2023 年 7 月 21 日

The Emerging Markets Weekly

中国の冴えない経済指標の結果が下押し材料に

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀　尭大
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

新興国市場:先週末 14 日、アジア時間の新興国通貨は概ね堅調に推移した。米インフレ鈍化の影響が継続し、MYR や KRW が上昇。一方、THB はタイの政治的不透明感が重しとなって下落した。欧米時間、新興国通貨はまちまち。米 7 月ミシガン大学消費者マインドが市場予想を上回ったことが支えとなり、ドルの下落は一服。MXN や BRL は値を上げた一方、ZAR は反落した。週初 17 日のアジア時間の新興国通貨は下落。中国の 4～6 月期実質 GDP の冴えない結果が下押し材料となり TWD、CNY が値を下げた。欧米時間、ユーロの小幅高に連れて大半の東欧通貨は堅調。しかし、中国の経済指標を背景にリスク心理は悪化し、大半の中南米通貨は下押された。TRY や BRL が下落する片や、ZAR は上昇。18 日のアジア時間はドルが軟調だったことが新興国通貨の支えとなった。THB の上昇が目立った。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米経済指標は強弱入り混じる結果となり、市場の反応は限定的。ZAR は商品市況の堅調も支えとなり前日比+1.0%上昇した。他方、TRY は前日比▲2.2%急落した。19 日、アジア時間は新規材料を欠く中で、新興国通貨はまちまちな動き。THB が上昇する一方、CNY や KRW は軟調。欧米時間、英 6 月消費者物価指数（CPI）が市場予想を下振れ、GBP に連れてユーロも下落し、東欧通貨も値を下げた。米 6 月住宅関連経済指標は冴えない結果となり、米金利が低下する場面も見られたが、ドルは全般的に上昇。RUB が下落したが、TRY や BRL は堅調となった。20 日、アジア時間は中国人民銀行（PBoC）が企業や金融機関の外貨建て資金調達の上限を引き上げたことが新興国通貨の支えとなり、CNY は上昇。欧米時間、米国の労働市場の底堅さが示されたことを受けてドルは買い戻され、大半の新興国通貨は反落。MXN は前日比▲1.0%下落した。

アジア:14 日発表のシンガポール 4～6 月期実質 GDP は前年比+0.7%と 1～3 月期（同+0.4%）から加速し、市場予想通りとなった。17 日発表の中国 4～6 月期実質 GDP は前年比+6.3%と市場予想（同+7.1%）を下振れた。中国人民銀行（PBoC）は中心レート設定や資本流入促進措置を通じ CNY 支援を強化した。タイでは野党第 1 党である前進党のピター党首を首相指名選の候補として認めないことを決定し、19 日に予定された 2 度目の首相指名選を見送った。今後、第 2 党のタイ貢献党を軸とする政権枠組みなども含めて交渉が続く見込みだが、新政権樹立に時間を要した場合には THB が反落する可能性もある。

中東欧・アフリカ:19 日発表の南アフリカ消費者物価指数（CPI）は前年比+5.4%と 2022 年 4 月以来、初めてインフレ目標レンジ（3～6%）内に収まった。トルコ中央銀行（CBRT）は 20 日に政策金利を 250bp 引き上げ 17.50%にすることを決定した。市場では 350bp の利上げが予想されていた。南アフリカ準備銀行（SARB、中央銀行）は 20 日に政策金利を市場予想外に 8.25%に据え置いた。利上げへの期待も相俟って ZAR は対ドルで月間+4.6%の上昇を記録、3 月以来の高値水準をつけた。

市場概観（中国）

6 月分主要経済指標の結果を受けて～高まる政府への景気支援期待

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

長谷川　久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

4～6 月期実質 GDP 成長率について

7 月 17 日、4～6 月期の実質 GDP 成長率が公表され、結果は前年比+6.3%となった（図表 1）。前回 1～3 月期の同+4.5%を上回ったものの、市場予想の同+7.1%からは下振れた。業種別では、製造業は前年比+4.9%に留まった一方で、サービス業、特にホテル業や IT 関連サービス業の回復が目立った。同時期の S&P グローバル PMI の推移を確認すると、最新 6 月の結果は製造業・非製造業ともに 5 月から低下した（図表 2）。製造業 PMI は、50.5 と 5 月の 50.9 からは低下も、2 か月連続で中立水準（=50）超えを維持。先行きを示す新規受注指数も 51.6 と 5 月の 51.8 と小幅に低下も、50 以上を保ったとも判断できる。また、非製造業 PMI は 53.9 と 5 月の 57.1 および市場予想の 56.2 を大きく下回る結果となった。もっとも、6 か月連続での中立水準超えであり、GDP の数字を見てもサービス業が景気を下支えしたと見るべきだろう。なお、23 年上期の成長率は同+5.5%となり、政権の目標は上回っている。一方、ゼロコロナ政策解除以降、緩やかに経済回復をしているが、市場が期待しているほどの回復ペースではなく、次回以降、昨年のベース効果が徐々に剥落していくことには注意が必要と言える。

個人消費に着目しても、6 月小売売上高は前年比+3.1%と市場予想の同+3.3%を下回るなど低調だ（図表 3）。懸案の不動産市況に関しても、固定資産投資や不動産投資は弱く、力強さを欠いている（図表 4、5）。特に、6 月不動産投資は前年比▲7.9%（年初来）となっており、4 か月連続でマイナス幅を拡大させるなど減速が目立った。なお、4～6 月期 GDP において不動産業は前年比でマイナス成長となった。不動産価格についても軟調な動きが続いており、その背景には消費者心理の悪化に伴い供給過多となっている点を指摘する声もある。当局は不動産デベロッパーの資金調達に関する支援措置の一部を 24 年末まで延長することを決定したが、今後消費者の需要を押し上げる観点での支援も必要となりそうだ。

内需・外需いずれも不振が続く貿易実績

6 月の中国貿易統計の結果は、輸出が前年同月比▲12.4%、輸入が同▲6.8%となった（図表 6）。また、貿易黒字は+706 億ドルを記録した。黒字額は前年同月比で▲27%減少し、市場予想である+749 億ドルを下回る結果となった。輸入は市場予想の前年同月比▲4.1%を下回ったものの、輸出が市場予想の同▲10.0%を大きく下振れたこともあり、結果として貿易黒字は伸び悩んだ格好だ。米国主導での対中輸出規制がグローバルに進行する中、7 月には中国当局も対抗措置として先端半導体の輸出規制措置を公表するなどデカップリングの動きに歯止めがかかっていないのが現状だ。主要先進国の経済の本格的な回復が遠い中、こうした貿易紛争も早期解決が見込まれない中、特に輸出は軟調推移が続く公算が大きい。

内需の弱さの継続を示す物価動向

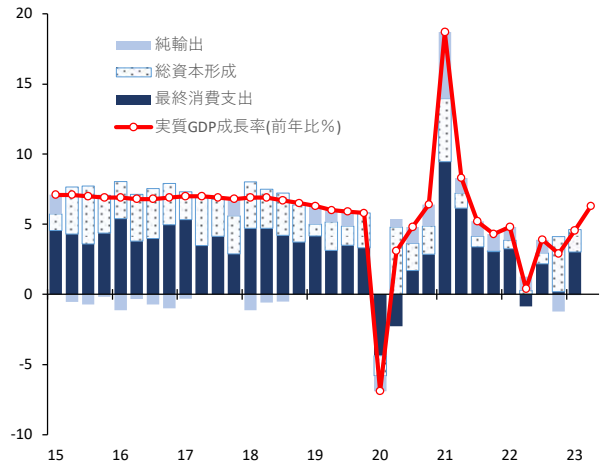
物価動向に関し、6 月消費者物価指数（CPI）は前年比+0.0%と 5 月および市場予想の同+0.2%を下回り、いよいよゼロ%に落ち込むとともに、21 年 2 月以来で最低水準を更新した（図表 7）。食品とエネルギー価格を除いたコア CPI も同+0.4%と 5 月の

同+0.6%から伸びが鈍化。食品価格は同+1.0%から同+2.3%へ上昇ペースを加速したが、サービス価格が同+0.9%から同+0.7%へ減少したことや、消費財価格が同▲0.3%から同▲0.5%へ下落幅を拡大させたことを受け、全体としては伸びが鈍化した。川上部門の 6 月生産者物価(PPI)は、同▲5.4%と 15 年 12 月以来の落ち込み幅を記録しており、内需の弱さが示唆される結果となっている。PPI の下落ペースは市場予想を上回るものであり、CPI の先行きにも弱気姿勢にならざるを得ず、ディスインフレからデフレに向かっている状況だ。かかる中、6 月には各種政策金利がそれぞれ▲10bp ずつ引き下げられたものの、7 月 17 日に 1 年物中期貸出ファシリティー(MLF)レートは 2.65%で現状維持となっており、金融緩和の一層の拡大には慎重な姿勢をとっている(図表 8)。

7 月の CNY 相場について

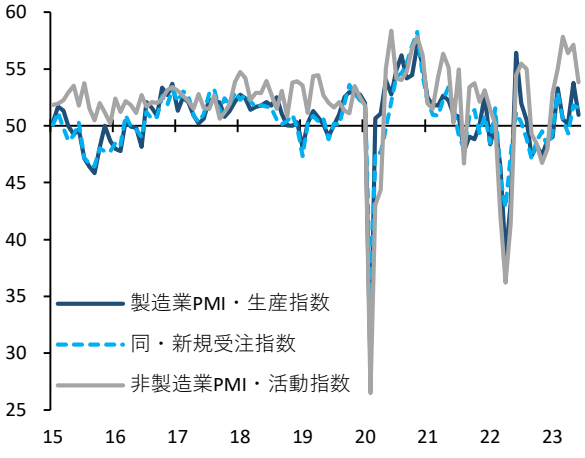
月初からの比較では対ドルで値を戻した格好となったが、その要因は米国での 6 月雇用統計、インフレ関連指標の結果を受けて、中旬以降に米金利低下が進み両国の金利差が縮小したことで USD/CNY の上値が徐々に切り下がった点が大きい(図表 9)。ただし、足許では上述の 4～6 月期 GDP、不動産関連指標の内容から再度上昇を伺う展開となっている。しかし、中国人民銀行(PBoC、中央銀行)は対ドル基準値を 7 月においても CNY 高方向に設定し、資本流入促進措置を実施するなど CNY 安の再発を警戒している印象が強い。本欄では年後半も引き続き成長率+5%の達成に向かえば、CNY 相場も大崩れせず推移すると想定している。もっとも、市場の反応を見ても中国の成長率予想を下方修正する動きが強まっている。雇用動向も若年層の失業率が高い水準で推移し、消費者心理の回復ペースも減速基調にある中で(図表 10)、7 月末の開催見込みの中央政治局会議にて更なる景気支援策決定が待たれる地合いにある。月後半以降は PBoC が主要金利の公表を控えるが、預金準備率の引き下げなども含めて金融緩和を維持・拡大していくことも考慮したい。対外要因としては、7 月 FOMC、8 月のジャクソンホール経済シンポジウムにおける FRB の情報発信はやはり無視できない。米国でのインフレ軟化を受けて、市場では 7 月での利上げ終了を予想する動きも出ているが、再度 FRB のタカ派な姿勢が確認されればドルが切り返す展開も考えられる。

図表 1:実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



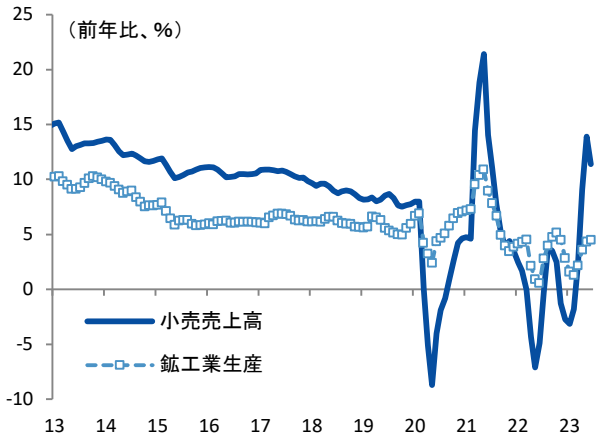
出所:Macrobond、みずほ銀行 注:23 年 4～6 月期は成長率のみ

図表 2:中国 PMI の動向



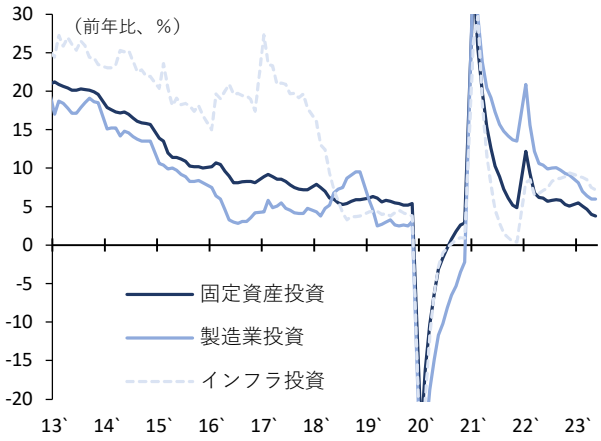
出所:S&P Global、みずほ銀行

図表 3:小売売上高と鉱工業生産の推移(前年比%)



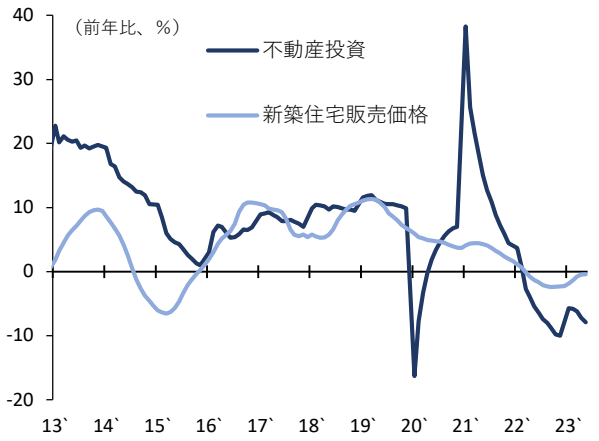
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行
注:前方 3 か月移動平均

図表 4:固定資産投資(前年比%)



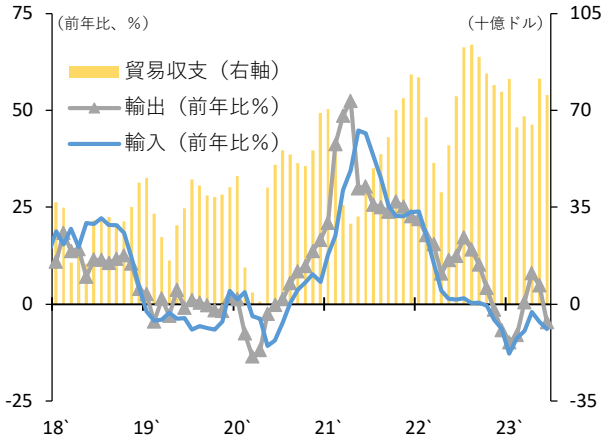
出所:Macrobond、みずほ銀行
注:図表作成上、上限・下限をカットしている

図表 5:不動産投資と新築住宅販売価格(前年比%)



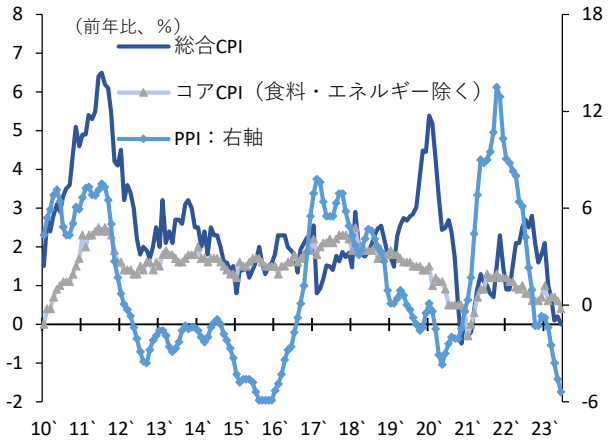
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6:貿易実績の推移



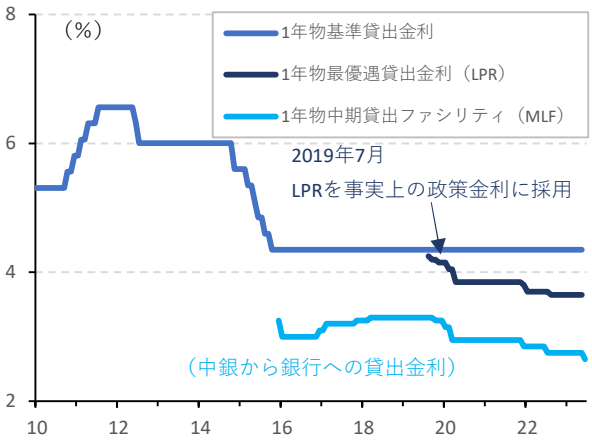
出所:Macrobond、みずほ銀行
注:前方 3 か月移動平均

図表 7: CPI と PPI(前年比%)



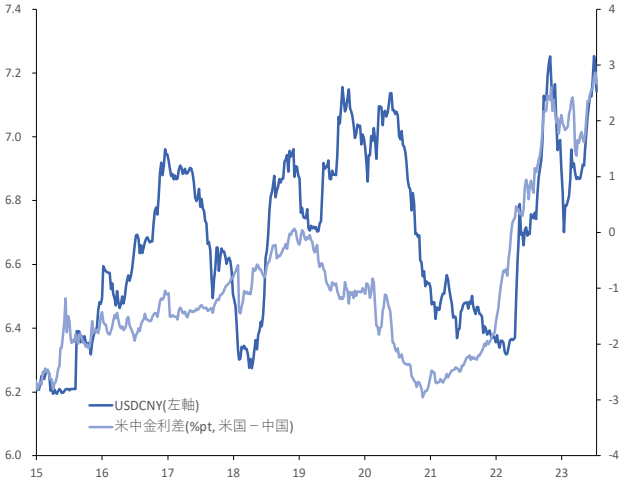
出所:Macrobond、みずほ銀行
注:図表作成上、下限をカットしている

図表 8:各種政策金利の推移



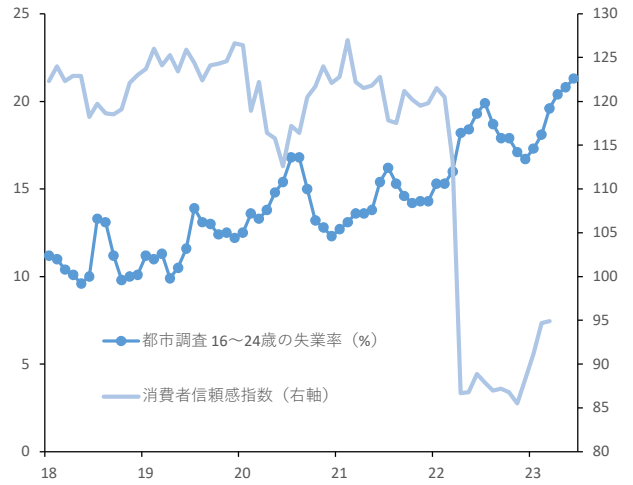
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 9:対米金利差と人民元相場



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

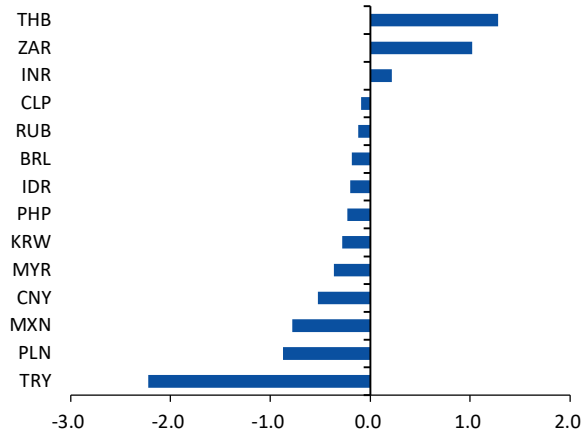
図表 10:若年層失業率と消費者信頼感指数



出所:Macrobond、みずほ銀行

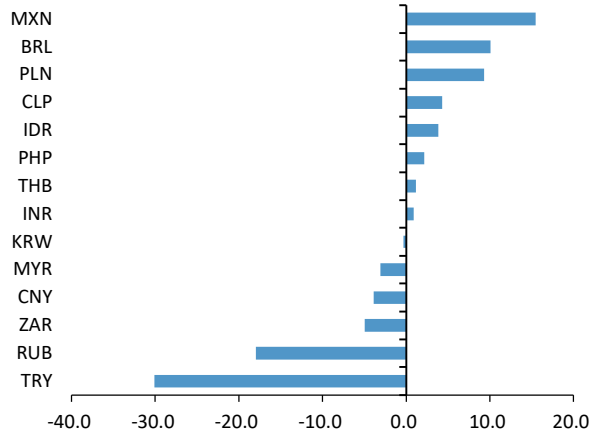
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



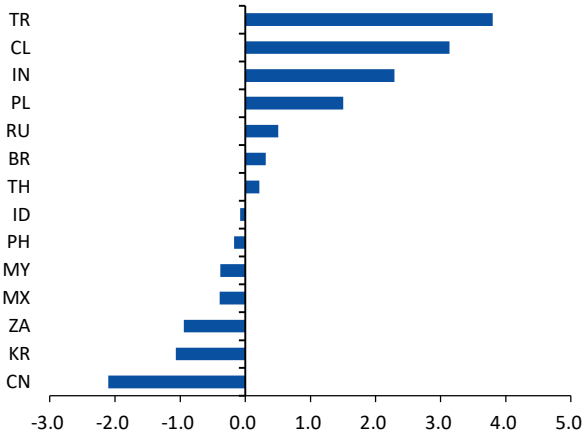
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



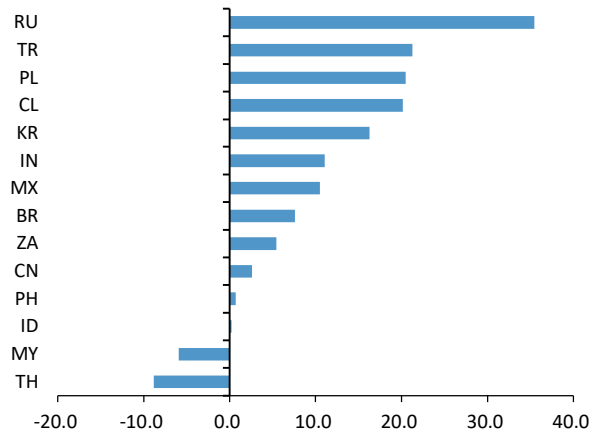
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



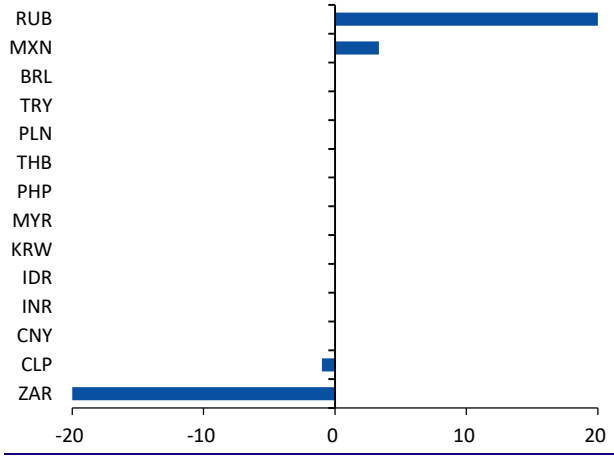
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率（%）



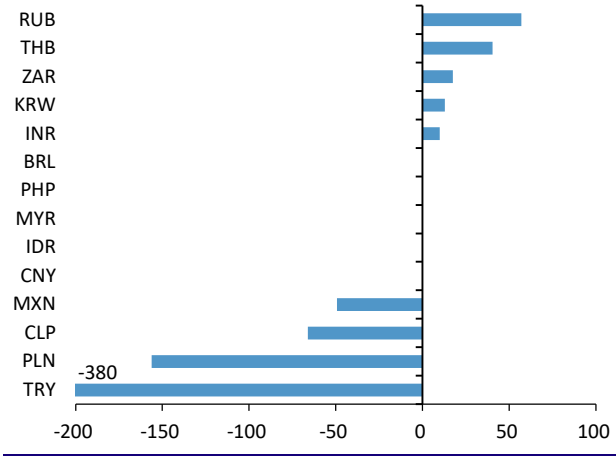
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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

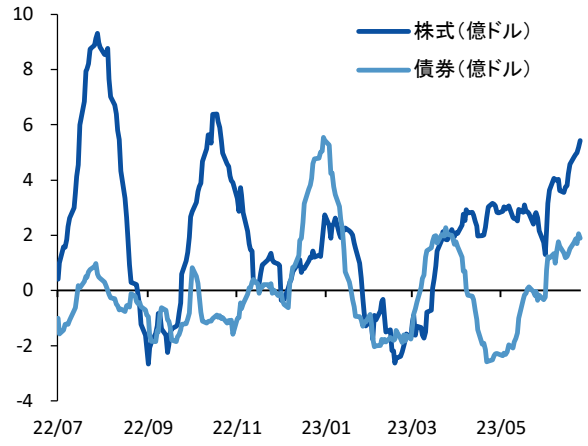
5 年物スワップレート年初来変化（bp）



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

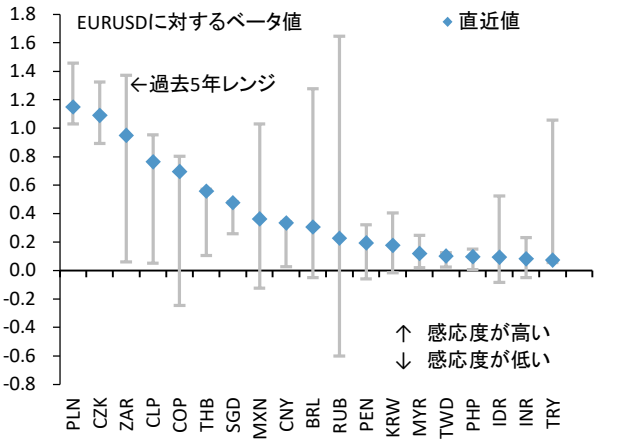
チャート集

主要新興国への証券投資（4 週間移動平均）



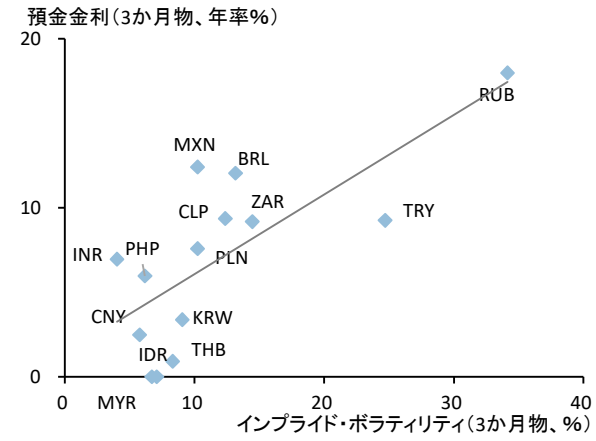
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



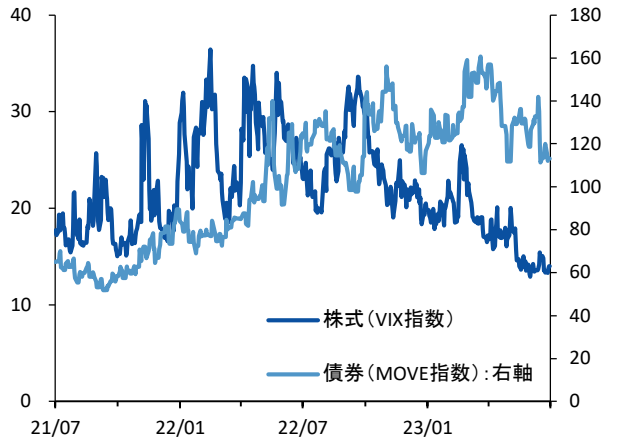
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



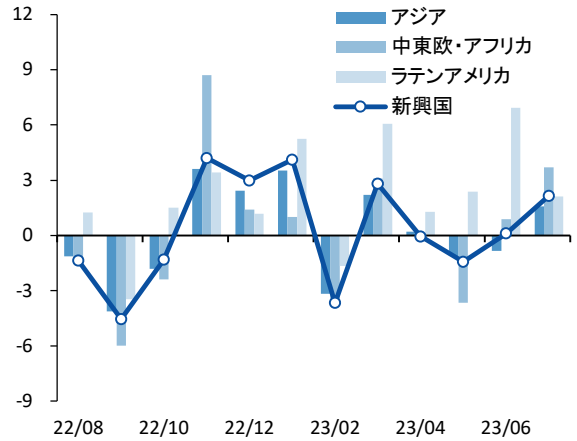
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



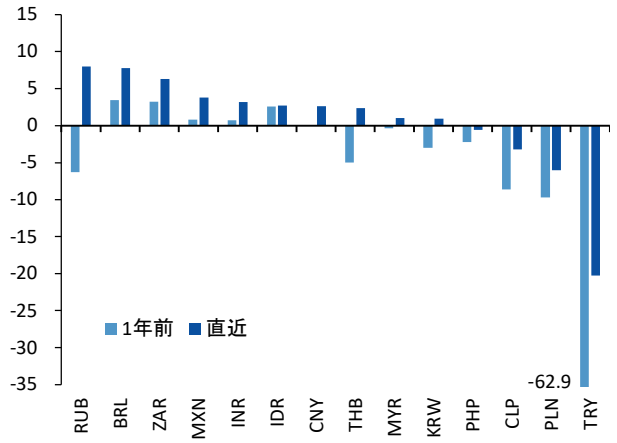
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス（%）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

実質金利（10 年物国債金利 – 消費者物価上昇率、%）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月17日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-15.6%	-15.5%	-14.7%	-14.8%
17日 (月)	中国	GDP(前年比)	7.1%	6.3%	4.5%	--
17日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	2.5%	4.4%	3.5%	--
17日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	3.3%	3.1%	12.7%	--
17日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.4%	3.8%	4.0%	--
17日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	4.5%	2.8%	3.7%	--
17日 (月)	インドネシア	貿易収支	$1162m	$3460m	$440m	$430m
19-22日	フィリピン	総合国際収支	--	$606m	-$439m	--
20日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	-14.0%	-14.1%	-0.7%	--
20日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	-20.3%	-24.9%	-17.6%	--
21日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	-0.2%	0.6%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	-$871m	--	-$1849m	--
24日 (月)	マレーシア	CPI(前年比)	2.5%	--	2.8%	--
24日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	5.1%	--
24日 (月)	台湾	失業率	--	--	3.5%	--
24日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-15.7%	--
25日 (火)	韓国	GDP(前年比)	--	--	0.9%	--
25日 (火)	インドネシア	ｲﾝﾄﾞﾈｼｱ銀行7日物ﾘﾊﾞｰｽﾚﾎﾟ	5.75%	--	5.75%	--
26日 (水)	韓国	消費者信頼感	--	--	10070.0%	--
26日 (水)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-10.8%	--
26日 (水)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	--	-122.2b	--
27日 (木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	72	--
27日 (木)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	-12.6%	--
28日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-7.3%	--
28日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	-2.9%	--
中東欧・アフリカ						
7月19日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.5%	5.4%	6.3%	--
19日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-1.1%	-1.4%	-1.6%	--
20日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	0.0%	-3.6%	--
20日 (木)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	18.50%	17.50%	15.00%	--
20日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	8.50%	8.25%	8.25%	--
21日 (金)	ロシア	主要金利	8.00%	--	7.50%	--
25日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.8%	--
25日 (火)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	108.2	--
27日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.1%	--
27日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	7.3%	--
28日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-12.53b	--
ラテンアメリカ						
7月17日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	4.0%	2.2%	3.3%	3.4%
20日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.5%	2.6%	3.8%	--
25日 (火)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前月比)	-0.1%	--	0.0%	--
25日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	2.5%	--
26日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	$649m	--
26日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	$5380m	--

注:2023 年 7 月 21 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 1～6月（実績）	SPOT	2023年 9月	12月	2024年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	6.6910 ～ 7.2688	7.1796	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	（HKD）	7.7920 ～ 7.8500	7.8134	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	（INR）	80.883 ～ 82.949	81.994	83.8	82.0	80.4	79.6	79.6
インドネシアルピア	（IDR）	14565 ～ 15643	14986	15600	15000	14900	14800	14600
韓国ウォン	（KRW）	1216.30 ～ 1343.02	1269.53	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリンギ	（MYR）	4.2250 ～ 4.6918	4.5433	4.68	4.43	4.36	4.28	4.19
フィリピンペソ	（PHP）	53.628 ～ 56.438	54.533	56.6	53.8	53.5	53.0	52.8
シンガポールドル	（SGD）	1.3032 ～ 1.3576	1.3267	1.37	1.33	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	（TWD）	29.608 ～ 31.170	31.100	31.5	30.8	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	（THB）	32.57 ～ 35.74	34.21	35.0	33.8	32.8	32.7	32.5
ベトナムドン	（VND）	23415 ～ 23858	23652	24500	23800	23700	23600	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	67.0415 ～ 89.5446	90.4404	89.0	90.0	91.0	92.0	93.0
南アフリカランド	（ZAR）	16.6950 ～ 19.9204	17.9274	19.0	20.0	19.0	19.0	20.0
トルコリラ	（TRY）	18.4339 ～ 26.1287	26.7871	24.0	22.0	20.0	22.0	24.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	4.7515 ～ 5.4798	4.7979	5.20	5.10	5.12	5.15	5.17
メキシコペソ	（MXN）	17.0249 ～ 19.5882	16.8815	18.5	19.0	19.1	19.2	19.4
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	18.793 ～ 20.038	19.527	20.43	20.43	20.29	20.15	20.15
香港ドル	（HKD）	16.295 ～ 18.508	17.924	18.24	18.11	17.90	17.69	17.65
インドルピー	（INR）	1.559 ～ 1.766	1.708	1.71	1.73	1.74	1.73	1.72
インドネシアルピア	（100IDR）	0.831 ～ 0.967	0.935	0.917	0.947	0.940	0.932	0.938
韓国ウォン	（100KRW）	9.915 ～ 11.151	11.031	10.75	10.84	10.85	10.87	10.96
マレーシアリンギ	（MYR）	29.106 ～ 31.133	30.713	30.56	32.05	32.11	32.24	32.70
フィリピンペソ	（PHP）	2.325 ～ 2.624	2.561	2.53	2.64	2.62	2.60	2.59
シンガポールドル	（SGD）	96.55 ～ 106.93	105.56	104.53	106.45	104.32	104.15	103.79
台湾ドル	（TWD）	4.205 ～ 4.663	4.502	4.54	4.61	4.59	4.60	4.64
タイバーツ	（THB）	3.770 ～ 4.096	4.094	4.09	4.20	4.27	4.22	4.22
ベトナムドン	（10000VND）	0.5430 ～ 0.6146	0.5921	0.58	0.60	0.59	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	1.593 ～ 1.948	1.549	1.61	1.58	1.54	1.50	1.47
南アフリカランド	（ZAR）	6.909 ～ 7.863	7.813	7.53	7.10	7.37	7.26	6.85
トルコリラ	（TRY）	5.490 ～ 7.482	5.219	5.96	6.45	7.00	6.27	5.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	23.723 ～ 30.209	29.188	27.50	27.84	27.34	26.80	26.50
メキシコペソ	（MXN）	6.651 ～ 8.513	8.297	7.73	7.47	7.33	7.19	7.06

注：1. 実績の欄は 2023 年 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 21 日の 7 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に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。