカ: ロシア中央銀行(CBR)は 11 日、政策金利を 100bp 引き上げ 9.50%にすると決定した。利上げは 8 会合連続。インフレ率が従来予想を大幅に上回って推移していると指摘した。トルコ中央銀行(CBRT)は 17 日、政策金利を 14.00%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。これまでの政策効果によってインフレは鈍化し始めるとの見解を示した。

ラテンアメリカ: メキシコ中央銀行(Banxico)は 10 日、政策金利を 50bp 引き上げ 6.00%にすることを決定した。利上げは 6 会合連続。インフレ圧力が予想以上に大きく、また長期化しつつある点に警戒感を示した。

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 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(インド)

2 月金融政策会合～物価上昇率は中央銀行の目標上限を上振れ

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

インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 8～10 日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレート(6 人の委員会メンバーの全会一致の賛成のもとで据え置き、4.00%とすることを決定した(図表 1)。また、リバースレポレートも 3.35%の現状維持となった。政策金利は RBI が昨年累計 1.15%ポイントの利下げを実施して以降、10 会合連続で過去最低水準を推移している。

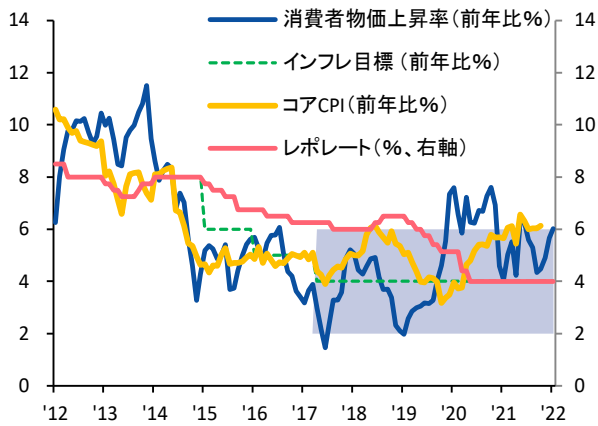
声明文では世界経済はオミクロン株の急拡大やそれに伴う行動制限の再強化が足枷となっている点を指摘。景気は段階的に回復している一方で、供給制約によるインフレの高進も根強いことにも言及した。国内経済に関しては、オミクロン株拡大もあって持ち直しのペースが弱まっていると総括された。ダス RBI 総裁は会見にて、個人消費は依然としてパンデミック前の水準に戻っていない点を強調した他、商品価格の高騰や世界的な供給制約の影響はインド経済にも波及しており、下方方向へのリスク要因は少なくないとした。このため、緩和的な金融政策を継続することは持続的かつ広範な回復のためには正当化されるとした。なお、21 年度の成長率予想は、前年比+9.2%としており、22 年度は同+7.8%を見込んでいる。

また、RBI は、21 年度の物価見通しを前年比+5.3%として、今年の 4～6 月期をピークに徐々に弱まっているとの見方を示し、22 年度は+4.5%と予想した。ただし、会合後に発表された 1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.01%と RBI の目標レンジである+2.0～+6.0%の上限を僅かに上振れた。先述の商品価格の高騰の他にも、前年度に食料品価格が低位安定した反動もあって騰勢を強める格好となっている(図表 2)。今後の物価動向に関しても地政学リスクの高まりや世界各国でのインフレの高進もあり、先行き不透明感が強まっている。

今回会合での決定はインフレ情勢よりも今後の景気回復に配慮した内容となったが、RBI がこの姿勢を継続できる猶予は限られていると考えられる。さらに言えば RBI は早ければ次回会合においてインフレ対応を迫られる可能性もある。特に商品価格の高騰は貿易赤字の拡大として顕在化しており、これは INR の実需環境の逆風にもなっている(図表 3)。景気回復ペースも軟調な中で金融引き締めを強いられるのはインド経済にとっても都合の良い話ではない。

加えて、米国に追随した意図しない利上げを検討する必要がある点も今後重要な論点となってくる。図表 4 に見られる通り、過去のトレンドをみると、対米政策金利差(米国ーインド)の縮小は INR 安の度合いに概ね一致している。米国では今年 3 回以上の利上げが濃厚となっている中で、インドも自国通貨の価値を守る観点からも年後半以降特に利上げの必要性が高まると見られる。このため RBI は自国のみならず、先進各国(特に米国)の政策動向にも注意を払った上で情報発信が求められることとなる。

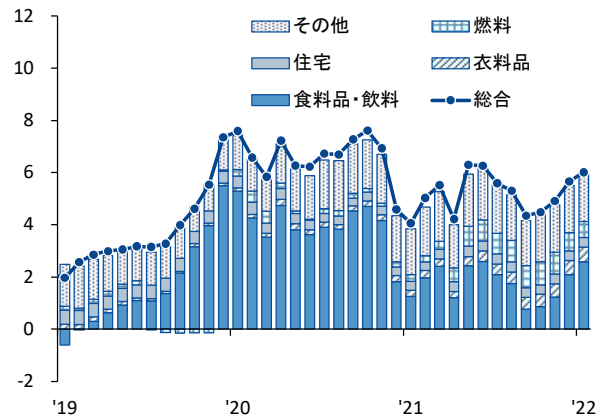
図表 1: 政策金利とインフレ目標



出所: Bloomberg、CEIC、みずほ銀行

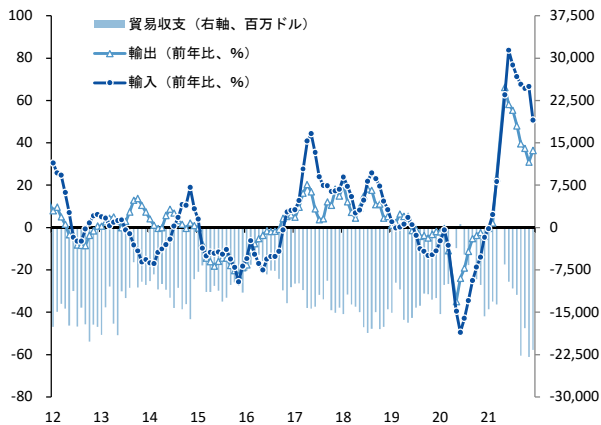
注: 青枠はインフレ目標のレンジ

図表 2: 消費者物価の動向(前年比%、%ポイント)



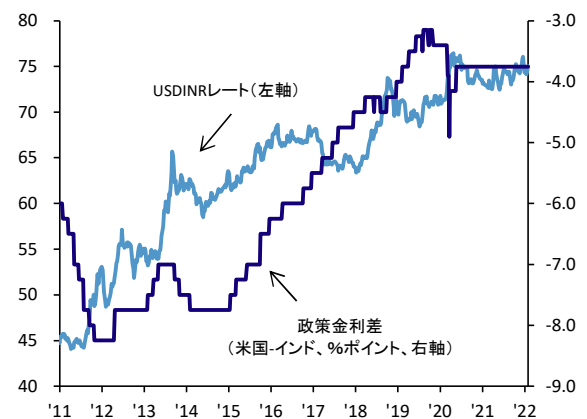
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 貿易統計



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 対米政策金利差と為替動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

2 月金融政策会合～先進各国の動向を意識した政策運営へ

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9～10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12回連続で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。前回会合にてBIは銀行の預金準備率を将来的に引き上げることを決定したが、今回の会合に関しては大きな政策変更は見られなかった。

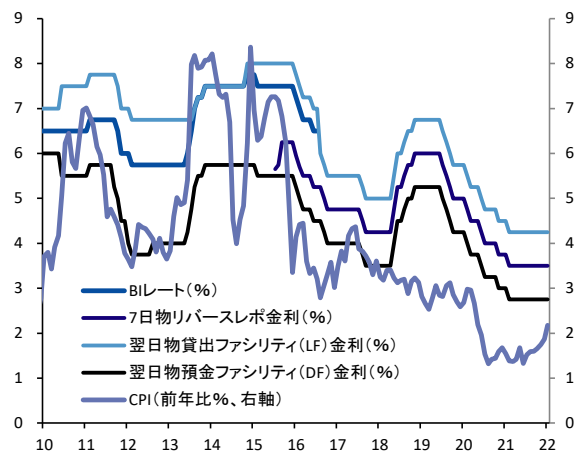
声明文では世界経済は堅調な回復を見せていると総括された。一方で、国内でオミクロン株拡大が進む点、ウクライナ情勢をはじめとする地政学リスクの高まり、米国や一部先進国の金融政策の正常化に伴う金融市場の反応、供給制約の長期化をリスク要因として指摘した。こうした見解も前回の内容をほぼ踏襲する内容となった。

国内経済については、21年10～12月期実質GDP成長率は前年同期比+5.02%となった(図表2)。内訳を見ると、GDPの約6割を占める個人消費が同+3.55%、政府支出が同+5.25%、総固定資本形成が同+4.49%とそれぞれ堅調な結果となった。産業別では、運輸・倉庫部門、食料・飲料部門での伸びが目立ち、新型コロナウイルスの感染拡大で影響を受けた部門が徐々に回復を見せている点が確認された。21年通年では前年比+3.69%と20年の同▲2.07%からプラスを回復した。なお、22年の成長見通しについてBIは、同+4.7～5.5%と予想している。国内でのオミクロン株拡大は現状景気を大きく下押しするものではないとして、前回会合時点から予想を据え置いた格好となった。

消費者物価指数を見ると、1月は前年比+2.18%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1)。世界的な供給制約に伴って昨年後半以降、インフレ率は上昇基調にあるものの、ペリーBI総裁は年内を通じて目標レンジの範囲内で推移すると言及している。一方で、23年にはインフレ率が目標レンジを上回る可能性が高まるとして、今年の7～9月期にも政策金利の水準の見直しを検討することを示唆した。

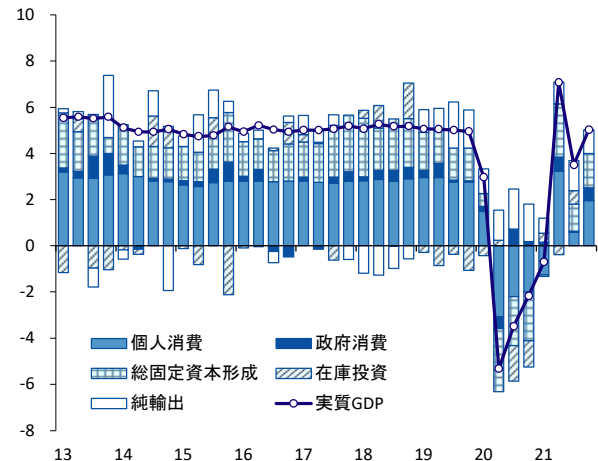
かかる中、BIは緩和的な金融政策を現状では維持する方針を示した。前述の通り早い段階でBIが金融政策の引き締めを本格化する見込みは薄い。一方で、米国をはじめとする先進各国で金融政策正常化が加速すれば、それに追随する格好で想定より早い段階で政策変更を検討するといった動きには警戒したい。むしろBIが金融政策正常化を進める理由はこの他に見当たらない状況にある。BIはインフレ高進に対応を迫られることがない中で、景気回復の下支えの役割を果たしつつ、市場が過度なリスクオフに傾くなどといった有事の際、IDRの価値や金融市場の安定性を機動的に守る役目を強めていると言える。

図表 1: 政策金利と CPI の推移



出所: インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移（前年同期比%、%ポイント）



出所: インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

市場概観(メキシコ)

Banxico のインフレ見通しが再び上振れ

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 10 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 50bp 引き上げて 6.00%とすることを決定した(図表 1)。利上げは 2021 年 6 月以降、6 会合連続。声明文によれば、ビクトリア・ロドリゲス新総裁を含め 4 名が 50bp の利上げを主張、1 名は利上げ幅を 25bp にとどめるべきと主張した。

メキシコ経済は 2021 年後半に 2 四半期連続のマイナス成長となり、定義上の景気後退が確認されている。それでも、Banxico が前回同様のペースで追加利上げに踏み切った理由は、引き続きインフレへの警戒感である。声明文では素直に、インフレ圧力は予想していたよりも強まっており、長期化しつつあることを指摘している。

1 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.07%と前月(同+7.36%)からやや鈍化したとはいえ、11 か月連続で同行の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回っている。また、コア CPI は同+6.40%と加速を続けており、インフレ圧力がより広範囲に及んでいることがうかがえる(図表 1)。

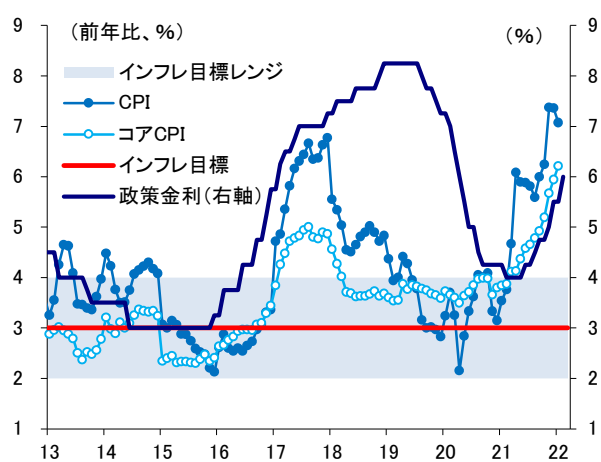
先々のインフレ見通しも上振れが続いている。Banxico の公表した最新の CPI 見通しでは、足許の 2022 年 1~3 月期から 2023 年 1~3 月期にかけての 5 四半期について、前回会合時点から再び上方修正が加えられている(図表 2)。また、コア CPI の見通しについても、2022 年 1~3 月期から 2022 年 10~12 月期にかけて上方修正された。声明文では、インフレリスクは上方に傾いているとの従来からの認識も踏襲されている。

追加利上げ判断に至った背景を説明するくだりで、「中長期のインフレ見通しを巡るリスク」を追記(下線部)した点からも、警戒感の高まりは明確だろう。

The Governing Board evaluated the magnitude and diversity of the shocks that have affected inflation and its determinants, along with the risk of medium- and long-term inflation expectations and price formation becoming contaminated, as well as the additional challenges posed by the ongoing tightening of global monetary and financial conditions.

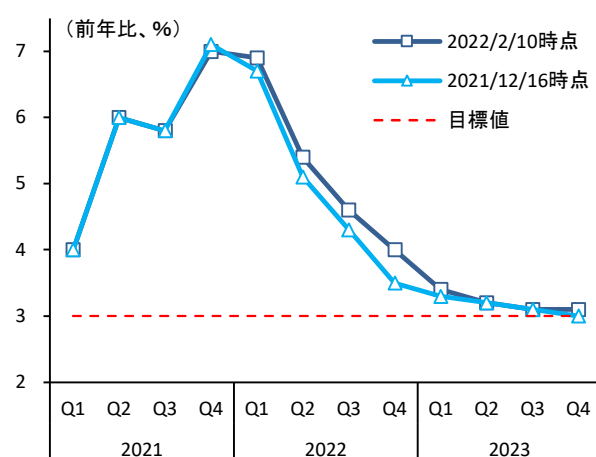
次回会合(3 月 24 日開催予定)に向けてのスタンスは従来通りである。すなわち、インフレ及び Banxico のインフレ見通しに関する予測軌道に影響を与えうるあらゆる要因とともに、実際のインフレ圧力の動向を徹底的に監視していく。高いインフレ率そのものが、将来のインフレ率やインフレ見通しに上昇圧力を加えうるとの問題意識も変わらない。また、米金融正常化の加速による通貨安(≡インフレ圧力)も厄介な問題となりうる。その上で、Banxico は、インフレ率が予測期間の最後までに(by the end of the forecast horizon)同行の目標値(前年比+3%)に落ち着いてくるよう、利上げペースを調整していくことになる。

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

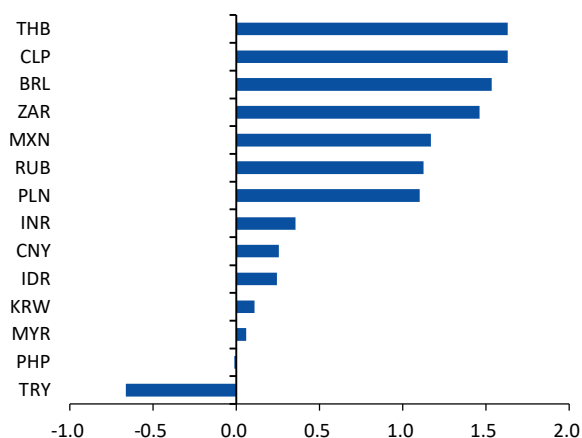
図表 2: Banxico の CPI 見通し



出所: メキシコ中央銀行、みずほ銀行

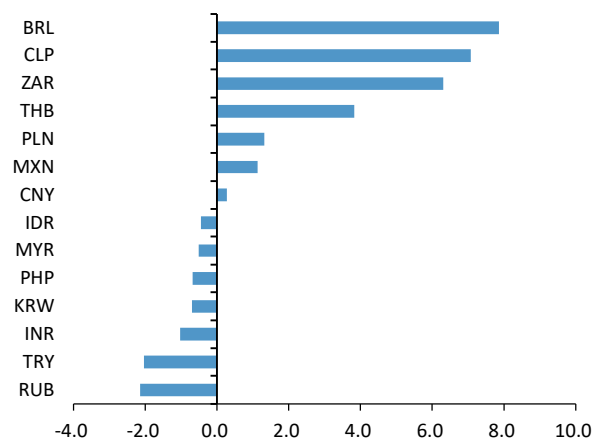
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



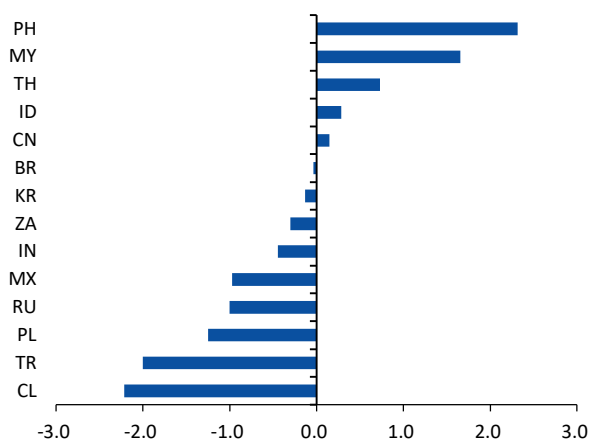
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



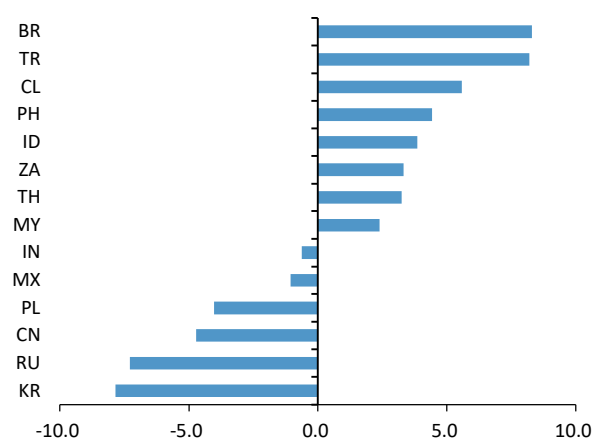
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



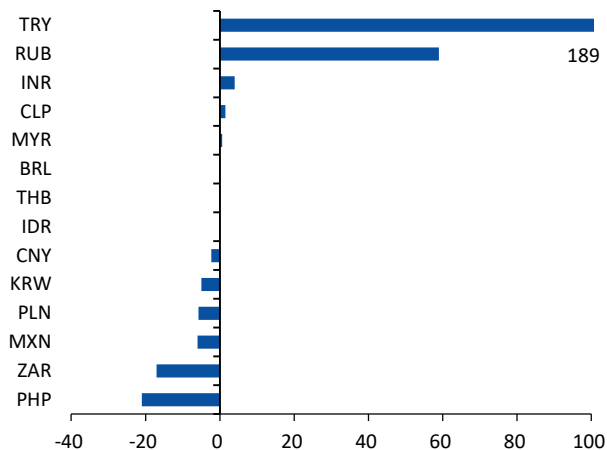
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

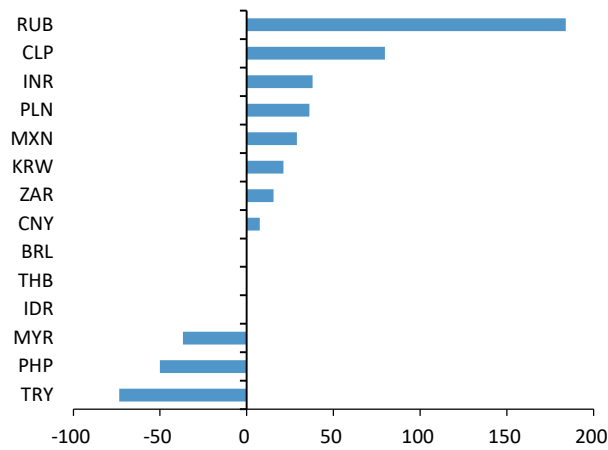
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、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)

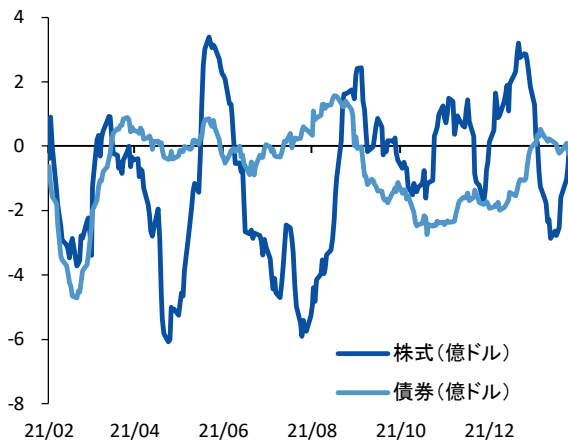


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

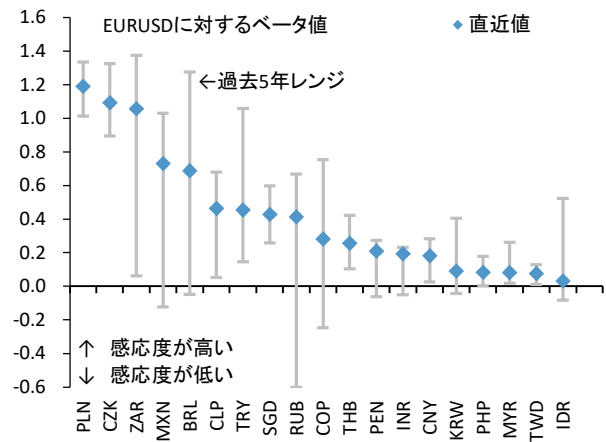
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



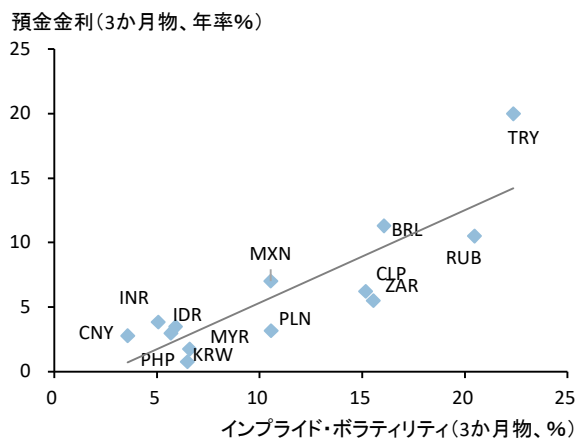
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



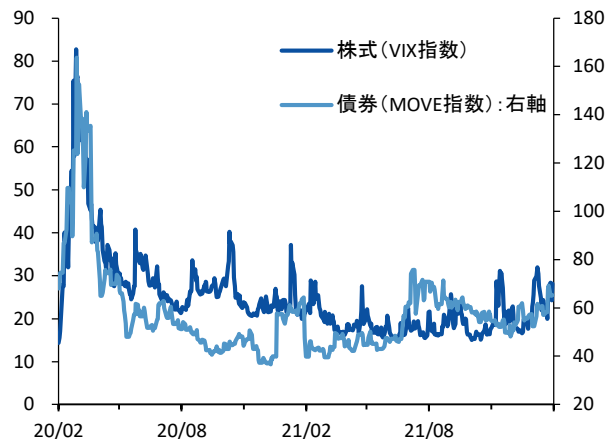
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



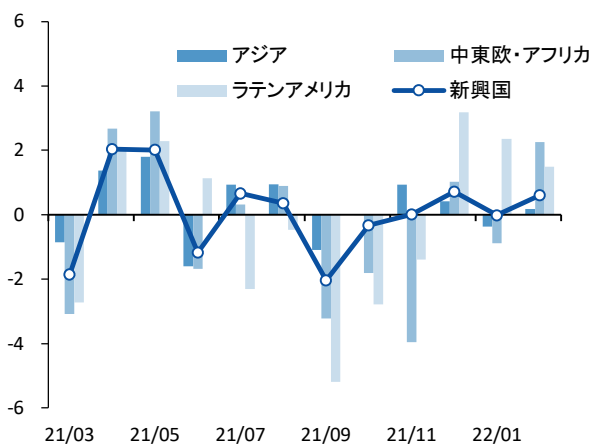
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



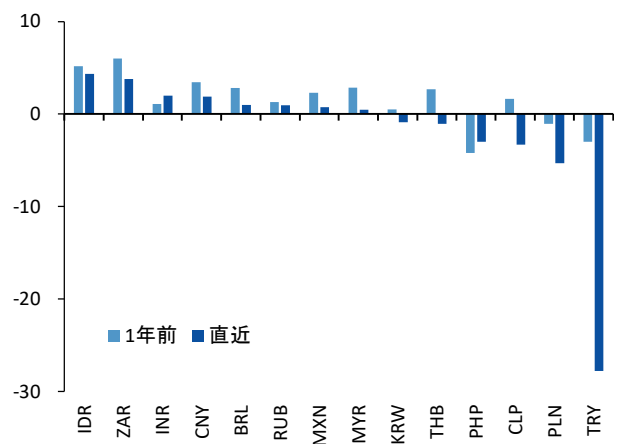
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
2月14日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.0%	6.0%	5.6%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$199m	\$930m	\$1020m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	25.3%	38.9%	38.9%
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	23.5%	38.6%	38.5%
15日 (火)	フィリピン	海外送金	3.5%	3.3%	5.1%	--
16日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.7%	3.6%	3.8%	--
16日 (水)	中国	PPI(前年比)	9.5%	9.1%	10.3%	--
16日 (水)	中国	CPI(前年比)	1.0%	0.9%	1.5%	--
17日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	6.2%	6.1%	5.9%	--
17日 (木)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	14.0%	13.6%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	12.4%	17.6%	18.4%	--
17日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.00%	2.00%	2.00%	--
18-25日	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$991m	--
21日 (月)	タイ	GDP(前年比)	0.8%	--	-0.3%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	12.1%	--
22日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	104.4	--
23日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	90.0	--
23日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	82.0	--
23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$354m	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.0%	--
24日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	9.0%	--
24日 (木)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	3.2%	--
24日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	4.9%	--
24日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.3%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	15.6%	--
中東欧・アフリカ						
2月16日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.7%	5.7%	5.9%	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.6%	3.1%	3.3%	--
16日 (水)	ロシア	PPI 前年比	26.0%	23.1%	28.5%	--
17日 (木)	トルコ	1週間レポレート	14.00%	14.00%	14.00%	--
18日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	4.3%	--
21日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	170.6%	--
22日 (火)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	10950.0%	--
22日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.6%	--
24日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	10.8%	--
ラテンアメリカ						
2月21-26日	ブラジル	登録雇用創出合計	--	--	-265,811.0	--
23日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.6%	--
23日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$5891m	--
23日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	-\$3935m	--
24日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	5.4%	--
24日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	4684b	--
25日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	1.8%	--
25日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.7%	--
25日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	1.0%	--

注: 2022 年 2 月 18 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	6.3384	6.43	6.45	6.48	6.50	6.53
香港ドル (HKD)		7.7825 ~ 7.8022	7.7995	7.80	7.81	7.82	7.83	7.84
インドルピー (INR)		73.779 ~ 75.309	75.110	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア (IDR)		14252 ~ 14421	14318	14550	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン (KRW)		1185.81 ~ 1212.49	1197.20	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリング (MYR)		4.1645 ~ 4.2175	4.1877	4.23	4.22	4.19	4.17	4.14
フィリピンペソ (PHP)		50.753 ~ 51.525	51.338	51.8	51.4	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル (SGD)		1.3425 ~ 1.3615	1.3433	1.36	1.37	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)		27.496 ~ 27.860	27.864	27.7	27.8	28.0	28.0	28.2
タイバーツ (THB)		32.74 ~ 33.74	32.18	34.0	33.8	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン (VND)		22627 ~ 22826	22770	23250	23150	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		74.1777 ~ 80.3991	76.3176	81.0	78.0	82.0	85.0	83.0
南アフリカランド (ZAR)		15.0669 ~ 16.0902	14.9979	15.0	15.5	16.3	17.2	16.5
トルコリラ (TRY)		12.8029 ~ 13.9404	13.5829	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	5.1697	5.50	5.65	5.80	5.70	5.75
メキシコペソ (MXN)		20.2787 ~ 20.9141	20.2947	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	18.132	18.04	18.14	18.21	18.31	18.38
香港ドル (HKD)		14.576 ~ 14.926	14.738	14.87	14.98	15.09	15.20	15.31
インドルピー (INR)		1.520 ~ 1.566	1.531	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア (100IDR)		0.792 ~ 0.813	0.802	0.797	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン (100KRW)		9.479 ~ 9.743	9.602	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリング (MYR)		27.109 ~ 27.751	27.478	27.42	27.73	28.16	28.54	28.99
フィリピンペソ (PHP)		2.209 ~ 2.279	2.246	2.24	2.28	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル (SGD)		84.29 ~ 85.77	85.56	85.29	85.40	87.41	89.47	90.91
台湾ドル (TWD)		4.097 ~ 4.220	4.130	4.19	4.21	4.21	4.25	4.26
タイバーツ (THB)		3.416 ~ 3.503	3.579	3.41	3.46	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン (10000VND)		0.5005 ~ 0.5111	0.5063	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	1.505	1.43	1.50	1.44	1.40	1.45
南アフリカランド (ZAR)		7.190 ~ 7.573	7.664	7.73	7.55	7.24	6.92	7.27
トルコリラ (TRY)		8.259 ~ 9.008	8.467	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	22.224	21.09	20.71	20.34	20.88	20.87
メキシコペソ (MXN)		5.499 ~ 5.695	5.665	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 18 日の 8 時 00 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。