

2024年1月12日

The Emerging Markets Weekly

米インフレ指標発表を控えまちまちな動き

新興国市場:先週末5日のアジア時間の新興国通貨は、米利下げ期待が後退する中、大半が下落。THBが大幅に値を下げた。欧米時間、米12月雇用統計が良好な結果となったことから一時ドルが急伸。しかし、米12月ISM非製造業景気指数が市場予想を下回ると、ドルが急落し新興国通貨は上昇に転じた。MXNやBRLが買い優勢。週初8日、アジア時間の新興国通貨は小幅な値動き。THBはタイのセター首相の発言が重しとなり下落。欧米時間、米経済指標の冴えない結果を受けてドルが軟化するも、新興国通貨の上昇幅は限定的。MXNが小幅に上昇する一方、CLPはチリ12月消費者物価指数(CPI)の低い伸び率を背景に前日比▲1.6%下落した。9日のアジア時間の新興国通貨は小幅に下落。PHPが軟調。CNYも追加緩和観測の高まりを受けて売られた。他方、THBは反発。欧米時間、独経済指標が市場予想を下振れたことなどがユーロの重しになり東欧通貨も下落。ドルの堅調を受けて中南米通貨も下押しされた。MXNは軟調な株式市場が下押し材料となった。片や、長い休場明けのRUBは大幅に上昇した。10日、アジア時間は大半が値を下げた。PHPはフィリピン11月貿易統計の結果が嫌気され下落。そのほか、TWDやKRWも軟調。欧米時間は、ECB高官による発言を受けてユーロに連れて東欧通貨も上昇。ドルに大きな動きはなく、中南米通貨は概ね横ばい推移となった。11日、アジア時間の新興国通貨は米12月CPI発表を控え大半が小幅に上昇。KRWとPHPが値を伸ばした。欧米時間、米12月CPIは市場予想を上振れたがドルの上昇は一時的。新興国通貨は総じて堅調。RUBが前日比+1.0%値を伸ばした。

アジア:5日発表のタイ12月CPIは前年比▲0.8%と前月からマイナス幅が拡大し、市場予想を下回る結果となった。タイのセター首相は8日、インフレ率が非常に低いとして、タイ中央銀行(BOT)は利下げを検討するべきだと発言した。この発言を受けてTHBは下落。中国商務省は9日、台湾からの輸入品を巡り、関税優遇を撤廃する対象品目を広げる意向を示した。台湾総統選を13日に控え、習近平指導部と対立する与党・民進党をけん制する狙いがある模様。10日発表のフィリピン11月貿易統計では貿易収支は▲46.9億ドルの赤字となったことが嫌気されPHPが下落。韓国銀行(BOK、中央銀行)は11日に政策金利を3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは8会合連続。

中東欧・アフリカ:ロシア市場は1~8日まで休場だった。休場明けと原油価格の上昇がRUBの上昇に寄与し、週間で+2.5%上昇した。

ラテンアメリカ:9日発表のメキシコ12月CPIは前年比+4.66%と前月から加速し、市場予想を上振れた。2か月連続で伸び率が加速している。なお、農畜産物とエネルギーを除くコアCPIは前年比+5.09%と前月から鈍化し、市場予想も下回った。11日発表のブラジル12月消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.62%と前月から鈍化するも、市場予想を上振れた。3か月連続で伸び率が低下し、2か月連続でインフレ目標内に収まっている。

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@mizuhoemea.com

市場概観(台湾)

総統選、立法院改選のポイント整理

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

台湾では1月13日に総統選と日本の国会にあたる立法院改選を同時に控えている。総統選は4年に1度実施されるが、混戦が見込まれる状況にある。本欄では総統選の概要と注目点について整理することとした。

現在の状況は？

まず、総統選の候補は与党である民進党から頼清徳副総統、最大野党である国民党から侯友宜新北市長、第3党の民衆党から柯文哲前台北市長の3氏が正式に出馬を表明している。従前は与党の頼候補の優勢が報じられてきたが、こうした中で昨年後半にかけて野党側が候補の一本化に向けた協議を進めた。結果として候補の一本化は果たさなかったものの、その間の野党側の情報発信が国民の関心を集め、各党の支持が拮抗する格好となった。11月時点での国内のテレビアンケートによればやや民進党優勢ながら、三つ巴に近いレベルにまで支持が割れているとの結果も報じられた。

総統選の争点は？

一般的に地方選では内政(地域経済)が、総統選では外交が争点となる傾向があり、今回も台湾を取り巻く国際関係が不安定となる状況下、各党の方針に注目が集まっている。与党民進党については3党の中で、最も対中強硬路線を掲げている印象で、日米など西側諸国との関係性を重視しながら対中政策を進めることが想定される。一方、国民党については、過去の経緯からも中国との接点が高い。台湾世論の反発が強い一国二制度の受け入れには距離を置きつつも、中国との対話を重視の上、民主的で自由な体制を堅持する方針を主張している。最後に民衆党については、平たく言えば民進党と国民党の中間の姿勢を取っており、中国との対話を継続しながらも西側諸国を巻き込みながら有事の衝突を避けていく方針だ。

なお、前回2020年総統選においては、香港でのデモ発生に伴い中国との関係が強く意識された中で、民進党が支持を集めることとなった。今回、中国側の動きを見ても、習近平国家主席は昨年末の会見にて、中国と台湾の「統一」は必然といった発言しており、民進党の続投に対して強い警戒感を示している。総統選を控えて、台湾周辺で中国軍機や艦艇の存在も確認されているほか、両国の貿易摩擦も激化している。こうした動きを受けて、台湾国民がどのような選択をとるかについて国内外で大きな話題となるだろう。

その他の留意点や立法院改選への影響

過去を振り返ると、台湾住民の直接選挙で総統を選ぶようになった1996年以降で3期以上総統を輩出した政党はない。これは長期政権が政治の腐敗・非効率をもたらすという台湾の政治観が反映されているとも言われるが、事前アンケートではトップの支持を得た与党の民進党は2期目の任期を終えた上で総統選に臨むこととなる。また、コロナ禍以降における景気停滞を批判する声もあり、22年の地方統一選では国民党に大敗を喫していることなどを踏まえても国民党の逆転があっても不思議ではない状況だ。また、野党第2党の民衆党は若年層からの支持が強いと言われていたほか、これまでの民進党・国民党以外の政権誕生を期待する層の票を獲得するとも予

想されており、これが混戦を生み出す要因にもなり得る。こうした中で、立法院改選については単独で過半数獲得に至る党は出てこない可能性が高く、選挙終了後は各政党間での交渉が必要となり、場合によってはねじれが生じることも考えられる。

選挙終了後のスケジュールと留意点は？

総統選・立法院選後は 2 月に議会が開かれ、議長を選定や結果によっては連立協議が行われることとなる。新総統の就任演説はそれよりも若干遅れて 5 月に実施予定である。政治や外交に関する情報発信は必然的に大きな注目を浴びるだろうが、先行きの景気動向を伺う上で未だ中国依存色が残る経済(貿易)政策に関する発言にも目を向けたい。また、新総統会見を前に総統選の結果を受けて中国は台湾の統一に向けてメッセージを強めることも予想され、米国をはじめ諸外国の反応次第では思わぬ地政学リスクの高まりが懸念される。これは 24 年の世界経済動向のみならず為替見通し策定上無視できない論点にもなり、その動向には注意を払いたい。

市場概観(韓国)

1 月金融通貨委員会～次第に薄れるタカ派色

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

韓国銀行(中央銀行 BOK)は 11 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)。据え置きは昨年 2 月に利上げを停止してから 8 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実体経済に波及している状況を指摘し、欧米や中国をはじめ経済成長が今後鈍化していく可能性に言及した。国内経済について、大きく見通しを修正しておらず、半導体市況の持ち直しを経済成長要因に挙げた一方、内需は緩やかな回復に留まるとの見方を示した。24 年の成長率は同+2.1%と予想し、前回 11 月予想の数字に据え置いた。もっとも、リスク認識は改善方向に向かっており、先述の半導体に加えて輸出関連産業の業況改善に期待感を示した。

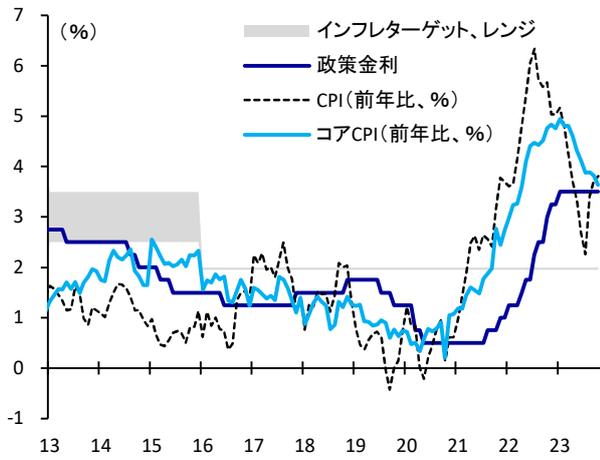
物価動向について、インフレ基調は段階的ながら下向きとなっている。直近 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.2%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+2.8%と 2 か月連続で減速した(図表 2)。BOK は今後、一時的にインフレ指標の数字が強くなる可能性を示唆しながらも、段階的にインフレが減速していくことを想定している。本会合での見通しでは 24 年の予想を同+2.6%と従前の予想から修正はなかったが、李 BOK 総裁は拙速な利下げはインフレ期待を再燃させ、利下げによって沈静化の兆しを見せてきた住宅市況にも影響を及ぼしうる点を指摘し、インフレの警戒を継続する方針を示した。

24 年の政策指針について、李総裁は今後半年間利下げを実施する可能性はほとんどないと述べた。先述のインフレを注視する発言を受けて、インフレが収束すると確信できるまで現行の金利水準を維持する方針を再度強調した格好だ。その一方で、今回公表の声明文では政策金利について「更に引き上げる必要性を判断する」といった文言が削除されており、今回の現状維持決定が委員会メンバーの全会一致での決定であったことを踏まえても、タカ派なトーンはやや薄まっていると判断できる。

政策決定自体に大きなサプライズなく、KRW 相場の反応は限定的だったが、12 月 FOMC 以降、FRB の利下げ期待が高まる中で底堅い値動きとなっている。為替の観点では、直近数年は金利面でドルに押されるような展開であり、足許の相場を踏まえても BOK が FRB に先行して利下げを実施する必要性に乏しい状況だ。今年の KRW 相場は FRB のハト派傾斜を受けて段階的に値を戻し、FRB の政策運営を見極めながら BOK も政策展開のタイミングを議論することとなるだろう。実需面においては、貿易収支の改善と共に 24 年は KRW の需給環境が好転すると予想される。輸出実績は昨年 10 月以降プラスを回復しており、貿易黒字も昨年後半以降でじりじりと増加している(図表 3)。また、図表 4 に示される通り、貿易収支と KRW 相場には一定の相関が確認されている。23 年は年間で▲100 億ドルと 2 年連続で赤字を計上したが、韓国貿易協会によれば 24 年の収支は+140 億ドルの黒字を見込んでおり、KRW 相場の追い風になると予想される。もっとも、近年の KRW の軟化は外需の停滞が影響した側面もあったと考えられる。金融引き締め下で保護主義色が強まる世界情勢を踏まえると、外需停滞が想定以上に長期化する可能性もあり、これは先

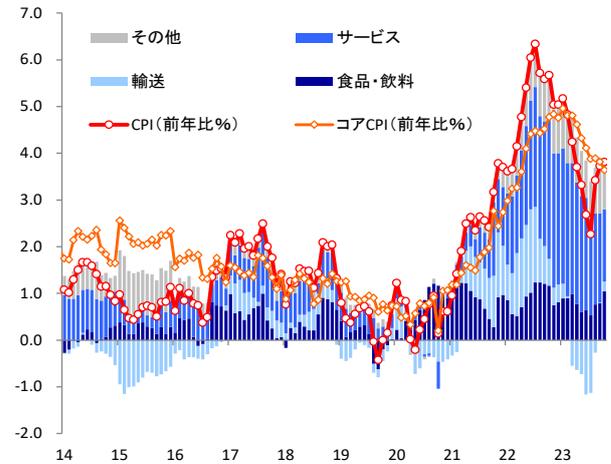
行きのリスク要因として認識しておきたい。

図表 1: 政策金利とインフレ率



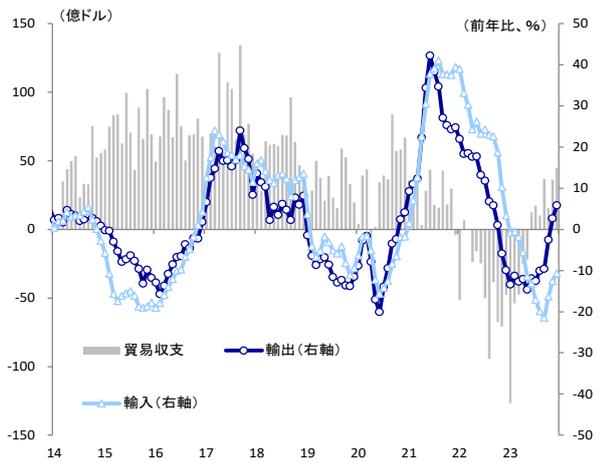
出所: BOK、CEIC、みずほ銀行

図表 2: 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

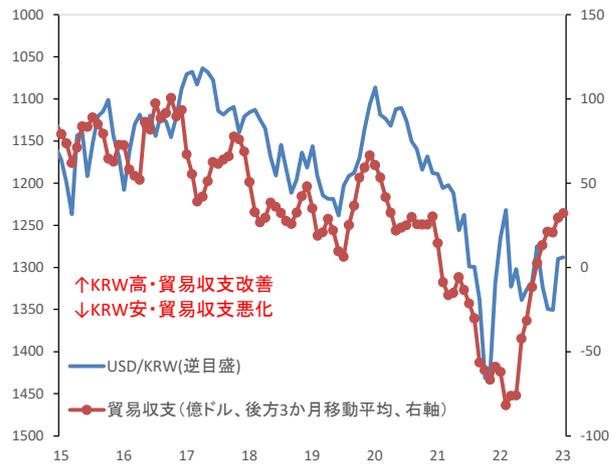
図表 3: 貿易収支の動向



出所: CEIC、みずほ銀行

※前年比は後方3か月移動平均を用いて算出

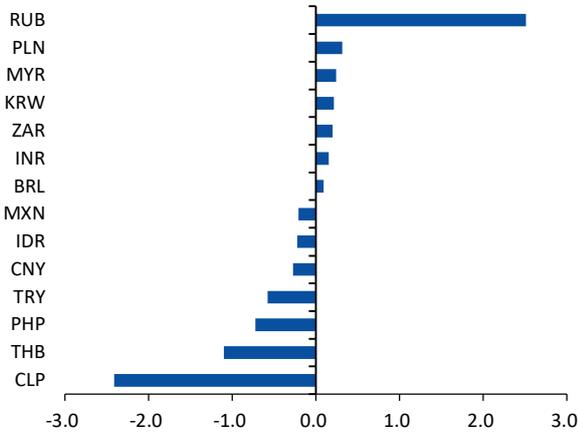
図表 4: KRW 相場と貿易収支の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

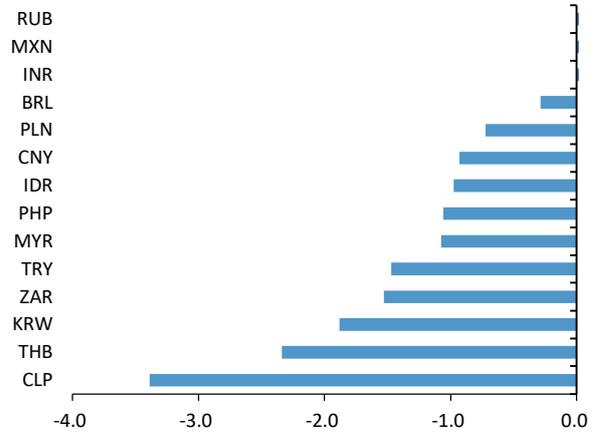
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



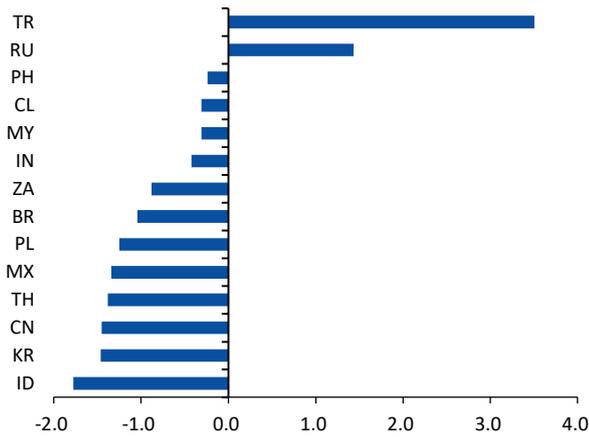
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



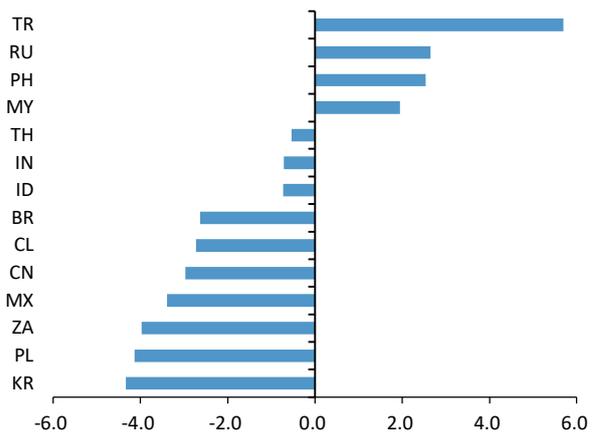
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



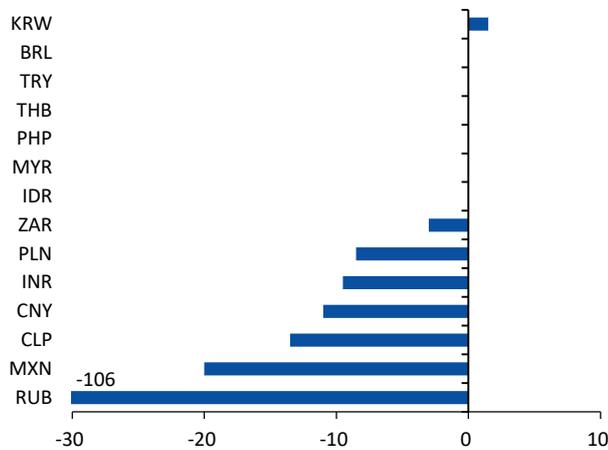
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

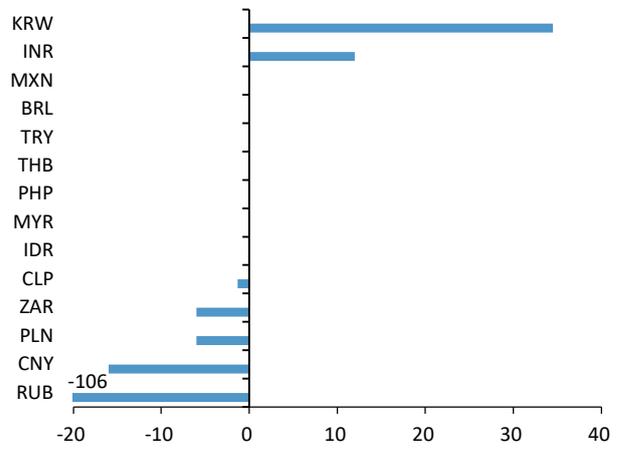
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

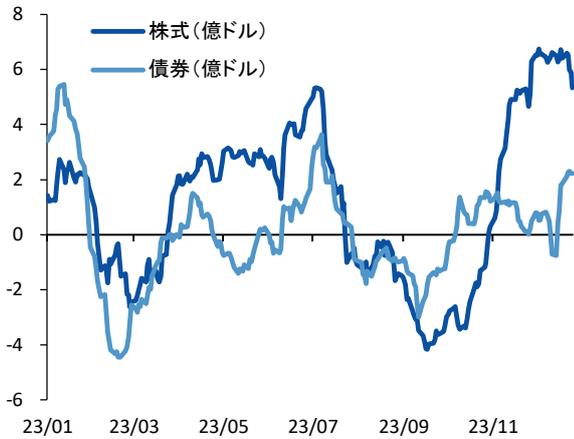


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

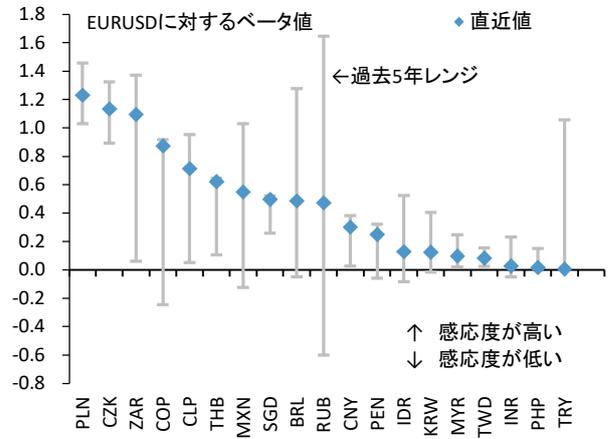
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



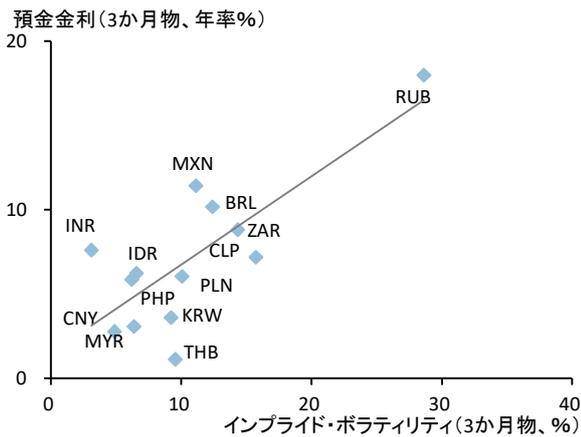
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



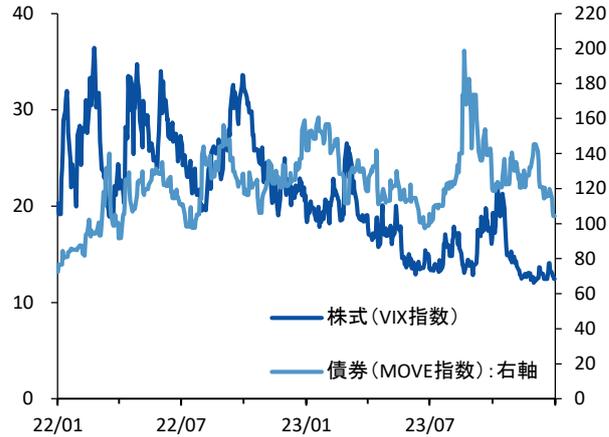
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



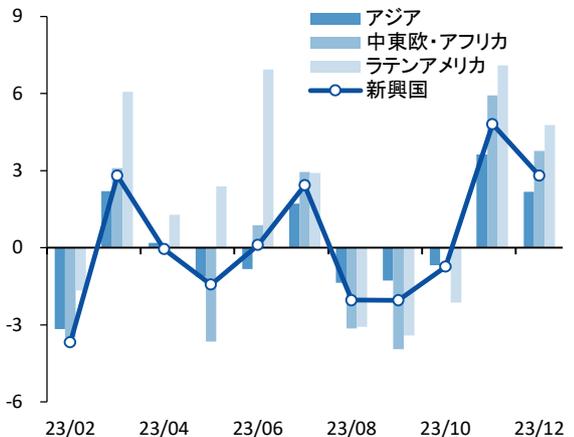
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



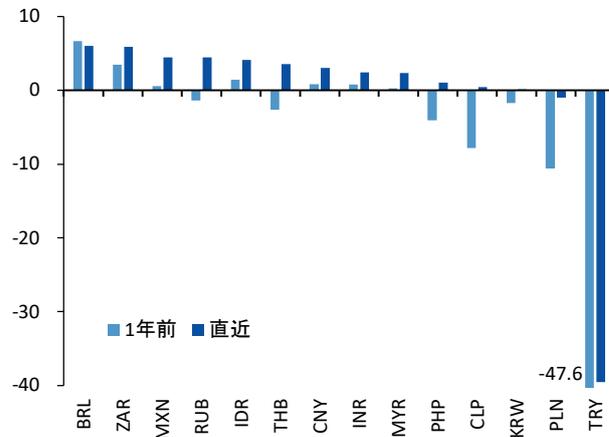
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
1月9日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$4059.7m	\$6796.1m	--
9日 (火)	台湾	貿易収支	\$8.95b	\$11.01b	\$9.80b	--
10日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$4107m	\$4694m	-\$4175m	--
11日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	1.3%	0.6%	2.7%	--
11日 (木)	韓国	BOK Base Rate	3.50%	3.50%	3.50%	--
12日 (金)	中国	CPI(前年比)	-0.4%	--	-0.5%	--
12日 (金)	中国	PPI(前年比)	-2.6%	--	-3.0%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	3.8%	--	11.7%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	5.9%	--	5.6%	--
12日 (金)	中国	貿易収支	\$76.00b	--	\$68.39b	\$68.40b
15日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$2412m	--
15日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.2%	--	0.3%	--
15日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	3.0%	--	3.0%	--
15日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	--	-4.3%	--
15日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	--	-2.8%	--
17日 (水)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	1.0%	--
17日 (水)	中国	GDP(前年比)	5.2%	--	2.9%	4.9%
17日 (水)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.6%	--	6.6%	--
17日 (水)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	2.9%	--	2.9%	--
17日 (水)	中国	小売売上高(前年比)	8.0%	--	10.1%	--
17日 (水)	インドネシア	BI-Rate	--	--	6.00%	--
19日 (金)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	-5.9%	--
19日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$216m	--
19日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	3.3%	--
中東欧・アフリカ						
1月8日 (月)	南ア	ABSA製造業PMI	--	50.9	48.2	--
10日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	0.2%	1.1%	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	1.5%	1.9%	2.1%	2.3%
12日 (金)	トルコ	経常収支	-1.70b	--	0.19b	--
17日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	-2.5%	--
19日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	16261m	--
ラテンアメリカ						
1月9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	4.6%	4.7%	4.3%	--
10日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	23.1%	25.5%	21.9%	--
11日 (木)	ブラジル	IBGEインフIPCA(前月比)	0.5%	4.6%	0.3%	--
11日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	4.9%	2.8%	5.5%	--
11-13日	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	--	5.3%	--
17日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	0.2%	--
18日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	1.5%	--
19日 (金)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	3.4%	--

注:2023年1月12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		SPOT	2024年				2025年
	1~12月(実績)			3月	6月	9月	12月	3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民幣 (CNY)	6.6910	~ 7.3503	7.1668	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル (HKD)	7.7861	~ 7.8500	7.8184	7.80	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー (INR)	80.883	~ 83.478	83.031	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア (IDR)	14565	~ 15969	15549	15400	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン (KRW)	1216.30	~ 1363.67	1312.86	1280	1270	1260	1240	1230
マレーシアリング (MYR)	4.2250	~ 4.7937	4.6440	4.62	4.73	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ (PHP)	53.628	~ 57.084	55.998	55.2	56.9	56.0	55.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.3032	~ 1.3764	1.3314	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	29.608	~ 32.509	31.096	30.5	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ (THB)	32.57	~ 37.24	35.08	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン (VND)	23415	~ 24620	24473	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)	67.0415	~ 102.3371	88.7053	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950	~ 19.9204	18.6383	18.0	18.4	18.8	19.2	19.6
トルコリラ (TRY)	18.4339	~ 29.5964	30.0755	29.5	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	4.8714	5.00	5.10	5.03	5.00	5.00
メキシコペソ (MXN)	16.6262	~ 19.5882	16.9095	17.9	18.2	18.4	18.5	18.6
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣 (CNY)	18.793	~ 20.945	20.345	19.72	19.57	19.29	19.28	19.57
香港ドル (HKD)	16.295	~ 19.457	18.584	17.82	17.56	17.33	17.22	17.37
インドルピー (INR)	1.559	~ 1.823	1.750	1.66	1.62	1.62	1.63	1.67
インドネシアルピア (100IDR)	0.831	~ 0.975	0.935	0.903	0.872	0.870	0.873	0.888
韓国ウォン (100KRW)	9.915	~ 11.674	11.068	10.86	10.79	10.71	10.81	10.98
マレーシアリング (MYR)	29.106	~ 32.387	31.342	30.09	28.96	28.85	29.07	29.48
フィリピンペソ (PHP)	2.325	~ 2.715	2.596	2.52	2.41	2.41	2.43	2.46
シンガポールドル (SGD)	96.55	~ 112.24	109.13	103.89	99.28	99.78	100.90	102.12
台湾ドル (TWD)	4.205	~ 4.755	4.694	4.56	4.57	4.56	4.59	4.66
タイバーツ (THB)	3.770	~ 4.290	4.142	3.92	3.80	3.84	3.92	3.97
ベトナムドン (10000VND)	0.5430	~ 0.6235	0.5937	0.57	0.56	0.56	0.56	0.56
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)	1.422	~ 1.948	1.639	1.54	1.49	1.44	1.40	1.38
南アフリカランド (ZAR)	6.909	~ 8.337	7.797	7.72	7.45	7.18	6.98	6.89
トルコリラ (TRY)	4.744	~ 7.482	4.814	4.71	4.57	4.66	4.79	5.00
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル (BRL)	23.723	~ 31.212	29.819	27.80	26.86	26.84	26.80	27.00
メキシコペソ (MXN)	6.651	~ 8.778	8.593	7.77	7.53	7.34	7.24	7.26

注:1. 実績の欄は2023年12月31日まで。SPOTは1月12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。