

2023 年 1 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

目新しい手掛かり材料に乏しくもみ合う

新興国市場: 前週末 13 日、アジア時間の新興国通貨は上昇。前日の米 12 月消費者物価指数(CPI)の鈍化を受けて、FRB のタカ派化懸念が後退した。IDR と THB は前日比+1%超値を伸ばした。欧州時間の新興国通貨は前日の反動から総じて軟調。ただ、米期待インフレの下振れに米国時間には下落幅を縮小する動きがみられた。週初 16 日、アジア時間の新興国通貨は大半が上昇。IDR や PHP が買われる中、CNY は昨年 7 月以来の 6.7 割れを試した後は軟調に推移した。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米国が休場のため方向感に乏しい展開。ZAR は電力不足問題の悪化を手掛かりに前日比▲1.1%下落。このほか、BRL も同▲1%弱値を下げた。17 日、アジア時間の新興国通貨は総じて下落。日銀の政策決定を翌日に控え、市場には大きく相場が変動することへの警戒感が広がった。IDR の下げが目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米 1 月 NY 連銀製造業景気指数の下振れにドルが一時弱含むも、「ECB は 2 月に 50bp 利上げした後、3 月には 25bp へ利上げ幅を縮小する」との関係者発言が報じられると、ドルは反転上昇した。東欧通貨の多くが下落した一方、BRL や MXN は堅調さを見せた。18 日、アジア時間は大半の新興国通貨が堅調。日銀が金融政策の現状維持を決め、市場の不透明感が後退する格好となった。THB や INR の上昇が目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。円高再燃や米経済指標の下振れにドル安が当初進むも、FRB 高官らのタカ派発言に巻き戻す展開。東欧通貨には底堅さが見られたものの、BRL や MXN は前日比▲1%超下落した。19 日、アジア時間の新興国通貨は大半が下落。前日の米国時間に強まったリスク警戒感を引き継いだ。欧米時間の新興国通貨はまちまち。東欧通貨は、ECB 高官らのタカ派発言によるユーロ高が支えとなるも、ZAR は前日比▲1%弱下落、MXN も値を下げた。

アジア: 韓国銀行(BOK)は 13 日、金融政策会合を開催し政策金利を 25bp 引き上げ 3.50%にすると決定した。李総裁は景気減速に言及。声明文によれば、今後は追加利上げの程度ではなく是非を検討していくとされた。中国人民銀行(PBoC)は 16 日、1 年物中期貸出制度(MLF)金利を 2.75%に据え置いた。据え置きは 5 か月連続。また、同行は 17 日、春節を控えてネットで 5,040 億元の追加資金供給を実施した。17 日発表の中国 2022 年 10~12 月期実質 GDP は前期比+0.04%と前期(同+3.91%)から鈍化も、市場予想(同▲1.1%)は上回った。年間では同+3.0%と政府目標(同+5.5%)を大幅に下回った。マレーシア中央銀行(BNM)は 19 日、市場の利上げ予想に反し、政策金利を 2.75%に据え置くことと決定。これまでの利上げ効果を見極めるとした。インドネシア中央銀行(BI)は 19 日、政策金利を 25bp 引き上げ 5.75%にすると決定。引き締め度合いは、年後半にインフレ目標を達成するのに「十分」との見解を示した。

中東欧・アフリカ: 18 日発表の南アフリカ 12 月 CPI は前年比+7.2%と前月(同+7.4%)から減速、市場予想(同+7.3%)も下回った。トルコ中央銀行(CBRT)は 19 日、市場予想通り、政策金利を 9.00%に据え置くことを決定した。

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(韓国)

BOK の利上げ継続は景気動向次第に

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13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3.50%とすることを決定した(図表1)。インフレ率は依然高止まりしており、BOKは引き続きこれを目標準(前年比+2%)へと収束させるべく利上げを継続した。もともと、7名の委員のうち2名は据え置きを主張。また、声明文には国内景気の減速に関する言及が目立つ。さらに、従来は追加利上げの規模とペースを検討するとしてきた一文は、利上げの必要性を検討するとの一文に置き換えられた。次回会合(2月23日開催予定)では8会合ぶりの金利据え置きとなる可能性も示唆される。

懸案のインフレ動向については、昨年7月をピークに低下傾向にあり、ベース効果や需要サイドからの圧力が和らぐことで3月以降はさらに低下するとBOKは見込んでいる。2023年通期では昨年11月時点の見通しである前年比+3.6%を維持した(図表2)。ただし、それとてBOKの目標水準を大きく上回る。また、BOKはインフレの先行き不透明感が依然として大きいとしており、(a)国内外景気の減速の程度、(b)電気ガス等の公共料金の増加幅、(c)原油価格や為替相場の動向、を見極めたいとしている。

この点で注目したいのが、従来はトップに挙げられていた(c)のリスクが3番手に回り、2番手にあった(a)がトップに回ったことではないか。足許では、原油価格とKRWの対ドルレート of the いずれも前年同期と近い水準まで調整しつつある(図表3)。特に、KRW相場についていえば、FRBの利上げ加速を受けて急速な下落を見せるにつれ、金融政策が通貨防衛的な側面を見せていたことを考慮すると、状況は大きく変わったといえる。

こうした変化は当然、今後の政策の判断材料における序列にも表れている。BOKは声明文で、追加利上げが必要かどうかを判断するうえで、①経済の下振れリスク、②金融市場の安定性リスク、③利上げの累積効果、④インフレの鈍化ペース、⑤主要国の金融政策動向、を注意深く評価するとしている。前回会合時は、④、①、⑤、②に地政学リスクが続いていた。

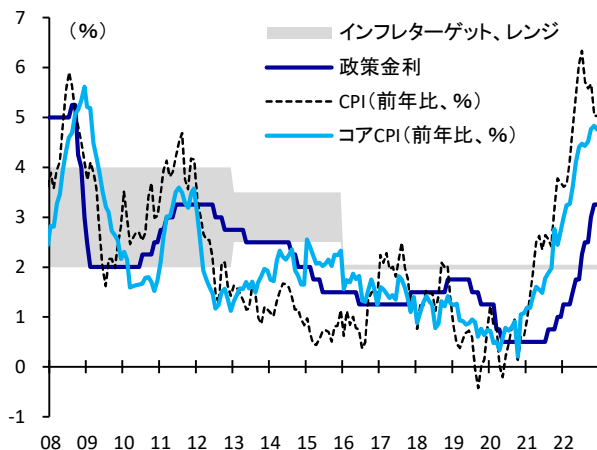
the Board will judge whether the Base Rate needs to rise further while thoroughly assessing the economic downside risks and financial stability risks, the effects of the Base Rate raises, the pace of inflation slowdown, and monetary policy changes in major countries.

以上を見る限り、景気の行方がこれまで以上にBOKの政策判断上で重要性を増していることは明らかだろう。それが②のリスクに与える影響も考慮すれば尚更だ。BOKは声明文で、前回会合時よりいくらか改善が見られたものの、短期金融市場の一部には依然としてリスクが残ると指摘している(図表4)。流動性の問題については対応が進みつつあるも、景気下振れはクレジット・スプレッドの再拡大をもたらしかねない。

次回会合では、BOKが最新の経済見通しを公表する予定だ。すでに今会合で、2023年の成長率見通しが昨年11月時点の前年比+1.7%を下回るとの見解を明ら

かにしている。景気見通しの下方修正を理由に、政策金利は据え置かれる可能性がある。他方、インフレ率は依然、BOK の目標水準を超え続ける見通しが示されるとみられ、このことが金融引き締めの継続を正当化しそうだ。今会合では、ターミナルレートが 3.75% となりうるとの見解が 3 名の委員から示されたという。追加利上げの選択肢を残すことで、先々のインフレ見通し(市場のインフレ期待含め)を抑制し、過度な金融引き締めを回避するという方針が BOK 内で共有されつつあるのではないかと

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: BOK の経済見通し(2022 年 11 月時点)

	2021年	2022年		2023年	
	(前年比)	通年	上半期	下半期	通年
実質GDP成長率	4.1%	3.0%	2.3%	2.6%	1.7%
民間最終消費支出	3.7%	4.1%	5.3%	4.7%	2.7%
設備投資	9.0%	-6.4%	2.7%	-2.0%	-3.1%
知的財産投資	4.4%	4.6%	4.8%	4.7%	3.6%
建設投資	-1.6%	-4.5%	-0.4%	-2.4%	-0.2%
輸出(財)	10.5%	6.0%	0.9%	3.4%	0.7%
輸入(財)	12.8%	5.3%	6.4%	5.8%	0.4%
消費者物価指数(CPI)	2.5%	4.6%	5.6%	5.1%	3.6%

注: 下線は 2022 年 8 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: USDKRW のスポットレート(四半期足)



注: 直近値は 1 月 13 日時点
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 短期金利の利回りスプレッド



注: 直近値は 1 月 13 日時点
出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(タイ)

回復が期待される観光業～注目される春節の動向

マーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

アジア地域では間もなく春節を迎え、21 日から休暇期間に入る。中国人を中心にアジア地域の人流が活性化することがコロナ前のトレンドであったが、新型コロナウイルスの感染拡大によって過去 2 年間はその動きがほとんど途絶えた。しかし、昨年途中から ASEAN 地域では大きく行動制限措置が緩和され、年末には中国においてもコロナ政策の見直しが実施されている。人流の正常化が期待される中、中国人観光客の大きな受入先である、タイの観光業についてその動向を整理したい。

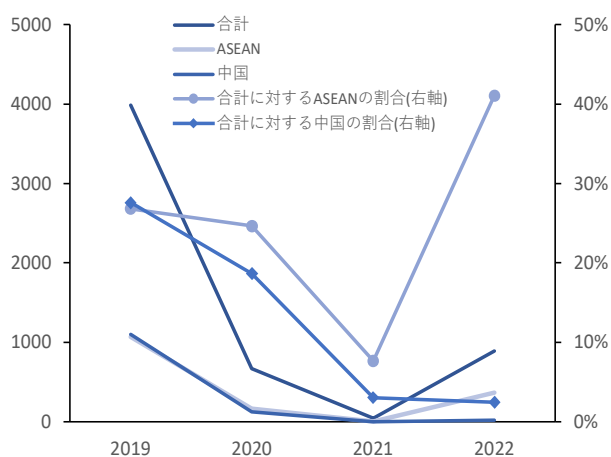
タイでは 19 年に年間で過去最大となる約 4000 万人の外国人観光客受入を記録した(図表 1)。その内訳をみると、ASEAN 諸国と中国でそれぞれ約 3 割を占め、その 2 地域で全体の 6 割程度を占めた。しかし、20 年に新型コロナウイルスの感染が大流行すると、その勢いは大きく減速。21 年にデルタ株が拡大し水際対策が強化されると、外国人の受け入れは実質的にストップする状況に陥った。コロナ禍以前において観光業はタイ GDP の 2 割の占める産業であったことから、観光業の低迷は内需の減速とともに大きく GDP 成長率を下押しさせた(図表 2)。また、外国人観光客の受け入れ停止によって近年タイにとって大きな外貨獲得手段であったサービス収支が大きく悪化した点も無視できない。コロナ禍を境にタイの経常収支はマイナスに転落しており(図表 3)、こうした状況は当該期間における THB 安の大きな要因となったことが指摘されている(図表 4)。

しかし、冒頭で触れたとおり、22 年に入るとタイ政府も行動制限措置の緩和とともに水際対策の撤廃を実施。足許において、外国人観光客の受入は順調に回復しており、タイ中銀も予想値を段階的に引き上げ、22 年は 950 万人、23 年、24 年についてはそれぞれ、2200 万人、3150 万人としている(11 月末時点)。

また、この予想は中国でのコロナ規制緩和以前の数字である。中国のコロナ感染動向に関する情報はその正確性が疑問視されるが、海外メディアはコロナ規制緩和以降、感染者数が急増している点を指摘している。欧米の一部地域では中国人の入国規制を強めた国もあるが、タイにおいては入国規制強化を撤回しており、これは春節シーズンにおける中国人観光客の受入を考慮したものと推察出来る。こうした状況を踏まえれば、今年の春節における人流は過去数年と比較して活性化すると考えられ、タイの外国人受入予想が今後引き上げられる可能性に備えたい。

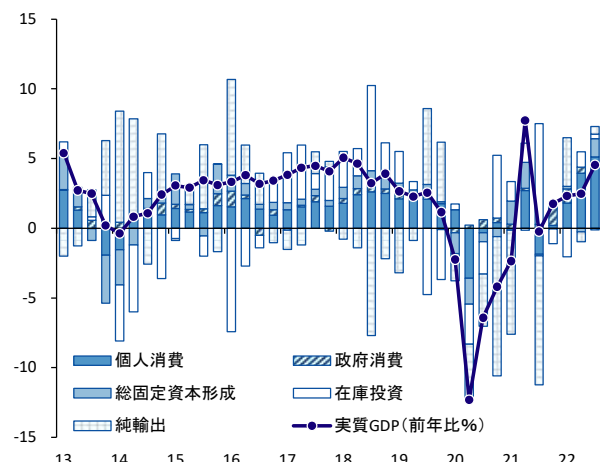
THB は FRB の利上げペース減速以降、観光業の本格化やサービス収支改善への期待感もあって大きく値を戻している(図表 4)。外需の減速、人流の活性化に伴う新たな変異株の出現など潜在的なリスクは払拭出来ないながらも、宿泊施設の予約状況は正常化に近づく中(図表 5)、観光業の本格再開は今後の THB 相場に総合的にプラスに働くと考えたい。留意しておきたい点は、内需の回復と失業率の低下が続く中で、観光客の受け入れにより財やサービス価格が引き上がる可能性がある点だ。図表 6 に示されている通り、既に賃金インフレの兆候が見られており観光業の回復動向と共に引き続きウォッチしておきたい。

図表 1: タイの外国人観光客受入動向(万人)



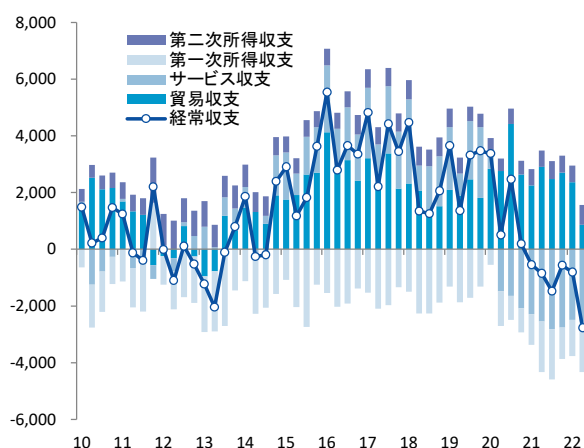
出所: Bloomberg、みずほ銀行 注: 22 年は 11 月までのデータ

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



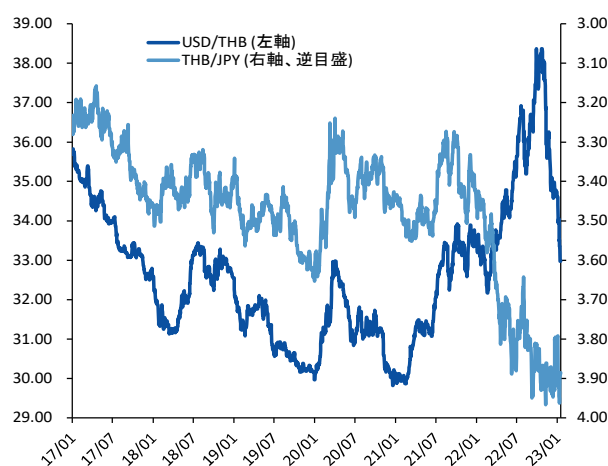
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 経常収支の動向 (億バーツ)



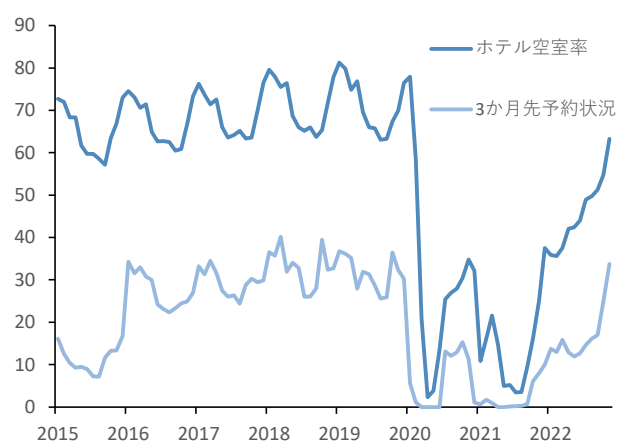
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: THB 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 5: ホテル空室率と予約状況(%)



出所: Macrobond、みずほ銀行

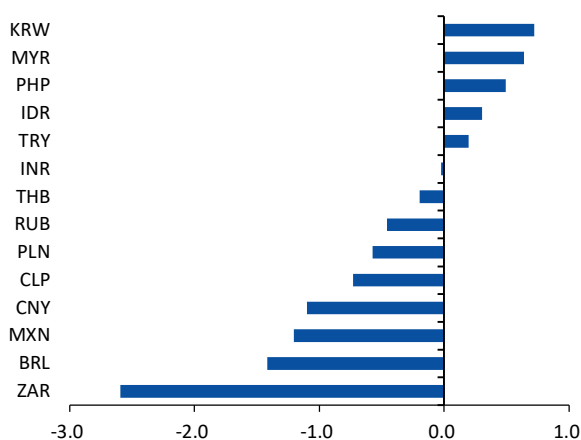
図表 6: 賃金水準と失業率(%)



出所: Macrobond、みずほ銀行

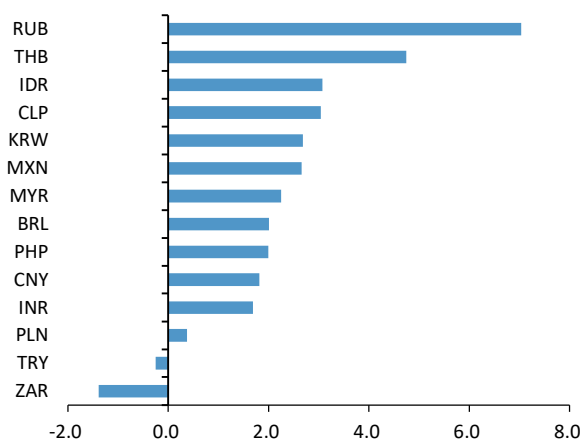
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



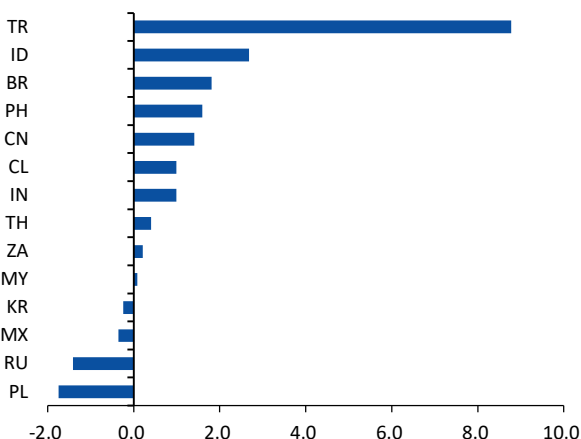
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



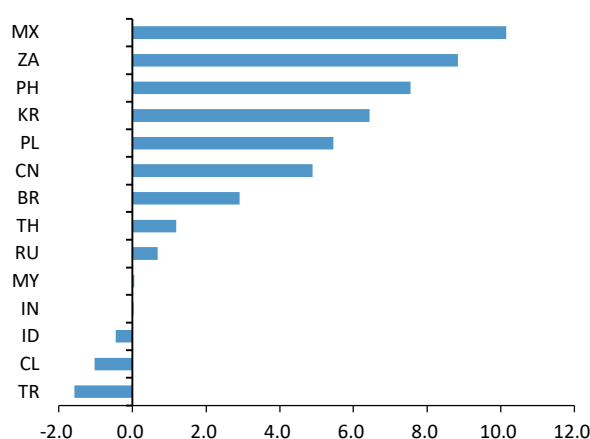
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



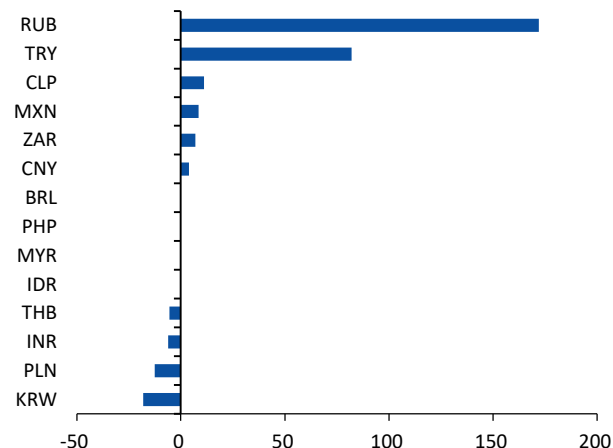
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

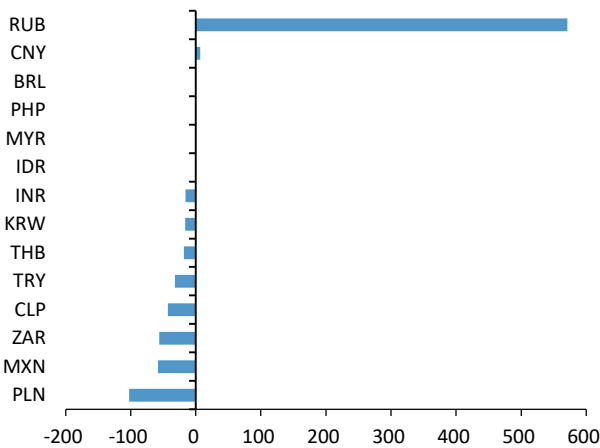
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

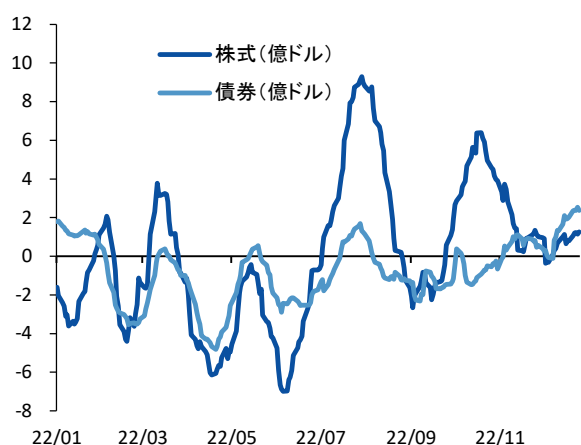


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

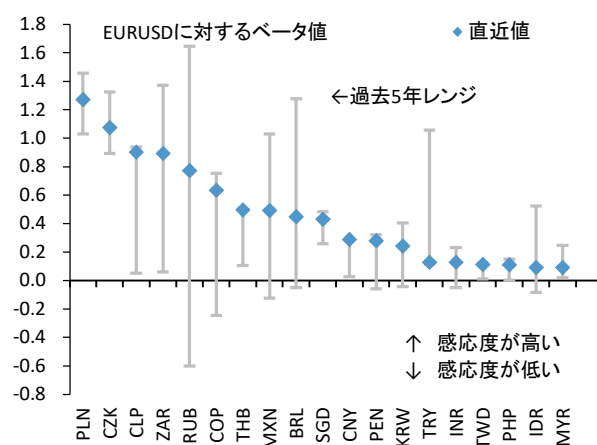
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



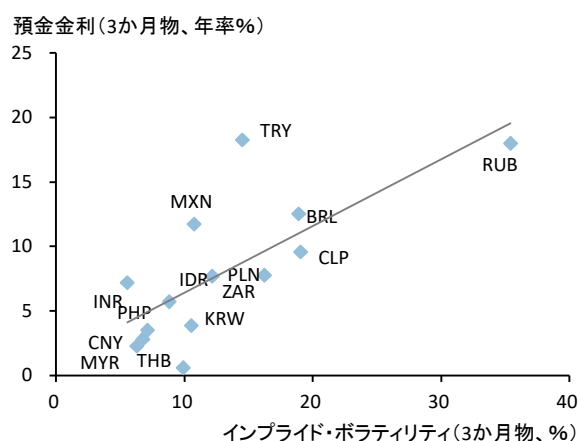
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



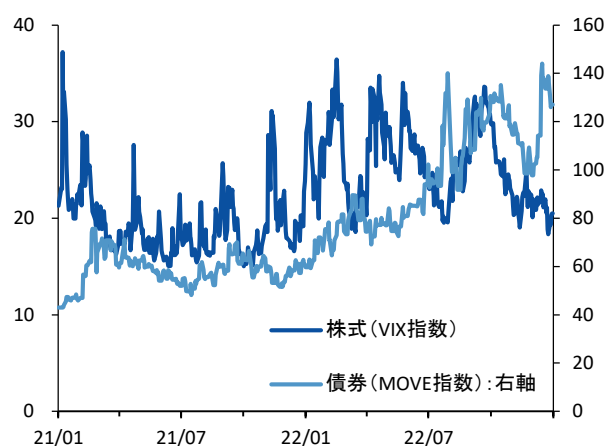
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



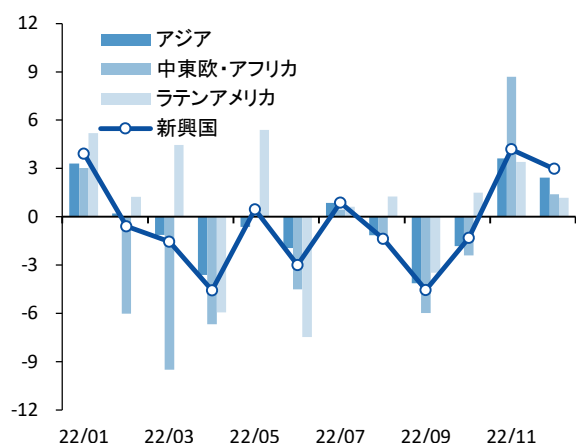
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



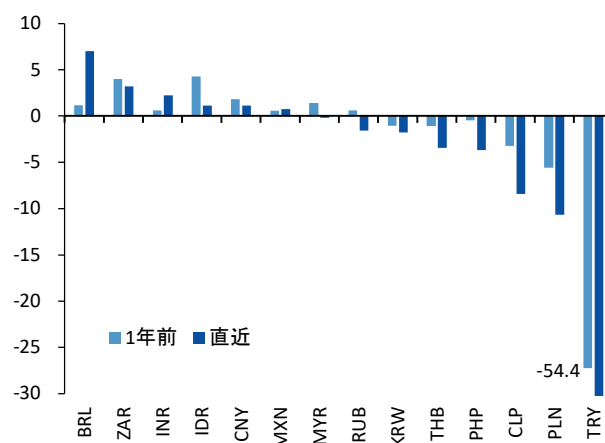
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
1月16日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	-12.2%	0.6%	--
16日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	-3.5%	5.4%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	\$4172m	\$3890m	\$5160m	--
16-17日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	4.2%	5.7%	3.5%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-16.8%	-20.6%	-14.6%	--
17日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	0.2%	1.3%	2.2%	--
17日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	-9.0%	-1.8%	-5.9%	--
17日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.0%	5.1%	5.3%	--
17日 (火)	中国	GDP(前年比)	1.6%	2.9%	3.9%	--
18日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	7.2%	6.0%	15.6%	15.1%
18日 (水)	台湾	GDP(前年比)	1.2%	-0.9%	4.0%	--
19日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	2.75%	2.75%	--
19日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ ^o	5.75%	5.75%	5.50%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	\$612m	-\$756m	--
20日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	6.3%	--
20日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	3.9%	--	4.0%	--
24日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$1340m	--
25日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	6.7%	--
25日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.25%	--
26日 (木)	韓国	消費者信頼感	--	--	89.9	--
26日 (木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	3.1%	--
26日 (木)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$3680m	--
26日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	--	--	7.6%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.2%	--
27日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	68	--
中東欧・アフリカ						
1月17日 (火)	ロシア	経常収支	--	31400m	48044m	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	7.3%	7.2%	7.4%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	0.7%	1.1%	0.4%	--
19日 (木)	トルコ	1週間レホレート	9.00%	9.00%	9.00%	--
23-27日	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	44.6%	--
25日 (水)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	97.8	--
25日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.4%	--
25日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	-1.9%	--
26日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	15.0%	--
26日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	7.00%	--
ラテンアメリカ						
1月20日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.3%	--	3.8%	--
24日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.5%	--
25日 (水)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	4.4%	--
26日 (木)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$60m	--
26日 (木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$8338m	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-96.1m	--
27日 (金)	ブラジル	融資残高	--	--	5264b	--

注: 2023 年 1 月 20 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 1～12月（実績）	SPOT	2023年 3月	6月	9月	12月	2024年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ～ 7.3274	6.7755	6.95	6.90	6.80	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7617 ～ 7.8500	7.8293	7.78	7.76	7.75	7.75	7.75
インドルピー	(INR)	73.773 ～ 83.291	81.360	83.8	81.6	84.0	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14253 ～ 15750	15104	15780	15480	16000	15880	15500
韓国ウォン	(KRW)	1181.40 ～ 1444.50	1230.75	1320	1300	1280	1260	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.1642 ～ 4.7495	4.2977	4.49	4.36	4.56	4.45	4.38
フィリピンペソ	(PHP)	50.755 ～ 59.005	54.640	56.3	54.2	57.2	56.2	54.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ～ 1.4492	1.3207	1.36	1.32	1.38	1.37	1.34
台湾ドル	(TWD)	27.515 ～ 32.338	30.367	30.5	30.3	29.8	29.3	29.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 38.47	32.95	34.8	34.0	35.2	34.3	33.8
ベトナムドン	(VND)	22627 ～ 24874	23444	24000	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.5836 ～ 5.7247	5.1767	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	19.0401 ～ 21.4676	18.9936	19.8	19.9	20.1	20.3	20.5
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ～ 20.965	18.939	18.71	19.13	19.71	20.30	20.60
香港ドル	(HKD)	14.576 ～ 19.357	16.415	16.71	17.01	17.29	17.55	17.68
インドルピー	(INR)	1.491 ～ 1.837	1.580	1.55	1.62	1.60	1.66	1.70
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ～ 0.976	0.851	0.824	0.853	0.838	0.856	0.884
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ～ 10.776	10.445	9.85	10.15	10.47	10.79	10.96
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ～ 32.120	29.894	28.95	30.28	29.39	30.56	31.28
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ～ 2.563	2.346	2.31	2.44	2.34	2.42	2.52
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ～ 106.28	97.32	95.59	100.00	97.10	99.27	102.09
台湾ドル	(TWD)	4.060 ～ 4.721	4.228	4.26	4.36	4.50	4.64	4.72
タイバーツ	(THB)	3.416 ～ 3.981	3.913	3.74	3.88	3.81	3.97	4.05
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ～ 0.6168	0.5480	0.54	0.56	0.55	0.57	0.58
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ～ 29.247	24.858	25.00	25.73	26.53	27.20	27.40
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ～ 7.580	6.769	6.57	6.63	6.67	6.70	6.68

注: 1. 実績の欄は 2022 年 12 月 31 日まで。SPOT は 1 月 20 日の 9 時 20 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。