

2023 年 8 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

市場予想を大幅に上回る利上げを受けて TRY が急騰

新興国市場:先週末 18 日のアジア時間、中国人民銀行(PBoC)が CNY の基準値を高値方向に設定したことを受けて、CNY に連れて新興国通貨も上昇。PHP は前日フィリピン中央銀行が政策金利を据え置くも、レモロナ総裁が必要になれば引き締めを再開する用意があると述べたことを受けて前日比+1.1%値を伸ばした。欧米時間は、新規材料に欠ける中ドルの上昇が一服し、新興国通貨は底堅く推移。ZAR や MXN が堅調。週初 21 日、アジア時間の新興国通貨は大半が下落。PBoC による利下げが市場予想より小幅だったことが失望を誘った。KRW や IDR が軟調。一方、THB は翌日に首相指名選挙を控え堅調。欧米時間は欧州株や欧州金利の堅調を背景にユーロに連れて東欧通貨も小幅に上昇した。片や、中南米通貨は中国を巡る懸念が重しとなり軟調。22 日の新興国通貨はまちまち。アジア時間、米金利の上昇に一服がみられ、新興国通貨は小幅な値動きとなった。THB や KRW が上昇する他方、VND や PHP は軟調。欧米時間、欧州金利が下落しユーロに連れて東欧通貨は値を下げた。南アフリカで BRICS サミットが開幕する中、ZAR と中南米通貨は上昇した。23 日、アジア時間の新興国通貨は方向感なく推移。PHP が軟調。欧米時間、欧米の 8 月 PMI 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。ZAR は南アフリカのインフレ鈍化、BRL はブラジルの財政規則法案が可決されたことを好感し、前日比+1.0%超上昇した。24 日のアジア時間の新興国通貨は前日の流れが継続し堅調。KRW が上昇した。欧米時間、ジャクソンホール会議を前に米金利が上昇するとドルも強含み、新興国通貨は下押された。ZAR は前日比▲1.9%下落。一方、TRY はトルコ中央銀行(TCMB)が市場予想を大幅に上回る利上げをしたことで急騰。前日比+5.3%値を伸ばした。

アジア:18 日発表のマレーシア 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.9%と 1~3 月期から減速し、市場予想を下振れた。PBoC は 21 日、最優遇貸出金利(LPR)の 1 年物を 10bp 引き下げ 3.45%にすることを決定。市場では 15bp の引き下げが予想されていたためサプライズとなった。5 年物の LPR は 4.20%に据え置かれた。21 日発表タイ 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+1.8%と 1~3 月期から鈍化し、市場予想を下振れた。23 日発表のシンガポール 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.1%と 6 月から減速し、市場予想を下振れた。24 日に韓国銀行は政策金利 3.50%に据え置くことを決定。同日、インドネシア中央銀行も政策金利を 5.75%に据え置くことを決定した。

中東欧・アフリカ:TCMB は 20 日、為替差損保護付きのトルコリラ預金(KKM)の解除に向けた方針を示した。23 日発表の南アフリカ 7 月 CPI は前年比+4.7%と前月から鈍化し、市場予想を下回った。TCMB は 24 日、政策金利を市場予想をはるかに上回る 750bp 引き上げ 25.00%とすることを決定した。

ラテンアメリカ:ブラジル連邦議会下院は 22 日に新たな財政規則法案を可決した。歳入の増加額の 7 割を歳出増の上限とする旨の内容となっている。

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@mhc.co.uk

市場概観(中東欧)

利下げの動きが拡大へ

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

<サマリー>

中東欧の主要国(ポーランド、チェコ、ハンガリー)で市場の利下げ織り込みが拡大しつつある。ハンガリー中央銀行は既に 5 月会合から実質的な金融緩和を開始しているほか、ポーランド国立銀行が次回 9 月 6 日の会合で利下げ開始に踏み切る公算が強まっている。チェコ国立銀行は他の中銀に比べて利下げ開始のタイミングは遅れる見込みだが、年末から来年初めにかけて利下げ開始という見方が市場でコンセンサスとなりつつある(図表 1)。

為替市場では、6 月下旬以降、ハンガリー・フォリントの下落が鮮明となっている(図表 2)。EU との政治的対立など、他の要因も挙げられるものの、金融緩和も一因となっている。ポーランド・ズロチやチェコ・コルナは現時点で総じて底堅いものの、今後、両国の中銀が金融緩和に動くと思われるなかで、米国やユーロ圏など主要国・地域での金利上昇や、エネルギー価格の急騰など外部環境の悪化を機に中東欧通貨に対する下落圧力が強まるシナリオには注意が必要となるだろう。

まずは、それぞれの国で現在、なぜ利下げが織り込まれる状況となっているのかを説明する。

ポーランドでは 2023 年 9 月会合での利下げ開始の可能性が高まる

ポーランド国立銀行(NBP)は 2021 年 10 月から 2022 年 9 月の毎会合で利上げを実施し、政策金利を 0.10%から 6.75%まで引き上げた後、その後の会合では金利を据え置いている。NBP のグラピンツキ総裁が記者会見の中で 2023 年 10-12 月期にも利下げを実施する可能性があるとして初めて発言したのは 2023 年 3 月 9 日だが、その後、市場はより早い段階での利下げ開始を織り込みつつある(図表 3)。同総裁は 7 月会合後の記者会見でこうした市場の見方を裏付けるように、「2023 年 9 月会合での利下げ開始は可能」と明言し、利下げの条件は、消費者物価指数(CPI)の上昇率が 1 桁台となり、インフレ率が目標に向かって急速に鈍化することであると発言した。

グラピンツキ総裁が早期利下げは妥当となりつつあると主張する背景に、インフレ率の低下が挙げられる。同国の CPI は 2023 年 2 月につけた前年同月比+18.4%をピークに低下傾向にある。NBP は 7 月 10 日に公表した最新の経済予測において、インフレ率は 2023 年末に前年比+7.8%、2024 年末に同+4.6%へと低下する見通しを示している(図表 4)。

実際に、7 月会合後の 7 月 31 日に発表された 7 月 CPI 速報値は前年同月比+10.8%と 6 月分の同+11.5%から低下し、市場予想の同+11.0%をも下回った。インフレ率の低下は、食料やエネルギーをはじめ前年比較時点の物価の伸び率の高さから、前年比で見たインフレ率が計算上、低くでる「ベース効果」が影響しているが、景気減速に伴う需要の低迷によってインフレ圧力が後退している面もあるだろう。グラピンツキ総裁は上述の通り、インフレ率が 1 桁に低下した場合の利下げの可能性を示唆してきたため、8 月 31 日に発表される 8 月 CPI 速報値の伸びが一桁台に低下すれば(食料、エネルギー価格の動向や景気の落ち込みを考慮すればその可能性は高い)、9 月会合での利下げはより確度が高まるだろう。なお、7 月 CPI 速報値は前月

比では▲0.2%となった。前月比で見たマイナスの伸びは 2020 年 8 月以来となる。

もっとも、インフレ率が NBP のターゲットである前年比+2.5±1.0%へと低下に向かうかは予断を許さない。ポーランドでは欧州主要国と同様に、人手不足を背景に高い賃金上昇率が続いており、サービス価格の伸びは高止まりが続いているためだ。NBP の中でも、タカ派の複数の委員（野党選出であり、依然として追加利上げを主張している）は総裁が 9 月利下げの可能性に言及したことを痛烈に批判している。MPC の中で意見対立が鮮明となるなかで、NBP が多数派のハト派委員が押し切る形で実際に 9 月会合での早期利下げに踏み切るとすれば、10 月 15 日に控える総選挙前の利下げを実現するための政治的配慮ではないかという見方が市場で広まりかねず、中銀の信認という観点からはやや懸念される状況となりかねない。（景気への配慮ではなく）インフレ抑制が最優先事項であることの丁寧な説明が必要となる。

チェコ国立銀行は現在、タカ派姿勢を維持しているが、景気減速懸念から今年末から来年初めには利下げ開始に踏み切る可能性が強まる

チェコ国立銀行はタカ派姿勢を依然として強く打ち出しており、総裁の記者会見や声明文からは早期利下げを検討している様子は見られない。8 月 3 日の会合では市場予想通り政策金利を 7.00%で据え置いた。7 名の理事全員が据え置きで一致し、6 月会合で利上げ票を投じた 2 名も政策金利維持が妥当という見方に転じた格好だが、利下げを主張する委員は一人もいなかった。また、労働市場の需給ひっ迫に伴う賃金上昇のリスクについて全ての委員が懸念を共有していることが示されている。チェコはもともと経済規模が 2,904 億ドル（2022 年）と小さく、人口も 1,052 万人（2022 年）と少ないなかで、2004 年の EU 加盟後に良質でかつ比較的安い賃金の労働者を求める企業の進出が拡大したこともあり、人手不足が他の中東欧諸国と比較しても極めて深刻な状況となっている（図表 5。ちなみに、2022 年のポーランドの名目 GDP は 6,883 億ドル、人口は 3,765 万人）。労働需給の逼迫に伴う賃金とサービス価格の上方スパイラルのリスクを考慮すれば、CNB として現時点でタカ派姿勢を後退させる選択肢は無いだろう。

そうした中でも市場で利下げ織り込みが根強いのは、景気の減速リスクが背景にあると見られる。チェコは GDP に占める輸出の割合が 70%を超える外需主導型の経済構造だが、主要輸出相手国であるユーロ圏、とりわけドイツの景気減速リスクは鮮明となりつつある点は景気を落ち込ませるだけでなく、国際収支の悪化にもつながるリスクがある。また、チェコではここ数年、不動産市場が活況を呈し、同セクターが賃金上昇をけん引してきたが、CNB による金融引き締めを背景に住宅着工件数が落ち込むなど、同セクターの減速リスクは強まっている（図表 6）。

ハンガリー国立銀行は 2023 年 5 月会合から既に実質的な金融緩和を開始。主要政策金利であるベースレートは 10 月会合から引き下げへ

ハンガリー国立銀行（MNB）は早くも 2023 年 5 月に実質的な金融緩和を開始しているが、10 月会合からは主要政策金利であるベース金利の引き下げに着手する算が大きい。

MNB はコロナ後の世界的な供給制約やロシアのウクライナ侵攻に伴うエネルギー価格急騰に伴うインフレの急加速を抑制するため、2021 年 6 月から 2022 年 9 月会合にかけて政策金利（ベースレート）を 0.60%から 13.00%へと引き上げた。しかし、2022 年 9 月会合で MNB は利上げ打ち止めを宣言したものの、その後、フォリントが急落したことを受けて 2022 年 10 月 14 日に緊急措置として 1 日物預金ファシリティを導入。銀行からの全ての入札を受け入れるとし、その適用金利（導入当時はベー

スレートより 5%高い 18.00%)は通貨安を抑制するために重要な役割を担うようになった。さらに、MNB は上限金利も 9.5%ポイント引き上げ 25.0%とし、市中金利の操作余地を上方に大幅に引き上げている(図表 7)。

2023 年 4 月会合では、MNB は金融政策コリドーの上限である翌日物貸出金利を 25.0%から 20.5%に引き下げた一方、事実上の主要政策金利となっている 1 日物預金ファシリティの入札適用金利を当面は 18.0%で据え置く方針を示していた。

しかし、その後、5 月 23 日の金融政策決定会合では金融政策コリドーの上限である貸出金利を 2 会合連続で引き下げたほか、1 日物預金ファシリティの入札適用金利を 18.0%から 17.0%へと引き下げた。同金利は 6 月と 7 月の会合でも 1%ポイントずつ引き下げられている。4 月会合から 5 月会合にかけての MNB の判断の変化の背景として、MNB はインフレ率の低下や、経常収支・財政収支の改善の見通しが強まったことを理由に挙げている。もっとも、オルバン首相やその側近から MNB の高金利政策への批判と受け止められる発言もあり、政治的圧力が懸念される状況にもなっていた。

7 月会合後、ビラグ副総裁はインフレ率の低下を理由に金融緩和のペースを速めることは無いと発言しており、今後も 1 日物預金ファシリティ金利(現在 15%)は 1%ポイントずつ引き下げられ、9 月会合時点で本来の主要政策金利であるベース金利(現在 13%)に収れんすることになると見込まれる。その後は 1 日物預金ファシリティの撤廃並びにベース金利の引き下げに移行する公算が大きい。

為替市場への影響

これまで見てきたように、ポーランド、チェコ、ハンガリーでそれぞれ事情は異なるものの、市場で利下げ織り込みが進んでいることは共通している。

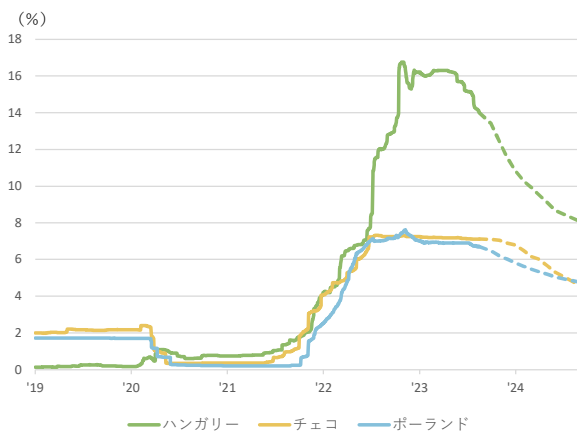
利下げは主要国・地域、特にユーロ圏との金利差を縮小させ、通貨に投資をするうえでの魅力度を低下させることとなるため基本的に通貨安要因となるが、通貨をサポートする要因がある点は意識する必要があるだろう。(1)既に金利市場では利下げ織り込みが進んでいるため、実際に利下げが発表されたとしてもサプライズにはなりにくい。(2)エネルギー価格の低位安定や、景気の落ち込みに伴う需要面の圧力低下を背景に、今後、中東欧のインフレ率が着実に低下すれば、名目の政策金利を引き下げたとしてもインフレ調整後の実質金利は高止まりする可能性がある。(3)中東欧は、グローバル企業のサプライチェーンの見直しの動きに恩恵を受けており直接投資の流入が拡大している(図表 8)。さらに、エネルギー価格の下落に伴う輸入の抑制、ならびに堅調な輸出に支えられる形で経常収支が改善しており、国際収支のバランスは総じて良好である(図表 9)。実際に、中東欧の中でも特に直接投資の流入が拡大しているポーランドでは、利下げ織り込みの拡大に関わらず通貨ズロチは堅調を維持している。

とはいえ、利下げに伴うユーロ圏との金利差縮小が今後進むにつれ、中東欧通貨の変動リスクが高まることは避けられないと見ている。(1)ハンガリーを中心に、対主要国で顕著に高い金利の受け取りを目的とした短期資金の流入が昨年後半以降、拡大していたと見られ、世界的に債券利回りが高騰し、債券価格に下落圧力がかかるなか、中東欧の債券市場からも資金が流出するリスクがある。(2)中国景気の減速懸念や、米債利回りの上昇に伴い、為替市場全体でボラティリティ(予想変動率)が高まりつつあることも、高金利通貨の受け取りを目的としたキャリー・トレードの魅力を低下させる。(3)チェコの項目で触れたように、中東欧の主要輸出相手であるユーロ圏、とりわけドイツの景気悪化の兆候が強まっており、外需の減速を通じて国際収支

が悪化する恐れがある。

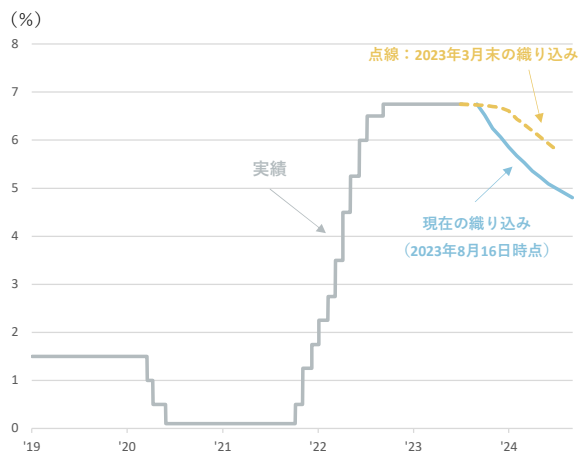
上述のように通貨をサポートする要因の存在を考慮すれば、現時点で中東欧通貨の急激な下落を予想するのは早計であろう。方向性としては、ユーロ圏との金利差縮小の見込みを反映する形で、中東欧通貨は下落方向を見込んでいるものの、メインシナリオとしては緩やかな動きに留まると想定している(図表 10)。各通貨の比較感では、国際収支が堅調なポーランド・ズロチとチェコ・コルナは底堅く、最もアグレッシブに金融緩和を行うと考えられるハンガリーの下落率はやや大きくなると見ている。もっとも、今後、中東欧の中銀が金融緩和を開始・拡大すると見られるなかで、米国やユーロ圏など主要国・地域での金利上昇や、エネルギー価格の急騰など外部環境の悪化を機に下落圧力が強まるシナリオには注意が必要となるだろう。

図表 1:3 か月インターバンク金利



出所:ブルームバーク、みずほ銀行

図表 3:ポーランド国立銀行 政策金利の推移



注: 市場の織り込みは金利フォワードから取得。

出所: CEIC、みずほ銀行

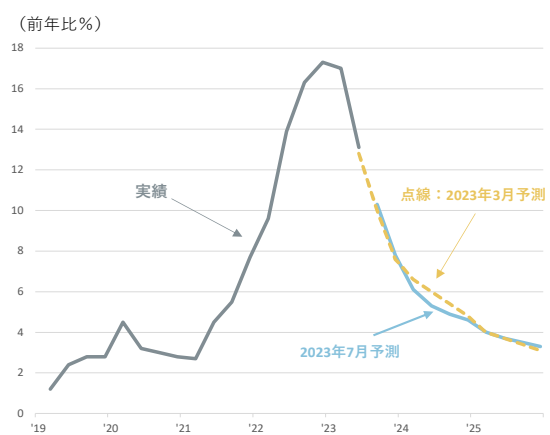
図表 2:中東欧通貨 対ユーロ騰落率



注: 2021 年 12 月末以降の対ユーロ騰落率を計算。

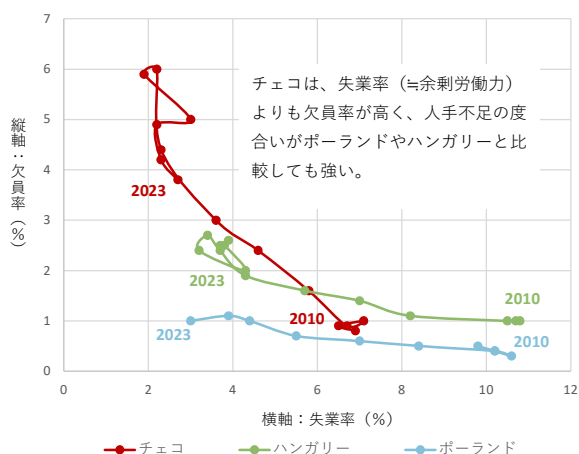
出所:ブルームバーク、みずほ銀行

図表 4:ポーランド国立銀行 CPI 予測



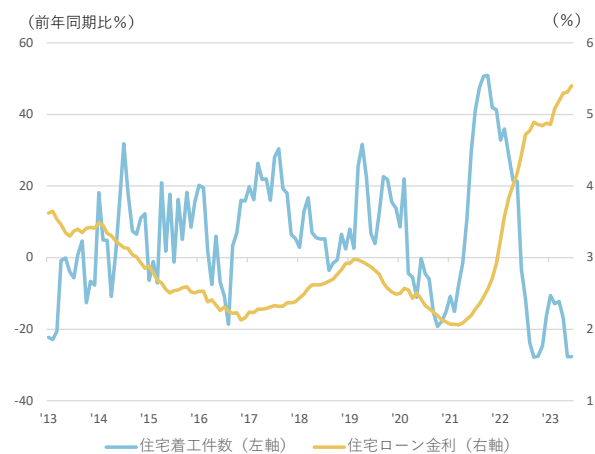
出所:ポーランド国立銀行、みずほ銀行

図表 5: 中東欧 ベバリッジ曲線



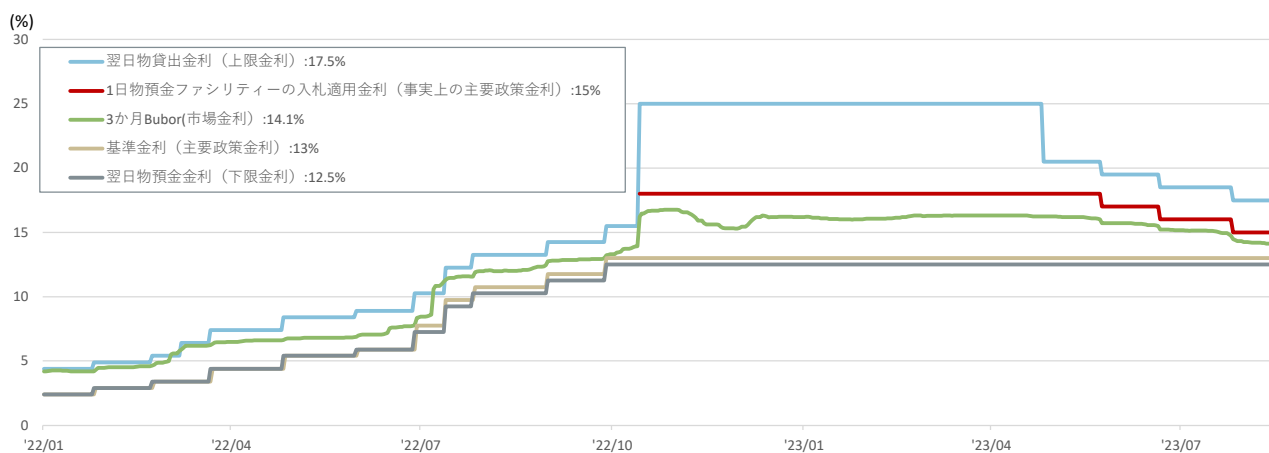
出所: ユーロスタット、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: チェコ住宅着工件数と住宅ローン金利



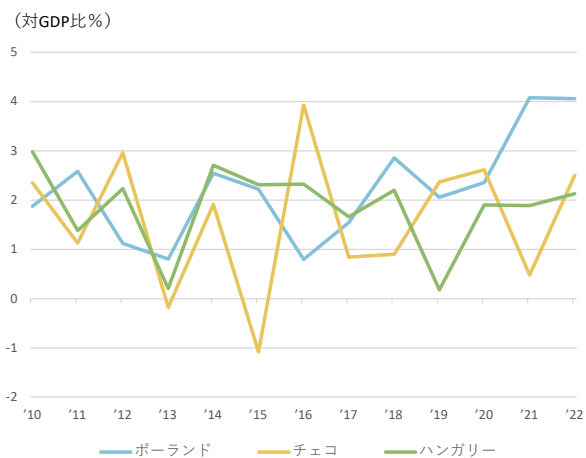
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 7: ハンガリー国立銀行 政策金利コリドー



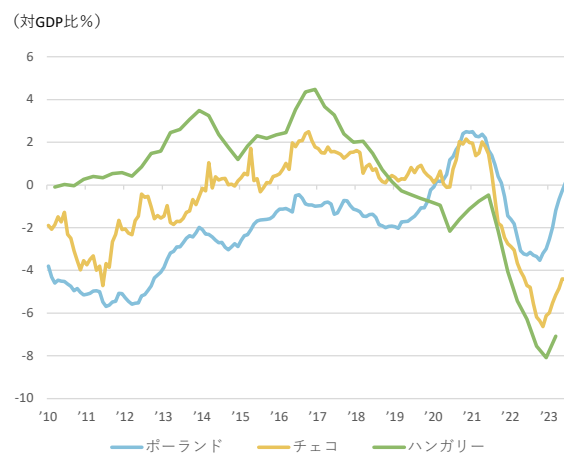
出所: ハンガリー国立銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 直接投資純流入額(年間)



出所: IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 9: 経常収支(12 か月累計値対 GDP 比率)



出所: 各国統計、IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 中東欧通貨 為替予測

	7/31	2023 9月	12月	2024 3月	6月	9月
EUR/PLN	4.40	4.48	4.50	4.52	4.54	4.56
EUR/CZK	23.88	24.0	24.1	24.2	24.3	24.4
EUR/HUF	387	400	402	404	406	408

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

8 月金融政策会合～現状維持もインフレリスクは上向き

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

フィリピン中央銀行(BSP)は17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従来の6.25%に3回連続で据え置いた(図表1)。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も、現状維持が有力で、7月に就任したレモナ新総裁の下での最初の会合となった。

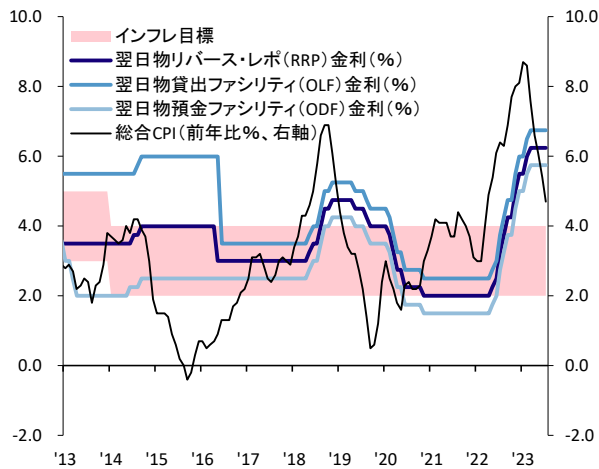
声明文では、国内のインフレ動向に関する言及が多く見られた。直近公表の7月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.7%と6月の同+5.4%とまとまった幅で低下した(図表2)。数字上では22年4月以来の低水準を記録した。内訳を見ると、食料品価格とエネルギー価格の下落は順調に進んだが、サービス価格は高止まりしている。BSPはインフレ見通しを更新し、23年は前年比で+5.6%、24年を+3.3%、25年を+3.4%とした。総合ベースでのインフレは10～12月期に目標レンジ内(+2.0～+4.0%)へ収束するとの見方は変えていないが、各年とも予想は小幅に引き上げられた。今後のインフレ材料として、エネルギー価格の下落が一巡しつつあること、賃金インフレによるサービス価格上昇、気候変動による食料品価格の高騰など上方向への言及が目立った。

また、BSPは今後の成長率の鈍化の可能性を指摘した。会合の1週間前に公表された4～6月期実質GDP成長率は前年比+4.3%と市場予想の同+6.0%を大きく下回り、1～3月期の同+6.4%からも減速した(図表3)。経済活動の正常化を受けた繰り越し需要が一段落したこと、先述の高水準のインフレとこれまでの金融引き締めを通じて内需の減速が進んできた点が要因と見られる。政府は年間の経済成長率目標を前年比+6.0～7.0%としているが、23年上半期においては目標に劣後している状況にある。BSPは下半期の成長率予想が困難であるとしており、内需に加えて中国経済の予想外の失速など外需の下押しも成長の重しとなることが見込まれる。

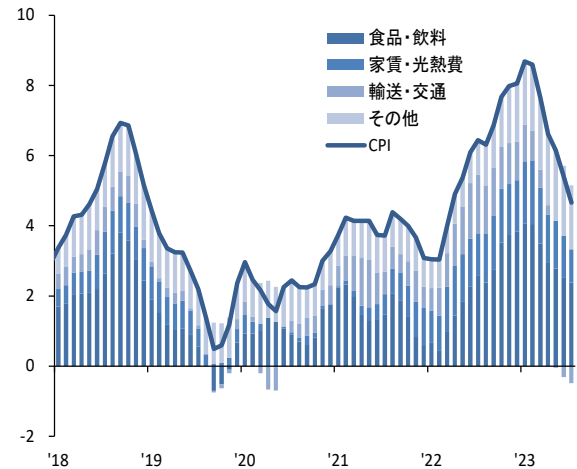
かかる中、BSPはインフレの再燃に注意を払う格好で政策金利を据え置いた。景気面への影響については、高金利の維持が大きく成長を阻害する要因にはならないとの見解を示した。過去数回の会合では若干タカ派なトーンが弱まりつつある印象を受けたが、今回会合については直近のデータを踏まえ「タカ派な現状維持」を継続していく指針が確認された。

8月のPHPの動向について、対ドルで年初来安値を更新し、一時22年11月以来の安値を記録した(図表4)。これに対しBSPは市場で決定される為替レートに極力に従うとしたものの、必要に応じて為替介入を実施する可能性がある点に触れた。PHPの要因は4～6月期実質GDP成長率の軟化やBSPの利上げサイクルの停止など国内要因も複数考えられるが、足許の相場が図表4で示される通り、ドルインデックスと概ね整合的に推移していることを考えるとドル主導の為替相場となっていると判断せざるを得ない。過去数年ほどの注目度はないものの、月末にはジャクソンホール経済シンポジウムが開催される。そこでは引き続きインフレ抑制を第一としたタカ派寄りの情報発信がされることを想定しており、ドルが大きく軟化するとは考えにくい。この他の外部要因としては、やはり中国経済の減速が気掛かりである。PHPのみ

ならずアジア通貨全般が CNY に連れ安となっている印象があり、今後も外部要因に揺れて状況によっては値幅をもった値動きとなる地合いにも備えたい。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標


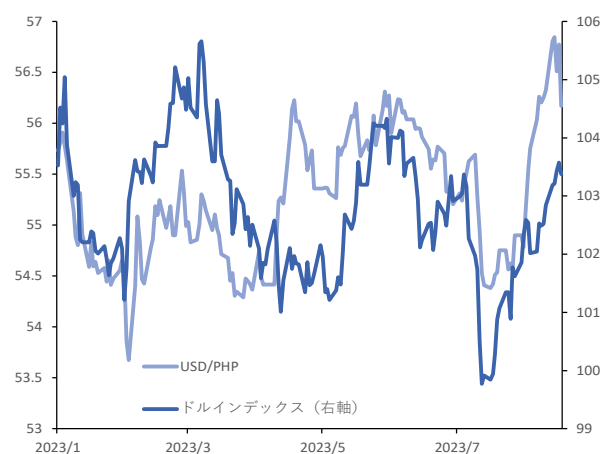
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 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 3: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行 注 4~6 月期は成長率のみ

図表 4: PHP とドルインデックスの動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(タイ)

首相指名選挙を終えて～解消しない政情不安と景気停滞懸念

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

タイでは 22 日、5 月総選挙以降難航していた首相指名選挙が改めて行われ、下院第 2 党でタクシン元首相派の「タイ貢献党」に所属するセター氏が首相に選出された。本欄では本件に関する経緯を振り返ることとした。

当初は総選挙で野党第 1 党となった「前進党」のピター氏の首相就任が有力視されていた。しかし、7 月 13 日の初回投票では過半数獲得に至らず選出に失敗、19 日の国会では 2 度目の投票直前に、選挙関連法に違反した疑いで同氏の議員資格をはく奪するとともに、首相候補としての資格を認めない事態に至った。こうした状況下、第 2 党のタイ貢献党を中心に過半数獲得を目指した連立政権を組む動きが本格化した。そして、22 日に延期されていた指名選挙でセター氏は 482 票を獲得し、総投票数(750 票:議会下院 500+議会上院 250)の過半数に充足したとして、新首相に選出された。タクシン元首相派政権の誕生は 14 年のクーデター以来約 9 年ぶりとなるが、与党連立はタイ貢献党を含む計 11 党の大連立となった。特に、上院に多くの議席を有する親軍政党も加わったことが注目を集めている。

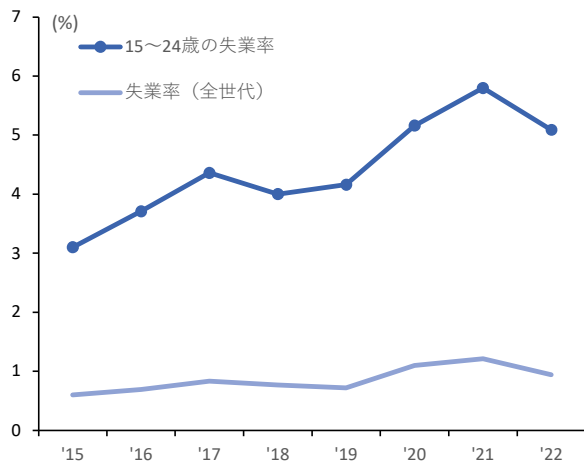
かかるヘッドラインについて現在、市場では対照的な反応が混在している状況にある。1 つは 5 月から長期化した首相選出が一段落したことを評価する声、もう 1 つは歴史的な大連立の下で成立した新政権の運営の難しさに懸念を示す声である。

もともと、5 月総選挙の構図はクーデター以降政権を握っていた新軍派とタイ貢献党や前進党をはじめ民主化を謳う政党が議席を争うというものであった。選挙前のプラユット政権は近年、国内から新型コロナウイルスの感染拡大による景気後退、政策失敗を批判する声が高まっていた。特にコロナ禍において若年層の経済的な立ち位置は厳しくなっており、失業率は全世代と比較してかなり高い水準を推移している(図表 1)。かかる不満もあって、若年層を中心に非民主的とされる憲法の改正、王室改革を求めるデモが頻発し、同政権は反政府運動の対応に追われていた。こうした中で、若年層の取り込みに成功したのが、経済面で最低賃金の引き上げ、政治面では軍政の完全脱却、王室改革の推進など積極的な民主化を公約に掲げていた前進党であった。総選挙の結果は周知の通り、前進党は下院第 1 党に、新軍派政党は軒並み厳しい結果に終わりながらも、上記の経緯で前進党は今回の決定では連立政党から外れることとなっている。

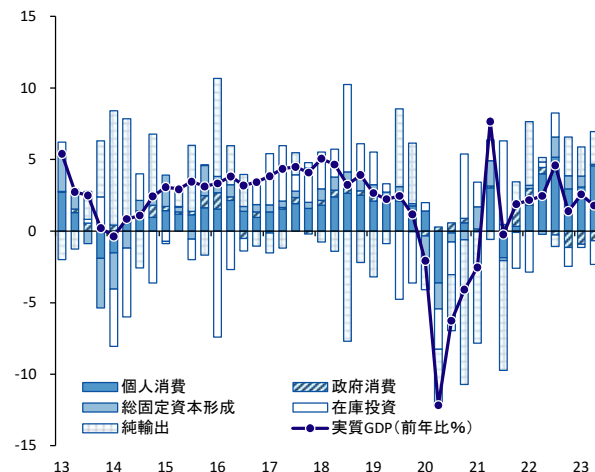
また、世論調査では 6 割以上の有権者が新軍派政党の連立入りを反対している。こうした中で、タイ貢献党が新軍派との連立を選んだのは与党返り咲きという大義もあるだろうが、新軍派を含む 11 の政党をまとめあげた上での政策運営は極めてハードルが高いと言わざるを得ない。現在、閣僚の選定が推し進められているが、政党毎でのポストの割り振りに既に難航しているといった報道も見受けられる。この件が解決しても、内閣成立以降での各政党間での方針の食い違い、特に新軍派(旧政権)色の強い政策が打ち出されることとなれば、国内でのデモの再発といったリスクが浮上することも考えられる。

当面は新政権の動向を注視したいところであるが、足許の経済は行動制限撤廃を受けた繰り越し需要が一巡し、政府による政策支援の重要性も高まる地合いにある。直

近公表の 4～6 月期実質 GDP 成長率は前年比+1.8%と前期の同+2.6%から減速した(図表 2)。観光業をはじめとしたサービス業中心の景気回復が続くが、製造業は既に前年割れを記録している業種もある。中国経済をはじめ世界的な景気減速懸念が燃える中で、今後は正常化以降の時点との比較となることもあり、成長率は数字上で一層弱含むことも想定される。為替相場に目をやれば今回の決定を好意的に捉える向きが強いが(図表 3)、政治・経済におけるリスクは解消したとは断言できず、THB の持ち直しが一過性に終わる可能性も考慮したい。

図表 1: タイの失業率


出所: International Labor Organization、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: THB の推移


出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(トルコ)

8 月金融政策 市場予想を上回る 7.5%ポイントの大幅利上げ

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

トルコ中央銀行(TCMB)は 8 月 24 日の金融政策決定会合で政策金利を 17.5%から 25.0%へと引き上げた。市場予想は 7 月会合と同じペース(2.5%ポイント)での利上げであり、7.5%ポイントの利上げ幅は市場予想を大きく上回った。7 月会合後に、エルドアン大統領は米ニューヨーク連銀の元エコノミストを含む 3 名の中銀副総裁を新たに任命しており、金融政策決定委員会(MPC)内の構成が変わって初めての会合であった。現在、5 人で構成される TCMB の MPC のメンバーは 6 月 9 日に就任したエルカン総裁を含め、4 人が 5 月の大統領・議会選挙後に就任している。

声明文から読み取れる大幅利上げの理由は以下の 2 つである。

(1)インフレリスクの高まり

トルコの消費者物価指数は 7 月に前年同月比+47.83%と 6 月分の同+38.21%から再加速した。また、市場の 12 か月後のインフレ予想(トルコ中銀自身が集計・公表している民間エコノミスト予想の中央値)は年率+59.46%と今年 1 月の同+32.46%から上昇が続いている。インフレ再加速の背景には、TCMB が声明文で指摘しているように、内需の堅調さ、賃金の上昇、ガソリンなどの税金の大幅な引き上げが挙げられる。大幅利上げはこうしたインフレリスクに対処したものと位置付けられる。

(2)「為替差損保護付きのトルコリラ預金(KKM)」からのスムーズな移行

TCMB が会合前の 8 月 20 日に将来的に KKM を廃止する方針を打ち出したことも、今回の利上げ幅拡大の決定に寄与した可能性が高い。KKM は名目上はリラ建て預金だが、満期に外貨換算で価値が減少していた場合、政府や中銀が差額を補填する仕組みであり、2021 年末に、トルコ国民に対しリラ保有を促し、通貨安を抑制する目的で導入された。トルコ銀行監督局(BDDK)が公表しているデータによると、2023 年 8 月 11 日時点で KKM の残高は 3.4 兆リラ(約 1,240 億ドル)と、全預金に占めるシェアは 26.1%に達している。

KKM の残高が積みあがるなかで、副作用も無視できない状況となっていた。KKM の残高が右肩上がり増加するなか、リラ安が進めば補填額は雪だるま式に増加する。5 月の総選挙前の筆者の試算では、対 GDP 比 1.5~2.0%程度の財政負担になっていたと見られる。また、トルコ中銀がリラを増刷することで KKM の為替差損の補填を行おうとすれば、通貨の流動性が増加し、インフレ圧力につながってしまう恐れがある。さらに、KKM は満期時に巨額の的外貨買い/リラ売りの需要が発生するため、その都度、トルコ中銀や国営銀行が市場に外貨を注入しなければならないこともリスク要因である。

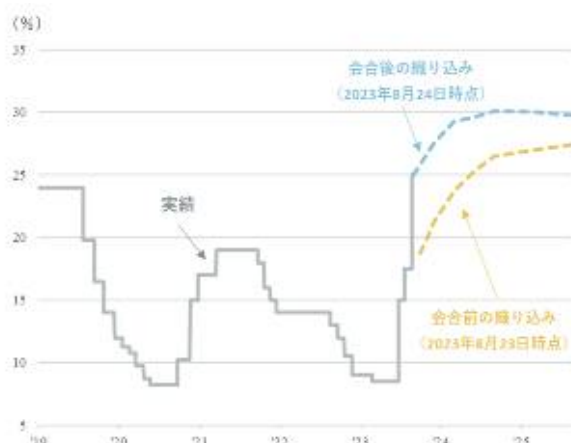
しかし、拙速な KKM の撤廃もリスクが大きい。トルコ国民の間で KKM から外貨預金に乗り換える動きが加速すれば、多額の外貨需要につながりリラが暴落する恐れがあるためだ。こうしたリスクに対処するためには、リラの預金金利を引き上げ、トルコ国民が (KKM ではない通常の) リラ預金を保有するように促す必要がある。声明文では、金融政策の伝達メカニズムを強化するためにリラ預金の拡大が重要という認識が示されており、今回の大幅利上げにはトルコ国民に対しリラ預金を促す TCMB の意図が背景にあると考えられる。

なお、現在、トルコの金融機関は貸出金利に対し実効的な上限がかけられている状況であり、貸出金利が上げられない分、預金金利も低く抑えられている。TCMB は次のステップとして、貸出金利に対する実効的な上限を撤廃することで金融機関に対し預金金利の引き上げを促すと見られる。

トルコ中銀の信認に対する市場の信認を取り戻すうえで、前向きなステップ

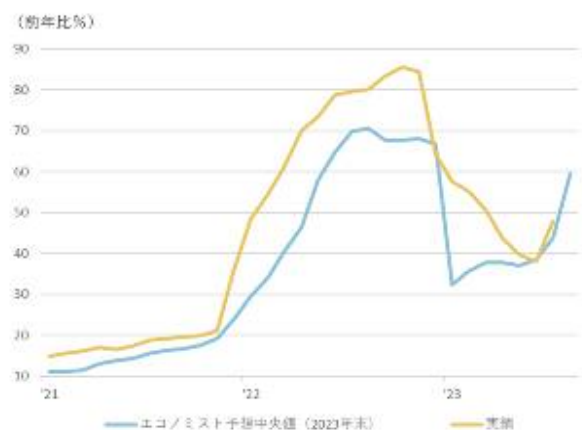
7.5%ポイントの大幅利上げ後、2 時間たったロンドン時間 14 時時点でトルコリラは対ドルで+6%近く反発している。2021 年～2022 年にかけて、「インフレ高進の中での利下げ」という特異な金融政策を行ってきた弊害は大きく、正常化は容易な道のりではないだろうが、今回の大幅利上げは正統派の金融政策運営を一段と推し進め、中銀の政策運営に対する市場の信認を取り戻すうえで、前向きなステップだと言えよう。

図表 1:トルコ中央銀行 1 週間レポート



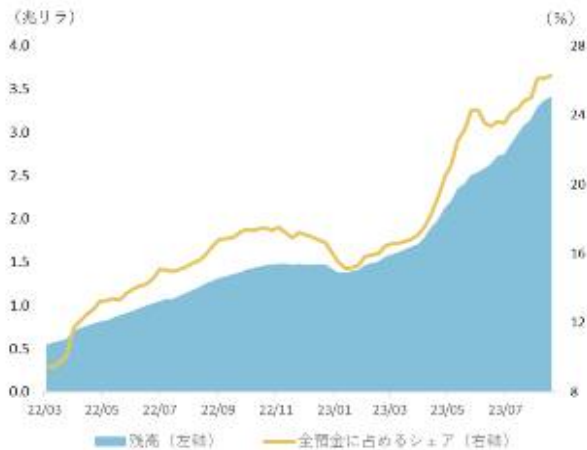
注: 市場の織り込みは、OIS スワップカーブから求めた。
出所: トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:トルコ中銀公表 民間エコノミスト CPI 予測



出所: トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 為替差損保護付きリラ預金の残高



出所: トルコ銀行監督局(BDDK)、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: トルコ居住者 外貨預金



注: 外貨預金の比率は 4 週平均を用いて計算した。

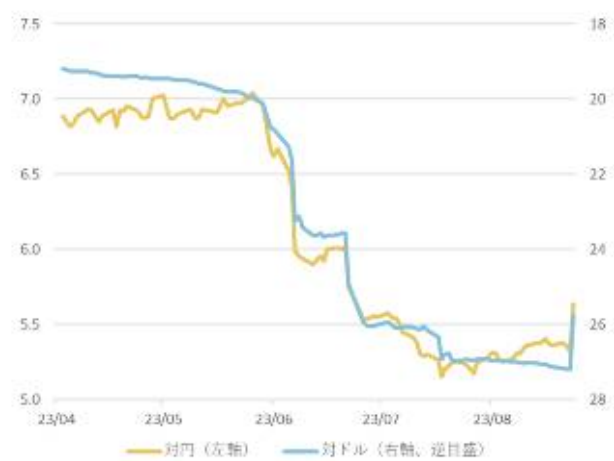
出所: トルコ中央銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 3 か月預金金利と消費者物価指数(CPI)伸び率



出所: トルコ中央銀行、トルコ統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

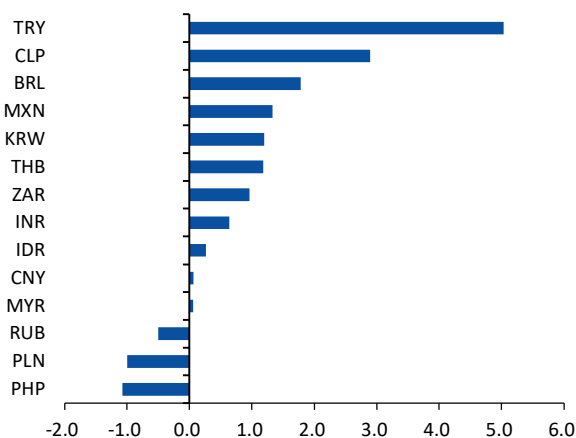
図表 6: TRY スポットレート(日足)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

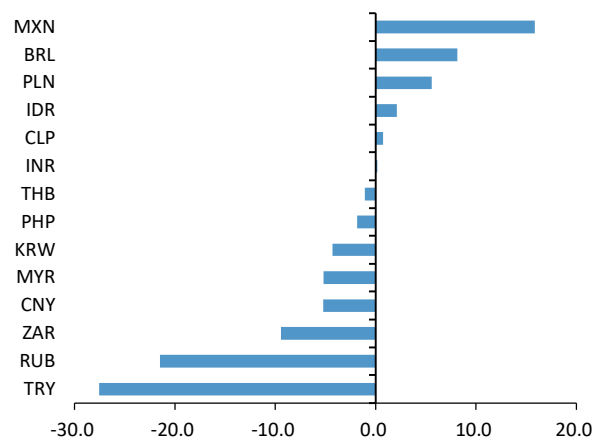
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



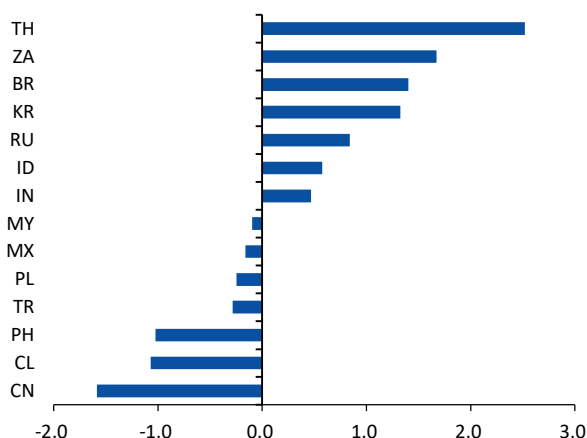
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



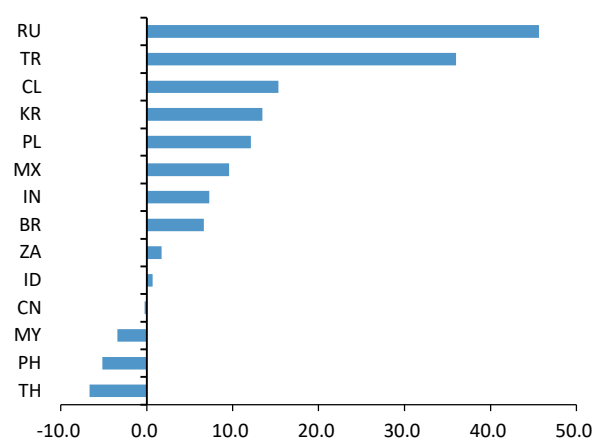
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



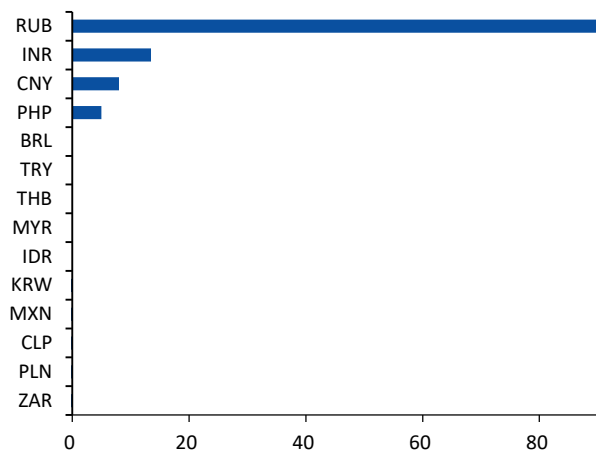
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

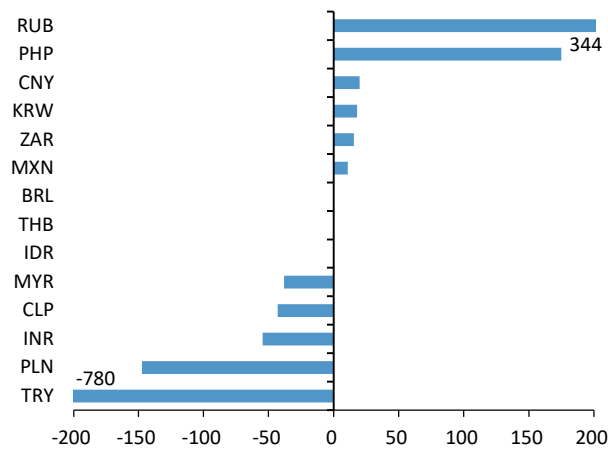
5 年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、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)

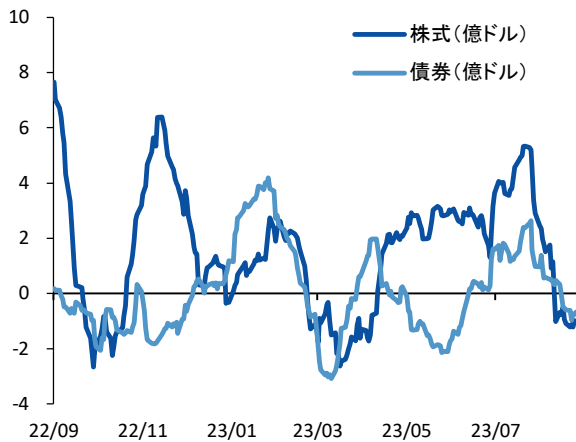


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

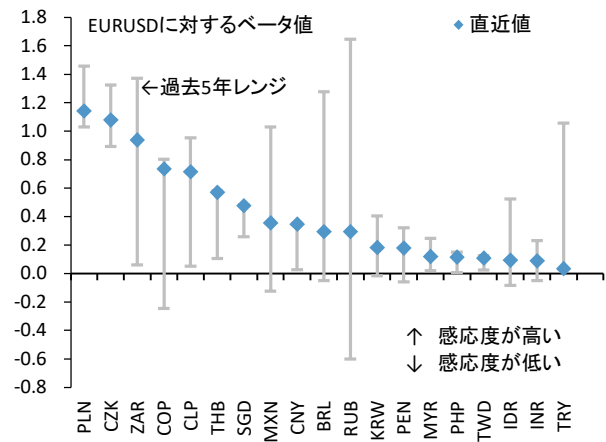
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

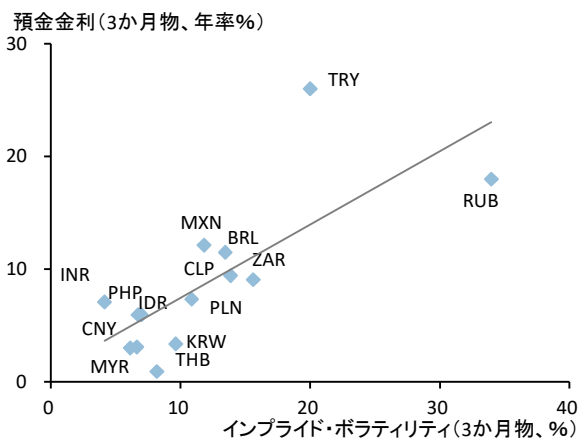
主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



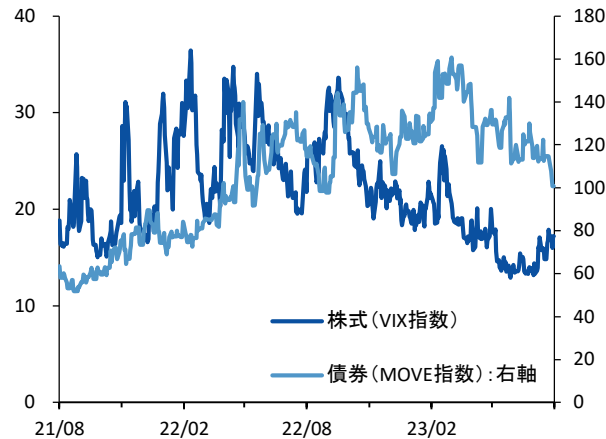
EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



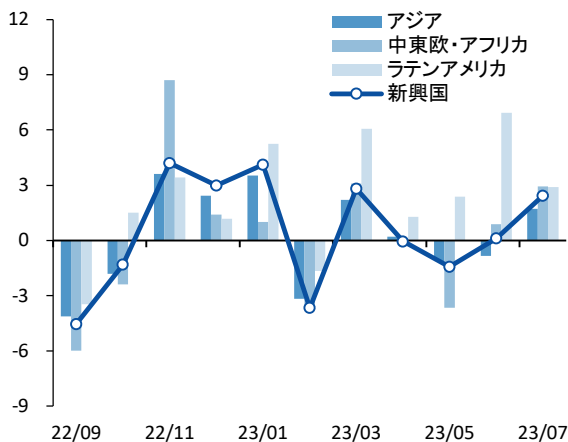
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



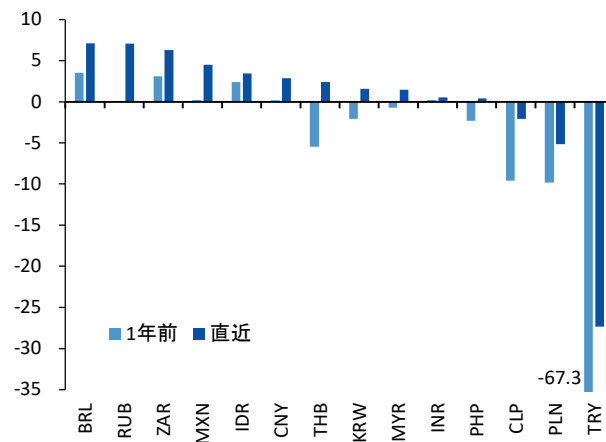
株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



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						
8月21日 (月)	韓国	輸入 20日間 前年比	--	-27.9%	-28.0%	--
21日 (月)	韓国	輸出 20日間 前年比	--	-16.5%	-15.2%	--
21日 (月)	中国	5-Year Loan Prime Rate	4.05%	4.20%	4.20%	--
21日 (月)	中国	1-Year Loan Prime Rate	3.40%	3.45%	3.55%	--
21日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.0%	1.8%	2.7%	--
21日 (月)	台湾	国際収支:経常収支	--	\$22243m	\$19004m	--
22日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	103.1	103.2	--
22日 (火)	インドネシア	国際収支:経常収支	-\$268m	\$1900m	\$3000m	--
23日 (水)	韓国	景況判断(非製造業)	--	76	76	--
23日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	69	69	--
23日 (水)	シンガポール	CPI(前年比)	4.2%	4.1%	4.5%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1471m	--	\$58m	--
24日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	-0.2%	-0.2%	-0.3%
24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°	5.75%	5.75%	5.75%	--
24日 (木)	韓国	BOK Base Rate	3.50%	3.50%	3.50%	--
25日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.1%	--	2.4%	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	-3.0%	--	-4.9%	--
25日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-225.4b	--
27日 (日)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	-8.3%	--
28-31日	韓国	小売売上高(前年比)	--	--	6.6%	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.6%	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	--	--	49.3	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	51.5	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$1449m	--
31日 (木)	インド	GDP(前年比)	--	--	6.1%	--
9月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$1630m	\$1652m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	49.2	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
中東欧・アフリカ						
8月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.9%	4.7%	5.4%	--
24日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.2%	4.9%	6.5%	--
24日 (木)	トルコ	1週間レポレート	20.00%	25.00%	17.50%	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.1%	--
29日 (火)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.16b	--
31日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	10.0%	--
31日 (木)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	4.0%	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.8%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ランド°)	--	--	-3.5b	--
ラテンアメリカ						
8月25日 (金)	ブラジル	経常収支	-\$3900m	--	-\$843m	--
25日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.2%	--	-0.1%	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	38.2m	--
29日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	4.3%	--
29日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	3.7%	--
30日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前月比)	--	--	-0.7%	-0.7%
9月1日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	4.0%	--

注: 2023 年 8 月 25 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
対ドル								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ~ 7.2688	7.2798	7.25	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8412	7.83	7.82	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.949	82.578	83.6	82.0	83.8	82.2	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ~ 15643	15246	15500	15050	15280	14800	14600
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1343.02	1321.91	1290	1280	1260	1240	1220
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ~ 4.6918	4.6460	4.62	4.51	4.57	4.45	4.35
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.438	56.783	56.6	54.8	55.0	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3560	1.34	1.33	1.36	1.34	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 31.491	31.764	31.5	30.8	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.74	35.00	35.0	33.8	33.9	32.7	32.5
ベトナムドン	(VND)	23415 ~ 23858	24008	24000	23700	23800	23600	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ~ 92.8750	94.4826	92.0	93.0	94.0	95.0	96.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	18.7998	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ~ 27.0326	25.9545	26.0	24.0	22.0	24.0	26.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.6967 ~ 5.4798	4.8834	4.85	5.00	5.05	5.10	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ~ 19.5882	16.8277	17.8	18.3	18.5	18.6	18.8
対円								
エマー・ジグアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ~ 20.054	20.036	19.45	19.86	19.72	19.57	19.57
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 18.508	18.613	18.01	18.16	17.90	17.69	17.65
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.769	1.767	1.69	1.73	1.67	1.68	1.70
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.967	0.957	0.910	0.944	0.916	0.932	0.938
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ~ 11.194	11.041	10.93	11.09	11.11	11.13	11.23
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ~ 31.666	31.303	30.52	31.49	30.63	31.01	31.49
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.625	2.559	2.49	2.59	2.55	2.57	2.56
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 107.29	107.63	105.22	106.45	103.09	102.99	103.79
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.663	4.582	4.48	4.61	4.59	4.60	4.64
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 4.175	4.170	4.03	4.20	4.13	4.22	4.22
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.6146	0.6075	0.59	0.60	0.59	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.521 ~ 1.948	1.545	1.53	1.53	1.49	1.45	1.43
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ~ 8.070	7.766	8.06	8.35	8.24	8.12	8.06
トルコリラ	(TRY)	5.108 ~ 7.482	5.613	5.42	5.92	6.36	5.75	5.27
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 30.405	29.907	29.07	28.40	27.72	27.06	26.86
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 8.541	8.673	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 25 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。