

2023 年 5 月 26 日

The Emerging Markets Weekly

米債務上限問題を巡る懸念が燦る中で軟調推移

新興国市場:先週末 19 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。目新しい材料に欠く中で、新興国通貨は方向感なく推移した。IDR や THB が軟調となる一方、KRW や PHP は上昇した。欧米時間に入り、中国人民銀行 (PBoC) と中国国家外為管理局が外国為替市場で投機を抑制するとの声明を公表し、CNY は反発をみせた。また、パウエル FRB 議長のハト派な発言を受けて、米株安・米金利低下・ドル安となったことが新興国通貨の支えとなった。東欧通貨の大半が上昇する一方、中南米通貨は軟調、特に BRL の下落が目立った。週初 22 日、新興国通貨はまちまち。欧米時間に複数の FRB 高官によるタカ派な発言を受け米金利が上昇し、新興国通貨の重しとなった。MXN や CNY は値を下げた。片や、ZAR は前日比+1.2% 上昇。KRW や BRL も堅調となった。23 日のアジア時間の新興国通貨は大半が小幅な値動き。THB はタイの連立政権の樹立の不透明感が重しとなり下落した。そのほか、MYR も軟調。一方、KRW は堅調となった。欧米時間の新興国通貨は概ね下落した。米債務上限問題を巡る報道でリスク心理が悪化し、新興国通貨は値を下げた。特に MXN の下落が目立った。24 日のアジア時間の新興国通貨は下落。前日からのリスクオフムードが継続し、MYR や KRW が軟調。欧米時間に入り、英 4 月消費者物価指数 (CPI) が市場予想を上振れ、欧州金利上昇・ユーロ高に連れて新興国通貨も上昇。しかし、その後 FRB 高官らによるタカ派な発言を受けて米金利が上昇すると、新興国通貨は反落した。ZAR が下落する一方、MXN は値を伸ばした。25 日にアジア時間の新興国通貨は軟調。米債務上限問題を巡る懸念の高まりが下押し要因となり、MYR や KRW、PHP が下落した。欧米時間でも複数の強い米国経済指標の結果を受け、多くの通貨が値を下げた。ZAR は前日から▲2.8% の大幅な下落となったほか、BRL も▲1.6% 値を下げた。

アジア:PBoC は 20 日、最優遇貸出金利 (1 年物:3.65%、5 年物:4.30%) を据え置くことを決定した。CNY は対米金利差拡大を背景に年初来高値を更新。23 日発表のシンガポール 4 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+5.7% と 3 月から加速し、市場予想 (同+5.5%) を上回った。韓国銀行 (BOK、中央銀行) は 25 日に政策金利を 3 会合連続で 3.50% に据え置くことを決定した。インドネシア中央銀行 (BI) も 25 日に政策金利を 5.75% に据え置いた。

中東欧・アフリカ: 24 日発表の南アフリカ 4 月 CPI は前年比+6.8 % と 3 月から鈍化し、市場予想 (同+7.0%) を下回った。トルコ中央銀行 (CBRT) は 25 日に政策金利を 8.50% に据え置くことを決定した。南アフリカ準備銀行 (SARB、中央銀行) は 25 日に政策金利を 50bp 引き上げ 8.25% とした。インフレ長期化と電力不足に伴う景気後退懸念は燦り、ZAR は今週も史上最安値を更新した。

ラテンアメリカ: 24 日、メキシコ 5 月前半の CPI は前年比+6.0% と市場予想 (同+6.13%) を下回った。メキシコ中銀は先週事実上利上げサイクルの終了を決定していた。同日、ブラジル下院は歳出削減に向けた財政均衡案を承認した。

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(メキシコ)

2 年に渡った利上げサイクルの終焉

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

メキシコ中央銀行(Banxico)は 18 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 11.25%で据え置くことを全会一致で決定した(図表 1)。これは、本欄及び市場の予想通りの結果だ。2021 年 6 月以降、15 会合連続で計+725bp の利上げしたのち、今次利上げ局面で初めて利上げが停止された格好だ。今会合の声明文では、「インフレ目標を達成するために政策金利を現在の水準に長期間維持することが必要」との政策金利のフォワードガイダンスが追加されており、事実上利上げサイクルの終了を宣言したといって差し支えないだろう。

懸案のインフレ動向について Banxico は、デシインフレの進行を好感し、中長期的には目標(前年比+3%)に収斂していくという見通しも変えてはいない。消費者物価指数(CPI)はヘッドラインベース、コアベースともに 2022 年後半にピークアウト、足許では急速に伸びが減速している(図表 2)。実際、声明文においても、「デシインフレのプロセスが始まった」との文言が追加されており、インフレ抑制に一定の自信を持っているようだ。同行の CPI 見通しにおいても、2023 年の第 3 四半期と第 4 四半期の数字がともにわずかながら前回会合時点からは下方修正された(図表 3)。2024 年の第 4 四半期に Banxico の目標に収束するとの予測にも変わりはなく、デシインフレの進行が利上げ打ち止めへの自信を深めさせたのだろう。

とはいえ、上述の通り早期の利下げ転換を否定する姿勢も同時に示した。Banxico も、先々のインフレリスクに関しては未だ上方に傾き続けていることを強調しており、上方への傾きが解消され、なおかつ更なるデシインフレの進行を待たなければ利下げ開始は支持されない。具体的には、インフレの上方リスクとして①高水準なコアインフレ、②国際金融市場の不安定化に伴う MXN の下落、③コスト圧力の増大、④一次産品の価格上昇、の 4 点を指摘。下方リスクも含め前回会合からほぼ不変の記述であり、見通しに関し大幅な変化はないものと推察される。

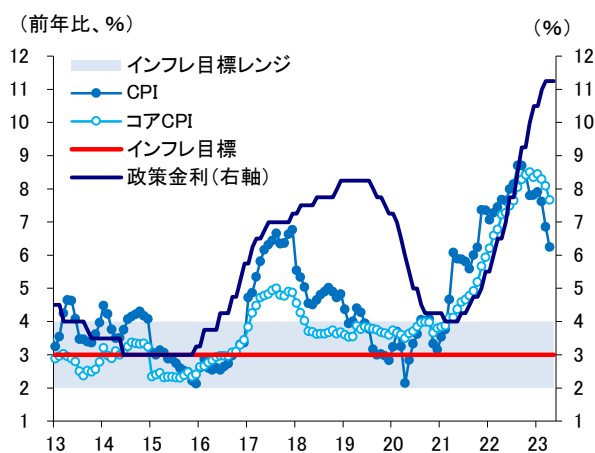
以上、Banxico は事実上利上げサイクルの終了を決定した。声明文を確認する限り、Banxico は足許のデシインフレ進行に自信を深めており、利上げ再開の可能性は相当低く、あくまでリスクシナリオの範疇と考えたい。他方、先々のインフレに関して Banxico は警戒感を解いてはおらず、早期の利下げ転換は支持されない。CPI は明確に鈍化傾向にあるものの、インフレ目標には遠く、更なるデシインフレの進行を確認しなければ利下げは開始されないだろう。国際金融市場の不安定化や FRB のハト派転換には注意を払う必要があるものの、本欄では 2023 年末、もしくは 2024 年に入ってから利下げ開始をメインシナリオとしたい。

かかる状況下、MXN 相場は 5 月上旬以降、本欄や『エマージングマーケットマンズリー』の予想に反して対ドルで強含み、一時 2016 年 5 月以来 7 年ぶりの高値を記録した(図表 4)。簡単に、この背景についても振り返りたい。ドル側の要因としては、5 月 FOMC において次回会合での利上げ停止が示唆されたことや、市場予想を下回る伸びとなった米 4 月 CPI の結果が大きいだろう。しかしながら、MXN は他の新興国通貨と比べてもかなり堅調であり、MXN 独自の要因がないと足許の動きの説明がつかない(図表 5)。他方、MXN 側の要因としては、①予想以上に堅調なメキシコ経済、②堅調な資本流入、③キャリー取引による MXN 買い、の 3 点が主なものと考えたい。①に関しては、1~3 月期 GDP(速報値)や 3 月送金総額に加え、3 月失業率

等が市場予想を上回り、メキシコ経済は従前の予想以上に底堅さを見せた経緯がある。②に関しては、2022 年秋ごろ以降外国人によるメキシコ国債投資額はネットで資本流入を続けており、このフローが MXN 相場を下支えている可能性が指摘される(図表 6)。③に関しては、IMM 通貨先物のポジション動向を確認すると、MXN の買い持ち高は 2020 年 3 月以来の水準に膨らんでおり、投機筋の動きも MXN 買いに傾いている(図表 7)。主要先進国中銀による利上げサイクルが最終局面に差し掛かった今、各国金融政策は安定期に入っていく可能性が高い。政策金利が据え置き期に入り相場のボラティリティ低下がもたらされるならば、MXN はまさに買われやすい通貨だったと考えられる。MXN は他の新興国通貨と比べても、④政治・経済的に安定している、⑤金融政策が安定期に入っている、⑥高い政策金利を有する、という特徴を備えた通貨と考えられる。例えば、同じ中南米地域でも、BRL は秋ごろの利下げ開始が見込まれ、⑤を有さない。また、アジア地域に目を移しても、IDR は④・⑤はいずれも満たすものの、⑥は MXN に比べれば不十分(7 日物リバースレポレート:5.75%)と評価できるだろう。このような背景から、キャリー目当ての MXN 買いが特に直近 1 か月前後で行われた可能性があるだろう。また、相場環境としても、EM 通貨を使つてのキャリートレードはワークしやすい環境にあった。図表 8 ではブルームバーグ社算出の EM 通貨キャリートレード指数と JP モルガン社算出の EM 通貨ボラティリティ指数を並べているが、2022 年秋ごろ以降から EM 通貨のキャリートレードのリターンが向上し、ボラティリティは低下している。両指数ともに 2021 年夏ごろの推移に接近しており今後の推移が注目される所だが、EM 通貨を用いたキャリートレードが行われ易い環境下で上記のような要因で MXN が選好されやすかったのだろう。

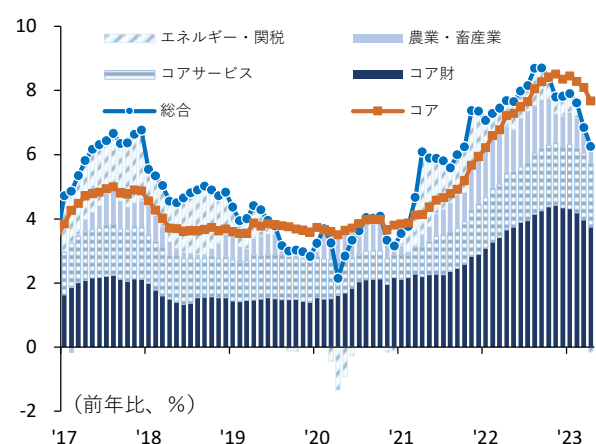
ただし本欄では、向こう数か月 MXN が弱含むとの従来からの予測は維持したい。理由は以下の通りだ。第一に、米景気の失速が見込まれる中、メキシコ経済もその影響を大きく受け景気減速を余儀なくされる見込みだ。世界の製造業循環はいまだに縮小局面にあり、自動車産業に依存するメキシコ経済は減速に向かおう。よって、堅調な資本流入の継続性には疑問符が付いて回る。第二に、上述の点に関連し、米国からの労働送金の減少(とそれによる経常収支の悪化)、あるいは対米向けの輸出の落ち込みが予見される中、実需面が MXN の重しとなろう。第三に、実質実効為替レート(REER)ベースの MXN はここ数か月、過去の平均値と比べ割高感が強い(図表 9)。投機筋の MXN 買いなどを受けたものと考えるが、いずれかのタイミングで割高感が解消されると予想するのが妥当と判断する。以上 3 点の要因から、MXN は年末にかけて 19.0 付近に向け弱含むとの予測は維持する方針だ。

図表 1: 政策金利とインフレ率



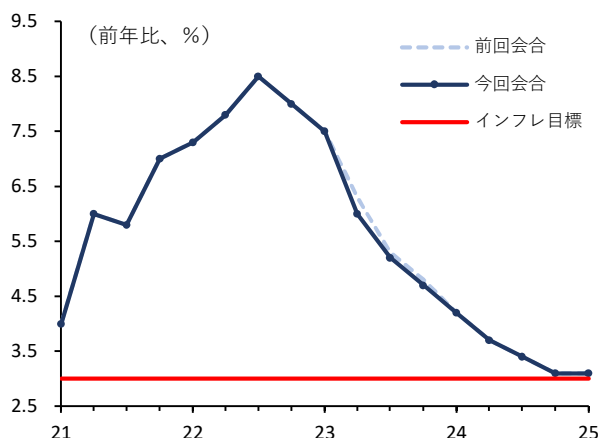
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: CPI の推移



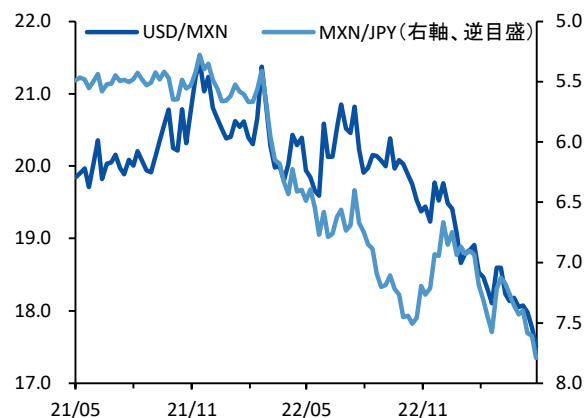
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: Banxico の CPI 見通し



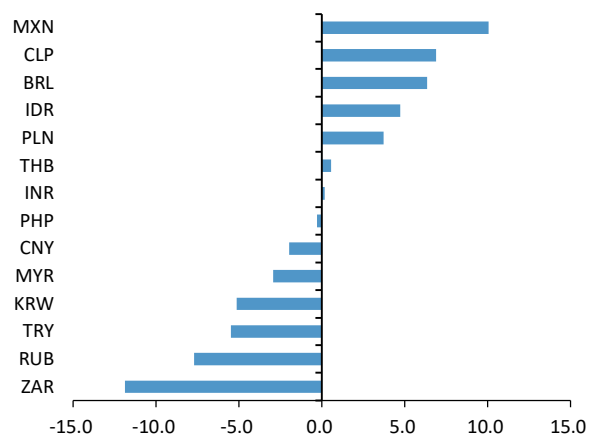
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: MXN 相場



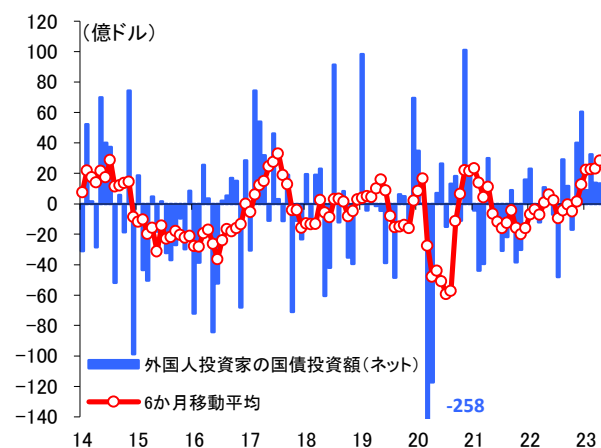
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 5: 主要 EM 通貨の年初来騰落率(対ドル、%)



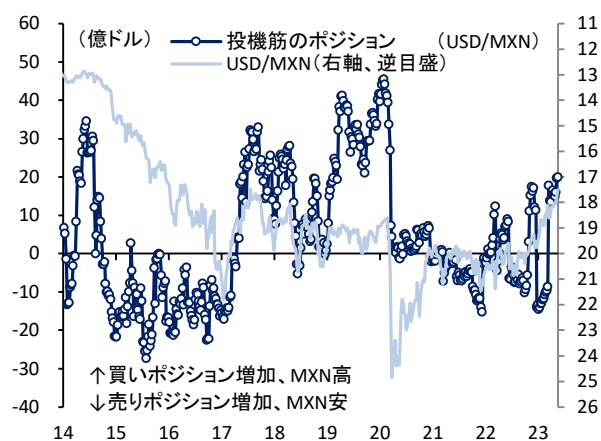
出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※5月18日迄

図表 6: 外国人投資家によるメキシコ国の売買動向



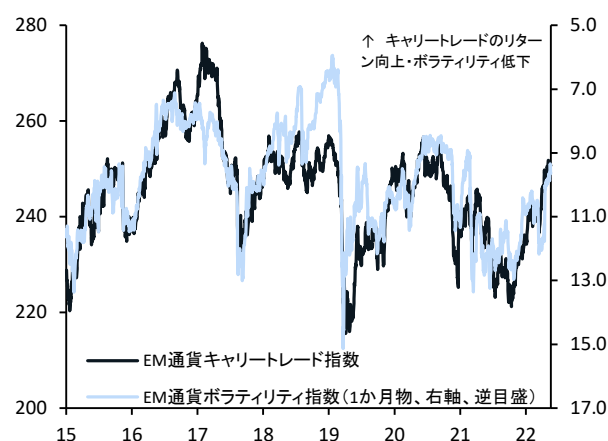
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 7: IMM 通貨先物における MXN のポジション動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 8: EM 通貨のキャリートレード指数とボラティリティ指数



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 9: 実質実効為替レート


出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

5 月金融政策会合～昨年から続いた利上げを停止

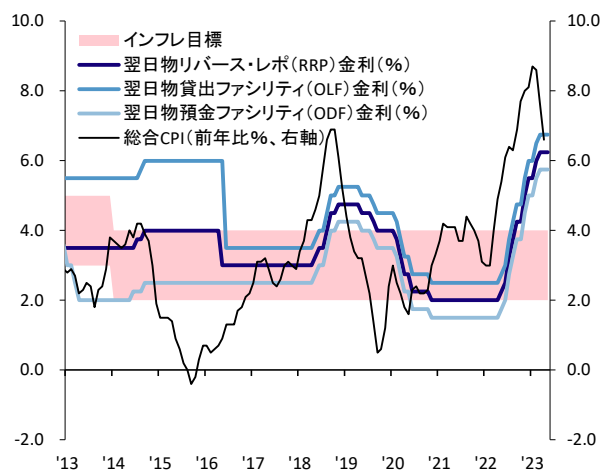
市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

フィリピン中央銀行(BSP)は18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を超えて従来の6.25%に据え置いた(図表1)。BSPは過去9回連続で利上げを実施してきたが、今回、長く続いてきたインフレの鈍化を受けて利上げを停止することとなった。また、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)レートも変動なく、それぞれ6.75%と5.75%となった。なお、ブルームバーグの事前予想では、現状維持がやや有力であった。

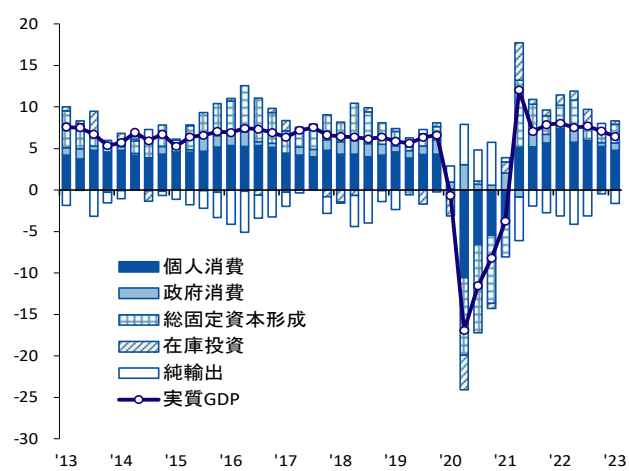
声明文では、利上げを停止するに至った背景に関する記述が目立った。国内経済について、本会合の1週間前に公表された1～3月期実質GDP成長率は前年比+6.4%となった(図表2)。堅調さを保った個人消費や政府支出の拡大が成長を下支えする格好となった。とは言え、前四半期の同+7.1%から減速しており、BSPは主に個人消費の若干の鈍化に触れながら、昨年から継続して来た利上げの効果が徐々に実体経済に波及し始めているとの見解を示した。この点も利上げ停止に至る材料となったと考えられる。

物価動向について、4月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.6%と3月の同+7.6%からまとまった幅で低下した(図表2)。直近数か月については、自然災害による食料品供給状況が改善したことやエネルギー価格の下落が進んだことが確認されている。また、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+5.5%、+2.8%とした。3月時点と比較して23年は▲0.5%ポイント、24年は▲0.1%ポイントと、今年のインフレ見通しは大きく引き下げられた。インフレ目標は+2.0%～+4.0%としているが、早ければ今年の10～12月期にレンジ内へ収束していくと予想した。もっとも、23年のインフレ予想はBSPが掲げる目標とは依然かい離がある状況で、今回は利上げを停止することとなったが、その後は直ぐに利下げに転換せず現行の政策金利の水準で経済・物価動向を注視していく姿勢が声明文内に記載されている。メダラ BSP 総裁は会合後の会見にて、インフレリスクは引き続き上方向に強い点に言及し、必要に応じて利上げを再開する可能性があることを示唆した。先行きの政策運営についてはデータ次第の側面が大きく、今後数回の会合では政策金利据え置きが基本線となるとの見方を示した。

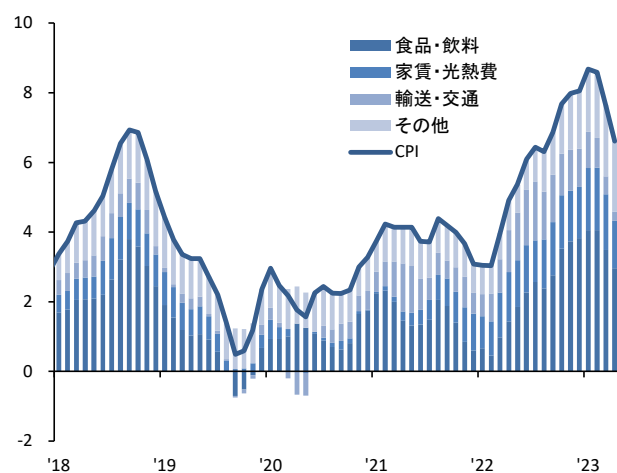
本会合のPHPへの影響は比較的軽微となったが、5月に入り対ドルで年初来安値に近づく動きが続いている(図表4)。金利面では米国、フィリピンとも金融政策正常化が終盤に差し掛かっている中で、金利差の変動は徐々に落ち着きを見せることが予想される。市場がFRBの利上げ終了後の相場材料を探る中で、PHPの軟調な動きは米国での債務上限問題といった短期的なヘッドラインに動いた側面もあったが、市場心理は世界的に進んだ金融引き締め終了後の経済の減速懸念を織り込んだ結果、上向きにくくなっているように見受けられる。23年の世界経済を見据える上で、中国経済の正常化が大きな景気押し上げ要因に挙げられるものの、景気回復ペースは緩やかであるほか、G7広島サミット終了後に米中両国の緊張感が高まりつつある中で貿易・投資面でのデカップリングを増幅させる可能性を指摘する声もある。国内経済の回復がピークアウトしたことに加え、外部環境の変化にPHPが揺れる展開は続きそうだ。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標


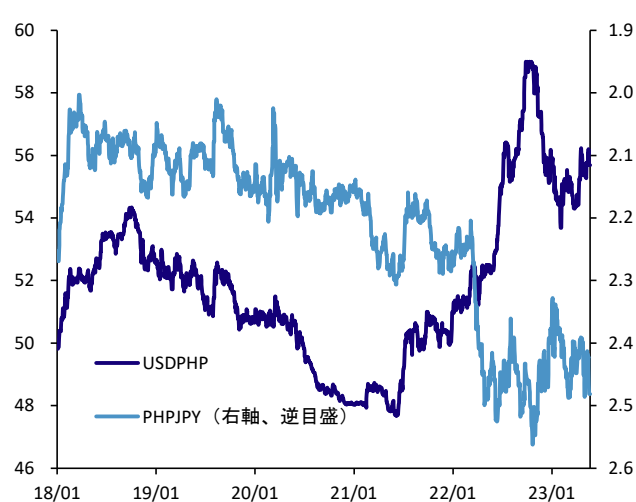
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 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: 消費者物価上昇率の推移 (前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: PHP の推移


出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(中国)

対ドルレート 7.0 上抜きの背景整理

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

年初来で初めて対ドルレート 7.0 を上抜け

5 月の CNY 相場は軟調な推移となっており、先週には遂に対ドルで昨年 12 月以来となる 7.0 を上抜け、今週も断続的に年初来安値を更新する地合いある(図表 1)。本稿ではかかる値動きに対する要因を整理していきたい。

引き金となったのは軟調に終わった 4 月主要経済指標の結果か

CNY の対ドルでの週次騰落率をみると、第 2 週と第 3 週での下落が目立った。これは中国で貿易指標やインフレ関連など主要経済指標が公表された時期であり、これらの結果は軒並み市場予想を下回る結果に終わった。世界各国でコロナ禍からの景気回復はピークアウトする中で、中国の景気回復動向は今年の世界経済の方向感を占う材料となっているが、4 月の中国主要経済指標の結果は市場の期待に反する内容であったと見られる。また、中国人民銀行(PBoC)は 22 日、かかる状況を受けて 1 年物ローンプライムレートを 9 か月連続で 3.65% に据え置いており、緩和的な金融政策を維持した。FRB の利上げ終了を意識した取引の下で米国と中国の金利差は年初来に縮小傾向にあったが、足許においては再度拡大しつつある(図表 1)。PBoC はインフレが低位安定している限りにおいては金融緩和を維持する見込みが強く、今後 FRB が利上げ終了に至っても現状では両国の金利差は大きく縮小しにくいと考えられる。

世界経済の先行き不安の中で貿易黒字を維持できるか

中国の実需環境について見てみると、程度の差はあってもコロナ規制中にいても大きな経常黒字を維持してきた(図表 2)。これを下支えしてきたのは巨大な貿易黒字であることは多くの説明を要さない。直近の数字を見てもその規模は拡大基調にある。しかし、内容を子細に確認していくと輸出は回復しているものの、輸入については前年割れの水準を推移しており、これは内需の弱さを反映した内容とも捉えられる(図表 4)。この点、今後の結果についても同様の目線で確認をしていく必要がある。また、輸出に関しても比較対象となる 22 年 4 月はまさに厳格なコロナ対策が敷かれていた時期であり、この点は割り引いて考えるべきであろう。図表 5 に示される通り、先進国を中心に輸出新規受注指数は落ち込んでおり、取引量自体も減少している。これを象徴するのが図表 3 の対米貿易収支の動きである。近年では米中両国の緊張感が高まりと共に貿易面でのデカップリングを指摘する声もあり、広島 G7 サミット後にも米中関係に関するヘッドラインが交錯したが、22 年後半以降の対米黒字縮小については貿易黒字全体の減少を踏まえれば政治的な要因だけでは整理出来ないものがあるように思える。今後も世界的な金融引き締め効果が貿易取引に波及する余地はまだ残っている印象だ。

存在感を増すであろうサービス赤字の拡大

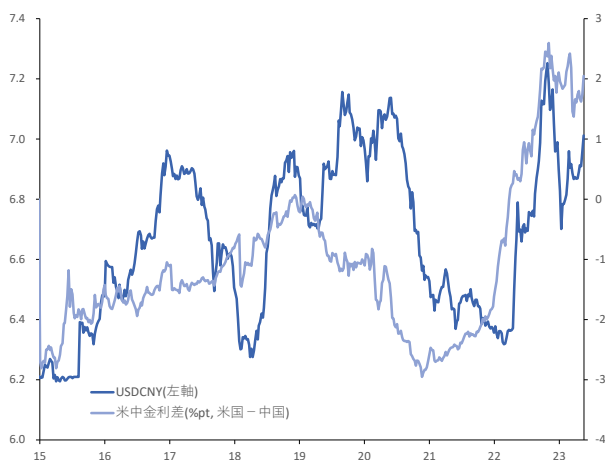
国際収支関連指標でもう 1 つの着目したいのが、サービス赤字の拡大だ。内訳項目の 1 つである旅行収支については、国内のコロナ規制緩和を皮切りに居住者の海外渡航が活性化したことで、赤字幅を拡大している(図表 6)。中国国内、世界経済の景況感の推移を見ても消費の中心は既に財からサービスに消費にシフトしており、

今後世界経済の後退が現実となっても、依然として海外渡航は活性化の余地を残していると思われる。23 年は世界的にコロナ規制が撤廃されアフターコロナの時代を迎えれば、サービス収支の水準がコロナ前の水準に近づくことも考えられる。貿易収支の論点と合わせて CNY の需給環境にも逆風が吹きつつある状況に差し掛かっているのではないだろうか。

西側諸国との衝突を避けて対内投資の勢いは戻るか

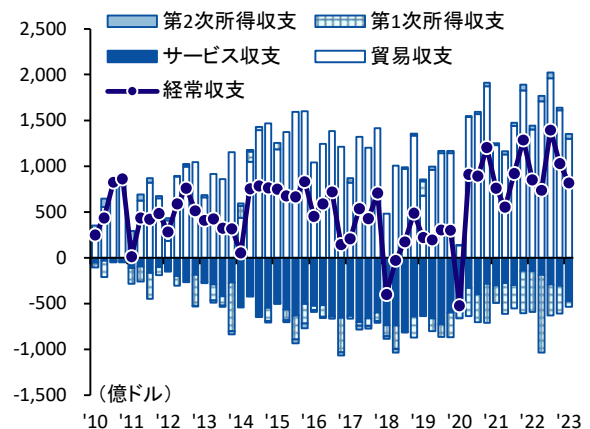
世界各国からの中国投資の活性化は中国経済の正常化の過程で期待したい要素である。22 年の動向を確認すると、厳格なコロナ規制の下、海外からの対中投資は大きく減少していた(図表 7、8)。直接投資・証券投資とも、ネットでの流出がピークアウトしていることが確認されたが、特に証券投資フローについては直接投資よりも流動性の高いことから、今後の景気動向によって変動が大きくなることが予想される。本欄では足許の経済指標は軟調ながらも習政権が掲げる 5%の成長実現に向け段階的な成長を持続していくものと想定しており、これに付随して対中投資は次第に勢いを取り戻すと考えているが、ここで注意したい最悪のシナリオは米国をはじめ西側諸国との関係性悪化に伴って対中投資規制が発動することだ。広島 G7 サミットでは、ウクライナ危機の長期化に対して支援体制の強化で意見集約しロシアをけん制すると共に、経済安全保障に関する共同文書では中国に対しても強いメッセージが示された。一方で、経済面については「デカップリング」ではなく「デリスキング (de-risking)」に基づいて対処する方針を盛り込んでおり、中国との経済関係解消には踏み切れない実情も窺える。為替見通し上でもかかる政治的なヘッドラインはコロナ禍以上に重要度を増しており、その動向が注目される。

図表 1: 対米金利差と人民元相場

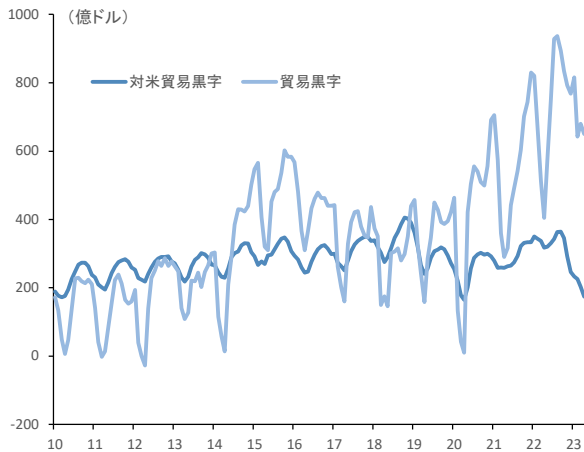


出所: Bloomberg、みずほ銀行

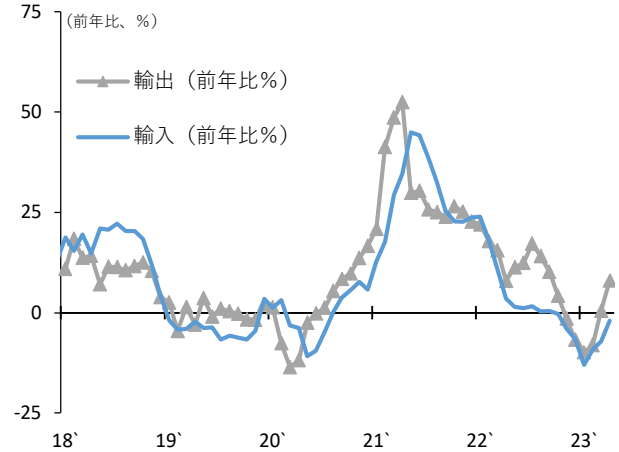
図表 2: 経常収支の推移



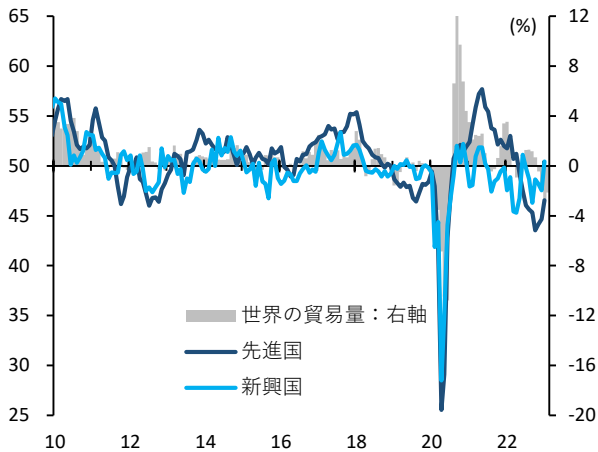
出所: CEIC、みずほ銀行

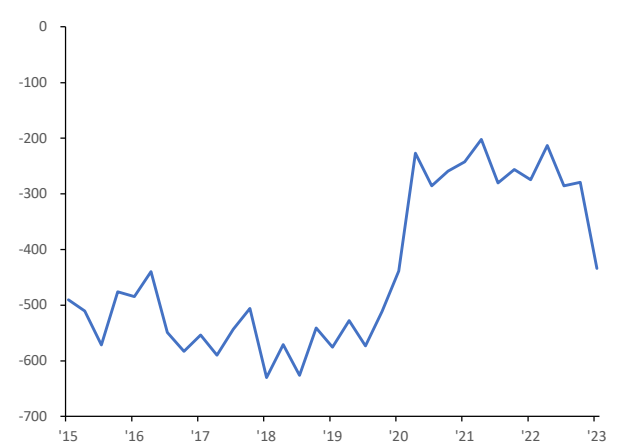
図表 3: 中国の貿易収支と対米貿易収支


出所: Bloomberg、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

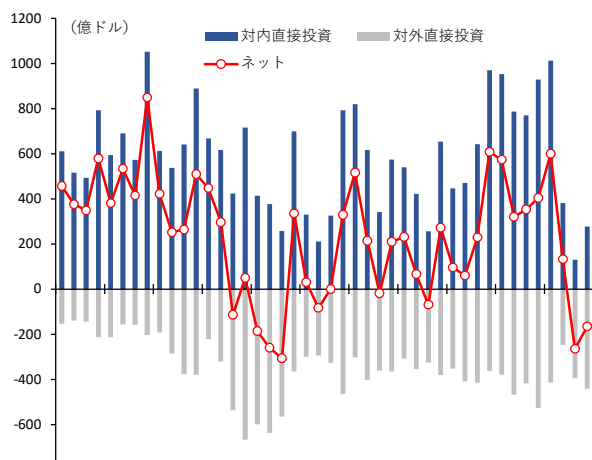
図表 4: 中国の貿易実績


出所: Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

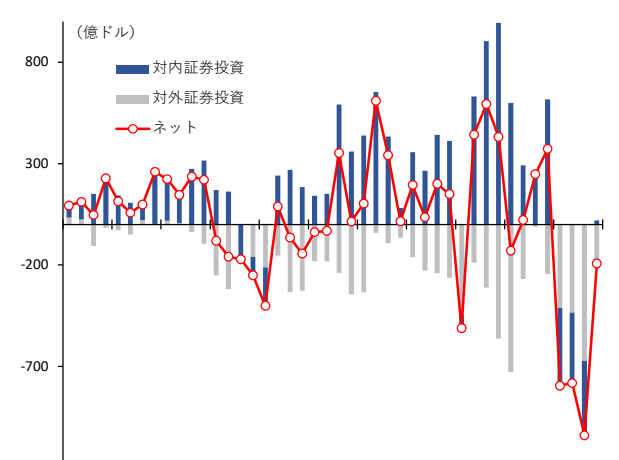
図表 5: 世界貿易取引量と輸出新規受注指数

出所: Markit、Bloomberg、みずほ銀行
注: 貿易量は後方 3 か月移動平均での比較

図表 6: 中国の旅行収支の動向(億ドル)


出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 7: 直接投資の動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 8: 証券投資の動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(韓国)

5 月金融通貨委員会～インフレリスクは後退も、成長率予想を下方修正

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25日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を6人のメンバーの全会一致で3.50%に据え置くことを決定した(図表1)。据え置きは2月に利上げを停止してから3会合連続での決定となった。なお、ブルームバーグの事前予想でも現状維持が優勢だった。

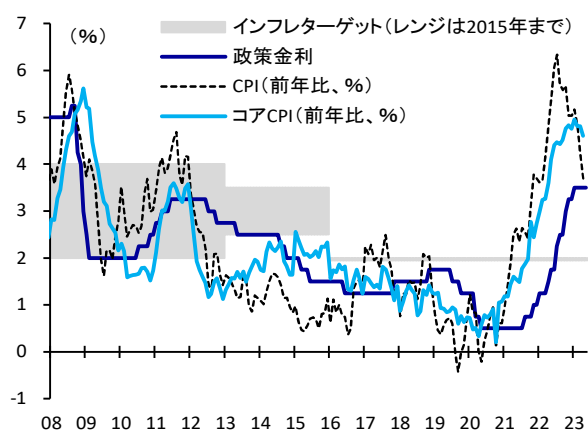
声明文では、足許の世界経済動向について、従前予想よりは堅調さを保っているものの、米国をはじめとする主要先進国において金融引き締めが継続していることで、やや成長に陰りが出つつある点に言及。国内経済については、23年1～3月期実質GDP成長率はプラス成長となったが、IT関連産業をはじめとした輸出関連産業の停滞によって、成長率予想を従来の前年比+1.6%から同▲1.4%に下方修正した(図表2)。23年以降の貿易収支を見ても、23年1～3月期の結果は3四半期連続で赤字を計上しており、またその水準も段階的に拡大している(図表3)。BOKは前述の通り半導体市況の停滞が長期化していることに加え、世界各国の財需要が着実に縮小しており、中国経済の正常化の影響も韓国経済にとって限定的に留まっていることを要因として指摘した。また、主要産業の不振は消費者心理にも影響しており、これが内需拡大を押さえ込んでいるとして警戒感を示した。

インフレ動向について、直近4月の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%と22年2月以来となる3%台での推移となった(図表4)。前回4月会合以降も食料品価格や燃料価格の下落が確認されている。片や、サービス価格は下落傾向にあるものの高止まりし、CPIの上昇寄与度では半分以上を占める状況となっており、コアCPIについては同+4.2%と3月の同+4.4%から▲0.2%ポイントの減速に留まっている。先行きについて、BOKは昨年騰勢が目立った食料品とエネルギー価格からサービス物価や家賃価格の動向をより注視していく姿勢を示した。23年のインフレ見通しは総合ベースでは前年比+3.5%に据え置かれたが、コアベースについては+3.3%と2月時点での同+3.0%から上方修正された。

かかる中、BOKは経済・物価動向とも不確実性を伴うとしたものの、インフレ動向を中心に今後の金融政策を策定する方針を示した。この他、FRBの政策動向、IT産業の動向、中国経済の回復動向、世界の金融環境といった要素も注視するとした。また李総裁は、現在利上げを休止している状況ながら、委員会メンバー全員が25bpの追加利上げの可能性を否定していないと言及している。

本会合終了後、KRWは対ドルで小幅に下落、月中の動きを見ても年初来安値に迫るなど上値の重い推移となっている(図表5)。6月FOMCでの利上げ継続を巡るヘッドラインに押されているほか、国内の軟調な経済指標の結果も材料視されていると考えられる。為替見通し上も、コロナ禍において堅持してきた経常黒字が剥落している点は無視できない。製造業については世界各国で回復は一巡しており、頼みの綱とも言える中国からの需要も不透明な部分が大い。半導体市況の上向きが見えない状況下、KRWは上値の重い取引が続くと想定したい。

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: BOK 経済・物価見通し

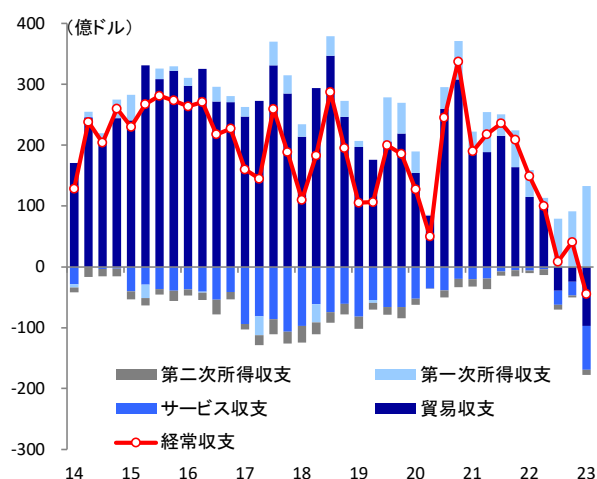
	(前年比)	通年	上半期	下半期	通年	通年
実質GDP成長率		2.6%	0.8%	1.8%	1.4%	2.3%
民間最終消費支出	4.4%	3.3%	1.4%	2.3%	2.4%	
設備投資	-0.7%	5.3%	-11.1%	-3.2%	3.7%	
知的財産投資	4.8%	3.1%	3.4%	3.3%	3.7%	
建設投資	-3.5%	0.7%	-1.4%	-0.4%	0.2%	
輸出(財)	3.1%	-2.3%	3.0%	0.4%	3.3%	
輸入(財)	4.6%	2.2%	-2.5%	-0.2%	3.1%	
消費者物価指数(CPI)	5.1%	4.0%	2.9%	3.5%	2.4%	

(数値は全て前年比)

出所: BOK、みずほ銀行

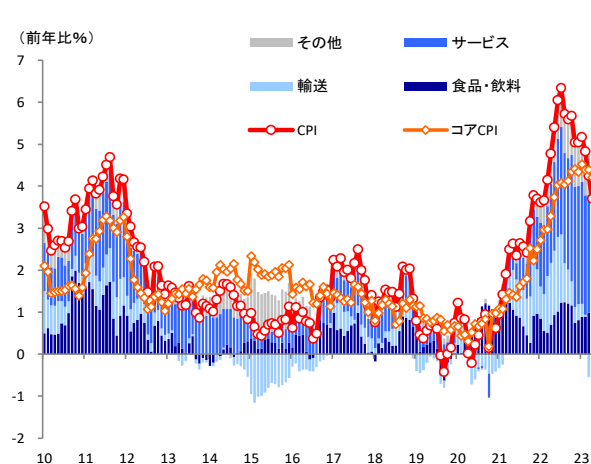
注: 下線を付した項目は2月から下方修正されたことを意味

図表 3: 経常収支の動向



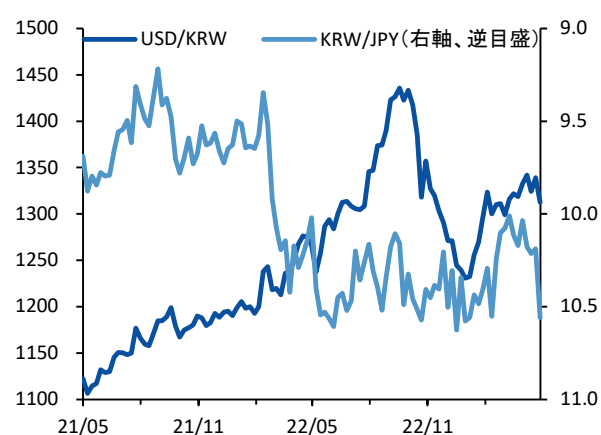
出所: CEIC、みずほ銀行

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

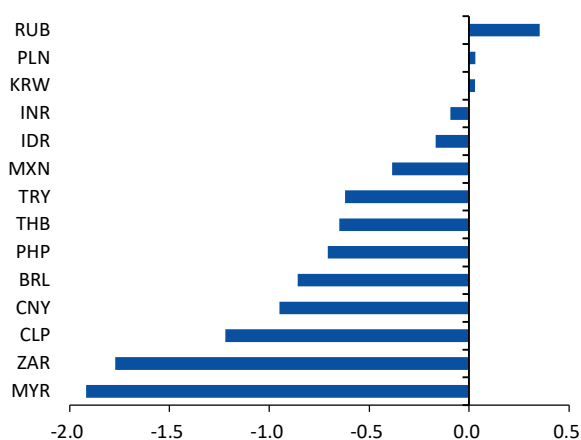
図表 5: KRW の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

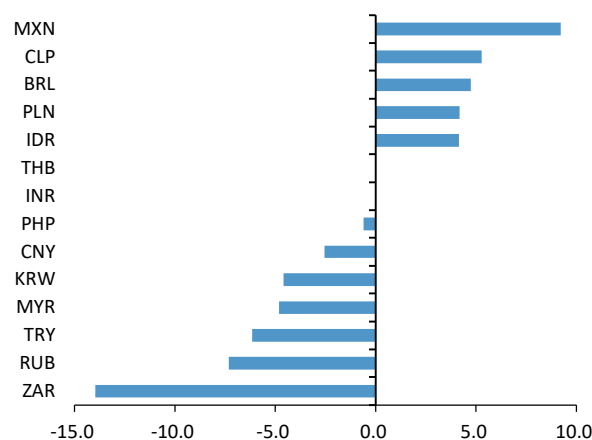
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



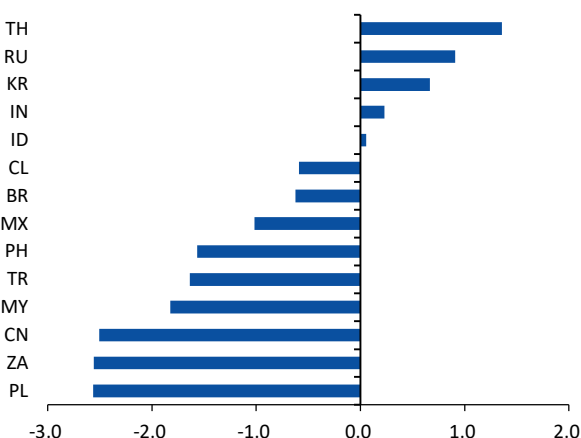
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



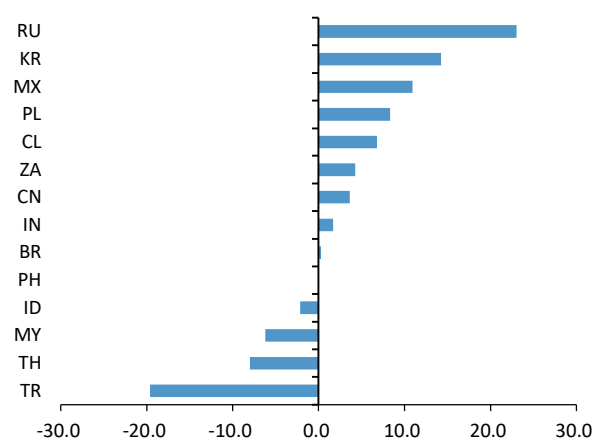
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



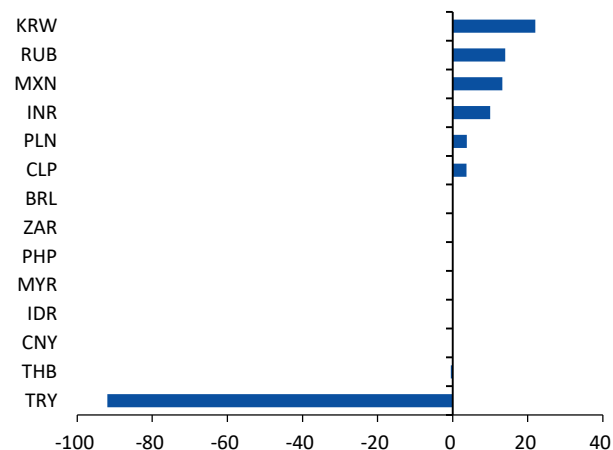
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

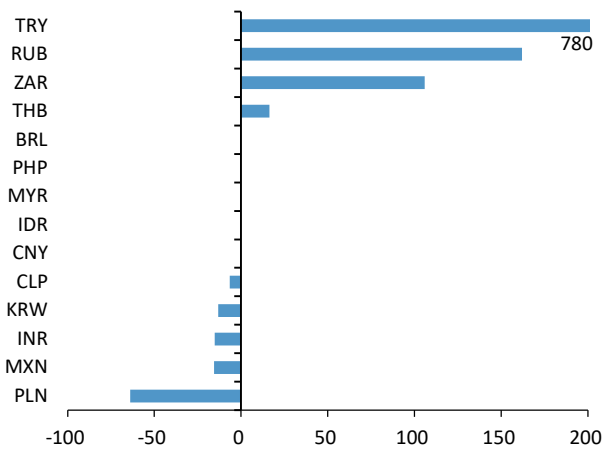
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

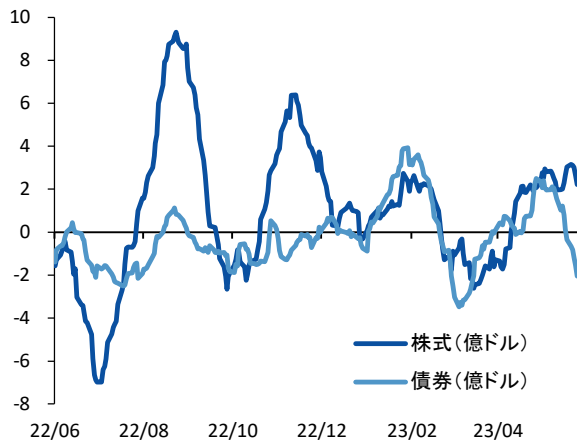


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

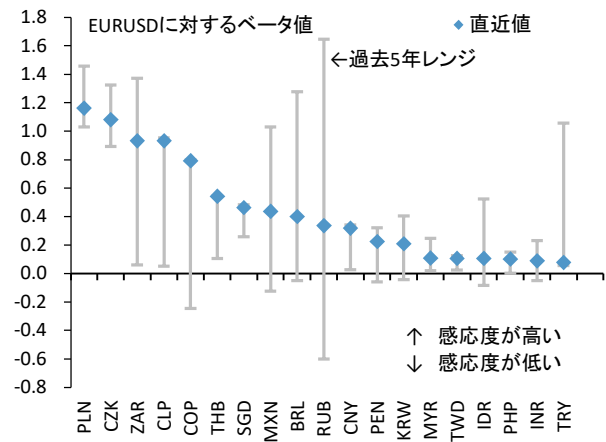
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

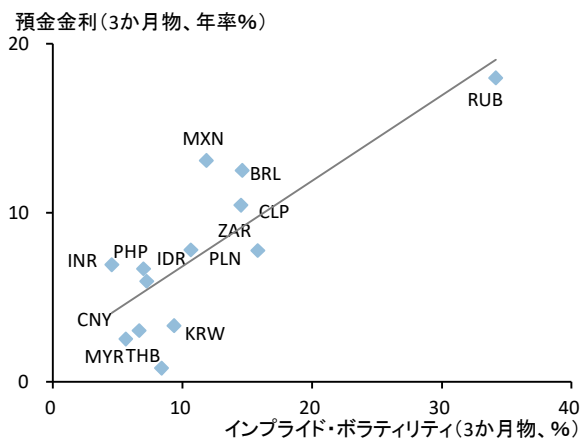
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



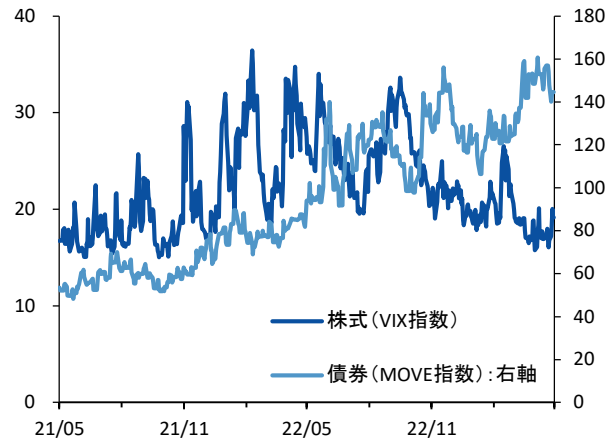
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



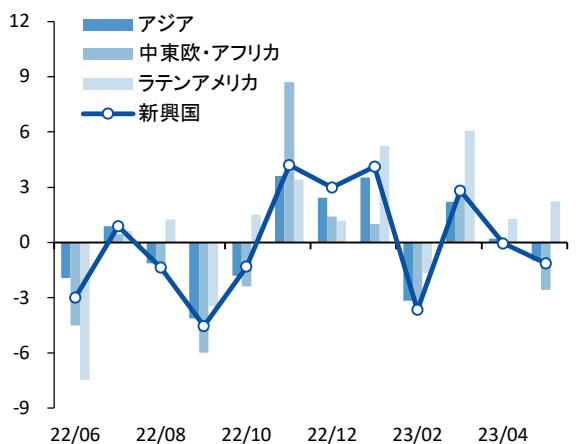
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



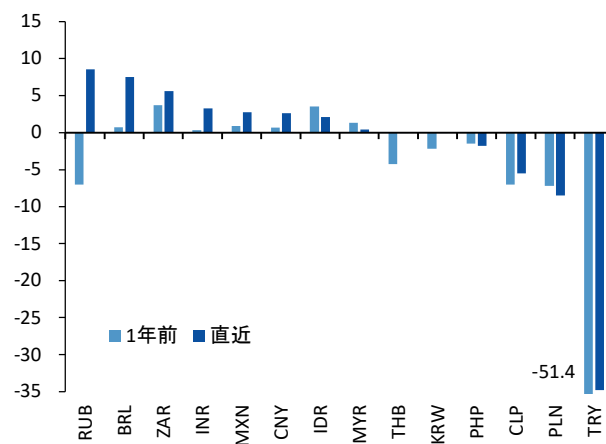
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



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						
5月23日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	98.0	95.1	--
23日 (火)	シンガポール	CPI(前年比)	5.5%	5.7%	5.5%	--
23日 (火)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-13.0%	22.9%	-14.5%	--
24日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	73	72	--
25日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	1.6%	3.3%	--
25日 (木)	シンガポール	GDP(前年比)	0.2%	0.4%	0.1%	--
25日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハースレホ ^o	5.75%	5.75%	5.75%	--
25日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レホレート	3.50%	3.50%	3.50%	--
26日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	3.3%	--	3.4%	--
26日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-4.8%	--	-4.2%	--
26日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	-3.0%	--
26-31日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$800m	--	\$2719m	--
31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.6%	--
31日 (水)	中国	製造業PMI	--	--	4920.0%	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	--	--	5640.0%	--
31日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	1.75%	--
31日 (水)	タイ	国際収支・経常収支	--	--	\$4779m	--
6月1日 (木)	韓国	貿易収支	--	--	-\$2620m	-\$2654m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	4950.0%	--
2日 (金)	韓国	GDP(前年比)	--	--	0.8%	--
2日 (金)	韓国	CPI(前年比)	--	--	3.7%	--
2日 (金)	韓国	CPIコア(前年比)	--	--	4.6%	--
中東欧・アフリカ						
5月24日 (水)	トルコ	設備稼働率	--	76.0%	75.4%	--
24日 (水)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	108.3	108.0	--
24日 (水)	南ア	CPI(前年比)	7.0%	6.8%	7.1%	--
25日 (木)	南ア	PPI 前年比	9.0%	8.6%	10.6%	--
25日 (木)	トルコ	1週間レホレート	8.50%	8.50%	8.50%	--
25日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	8.25%	8.25%	7.75%	--
26日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	12.3%	--
30日 (火)	トルコ	貿易収支	--	--	-8.34b	--
31日 (水)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	3.5%	--
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	6.9b	--
6月1日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	1.2%	--
1日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	-5.1%	--
ラテンアメリカ						
5月25日 (木)	メキシコ	貿易収支	-1650.0m	-1508.5m	1168.7m	--
25日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	4.2%	4.1%	4.2%	--
26日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	3.0%	--	3.8%	--
26日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	3.8%	--	3.9%	--
29日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$200m	--	\$286m	--
30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	-1.0%	--
31日 (水)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	57.2%	--
6月1日 (木)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	1.9%	--
2日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$8225m	--
2日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.9%	--

注: 2023 年 5 月 26 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 1～4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	7.0792	6.80	6.75	6.70	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8350	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 82.949	82.743	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14633 ～ 15643	14950	14800	15600	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1342.87	1328.95	1360	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.5315	4.6280	4.38	4.55	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.376	56.075	54.8	55.5	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3552	1.33	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.915	30.783	30.5	31.2	30.7	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	34.61	33.6	34.5	33.6	32.8	32.7
ベトナムドン	(VND)	23434 ～ 23858	23478	23600	24500	23800	23700	23600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 83.2879	80.1220	80.0	82.0	84.0	86.0	88.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 18.7192	19.8048	17.5	18.2	18.4	18.6	18.8
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 19.7079	19.9792	22.0	20.0	19.0	20.0	22.0
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	4.8955 ～ 5.4798	5.0415	5.20	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ～ 19.5882	17.8595	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	19.770	20.00	20.59	20.60	20.60	20.61
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.568	17.877	17.35	17.73	17.65	17.56	17.53
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.680	1.689	1.67	1.66	1.68	1.70	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.930	0.937	0.919	0.891	0.920	0.919	0.919
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 10.743	10.538	10.00	10.45	10.53	10.62	10.71
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.133	30.265	31.05	30.55	31.15	31.42	31.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.494	2.486	2.48	2.50	2.57	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 102.18	103.35	102.49	101.61	103.45	102.09	102.64
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.494	4.540	4.46	4.46	4.50	4.57	4.61
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 3.999	4.028	4.05	4.03	4.11	4.18	4.16
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5821	0.5967	0.58	0.57	0.58	0.58	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.593 ～ 1.948	1.748	1.70	1.70	1.64	1.59	1.55
南アフリカランド	(ZAR)	7.027 ～ 7.863	7.072	7.77	7.64	7.50	7.37	7.23
トルコリラ	(TRY)	6.689 ～ 7.289	7.010	6.18	6.95	7.26	6.85	6.18
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	23.723 ～ 27.348	27.805	26.15	26.99	27.06	26.76	26.41
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 7.650	7.841	7.35	7.39	7.26	7.17	7.08

注: 1. 実績の欄は 2023 年 4 月 30 日まで。SPOT は 5 月 26 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。