

2023年2月17日

## The Emerging Markets Weekly

### FRB のタカ派化を警戒させる材料が続き、大半が下落

**新興国市場:** 前週末 10 日、アジア時間の新興国通貨は軟調。前日の米国市場で高まったリスク警戒感を引き継いだ。THB は前日比▲1%近く下落した。日銀人事を巡る報道に円高ドル安が進むと新興国も値を上げたが、一時的な動きにとどまった。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米消費者マインドの上振れに米金利が上昇、ドル高が進んだ。東欧通貨を中心に弱含む中、BRL は前日比+1.2%と反発、MXN も底堅さをみせた。週初、13 日のアジア時間の新興国通貨は総じて下落。先週末に進んだドル高を織り込む展開となった。KRW は前日比▲1%近く下落、PHP や MYR も値を下げた。欧米時間の新興国通貨は大半が反発。米消費者の賃金見通しの下振れに、FRB のタカ派化警戒感がやや和らいだ。東欧通貨を中心に反発。BRL と MXN は続伸となった。14 日、アジア時間の新興国通貨は前日のドル安の流れを引き継ぎ多くが堅調に推移。KRW の反発が目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。欧州時間はドル安ユーロ高の流れが続き、東欧通貨を中心に続伸。しかし、米国時間には、米 1 月消費者物価指数 (CPI) の上振れや FRB 高官らによるタカ派な発言に米金利が急上昇、ドルも上昇に転じた。その後はやや落ち着きが見られたものの、BRL や ZAR は前日比マイナス圏で取引を終えた。15 日、新興国通貨は総じて下落。アジア時間は前日の流れを引き継ぎ、THB は前日比▲1.5%下落。MYR と KRW も同▲1.0%値を下げた。欧米時間に入ると、米経済指標の上振れに米金利が再び上昇。一段のドル高の流れに、ZAR や BRL の下げが目立った。16 日、新興国通貨はまちまち。米経済指標の上振れに FRB のタカ派化が警戒される一方、米景気のソフトランディング期待も残り、堅調な株式市場が支えとなった。アジア時間は小動きも、欧米時間は再びドル優勢に。米 1 月生産者物価指数 (PPI) の上振れや FRB 高官らのタカ派発言に米金利がさらに上昇した。東欧通貨や ZAR が下げる一方、中南米通貨は底堅さをみせた。

**アジア:** 10 日発表の中国 1 月 CPI は前年比+2.1%と前月 (同+1.8%) から加速。1 月生産者物価指数 (PPI) は同▲0.8%と前月 (同▲0.7%) を上回る落ち込みをみせた。13 日発表のインド 1 月 CPI は前年比+6.52%と前月 (同+5.72%) から加速、市場予想 (同+6.00%) も上回った。中国人民銀行 (PBoC) は 15 日、1 年物中期貸出制度 (MLF) の金利を 2.75% に据え置いた。フィリピン中央銀行 (BSP) は 16 日、政策金利を 50bp 引き上げ 6.00% にすると決定。インフレ見通しを上方修正 (2023 年: 前年比+4.5% → 同+6.1%、2024 年: 同+2.8% → 同+3.2%) し、示唆していた利上げ幅縮小を見送った。インドネシア中央銀行 (BI) は 16 日、前回会合で示唆していた通り、政策金利を 5.75% に据え置いた。

**中東欧・アフリカ:** 10 日発表のロシア 1 月 CPI は前年比+11.8%と前月 (同+11.9%) からほぼ横ばいとなった。ロシア中央銀行 (CBR) は 10 日、政策金利を 7.50% に据え置くことと決定した。財政赤字の拡大、交易条件の悪化や労働量不足によるインフレリスクを指摘。今後は利上げの必要性も検討するとした。15 日発表の南アフリカ 1 月 CPI は前年比+6.9%と前月 (同+7.2%) から鈍化した。

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

長谷川 久悟  
03-3242-7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜  
03-3242-7065  
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

## 市場概観(メキシコ)

### 追加利上げ幅の据え置きは市場の予想外

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は9日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を50bp引き上げて11.00%とすることを全会一致で決定した(図表1)。利上げは2021年6月以降、14会合連続。市場では利上げ幅の縮小(50bp→25bp)が予想されただけに、驚きを持って受け止められ、結果が明らかとされた直後にはMXN高が進んだ。なお、声明文では次回会合において利上げ幅が縮小される可能性が示唆された。

利上げ幅が維持されたのは、インフレ圧力、特にコアインフレの高止まりにあることは、声明文に以下の一文が追加されたことから明らかだ。

**In particular, it deemed that, given the dynamics of core inflation, on this occasion it is necessary to continue with the magnitude of the reference rate adjustment of the previous policy meeting, in order to be in a better position to tackle a still complex inflation environment.**

実際、メキシコのインフレ率低下の動きは鈍い。ヘッドラインベースの消費者物価指数(CPI)は2022年9月(前年比+8.70%)をピークとしつつも、1月は同+7.91%と依然高水準にあり、2か月連続で僅かながら再加速した(図表1)。コアCPIも1月は同+8.45%と前月から僅かに加速、直近ピークの2022年11月(同+8.51%)とほぼ変わらないという状況だ。声明文では、想定より緩やかな食料品のインフレ鈍化や、サービス価格のインフレ再加速が指摘されている。

また、今回、Banxicoはあらためてインフレ見通しを上方修正した(図表2)。インフレ鈍化のペースが想定していたほどにはなっていないということだ。前回会合時にはヘッドラインCPI見通しがほぼ据え置かれたが、今回は2023年1~3月期以降、8四半期にわたって見直された。コアCPI見通しも同様に上方修正された。特に2023年については、修正幅がヘッドラインベースのそれを上回る。

結果、ヘッドライン、コアともにBanxicoのインフレ目標(前年比+3%)に収斂してくるのは2024年10~12月期と、従来から1四半期後ずれしている。言い換えれば、同行の予測期間内にインフレ目標に収斂させていくには、25bpではなく前回同様50bpの利上げが必要だったということだろう。

かかる状況下、Banxicoはインフレ上振れリスクを警戒する姿勢を維持。以下の通り、引き続き、追加利上げを検討していく構えだ。ただし、利上げ幅で判断が割れた前回とは異なり、今回は全会一致で市場予想を上回る利上げ幅とし、同行としては思い切った措置に出たことも事実だろう。次回会合(3月30日開催予定)では、状況次第で利上げ幅を縮小しうることも示唆した。

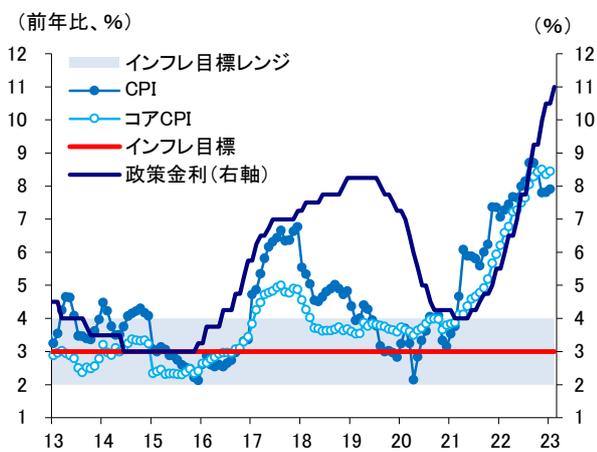
**The Board considers that, given the monetary policy stance already attained and depending on the evolution of incoming data, for its next policy meeting, the upward adjustment to the reference rate could be of lower magnitude.**

市場予想を上回る利上げにMXN高が進展、MXNは対ドルで再び年初来高値をうかがう動きがみられる(図表3)。2022年の米国の利上げ開始以降、両国の政策金利

差は525～600bpで推移してきたが、足許でこれが625bpに拡大したことが手掛かりとされたようだ(図表4)。もっとも、市場の目線が各国の利下げの行方に向いていることを考慮すると、この反応は一時的と考えたい。

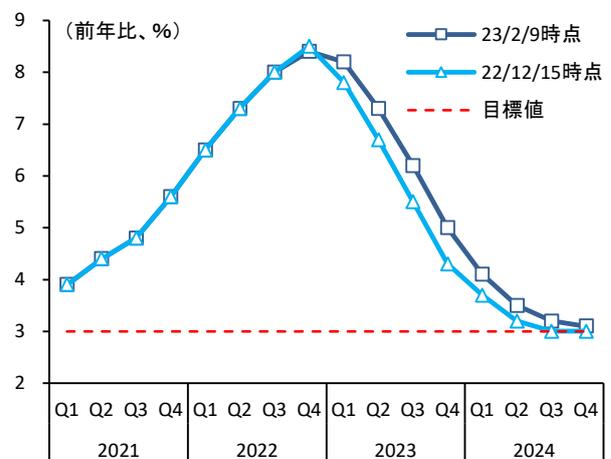
むしろ、利下げの後ずれと景気面への悪影響が証券投資フローを阻害しかねない。また、程度の差こそあれ米国景気は減速が見込まれる中、輸出の減退と海外からの送金額の頭打ちも予想される(図表5)。2023年はメキシコの経常収支(≒外貨を稼ぐ力)は再び赤字が常態化しそうだ(図表6)。一方で、グローバル・サプライチェーン再編が追い風とする直接投資(外資誘致)はMXNをサポートしよう。MXNについては、ここからの対ドルでの調整(MXN安)を見込むも、ファンダメンタルズ面からの急変動は回避できるとみている。

図表1:政策金利とインフレ率



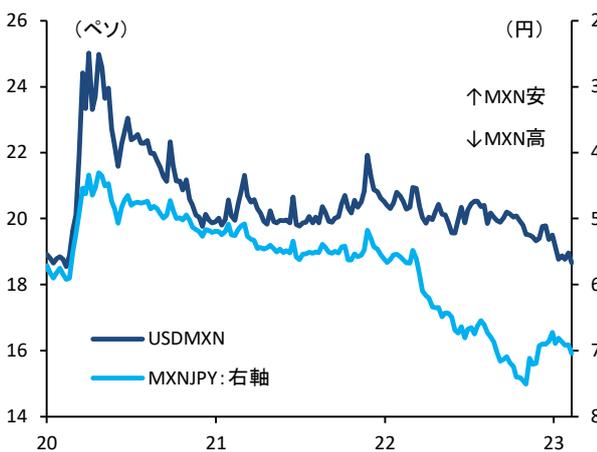
出所:メキシコ中央銀行、地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2:BanxicoのコアCPI見通し



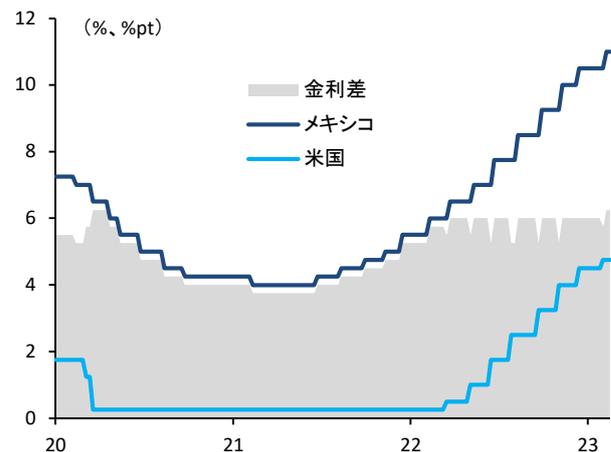
出所:メキシコ中央銀行、みずほ銀行

図表3:MXN スポットレート



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表4:メキシコと米国の政策金利



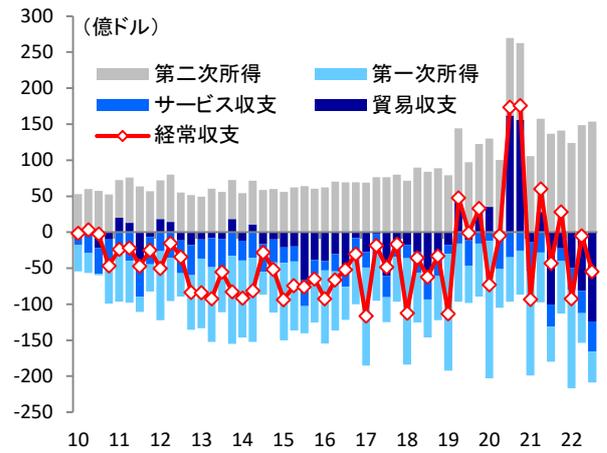
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 海外送金と米求人件数



注: 3 カ月移動平均値をグラフ化  
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

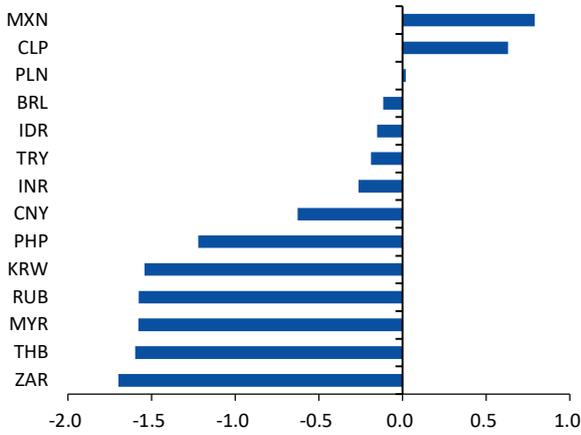
図表 6: 経常収支



出所: CEIC、みずほ銀行

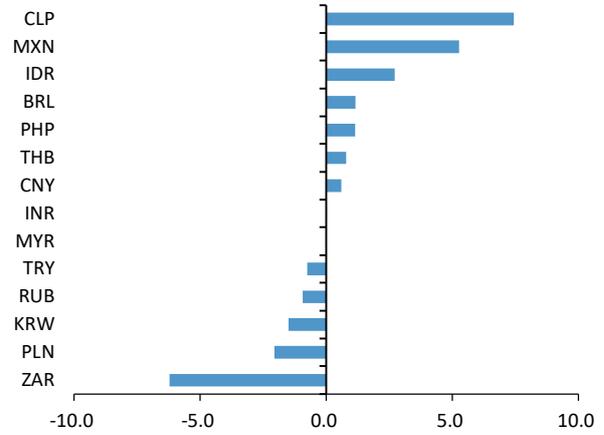
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



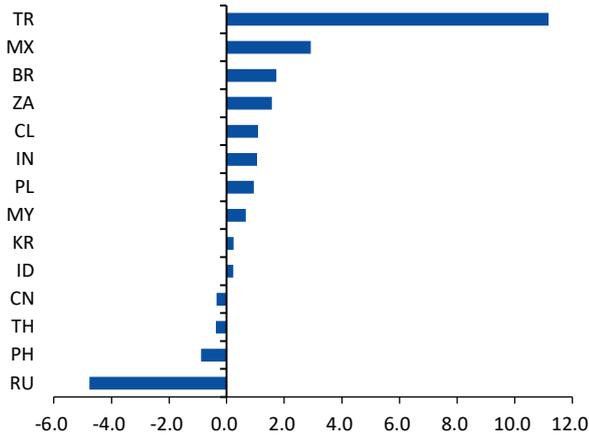
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



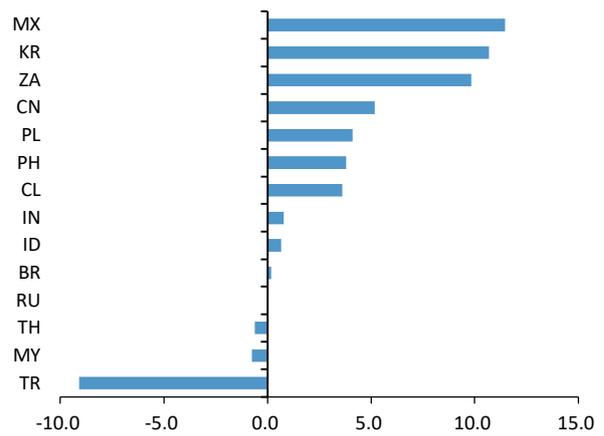
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



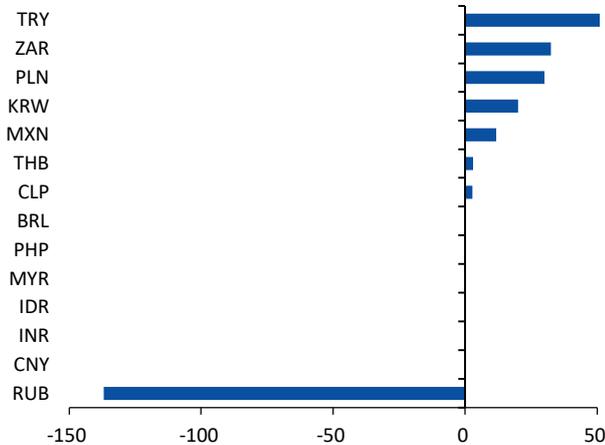
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

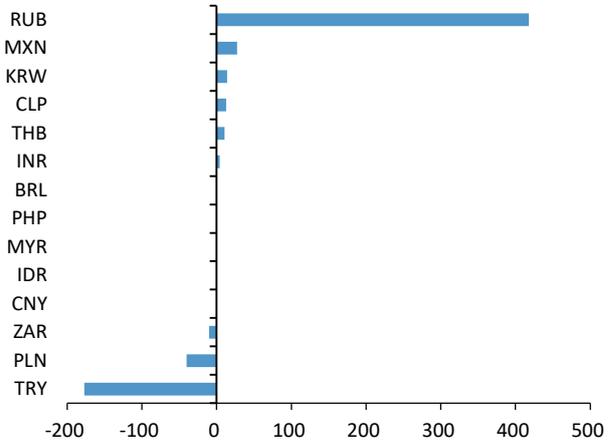
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

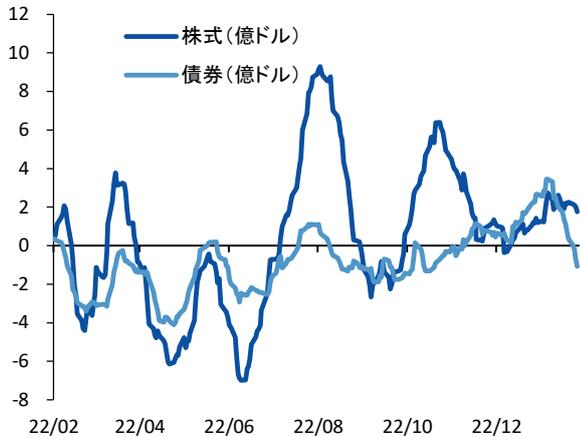


注:データの都合によりブラジルの値は未掲載。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

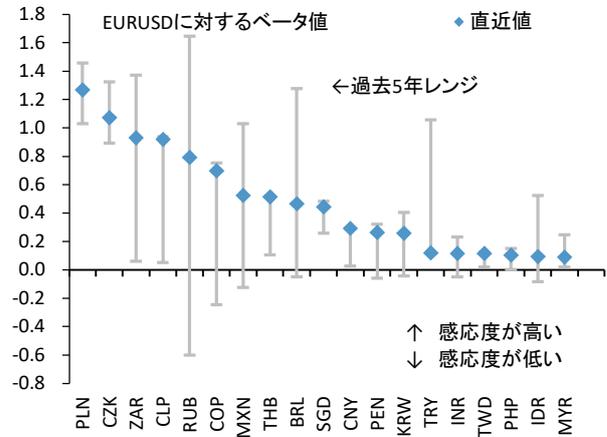
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



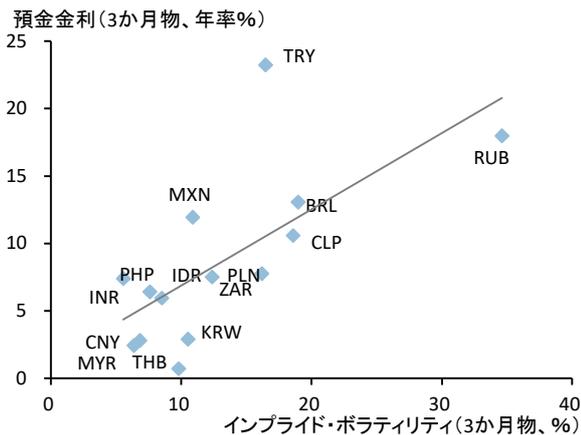
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



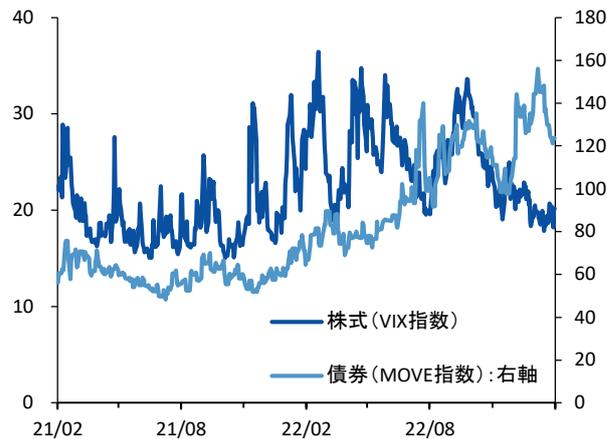
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



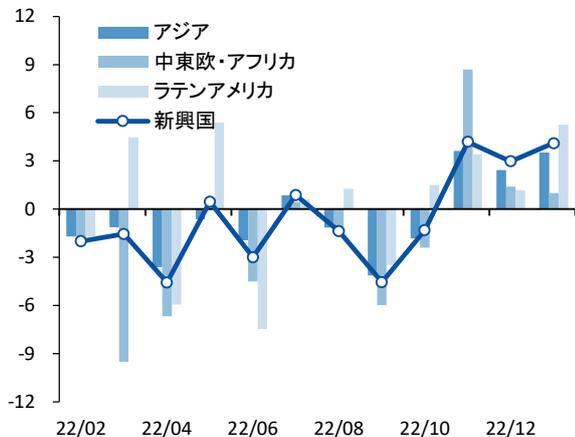
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



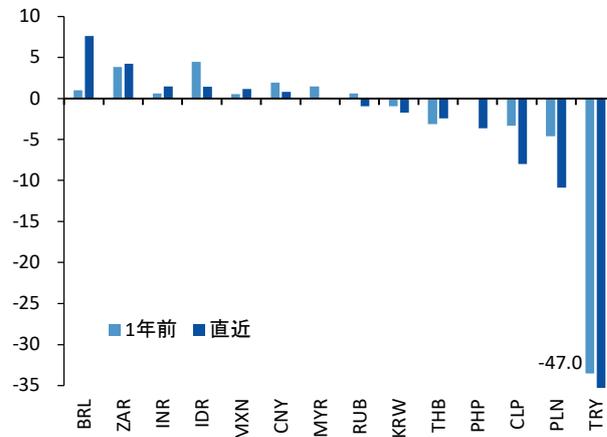
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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>						
2月13日 (月)	シンガポール	GDP(前年比)	2.3%	2.1%	2.2%	--
13日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.1%	6.5%	5.7%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	4.5%	4.7%	5.0%	--
14-18日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.8%	5.8%	5.7%	--
15日 (水)	インド	輸出(前年比)	--	-6.6%	-12.2%	--
15日 (水)	インド	輸入(前年比)	--	-3.6%	-3.5%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	\$3250m	\$3870m	\$3890m	\$3965m
16日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	6.00%	6.00%	5.50%	--
16日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハ <sup>スレホ</sup>	5.75%	5.75%	5.75%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-22.0%	--	-20.6%	--
17日 (金)	タイ	GDP(前年比)	3.6%	--	4.5%	--
20日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	6.0%	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-23.2%	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$612m	--
21日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	91	--
22日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	65	--
23日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	6.0%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	6.5%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.9%	--
23日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホ <sup>レート</sup>	--	--	3.50%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$1034m	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	3.8%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.1%	--
24日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	-0.9%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
2月13日 (月)	トルコ	経常収支	-5.45b	-5.91b	-3.67b	-4.05b
15日 (水)	南ア	CPI(前年比)	6.9%	6.9%	7.2%	--
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	0.4%	-0.6%	0.4%	0.8%
17日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	-4.6%	--	-3.7%	--
22日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	--	75.3%	--
22日 (水)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	102	--
22日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.3%	--
22日 (水)	ロシア	PPI 前年比	--	--	-3.3%	--
23日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	13.5%	--
23日 (木)	トルコ	1週間レホ <sup>レート</sup>	--	--	9.00%	--
24日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	26.8%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
2月16日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.4%	1.4%	1.7%	--
21日 (火)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	2.4%	--
24日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.3%	--
24日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	3.5%	--
24日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.6%	--
24日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$10878m	--
24日 (金)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$5570m	--

注:2023年2月17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

		2023年 1月(実績)	SPOT	2023年 3月	6月	9月	12月	2024年 3月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣	(CNY)	6.6910 ~ 6.9618	6.8575	6.80	6.75	6.70	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8419	7.8491	7.80	7.78	7.76	7.75	7.75
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.944	82.721	83.2	81.6	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14884 ~ 15643	15157	15350	15120	15960	15780	15500
韓国ウォン	(KRW)	1225.08 ~ 1280.22	1284.75	1240	1260	1240	1220	1210
マレーシアリング	(MYR)	4.2265 ~ 4.4230	4.4037	4.35	4.20	4.48	4.43	4.36
フィリピンペソ	(PHP)	54.272 ~ 56.131	55.097	56.3	54.2	57.2	56.2	54.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3104 ~ 1.3490	1.3371	1.32	1.30	1.37	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.998 ~ 30.780	30.273	30.3	30.1	29.8	29.3	29.0
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 34.67	34.36	33.3	32.6	34.2	33.9	33.6
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23638	23659	23550	23600	24500	23800	23700
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル	(BRL)	5.0573 ~ 5.4798	5.2198	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	18.5667 ~ 19.5882	18.5508	19.0	19.4	19.7	19.9	20.0
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣	(CNY)	18.793 ~ 19.638	19.511	18.68	19.56	20.15	20.30	20.15
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.258	17.087	16.28	16.97	17.40	17.55	17.29
インドルピー	(INR)	1.566 ~ 1.629	1.620	1.53	1.62	1.60	1.66	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.880	0.885	0.827	0.873	0.846	0.862	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	10.181 ~ 10.666	10.441	10.24	10.48	10.89	11.15	11.07
マレーシアリング	(MYR)	29.429 ~ 30.748	30.398	29.20	31.43	30.13	30.70	30.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.440	2.428	2.26	2.44	2.36	2.42	2.47
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 99.99	100.31	96.21	101.54	98.54	100.15	99.85
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.381	4.425	4.19	4.39	4.53	4.64	4.62
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.994	3.898	3.81	4.05	3.95	4.01	3.99
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5738	0.5667	0.54	0.56	0.55	0.57	0.57
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルリアル	(BRL)	23.723 ~ 25.796	25.700	24.42	25.73	26.73	27.20	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.050	7.229	6.68	6.80	6.85	6.83	6.70

注:1. 実績の欄は2023年1月31日まで。SPOTは2月17日の8時50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。