

2022 年 3 月 4 日

The Emerging Markets Weekly

欧米の金融制裁により RUB が大きく下落

新興国市場: 先週末 2 月 25 日、アジア時間の新興国通貨は小幅反発。前日の米株反発を受けて株価がやや持ち直したことが支えとなった。欧米時間も新興国通貨の反発が続いた。ロシアとウクライナがベラルーシで協議する可能性が報じられ、リスクセンチメントが改善した。RUB は前日比+2.8%上昇、TRY や ZAR、MXN も同+1.0%超値を上げた。週初 28 日、新興国通貨は大半が下落。週末に欧米がロシアの主要銀行を国際決済システム (SWIFT) から除外する経済制裁の発動に合意したことが市場を驚かせた。RUB は気配値が対ドルで一時 120 台 (前日比 ▲4 割下落) をつけるなど混乱を見せた後に、当局の政策対応の発表もあり 100~110 へと持ち直すも、流動性が枯渇しており市場が事実上機能しない状況に陥った。東欧通貨も大幅に下落、ZAR や MXN も売られた。一方、CNY は 2018 年 4 月以来の高値を更新する動きをみせた。3 月 1 日、新興国通貨はアジア時間こそ小動きであったものの、欧米時間に入ると上値の重い展開。ウクライナ危機を巡り、対ロ制裁強化などの報道が相次ぎリスクセンチメントが悪化した。RUB は対ドルで 100~120 程度を上下する非常にボラティルな動きが継続。東欧通貨の下げが目立ったほか、MXN や TRY、ZAR も続落となった。2 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ軟調。祝日明けとなった INR や KRW のほか、PHP や IDR も弱含んだ。ただ、欧米時間に入り新興国通貨は持ち直し。ロシアとウクライナが協議を再開するとの報道を受け、リスクオフムードがやや和らいだ。祝日明けとなった BRL が前日比+1%弱上昇、ZAR も買われた。他方、TRY や東欧通貨は続落。RUB も依然ボラティルな動きが続いた。3 日、アジア時間の新興国通貨は、前日のリスクオフムードの和らぎを受けてしっかり。THB や KRW が小幅に上昇した。欧米時間の新興国通貨はまちまち。RUB の値動きが依然荒いほか、東欧通貨も弱い。一方、商品市況は堅調で、BRL が前日比+1.5%上昇、ZAR も買われた。

アジア: マレーシア中央銀 (BNM) は 3 日、政策金利を 1.75% に据え置くと決定した。経済は回復基調としつつも、国内外に下振れリスクがあると指摘した。

中東欧・アフリカ: 欧米 6 か国と欧州委員会は 2 月 26 日、ロシアの一部銀行を SWIFT から遮断することで合意したと発表。この合意にはロシア中央銀行 (CBR) の外貨準備を凍結させる措置も含まれる。ロシア経済と金融システムを混乱させ、プーチン大統領にロシア軍の撤退を促す。この動きに CBR は 28 日、政策金利を 1050bp 引き上げ 20.00% とする緊急利上げに踏み切った。ロシア経済を取り巻く外部環境が劇的に変化したとし、通貨安やインフレリスクに対応する。同日、CBR とロシアの財務省は、外貨建て収入の 80% を売却 (RUB に両替) するよう輸出企業に指示を出した。また、プーチン大統領は国外への外貨送金を禁止した。28 日発表のトルコ 2021 年 10~12 月期実質 GDP は前期比+1.5% と前期 (同+2.8%) から減速、市場予想 (同+2.1%) も下回った。3 日発表のトルコ 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+54.4% と前月 (同+48.7%) から加速。2002 年以来の高水準となり、市場予想 (同+52.5%) も上回った。

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(韓国)

次期総裁下でも利上げ余地を模索へ

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2月24日、金融通貨委員会を開催し、全会一致で政策金利(7日物レポ金利)を1.25%で据え置くことを決定した(図表1)。据え置き判断は3会合ぶり。足許でインフレや家計債務、住宅価格の伸びがやや和らぎつつあることは事実であるが、そもそも市場では、次期総裁人事(李総裁の任期は3月末まで)もあり今会合での利上げは難しいとの見方が根強かった。

もともと、次期総裁下でも、BOKは追加利上げの判断を迫られる可能性は高そうだ。インフレ見通しは依然として上振れ見込みであるためだ。

今後の消費者物価指数(CPI)の見通しについて、今会合の声明文では「相当の期間、3%を大きく上回る」とされた。前回1月会合では、この水準は3%前後(in the 3% range)とされていたので、一段と上方修正されたことになる。また、年間通しての水準も今会合では3%台前半とされており、全会合(2%台半ばを上回る)から引き上げられた。

Looking ahead, it is forecast that consumer price inflation will run substantially above 3% for a considerable time, exceeding the path projected in November, and run at the lower-3% level for the year overall.

実際、同日に公表されたBOKの経済見通しによれば、年間のCPI見通しは、2022年が前年比+3.1%、2023年は同+2.0%とされた(図表2)。2021年11月時点の見通しでは、それぞれ同+2.0%、同+1.7%であった。また、食品・エネルギーを除くコアCPIも2022年が前年比+2.6%、2023年は同+2.2%とされ、いずれも従来見通し(それぞれ同+1.8%、同+1.6%)から上方修正された。李総裁も会見で、物価上昇が想定よりも広範かつ大きくなりつつあるとしている。

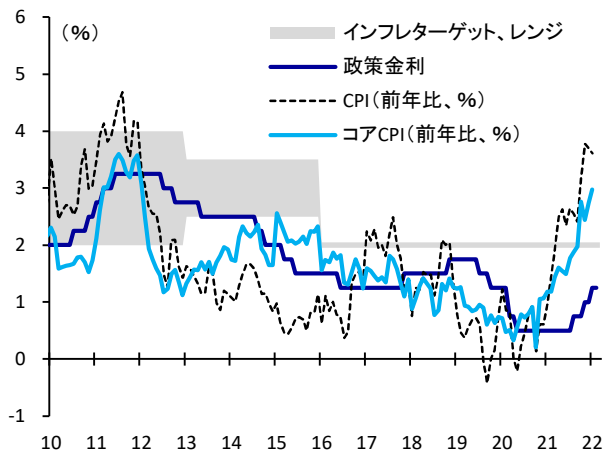
問題は、この見通しに地政学リスクの高まり、具体的にはウクライナ情勢の影響が織り込まれるのはこれからだということだろう。声明文を見る限り、地政学リスクの影響は金融市場のボラティリティ上昇の説明で言及があるのみである。上述の経済見通しでも、経済成長の下押しリスクとして取り上げられているが、インフレ見通しにおける言及は見当たらない。上述のインフレ見通しは、供給制約による原材料価格の上昇を反映したものとみられる。ロシアによるウクライナ侵攻で事態は一層混迷している。エネルギー等の一段の価格上昇は、BOKのインフレ見通しを上振れさせることになりそうだ。

また、李総裁が会見で言及した通り、財政拡張(≒需要創出)がインフレを促す可能性にも注意したい。3月9日に投開票を迎える韓国の次期大統領選挙では、上位2候補で具体的な政策内容は異なる一方、揃って財政拡張が謳われている。なかには実現が難しい政策もあるだろう。ただ、上述の通り、ウクライナ情勢の混迷化で供給制約の問題がさらに長期化しかねない中で、財政で追加需要を創出しにければ、インフレ高進が再燃するリスクはある。

なお、李総裁は会見で、金融市場の安定化を目的とした国債の買い入れの可能性にあらためて言及した。このことは、BOKが金融市場の不安定化を理由に、金融引

き締め(利上げ)の流れを巻き戻す意図はないとも読み取れる。堅調な経済成長も予想されている中で、総裁は代わっても BOK はインフレ見合いで追加利上げ余地を模索していくと考える。当面は、エネルギーをはじめとする原材料価格の見通しや、対ドルで 1200 近くでは底堅さをみせる KRW 相場の動向に注目したい(図表 3、4)。

図表 1: 政策金利とインフレ率



出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

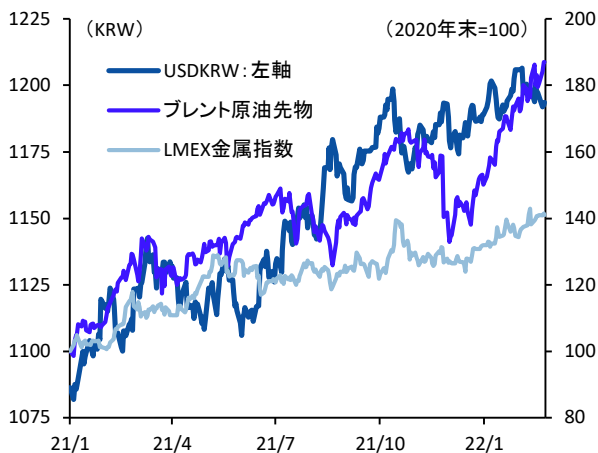
図表 2: BOK の経済見通し(2022年2月時点)

	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%	2.8%	3.1%	3.0%	2.5%
民間最終消費支出	3.6%	3.9%	3.2%	3.5%	2.6%
設備投資	8.3%	-1.3%	5.8%	2.2%	1.7%
知的財産投資	3.9%	4.2%	3.7%	3.9%	3.8%
建設投資	-1.5%	0.6%	4.0%	2.4%	2.3%
輸出(財)	9.8%	4.5%	2.5%	3.4%	2.2%
輸入(財)	11.8%	5.6%	2.1%	3.8%	2.3%
消費者物価指数(CPI)	2.5%	3.5%	2.7%	3.1%	2.0%

注: 下線は 2021 年 11 月時点の見通しから下方修正された値

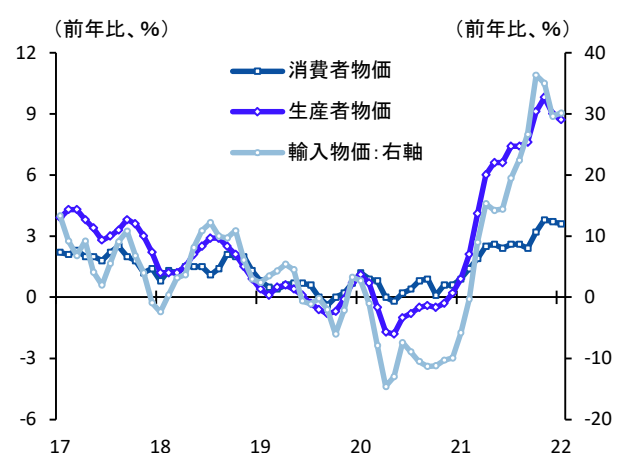
出所: BOK、みずほ銀行

図表 3: USDKRW と商品市況



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

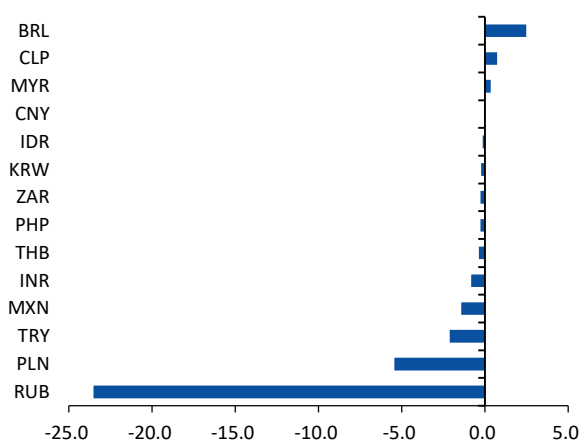
図表 4: 各種物価指数の伸び率



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

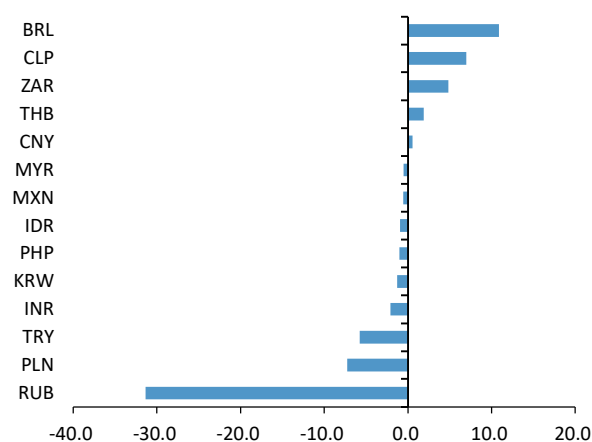
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



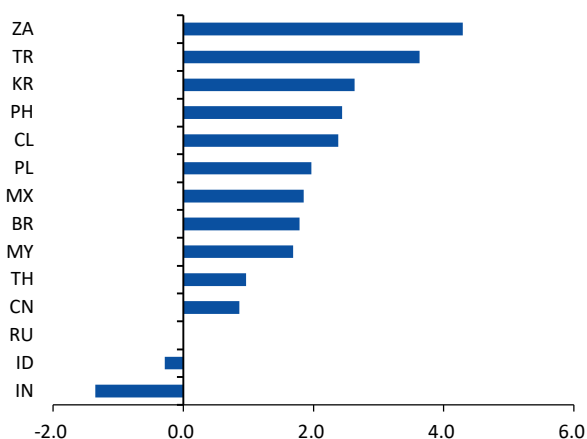
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



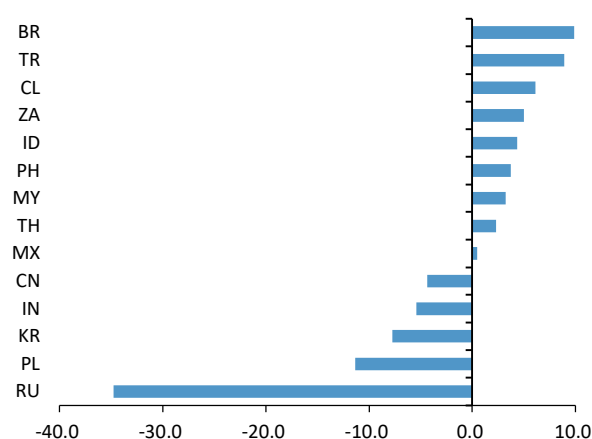
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



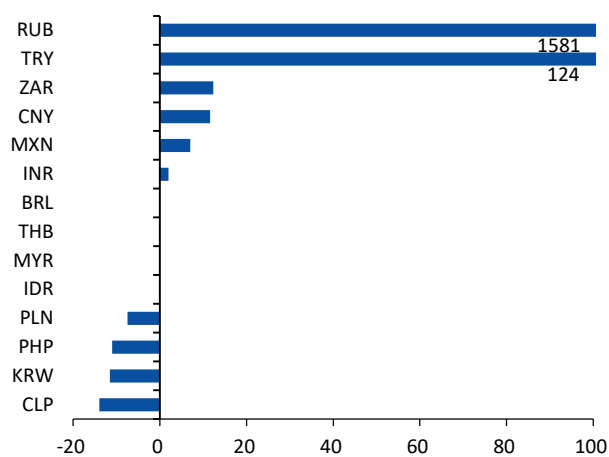
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

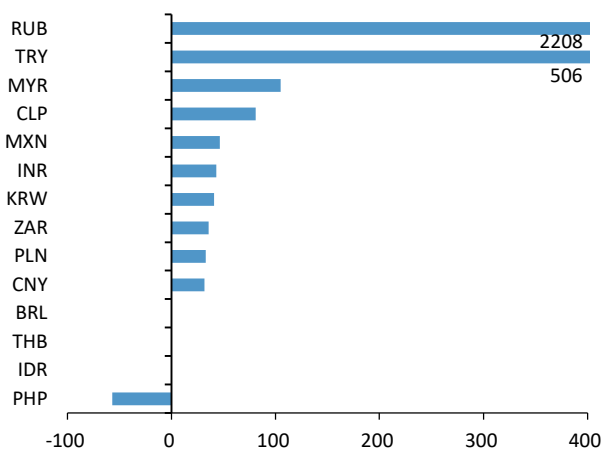
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

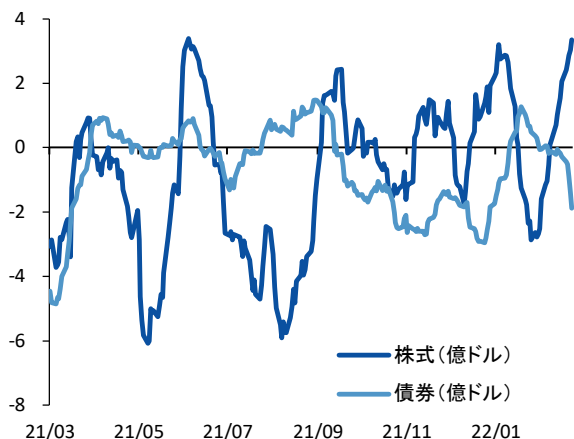


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

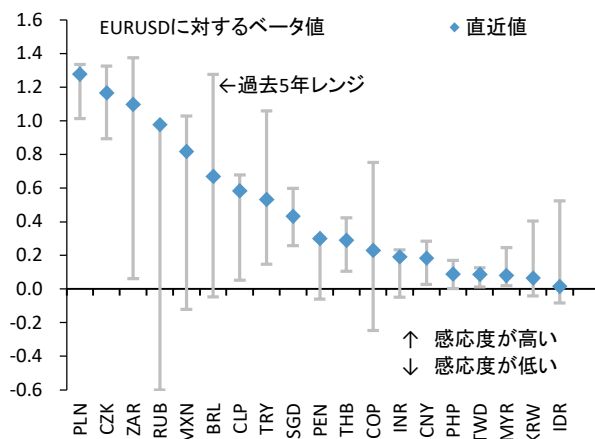
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



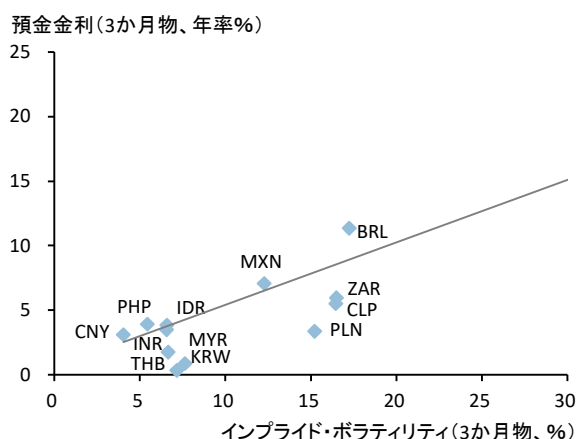
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



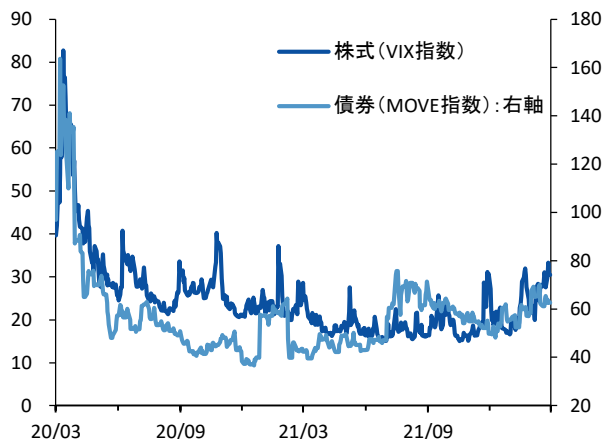
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



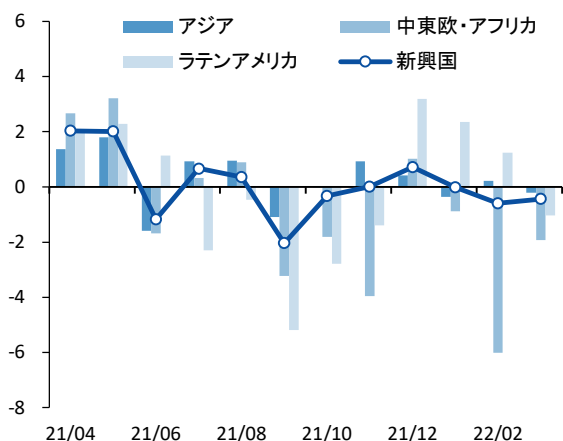
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



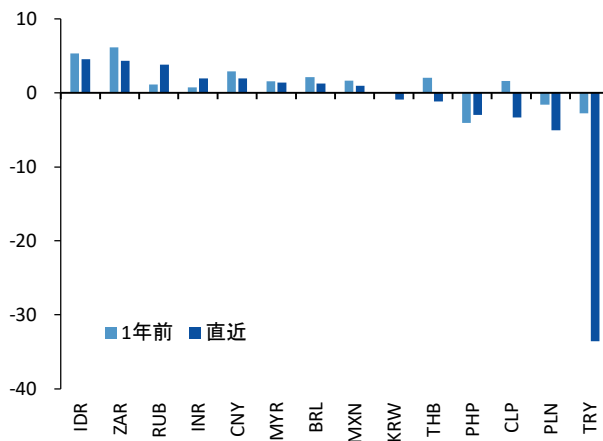
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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28日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	-\$1400m	-\$2204m	-\$1378m	--
28-3月4日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$500m	--	-\$354m	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	-\$280m	\$840m	-\$4889m	-\$4834m
1日 (火)	中国	製造業PMI	49.8	50.2	50.1	--
1日 (火)	中国	非製造業PMI	50.7	51.6	51.1	--
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	49.1	50.4	49.1	--
1日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	2.2%	2.1%	2.2%	--
2日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	6.4%	4.3%	6.2%	--
3日 (木)	韓国	GDP(前年比)	4.1%	4.2%	4.1%	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	50.8	50.2	51.4	--
3日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	1.75%	1.75%	1.75%	--
4日 (金)	韓国	CPI(前年比)	3.5%	--	3.6%	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	3.2%	--	3.0%	--
4日 (金)	タイ	CPI(前年比)	4.1%	--	3.2%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	6.9%	--	6.7%	--
9日 (水)	中国	PPI(前年比)	--	--	9.1%	--
9日 (水)	中国	CPI(前年比)	--	--	0.9%	--
11日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$6062.0m	--
11日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$5214m	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.8%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.4%	--
中東欧・アフリカ						
2月28日 (月)	ロシア	主要金利	--	20.0%	9.5%	--
28日 (月)	トルコ	GDP(前年比)	9.0%	9.1%	7.4%	7.5%
28日 (月)	トルコ	貿易収支	-10.40b	-10.26b	-6.79b	-6.81b
28日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	17.3b	3.6b	30.1b	--
3月2日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	3.9%	3.6%	5.4%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	52.5%	54.4%	48.7%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	105.0%	93.5%	--
8日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
9日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	8.8%	--	8.7%	--
10日 (木)	南ア	経常収支	--	--	226b	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.1%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-3.84b	--
11日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	14.4%	--
ラテンアメリカ						
3月3日 (木)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3479m	\$4049m	-\$176m	-\$214m
4日 (金)	メキシコ	総設備投資	5.5%	--	5.9%	--
4日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	1.1%	--	4.0%	--
8日 (火)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	1.6%	--	2.0%	--
9日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.0%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	7.1%	--
10日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	-2.9%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	3.0%	--
11日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	10.4%	--

注: 2022 年 3 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 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	6.3204	6.35	6.38	6.40	6.45	6.50
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8150	7.8164	7.81	7.82	7.83	7.84	7.84
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 75.761	75.910	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 14425	14394	14600	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1212.49	1204.72	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1645 ~ 4.2175	4.1880	4.23	4.21	4.18	4.16	4.17
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 51.525	51.495	52.0	51.8	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.3615	1.3566	1.36	1.35	1.34	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 28.134	28.068	27.8	27.9	28.1	28.2	28.4
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 33.74	32.59	33.3	33.4	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 22843	22845	23000	23000	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.1777 ~ 117.9330	108.5894	100.0	100.0	102.0	105.0	105.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.9133 ~ 16.0902	15.2027	15.3	15.6	16.3	17.2	16.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 14.6462	14.1221	14.1	14.8	15.5	15.8	16.0
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	4.9950 ~ 5.7239	5.0272	5.35	5.50	5.65	5.50	5.40
メキシコペソ	(MXN)	20.1577 ~ 20.9141	20.6429	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	18.290	18.27	18.35	18.44	18.45	18.46
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 14.926	14.774	14.85	14.96	15.07	15.18	15.31
インドルピー	(INR)	1.514 ~ 1.566	1.522	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	0.795	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン	(100KRW)	9.479 ~ 9.743	9.585	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ~ 27.751	27.632	27.42	27.79	28.23	28.61	28.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.209 ~ 2.279	2.247	2.23	2.26	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル	(SGD)	84.29 ~ 86.53	85.11	85.29	86.67	88.06	90.15	90.23
台湾ドル	(TWD)	4.074 ~ 4.220	4.114	4.17	4.19	4.20	4.22	4.23
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.588	3.543	3.48	3.50	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.5120	0.5055	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	1.066	1.16	1.17	1.16	1.13	1.14
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 7.733	7.598	7.58	7.50	7.24	6.92	7.27
トルコリラ	(TRY)	7.737 ~ 9.008	8.172	8.23	7.91	7.61	7.53	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	20.216 ~ 23.018	22.946	21.68	21.27	20.88	21.64	22.22
メキシコペソ	(MXN)	5.499 ~ 5.707	5.594	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 4 日の 7 時 40 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。