

2022 年 12 月 16 日

## The Emerging Markets Weekly

### 欧米中銀はタ力派姿勢を堅持

**新興国市場:** 前週末 9 日、アジア時間の新興国通貨は上昇。前日からのドル弱含みや中国のゼロコロナ規制緩和を巡る期待感が支えとなった。欧米時間の新興国通貨は軟調。米 11 月生産者物価指数(PPI)が市場予想を上振れ、FOMC を控えて警戒感が高まった。国営電力公社が電力供給削減を延長したこともあり、ZAR は前日比▲1.1%下落した。週初 12 日、アジア時間の新興国通貨は反落。前週末に生じた市場の警戒感を引き継いだ。欧米時間も大半の新興国通貨が続落。米 11 月消費者物価指数(CPI)や欧米中銀のイベントを控えて、警戒姿勢が続いた。ZAR は前日比▲1.3%と続落。閣僚人事を巡って財政不安が燻り BRL も大きく下げた。13 日、アジア時間の新興国通貨は、前日からの警戒感が残りまちまち。KRW が反発した一方、MYR や PHP は値を下げた。欧米時間の新興国通貨は総じて上昇。米 11 月 CPI はコアも含めて市場予想を下回り、FOMC を巡る警戒感が後退した。米金利低下とドル急落が促された。ZAR は前日比+1.8%と大幅反発。南アフリカ議会が、資金疑惑を巡るラマポーザ大統領の弾劾手続きを実施しないことを決めた。このほか、MXN や東欧通貨の上昇が目立った。14 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れを引き継ぎ総じて堅調。KRW や THB、TWD が買われた。欧米時間の新興国通貨はまちまち。FOMC の結果はほぼ市場予想通りで、直後にドルが上下するも一時的にとどまった。東欧通貨や ZAR が堅調だった一方、中南米通貨の多くは弱含んだ。15 日、アジア時間は大半の新興国通貨が値を下げた。中国の 11 月主要経済指標の下振れや感染者急増が重しそなった。KRW や THB が売られた。欧米時間も新興国通貨は下落。ECB の利上げ継続姿勢に EUR、東欧通貨が一時急速に上昇した。ただ、その後発表された米経済指標の下振れにリスクオフムードが高まると下押しされる展開。ZAR は前日比▲1.9%下落した。

**アジア:** 9 日発表の中国 11 月 CPI は前年比+1.6%と前月(同+2.1%)から鈍化。中国 11 月生産者物価指数(PPI)は前年比▲1.3%と前月(同▲1.3%)に続きマイナスとなった。12 日発表のインド 11 月 CPI は前年比+5.88%と前月(同+6.77%)から鈍化、市場予想(同+6.35%)も下回った。フィリピン中央銀行(BSP)は 15 日、政策金利を 50bp 引き上げ 5.50%にすると決定。今後については利上げペース減速を示唆した。台湾中央銀行(CBC)は 15 日、政策金利を 12.5bp 引き上げ 1.750%にすると決定。2023 年の利上げ停止も示唆した。

**中東欧・アフリカ:** 9 日発表のロシア 11 月 CPI は前年比+11.98%と前月(同+12.63%)から鈍化、市場予想(同+12.10%)も下回った。14 日発表の南アフリカ 11 月 CPI は前年比+7.4%と前月(同+7.6%)から僅かに鈍化した。

**ラテンアメリカ:** 9 日発表のブラジル 11 月消費者物価指数(IPCA)は前年比+5.90%と前月(同+6.47%)から鈍化、市場予想(同+6.03%)も下回った。メキシコ中央銀行(Banxico)は 15 日、政策金利を 50bp 引き上げ 10.50%にすると決定。利上げ幅は縮小(75bp→50bp)も、利上げ継続の必要性を示唆した。

#### 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(ブラジル)

### BCB も財政の行方を注視

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 7 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 3 会合連続となる。政府のインフレ抑制策の効果もあり、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る。BCB は声明文で、状況次第では金融引き締めの再開も躊躇しないという姿勢をあらためて示した。

10 月のインフレ率(IPCA)は前年比+6.47%と、9 月(同+7.17%)からさらに鈍化。伸び鈍化は 4 か月連続となる。エネルギーのマイナス寄与度(同▲1.80%pt)が際立つており、電力料金の追加徵収終了(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、食料・飲料の寄与度低下(同▲2.56%pt→▲2.44%pt)からも、食品等 6,195 品目の関税率引き下げ(6 月)の効果がうかがえる。

他方、先々のインフレ見通し小幅ながら上方修正された。BCB の市場サーベイ(12 月 2 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは、2022 年で前年比+5.9%、2023 年で同+5.1%、2024 年で同+3.5%という(図表 3)。9 月会合時では、それぞれ同+5.6%と同+4.9%、同+3.5%であった。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たものの、足許についてはインフレ率の鈍化ペースが想定を下回っており、かつ、先々についてはむしろ追加のインフレ要因が浮上していることが読み取れる。

この点について、BCB は声明文に以下の文章を追加、2023 年 1 月に発足する次期政権下での財政運営の影響についてあらためて警戒感を示した。

**The current scenario, particularly uncertain on the fiscal side, requires serenity when evaluating risks. The Committee will closely monitor future developments in fiscal policy and, in particular, its effects on asset prices and inflation expectations, with potential impacts on the dynamics of future inflation.**

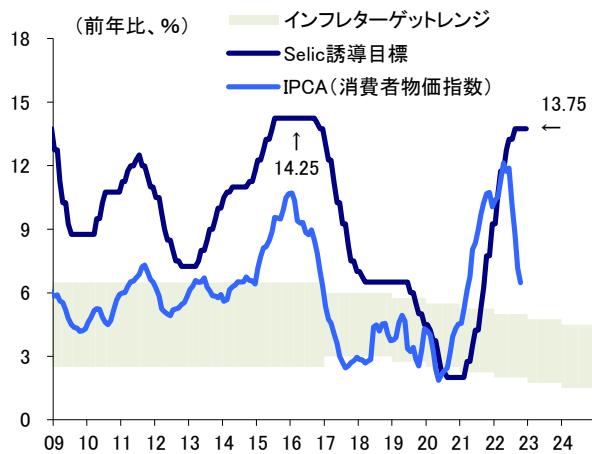
この背景には、次期政権の政権移行チームが正式に発足し、プライオリティの高い政策の内容が具体的になりつつあることが挙げられる。例えば、同チームは、低所得者向け現金給付プログラムの支給額上乗せを模索している。また、現行のインフレ抑制策の一部は継続の方針も見せている。つまり、当初懸念された現行のインフレ抑制策の反動(インフレ加速要因)は回避されることになりそうな一方、需要面からのインフレ圧力が加わることになりうる。さらに、同チームは、上述のプログラムのような追加の社会保障関連費を、政府の歳出の伸びを抑制する歳出上限法の適用外とするよう求め始めている。追加の財源は借り入れとなる。インフレ見通しの上方修正には、財政不安を背景とする通貨安の影響も含まれていそうだ。

10 月の議会選において、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。そのため、次期政権下での急進的な政策転換は回避されるのではないかとの期待があったのは事実だ。しかし、足許では閣僚人事等を通じて上下両院で 6 割超の協力を見込める連立政権の樹立の可能性も

指摘されている。そうしたなかで、政策転換リスクへの警戒感が高まりつつあるようだ。ブラジルの11月PMIは製造業、非製造業ともに大きく低下したが、次期政権下での労務コスト等、いわゆるブラジルコストの高まりを意識せざるを得なくなつたことも影響しているのかもしれない。

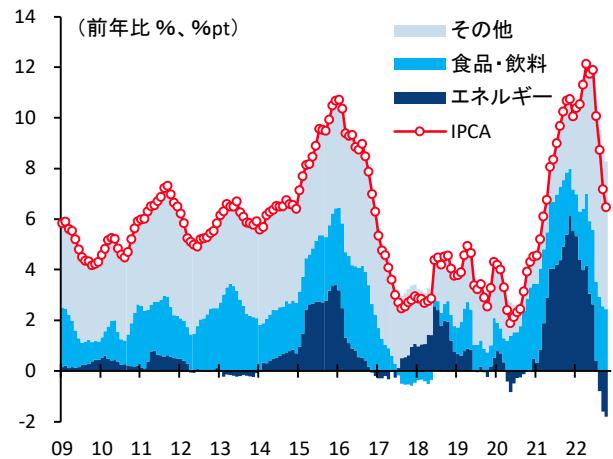
かかる状況下、BCBは引き続き、政策金利を据え置くことでインフレ抑制が十分に担保されるのか注意深く検証していく方針だ。少なくとも、上述のインフレリスクを考慮すれば利下げ議論は時期尚早だろう。実際、市場の2023年末の政策金利見通しは11.75%と、前回会合との比較で50bp上方修正された(図表4)。これは、利上げ着手の後ずれを示唆する。ブラジルでも金融引き締めがより長期化する可能性が高まりつつある点には注意したい。

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

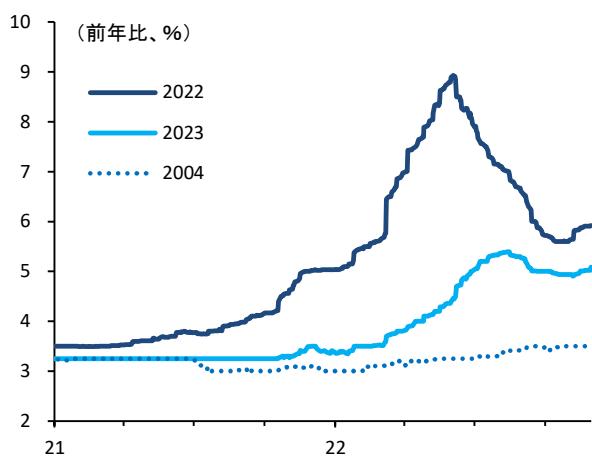
図表2:インフレ率(IPCA)の品目別寄与度



(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

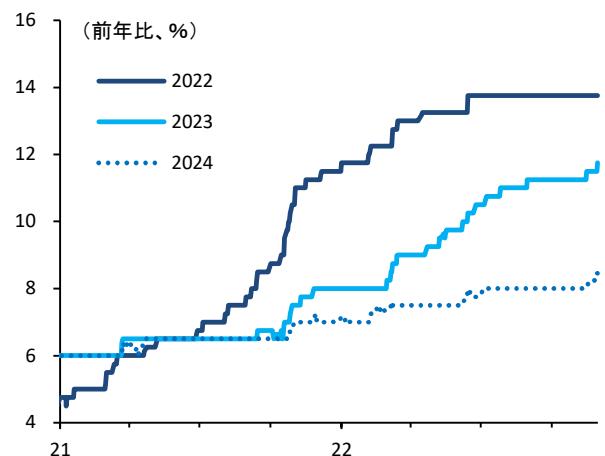
図表3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注)2022年12月2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)

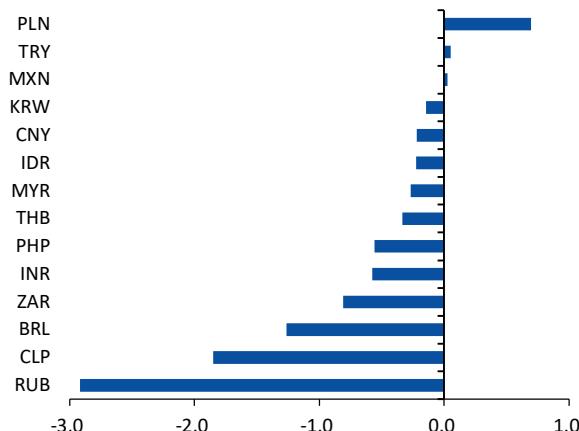


(注)2022年12月2日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

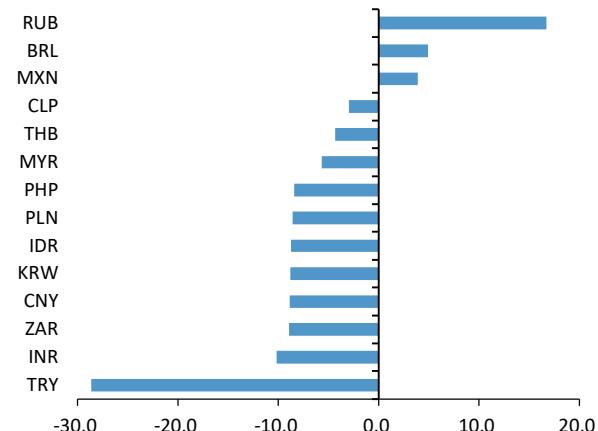
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



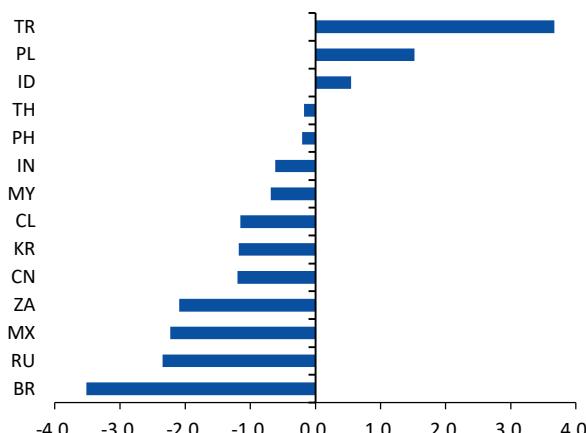
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



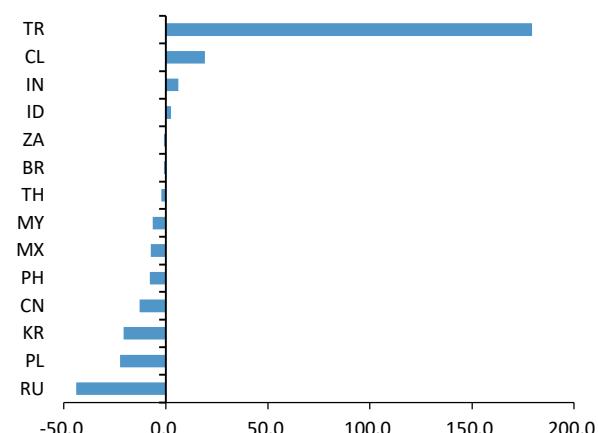
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



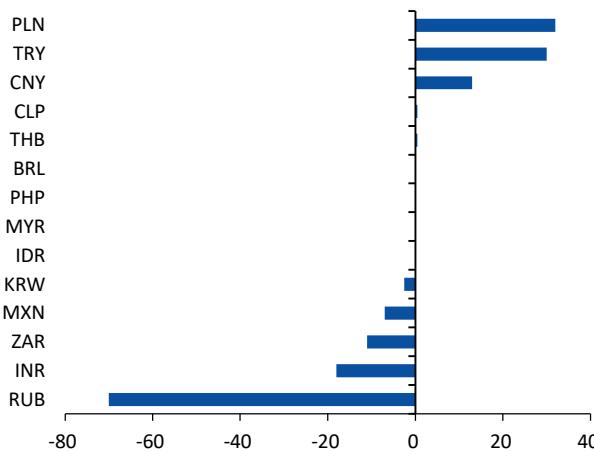
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

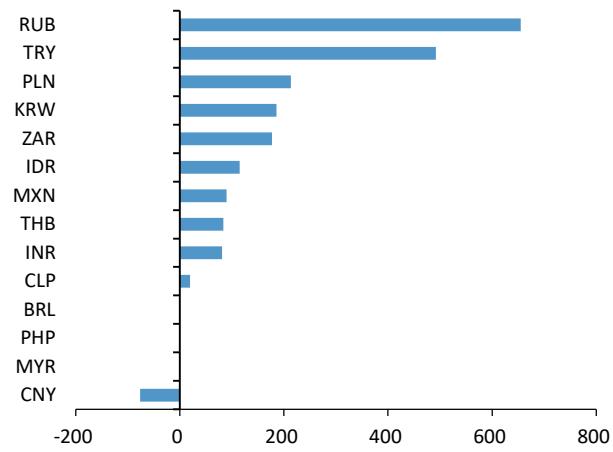
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

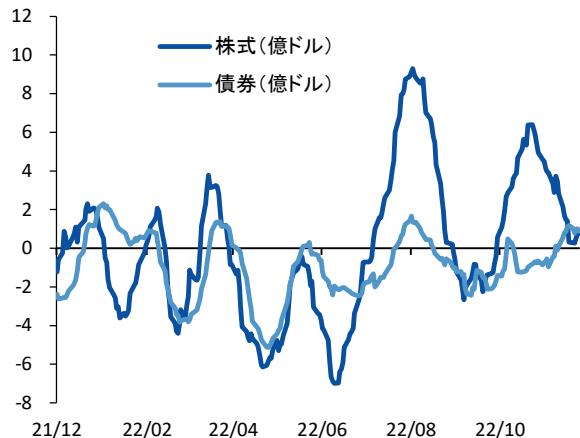


注:データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

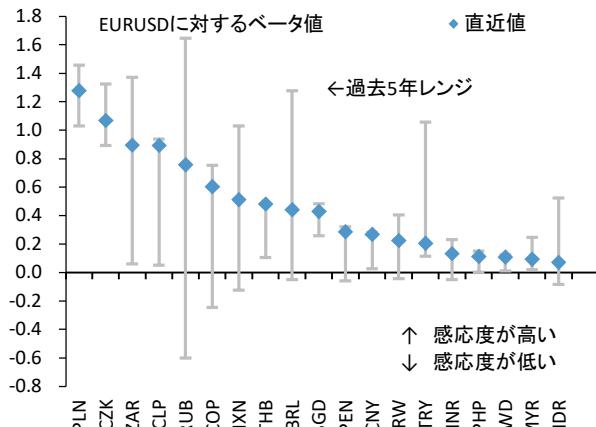
## チャート集

### 主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



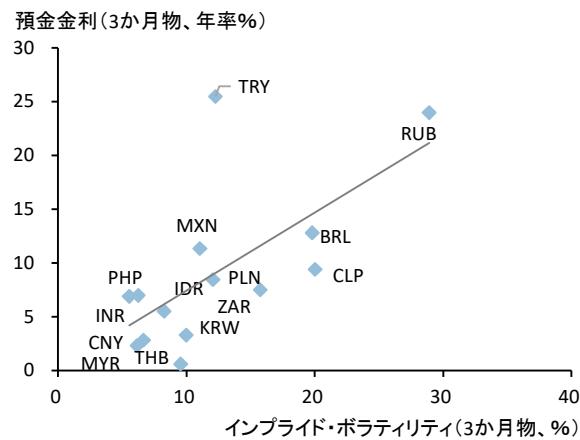
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



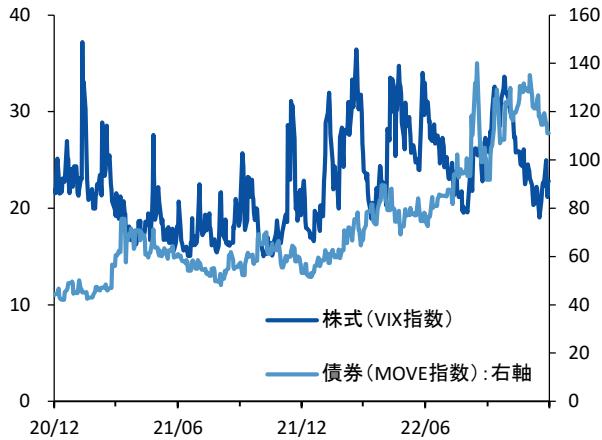
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



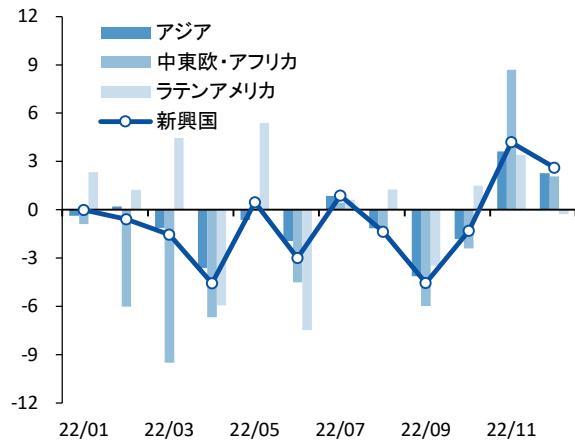
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



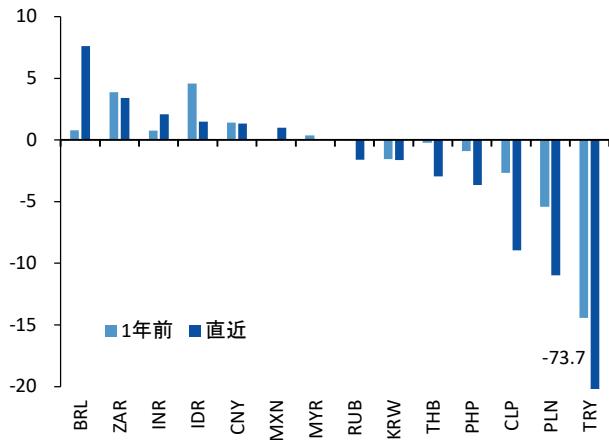
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

### 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12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	-1.0%	-4.0%	3.1%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.4%	5.9%	6.8%	--
13日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$4946m	-\$3310m	-\$4820m	-\$4843m
14日 (水)	インド	卸売物価(前年比)	6.3%	5.9%	8.4%	--
15日 (木)	インド	輸出(前年比)	9.5%	5.6%	12.3%	11.9%
15日 (木)	インド	輸入(前年比)	6.3%	-1.9%	17.4%	--
15日 (木)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.3%	3.5%	3.8%	--
15日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.5%	2.2%	5.0%	--
15日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	-4.0%	-5.9%	-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%	5.3%	5.8%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	\$4330m	\$5160m	\$5670m	\$5593m
15日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	5.50%	5.50%	5.00%	--
15日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.750%	1.750%	1.625%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-6.2%	--	-5.6%	--
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$711m	--
20日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	-12.9%	--	-6.3%	--
22日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	7.3%	--
22日 (木)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$596m	--
22日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレポ <sup>①</sup>	5.50%	--	5.25%	--
23日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	4.0%	--	4.0%	--
23日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.8%	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	6.7%	--
23日 (金)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-4.9%	--	-3.6%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
12月12日 (月)	トルコ	経常収支	-1.60b	-0.36b	-2.97b	-2.88b
13日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	-0.2%	2.5%	0.4%	0.5%
14日 (水)	南ア	CPI(前年比)	7.5%	7.4%	7.6%	--
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.4%
15日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	-4.0%	-3.7%	-4.0%	-3.7%
15日 (木)	南ア	PPI 前年比	15.3%	15.0%	16.0%	--
16日 (金)	ロシア	主要金利	7.50%	--	7.50%	--
22日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	0.8%	--
23日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	38.4%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
12月12日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	3.3%	3.1%	3.9%	3.8%
14日 (水)	ブラジル	経済活動(前年比)	4.0%	3.7%	4.0%	4.5%
15日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	10.50%	10.50%	10.00%	--
20日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.3%	--
21日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$4625m	--
21日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$5541m	--
23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.5%	--
23日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-2011.8m	--
23日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	5.2%	--

注:2022年12月16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	
	対 ドル								
<b>エマージングアジア</b>									
中国 人民元 (CNY)									
香港 ドル (HKD)	6.3065 ~ 7.3274		6.9738	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00	
インド ルピー (INR)	7.7825 ~ 7.8500		7.7763	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80	
インドネシア ルピア (IDR)	73.779 ~ 83.293		82.754	82.6	81.8	79.8	83.6	81.0	
韓国 ウォン (KRW)	14250 ~ 15749		15618	15830	15650	15500	15880	15620	
マレーシア リンギ (MYR)	1185.81 ~ 1444.78		1303.45	1320	1340	1320	1300	1290	
フィリピン ペソ (PHP)	4.1645 ~ 4.7485		4.4158	4.55	4.51	4.45	4.62	4.50	
シンガポール ドル (SGD)	50.753 ~ 59.329		55.685	58.2	57.8	57.5	58.8	57.5	
台湾 ドル (TWD)	1.3408 ~ 1.4492		1.3608	1.40	1.39	1.38	1.40	1.38	
タイ バーツ (THB)	27.496 ~ 32.379		30.628	31.5	31.5	31.0	30.5	30.0	
ベトナム ドン (VND)	32.09 ~ 38.46		34.92	35.3	34.8	34.6	34.6	34.4	
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジル ラエル (BRL)									
メキシコ ペソ (MXN)	4.5853 ~ 5.7239		5.3142	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00	
<b>対 円</b>									
<b>エマージングアジア</b>									
中国 人民元 (CNY)									
香港 ドル (HKD)	17.867 ~ 20.965		19.721	19.30	19.16	19.01	19.86	20.43	
インド ルピー (INR)	14.576 ~ 19.357		17.716	17.60	17.50	17.26	17.93	18.33	
インドネシア ルピア (100IDR)	1.491 ~ 1.837		1.650	1.67	1.67	1.69	1.67	1.77	
韓国 ウォン (100KRW)	0.792 ~ 0.976		0.882	0.872	0.875	0.871	0.882	0.915	
マレーシア リンギ (MYR)	9.322 ~ 10.776		10.571	10.45	10.22	10.23	10.77	11.09	
フィリピン ペソ (PHP)	27.109 ~ 32.120		30.932	30.33	30.38	30.34	30.30	31.78	
シンガポール ドル (SGD)	2.202 ~ 2.563		2.440	2.37	2.37	2.35	2.38	2.49	
台湾 ドル (TWD)	84.19 ~ 106.28		101.23	98.36	98.70	97.68	100.14	103.32	
タイ バーツ (THB)	4.060 ~ 4.721		4.463	4.38	4.35	4.35	4.59	4.77	
ベトナム ドン (10000VND)	3.416 ~ 3.981		4.929	3.91	3.94	3.90	4.05	4.16	
<b>ラテンアメリカ</b>									
ブラジル ラエル (BRL)									
メキシコ ペソ (MXN)	20.216 ~ 29.247		25.928	26.54	26.71	26.73	28.00	28.60	

注:1. 実績の欄は 2022 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 16 日の 8 時 30 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。