

2024 年 3 月 15 日

The Emerging Markets Weekly

週後半に米利下げ期待が後退し、軟調な動きに

新興国市場:先週末 8 日のアジア時間、前日パウエル FRB 議長が上院議会証言にて遠くない時点で利下げを開始することを示唆し、FRB への年内利下げ期待が高まり新興国通貨は上昇。KRW が値を伸ばした。欧米時間、米 2 月雇用統計は全体として弱いと捉えられ、米利下げ織り込みが回復。大半が上昇するも、BRL や RUB は商品市況の軟調が重しとなり下落した。週初 11 日のアジア時間、翌日に米 2 月消費者物価指数 (CPI) の発表を控え様子見ムードが広がり概ね小幅な値動き。KRW は大幅に上昇。欧米時間、米金利が反発したことが新興国通貨の重しに。東欧と中南米通貨は大半が軟調。TRY が売られた。12 日のアジア時間は前日に続き、動意に欠く展開。THB の下落が目立った。欧米時間、米 2 月 CPI は市場予想を上回り、米利下げ期待は巻き戻されドル買い優勢、新興国通貨は下押された。RUB は前日比▲1.4%下落。13 日のアジア時間、FRB の利下げ期待後退が継続し、大半が値を下げた。THB や KRW が軟調。欧米時間、欧州金利上昇を受け、ユーロに連れて東欧通貨は上昇。また、米金利低下や商品市況の堅調も新興国通貨の支援材料となった。MXN が値を伸ばした。14 日のアジア時間、米 2 月生産者物価指数 (PPI) の発表を控え大半が小幅に下落。SGD や KRW が軟調となる一方、THB は堅調。欧米時間、米 2 月 PPI が市場予想を上回ると米金利が上昇、新興国通貨は反落。商品市況の軟調も受け ZAR が大幅に値を下げ、BRL も売られた。

アジア: 9 日発表の中国 2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.7%と前月のマイナスの伸び率からプラスに転じ、市場予想を上振れた。一方、中国 2 月生産者物価指数 (PPI) は前年比▲2.7%と市場予想よりマイナス幅が拡大した。タイの選挙管理委員会は 12 日、王室への不敬罪の緩和に関する公約を「国家転覆の意図がある」と認定し、憲法裁判所に民主派最大野党の前進黨の解党を命じるよう勧告した。同日発表のインド 2 月 CPI は前年比+5.09%と市場予想を上振れた。食料品価格の上昇が全体を押し上げた。14 日、台湾中央銀行の楊金龍総裁は、消費者物価の上昇を踏まえて 2024 年のインフレ見通しを引き上げる必要がある可能性があるため、6 月以前に利下げは恐らく実施しないとの見解を示した。

中東欧・アフリカ:米大手格付け会社は 8 日、トルコの外貨建て長期債、自国通貨建て長期債の格付けを「B」から「B+」に引き上げ、格付け見直しも「安定的」から「ポジティブ」に変更した。引き上げの理由として、2023 年 6 月以降の政策の耐久性と有効性に信頼が高まったことを反映したと述べた。13 日公表のロシア 2 月 CPI は前年比+7.69%と市場予想を上回った。

ラテンアメリカ:12 日発表のブラジル 2 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比+4.50%と市場予想を上回った。チリペソ (CLP) はチリ 2 月 CPI が市場予想を上振れたことや、銅価格上昇が支援材料となり週間で+2.3%上昇した。

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 將行

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

市場概観(マレーシア)

3 月金融政策会合～MYR 安に言及も、持ち直しは外部要因次第

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

マレーシア中銀(BNM)は 7 日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の 3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は 5 会合連続での決定となった(図表 1)。ブルームバーグの事前予想でも現状維持の予想が有力であった。

声明文では世界経済について、金融引き締め下でも、堅調な労働市場を背景に内需の拡大が成長を下支えしている点に言及。先行きについて、短期的には世界各国の金融引き締めが続くが、インフレの段階的な鈍化もあり、年後半にかけては緩和的な金融環境に転じることもサポート材料となるとの見方を示した。片や、前回同様にインフレ再燃や地政学リスクの高まりなどを景気減速要因として指摘した。

直近のマレーシア経済について、23 年 10～12 月期実質 GDP 成長率(改定値)の結果は前年同期比+3.0%と速報ベースの▲0.4%から大きく下方修正された。製造業の停滞のほか、内需が想定以上に減速基調にあることも影響した。この結果、23 年の年間経済成長率は前年比+3.7%と政府見通しの同+4.0%を下回った。これに対して、BNM は 24 年の成長率に関して、官民による投資や貿易収支の持ち直しに言及しながら、年間の成長予想を前年比+4.0～+5.0%に据え置き、成長幅は拡大するとの見方を示した。足許では既に半導体市況の持ち直しが確認されているが、マレーシアの主要産品である電子機器関連の需要の持ち直しはこうした動きに遅行することが予想される。中国をはじめ主要相手国の景気動向も影響するだろうが、本格的な持ち直しは年後半以降と考えたい。

物価動向に関して、1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+1.8%となった(図表 2)。今年より CPI の構成項目に修正はあったものの、トレンドに大きな変化はなく、インフレは収束に向かっている。先行きについては、資源価格動向や政府によるインフレ統制のための補助金の動向に左右されると述べた。

かかる中、BNM は現行の金融政策は景気支援的で足許のインフレ・経済成長評価と一致しているとした上で、政策金利を据え置いた。今後は一層景気支援を優先した姿勢に変わっていくことが予想されるが、利下げの決定は FRB のハト派化を確認した後の判断になると予想される。

また、BNM は MYR が過小評価されていると述べ、マレーシア経済のファンダメンタルズを十分に反映していないと主張した。MYR は足許においてアジア通貨危機以来の安値圏で推移しており(図表 3)、その要因は米金利高止まりに加えて、23 年経済成長に関する失望と先行きの不透明感に加えて、過年度比での貿易黒字の縮小をはじめ実需環境に歪みが生じていることが影響したと考えられる。直近公表の 10～12 月期の経常収支は+2.5 億リンギを記録、黒字を維持したが四半期ベースでは統計で遡れる 05 年 3 月以来で最少額に落ち込んだ(図表 4)。貿易黒字が+308 億リンギと前年同期比で▲46.6%縮小したほか、金利上昇や通貨安の影響で第一次所得収支が▲208 億リンギとこちらは 05 年 3 月以来で最大の赤字額を計上した。22 年は資源価格の高騰もあって MYR の実需環境は好転していたが、23 年に入り、外需の減速も相まって状況が変化していることが確認された。中東情勢が不安定であ

ることもあり原油価格の大崩れは考えにくい、それ以外の買い要素に乏しい印象にある。

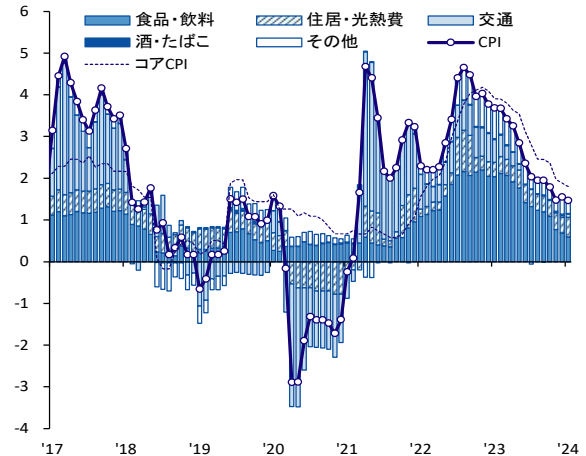
かかる中、今回の口先介入に加えて、国営企業を中心とした本国への資金還流(レパトリ)を奨励し、MYR の実需環境改善にも着手している。もともと、MYR 相場の変化には米国の金融政策の転換が必要条件となるように思われる。引き続きドルや外部環境の変化に相場が上下する展開は続きそうだ。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)



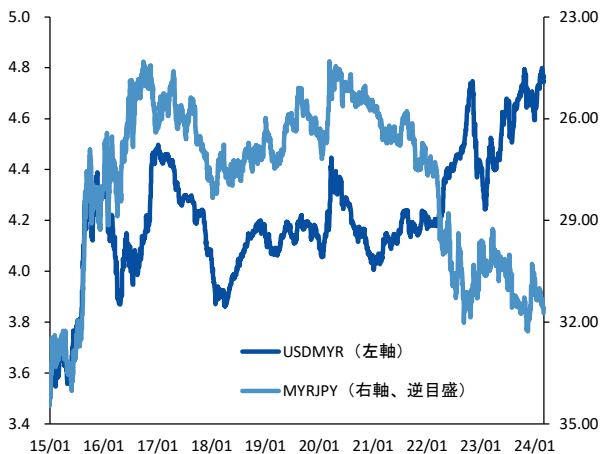
出所: マレーシア中央銀行、マレーシア統計局、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: CPI の推移 (前年比%、%ポイント)



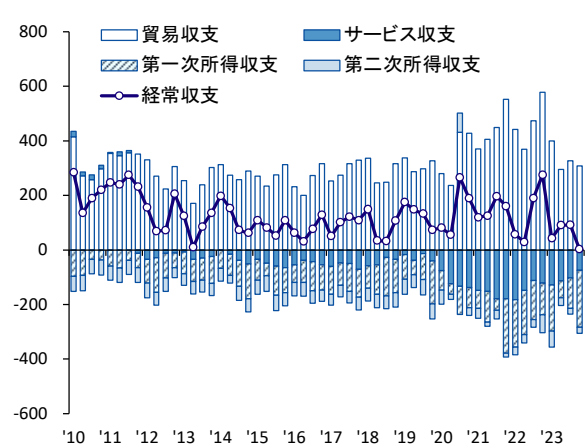
出所: CEIC、みずほ銀行 ※23 年 10～12 月期は成長率のみ

図表 3: MYR の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 経常収支の動向



出所: CEIC、みずほ銀行

市場概観(インド)

足許の各種経済指標を受けて～利下げの後ずれリスクが高まる～

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

2 月下旬以来、足許にかけて公表されたインドの経済指標は強いものが多く、それに従ってインド準備銀行 (RBI) の利下げへの道も遠のいていると評価する向きも多い。こうした流れを受け本欄では、2023 年 10～12 月期実質 GDP 成長率と、2 月消費者物価指数 (CPI) の内容を踏まえ、RBI の金融政策の先行きに関して論じたい。

10～12 月期は予想以上の高成長も、受け止めには注意が必要

まず、2 月末に公表された、2023 年 10～12 月期 GDP の結果を確認したい。結果は、+8.4% (前年比、以下同様) となり、7～9 月期の +8.1% および市場予想の +6.6% を上回った (図表 1)。いうまでもなくこれは強い結果ではあるものの、中身には注意が必要だ。というのも、「統計誤差」の項目が成長率を +3.5% も押し上げてしまっている。統計誤差自体は、GDP 統計に存在しても問題ないものではあるが、パンデミック期以降、統計誤差の数字が大きくなってしまっていることは非常に気がかりである。実際、PMI の推移を確認すると、2023 年 10～12 月期には若干ではあるものの水準を切り下げている (図表 2)。その他、各種の基礎統計から筆者が試算した実質 GDP 成長率の推計値は、10～12 月期に +7.2% (7～9 月期: +6.7%) であった (図表 3)。これらの情報を総合して勘案すれば、域内経済は公式統計が示唆するほどの強さではないものの、統計上の不整合などを割り引いたとしても経済は底堅いと総括できる。特に、個人消費は非常に底堅く、こういった流れが今後サービスインフレの強含みに影響しないか警戒が必要である。ダス・RBI 総裁も、3 月 6 日に 2024/25 年度の経済成長率を「+8.0% 近くに達する可能性が高い」と強い景気認識を示したうえで、「物価安定目標の達成を確信するまでは利下げをしないだろう」と早期利下げを否定するタカ派な情報発信を行った。

コアでは減速基調も、かく乱要因は多い物価情勢

域内の物価動向に関し、2 月 CPI は +5.09% (前年比、以下同様) と市場予想の +5.04% を上振れ、前月の +5.10% からほぼ横ばいとなった (図表 4)。一方、コアベースでは +3.3% と 4 年以上ぶりの低水準となっており、基調的物価は明確に下向きである。食料品・飲料の項目が +7.6% から +7.8% に反発しており、総合ベースの下げ止まりを規定している。コアベースの急速なインフレ鈍化は朗報だが、RBI はあくまで総合ベースの数字を +4.0% (目標レンジの中心) に収束させることを強く意識しており、それには依然距離があると評価したい。食料品・飲料の反発は一過性としても、経済が底堅い以上、コアベースのデイスインフレはそう長続きはしないだろう。これらを加味すれば、総合ベースでのデイスインフレも緩慢なものにとどまり、+4.0% 近傍への収束は 7～9 月期まで待たなければならないだろう。

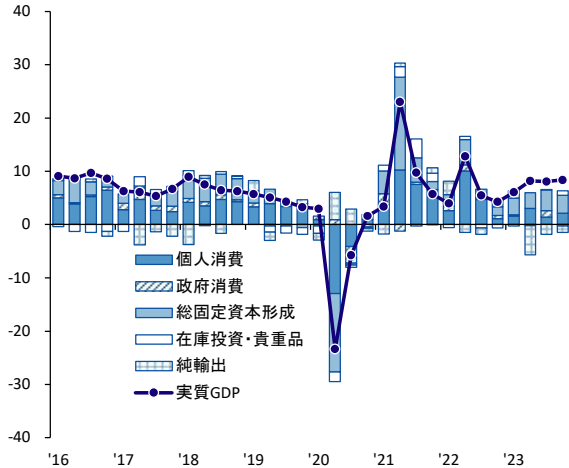
利下げ開始時期が遅れる可能性は高まっている

これらの経済指標などを受け、従前より本欄では早ければ 6 月会合での利下げ開始を見込んでいたが (*)、これが後ろ倒しになる蓋然性が高まっていると判断したい。もとより 8 月に持ち越しになる可能性も指摘していたため大きな変化があったわけではないが、2 月会合以降の経済指標や RBI 高官の情報発信などに鑑みれば、もはや 6 月会合での利下げ開始はメインシナリオにはなりえない可能性がある。具体的な利

下げ時期の予測に関しては、4 月会合の内容を受けて改めて述べたいが、現状でも後方シフトの可能性を強調しておきたい。

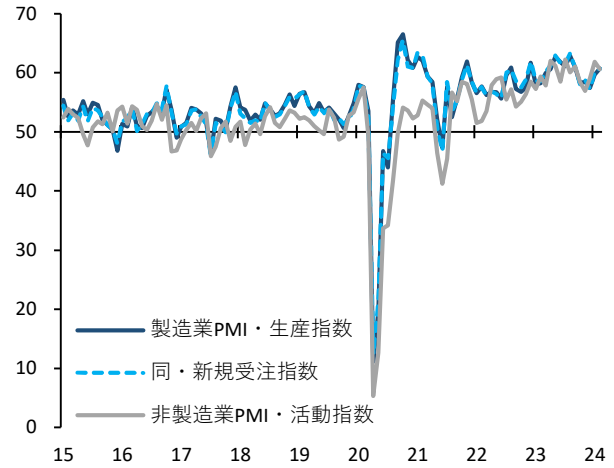
*詳細は、2 月 8 日発行の通貨ニュース、『インド:2 月金融政策会合～金融政策の引き締めバイアスを維持も、政策委員の 1 名が利下げを主張～』をご覧ください。

図表 1: 実質 GDP 成長率(前年比%, %ポイント)



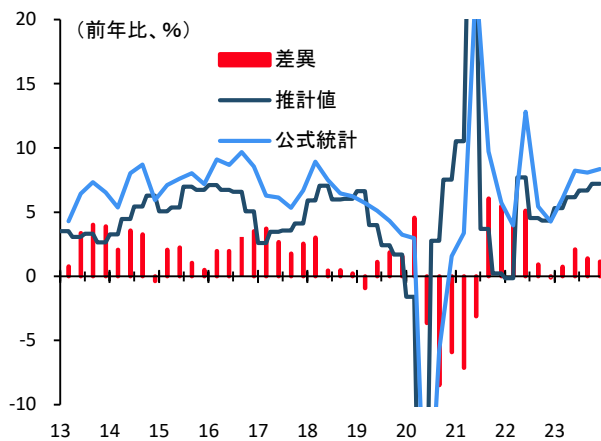
出所: CEIC、みずほ銀行 ※「統計誤差」は意図的に不記載とした

図表 2: インド PMI の推移



出所: S&P Global、みずほ銀行

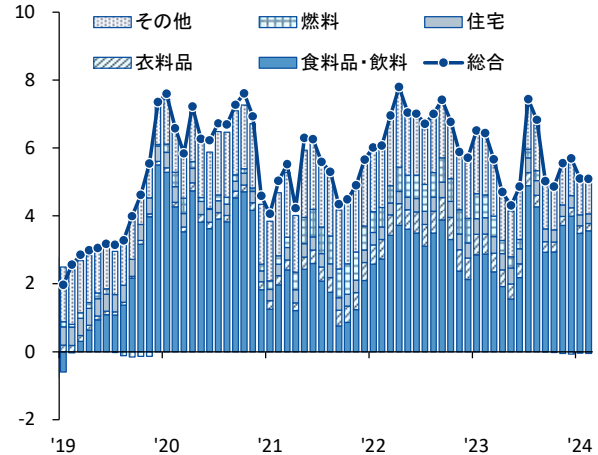
図表 3: 実質 GDP 成長率の推計



出所: CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

※上下に振れている部分はカットした

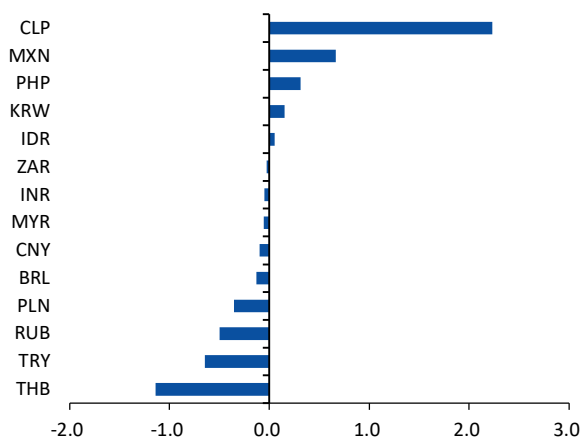
図表 4: 消費者物価指数



出所: CEIC、みずほ銀行

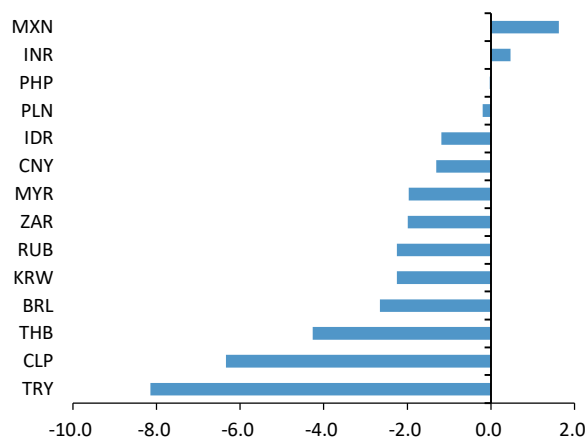
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



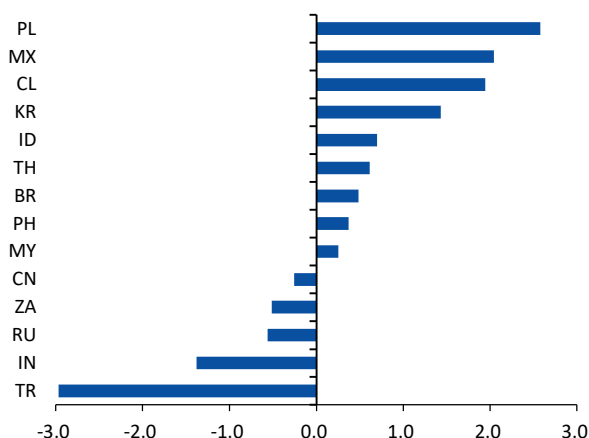
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



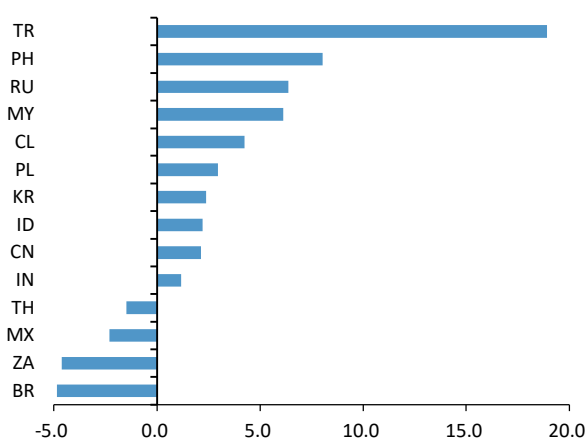
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



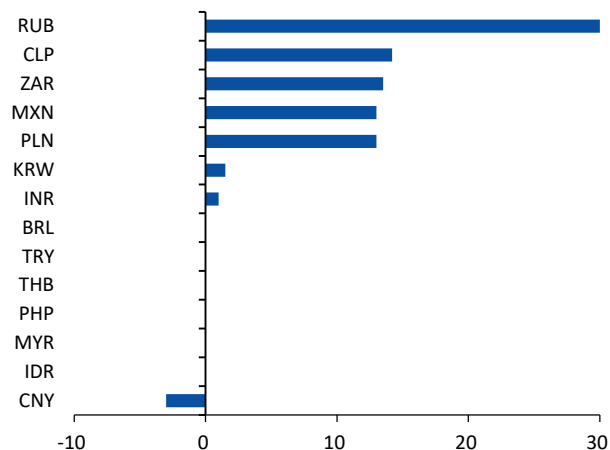
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

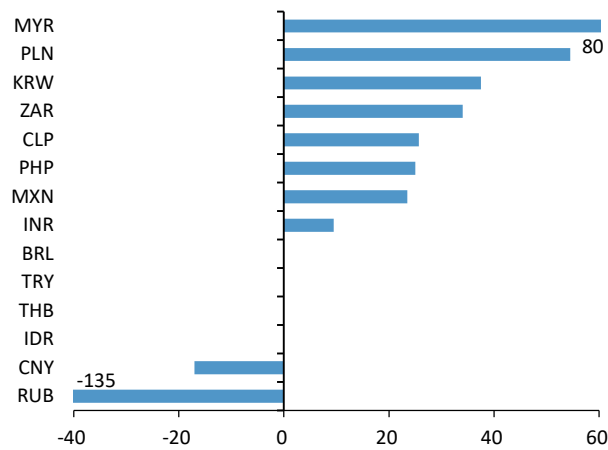
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

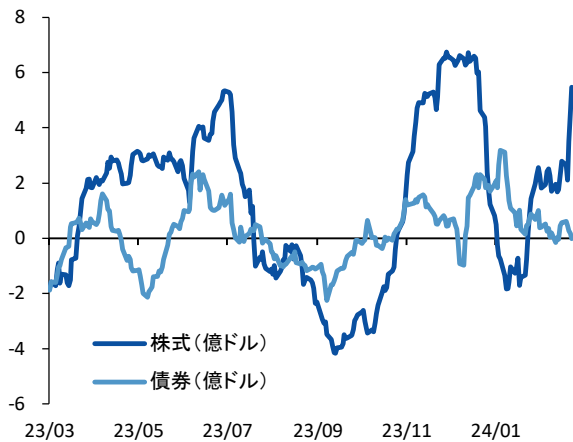


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

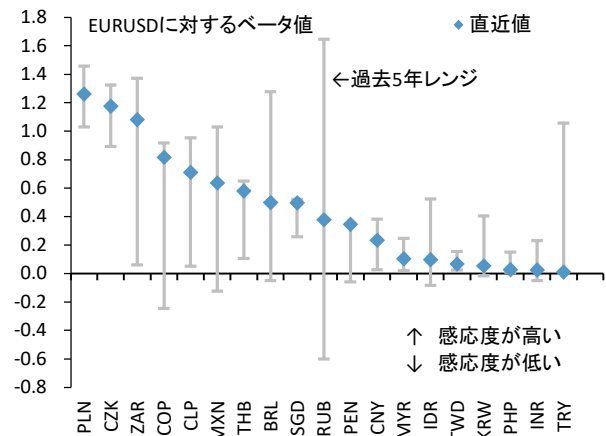
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



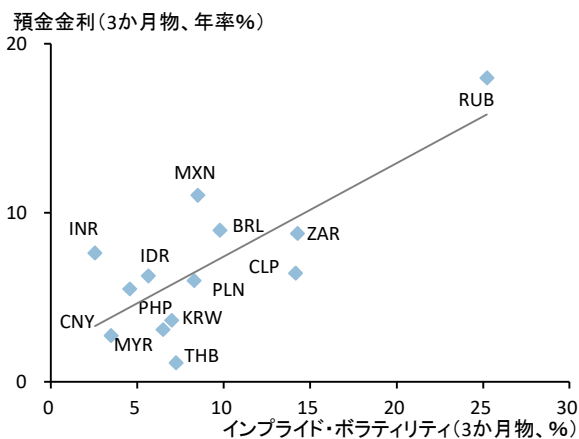
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



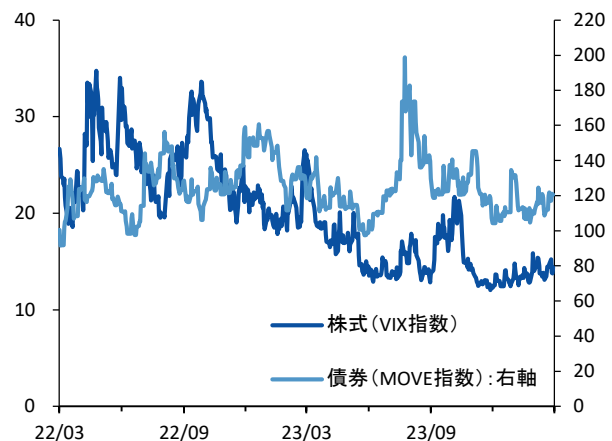
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



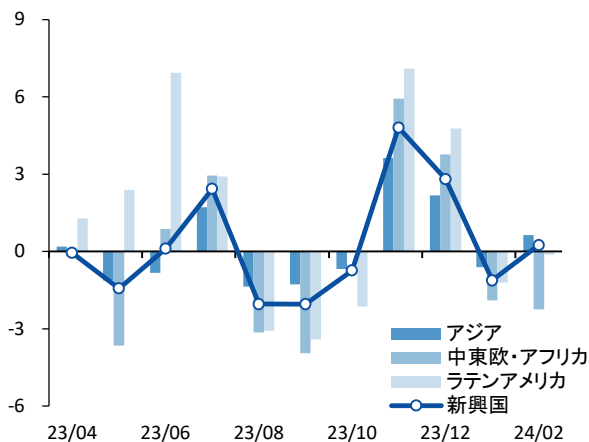
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



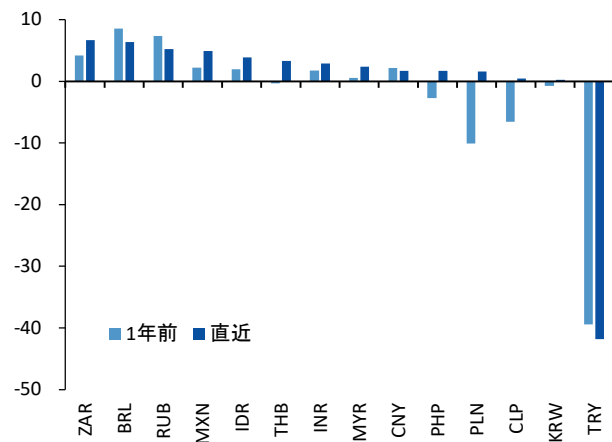
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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						
3月12日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$4695m	\$5779m	-\$4013m	--
12日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	2.0%	4.3%	-0.1%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	4.0%	3.8%	3.8%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	5.1%	5.1%	5.1%	--
13-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	3.0%	--
13-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	3.1%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	\$2425m	--	\$2015m	--
15日 (金)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	2.8%	--	3.8%	--
15日 (金)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-401.0b	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	16.8%	--
18日 (月)	中国	小売売上高(年初来/前年比)	5.0%	--	--	--
18日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.2%	--	--	--
18日 (月)	中国	鉱工業生産(年初来/前年比)	5.0%	--	--	--
18日 (月)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	8.7%	--
19日 (火)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$740m	--
20日 (水)	インドネシア	BI-Rate	--	--	6.00%	--
20日 (水)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	1.9%	--
21日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.9%	--
22日 (金)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.3%	--
中東欧・アフリカ						
3月12日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	1.5%	1.1%	1.6%	2.3%
12日 (火)	トルコ	経常収支	-2.91b	-2.56b	-2.09b	--
13日 (水)	ロシア	貿易収支	--	7.8b	10.2b	10.9b
14日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	7.6%	7.7%	7.4%	--
14日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	0.9%	2.6%	0.7%	1.3%
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	5.3%	--
20日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	2.7%	--
21日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	19.4%	--
21日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	45.00%	--
22日 (金)	トルコ	製造業景況感指数(季調前)	--	--	101.5	--
22日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	76.4%	--
22日 (金)	ロシア	主要金利	--	--	16.0%	--
ラテンアメリカ						
3月12日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.4%	4.5%	4.5%	--
12日 (火)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	2.2%	2.9%	0.0%	--
14日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	0.8%	4.1%	1.3%	--
18日 (月)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	1.4%	--
21日 (木)	ブラジル	SELICレート	--	--	11.25%	--
21日 (木)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	-0.2%	--
22日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	11.25%	--
22日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.1%	--

注: 2023 年 3 月 15 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 1～2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							
中国人民元 (CNY)	7.1040 ～ 7.1997	7.1942	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル (HKD)	7.8048 ～ 7.8296	7.8220	7.82	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー (INR)	82.776 ～ 83.350	82.825	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア (IDR)	15426 ～ 15846	15580	15500	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン (KRW)	1290.39 ～ 1346.85	1317.80	1310	1290	1280	1260	1250
マレーシアリングギ (MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.6860	4.67	4.64	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ (PHP)	55.355 ～ 56.559	55.405	55.8	56.2	56.2	55.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ～ 1.3525	1.3365	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	30.518 ～ 31.698	31.508	31.0	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ (THB)	34.11 ～ 36.21	35.77	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン (VND)	24260 ～ 24705	24695	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	87.4000 ～ 95.4670	91.5279	92.0	94.0	96.0	98.0	100.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2639 ～ 19.3899	18.7412	19.2	19.4	19.6	19.8	20.0
トルコリラ (TRY)	29.6646 ～ 31.3261	32.1948	31.5	32.0	31.5	31.0	30.5
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	4.8317 ～ 5.0173	4.9899	5.02	5.07	5.05	5.02	5.00
メキシコペソ (MXN)	16.7852 ～ 17.3860	16.7031	17.4	17.7	17.9	18.0	18.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.830 ～ 21.020	20.613	20.84	20.70	20.42	20.85	21.29
香港ドル (HKD)	18.032 ～ 19.295	18.954	19.05	18.97	18.61	18.89	19.18
インドルピー (INR)	1.695 ～ 1.820	1.790	1.78	1.75	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ～ 0.967	0.952	0.961	0.942	0.934	0.958	0.980
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ～ 11.361	11.250	11.37	11.47	11.33	11.67	11.92
マレーシアリングギ (MYR)	30.593 ～ 31.662	31.537	31.91	31.90	30.98	31.89	32.53
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ～ 2.699	2.669	2.67	2.63	2.58	2.66	2.72
シンガポールドル (SGD)	106.65 ～ 112.18	110.93	111.36	107.25	107.17	110.69	112.71
台湾ドル (TWD)	4.576 ～ 4.809	4.708	4.81	4.93	4.90	5.03	5.14
タイバーツ (THB)	4.096 ～ 4.205	4.144	4.20	4.10	4.12	4.30	4.38
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ～ 0.6175	0.6004	0.61	0.60	0.60	0.61	0.62
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ～ 1.689	1.620	1.62	1.57	1.51	1.50	1.49
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ～ 7.991	7.911	7.76	7.63	7.40	7.42	7.45
トルコリラ (TRY)	4.748 ～ 4.945	4.590	4.73	4.63	4.60	4.74	4.89
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	28.829 ～ 30.567	29.690	29.68	29.19	28.71	29.28	29.80
メキシコペソ (MXN)	8.297 ～ 8.831	8.875	8.56	8.36	8.10	8.17	8.19

注: 1. 実績の欄は 2024 年 2 月 29 日まで。SPOT は 3 月 15 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。