

2023年8月18日

## The Emerging Markets Weekly

### 年初来安値を断続的に更新する人民元

**新興国市場:**先週末 11 日の新興国通貨は総じて下落。アジア時間は前日の米 7 月消費者物価指数が市場予想を下回ったものの、FRB 高官のタカ派な発言などを受けて米金利が上昇。また、米中対立への警戒感も高まり新興国通貨は下押された。KRW や MYR が軟調。欧米時間、米 7 月 PPI が市場予想を上振れ、ドルは続伸、新興国通貨は続落した。RUB は前日比▲1.7%下落し、ZAR も値を下げた。週初 14 日、アジア時間は翌日に中国主要経済指標の発表を控え、警戒感が高まり下落。PHP や IDR が軟調。欧米時間、米 10 年債利回りが一時 4.21%まで上昇したことがドルの支えとなり、新興国通貨は続落。RUB はロシアの財政・経常収支の悪化が懸念され前日比▲1.8%値を下げた。BRL も冴えない経済指標の結果が嫌気され前日比▲1.1%下落。15 日の新興国通貨も売りが優勢となった。アジア時間、中国の主要経済指標は軟調に終わり、THB や VND、CNY が下落。RUB はロシア中央銀行 (CBR) による緊急会合で大幅利上げに踏み切ったことを受けて前日比+2.8%上昇。欧米時間もアジア時間の流れが継続し軟調。MXN や BRL が売られた。16 日のアジア時間の新興国通貨はまちまち。KRW と THB が軟調。THB はタイの政治的不透明感が嫌気された。欧米時間、FOMC 議事要旨の内容を受け、米金利は上昇。新興国通貨は小幅に値を下げた。17 日、アジア時間は中国経済への懸念が熾り、上値重く推移。MYR や PHP が値を下げた。CNY は一時 7.30 台を記録し、年初来安値を更新。欧米時間、中国当局による元安けん制への警戒感が強まり CNY は反発、その他通貨も買い優勢となった。RUB は前日比+1.4%上昇し、ZAR も堅調となった。

**アジア:**10 日発表のフィリピン 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.3%と市場予想を大幅に下回った。同日インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は政策金利を 6.50%に据え置くことを全会一致で決定した。中国人民銀行 (PBoC) は 15 日、1 年物の中期貸出制度 (MLF) 金利を市場予想に反し 15bp 引き下げ 2.50%にすることを決定。同日発表された中国 7 月鉱工業生産は前年比+3.7%、中国 7 月小売売上高は同+2.5%とそれぞれ市場予想を下回った。フィリピン中央銀行 (BSP) は 17 日政策金利を 6.25%に据え置くことを決定した。

**中東欧・アフリカ:**11 日発表のロシア 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.9%とプラス成長に転じ、市場予想を上振れた。ロシア中央銀行 (CBR) は 15 日、緊急会合を開催し、政策金利を 350bp引き上げ 12.00%にすることを決定。

**ラテンアメリカ:**9 日メキシコ中央銀行 (Banxico) は 11 日政策金利を 11.25%に据え置いた。11 日発表のブラジル 7 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比+3.99%と市場予想を上回った。13 日、アルゼンチン大統領選挙の予備選挙において予想外に独立系極右のリバタリアン (自由至上主義) であるハビエル・ミレイ氏が首位となったことを受けて、アルゼンチン中央銀行は 14 日アルゼンチンペソを 18%切り下げた。また、政策金利も 97%から 118%に引き上げた。

金融市場部  
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

欧州資金部  
シニア為替ストラテジスト  
中島 将行  
masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

## 市場概観(インド)

### 8月金融政策会合～目先のインフレ予測を大幅に上方修正～

金融市場部  
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8～10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。4月会合で約1年ぶりに利上げ実施を見送ったのち、3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。2023-2024年度(2023年4月～2024年3月)の実質GDP成長率見通しに関し、+6.5%(前年比、以下同様)としており、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に加え、金融市場の不安定化を指摘した。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、良好な消費者マインド等をGDP押し上げ要因として指摘した。RBIが指摘するように、特に年後半にかけては内需よりも外需に対する下押し圧力が懸念される状況にある。貿易統計に目をやれば、輸出実績が非常に軟調な結果だ(図表2)。国・地域別では米国向け(6月:前年比▲13.5%)やASEAN向け(同▲34.1%)を中心に弱く、先行きにも不安がある。

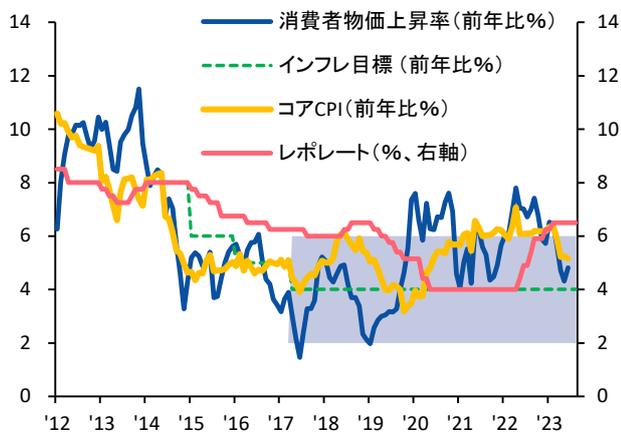
域内の物価動向に関し、直近の6月消費者物価指数(CPI)は+4.81%(前年比、以下同様)と、市場予想の同+4.60%を上回り、6か月ぶりに加速に転じた(図表3)。ただ、4か月連続でRBIの目標レンジ(同+2.0～+6.0%)には収まった。内訳を確認すると、食料品が5月の同+3.0%から同+4.5%へ大きく加速したのが目を引く。6月初旬は例年よりも降雨量が非常に少なかったこともあり、収穫量減少を受け野菜・豆類を中心に価格が高騰したようだ。ただ、食料品と燃料を除いたコアCPIは同+5.2%と5月から小幅に鈍化しており、物価の基調が上向いたというわけではない。とはいえ、足許の物価情勢を踏まえ、2023-2024年度のインフレ率見通しについて同+5.4%と前回会合時点の同+5.1%から上方修正した。特に、目先の7～9月期の見通しを同+5.2%から同+6.2%へ大幅に上方修正しており、「悪天候による供給の混乱を理由に、インフレは今後数か月以内に急上昇する可能性が高い」と説明を加えた。他方で、2024年の1～3月期は同+5.2%で不変であり、中期的なインフレ見通しは変えていないようだ。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の文言を削除、上振れリスクへの警戒感を高めている。具体的には、天候不順や、減産による原油価格上昇に加え、企業による物価見通しの高まりを指摘した。

かかる中、今後の金融政策運営に関しては、「状況に応じて対応を行う用意がある」「インフレ期待を固定させるために毅然とした態度で臨む」などと、利上げ含みの姿勢を維持するなど依然タカ派な内容が目立った。ただし、「必要に応じて迅速かつ適切に追加の金融措置を講じる」としていた前回会合時点からはややタカ派姿勢は後退した印象だ。インフレ予測の上方修正を行いながら、タカ派スタンスを若干後退させた意義は大きいと考えたい。本欄では、6月会合の段階で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の判断を示したが、今回会合はその判断を補強する会合となったと総括できる。他方で、インフレ見通しの上方修正も相まって、利下げに関しては2024年に入ってから開始

が基本線と考えたい。

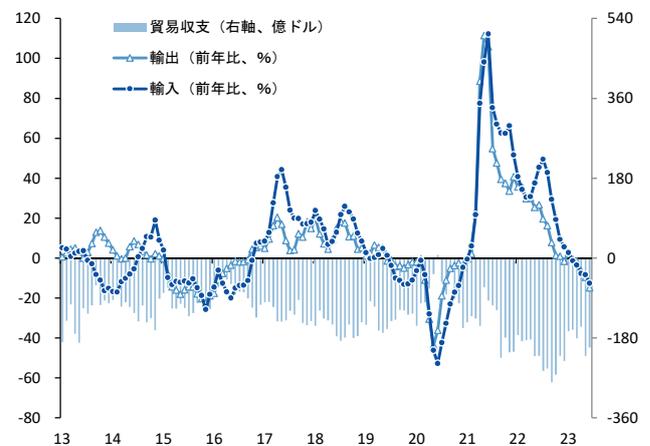
INRは、2022年10月以降一進一退の推移を継続している(図表4)。当該期間、米長期金利はFRBの金融政策動向に合わせて上下も、おおむね3.4%~4.2%でのレンジ推移だった。INR相場は米金利動向に加え、インド域内の物価動向、RBIの利上げ判断につれ若干上下を繰り返したが、RBIによる機動的な為替介入の効果もあり、安定した推移を継続してきた経緯がある。なお、RBIによる為替介入は決して一方的なものではなく、市況に応じてINR売り・買い介入を使い分けているようだ。今後に関しても、RBIによる為替介入がINRの上値・下値いずれも押さえる展開が続くようだ。ただし、6月以降で見るとINR売りの介入が目立っていることに加え、RBIの利上げサイクル終了を見込んだ域内金利の低下圧力を見込み、今後数か月のINR相場は弱含みと考えたい。

図表 1:レポレートと物価水準の推移



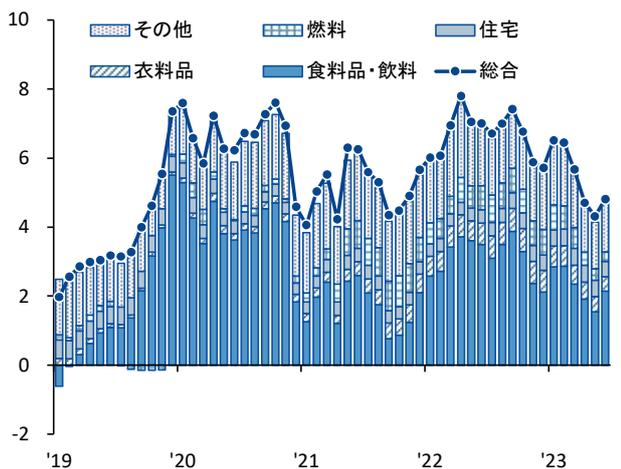
出所:インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注:青枠は目標レンジ

図表 2:貿易統計



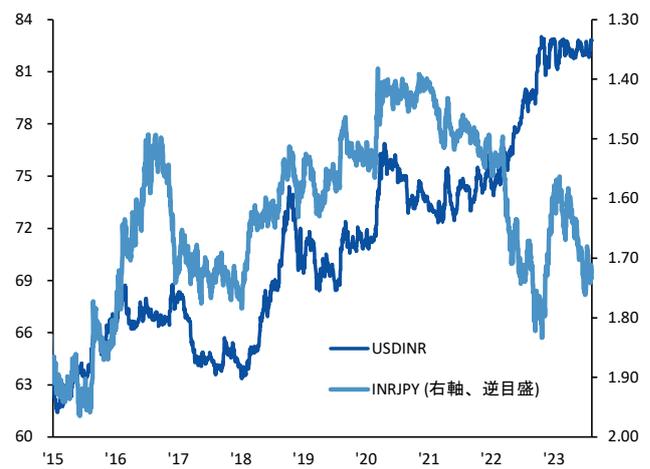
出所:CEIC、みずほ銀行 ※輸出入は3か月移動平均

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

## 市場概観(中国)

# 米国の対中投資規制強化により高まるデカップリング懸念

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

### 対中規制の範囲は輸出から投資にまで及ぶ

バイデン米大統領は9日、「懸念国での特定の国家安全保障技術・製品に対する米国投資」の大統領令を発布した。大まかに言えば、懸念国に対して米国の企業・個人による投資を規制する内容だ。今回、「懸念国」を中国・香港・マカオと指定しているが、明確に中国を意識した内容であることが見て取れる。また、冒頭の「特定の国家安全保障技術・製品」の具体例として、半導体及び微細電子工学、量子情報技術、人工知能機能(AI)の3分野に言及している。昨年10月に、スーパー・コンピュータやAIに使う先端半導体やその製造に必要な装置、技術について、中国への輸出を事実上禁じた経緯があるが、今回は投資に関しても、政府への届出を義務付け、条件によっては禁止する決定に至った。各種報道によればM&Aやプライベートエクイティなどによる中国への新規投資を対象としており、ETFや公募証券、親子会社間での資金移動などは除外する方向で検討されている。

### 中国に対して軍事面だけでなく経済面でもけん制

今回の決定は軍事転用可能な先端技術の中国への流出を意図したものと整理されている。中国では先進国の輸出規制によって半導体の確保が困難になっていることや国内では半導体を用いたデジタル製品需要の増加と相まって、国内生産能力の底上げが喫緊の課題となっている。しかし、22年時点で世界の半導体企業の売上高でトップ10に入る企業はなく、売上高に占める中国の割合は10%満たないと言われている状況だ(図表1)。加えて、米企業が手掛けるような先端半導体に関する生産能力は劣後しており、従前から中国へ進出してきた企業の技術を吸い上げ、産業を高度化する構図となっていたが、このルートでの技術革新が今後断たれることが予想される。米国側は今回の決定について国家安全保障を損なうことを防ぐための狭い範囲に的を絞った措置という姿勢を一貫したが、かかる背景を踏まえれば中国の半導体産業を意識した措置であるとも解釈できる。

### 既に両国間のデカップリングの兆候は見られる

図表2では、両国間で相互の貿易依存度が低下していることが確認できる。特に米国の視点からは19年のトランプ前政権下における関税付与強化による貿易摩擦の深刻化やコロナ禍でのベトナムをはじめとする中国以外の国との貿易取引の活性化がこうした動きに拍車をかけたものと推測する。もっとも、中国の視点で見ても図表3に示される通り、対米貿易黒字は縮小傾向であるのに対し、直近3年間において着実に貿易黒字を伸ばしている。直近については内需の減速に伴う輸入の減少など特殊な事情はあるものの、中国側も米国依存の貿易政策からの脱却を推し進めている印象で、コロナ前後では異なった様相を呈している。かかる状況下、今回の米国の決定を契機に経済面での両国の距離が更に広がることも大いに考えられる。

### 懸念されていた地経学(geoeconomic)リスクの顕在化

IMFは4月の世界経済見通し(WEO)や7月の改訂版にて、国際情勢の悪化を踏まえ、世界経済の一体化の意味合いを持つグローバルイゼーションに対して、地政学・

地経学の観点を踏まえた新たな国際経済の枠組みを「スローバリゼーション (slowbalization)」と形容した。この枠組みの下では経済合理性重視の国際連携は薄れ、国家間の政治的な親密度を重視した連携が強まる可能性を示唆してきた。経済合理性の優先度が下がる以上、かかる動きはここまで議論してきた貿易取引の他にも世界の投資活動にも波及することで、世界経済の成長を下押しさせることにも繋がる。今回報道の前の公表ながら、中国4～6月期の対内・対外直接投資の実績(ネット)は▲341億ドルの流出超、特に対内直接投資が49億ドルと、統計開始以来最低水準を更新したことも話題となった。近年の米中間の緊張の高まりを受けて、世界各国の対中投資に関する姿勢が変わっていることが見て取れる(図表4)。

もともと、米国の動きに追随する国が出てくるかは今のところ不透明だ。EUは7月開催の首脳会議で、中国と貿易や経済面での関係を維持しつつ、中国依存のリスクを減らす方針で一致したが、域内最大の経済大国であるドイツでは貿易取引における中国の存在感が高まっている事情もある。ドイツに限らず、今後中国の経済回復が見込まれる状況において、経済的な連携機会を逃したくない思惑が働くはずであり、現段階で先進国の指針が一致するとも考えにくい。しかし、米中間のデカップリングというリスクの芽が明るみとなれば、世界経済及び金融市場におけるリスク心理の悪化を招くことは想像に難くない。

図表 1: 2022 年半導体企業の売上シェア

	企業名	国	シェア (%)
1	Samsung Electronics	韓国	10.9
2	Intel	米国	9.7
3	SK Hynix	韓国	6
4	Qualcomm	米国	5.8
5	Micron Technologies	米国	4.6
6	Broadcom	米国	4
7	AMD	米国	3.9
8	Texas Instruments	米国	3.1
9	MediaTek	台湾	3
10	Apple	米国	2.9
	その他		46.1
	合計		100

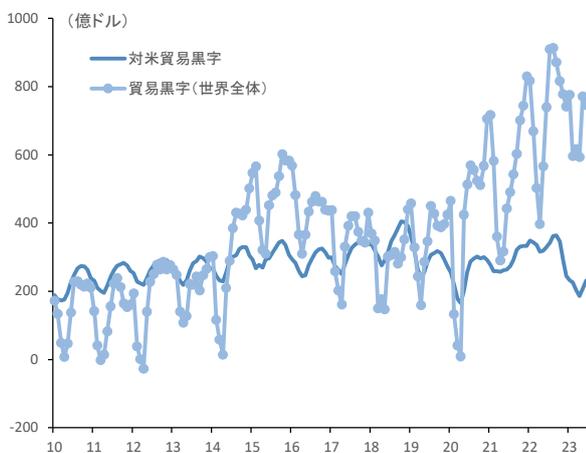
出所: 米 Gartner 社より抜粋

図表 2: 米中間の貿易シェアの推移 (%)



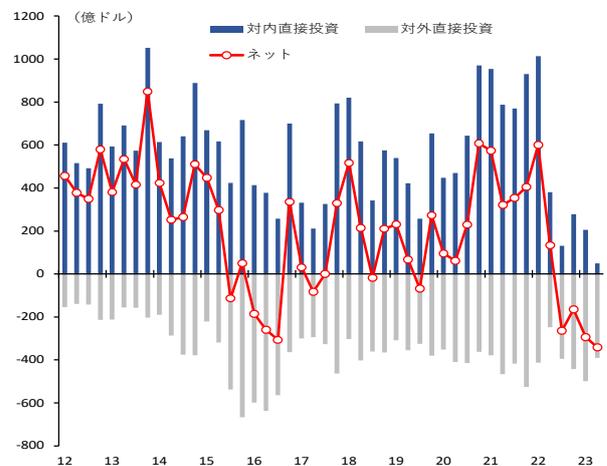
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 中国の貿易黒字の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 注: 3か月移動平均

図表 4: 中国の対内・対外直接投資の推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 市場概観(中国)

# 7月分主要経済指標を受けて～人民元相場は対ドルで年初来安値を更新

金融市場部  
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

### 景況感以上に実体経済の減速が進む

S&P グローバル PMI の7月の結果は、製造業は6月から上昇したものの、非製造業は低下した(図表1)。製造業 PMI は、49.2と6月の50.5から低下し、3か月ぶりに中立水準(=50)を割り込んだ。先行きを示す新規受注指数も48.4と3か月ぶりの水準に戻っており、製造業の景況感は依然として軟調だ。加えて、新規輸出受注指数は14か月ぶりの低水準に沈んでおり、外需下押しの警戒感は根強い。他方で、非製造業 PMI は54.1と7か月連続で中立水準超えの推移となっている。その他の経済指標を確認すると、15日公表の7月鉱工業生産は前年比+3.7%と市場予想(同+4.3%)とから下振れ、6月の同+4.4%からも鈍化した。加えて、7月小売売上高は前年比+2.5%と市場予想の同+4.0%および6月の同+3.1%を下回った(図表2)。不動産市況に関しても、7月の固定資産投資や不動産投資は年初来ベースで市場予想を下回った(図表3、4)。特に、不動産投資は前年比▲8.5%となっており、5か月連続でマイナス幅を拡大させている。総じて PMI で示唆される以上に実体経済の停滞が見受けられる中、中国統計局関係者は経済回復の基礎、特に内需や消費者心理の押し上げの必要性を述べている。

### 輸出・輸入とも減少が続く、急減した対内直接投資にも注目

7月貿易収支の結果は、輸出が前年同月比▲14.5%、輸入が同▲12.4%となった(図表5)。また、貿易黒字は+806億ドルを記録した。黒字額は前年同月比で▲19%減少したものの、市場予想である+700億ドルを上回る結果となった。輸出は市場予想の前年同月比▲13.2%を下回ったものの、輸入が市場予想の同▲5.6%を大きく下振れたこともあり、結果として貿易黒字は予想を上振れた。域内の弱い内需に加え、対中貿易規制の影響で輸入動向が軟調になっている可能性が高まる内容だ。かかる中、4～6月期の国際収支統計においては、対内直接投資が49億ドルと、統計開始以来最低水準を更新したことも注目に値する(図表6)。主要先進国経済の本格的な回復が遠い中で、デカップリングの動きに歯止めがかかっていない状況も加味すると、輸出・輸入ともに軟調推移が続く公算が大きいものと考えられる。

### 約2年半ぶりにデフレ圏に突入

物価動向に関し、7月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と市場予想の同▲0.4%を上回ったものの、21年2月以来となるマイナス圏に沈んだ(図表7)。食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.8%と6月の同+0.4%から伸びが回復。ゼロコロナ政策解除後の非製造業の回復に合わせ、サービス価格は同+0.7%から同+1.2%に加速も、消費財価格(同▲0.5%→同▲1.3%)、食品価格(同+2.3%→▲1.7%)などで下落が目立った。川上部門の7月生産者物価(PPI)は、同▲4.4%と市場予想の同▲4.1%を下回っており、内需の弱さが示唆される結果となっている。CPIは約2年半ぶりにマイナスを記録し、遂に数字上ではディスインフレからデフレに突入した格好となった。かかる中、15日、中国人民銀行(PBoC、中央銀行)は中期貸出制度(MLF)の1年物金利を▲15bp引き下げることと決定、翌週には1年物、5年物のローンプライムレート(LPR)が見直し予定となっているが、政府は7月末に開催

した政治局会議において不動産セクターへの景気支援を実施する指針を示しており、特に住宅ローン金利の基準となる5年物については利下げを決定する可能性も残る。

### 8月のCNY相場について

ここまで列挙してきた経済指標の結果は月初以降、順次公表されてきた内容であるが、市場では逐一その結果にCNY安で反応した。先述の予想外のMLF金利の引き下げも相まって、本稿作成時点では対ドルでの年初来安値を7.30台まで更新した(図表8)。本欄で繰り返し指摘している点でもあるが、足許のCNY相場と対米金利差は概ね整合的な動きを見せていることもあり、景気支援色が強まるであろう中国とインフレ抑制を第一とする米国の金融政策の現状を踏まえれば、金利面でCNYは引き続き売られやすい地合いが続くだろう。その他、8月上旬での米国による半導体産業における対中投資規制強化の決定(\*)も影響したものと見受けられる。通貨安と景気減速への警戒感が強まる中で、PBoCは日々の対ドル基準値設定をCNY高方向に調整しており、政府も企業や金融機関による外貨調達の上限引き上げや税制面での対内投資優遇措置を施す方針など、当局の動きも徐々に目立っている印象だ。もっとも、こうした対応を踏まえてもCNY安に傾いているのが足許の相場であり、市場はより具体的かつ実効性のある景気支援策の打ち出しをCNY売りというかたちで中国政府に催促しているものと推測される。

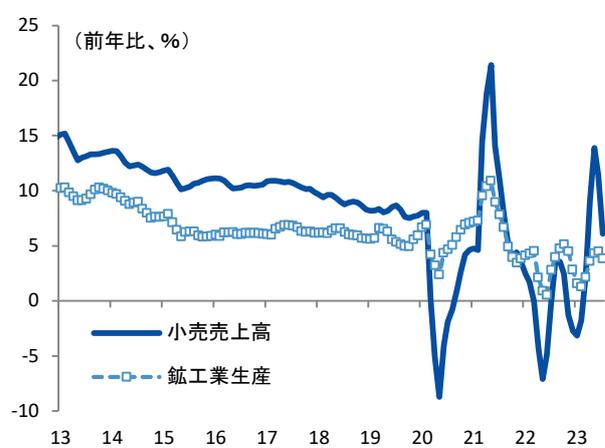
(\*) 詳細は P4 「米国の対中投資規制強化により高まるデカップリング懸念」をご覧ください。

図表 1: 中国 PMI の動向



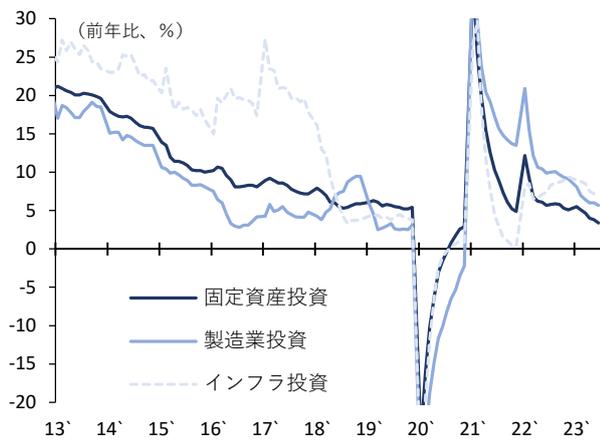
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 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 3: 固定資産投資(前年比%)



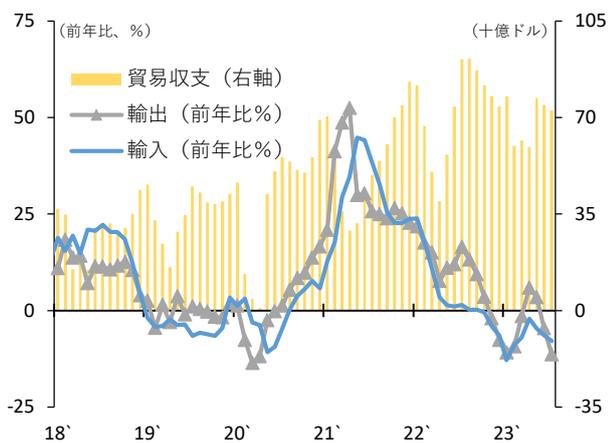
出所: Macrobond、みずほ銀行  
注: 図表作成上、上限・下限をカットしている

図表 4: 不動産投資と新築住宅販売価格(前年比%)



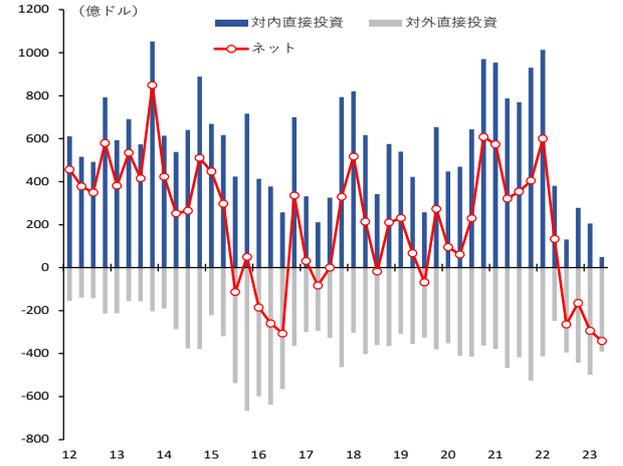
出所: Macrobond、みずほ銀行  
注: 図表作成上、上限・下限をカットしている

図表 5: 貿易実績の推移



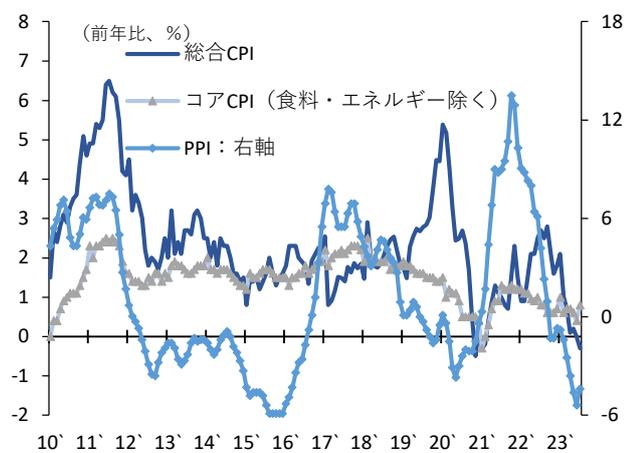
出所: Macrobond、みずほ銀行  
注: 前方3か月移動平均

図表 6: 対外対内直接投資の推移(億ドル)



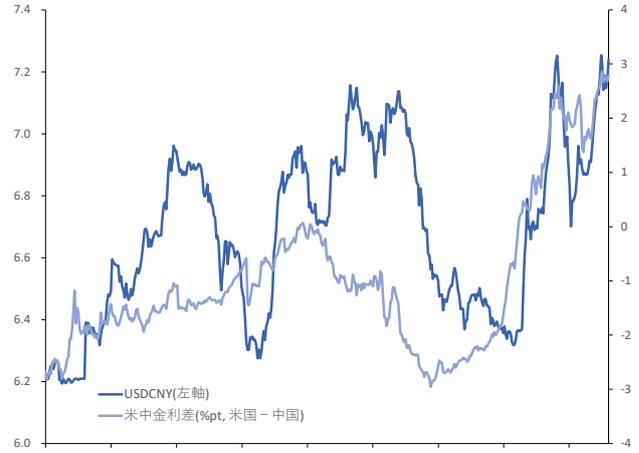
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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: 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

## 市場概観(メキシコ)

### 「タカ派な現状維持」の継続

金融市場部  
長谷川 久悟  
03-3242-7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

メキシコ中央銀行(Banxico)は10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、本欄及び市場予想通りの結果だ。なお、据え置きは3会合連続だ。6月会合の議事要旨において、全員の理事が早期の金融緩和を否定する姿勢を示したことが判明しており、今回会合の注目点も政策決定というより、声明文の内容といった中身であった。かかる中、声明文でも、「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踏襲されており、「より長く」のステージで順調な前進をしていることがわかる。

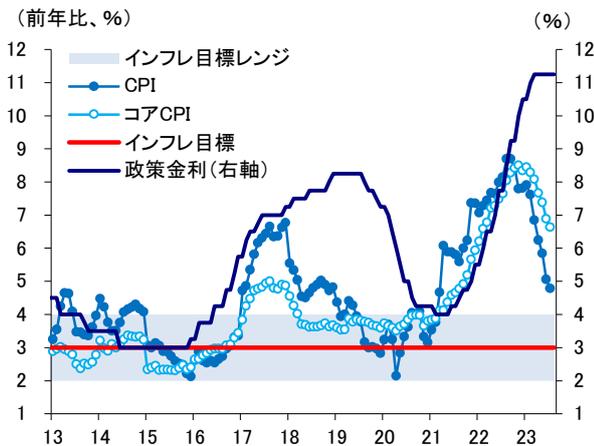
懸案のインフレ動向について Banxico は、デイスインフレ進行を好感し、中長期的には目標(前年比+3%)に収斂していくという見通しを変えてはいない。物価動向に関し、消費者物価指数(CPI)は総合ベース、コアベースともに2022年後半にピークアウト、足許では総合ベースを中心に急速に伸びが減速している(図表2)。直近7月のCPIは、+4.79%(前年比、以下同様)と前月(+5.06%)から減速した。内訳を確認すると、コア財(+8.26%→+7.82%)やエネルギー・関税(▲3.08%→▲3.90%)等がインフレ鈍化に寄与した格好だ。コアベースの鈍化は総合のそれよりも緩やかであることは否めないが、鈍化は6か月連続であり、堅実な低下基調にある。声明文においても、「デイスインフレのプロセスが進行している」との説明に変化はなく、インフレ抑制に対する自信は深まっている。同行のCPI見通しにおいても、2023年の7~9月期の数字が+5.0%から+4.7%へ下方修正された(図表3)。2024年の10~12月期に Banxico の目標近傍に収束するとの予測にも変わりはなく、今までの利上げによる累積的な引き締め効果で十分対応可能との判断なのだろう。

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維持した。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、更なるデイス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。特に、上記では Banxico の総合CPIの見通しが下方修正されたことに言及したが、コアCPIを確認すると、2023年10~12月期から2024年4~6月期にかけての数字がそれぞれ+0.1%ポイント上方修正された。声明文でもこれを指摘しており、インフレ見通しに関しても「非常に複雑かつ不確実」と評価している。Banxico が利下げに動くには、さらなるデイスインフレ進行を支持するより多くの証拠が必要となるのだろう。

以上、Banxico は現行の政策金利を「より長く」維持するステージで前進している。市場が次に期待するのは利下げ転換ではあるが、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が、インフレ目標には遠く、更なるデイス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。6月会合の議事要旨でも、複数の理事が年内利下げ開始観測に対しけん制する発言を残しており、例えば次回9月会合における利下げ開始などは現時点では到底見込めない。国際金融市場の不安定化や予想以上の世界経済の減速に加え、FRBのハト派急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年に入ってからの利下げ開始をメインシナリオとしたい。

かかる状況下、7月に入って以降のMXN相場は、本欄や『エマージングマーケットマンスリー』の予測に反して、底堅い推移を継続している(図表4)。良好な市場心理から米株・メキシコ株も強い動きとなる中、高金利通貨としてMXNが選好されてきたと考えられる。ただし、主要先進國中銀が歴史的な利上げを行ってきた中、良好な市場心理も長く続くとは限らないだろう。また、Banxicoのタカ派姿勢は今後軟化が見込まれ、本欄では年末年始付近での利下げ開始を想定している。金利面のMXNの優位性は剥落に向かおう。さらに、米労働市場も一定の悪化が見込まれ、海外労働送金も勢いを失う公算が大きい。投機筋によるネットのMXN買いポジションも相当に積みあがっており、巻き戻しの動きに注意する必要がある。かかる中、本年末にかけ、MXNは18.0付近に向け弱含むと考えている。

図表1:政策金利とインフレ率



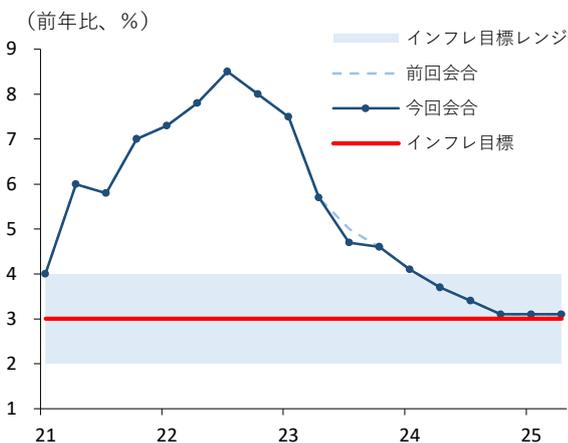
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表2:CPIの推移



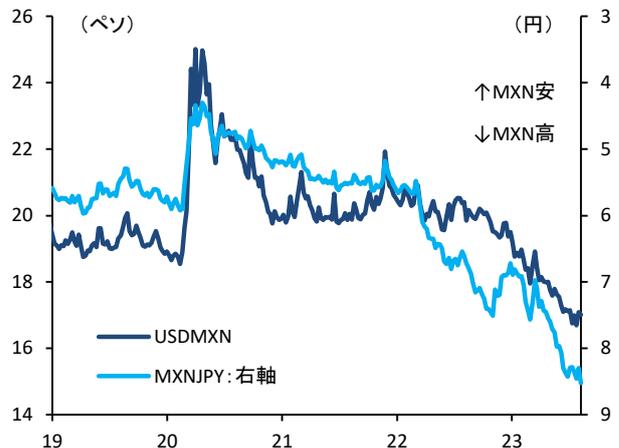
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表3:BanxicoのCPI見通し(総合ベース)



出所: Macrobond、みずほ銀行

図表4:MXN相場



出所: Bloomberg、みずほ銀行

## 市場概観(ロシア)

### 臨時会合で3.5%ポイントの利上げを実施

欧州資金部  
シニア為替ストラテジスト  
中島 将行  
masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

S&P ロシア中央銀行(CBR)は8月15日、臨時会合において政策金利を3.5%ポイント引き上げ12.00%にすると発表した。CBRは先月7月21日の会合でインフレ抑制のために1年5か月ぶりの利上げに踏み切り政策金利を7.50%から8.50%に引き上げていたが、9月15日に予定されていた定例の会合を待たずに大幅利上げに踏み切った格好だ。7月下旬からルーブル安が再加速するなか、CBRは先週時点で8月10日から今年末までの間、財政規則に基づく外貨購入を停止すると発表していた。しかし、ルーブル安は収まらず、8月14日には一時、昨年3月以来となる1ドル100ルーブル台を超えて減価しており、CBRは臨時会合の開催を発表していた。CBRは臨時会合の声明文の中で、今回の決定は物価安定リスクを抑えることが目的とし、インフレリスクが強まれば、追加利上げの可能性があると説明している。

#### 「貿易収支の悪化」、「キャピタル・フライト」がルーブル安の要因か

大幅利上げのルーブルへの影響を論じるうえでは、なぜ足元でここまでルーブル安が加速しているのかの要因を分析する必要があるが、データから合理的な説明を行うことは難しい。市場では「貿易収支の悪化」と「ロシアからのキャピタル・フライト(資本逃避)」が有力視されており、CBRのナビウリナ総裁も7月31日のインフレーションレポート公表時にこの2つの観点から6月から7月にかけてのルーブル安を説明している。

「貿易収支の悪化」について、G7などが経済制裁としてロシア産原油の輸入価格に1バレルあたり60ドルの上限設定措置を科していることもありロシアの輸出は抑えられている一方、ロシアの内需の回復に伴い輸入は力強く持ち直しており、貿易収支は確かに悪化している。しかし、貿易赤字に陥っているわけではなく、サービス収支や所得収支などを含めた経常収支も2023年1-3月期時点で黒字を維持しており、それだけでルーブル安を説明できるものではないように感じられる。なお、戦争が長期化する中、「ロシアの内需の回復」という説明に違和感を覚える向きもあるだろうが、ロシアの2023年4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.9%と堅調であり、労働市場の統計を見ても雇用者数は右肩上がり増加し、6月分の失業率は3.1%と記録的な低水準となっている。およそ公式統計からは、戦争継続によってロシア経済が疲弊している様子は見られず、消費を中心とする内需の回復が経済成長とインフレを押し上げる構図となっている。

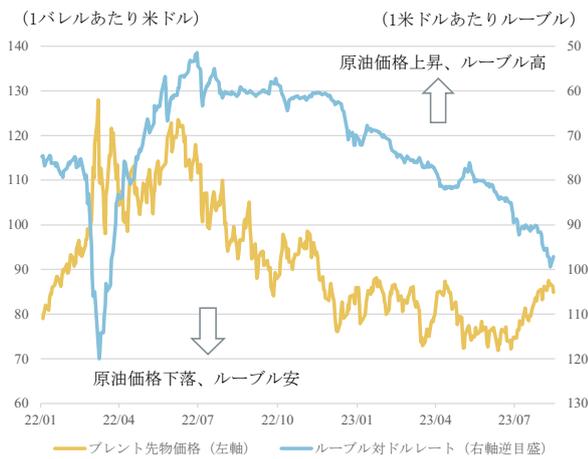
一方の「ロシアからのキャピタル・フライト(資本逃避)」の可能性について、ロシアは1998年の通貨危機や2014年から15年にかけての原油価格の急落時に、国内の個人・企業が資産を海外に移そうとする動きが強まった経緯があることから、ルーブル安の要因として有力である。もっとも、ウクライナ侵攻後はCBRが民間部門の資本フローのデータ公表を停止してしまったため、ほとんど手がかりが得られない状況である。ナビウリナ総裁は7月31日に公表したインフレーションレポートの中で、2022年には特に家計部門から海外口座への送金が急増したことを指摘しているが、2023年にはこうした動きは大幅に減少したと述べている。同総裁は2022年にはウクライナ侵攻直後の一時期を除いてルーブルは底堅く推移していたことから、民間部門の資金フローとルーブルの動きの相関は認められず、従って、貿易収支がルーブルの動

向の決定要因としてより重要である、と結論づけている。

**輸出企業に対し稼いだ外貨をルーブルに転換することを義務付ける規制などの復活が検討課題に上る可能性**

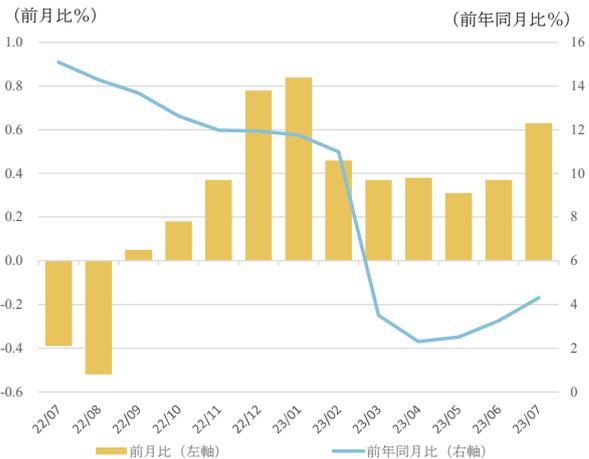
これまで見てきたように、ルーブル安が何に起因するものなのかはデータからははっきりとせず、従って、利上げによってルーブル安を抑制できるかは不透明である。おそらく、金利収入を目的とする海外からの資金流入が見込めない以上、ルーブル安圧力を食い止めるには力不足であろう。実際に、8月14日に緊急会合の実施がアナウンスされたことを受けてルーブルはいったん反発したが、8月15日の利上げ実施後にはルーブルは下落した。昨年2月のウクライナへの本格侵攻と、その後の欧米を中心とする金融制裁の発動後に実際に行われたように、輸出企業に対し稼いだ外貨をルーブルに転換することを義務づける規制などの復活が検討課題に上っているとブルームバーグが関係者による発言として報じている。

**図表 1: RUB 相場と原油価格**



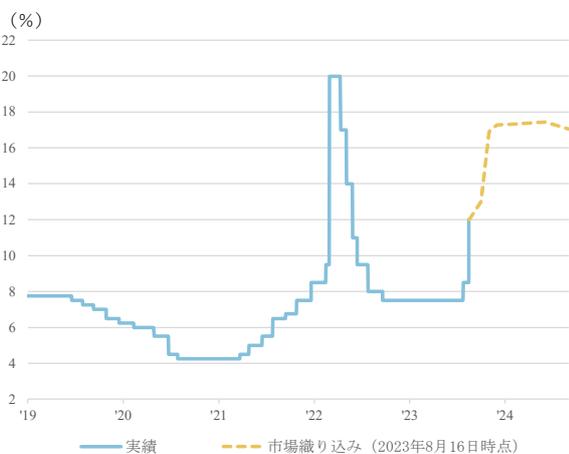
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

**図表 2: 消費者物価指数(CPI)**



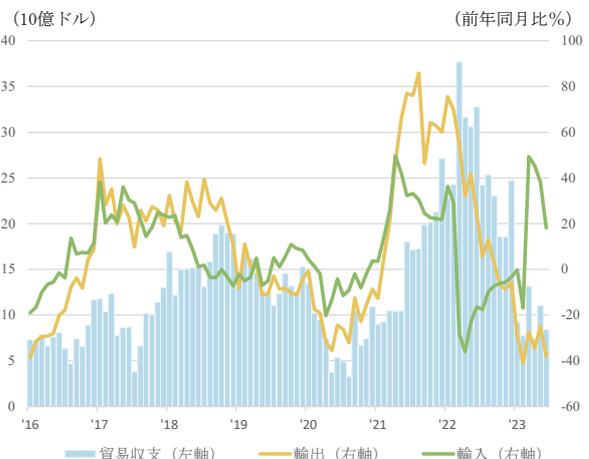
出所:ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

**図表 3: 政策金利 実績と市場の織り込み**



出所:ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

**図表 4: 輸出入と貿易収支**



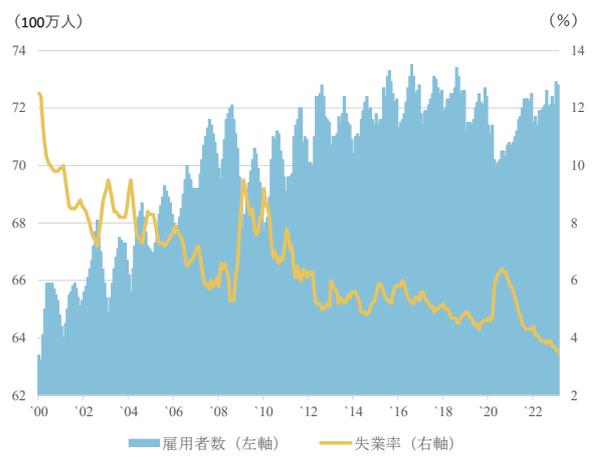
出所:ロシア中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 実質 GDP 成長率と小売売上高



出所: ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

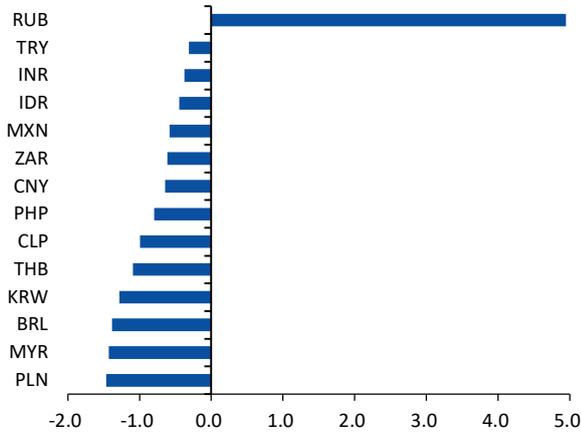
図表 6: 雇用者数と失業率



出所: ロシア統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

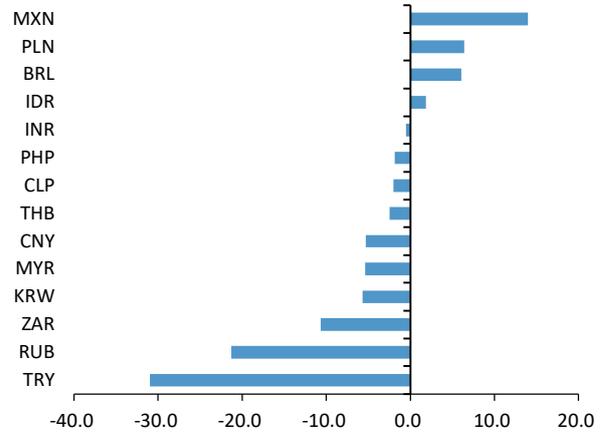
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



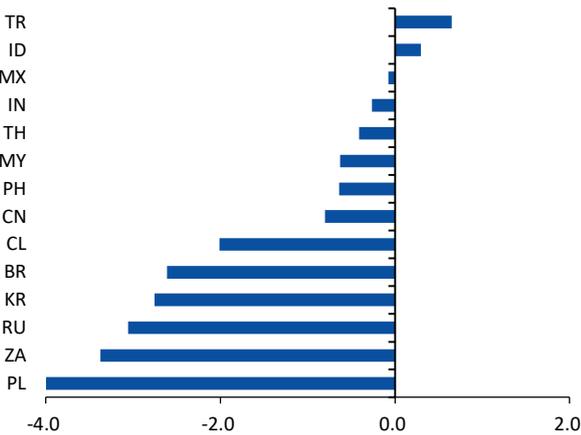
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



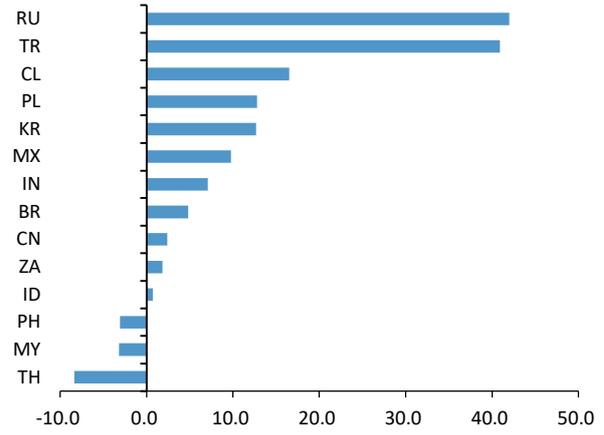
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



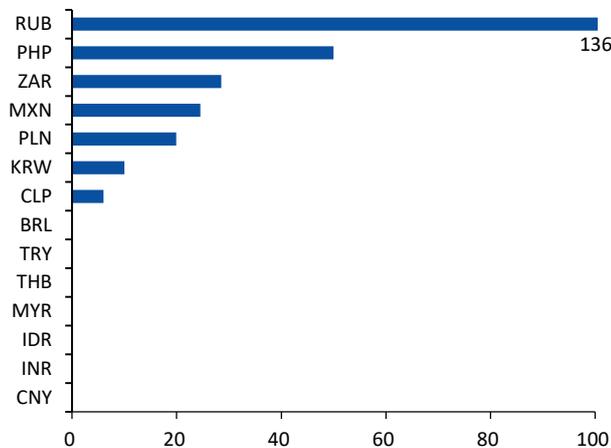
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

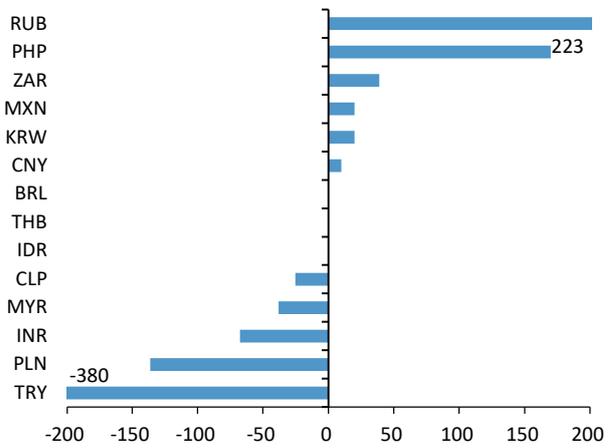
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、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)

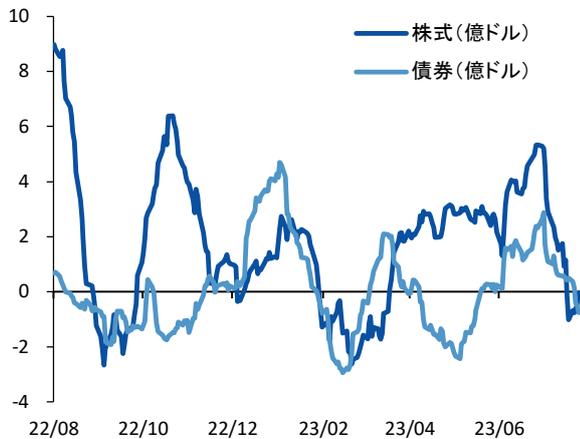


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

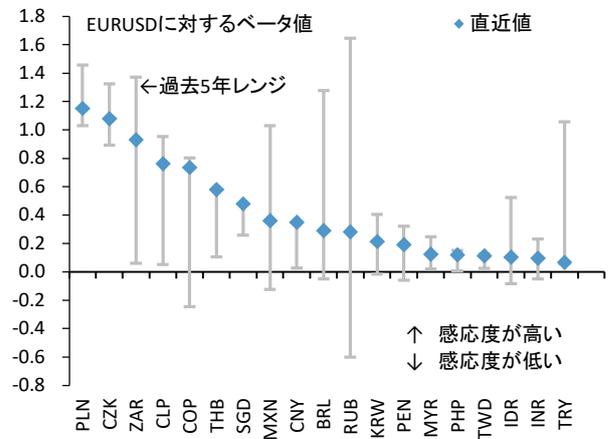
## チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



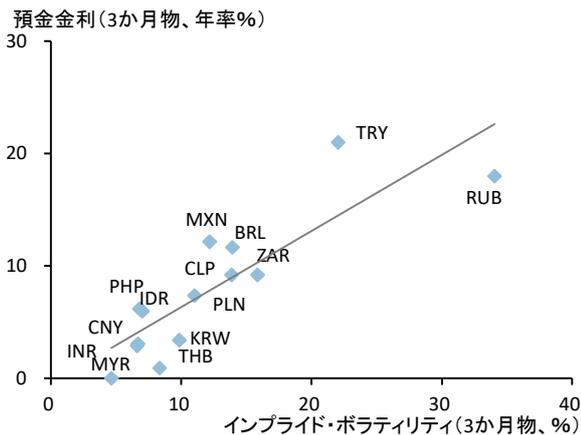
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



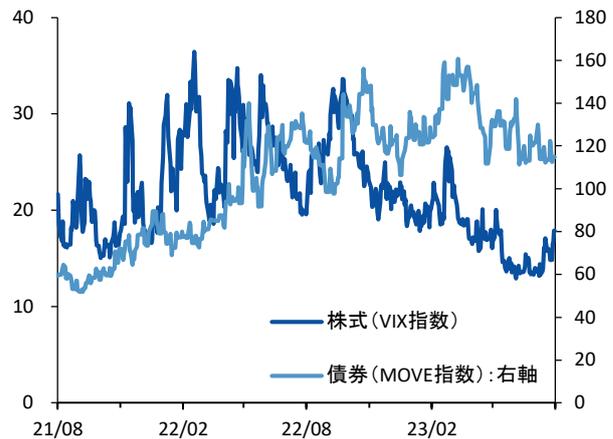
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



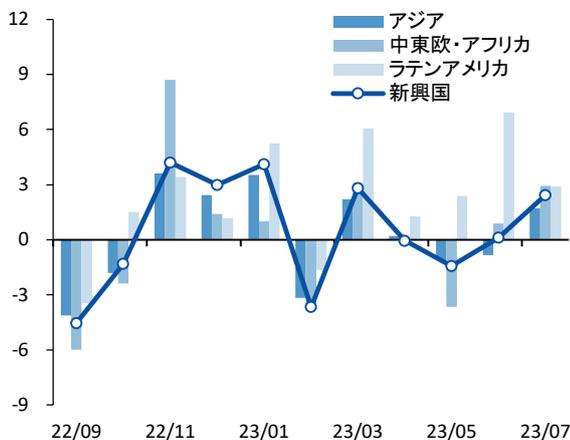
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



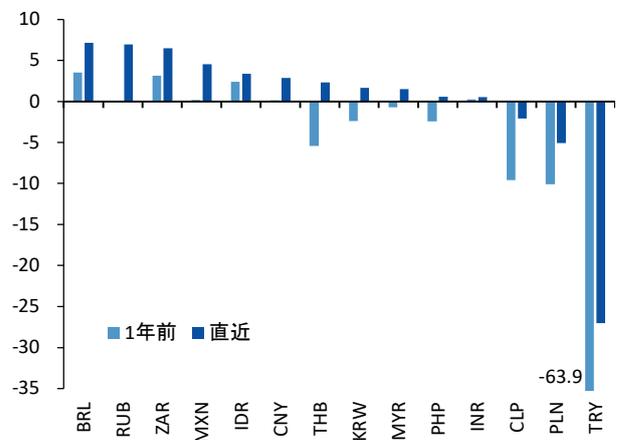
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
8月14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	-2.5%	-1.4%	-4.1%	--
14日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	-15.9%	-22.0%	--
14日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	-17.0%	-17.5%	--
14日 (月)	インド	CPI(前年比)	6.5%	7.4%	4.8%	--
14-18日	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	1.8%	2.1%	2.8%	--
15日 (火)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.3%	3.7%	4.4%	--
15日 (火)	中国	小売売上高(前年比)	4.0%	2.5%	3.1%	--
15日 (火)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.7%	3.4%	3.8%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$2558m	\$1310m	\$3460m	\$3450m
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-14.3%	-20.2%	-15.5%	--
17日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	6.25%	6.25%	6.25%	--
18日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	3.3%	--	5.6%	--
18日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	-11.3%	--	-14.1%	--
18日 (金)	台湾	GDP(前年比)	1.5%	--	1.5%	--
18-22日	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$606m	--
21日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.1%	--	2.7%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-24.9%	--
22日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.2	--
23日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	76	--
23日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	69	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.5%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-16.6%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$58m	--
24日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	-0.2%	--
24日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リバースレホ <sup>o</sup>	--	--	5.75%	--
24日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	3.50%	--
25日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.9%	--
25日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-225.4b	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
8月16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	0.2%	-0.9%	-1.4%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.4%	--
24日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.5%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レホレート	--	--	17.50%	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.1%	--
25日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	106.8	--
25日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	11.4%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
8月14日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.8%	2.1%	2.2%	--
18日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	3.0%	--	2.6%	--
25日 (金)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$843m	--
25日 (金)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$1880m	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	-0.1%	--

注:2023年8月18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 1~7月(実績)	SPOT	2023年 9月	12月	2024年 3月	6月	9月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	6.6910 ~ 7.2688	7.2865	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル (HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8299	7.83	7.82	7.82	7.80	7.76
インドルピー (INR)	80.883 ~ 82.949	83.150	83.6	82.0	83.8	82.2	80.5
インドネシアルピア (IDR)	14565 ~ 15643	15282	15500	15050	15280	14800	14600
韓国ウォン (KRW)	1216.30 ~ 1343.02	1341.48	1290	1280	1260	1240	1220
マレーシアリング (MYR)	4.2250 ~ 4.6918	4.6543	4.62	4.51	4.57	4.45	4.35
フィリピンペソ (PHP)	53.628 ~ 56.438	56.767	56.6	54.8	55.0	53.8	53.5
シンガポールドル (SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3580	1.34	1.33	1.36	1.34	1.32
台湾ドル (TWD)	29.608 ~ 31.491	31.965	31.5	30.8	30.5	30.0	29.5
タイバーツ (THB)	32.57 ~ 35.74	35.50	35.0	33.8	33.9	32.7	32.5
ベトナムドン (VND)	23415 ~ 23858	23864	24000	23700	23800	23600	23400
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	67.0415 ~ 92.8750	94.2779	92.0	93.0	94.0	95.0	96.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	19.0762	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0
トルコリラ (TRY)	18.4339 ~ 27.0326	27.1022	26.0	24.0	22.0	24.0	26.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	4.6967 ~ 5.4798	4.9771	4.85	5.00	5.05	5.10	5.10
メキシコペソ (MXN)	16.6262 ~ 19.5882	17.1121	17.8	18.3	18.5	18.6	18.8
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	18.793 ~ 20.054	20.058	20.14	20.43	20.29	20.15	20.15
香港ドル (HKD)	16.295 ~ 18.508	18.621	18.01	18.16	17.90	17.69	17.65
インドルピー (INR)	1.559 ~ 1.769	1.754	1.69	1.73	1.67	1.68	1.70
インドネシアルピア (100IDR)	0.831 ~ 0.967	0.954	0.910	0.944	0.916	0.932	0.938
韓国ウォン (100KRW)	9.915 ~ 11.194	10.869	10.93	11.09	11.11	11.13	11.23
マレーシアリング (MYR)	29.106 ~ 31.666	31.413	30.52	31.49	30.63	31.01	31.49
フィリピンペソ (PHP)	2.325 ~ 2.625	2.575	2.49	2.59	2.55	2.57	2.56
シンガポールドル (SGD)	96.55 ~ 107.29	107.36	105.22	106.45	103.09	102.99	103.79
台湾ドル (TWD)	4.205 ~ 4.663	4.559	4.48	4.61	4.59	4.60	4.64
タイバーツ (THB)	3.770 ~ 4.175	4.107	4.03	4.20	4.13	4.22	4.22
ベトナムドン (10000VND)	0.5430 ~ 0.6146	0.6110	0.59	0.60	0.59	0.58	0.59
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.521 ~ 1.948	1.547	1.53	1.53	1.49	1.45	1.43
南アフリカランド (ZAR)	6.909 ~ 8.070	7.644	8.06	8.35	8.24	8.12	8.06
トルコリラ (TRY)	5.108 ~ 7.482	5.372	5.42	5.92	6.36	5.75	5.27
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	23.723 ~ 30.405	29.281	29.07	28.40	27.72	27.06	26.86
メキシコペソ (MXN)	6.651 ~ 8.541	8.521	7.92	7.76	7.57	7.42	7.29

注: 1. 実績の欄は2023年7月31日まで。SPOTは8月18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。