

2023 年 10 月 6 日

The Emerging Markets Weekly

中南米通貨の下落が目立つ、MXN は 4 月以来の安値に

新興国市場:先週末 9 月 29 日、アジア時間は中国が大型連休に入り、他の国も休場だったことから商い薄の中、新興国通貨は底堅く推移。THB や PHP が上昇した。欧州時間も新興国通貨は堅調だったが、米国時間に入ると米金利の上昇に連れてドルも反発。新興国通貨は下げに転じた。RUB が軟調。10 月 2 日の新興国通貨は概ね下落。アジア時間、先週末に米連邦政府機関閉鎖は回避されるも米金利の高止まりが新興国通貨の重しとなった。THB は引き続き財政赤字への懸念が下押し材料となり、前日比▲1.4%下落した。欧米時間、米 9 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を上振れ、米金利が続伸し全面ドル高。RUB や ZAR、MXN が前日比▲1.0%超下落。ZAR は南アフリカ 9 月製造業購買者担当景気指数(PMI)が 8 か月連続で 50 を下回ったことが嫌気された。3 日、アジア時間の新興国通貨は続落した。IDR や THB が軟調。欧米時間、米 8 月 JOLT 求人件数の市場予想上振れを受け米金利の大幅上昇・ドル高となった。MXN と BRL が前日比▲2.0%超下落。4 日のアジア時間、引き続きドルが強く、新興国通貨は売り優勢。休場明けの KRW が前日比▲1.0%下落。欧米時間、米 9 月 ADP 民間雇用者数が市場予想を下回り、米 9 月 ISM 非製造業景気指数が前月から低下したことを受けて米金利が下げに転じ、ドルも反落。これを受けて MXN は大幅に上昇した。5 日、アジア時間の新興国通貨は米金利低下を背景に大半が小幅に持ち直した。KRW は韓国 9 月消費者物価指数(CPI)が再加速したことを受けて大幅に上昇。THB や SGD も値を伸ばした。欧米時間、米金利が一服する中で、ドルは下落。東欧通貨の大半が上昇する一方、中南米通貨は原油価格の下落が重しとなった。MXN は前日比▲1.7%下落、ZAR も値を下げた。

アジア:9 月 30 日発表の中国 9 月製造業 PMI は 50.2 と 3 月以来、景気拡大・縮小の分け目となる 50 を上回り、非製造業 PMI も 51.7 と前月から改善した。10 月 2 日発表のインドネシア 9 月 CPI は前年比+2.28%と 8 月から鈍化。タイのセター首相は 3 日、THB 安について現状外為市場に介入する意向がない点に言及した。インドネシア中央銀行(BI)のデストリ・ダマヤンティ上級副総裁は 4 日、過去の利上げと物価動向に鑑み、10 月会合で政策金利の据え置きを示唆した。5 日発表の韓国 9 月 CPI は前年比+3.7%、フィリピン 9 月 CPI は前年比+6.1%とそれぞれ 8 月から加速し、市場予想を上振れた。同日発表のタイ 9 月 CPI は前年比+0.3%と 8 月から鈍化、市場予想を下振れた。

中東欧・アフリカ:トルコ 9 月 CPI は前年比+61.53%で 8 月から加速。インフレ収束が見通せない中で、2 日にイラクからトルコへ通じるパイプラインが約 6 か月ぶりに稼働再開する可能性が報じられるも、TRY は過去最安値を更新した。

ラテンアメリカ:米金利高と資源価格の調整に押されて軟調推移が目立った。MXN は週間で▲4.6%の下落、4 月以来の安値を記録した。ARS は今月実施の選挙を控え、政局の不透明感が嫌気される中、史上最安値を更新した。

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(メキシコ)

FRB のタカ派姿勢を前に、利下げ開始時期の 後ろ倒しが必至

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

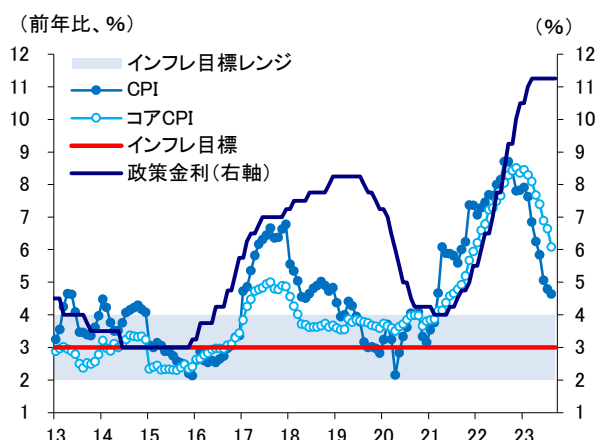
メキシコ中央銀行(Banxico)は 9 月 28 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を 11.25%で据え置くことを全会一致で決定した(図表 1)。これは、本欄及び市場予想通りの結果だ。なお、据え置きは 4 会合連続だ。前回 8 月会合の議事要旨において早期の利下げ転換を否定しており、今回会合の注目点も政策決定というより、声明文の内容といった中身であった。かかる中、声明文でも、「インフレ目標を達成するために政策金利を現在の水準に長期間維持することが必要」との政策金利のフォワードガイダンスが踏襲されており、「より長く」のステージでの前進が続いていることがわかる。

懸案のインフレ動向について Banxico は、デシインフレ進行を好感しているものの、目標(前年比+3%)に収斂していく時期の見通しは後ろ倒しするなど、警戒感を高めている。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順調に伸びが減速している(図表 2)。直近 8 月の CPI は、+4.64%(前年比、以下同様)と前月(+4.79%)から減速した。内訳を確認すると、コア財(+7.82%→+6.86%)がインフレ鈍化に大きく寄与した格好だ。鈍化の遅れが目立っていたコアベース(+6.64%→+6.08%)もここも急速に減速させており、物価の基調も下向きだ。ただし、予想外に堅調な域内経済を前に、Banxico はインフレに対する警戒感を再度強めている。同行の CPI 見通しにおいても、2023 年 10~12 月期から 2025 年 1~3 月期にかけての数字がそれぞれ上方修正されている(図表 3)。インフレ目標近傍に達する時期に関しても、前回の 2024 年 10~12 月期から、2025 年 4~6 月期に明確に後ろ倒しとなった。「デシインフレが進行している」との考えに変わりはないようだが、見通しの複雑さやインフレのリスクバランスが上方に傾いていることを強調しており、先々のインフレ鈍化に対する自信は若干後退したようだ。

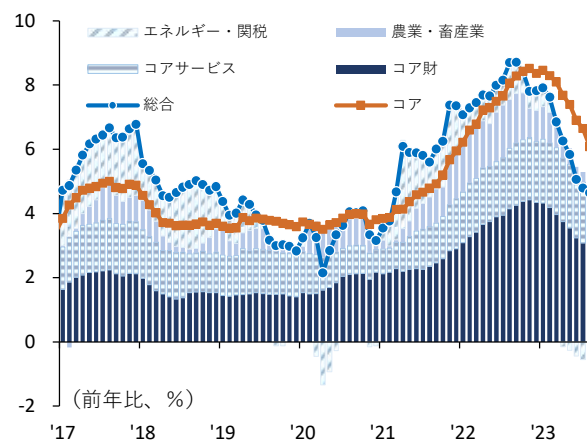
かかる中、上述の通り、Banxico はインフレ見通しの上方修正とともに、「より長く」政策金利を維持する政策を前面に押し出している。インフレリスクの上方への傾きが解消され、更なるデシインフレの進行を待たなければ利下げ開始は支持されない。本欄では、早ければ年内利下げの可能性があると指摘していたが、今回会合の結果を受け、その予想を後ろ倒しせざるを得ない。また、Banxico は伝統的に対米政策金利格差を意識した政策運営を行っており、FRB のタカ派姿勢堅持の観測も、Banxico の据え置き長期化を支持するだろう。国際金融市場の不安定化や予想以上の世界経済の減速に加え、FRB のハト派急転換には注意を払う必要があるものの、本欄では早くとも 2024 年 1~3 月期での利下げ開始をメインシナリオとしたい。

9 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』の予測通り、軟調な推移となっている(図表 4)。通貨当局による為替ヘッジプログラムの段階的縮小の公表が嫌気されたほか、FRB の「タカ派的な現状維持」を見込んだ米長期金利の高止まりが逆風となっている。先行きに関しても、軟調な推移を続けるだろう。Banxico の利下げ時期は後退を余儀なくされるとはいえ、タカ派姿勢は今後軟化が見込まれる。利下げ時期も、FRB のそれよりは明確に早いだろう。金利面の MXN の優位性は剥落に向かうと考える。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

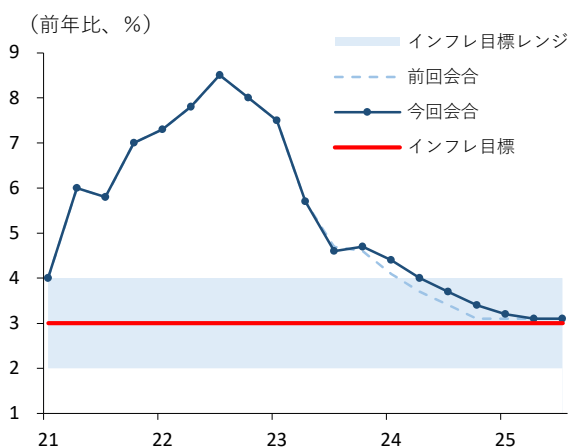
ションも緩やかに取り崩しが進んでおり、今後も縮小が見込まれる。かかる中、本年末にかけ、MXN は 18.0 付近に向け弱含むと考えている。

図表 1: 政策金利とインフレ率


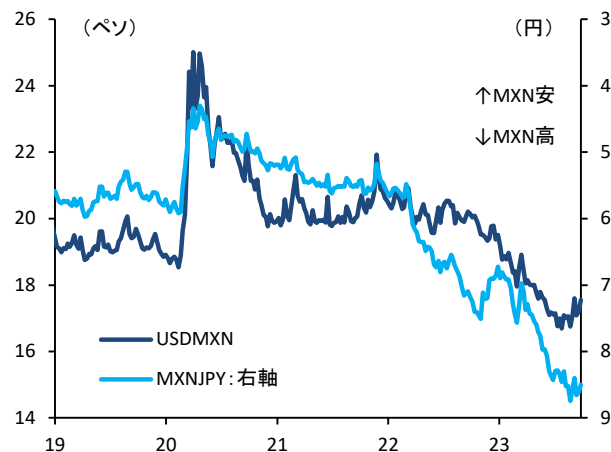
出所: Bloomberg、みずほ銀行

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(新興国)

製造業の採用意欲に陰り

金融市場部
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、9 月製造業 PMI は 49.1 と 8 月(49.0)からは上昇も、13 か月連続で中立水準(=50)を割り込んでおり、製造業の景況感は明確に下向きだ。先進国(46.8→47.4)は生産や新規受注を中心に上昇も、12 か月連続で中立水準割れを記録した。片や、新興国(51.4→50.9)は雇用を中心に低下も、8 か月連続で中立水準超えを維持した(図表 1、2)。また、グローバル非製造業 PMI(51.1→50.8)は 4 か月連続で低下。内訳を確認すると、先進国は 50.2 で横ばい、新興国(53.1→51.9)は 5 か月連続で低下した。

これらを合わせたコンポジット PMI は 50.5 と前月(50.6)から 4 か月連続で低下も、8 か月連続で中立水準超えを維持。世界経済の実質 GDP 成長率は 4～6 月期はプラス成長を維持も、前四半期からは勢いを落とした(図表 3)。PMI の推移を確認する限り、足許かけては引き続き減速基調にあるものと考えたい。

9 月グローバル製造業 PMI の特徴は、新興国における雇用指数の低下だろう(図表 4)。新興国の雇用指数は、9 月に 49.3 と 2 か月ぶりに中立水準割れに転落した。3 月以降は右肩上がりでの推移を続けてきたが、9 月に大きく反転した格好である。パンデミック後の極度な人手不足と採用難に対する反省から、製造業需要が下向く中でも企業の採用意欲は一定を保ってきたが、需要停滞が長期化する中で企業の姿勢にも変化が生まれてきた可能性があるだろう。

製造業 PMI の構成指数別には、雇用指数以外の 4 指数が PMI の上昇に寄与した。生産指数は、先進国の上昇がけん引し、小幅に全体を押し上げた(図表 5)。新規受注も同様に先進国主導で改善が見られた(図表 6)。ただし、15 か月連続の中立水準割れは継続しており、短期の先行きは依然弱い状態が続いている。また、購買品在庫は先進国の上昇が寄与した(図表 7)。とはいえ、12 か月連続で中立水準割れを記録しており、在庫取り崩しの流れは止まっていない。最後に、入荷遅延指数(逆インデックス)は、先進国・新興国いずれも低下した(図表 8)。パンデミック後の供給政策改善には、明白に一服感があるだろう。ただ、製造業需要が弱いことを加味すれば、入荷遅延指数の大幅な低下には至らないものと考えたい。

個別の新興国では、台湾製造業 PMI の底入れに着目したい。9 月には 46.4 と 8 月(44.3)から上昇し、4 月以来の水準に戻した。もちろん、17 か月連続で中立水準割れを記録しており、決して良好な結果とはいえないが、ここ数か月の動きからは底打ち感も見えて取れる。特に、新規輸出受注指数は 41.9 から 46.0 にまとまった幅で改善しており、同国が強みを持つ半導体市場も、グローバルに需要の再拡大が期待される状況だ。本格的な回復には程遠いだろうが、4～6 月期には世界の半導体売上高も前期比でプラスに復帰しており、今後はこうした流れが加速するかに注目が集まる。

(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、10 月 5 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



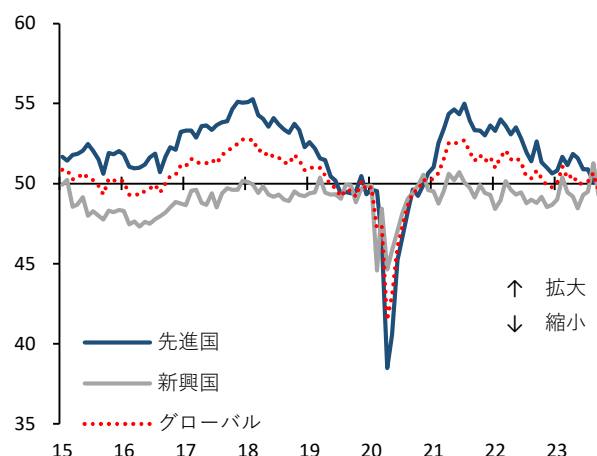
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3:グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



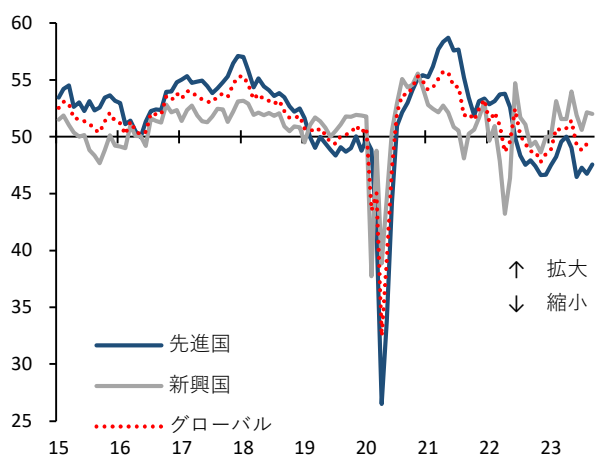
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4:製造業 PMI・雇用指数



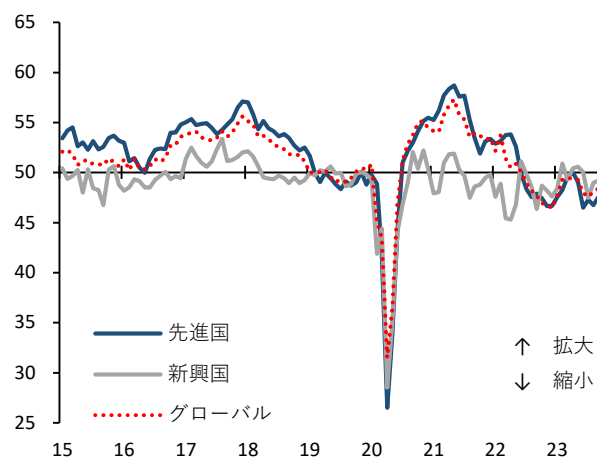
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5:製造業 PMI・生産指数



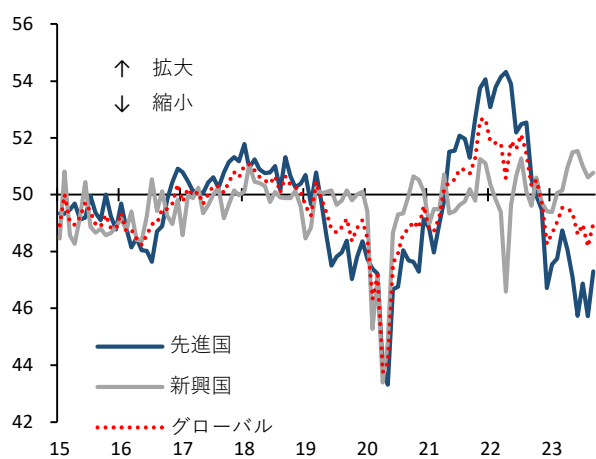
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6:製造業 PMI・新規受注指数



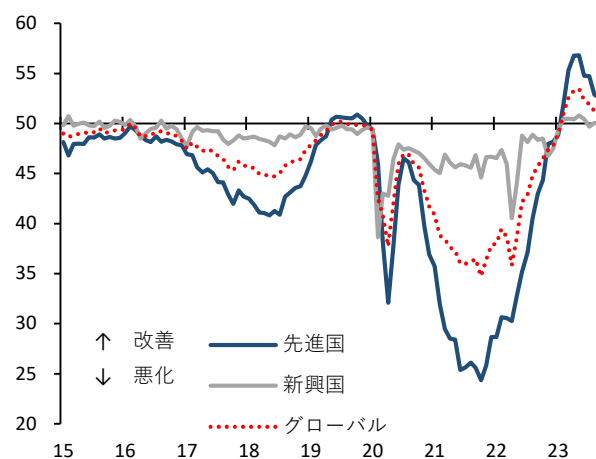
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

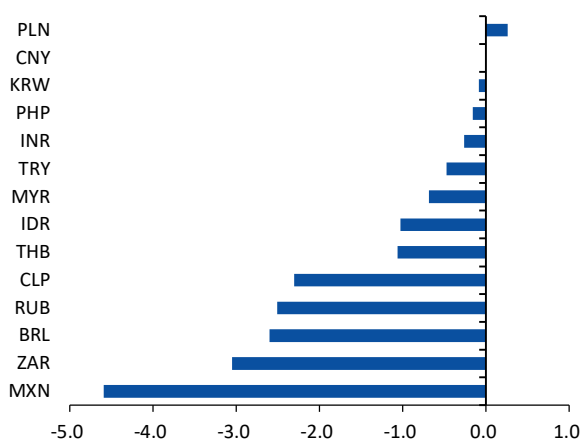
図表 8: 製造業 PMI・入荷遅延指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

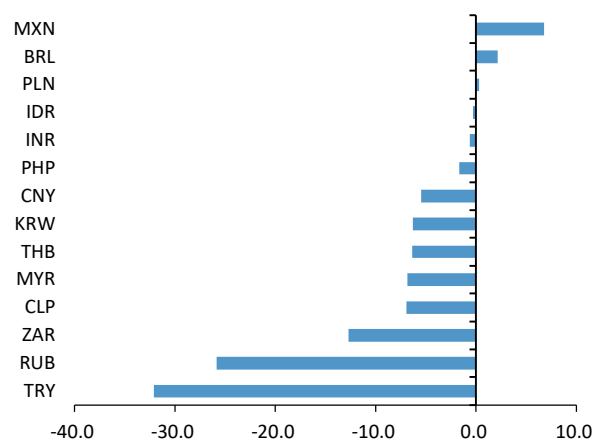
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



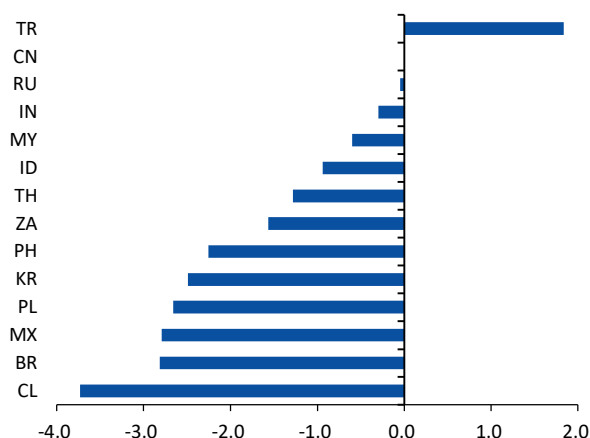
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



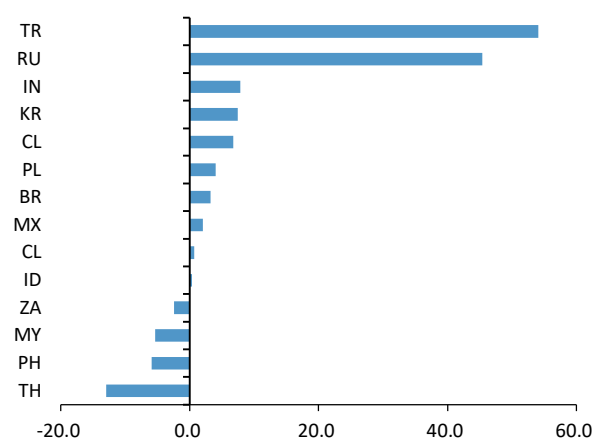
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



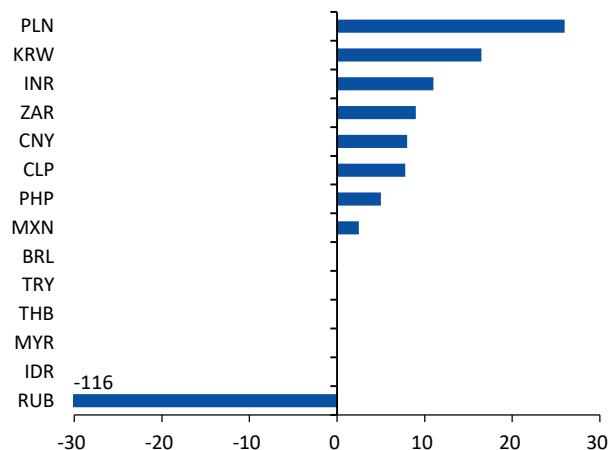
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

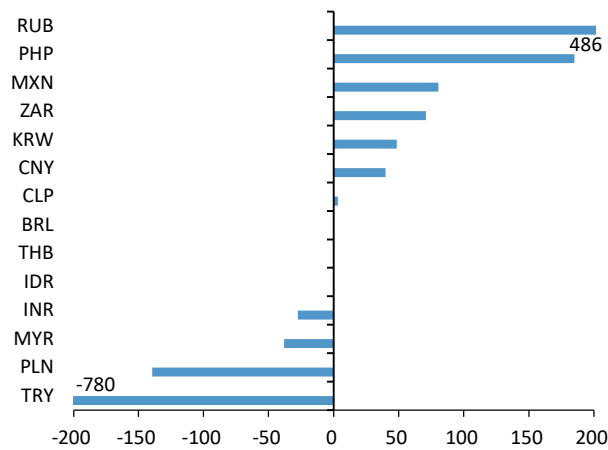
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

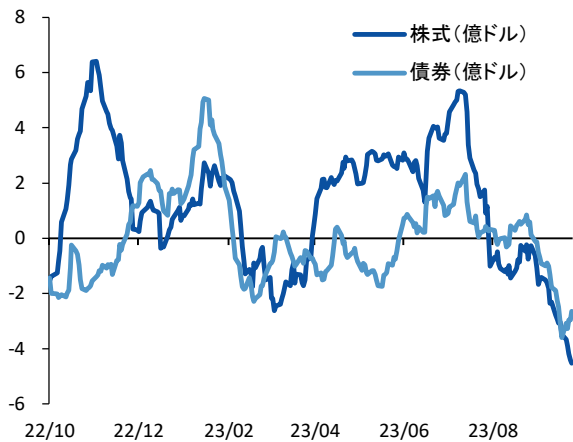


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

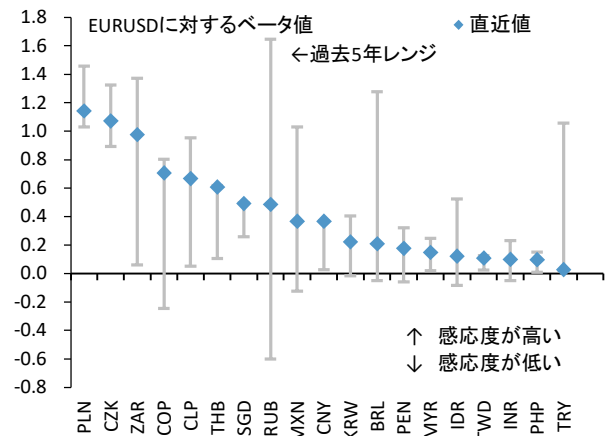
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



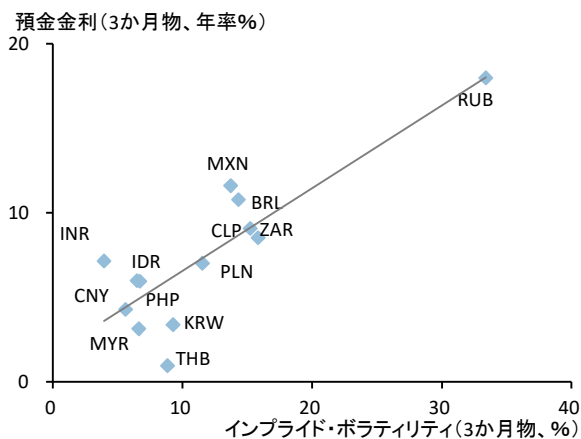
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



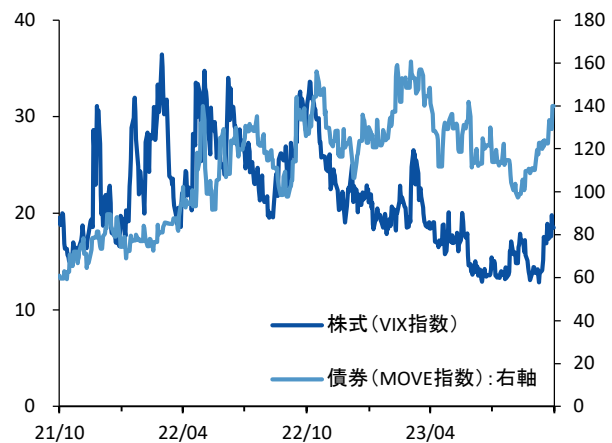
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



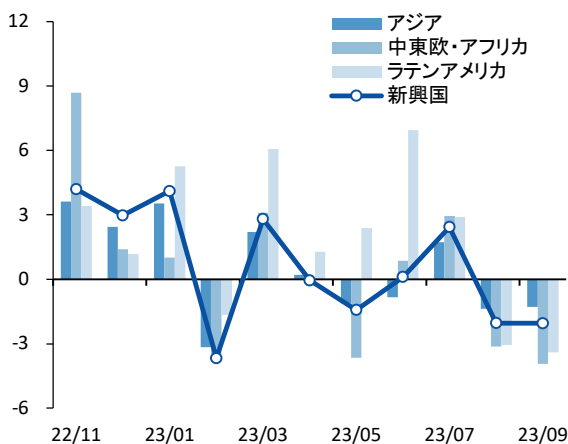
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



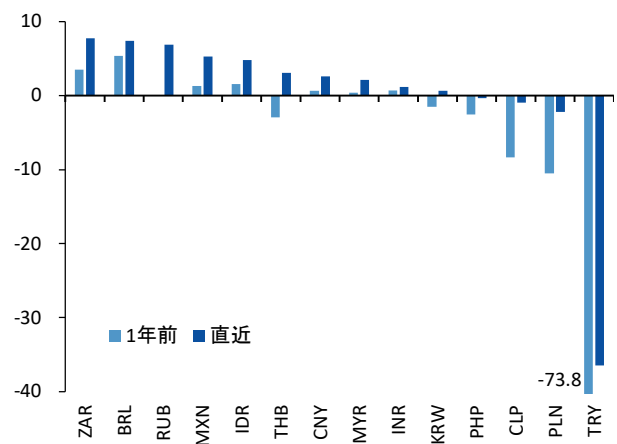
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
10月2日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	2.2%	2.3%	3.3%	--
3日 (火)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.1	49.9	--
4日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	-5.8%	-0.5%	-8.0%	-8.1%
5日 (木)	韓国	CPI(前年比)	3.5%	3.7%	3.4%	--
5日 (木)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	5.3%	6.1%	5.3%	--
5日 (木)	タイ	CPI(前年比)	0.7%	0.3%	0.9%	--
5日 (木)	シンガポール	小売売上高(前年比)	0.9%	4.0%	1.1%	1.3%
5日 (木)	台湾	CPI(前年比)	2.5%	2.9%	2.5%	--
6日 (金)	インド	RBI政策金利	6.50%	--	6.50%	--
9-13日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	0.5%	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4201m	--
11日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$3578.8m	--
11日 (水)	台湾	貿易収支	--	--	\$8.59b	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.7%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.7%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	--	--	6.8%	--
13日 (金)	中国	CPI(前年比)	--	--	0.1%	--
13日 (金)	中国	PPI(前年比)	--	--	-3.0%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	--	--	\$68.36b	\$68.20b
13-16日	インド	輸出(前年比)	--	--	-6.9%	--
13-16日	インド	輸入(前年比)	--	--	-5.2%	--
中東欧・アフリカ						
10月3日 (火)	トルコ	CPI(前年比)	61.6%	61.5%	58.9%	--
3日 (火)	トルコ	PPI 前年比	--	47.4%	49.4%	--
5日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	4.9%	4.9%	4.9%	--
10日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	7.4%	--
10日 (火)	ロシア	経常収支	--	--	9562m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	--	--	-5.47b	--
12日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	5.2%	--
12日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	2.3%	--
ラテンアメリカ						
10月3日 (火)	メキシコ	送金総額	--	\$5563.3m	\$5651.5m	--
3日 (火)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$9000m	\$8904m	\$9767m	\$9545m
3日 (火)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.0%	0.5%	-1.1%	--
3日 (火)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	28.0%	29.1%	28.8%	--
6日 (金)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	0.3%	--	0.1%	--
9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.6%	--
11日 (水)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前月比)	--	--	0.2%	--
11日 (水)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	3.1%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	4.8%	--

注: 2023 年 10 月 6 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 1～9月（実績）	SPOT	2023年 12月	3月	2024年 6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ～ 7.3503	7.2980	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8306	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.274	83.258	82.9	82.8	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15643	15618	15230	15080	15670	15350	15050
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1357.27	1350.51	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.7080	4.7277	4.62	4.56	4.69	4.64	4.60
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 57.084	56.678	55.9	55.5	57.2	56.0	55.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3740	1.3669	1.36	1.35	1.39	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.294	32.299	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 36.83	36.95	35.7	35.3	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24445	24398	24400	24200	24500	24100	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.2300	100.0562	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	19.5143	20.0	20.2	20.4	20.2	20.0
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 27.4931	27.5704	26.0	25.0	24.0	25.0	26.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.6967 ～ 5.4798	5.1671	5.00	5.05	5.10	5.10	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	18.2732	17.8	18.2	18.5	18.7	19.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.460	20.335	20.83	21.25	20.70	20.70	20.43
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 19.141	18.959	19.13	19.52	18.90	18.82	18.51
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.799	1.783	1.81	1.85	1.75	1.76	1.76
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.968	0.951	0.985	1.015	0.944	0.958	0.957
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.194	10.993	11.19	11.50	11.30	11.40	11.34
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.886	31.509	32.47	33.55	31.56	31.68	31.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.637	2.630	2.68	2.76	2.59	2.63	2.62
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 109.54	108.61	110.13	113.00	106.86	109.05	107.87
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.663	4.596	4.69	4.81	4.70	4.74	4.72
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.184	4.018	4.20	4.33	4.05	4.14	4.11
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6149	0.6085	0.61	0.63	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	1.484	1.55	1.56	1.49	1.47	1.43
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.070	7.609	7.50	7.57	7.25	7.28	7.20
トルコリラ	(TRY)	5.108 ～ 7.482	5.372	5.77	6.12	6.17	5.88	5.54
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 30.506	28.729	30.00	30.30	29.02	28.82	28.24
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.125	8.43	8.41	8.00	7.86	7.58

注: 1. 実績の欄は 2023 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 6 日の 7 時 10 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。