

2023 年 4 月 7 日

The Emerging Markets Weekly

米経済への不安からリスク心理が悪化

新興国市場：先週末 3 月 31 日、アジア時間の新興国通貨は上昇した。中国 3 月 PMI の良好な結果が新興国通貨の支えとなり、IDR と THB が上昇した。欧米時間は、ユーロ圏 3 月消費者物価指数(HICP)が市場予想を下振れ、欧州金利が低下し、ユーロに連れて東欧通貨は下落。米経済指標は強弱が混在、インフレ懸念が後退したことを受けて米金利が低下、新興国通貨は小幅に反発した。BRL や MXN がしっかり。週初 4 月 3 日、アジア時間の新興国通貨は総じて下落。2 日に OPEC と OPEC+ が市場予想外の追加減産を発表し、原油価格が上昇。インフレ再燃が懸念され、新興国通貨は軟調となった。KRW は前日比▲1.2%下落。欧米時間は米 3 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を下振れ、ドルは下落に転じた。東欧通貨は概ね前日比プラス圏で取引を終える一方、中南米通貨は下げ幅を取り戻せず。4 日、アジア時間の新興国通貨は前日からドルの軟調が支援材料となり、IDR や THB が上昇した。欧米時間は、米 2 月 JOLT 求人件数が市場予想を下振れたことを受けて、ドル安継続となった。ユーロの続伸を受け、東欧通貨は上昇。一方、中南米通貨は景気後退への懸念の高まりなどが重しとなり、大半が軟調となった。ZAR や MXN が値を下げた。5 日、アジア時間はドルの軟調が継続、新興国通貨は値を上げた。THB や KRW、PHP もしっかり。欧米時間の新興国通貨は反落。米 3 月 ADP 雇用統計や米 3 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を下振れ、米景気減速への懸念が高まった。リスク心理の悪化で新興国通貨の大半が下落に転じた。ZAR は 3 月 PMI が軟調で続落。6 日、アジア時間は前日からのリスク心理悪化を背景に、新興国通貨は下落。KRW の大幅な下落が目立った。欧米時間はイースター休暇の前に目新しい材料もなく、新興国通貨はまちまちな動きとなった。RUB や ZAR が前日比▲1.0%超下落する一方、MXN は上昇した。

アジア：3 月 31 日発表の中国 PMI は製造業が 51.9、非製造業は 58.2 と両者とも景気の拡大・縮小の分け目となる 50 を上回った。4 月 3 日発表のマレーシア 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.97%と 3 月から鈍化し、市場予想(同+5.12%)を下回った。4 日発表の韓国 3 月 CPI は同+4.2%と 2 月(同+4.8%)から減速し、市場予想を下振れた。5 日発表のフィリピン 3 月 CPI は同+7.6%と 2 月(同+8.6%)から鈍化した。5 日発表のタイ 3 月 CPI は同+2.83%とインフレ目標(+1~3%)内に収まるのは 2021 年 12 月以来となる。インド準備銀行(RBI)は 6 日に政策金利を 6.50%に据え置くことを決定。ダス総裁は、利上げ休止の決定は今回の会合のみと述べ、利上げの終了ではないと述べた。

中東欧・アフリカ：3 日に発表されたトルコ 3 月 CPI は前年比+50.51%と 2 月(同+55.18%)から鈍化し、市場予想(同+51.25%)を下回った。OPEC+での減産合意もあって、インフレ再燃・TRY 安加速が大いに警戒される状況。

ラテンアメリカ：5 日に発表されたメキシコ 3 月 CPI は前年比+6.85%と 2 月(同+7.62%)から減速し、市場予想(同+6.89%)を下回った。

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 亮大
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(インド)

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
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

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は3～6日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレートを6.50%で据え置くことを決定した。22年5月以降、6会合連続で合計+250bpsの利上げを行ったのち、利上げ停止に至った(図表1)。また、政策委員メンバー6人のうち1名については政策金利据え置きに反対した。なお、ブルームバーグの事前予想では+25bpsの利上げの予想が有力であった。ややサプライズの利上げ停止といえる。

声明文では、インド経済・物価見通しについての言及が目立った。10～12月期の実質GDP成長率は前年比+4.4%と個人消費を中心に減速も、一定の回復力を保った(図表2)。見通しに関しては、22年度は同+7.0%の着地見込みであるとした一方、23年度は同+6.5%に減速するとした。もっとも、前回会合時点では同+6.4%としていたこともあり、わずかながら上方修正した格好だ。リスク要因としては、世界的な地政学リスクの高まりや金融市場の不安定化を指摘した。その一方国内経済については、農業生産の堅調推移や落ち着きつつある資源価格に加え、サプライチェーンの正常化進展をGDP押し上げ要因として指摘した。

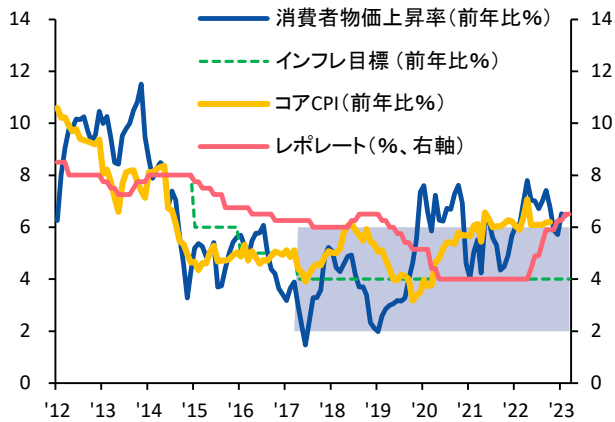
物価動向に関して、直近2月の消費者物価指数(CPI)は前年比+6.4%と1月の同+6.5%からわずかに減速も、RBIの目標レンジ(前年比+2.0～+6.0%)を2か月連続で上回る推移となった(図表3)。22年末にかけ食料品価格が落ち着いていたものの、足許では伸びを再び取り戻しつつある。ただし、好調な穀物生産に加え、政府による低所得者層向けの穀物供給政策の効果もあり、今後は食料品価格の騰勢は落ち着く見込みだ。一方、OPECプラスによる原油減産に関しては、輸入物価上昇に寄与すると警戒感を示した。かかる中、23年度のインフレ率見通しについて同+5.2%と前回会合時点の同+5.3%から下方修正、国内のインフレは既にピークアウトしているといった見方を堅持した。

上述の通りRBIは政策金利を据え置いたが、声明文および議長会見ではハト派な姿勢はほとんど確認できなかった。むしろ、「我々の仕事はまだ終わっていない」「さらなる行動をとることを躊躇しない」「インフレとの戦いは続く」とタカ派な発言が目立った。具体的には、19年2月会合での利下げ決定時のCPI(+2.0%付近)とレポレート(6.50%)を引き合いに出し、現在の政策金利水準を「緩和的」と指摘した。今後の金融政策運営に関しては物価動向次第だろうが、インフレ率見通しを引き下げていることから見ても、現行のレポレートをターミナルレートと想定する。ただし、上述の通りRBIはタカ派姿勢を崩しておらず、早期の利下げなどは見込める状況にはない。

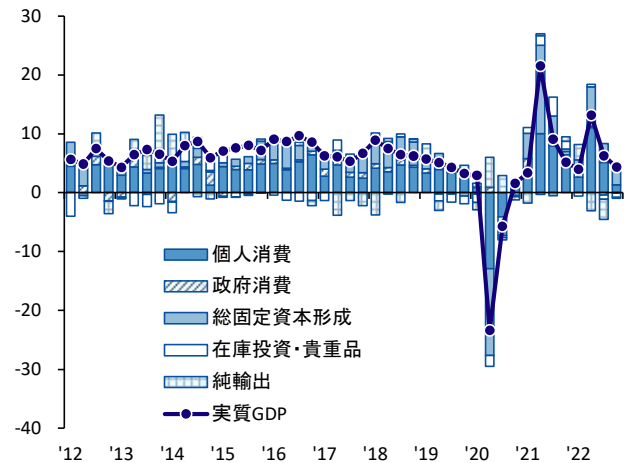
INRは、22年の秋ごろ以降一進一退の推移を継続している(図表4)。3月は国内新興財閥に関する会計不正懸念が一巡したことでINRが買われる場面もあったが、米地銀破綻に端を発する金融システム不安を背景にINRの上値は限定的となった。

4月のINRの動向については、RBI、FRBともに利上げサイクルの最終局面にあると見られ、金融政策の急転換からINR相場が急変する可能性はあまり高くないと想定する。今後金融システム不安が払しょくされ市場心理が改善すればINRが上昇する可能性もあろうが、OPECプラスの原油減産発表以降資源価格は再上昇の兆しを見

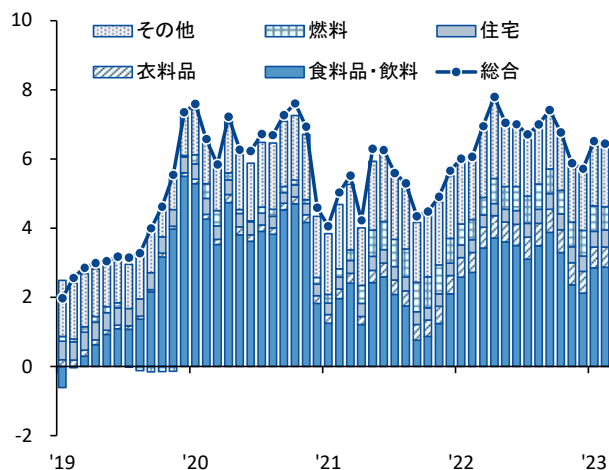
せており、インドの貿易赤字拡大が懸念される状況だ。かかる中、INR 相場は方向感の出にくい展開を予想する。

図表 1: レポレートと物価水準の推移


出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

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: 消費者物価の動向 (前年比%、%ポイント)


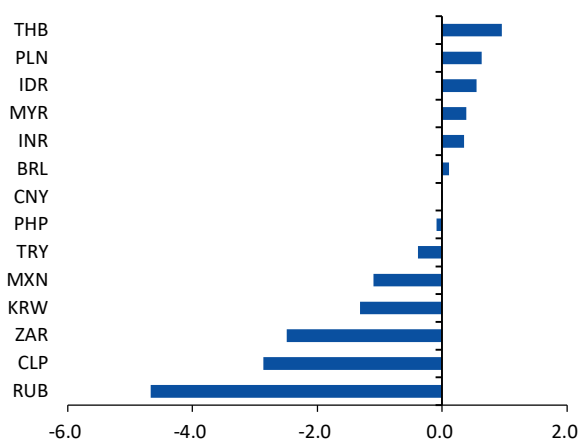
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: INR 相場動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

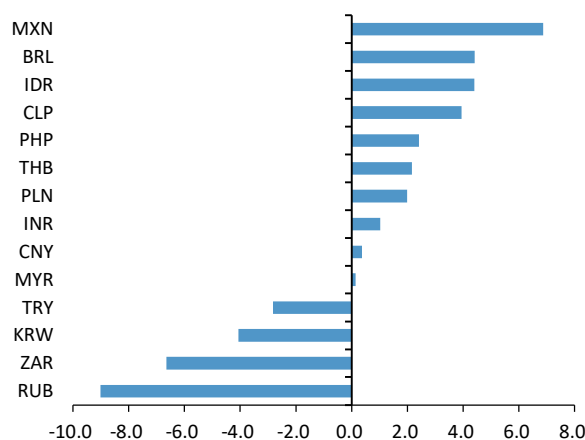
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



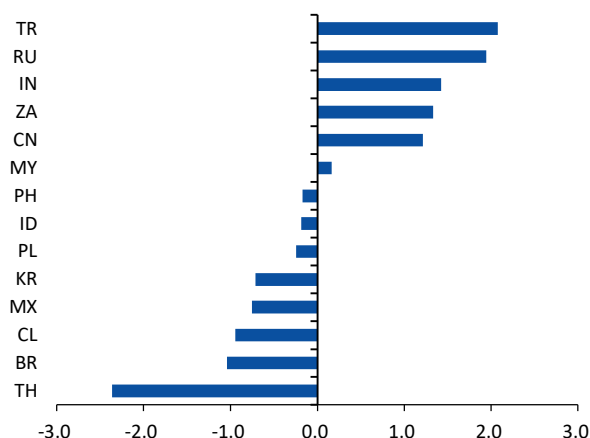
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



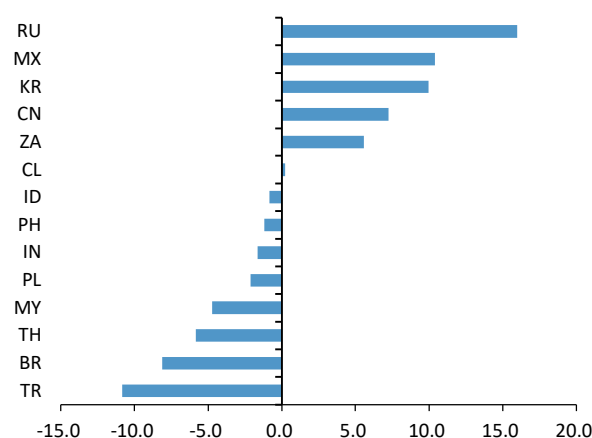
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



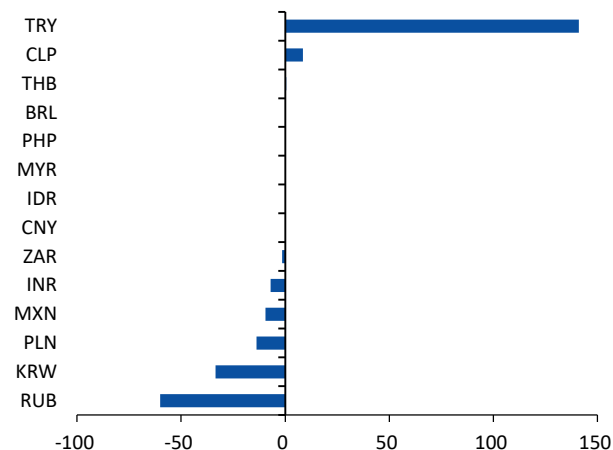
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

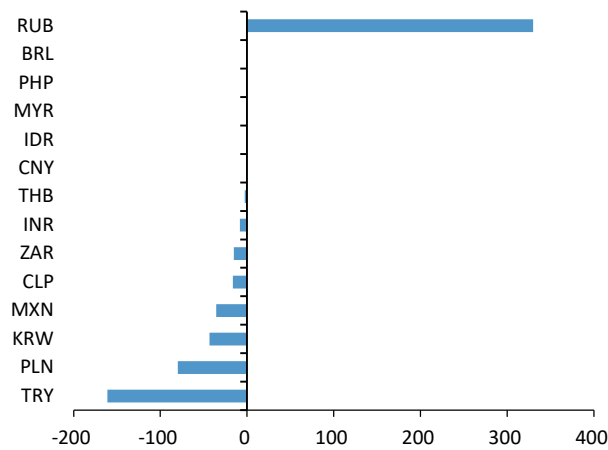
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

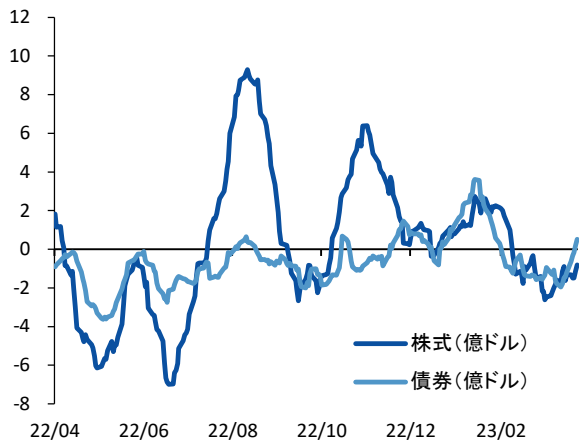


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

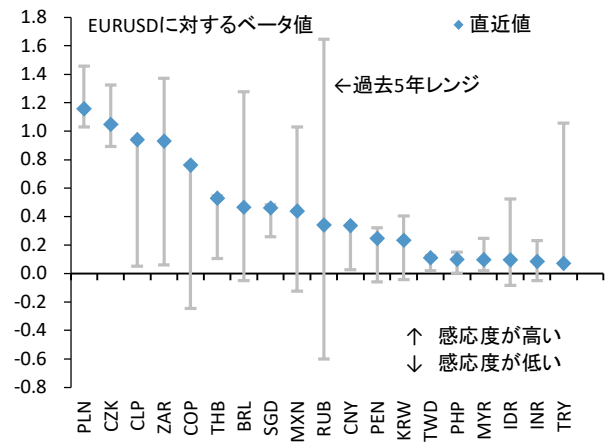
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

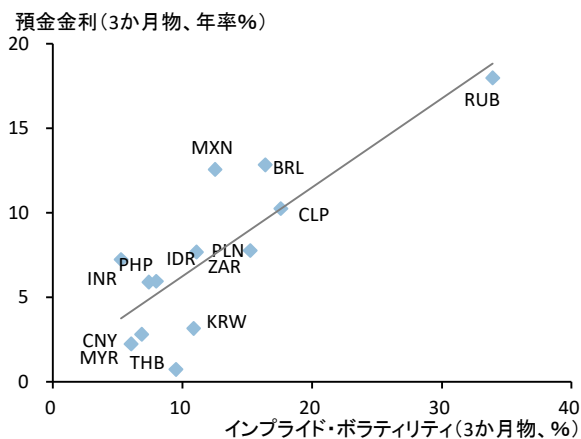
主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



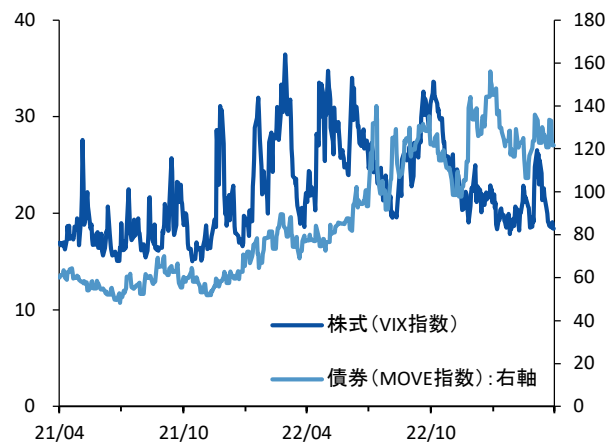
EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



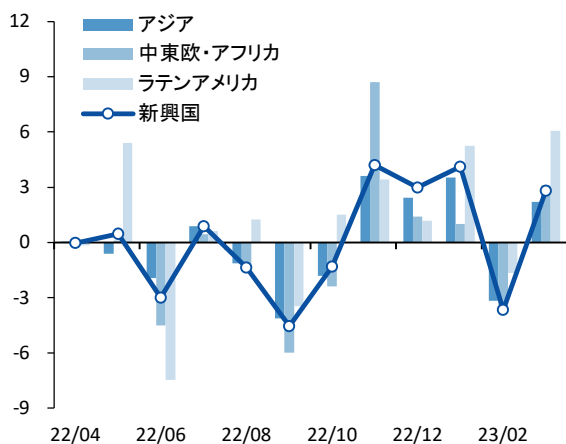
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



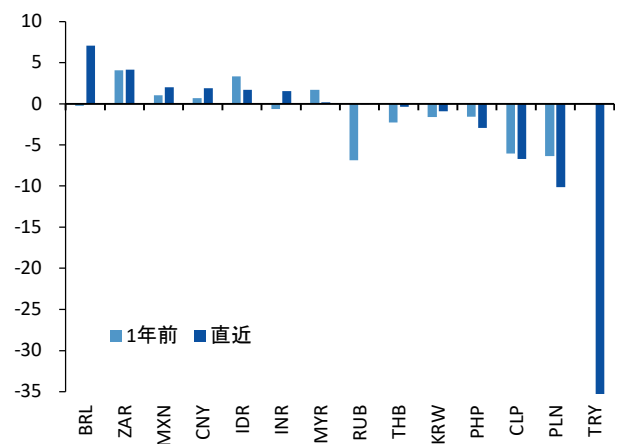
株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



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						
4月3日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.4	50.0	51.6	--
3日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-106.4b	45.7b	--
3日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	5.1%	5.0%	5.5%	--
3日 (月)	シンガポール	購買部景気指数	--	49.9	50.0	--
4日 (火)	韓国	CPI(前年比)	4.3%	4.2%	4.8%	--
5日 (水)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	8.0%	7.6%	8.6%	--
5日 (水)	タイ	CPI(前年比)	3.3%	2.8%	3.8%	--
5日 (水)	シンガポール	小売売上高(前年比)	2.0%	12.7%	-0.8%	--
6日 (木)	インド	RBIレート	6.75%	6.50%	6.50%	--
7日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	-\$4516.7m	--
9-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	3335.0b	--	1810.0b	--
10-14日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.1%	--
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$5740m	--
11日 (火)	中国	CPI(前年比)	--	--	1.0%	--
11日 (火)	中国	PPI(前年比)	--	--	-1.4%	--
11日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.8%	--
11日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
11日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$2.35b	--
11日 (火)	韓国	韓国銀行7日間レート	--	--	3.50%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.2%	--
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	--	--	6.4%	--
13日 (木)	中国	貿易収支	--	--	\$78.01b	\$77.63b
14日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	-8.8%	--
14日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	-8.2%	--
14-18日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.5%	--
中東欧・アフリカ						
4月3日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	51.3%	50.5%	55.2%	--
3日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	62.5%	76.6%	--
7日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	-3.5%	--	--	--
10日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-9.85b	--
11日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.5%	--
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-3.7%	--
11日 (火)	ロシア	経常収支	--	--	37528m	--
12日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	11.0%	--
ラテンアメリカ						
4月4日 (火)	メキシコ	送金総額	\$4300.0m	\$4348.4m	\$4406.1m	--
4日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$9192m	\$10956m	\$2837m	\$2833m
5日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	8.4%	7.9%	9.4%	--
5日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	6.9%	6.9%	7.6%	--
10日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.0%	--
11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	2.8%	--
11日 (火)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	0.8%	--
12日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	0.4%	--
14日 (金)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	6.5%	--

注: 2023 年 4 月 7 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 1～3月（実績）	SPOT	2023年 6月	9月	12月	2024年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ～ 6.9774	6.8730	6.80	6.75	6.70	6.65	6.60
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	81.898	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ～ 15643	14913	14800	15300	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1329.15	1319.15	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.5315	4.3980	4.38	4.52	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.131	54.415	54.0	55.0	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3306	1.32	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.915	30.520	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	33.87	33.6	34.5	33.6	33.5	33.2
ベトナムドン	(VND)	23434 ～ 23858	23456	23600	24500	23800	23700	23600
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ～ 5.4798	5.0575	5.25	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ～ 19.5882	18.2449	18.5	18.8	19.0	19.1	19.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 19.847	19.173	19.71	20.15	20.00	20.00	20.00
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.568	16.798	17.09	17.35	17.14	17.05	17.01
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.680	1.610	1.64	1.62	1.63	1.65	1.66
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.897	0.884	0.905	0.889	0.893	0.893	0.892
韓国ウォン	(100KRW)	9.962 ～ 10.743	9.997	10.08	10.38	10.39	10.47	10.56
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.133	29.863	30.59	30.09	30.25	30.50	30.84
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.494	2.414	2.48	2.47	2.49	2.49	2.49
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 101.70	99.11	101.67	98.98	100.45	99.11	99.62
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.494	4.308	4.39	4.39	4.39	4.43	4.47
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 3.994	3.866	3.99	3.94	3.99	3.97	3.98
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5821	0.5615	0.57	0.56	0.56	0.56	0.56
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 26.781	26.069	25.52	26.41	26.27	25.98	25.63
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 7.650	7.228	7.24	7.23	7.05	6.96	6.88

注: 1. 実績の欄は 2023 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 7 日の 8 時 10 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。