

2023 年 9 月 22 日

The Emerging Markets Weekly

FRB のタカ派姿勢維持を受けてドル高に押される

新興国市場:先週末 15 日、アジア時間の新興国通貨はまちまち。中国の堅調な経済指標の結果を受けて CNY は上昇も、THB や PHP は下落。欧米時間、前日の ECB 政策理事会の内容が材料視され、東欧通貨は軟調も、金属価格の上昇を受けて、中南米通貨の上昇が目立った。週初 18 日の新興国通貨は上値の重い推移。アジア時間、FOMC での利上げ停止観測が強まったが、米金利上昇に伴ってドル買いが優勢となった。引き続き THB や KRW の下落が目立った。欧米時間もアジア時間の流れが継続し、RUB はロシア中銀が利上げを実施するも前日比▲0.5%の下落、片や、資源価格が堅調に推移した中で、MXN、ZAR は対ドルで値を伸ばした。19 日の新興国通貨は東欧通貨の持ち直しが目立った。アジア時間、原油価格上昇に伴い、THB や PHP、INR といった非資源国通貨の売りが目立った。THB は 22 年 11 月以来の安値を記録した。欧米時間には RUB が前日から反発上昇、PLN も前日比で+0.9%の上昇となった。20 日の新興国通貨は FOMC での政策決定後、売り優勢となった。アジア時間、FOMC での情報発信を前に慎重な取引が継続したが、欧米時間に FRB が政策金利の現状維持を決定したものの、内容はタカ派であり、米金利が 5.1%台後半を記録、ドルの選好が強まったことで新興国通貨はほぼ全面安となった。KRW が前日比▲0.8%で月安値を更新した。21 日、アジア時間は前日の FOMC の結果を受けてドルに押される展開。CNY を中心にアジア通貨が軟調に推移した。欧米時間もこの流れが継続し、株安・通貨安での反応、BRL は前日比▲1.0%、MXN は同▲0.7%となった。南ア・トルコでは金融政策会合が実施されるも、現状維持の決定となり為替相場への影響は軽微に終わった。

アジア:15 日公表の中国 8 月小売売上高は前年比+4.6%、鉱工業生産は同+4.5%と共に市場予想を上振れ。同日、中国人民銀行は 1 年物の中期貸出ファシリティ(MLF)を 2.50%に据え置いた。21 日インドネシア銀行(中央銀行)は金融政策会合を実施し、政策金利を従来の 5.75%に据え置いた。同日、フィリピン中銀も政策金利を 6.25%に据え置いた。いずれも国内でのインフレ圧力が弱まったことを受けての決定と思われる。米大手銀行は 21 日、インド国債を新興市場債券指数に組み入れると発表した。これによりインド債券市場に国外から多額の資金流入を促すことが期待される。

中東欧・アフリカ: 15 日、ロシア中銀は市場予想に反し 100bp の利上げを実施し政策金利を 13.00%とした。国内のインフレリスクと RUB 安を意識した決定とみられる。南アフリカ中銀は 21 日、政策金利を 8.25%に据え置いた。トルコ中銀も同日、金融政策会合を実施しており、政策金利(1 週間レポレート)を現状維持の 30.00%とした。

ラテンアメリカ:ブラジル中銀は 20 日、政策金利を▲50bp 引き下げて 12.75%とした。前回 8 月会合で 3 年ぶりに利下げに転じて以降、2 会合連続での利下げとなった。

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@mhc.co.uk

市場概観(ブラジル)

事前予告通りに▲50bp の利下げを継続

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

ブラジル中央銀行(BCB)は 20 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を 13.25%から▲50bp 引き下げ、12.75%とした(図表 1)。前回 8 月会合で 3 年ぶりに利下げに転じて以降、2 会合連続での利下げとなった。前回会合の声明文において、下記の通り事実上▲50bp の利下げ実施を予告しており、今回会合での▲50bp の利下げは既定路線だった。なお、金融政策の先行きに関しても、「委員会は、インフレシナリオが予想通りの展開になれば、次回以降の会合においても同規模の追加利下げを実施することを、全会一致で予想する。このペースが、デイスインフレシナリオに必要な縮小的金融政策を維持するのに適切であると判断する。」との文言に変化はなく、次回会合でも▲50bp の利下げ実施が見込まれる。

域内の物価動向に関し、最新の 8 月のインフレ率(IPCA)は+4.61%(前年比、以下同様)と市場予想(+4.66%)を小幅に下回ったものの、7 月(+3.99%)からは大幅に伸びが加速した(図表 2)。ベース効果の影響もあり、5 か月ぶりの高水準だったが、中銀によるインフレ目標(2023 年:+3.25%±1.5%)には何とか収まった格好だ。内訳を確認すると、エネルギー価格が小幅ながらプラス寄与に転じたことが目を引く。ガソリン価格の再上昇や、一部地域における電力補助の終了が影響している公算が大きいだろう。一方で、BCB が算出するコアインフレ率は、8 月に+6.14%となっており、順調な鈍化を見せている。基調的なインフレ率は落ち着いていることがうかがえる。あくまでベース効果の影響なので過剰に反応する必要はないが、年末にかけインフレ目標の上限(2023 年:+4.75%)を再度上回る可能性が非常に高いと考えている。

かかる中、先々のインフレ見通しは、8 月半ば以降おおむね横ばいで推移している。BCB の市場サーベイ(9 月 15 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは、2023 年で前年比+4.86%、2024 年で同+3.86%、2025 年で同+3.5%という(図表 3)。前回会合時点の調査より、2023 年が+0.02%ポイント、2024 年が▲0.04%ポイント修正されているが、ほぼ不変と考えてよいだろう。なお、BCB の見通しによれば、通年のインフレ率に関し 2023 年に前年比+5.0%、2024 年に同+3.5%、2025 年に同+3.1%となっており、こちらは前回会合からそれぞれ+0.1%ポイント上方修正されている。

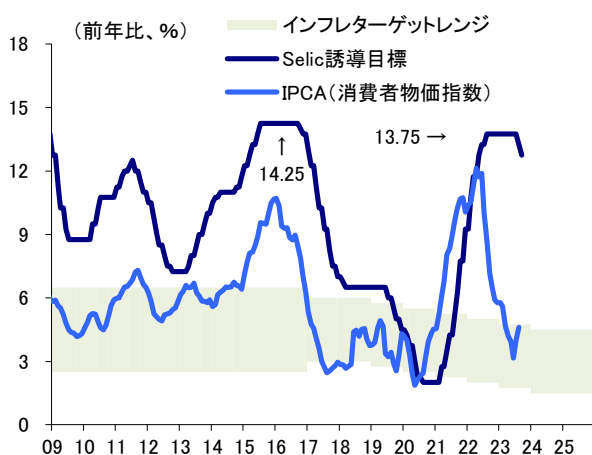
インフレ見通しのリスクバランスに関する文言に関しては、上下双方向に広がっているとの判断は不変だった。足許では、議会が税制改革や歳入増加を目的とした法案を審議している最中であり、財政に対する楽観姿勢がさらに強まるようであれば、インフレのリスクバランスが下方に傾く可能性もあるだろう。こうした中、上述の BCB サーベイでは、2023 年末の政策金利見通しが 11.75%となっており、年末にかけて▲50bp の利下げが連続するとの予測が織り込まれている(図表 4)。なお、同調査では 2024 年に合計▲275bp の利下げ実施が予想されているが、域内経済の予想外の耐久性が来年も継続するようであれば、利下げペースが思ったほど速くはならない可能性はある(図表 5)。BCB も、国内経済に関し「以前の予想より強い回復力を示した」としており、事実上景気認識を上向けている。もっとも、今後景気減速に向かうという見方自体は変えていないようだ。

以上、BCB は事前予告通りに▲50bp の利下げを実施した。今回の決定は投票が割

れた前回会合とは違い全会一致であり、Copom 内の意見の相違も少なくなったと推察される。9 月初旬には、フェルナンド・アダジ財務相から▲75bp の利下げを求める声も聞かれたが、政権に近いと思われる Copom メンバーでもその流れには追従しなかったようだ。かかる中、政権サイド、あるいは民間企業団体から利下げペースの加速を求める声は今後も聞かれることになるだろうが、BCB は「ディスインフレーションが強化され、インフレ期待が目標を中心に固定されるまで、収縮的な金融政策を継続する必要性を強化」することにコミットしており、少なくとも年内残りの 2 会合は▲50bp の利下げが続く可能性が高いだろう。

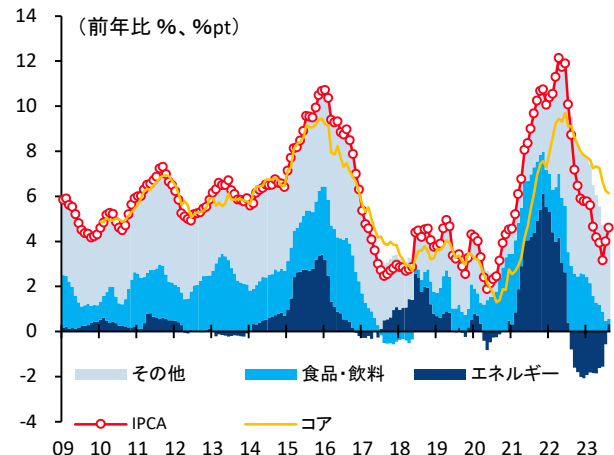
前回会合以降の BRL 相場は、5.0 付近に弱含む場面も何回もあったが、その度に買い戻しに至っている(図表 6)。高止まりする米金利や BCB のハト派姿勢が BRL の下落要因となった一方で、底堅い域内の株式市場や、上昇基調にある資源価格が BRL の下支えとなっているのだろう。かかる中、先行きの BRL 相場は、弱含みを想定している。上述の通り、BCB の利下げは継続的に行われる見込みであり、域内金利には低下圧力がかかるだろう。今回の Copom と同日には FOMC が政策金利の据え置きを決定したが、公表されたドットチャートはタカ派な内容となった。米金利は高止まりする公算が大きく、ブラジルと米国の金利差は縮小に向かうだろう。また、それに連関し、キャリー目的の BRL 買い圧力も後退に向かうと予測する。加えて、中国経済回復が遅れる中、同国向けの輸出減を通じ実需面も BRL 安に寄与すると考える。ただ、FRB の動向や資源価格次第では BRL が強含む可能性もあるだろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



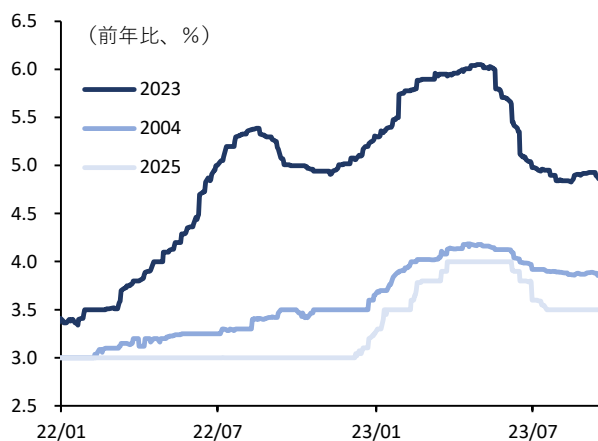
出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度



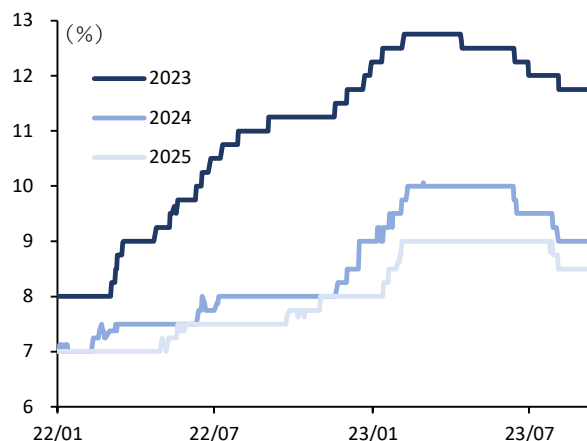
(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3:BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)


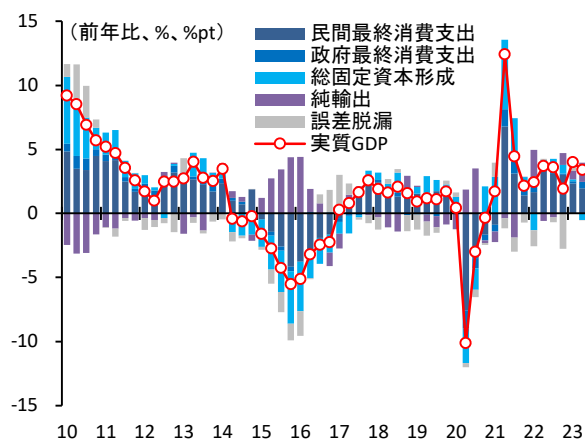
(注)2023 年 9 月 15 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

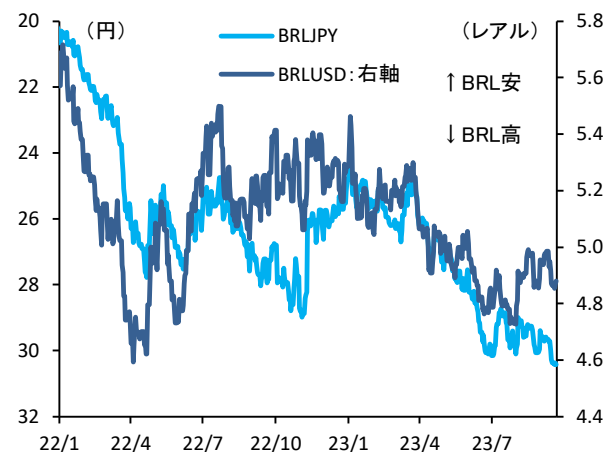
図表 4:BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)


(注)2023 年 9 月 15 日時点

出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5:実質 GDP 成長率


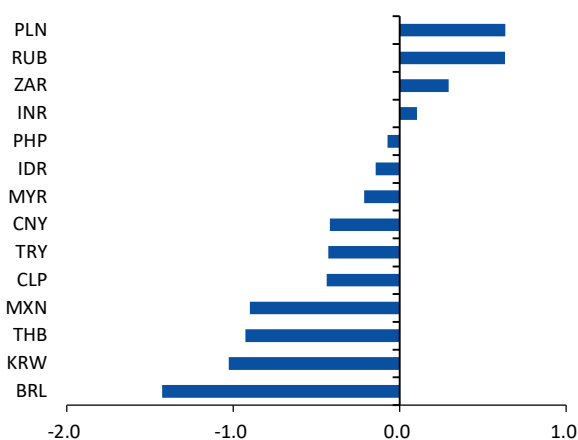
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 6: BRL スポットレート(日足)


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

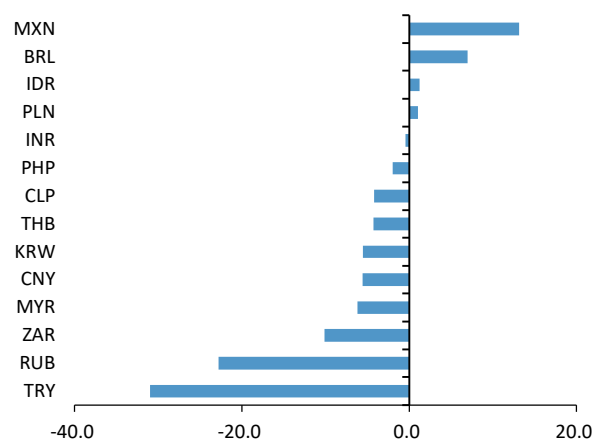
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



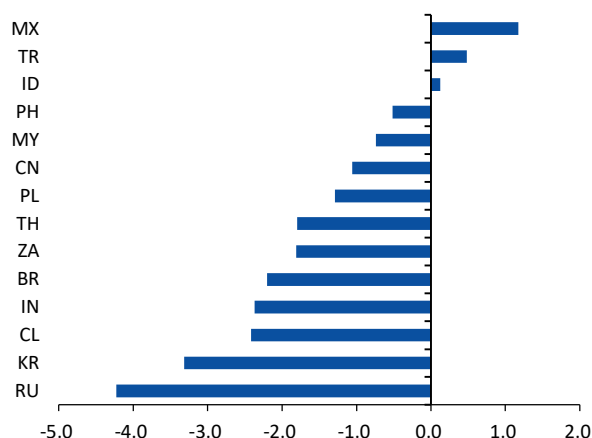
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



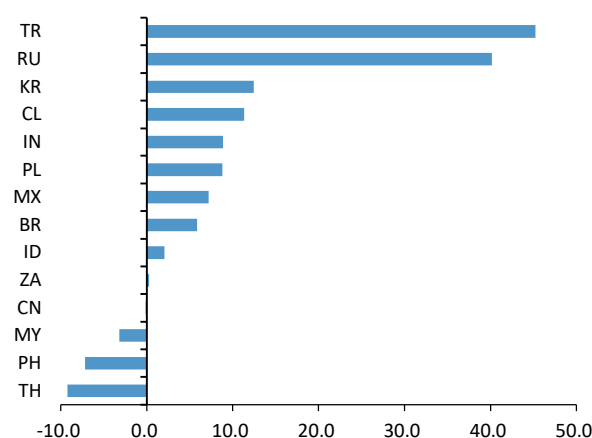
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



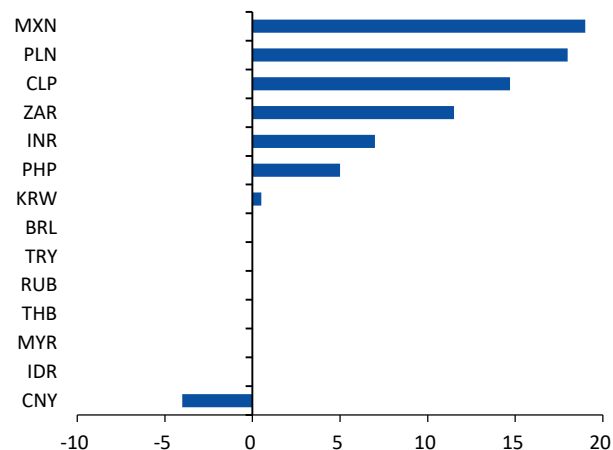
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

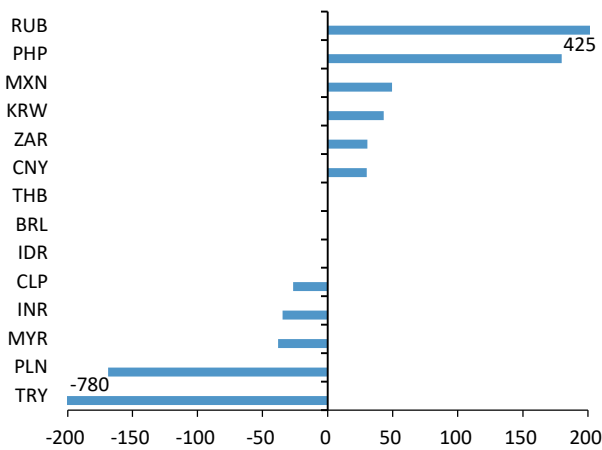
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

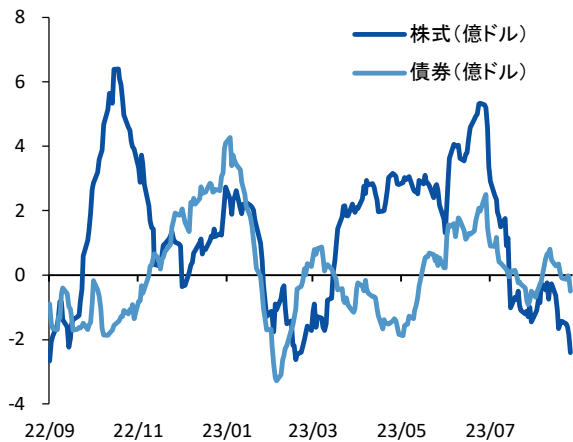


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

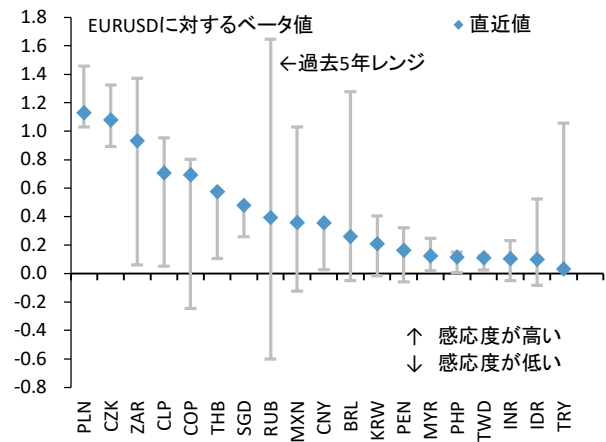
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



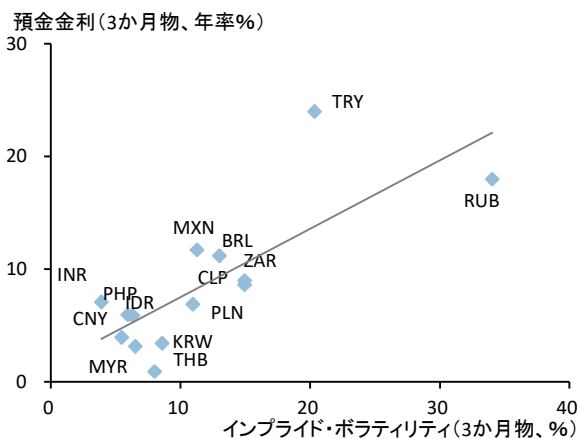
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



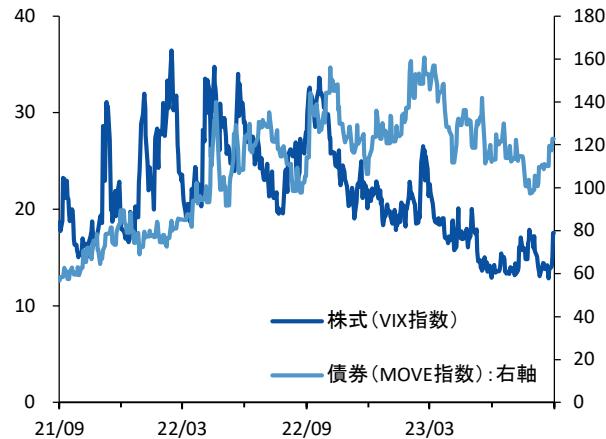
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



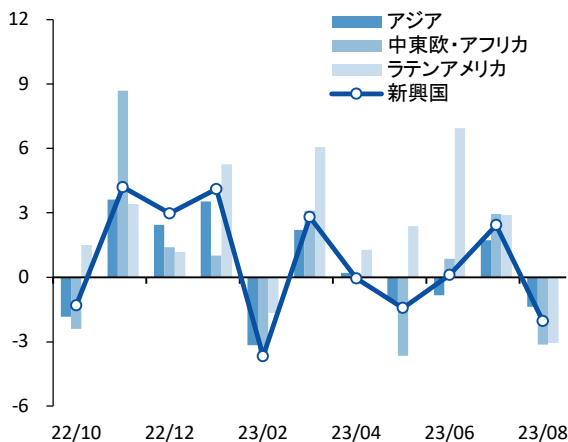
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



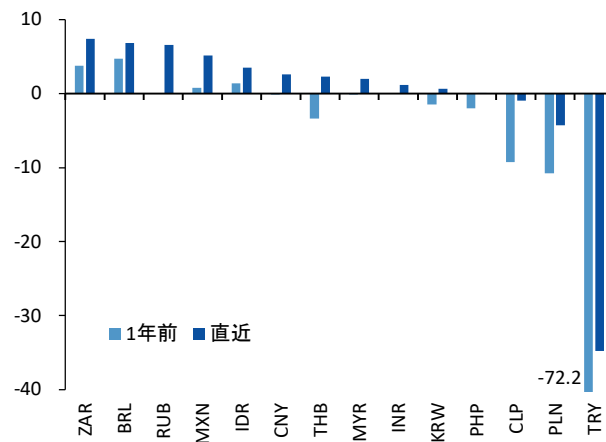
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
9月18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-17.1%	-20.1%	-20.2%	-20.3%
9月19日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	-16.3%	-18.6%	-13.1%	--
9月19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$57m	-\$53m	--
9月20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	-11.4%	-15.7%	-12.0%	--
9月21日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	6.25%	6.25%	6.25%	--
9月21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%	--
9月21日 (木)	台湾	CBC指標金利	1.875%	1.875%	1.875%	--
9月22日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.0%	--	2.0%	--
9月22日 (金)	台湾	失業率	3.4%	--	3.4%	--
9月23日 (土)	台湾	鉱工業生産(前年比)	-13.2%	--	-15.2%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1913m	--	-\$1978m	-\$1978m
9月25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.1%	--
9月26日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	--	103.1	--
9月26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.9%	--
9月26日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-47.8b	--
9月27日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	69	--
9月27日 (水)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	-6.7%	--
9月27日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	--	--	2.25%	--
9月29日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	51	--
9月29日 (金)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	51.8	--
9月29日 (金)	タイ	国際収支・経常収支	--	--	-\$445m	--
9月29日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	\$355m	--
中東欧・アフリカ						
9月20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.8%	4.8%	4.7%	--
9月20日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-1.1%	-1.8%	-0.9%	--
9月21日 (木)	ロシア	CPI(前週比)	--	0.13%	0.13%	--
9月21日 (木)	トルコ	1週間レポレート	30.00%	30.00%	25.00%	--
9月21日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	8.25%	8.25%	8.25%	--
9月22日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	7.3%	--
9月28日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.9%	--
9月28日 (木)	ロシア	失業率	--	--	3.0%	--
9月29日 (金)	トルコ	貿易収支	--	--	-12.22b	--
9月29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	8600m	8300m
ラテンアメリカ						
9月19日 (火)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.0%	0.7%	2.1%	--
9月20日 (水)	ブラジル	SELICレート	12.75%	12.75%	13.25%	--
9月21日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	4.9%	5.1%	5.9%	--
9月22日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	3.6%	--	4.1%	--
9月25日 (月)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$3605m	--
9月25日 (月)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$4244m	--
9月26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	4.2%	--
9月27日 (水)	メキシコ	貿易収支	--	--	-881.2m	--
9月28日 (木)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	-7.2%	--
9月28日 (木)	メキシコ	失業率(季調前)	--	--	3.1%	--
9月28日 (木)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	11.25%	--

注: 2023 年 9 月 22 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 1～8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 ～ 7.3175	7.3064	7.25	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8211	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.163	83.093	83.6	82.0	83.8	82.2	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15643	15375	15500	15050	15280	14800	14600
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1343.42	1339.75	1330	1320	1310	1280	1250
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2250 ～ 4.6918	4.6933	4.62	4.51	4.57	4.45	4.35
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.976	56.853	56.6	54.8	55.0	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3625	1.3668	1.35	1.34	1.36	1.34	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.012	32.118	31.7	31.5	31.2	30.6	30.0
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.74	36.15	35.0	33.8	33.9	32.7	32.5
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24190	24303	24200	23700	24100	23600	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.2300	96.0883	96.0	98.0	100.0	102.0	104.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.9552	19.0	18.8	19.0	19.2	19.4
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 27.3069	27.1206	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	4.9351	4.95	5.00	5.05	5.10	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	17.2238	17.0	17.8	18.2	18.5	18.7
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.201	20.191	20.14	20.56	20.42	20.28	20.14
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 18.780	18.870	18.62	18.75	18.52	18.31	18.12
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.782	1.776	1.75	1.79	1.73	1.74	1.75
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.967	0.960	0.942	0.977	0.949	0.966	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.194	11.014	10.98	11.14	11.07	11.17	11.28
マレーシアリングギ	(MYR)	29.106 ～ 31.698	31.565	31.60	32.59	31.73	32.13	32.41
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.625	2.606	2.58	2.68	2.64	2.66	2.64
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 108.56	107.99	107.91	109.46	106.77	106.72	106.82
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.663	4.603	4.61	4.67	4.65	4.67	4.70
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.184	4.086	4.17	4.35	4.28	4.37	4.34
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6146	0.6071	0.60	0.62	0.60	0.61	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.422 ～ 1.948	1.536	1.52	1.50	1.45	1.40	1.36
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.070	7.786	7.68	7.82	7.63	7.45	7.27
トルコリラ	(TRY)	5.108 ～ 7.482	5.437	5.62	6.13	6.59	5.96	5.42
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 30.405	29.909	29.49	29.40	28.71	28.04	27.65
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.570	8.59	8.26	7.97	7.73	7.54

注: 1. 実績の欄は 2023 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 22 日の 8 時 35 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。