

2022 年 5 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

根強い米中発のリスクオフムード

新興国市場：前週末 13 日、新興国通貨は、前日までのリスクオフムードが一服も、手掛かり材料に乏しくまちまち。アジア時間には KRW が買われる一方、CNY が年初来安値を更新する動きを見せた。欧米時間は米株の持ち直しもあり BRL が前日比+1.5%上昇、MXN が買われたものの、TRY や ZAR は値を下げた。週初 16 日、アジア時間の新興国通貨は前週末比ほぼ横ばい。朝方こそ強含んだものの、中国の 4 月主要経済指標が予想以上の悪化を見せると、朝方の上昇幅を失う格好となった。欧米時間に入ると新興国通貨は反発。米金利の頭打ち感にドル高の巻き戻しが入った。南米通貨や東欧通貨が総じて堅調も、TRY は続落。高水準の双子の赤字(財政収支、経常収支)が確認されたことが嫌気された。17 日、アジア時間の新興国通貨は総じて堅調。ロックダウン緩和の前提となる 3 日連続の市中感染ゼロに上海市が至ったことで、期待感からリスクオンムード拡がった。THB や KRW、CNY が買われた。欧米時間もこの流れを引き継ぎ、新興国通貨は大半が上昇。クノット・オランダ中銀総裁のタカ派発言で EUR が反発、ドル高の巻き戻しが促されたことも、新興国通貨には追い風となった。BRL が前日比+2.5%、ZAR は同 1.5%上昇、東欧通貨も値を伸ばした。一方、TRY は前日比▲1.9%と続落した。18 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。前日の流れを引き継ぎ朝方こそ強含むも、中国・天津市におけるロックダウン対象の拡大が伝えられ、徐々に勢いを失った。欧米時間の新興国通貨は下落。予想を下回る米小売企業の業績見通しを契機に米経済の先行き警戒感が再燃、リスクオフムードが高まった。ZAR や TRY、BRL 等が大きく売られた。19 日、アジア時間は前日の流れを引き継ぎ、朝方から弱含む展開。KRW や IDR の下げが目立った。ただ、欧米時間に入り新興国通貨は反発。米金利が低下、ECB 理事会の議事要旨に一部委員のタカ派主張が確認されたこともあり、EUR 高(ドル安)が進んだ。米株の下げ一服も手掛かりに、新興国通貨には前日の下げの反動がみられた。ZAR は前日比+1.3%上昇、BRL や CNY、MXN も買われた。TRY も 11 営業ぶりに小幅反発となった。

アジア：インド政府は 14 日、国内の食糧安全保障を万全にすべく、一部の例外を除いて、小麦の輸出を停止すると決定した。16 日発表の中国の 1~4 月期小売売上高は前年比マイナスに転じた。失業率は 6.1%まで上昇、2020 年 2 月(6.2%)の水準に近づいた。フィリピン中央銀行(BSP)は 19 日、政策金利を 25bp 引き上げ 2.25%にすると決定した。利上げに踏み切るのは 2018 年 11 月以来。ジョクノ総裁は、インフレ期待を安定させる必要性に言及した。

中東欧・アフリカ：13 日発表のロシア 4 月消費者物価指数(CPI)は前年比+17.8%と前月(同+16.7%)から加速。2002 年 1 月以来の水準となった。18 日発表の南アフリカの 4 月 CPI は前年比+5.9%と前月から横ばいとなった。南アフリカ準備銀行(SARB)は 19 日、政策金利を 50bp 引き上げ 4.75%にすると決定。25bp 毎としていた直近 3 会合と比べて、利上げペースを加速させた。

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 亮大

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(メキシコ)

追加利上げを示唆した Banxico

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 12 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 7.00%とすることを決定した(図表 1)。利上げは 2021 年 6 月以降、8 会合連続。50bp の利上げは市場予想通りといえる。今会合では 5 名の委員のうち 1 名が 75bp の利上げを主張。インフレリスクの高まりに、同行の政策スタンスは依然として引き締め方向にあるといえる。

Banxico は声明文で、追加的なインフレ圧力の高まりを指摘。前回会合では、パンデミックを起因とする供給制約からのインフレ圧力に地政学リスクに伴う圧力が加わったとしたが、今会合ではさらに中国におけるロックダウンの影響にも言及した。

In addition to the shocks that have affected inflation throughout the health emergency, now there are pressures associated with the geopolitical conflict and the strict lockdown measures recently imposed by China.

実際、4 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.68%と前月(同+7.45%)からさらに加速。2001 年 1 月(同+8.11%)以来の伸びとなっているほか、14 か月連続で Banxico の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回った。また、4 月コア CPI も同+7.22%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)。

インフレ圧力の高まりについては、政府も対応に動き出した。ロペス・オブラドール(AMLO)大統領が 4 日、インフレ率上昇の抑制策を発表。食品を中心とする 24 品を対象に、価格上昇を抑制すべく民間企業の協力を仰ぐという。また、食料生産の増大を図るべく、肥料の無料提供措置の拡充や小規模農家支援等にも取り組む。物流コストの上昇を抑制する取り組みや輸入関税の一部課税停止(6 か月)も含まれる。

ただ、その効果は限定的であろうという見方も根強い。Banxico は今回の声明文で、インフレ率の下振れ要因のひとつとして、政府の措置による効果を挙げているものの、①紛争状態の落ち着き、②供給制約の改善、③景気面からの予想以上の下押し効果、に次ぐ 4 番目の位置付けとしている。

こうした中、先々のインフレ見通しは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 4~6 月期から 2023 年 4~6 月期にかけての 5 四半期について、前回会合時点から比較的大きな上方修正が加えられた(図表 2)。コア CPI の見通しも 2023 年 7~9 月にかけての 6 四半期について上方修正された。インフレリスクのバランスについては、上方に傾いており、悪化が続いているとの認識を示した。

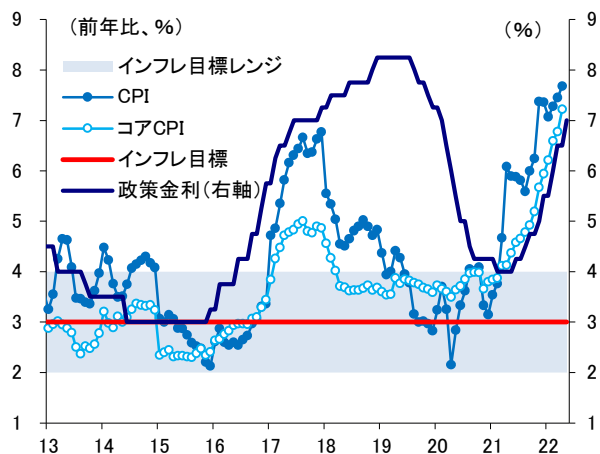
The balance of risks for the trajectory of inflation within the forecast horizon remains biased to the upside and continues deteriorating.

次回会合(6 月 23 日)については、引き続き引き締め方向の政策判断が行われるとみられる。上述のインフレ圧力は当面続こう。また、FRB が金融政策の正常化を一段と加速させつつあるほか、世界景気の減速懸念が熾るなかで新興国通貨への逆風

も強まっており、MXN 安によるインフレ率の上振れリスクは Banxico も無視できない。同行は、今回の声明文に以下の一文を追加して、一段の引き締めに向き姿勢を強調した点は覚えておきたい。

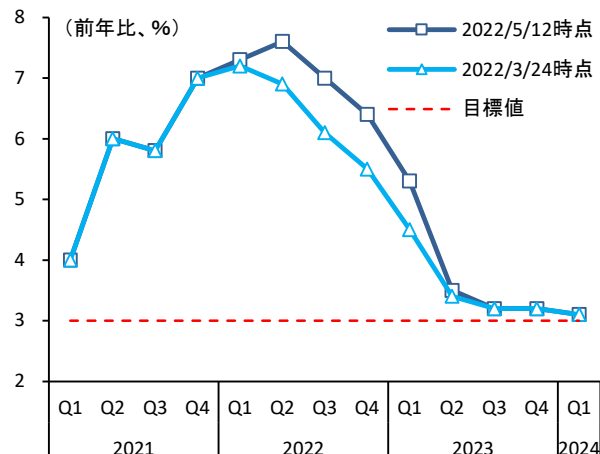
Given the growing complexity in the environment for inflation and its expectations, taking more forceful measures to attain the inflation target may be considered.

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

市場概観(インド)

5 月臨時金融政策会合～物価抑制の観点から緊急利上げを実施

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2～4日、臨時の金融政策委員会(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4.00%から4.40%へ引き上げることを決定した(図表1)。利上げは18年8月以来3年9か月ぶりとなった。足許の物価水準がRBIの目標レンジ(前年比+2.0～+6.0%)を3か月連続で上振れており、インフレの高進に配慮した格好となった。また、RBIは市中銀行によるRBIへの資金の預入比率(現金準備率)を4.00%から4.50%へ引き上げ、市場の資金量も調整する方針を示した。

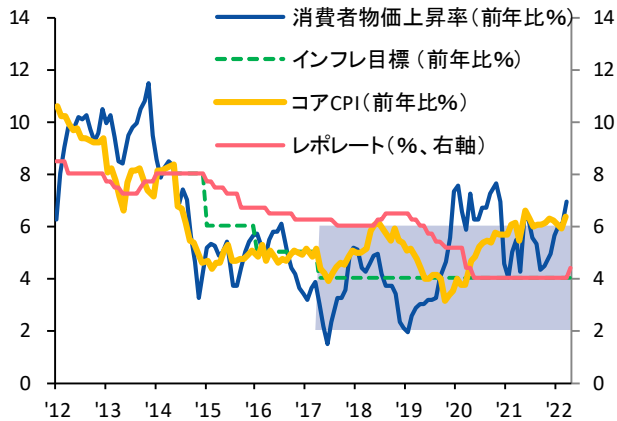
声明文及びダス RBI 総裁の会見はウクライナ危機の長期化に伴う世界経済の成長見通しが下方修正されたことに言及。国内経済に関してはオミクロン株の感染拡大の影響も一段落し、経済活動は安定化しているが、物価上昇が景気回復に水を差すリスクは大きく強まっているとの見方を示した。直近の3月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.0%となっており、内訳をみると食料品価格が同+7.7%と大きく騰勢を強めている(図表2、3)。国内の農作物生産は例年通りの見通しとなっているものの、地政学リスクの強まりによって小麦をはじめとする商品価格が高止まりしている影響を受けている。また、非食料品のCPIも上昇圧力を強めており、ダス総裁はこういった動きが今後数か月にわたり継続していくと予想している。

片や、22年度の成長率予想に関しては、4月会合にて世界経済の減速懸念と共にインフレ高進の影響を織り込んで前年比+7.8%から同+7.2%へ引き下げられたばかりである。このため、足許のファンダメンタルズは改善傾向にある中でも、政策スタンスは委員会メンバーの全会一致のもと「緩和的」を維持した。しかしながら、この政策スタンスは長くは続かないと考えている。今回の政策決定は利上げと現金準備率の引き上げといった、明らかに「金利」と「量」の面からの金融引き締め動きである。現行の政策指針はあくまで「コロナ禍以前の金融政策と比較すれば緩和的」であると理解すべきであろう。

今後に関してもインフレ対応がRBIの優先課題となっている以上、タカ派傾斜を加速させて需要を抑制させるといった動きが引き続き予想される。実際に声明文には、経済成長を支援しながらも物価水準が目標レンジに収まるようにすべく緩和策の撤退も見据えるとの言及もあり、将来的な政策スタンス変更が見込まれる内容となっている。こうした中で次回6月会合において政策スタンスは「緩和的」から「中立」へ変更するとともに追加利上げに着手する可能性が高まったと見られる。

なお、INR相場は今回の政策決定を受けて小幅に上昇したが、FOMCの結果を受けてほぼ上昇分を戻した(図表4)。5月FOMCは市場予想と大きく乖離がなかったものの、タカ派路線の継続が濃厚となった。かかる中、利上げを意識した米金利上昇に一服感が出ない限り、ドルの選好は根強いと考えたい。

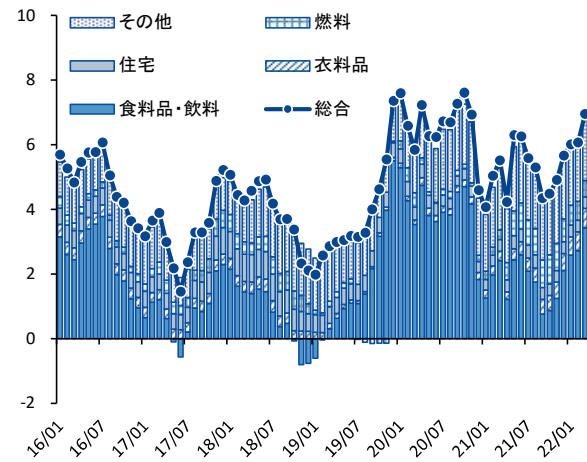
図表 1: 政策金利とインフレ目標



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)



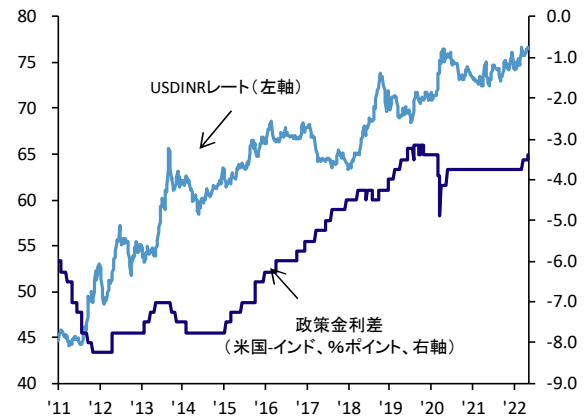
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 食料品、非食料品の物価動向(前年比%)



出所: CEIC、みずほ銀行

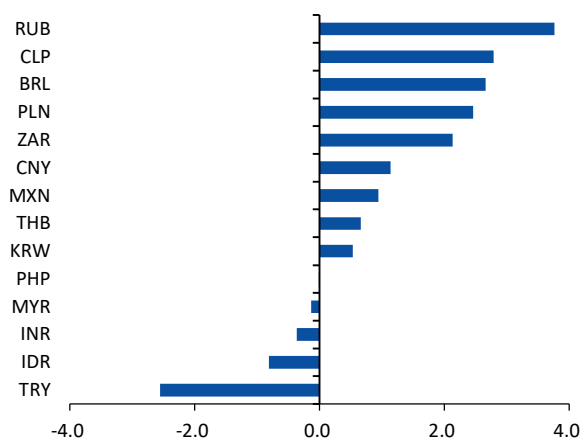
図表 4: 米国との政策金利差と INR 相場の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

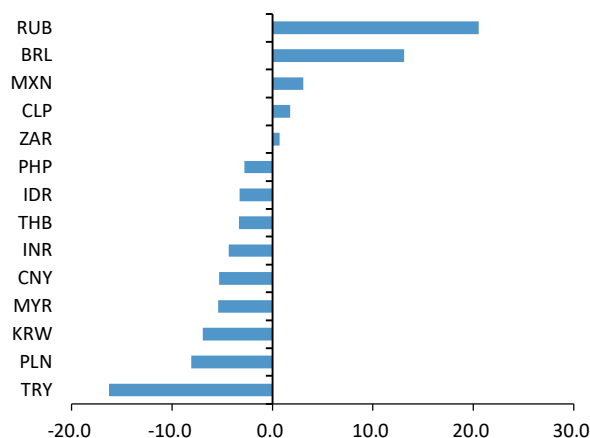
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



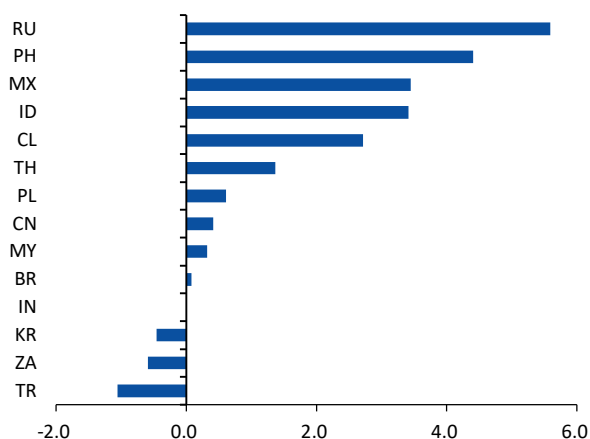
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



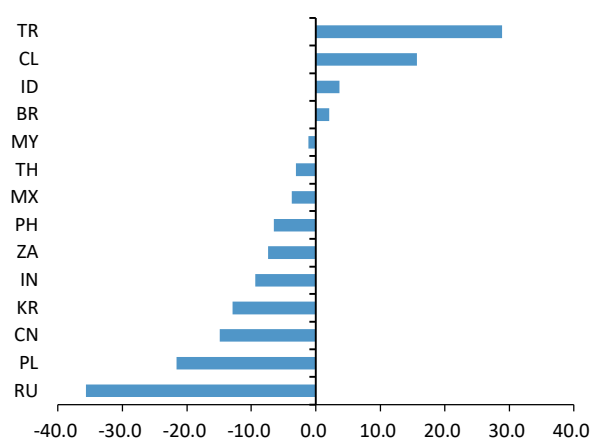
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



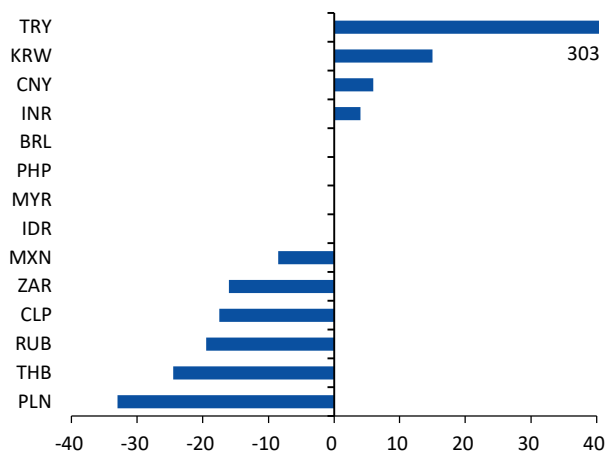
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

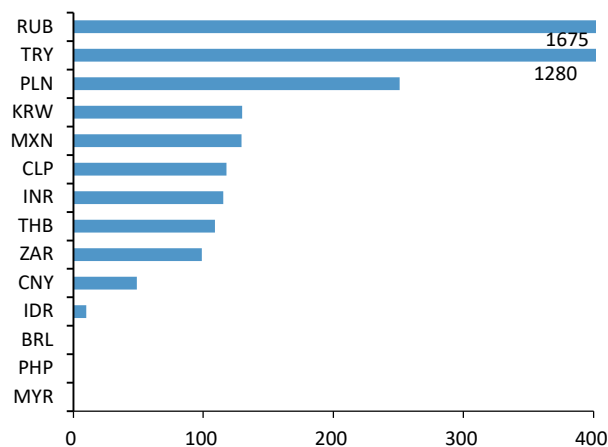
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

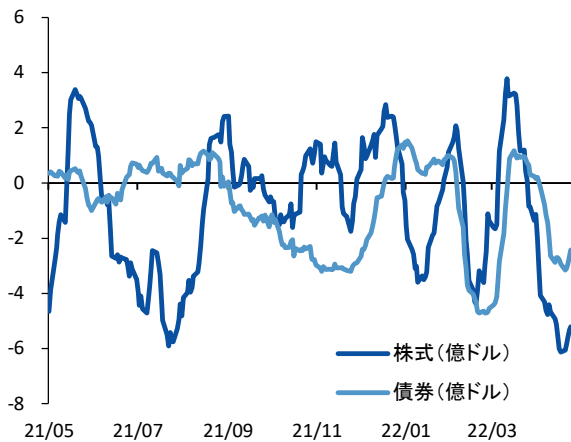


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

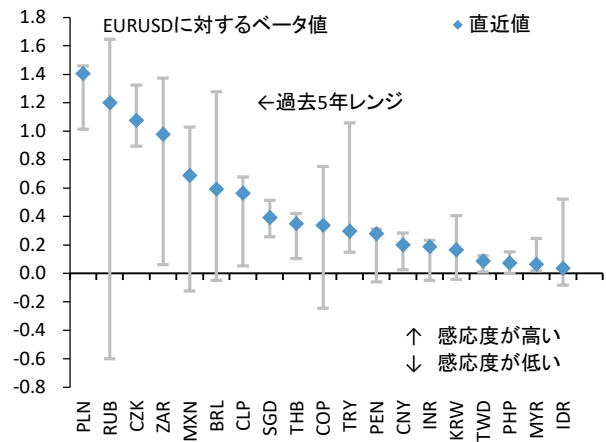
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



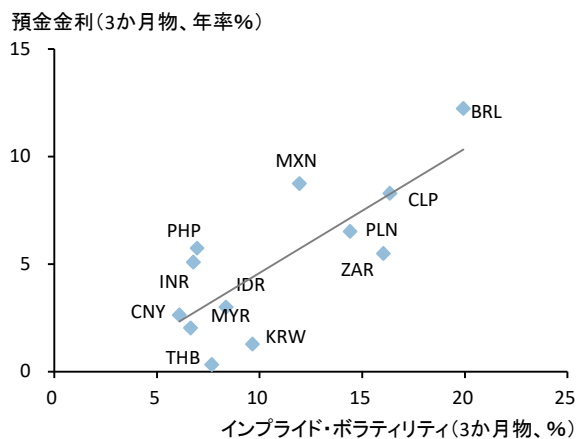
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



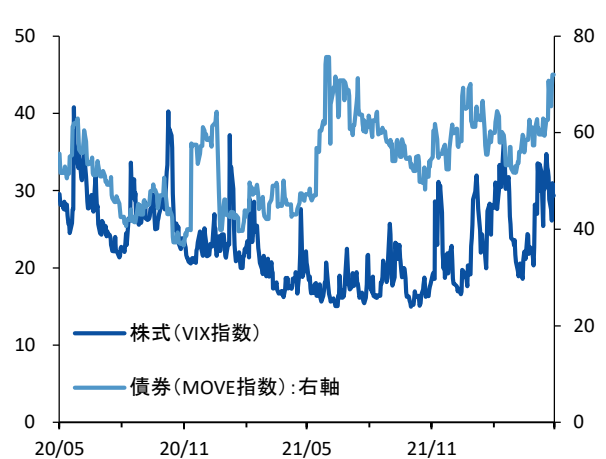
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



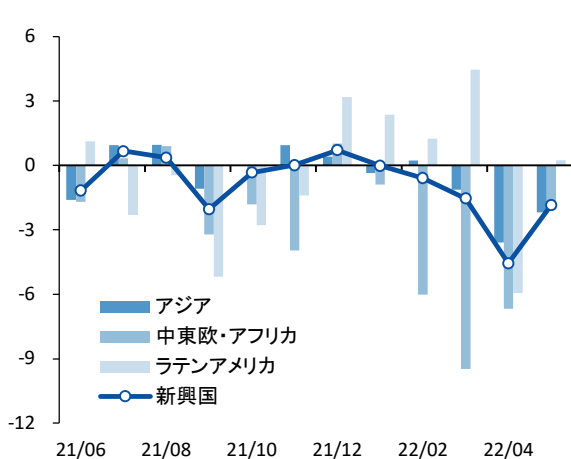
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



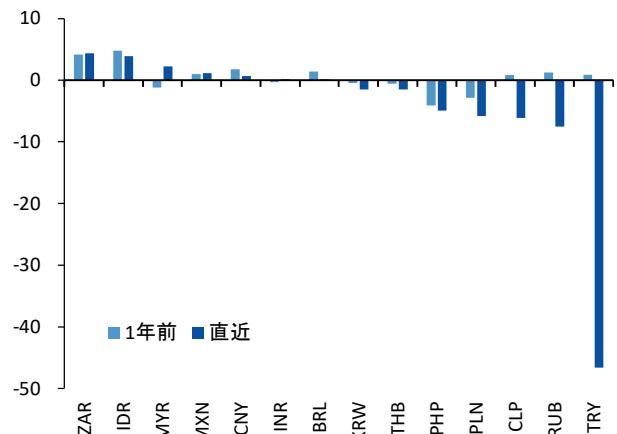
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
5月16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	0.5%	-2.9%	5.0%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	-6.6%	-11.1%	-3.5%	--
16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	7.0%	6.8%	9.3%	--
16-17日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.0%	3.2%	1.3%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	7.1%	6.4%	7.7%	--
17日 (火)	シンガポール	電子機器輸出(前年比)	--	12.8%	11.5%	--
17日 (火)	タイ	GDP(前年比)	1.7%	2.2%	1.9%	--
17日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$4116m	\$7560m	\$4529m	--
18-23日	フィリピン	総合国際収支	--	\$415m	\$754m	--
19日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	20.4%	20.7%	25.4%	--
19日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	2.25%	2.25%	2.00%	--
19-26日	シンガポール	GDP(前年比)	3.7%	--	3.4%	--
20日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	8.8%	--
23日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1460m	\$1459m
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	5.4%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.2%	--
24日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.8	--
24日 (火)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ [*]	3.50%	--	3.50%	--
25日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	88	--
25日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	85	--
25日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	2.2%	--
25日 (水)	台湾	GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
25日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-187.7b	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.4%	--
26日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	1.5%	--
27日 (金)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	--	--
中東欧・アフリカ						
5月16日 (月)	トルコ	経常収支	-5.70b	-5.55b	-5.15b	--
12-19日	ロシア	貿易収支	--	--	--	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	1.5%	1.3%	-0.9%	--
18日 (水)	ロシア	GDP(前年比)	3.7%	3.5%	5.0%	--
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	4.75%	4.75%	4.25%	--
23日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.8%	--
25日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	26.7%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	11.9%	--
26日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	14.0%	--
ラテンアメリカ						
5月16日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	57.1%	58.2%	57.1%	--
17-21日	ブラジル	経常収支	\$700m	--	-\$2414m	--
24日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	1.7%	--
25日 (水)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	1.6%	--
25日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	198.7m	--
25日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	--	--
25日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	--	--
26日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	6.4%	--
27日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	--	--

注: 2022 年 5 月 20 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 1～4月（実績）	SPOT	2022年 6月	9月	12月	2023年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ～ 6.6505	6.7125	6.65	6.70	6.70	6.73	6.75
香港ドル	(HKD)	7.7825 ～ 7.8484	7.8475	7.85	7.85	7.85	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	73.779 ～ 76.981	77.728	77.6	75.5	74.2	73.0	73.5
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ～ 14513	14733	14680	14520	14380	14200	14050
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ～ 1274.58	1277.30	1280	1300	1300	1310	1300
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1645 ～ 4.3685	4.4045	4.38	4.33	4.22	4.17	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ～ 52.491	52.460	53.5	52.5	50.8	50.1	49.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ～ 1.3905	1.3807	1.37	1.36	1.35	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	27.496 ～ 29.594	29.760	29.2	29.4	29.5	29.8	30.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 34.50	34.56	34.2	33.3	32.0	31.6	31.4
ベトナムドン	(VND)	22627 ～ 22982	23154	23300	23050	22850	22600	22550
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	70.0575 ～ 177.2606	62.3370	80.0	82.0	85.0	87.0	89.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ～ 16.1331	15.8306	15.8	15.4	16.2	16.6	17.0
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ～ 14.9932	15.9189	15.0	15.4	15.8	16.0	16.5
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.5853 ～ 5.7239	4.9296	5.05	5.30	5.20	5.10	5.05
メキシコペソ	(MXN)	19.7274 ～ 21.4676	19.9429	20.5	20.8	20.9	20.8	20.7
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ～ 20.201	18.974	19.70	19.70	19.85	20.07	19.56
香港ドル	(HKD)	14.576 ～ 16.726	16.276	16.70	16.83	16.95	17.22	16.86
インドルピー	(INR)	1.491 ～ 1.715	1.642	1.69	1.75	1.79	1.85	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ～ 0.905	0.868	0.892	0.909	0.925	0.951	0.940
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ～ 10.464	9.996	10.23	10.15	10.23	10.31	10.15
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ～ 30.332	29.029	29.91	30.48	31.52	32.37	31.88
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ～ 2.500	2.444	2.45	2.51	2.62	2.69	2.68
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ～ 94.61	92.51	95.62	97.06	98.52	100.00	98.51
台湾ドル	(TWD)	4.060 ～ 4.441	4.289	4.49	4.49	4.51	4.54	4.40
タイバーツ	(THB)	3.416 ～ 3.828	3.704	3.83	3.96	4.16	4.27	4.20
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ～ 0.5711	0.5519	0.56	0.57	0.58	0.60	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ～ 1.850	2.049	1.64	1.61	1.56	1.55	1.48
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ～ 8.806	8.068	8.29	8.57	8.21	8.13	7.76
トルコリラ	(TRY)	7.639 ～ 9.008	8.012	8.73	8.57	8.42	8.44	8.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ～ 27.844	25.900	25.94	24.91	25.58	26.47	26.14
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ～ 6.489	6.405	6.39	6.35	6.36	6.49	6.38

注: 1. 実績の欄は 2022 年 4 月 30 日まで。SPOT は 5 月 20 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。