2023 年 3 月 24 日

The Emerging Markets Weekly

信用危機を巡る警戒感から米金利低下、ドルはほぼ全面安

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　尭大
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

新興国市場： 前週末 17 日、アジア時間の新興国通貨は上昇。前日の欧米時間に進んだセンチメント改善を消化する展開となった。KRW や THB が値を上げた。もっとも、欧米時間には信用危機を巡る警戒感が再燃。米銀行株が下げる中、米金利低下、ドル安となった。ユーロ高に東欧通貨の多くが堅調となった一方、MXN や BRL 等、中南米通貨に下げが目立った。週初 20 日、アジア時間の朝方は前週末の流れを引き継ぎ新興国通貨は弱含むも、当局による信用危機回避の取り組みを手掛かりに、欧米時間には総じて上昇に転じた。朝方に発表されたスイス大手行の買収や主要 6 中銀によるドル供給での協調方針が好感されたほか、FRB の利上げ停止への期待感も重なった。東欧通貨が引き続き堅調、BRL や MXN も反発した。21 日、新興国通貨はまちまち。アジア時間朝方に、米当局が危機回避のためなら全銀行預金の保護を検討と報じられるも、FOMC を控えて上昇一辺倒には至らなかった。欧米時間は、米銀株の反発が確認されるにつれ、新興国通貨にも上昇の動きがみられた。引き続き、東欧通貨が堅調だったほか、MXN も前日比+1.3%の続伸となった。22 日、アジア時間の新興国通貨は小動き。FOMC を控えて様子見姿勢が続いた。欧米時間に入ると大半の新興国通貨が上昇、FOMC を経ては一段高の動きを見せた。FOMC の内容はややハト派的と受け止められるも、イエレン財務長官の預金保険の上限引き上げは検討していないとの発言に、市場では信用危機対応で FRB が早晩利下げを迫られるとの思惑が再燃。米株安、米金利低下にドル安が進んだ。ZAR が前日比+1.5%と上昇、東欧通貨も続伸となった。23 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上昇。KRW は前日比+2%超の上昇をみせたほか、THB や MYR も値を伸ばした。欧米時間の新興国通貨も概ね堅調な推移となった一方で、BRL は下落。中央銀行のタカ派維持が、景気の冷え込みに繋がる懸念を増幅させたことが影響した。

アジア： 中国人民銀行（PBoC）は 17 日、大手銀行の預金準備率を 3 月 27 日以降は従来の 11.00%から 10.75%に引き下げると発表。また 20 日には、最優遇貸出金利（1 年物：3.65%、5 年物：4.30%）を据え置いた。フィリピン中央銀行（BSP）は 23 日、市場予想通り、政策金利を 25bp 引き上げ 6.50%とした。金融市場の動向を睨み、利上げ幅は縮小した。台湾の中央銀行（CBC）は 23 日、事前の据え置き予想に反し、政策金利を 0.125%引き上げ 1.875%とした。

中東欧・アフリカ： ロシア中央銀行は 17 日、政策金利を 4.00%に据え置くと決定。インフレリスクが強まれば、利上げを実施する構えもみせた。22 日発表の南アフリカ 2 月消費者物価指数（CPI）は前年比+7.0%と、市場予想に反して前月（同+6.9%）から加速した。トルコ中央銀行は 23 日、前回会合で示唆していた通り、政策金利を 8.50%に据え置くと決定した。

ラテンアメリカ： ブラジル中央銀行（BCB）は 22 日、政策金利を 13.75%に据え置くと決定。金融市場の動向を睨みつつも、インフレ抑制を引き続き優先した。

市場概観（インドネシア）

3 月金融政策会合～前回会合に続き政策金利を据え置き、金融市場の動揺にも警戒

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀　尭大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

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

インドネシア銀行（中央銀行、BI）は 15～16 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートを従来の 5.75%に維持した（図表 1）。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ 6.50%、5.00%に据え置いた。BI は 22 年 8 月以降、7 会合連続で合計+225bps の利上げを行ったのち、2 会合連続で政策金利を維持した格好だ。なお、ブルームバーグの事前予想では、各種政策金利の据え置きが優勢であった。

声明文及びペリーBI 総裁の会見では、23 年の世界経済成長予想に関し、中国経済の回復期待を考慮に入れるかたちで、前回会合の前年比+2.3%から同+2.6%に上方修正した。一方で、米地銀破綻に端を発するグローバルな信用不安に関して、記者からも質問が相次いだが、国内銀行に関しては不良債権が少ない点、自己資本比率が良好な点などに言及し、信用リスクが顕在化する可能性は低いと述べた。また、国内経済については、同+4.5～+5.3%のレンジ内の上限付近とする従前の予想に変更は無かった。輸出が予想外に堅調なことを強調し、強気な見方を維持した格好だ。

IDR の需給面については、昨年から足許にかけて、資源価格の高止まりを受けた大幅な貿易黒字に加え、国内金融市場への外資流入を背景に、堅調な推移が続いたと総括。10～12 月期の経常黒字は+4,265 億ドルと 7～9 月期からは小幅に縮小も、高水準を維持した（図表 2）。なお、22 年通年の経常黒字は+13,216 億ドルとなり史上最大を更新、対 GDP 比では+1.0%となった。ウクライナ危機が続く中、年間を通じた大幅な貿易黒字計上が影響した。もっとも、貿易黒字については昨年秋ごろ以降、勢いがやや減速している点が確認されている。2 月の貿易黒字は拡大するも、主因は輸入の予想外の減少であり、輸出の伸びは約 2 年ぶりの低水準と軟調であった。今年はグローバルな景気後退懸念が燻り、資源価格の予想水準も昨年よりも低くなる見込みが強い中で、BI は経常収支の予測を対 GDP 比で同▲0.4～+0.4%としている。加えて、リスク心理の悪化による国内からの投資資金にも注意が必要だ。

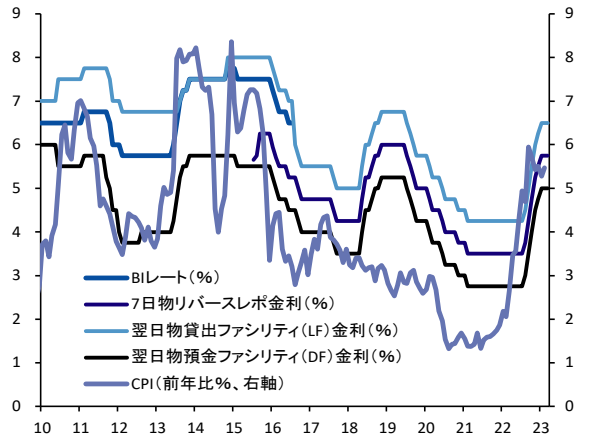
消費者物価指数（CPI）は直近において BI の定める目標レンジ（+2.0%～+4.0%）の上限を 9 か月連続で上振れた（図表 3）。2 月 CPI は総合ベースでは前年比+5.5%と 1 月の+5.3%から加速も、食料品・燃料価格を除くコア CPI は同+3.1%と 1 月の+3.3%から鈍化した。BI もインフレ圧力の減退に言及し、総合ベースでは断食月（ラマダン）を前にして上振れる可能性を認めつつも、コアインフレ率は 23 年の前半に、総合ベースでは 23 年の 9 月までにインフレ目標内に収束するとの見解を示した。前回会合では、総合ベースでは「23 年の後半に」としていた経緯があり、さらに前倒しをした格好だ。

こうした状況下、声明文での「現行の政策金利水準でのインフレ抑制に自信がある」旨の記載に変更はなく、ペリー総裁も会見で現在の政策金利で十分と念を押した。現に、BI は累積的な利上げの効果を見極める段階に入っているが、金融システム不安も含め世界経済の先行き不透明感も燻る状況下、過剰な引き締めを嫌った側面もあるのだろう。

欧米銀行の相次ぐ経営不安に対して、日米欧の 6 中銀は市場へのドル供給を強化すると発表しており、現状為替市場に大きな動揺は見られていないが（図表 4）、今後の金融システム不安による通貨安が顕在化した場合には、すでに有効になった「為替収益規則（Forex Earnings Rule*）」の利用や有事の際には為替介入を通じて対応すると説明している。

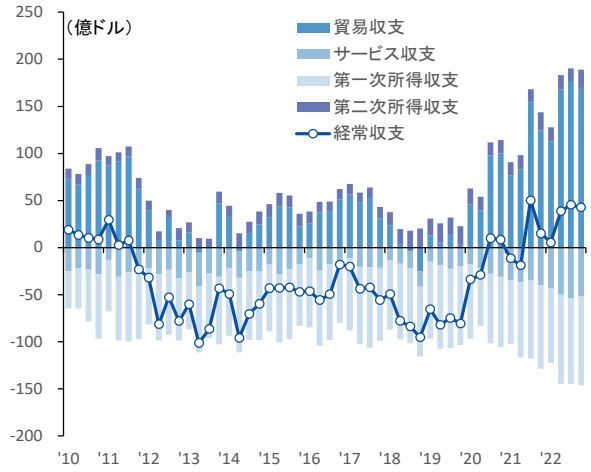
Forex Earnings Rule*：輸出企業に対し、輸出代金の一部（30%程度）を 3 か月間国内に保有させる義務

図表 1：政策金利と消費者物価の推移



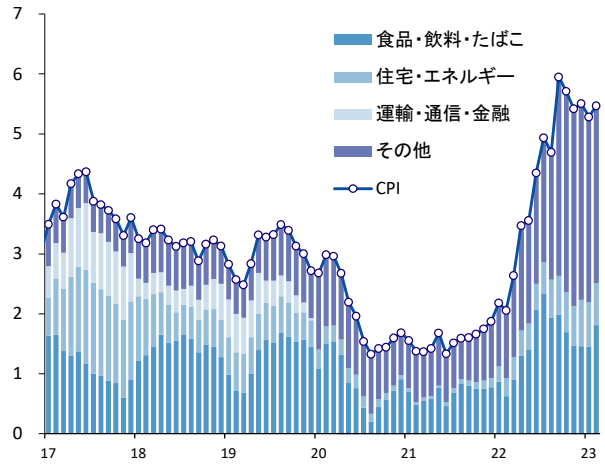
出所：インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2：経常収支の推移



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：IDR 為替動向

出所：Bloomberg、みずほ銀行

市場概観（ブラジル）

難しさを増す BCB の政策運営

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 22 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 5 会合連続となる。足許では欧米金融機関の破綻をきっかけに金融市場に不透明感が漂うものの、BCB としては先行きのインフレ見通しの上振れを重視したようだ。状況次第で金融引き締めの再開を躊躇しないと繰り返した点にもそれがうかがえよう。

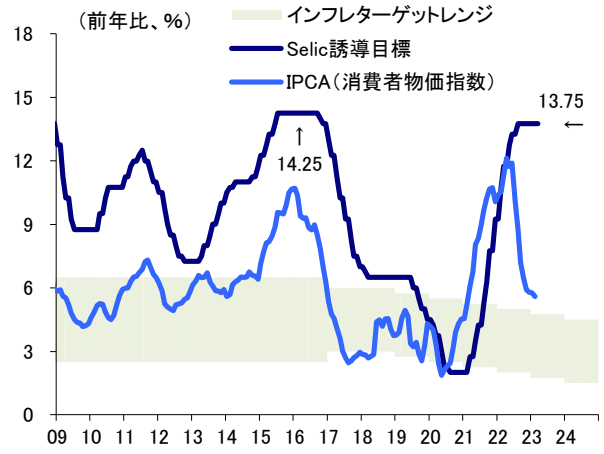
実際、2 月のインフレ率（IPCA）は前年比+5.60%と 1 月（同+5.77%）から鈍化、伸び鈍化は 8 か月連続となるものの、その鈍化ペースは徐々に弱まっている（図表 2）。他方、先々のインフレ見通しはじりじりと上方修正が続く。BCB の市場サーベイ（3 月 17 日集計）によれば、市場参加者の IPCA 見通しは、2023 年で前年比+5.95%、2024 年で同+4.11%という（図表 3）。政府によるインフレ抑制策とその反動も踏まえて BCB は 6 四半期先（2024 年 7～9 月期）のインフレ率を重視しているというが、BCB の見通しは前年比+3.8%と前回会合時（同+3.6%）から上方修正されている。

また、BCB はインフレの上振れリスクとして、グローバルな商品市況のほか、①財政の不透明感と②長期期待インフレ率のさらなる上昇を挙げている。特に①については、3 月中とみられた現政権の 2024 年財政案の公表が遅れている。現状ではルラ大統領が訪中から戻った後の 4 月初旬となりそうだ。想定外の財政出動等が追加されるようなら②のリスクも増す。こうした中、上述の BCB サーベイでは、2023 年末の政策金利見通しが 12.75%と前回会合時（12.50%）から上方修正（図表 4）。利下げ時期を巡る市場見通しも後ずれしつつある。

一方で、インフレの下振れリスクが増しているのも事実だ。BCB は、③金融環境の悪化に伴う世界景気のさらなる悪化と、④必要以上に国内金融環境がタイト化することをリスク要因に挙げた。今会合に先立ち、米国では市場の大方の予想通り 25bp の追加利上げが行われた。しかし、これが金融市場の安定化を優先し金利据え置き等の決定になっていた場合、BCB も無視できなかった可能性があろう。④についての警戒感をさらに強めざるを得ず、少なくとも、追加利上げに含みを残す姿勢をそのまま維持するわけにはいかなかっただろう。

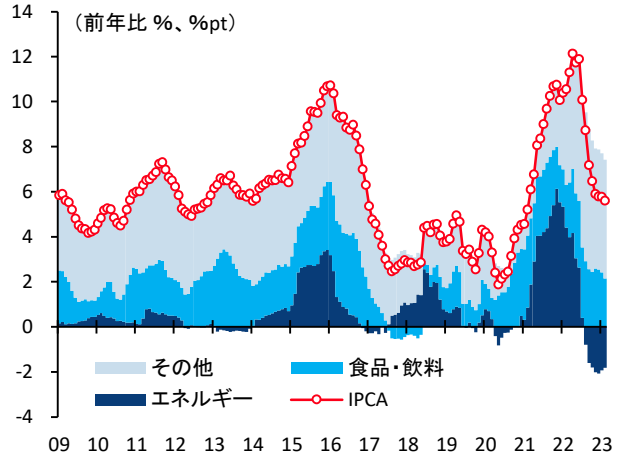
金融市場に信用危機を巡る不安が燻る限り、グローバルな景気減速や資源価格の下落を背景にインフレ鈍化が意識されよう。もっとも、信用危機を巡る不安はリスク回避の動きを促す。今次局面では政策金利が高いほど通貨が弱含む傾向がみられたが、これは市場の変動増幅に伴うキャリー取引の巻き戻しだろう（図表 5、6）。また、利上げで金融環境のタイト化が進んでおり、欧米に類似したリスクが懸念された可能性もある。ブラジルには景気減速と利払い負担の高まりが財政不安につながるというパスも見出せ、インフレリスクは上振れ方向に依然として傾いていると考えたい。かかる状況下、BCB が緩和方向への舵を切り始めるとすれば、主要中銀の政策変更が影響を与えるケースとなりそうだ。

図表 1:政策金利とインフレ率(IPCA)



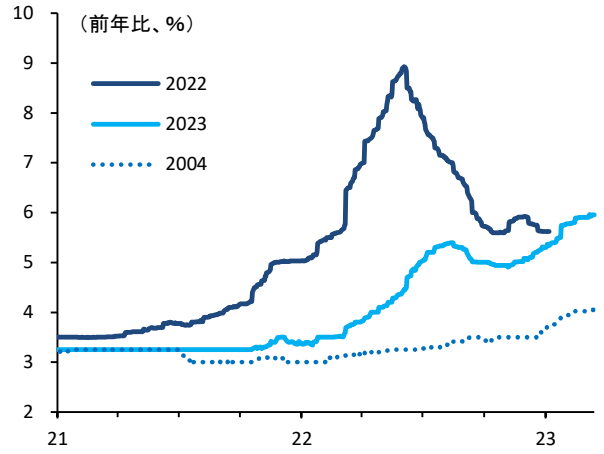
出所:ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:インフレ率(IPCA)の品目別寄与度



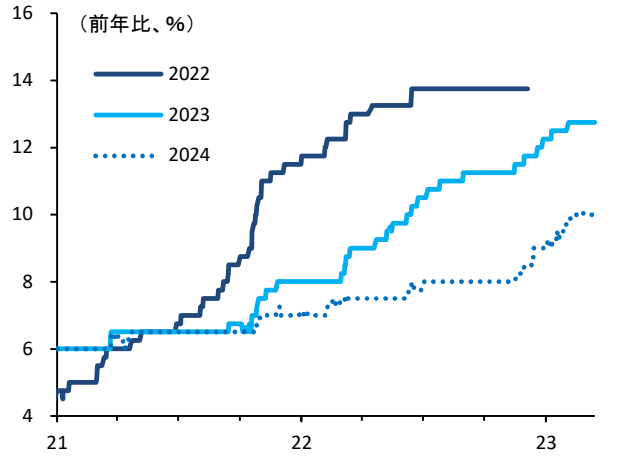
(注)エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計
出所:ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



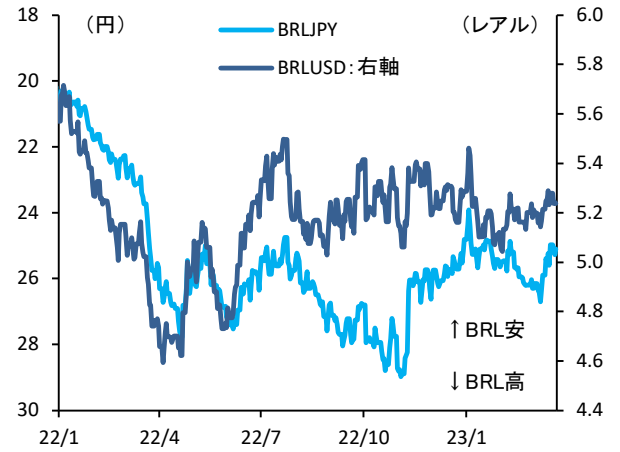
(注)2023 年 3 月 17 日時点
出所:ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 4:BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



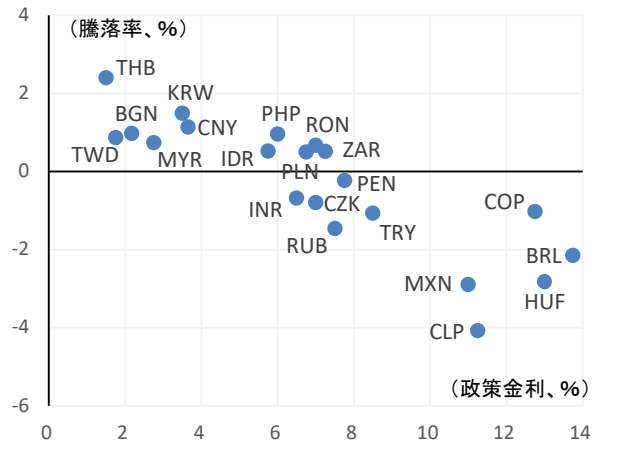
(注)2023 年 3 月 17 日時点
出所:ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5:BRL スポットレート(日足)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

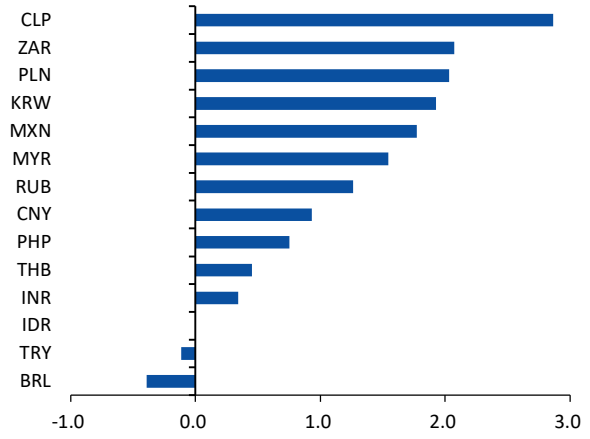
図表 6:新興国通貨の対ドル騰落率(3 月 10 日～3 月 17 日)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

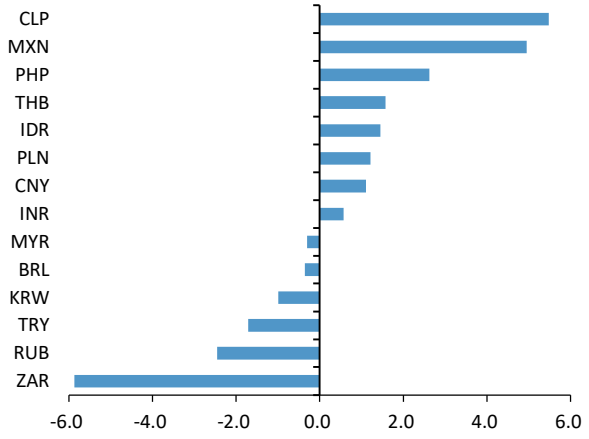
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



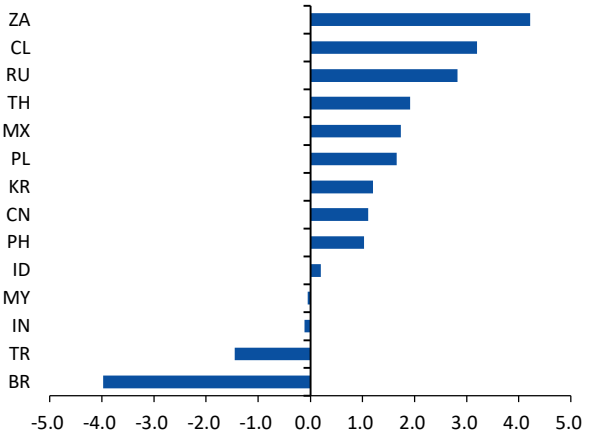
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



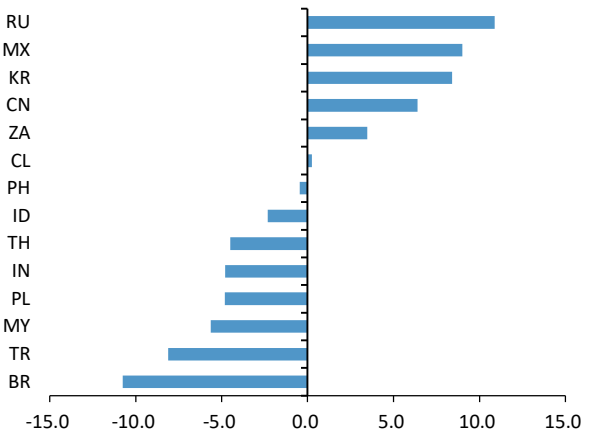
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



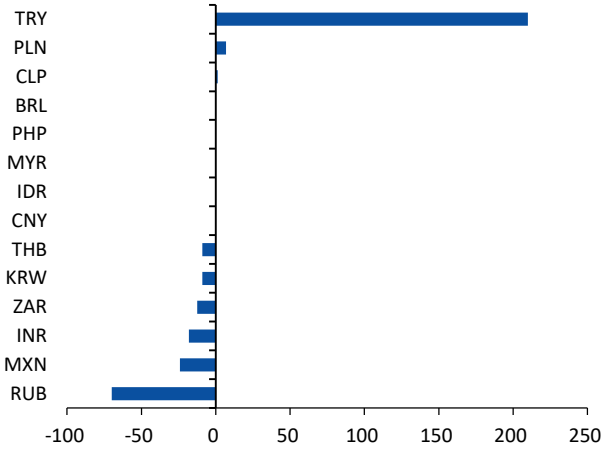
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率（%）



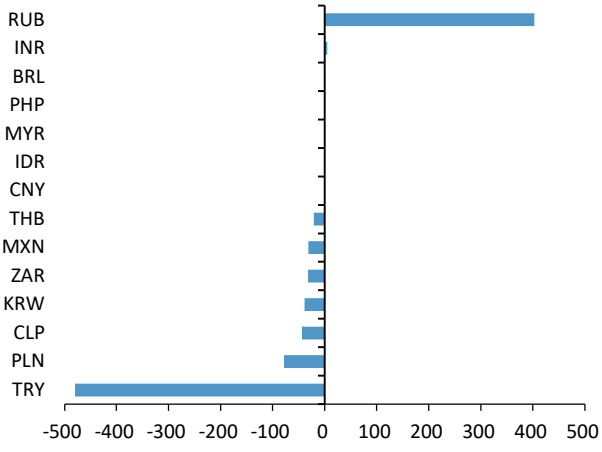
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

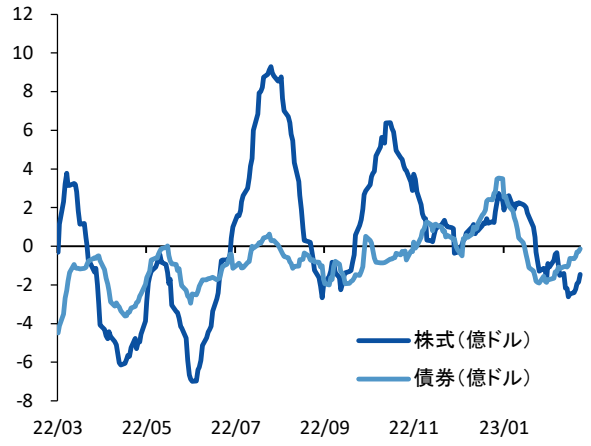
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



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

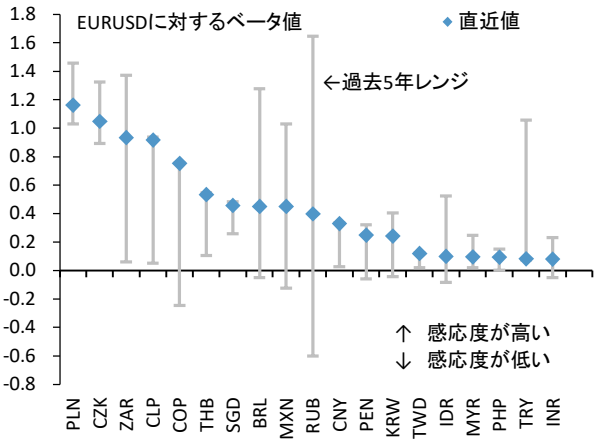
チャート集

主要新興国への証券投資（4 週間移動平均）



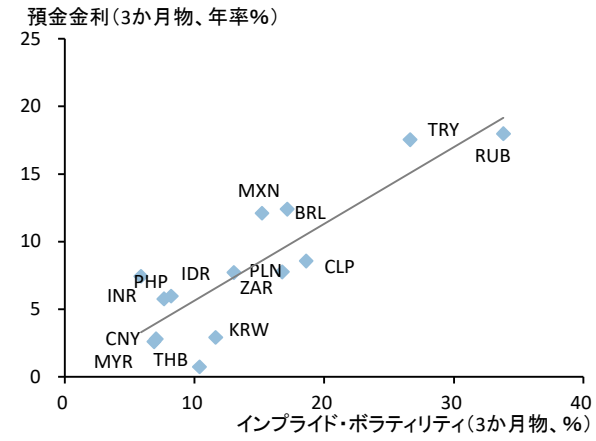
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



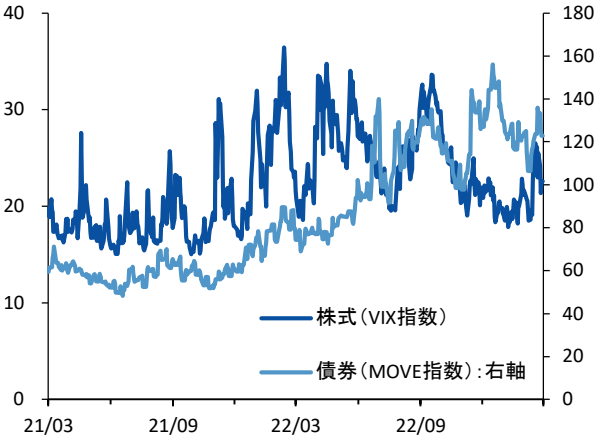
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



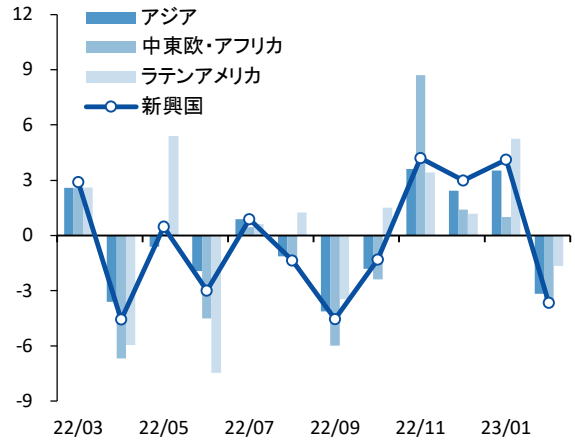
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



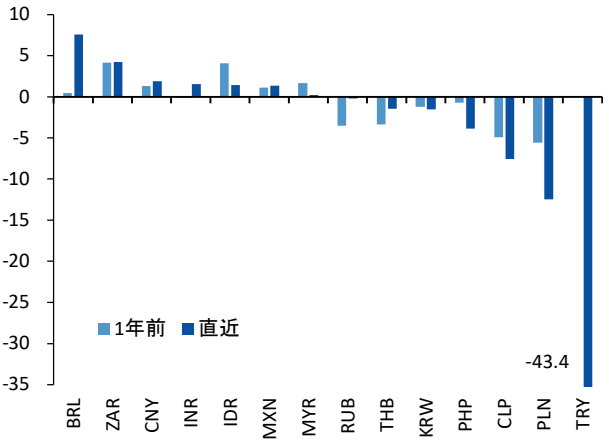
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア						
3月20日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	4.7%	9.8%	1.6%	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	-17.5%	-18.3%	-19.3%	--
21日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	$895m	$3081m	--
21日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	4.8%	5.1%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	6.4%	6.3%	6.6%	--
23日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	6.25%	6.25%	6.00%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-10.0%	-8.7%	-20.5%	--
23日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.750%	1.875%	1.750%	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	3.6%	--	3.7%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-1.8%	--	-2.7%	--
24日 (金)	台湾	失業率	3.6%	--	3.6%	--
29日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	90.2	--
29日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.50%	--
30日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	66	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-12.7%	--
31日 (金)	台湾	S&P Global Taiwan PMI Mfg	--	--	49	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	--	--	52.6	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	--	--	56.3	--
31日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	-$2002m	--
31日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	-$2670m	--
中東欧・アフリカ						
22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	6.8%	7.0%	6.9%	--
23日 (木)	トルコ	1週間レポレート	8.50%	8.50%	8.50%	--
24日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	56.5%	--
27日 (月)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	102.4	--
30日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.4%	--
30日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	-6.6%	--
30日 (木)	ロシア	失業率	--	--	3.6%	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	12.7%	--
30日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	7.25%	--
31日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-14.24b	--
31日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	--	--	-23.1b	--
31日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	31400m	--
ラテンアメリカ						
3月22日 (水)	ブラジル	SELICレート	13.75%	13.75%	13.75%	--
23日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.2%	5.3%	2.5%	--
23日 (木)	メキシコ	消費者物価指数 (隔週)	0.3%	0.2%	0.2%	--
24日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	3.0%	--	2.6%	--
24日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.7%	--	0.8%	--
27日 (月)	ブラジル	経常収支	-$4300m	--	-$8791m	--
27日 (月)	ブラジル	海外直接投資	$11702m	--	$6877m	--
27日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	-4125.1m	--
29日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	5317b	--
30日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	1.9%	--
30日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	-1.3%	--
30日 (木)	メキシコ	オーバーナイト・レート	11.25%	--	11.00%	--
31日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	56.6%	--

注:2023 年 3 月 24 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	6.8232	6.85	6.80	6.75	6.70	6.65
香港ドル	（HKD）	7.7920 ～ 7.8500	7.8493	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	（INR）	80.883 ～ 82.949	82.264	83.5	81.8	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	（IDR）	14835 ～ 15643	15345	15320	15000	15400	15500	15500
韓国ウォン	（KRW）	1216.30 ～ 1326.68	1287.05	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリンギ	（MYR）	4.2250 ～ 4.4895	4.4222	4.55	4.45	4.58	4.43	4.36
フィリピンペソ	（PHP）	53.628 ～ 56.131	54.305	55.0	54.0	55.5	53.8	53.5
シンガポールドル	（SGD）	1.3032 ～ 1.3518	1.3281	1.35	1.32	1.37	1.33	1.34
台湾ドル	（TWD）	29.608 ～ 30.780	30.363	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	（THB）	32.57 ～ 35.39	34.07	35.0	34.2	35.2	34.0	33.8
ベトナムドン	（VND）	23434 ～ 23858	23540	23810	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	4.9410 ～ 5.4798	5.2993	5.30	5.25	5.15	5.00	5.00
メキシコペソ	（MXN）	18.2821 ～ 19.5882	18.5885	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	19.149	19.85	20.29	20.74	20.30	20.15
香港ドル	（HKD）	16.295 ～ 17.443	16.669	17.35	17.60	17.90	17.44	17.27
インドルピー	（INR）	1.559 ～ 1.656	1.591	1.63	1.69	1.65	1.66	1.67
インドネシアルピア	（100IDR）	0.831 ～ 0.897	0.853	0.888	0.920	0.909	0.877	0.865
韓国ウォン	（100KRW）	10.181 ～ 10.743	10.167	10.30	10.30	10.61	10.46	10.39
マレーシアリンギ	（MYR）	29.429 ～ 31.133	29.591	29.89	31.01	30.57	30.70	30.73
フィリピンペソ	（PHP）	2.325 ～ 2.475	2.411	2.47	2.56	2.52	2.53	2.50
シンガポールドル	（SGD）	96.55 ～ 101.53	98.52	100.74	104.31	102.19	101.95	99.85
台湾ドル	（TWD）	4.205 ～ 4.464	4.310	4.46	4.45	4.59	4.53	4.54
タイバーツ	（THB）	3.770 ～ 3.994	3.838	3.89	4.04	3.98	4.00	3.96
ベトナムドン	（10000VND）	0.5430 ～ 0.5755	0.5556	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	24.694	25.66	26.29	27.18	27.20	26.80
メキシコペソ	（MXN）	6.651 ～ 7.470	7.039	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 24 日の 9 時 15 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に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。