

2024 年 3 月 29 日

The Emerging Markets Weekly

総じてドルが底堅く、新興国通貨の大半は軟調

新興国市場:先週末 22 日のアジア時間の新興国通貨は総じて下落。中国人民銀行(PBoC)が基準値を CNY 安方向に設定し、心理的節目の 7.20 を突破したことを受けて、新興国通貨は幅広く売られた。KRW は前日比▲1.2%下落。THB や IDR も軟調。INR は過去最安値をつけた。欧米時間も CNY 安を背景に新興国通貨は売り優勢が継続。ZAR は前日比▲1.1%値を下げ、BRL も軟調。週初 25 日、PBoC は基準値を前日より CNY 高方向に設定するもアジア時間の新興国通貨は大半が小幅な値動き。TWD や MYR が上昇する一方、KRW は下落した。欧米時間、米経済指標が冴えない結果となりドルが軟化、新興国通貨は小幅に反発。ZAR や MXN、BRL が堅調。一方、RUB が売られた。26 日アジア時間、PBoC が基準値を前日に続き CNY 高方向に設定するなか、新興国通貨は動意に欠く展開。先週末に過去最安値をつけた INR は休場明けとなり小幅に反発。欧米時間、米経済指標は市場予想を下振れるものもあったが、米金利が反発、新興国通貨の重しとなった。ZAR は南アフリカ経済指標の結果も下押し材料に。27 日のアジア時間は、ドル/円が 151.97 円と 1990 年 7 月以来の高値をつけ、CNY も弱含んだことがアジア通貨全体の下落に寄与した。KRW や IDR が下落。欧米時間、米金利が低下するもドルは底堅く推移し、大半は小幅に下落。一方、MXN は上昇し 2015 年 12 月以来の水準をつけた。28 日はイースター休暇を控え、新興国通貨は総じて小動き。前日のウォラー FRB 理事のタカ派な発言もあり、全体としてドル高圧力が強かった。BRL や MXN が値を下げたが、KRW は小幅に上昇した。

アジア:25 日発表のマレーシア 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.8%と前月から加速し、市場予想を上振れた。住居・光熱費価格の上昇が寄与した。同日公表のシンガポール 2 月 CPI も前年比+3.4%と前月から加速し、市場予想を上回った。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は 22 日に政策金利を 16.00%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。CBR は、2024 年にインフレ率が目標の 4%に戻り、その近辺で安定するためには金融引き締めが長期に渡って維持される必要があると述べた。ロシアの首都モスクワ郊外のコンサートホールにおいて 22 日に銃乱射事件が起きた。プーチン大統領は 23 日の国民向け演説で、ウクライナの銃乱射事件への関与を主張し、市場心理の悪化が懸念されたが RUB への影響は限定的。南アフリカ準備銀行(SARB、中央銀行)は 27 日に政策金利を全会一致で 8.25%に据え置くことを決定した。据え置きは 5 会合連続。インフレの見通しリスクは依然として上向きとされた。

ラテンアメリカ:26 日ブラジル 3 月前半の消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.14%と市場予想を上振れた。MXN は前週のメキシコ中銀の情報発信や資源価格の再上昇が材料視され、ドル優勢の相場の中で週間+0.8%の上昇。

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)

3 月金融政策会合～市場予想に反して 1 年ぶりの利上げを実施

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

台湾中央銀行(CBC)は 21 日、金融政策会合を開催し、政策金利(ディスカウントレート)を+12.5bp 引き上げて 2.00%とした(図表 1)。政策金利の引き上げは 4 会合ぶりの決定で、ブルームバーグの事前予想では現状維持が優勢だった。なお、今回の決定を受けて政策金利は 2008 年以来の高水準となった。

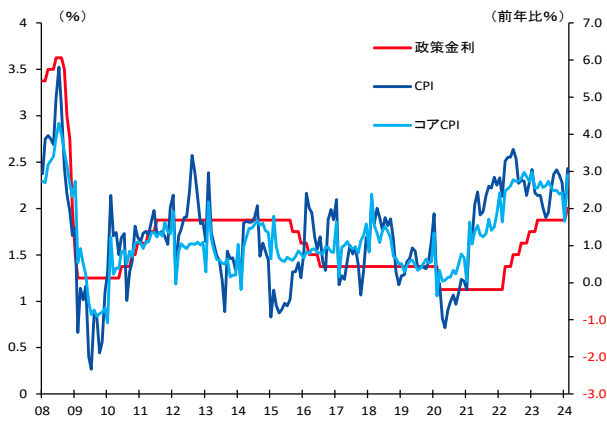
声明文では、世界経済が成長を維持している状況を指摘しながら、欧米中銀の金融政策動向、中国経済の持ち直しのスピード、地政学リスクの高まりに伴う世界の供給網再編の動きなどリスク要因は多岐にわたるとした。国内経済について、世界的な半導体需要の持ち直しも相まって、順調に成長していると総括。直近 23 年 10～12 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比+4.9%と大きく持ち直した(図表 2)。特に外需部門が成長をけん引しており、足許においても、半導体市況の底打ちが確認された 23 年後半以降、輸出実績はプラス圏に戻った(図表 3)。23 年通年の成長率は前年比+1.3%と 14 年ぶりの低水準に落ち込んだが、先行きの見通しは好転しており、24 年については同+3.2%を見込んでいる。

物価動向について、インフレ再燃のリスクも浮上している。直近 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と 22 年 7 月以来の水準を記録し、エネルギー・野菜・果物を除いたコア CPI も同+2.9%と 23 年 1 月以来の強さとなった(図表 1)。内訳をみると直近 6 か月にかけて、食料品価格が 5%付近で推移しており、目安である+2.0%から大きく上振れる状況にある。また、失業率低下に伴う賃金水準上昇が確認されており、その動向にも注意する必要がある(図表 4)。24 年の見通しについて、CBC は電力価格改定の影響に伴う物価上昇圧力を加味しながら、総合 CPI を同+2.2%、コアベースを同+2.0%とし、従前よりもインフレ収束に時間を要するとの見方を示した。

以上、景気の堅調さや物価の上振れ懸念を踏まえて、CBC は約 1 年ぶりの利上げを決定した。一方で、楊 CBC 総裁はこれ以上の金融引き締めはないことを示唆し、改めて政策効果を確認する方針を示した。また、今回の利上げ幅は 12.5bp と小幅で、これが景気に悪影響を及ぼす可能性は限定的である点を強調した。

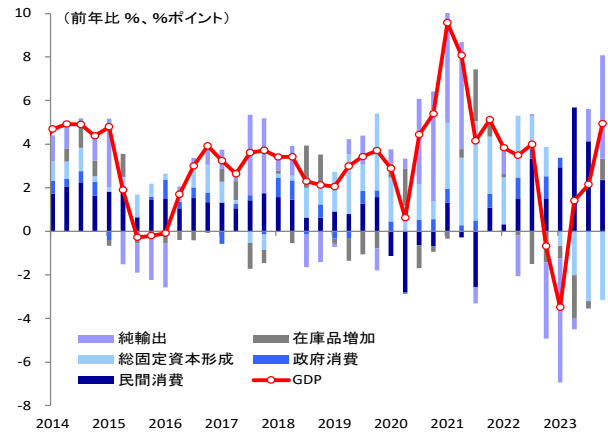
政策決定は市場予想に反しややタカ派的ではあったが、足許の相場はややドルに押される展開となっている(図表 5)。これは TWD と相関性が高い CNY が中国人民銀行(PBoC)による預金準備率引き下げなど追加緩和への期待が高まったことで CNY に連れ安となったことが要因と考えられる。先行きは、年央に FRB の政策転換が期待される中で、それまではドルの動向を窺うような値動きとなりそうだが、それ以降は需給環境の好転により値を戻すと予想する。具体的には 24 年は半導体市況の持ち直しに伴い、既に輸出回復が確認されていること、こうした期待感から貿易黒字の拡大に加えて、外国からの証券投資が増加していることが追い風となる(図表 6)。これに対して、総統選を終えたものの、中国との政治・経済面における関係悪化や資源価格の再騰などが主なリスク要因となりそう。

図表 1: 政策金利とインフレ率



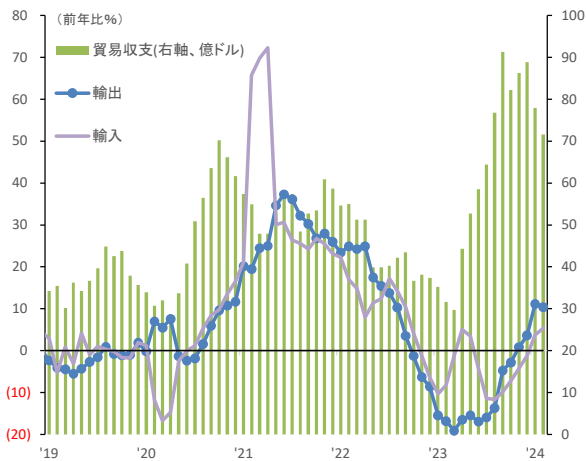
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移 (前年比%, %ポイント)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

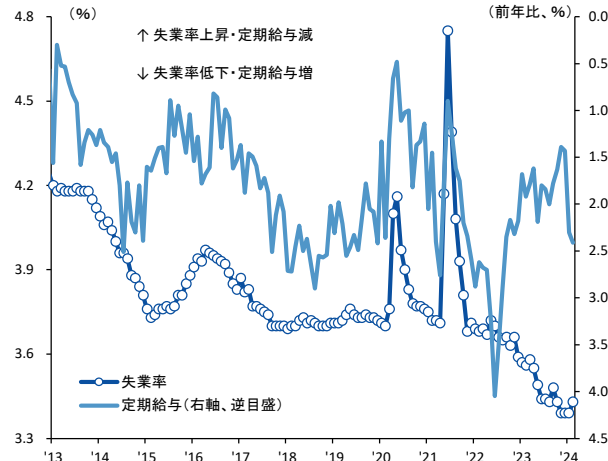
図表 3: 貿易収支の動向



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

※後方 3 か月移動平均を用いて算出

図表 4: 失業率と賃金水準の動向



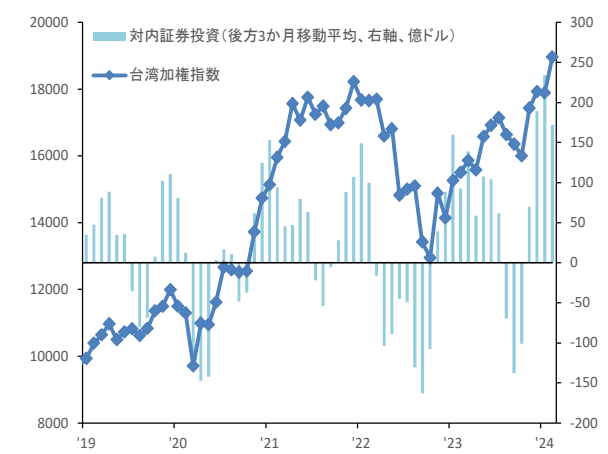
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 5: TWD の動向



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 6: 台湾加権指数と対内証券投資の動向



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

市場概観(トルコ)

3 月金融政策決定会合～選挙直前の追加利上げは異例～

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

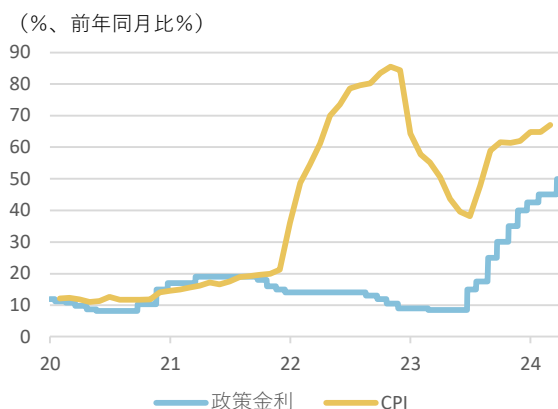
トルコ中央銀行(CBRT)は3月21日の金融政策決定会合で、+500bpの利上げを実施し、政策金利を50.00%に引き上げた(図表1)。ブルームバーグによる事前調査では、21名中で利上げを予想していたのは2名のみで、残りの19名は据え置きを予想していた。サプライズでの利上げを受けて、TRYは対ドルで直後に32.41から31.92まで最大約+1.5%上昇した(図表2)。

CBRTは2月消費者物価指数(CPI)の想定以上の加速や、堅調な内需を追加利上げの理由として挙げた(図表3)。しかしながら、CBRTは1月会合で金融引き締め局面の終了を宣言し、前回2月会合では実際に政策金利の据え置きを発表していた。

もちろん、CBRTによる追加利上げの可能性は市場で意識されていたものの、3月31日にトルコで地方選挙が実施されることを考慮すれば、選挙への影響を避けるために利上げ再開は選挙後になるという見方が大勢だった。3月21日の金融政策決定会合を前に、「クレジットカードによる現金引き出しと当座貸越の上限金利の引き上げ」、「消費者向け一般目的ローン及び商業用ローンの毎月の増加限度額を引き下げ」など、政策金利引き上げに依らない金融引き締め策が取られていたことも、「3月会合では利上げなし」という見方を強める一因となっていたと考えられる。

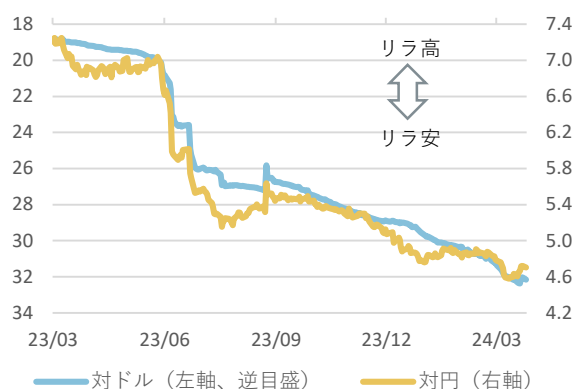
CBRTの今回の追加利上げは、「インフレリスクが高まったために制作金利を引き上げる」というオーソドックスな政策運営と評価できる。TRYが政策決定後に上昇したのは妥当な反応であろう。もっとも、3月31日の地方選挙において大都市の市長選で与党・公正発展党(AKP)の候補が負けるようであれば、CBRTに責任を負わせようとする動きが出てこないかが気かりである。地方選挙で最大の焦点となっているイスタンブール市長選に向けた世論調査では、現職のイマモール氏(最大野党CHPに所属)が与党AKPの候補者を僅差ながら上回っている(図表4)。当面は、地方選挙がTRYの先行きの不確実性を高める要因となっている状況自体には変わりがない。

図表 1: 政策金利とインフレ率



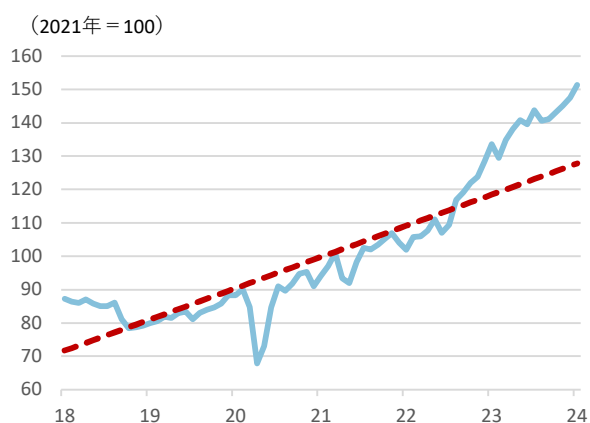
出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: TRY 相場動向



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 3:小売売上高の推移



出所: Bloomberg、みずほ銀行

※季節調整・労働日数調整後の数値を使用。点線は 2018 年 1 月から 2023 年 5 月までのトレンド

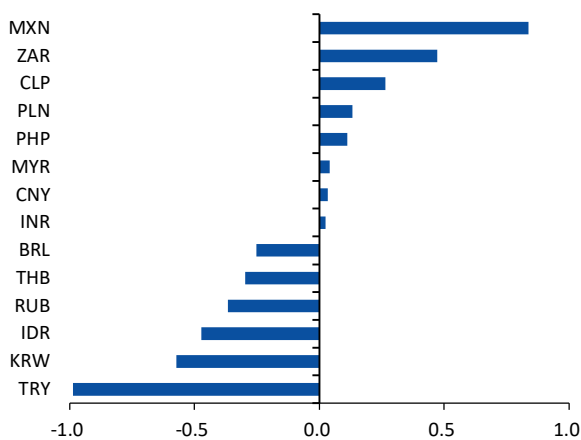
図表 4:イスタンブール市長選 世論調査(支持率、%)

	イマモール現市長 共和人民党 (CHP)	ムラト・クルム前環境 都市整備大臣 (AKP)
ORC Arastirma	40.8	40.2
MetroPoll	43.5	40.2
ALF	37.8	36.9
KONDA	38.2	32.2
Artibir	38.2	35.7

出所: 各種報道、みずほ銀行

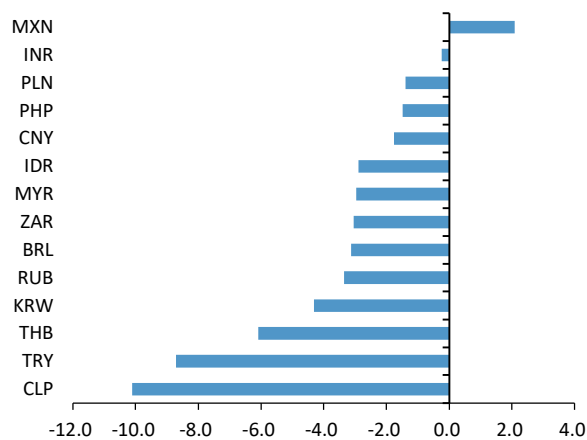
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



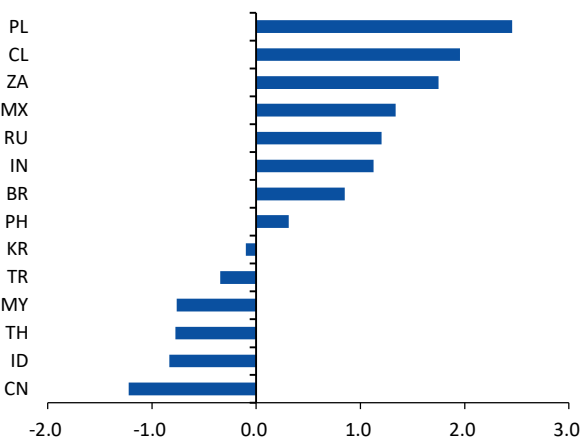
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



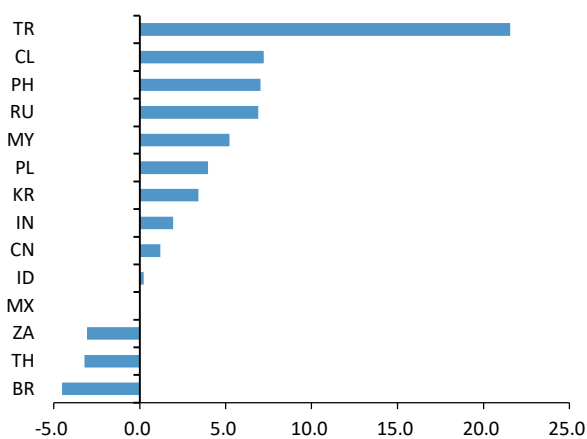
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



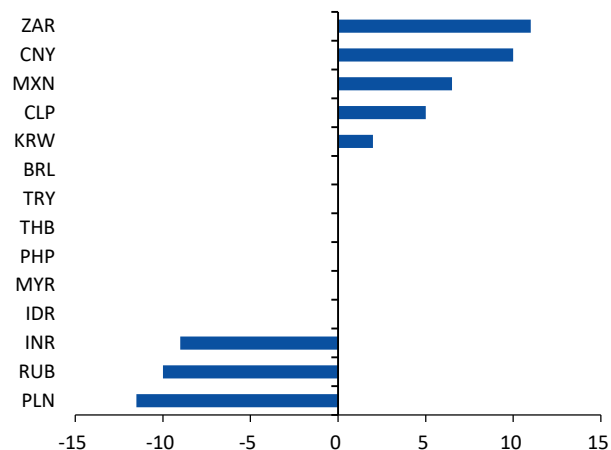
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

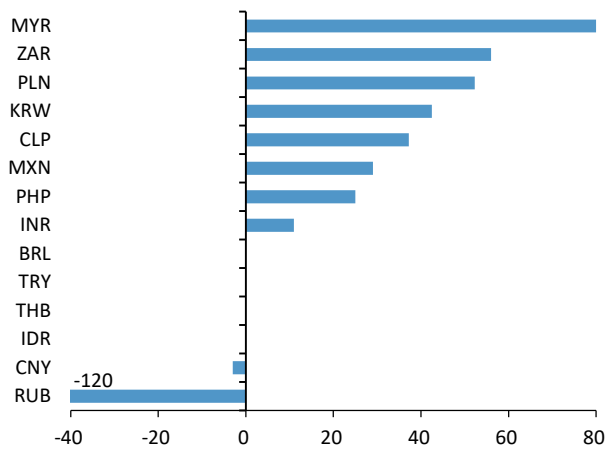
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

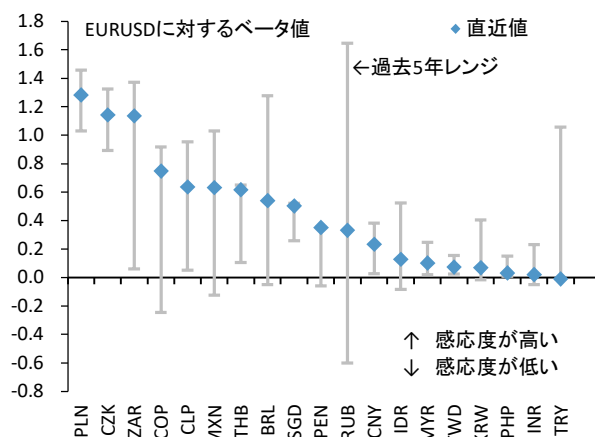
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



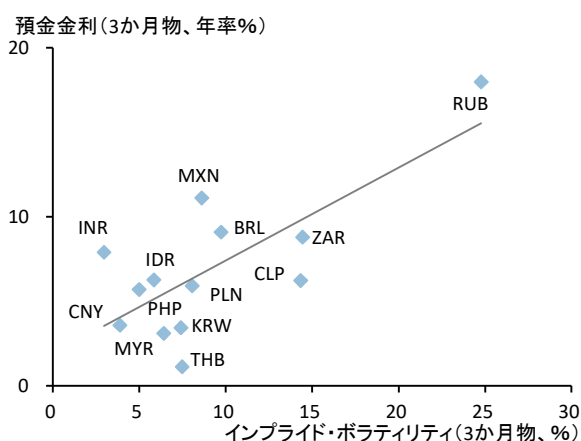
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



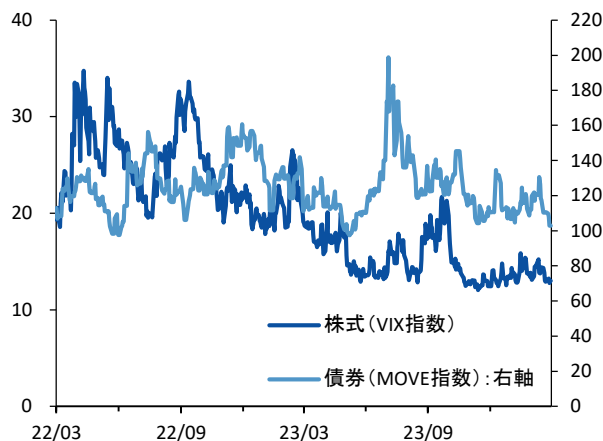
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



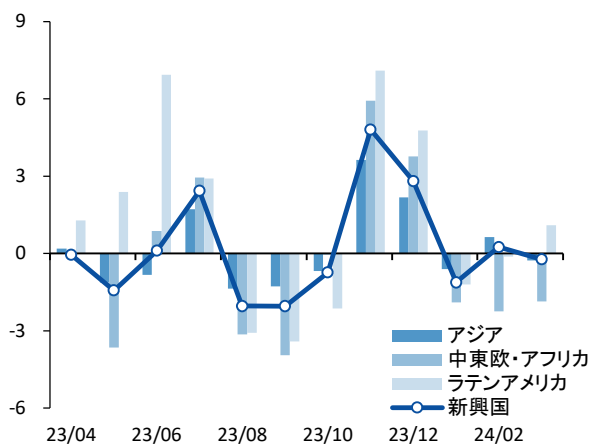
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



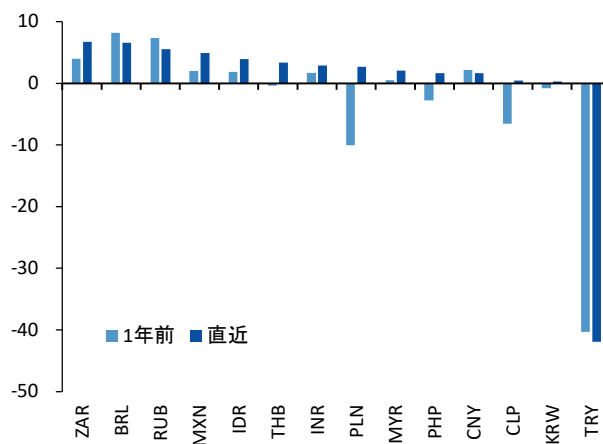
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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25日 (月)	マレーシア	CPI(前年比)	1.5%	1.8%	1.5%	--
25日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	3.2%	3.4%	2.9%	--
25日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	0.0%	-1.1%	16.0%	15.6%
26日 (火)	タイ	貿易収支(通関ベース)	-\$720m	-\$554m	-\$2800m	-\$2758m
26日 (火)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	0.5%	3.8%	1.1%	0.6%
27日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	73	75	--
27日 (水)	中国	工業企業利益(前年比)	--	10.2%	16.8%	--
29日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	2.3%	--	12.9%	--
29日 (金)	タイ	国際収支:経常収支	\$1100m	--	-\$200m	-\$191m
29日 (金)	タイ	貿易収支	--	--	-\$1100m	--
31日 (日)	中国	製造業PMI	50.0	--	49.1	--
31日 (日)	中国	非製造業PMI	--	--	51.4	--
4月1日 (月)	韓国	貿易収支	--	--	\$4290m	--
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	--	--	50.9	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	2.8%	--
1日 (月)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	88.0b	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	--	--	3.1%	--
3日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	--	--	52.5	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$3045.7m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	--	--	3.4%	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	--	--	-0.8%	--
5日 (金)	インド	RBI政策金利	--	--	6.50%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	1.3%	--
中東欧・アフリカ						
3月27日 (水)	南ア	SARB政策金利発表	8.25%	8.25%	8.25%	--
28日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	5.4%	8.5%	4.6%	--
28日 (木)	南ア	PPI 前年比	5.0%	4.5%	4.7%	--
28日 (木)	南ア	貿易収支(ランド)	9.0b	14.0b	-9.4b	--
29日 (金)	トルコ	貿易収支	-7.00b	--	-6.23b	--
29日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	10700m	10500m
4月3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	67.1%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	--	47.3%	--
4日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	--	--	9.1%	--
ラテンアメリカ						
3月26日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	4.1%	4.1%	4.5%	--
27日 (水)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-4.0%	-4.3%	-3.8%	--
27日 (水)	メキシコ	貿易収支	-545.0m	-584.7m	-4314.7m	--
4月2日 (火)	メキシコ	送金総額	--	--	\$4574.6m	--
2日 (火)	ブラジル	融資残高	--	--	5777b	--
3日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	3.6%	--
3日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	--	--	13.4%	--
4日 (木)	ブラジル	経常収支	-\$3650m	--	-\$5068m	--
4日 (木)	ブラジル	海外直接投資	\$6750m	--	\$8741m	--
5日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$5447m	--
5日 (金)	ブラジル	純債務対GDP比	60.0%	--	60.0%	--

注: 2023 年 3 月 29 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	7.2267	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.8048 ～ 7.8296	7.8264	7.82	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー	(INR)	82.776 ～ 83.350	83.405	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア	(IDR)	15426 ～ 15846	15857	15500	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン	(KRW)	1290.39 ～ 1346.85	1346.05	1310	1290	1280	1260	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.7345	4.67	4.64	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ	(PHP)	55.355 ～ 56.559	56.320	55.8	56.2	56.2	55.2	54.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ～ 1.3525	1.3497	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.518 ～ 31.698	31.996	31.0	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ	(THB)	34.11 ～ 36.21	36.46	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 24705	24783	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	87.4000 ～ 95.4670	92.5762	92.0	94.0	96.0	98.0	100.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.2639 ～ 19.3899	18.9279	19.2	19.4	19.6	19.8	20.0
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 31.3261	32.3654	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	5.0145	5.02	5.07	5.05	5.02	5.00
メキシコペソ	(MXN)	16.7852 ～ 17.3860	16.6208	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	20.948	20.84	20.70	20.42	20.85	21.29
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 19.295	19.340	19.05	18.97	18.61	18.89	19.18
インドルピー	(INR)	1.695 ～ 1.820	1.813	1.78	1.75	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア	(100IDR)	0.913 ～ 0.967	0.955	0.961	0.942	0.934	0.958	0.980
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ～ 11.361	11.247	11.37	11.47	11.33	11.67	11.92
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 31.662	31.990	31.91	31.90	30.98	31.89	32.53
フィリピンペソ	(PHP)	2.541 ～ 2.699	2.689	2.67	2.63	2.58	2.66	2.72
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 112.18	112.17	111.36	107.25	107.17	110.69	112.71
台湾ドル	(TWD)	4.576 ～ 4.809	4.732	4.81	4.93	4.90	5.03	5.14
タイバーツ	(THB)	4.096 ～ 4.205	4.153	4.20	4.10	4.12	4.30	4.38
ベトナムドン	(10000VND)	0.5807 ～ 0.6175	0.6105	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	1.636	1.62	1.57	1.51	1.50	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 7.991	7.994	7.76	7.63	7.40	7.42	7.45
トルコリラ	(TRY)	4.748 ～ 4.945	4.665	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	30.184	29.68	29.19	28.71	29.28	29.80
メキシコペソ	(MXN)	8.297 ～ 8.831	9.107	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 29 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。