

2022 年 9 月 2 日

The Emerging Markets Weekly

米金利上昇と中国景気の減速懸念が重し

新興国市場: 前週末 8 月 26 日、アジア時間の新興国通貨は大半が小幅な値動き。ジャクソンホール会合を控え、様子見ムードが広がった。欧米時間の新興国通貨は下落。パウエル FRB 議長は講演で、利上げ継続によるインフレ阻止の姿勢を鮮明とし、米株は急落。市場のリスクセンチメントが悪化した。ZAR や MXN、CNY が下落。一方、BRL は上昇。大統領選の有力候補であるルラ元大統領が、安定的な政策運営に努める方針をメディアで語った。週初 29 日、アジア時間の新興国通貨は、前週末の流れを消化する格好で下落。KRW や THB が前日比▲1%超下落、CNY は一段安で年初来安値を更新した。欧米時間の新興国通貨は反発。ドイツでのガス貯蔵が計画比速いペースで進んでいることや、欧州向け天然ガス価格の反落などを背景に EUR が反発、東欧通貨が上昇した。また、前週末のドル高の反動もあり、BRL や ZAR といった資源国通貨も買われた。30 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間はドル高一服もあり総じて小動き。MSCI 指数のウェイト見直しに伴う資金流入で INR は大きく反発した。欧州時間は ECB の 75bp 利上げ観測等を手掛かりに EUR が上昇、東欧通貨も買われた。ただ、米国時間に入ると、米 8 月コンファレンスボード消費者信頼感指数の上振れに米金利が上昇。BRL は前日比▲1.8%値を下げ、ZAR や MXN も売られた。31 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。当局のけん制もあってか CNY が反発、KRW や TWD も堅調な動きをみせた。欧米時間の新興国通貨はまちまち。ユーロ圏 8 月消費者物価指数(HCPI)の上振れに、一時パリティ割れとなっていた EUR が反発、東欧通貨も連れて上昇した。ただ、軟調な商品市況や米国時間にみられた米金利上昇が重しとなり、前日比▲1.2%となった BRL 等、南米通貨が弱く、ZAR も値を下げた。9 月 1 日の新興国通貨は総じて下落。中国・成都市のロックダウンが伝えられ市場センチメントが悪化したほか、予想比堅調な米 8 月 ISM 製造業景気指数に米金利上昇も進み、新興国通貨を下押しした。KRW と BRL は前日比▲1%超下落、ZAR も大きく売られた。KRW や ZAR、TWD は年初来安値を更新した。

アジア: 韓国銀行(BOK)の李総裁は 8 月 27 日、インフレ率が低下するまで利上げを続け、FRB よりも早期に引き締めを終了する可能性は低いとの見解を示した。29 日発表のマレーシア 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.4%と前月(同+3.4%)から加速した。中国共産党は 30 日、第 20 回党大会を 10 月 16 日から北京市で開催すると決定した。31 日発表の中国 8 月購買者担当景気指数(PMI)は、製造業が 49.4 と前月(49.0)から小幅に改善も景気拡大・縮小の分かれ目となる 50 を 2 か月連続で下回ったほか、非製造業は 52.6 と前月(53.8)から低下した。9 月 1 日発表のインドネシア 8 月 CPI は前年比+4.7%と前月(同+4.9%)から鈍化した。1 日発表の韓国 8 月貿易収支は▲94.7 億ドルと単月としては史上最大の赤字に陥った。輸入額の大幅な伸びが主な要因。

中東欧・アフリカ: 9 月 1 日の報道によると、ロシアは通貨高抑制策として、人民元等、友好国の通貨を年内最大 700 億ドル購入することを検討している。

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 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)

景気面の配慮を見せ始めた BOK

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25日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を25bp引き上げ2.50%とすることを全会一致で決定した(図表1)。利上げ幅は前回7月会合の50bpからは縮小、2021年8月以降の利上げ幅は計200bpに達した。声明文の冒頭で、インフレ圧力及びインフレ期待が依然として高水準にあることを理由に挙げた。ただ、その書きぶりは前回会合時と比べてやや落ち着いたものとなった。

インフレの動向については、7月の消費者物価指数(CPI)が前年比+6.3%と前月(同+6.0%)から加速。7月のコアCPIも同+4.5%と前月(同+4.4%)から小幅に加速した(図表1)。これらに関しては、概ね前回声明文で予想されていた通りである。前者については、石油製品の価格上昇がやや和らいできたという記述が追加された。「急上昇」や「加速」という言葉が目立った従来から、いくらか変化がうかがえる。

今会合に際しては、BOKの最新の経済見通しが公表されており、この中でCPI見通しは上方修正された(図表2)。2022年が前年比+5.2%、2023年は同+3.7%と、5月時点の見通し(それぞれ同+4.5%、同+2.9%)が見直された。ただ、こちらも前回声明文の内容を踏まえれば、ほぼ予想の範囲内といえよう。また、7月の消費者サーベイでは、12か月後に予想するインフレ率(平均)が前年比+4.3%と前月(同+4.7%)から減速。BOKの李総裁は会見で、予想より早くインフレ率がピークを迎える可能性に言及した点は注目される。

これまでのBOKの政策判断には、インフレ加速に追加利上げを急かされてきた感がある。ただ、インフレ動向が加速から高止まりへと移行するとみられるなか、BOKは、先々のインフレ見通しをどう目標水準(前年比+2.0%)に収斂させていくのか、以下の声明文にもある通り、いくつかの観点から探ることになる。

In this process the Board will determine the size and pace of further increases of the Base Rate while thoroughly assessing the degree of persistence of high inflation, the pace of growth, financial stability conditions such as capital flows, monetary policy changes in major countries, and geopolitical risks.

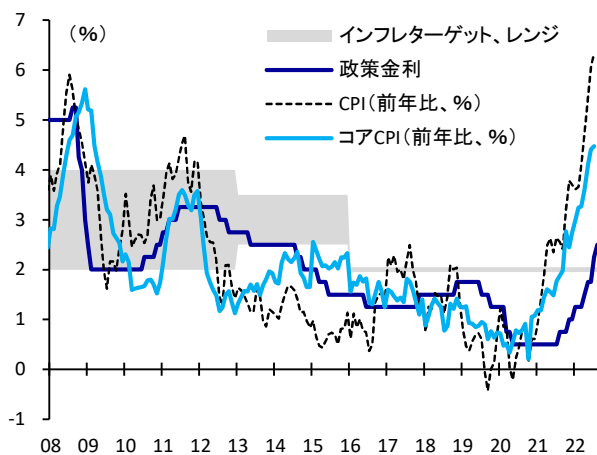
ここで、インフレ動向とともに言及が増えてきているのが、景気への影響だ。李総裁は会見で、成長率が大きく下振れる場合には利上げペースを再検討すると配慮をみせた。上述の経済見通しにおける実質GDP成長率は、2022年が前年比+2.4%、2023年は同+2.1%と5月時点の見通し(それぞれ同+2.5%と同+2.4%)から下方修正された(図表2)。ここから大きく下振れるケースを指していると思われる。輸出依存度の高い同国経済は、世界景気、特に中国景気の減速の影響を受けやすい。資本コストの上昇も伴って、設備投資の見通しは大きく下振れた。2023年は世界景気の一層の減速が懸念されるほか、足許で強い民間消費も行動規制緩和という追い風が剥落する点には注意したい。

また、金融環境について、従来は「金融不均衡の蓄積」が政策判断における観点のひとつに挙げられていたが、上記の声明文にある通り、これが「資本フロー等の金融安定性」に置き換えられた点にも注目したい。懸案の家計債務や不動産価格の伸びが和らいできたことで、足許で下落が続くKRW相場の安定化がより重要視されてい

るようだ。実際、資源輸入国である同国にとって、通貨安の抑制はインフレ抑制と整合的だ。前回同様、李総裁は会見で、KRW 安がもたらすインフレ圧力を政策上考慮していると述べている。

かかる状況下、BOK はインフレ対応を優先しつつ、景気等に配慮しながら利上げを継続する構えだ。年内残り 2 回(10 月および 11 月)の政策会合でも 25bp ずつの追加利上げが行われると考えたい。利上げペースが緩むとすれば、早期のインフレ見通し改善や大幅な景気下振れのほか、米韓通貨スワップ協定を巡る議論の進展により KRW が大きく反発する場合等が挙げられよう。なお、25bp ずつの利上げが望ましく、2022 年末の政策金利は 2.75~3.00%という市場の織り込みも合理的との認識を、李総裁は今会合でも踏襲した。

図表 1:政策金利とインフレ率



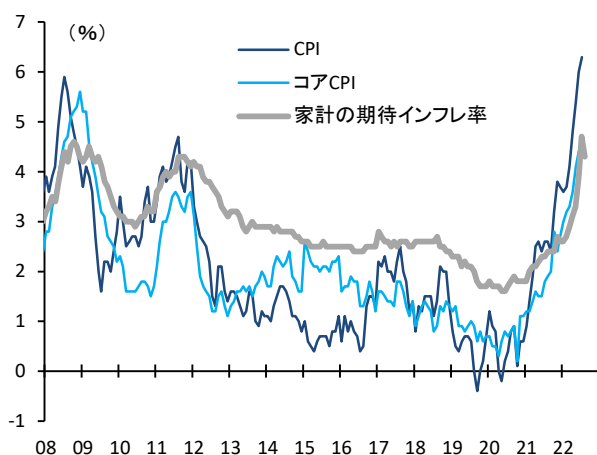
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2:図表 4:BOK の経済見通し(2022 年 8 月時点)

	2021年 (前年比)	2022年			2023年 (前年比)
		通年	上半期	下半期	
実質GDP成長率	4.1%	2.9%	2.4%	2.6%	2.1%
民間最終消費支出	3.7%	4.2%	3.8%	4.0%	2.6%
設備投資	9.0%	-7.1%	-0.2%	-3.8%	0.9%
知的財産投資	4.4%	4.5%	3.6%	4.0%	3.5%
建設投資	-1.6%	-4.3%	1.0%	-1.5%	2.2%
輸出(財)	10.5%	5.9%	0.8%	3.2%	1.6%
輸入(財)	12.8%	5.2%	0.6%	2.9%	2.1%
消費者物価指数(CPI)	2.5%	4.6%	5.9%	5.2%	3.7%

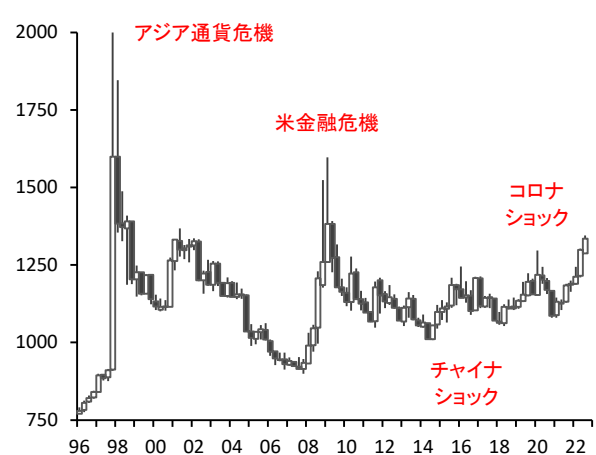
注: 下線は 2022 年 5 月時点の見通しから伸び率が下方修正された値
出所: BOK、みずほ銀行

図表 3:物価と家計の期待インフレ率(12 か月先)



出所: BOK、ブルームバーグ、みずほ銀行

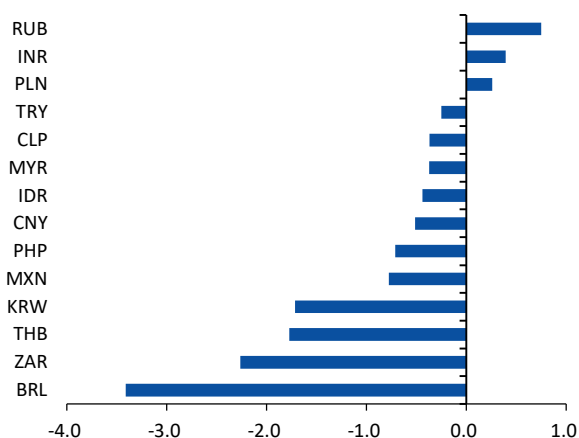
図表 4:USDKRW のスポットレート(四半期足)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

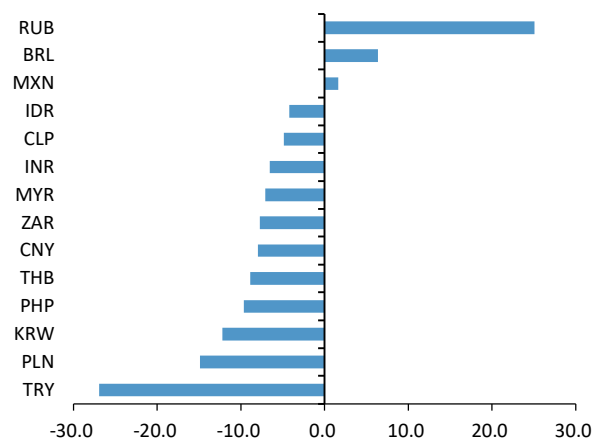
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



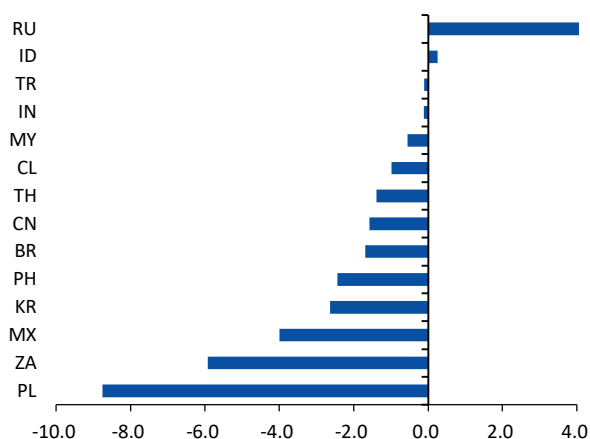
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



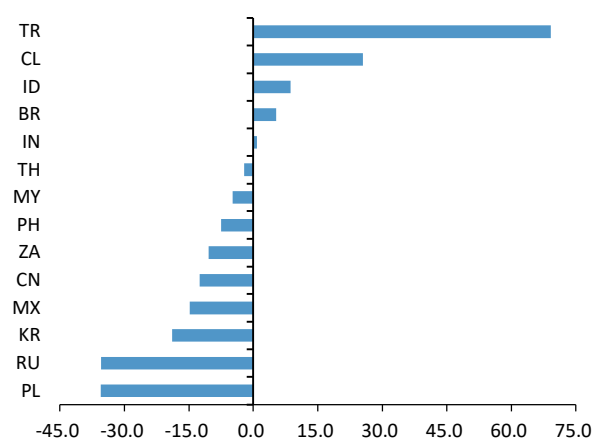
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



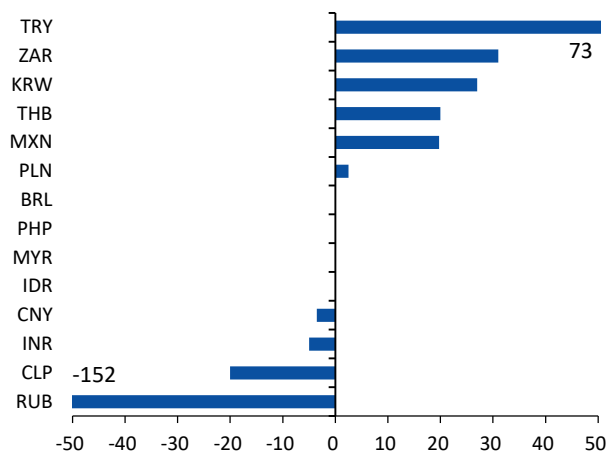
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

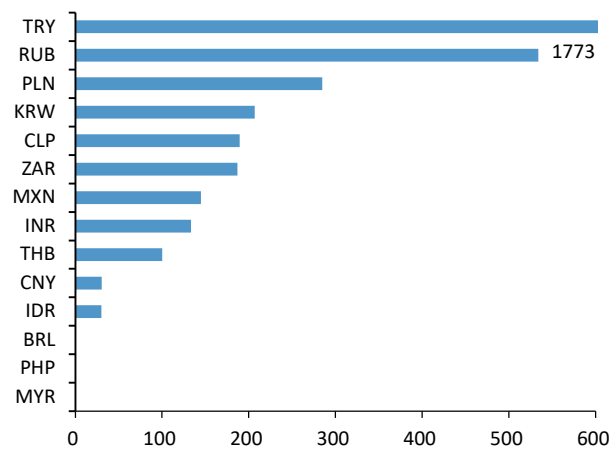
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

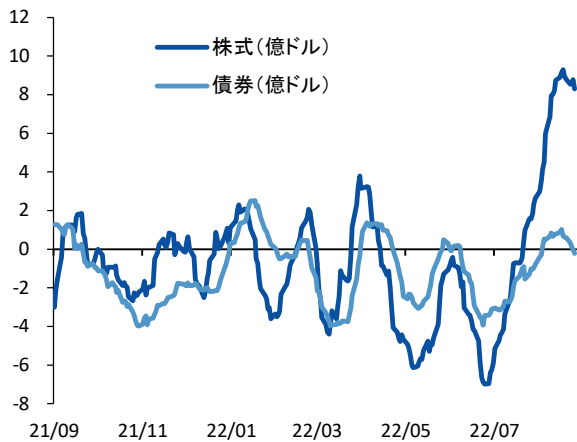


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

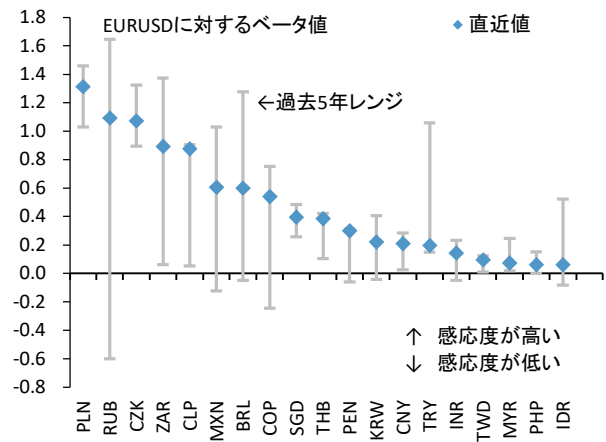
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



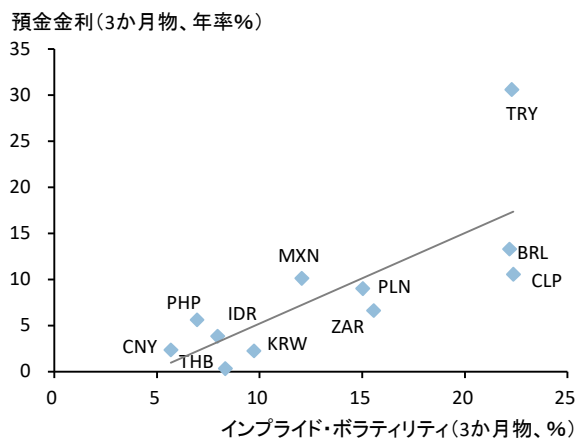
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



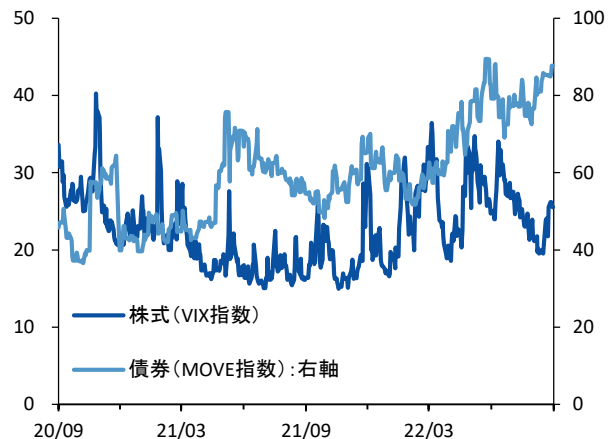
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



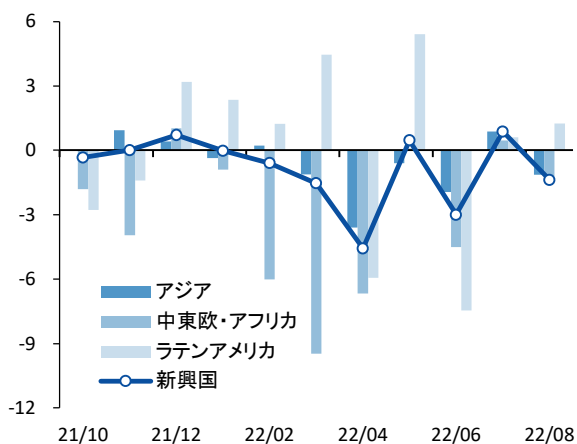
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



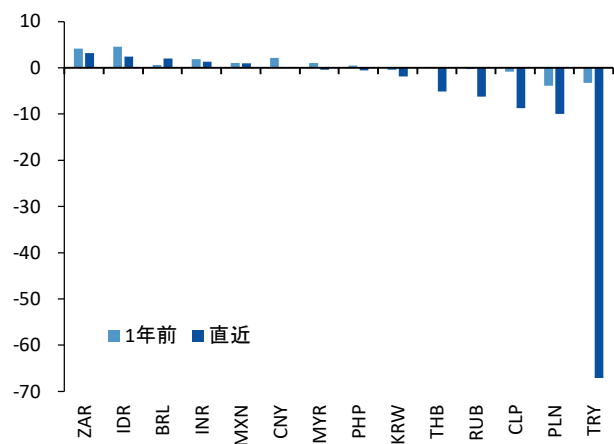
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月29日 (月)	マレーシア	CPI(前年比)	4.4%	4.4%	3.4%	--
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	2.1%	1.5%	1.4%	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	49.2	49.4	49.0	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	52.2	52.6	53.8	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	-\$1500m	-\$4068m	-\$1873m	--
9月1日 (木)	韓国	GDP(前年比)	2.9%	2.9%	2.9%	--
1日 (木)	韓国	貿易収支	-\$8200m	-\$9470m	-\$4670m	-\$4805m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.0	49.5	50.4	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	5.0%	4.7%	4.9%	--
2日 (金)	韓国	CPI(前月比)	0.4%	--	0.5%	--
2日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.1	--
5日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.0	--	55.5	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	7.6%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	14.8%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	6.4%	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	3.4%	--
7日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$5609.8m	--
7日 (水)	台湾	貿易収支	--	--	\$5.03b	--
7日 (水)	中国	貿易収支	--	--	\$101.26b	--
8日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	2.25%	--
9日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$5843m	--
9日 (金)	中国	PPI(前年比)	--	--	4.2%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	--	--	2.7%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	12.1%	--
中東欧・アフリカ						
8月29日 (月)	トルコ	貿易収支	-10.60b	-10.69b	-8.17b	--
31日 (水)	トルコ	GDP(前年比)	7.4%	7.6%	7.3%	--
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	20.2b	24.8b	24.2b	--
31日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	-9.0%	-8.8%	-9.6%	--
9月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	79.6%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	144.6%	--
6日 (火)	南ア	GDP(前年比)	--	--	3.0%	--
8日 (木)	南ア	経常収支(対GDP比)	--	--	2.2%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.5%	--
ラテンアメリカ						
8月30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	-0.5%	-0.7%	0.2%	--
31日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	58.8%	57.3%	58.8%	--
9月1日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	2.8%	3.2%	1.7%	--
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$3400m	--	\$5444m	\$5438m
2日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-0.3%	--	-0.5%	--
6日 (火)	メキシコ	総設備投資	--	--	6.2%	--
8日 (木)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	-0.4%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	8.2%	--
9日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	3.8%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	-0.7%	--

注: 2022 年 8 月 31 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 1～8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								
中国人民幣	(CNY)	6.3065 ～ 6.9225	6.9070	6.90	6.93	6.95	6.98	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7825 ～ 7.8500	7.8482	7.85	7.85	7.84	7.83	7.82
インドルピー	(INR)	73.779 ～ 80.129	79.555	80.5	78.8	77.2	76.6	75.4
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ～ 15075	14883	15150	15005	14900	14650	14450
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ～ 1352.00	1356.20	1350	1350	1360	1370	1360
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1645 ～ 4.4905	4.4865	4.55	4.50	4.45	4.38	4.30
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ～ 56.582	56.435	56.8	56.2	55.5	54.8	54.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ～ 1.4097	1.4015	1.41	1.39	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	27.496 ～ 30.502	30.536	30.3	30.5	30.8	31.0	30.8
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 36.95	36.67	36.4	35.5	34.8	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	22627 ～ 23469	23450	23440	23300	23200	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	51.1250 ～ 177.2606	59.1501	60.0	62.0	64.0	67.0	70.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ～ 17.3060	17.2666	16.4	15.2	14.1	14.5	15.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ～ 18.2300	18.2112	18.2	18.6	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	5.2424	5.40	5.30	5.20	5.05	4.95
メキシコペソ	(MXN)	19.4136 ～ 21.4676	20.1822	20.7	20.8	20.8	20.9	21.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣	(CNY)	17.867 ～ 20.665	20.261	20.00	20.36	20.43	20.07	19.71
香港ドル	(HKD)	14.576 ～ 17.757	17.838	17.59	17.97	18.11	17.88	17.65
インドルピー	(INR)	1.491 ～ 1.747	1.758	1.71	1.79	1.84	1.83	1.83
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ～ 0.937	0.941	0.911	0.940	0.953	0.956	0.955
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ～ 10.729	10.320	10.22	10.44	10.44	10.22	10.15
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ～ 31.362	31.203	30.33	31.33	31.91	31.96	32.09
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ～ 2.539	2.468	2.43	2.51	2.56	2.55	2.56
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ～ 99.70	99.89	98.15	101.59	103.35	103.40	102.53
台湾ドル	(TWD)	4.060 ～ 4.660	4.593	4.55	4.62	4.61	4.52	4.48
タイバーツ	(THB)	3.416 ～ 3.899	3.806	3.79	3.97	4.08	4.06	4.02
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ～ 0.5952	0.5966	0.59	0.61	0.61	0.61	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ～ 2.667	2.329	2.30	2.27	2.22	2.09	1.97
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ～ 8.813	8.106	8.41	9.28	10.07	9.66	8.90
トルコリラ	(TRY)	7.271 ～ 9.008	7.689	7.58	7.58	7.47	7.18	7.67
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ～ 27.844	26.707	25.56	26.60	27.31	27.72	27.88
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ～ 6.950	6.936	6.67	6.80	6.83	6.70	6.57

注: 1. 実績の欄は 2022 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 2 日の 9 時 05 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。