2022 年 3 月 11 日

The Emerging Markets Weekly

ウクライナ危機を巡るヘッドラインが市場を動かす展開

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　尭大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

大島　由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

新興国市場： 先週末 4 日、新興国通貨は総じて下落。ロシア軍がウクライナの原子力発電所を攻撃する等、ウクライナ危機の深刻化にリスク心理が悪化した。RUB の乱高下は継続。東欧通貨も大きく売られたほか、MXN や ZAR も同▲1.0%超値を下げた。週初 7 日、新興国通貨は総じて続落。欧米によるロシア産エネルギー禁輸への警戒からブレント原油先物価格が 2008 年 7 月以来の水準に急騰、商品市況も高騰する中、株式が大きな調整に見舞われたことが重しとなった。東欧通貨が続落、MXN と TRY、KRW は前日比▲1.0%超下げた。INR は対ドルで過去最安値を更新した。8 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。KRW は対ドルで 2020 年 5 月以来の水準を試した。ただ、欧米時間に入ると新興国通貨は反発。エネルギー・防衛関連の資金を調達するための大規模な EU 債の共同発行計画が報じられるとユーロが反発、東欧通貨が連れ高した。もはや NATO 加盟を望んでいないとのウクライナのゼレンスキー大統領の発言が伝わったことも市場のリスク回避姿勢を和らげた。BRL が堅調、ZAR も続伸となった。9 日、新興国通貨は続伸。アジア時間こそ小動きとなったが、欧米時間に上昇を加速させた。ウクライナのゼレンスキー大統領が、安全保障の確約を条件にロシアの要求する中立性の議論は可能と述べ、外交的な状況打開への期待が高まった。アラブ首長国連邦が原油増産ペースの加速を呼びかける考えを表明し、原油価格が大きく反落したことも支援材料となった。東欧通貨が大幅続伸。MXN と ZAR が前日比+2%超、BRL も同+1%超上昇した。休場明けの RUB は引き続きボラタイルな動きとなった。10 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ反発。休場明けの KRW が上昇したほか、IDR や TWD も買われた。ただ、欧米時間の新興国通貨は軟調な展開に。ウクライナとロシアの外相会談で停戦交渉が進展しなかったたことが重しとなった。東欧通貨が再び売られたほか、TRY は前日比▲1.3%と 9 営業日続落。RUB も史上最安値圏で上下する動きが続いた。

アジア： 4 日発表のタイ 2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+5.3%と前月（同+3.2%）から大幅に加速。市場予想（同+4.1%）も大きく上回り、2008 年 9 月以来の高水準となった。5 日から開催の中国の第 13 期全国人民代表大会（全人代）では、2022 年の経済成長率目標が 5.5%前後に設定された。7 日発表の中国 1～2 月輸出額は前年比+16.3%と市場予想（同+14.0%）を上回る伸びとなった。9 日発表の中国 2 月生産者物価指数（PPI）は前年比+8.8%と前月（同+9.1%）から鈍化。市場予想（同+8.6%）は上回るも、4 か月連続で縮小した。

中東欧・アフリカ： 9 日発表のロシア 2 月 CPI は前年比+9.15%と前月（同+8.73%）から加速も、市場予想（同+9.20%）は僅かに下回った。

ラテンアメリカ： 9 日発表のメキシコ 2 月 CPI は前年比+7.28%と前月（同+7.07%）から加速、市場予想（同+7.23%）も上回った。

市場概観（新興国）

アジア中心に製造業 PMI は持ち直しも、先行きは不透明

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

IHS Markit 社が集計するグローバル購買担当者指数（PMI）によれば、2 月製造業 PMI は 53.6 と前月（53.2）から反発。地域別には、新興国で生産（51.0）と新規受注（51.6）のいずれも拡大・縮小の目安となる 50 超を再び回復（図表 1）。先進国でも生産（53.3）と新規受注（55.6）のいずれもが反発した（図表 2）。新興国においてはアジア諸国、先進国では欧州諸国の持ち直しが寄与した。

懸案の供給制約問題については、新興国、先進国ともに入荷遅延指数が 2021 年 10 月を底に改善を続けている（図表 3）。ただ、先進国はコロナショック直後の局面に未だ及ばない水準にあるのも事実。原材料在庫指数の反発は、供給制約の長期化に備えた在庫積み上げが依然根強いことを示唆する（図表 4）。

もちろん、この点に関して、先進国で需要の持ち直しが続いていることも指摘できる。低下しつつあるとはいえ受注残指数は未だ高水準にあるほか、新規受注指数が生産指数を 14 か月連続で上回り続けている（図表 5）。また、雇用指数も再び上昇しつつある（図表 6）。他方、新興国はいずれも 50 前後の水準と、方向感が見出しにくい状況だ。新規輸出受注指数も然り（図表 7）。需要面に弱含みもうかがえる中で、価格転嫁の動きも一旦鈍りつつある（図表 8）。

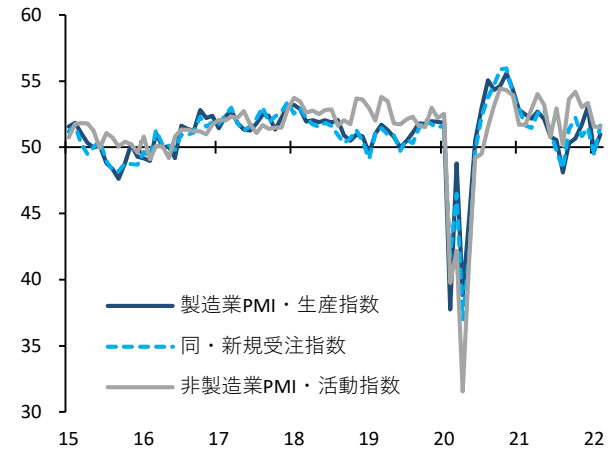
新興国の国別製造業 PMI では、ロシアの生産と新規受注が悪化し、6 か月ぶりにともに 50 を下抜けた。トルコも 50 を下回っている生産と新規受注のいずれもがさらに低下。両国については、仕入れ価格指数が 70 台と非常に高く、資源高や通貨安の影響が重しとなっているようだ。また、やや改善したとはいえ、マレーシアやメキシコ、ブラジルも生産と新規受注が 50 を下回る状況が続いている。

一方、中国とフィリピンは、2 か月ぶりに生産と新規受注がともに 50 超を回復した。フィリピンについては 5 か月ぶりに新規輸出受注が 50 超を回復、中国でも 50 には至らないものの改善がみられた。また、韓国とベトナム、インドは、すでに生産と新規受注が 50 を上回っていたが、2 月はいずれもさらに上昇した。生産の回復が先行してきたタイも、新規受注が 10 か月ぶりに 50 を上回ってきた。

なお、IHS Markit 社によれば、2 月の PMI 集計はロシアによるウクライナ侵攻前に行われたという。影響については、今後発表される 3 月分のサーベイ結果で確認することになる。足許では、エネルギーやベースメタル、穀物類の価格が高騰しており、仕入れ価格指数の上昇は必至だろう。入荷遅延指数の悪化も予想され、供給制約悪化に備えた在庫積み増しも原材料在庫指数の上振れで確認されてくるのではないか。これらに伴って、生産や受注動向には下押し圧力がかかりそうだ。ただ、地理的な問題のほか、ロシア、ウクライナ経済との関わり、特定資源への依存度、対ロ制裁への関与等で影響も異なってこよう。

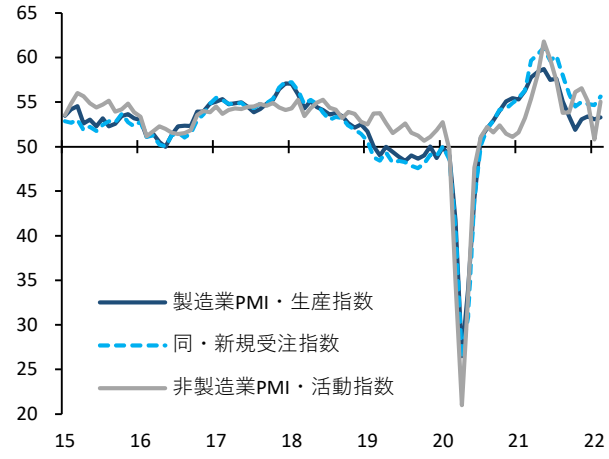
（注）各国・地域別の PMI のグラフについては、3 月 9 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1:新興国



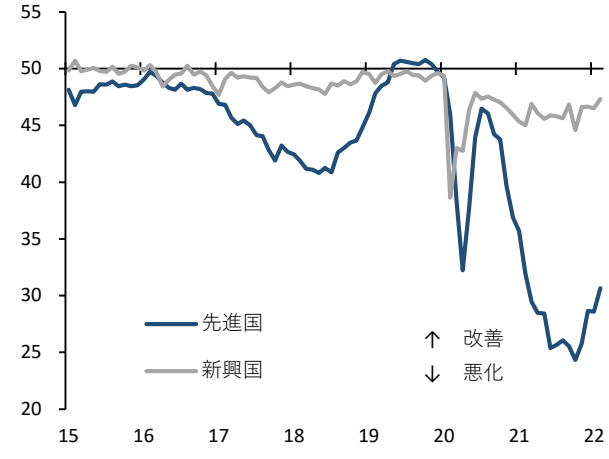
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 2:先進国



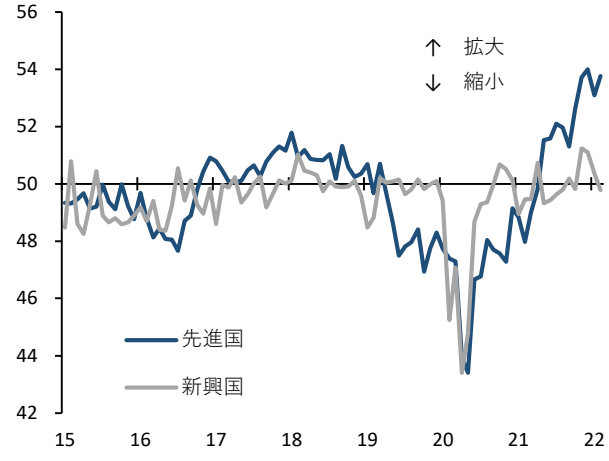
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 3:製造業 PMI・入荷遅延指数



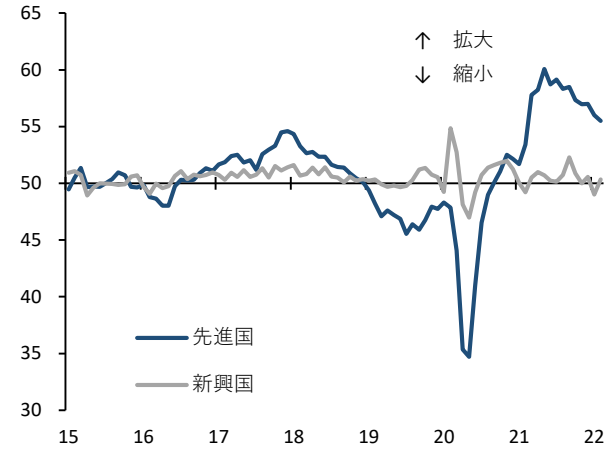
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 4:製造業 PMI・原材料在庫指数



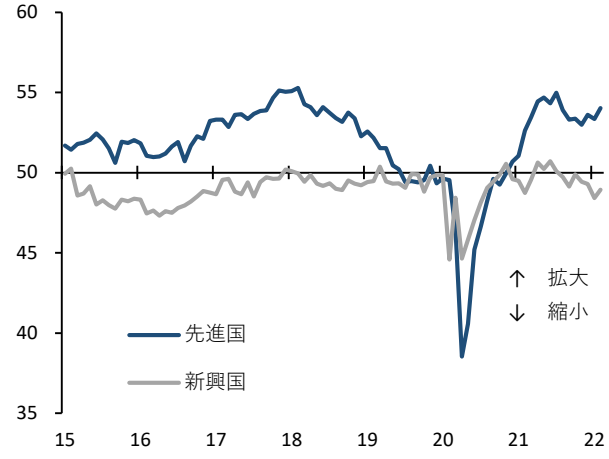
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 5:製造業 PMI・受注残指数



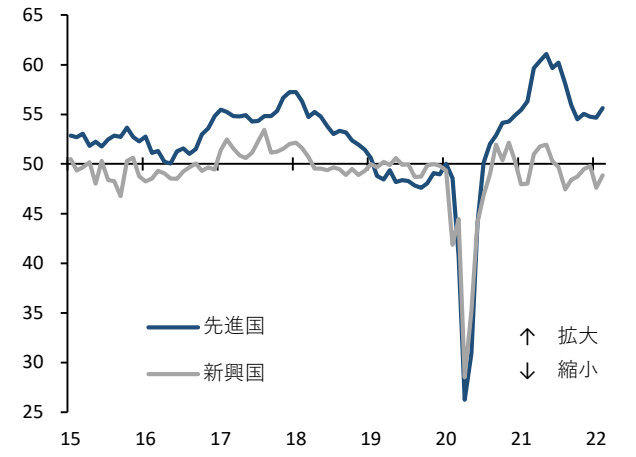
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 6:製造業 PMI・雇用指数



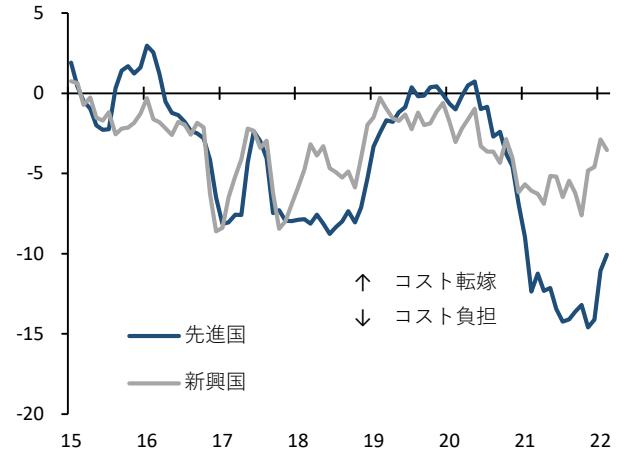
出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 7:製造業 PMI･新規輸出受注指数



出所:IHS Markit、みずほ銀行

図表 8:価格転嫁(出荷価格指数－仕入れ価格指数)



出所:IHS Markit、みずほ銀行

市場概観（インド）

過去最安を更新した INR と足許の相場要因の整理

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀　尭大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

INR は 7 日対ドルで過去最安となる 76.96 をつけ、20 年に記録した水準を更新した。本稿執筆時点でも 76.90 付近での取引となっており、引き続き安値圏の推移が続く。ここでは INR 下落の要因を整理するとともに今後の動向に関して考察していきたい。

要因として、第一に挙げられるのはウクライナ情勢の悪化に伴う資源価格の高騰である。アジア地域の為替相場の動きを見ても、地政学リスクが高まりつつあった 2 月以降、各国の個別要因はあるにせよ値を下げた通貨は非資源国通貨が目立つ（図表 1）。近年の INR と原油価格の関係性を見てもデルタ株、オミクロン株拡大の影響で INR が売られた展開もあったが、概ね原油価格の動向と同じ方向感で動いていることが確認できる（図表 2）。こうした動きに則せば、原油価格の高止まりは INR 相場にとって引き続き重しになると考えるのが自然であろう。

これと関連して INR の需給環境の悪化にも触れておきたい。図表 3 に示される通りパンデミック時に縮小した貿易赤字は足許において悪化傾向が見られる。資源価格の高騰とともに国内の内需が段階的に改善を見せる中で輸入が増加していることに起因しているのであろう。経常収支は直近において赤字に転落しており、それ自体は従来からのインド経済の特徴である。

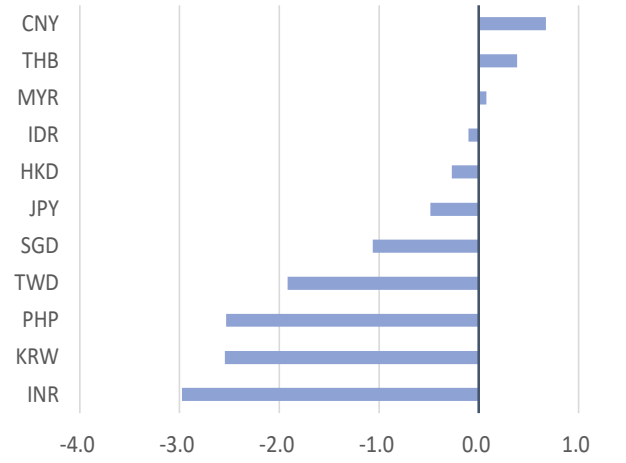
その一方で、世界でも屈指の潜在的な経済成長力を背景に外国からの投資資金流入が続いており、インドにとって大きな外貨獲得手段になっている。現に海外からの直接投資と証券投資の規模はコロナ禍においても増加傾向にあったことが見てとれる（図表 4）。その背景としては、世界的な金融緩和による資金余剰が対外投資を促したとも考えられる。こうした中で、インド株式指数（SENSEX）は過去最高を断続的に更新してきた（図表 5）。しかし、21 年後半以降、先進国が金融政策のタカ派旋回を検討したことで金融相場の終焉が見えてきたこと、そしてロシアのウクライナ侵攻によって金融市場に明確なリスク回避の動きが出てきたことで、まさにインドの金融市場は転換点を迎えている。

次に国内経済に目を向けると、インド経済は未だ回復途上にあると判断できる。10～12 月期 GDP は前年同期比+5.4%と市場予想の同+5.9%を下回る格好となった（図表 6）。先月の金融政策会合にてダス RBI（インド準備銀行、中央銀行）総裁は足許の景気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。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、下方向へのリスク要因は少なくないと指摘している。

インフレ動向に関しても、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。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た格好だ。こうした状況が早い段階で解決するとは考えにくく、当面はインフレの高進が経済にもたらす影響が懸念される。前述の通り海外からインドへの投資は成長期待による流入が強いと見られるが、リスクオフによる新興国全般からの資本流出に加えてインド経済回復期待の後退が金融市場における「インド売り」の要因となっているとも考えられそうだ。

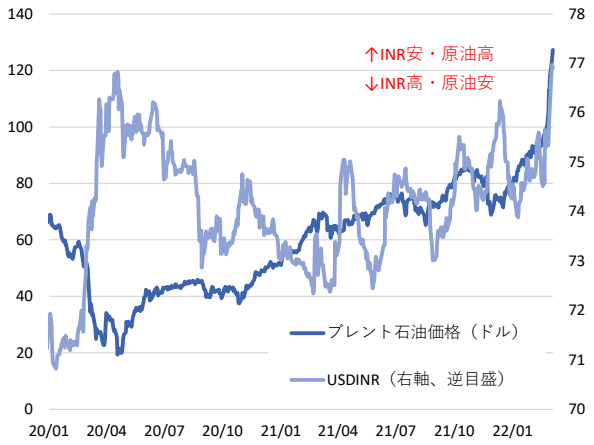
以上、足許の INR 安要因を整理してきたが、今後の相場もウクライナ情勢に左右される展開が継続しそうである。この問題の解決を見ない限りは INR が値を戻すことは考えにくい。加えて、国内のインフレ加速とそれに伴って個人消費が冷えこむ可能性が強まりそうな状況となっており、RBI も近くその対応策を打ち出す必要が出てくるだろう。一方で、ドル側の要因については 3 月 FOMC において予想外のタカ派傾斜があればドルの選好がより強まることも想定される。ただし今月初旬、パウエル FRB 議長は議会証言で 3 月会合での利上げ幅は 25bps が適切であるとの見解を示しており、これは FOMC 前に予め市場の動揺を防ぐ意図をもって発言をした印象もある。これにより市場でも会合前には織り込む動きが出ると想定されるため、現状においてはウクライナ情勢、国内のインフレ動向をより大きなリスク要因と捉えたい。

図表 1:対ドルでの為替騰落率(%、2/1～3/8)



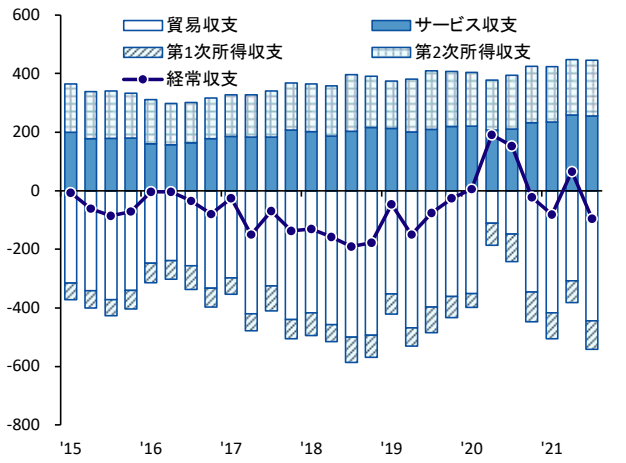
出所:Bloomberg, みずほ銀行

図表 2:原油価格と INR の動向



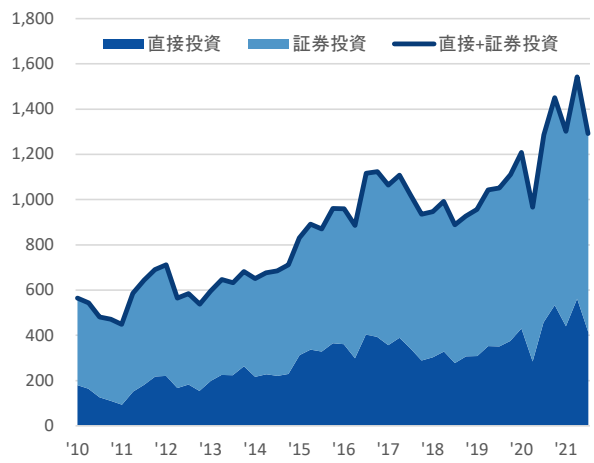
出所:Bloomberg、みずほ銀行

図表 3:経常収支の動向(億ドル)



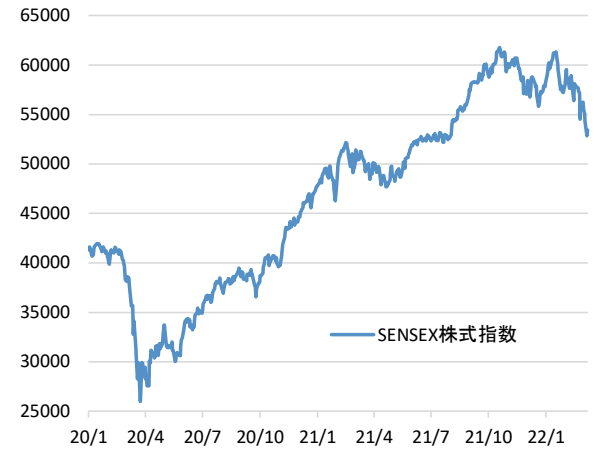
出所:CEIC、みずほ銀行

図表 4:インドへの直接投資、証券投資の動向(億ドル)



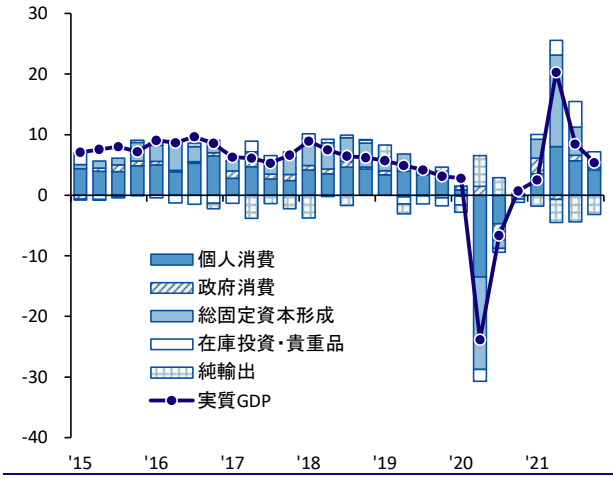
出所:CEIC、みずほ銀行
注:4 四半期移動累計額

図表 5:SENSEX 株式指数



出所:Macrobond、みずほ銀行

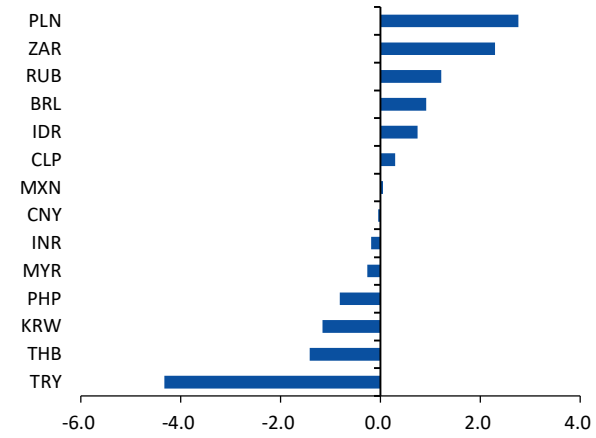
図表 6:実質 GDP 成長率(需要項目別、前年比%、%pt)



出所:CEIC、みずほ銀行

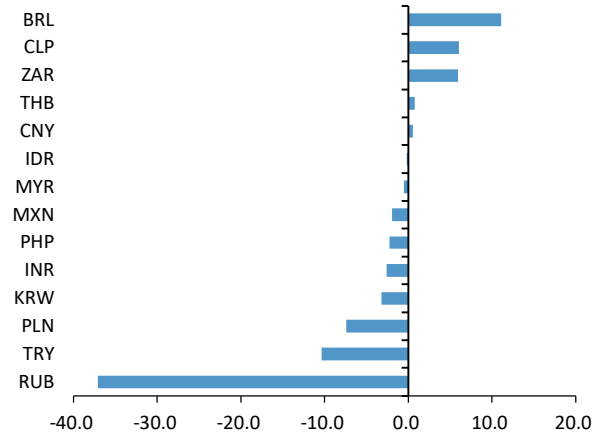
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



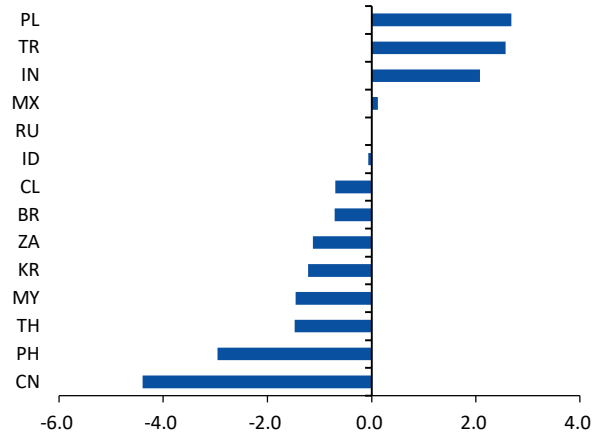
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



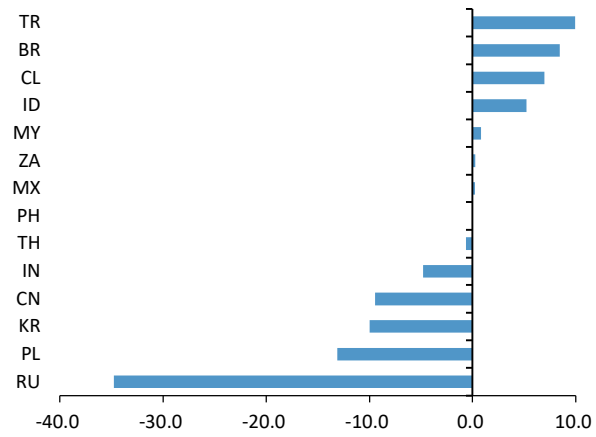
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



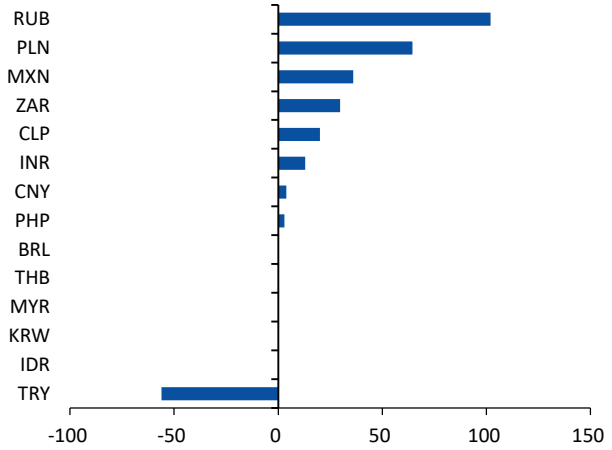
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率（%）



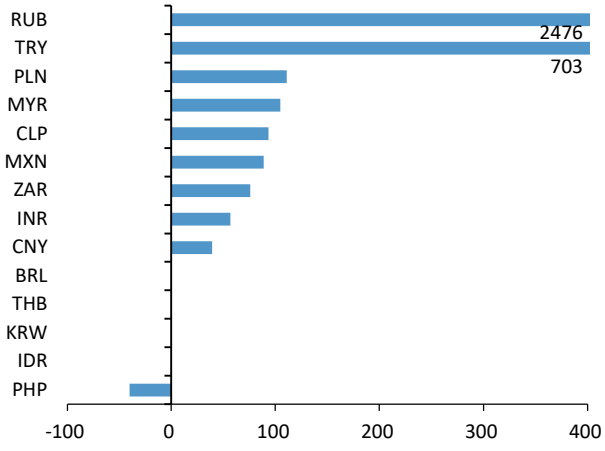
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

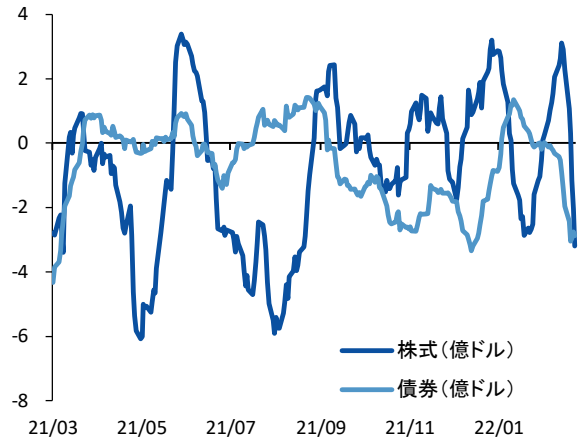
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



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

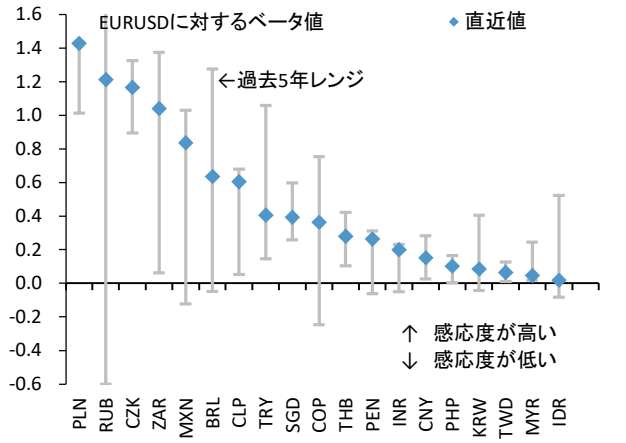
チャート集

主要新興国への証券投資（4 週間移動平均）



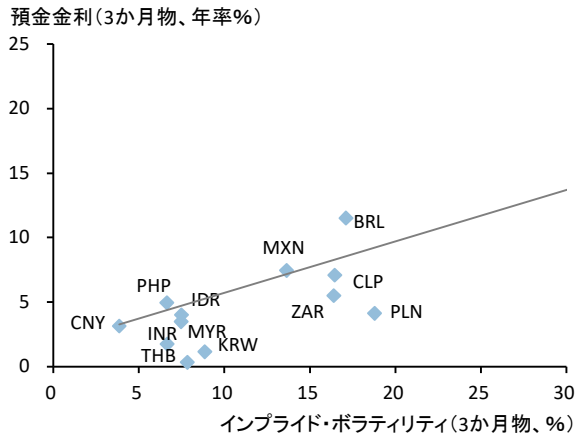
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



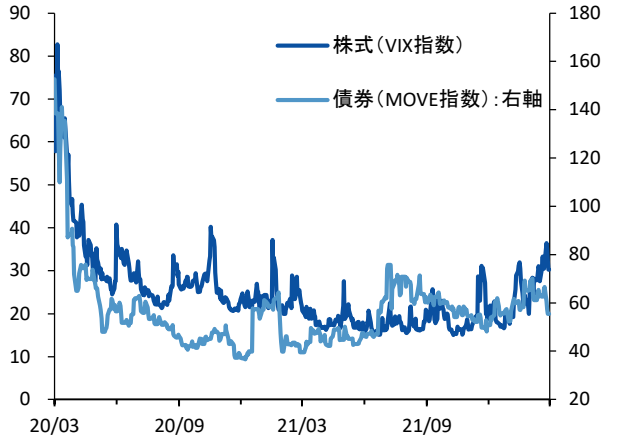
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



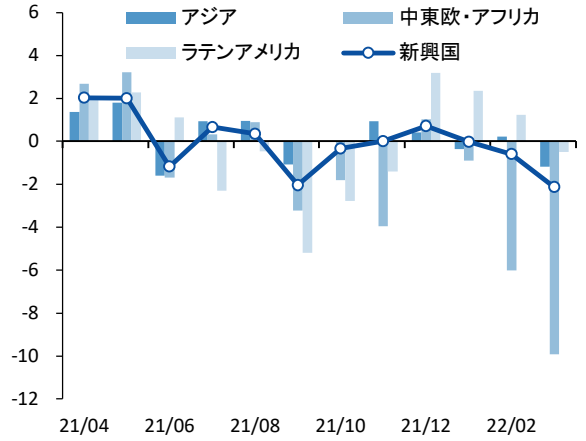
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



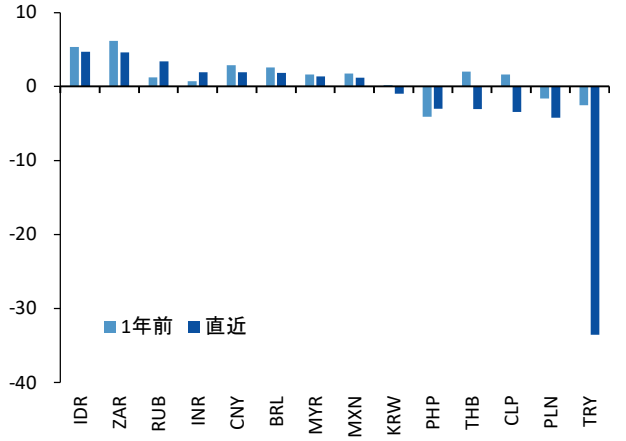
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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8日 (火)	台湾	貿易収支	$4.00b	$5.81b	$4.92b	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.7%	2.4%	2.8%	--
9日 (水)	中国	PPI(前年比)	8.6%	8.8%	9.1%	--
9日 (水)	中国	CPI(前年比)	0.9%	0.9%	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	-$5100m	--	-$5214m	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	5.1%	--	5.8%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	0.4%	--	0.4%	--
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	13.0%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	--	--	6.0%	--
14日 (月)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	--	-338.0b	--
14-17日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.3%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	4.1%	--	9.6%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.0%	--	4.9%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	3.0%	--	12.5%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	$930m	--
15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	--	25.3%	--
15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	--	23.5%	--
17日 (木)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	--	14.0%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	17.6%	--
17日 (木)	インドネシア	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟ	--	--	3.50%	--
17日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.1%	--
18日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	23.5%	--
18-25日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-$102m	--
中東欧・アフリカ						
3月8日 (火)	南ア	GDP(前年比)	1.8%	1.7%	2.9%	--
9日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	9.2%	9.2%	8.7%	--
10日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	2.5%	1.9%	3.6%	--
10日 (木)	南ア	経常収支	146b	120b	226b	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	2.6%	2.9%	-0.1%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	-7.35b	--	-3.84b	--
11日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	9.5%	--	14.4%	--
14日 (月)	ロシア	貿易収支	19.5b	--	26.7b	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	3.1%	--
17日 (木)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-900.0%	--
17日 (木)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	14.00%	--
18日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	20.00%	--
ラテンアメリカ						
3月8日 (火)	ブラジル	FGVｲﾝﾌﾚ率IGP-DI(前月比)	1.5%	1.5%	2.0%	--
9日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-6.3%	-7.2%	-5.0%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	7.2%	7.3%	7.1%	--
10日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-2.8%	-1.9%	-2.9%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	2.0%	--	3.0%	--
11日 (金)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA(前年比)	10.5%	--	10.4%	--
16日 (水)	ブラジル	SELICﾚｰﾄ	11.8%	--	10.8%	--
17日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	1.3%	--

注:2022 年 3 月 11 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	6.3222	6.35	6.38	6.40	6.45	6.50
香港ドル	（HKD）	7.7825 ～ 7.8150	7.8228	7.81	7.82	7.83	7.84	7.84
インドルピー	（INR）	73.779 ～ 75.761	76.308	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア	（IDR）	14250 ～ 14425	14282	14600	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン	（KRW）	1185.81 ～ 1212.49	1228.45	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリンギ	（MYR）	4.1645 ～ 4.2175	4.1888	4.23	4.21	4.18	4.16	4.17
フィリピンペソ	（PHP）	50.753 ～ 51.525	52.168	52.0	51.8	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル	（SGD）	1.3408 ～ 1.3615	1.3590	1.36	1.35	1.34	1.32	1.33
台湾ドル	（TWD）	27.496 ～ 28.134	28.326	27.8	27.9	28.1	28.2	28.4
タイバーツ	（THB）	32.09 ～ 33.74	33.15	33.3	33.4	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン	（VND）	22627 ～ 22843	22842	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	15.0623	15.3	15.6	16.3	17.2	16.5
トルコリラ	（TRY）	12.8029 ～ 14.6462	14.8815	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	5.0188	5.35	5.50	5.65	5.50	5.40
メキシコペソ	（MXN）	20.1577 ～ 20.9141	20.9266	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	18.362	18.27	18.35	18.44	18.45	18.46
香港ドル	（HKD）	14.576 ～ 14.926	14.850	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	0.814	0.795	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン	（100KRW）	9.479 ～ 9.743	9.457	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリンギ	（MYR）	27.109 ～ 27.751	27.669	27.42	27.79	28.23	28.61	28.78
フィリピンペソ	（PHP）	2.209 ～ 2.279	2.222	2.23	2.26	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル	（SGD）	84.29 ～ 86.53	85.48	85.29	86.67	88.06	90.15	90.23
台湾ドル	（TWD）	4.074 ～ 4.220	4.099	4.17	4.19	4.20	4.22	4.23
タイバーツ	（THB）	3.416 ～ 3.588	3.507	3.48	3.50	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン	（10000VND）	0.5005 ～ 0.5120	0.5083	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	0.871	1.16	1.17	1.16	1.13	1.14
南アフリカランド	（ZAR）	7.190 ～ 7.733	7.711	7.58	7.50	7.24	6.92	7.27
トルコリラ	（TRY）	7.737 ～ 9.008	7.793	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	23.173	21.68	21.27	20.88	21.64	22.22
メキシコペソ	（MXN）	5.499 ～ 5.707	5.551	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 11 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に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。