

2024年2月22日

The Emerging Markets Weekly

米金利の高止まりもあり、大きな持ち直しは見られず

新興国市場:先週末16日、アジア時間は春節(旧正月)休暇の最終日となるなか概ね小幅な値動きにとどまった。THBやTWDが上昇。TWDは台湾株式市場の堅調が支えに。欧米時間、米1月生産者物価指数(PPI)が市場予想を上振れ、米金利上昇と共にドルが一時上昇する場面もみられたが、その他の米経済指標が冴えない結果となり反落。新興国通貨はまちまちな動き、TRYが下落する一方、ZARは値を伸ばした。週初19日、中国市場が休場明けとなるも、新興国通貨は狭いレンジ内で推移。欧米時間、米国が休場となるなか、特段材料もなく大半が小幅な動きとなった。ZARが小幅に下落した。20日のアジア時間の新興国通貨は軟調な動き。MYRが下落し、1998年1月以来の安値をつけた。THBはタイのセター首相がタイ中央銀行(BOT)に緊急利下げを再要請したことが一時THBを押し下げたが、その後ほぼ値を戻した。欧米時間、米金利が低下する動きに、東欧通貨は上昇。米テクノロジー企業決算への警戒感を背景とした米株安もドルの下押し材料となり、新興国通貨の支えとなった。BRLが値を伸ばした。21日、アジア時間の新興国通貨は小幅高。中国株式市場の堅調が支えとなった。THBはBOTのセタプット総裁が利下げに向けた緊急会合を開催する必要はないとの見解を示し上昇した。欧米時間、一時ドルが上昇した場面もみられたが、FOMC議事要旨にサプライズはなくドルが値を戻す動きとなり新興国通貨はまちまちな動き。TRYやBRLが軟調となった。

アジア:アジア通貨は引き続き小幅な値動き。16日発表のマレーシア10~12月期実質GDP成長率は前年比+3.0%と市場予想(同+3.4%)を下振れた。年間では前年比+3.7%と市場予想(同+3.8%)を僅かに下回った。外需の不振を受けて輸出が低調だったことが全体を押し下げた。19日に発表されたタイ10~12月期実質GDP成長率は前年比+1.7%と市場予想(同+2.6%)を大幅に下回った。また、前期比では▲0.6%とマイナス成長となった。同日、中国人民銀行(PBoC)は最優遇貸出金利(LPR)の1年物を3.45%に据え置き、5年物を25bp引き下げ3.95%にすることを決定した。市場予想を上回る引き下げ幅となったが、CNY相場への影響は限定的だった。今回の利下げは長く低迷している不動産業に関するてこ入れと見られる。21日、BOTセタプット総裁が利下げに向けた緊急会合を開催する必要はないとの見解を示しTHBの上昇に繋がった。同日、インドネシア銀行(BI、中央銀行)は21日、政策金利を市場予想通り6.00%に据え置き。BIは早期の利下げ開始を否定しつつ、現在の金利水準はインフレを管理するのに十分であるとの認識を示した。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は16日に政策金利を16.00%に据え置くことを決定した。CBRはこれまで5回連続で利上げを実施してきた。インフレ圧力は依然高いとし、引き締め長期維持が必要との認識を示した。21日発表の南アフリカ1月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.3%と前月から加速するも、市場予想は下回った。

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@mizuhoemea.com

市場概観(タイ)

23年実質 GDP 成長率は減速～首相の強い利下げ要求を受け、THB は下落

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

タイ国家経済社会開発委員会(NESDC)は19日、10～12月期実質 GDPを公表し、結果は前年同期比+1.7%と市場予想の同+2.6%を下回った(図表1)。また、前期比では▲0.6%と4四半期ぶりのマイナスを記録。なお、23年通年の経済成長率は前年比+1.9%と、22年の同+2.6%から鈍化した。

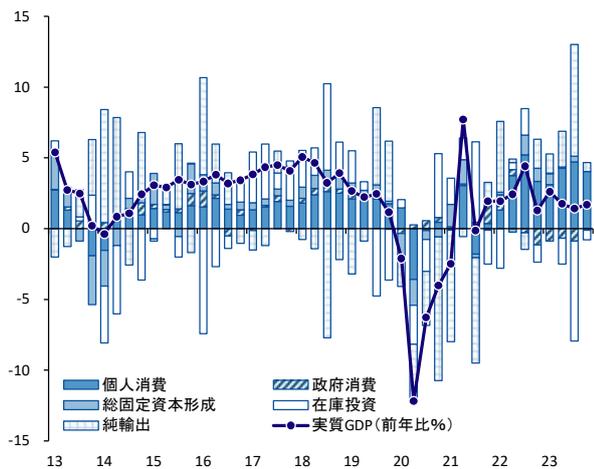
10～12月期 GDPについて内訳をみると、外需部門の停滞が目を引く。財輸出については、前年同期比+3.4%と5四半期ぶりにプラスに転じたが、主要相手国の中国やASEAN地域などの世界経済の減速も相まって、輸出が伸び悩んだ格好だ(図表2)。主要製品の電子機器の在庫調整が一巡するのは24年後半と予想されている中で、本格的な持ち直しにはもう少々時間を要する状況だ。サービス輸出については、同+14.7%と高い水準を維持しているが、前四半期の+30.6%からは着実に減速しており、昨年以降のベース効果剥落を確認できる内容となった。特に観光業について、中国人観光客の受入回復が遅れており、2月での春節期間における受入状況にも注視したい。上記の結果、外需部門のGDPへの寄与はマイナスとなっている。

片や、内需については比較的堅調に推移した。個人消費はペントアップ需要の継続もあって前年同期比+7.4%と3四半期連続で+7%台を記録したが、固定資産投資は6四半期ぶりのマイナスに転落。GDPへの寄与もマイナスとなるなど先行き不安が残る。特に民間投資についてはコロナ禍における反動があって以降、着実に減速しており、これが持続的な成長への足かせとなる可能性がある(図表3)。

こうした状況下、NESDCも今後の個人消費の減退や中小企業の倒産増加の可能性に言及しつつ、景気先行きに警戒感を示した。タイ政府は財政支出を拡大しデジタル通貨を通じた現金給付を推進するなど積極的な景気支援を実施している。また、セター首相は予めから景気支援のためにタイ中銀は利下げに着手すべきだと述べており、自身の主張を今回改めて強調した。

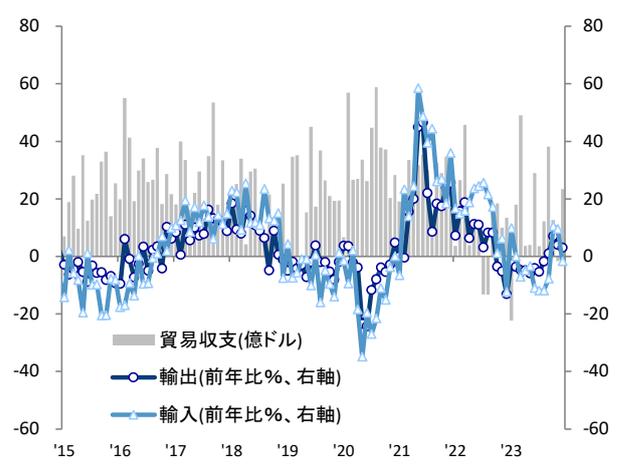
タイ中銀は2月会合にて景気回復の鈍化を認めているが、要因はタイ経済の構造的な問題による部分も多く、利下げという応急的な景気刺激策で対応すべきではないという立場を示している。もっとも、足許のインフレ率が物価目標を下回る状況が続く中で、タイ中銀の政策転換のタイミングが近づいているのも確かだ。片や、今回のGDPの結果やセター首相の情報発信を受けて、市場ではTHBの売りが優勢となったのも事実であり、THBは対ドル36.0を上抜けするなど昨年11月以来の安値を記録した(図表4)。FRBの利下げ着手が後ずれする状況の中で、タイ中銀が景気減速を理由に先に利下げに転じることとなれば、周辺国と比較して通貨が売られやすくなる展開が予想される。タイ中銀の次回の政策決定会合は4月上旬を予定しているが、THBの見通し策定上で俄かに重要度が高まっている。

図表 1: タイの実質 GDP 成長率推移 (前年比%, %ポイント)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 貿易収支の動向



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 民間消費指数と民間投資指数



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: THB の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(インドネシア)

2月金融政策会合～米金利上昇に押されるBI～

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

インドネシア銀行(中央銀行、BI)は20～21日に開催した金融政策会合で、政策金利のBIレートを従来の6.00%に4会合連続で据え置いた(図表1)。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も現状維持となり、それぞれ6.75%、5.25%となった。なお、ブルームバーグの事前予想では、調査対象者全員が各種政策金利の据え置きを予測していた。

声明文およびペリーBI総裁の会見では、IDRの安定化やインフレ情勢、FRBの動向に対する言及が目立った。BIは声明文の中で、米金利の再上昇が新興国への資金流入を抑制し、新興国通貨の下落圧力になっていると指摘した。前回1月会合以降のIDR相場を確認すると、米金利上昇やインドネシア大統領選挙に向けた不透明感の高まりなどが重しとなり一時15850付近に弱含んだが、以降は中国株価や資源価格の上昇、選挙におけるプラボウォ氏の勝利(*)を受け、値を戻している(図表2)。IDR相場は米長期金利との相関性が高いものの、昨年12月に大きな乖離が発生し、以降も依然放置された状態が続いている。もっとも、インドネシア大統領選挙の結果や資源価格上昇を受け、その乖離幅は縮小傾向にある。CNY安を受けたアジア通貨の売り圧力などが解消に向かえば、ある程度は収斂していくと想定している。

物価動向を見ると、直近公表の1月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.57%と市場予想の同+2.53%を上回ったものの、12月の同+2.61%を下回った(図表3)。2024年からは、BIはインフレ目標を+1.5～+3.5%に引き下げているが、これに収まっている。なお、変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコアCPIについては、同+1.68%と12月の同+1.80%および市場予想の同+1.77%を下回っている。インフレ抑制にはある程度目処が立っており、BIも「2024年のインフレ率は引き続き低い」と自信を示している。

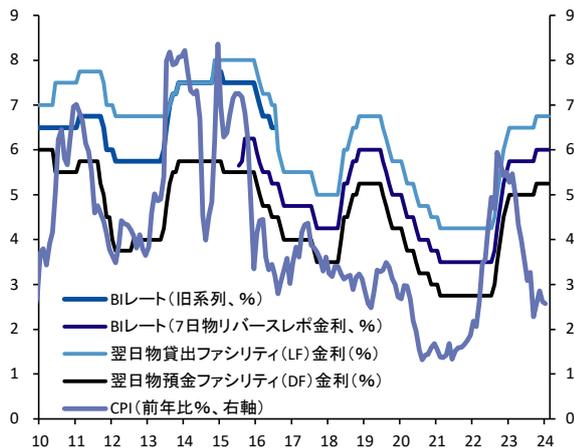
最新の経済動向に関し、2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前年比+5.04%と市場予想とおおむね一致し、7～9月期の同+4.94%を上回った(図表4)。内訳を確認すると、在庫投資の伸びが全体を押し上げたのが印象的であった。同時期の製造業PMIの新規受注指数が弱含んでいたことを踏まえれば、前向きな在庫確保ではなく、需要が弱かったことに伴い、強制的に在庫が積み上がった可能性が高い。もっとも、消費者信頼感などは緩やかに回復基調にあり、個人消費がけん引し景気は緩やかな回復基調をたどるだろう。本欄では、+5.0%程度の成長を続けると考えている。BIも、2024年の成長率見通しを前回会合から据え置いている。

以上を踏まえ、ペリー総裁は、「当面の間(for the time being)、金利を据え置くだらう」と述べており、早晩の利下げ開始を否定している。FRBの動向に関しては、年後半に▲75bp(計3回)の利下げを行うと想定していると説明しており、こちらに関しては前回会合の説明から変化はなかった。ここもとの米金利上昇やドル高の流れを受け、輸入インフレ抑制のためにルピアの安定化を志向するBIとしては、ハト派な情報発信を行うことができなかったと推察される。今後のBIの金融政策も、やはりFRBの動向を見極めながらの動きを余儀なくされよう。ただし、年初以降FRBに対する市場の利下げ期待が相応に剥落した中で、ドル高圧力がさらに強まるリスクそれほど大き

くはないとみている。「当面の間」が何か月を指すかは不透明だが、域内のディスインフレーションや、今後のドル高圧力の一服を見込み、本欄では早ければ4~6月期の利下げ開始予測を維持したい。かかる中、年前半のIDR相場は上値の重い推移を続けると予測する。

*詳細は、2月15日発行の通貨ニュース、『インドネシア:大統領選挙レビュー〜第一次投票で終結へ〜』をご覧ください。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



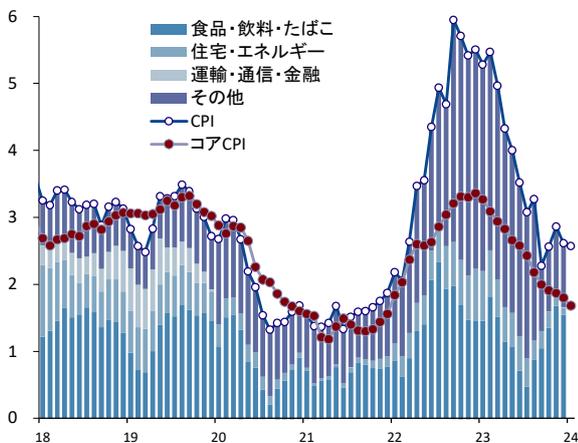
出所: インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: IDR 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

※基準年変更に伴いウェイトが未公表につき、24年1月分の寄与度内訳は表示していない

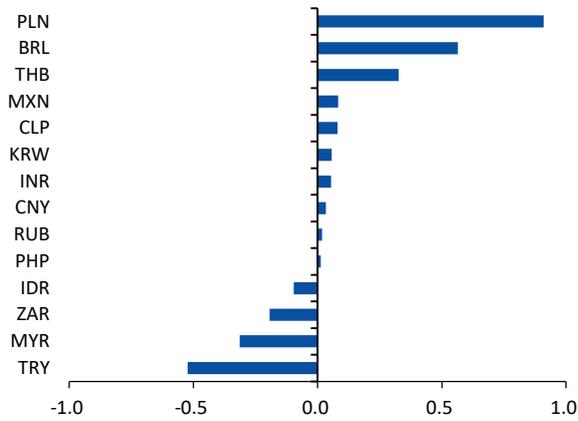
図表 4: 実質 GDP 成長率の推移 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

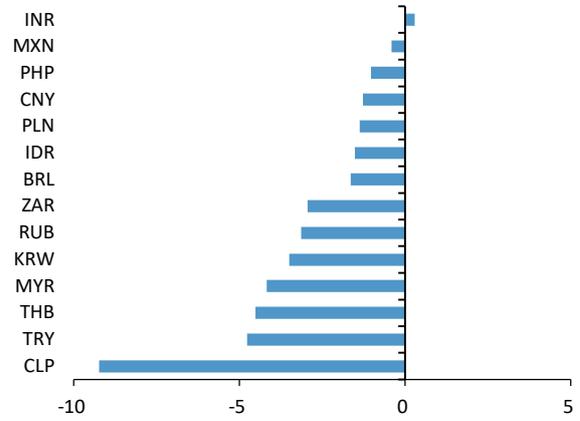
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



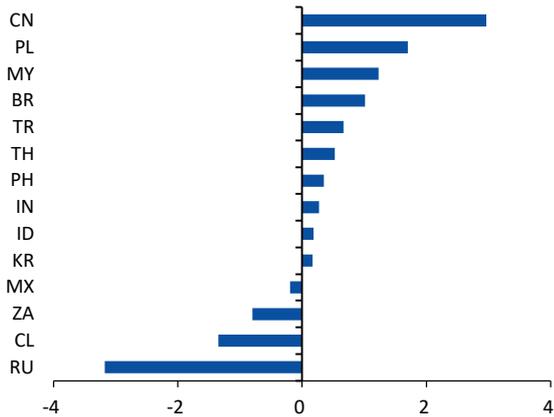
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



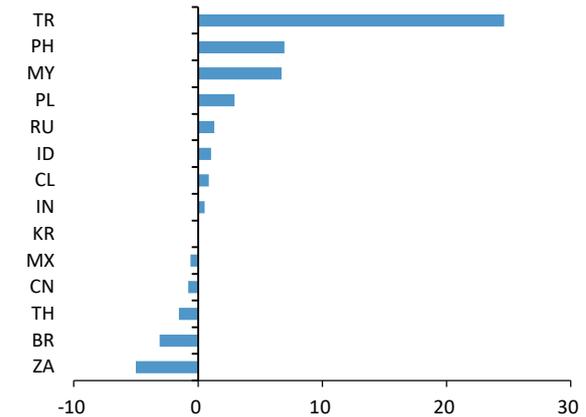
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



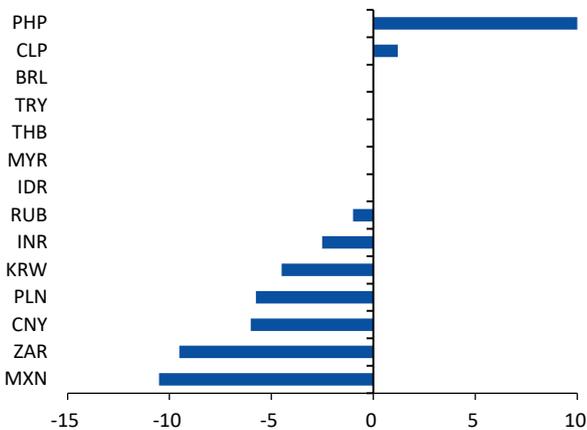
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

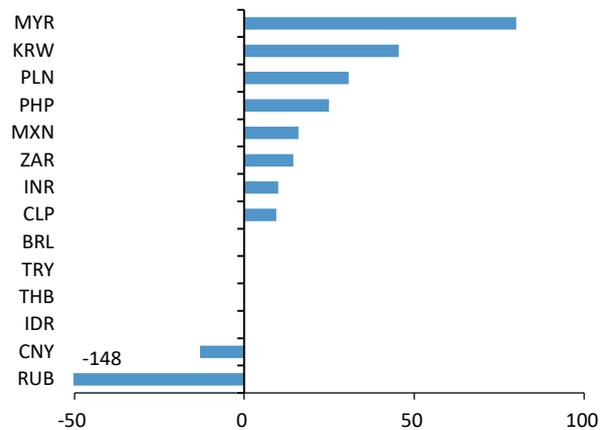
5年物スワップレート週間変化(bp)



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

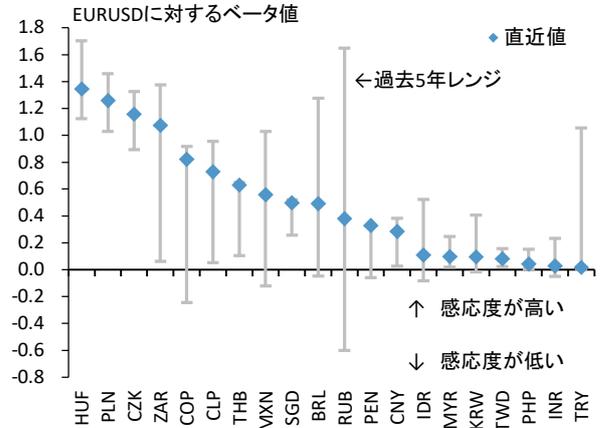
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



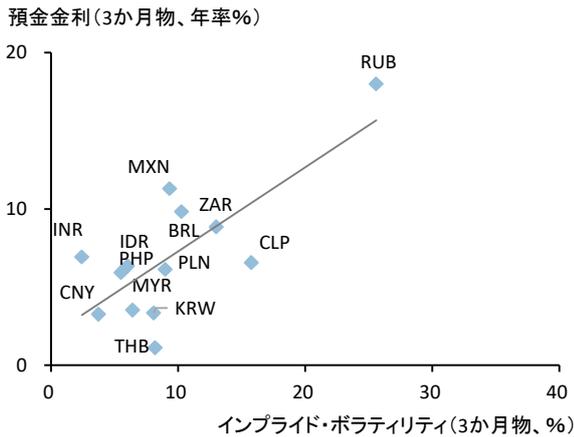
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



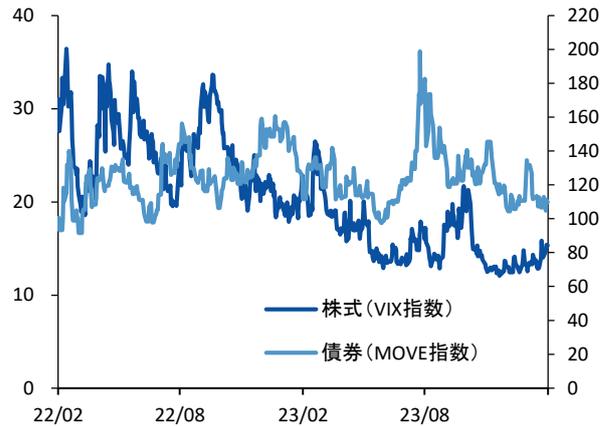
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



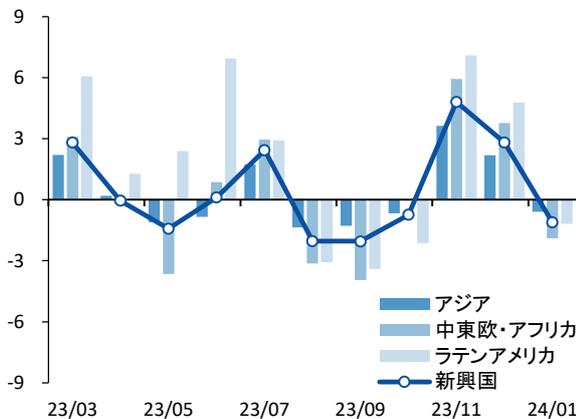
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



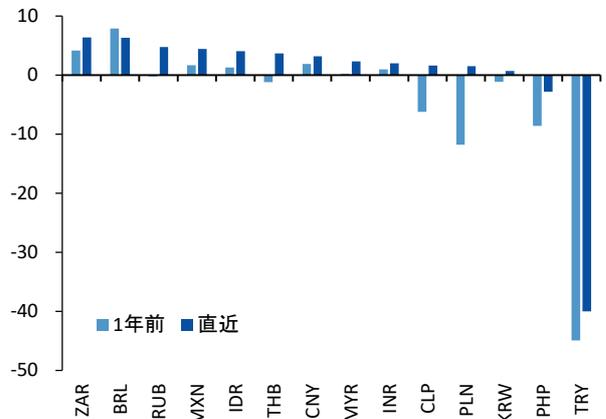
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
2月19日 (月)	タイ	GDP(前年比)	2.6%	1.7%	1.5%	1.4%
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	-\$740m	\$642m	--
20日 (火)	韓国	消費者信頼感	--	101.9	101.6	--
20日 (火)	マレーシア	輸出(前年比)	2.9%	8.7%	-10.0%	--
21日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	1.3%	1.2%	--
21日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	75	71	--
21日 (水)	インドネシア	BI-Rate	6.00%	6.00%	6.00%	--
22日 (木)	韓国	BOK Base Rate	3.50%	--	3.50%	--
23日 (金)	マレーシア	CPI(前年比)	1.6%	--	1.5%	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	3.8%	--	3.7%	--
23-29日	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$1770m	--	\$973m	--
26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	-2.5%	--
27日 (火)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	-16.0%	--
29日 (木)	中国	製造業PMI	--	--	49.2	--
29日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	50.7	--
29日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$2107m	--
29日 (木)	台湾	GDP(前年比)	--	--	5.1%	--
29日 (木)	台湾	鉱工業生産(前年比)	--	--	-4.0%	--
29日 (木)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-93.3b	--
3月1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$300m	\$328m
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.8	--
1日 (金)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	2.6%	--
1-11日	タイ	CPI(前年比)	--	--	-1.1%	--
中東欧・アフリカ						
2月21日 (水)	南ア	CPI(前年比)	5.4%	5.3%	5.1%	--
22日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	19.2%	--
22日 (木)	トルコ	1週間レポレート	45.00%	--	45.00%	--
23日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	100.9	--
23日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.2%	--
28日 (水)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.04b	--
29日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	10.2%	--
29日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.7%	--
29日 (木)	トルコ	GDP(前年比)	--	--	5.9%	--
29日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.0%	--
29日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	14.1b	--
ラテンアメリカ						
2月19日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	0.5%	1.4%	2.2%	--
21日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.4%	-0.2%	2.7%	--
22日 (木)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	0.7%	--	2.3%	--
22日 (木)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	2.4%	--	2.4%	--
27日 (火)	ブラジル	経常収支	--	--	-\$5834m	--
27日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	--	--	4.5%	--
28日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	--	--	-3.3%	--
28日 (水)	ブラジル	融資残高	--	--	5783b	--
29日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	60.8%	--
3月1日 (金)	ブラジル	GDP(前年比)	--	--	2.0%	--

注:2023年2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

	2024年 1月(実績)	SPOT	2024年 3月	6月	9月	12月	2025年 3月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	7.1021 ~ 7.1976	7.1912	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル (HKD)	7.8048 ~ 7.8285	7.8209	7.80	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー (INR)	82.770 ~ 83.351	82.971	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア (IDR)	15430 ~ 15843	15635	15500	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1346.80	1334.60	1300	1290	1280	1260	1250
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.7400	4.7943	4.67	4.64	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ (PHP)	55.445 ~ 56.560	55.950	55.8	56.2	56.2	55.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3469	1.3440	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 31.623	31.535	30.5	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 35.88	35.89	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 24618	24532	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	87.4000 ~ 92.0807	92.3664	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2639 ~ 19.2180	18.9356	19.0	19.2	19.4	19.6	19.8
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 30.7249	31.0110	31.0	32.0	31.0	30.0	29.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.8314 ~ 5.0017	4.9379	5.00	5.05	5.05	5.02	5.00
メキシコペソ (MXN)	16.7852 ~ 17.3860	17.0481	17.5	18.0	18.2	18.4	18.5
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	19.830 ~ 20.733	21.004	20.28	20.14	20.14	20.57	20.86
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 19.026	19.219	18.59	18.46	18.36	18.64	18.79
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.790	1.811	1.73	1.70	1.71	1.77	1.81
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.952	0.961	0.935	0.917	0.921	0.945	0.961
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.151	11.264	11.15	11.16	11.17	11.51	11.68
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 31.527	31.313	31.05	31.03	30.56	31.45	31.88
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.660	2.684	2.60	2.56	2.54	2.63	2.66
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 110.79	111.84	108.37	104.35	105.69	109.19	110.44
台湾ドル (TWD)	4.576 ~ 4.750	4.770	4.75	4.80	4.83	4.97	5.03
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.196	4.189	4.08	3.99	4.06	4.24	4.29
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6057	0.6118	0.60	0.59	0.59	0.60	0.61
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ~ 1.689	1.628	1.61	1.57	1.52	1.51	1.49
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 7.918	7.939	7.63	7.50	7.37	7.40	7.37
トルコリラ (TRY)	4.748 ~ 4.929	4.828	4.68	4.50	4.61	4.83	5.03
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	28.829 ~ 30.192	30.439	29.00	28.51	28.32	28.88	29.20
メキシコペソ (MXN)	8.297 ~ 8.684	8.816	8.29	8.00	7.86	7.88	7.89

注: 1. 実績の欄は2024年1月31日まで。SPOTは2月22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。