

2022年12月9日

## The Emerging Markets Weekly

### ゼロコロナ政策の緩和で CNY が反発

**新興国市場:** 前週末 2 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間は前日のドル弱含みに IDR や THB、PHP の上昇が目立った。欧米時間は、米 11 月雇用統計が市場予想を上振れ、米金利上昇とドル高が急速に進むもすぐに巻き戻されるなど値の荒い展開。ZAR や東欧通貨の多くが上昇した一方、MXN は前日比▲1%超下げた。週初 5 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。週末に中国でゼロコロナ政策の一部緩和が発表されたことで CNY が大きく上昇、約 3 か月ぶりに 7.0 を下回った。KRW や MYR も堅調。他方、INR や PHP は弱含んだ。欧米時間は大半の新興国通貨が下落。米 11 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を上振れ、米金利が再上昇、ドル高が進んだ。MXN と BRL は前日比▲1%超下落した。6 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ大半が下落。KRW は前日比▲2.0%と大幅反落、THB や IDR、TWD も値を下げた。欧米時間の新興国通貨はまちまち。複数の米銀幹部が米景気の先行き懸念に言及し、株安、金利低下が進む中でドルはもみ合いに終始した。BRL が反発、大統領の弾劾懸念がやや和らぎつつある ZAR は 3 日続伸も、MXN は 3 日続落となった。7 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。中国でゼロコロナ政策の緩和が発表されるも、事前報道通りであったこともあり市場の反応は限定的。上昇は PHP や CNY、INR にとどまった。欧米時間の新興国通貨は大半が上昇。米金利低下に伴うドル安が支えとなった。ZAR は前日比+1.0%と 4 日続伸、MXN や BRL、東欧通貨が堅調だった。8 日、新規材料に乏しい中、新興国通貨はまちまち。アジア時間では、観光持ち直し期待から THB の上昇が目立った。欧米時間に入るとドル安が再開。ユーロ高に連れて東欧通貨の多くが上昇した。他方、祝日が目立った中南米通貨は動意薄となった。

**アジア:** 2 日発表の韓国 11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+5.0%と前月 (同+5.7%) から鈍化、市場予想 (同+5.2%) も下回った。6 日発表のフィリピン 11 月 CPI は前年比+8.0%と前月 (同+7.7%) から加速、市場予想 (同+7.8%) も上回った。7 日発表のタイ 11 月 CPI は前年比+5.55%と前月 (同+5.98%) から鈍化、市場予想 (同+5.80%) も下回った。インド準備銀行 (RBI) は 7 日、政策金利を 35bp 引き上げ 6.25%にすると決定した。ダス RBI 総裁は、インフレ率をより管理可能な水準に戻す取り組みを弱めることはないと言った。

**中東欧・アフリカ:** 5 日発表のトルコ 11 月 CPI は前年比+84.4%と前月 (同+85.5%) からやや鈍化。伸び率の縮小は 2021 年 5 月以来となる。6 日発表の南アフリカ 7~9 月期実質 GDP は前期比+1.6%と市場予想 (同+0.4%) を上回った。洪水の影響でマイナス成長となった前期から持ち直した。

**ラテンアメリカ:** ブラジル中央銀行 (BCB) は 7 日、政策金利を 13.25%に据え置くと決定した。据え置きは 3 会合連続。財政政策が及ぼす資産価格やインフレへの影響を注視し、必要なら金融引き締め再開も躊躇しないとした。8 日発表の 11 月メキシコ CPI は前年比+7.80%と前月 (同+8.41%) から減速した。

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(新興国)

### ブラジルで目立つ PMI 低下

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

S&P Global 社が集計するグローバル購買担当者指数 (PMI) によれば、11 月製造業 PMI は 48.8 と前月 (49.4) からさらに低下した。先進国では生産と新規受注が引き続き悪化。新興国は新規受注がやや持ち直すも、いずれも拡大/縮小の目安となる 50 を依然下回っている (図表 1、2)。また、11 月非製造業 PMI も 48.1 と前月 (49.2) からさらに低下。活動指数は先進国 (47.5)、新興国 (49.2) とともに前月比で低下したほか、新興国の新規受注は 50 を割り込んだ。

これらを合わせたコンポジット PMI は 48.0 と前月 (49.0) からさらに悪化。8 月以降、50 割れが続く。世界経済の実質 GDP 成長率は、7~9 月期もしくは 10~12 月期にも前期比マイナスに落ち込む可能性が示唆される (図表 3)。

世界的な需要の減退により、貿易活動は減速が予想される。グローバル製造業 PMI の新規輸出受注指数 (46.2) は前月比横ばいも、コロナショック時を除けば、2009 年以降で最低の水準に近い。特に、米欧を中心に先進国の落ち込みが目立つ (図表 4)。現状のところ、世界の貿易量に顕著な落ち込みは確認できないものの、これには足許で供給制約が大きく改善したことも考慮する必要があるだろう (図表 5)。この効果が一巡してくると、貿易量減少が顕在化してこよう。

需要減退と供給制約改善は在庫を巡る企業マインドも変えつつある。グローバル製造業 PMI の原材料在庫指数 (49.8) は 2020 年 5 月以来の 50 割れとなった。在庫購入数量指数 (45.5) もさらなる低下が続く。11 月は先進国と新興国のいずれもで、両指数の 50 割れが確認された (図表 6、7)。先進国では製品在庫指数が 50 超 (在庫増) を保っていることについては、急速な在庫積み上げていた中で需要が減退したことによる、意図せざる在庫増の可能性もあろう。いずれにせよ、生産見通し指数からは先行きへの慎重姿勢がうかがえる (図表 8)。

なお、個別の新興国では、ブラジルの製造業 PMI が急速に悪化 (50.8→44.3) した。生産 (51.6→43.7)、新規受注 (48.3→38.9) の急低下が寄与した。新規輸出受注 (45.7→37.6) の変化は上述の世界的な需要減退を象徴するようにみえる。もともと、非製造業 PMI (54.0→51.6) もそれなりに低下している。大統領選を経ての経済政策見直しへの懸念も一定程度反映されたものと考えたい。また、台湾の製造業 PMI (41.6) も低迷が続く。2023 年の半導体市況はマイナス成長に至るとの見通しの中、中国経済が持ち直しに時間を要している点が重しのような。その中国は製造業 PMI (49.4) が前月比やや持ち直しも、非製造業 PMI (46.7) は一段と低下。ただ、足許ではゼロコロナ政策緩和の動きも出てきており、12 月の PMI を改善させることになりそう。

一方で、インドは製造業/非製造業ともに PMI 指数は比較的高い水準を保っている。生産や新規受注が前月比で小幅上昇、新規輸出受注や原材料在庫も高水準と、他国とは一線を画す状況。引き続き、経済持ち直しが他国とラグをもって生じたこと、地政学的な恩恵の享受等が背景にあるとみられる。

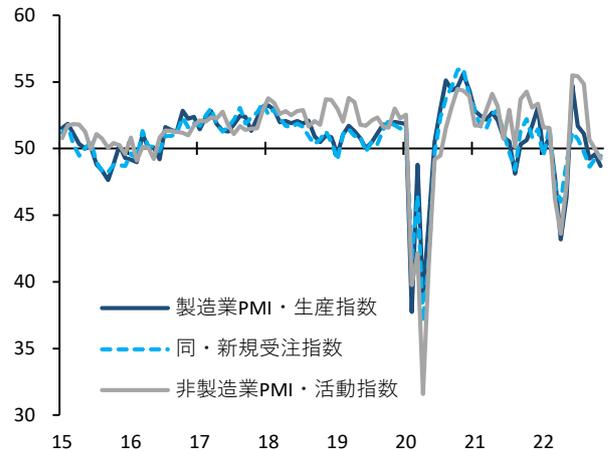
(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、12 月 6 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



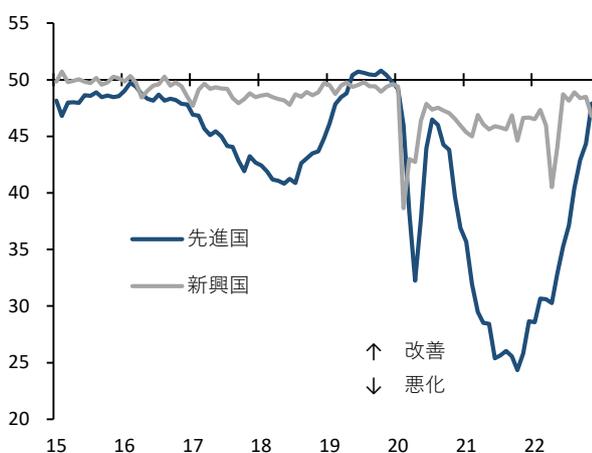
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・新規輸出受注指数と世界の貿易量



(注) 貿易量は直近3か月とその前の3か月とを比較した伸び率  
出所: S&P Global、CPB、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・入荷遅延指数



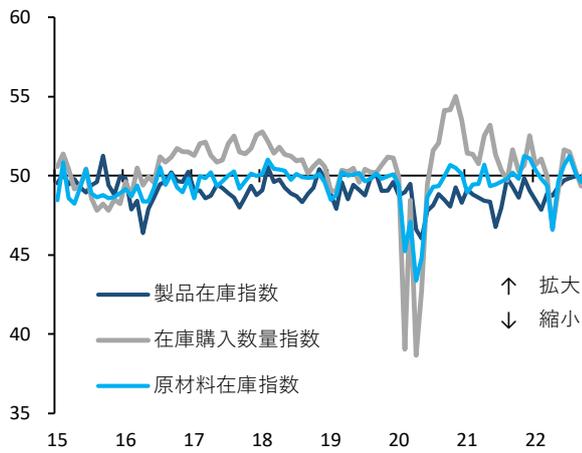
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 先進国の製造業 PMI・在庫関連指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表7:新興国の製造業PMI・在庫関連指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表8:製造業PMI・生産見通し指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

## 市場概観(インド)

### 12月金融政策会合～インフレ抑制は課題も、メンバーの見解には差も～

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5～7日、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うち5人の賛成のもと)で5.90%から6.25%へ引き上げることを決定した(図表1)。利上げは5会合連続での実施となり、利上げ幅は9月会合での50bpsから35bpsへ縮小した。また、他1名については利上げに反対した。なお、ブルームバーグの事前予想でも35bpsの利上げの予想が有力であった。

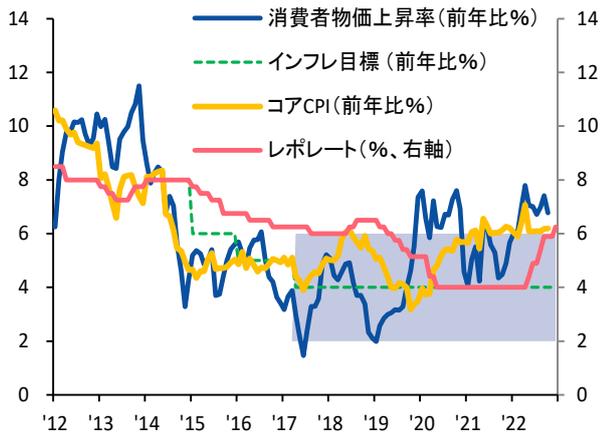
声明文及びダス RBI 総裁の会見では前回会合に続いて足許の世界経済に対して複数のリスク要因を指摘。具体的にはウクライナ危機の長期化をはじめ、世界的なインフレの高進、各国中銀による金融引き締めに伴うリスク心理の悪化のほか、ドル高の進行に伴う新興国の資金フローの悪化などを挙げた。こうした中で、先月公表された7～9月期実質GDP成長率は前年同期比+6.3%と8四半期連続でプラスを維持(図表2)。内訳をみると、個人消費と設備投資の活発化がGDPをけん引した。業種別では鉱工業に代わり建設業やサービス業が成長のドライバーとなった。一方で、今後の見通しについては外部環境に左右される点も多く不確実性を伴うとした上で、22年度の成長率を前年比+6.8%と従来予想の同+7.0%から引き下げた。

国内のインフレ動向について、直近の10月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.8%となり、9月の同+7.4%から減速した。食料品価格や燃料価格などの変動の大きい品目の下落がインフレ減速に寄与したが、コアベースは高水準の推移が続くなど、その他の品目における寄与度に大きな変化は確認されなかった(図表3)。なお、22年度のインフレ見通しについては従前からの前年比+6.7%に据え置いた。こちらもウクライナ危機の動向や資源価格の変動など不確実性を伴う内容であるが、RBIのインフレ目標(+2.0～+6.0%)を超える予想となっており、インフレ率が目標レンジに収束するまでには23年の春先頃まで時間を要するとしてインフレの長期化を示唆した。

今後の政策対応として、RBIは引き続きインフレの抑制に注力していく方針を示している。インフレの最悪期を脱してはいるものの、コアベースでも前年比+6%付近での推移が継続しており、利上げの他にも市場の流動性供給の管理なども合わせながら、目標レンジへの収束を目指すものと考えられる。また今回、MPCメンバー間でもやや見解が異なる点があったことが確認されており、金融緩和姿勢の撤回が多数を占める結果となった一方、世界景気減速懸念に配慮して慎重な姿勢を見せるメンバーもいた。次回会合では更に意見が割れることも想定されよう。

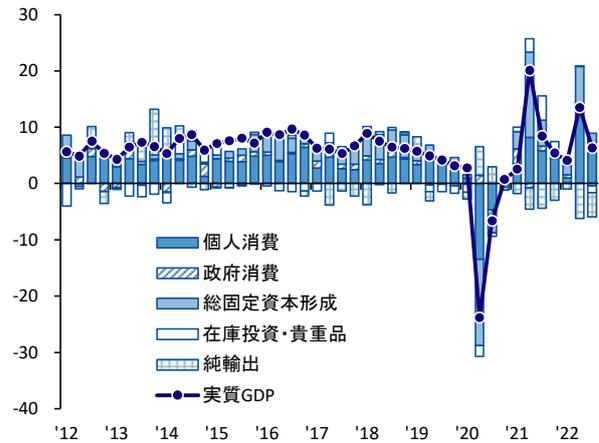
為替の観点からはFRBも12月のFOMCで利上げペースを減速させることが確実な情勢で、米金利の動向も踏まえてINRの下落もようやく一服した状況だ(図表4)。そうは言っても、FRBが今後どれだけの期間、どこまで利上げを継続するかは不透明感が残る。今後はINR安一辺倒の相場動向にはならないと予想するも、下落要因としてウクライナ危機の動向をはじめとした地政学リスクの顕在化や、商品価格の急騰には警戒したい。

図表 1: 政策金利とインフレ目標



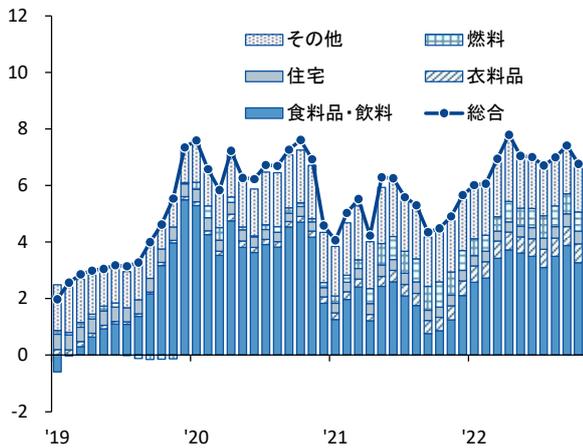
出所: Bloomberg、CEIC、みずほ銀行  
注: 青枠はインフレ目標のレンジ

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



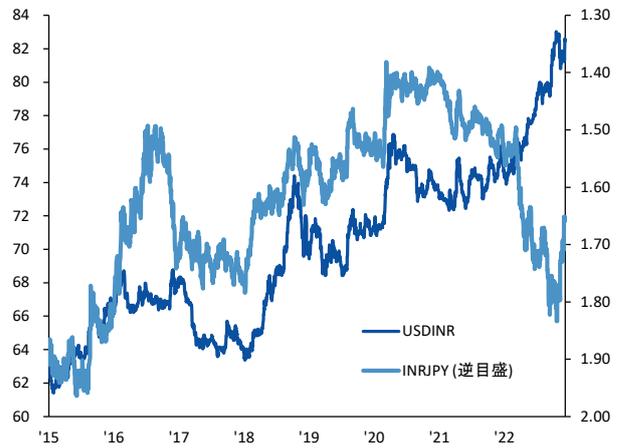
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

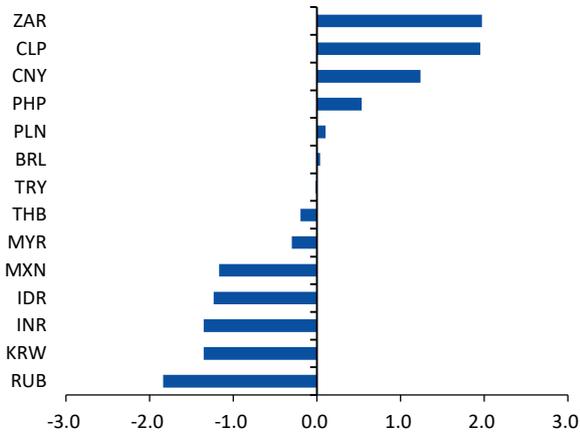
図表 4: INR 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

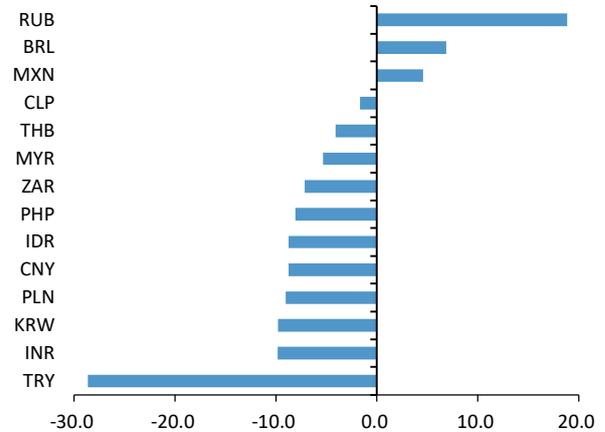
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



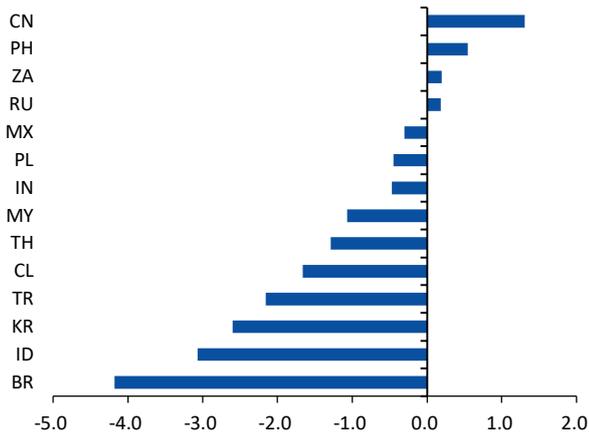
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



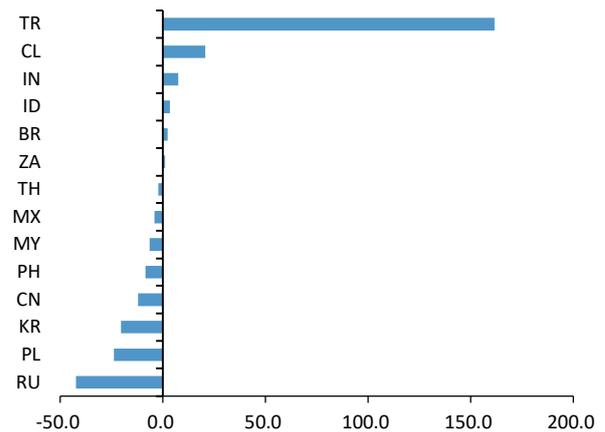
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



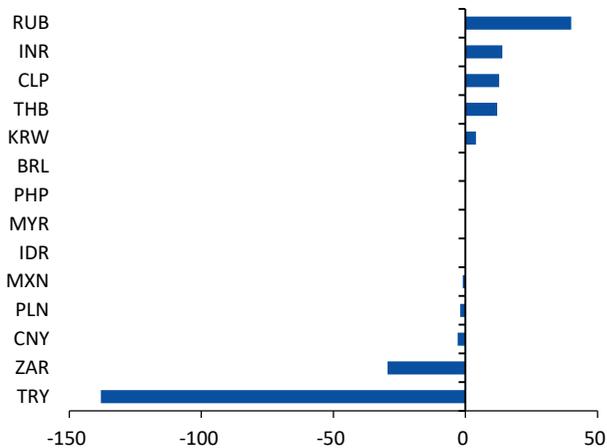
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

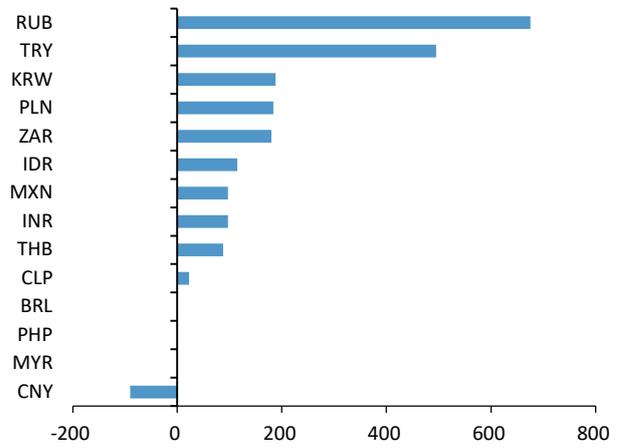
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)

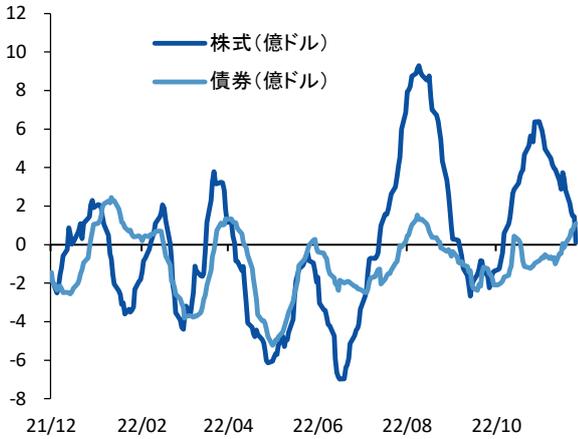


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

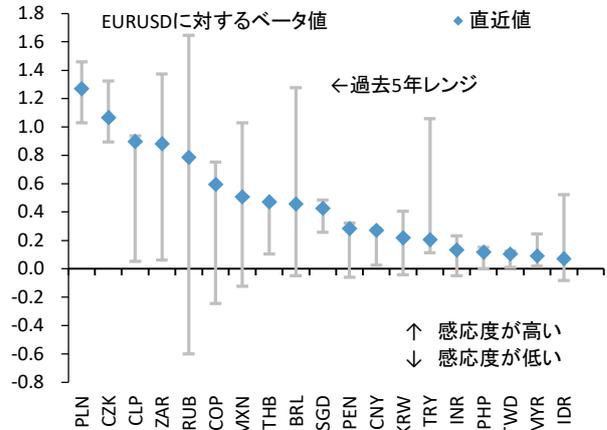
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



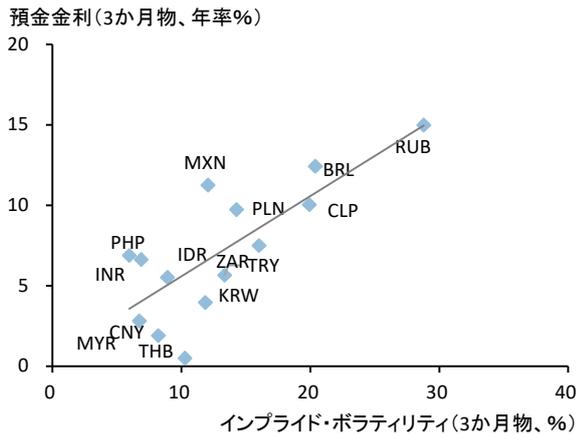
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



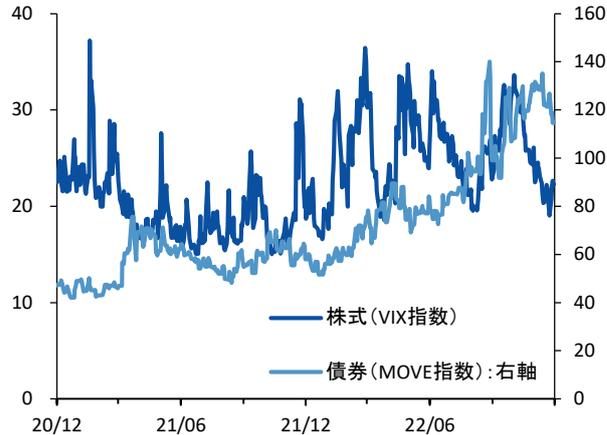
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



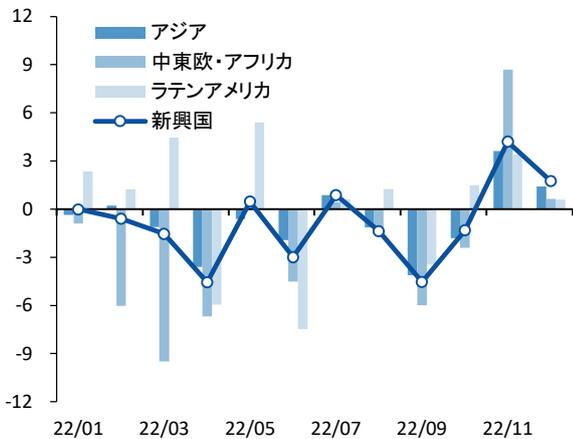
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



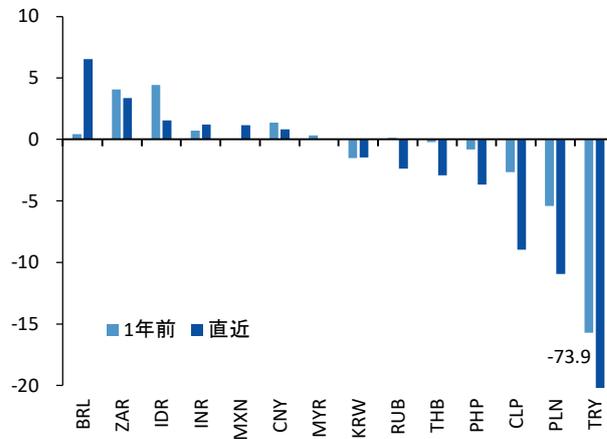
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
12月5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	48.0	46.7	48.4	--
5日 (月)	インド	S&P Global India PMI Services	--	56.4	55.1	--
5日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	10.4%	10.4%	11.2%	11.3%
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	7.8%	8.0%	7.7%	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.5%	2.4%	2.7%	2.7%
7日 (水)	中国	貿易収支	\$78.05b	\$69.84b	\$85.15b	--
7日 (水)	タイ	CPI(前年比)	5.8%	5.6%	6.0%	--
7日 (水)	インド	RBILレポート	6.25%	6.25%	5.90%	--
7日 (水)	台湾	貿易収支	\$3.00b	\$3.43b	\$2.99b	--
9日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$1611.2m	--
9日 (金)	中国	PPI(前年比)	-1.5%	--	-1.3%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	1.6%	--	2.1%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	-0.4%	--	3.1%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.4%	--	6.8%	--
13日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$4800m	--	-\$4820m	-\$4821m
14-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	-16.6%	--
14-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	5.7%	--
14-17日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.8%	--
15日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.6%	--	5.0%	--
15日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	-4.0%	--	-0.5%	--
15日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.6%	--	5.8%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	\$3100m	--	\$5670m	--
15日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	5.00%	--
15日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.750%	--	1.625%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-5.6%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
12月6日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.4%	1.6%	-0.7%	--
8日 (木)	南ア	経常収支	-0.4%	-6.3%	4.9%	5.0%
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	\$340m	\$24m	--
9日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	12.1%	--	12.6%	--
12日 (月)	トルコ	経常収支	-1.63b	--	-2.97b	--
13日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-0.3%	--	0.4%	--
14日 (水)	南ア	CPI(前年比)	7.5%	--	7.6%	--
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-0.6%	--
15日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	-4.0%	--
16日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	7.50%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
12月6日 (火)	メキシコ	総設備投資	5.5%	3.3%	6.5%	5.8%
7日 (水)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	-0.2%	-0.2%	-0.6%	--
7日 (水)	ブラジル	SELICレート	13.75%	13.75%	13.75%	--
8日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.4%	2.7%	3.2%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	7.9%	7.8%	8.4%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	0.5%	--	0.6%	--
12日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	3.4%	--	3.9%	--
14日 (水)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	4.0%	--
15日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	10.5%	--	10.00%	--

注:2022年12月9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 1～11月(実績)	SPOT	2022年 12月	2023年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣元 (CNY)		6.3065 ~ 7.3274	6.9674	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル (HKD)		7.7825 ~ 7.8500	7.7849	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー (INR)		73.779 ~ 83.293	82.433	82.6	81.8	79.8	83.6	81.0
インドネシアルピア (IDR)		14250 ~ 15749	15621	15830	15650	15500	15880	15620
韓国ウォン (KRW)		1185.81 ~ 1444.78	1318.05	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリング (MYR)		4.1645 ~ 4.7485	4.4015	4.55	4.51	4.45	4.62	4.50
フィリピンペソ (PHP)		50.753 ~ 59.329	55.470	58.2	57.8	57.5	58.8	57.5
シンガポールドル (SGD)		1.3408 ~ 1.4492	1.3530	1.40	1.39	1.38	1.40	1.38
台湾ドル (TWD)		27.496 ~ 32.379	30.695	31.5	31.5	31.0	30.5	30.0
タイバーツ (THB)		32.09 ~ 38.46	34.83	35.3	34.8	34.6	34.6	34.4
ベトナムドン (VND)		22627 ~ 24874	23915	24750	24400	24300	24680	24400
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル (BRL)		4.5853 ~ 5.7239	5.2169	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ (MXN)		19.0401 ~ 21.4676	19.6244	19.5	19.8	20.0	20.1	20.2
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣元 (CNY)		17.867 ~ 20.965	19.569	19.30	19.16	19.01	19.86	20.43
香港ドル (HKD)		14.576 ~ 19.357	17.544	17.60	17.50	17.26	17.93	18.33
インドルピー (INR)		1.491 ~ 1.837	1.658	1.67	1.67	1.69	1.67	1.77
インドネシアルピア (100IDR)		0.792 ~ 0.976	0.874	0.872	0.875	0.871	0.882	0.915
韓国ウォン (100KRW)		9.322 ~ 10.776	10.365	10.45	10.22	10.23	10.77	11.09
マレーシアリング (MYR)		27.109 ~ 32.120	31.147	30.33	30.38	30.34	30.30	31.78
フィリピンペソ (PHP)		2.202 ~ 2.563	2.457	2.37	2.37	2.35	2.38	2.49
シンガポールドル (SGD)		84.19 ~ 106.28	100.94	98.36	98.70	97.68	100.14	103.32
台湾ドル (TWD)		4.060 ~ 4.721	4.465	4.38	4.35	4.35	4.59	4.77
タイバーツ (THB)		3.416 ~ 3.981	3.930	3.91	3.94	3.90	4.05	4.16
ベトナムドン (10000VND)		0.5005 ~ 0.6168	0.5713	0.56	0.56	0.56	0.57	0.59
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル (BRL)		20.216 ~ 29.247	26.120	26.54	26.71	26.73	28.00	28.60
メキシコペソ (MXN)		5.377 ~ 7.580	6.960	7.08	6.92	6.75	6.97	7.08

注:1. 実績の欄は2022年11月30日まで。SPOTは12月9日の8時40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。