

2023 年 4 月 14 日

The Emerging Markets Weekly

米経済指標の下振れを受けたドル安が支援材料に

新興国市場：先週末 7 日、アジア時間の新興国通貨はイースター休暇での休場が多い中、米 3 月雇用統計の発表を控え、動意の薄い展開。THB が下落した。欧米時間に米 3 月雇用統計が発表され、米金利上昇・ドル高となったが、流動性が薄く新興国通貨の反応は限定的。ZAR が小幅に値を下げた。週初 10 日、引き続きイースター休暇のためアジア時間は大半の新興国通貨は狭いレンジでの推移。THB が前日に続き軟調。欧米時間に入ると米金利が上昇し、全面ドル高となり、新興国通貨は下落した。ZAR が前日比▲1.7%値を下げた。11 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。翌日に米 3 月消費者物価指数(CPI)の発表を控え、大半が小動き。PHP が下落。欧州時間、欧州金利の上昇を背景にユーロに連れて東欧通貨が上昇。米国時間に新興国通貨は上げ幅を縮小したが、米金利が低下する動きに反発した。BRL は前日比+1.2%上昇、ZAR も堅調。12 日、アジア時間は米 3 月 CPI の発表を控え、閑散な取引となった。PHP が前日に続き軟調となった。欧米時間、米 3 月 CPI が市場予想を下振れ、米金利が急落。ドルも下落し、新興国通貨は上昇。その後反発するも、FOMC 議事要旨で年内の緩やかな景気後退の可能性の予想が示されたことなどがドルの上昇を抑制した。BRL は良好なブラジル経済指標が支えとなり、前日比+1.8%上昇。東欧通貨も堅調。13 日の新興国通貨は概ね上昇した。前日の米 3 月 CPI の下振れに加え、米 3 月生産物価指数(PPI)も市場予想を下回ったことで、FRB の利上げ終了が近いとの見方が広がったことが新興国通貨の支援材料となった。ZAR は前日比+2.1%と大幅に上昇した。

アジア：タイ中央銀行(BOT)のセタプット総裁は 10 日、23 年実質 GDP 成長率を+3.6%と予想し、財政・金融政策の正常化を優先すべきとの考えを示した。フィリピン中央銀行(BSP)のメダラ総裁は 9 日、4 月のインフレ率が加速すれば 5 月に利上げ一時停止を検討する可能性があるとの述べた。11 日発表の中国 3 月 CPI は前年比+0.7%と 21 年 9 月以来の低水準となった。韓国銀行(BOK、中央銀行)は 11 日に政策金利を 3.50%に据え置くことを決定。12 日に発表のインド 3 月 CPI は前年比+5.7%と 2 月(同+6.4%)から鈍化した。13 日発表の中国 3 月貿易統計では輸出が前年比+14.8%、輸入は同▲1.4%とそれぞれ市場予想より良好な結果となり、貿易収支は 882 億ドルの黒字となった。

中東欧・アフリカ：7 日発表のロシア 10~12 月期実質 GDP は前年比▲2.7%、ロシア 2022 年の年間実質 GDP 成長率は同▲2.1%となった。トルコ中央銀行(CBRT)は 7 日にドルへの依存を減らし TRY 建て国債の利回りを抑えるための新たな措置を発表した。TRY 預金が預金総額の 50~60%を占める場合に銀行が維持しなければならない証券の比率を、従来の 2%から 7%に引き上げたが、TRY 相場への影響は限定的となった。

ラテンアメリカ：11 日発表のブラジル 3 月消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.65%と 2 月(同+5.5%)から鈍化し、市場予想(同+4.71%)を下回った。

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

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)

新興国: 中国経済回復期待だけでは力不足

市場営業部
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@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、3 月製造業 PMI は 49.6 と前月(改定後:49.9)から悪化。22 年 12 月の 48.7 を境に中立水準に向け上昇していたが、3 か月ぶりに低下に転じた。先進国(48.1→48.4)は新規受注と生産が大きく改善。新興国(51.6→50.7)では新規受注と生産に加え雇用が低下も、ヘッドラインは 50 超えを維持(図表 1、2)。一方、グローバル非製造業 PMI(52.6→54.4)は上昇。先進国(51.8→53.4)、新興国(54.5→56.7)いずれにおいても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 53.4 と前月(52.1)から改善、22 年 6 月以来の水準を回復した。世界経済の実質 GDP 成長率は 22 年 4～6 月期にわずかながらマイナス成長を記録、7～9 月期の回復を経て 10～12 月期は小幅なプラス成長にとどまった(図表 3)。PMI の推移をみる限り、23 年 1～3 月期は成長幅を拡大させたと考えたい。

3 月 PMI の特徴は、中国経済回復期待だけでは製造業景況感を支えきれないということではないか。中国の PMI は改善も(後述)、あくまで非製造業が中心で製造業 PMI はむしろ 3 か月ぶりに低下に転じた。むしろ、中国の経済回復はこれから本格化すると期待されるものの、今後欧米を中心に利上げの需要抑制効果が顕在化すると見込まれる中、力不足感は否めない。金融システム不安も燦る中、製造業マインドの持続的な改善には他の要因が必要になろう。

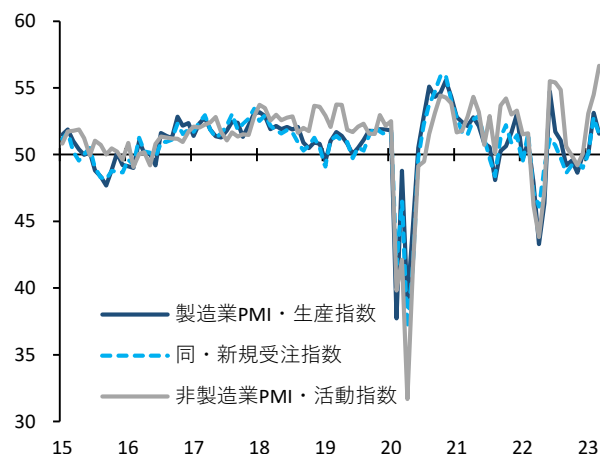
製造業 PMI の構成指数別には、入荷遅延指数が先進国、新興国ともに前月に続き 50 を上回った(図表 4)。特に、先進国は 09 年 4 月以来の水準を記録しており、さらなるサプライチェーンの改善への期待がうかがえる。もともと、利上げによる外需下押しの警戒により、貿易活動は軟調推移を続けている。新規輸出受注指数は底打ちの兆しこそ見せるも、先進国、新興国ともに 50 を下回った(図表 5)。他方、商品価格下落の影響もあつてか、在庫関連指数は改善した(図表 6)。特に、新興国の在庫積み増しが著しい。生産見通しは先進国、新興国ともに頭打ちの兆しもあるが、過去 10 年の平均値をいずれも上回るなど依然好調であり、一定の在庫調達ニーズは健在のようだ(図表 7)。

個別の新興国では、中国の改善が鈍化していることが気がかりだ。非製造業 PMI(55.0→57.8)は一段と上昇も、製造業 PMI(51.6→50.0)は 3 か月ぶりに低下。特に新規受注(52.9→50.6)の悪化が大きく、製造業の先行きも強い自信を持ってない。中国製造業の不振に加え、欧米も一定の景気減速が見込まれる中、アジア各国の PMI は製造業を中心に概ね軟調推移となった。具体的には、ベトナムの製造業 PMI(51.2→47.7)やタイの製造業 PMI(54.8→53.1)が弱含む結果となった。他地域に目を移すと、ブラジルの製造業 PMI(49.2→47.0)の悪化や、ロシアの非製造業 PMI(53.1→58.1)の改善が目立つ。公表元によると、ブラジルでは政治的な不確実性が下押しに寄与し、ロシアではサービス輸出の大幅増が押し上げに寄与したようだ。

(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、4 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

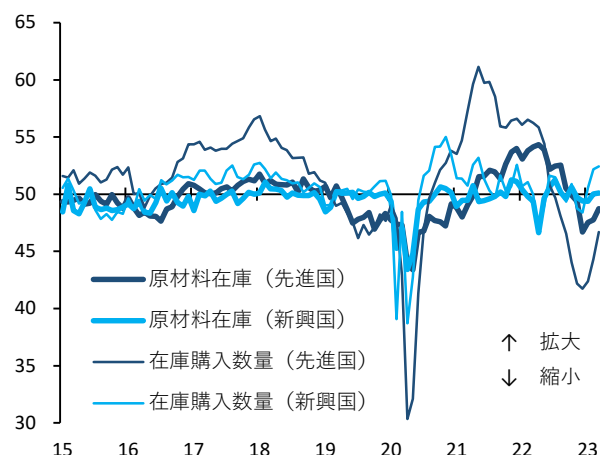

出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

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(韓国)

BOK、インフレ注視の上で政策金利を前回に 続き据え置き

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

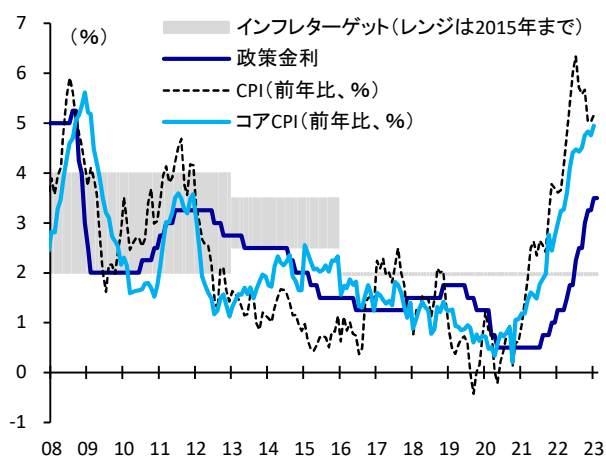
韓国銀行(BOK)は11日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を3.50%に据え置くことを決定した(図表1)。据え置きは前回利上げを停止してから2会合連続での決定となった。前回会合では、1名の委員会メンバーが利上げを主張したが、今回は全会一致での据え置き決定となった。

声明文及び李総裁の会見では、国内の景気減速とインフレの長期化に警戒感を示した。国内経済について、前回会合で示した前年比+1.6%から下振れる可能性を示唆した。22年10~12月期実質GDP成長率が前期比▲0.4%を記録したが、23年1~3月期についてもゼロ近辺の成長率になると予測した。主な要因はIT関連産業をはじめとした輸出関連産業の停滞で、輸出実績は22年後半以降、前年割れの推移が継続している(図表2)。世界各国での金融引き締め加速に伴って財需要は着実に縮小しており、こうした動きが韓国経済に波及した状況だ。また、年初以降、中国経済は正常化に向かっているものの、やはりサービス消費主導であり輸出実績へのプラスの効果は少なくとも現段階では確認されていない(図表3)。BOKも中国経済の正常化の効果が出始める時期は今年後半以降であるとして、年前半については低成長が続くと予想している。

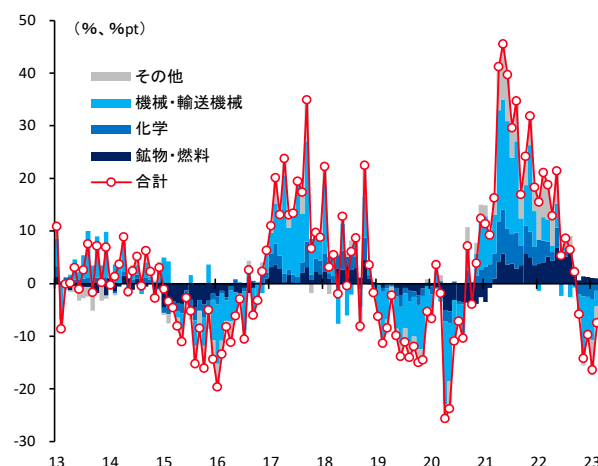
インフレ動向について、直近3月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.2%と約1年ぶりの水準まで低下した(図表4)。資源価格高騰のベース効果が徐々に剥落していることが総合CPIの下押しに寄与した。片や、サービス価格は抑制の糸口が掴めない状況が継続しており、コアCPIは高止まっている状況。先行きについては、(a)原油価格や為替相場の動向、(b)国内外景気の減速の程度、(c)電気ガス等の公共料金の増加幅といった要因に左右されるとした上で、OPEC+での減産合意を受けて資源価格が再加速する可能性について新たに言及された。当面はベース効果によるインフレ減速を見込んでおり、23年のインフレ見通しを前年比+3.5%に据え置いたが、BOKが目標に掲げる+2.0%とは依然大きな乖離がある状況と整理できる。

かかる中、BOKは第一にインフレの減速度合いを注視していく方針を示した。その一方で、景気減速懸念が高まる中で、過剰な引き締めは景気のオーバーキルとなる点に考慮して政策金利の据え置きに至ったと考えられる。李総裁は今後インフレ鈍化が続くことを前提に追加利上げを実施する必要はないと述べている。こうした発言からは前回会合よりもハト派な姿勢が見て取れる。

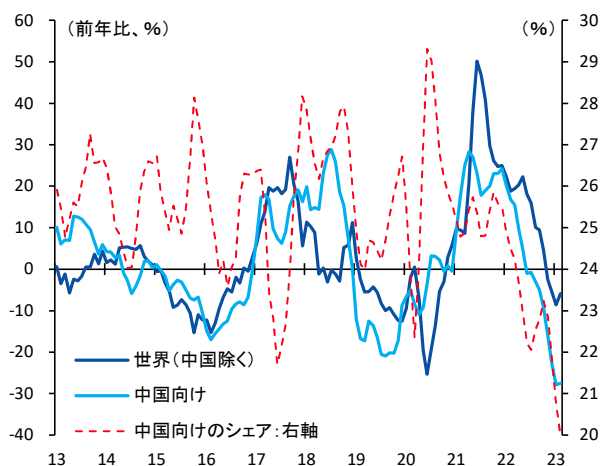
また、近くにFRBが利上げを終了することに変更は無かったことが今回決定の材料ともなったのだろう。為替の観点からもKRWの動向を見るとFRBのタカ派傾斜が弱まって以降、需給面では前述の通り逆風が続く中でも変動幅は縮小傾向にある(図表5)。もっとも、米半導体企業の業績見通し上振れといった改善に向けた兆しは見られつつも、欧米での金融不安の再燃の可能性など楽観は難しい状況である。4~6月期については、上値の重い取引が続くと本欄では想定する。

図表 1: 政策金利とインフレ率


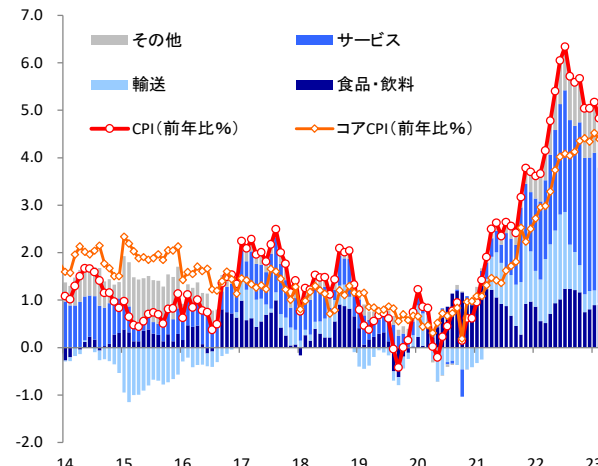
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: 商品別輸出実績の推移


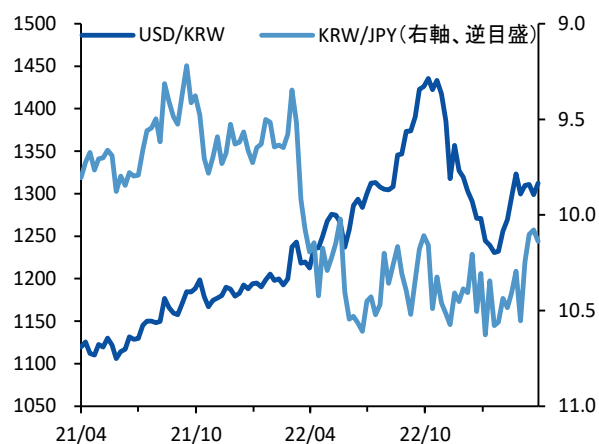
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 中国向けの輸出実績の推移


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: 消費者物価指数の動向 (前年比%、%pt)


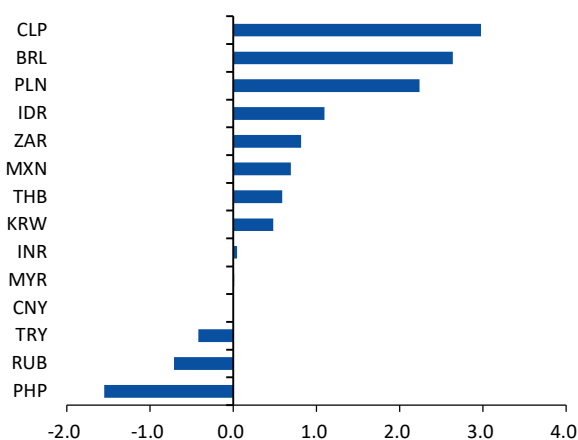
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 5: KRW の動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

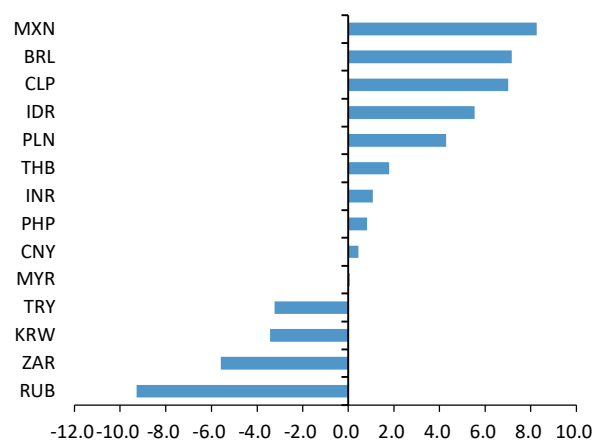
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



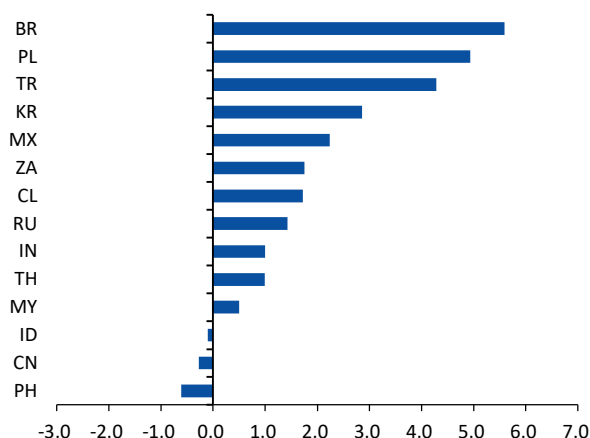
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



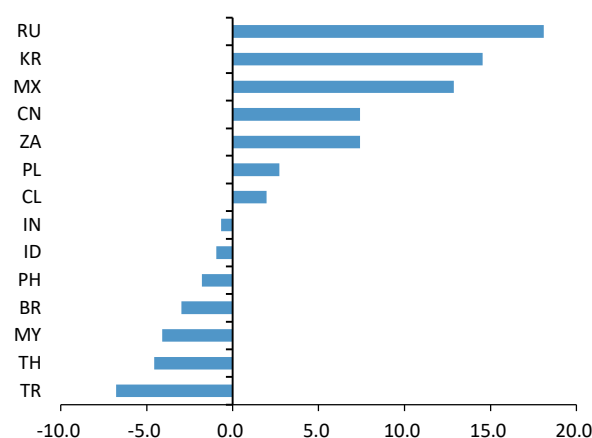
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



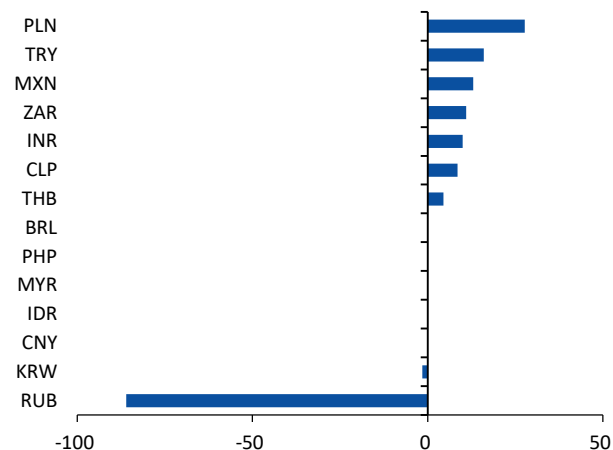
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

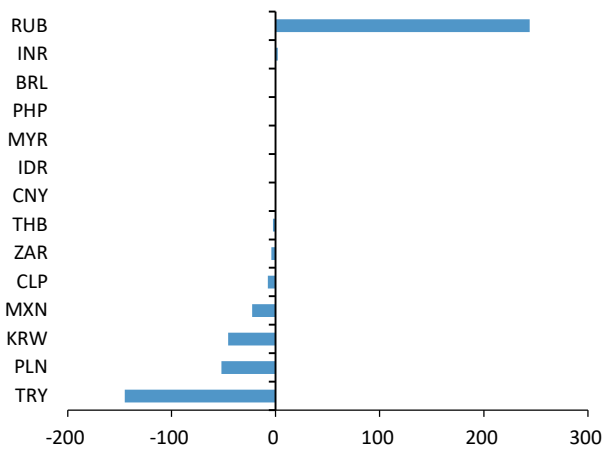
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

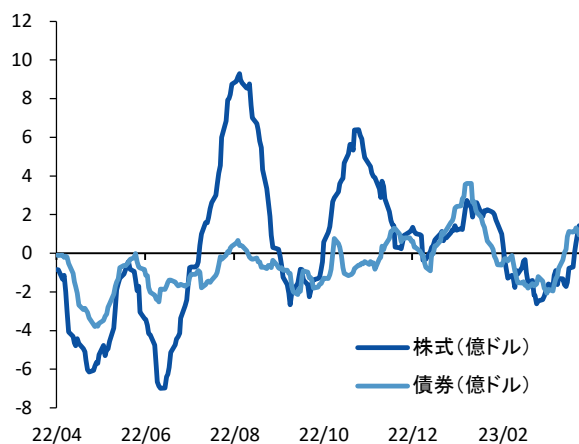


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

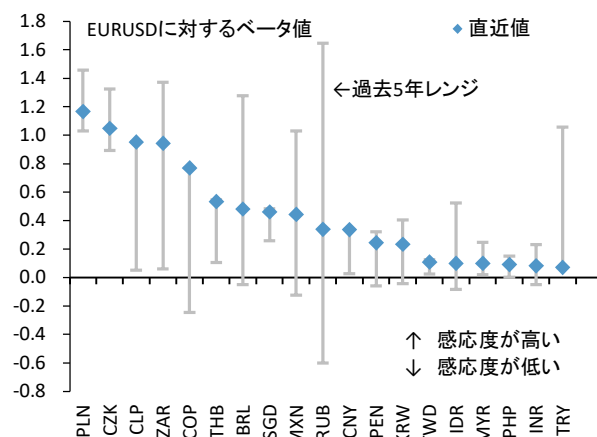
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

チャート集

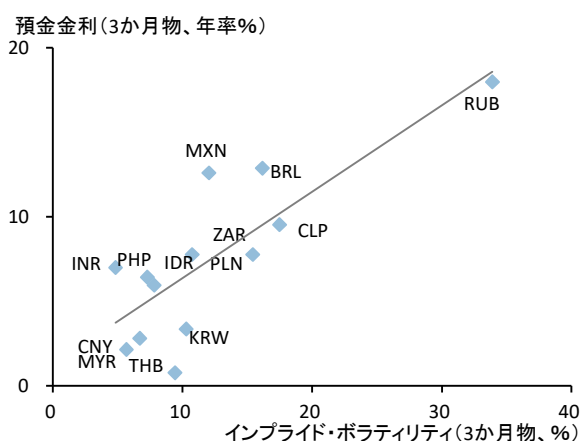
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



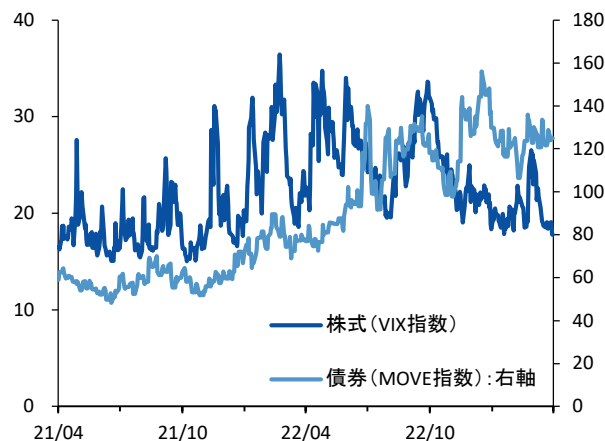
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



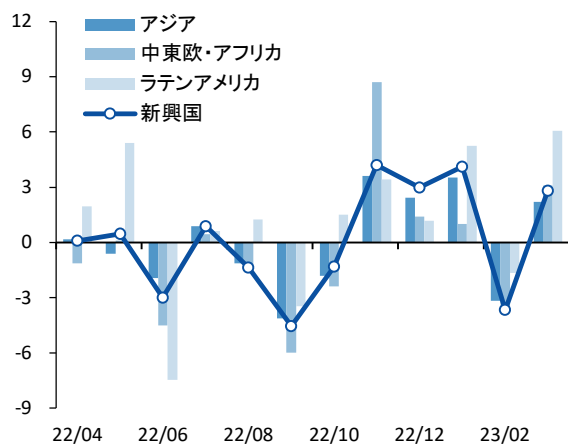
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



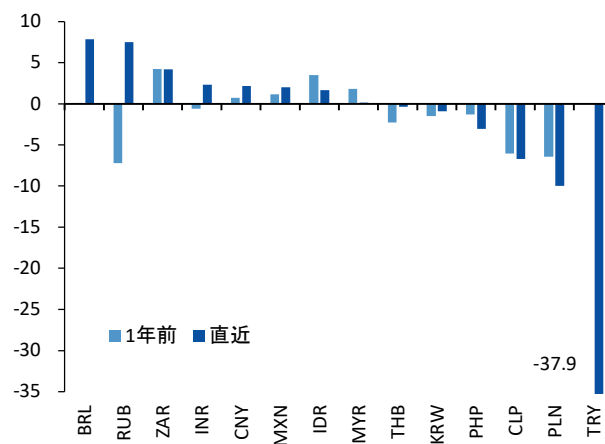
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



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10-15日	中国	新規人民元建て融資(CNY)	3300.0b	3890.0b	1810.0b	1812.1b
11日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$5040m	-\$3877m	-\$5740m	--
11日 (火)	中国	CPI(前年比)	1.0%	0.7%	1.0%	--
11日 (火)	中国	PPI(前年比)	-2.5%	-2.5%	-1.4%	--
11日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.7%	3.5%	1.8%	--
11日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.2%	2.4%	2.4%	--
11日 (火)	台湾	貿易収支	\$2.71b	\$4.22b	\$2.35b	--
11日 (火)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	3.50%	3.50%	3.50%	--
12日 (水)	インド	鉱工業生産(前年比)	4.9%	5.6%	5.2%	5.5%
12日 (水)	インド	CPI(前年比)	5.8%	5.7%	6.4%	--
13日 (木)	中国	貿易収支	\$39.90b	\$88.19b	\$16.82b	--
14日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	0.5%	--	2.1%	--
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	4.0%	--	3.5%	--
17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-15.6%	--
17日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.6%	--	3.9%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$5480m	--
18日 (火)	中国	GDP(前年比)	3.8%	--	2.9%	--
18日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.0%	--	--	--
18日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	7.0%	--	--	--
18日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	5.7%	--	5.5%	--
18日 (火)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレポ	5.75%	--	5.75%	--
18-22日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$895m	--
19日 (水)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	9.8%	--
20日 (木)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	3.7%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-18.3%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	4.8%	--
中東欧・アフリカ						
4月10日 (月)	トルコ	経常収支	-8.45b	-8.78b	-9.85b	-10.02b
11日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	1.5%	-8.2%	4.5%	4.6%
11日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-3.7%	-5.2%	-3.7%	-4.1%
11日 (火)	ロシア	経常収支	19000m	18600m	37528m	--
12日 (水)	ロシア	CPI(前年比)	3.5%	3.5%	11.0%	--
19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	7.0%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-0.8%	--
ラテンアメリカ						
4月11日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	2.9%	3.5%	2.8%	--
11日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.7%	4.7%	5.6%	--
12日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	1.5%	2.6%	0.4%	--
14日 (金)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	6.5%	--
17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	1.4%	--
19日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.3%	--
20日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	5.3%	--

注: 2023 年 4 月 14 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	6.8677	6.80	6.75	6.70	6.65	6.60
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	81.854	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ～ 15643	14746	14800	15300	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1329.15	1310.53	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.5315	4.4010	4.38	4.52	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.131	55.275	54.0	55.0	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3222	1.32	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.915	30.509	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	33.99	33.6	34.5	33.6	33.5	33.2
ベトナムドン	(VND)	23434 ～ 23858	23445	23600	24500	23800	23700	23600
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ～ 5.4798	4.9273	5.25	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ～ 19.5882	18.0124	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	19.332	19.71	20.15	20.00	20.00	20.00
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.568	16.888	17.09	17.35	17.14	17.05	17.01
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.680	1.620	1.64	1.62	1.63	1.65	1.66
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.897	0.899	0.905	0.889	0.893	0.893	0.892
韓国ウォン	(100KRW)	9.962 ～ 10.743	10.116	10.08	10.38	10.39	10.47	10.56
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.133	30.257	30.59	30.09	30.25	30.50	30.84
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.494	2.406	2.48	2.47	2.49	2.49	2.49
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 101.70	100.26	101.67	98.98	100.45	99.11	99.62
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.494	4.367	4.39	4.39	4.39	4.43	4.47
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 3.994	3.897	3.99	3.94	3.99	3.97	3.98
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5821	0.5655	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	26.902	25.52	26.41	26.27	25.98	25.63
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 7.650	7.361	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 14 日の 7 時 20 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。