

2023年11月17日

The Emerging Markets Weekly

米インフレ指標の軟化を受けて持ち直しの動き

新興国市場:先週末 10 日のアジア時間の新興国通貨は下落。前日にパウエル FRB 議長の「追加利上げをためらうことはない」などのタカ派な発言を受けてドルが強含み、新興国通貨は下落した。THB や KRW が値を下げた。欧米時間の新興国通貨はまちまち。米 11 月ミシガン大学消費者マインドの良好な結果は米金利とドルの支えとなった。MXN と BRL が上昇。BRL はブラジルのインフレが鎮静化の兆しをみせたことを好感した。一方、RUB と ZAR は下落。週初 13 日のアジア時間は新規材料に欠けるなか、新興国通貨は軟調。KRW や THB が値下げた。欧米時間、米金利が上昇するもその後反落に転じ、新興国通貨は大半が小幅な値動き。RUB は原油価格の上昇を受けて値を伸ばした。MXN も小幅に上昇。14 日のアジア時間、米 10 月消費者物価指数 (CPI) の発表を控え新興国通貨は軟調な動き。KRW や MYR が小幅に下落した。欧米時間、注目の米 10 月 CPI は市場予想を下振れ、米金利が大幅に低下。ドルが全面安となり新興国通貨は大幅に反発。ZAR は前日比+2.8%、MXN と RUB は前日比+1.0%超上昇した。15 日のアジア時間の新興国通貨は軒並み上昇。前日発表された米 10 月 CPI の結果や、中国に経済指標が良好な結果となったことが支援材料となった。KRW は前日比+2.2%、THB と IDR も前日比+1.0%超上昇した。欧米時間、米経済指標はまちまちながら、米金利は前日から反発をみせ新興国通貨の上昇幅は縮小した。RUB は前日比+1.2%上昇。BRL は国内株式市場の上昇が好感され小幅に上昇、MXN は前日比+0.2%の上昇ながら、一時 2 か月ぶりの高値を記録した。

アジア:13 日に発表されたインド 10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.87%と 9 月から鈍化するも、市場予想を上回る結果となった。食料品価格が依然として高水準なことが全体を押し上げている。15 日発表の中国 10 月鉱工業生産は前年比+4.6%と前月から加速し、市場予想も上回った。23 年 4 月以来の高い伸び率となった。同日発表の中国 10 月小売売上高も前年比+7.6%と前月から加速し、市場予想を上振れた。15 日発表のインド 10 月貿易統計では貿易収支が▲315 億ドルと前月から赤字幅を大幅に拡大。市場予想より悪化し、過去最大の赤字となった。輸入の大幅な増加が赤字幅を拡大させた。フィリピン中央銀行 (BSP) は 16 日に政策金利を 6.50%に据え置くことを決定した。インフレ予想を下方修正したが、インフレへの警戒を続ける方針を示した。

中東欧・アフリカ:15 日発表のロシア 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.5%と 4~6 月期から加速し、市場予想の同+5.1%を上回る結果となった。

ラテンアメリカ:10 日発表のブラジル 10 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比+4.82%と 9 月から鈍化し、市場予想を下振れた。メキシコ中央銀行のロドリゲス総裁は 13 日、年内利下げを実施する可能性は低いと述べるも、インフレ圧力が緩和していることから、利下げの議論を開始することを示唆。MSCI 中南米株価指数が好調で、週後半にかけて 8 月以来の高値圏での取引となった。

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@mhcb.co.uk

市場概観(インド)

貿易赤字が過去最大を記録～需給面で逆風が続く INR 相場～

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

15日、インドの10月貿易統計が公表された。注目された貿易収支は▲315億ドルを記録し、9月の▲194億ドルから赤字幅を大きく拡大させ、過去最大の赤字を記録した(図表1)。輸出は+6.2%(前年比、以下同様)と9月の▲2.6%からプラスに転換したものの、輸入が+12.3%と9月の▲15.0%からより大きな幅で増加したことによって、貿易赤字が市場予想(▲204億ドル)を大きく上振れた格好だ。

上述の通り、過去最大の貿易赤字の主因は輸入の急増であり、輸入額も過去最大を更新している。輸入を大まかな項目ごとに図示したものが図表2であるが、幅広く増加していることがわかる。金輸入は、11月のディワリ(ヒンドゥー教最大の祭り)に向けて仕入れ量が増えた可能性が高いだろう。また、石油輸入も増加しているが、これは良好な内需に加え、高水準で推移している資源価格に依る部分が大きそうだ。その他の輸入も同様に増加しており、予想外に底堅い推移を続ける同国経済によって支えられているのだろう。

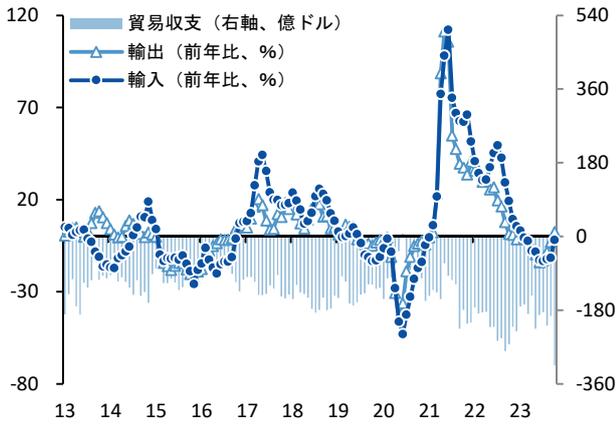
先行きに目を移しても、貿易赤字が高水準を維持し、需給面で INR の逆風となる構図はそう簡単には変わらないだろう。輸出面を考えると、欧州圏経済を中心にすでに弱さが顕在化している中、年末以降にかけて外需が伸び悩む公算が大きい。他方、輸入に関しても、足許では資源価格がやや落ち着いているとはいっても、パンデミック前と比較すれば依然高い水準で推移している事実は変わらない(図表3)。今後インド経済もある程度の減速が見込まれる中で、輸入額はある程度落ち着く可能性が高いものの、巨額の貿易赤字が定着する流れは不変であろう。

もっとも、INR の一段安のリスクはそう大きくはない。インド準備銀行(RBI)によるタカ派姿勢は思ったよりも長引いている印象が強く、利下げ開始に関しても、早くても24年の中頃と想定している(*1)。また、RBIは機動的な為替介入を行っており、INRが強い売り圧力に晒された際には、INR買いで対抗するだろう(図表4)。加えて、インド経済に対する期待感は今までになく高まっており、来年にはインド国債が新興市場債券指数(JPMorgan Government Bond Index-Emerging Markets)へ組み込まれる(*2)。株式市場も断続的に史上最高値を更新している環境下、域内金融市場への相応の規模の資金流入が期待される。また、モディ政権による「メイク・イン・インド」政策は比較的順調に進んでおり、グローバル企業がインドに進出するといったニュースもたびたび聞こえている。直接投資の拡大は今後も期待できる中、資本流入だけでなく、製造業部門の強化による輸出競争力向上にも寄与するだろう。かかる中、INR相場は、史上最安値を大きく更新するような値崩れは今のところ想定していない。もっとも、FRBによる「タカ派な現状維持」が続く中、需給面も重しとなり、上値の重い推移を続けそうだ。

*1 詳細は、10月6日発行の通貨ニュース、『インド:10月金融政策会合～RBIは保有債券の売却を示唆～』をご覧ください。

*2 詳細は、9月22日発行の通貨ニュース、『インド:新興市場債券指数へのインド国債の組み入れが決定』をご覧ください。

図表 1: 貿易統計



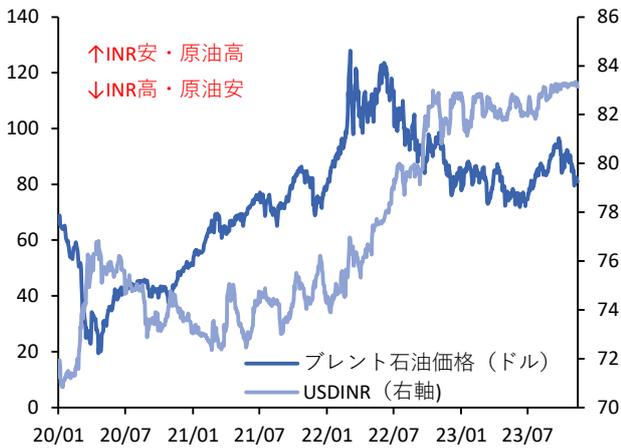
出所: CEIC、みずほ銀行 ※輸出入は3か月移動平均

図表 2: 輸入動向



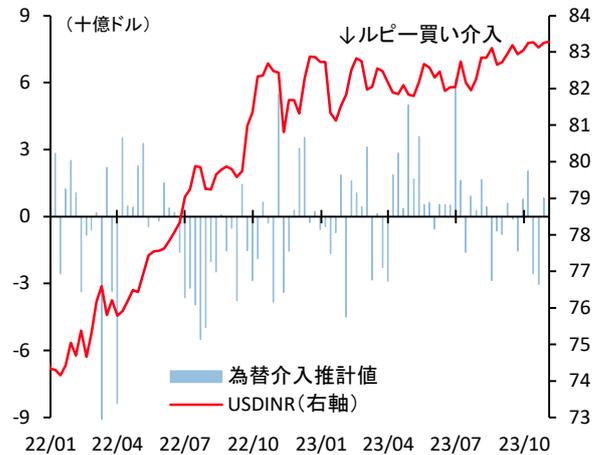
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 石油価格と INR 相場



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: RBI の為替介入額と INR 相場



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

11月金融政策会合～タカ派姿勢を維持したBSP

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

フィリピン中央銀行(BSP)は16日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポレート(ROLR)を従来の6.50%に据え置いた(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)レートも現状維持となっており、それぞれ7.00%と6.00%とした。

声明文ではインフレリスクが引き続き上方向に傾いている点が強調された。BSPは10月の臨時会合で将来的なインフレリスクの高まりに言及していたが、直近公表の10月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.9%と9月の同+6.1%からまとまった幅で下落(図表2)。内訳を見ると、食料品価格の弾力性が高まっており、これがCPI全体の荒い動きの原因となっている。また、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+5.3%となった。図表2に示されるようにインフレの勢いは減速しているが、BSPが掲げる目標レンジ(+2.0~+4.0%)からは程遠い状況に変わりはない。24年のインフレ率(予想)は前年比で+4.4%、25年は同+3.5%と従前予想からそれぞれ▲0.3%ポイント、▲0.1%ポイント下方修正されたが、食料品の供給状況や燃料価格など依然として不確実性が残るとの見方を示した。

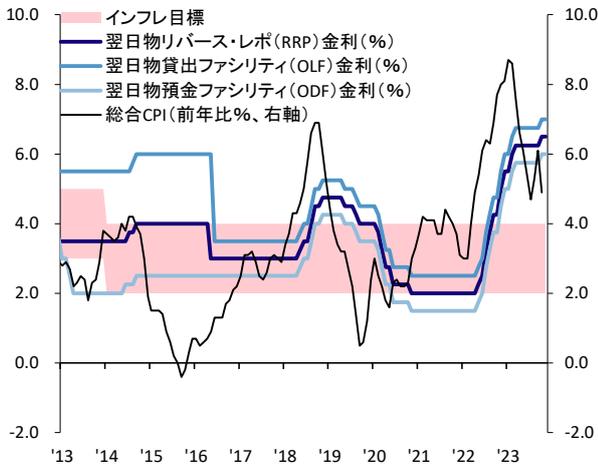
国内経済の動向について、7~9月期実質GDP成長率は前年同期比+5.9%と前四半期の同+4.3%から加速、BSPも厳しい金融引き締めを継続していることを踏まえれば、かなり健闘していると評価した。内訳を見ると、個人消費のGDPへの寄与度は弱まっているものの、民間・政府部門における固定資本投資は堅調で、政策面からのサポートもあって政府消費が拡大した。また、外需部門についてもプラスを記録した。人流の活性化と相まって観光業をはじめとするサービス輸出の拡大がドライバーとなったほか、ベース効果により財輸入の悪化幅が縮小したことも影響した。政府による23年の成長率目標は+6.0~+7.0%で、目標達成には10~12月の実質GDP成長率が同+7.2%を上回る必要がある状況だが、クリスマスシーズンにおける海外労働者からの国内送金や消費活動の動向が鍵を握ることとなりそうだ。

BSPは足許の金利水準について、十分に緊縮的であるとしたものの、こうした実体経済の底堅さもBSPがタカ派路線を維持する上での支援材料となるだろう。会合後の会見においても、ダキラ BSP 副総裁は金融引き締めが個人消費を押し下げたことを評価した一方で、インフレ抑制が確認できるまでは金融引き締めを維持し、必要に応じて追加利上げに動く用意はあると述べた。10月にもインフレ抑制対応が後手に回っていた可能性に言及し、臨時の利上げにも繋がったが、今会合においても利上げサイクルの終了は明言されず、レモロナ総裁が7月に就任して以降、BSPの運営はタカ派色を強めた印象だ。

また、過去にも言及している通り、高金利下にあるドルが強含む時間帯が続いていることもタカ派な政策運営を続ける要因となっている。PHPは11月に入り対ドルで小幅に値を戻しているが、これは米10月雇用統計や消費者物価指数の減速を受けて米金利が下落した、といったドル側の要因と見られる。昨年の同時期にも米国のインフレ減速を受けたFRBの政策転換への期待感が高まって新興国通貨全体が持ち直した局面もあったが、FRBからタカ派を修正するような情報発信が見られない以上、こうした相場動向が続く確証もない。この他、図表4に示される通り、足許の相場は

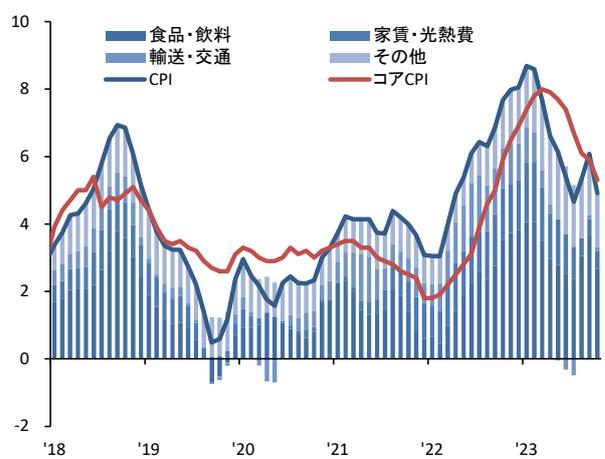
中東情勢を睨みながら、原油価格動向に反応しやすい地合いにもある。引き続きPHPの外部要因に揺れる展開は続きそうだ。

図表 1: 政策金利水準とインフレ目標



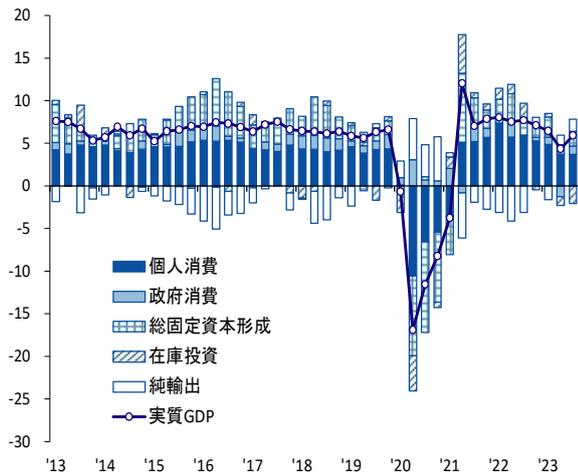
出所: フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 消費者物価上昇率の推移(前年比%、%ポイント)



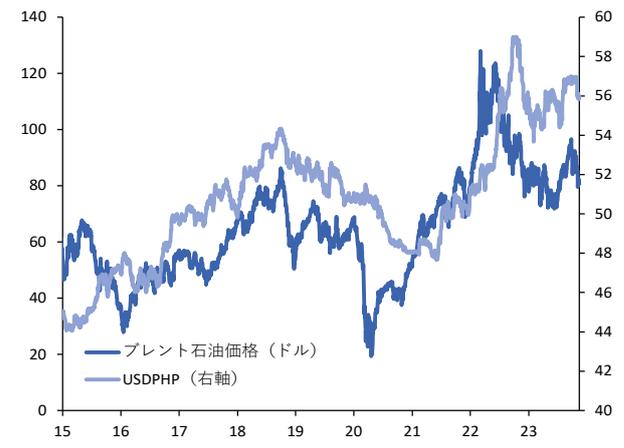
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 実質 GDP 成長率の推移(前年同期比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

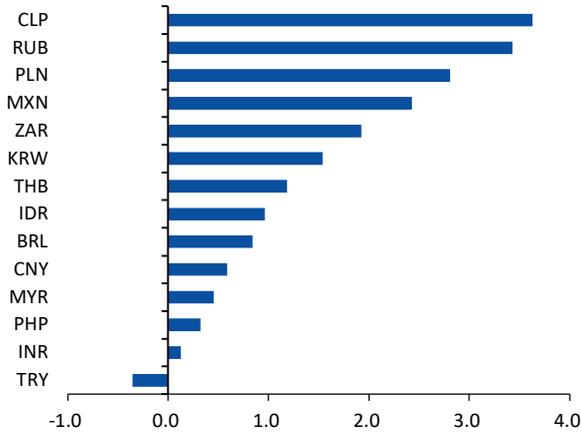
図表 4: PHPと原油価格の動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

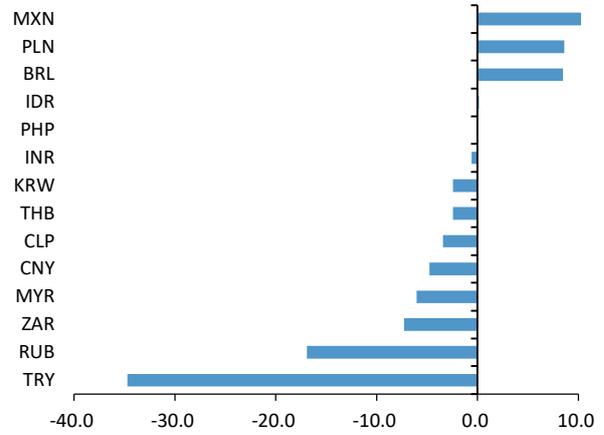
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



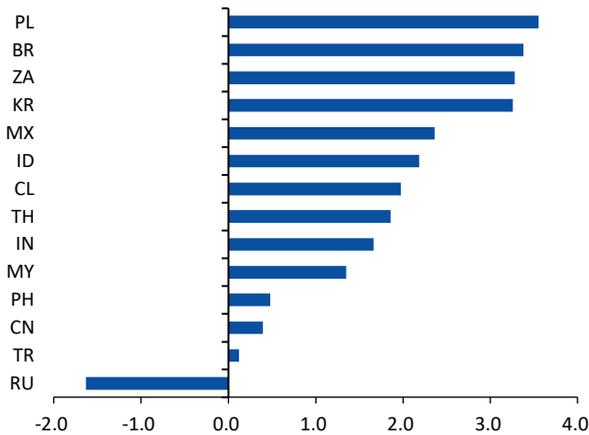
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



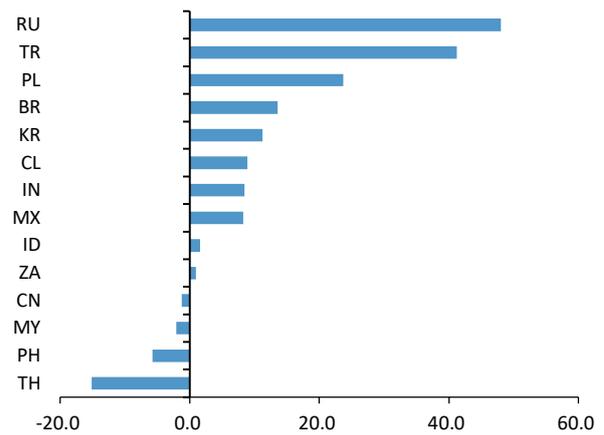
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



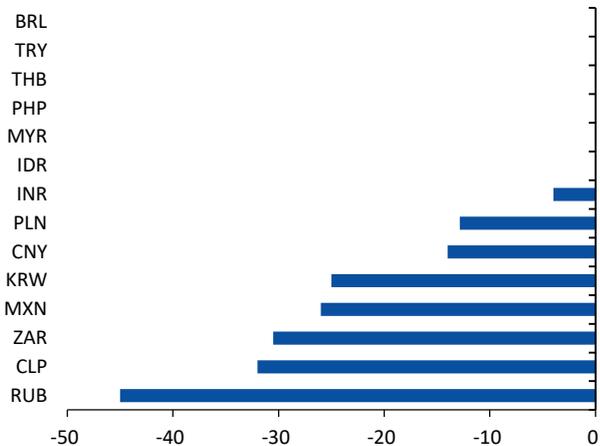
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

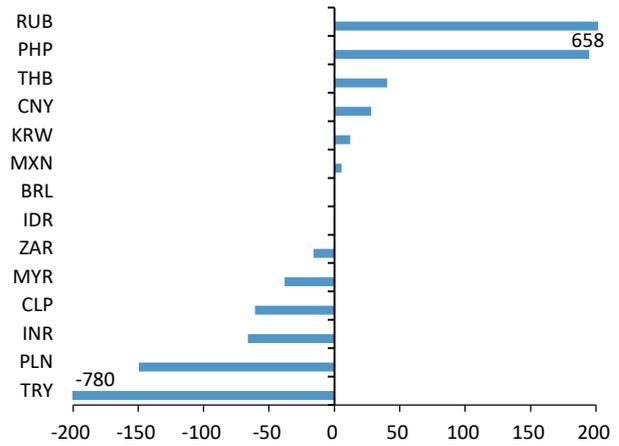
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

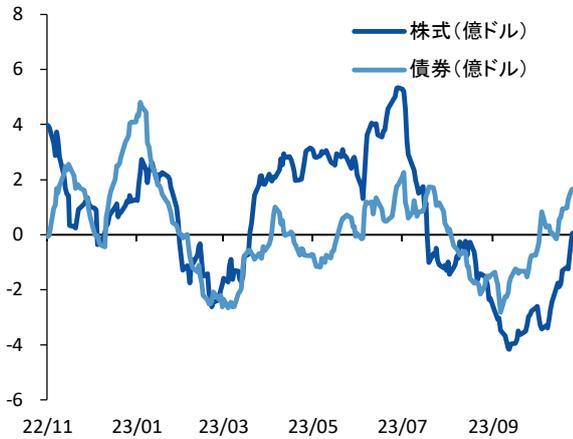


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

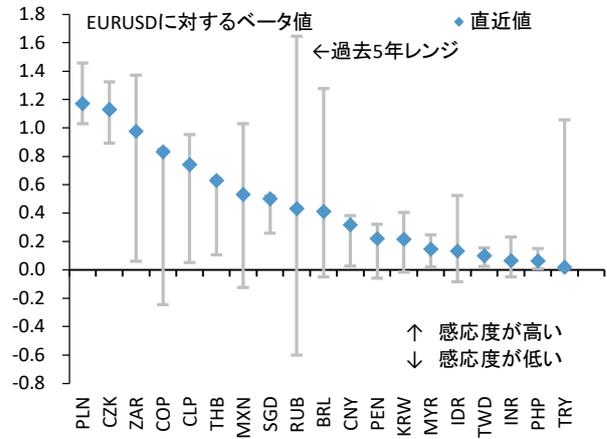
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



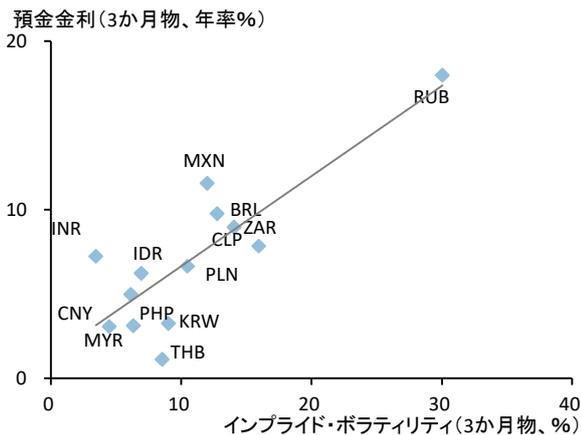
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



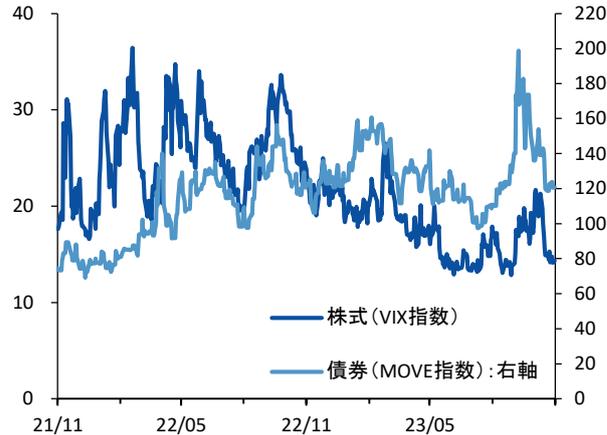
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



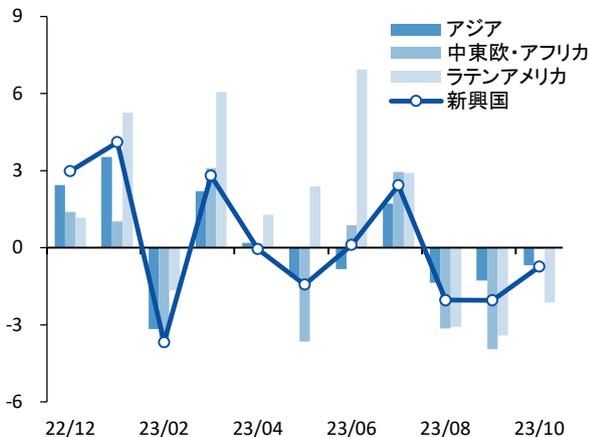
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



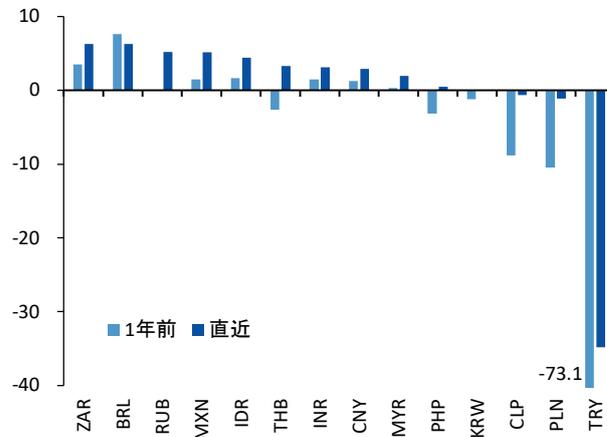
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
11月13日 (月)	インド	CPI(前年比)	4.8%	4.9%	5.0%	--
13-15日	インド	輸出(前年比)	--	6.2%	-2.6%	--
13-15日	インド	輸入(前年比)	--	12.3%	-15.0%	--
14日 (火)	インド	卸売物価(前年比)	-0.4%	-0.5%	-0.3%	--
15日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.5%	4.6%	4.5%	--
15日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	7.0%	7.6%	5.5%	--
15日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.1%	2.9%	3.1%	--
15日 (水)	インドネシア	貿易収支	\$2948m	\$3480m	\$3420m	\$3418m
15日 (水)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	2.3%	2.6%	2.7%	--
16日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	6.50%	6.50%	6.50%	--
17日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	-6.0%	--	-13.2%	--
17日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	3.2%	--	3.3%	--
20日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.0%	--	1.8%	--
20日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	-13.7%	--
20日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-15.6%	--
20日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$414m	--
20-24日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	0.7%	--
21日 (火)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.3%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(前年比)	--	--	4.1%	--
23日 (木)	シンガポール	CPI(季調前/前月比)	--	--	0.5%	--
23日 (木)	インドネシア	インドネシア銀行7日物リハ ^{スレホ}	--	--	6.00%	--
23日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-6.7%	--
23-28日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$2090m	--
24日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.9%	--
24日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.1%	--
中東欧・アフリカ						
11月13日 (月)	トルコ	経常収支	1.40b	1.88b	-0.62b	-0.36b
15日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	-0.4%	0.9%	-0.5%	-0.3%
16日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	5.1%	5.5%	4.9%	--
22日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.4%	--
23日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	16.7%	--
23日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	35.00%	--
23日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	8.3%	--
24日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	77.4%	--
24日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	103.3	--
24日 (金)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	5.7%	--
ラテンアメリカ						
11月14日 (火)	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	2.9%	4.8%	--
17日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.8%	--	1.3%	--
20-28日	ブラジル	税收	--	--	174316m	--
22日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.2%	--
24日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.7%	--
24日 (金)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	--	--	3.3%	--

注: 2023年11月17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 1～10月(実績)	SPOT	2023年 12月	2024年 3月	6月	9月	12月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	6.6910 ~ 7.3503	7.2427	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8001	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー (INR)	80.883 ~ 83.286	83.236	82.9	83.5	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア (IDR)	14565 ~ 15969	15545	15400	15250	15580	15710	15670
韓国ウォン (KRW)	1216.30 ~ 1363.67	1297.25	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング (MYR)	4.2250 ~ 4.7937	4.6780	4.75	4.66	4.72	4.68	4.61
フィリピンペソ (PHP)	53.628 ~ 57.084	55.775	57.0	55.9	55.5	57.2	56.0
シンガポールドル (SGD)	1.3032 ~ 1.3764	1.3477	1.37	1.37	1.38	1.36	1.35
台湾ドル (TWD)	29.608 ~ 32.509	32.007	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ (THB)	32.57 ~ 37.24	35.33	35.7	36.0	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン (VND)	23415 ~ 24620	24291	24450	24300	24500	24100	24000
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	67.0415 ~ 102.3371	89.2713	92.0	90.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	18.3820	19.5	20.0	19.8	19.6	19.4
トルコリラ (TRY)	18.4339 ~ 28.6244	28.7028	29.0	30.0	29.0	28.0	27.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.6967 ~ 5.4798	4.8685	5.10	5.05	5.12	5.17	5.20
メキシコペソ (MXN)	16.6262 ~ 19.5882	17.2383	17.8	18.2	18.5	18.7	19.0
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	18.793 ~ 20.734	20.781	21.11	21.25	20.98	20.85	20.57
香港ドル (HKD)	16.295 ~ 19.393	19.323	19.39	19.52	19.16	18.95	18.64
インドルピー (INR)	1.559 ~ 1.822	1.811	1.83	1.83	1.78	1.77	1.77
インドネシアルピア (100IDR)	0.831 ~ 0.969	0.969	0.987	1.003	0.963	0.942	0.925
韓国ウォン (100KRW)	9.915 ~ 11.231	11.618	11.34	11.50	11.45	11.47	11.42
マレーシアリング (MYR)	29.106 ~ 31.886	32.218	32.00	32.83	31.78	31.62	31.45
フィリピンペソ (PHP)	2.325 ~ 2.648	2.715	2.67	2.74	2.70	2.59	2.59
シンガポールドル (SGD)	96.55 ~ 110.75	111.84	111.19	111.43	108.70	108.66	107.17
台湾ドル (TWD)	4.205 ~ 4.679	4.723	4.75	4.81	4.76	4.77	4.75
タイバーツ (THB)	3.770 ~ 4.207	4.279	4.26	4.25	4.11	4.17	4.14
ベトナムドン (10000VND)	0.5430 ~ 0.6173	0.6204	0.62	0.63	0.61	0.61	0.60
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.422 ~ 1.948	1.689	1.65	1.70	1.70	1.64	1.58
南アフリカランド (ZAR)	6.909 ~ 8.139	8.199	7.79	7.65	7.58	7.55	7.47
トルコリラ (TRY)	5.108 ~ 7.482	5.240	5.24	5.10	5.17	5.29	5.37
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	23.723 ~ 30.506	30.987	29.80	30.30	29.30	28.63	27.88
メキシコペソ (MXN)	6.651 ~ 8.778	8.742	8.54	8.41	8.11	7.91	7.63

注:1. 実績の欄は2023年10月31日まで。SPOTは11月17日の9時30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。