

2023 年 4 月 28 日

誠に勝手ながら来週の発刊はお休みさせていただきます。次回は 5 月 12 日（金）発刊です。

The Emerging Markets Weekly

米金融不安の再燃が燃る

新興国市場：先週末 21 日のアジア時間は、米国が中国に対して安全保障の政策を強化するとの報道を受けて、地政学リスクが高まり新興国通貨は下落。KRW や CNY が値を下げた。欧米時間はユーロ圏 4 月 PMI が市場予想を上振れ、ユーロに連れて東欧通貨が上昇する場面もみられた。しかし、米 4 月 PMI も市場予想を上回ったため米金利が上昇、ドル高となり新興国通貨は反落。ZAR が下落した。週初 24 日、アジア時間の新興国通貨は材料難の中、総じて軟調。KRW が値を下げた。欧米時間は ECB 高官らによるタカ派発言を背景に欧州金利が上昇、ユーロに連れて東欧通貨を中心に新興国通貨は堅調な推移となるも、一日を通じては狭いレンジ内での推移となった。25 日の新興国通貨は下落。アジア時間に米中堅銀行からの預金流出の継続が明らかになり米金融不安が再燃した。欧米時間、欧米金利が低下し、リスクオフ地合いとなったことで新興国通貨も下押しされた。ZAR が前日比▲1.1%値を下げ、MXN や CNY も軟調。26 日、アジア時間は前日のリスクオフムードが一服し、新興国通貨の大半は小幅で方向感に欠ける動き。THB はタイ 3 月貿易統計で輸出が市場予想より良好な結果となったことが好感され上昇した。しかし、欧米時間に経営不安が再燃した米中堅銀行の株価を筆頭に株式市場が軟調となり、再び市場にリスクオフムード拡がった。また、米当局が同行への介入に現段階では消極的なことが報道されたこともリスク心理の重しに。加えて、原油価格の下落も新興国通貨の下押し材料となった。RUB は前日比▲1.5%下落、MXN や ZAR も値を下げた。27 日、アジア時間はアジア株式市場が堅調だったことが新興国通貨の支えとなった。IDR が堅調。欧米時間公表の米 1～3 月期実質 GDP 成長率は前期比でプラス幅縮小も堅調な個人消費が確認され、リスク心理が改善したことも新興国通貨の支援材料となり、概ね上昇した。BRL は前日比+1.3%上昇。MXN もメキシコ 3 月貿易統計の結果が好感され値を伸ばした。

アジア：24 日発表のシンガポール 3 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +5.5%と 2 月から鈍化し、市場予想通りとなった。25 日発表の韓国 1～3 月期実質 GDP は前期比+0.3%と 2022 年 10～12 月期 (同▲0.4%) からプラス成長に転じ、景気後退を回避した。フィリピン中央銀行 (BSP) のメダラ総裁は 26 日、FRB より速いペースで政策金利を引き下げることが危険との見解を示した。

中東欧・アフリカ：トルコ中央銀行 (CBRT) は 27 日に政策金利を 8.50% に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。CBRT は現在の金融政策スタンスは物価と金融市場の安定を維持するもので、地震被害からの回復を支援するのに適切であると述べた。今回決定での TRY への影響は限定的。今会合は 5 月 14 日の大統領選挙前の最後の金融政策会合となった。

ラテンアメリカ：24 日発表のメキシコ 4 月前半の消費者物価指数 (CPI) は前年比 +6.24% と市場予想 (同 +6.25%) を僅かに下回った。また、同国の 3 月貿易収支は市場予想に反し、+11.7 億ドルの黒字を計上した。

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(アジア)

中国のコロナ規制緩和以降での周辺国への経済的効果は

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

18 日、中国の 1～3 月期の実質 GDP 成長率が公表され、結果は前年比+4.5%と、コロナ規制緩和以降、盤石ではないが段階的な景気回復が示唆される結果となった。本稿では中国経済正常化への動きに対して、周辺国経済にどの程度影響が出ているのかを年初以降公表された経済指標を用いながら確認したい。

図表 1 では中国の貿易実績を示している。中国の貿易収支は巨大な対米貿易黒字を背景に過去 10 年間、段階的にその幅を拡大してきた。しかし、22 年以降の推移を見ていくと、貿易収支の規模が縮小傾向にあることも確認できる。その要因としてコロナ規制下において国内の生産能力が低下したことや周辺国経済の正常化と相まって、中国の代替国として輸出を伸ばしたことなどを背景に中国の輸出実績が悪化したことが考えられる。また、厳格なコロナ規制は内需の減速も招いたと見られ、輸入実績についても同様の傾向が見て取れる。

23 年に入ると、輸出・輸入の悪化は一段落した様子が見られるが、直近公表の中国 3 月貿易実績では、輸出は前年比+14.8%と大きなプラスを記録した一方、輸入は同▲1.4%と前年割れの水準に沈んだ。ここで、図表 2 に示される周辺国からの輸入実績に目を向けて見ると、インドネシアを除いて依然として前年割れとなっていることが確認できる。マレーシアは前年割れの国の中でも 1 つ抜けている印象があるが、双方に共通しているのは資源国という点である。一方で、電子製品を主産品とする台湾・韓国などは依然として苦戦が続いている。かかる状況から、中国経済の正常化に伴う財輸出の回復は道半ばである上に、国によって影響度合いが変わっており、今後もその可能性があるという視点を持つ必要があるように思える。

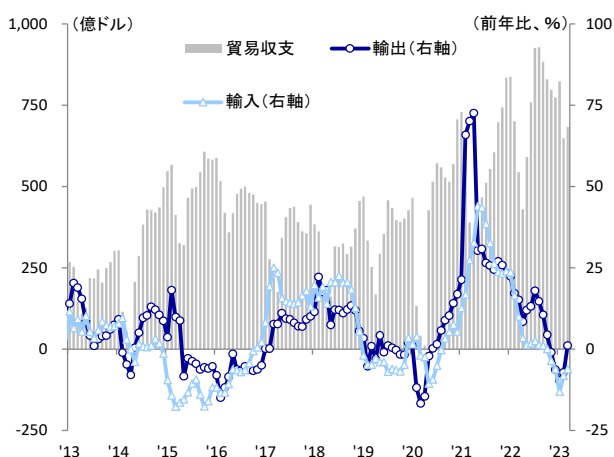
次に、従前より指摘されてきた中国のコロナ規制緩和による人流の活性化についても確認していきたい。近年では春節シーズンをはじめ ASEAN 諸国を中心に中国人観光客の往来が年々増加してきたが、新型コロナウイルスの感染拡大によって過去 2 年間はその動きがほとんど途絶えた格好となった。こうした動きは図表 3 に示される中国の旅行収支からも確認することができ、四半期での赤字額は 18 年のピーク時から 21 年には一時約 3 分の 1 まで縮小した。

とは言え、直近の動きを見ると、貿易取引よりも速いペースでコロナ前に戻っていることが示唆される。図表 4 に示される ASEAN 諸国での旅行収支の状況をみても、観光への依存度が大きいタイやベトナムを中心に回復が目立っている。中国の旅行収支の水準を見れば、今後より一層の人流の活性化に伴って赤字幅が広がる余地があるようにも思える。中国人観光客の受入規模は ASEAN 諸国のみならず、日本・韓国・台湾など東アジア地域においても拡大していくと予想される。

かかる中、中国を対象としたサービス輸出は世界経済が今後予想を上回る悪化を見ない限りは相応の経済効果が期待できるものと考えられる。グローバル PMI をみても、景況感是非製造業の方が製造業よりも強く(図表 5)、これは中国単体でみても同様である。また、足許の新規輸出受注状況や貿易取引量をみても、トレンドは下向きであり、むしろ今後に向けては中国経済の正常化くらいしかアップサイドを望めない状況にも見える(図表 6)。

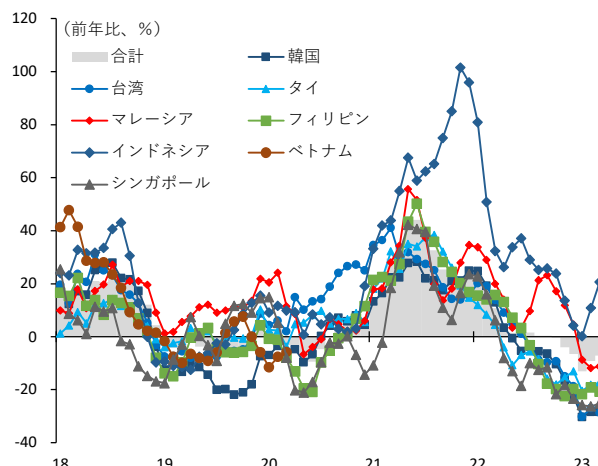
以上、財・サービス輸出の状況を中心に議論してきたが、為替見通し作成上においても、今後各国通貨の需給動向がコロナ前へ回帰していくことは重要な視点の 1 つであるように思える。また、今回は触れなかったが、資源価格は昨年ほどにはないにしても、コロナ禍前を上回る水準で推移しており、当面は継続しそうな地合いだ。この点は資源国通貨にとっては追い風だろう。22 年は特に FRB が積極的な金融引き締めを実施してきたこともあり、米金利の上下が相場にも相応の影響をもたらしてきたが、FRB の利上げ終了も間近に迫っており、今年是这样した動きにも落ち着きが見られそうである。本欄で触れた中国経済の回復期待は市場心理全体のリスク心理を改善させる材料となりえるが、各国への波及ルートはまちまちで、影響度合いにも差が生じる点は改めて認識しておきたい。

図表 1: 中国の貿易実績



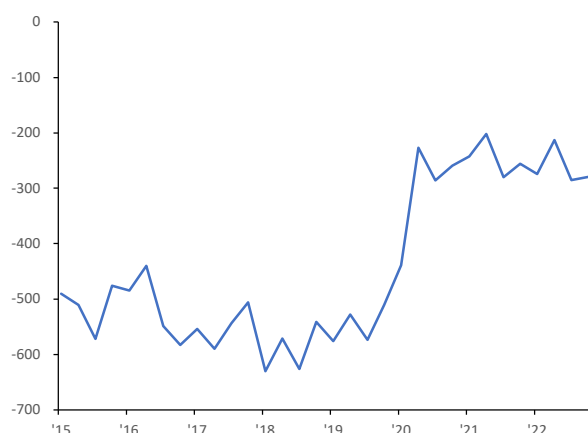
出所: CEIC、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均で計算

図表 2: 中国の国別の輸入実績



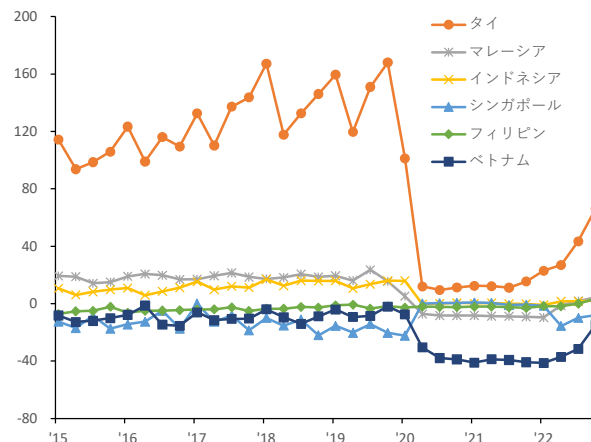
出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均で計算

図表 3: 中国の旅行収支の推移(億ドル)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: ASEAN 諸国の旅行収支の推移(億ドル)



出所: Macrobond、みずほ銀行
注: ベトナムはサービス収支の数値を利用

図表 5: グローバル PMI の推移



出所: Markit、みずほ銀行

図表 6: 新規輸出受注指数と世界貿易取引量(前四半期比)の推移



出所: Markit, CPB, みずほ銀行 注: 図表作成上、下限をカットしている

市場概観(メキシコ)

MXN は節目の 18.0 を突破できるか

市場営業部
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

2022 年の夏ごろ以降、MXN の対ドル相場は概ね堅調に推移してきた(図表 1)。その主因は①メキシコ中央銀行(Banxico)のタカ派姿勢、②海外からの送金額増加の 2 点に集約されると考えている。2023 年に入っても MXN は堅調な値動きを継続しており、18.0 を下回る局面も断続的に確認されている。しかしながら、18.0 を大きく下抜けするには至らず、足許の MXN 相場は膠着状態が続いている。本欄では、上記の 2 点の要因を分析するとともに、今後の MXN 相場の見通しを作成する手掛かりとしたい。

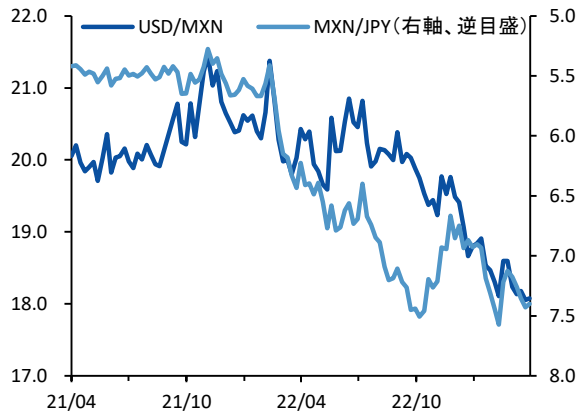
まず、Banxico による金融政策についてだ。Banxico は 3 月会合において事前予告通りに利上げ幅を+50bp から+25bp に縮小させた。また、同会合における声明文においては、追加利上げの必要性を示唆する文言自体が削除されており、今次利上げ局面の終焉を意識させる会合となった。さらに、4 月 13 日に公表された 3 月会合の議事要旨においては、理事会メンバーで最もタカ派と評されるエスピノーサ副総裁ですら今後の利上げ継続を強くは主張せず、むしろ高い政策金利を維持することに重きを置いていることが判明した。コアインフレ率の高まりに対する警戒感を示しているものの、これまでの利上げによる累積的效果を見極める段階に入っていることが示唆されよう。

上述の通り、3 月会合において Banxico のタカ派姿勢が大きく軟化したことが確認された。加えて、4 月 24 日に公表された 4 月前半の消費者物価指数(CPI、隔週)が+6.25%(前年比)と 3 月後半の+6.58%から順調に鈍化していることもあり、本欄では Banxico が次回 5 月会合で利上げ停止を決定する可能性がやや優勢と判断したい。むしろ、FRB が 5 月会合においても+25bp の利上げを継続する可能性が高い中、それに追従する可能性も否定できない。ただし、いずれにせよ Banxico による利上げサイクルはそこで終了だろう。

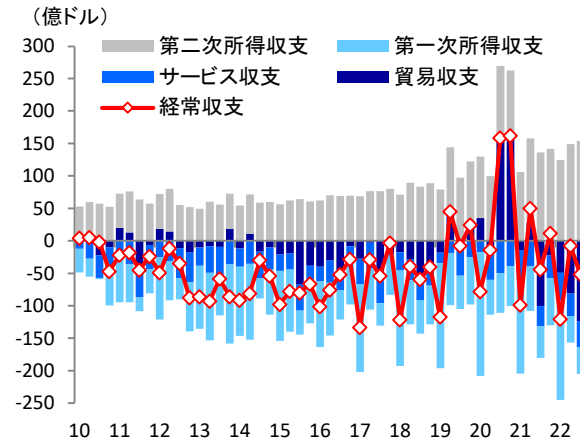
次に、海外からの送金額の増加を分析したい。図表 2 ではメキシコの経常収支を示している。2022 年に入ってから概ね改善傾向にあり、10~12 月期に関しては 4 四半期ぶりに経常黒字を記録した。単四半期ごとの寄与としてはどうしても貿易収支の動向が大きい。ここでは継続して増加傾向にある第二次所得収支に着目したい。第二次所得収支の改善は海外のメキシコ人労働者からの送金額増加による部分が大きいのだが、それは 2020 年の半ば以降、飛躍的な増加を記録してきた(図表 3)。メキシコ人労働者の出稼ぎ先としては言うまでもなく米国がほとんどであり、海外からの送金額は米国の求人件数と概ね一致して推移してきた経緯がある。

かかる中、送金額、米国の求人件数ともに反転し減少の兆しを見せているのが気がかりだ。最新の米 2 月 JOLT 求人件数は、993 万人と市場予想の 1050 万人を大きく下回り、2021 年 5 月以来の低水準に沈んだ。依然米国の労働市場はタイトではあるが、着実に緩和方向に向かいつつあることはそのほかの労働統計からも支持されるところだろう。実際、JOLT 求人件数の先行指標として位置づけられる Indeed 新規求人情報指数は、2 月以降も低下基調にある(図表 4)。今後も米国の労働需給が緩やかであろうと確実な軟化が見込まれる中、メキシコの海外からの送金額は軟調に推移する可能性が高い。

以上の通り、①Banxico のタカ派姿勢は弱まりつつあり、②海外からの送金額も軟調推移が見込まれる中、MXN の優位性は剥落しつつあるものと考えたい。足許では対ドルで 18.0 近辺において膠着状態にはあるが、今後は 18.0 を大きく下抜けせずに、今年後半にかけては 19.0 に向け弱含む可能性が高いと考えている。

図表 1:MXN 相場


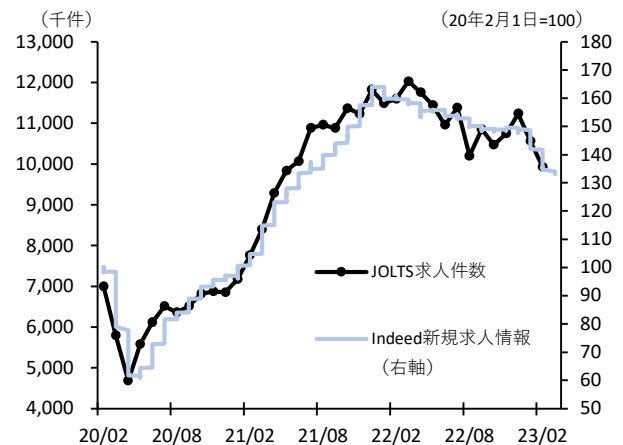
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:経常収支


出所:CEIC、みずほ銀行

図表 3:海外からの送金額と米国求人件数(3 か月移動平均)

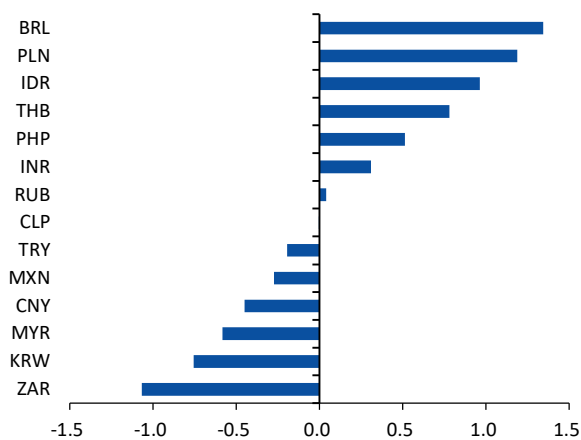

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:米国の求人件数と Indeed 新規求人情報指数


出所:Macrobond、みずほ銀行

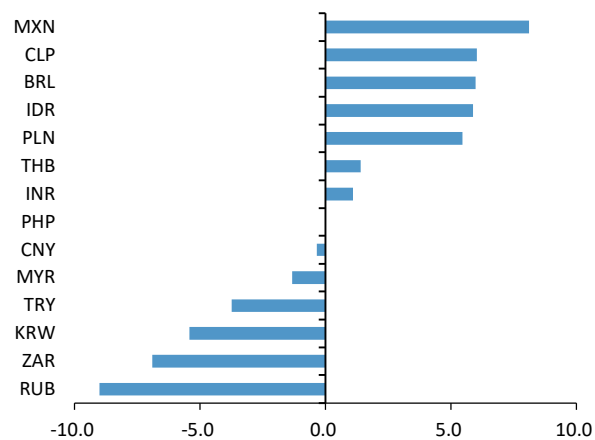
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



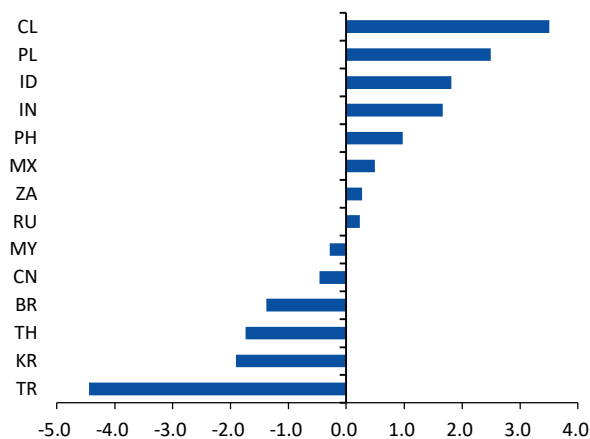
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



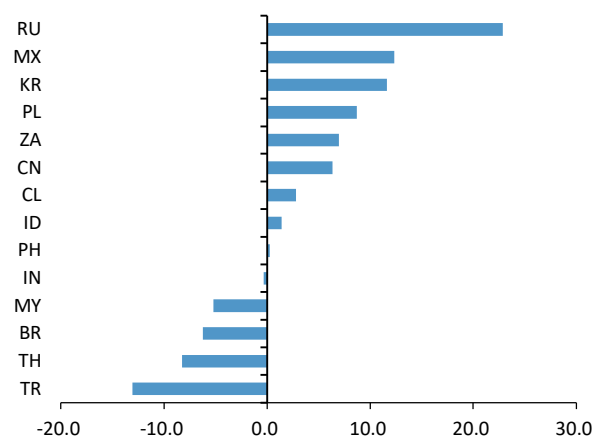
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



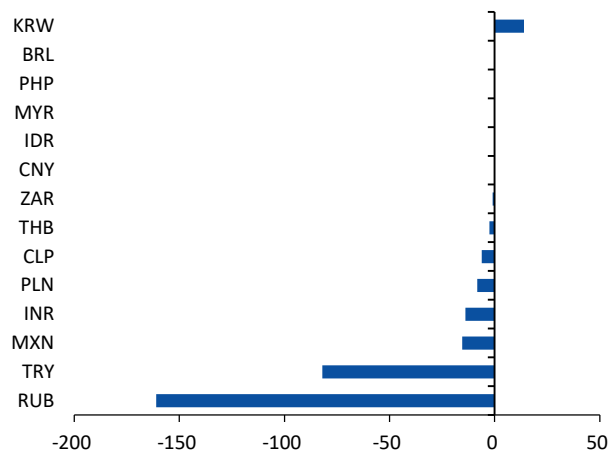
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

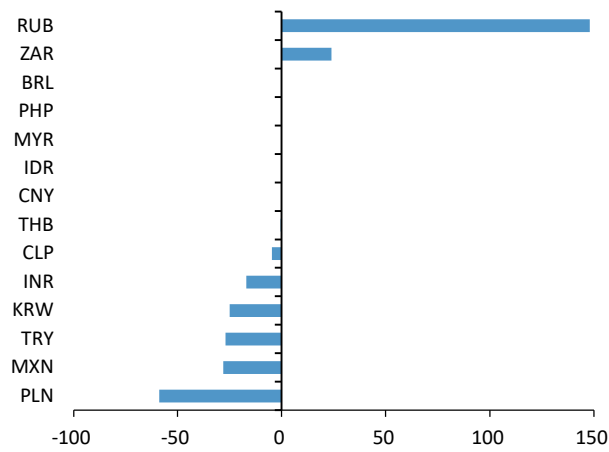
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

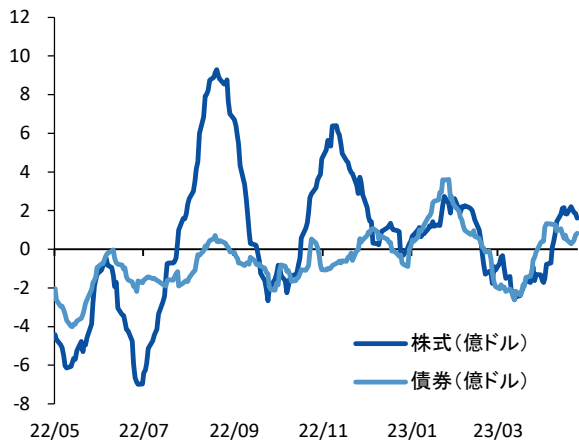


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

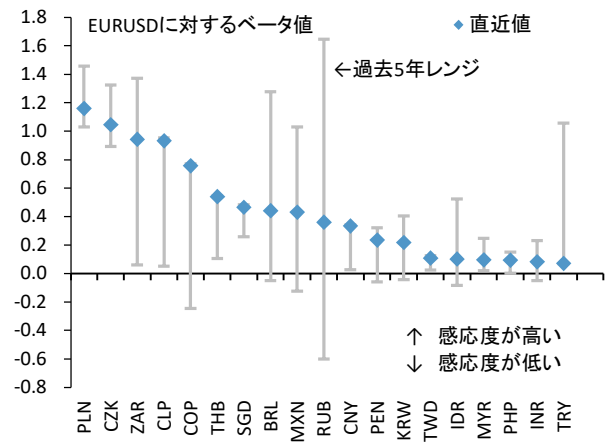
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

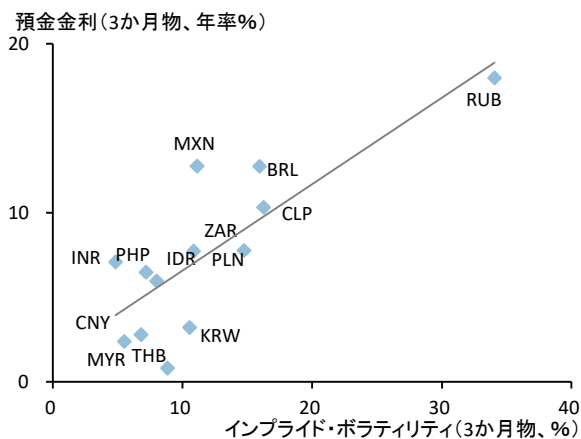
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



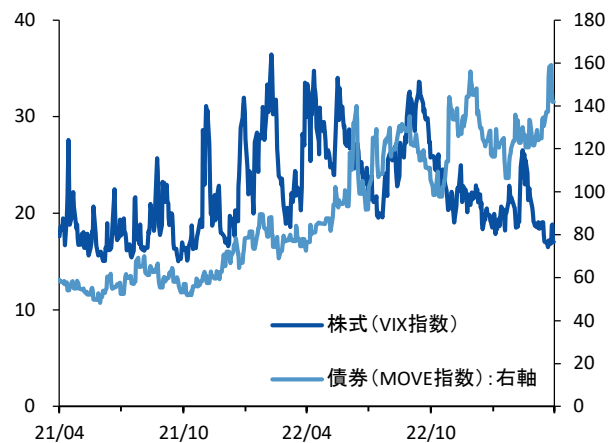
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



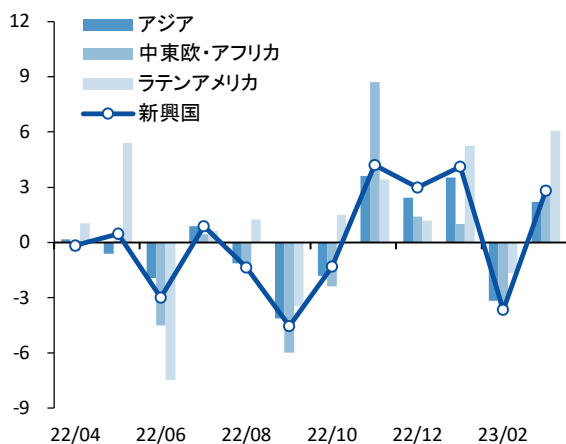
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



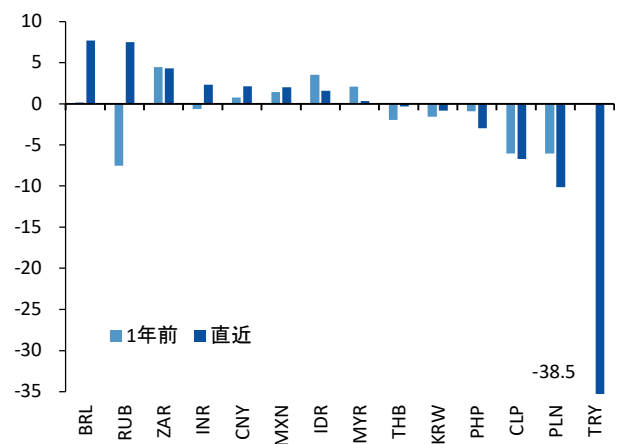
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



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24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	5.5%	5.5%	6.3%	--
25日 (火)	韓国	GDP(前年比)	0.9%	0.8%	1.3%	--
26日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	95.1	92.0	--
26日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1200m	\$2719m	-\$1113m	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-6.8%	-4.2%	-8.9%	--
27日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	72	69	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-10.2%	--	-8.1%	--
28日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1020m	--	\$1332m	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	-1.2%	--	-0.4%	--
28日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-106.4b	--
30日 (日)	中国	製造業PMI	51.5	--	51.9	--
30日 (日)	中国	非製造業PMI	56.0	--	58.2	--
5月1日 (月)	韓国	貿易収支	--	--	-\$4620m	-\$4632m
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	4.2%	--
2日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	5.0%	--
3日 (水)	タイ	CPI(前年比)	--	--	2.8%	--
3日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	2.75%	--
3日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	49.9	--
4日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.0	--
5日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	7.6%	--
5日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	57.8	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	12.7%	--
5日 (金)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
5日 (金)	インドネシア	GDP(前年比)	--	--	5.0%	--
中東欧・アフリカ						
4月24日 (月)	トルコ	設備稼働率	--	75.4%	73.5%	--
26日 (水)	南ア	PPI 前年比	11.5%	10.6%	12.2%	--
26日 (水)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-1.5%	1.2%	-1.7%	--
27日 (木)	トルコ	1週間レポレート	8.50%	8.50%	8.50%	--
28日 (金)	トルコ	貿易収支	-8.60b	--	-12.08b	--
28日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	21.4%	--
28日 (金)	ロシア	主要金利	7.5%	--	7.5%	--
28日 (金)	南ア	貿易収支(ラント)	21.2b	--	16.1b	--
5月3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	50.5%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	62.5%	--
3日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	-7.8%	--
ラテンアメリカ						
4月25日 (火)	ブラジル	経常収支	\$2200m	\$286m	-\$2815m	-\$3030m
25日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	0.9%	1.0%	2.6%	--
26日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.6%	0.6%	0.7%	--
27日 (木)	メキシコ	貿易収支	-712.0m	1168.7m	-1844.4m	--
28日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	57.0%	--	56.6%	--
28日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	3.3%	--	3.6%	--
5月3日 (水)	メキシコ	送金総額	--	--	\$4348.4m	--
3日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$10956m	--
4日 (水)	ブラジル	SELICレート	--	--	13.75%	--

注: 2023 年 4 月 28 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	6.9225	6.80	6.75	6.70	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8496	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 82.949	81.841	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ～ 15643	14707	14800	15300	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1329.15	1338.05	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.5315	4.4633	4.38	4.52	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.131	55.735	54.0	55.0	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3353	1.32	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.915	30.713	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	34.12	33.6	34.5	33.6	33.5	33.2
ベトナムドン	(VND)	23434 ～ 23858	23455	23600	24500	23800	23700	23600
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ～ 5.4798	4.9778	5.25	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ～ 19.5882	18.0315	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	19.323	19.71	20.15	20.00	20.00	20.00
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.568	17.044	17.09	17.35	17.14	17.05	17.01
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.680	1.634	1.64	1.62	1.63	1.65	1.66
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.897	0.910	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	29.975	30.59	30.09	30.25	30.50	30.84
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.494	2.400	2.48	2.47	2.49	2.49	2.49
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 101.70	100.18	101.67	98.98	100.45	99.11	99.62
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.494	4.353	4.39	4.39	4.39	4.43	4.47
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 3.994	3.921	3.99	3.94	3.99	3.97	3.98
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5821	0.5703	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	26.891	25.52	26.41	26.27	25.98	25.63
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 7.650	7.410	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 28 日の 7 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。