

2022 年 8 月 19 日

The Emerging Markets Weekly

再燃する米中景気減速への懸念が重しに

新興国市場：前週末 12 日のアジア時間は、材料難で大半の新興国通貨は狭いレンジでの動きとなった。欧米時間には米 8 月ミシガン大学消費者マインドが市場予想を上振れたことを受けて、米株が大幅に上昇し新興国通貨の支援材料となった。BRL は前日比+1.6%上昇、また MXN や ZAR も堅調な推移となった。週初、15 日のアジア時間は中国人民銀行 (PBoC) がサプライズ利下げを実施したことを受けて、アジア通貨を中心に新興国通貨は下落した。THB はタイ 4～6 月期実質 GDP が市場予想を下振れたことも重しとなって大きく値を下げた。欧米時間もアジア時間の流れが継続し軟調な動きとなった。ZAR は前日比▲1.6%下落した。16 日、アジア時間の新興国通貨は大半が下落した。前日からの景気減速への懸念が燦る中、休場明けの KRW や CNY が値を下げた一方、THB は前日から持ち直した。欧米時間の新興国通貨は米金利の上昇を受けてドル高に押される展開となった。ZAR や TRY は反発したが中南米通貨は軟調が続いた。特に BRL の下落が目立った。17 日のアジア時間の新興国通貨は総じて小幅な値動きとなった。休場明けの INR が小幅に上昇した。欧州時間は欧州・米金利が上昇し、ドル買い優勢となって新興国通貨は値を下げた。米国時間公表の FOMC 議事要旨はややハト派的と捉えられドルは下落に転じたものの、新興国通貨は下落分を取り戻すことはできなかった。ZAR は南アフリカ 6 月小売売上高が市場予想を下回ったことも重しとなり前日比▲1.6%下落した。そのほか、中南米通貨も前日に続き軟調となった。18 日のアジア時間の新興国通貨は総じて下落した。ドルが堅調推移や、アジア株式市場の軟調推移が影響した。KRW や THB、IDR が大幅に下落した。欧米時間、複数の FRB 高官による利上げ継続の必要性を示す発言が相次ぎドルの全面高となった。ZAR は前日に続き軟調となり、前日比▲1.3%下落した。TRY はトルコ中央銀行 (CBRT) による市場予想外の利下げを受け一時大幅な急落をみせたのち下げ幅を縮小したが下げ幅を取り戻すことはできなかった。

アジア：マレーシア 4～6 月期実質 GDP 前期比+3.5%と 1～3 月期から減速した。15 日、PBoC は 1 年物中期貸出制度 (MLF) の金利と 7 日物レポレートを引き下げ、それぞれ 2.75%と 2.00%とした。タイ 4～6 月期実質 GDP は前期比+0.7%の結果となった。フィリピン中央銀行 (BSP) は 18 日に政策金利を 50bp 引き上げ 3.75%にすることを決定、利上げは 4 会合連続となった。

中東欧・アフリカ：ロシア 4～6 月実質 GDP は前年比▲4.0%とマイナスに転じた。西側諸国による対ロシア制裁が打撃を与えた。CBRT は 18 日に政策金利を 100bp 引き下げ 13.00%にすることを決定、利下げの実施は 21 年 12 月以来で、景気支援と雇用の成長を支える考えを示した。

ラテンアメリカ：10 月 2 日のブラジル大統領選に向けて 16 日から選挙運動が始まった。今回の大統領選には 12 人立候補したが、左派のルラ元大統領と現職の右派ボルソナロ大統領の一騎打ちとなる可能性が高いと見られている。

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(タイ)

8 月金融政策委員会～18 年 12 月以来の利上げを実施～

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

タイ中央銀行(BOT)は 10 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を過去最低水準の 0.50%から 0.75%に引き上げた(図表 1)。委員会メンバー7 人のうち 6 人が 25bps の利上げを支持し、1 名は 50bps の利上げを支持していた。政策金利の引き上げは 18 年 12 月以来の実施となった。なお、ブルームバーグの事前予想では 25bps の利上げ予想が有力であった。

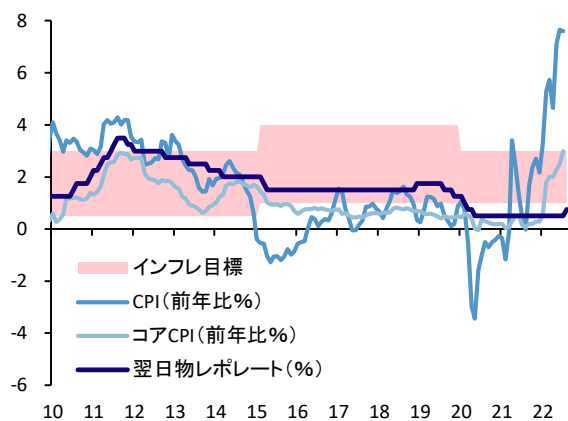
声明文では、利上げに着手した背景として国内景気の回復が確認されている点を指摘し、年内には実質 GDP が新型コロナ感染拡大前(19 年 10～12 月期)の水準に戻り、その勢いが継続していくとの見通しを示した。外国人観光客の訪問が従前予想よりも早いペースで増加しているといった状況もタイ経済の回復を下支えするとの見解を示した。これによって、BOT は当初年間 600 万人の外国人観光客受入予想と 22 年実質 GDP 成長率を従来の前年比+3.3%から上方修正する可能性を示唆した。一方で、今回の利上げによって家計部門の金利負担が増加することが見込まれることから、特に低所得者を中心に金融機関が返済支援を継続していくことの必要性を示した。

国内のインフレに対する警戒は引き続き強く、直近の 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.6%を記録し(図表 2)、BOT の目標レンジ(+1.0%～+3.0%)から大きく上振れる状況は続く。BOT はインフレの主因を食料品と燃料の供給要因としている。インフレのピークも今年の 7～9 月期に迎えるとしているが、コアベースでの CPI の上昇も目立っており、目標レンジに収束するのは 23 年 4～6 月期以降となる見通しを示した。今後については、国内の景気回復に加えて、コロナ禍で縮小していた観光業の労働需要が改善に向かうことも予想される。この傾向が強まって賃金水準が上昇すれば、必然的にサービス価格も上昇することとなり、これが二次的なインフレに繋がる可能性は十分にある。こうした動きを BOT は引き続き注視していくのであろう。

今後の政策指針について、政策金利は長期的に持続可能な成長と一致する水準で正常化されるべきだと表明しており、経済・物価の動向次第といった印象がある。今回 BOT は必要最低限の利上げに留めたが、コロナ禍における超緩和の必要性は無くなりつつあるとしており、将来的にインフレと景気回復の継続を見込んでいることから、今後も BOT の金融政策正常化は今後も実施されていくものと考えたい。

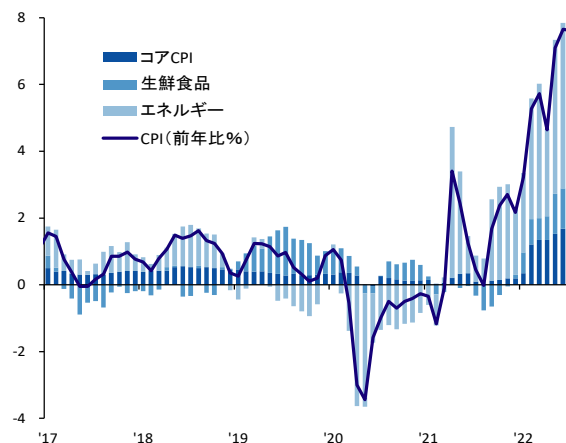
THB の相場動向については軟調地合いが続き、先月は対ドルで約 16 年ぶりの安値をつけた(図表 3)。各国中銀の金融引き締めの加速に伴う景気減速懸念の高まりによってリスク心理の悪化が新興国通貨全体の重しとなっていることに変わりはなく、それが THB 相場にも表れた格好だ。この他、THB の実需環境をみてもタイの経常赤字は 4～6 月期にも拡大している(図表 4)。詳細は未公表ながら、資源高による貿易黒字の縮小は確認されており、これが影響したものと考えられる。また、米国との金融政策を比較しても FRB がそれ以上のペースでタカ派傾斜を進めている。景気回復が確認され、BOT が正常化を進めた場合でも THB の持ち直しペースは年内においては緩やかと考えたい。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



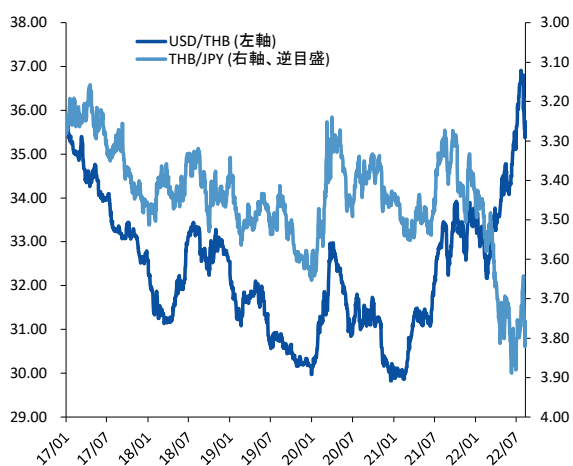
出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

図表 2: CPI の動向 (前年比%、%ポイント)



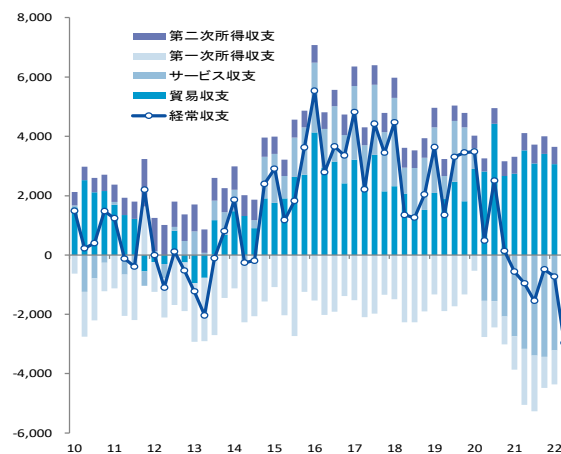
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: THB 相場の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: 経常収支の動向 (億バツ)



出所: CEIC、みずほ銀行 ※22 年 4~6 月期は経常収支のみ

市場概観(メキシコ)

Banxico が利上げ幅縮小を示唆

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 11 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 75bp 引き上げて 8.50%とすることを全会一致で決定した(図表 1)。利上げは 2021 年 6 月以降、10 会合連続。前回 6 月会合同様、75bp という急速な利上げペースを維持した。また、今会合の声明文では、次回会合(9 月 29 日開催予定)における追加利上げも示唆された。

利上げの主な理由は、加速が続くインフレを巡って不透明感が依然として強いことにある。7 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+8.15%と前月(同+7.99%)から加速。2000 年 12 月(同+8.96%)以来の水準にある。また、7 月コア CPI も同+7.65%と前月(同+7.49%)から加速しており、インフレ圧力はより広範囲に及んでいる(図表 1)。特に、コア CPI については、7 月後半時点で同+7.75%まで加速している。

先々のインフレ見通しも上振れが続いている。Banxico の最新の月次サーベイによると、エコノミストのインフレ率見通しは 2022 年が前年比+7.83%、2023 年が同+4.58%と、前回(それぞれ同+7.45%、同+4.50%)から再び上方修正された。また、同行が今会合の声明文で公表した最新見通しでも、足許の 2022 年 7~9 月期から 2023 年 7~9 月期にかけての 5 四半期について、CPI 見通しが再び上方修正が加えられた(図表 2)。コア CPI の見通しについても、同じく今後 5 四半期に渡って上方修正が繰り返された。

他方、Banxico の最新見通しでは、今四半期において CPI がピークを打つとみられることや、2023 年 7~9 月期にも CPI が 同行の目標レンジ(前年比+2%~+4%)に収まってくるであろうという見通しは据え置かれた。同行は 1 年超に渡り利上げを継続、足許ではそのペースを加速させているが、先々のインフレ抑制には手応えを感じ始めているのかもしれない。実際、同行の見通し修正は、徐々にではあるが、対象となる期間(四半期数)が短くなりつつある。

この点に関しては、Banxico がインフレを巡るリスクバランスについて、著しく上方に傾いている(biased significantly to the upside)との見解を維持しつつも、新たに世界経済の想定以上の落ち込み(a greater-than-anticipated slowdown)をインフレ下振れリスクに追加した点も興味深い。世界経済に関しては、減速するか否かではなく、どこまで減速するかが今や問われている。需給面の懸念から非鉄金属等、一部商品市況には頭打ち感も強まってきた(図表 3)。

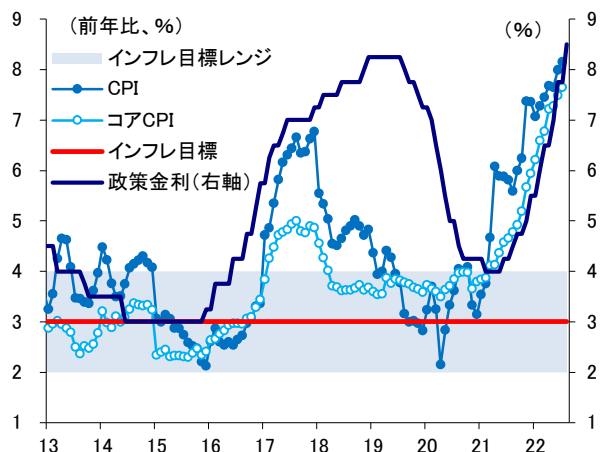
こうした中で、Banxico は次回会合(9 月 29 日開催予定)においては、状況を見ながら利上げ幅の調整を検討すると、以下のように声明文に記した。同程度の利上げを示唆した前回 6 月会合から姿勢の変化がうかがえる。

The Board will assess the magnitude of the upward adjustments in the reference rate for its next policy decisions based on the prevailing conditions.

判断のポイントは当然ながらインフレの動向となろう。Banxico の見通し通り、この 7~9 月期にインフレがピークを打つのか、また繰り返されてきたインフレ見通しの上方修正に歯止めがかけられるのかがポイントになる。上述の通り、その支援材料はいくつ

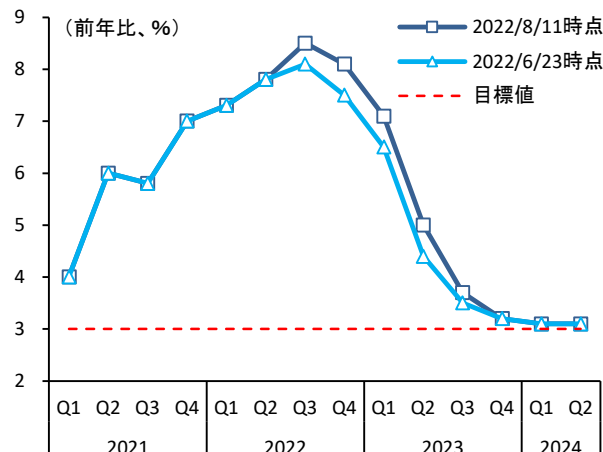
か出てきている。一方で、同行がインフレ上振れ要因として挙げている MXN 相場の行方には特に注意したい。MXN は底堅く推移してきたこともあり、従来はあまり警戒されてこなかった面がある(図表 4)。ただ、米国の利上げ動向次第では、金融市場でのリスク回避の流れも再燃しかねない。MXN 下落(≡輸入を通じたインフレ圧力)の流れが強まるようであれば、同行も対応を迫られるのではないかと。次回会合の追加利上げ幅は 50bp を基本線としつつ、今回同様に 75bp となる可能性にも目配りしておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



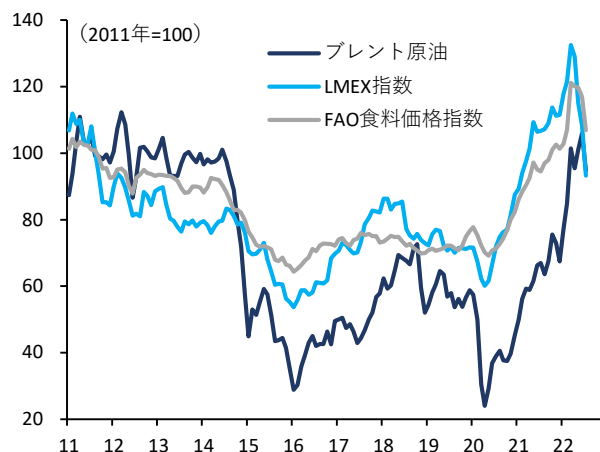
出所: メキシコ中央銀行、地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: Banxico の CPI 見通し



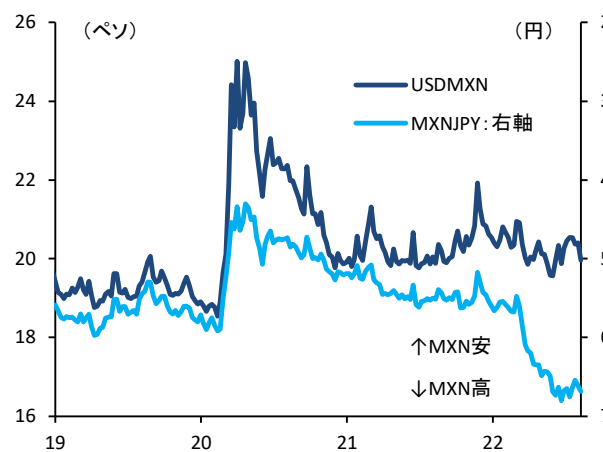
出所: メキシコ中央銀行、みずほ銀行

図表 3: 商品市況



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

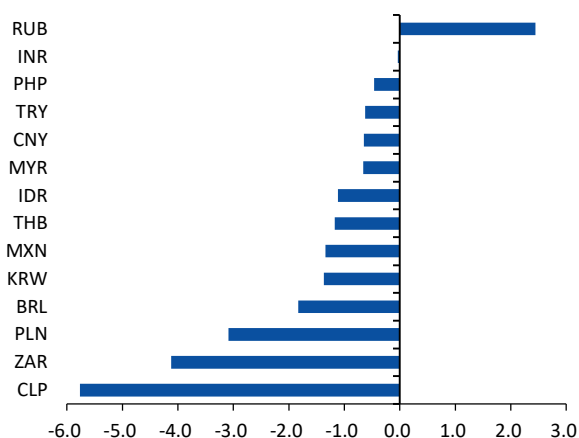
図表 2: MXN スポットレート



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

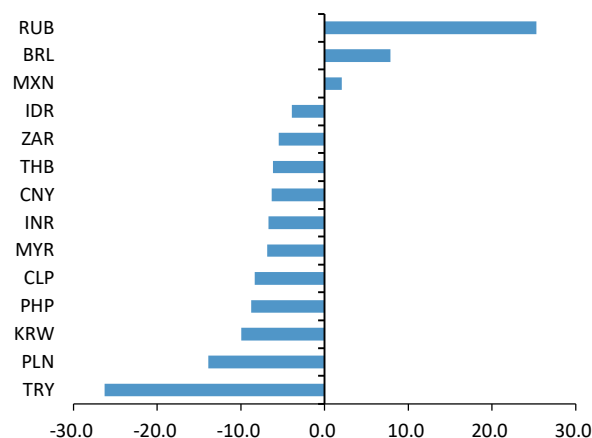
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



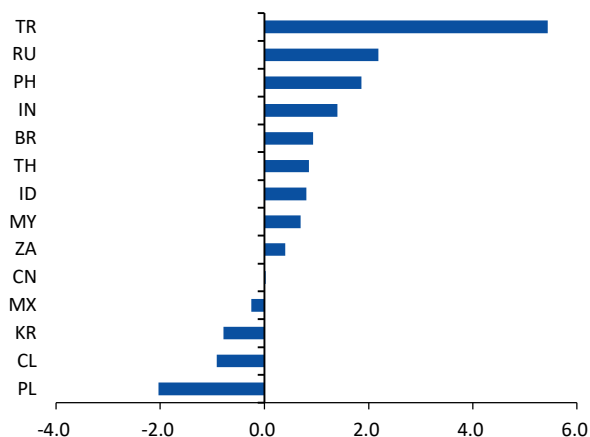
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



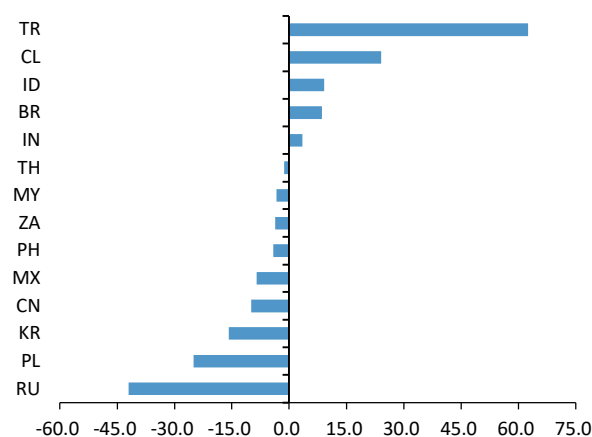
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



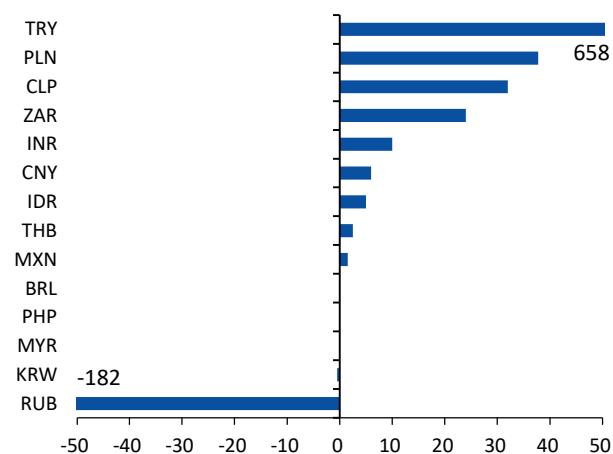
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

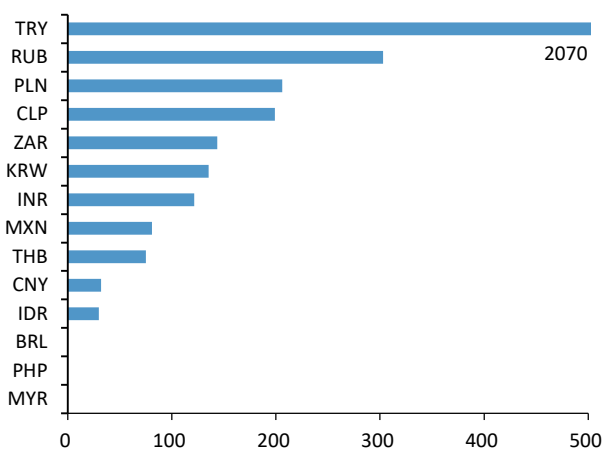
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

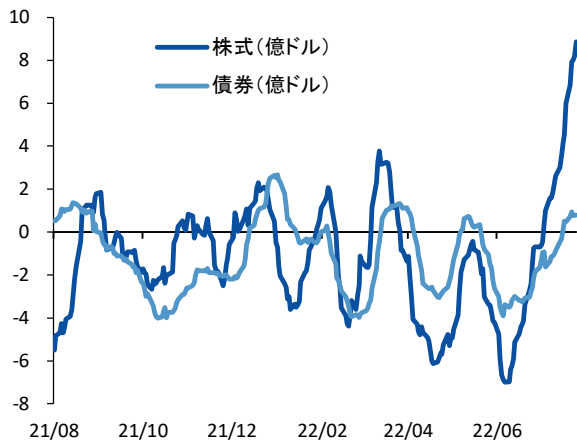


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

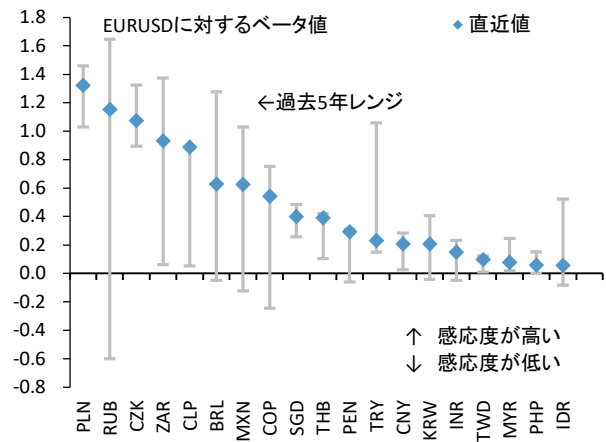
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



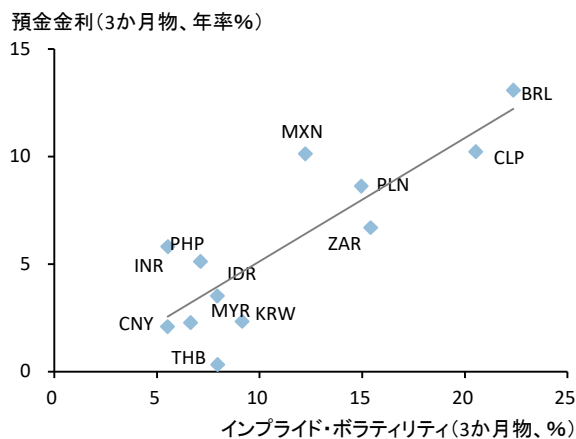
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



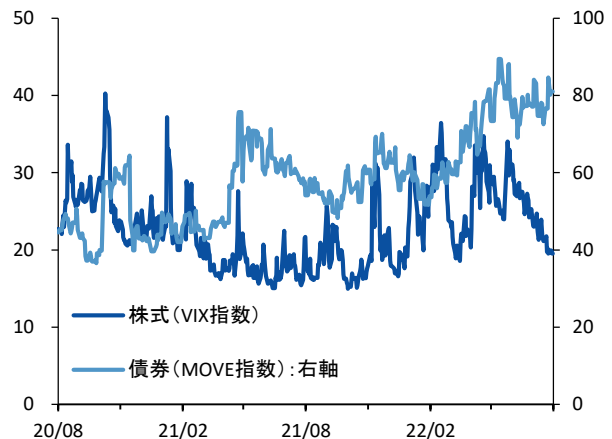
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



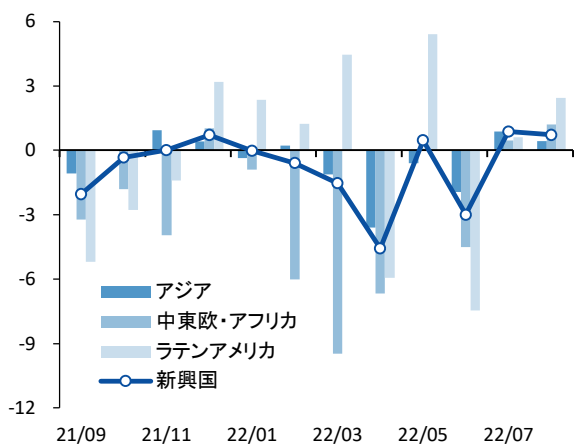
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



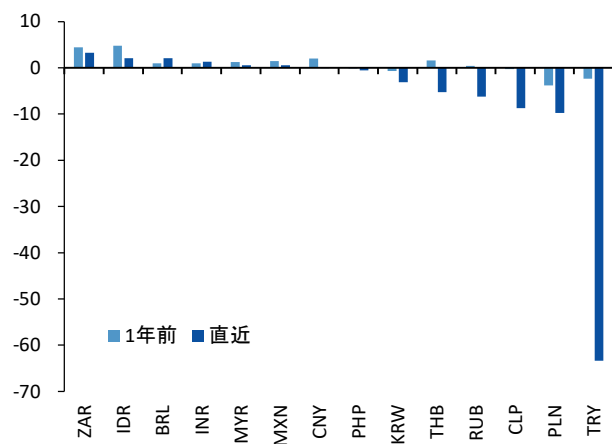
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
8月15日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.3%	3.8%	3.9%	--
15日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	4.9%	2.7%	3.1%	--
15日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.2%	5.7%	6.1%	--
15日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.1%	2.5%	2.2%	--
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$3949m	\$4220m	\$5090m	--
14-17日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	2.8%	4.4%	1.8%	--
16日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	13.8%	13.9%	15.2%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	6.6%	7.0%	9.0%	--
18日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.75%	3.75%	3.25%	--
18-23日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$1574m	--
19日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	39.0%	--	38.8%	--
22日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	9.5%	--
22日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-215.5b	--
23日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	8600.0%	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	6.7%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.7%	--
23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 ^o	3.50%	--	3.50%	--
24日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	7800.0%	--
24日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	8000.0%	--
24日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$1529m	--
25日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	9.9%	--
25日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	--	--	2.25%	--
26日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	3.4%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.2%	--
中東欧・アフリカ						
8月17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-0.1%	-2.5%	0.1%	--
17日 (水)	ロシア	PPI 前年比	9.4%	6.1%	11.3%	--
18日 (木)	トルコ	1週間レポレート	14.00%	13.00%	14.00%	--
22日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	145.0%	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	7.4%	--
24日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.8%	--
25日 (木)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	103.7	--
25日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.2%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	16.2%	--
ラテンアメリカ						
8月15日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	2.7%	3.1%	3.7%	--
19日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	5.0%	--	5.2%	--
19-27日	ブラジル	税收	200850m	--	181040m	--
24日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.1%	--
25日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	2.1%	--
25日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.1%	--
26日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-3957.2m	--
26日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$2764m	--
26日 (金)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$7581m	--

注: 2022 年 8 月 19 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 1～7月（実績）	SPOT	2022年 9月	12月	2023年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ～ 6.8125	6.7863	6.75	6.75	6.78	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7825 ～ 7.8500	7.8437	7.85	7.85	7.84	7.83	7.82
インドルピー	(INR)	73.779 ～ 80.064	79.681	80.5	78.8	76.2	75.3	74.4
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ～ 15075	14833	15200	15000	14900	14650	14450
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ～ 1326.72	1320.55	1310	1320	1320	1330	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.1645 ～ 4.4620	4.4732	4.55	4.50	4.45	4.38	4.30
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ～ 56.582	55.880	56.2	55.7	55.0	54.3	53.7
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ～ 1.4097	1.3857	1.41	1.39	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	27.496 ～ 29.989	30.004	29.9	30.0	30.1	30.2	30.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 36.95	35.61	36.2	35.2	34.4	34.2	33.8
ベトナムドン	(VND)	22627 ～ 23441	23405	23440	23200	23100	23000	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	51.1250 ～ 177.2606	60.0000	58.0	62.0	65.0	67.0	70.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ～ 17.3060	16.8731	16.0	15.0	14.0	14.5	15.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ～ 17.9847	18.0855	18.0	18.5	19.0	19.5	18.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.5853 ～ 5.7239	5.1690	5.40	5.30	5.20	5.05	4.95
メキシコペソ	(MXN)	19.4136 ～ 21.4676	20.1293	20.7	20.8	20.8	20.9	21.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ～ 20.665	19.907	20.30	20.74	20.37	20.00	19.85
香港ドル	(HKD)	14.576 ～ 17.757	17.320	17.46	17.85	17.60	17.37	17.26
インドルピー	(INR)	1.491 ～ 1.747	1.696	1.70	1.78	1.81	1.81	1.81
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ～ 0.928	0.916	0.901	0.933	0.926	0.928	0.934
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ～ 10.729	10.288	10.46	10.61	10.45	10.23	10.23
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ～ 31.362	30.220	30.11	31.11	31.01	31.05	31.40
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ～ 2.539	2.421	2.44	2.51	2.51	2.50	2.51
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ～ 99.70	98.04	97.03	100.86	100.44	100.44	100.30
台湾ドル	(TWD)	4.060 ～ 4.660	4.527	4.58	4.67	4.58	4.50	4.50
タイバーツ	(THB)	3.416 ～ 3.899	3.808	3.78	3.98	4.01	3.98	3.99
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ～ 0.5952	0.5805	0.58	0.60	0.60	0.59	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ～ 2.667	2.265	2.36	2.26	2.12	2.03	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ～ 8.813	8.052	8.56	9.33	9.86	9.38	8.71
トルコリラ	(TRY)	7.381 ～ 9.008	7.503	7.61	7.57	7.26	6.97	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ～ 27.844	26.278	25.37	26.42	26.54	26.93	27.27
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ～ 6.868	6.750	6.62	6.75	6.63	6.51	6.43

注: 1. 実績の欄は 2022 年 7 月 29 日まで。SPOT は 8 月 19 日の 8 時 35 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。