2023 年 10 月 20 日

The Emerging Markets Weekly

今週も中東情勢への懸念と米金利上昇が重しに

金融市場部
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

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

新興国市場：先週末 13 日のアジア時間の新興国通貨は、大半が軟調。前日発表された米 9 月消費者物価指数（CPI）が市場予想を上振れてドルが買われる展開となった。欧米時間、米 10 月ミシガン大学期待インフレ率の強い結果を受けて、新興国通貨は下押しされ、MXN や BRL の下落が目立った。週初 16 日、アジア時間の新興国通貨は中東情勢への懸念や原油価格の上昇が重しとなり THB や KRW が売られた。欧米時間、主要国の働きかけにより中東情勢の悪化が回避されたことでリスク心理が改善し、新興国通貨は反発。ZAR と MXN は前日比+1.0%超上昇した。17 日のアジア時間の新興国通貨は前日より高水準で取引を開始するも、CNY 安に連れて上値重く推移。欧州時間は独 10 月 ZEW 景気期待指数の改善を好感してユーロが上昇、東欧通貨の大半も連れ高となった。米国時間、米 9 月小売売上高が市場予想を上振れ、ドル買い優勢となった。また、パレスチナガザ地区への空爆を受けて再びリスク心理が悪化し、新興国通貨は軟調。MXN や RUB が値を下げた。18 日のアジア時間は中国経済指標の結果が新興国通貨の下支えとなるも、中東情勢への懸念が引き続き上昇幅を抑える地合い。欧米時間、リスクオフムードは更に高まりドル高・新興国通貨安となった。MXN と ZAR は前日比▲1.0%超下落。19 日、アジア時間の新興国通貨は引き続き米金利上昇を背景に大半が軟調推移。KRW や IDR、THB が値を下げた。MYR は 1998 年以来の安値をつけた。欧米時間、パウエル FRB 議長が追加利上げに対して慎重な発言を残しドルが反落、RUB は原油価格の上昇も支えとなり前日比+1.2%値を伸ばした。

アジア：13 日公表の中国 9 月消費者物価指数（CPI）は前年比+0.0%とディスインフレは継続。中国 9 月貿易収支は+777 億ドルの黒字となったが、輸出は前年比▲6.2%、輸入は同▲6.2%だった。シンガポール金融通貨庁（MAS、中央銀行）は 13 日、金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定。マレーシアのアンワル政権は 13 日に 24 年度の予算案を発表した。歳出総額は 3938 億リンギ（約 12 兆 4000 億円）と、過去最大の歳出規模となる。18 日、中国 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.9%と市場予想を上振れた。この結果を受けて、CNY は上昇し、アジア通貨全般も連れ高となったが長続きせず、週間での動きは総じて軟調さが目立った。韓国銀行（BOK、中央銀行）は 19 日、政策金利を 6 会合連続で 3.50%に据え置いた。IDR は 19 日にインドネシア銀行（BI、中央銀行）の金融政策会合の前に下落し、20 年 4 月以来の安値を記録。BI は市場予想に反し、政策金利を 25bp 引き上げ 6.00%にすることを決定。IDR は BI の会合後、一時上昇もその後売り戻された。

中東欧・アフリカ：中東情勢の緊迫が続く中、16 日にイスラエルシェケル（ILS）は 2015 年以来の安値をつけた。18 日発表の南アフリカ 9 月 CPI は前年比+5.4%と 8 月から加速、市場予想通りの結果となった。ポーランド・ズロチ（PLN）はポーランドの総選挙の結果を受けて週間で+2.5%上昇した。

市場概観（シンガポール）

MAS は金融政策を現状維持、会合は年 4 回の開催へ

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

シンガポール金融通貨庁（MAS、中央銀行）は 13 日、金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MAS は昨年にかけて S$NEER（名目実効為替レート）の政策バンドの中央値、政策バンドの傾斜の引き上げなど強い金融引き締めを実施してきた（図表 1）。ロイターの事前予想では現状維持が有力視されていた。

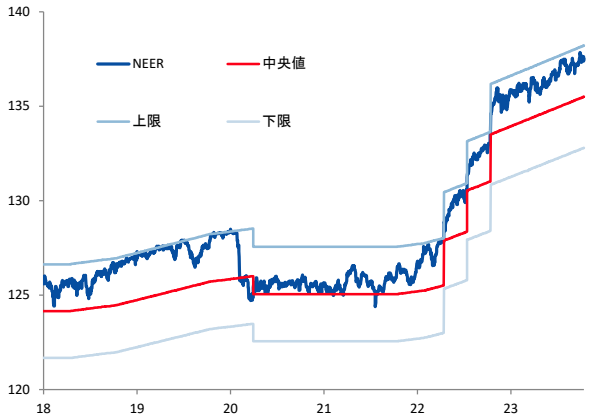
会合と同じタイミングで公表された 23 年 4～6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+0.7%と前四半期（同+0.5%）から若干減速した（図表 2）。詳細項目については、今後公表予定であり、内需の減速に触れつつも、製造業の業況が底打ちの兆しが見られている点に言及。また、前期比では+1.0%と前四半期（同+0.1%）から改善した。先行きについて、MAS は世界の景気減速の煽りを受ける格好でシンガポール経済が停滞するといった見方を変えておらず、23 年の実質 GDP 成長率は予想レンジである前年比+0.5～1.5%の下限付近での着地になるとした。24 年については、段階的に景気は改善するとしたものの、具体的な数字への言及は無く、外部要因をはじめリスク材料も少なくないと述べた。

物価動向について、8 月消費者物価指数（CPI）は前年比+4.0%となった（図表 3）。数字の上では昨年のピーク時から約半分の水準まで減速したが、MAS が物価動向の判断材料として重視する民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは前年比で同+3.4%と過去と比較して高水準を推移。MAS は明確なインフレターゲットを掲げていないものの、コア CPI を+2%以下に維持することを 1 つの目安としており、依然ギャップが残る状況にある。なお、MAS は 23 年の CPI を同+5.0%前後、コア CPI を同+4.0%、24 年の予想は食料品価格の安定化や労働市場での需給ギャップの改善が見込まれる中で、CPI を同+3.0～4.0%前後、コア CPI を同+2.5～3.5%と予測した。

前回、MAS の金融政策はインフレ抑制から過度な引き締めが景気へのオーバーキルもたらす懸念にも配慮する方向にシフトしつつあると総括したが、今回についてもそうした意向が踏襲されたものと考えられる。もっとも、先に議論した通りインフレが過去の水準と比較してかなり高い水準にある以上、タカ派継続を止める状況にはなく、引き続き経済・物価の両面からこれまでの金融引き締め効果を確認する時間帯は続くのであろう。こうした中で、MAS は金融政策の見直しを半期に 1 度から四半期に 1 度の頻度に上げることを発表した。米国の金融政策や中国経済の動向など外部環境の不確実性が増す中、より機動的に政策運営をしていきたい意図が窺える。

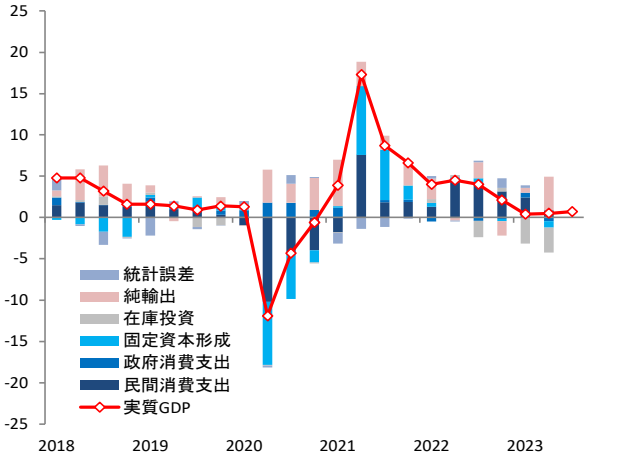
金融政策会合直後、SGD は大きく変動することは無かったが、方向感としては堅調なドルに押される展開が続く（図表 4）。先行きについても 、SGD が他の ASEAN 通貨と比較してこれまで MAS の金融政策主導で選好された可能性があり、市場が年明け以降にかけて MAS の政策転換を織り込めば SGD の売りも強まるかもしれない。図表 1 に示される通り、S$NEER は政策バンドの上限付近を推移しており、この点は SGD の上昇余地が限定的であることを示唆する。需給面についても世界的な金融引き締めと中国経済の減速懸念の下で、輸出の大幅な持ち直しは難しい状況だ。加えて、市場心理の改善も期待しにくい地合いにあり、海外からの投資資金の流出にも警戒が必要だろう。

図表 1:S$NEER と政策バンドの推移



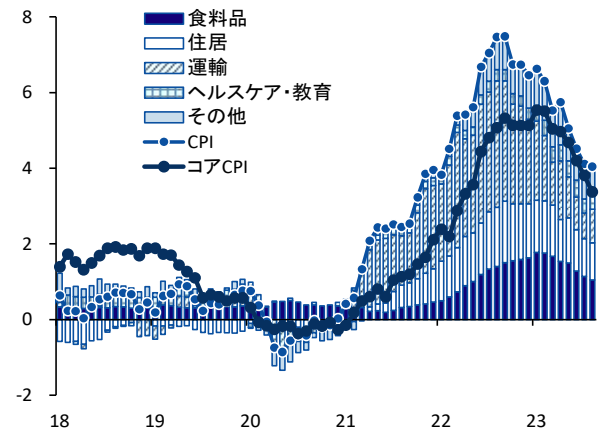
出所:Bloomberg、みずほ銀行　※2001/7＝100

図表 2:実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



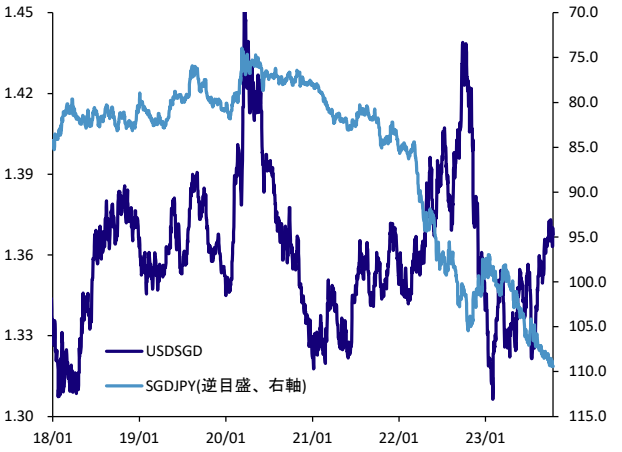
出所:CEIC、みずほ銀行　※23 年 7～9 月期は前年比成長率のみ

図表 3:消費者物価指数の動向(前年比%、%ポイント)



出所:Macrobond、みずほ銀行

図表 4:SGD の動向



出所:Bloomberg、みずほ銀行

市場概観（ポーランド）

上下院選挙を受け、親 EU の野党による政権交代へ

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

ポーランドで 10 月 15 日に投開票が行われた上下両院の総選挙では、親 EU の中道右派政党である「市民プラットフォーム」（PO）を中心とする野党勢力による政権交代が実現する公算が強まっている。欧州では反 EU ないしウクライナ支援に懐疑的な主張をするポピュリスト政党が選挙で勝利するケースが相次いでいただけに、中東欧最大の経済大国であるポーランドでのリベラル派の勝利は、EU の結束やウクライナ支援の継続に向けた大きな前進と言えるだろう。

親 EU、リベラル寄りの野党が連立政権を樹立する公算

選挙管理委員会によると、開票率 99.31%の段階で、欧州理事会議長（2014～2019 年）も務めたドナルド・トゥスク氏率いる最大野党「市民プラットフォーム」（PO）を中心とする「市民連合」（KO）の得票率は 30.48%となっている。連立相手になると見られている「第 3 の道」は 14.43%、「新左派」は 8.55%となり、3 政党全体で得票率は 53.46%となっている。ポーランドの下院選挙はドント方式による比例代表制であり、得票率が議席の占有率にそのまま反映されるわけではないが、得票率を勘案する限り、下院議席 460 議席中、3 政党で 245～250 議席を獲得し、過半数（231 議席）は優に上回る見込みだ。また、下院選挙と同時に行われた上院選挙（小選挙区制）でも上述の 3 政党が過半数を獲得する見込みだ。

一方、EU に懐疑的な姿勢を取る「法と正義」（PiS）は得票率 35.64%で単体の政党としては最大の支持を集めており、同党出身のドゥダ大統領は、最初は PiS に組閣を命じると見られている。しかし、PiS の連立相手になり得る極右政党「コンフェデレーション」の得票率は 7.14%に留まっており、仮に PiS と「コンフェデレーション」が連立を組んでも下院議席の過半数には届かない見込みだ。

なお、選挙と同時に行われた 4 つの質問に対する国民投票はいずれも有効投票率である 50%に届かず、無効となった。

経済の失速や、民主主義が脅かされているとの懸念が野党勝利の原動力に

なぜ今回のポーランドの選挙で、親 EU のリベラル寄りの勢力が勝利する見込みとなったのかを考察したい。現政権与党の「法と正義」（PiS）は 2015 年以降政権を担ってきたカトリック右派・EU 懐疑派の保守政党であり、主に南東部の農民、低学歴層、高齢者層を支持基盤としている。2015 年の政権獲得後は 2016 年にポーランド版の子供手当である「家族 500+」を開始するなど、低所得者層への支援を手厚くしている。一方、政治手法は敵を作り対立を煽ることで自らの支持を拡大しようとするポピュリズム的なものが目立つ。PiS は憲法裁判所の裁判官任命で野党寄りの裁判官の就任を拒否したことで、EU から「法の支配」の順守について警告を受けているほか、人工中絶禁止、LGBT 排除の方針を打ち出すなど排他的な性格を強めていた。

一方、「市民プラットフォーム」（PO）は穏健的自由主義を標榜する親 EU の中道右派政党であり、都市の高学歴層、金融・産業界の支持を集めている。2007～2014 年の間首相を務め、その後は欧州理事会議長（2014～2019 年）も務めたドナルド・トゥスク氏のもと、一時は国民の間で広く高い支持を集めた。しかし、EU 寄りの政策に伴う

産業構造の変化や競争激化の中で都市部と地方の格差が拡大したことや、非正規雇用の拡大に伴う雇用不安から都市部でも若者層の離反を招いたこと、さらには2015 年に EU 全体を襲った難民危機の中で、PiS に政権を明け渡している。

今回の選挙で PiS が再び下野する公算となった最大の理由は経済の失速であろう。2020 年～21 年の新型コロナの感染拡大、その後のインフレ加速に伴う実質所得の目減りや、金利の上昇、EU との対立激化と補助金停止に伴う景気の落ち込みが支持率低迷の要因になったと見られる。

また、上述の通り PiS の統治手法が強権的なものに傾くにつれ、民主主義が脅かされているという懸念が国民の間で拡まったことも一因であろう。元来、ポーランドは投票率が低く、政治に無関心な国民性が指摘されていたが、今回の総選挙の投票率は 1989 年の社会主義からの体制転換後、最高となる 72%に達した。英国のメディアでも、ポーランドの有権者が投票所に深夜まで並んでいる写真が盛んに取り上げられている。選挙直前に PO が主体となって行われたポーランド史上空前となる 100 万人規模のデモ行進が奏功した面も大きいだろう。

選挙後の出口調査の結果を受けて、ポーランド・ズロチは急騰

10 月 15 日の総選挙後の出口調査でポーランドが親 EU 路線に復帰する見込みとなったことを受けて、週明け 10 月 16 日にポーランドの通貨ズロチは対ユーロで約+1.8%上昇している。PiS の強権的な手法を受けて、EU はポーランドに対し、「法の支配」が侵害されているとして、合計 354 億ユーロに上る補助金を凍結していた。ポーランドにとって、EU 補助金は道路、鉄道、学校や病院の公共施設の整備など成長の重要なエンジンとなってきた。首相に復帰する見込みのトゥスク氏は EU との関係改善に取り組むとしており、EU からの補助金の拠出が再開するという見方が強まったことがズロチ急騰の背景にあるだろう。

もちろん、課題は残る。特に、PiS 出身のドゥダ大統領は重要法案に対して拒否権を持つ。下院の 60%の票で議会は拒否権を覆すことができるが、連立を組むと見られる 3 政党の議席数は 60%には届かない見込みだ。ドゥダ氏の任期は 2025 年までであり、政権運営はやや困難なものとなる可能性がある。

欧州におけるポピュリスト政党躍進の流れに一石

とはいえ、ポーランドにおけるリベラル派の勝利は、イタリアやハンガリー、スロバキアで相次いだポピュリスト政党の選挙での勝利の流れに一石を投じるものであることは間違いないだろう。2024 年 6 月に欧州議会選挙を控えるなか、EU の結束やウクライナ支援の継続に向けた大きな前進と言えるだろう。

市場概観（中国）

10 月公表の主要経済指標の見方～景気刺激と財政懸念の狭間で揺れる

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

長谷川　久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

7～9 月期実質 GDP 成長率について

10 月 18 日、7～9 月期の実質 GDP 成長率が公表され、結果は前年比+4.9%となった（図表 1）。4～6 月期の同+6.3%を下回ったものの、市場予想の同+4.5%からは上振れた。4～6 月期は前年の反動で数字が大きく出たこともあり、前期比で見れば、+1.3%と 4～6 月期の+0.5%から加速した。また、年初来では、前年比+5.2%となっており、政府の目標である+5.0%を上回って推移している。国家統計局は GDP 目標の達成には 10～12 月期に前年比+4.4%超の成長が必要としたうえで、目標の達成に「相当な自信」があるとした。産業別では、第 1 次、第 2 次産業が前年比+4%台の成長であったのに対し、第 3 次産業が同+5.2%と成長をけん引した。片や、9 月 S&P グローバル PMI の結果を見ると、製造業・非製造業ともに 8 月から低下した（図表 2）。製造業 PMI は、50.6 と 8 月の 51.0 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は 51.1 と 8 月の 51.2 から小幅に低下も、こちらも 2 か月連続で 50 以上を保っている。また、非製造業 PMI は 50.2 と 8 月の 51.8 から低下。9 か月連続で 50 以上を維持も、トレンドとして増勢を失いつつあることには注意が必要だ。ゼロコロナ政策解除後のサービス業の活況がひと段落したと見られる中、今後は製造業部門がどれだけ回復していくかに注目が集まるだろう。

その他の経済指標を確認すると、9 月小売売上高は前年比+5.5%と市場予想の同+4.9%を上回るなど比較的底堅い（図表 3）。これに対し、国家統計局は「内需不足は続いている」とコメントを残すなど、弱気姿勢は解いてはおらず、あくまで底打ちの兆しが見えているが明確に強い結果ではないと整理したい。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、依然として供給過剰感は否めない（図表 4、5）。特に、9 月不動産投資は前年比▲9.1%（年初来）となっており、7 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。不動産価格についても前年割れの推移を続けており、当局による不動産購入規制の緩和が相次ぐ中でも、消費者需要がそれに追従してきていない可能性が示唆される。当局が今年の財政赤字の上限を突破するかたちでの景気刺激策を検討しているとの関係者談もあったが、不動産支援策含め現状の景気支援策が小出しで規模も大きくないことは事実であるだけに、今後の政策には着目したい。

デリスキングの影響が色濃く示される貿易実績

9 月の中国貿易統計の結果は、輸出・輸入いずれも前年同月比▲6.2%となった（図表 6）。また、貿易黒字は+777 億ドルを記録した。黒字額は前年同月比で▲6%減少したが、市場予想である+706 億ドルを上回る結果となった。輸入はおおむね市場予想通りだったものの、輸出が市場予想の同▲8.0%ほどには落ち込まなかったことから、結果として貿易黒字は上振れた格好だ。輸出動向に関しては、米国向け（同▲9.3%）や EU 向け（同▲11.6%）に加え、日本向け（同▲6.4%）などが前月からの改善が目立ったものの、ASEAN 向け（同▲15.8%）の減少幅拡大が気になるところだ。輸入に目を移せば、日本や米国からが軟調な一方で、ロシアや中南米からが堅調な推移を続けている。日本に関しては、8 月下旬に中国政府が開始した水産物の輸入禁止なども影響していそうではあるが、それ以前から輸入総額に占める日本の割合

は減少傾向にあることから、デカップリングやデリスキングの一環と考えたほうが無難だろう。総じて、貿易活動は最悪期を脱した可能性が高いものの、こちらも好調とは言い難い。

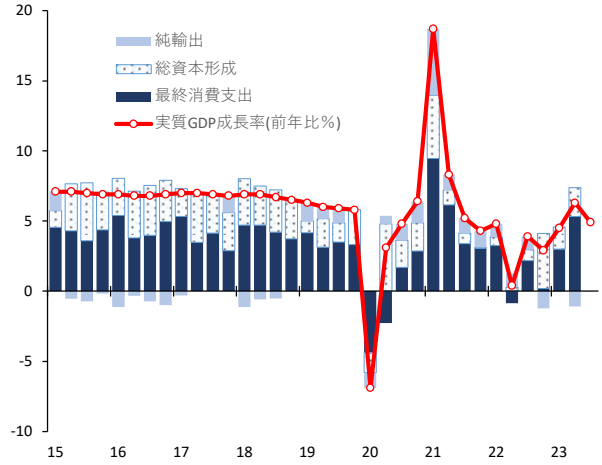
財消費の軟調さを示す物価動向

物価動向に関し、9 月消費者物価指数（CPI）は前年比+0.0%と 8 月の同+0.1%および市場予想の同+0.1%を下回った（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 3 か月連続で横ばい推移。サービス価格は同+1.3%と比較的強い伸びを維持したものの、食料品（同▲3.2%）や消費財（同▲0.9%）が下落幅を拡大させたこともあり、全体としては伸びが鈍化した格好だ。要因として、数字上では実質可処分所得が増加しているのにも関わらず、雇用の悪化が消費者の購買意欲を減退させているといった指摘も見られる（図表 8）。7～9 月期 GDP では個人消費が上向いた可能性はあるが、物価への波及は未だ限定的である。川上部門の 9 月生産者物価（PPI）は、同▲2.5%と 8 月の同▲3.0%を上回ったものの、市場予想の同▲2.4%を下回った。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ない。かかる中、1 年物中期貸出ファシリティー（MLF）レートは 6 月と 8 月にそれぞれ▲10bp ずつ引き下げられてはいるものの、10 月には据え置きとなっており、金利面での CNY 安圧力が継続している中、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 9）。

10 月の CNY 相場について

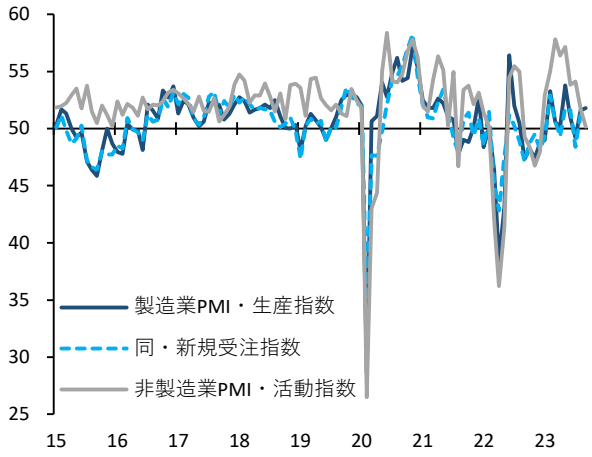
今月上旬に国慶節を迎えて休場の時間帯もあったが、CNY は概ね 7.30～7.32 の間での取引となっている。今回の GDP の結果は好意的に捉えられている様だが、対米金利差は引き続き高水準を維持しており、この点が CNY 相場の重しとなっている点に変わりはない（図表 10）。特に、CNY が 7.30 を超える地合いとなると、PBoC は CNY 安に対するけん制の動きを強める印象がある。具体的には、日々の対ドル基準値を CNY 高方向に設定するほか、9 月に入り市中銀行に対して、外貨の流動性を実質的に高め、CNY を買う妙味を強めることを意図した外貨預金準備率の引き下げにも着手した。加えて、市場における証券取引印紙税の半減や政府系ファンドが四大国有銀行の株式を買い増しする計画を公表するなど、市場の安定化ないし活性化を下支えする動きも報じられている。こうした多方面からの政策アプローチもあって、現状は大きな CNY 安には至らないと考えたい。もっとも、ここまで詳述した通り、主要経済指標の内容が景気の持ち直しを担保するには至っていない。対米金利差が CNY 相場の方向感をある程度規定するのであれば、CNY 相場の持ち直しには「国内経済の回復→金融緩和の見直し→金利上昇（対米金利差縮小）」といった道筋を辿る必要がある。政策支援での CNY 安修正にはやはり限界があり、今年 5 月に突破した USD/CNY＝7.00 の水準に回帰するのは相応の時間を要するものと考えたい。

図表 1:実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)



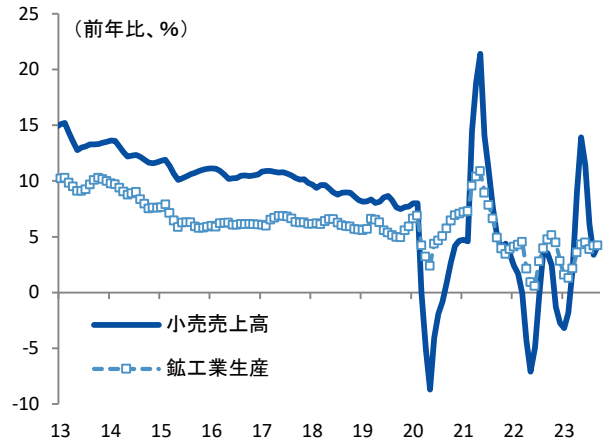
出所:Macrobond、みずほ銀行 注:23 年 7~9 月期は成長率のみ

図表 2:中国 PMI の動向



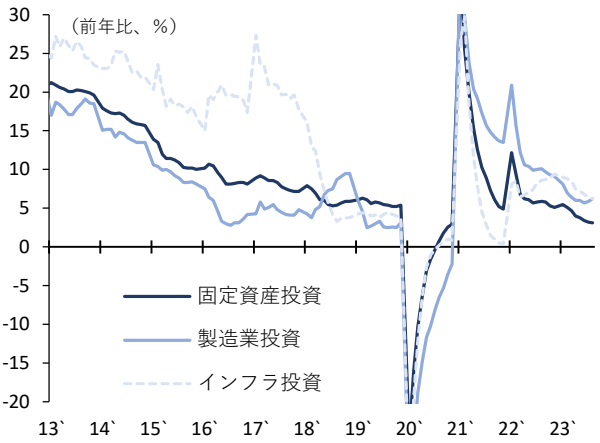
出所:S&P Global、みずほ銀行

図表 3:小売売上高と鉱工業生産の推移(前年比%)



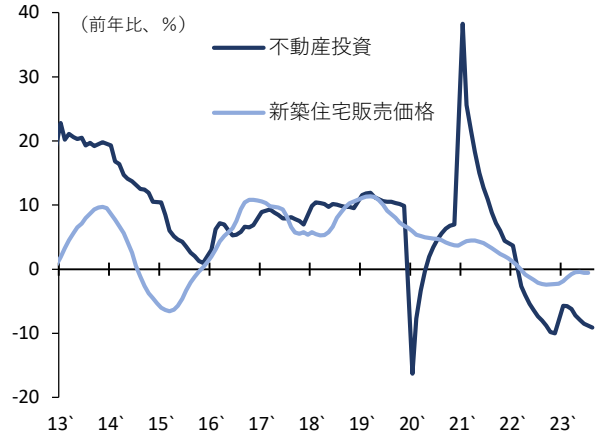
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行
注:前方 3 か月移動平均

図表 4:固定資産投資(前年比%)



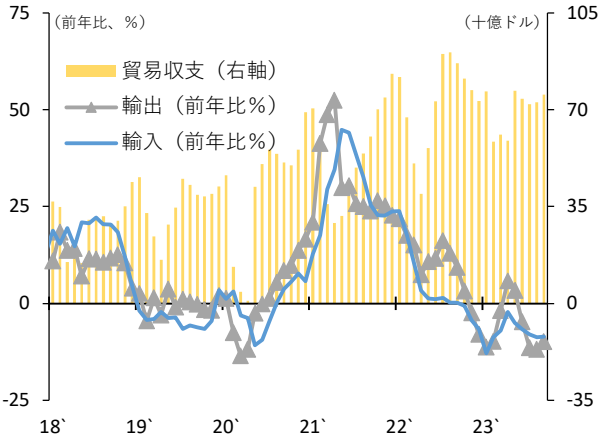
出所:Macrobond、みずほ銀行
注:図表作成上、上限・下限をカットしている

図表 5:不動産投資と新築住宅販売価格(前年比%)



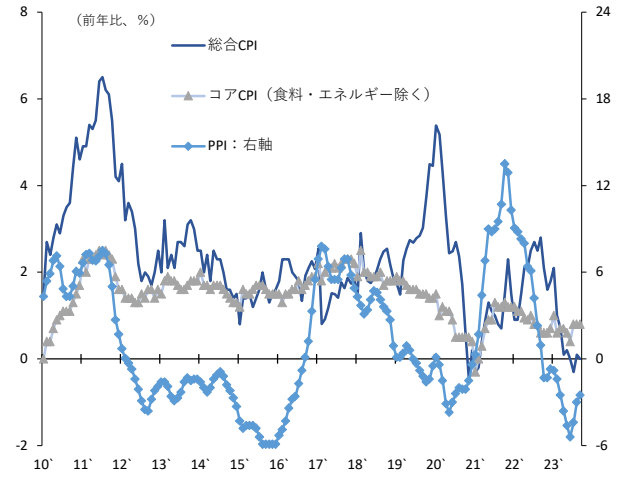
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6:貿易実績の推移



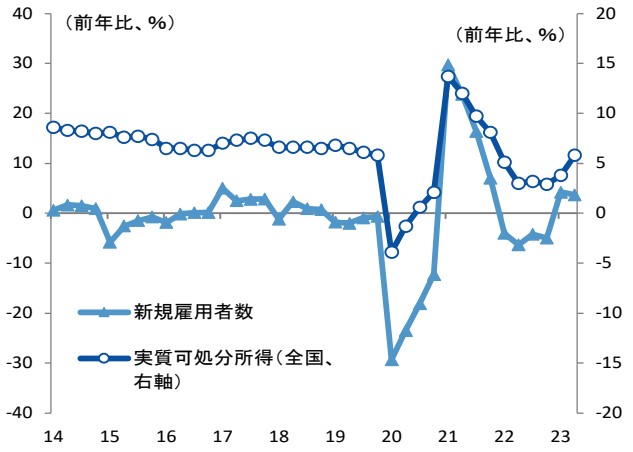
出所:Macrobond、みずほ銀行
注:前方 3 か月移動平均

図表 7:CPI と PPI(前年比%)



出所:Macrobond、みずほ銀行

図表 8:新規雇用者数と実質可処分所得(前年比%)

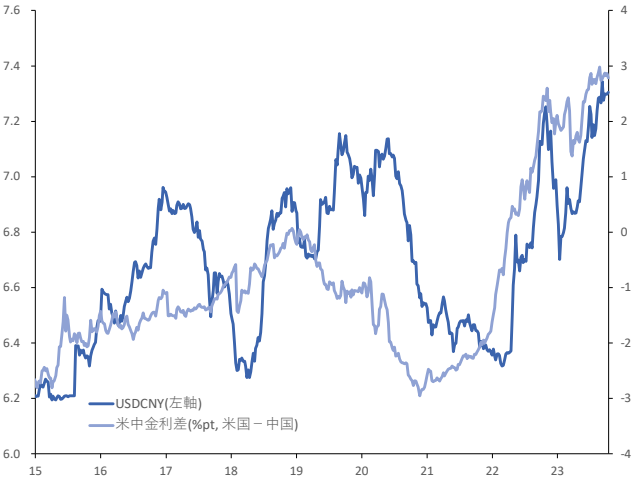


出所:CEIC、みずほ銀行

図表 9: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 10:対米金利差と CNY 相場



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観（韓国）

10 月金融通貨委員会～政策効果を見極める時間帯が続く

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

韓国銀行（BOK）は 19 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利（7 日物レポ金利）を委員会メンバーの全会一致で 3.50%に据え置くことを決定した（図表 1）。据え置きは 2 月に利上げを停止してから 6 会合連続での決定となった。なお、ブルームバーグの事前予想でも現状維持が優勢だった。

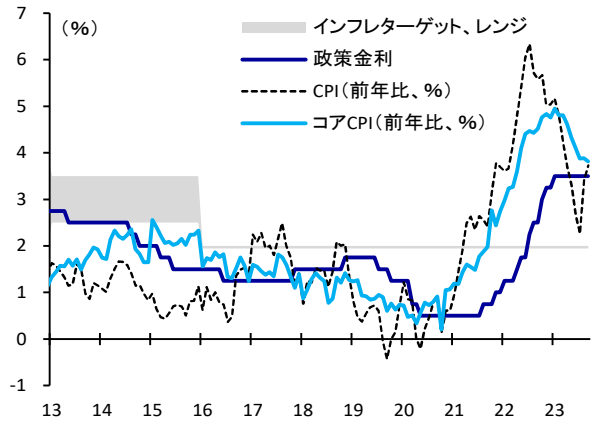
声明文では、世界的な金融引き締めが長期化していることや中東情勢をはじめ地政学リスクの高まりに触れ、先行きの経済が不透明性を増している点に言及。国内経済について、成長ペースは減速基調にある一方で、外需関連産業に持ち直しが見られているとの見方を示した。9 月貿易収支は+37 億ドルの黒字を記録（図表 2）。内需の落ち込みを背景とした輸入の落ち込みも影響したが、黒字額は 21 年 9 月以来の水準となった。また、主要産品である半導体メモリの実績を見ても、前年割れが続く中でもマイナス幅は縮小傾向にある（図表 3）。半導体市況が過去 3～5 年程度の周期で循環していることを勘案すれば、24 年以降、半導体の輸出が韓国経済をけん引していくことが期待される。23 年の実質 GDP 成長率予想は従前の前年比+1.4%に据え置かれ、24 年については、23 年以上の成長を見込むものの、外部環境に左右される点を強調した。

インフレ動向について、直近 9 月の消費者物価指数（CPI）は前年比+3.7%と 2 か月連続で騰勢を強めた（図表 4）。その要因として、天候不順による食料品価格の上昇や世界的な原油高によるエネルギー価格の上昇が指摘された。また、一部食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+3.3%と横ばいの推移となっているが、BOK は足許の労働市場における需給ギャップの縮小に言及しながら、段階的にインフレは減速していくことを基本線としている。もっとも、商品価格や気候変動による食料品価格の動向などの物価上振れ要因について注視していく姿勢を示し、インフレの収束が過去の想定よりも遅れる可能性にも言及した。

引き続き、BOK は足許のインフレを目標である 2%に収束させる上で、政策金利を高水準に維持する方針を示した。委員会メンバー6 人のうち 5 人は追加利上げの可能性を排除しておらず、総じてタカ派姿勢は維持された格好だ。また、BOK は住宅ローンをはじめ家計部門の債務残高が増加基調にあることを危惧しており（図表 5）、この点も金融引き締め継続の決定に寄与したものと見られる。

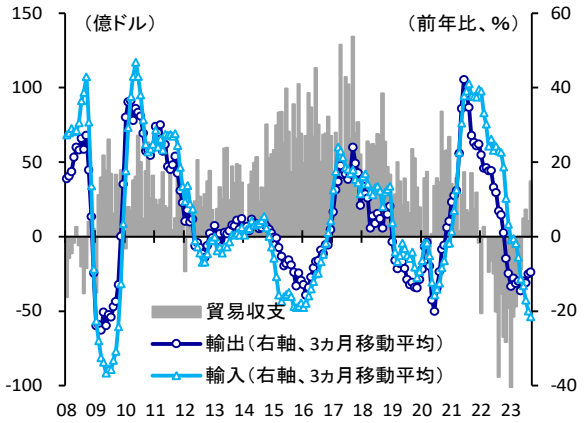
政策決定後の KRW 相場の反応は限定的であるが、足許においてドル高に押される展開が続く（図表 6）。米金利が騰勢を強める中で対米金利差が拡大していることに加え、コロナ前と比較して KRW の需給環境が半導体輸出の不振と資源高によって崩れていることが影響している点が大きい。BOK の見通しでは、23 年、24 年の貿易収支は 8 月時点でそれぞれ+224 億ドル、+564 億ドルを見込むが、2015～19 年の 5 年間の平均で約+760 億ドルの黒字を計上していた点を踏まえれば、力不足感が否めない。また、年明け以降には BOK も政策転換を議論する段階に入ると見られ、利上げの終了及び利下げの検討が後ろ倒しとなっている FRB との政策ギャップも意識される中で、随所で KRW の売りが強まる可能性もある。外需の持ち直しや FRB の政策動向など、外部環境に揺れる展開は当面継続しそうだ。

図表 1:政策金利とインフレ率



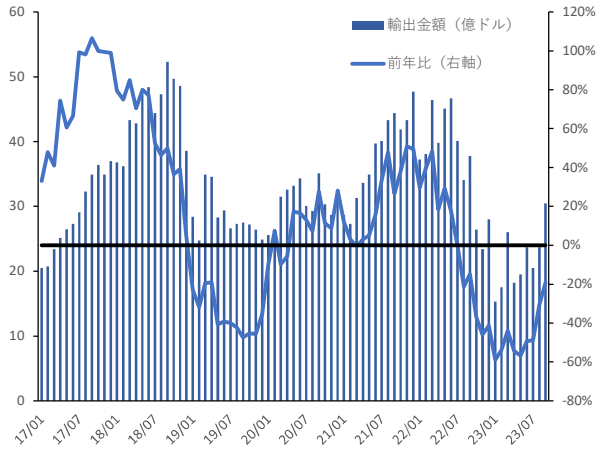
出所:BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2:貿易収支の動向



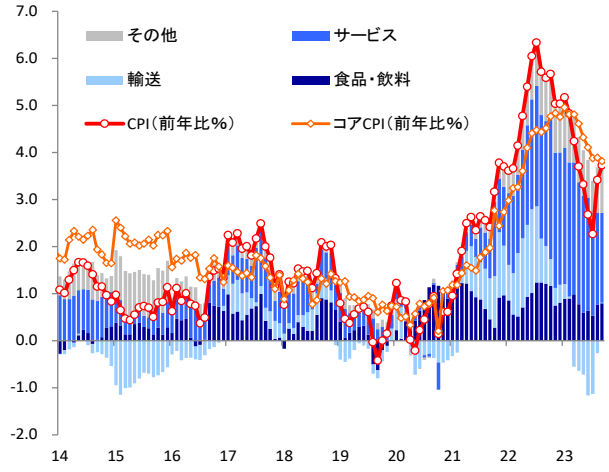
出所:BOK、みずほ銀行

図表 3:半導体メモリの輸出実績



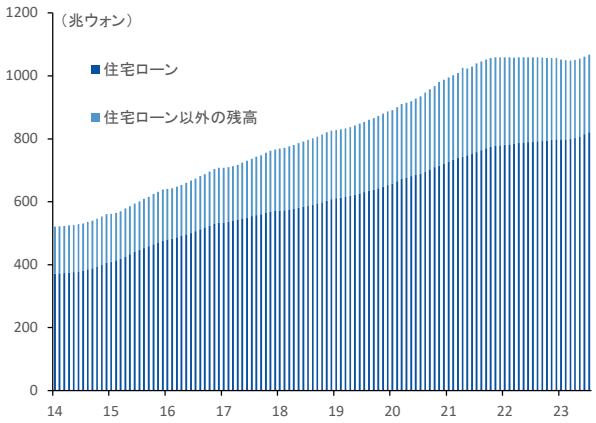
出所:CEIC、みずほ銀行

図表 4:消費者物価指数の推移（前年比%、%ポイント）



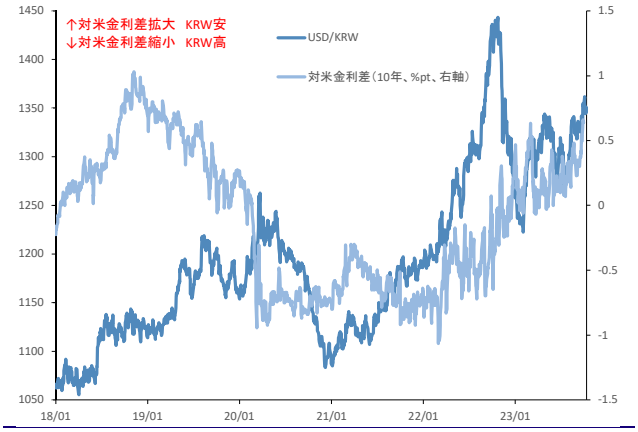
出所:CEIC、みずほ銀行

図表 5:消費者信用残高の推移



出所:CEIC、みずほ銀行

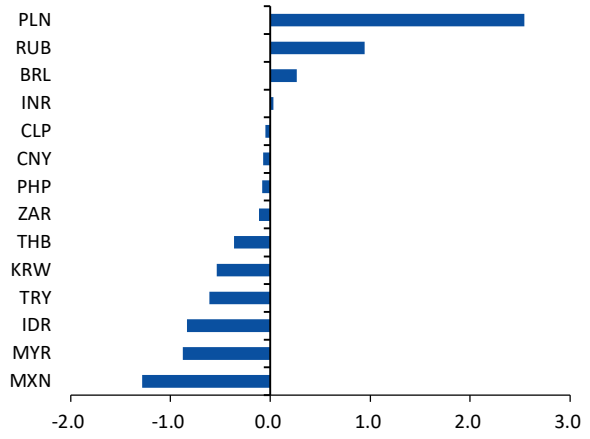
図表 6:対米金利差（米国－韓国）と KRW 相場動向



出所:Macrobond、みずほ銀行

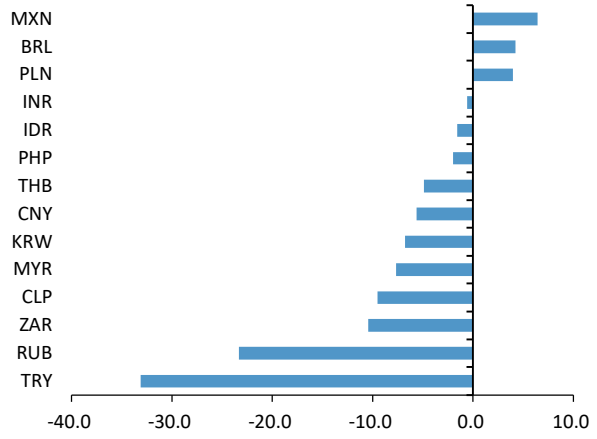
資産別騰落率

為替週間騰落率（対ドル、%）



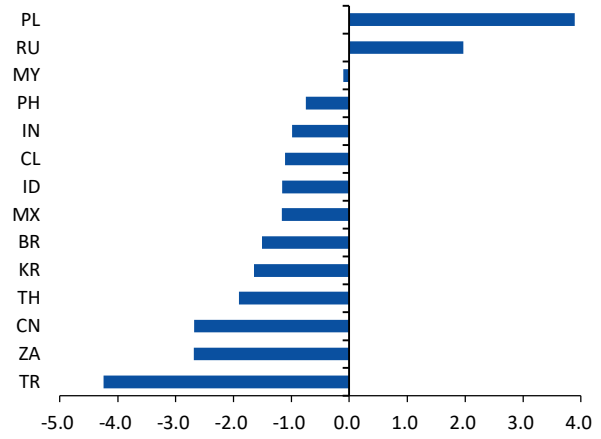
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率（対ドル、%）



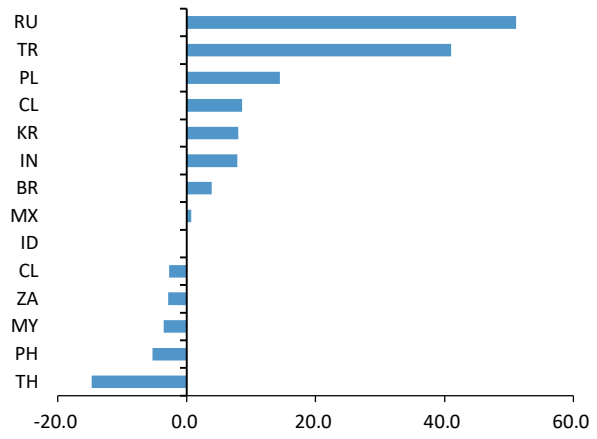
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率（%）



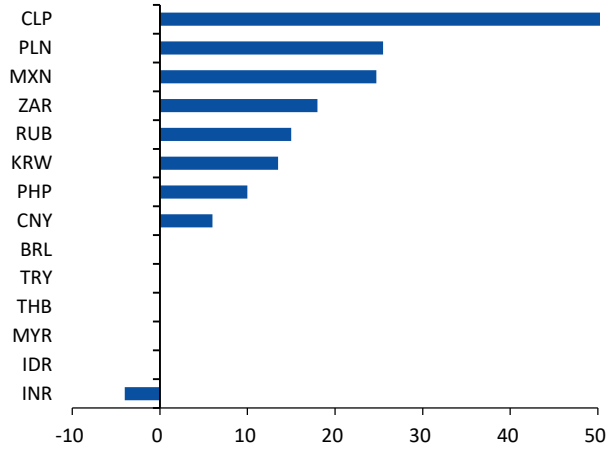
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率（%）



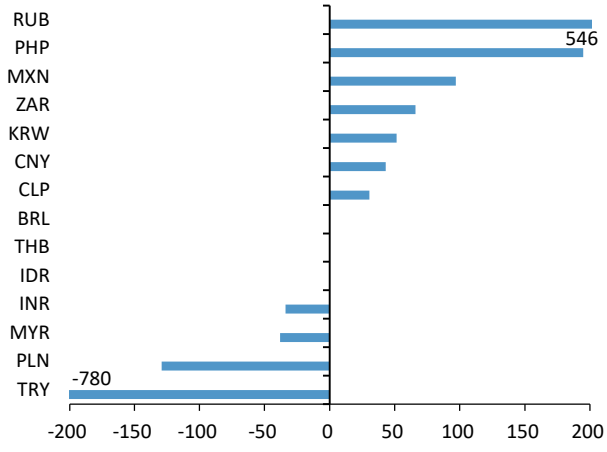
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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）



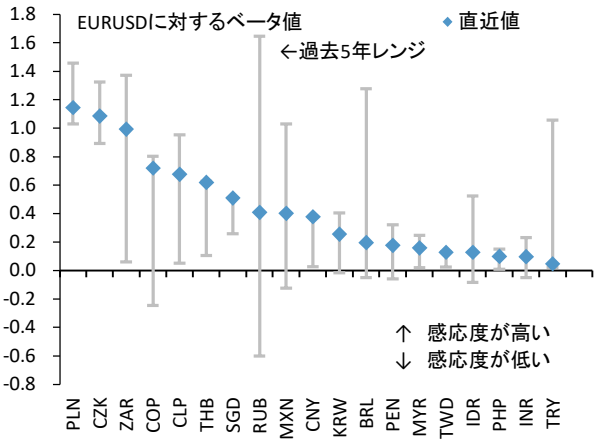
注：データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

チャート集

主要新興国への証券投資（4 週間移動平均）

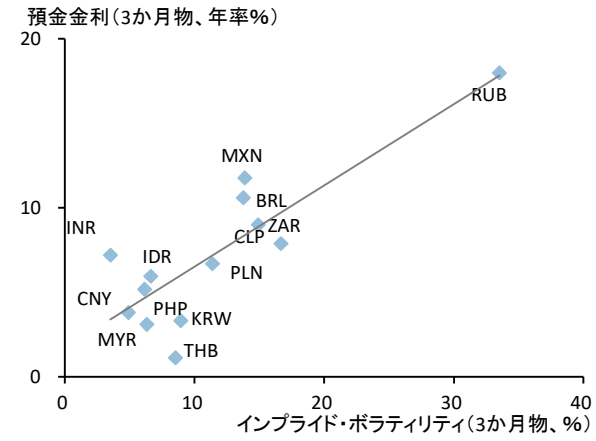
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨（対ドル）の EURUSD に対する感応度（過去 12 か月）



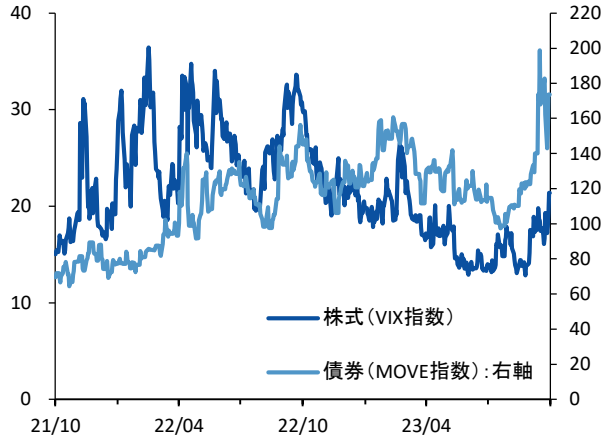
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



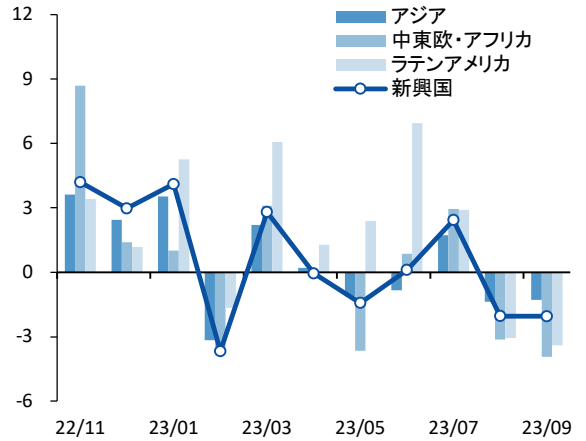
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ（VIX 指数、MOVE 指数）



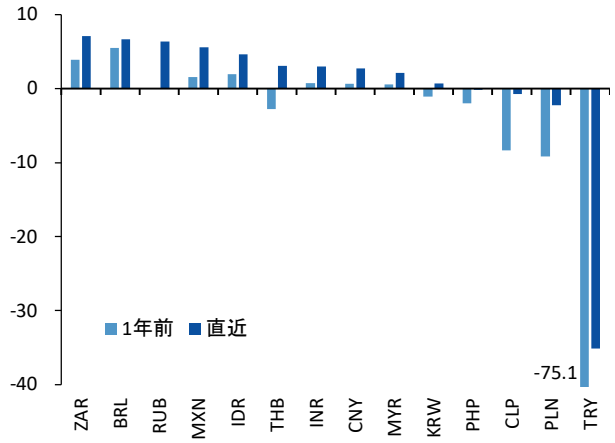
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

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
エマージングアジア							
10月16日	(月)	インドネシア	貿易収支	$2349m	$3420m	$3120m	--
16日	(月)	インド	卸売物価(前年比)	0.4%	-0.3%	-0.5%	--
16日	(月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	2.8%	2.7%	2.6%	--
17日	(火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-15.0%	-13.2%	-20.1%	--
18日	(水)	中国	GDP(前年比)	4.5%	4.9%	6.3%	--
18日	(水)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.4%	4.5%	4.5%	--
18日	(水)	中国	小売売上高(前年比)	4.9%	5.5%	4.6%	--
18日	(水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.2%	3.1%	3.2%	--
19日	(木)	マレーシア	輸出(前年比)	-16.5%	-13.7%	-18.6%	--
19日	(木)	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%	6.00%	5.75%	--
19日	(木)	韓国	BOK Base Rate	3.50%	3.50%	3.50%	--
19日	(木)	フィリピン	総合国際収支	--	-$414m	-$57m	--
20日	(金)	マレーシア	CPI(前年比)	2.1%	--	2.0%	--
20日	(金)	台湾	輸出受注(前年比)	-13.9%	--	-15.7%	--
23日	(月)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
23日	(月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-10.5%	--
23-28日		タイ	貿易収支(通関ﾍﾞｰｽ)	--	--	$360m	--
24日	(火)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.0%	--
25日	(水)	韓国	消費者信頼感	--	--	99.7	--
25日	(水)	フィリピン	財政収支(ﾌｨﾘﾋﾟﾝﾍﾟｿ)	--	--	-133.0b	--
26日	(木)	韓国	景況判断(非製造業)	--	--	77	--
26日	(木)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	67	--
26日	(木)	韓国	GDP(前年比)	--	--	0.9%	--
26日	(木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-12.1%	--
27日	(金)	中国	工業企業利益(前年比)	--	--	17.2%	--
中東欧・アフリカ							
10月18日	(水)	南ア	CPI(前年比)	5.4%	5.4%	4.8%	--
18日	(水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-1.2%	-0.5%	-1.8%	--
18日	(水)	ロシア	PPI 前年比	--	4.7%	10.6%	--
25日	(水)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.3%	--
25日	(水)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	104.4	--
26日	(木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.4%	--
26日	(木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.3%	--
26日	(木)	トルコ	1週間ﾚﾎﾟﾚｰﾄ	--	--	30.0%	--
27日	(金)	ロシア	主要金利	--	--	13.0%	--
ラテンアメリカ							
10月18日	(水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	1.1%	2.3%	2.4%	--
20日	(金)	ブラジル	経済活動(前年比)	1.5%	--	0.7%	--
20日	(金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	4.2%	--	5.1%	--
23日	(月)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.2%	--
26日	(木)	ブラジル	経常収支	--	--	-$778m	--
26日	(木)	ブラジル	海外直接投資	--	--	$4270m	--
26日	(木)	ブラジル	IBGEｲﾝﾌﾚ率IPCA-15(前年比)	--	--	5.0%	--
27日	(金)	ブラジル	融資残高	--	--	5524b	--
27日	(金)	メキシコ	貿易収支	--	--	-1377.1m	--

注:2023 年 10 月 20 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	7.3105	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル	（HKD）	7.7920 ～ 7.8500	7.8241	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー	（INR）	80.883 ～ 83.274	83.241	82.9	82.8	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア	（IDR）	14565 ～ 15643	15815	15230	15080	15670	15350	15050
韓国ウォン	（KRW）	1216.30 ～ 1357.27	1357.51	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリンギ	（MYR）	4.2250 ～ 4.7080	4.7695	4.62	4.56	4.69	4.64	4.60
フィリピンペソ	（PHP）	53.628 ～ 57.084	56.855	55.9	55.5	57.2	56.0	55.0
シンガポールドル	（SGD）	1.3032 ～ 1.3740	1.3728	1.36	1.35	1.39	1.35	1.34
台湾ドル	（TWD）	29.608 ～ 32.294	32.393	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ	（THB）	32.57 ～ 36.83	36.42	35.7	35.3	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン	（VND）	23415 ～ 24445	24565	24400	24200	24500	24100	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	67.0415 ～ 102.2300	96.7801	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド	（ZAR）	16.6950 ～ 19.9204	19.0055	20.0	20.2	20.4	20.2	20.0
トルコリラ	（TRY）	18.4339 ～ 27.4931	28.0319	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	5.0633	5.00	5.05	5.10	5.10	5.10
メキシコペソ	（MXN）	16.6262 ～ 19.5882	18.2843	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	20.497	20.83	21.25	20.70	20.70	20.43
香港ドル	（HKD）	16.295 ～ 19.141	19.143	19.13	19.52	18.90	18.82	18.51
インドルピー	（INR）	1.559 ～ 1.799	1.799	1.81	1.85	1.75	1.76	1.76
インドネシアルピア	（100IDR）	0.831 ～ 0.968	0.947	0.985	1.015	0.944	0.958	0.957
韓国ウォン	（100KRW）	9.915 ～ 11.194	11.034	11.19	11.50	11.30	11.40	11.34
マレーシアリンギ	（MYR）	29.106 ～ 31.886	31.414	32.47	33.55	31.56	31.68	31.30
フィリピンペソ	（PHP）	2.325 ～ 2.637	2.635	2.68	2.76	2.59	2.63	2.62
シンガポールドル	（SGD）	96.55 ～ 109.54	109.11	110.13	113.00	106.86	109.05	107.87
台湾ドル	（TWD）	4.205 ～ 4.663	4.625	4.69	4.81	4.70	4.74	4.72
タイバーツ	（THB）	3.770 ～ 4.184	4.112	4.20	4.33	4.05	4.14	4.11
ベトナムドン	（10000VND）	0.5430 ～ 0.6149	0.6097	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	1.548	1.55	1.56	1.49	1.47	1.43
南アフリカランド	（ZAR）	6.909 ～ 8.070	7.881	7.50	7.57	7.25	7.28	7.20
トルコリラ	（TRY）	5.108 ～ 7.482	5.328	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	29.602	30.00	30.30	29.02	28.82	28.24
メキシコペソ	（MXN）	6.651 ～ 8.778	8.192	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 20 日の 7 時 00 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。