

2023 年 6 月 9 日

The Emerging Markets Weekly

アジアを中心にインフレ減速が確認される

新興国市場:先週末 2 日、アジア時間の新興国通貨は概ね堅調。前日に米上院が債務上限停止法案を可決したことがリスク心理の改善に繋がった。KRW は前日比+1.2%上昇。MYR や THB も値を上げた。欧米時間、米 5 月雇用統計の良好な結果を受け、米金利上昇・ドル高となりユーロに連れて東欧通貨は下落した。一方、中南米通貨は上昇した。BRL は国内経済指標の良好な結果を好感し前日比+1.1%値を伸ばした。週初 5 日、アジア時間の新興国通貨は下落。先週末の米 5 月雇用統計の結果を受けたドルの底堅さが重しに。PHP や INR が値を下げる一方、IDR は上昇した。欧米時間、米 5 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を下振れ、米金利低下・ドル安となり新興国通貨は反発した。ZAR は前日比+1.3%上昇、BRL や MXN も堅調。片や、TRY は前日比▲1.6%下落した。6 日の新興国通貨はアジア時間も欧米時間も目新しい材料が無い中、まちまち。TRY は前日比▲1.7%下落した。RUB や THB、MYR は軟調。他方、MXN や BRL、ZAR は値を伸ばした。7 日、アジア時間の新興国通貨は小幅上昇。休場明けの KRW は韓国株式市場に連れて堅調。CNY は中国 5 月貿易統計の冴えない結果が重しとなり下落した。欧米時間、カナダ中銀がサプライズ利上げを実施したことを背景にドルが上昇、新興国通貨は下押しされた。TRY は国営銀行がリラ防衛のためのドル売りを停止したことを背景に前日比▲7.0%下落。8 日、アジア時間の新興国通貨は前日の流れが続き概ね下落。MYR や THB が値を下げた。欧米時間、米失業保険申請件数が増加したこときっかけに米金利低下・ドル安となった。新興国通貨は反発。ZAR は前日比+1.4%上昇した。TRY は過去最安値を更新後、小幅に反発した。

アジア:2 日発表の韓国 5 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と市場予想(同+3.4%)を下回った。5 日発表のインドネシア 5 月 CPI は前年比+4.0%と市場予想(同+4.2%)を下振れた。6 日発表のフィリピン 5 月 CPI は前年比プラス 6.1%と市場予想(同+6.1%)通り。同日発表のタイ 5 月 CPI は前年比+0.5%と市場予想(同+1.6%)を大幅に下振れ、インフレ目標(1~3%)を下回った。6 日、中国当局は景気浮揚のため預金金利の引き下げを大手銀行に要請したと報じられた。7 日発表の中国 5 月貿易統計は輸出が前年比▲7.5%、輸入が同▲4.5%、貿易収支は 658 億ドルの黒字も黒字幅は 4 月から縮小した。インド準備(RBI、中央銀行)は 8 日、政策金利を 6.50%に据え置くことを決定した。

中東欧・アフリカ:トルコのエルドアン大統領は 3 日に新内閣を発表し、財務大臣にシムシェキ元首相を任命した。同氏は金融市場での評価が高いとされているも、TRY は続落。5 日発表のトルコ 5 月 CPI は前年比+39.6%と 4 月(同+43.7%)から鈍化したが、市場予想(同+39.2%)を上回った。

ラテンアメリカ:7 日発表のブラジル 5 月消費者物価指数(IPCA)は前年比+3.9%と 2020 年 10 月以来の低水準となった。8 日発表のメキシコ 5 月 CPI は前年比+5.8%と市場予想(同+5.9%)を僅かに下回った。

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:先進国対比で製造業は明るい、先行きは不安

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、5 月製造業 PMI は 49.6 と 3・4 月(49.6)から 3 か月連続で横ばい推移。22 年 12 月の 48.7 を境に中立水準(50)に向け上昇も、9 か月連続で中立水準割れを継続しており、未だに製造業循環は弱い。先進国(48.5→47.6)は新規受注や生産指数を中心に低下。一方、新興国(50.5→51.4)は新規受注と生産指数が大幅に上昇し、3 か月ぶりの水準を回復した(図表 1、2)。また、グローバル非製造業 PMI(54.4→55.5)は 6 か月連続で上昇。新興国(57.3→56.7)は 6 か月ぶりに低下も、先進国(54.6→54.9)ではさらなる上昇がみられた。

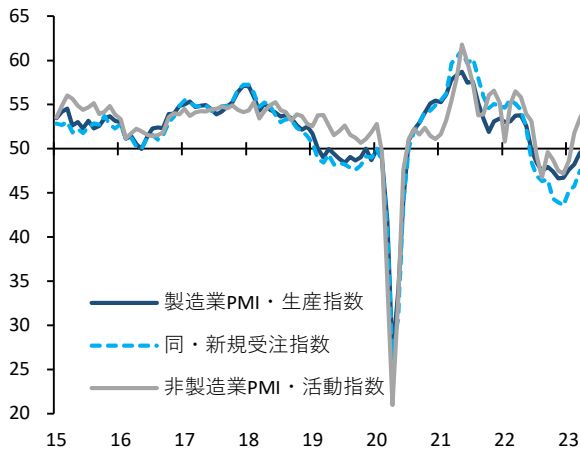
これらを合わせたコンポジット PMI は 54.4 と前月(54.2)から 6 か月連続で改善、21 年 11 月以来の水準を回復した。世界経済の実質 GDP 成長率は 2022 年 10～12 月期は小幅なプラス成長にとどまった(図表 3)。PMI の推移を確認する限り、23 年 1～3 月期及び 4 月・5 月には、成長幅を拡大させているものと考えたい。

5 月製造業 PMI の特徴は、先進国と新興国のコントラストだろう。両地域の製造業 PMI の差異(先進国-新興国)は、5 月に▲3.8 と 20 年 5 月以来 3 年ぶりの水準に拡大した。要因としては、①単純に利上げサイクルが遅れており需要抑制効果が十分に反映されていないこと、②中国経済の回復からより大きな恩恵を受けることが期待されていること、が指摘できる。ただし、前者はタイミングの問題であり、後者に関しては中国の経済回復はサービス業に限られ、今のところ期待通りには進んではいない印象だ。いずれも要因としては剥落する可能性は十分にある。

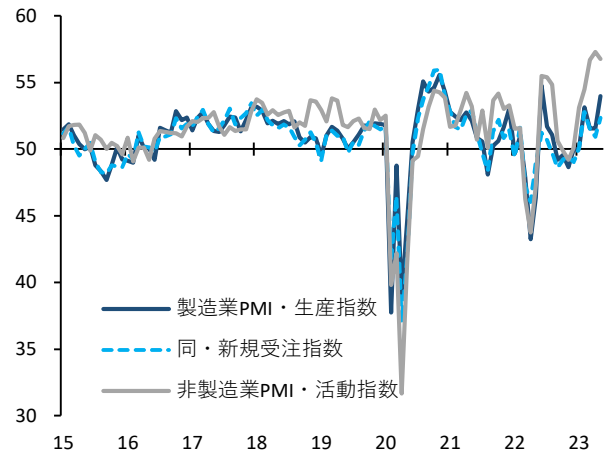
製造業 PMI の構成指数別には、先進国の入荷遅延指数が 13 か月ぶりに低下に転じた(図表 4)。むしろ依然高水準だが、サプライチェーンの改善には一服感もある。他方、新興国に関しては上昇を継続しており、さらなる改善余地も残されている。もっとも、利上げによる外需下押しの警戒により、貿易活動は軟調推移を続けている。新興国の新規輸出受注指数は前月に続き上昇も、先進国は 13 か月連続の 50 割れと軟調だ(図表 5)。需要見通しの低迷を反映してか、在庫関連指数も頭打ちの様相を示す(図表 6)。特に、先進国の在庫取り崩しが顕著だ。他方、生産見通しは先進国、新興国いずれも低下も、過去と比べれば高水準だ。中期的な生産見通しが底堅い以上、過度な在庫の取り崩しには至らないものと考えたい(図表 7)。

個別の新興国では、BRICs の改善が目立つ(図表 9、19、20、24)。これら 4 か国の合成指数である BRIC 製造業 PMI は、5 月に 51.5 と前月(50.1)から上昇し、22 年 6 月以来の高水準を記録した。全ての国で 1～3 月期の実質 GDP 成長率の結果が出揃ったが、いずれも市場予想を上回る結果となったことも記憶に新しい。PMI の推移を確認する限りにおいては、BRICs の足許の経済成長も比較的堅調であることが示唆されよう。

(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、6 月 6 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


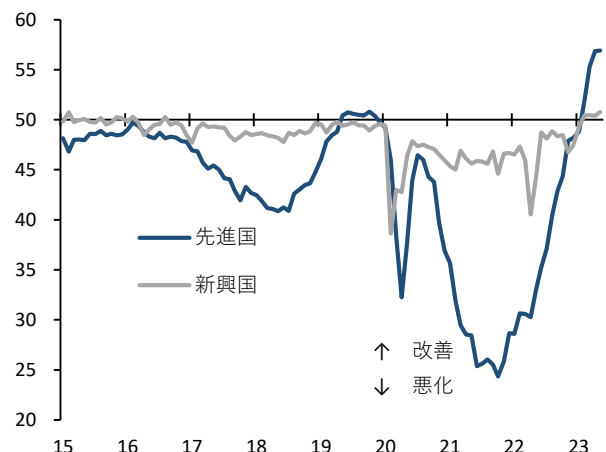
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国


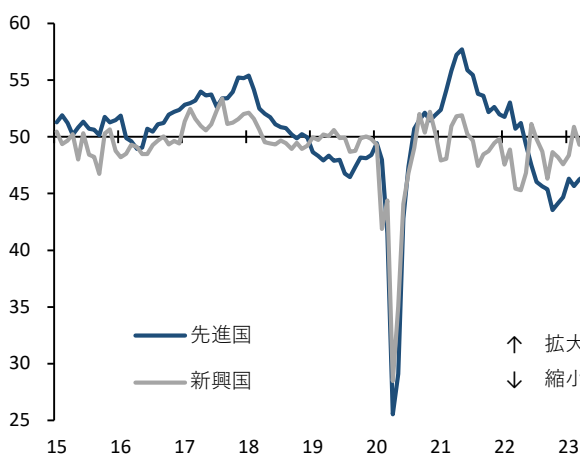
出所: S&P Global、みずほ銀行

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(インド)

6 月金融政策会合～利上げの累積的な効果を見極める段階へ～

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

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は6～8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。前回4月会合で約1年ぶりに利上げ実施を見送ったのち、2会合連続で据え置きとなった(図表1)。決定は、政策委員メンバー6人の全会一致だった。なお、ブルームバーグの事前予想では、調査対象者全員が据え置きを予測していた。

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。23年1～3月期の実質GDP成長率は前年比+6.1%と、政府によるインフラ投資拡大や、インバウンド需要拡大に伴うサービス輸出の増加等を受け前期(同+4.5%)から伸び幅を拡大させた(図表2)。ただし、利上げに伴う累積的な需要抑制効果に伴い、個人消費は伸び悩む結果となった。また、22年度は同+7.2%の着地と従前からの予測(同+7.0%)を上振れる実績となった。先々の成長率見通しとしては、23年度は同+6.5%に減速するとし、前回会合時点から据え置いた。リスク要因としては、軟調な外需や世界的な地政学リスクの高まりを指摘した。その一方国内経済については、農業生産の堅調推移や良好なサービス業活動に加え、抑制された商品価格等をGDP押し上げ要因として指摘した。

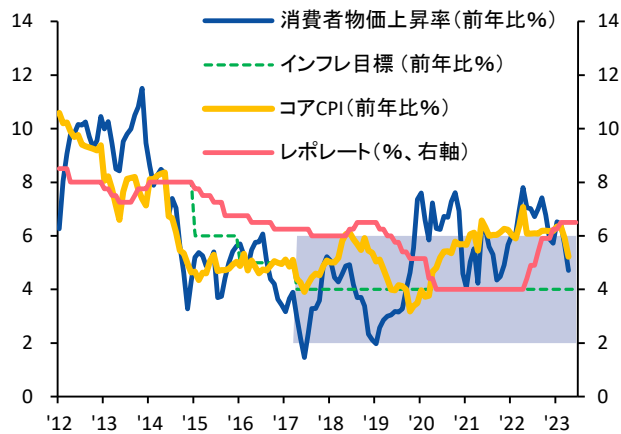
物価動向に関して、直近4月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.7%と、3月から▲1.0%ポイントと大きく減速した(図表3)。2か月連続で中銀の目標レンジ(前年比+2.0～+6.0%)に収まった格好だ。年初2か月は一時的に食料品・飲料が騰勢を加速したが、以降は伸びが大きく鈍化している。また、食料品・燃料価格を除くコアCPIも同+5.2%と伸びが鈍化。先行きに関し、エルニーニョ現象に端を発する天候不順による食品価格上振れのリスクは残存するが、好調な穀物生産により食料品価格下落が見込まれることや、原油価格続落により輸入物価高騰が和らぐことが見込まれている。川上部門の卸売物価も予想以上の下落を見せており、デysinフレの進行を支持するだろう。実際、23年度のインフレ率見通しについて同+5.1%と前回会合時点の同+5.2%から下方修正した。直近4月のCPI鈍化はベース効果による影響が大きく、9～12月期にかけ若干水準を切り上げるとの予想パスだが、インフレの顕著な再加速とまではいかない見通しだ。インフレのリスクバランスとしては均等が取れていると評価し、上振れリスクとしては天候不順に加え、原油価格の再上昇を挙げた。

かかる中、今後の金融政策運営に関しては、「インフレは低下が見込まれるが、継続的な警戒が絶対に必要」「必要に応じ、迅速かつ適切に追加の金融政策措置を講じる」などとタカ派な姿勢を維持した。ただ、足許のデysinフレに対する自信は前回会合に比べ深まっている印象が強く、先行きの見通しに関しても警戒姿勢を徐々に緩めつつある。実際、声明文では、「MPCは、3月～4月のCPIが許容範囲内に落ち着いたことに注目した」「+250bpの累積的な利上げは経済全体に波及しており、金融政策を慎重に調整する必要がある」との文言が追加された。タカ派姿勢は着実に後退している。ただし、上述の通りRBIはハト派に転じているとは言い難く、早期の利下げなどは見込める状況にはないだろう。本欄では、足許のインフレ動向に加え、外需減速を受けたデysinフレ圧力を重視し、RBIによる利上げ再開は見込まない。すでに利上げサイクルを終了させ、現行の政策金利水準をできるだけ長く維持する

段階に入ったと判断したい。他方で、利下げの開始は早くても本年末と予測したい。

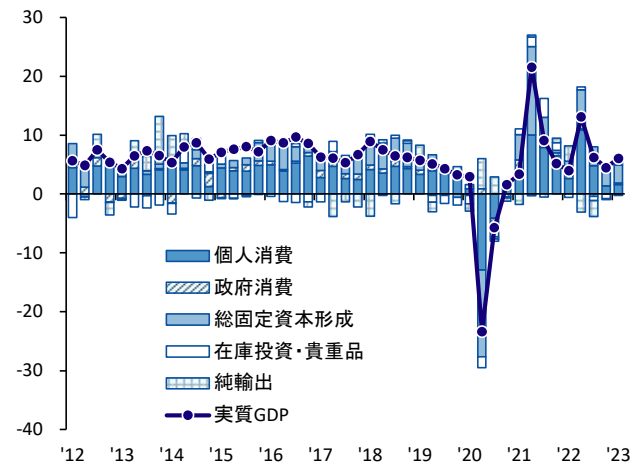
INR は、22 年の秋ごろ以降一進一退の推移を継続している(図表 4)。当該期間 FRB の利上げ幅縮小、足許では利上げの停止が視野に入中、米金利はおおむね低下基調にあった。しかしながら、RBI のタカ派姿勢が後退していることに加え、中国経済回復の遅れ等が意識され INR に積極的な買いが入る場面は見られなかった。INR の先行きに関しては、上述の通り RBI は事実上利上げサイクルを終了させており、金利面からの INR 安が引き続き意識されよう。加えて、OPEC プラスは協調減産の枠組みの維持を決定するなど原油価格の下支えを継続する方針であり、これが需給面から INR の逆風になると思われる。しかし、INR が大きく弱含む局面では、引き続き為替介入の発動も期待される。大きく市場心理が悪化しない限り、INR の急落は回避されるだろう。

図表 1: レポレートと物価水準の推移



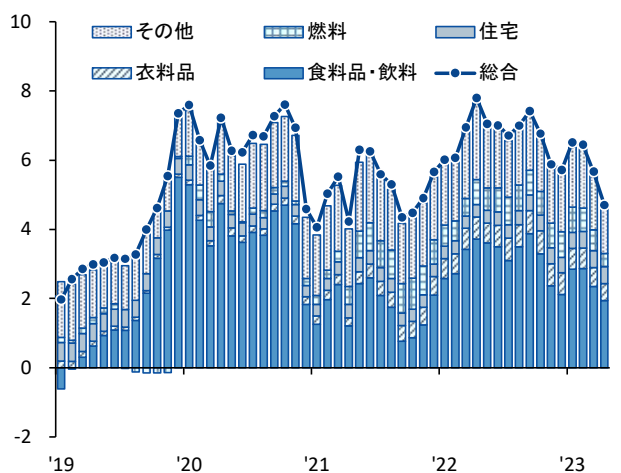
出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

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

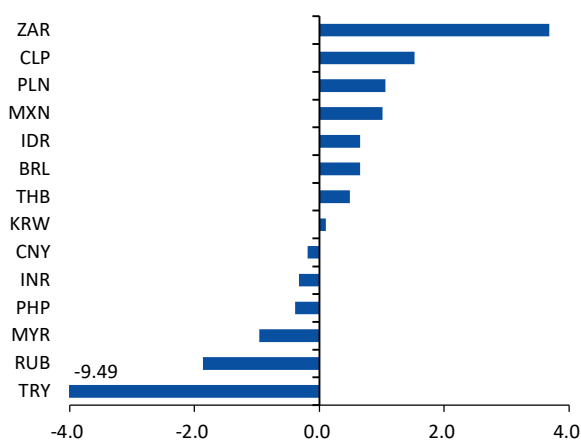
図表 4: INR 相場動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

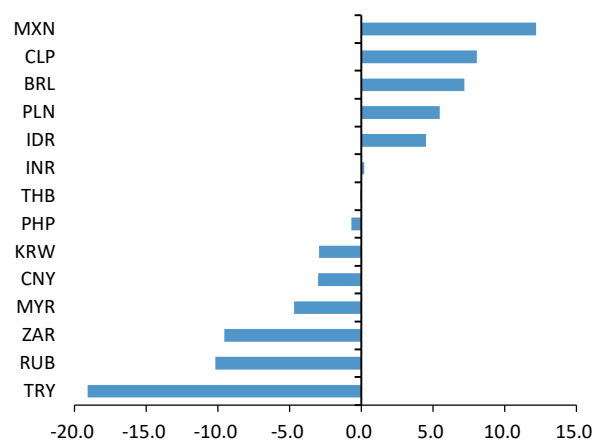
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



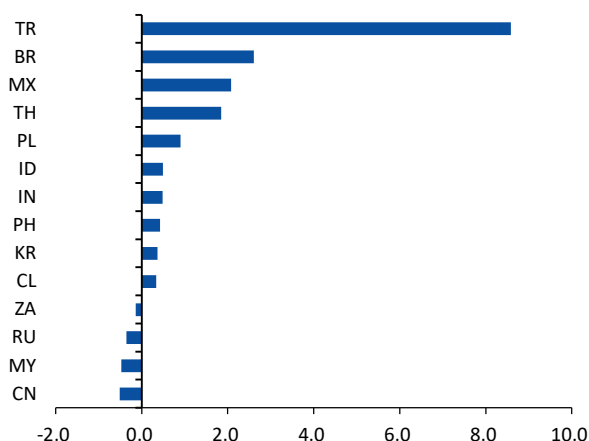
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



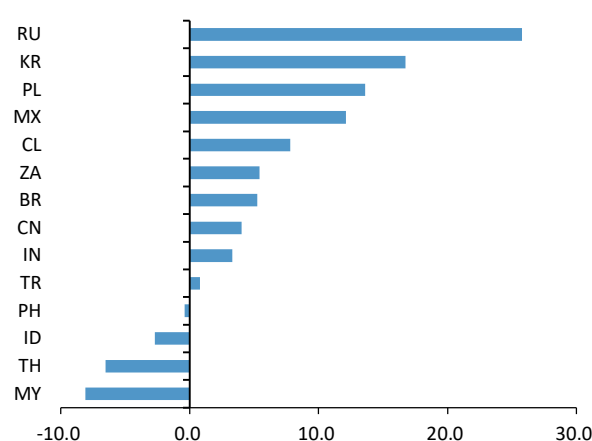
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



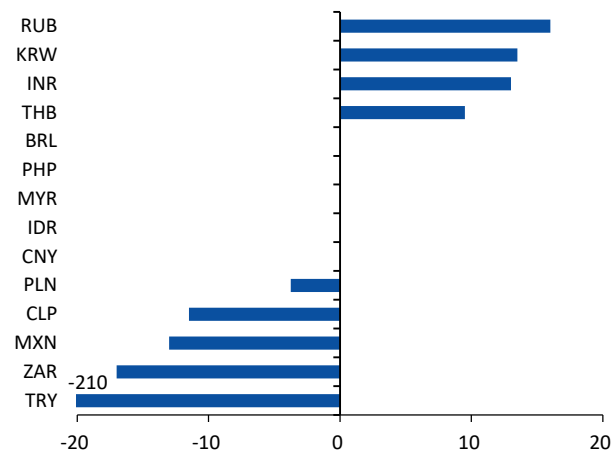
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

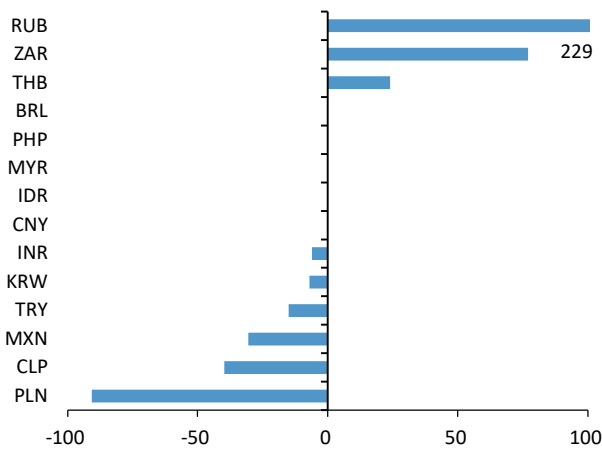
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

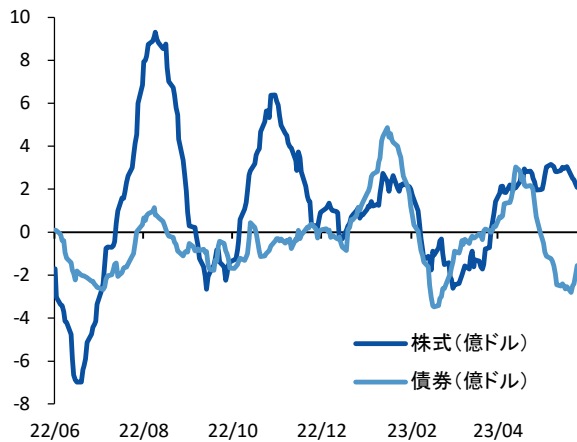


注: データの都合によりブラジルの値は未掲載。

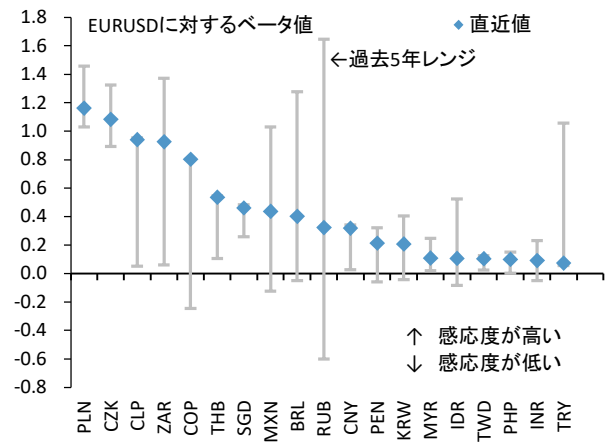
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

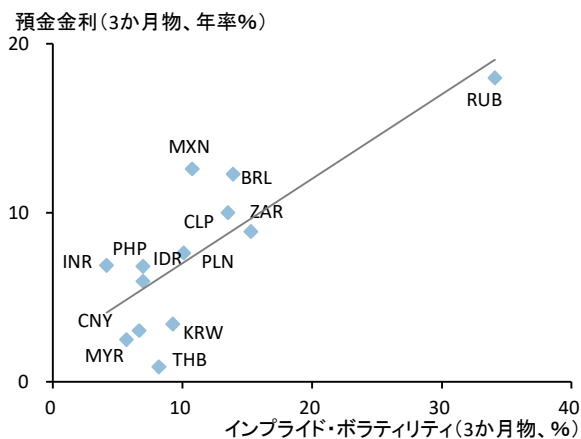
主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



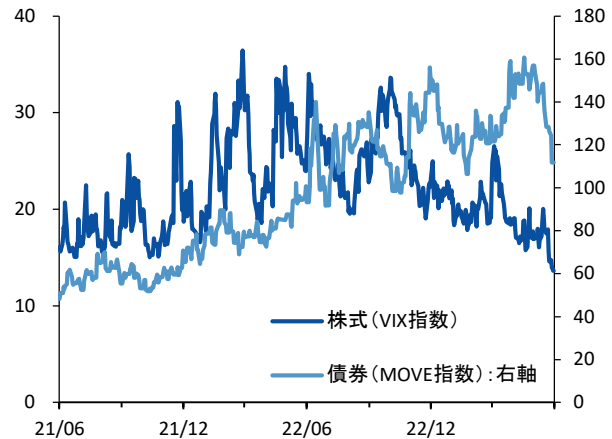
EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



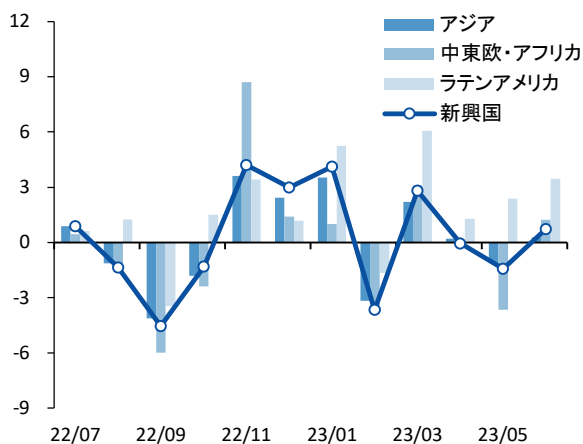
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



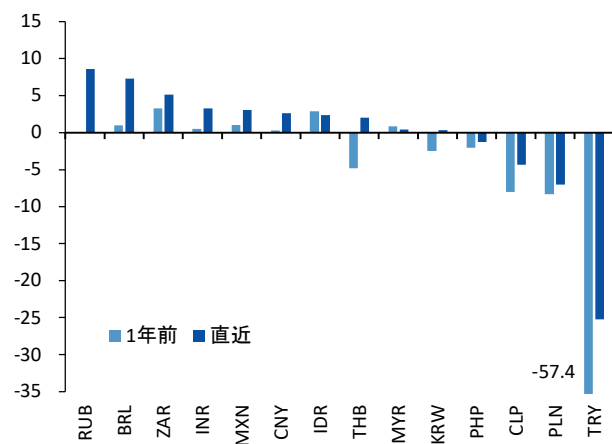
株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



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						
6月5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	55.2	57.1	56.4	--
5日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	4.2%	4.0%	4.3%	--
5日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	-1.9%	3.6%	4.5%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	6.1%	6.1%	6.6%	--
6日 (火)	タイ	CPI(前年比)	1.6%	0.5%	2.7%	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.3%	2.0%	2.4%	--
7日 (水)	台湾	貿易収支	\$5.00b	\$4.89b	\$6.71b	--
7日 (水)	中国	貿易収支	\$94.63b	\$65.81b	\$90.21b	--
8日 (木)	インド	RBI政策金利	6.50%	6.50%	6.50%	--
9日 (金)	韓国	国際収支・経常収支	--	--	\$267.9m	--
9日 (金)	フィリピン	貿易収支	-\$4739m	--	-\$4928m	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	0.2%	--	0.1%	--
9日 (金)	中国	PPI(前年比)	-4.4%	--	-3.6%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.9%	--	3.1%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.7%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	0.9%	--	1.1%	--
14日 (水)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	-0.9%	--
14-18日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.0%	--
15日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	3.6%	--	5.6%	--
15日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	13.9%	--	18.4%	--
15日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	4.4%	--	4.7%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3940m	--
15日 (木)	インド	輸出(前年比)	--	--	-12.7%	--
15日 (木)	インド	輸入(前年比)	--	--	-14.1%	--
15日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.875%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-9.8%	--
中東欧・アフリカ						
6月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	39.2%	39.6%	43.7%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	40.8%	52.1%	--
6日 (火)	南ア	GDP(前年比)	0.1%	0.2%	0.9%	0.8%
8日 (木)	南ア	経常収支	-182b	-66b	-174b	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	2.0%	3.4%	-1.1%	-1.8%
9日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	0.8%	--	-0.1%	--
9日 (金)	ロシア	主要金利	7.5%	--	7.5%	--
9日 (金)	ロシア	CPI(前年比)	2.5%	--	2.3%	--
12日 (月)	トルコ	経常収支	--	--	-4.48b	--
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-1.6%	--
16日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	-1.9%	--
ラテンアメリカ						
6月5日 (月)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	9.3%	9.1%	12.7%	11.8%
7日 (水)	ブラジル	IBGEインフIPCA(前月比)	0.3%	0.2%	0.6%	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	5.9%	5.8%	6.3%	--
9日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	1.1%	--	1.6%	--
13日 (火)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	6.2%	--
14日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	3.2%	--
16日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	5.5%	--

注: 2023 年 6 月 9 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 1～5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 ～ 7.1128	7.1118	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8369	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 82.949	82.573	83.2	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15643	14895	15050	15600	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1343.02	1304.10	1330	1330	1290	1270	1250
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2250 ～ 4.6398	4.6210	4.65	4.68	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.438	56.132	56.3	56.6	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3426	1.37	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 30.915	30.748	30.5	31.2	30.7	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.39	34.63	34.8	35.0	33.8	32.8	32.7
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 23858	23495	23600	24500	23800	23700	23600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 83.2879	82.5866	81.0	82.0	83.0	84.0	85.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.8672	18.8544	20.0	21.0	20.0	19.0	19.0
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 20.8081	23.1459	22.0	21.0	20.0	19.5	21.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8858 ～ 5.4798	4.9262	5.05	5.20	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.4207 ～ 19.5882	17.3801	18.0	18.5	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 ～ 19.919	19.538	20.00	20.43	20.43	20.29	20.29
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 17.988	17.725	17.86	18.11	18.03	17.82	17.78
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.704	1.682	1.68	1.69	1.72	1.73	1.73
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.942	0.933	0.930	0.910	0.940	0.933	0.932
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 10.743	10.651	10.53	10.68	10.93	10.94	11.04
マレーシアリングギ	(MYR)	29.106 ～ 31.133	30.256	30.11	30.34	31.83	31.88	32.24
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.522	2.489	2.49	2.51	2.62	2.60	2.60
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 104.36	103.46	102.49	103.50	105.70	103.58	104.15
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.599	4.544	4.59	4.55	4.59	4.63	4.68
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.053	4.012	4.02	4.06	4.17	4.24	4.22
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5999	0.5912	0.59	0.58	0.59	0.59	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.593 ～ 1.948	1.682	1.73	1.73	1.70	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 7.863	7.367	7.00	6.76	7.05	7.32	7.26
トルコリラ	(TRY)	6.189 ～ 7.482	5.945	6.36	6.76	7.05	7.13	6.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 28.244	28.192	27.72	27.31	27.65	27.15	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.002	7.993	7.78	7.68	7.42	7.28	7.19

注: 1. 実績の欄は 2023 年 5 月 31 日まで。SPOT は 6 月 9 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。