

2023 年 3 月 31 日

The Emerging Markets Weekly

信用危機を巡る不安の和らぎが支えに

新興国市場：先週末 24 日、アジア時間の新興国通貨は欧米銀行を巡る信用危機への不安が煽る中、総じて軟調。KRW は前日比▲1%超下げた。欧州時間には、独大手行を巡る不安感の台頭に新興国通貨は下げを加速。東欧通貨等の下落が目立った。米国時間に入ると、上述の不安は行き過ぎとの認識からリスク心理がやや改善。BRL や MXN は急反発し前日比プラス圏を回復した。週初 27 日、アジア時間と欧州時間の新興国通貨はまちまち。前週の流れから信用危機を巡る不安は和らぐも、冴えない中国 1～2 月工業利益がやや重しとなった。THB や ZAR、KRW の下げが目立った。ただ、米国時間に入ると、米金融当局が追加の銀行支援策を検討と報じられたこともあり、米銀株が反発。リスク心理が改善する中で、BRL や MXN 等の中南米通貨を中心に、新興国通貨は堅調な動きを見せた。28 日、前日の米国時間の流れを引き継ぎ、アジア時間から欧州時間にかけて大半の新興国通貨が上昇。ただ、米国時間に入ると、新興国通貨にはやや伸び悩みもみられた。物価を抑制すべく金融引き締めが続くとの見方から、米景気の後退懸念が高まり米国株が反落、一段のリスク心理改善に歯止めがかかった格好。前日比では、東欧通貨のほか、ZAR や BRL、MXN の上昇が目立った。29 日、アジア時間の新興国通貨は大半がやや軟調。前日の米株安のほか、四半期末を控えたフローを指摘する向きもあった。MYR や KRW、TWD が弱含んだ。欧米時間は、テック企業の業績見通しの上振れを手掛かりに欧米株が反発。リスク心理の改善に多くの新興国通貨が堅調さを取り戻した。MXN や BRL 等の中南米通貨が総じて上昇した。30 日、大半の新興国通貨は底堅く推移。前日の欧米時間の流れを概ね引き継ぎ、リスク心理の改善が支えとなった。個別には、市場予想を上回る利上げを手掛かりに ZAR は前日比+1.6%上昇。独 3 月消費者物価指数(CPI)の上振れを受けたユーロ高を追い風に、東欧通貨も値を伸ばした。BRL も堅調となった。

アジア：24 日発表のマレーシア 2 月消費者物価指数(CPI)前年比+3.7%と前月から横ばい、市場予想(同+3.6%)を上回った。タイ中央銀行(BOT)は 29 日、全会一致で政策金利を 25bp 引き上げ 1.75%にすると決定した。利上げは 5 会合連続。物価は年内に目標レンジ(前年比+1.0～+3.0%)に収束するとの見方を示す一方、上振れリスクも注視するとした。

中東欧・アフリカ：ロシアのプーチン大統領は 25 日、同盟関係にあるベラルーシに戦術核兵器を配備することで合意したと述べた。南アフリカ準備銀行(SARB)は 30 日、政策金利を 50bp 引き上げ 7.75%にすると決定。利上げ幅は市場予想を上回った。インフレ見通しの上振れリスクに警戒を示した。

ラテンアメリカ：メキシコ中央銀行(Banxico)は 30 日、政策金利を 25bp 引き上げ 11.25%にすると決定。利上げ幅を縮小、追加利上げを示唆する文言を声明文から削除した。ブラジル政府は 30 日、新たな財政の枠組みを発表。2024 年に基礎的財政収支の均衡を目指し、歳出増に一定の歯止めをかける。

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(フィリピン)

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

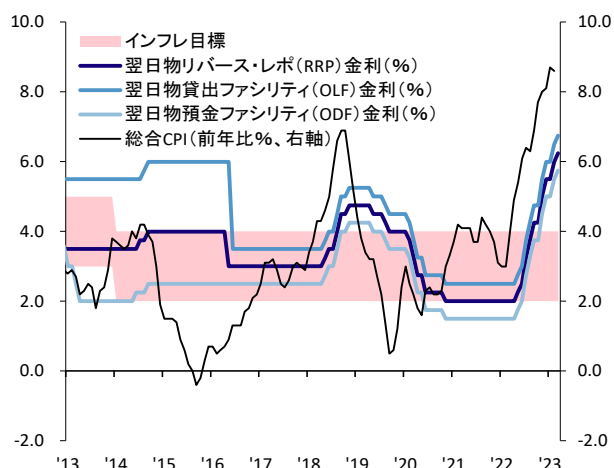
市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

フィリピン中央銀行(BSP)は23日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の6.00%から6.25%へ引き上げた(図表1)。9回会合連続での利上げとなり、利上げ幅は前回の50bpsから25bpsへ縮小した。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも同じ幅だけ引き上げて、それぞれ6.75%と5.75%とした。なお、ブルームバーグの事前予想では、25bpsの利上げがやや有力であった。

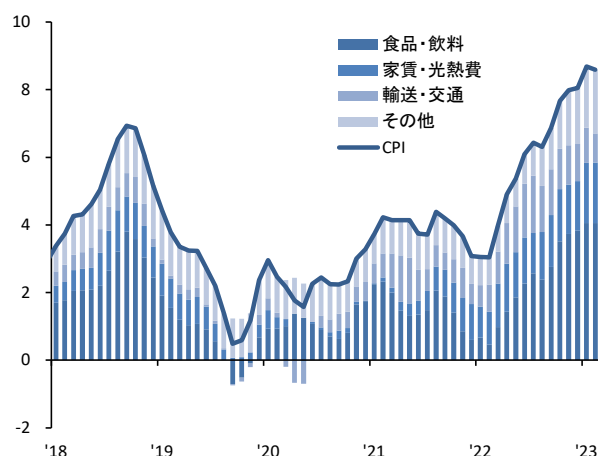
声明文では、国内のインフレの状況とその見通しに関する記述が目立った。2月消費者物価指数(CPI)は前年比+8.6%と1月の同+8.7%から高止まりが続いた(図表2)。昨年の大規模台風による食料品生産の不振や供給網の回復遅延が継続しており、インフレ基調の変化が確認できる内容ではなかった。また前回会合に続き、BSPは23～24年にかけてのインフレ見通しを更新しており、それぞれ前年比で+6.0%、+2.9%とした。1月時点と比較して23年は▲0.1%ポイント、24年は▲0.2%ポイントと微小な修正に留まっており、年内でのインフレ目標(+2.0%～+4.0%)への収束は厳しい状況だ。

メダラ BSP 総裁は会合後の会見にて、インフレ率を中銀目標へ収束させるため引き続き金融引き締め措置を実施する必要がある点に言及した。また、今回利上げ幅縮小に至ったのは過去から継続して実施してきた利上げ効果の確認のほか、欧米諸国の金融システムに対する懸念が強まったことを要因として指摘した。今後の利上げ方針についてはデータ次第としているが、先述の通りインフレ基調の変化が確認されておらず、インフレ見通しが中銀目標を大きく上回る状況下、利上げの終了までは1四半期程度の時間を要するものと予想する。このほかにも、フィリピンの政策金利は既にコロナ前を上回る水準にあるが、今後予想される世界経済減速と、欧米金融市場での不安が本格化した際により多くの利下げ余地を残しておきたい意図があるようにも見られた。

今週開催のFOMCでドットチャートが更新されたが、前回時点と比較して大きな変化はなかった。これを受けて米金利の先高観は弱まりつつあるものの、PHPの動向は軟調地合いが続いている(図表3)。PHPの戻りが限定的であるのは需給面でPHP売りが根強いことが考えられる。原油価格の段階的な下落によって昨年後半以降貿易収支の悪化はピークアウトしたが、年初の数字をみるとやや悪化傾向にある(図表3、4)。その要因は前年指摘された輸入の増加ではなく、輸出が落ち込んでいることが大きく影響している。特に中国経済の正常化が期待されながらも、1月の中国向けの輸出は前年比▲24.7%と低迷したことが目を引く。あくまで春節を過ぎ、単月の結果であるため過度に悲観するのは尚早ではあるが、フィリピンの金融政策と同列以上に需給関連の動向は為替動向を予想する上で注目すべき視点となろう。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標


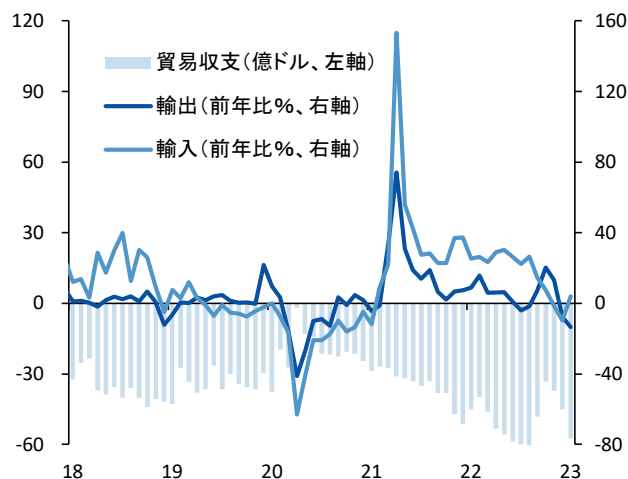
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価上昇率の推移(前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 原油価格と PHP の動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: 貿易収支の推移


出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(タイ)

3 月金融政策委員会～インフレ減速で利上げ終了も視野に

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

タイ中央銀行(BOT)は29日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.50%から1.75%に引き上げた(図表1)。委員会メンバー7人の全会一致での決定となった。政策金利の引き上げは5会合連続での実施となり、利上げ幅は従前の25bpsを維持。なお、ブルームバーグの事前予想でも25bpsの利上げ予想が有力であった。

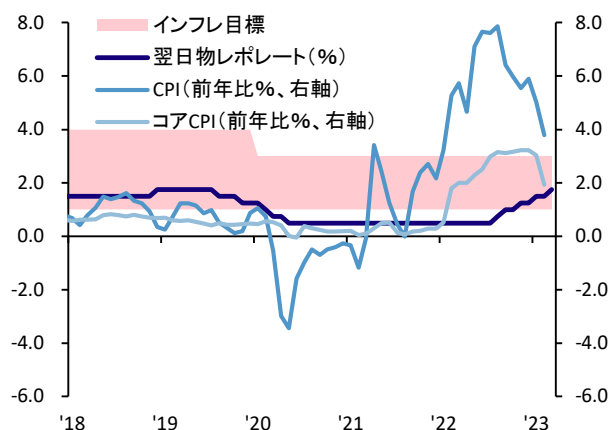
BOTは今回会合後に経済・物価見通しを更新しており(図表2)、23年、24年の実質GDP成長予想はそれぞれ▲0.1%ずつ下方修正された。声明文でも言及していた世界経済の減速によって財輸出が減少する可能性を織り込んだ格好だ。その一方で、内需と観光業関連産業の回復が順調に進んでいる点を指摘し、今後もタイ経済を支えていくとの見方を示した。海外からの観光客の受け入れ状況は、23年、24年とも12月時点の予想から更に上方修正されており、23年後半以降、中国人観光客の受入の正常化ペースが加速していくことに期待感を示した。

物価動向に関しては、23年にBOTの目標レンジに(+1.0～+3.0%)収束するといった見方を示した。足許の動きでは、2月消費者物価指数(CPI)が前年比+3.8%と1月の同+5.0%からまとまった幅で減速した(図表3)。内訳をみると直近数か月でのエネルギー価格の減速が目立っている。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+1.9%とこちらも1月の同+3.0%から減速した。図表4に示される通り、生産者物価指数(PPI)は22年後半以降、特に抑制されており、これは輸入インフレの一巡を示唆しているように考えられる。これが生産者側の価格転嫁圧力の弱まりに繋がれば、今後CPIの抑制に寄与すると推測できる。もっとも、BOTはインフレの上方リスクに対する警戒は緩めておらず、観光業をはじめサービス業における賃金上昇など需要面からのインフレを引き続き注視する姿勢をみせている。

かかる中、経済・物価動向を勘案して金融政策の正常化を進めることが適切として、利上げの継続を決定した。今後の方針については、経済・物価動向の見通しに修正が生じた場合には正常化の度合いやタイミングを調整する用意があるとした。上述の通りインフレ基調が弱まりつつあること、欧米の金融不安に配慮した内容で22年6月から開始した利上げ停止も近づきつつある印象だ。

為替については、欧米の金融不安に揺れる展開が続いた(図表5)。今後数か月も外部環境に相場が変動することには警戒したい。その後の方向感についてはTHBの需給動向も重要な視点となると思われる。23年の経常収支はサービス輸出の改善を後ろ盾に黒字化し、昨年との比較では需給環境は好転しよう。とは言え、THBの需給は盤石ではないことも認識しておきたい。第一に昨年は資源輸入が膨れ上がり、これが貿易収支の実績を大きく悪化させた経緯がある。BOTの想定する原油価格は徐々に切り下がっているものの、足許においてコロナ前と比較してまだ約1.5倍程度高い水準を推移している点は無視できない。加えて、23年の財輸出は中国经济の正常化に頼らざるを得ない状況であることも不確実性を高めている。

図表 1: タイの政策金利とインフレ率



出所: タイ中央銀行、タイ商務省、CEIC、みずほ銀行

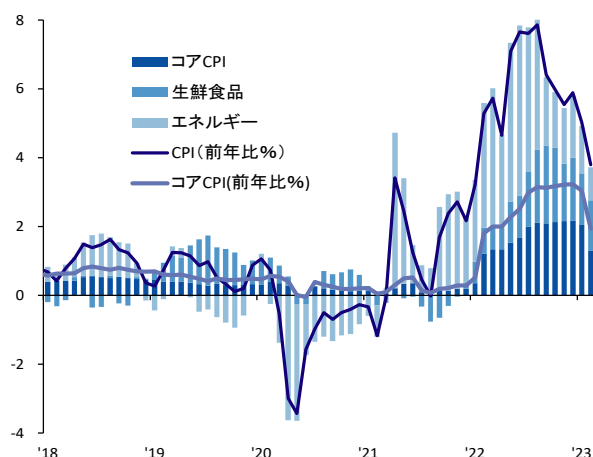
図表 2: BOT による主な指標見通し

	2022	2023	2024
実質GDP成長率	2.6	3.6 (3.7)	3.8 (3.9)
CPI	6.1	2.9 (3.0)	2.4 (3.1)
コアCPI	2.5	2.4 (2.5)	2.0 (2.0)
経常収支 (億ドル)	▲169	40 (38)	125 (122)
外国人観光客数 (万人)	1120	2800 (2200)	3500 (3150)
原油予想価格 (ドル)	96.5	86 (95)	90

出所: タイ中央銀行、タイ観光庁、みずほ銀行

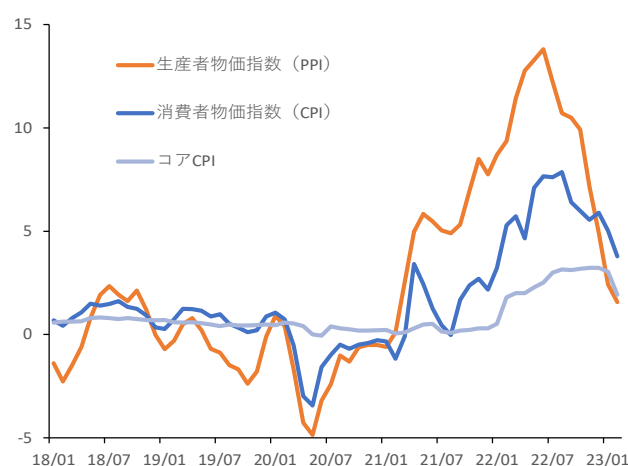
注: 22 年は実績、カッコ内は 22 年 12 月時点の予想

図表 3: CPI の動向と寄与度 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: CPI と PPI (前年比%)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

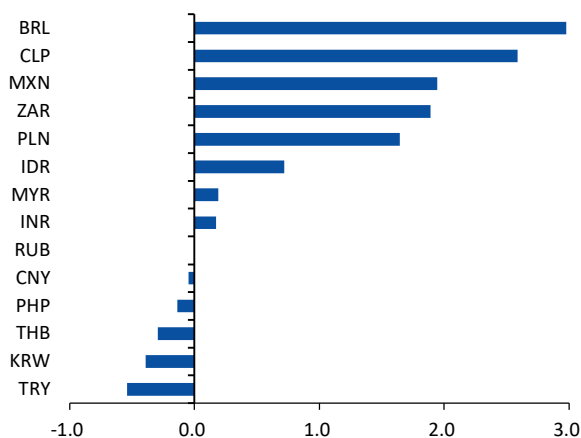
図表 5: THB の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

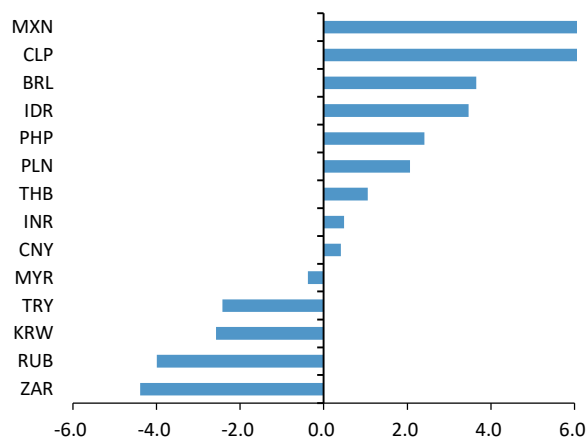
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



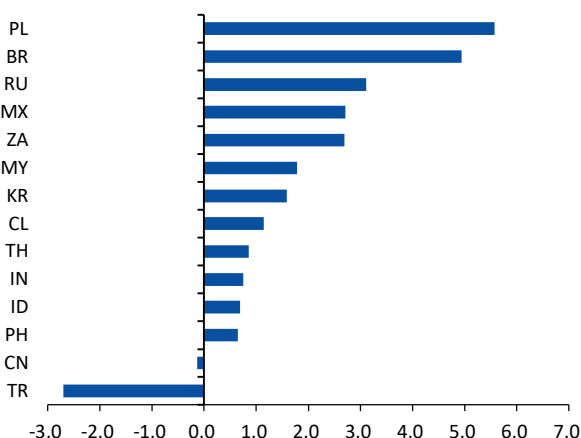
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



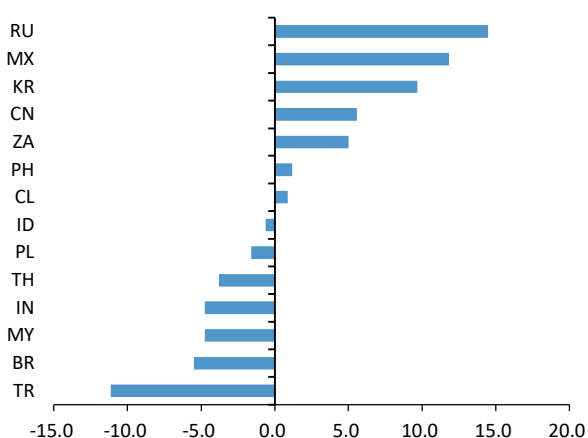
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



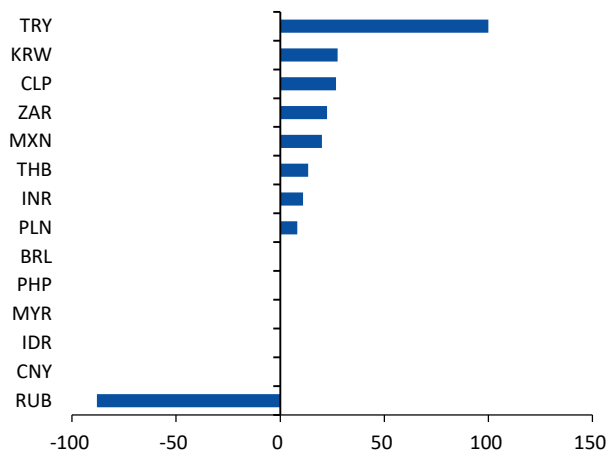
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

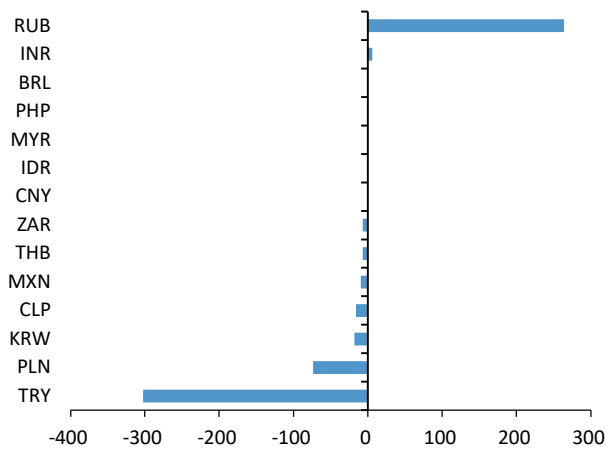
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

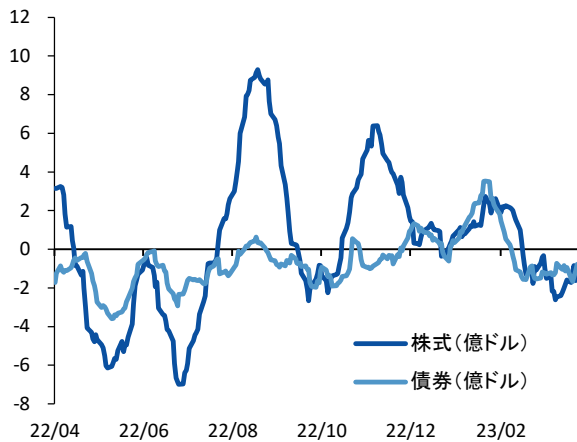


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

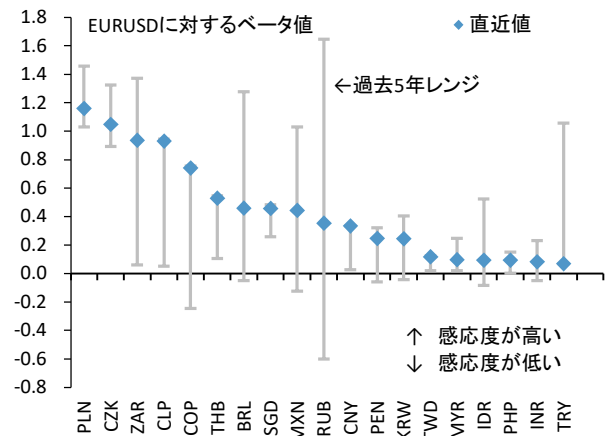
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

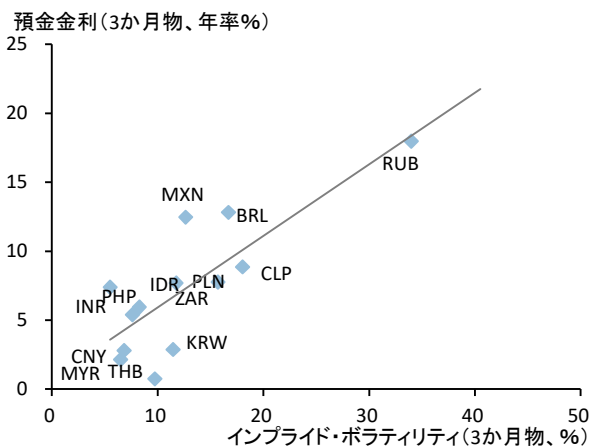
主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



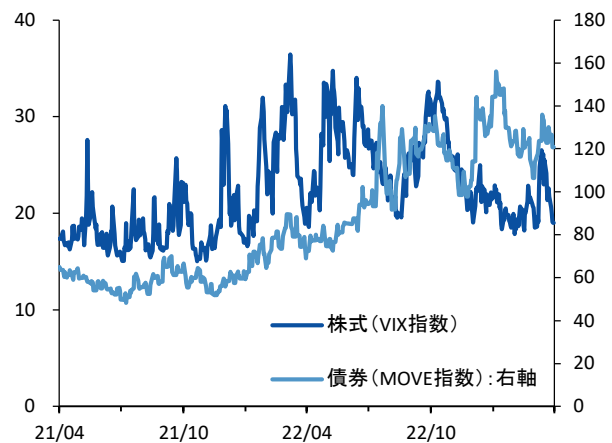
EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



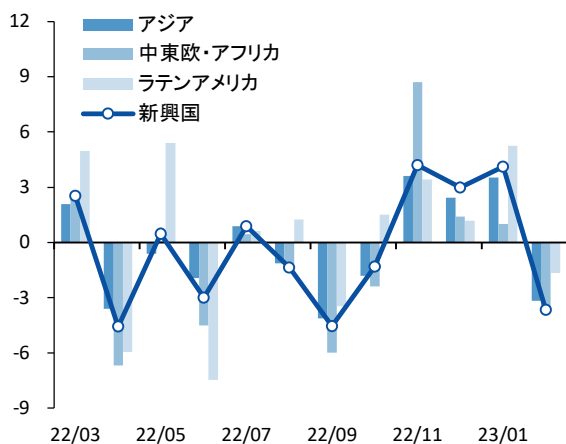
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



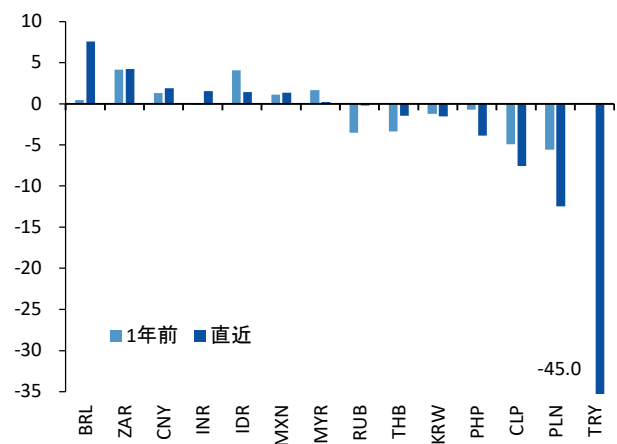
株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



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27日 (月)	中国	工業企業利益(前年比)	--	-22.9%	--	--
27-31日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1414m	--	-\$4650m	--
29日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	92.0	90.2	--
29日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.75%	1.75%	1.50%	--
30日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	69	66	--
31日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-7.0%	--	-12.7%	--
31日 (金)	中国	製造業PMI	51.7	--	52.6	--
31日 (金)	中国	非製造業PMI	54.9	--	56.3	--
31日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	\$845m	--	-\$2002m	--
31日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	45.7b	--
4月1日 (土)	韓国	貿易収支	-\$5720m	--	-\$5300m	-\$5268m
3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	5120.0%	--	51.6	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.0	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	5.5%	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	4.8%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	8.6%	--
5日 (水)	タイ	CPI(前年比)	--	--	3.8%	--
5日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	-0.8%	--
6日 (木)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.6	--	55.0	--
6日 (木)	インド	RBILレート	--	--	6.5%	--
7日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	-\$4516.7m	--
中東欧・アフリカ						
3月27日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	73.5%	75.2%	--
27日 (月)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	104.1	102.4	--
29日 (水)	ロシア	経常収支	--	37528m	31400m	--
29日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	-1.7%	-2.4%	--
29日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	-7.8%	-6.6%	--
30日 (木)	南ア	PPI 前年比	12.2%	12.2%	12.7%	--
30日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	7.50%	7.75%	7.25%	--
31日 (金)	トルコ	貿易収支	-12.20b	--	-14.24b	--
31日 (金)	南ア	貿易収支(ランド)	-14.8b	--	-23.1b	--
4月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	55.2%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	76.6%	--
ラテンアメリカ						
3月27日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$5000m	-\$2815m	-\$8791m	--
27日 (月)	ブラジル	海外直接投資	\$10000m	\$6451m	\$6877m	--
27日 (月)	メキシコ	貿易収支	1094.5m	-1844.4m	-4125.1m	--
29日 (水)	ブラジル	融資残高	5354b	5319b	5317b	--
30日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	0.3%	0.2%	1.9%	--
30日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	0.9%	0.3%	-1.3%	--
30日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	11.25%	11.25%	11.00%	--
31日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	56.8%	--	56.6%	--
4月4日 (火)	メキシコ	送金総額	--	--	\$4406.1m	--
4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$2837m	\$2833m
5日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	9.4%	--
5日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	7.6%	--

注: 2023 年 3 月 31 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	6.8706	6.85	6.80	6.75	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8497	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 82.949	82.338	83.5	81.8	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ～ 15643	15047	15320	15000	15400	15500	15500
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1326.68	1299.05	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.4895	4.4210	4.55	4.45	4.58	4.43	4.36
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.131	54.420	55.0	54.0	55.5	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3518	1.3276	1.35	1.32	1.37	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.780	30.454	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	34.19	35.0	34.2	35.2	34.0	33.8
ベトナムドン	(VND)	23434 ～ 23858	23480	23810	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ～ 5.4798	5.0948	5.30	5.25	5.15	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	18.2821 ～ 19.5882	18.0951	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	19.279	19.56	20.00	19.85	19.85	19.85
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.443	16.937	17.09	17.35	17.14	17.05	17.01
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.656	1.611	1.60	1.66	1.58	1.62	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.897	0.884	0.875	0.907	0.870	0.858	0.852
韓国ウォン	(100KRW)	10.181 ～ 10.743	10.234	10.15	10.15	10.15	10.23	10.23
マレーシアリング	(MYR)	29.429 ～ 31.133	30.032	29.45	30.56	29.26	30.02	30.28
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.475	2.433	2.44	2.52	2.41	2.47	2.47
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 101.53	100.14	99.26	102.80	97.81	99.70	98.36
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.464	4.352	4.39	4.39	4.39	4.43	4.47
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 3.994	3.895	3.83	3.98	3.81	3.91	3.91
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5755	0.5649	0.56	0.58	0.55	0.56	0.56
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 26.434	26.097	25.28	25.90	26.02	26.60	26.40
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 7.470	7.347	7.13	7.16	6.87	6.72	6.60

注: 1. 実績の欄は 2023 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 31 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。