

2022 年 3 月 18 日

The Emerging Markets Weekly

米利上げは織り込み済み、ウクライナ危機 の行方睨み

新興国市場：先週末 11 日、新興国通貨は総じて下落。アジア時間は前日のドル高の流れが続いたほか、欧米時間にはウクライナのクレバ外相がロシアとの交渉で前進がないと述べ、下落幅を拡大した。BRL が前日比 ▲1.1% 下落、東欧通貨も売られた。一方、TRY は 10 日ぶりに反発した。週明け 14 日、アジア時間の新興国通貨は、前週末の流れを引き継ぎ軟調。株安も重しに KRW や TWD が売られた。また、CNY は約 1 か月ぶりの水準まで調整。ロシア関連の制裁の波及懸念や、深セン等でのロックダウンの動きが嫌気された。欧州時間の新興国通貨はまちまち。ロシアとウクライナの協議継続に、ユーロが持ち直し、東欧通貨も連れ高。他方、米国の金利上昇と株安に BRL や ZAR は値を下げた。15 日、アジア時間の新興国通貨はまちまちも、CNY は続落。1-2 月の主要経済指標の多くは市場予想を上回ったものの、株価続落が嫌気され、一時は 4 か月ぶりの水準まで値を下げた。その後、サウジアラビアが中国向け石油販売の一部で人民元建て決済を検討との報道に下落幅を縮小させる動きもみられた。欧米時間の新興国通貨は反発。3 月 NY 連銀製造業景況指数の下振れに、米国の金融政策正常化ペースを巡る懸念が和らぎ、市場のセンチメントがやや改善した。東欧通貨は続伸、TRY や MXN が買われたが、BRL は 4 日続落。16 日、新興国通貨は総じて上昇。アジア時間では、中国当局の経済安定化方針に中国株が急反発、CNY も連れ高となった。欧州時間は、ロシアとウクライナの交渉が前進していると報じられたことや、パウエル FRB 議長が経済見通しへの楽観を示したことが好感された。RUB、東欧通貨のほか、BRL や ZAR が前日比+1%超上昇した。17 日、新興国通貨は続伸。株式市場の堅調が続くセンチメントが改善した。アジア時間では KRW は前日比+1.7%上昇、TWD や INR が値を伸ばしたほか、BRL や MXN、東欧通貨も買われた。

アジア：14 日発表のインド 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+6.07%と前月 (同+6.01%) がやや加速。中銀の目標レンジ上限 (+6.0) を再び上回った。中国の新華社通信によると、劉鶴副首相は 16 日、国務院金融安定発展委員会を開催し、金融市場の安定化と経済成長の喚起を講じる方針を打ち出した。インドネシア銀行 (BI) は 17 日、政策金利を 3.50% で据え置くと決定した。台湾中央銀行 (CBC) は 17 日、政策金利を 25bp 引き上げ 1.375% にすると決定。コロナショック前の水準を回復した。景気が堅調な中、インフレ高進に対応する。

中東欧・アフリカ：トルコ中央銀行 (CBRT) は 17 日、市場予想通り、政策金利を 14.00% に据え置くと決定した。据え置き判断は 3 会合連続となる。

ラテンアメリカ：11 日発表のブラジル 2 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比 +10.54% と前月 (同+10.38%) から加速、市場予想 (同+10.47%) も上回った。ブラジル中央銀行 (BCB) は 16 日、政策金利を 100bp 引き上げて 11.75% にすると決定した。声明文では、次回会合でも同程度の利上げを示唆した。

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 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(東南アジア)

地政学リスクの高まりによる各国為替相場への影響

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

日々のウクライナ情勢に金融市場が揺れ動く中、ASEAN 地域における足許の為替変動の状況や今後の変動要因について議論する。

まずは、ロシアによるウクライナ侵攻後の為替動向について。図表 1 を見る限り ASEAN のみならず、アジア通貨全般で軟調地合いとなっていることが確認できる。いくつか理由を挙げるならば、地政学リスクの高まりに伴う市場心理の悪化や、ドル側の要因としてはインフレ高進や FRB の利上げをはじめとする金融政策正常化の動きを織り込んで米金利が騰勢を強めていることだろうか。こうした動きは 3 月以降のドルインデックスの数字にも現れているといえよう(図表 2)。

次にアジア通貨内でどの通貨が売られているかを考えると、やはり非資源国通貨の悪化が目立つ。対ドルで唯一上昇している IDR やほぼ横ばいを維持する MYR は共に資源輸出国である。片や、それに該当しない通貨は地域に関わらず軒並み悪化している。各国の個別要因に起因している点も考慮すべきではあるものの、資源価格の高騰が為替相場に及ぼす影響は今後も無視できないと考えられる。

これと関連して、ウクライナ危機の長期化による ASEAN 地域への最大のリスク要因は資源価格の高騰とそれを引き金としたインフレリスクの高まりであると考えている。20 年のパンデミック発生以降、ASEAN 地域は昨年もデルタ株拡大の影響も大きく、物価水準は低位安定していた(図表 3)。一方で、22 年に入り既にタイでは燃料価格の上昇に伴って、消費者物価が中央銀行の目標とするレンジを大きく上振れる状況となっている。ウクライナ情勢の悪化が続けばこうした動きが他国にも広がるのが想定される。特に ASEAN 地域では昨年後半によく景気悪化がピークアウトした国が多く、今後にかけて需要面でのインフレ圧力も強まることも警戒すべき点であろう。

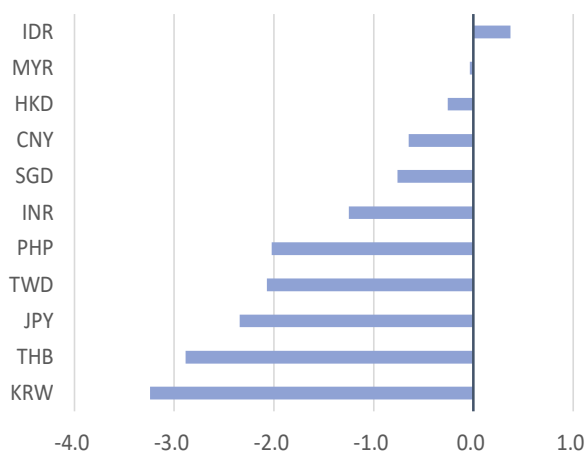
こうした中で、各国の中央銀行の政策指針にもより注目が集まる。現状インフレ対応よりも景気支援を優先し緩和姿勢を維持する国が大宗であるが、インフレ高進が進めば見通しの修正を迫られ、更には金融政策の見直しに着手する必要も出てくる。概ね ASEAN 地域は年後半に本格的な景気回復を見込んでおり、それに付随した格好で金融政策正常化の動きを見せるとの想定であるが、こうしたシナリオに変化が出てくるかも相場変動要因の 1 つとなりえる。

また、資源価格の高騰は各国通貨の需給環境にも影響を与えている。足許堅調推移が続いている IDR や MYR は資源価格が再び高騰し始めた昨年後半以降、貿易黒字額を伸ばしている(図表 4)。これが通貨需要を促したとみられ、それは今年に入ってから継続していると考えられる。一方、PHP の軟調推移については貿易収支の一段の悪化が要因として指摘できるだろう。

需給面については経常収支の内訳項目であるサービス収支に注目したい。居住者と非居住者(外国人)との間のサービス取引の収支を指し、対外国人の観光関連取引や企業の業務プロセスの一部委託(ビジネスプロセスアウトソーシング、BPO)などがこれに該当する。ASEAN 地域はコロナ禍において、BPO で稼ぐフィリピン以外は観光業への打撃から大きくサービス収支を悪化させた。外国人観光客の訪問は各国にとって貴重な外貨獲得手段であり、現にタイの経常収支悪化や THB の軟調推

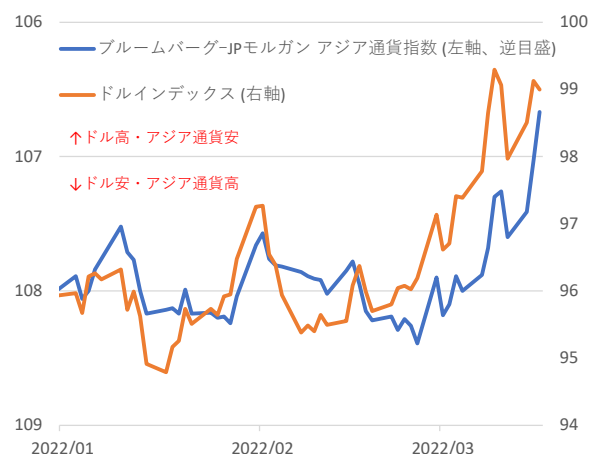
移は貿易収支よりもサービス収支の悪化が要因として指摘される。オミクロン株の拡大状況は国によってまちまちな印象があるが、ワクチン接種は着実に進み各国の入国に関する規制は緩和方向に動いている。今年中に観光業の正常化に漕ぎ着けることは現状難しいと言えるが、今後の各国通貨のサポート要因として期待感を持ちながらウォッチしていきたい。

図表 1: アジア通貨騰落率（対ドル、%、2/24~3/15）



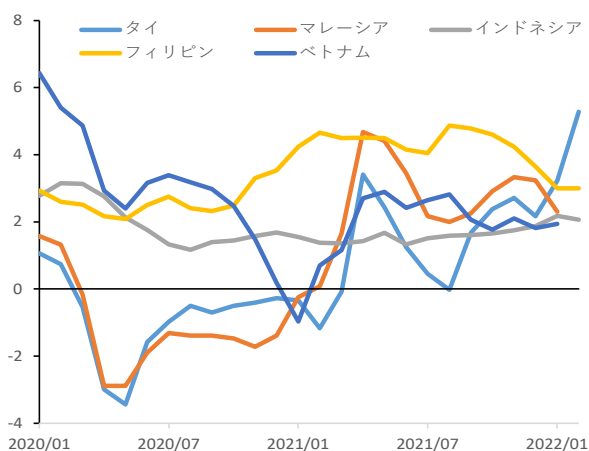
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: ドルインデックスとアジア通貨インデックス



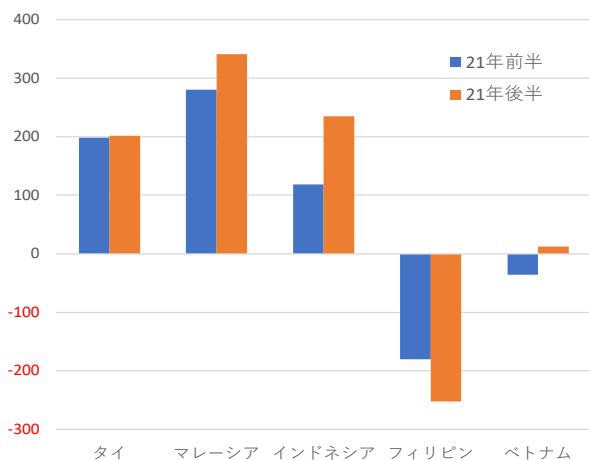
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: ASEAN5 の消費者物価動向（前年比%）



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 貿易収支の変化（億ドル）



出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

BCB は引き締めを年内継続か

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 16 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 10.75%から 11.75%へと 100bp 引き上げることを全会一致で決定した(図表 1)。利上げ判断は 2021 年 3 月以降、9 会合連続で、利上げ幅は計 975bp となった。利上げ幅は前回 2 月会合時(150bp)から縮小したが、この点については前回会合の声明文で BCB が示唆しており、事前の市場予想でも大方が 100bp の利上げを予想していた。

声明文では、まず世界経済の見通しが大きく悪化(deteriorated significantly)したことに BCB は言及。ウクライナ危機により金融環境がタイトになったことや世界景気の先行き不透明化が強まったとした。特に、供給面でのショックがインフレ圧力を高めうる点に警戒を示した。

実際、インフレ圧力は高まっている。2 月のインフレ率(IPCA)は前年比+10.54%と、前月(同+10.38%)から再加速。直近ピークであった 2021 年 11 月の水準(同+10.74%)に再び近づきつつある。度重なる利上げにもかかわらず、BCB の目標レンジ(2022 年:前年比+3.50%を中心に±1.5%)からの乖離はなかなか縮まらない状況が続いている(図表 1)。

インフレ率見通しも上方修正が続いている。BCB の市場サーベイ(3 月 11 日時点)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+6.45%、2023 年で同+3.70%であるが、前回会合時ではそれぞれ同+5.38%と同+3.50%であった(図表 2)。また、声明文に記載された BCB のインフレ率の推計では、2022 年が前年比+7.1%、2023 年は同+3.4%とされた。いずれも前回会合時の推計(それぞれ同+5.4%、同+3.2%)から上方修正された。

ちなみに、BCB の推計は参照シナリオ(reference scenario)に基づくとしており、政策金利については、2022 年に 12.75%まで引き上げられ、2023 年には 8.75%まで引き下げられるという前提だ。前回会合時点では、2022 年に政策金利は 12.00%に達した後に引き下げに転じ、11.75%で年末を迎えるとされていた。インフレ見通しの上振れにより、今次利上げ局面における政策金利のピークおよび緩和への転換時期のいずれも遠のいたことになる。

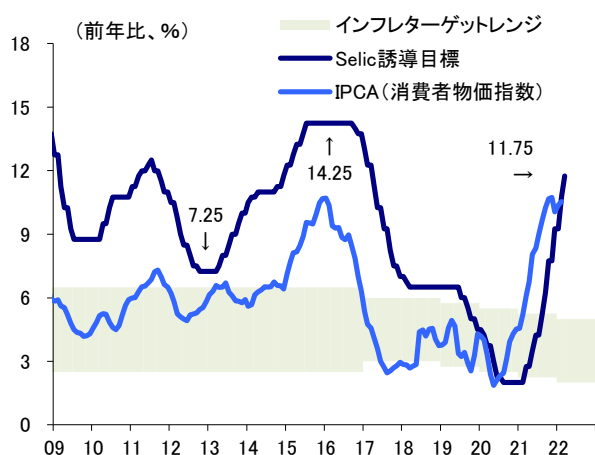
次回 5 月会合について、BCB は声明文で今回と同程度の利上げ(another adjustment of the same magnitude)を示唆している。政策金利は 100bp 引き上げられて 12.75%となり、上述の参照シナリオでいう 2022 年のピークに達することになる。ただし、それは利上げ局面終了を必ずしも意味しない。この前段では以下の通り、状況に応じてのさらなる利上げに含みを残している。

The Copom judges that the moment requires serenity to assess the size and duration of the current shocks. If those shocks prove to be more persistent or larger than anticipated, the Committee will be ready to adjust the size of the monetary tightening cycle.

なお、BCB はインフレリスクが上方に傾いている (an upward asymmetry in the balance of risks) という認識も変えていない。また、足許での地政学リスクといった外部要因だけでなく、ブラジルの財政懸念の高まりによってインフレ率見通しの上振れが抑制の難しい状況に陥るリスク (the risk of deanchoring inflation expectations) にも強い警戒感を持っている。この点は、10 月の大統領選にかけて再び注目されてこよう。さらに、年初以降の BRL 高が反転するようだと、追加のインフレ要因となりうる。

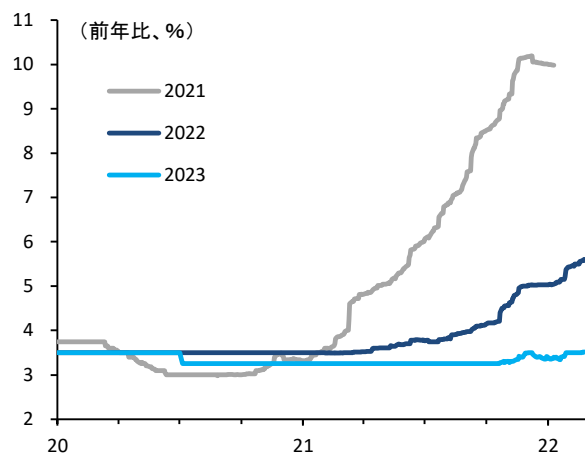
以上を踏まえて、BCB の金融政策が年内に引き締めから緩和へと移行する可能性はかなり低下したと言えそう。BCB は追加引き締めのスタンスを維持しながら、特に市場のインフレ見通しが目標レンジに収斂していくよう努めるとともに、リスクとなりうる BRL 相場の下振れや先安観をけん制していくと考えておきたい。

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 (年間 IPCA 見通し、中央値)

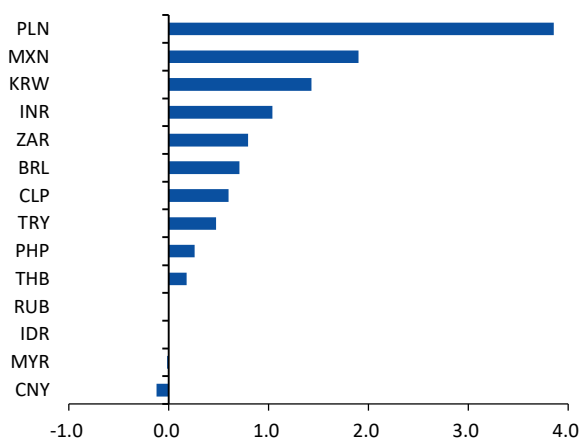


(注) 2022 年 3 月 11 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

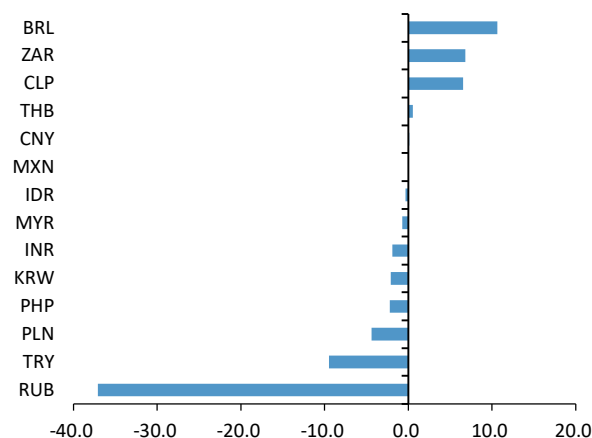
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



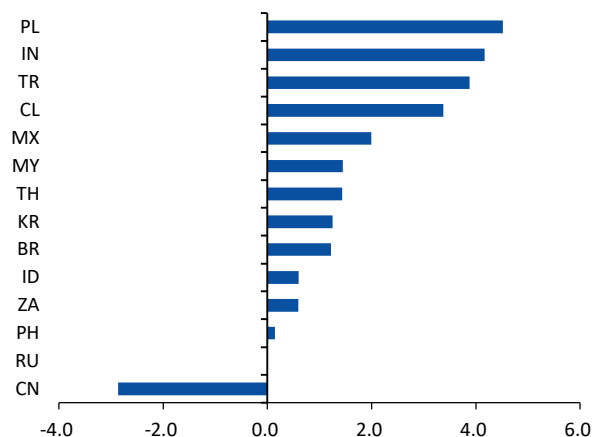
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



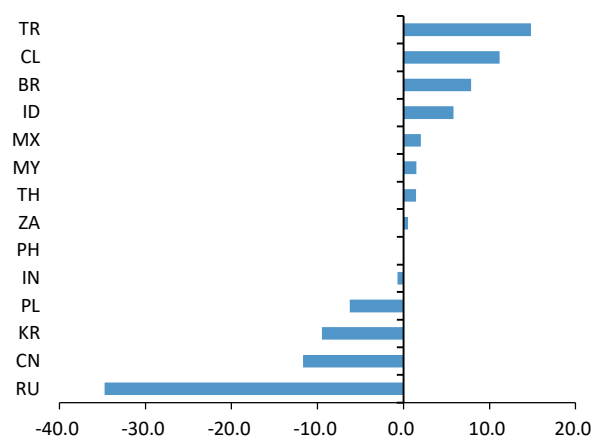
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



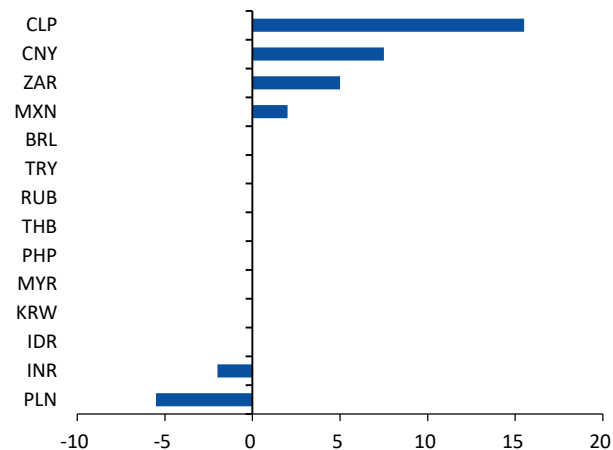
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



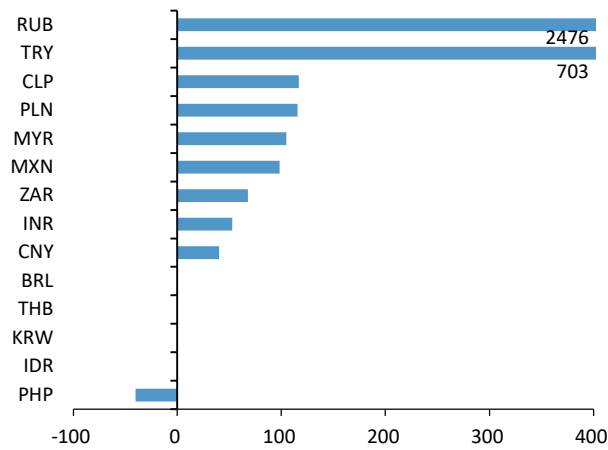
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

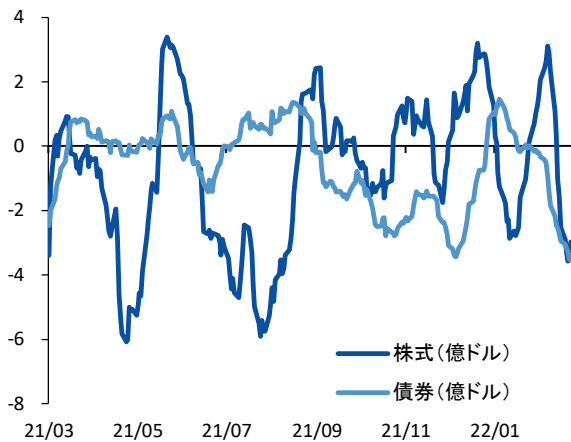
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



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

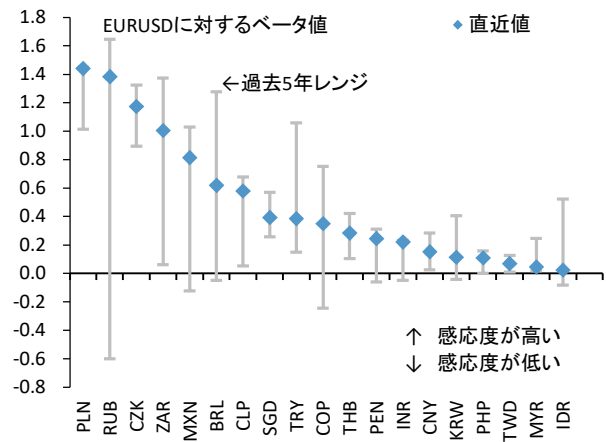
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



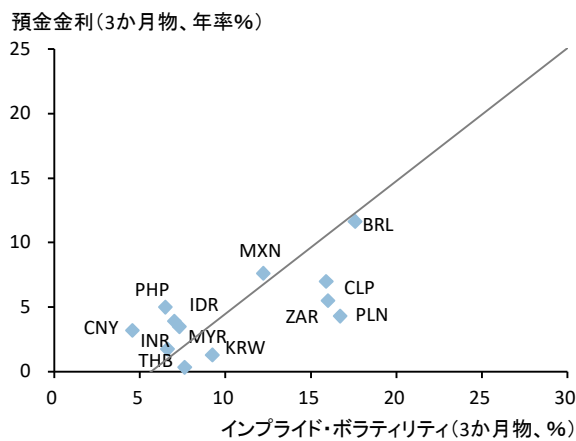
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



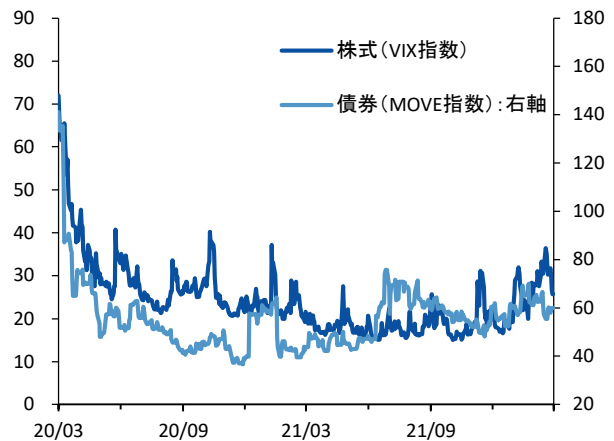
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



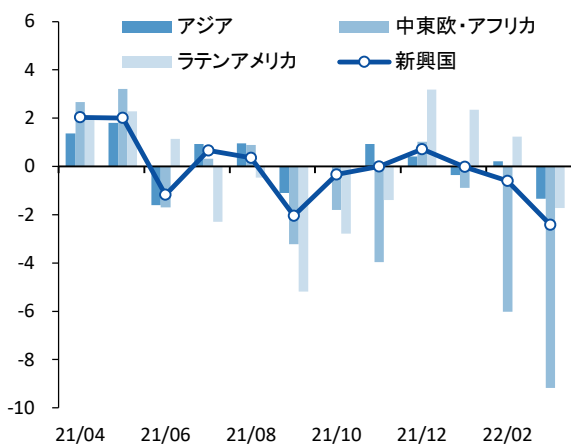
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



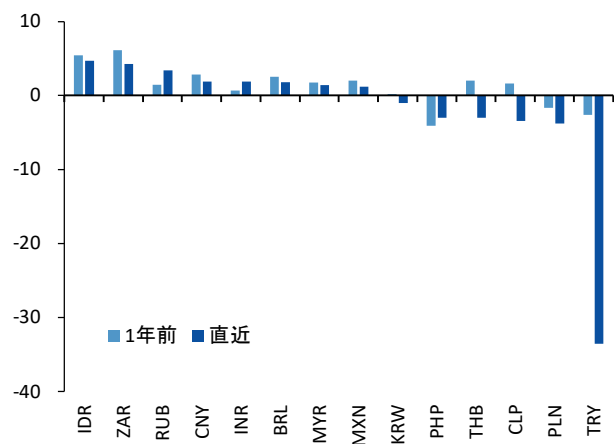
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	12.1%	13.1%	13.0%	--
3月14日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.0%	6.0%	6.0%	--
3月14日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-23.4b	-338.0b	--
14-17日	フィリピン	OFW送金(前年比)	3.8%	2.5%	3.3%	--
3月15日 (火)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	4.0%	7.5%	9.6%	--
3月15日 (火)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	3.0%	6.7%	12.5%	--
3月15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$1800m	\$3820m	\$930m	--
3月15日 (火)	インド	輸出(前年比)	--	25.1%	25.3%	--
3月15日 (火)	インド	輸入(前年比)	--	36.1%	23.5%	--
3月16日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.6%	2.7%	3.6%	--
3月17日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ ^o	3.50%	3.50%	3.50%	--
3月17日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.125%	1.375%	1.125%	--
3月18日 (金)	フィリピン	失業率	--	--	6.6%	--
3月18日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	23.8%	--	23.5%	--
3月22日 (火)	マレーシア	外貨準備高	--	--	\$115.8b	--
3月23日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	--	8.7%	--
3月23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$2526m	--
3月23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
3月23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	10.0%	--
3月24日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	2.0%	--
3月24日 (木)	台湾	失業率	--	--	3.7%	--
3月25日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	2.3%	--
3月25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.0%	--
中東欧・アフリカ						
3月14日 (月)	ロシア	貿易収支	22.0b	21.2b	26.7b	--
3月16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	4.3%	7.7%	3.1%	--
3月16日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	-0.3%	1.5%	1.5%	--
3月17日 (木)	ロシア	CPI(週次/年初来)	--	5.6%	3.5%	--
3月17日 (木)	南ア	BER消費者信頼感	--	-13	-9	--
3月17日 (木)	トルコ	1週間レポレート	14.0%	14.0%	14.0%	--
3月18日 (金)	ロシア	主要金利	20.0%	--	20.0%	--
3月21日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	151.4%	--
3月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.7%	--
3月23日 (水)	南ア	CPIコア(前年比)	--	--	3.5%	--
3月24日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	8.6%	--
3月24日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	23.1%	--
3月24日 (木)	ロシア	CPI(週次/年初来)	--	--	--	--
3月24日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	4.0%	--
ラテンアメリカ						
3月17日 (木)	ブラジル	SELICレート	11.75%	11.75%	10.75%	--
3月17日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.8%	0.0%	1.3%	--
3月24日 (木)	メキシコ	消費者物価指数(隔週)	--	--	0.4%	--
3月24日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	4.9%	--
3月25日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	6.0%	--
3月25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	10.8%	--

注: 2022 年 3 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 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	6.3470	6.35	6.38	6.40	6.45	6.50
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8150	7.8175	7.81	7.82	7.83	7.84	7.84
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 75.761	75.805	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 14425	14303	14600	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1212.49	1214.35	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリング	(MYR)	4.1645 ~ 4.2175	4.1962	4.23	4.21	4.18	4.16	4.17
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 51.525	52.155	52.0	51.8	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.3615	1.3535	1.36	1.35	1.34	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 28.134	28.440	27.8	27.9	28.1	28.2	28.4
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 33.74	33.23	33.3	33.4	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 22843	22870	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	14.9192	15.3	15.6	16.3	17.2	16.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 14.6462	14.7248	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	5.0393	5.10	5.30	5.55	5.40	5.35
メキシコペソ	(MXN)	20.1577 ~ 20.9141	20.5219	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	18.687	18.27	18.35	18.44	18.45	18.46
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 14.926	15.160	14.85	14.96	15.07	15.18	15.31
インドルピー	(INR)	1.514 ~ 1.566	1.564	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.813	0.829	0.795	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン	(100KRW)	9.479 ~ 9.743	9.764	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ~ 27.751	28.299	27.42	27.79	28.23	28.61	28.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.209 ~ 2.279	2.275	2.23	2.26	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル	(SGD)	84.29 ~ 86.53	87.56	85.29	86.67	88.06	90.15	90.23
台湾ドル	(TWD)	4.074 ~ 4.220	4.182	4.17	4.19	4.20	4.22	4.23
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.588	3.567	3.48	3.50	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.5120	0.5186	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	1.151	1.16	1.17	1.16	1.13	1.14
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 7.733	7.944	7.58	7.50	7.24	6.92	7.27
トルコリラ	(TRY)	7.737 ~ 9.008	8.043	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	23.511	22.75	22.08	21.26	22.04	22.43
メキシコペソ	(MXN)	5.499 ~ 5.707	5.775	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 18 日の 8 時 20 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。