

2023 年 3 月 10 日

The Emerging Markets Weekly

「より高く、長い」金融引き締めへの懸念が再び高まる

新興国市場：前週末 3 日、新興国通貨は大半が反発。アジア時間は前日の米株反発や中国 2 月サービス業 PMI の上振れが好感された。KRW は前日比 +1% 超と続伸。欧米時間は米金利低下を背景にドルが下落。米 2 月 ISM 非製造業景気指数の上振れによる米金利上昇は一時的にとどまった。MXN は大幅に上昇、2018 年 4 月以来となる高値をつけた。週初 6 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。前週末の米金利低下、ドル下落は支えとなるも、中国で 2023 年成長率目標が前年比 +5% 前後とされたことに景気回復への期待感がやや後退した。欧米時間はホルツマン・オーストリア中央銀行銀総裁のタカ派発言に EUR や東欧通貨が上昇。他方、ZAR や TRY、MXN が値を崩した。7 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。パウエル FRB 議長の議会証言を控えて様子見姿勢が強まった。欧州時間の新興国通貨は全面安。パウエル FRB 議長は、データ次第で「利上げのペースを加速する用意がある」、「利上げの到達水準、想定よりも高くなる可能性が高い」と発言。これにドルは急伸した。東欧通貨のほか ZAR が前日比 ▲1% 超売られた。8 日、アジア時間の新興国通貨は総じて下落。前日のドル高進展を消化する格好となった。KRW と THB、MYR は前日比 ▲1% 超下落した。欧米時間の新興国通貨はまちまち。前日の反動から米金利は一時低下も、米 1 月 JOLT 求人件数の上振れ等を手掛かりに再上昇、ドルも同様の動きをみせた。BRL や MXN が上昇も、ZAR は軟調となった。9 日、アジア時間の新興国通貨は目新しい材料に欠け小動き。欧米時間は、米中小金融機関の経営問題に象徴される金融タイト化に伴うクレジットリスクへの懸念から米金利が急低下。ドル安が多くの新興国通貨の支えとなった。ただし、金融引き締めを依然継続中の MXN は前日比 ▲2% 超下落した。

アジア：6 日発表の韓国 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +4.8% と前月 (同 +5.2%) から鈍化、市場予想 (同 +5.0%) も下回った。7 日発表のフィリピン 2 月 CPI は前年比 +8.6% と前月 (同 +8.7%) から鈍化、CPI の鈍化 6 か月ぶり。7 日発表のタイ 2 月 CPI は前年比 +3.79% と 1 月 (同 +5.02%) から鈍化、市場予想 (同 +4.10%) も下回った。7 日発表の中国 1~2 月貿易収支は +1,168 億ドルと市場予想 (+82.5 億ドル) を上回った。輸出 (前年比 ▲6.8%) が市場予想を上振れ、輸入 (同 ▲10.2%) は下振れた。9 日発表の中国 2 月 CPI は前年比 +1.0% と前月 (同 +2.1%) から鈍化、市場予想 (同 +1.9%) も大きく下回ったマレーシア中央銀行 (BNM) は 9 日、政策金利を 2.75% に据え置くことを決定。据え置きは 2 会合連続で、国内景気の下支えを優先する。

中東欧・アフリカ：3 日発表のトルコ 2 月 CPI は前年比 +55.18% と前月 (同 +57.68%) から鈍化した。トルコの野党連合は 6 日、5 月の大統領選挙の統一候補を最大野党のクルチダルオール党首とし、連合分裂を一旦回避した。

ラテンアメリカ：9 日発表のメキシコ 2 月 CPI は前年比 +7.62% と前月 (同 +7.91%) から減速、前月の伸びを下回るのは 3 か月ぶりとなる。

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(新興国)

企業マインドの改善が製造業にも波及

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、2 月製造業 PMI は 50.0 と前月(49.1)から改善。6 か月ぶりに拡大/縮小の目安となる 50 を回復した。先進国(48.1 で横ばい)は新規受注と生産がやや改善。新興国(49.9→51.6)では新規受注と生産が大きく改善した(図表 1、2)。また、グローバル非製造業 PMI(50.0→52.6)も上昇。先進国(48.7→51.8)が 8 か月ぶりに 50 を超えたほか、新興国(53.1→54.5)ではさらなる上昇がみられた。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.1 と前月(49.7)から改善、7 か月ぶりに 50 を超えた。世界経済の実質 GDP 成長率は 2022 年 4～6 月期以降、前期比マイナスが続いた可能性があるものの、2023 年 1～3 月期にはプラス成長を回復する可能性が高まったと考えたい(図表 3)。

上述の通り、2 月 PMI の特徴は遅れていた製造業の持ち直しが確認されたことであろう。中国におけるゼロコロナ政策の撤回はこれまで、サービス業の回復に期待が集まってきた。2 月に中国の製造業 PMI が 7 か月ぶりに 50 超え(後述)となったが、そうした前向きな動きがすでに各国で共有され始めたと言えそうだ。アジア諸国や資源国で相対的に改善が目立つ点もそれを示唆しよう。

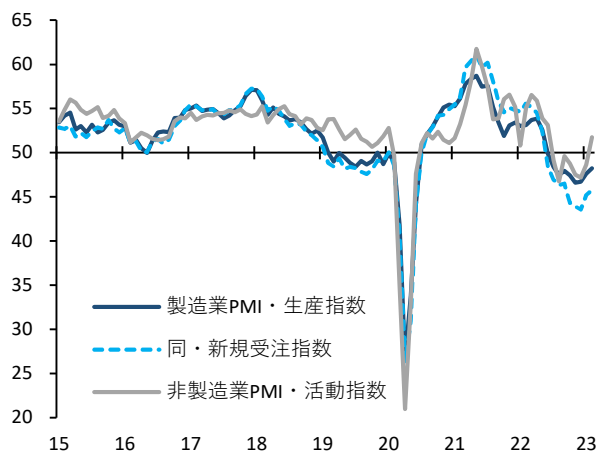
製造業 PMI の構成指数別には、入荷遅延指数が先進国、新興国ともに 50 を上回った(図表 4)。これはコロナショック以降なかったことだ。さらなるサプライチェーンの改善への期待がうかがえる。また、モノの動きがスムーズになることで貿易活動も持ち直しに向かおう。新規輸出受注指数は底打ちしつつあり、新興国については 8 か月ぶりに 50 を上回った(図表 5)。そして、商品市況の落ち着きも加わり、在庫関連指数も改善(図表 6)。ここでも新興国がリードする格好だ。過去 10 年間と比較すると、生産見通しは新興国で平均値を上回るほか、先進国もそれにかかなり近づきつつある(図表 7)。ちなみに、非製造業 PMI の活動見通しについては、いずれも平均値をすでに上回っている(図表 8)。

個別の新興国では、中国での改善が引き続き大きい。製造業 PMI の 50 超えには新規受注(49.3→52.9)と生産(49.0→53.3)の大幅改善が寄与した。非製造業 PMI(52.9→55.0)も一段と上昇。両セクターで雇用指数が 50 台を回復した点も注目される。中国の経済正常化の恩恵が最も大きいとみられる香港の全産業 PMI(51.2→53.9)もさらに上昇した。また、台湾の製造業 PMI も大幅改善をみせた。新規受注(40.4→49.5)と生産(39.8→48.1)の改善度合いは際立つ。中国景気の回復期待だけではなく、米中対立の高まり背景に、ある種の駆け込み需要が生じている可能性にも注意したい。このほか、ベトナムの製造業 PMI の回復(47.4→51.2)等が目立った。

一方、ブラジル非製造業 PMI(50.7→49.8)が 21 か月ぶりの 50 割れとなった。製造業 PMI(47.5→49.2)の改善も相対的に鈍い。急速な金融引き締めの影響や、政策運営を巡る不透明感といった固有の要因もありそうだ。

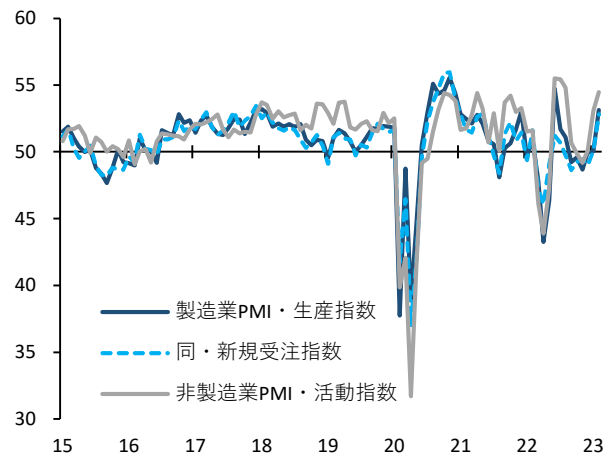
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、3 月 7 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



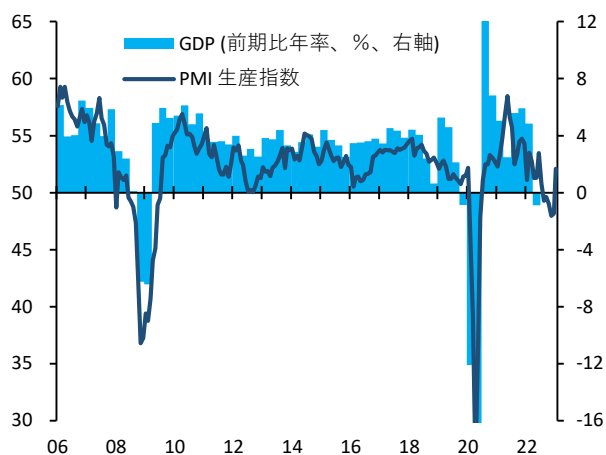
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



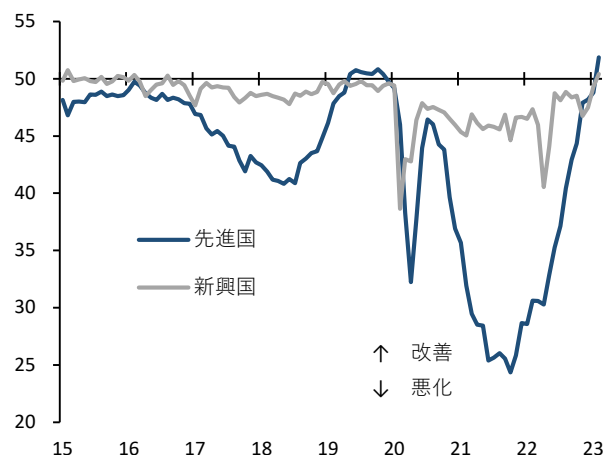
出所: S&P Global、みずほ銀行

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・入荷遅延指数



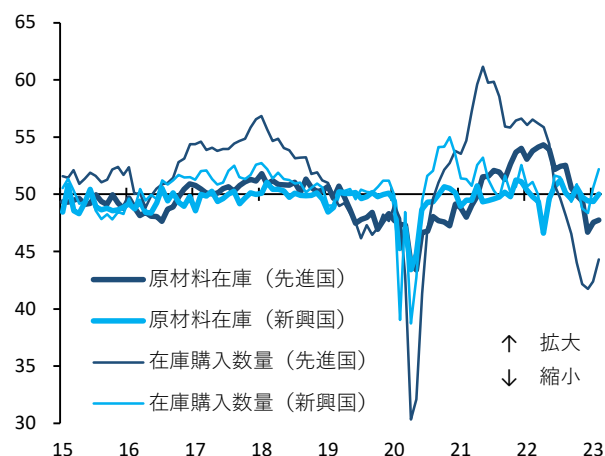
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・新規輸出受注指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・在庫関連指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・生産見通し指数


出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 8: 非製造業 PMI・活動見通し指数


出所: S&P Global、みずほ銀行

市場概観(ASEAN)

今年の経済動向は、中国経済の先行きに大きく依存

市場営業部

長谷川 久悟

03-3242-7065

kyugo.hasegawa@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

2022 年、ASEAN 地域は総じて非常に高い GDP 成長率を各国で達成した。パンデミック期を経て活動制限が解除される過程で、内需が復活したことが主因である。加えて、堅調な世界経済の推移が、輸出増大や海外送金受取増加をもたらした模様だ。かかる中、2023 年はどのように見通せるのか。基本的に上記の内容が昨年に続き成長率押し上げ要因となることはさほど期待できないだろう。パンデミックからの経済再開はある程度一巡していることや、先進国を中心に世界経済が減速することが見込まれるからだ。図表 1 の通り、米国向けの輸出はすでに減速が始まっている。内需・外需ともに、昨年ほどの堅調推移は期待できないと予測する。

もともと、IMF(国際通貨基金)が 2 月 20 日に公表した『アジア、経済的逆風が弱まり力強い回復への道が開ける』によれば、比較的強気なニュアンスが散見される。要因として挙げられているのは主に「金融環境の緩和」「食品・石油価格の下落」「中国経済の持ち直し」の 3 点であるが、本文中では中国経済に関する言及が多く、IMF が中国経済を重視していることがよくわかる。しかしながら、ひとえに中国経済の持ち直しと言っても、ASEAN 地域の成長率向上への寄与の経路は様々だ。あるいは、ASEAN といっても、一括りで論じることはできず、経済構造はそれぞれで異なる。

ここで、中国と経済的・地理的につながりの深い ASEAN 主要 5 か国(インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム)に関し、中国経済回復の波及効果を分析したい。中国経済回復が ASEAN 経済に与える影響として、大きく①対中貿易取引の活性化、②資源価格上昇による経常/貿易収支改善(悪化)が見込まれよう。以下では、これらの論点に絞って影響を分析したい。

まず、①に関しては、さらに「財輸出」「サービス輸出」の 2 つの論点に分解できよう。「財輸出」に関して述べると 5 か国とも中国向けの輸出はそれぞれ大きな割合を占める(図表 2)。さらに、その推移を確認しても、近年右肩上がりに割合が高まっているのが特徴的である。特にインドネシアに関しては 2021 年に 20%超と、非常に高水準となっている。中国経済のリオープンに伴う消費行動の復活は、ASEAN 地域に広範な良い影響を与えそうだ。もともと、中国の財消費に関しては依然不確実性が伴う。ゼロコロナ政策撤廃後、確かに中国のセンチメントは明白に上向いてはいるが、それはあくまでサービス業中心だ。PMI の改善もサービス業が中心であり、製造業は中立水準(=50)付近に過ぎない(図表 3)。中国経済が回復軌道を取り戻したと判断するのは、依然回復の遅れる中国不動産市場の再興を待ってからではないか。今の段階で中国経済の再開を理由に中国向けの財輸出が大きく増加すると断言するのは、時期尚早だ。

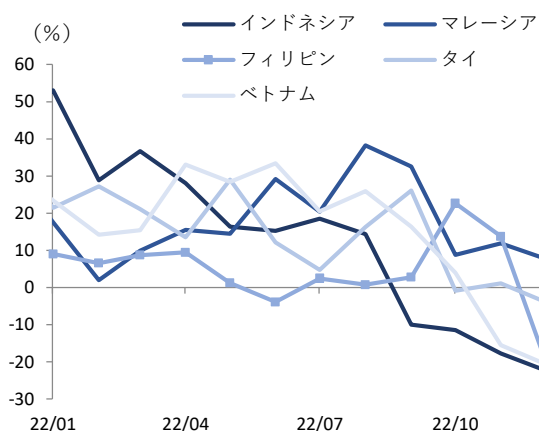
一方、「サービス輸出」に関しては、財のそれよりも期待できそうだ。図表 4 では、パンデミック前の 2017 年から 2022 年までの中国からの年間入国者数の推移を示している。特筆して入国者数が多かったのがタイで、2018/19 年にはそれぞれ実に 1000 万人以上の入国者を数えた。足許 2022 年には 30 万人にとどまっていたこと、パンデミック前の入国者数推移が概ね右肩上がりだったことに加え、中国のサービス業景況の改善が著しいことを踏まえても、インバウンド需要による相当のアップサイドが期待できそうだ。同じくベトナムも高水準の入国者を誇っていた一方で、それ以外の 3

か国への中国からの入国者は相対的に低位であり、サービス輸出による恩恵は限定的と言えるだろう。

片や、②の資源価格上昇に関しては、域内でも影響が大きく変わりそうだ。ASEAN 各国は、資源輸入国と輸出国に分類することができる。インドネシア・マレーシアは資源輸出国だ。一方で、フィリピン・タイ・ベトナムは資源輸入国に分類される。IEA の『World Energy Balances 2022』をもとにデータの取れるインドネシアとタイのエネルギー自給率を試算したが、2011～20 年の平均に関し、前者は約 200%、後者は約 55%と、その差は歴然だ。中国経済の過熱から商品市況の需給がひっ迫になり、資源価格が押し上げられれば、インドネシアに代表される資源国にとっては経済の下支えとなる。一方で、フィリピンやタイといった資源輸入国に関しては、経済の押し下げ要因になるだけでなく、貿易収支の悪化を通じ、昨年に続いて通貨安圧力が強まる可能性もあろう。

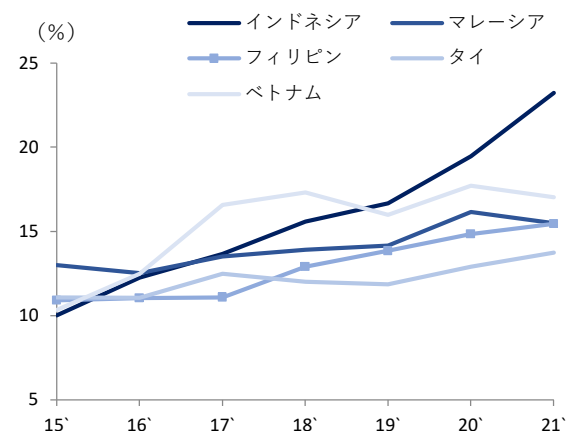
以上、中国経済回復に伴う ASEAN 地域経済への影響を論じてきたが、上記の要素を踏まえれば、特にインドネシアは相応の好影響が期待できそう。また、インバウンド需要の観点からは、タイ経済への影響も期待できる。一方で、フィリピンに関しては、相対的に恩恵を受けにくい構図にある。輸出増は期待できるが、もし資源価格が上昇に至ればその便益が相殺される可能性も十分にある。このように、ひとえに中国経済のリオープンといっても ASEAN 各国への影響度やその経路は様々だ。

図表 1: 米国向け輸出額の推移(前年同月比、%)



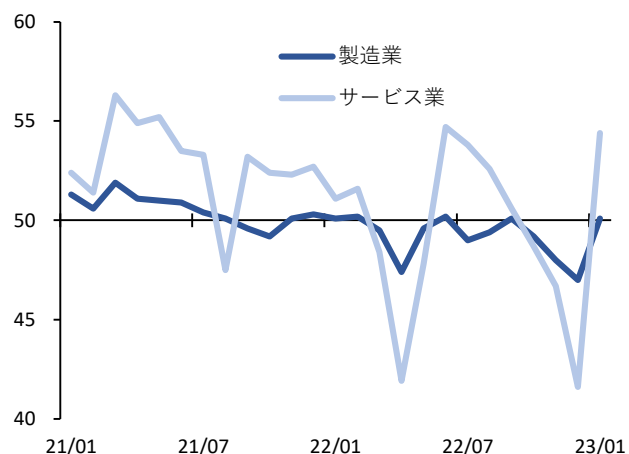
出所: インドネシア中銀、マレーシア統計局、フィリピン統計局、タイ中銀、ベトナム税関総局、Macrobond、みずほ銀行

図表 2: 輸出総額のうち中国向けの割合の推移



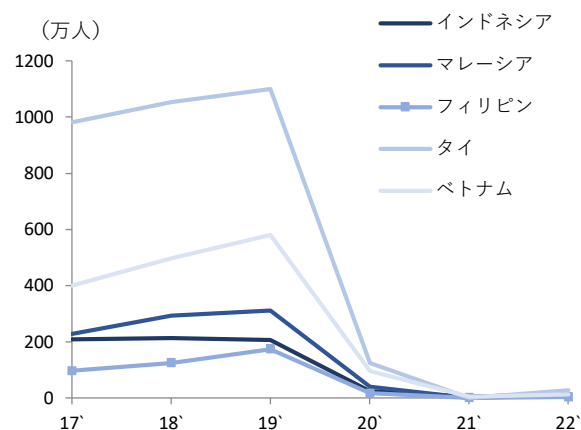
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 中国 PMI の推移



出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

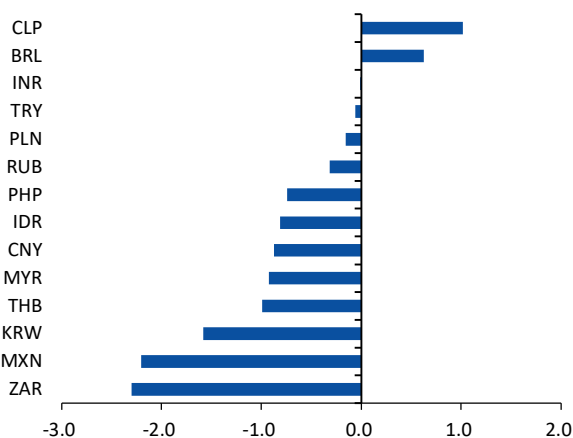
図表 4: 中国からの年間入国者の推移



出所: インドネシア中央統計局、マレーシア観光局、フィリピン観光省、タイ観光スポーツ省、ベトナム総統計局、Macrobond、みずほ銀行
 ※2022 年のデータに関し、マレーシアは 9 月まで、フィリピンは 4 月以降のデータ

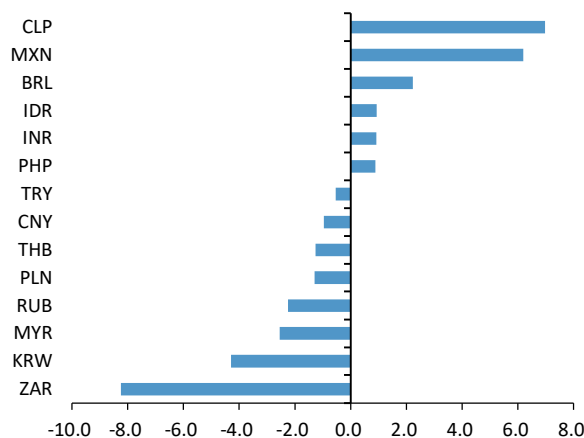
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



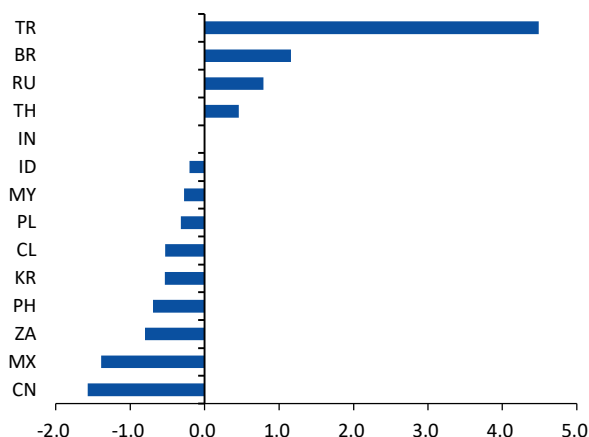
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



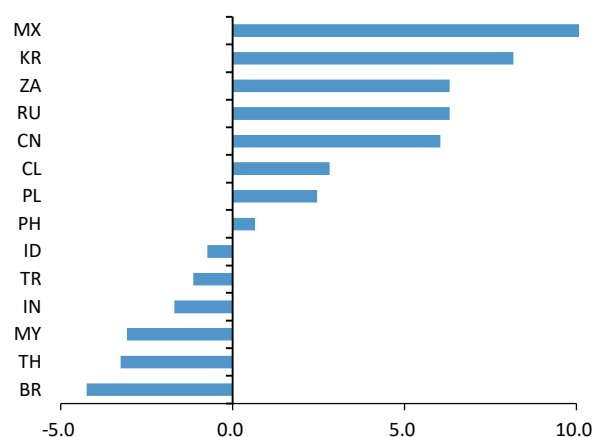
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



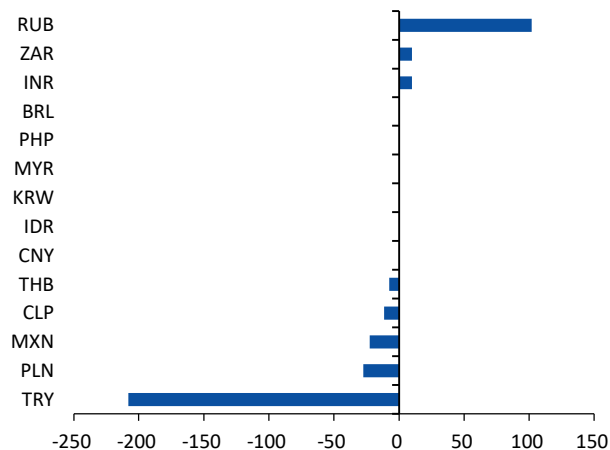
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

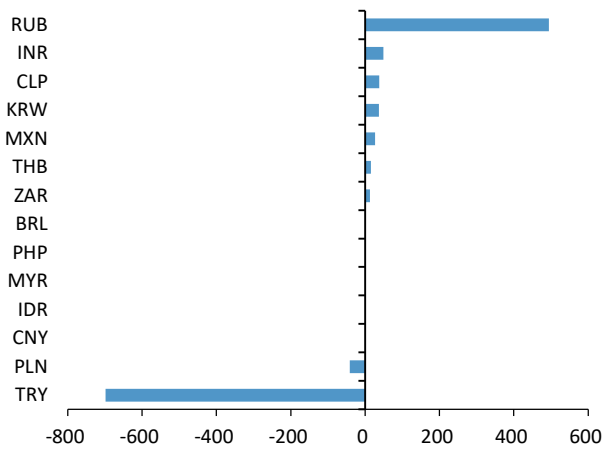
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

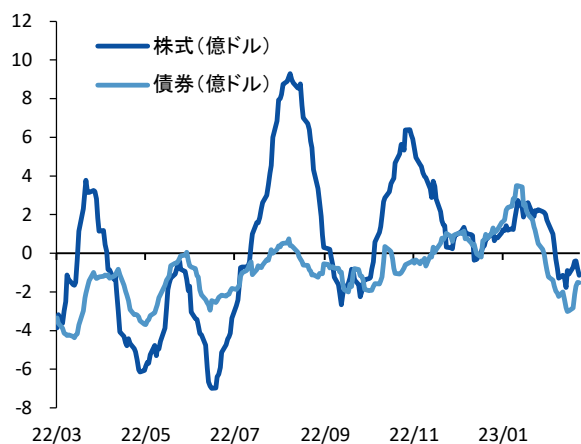


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

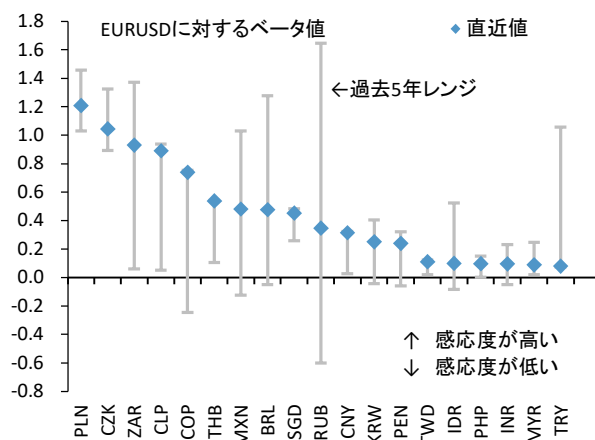
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

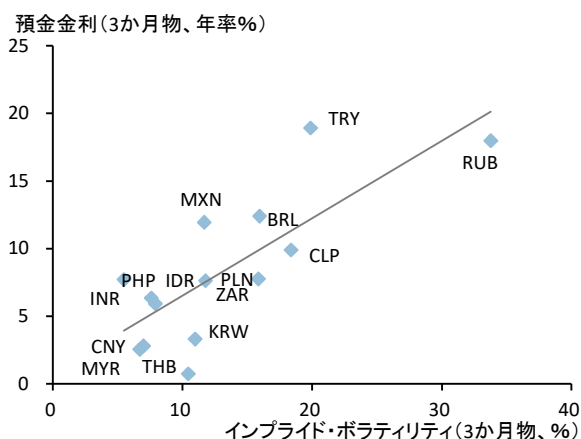
主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



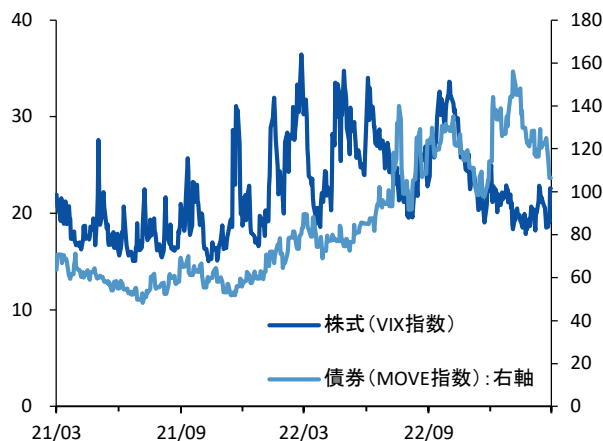
EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



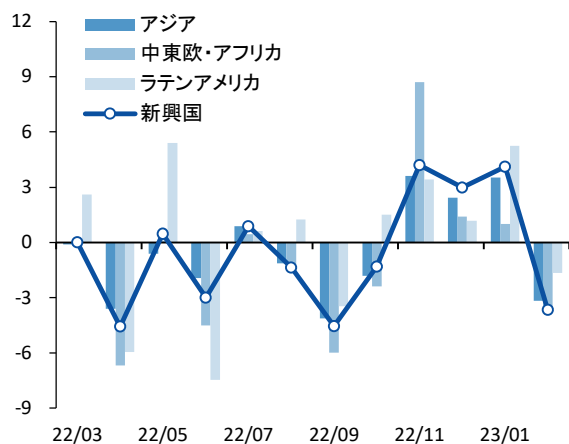
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



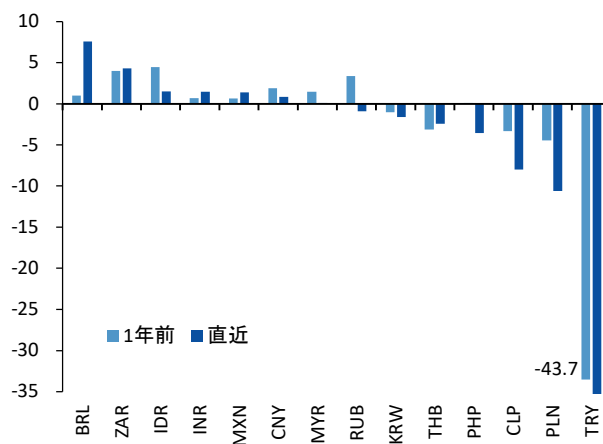
株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



実質金利(10年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



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						
3月6日 (月)	韓国	CPI(前年比)	5.0%	4.8%	5.2%	--
7日 (火)	韓国	GDP(前年比)	1.4%	1.3%	1.4%	--
7日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	8.9%	8.6%	8.7%	--
7日 (火)	タイ	CPI(前年比)	4.1%	3.8%	5.0%	--
7日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.6%	2.4%	3.0%	--
7日 (火)	台湾	貿易収支	\$3.92b	\$2.35b	\$2.34b	--
9日 (木)	中国	CPI(前年比)	1.9%	1.0%	2.1%	--
9日 (木)	中国	PPI(前年比)	-1.3%	-1.4%	-0.8%	--
9日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	2.75%	2.75%	2.75%	--
10日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	\$2677.2m	--
10日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	5.5%	--	4.3%	--
13日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.0%	--
13日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.4%	--	6.5%	--
14日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4600m	--
15日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	3.4%	--	-1.8%	--
15日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	2.9%	--	1.3%	--
15日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	4.5%	--	5.1%	--
15日 (水)	インド	輸出(前年比)	--	--	-6.6%	--
15日 (水)	インド	輸入(前年比)	--	--	-3.6%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3870m	--
16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°	--	--	5.75%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-25.0%	--
17日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	1.6%	--
17日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-378.4b	--
中東欧・アフリカ						
3月7日 (火)	南ア	GDP(前年比)	2.2%	0.9%	4.1%	--
9日 (木)	南ア	経常収支	-185b	-174b	-18b	--
10日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	2.1%	--	-0.2%	--
10日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	11.0%	--	11.8%	--
13日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-5.91b	--
14日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-4.7%	--
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-0.6%	--
17日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	7.5%	--
ラテンアメリカ						
3月6日 (月)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	6.4%	9.4%	6.6%	7.4%
7日 (火)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.0%	0.0%	0.1%	--
9日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	7.7%	7.6%	7.9%	--
10日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	0.5%	--
13日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	3.0%	--

注: 2023 年 3 月 10 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 1～2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)	6.6910 ~ 6.9732	6.9651	6.85	6.80	6.75	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8498	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.949	81.981	83.5	81.8	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ~ 15643	15425	15320	15000	15400	15500	15500
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1326.68	1322.20	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ~ 4.4895	4.5190	4.55	4.45	4.58	4.43	4.36
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.131	55.240	55.0	54.0	55.5	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3518	1.3532	1.35	1.32	1.37	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 30.780	30.815	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.39	35.05	35.0	34.2	35.2	34.0	33.8
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23858	23702	23810	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ~ 5.4798	5.1651	5.30	5.25	5.15	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	18.2821 ~ 19.5882	18.3867	18.8	19.0	19.5	19.8	20.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ~ 19.735	19.537	19.85	20.29	20.74	20.30	20.15
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.443	17.349	17.35	17.60	17.90	17.44	17.27
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.656	1.663	1.63	1.69	1.65	1.66	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.897	0.882	0.888	0.920	0.909	0.877	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	10.181 ~ 10.743	10.299	10.30	10.30	10.61	10.46	10.39
マレーシアリング	(MYR)	29.429 ~ 31.133	30.143	29.89	31.01	30.57	30.70	30.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.475	2.477	2.47	2.56	2.52	2.53	2.50
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 101.53	100.64	100.74	104.31	102.19	101.95	99.85
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.464	4.415	4.46	4.45	4.59	4.53	4.54
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.994	3.889	3.89	4.04	3.98	4.00	3.96
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5755	0.5745	0.57	0.58	0.57	0.57	0.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 26.434	26.369	25.66	26.29	27.18	27.20	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.470	7.408	7.23	7.26	7.18	6.87	6.70

注: 1. 実績の欄は 2023 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 10 日の 8 時 25 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。