

2022 年 10 月 28 日

The Emerging Markets Weekly

米金利低下は追い風も CNY 安が足枷に

新興国市場: 前週末 21 日、アジア時間の新興国通貨は総じて下落。前日の FRB 高官によるタカ派発言を受けての米金利上昇のほか、CNY の反落が重しとなった。欧米時間の新興国通貨は反発。一部の FRB 高官が政策の引き締め過ぎを懸念していると報じられ米金利が低下、米株は反発とリスクセンチメントが改善した。ZAR と BRL は前日比+1.0%超上昇した。週初 24 日、アジア時間は祝日による休場も目立つ中で軟調な動き。週末に習主席をトップとする中国の次期指導部メンバーが明らかとなったが、統制強化を読み取った市場が中国資産の売りを加速し、警戒感が広がった。欧米時間には米株続伸等、センチメント改善の動きがみられたものの、中国を巡る警戒感は根強く、資源国通貨の下げが目立った。BRL は前日比▲2.6%、ZAR も同▲1.8%下落した。25 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。CNY は一時 7.30 台まで売られ 3 に連続で年初来安値を更新した。中国人民銀行(PBoC)が CNY の基準値を 7.16 台に設定。2020 年 5 月の 7.13 台を上回り 2008 年以来の CNY 安水準とした。他方、株式市場の持ち直しもあり KRW が堅調だった。欧米時間の新興国通貨は大半が上昇。英国のハント財務相の再任を手掛かりに GBP や EUR が上昇、東欧通貨も買われた。米利上げペース鈍化の思惑も新興国通貨の支えとなった。ZAR は前日比+1.2%上昇した。26 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ上昇。欧米時間の新興国通貨も大半が続伸した。米金利の低下が続く中、欧州通貨が大幅続伸、ZAR は前日比+1.5%上昇。朝方弱含んだ CNY も大きく反発した。片や、BRL は前日比▲1.2%下落、MXN も弱含んだ。27 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は堅調な株式市場を支えに TWD や KRW、PHP が上昇した一方、CNY は反落となった。欧米時間は ECB 政策理事会を経て EUR が下落、東欧通貨も連れて下げた。利上げペース減速の可能性や量的引き締めの開始時期が明らかとされなかったことが意識された。欧米金利の低下は商品市況の支えとなり、南米通貨は総じて上昇した。

アジア: 21 日発表のマレーシア 9 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.5%と前月(同+4.7%)から鈍化、市場予想(同+4.6%)も下回った。24 日発表の中国 7~9 月期実質 GDP 成長率は前期比+3.9%と前期(同▲2.7%)からプラスに転じ、市場予想(同+2.8%)も上回った。また、中国 9 月貿易収支は輸出の上振れを背景に 847.4 億ドルの黒字となった。24 日、香港と本土を結ぶストックコネクトを通じた外国人投資家による中国本土株の売り越し額が過去最大を記録した。ベトナム国立銀行(SVB)は 24 日、政策金利を 100bp 引き下げ 6.00%にすると決定した。25 日発表のシンガポール 9 月 CPI は前年比+7.5%と前月から横ばいとなった。PBoC は 25 日、マクロブルーデンス因数の引き上げを発表。これにより、企業および金融機関は外債による調達額の拡大が可能となる。

ラテンアメリカ: ブラジル中央銀行(BCB)は 26 日、金融政策会合を開催し政策金利を 13.75%に据え置くことを全会一致で決定。据え置きは 2 会合連続。ただ、インフレ動向次第で引き締めを再開する姿勢は維持した。

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(インドネシア)

10 月金融政策会合～50bps の利上げを継続

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

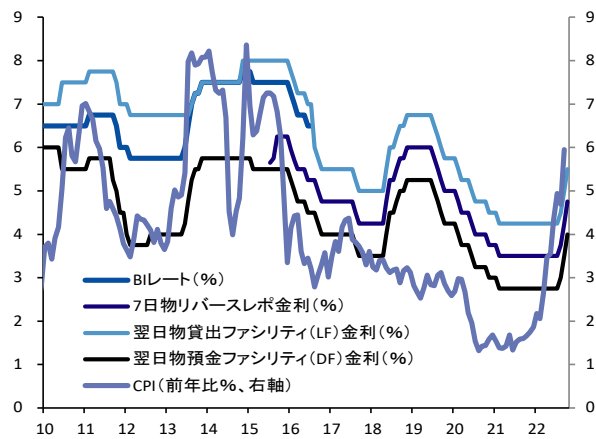
インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 19～20 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートを従来の 4.25%から 50bps 引き上げて 4.75%とした(図表 1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も同じ幅だけ引き上げてそれぞれ 5.50%、4.00%とした。BI は 3 会合連続での利上げを決定し、利上げ幅は 9 月会合に続き 50bps を維持した。なお、ブルームバーグの事前予想では 50bps の利上げが優勢であった。

声明文及びペリーBI 総裁の会見では、前回会合に続きインフレ高進や先進各国の金融引き締めによる 23 年以降の景気減速懸念を指摘。特に、FRB がタカ派姿勢を強めており、新興国全般の通貨安や金融市場の動揺に繋がっている点に言及した。一方、国内経済については引き続き堅調さを維持していると総括。22 年の成長率は従来の予想レンジである前年比+4.5～+5.3%の上限付近となるとの見方を示している。堅調な貿易黒字計上が続いているほか、消費者心理はほぼコロナ前の水準まで回復しており(図表 2)、内需主導で 23 年以降も経済活動の正常化が実現していくことに期待感を示した。また、今回の利上げ決定の裏で、市中銀行による資金調達環境の整備を支援することや、来年1月から住宅・自動車ローンの頭金規制を緩和する方針を示すなど、景気支援を継続する方針も示した。

一方、消費者物価指数(CPI)は直近において BI の定める目標レンジ(+2.0%～+4.0%)の上限を 4 か月連続で上振れた(図表 3)。9 月 CPI は前年比+6.0%と 8 月の同+4.7%からまとまった幅で上昇した。食料品・燃料価格を除くコア CPI の上昇も確認されている。消費者心理及び雇用環境の改善に伴い賃金水準が上昇したことで、これが着実にサービス価格に転嫁されているものと考えられる。こうした状況下、ペリー総裁は今回の利上げをインフレ期待の低下と、23 年後半までに CPI を目標レンジに収束させる上で、予防的な措置と位置付けている。一方で、依然インフレは制御可能な水準にあることを強調し、積極的な利上げは必要ないことを示唆した。

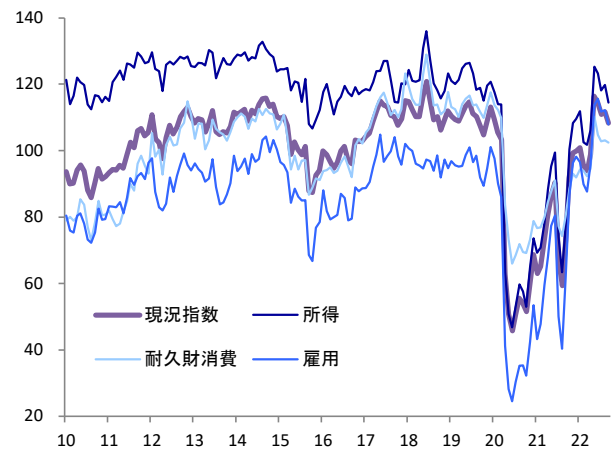
また、今回の利上げは引き続き IDR 相場に配慮する側面もある。9 月 FOMC で米国の政策金利見通しの中央値(ドットチャート)がまとまった幅で引き上げられて以降、IDR は一層ドルに押されて断続的に年初来安値を更新する展開となった(図表 4)。足許においてもバイデン米大統領やイエレン財務長官がドル高を容認する姿勢を示しており、インフレ収束のための金融引き締めを継続する地合いは強い。インドネシア経済には正常化の兆しが見えているが、為替相場においてはドルの強さが目立っており、米国の金融政策の転換がなければ大きなトレンドの変化も期待できない状況にある。IDR の動きについても年末から 23 年初にかけて更なる安値更新の可能性に備えたい。

図表 1: 政策金利と消費者物価の推移



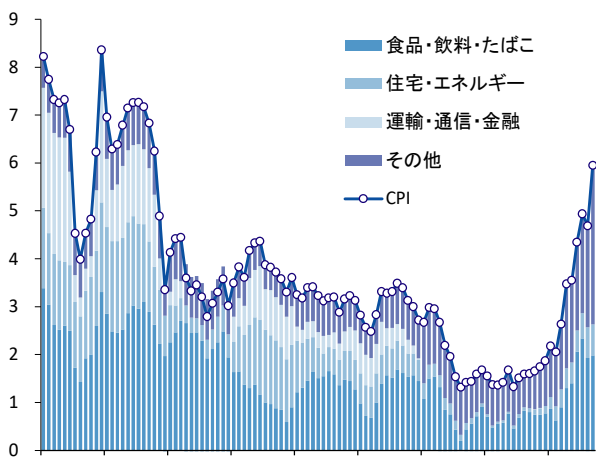
出所: インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: インドネシア消費者信頼感指数



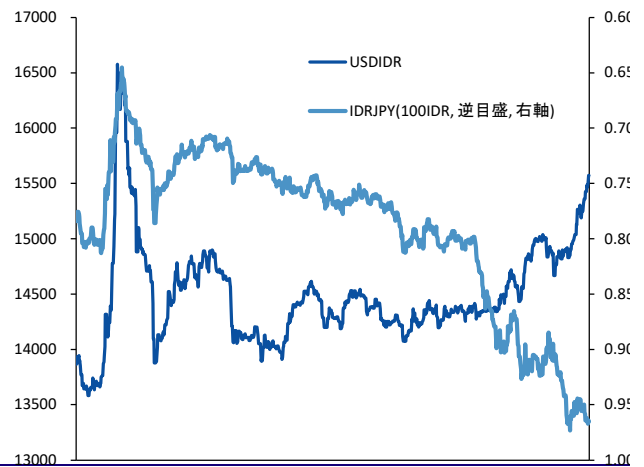
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向（前年比%、%ポイント）



出所: インドネシア中央統計局、CEIC、みずほ銀行

図表 4: IDR 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

今回は全会一致で金利据え置き

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26日、金融政策委員会(Copom)を開催し、事前の市場予想通り、政策金利(翌日物金利、Selic)を13.75%に据え置いた(図表1)。決定は全会一致で行われ、据え置き判断は2会合連続となる。前回9月会合では、9名中2名の委員が25bpの利上げを主張していた。足許ではインフレ率の伸び鈍化が続く一方、先行きについては依然として不透明感が残り、状況次第で引き締め再開もありうるとの見解があらためて示された。

9月のインフレ率(IPCA)は前年比+7.17%と、8月(同+8.73%)に続き伸びは鈍化傾向にある。前月比ベースでは7月以降マイナスが続いている。エネルギーのインフレ率鈍化が際立っており、電力料金の追加徴収終了(4月)や燃料等の課税率引き下げ(6月)といったインフレ抑制策が寄与していることがうかがえる(図表2)。また、9月は食料・飲料も前月比マイナスに転じており、食品等6,195品目の関税率引き下げ(6月)の効果も徐々に現れているようだ。

他方、先々のインフレ見通しに大きな改善はみられていない。BCBの市場サーベイ(10月21日集計)によれば、市場参加者のIPCA見通しは、2022年で前年比+5.6%、2023年で同+4.9%、2024年で同+3.5%という(図表3)。9月会合時では、それぞれ同+6.0%と同+5.0%、同+3.5%であった。足許の実績を踏まえた修正にとどまった格好だ。また、2024年の見通しが同銀のインフレ目標レンジ(2024年:1.50~4.50%)に収まる見通しは維持されているものの、現行のインフレ抑制策の効果とその反動次第で変化しうる点是否めない。

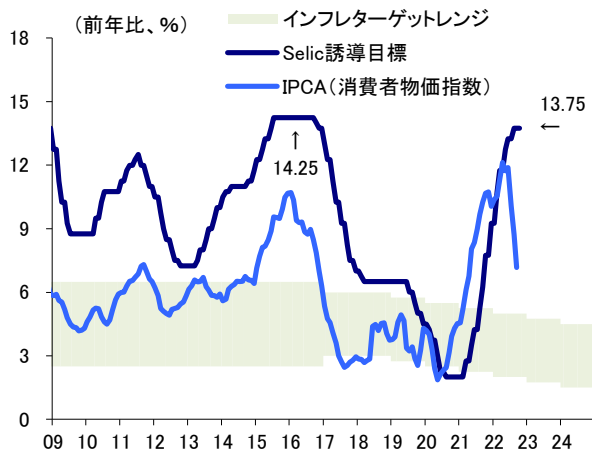
さらに、BCBは明言してはいないが、2023年1月に発足する次期政権下での財政運営を巡る警戒感もあろう。10月30日に予定される大統領選挙の決選投票では、かつて左派政権を率いたルラ元大統領の優勢が伝えられる。大統領選の第一回投票(10月2日)と同時に実施された議会選挙では右派勢力が伸長する一方、左派連合の獲得議席は上院・下院ともに過半数には遠く及ばなかったため、ルラ氏の下で左派政権が成立したとしても急進的な政策転換回避されるとの期待が高まっている。とはいえ、現政権の政策方針からの軌道修正は不可避であり、インフレへの影響としては、財政拡張もさることながら最低賃金引き上げの加速等が懸念材料となる。

かかる状況下、BCBは引き続き、政策金利を据え置くことでインフレ抑制が十分に担保されるのか注意深く検証していく方針だ。また、以下の通り、インフレ動向次第では追加利上げも躊躇しない構えも維持した。市場は2023年に計250bp、2024年に計325bpの利下げを見込むが、BCBとしては、早期の利下げ期待が高まりインフレ見通しが上振れることも避けたいのだろう(図表4)。

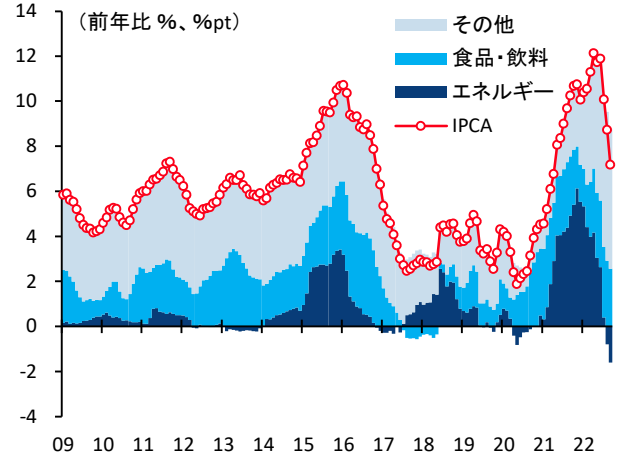
The Committee reinforces that future monetary policy steps can be adjusted and will not hesitate to resume the tightening cycle if the disinflationary process does not proceed as expected.

次回会合(12月7日開催予定)でも金利据え置き判断が続くことになろうが、BRL相場への影響は限定的と考えたい。市場はすでに、BCBが当分政策金利を据え置くであろうということと、FRBが依然として利上げを継続するシナリオを織り込んでい

みられる。金利の水準でみればブラジルが米国を大きく上回っており、ブラジルからの資金流出を抑制しよう。仮に、上述の政策要因から金利据え置きが従来想定以上に長く続く見通しとなれば、その抑制効果は強まるとも考えられる。一方で、それは回復しつつある株式市場への資金流入には逆風となりうる。現政権の改革路線の見直しが外資誘致の停滞を伴えば、直接投資資金の流入も縮小しかねない点には注意したい。

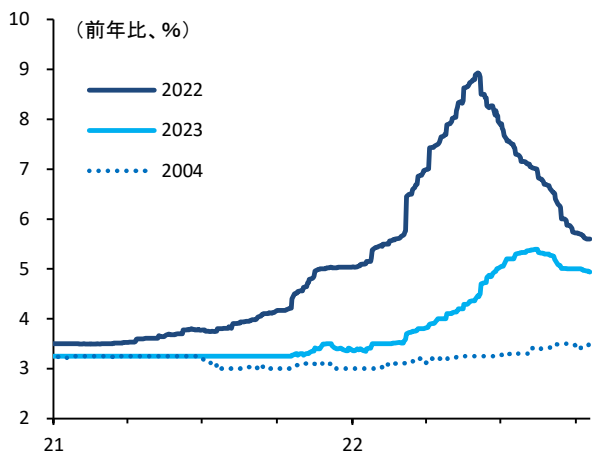
図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)


出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度


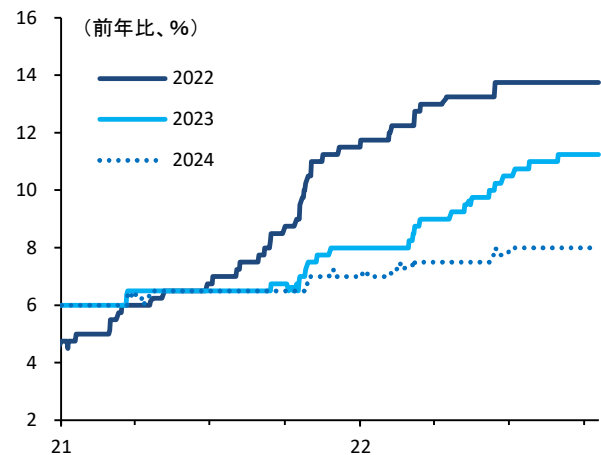
(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)


(注) 2022 年 10 月 21 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

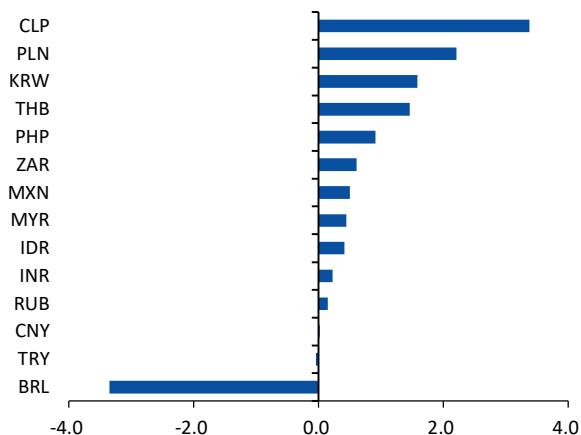
図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)


(注) 2022 年 10 月 21 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

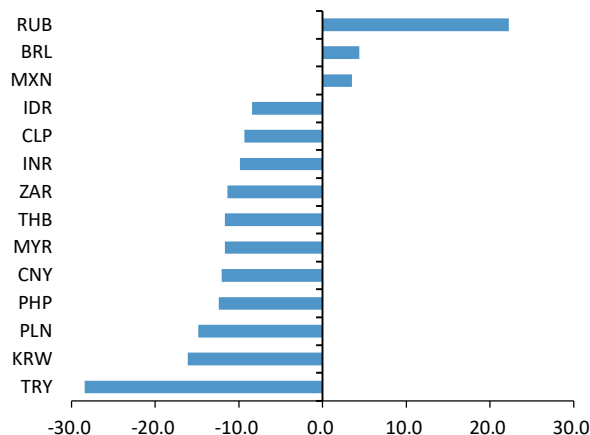
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



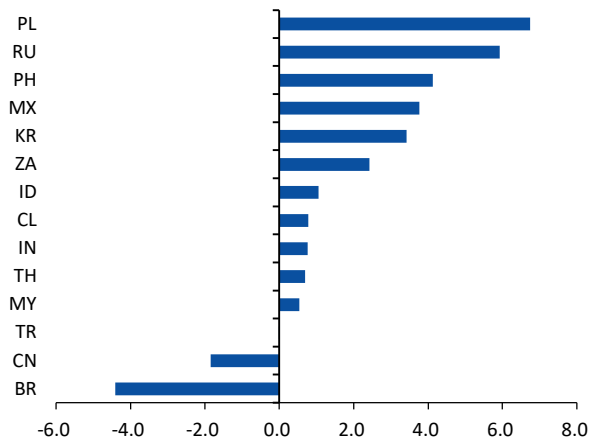
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



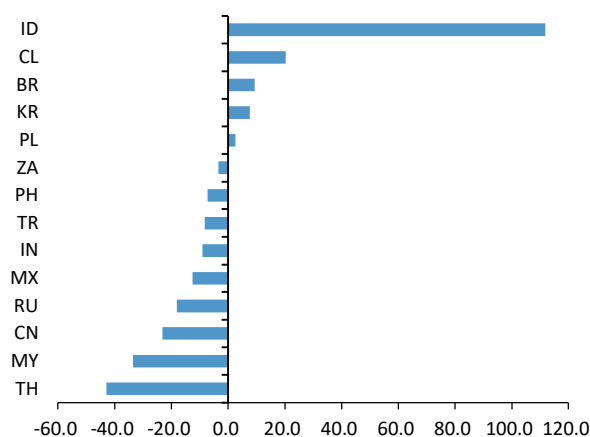
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



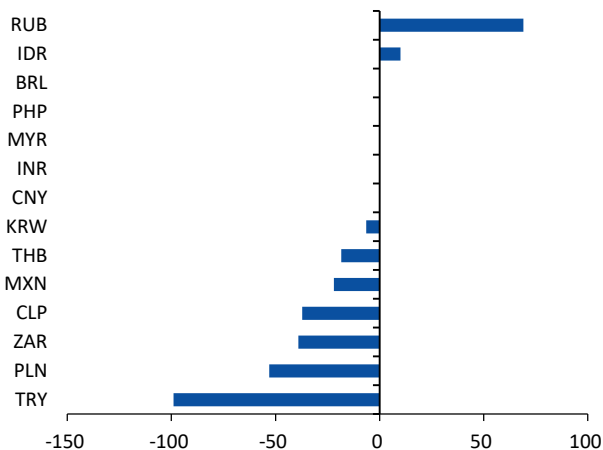
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

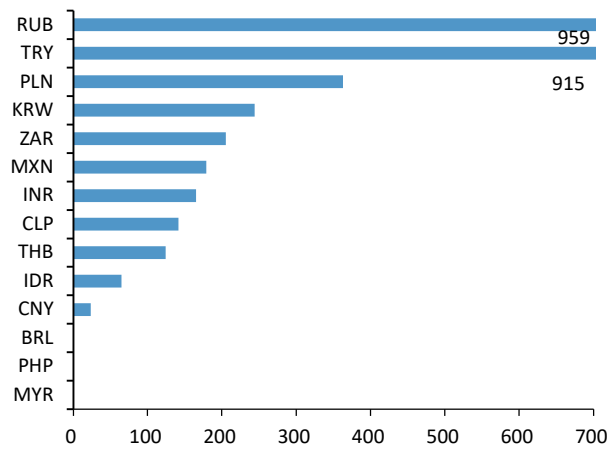
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

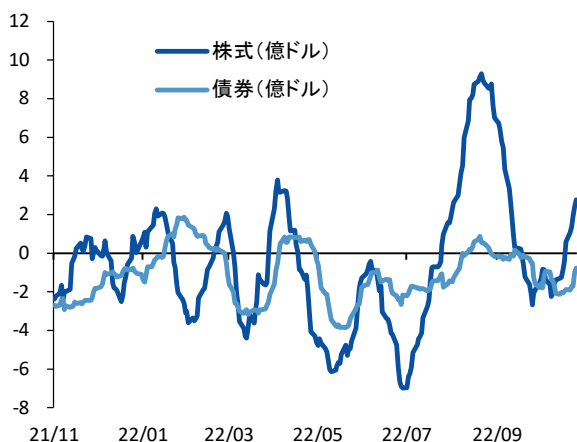


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

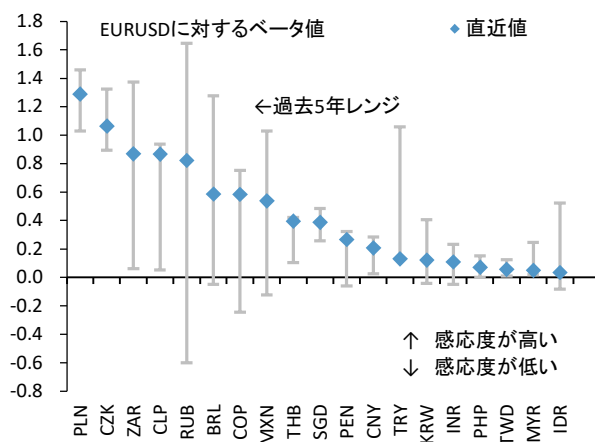
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



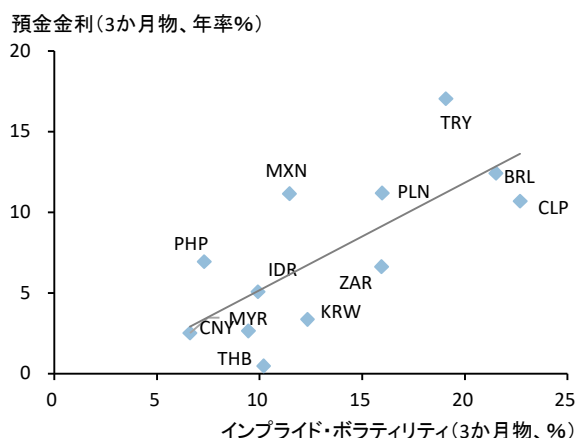
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



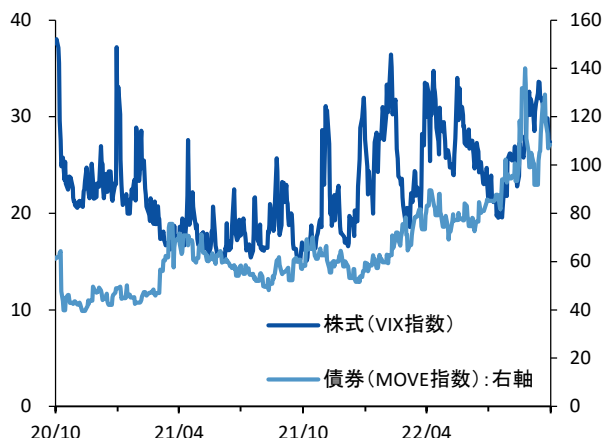
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



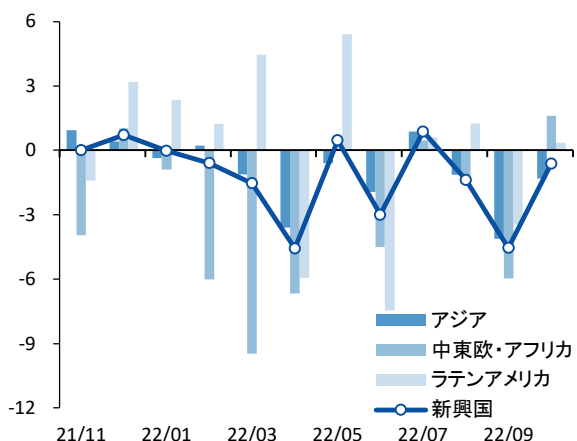
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



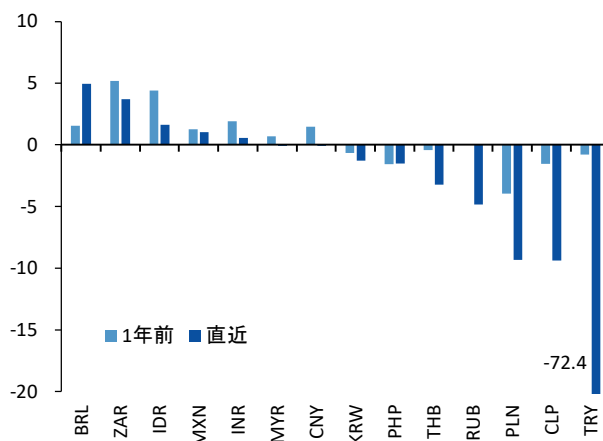
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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						
10月24日 (月)	中国	貿易収支	\$80.30b	\$84.7b	\$79.39b	--
24日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.8%	6.3%	4.2%	--
24日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.0%	5.9%	5.8%	--
24日 (月)	中国	GDP(前年比)	3.3%	3.0%	0.4%	--
24日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.0%	2.5%	5.4%	--
25日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$2580m	-\$853m	-\$4215m	--
25日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	7.5%	7.5%	7.5%	--
26日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	73	75	--
26日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	78	81	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	2.1%	0.9%	0.5%	--
26日 (水)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	179.8b	-72.0b	--
27日 (木)	韓国	GDP(前年比)	2.9%	3.1%	2.9%	--
27日 (木)	中国	工業企業利益(前年比)	--	-2.3%	-2.1%	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	3.5%	--	3.1%	--
31日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.0%	--
31日 (月)	中国	製造業PMI	--	--	5010.0%	--
31日 (月)	中国	非製造業PMI	--	--	5060.0%	--
31日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-\$3500m	--
11月1日 (火)	韓国	貿易収支	--	--	-\$3770m	-\$3778m
1日 (火)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	4810.0%	--
1日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	6.0%	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	--	--	5.6%	--
3日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	4930.0%	--
3日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	2.5%	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	6.9%	--
4日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$6000m	--
4日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	6.4%	--
中東欧・アフリカ						
10月25日 (火)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	100.3	99.9	--
26日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-1.0%	-3.1%	-0.1%	--
27日 (木)	トルコ	貿易収支	-10.40b	-9.60b	-11.19b	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	15.6%	16.3%	16.6%	--
28日 (金)	ロシア	主要金利	7.5%	--	7.5%	--
31日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	4.7b	--	7.2b	--
11月2日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	-8.8%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	83.5%	--
ラテンアメリカ						
10月24日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$3000m	-\$5678m	-\$4136m	--
25日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.1%	0.2%	-0.4%	--
26日 (水)	ブラジル	SELICレート	13.75%	13.75%	13.75%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-4665.3m	-\$895.4m	-5498.2m	--
28日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	6.7%	--	8.3%	--
31日 (月)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	2.0%	--
31日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	58.2%	--
11月1日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.8%	--
2日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$3994m	--

注: 2022 年 10 月 28 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 1～9月(実績)	SPOT	2022年 12月	2023年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ~ 7.2506	7.2290	7.10	7.15	7.15	7.10	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8500	7.8496	7.85	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 81.950	82.503	83.5	81.8	79.3	77.6	78.5
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 15280	15568	15750	15550	15400	15200	15000
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1442.10	1417.70	1500	1520	1500	1480	1470
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1645 ~ 4.6495	4.7177	4.90	4.85	4.79	4.71	4.68
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 59.071	58.230	60.0	59.2	58.5	58.0	57.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.4492	1.4093	1.43	1.41	1.38	1.38	1.38
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 31.935	32.090	32.5	33.0	32.5	32.0	31.8
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 38.46	37.82	38.7	38.5	38.2	38.0	37.8
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 23876	24836	24500	24400	24300	24200	24100
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	51.1250 ~ 177.2606	61.5000	62.0	64.0	67.0	71.0	75.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ~ 18.2214	17.9890	17.0	16.1	15.0	15.3	15.0
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 18.7658	18.6126	19.2	19.5	19.5	19.0	18.5
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	4.5853 ~ 5.7239	5.3420	5.15	5.05	4.95	4.90	4.90
メキシコペソ	(MXN)	19.4136 ~ 21.4676	19.8356	20.5	20.7	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 ~ 20.872	20.167	20.56	20.28	20.28	20.70	20.99
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 18.589	18.622	18.61	18.49	18.52	18.80	18.95
インドルピー	(INR)	1.491 ~ 1.828	1.771	1.75	1.77	1.83	1.89	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.976	0.940	0.927	0.932	0.942	0.967	0.987
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ~ 10.729	10.306	9.73	9.54	9.67	9.93	10.07
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ~ 32.120	31.042	29.80	29.90	30.27	31.21	31.62
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ~ 2.539	2.502	2.43	2.45	2.48	2.53	2.57
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ~ 103.03	103.72	102.38	102.62	104.92	106.68	106.94
台湾ドル	(TWD)	4.060 ~ 4.685	4.573	4.49	4.39	4.46	4.59	4.66
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.959	3.869	3.77	3.77	3.80	3.87	3.92
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.6152	0.5885	0.60	0.59	0.60	0.61	0.61
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ~ 2.667	2.377	2.35	2.27	2.16	2.07	1.97
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 8.813	8.127	8.59	9.01	9.67	9.61	9.87
トルコリラ	(TRY)	7.271 ~ 9.008	7.855	7.60	7.44	7.44	7.74	8.00
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	20.216 ~ 28.205	27.390	28.35	28.71	29.29	30.00	30.20
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ~ 7.296	7.369	7.12	7.00	6.97	7.03	7.05

注: 1. 実績の欄は 2022 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 28 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。