

2024 年 4 月 26 日

## The Emerging Markets Weekly

### FOMC を控える中で、大半の通貨は小幅な値動きに

**新興国市場:**先週末 19 日のアジア時間の新興国通貨は、中東情勢の緊迫化を背景にリスクオフの動きとなり下落した。PHP や KRW が値を下げた。一方、MYR は原油価格の上昇が支えとなった。欧米時間、イランが報復回避の姿勢を示したことでリスクオフムードは和らぎ、市場は元の水準に戻る動きをみせた。RUB や BRL は大幅に上昇。週初 22 日、目新しい材料がない中で、1 日を通じて新興国通貨はまちまちな動き。RUB や ZAR、THB が軟調となる一方、BRL と KRW は上昇した。23 日、アジア時間は米金利上昇も大半が狭いレンジで推移。THB は小幅に下落した。欧米時間、米 4 月製造業 PMI と米 4 月サービス業 PMI が共に市場予想を下振れ、米金利低下・ドル安を受けて新興国通貨は反発。MXN は前日比+1.1%上昇、BRL も買われた。24 日のアジア時間は前日の流れが継続し、概ね小幅に上昇。KRW や IDR が堅調。IDR はインドネシア中央銀行(BI)のサプライズ利上げが支援材料に。欧米時間、米金利の上昇を受け新興国通貨は下落。MXN や ZAR、BRL が売られた。25 日のアジア時間、新たな材料がない中で、大半が小幅な値動き。PHP は 2022 年以来となる安値をつけ、KRW も下落した。欧米時間はまちまちな動き。1~3 月期実質 GDP などの米経済指標の結果を受けて米金利が上下し、ドルが強含む時間帯も見られた。MXN をはじめ中南米通貨は軟調となったが、東欧通貨は底堅く推移、ZAR は商品市況の堅調も追い風となり上昇した。

**アジア:**インドネシア憲法裁判所は 22 日、2 月の大統領選挙で敗北した 2 人の候補者が、選挙の過程に不正があったとして申し立てていた異議を退けた。今回の決定で、国防相を務めるプラボウォ氏が次の大統領となることが確定的となった。20 日、中国人民銀行(PBoC)はローンプライムレート(1 年物、5 年物)をそれぞれ据え置いたが、為替市場の反応は限定的。23 日発表のシンガポール 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と市場予想を下振れた。BI は 24 日に政策金利を市場予想に反し 25bp 引き上げ、6.25%にすることを決定した。利上げは 6 会合ぶり。ペリー総裁は会見で、世界経済の悪化リスクに備えて IDR 相場の安定を強化するのが今回の利上げの狙いだと述べた。25 日、韓国 1~3 月実質 GDP 成長率は前年比+3.4%と 23 年 10~12 月期から加速し、市場予想(同+2.5%)を上振れた。個人消費の改善などが寄与した。同日発表のマレーシア 3 月 CPI は前年比+1.8%と市場予想を下回った。

**中東欧・アフリカ:**トルコ中央銀行(TCMB)は 25 日、政策金利を 50.00%に据え置くことを決定。CBRT は引き続きインフレリスクに注意を払うと述べた。また、大幅かつ持続的にインフレが下落するまでは金融引き締めを継続するとした。

**ラテンアメリカ:**ブラジル中央銀行(BCB)のネット総裁は 22 日、著しい不透明感のため、金融政策の指針を示すのが困難になったとの考えを表明した。政策担当者が今後 50bp の利下げが既定路線でないことを示唆し、BRL は上昇した。

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 将行  
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

## 市場概観(インドネシア)

### 4 月金融政策会合～通貨防衛目的で利上げを再開～

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 23～24 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%から 6.25%に+25bp 引き上げた(図表 1)。利上げ実施は 6 会合ぶり。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、それぞれ 7.00%、5.50%と同じ幅だけ引き上げとなった。なお、ブルームバーグの事前予想では、各種政策金利の据え置きが優勢であった。弊行では、22 日付の通貨ニュース(\*)において、今回会合での利上げ可能性に関し 60%と言及した。

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、米利下げ期待後退や米国の巨額な債務を背景とした米金利上昇に加え、中東情勢緊迫化に伴う市場心理の悪化が、新興国通貨の逆風となっていると指摘した。実際、前回 3 月会合以降の IDR 相場を確認すると、インドネシア休場を挟みつつも、節目の 16000 を明確に上抜けて年初来安値を更新している(図表 2)。もっとも、米長期金利の水準などを勘案すれば、決して IDR が売られすぎているというわけでもない。声明文冒頭においても、利上げ実施の理由を「世界的な市場心理の悪化から IDR 相場の安定性を強化するため」としており、文字通り通貨防衛を目的とした利上げと考えると差し支えないだろう。

物価動向を見ると、直近公表の 3 月消費者物価指数(CPI)は前年比 3.05%と、市場予想の同+2.91%および 2 月の同+2.75%を上回った(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、これには収まっている。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 についても、同+1.77%と市場予想および 2 月を上回った。食品・飲料・タバコの項目が同+1.78%から同+2.04%に加速し、総合ベースの伸び率を押し上げた。他方、相対的にコアの伸びは抑制されている。BI も声明文において祝祭日に伴う季節要因や、エルニーニョ現象によって食品価格が押し上げられたと指摘している。もっとも、コアは落ち着いており、BI も「2024 年のインフレ率は引き続き目標圏内に抑制される」と自信を示している。

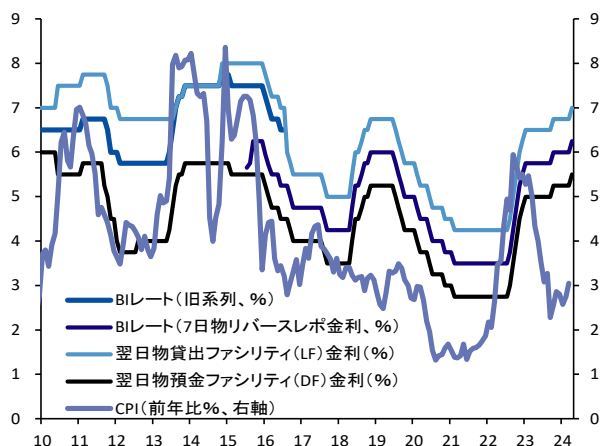
最新の経済動向に関して、PMI や消費者信頼感、自動車販売は底堅く、内需は堅調である可能性が高い。BI も、2024 年の成長率見通しを前回会合から据え置いている。ただし、「中国などの主要貿易相手国は依然低迷」と外需の下押しは懸念している模様だ。実際に、内需と外需の格差は既に貿易統計で示されており、貿易黒字の水準は低い状態が続いている(図表 4)。

以上を踏まえ、ペリー総裁は、前回会合までは示唆していた利下げ時期に関し明言を避ける一方で、FRB の動向に関しては 12 月に 1 回(▲25bp)の利下げを見込むと説明した。前回 3 月会合では、年後半に複数回の利下げを見込んでいたと説明していた経緯もあり、FRB のタカ派シフトを警戒している。なお、ペリー総裁は IDR 相場に関し「10～12 月期にかけて 15800 への上昇を見込む」としており、今回利上げ実施をしてもなお、大きな反発を見込んではいないようだ。今後の BI の金融政策も、やはり「FRB 次第」としか言いようがない。現状、FRB に対する言及や IDR 相場に対する姿勢などに鑑みれば、BI の利下げ開始は早くも 12 月と見込む。BI の 12 月にお

ける政策決定は FOMC 直前ではあるものの、FRB の利下げが確実視され、なおかつ IDR 相場が目論見通り一定強含んでいれば、BI も問題なく利下げに着手できると予測する。もちろん、今後一層 IDR が売り込まれれば、さらなる利上げ実施も選択肢に入る。かかる中で、IDR 相場の明確な反転も、FRB の利下げ転換以降になると考えたい。

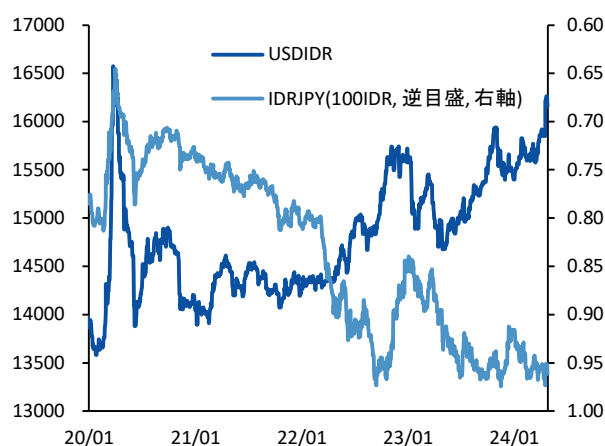
\*詳細は、4 月 22 日発行の通貨ニュース、『アジア：各国中銀・通貨当局は通貨安対応に迫られる』をご覧ください。

図表 1: 政策金利と消費者物価指数(CPI)の推移



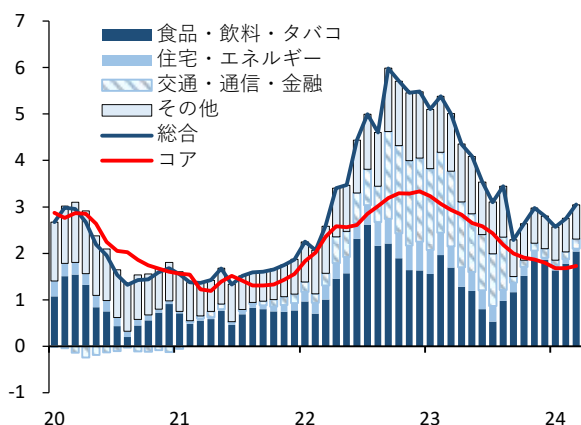
出所：インドネシア銀行、Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: IDR 相場動向



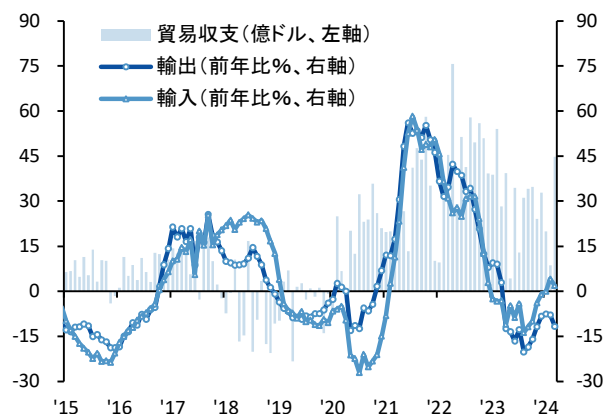
出所：Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価の動向（前年比%、%ポイント）



出所：Macrobond、みずほ銀行

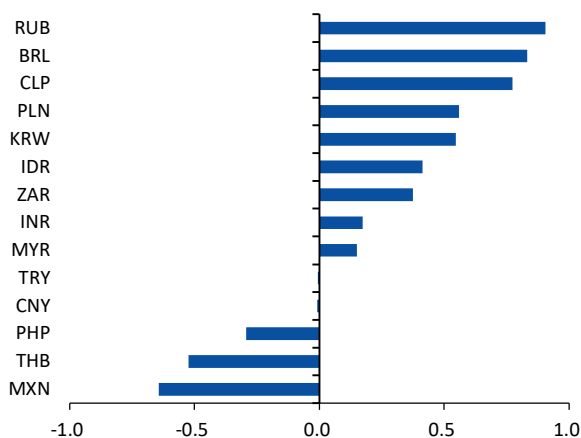
図表 4: 貿易収支



出所：Bloomberg、みずほ銀行 ※3 か月移動平均

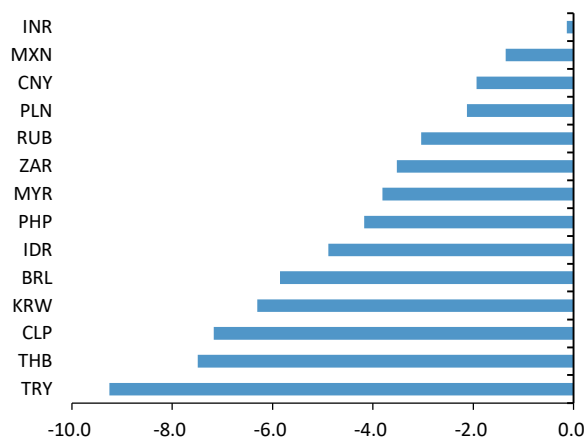
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



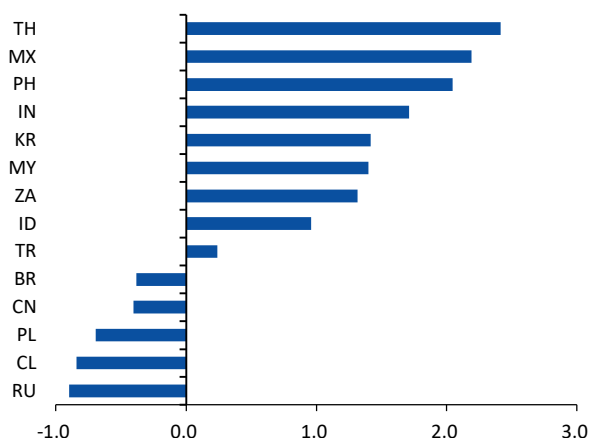
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



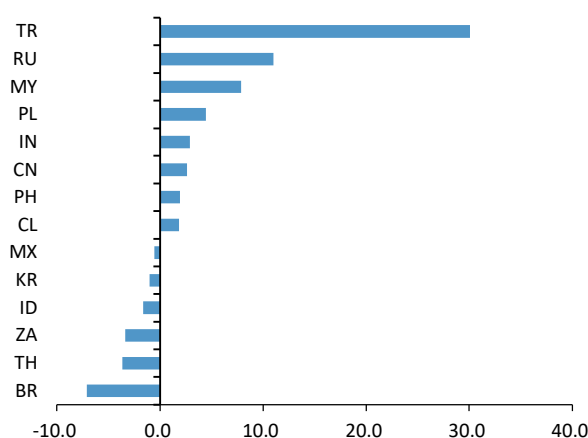
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



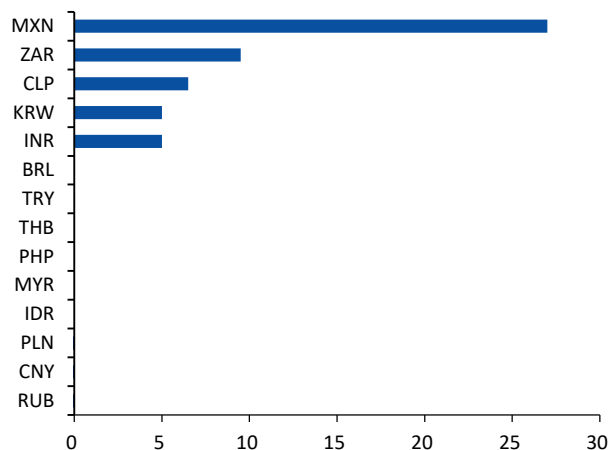
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

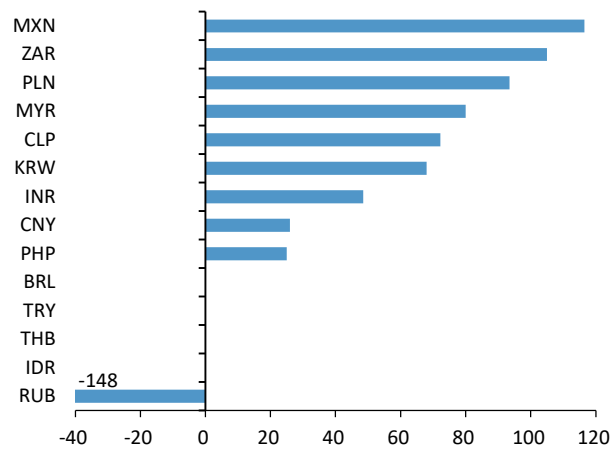
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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

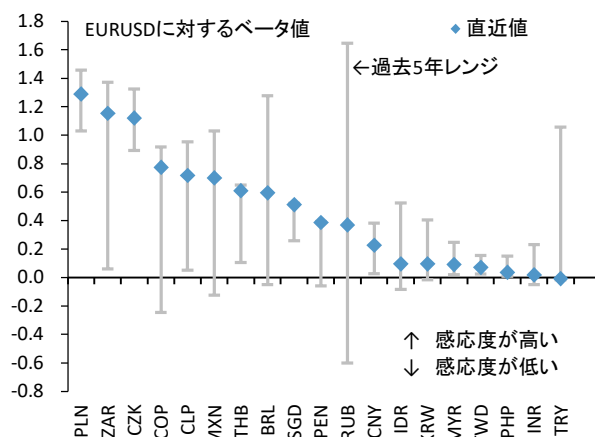
# チャート集

## 主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



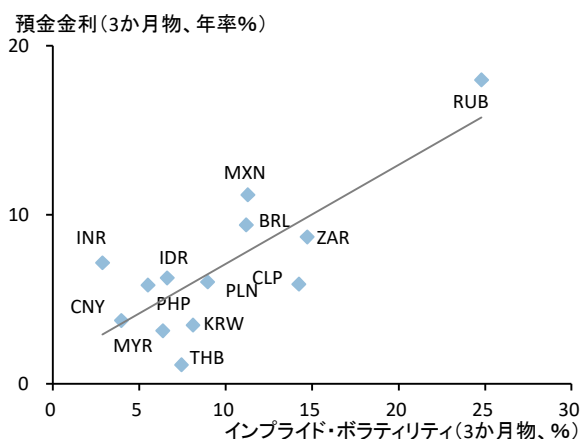
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



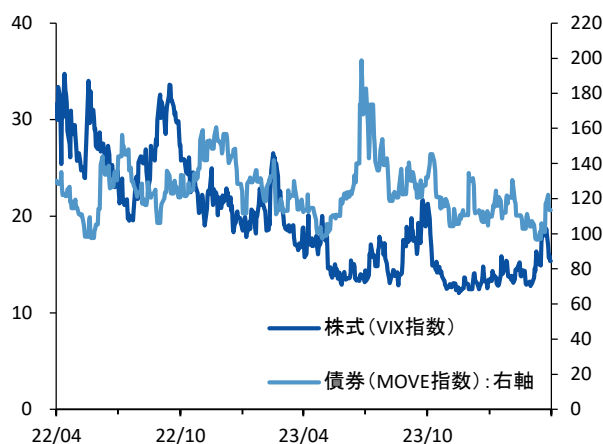
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 新興国の預金金利と為替ボラティリティ



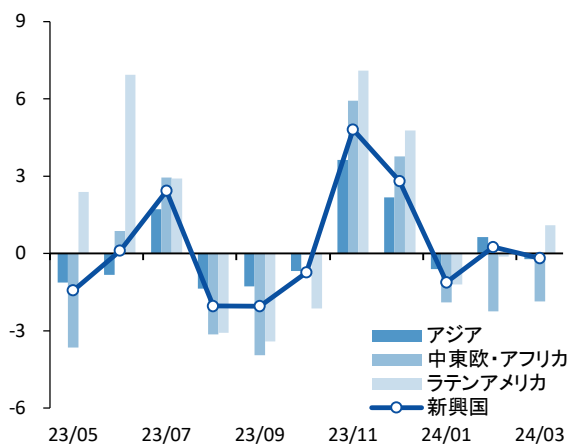
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



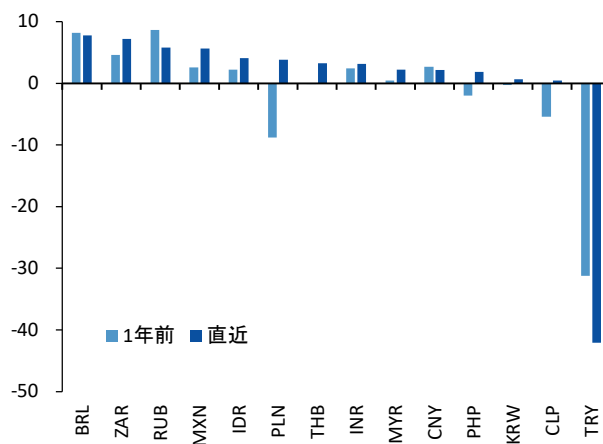
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 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     |
|------------------|--------|-----------------------|---------|---------|-----------|---------|
| <b>エマージングアジア</b> |        |                       |         |         |           |         |
| 4月22日 (月)        | インドネシア | 貿易収支                  | \$1225m | 4473m   | \$867m    | --      |
| 22日 (月)          | 台湾     | 輸出受注(前年比)             | 4.0%    | 1.2%    | -10.4%    | --      |
| 23日 (火)          | 韓国     | PPI 前年比               | --      | 1.6%    | 1.5%      | --      |
| 23日 (火)          | シンガポール | CPI(前年比)              | 3.1%    | 2.7%    | 3.4%      | --      |
| 23日 (火)          | 台湾     | 鉱工業生産(前年比)            | 7.3%    | 4.0%    | -1.1%     | -1.3%   |
| 24日 (水)          | インドネシア | BI-Rate               | 6.00%   | 6.25%   | 6.00%     | --      |
| 24日 (水)          | フィリピン  | 財政収支(フィリピンペソ)         | --      | -195.9b | -164.7b   | --      |
| 24-30日           | タイ     | 貿易収支(通関ベース)           | \$1000m | --      | -\$554m   | --      |
| 25日 (木)          | 韓国     | 景況判断(製造業)             | --      | --      | 73        | --      |
| 25日 (木)          | 韓国     | GDP(前年比)              | 2.5%    | --      | 2.2%      | --      |
| 25日 (木)          | マレーシア  | CPI(前年比)              | 2.0%    | --      | 1.8%      | --      |
| 26日 (金)          | シンガポール | 鉱工業生産(前年比)            | -1.0%   | --      | 3.8%      | --      |
| 27日 (土)          | 中国     | 工業企業利益(前年比)           | --      | --      | --        | --      |
| 30日 (火)          | 韓国     | 鉱工業生産(前年比)            | --      | --      | 4.8%      | --      |
| 30日 (火)          | 中国     | 製造業PMI                | --      | --      | 50.8      | --      |
| 30日 (火)          | 中国     | 非製造業PMI               | --      | --      | 53.0      | --      |
| 30日 (火)          | 中国     | Caixin中国製造業PMI        | --      | --      | 51.1      | --      |
| 30日 (火)          | タイ     | 国際収支:経常収支             | --      | --      | \$1965m   | --      |
| 30日 (火)          | 台湾     | GDP(前年比)              | --      | --      | 4.9%      | --      |
| 5月1日 (水)         | 韓国     | 貿易収支                  | --      | --      | \$4280m   | \$4291m |
| 2日 (木)           | 韓国     | CPI(前年比)              | --      | --      | 3.1%      | --      |
| 2日 (木)           | インドネシア | CPI(前年比)              | --      | --      | 3.1%      | --      |
| 3日 (金)           | シンガポール | 小売売上高(前年比)            | --      | --      | 8.4%      | --      |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |        |                       |         |         |           |         |
| 4月24日 (水)        | トルコ    | 製造業景況感指数(季調前)         | --      | 106.1   | 104.4     | --      |
| 24日 (水)          | トルコ    | 設備稼働率                 | --      | 76.7%   | 76.2%     | --      |
| 25日 (木)          | ロシア    | 鉱工業生産(前年比)            | 5.0%    | 4.0%    | 8.5%      | --      |
| 25日 (木)          | 南ア     | PPI 前年比               | 4.6%    | 4.6%    | 4.5%      | --      |
| 25日 (木)          | トルコ    | 1週間レポレート              | 50.00%  | 50.00%  | 50.00%    | --      |
| 26日 (金)          | ロシア    | 主要金利                  | 16.00%  | --      | 16.00%    | --      |
| 27日 (土)          | ロシア    | 実質小売売上高(前年比)          | 8.7%    | --      | 12.3%     | --      |
| 30日 (火)          | トルコ    | 貿易収支                  | --      | --      | -6.77b    | --      |
| 30日 (火)          | 南ア     | 貿易収支(ラント)             | --      | --      | 14.0b     | --      |
| 5月3日 (金)         | トルコ    | CPI(前年比)              | --      | --      | 68.5%     | --      |
| 3日 (金)           | トルコ    | PPI 前年比               | --      | --      | 51.5%     | --      |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |        |                       |         |         |           |         |
| 4月22日 (月)        | メキシコ   | 経済活動IGAE(前年比)         | 2.7%    | 4.4%    | 2.0%      | 2.2%    |
| 26日 (金)          | メキシコ   | 貿易収支                  | 450.0m  | --      | -584.7m   | --      |
| 26日 (金)          | ブラジル   | IBGEインフレ率IPCA-15(前年比) | 3.9%    | --      | 4.1%      | --      |
| 29日 (月)          | ブラジル   | FGVインフレIGPM(前年比)      | --      | --      | -4.3%     | --      |
| 30日 (火)          | メキシコ   | GDP(季調前/前年比)          | --      | --      | 2.5%      | --      |
| 5月2日 (木)         | ブラジル   | 経常収支                  | --      | --      | -\$4373m  | --      |
| 3日 (金)           | メキシコ   | 送金総額                  | --      | --      | \$4510.1m | --      |
| 3日 (金)           | ブラジル   | 融資残高                  | --      | --      | 5797b     | --      |
| 3日 (金)           | ブラジル   | 鉱工業生産(前年比)            | --      | --      | 5.0%      | --      |
| 3日 (金)           | メキシコ   | 総設備投資(季調前、前年比)        | --      | --      | 15.3%     | --      |

注: 2024 年 4 月 26 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<br>1～3月（実績） | SPOT    | 2024年<br>6月 | 9月     | 12月    | 2025年<br>3月 | 6月     |
|-----------|------------|-------------------|---------|-------------|--------|--------|-------------|--------|
| 対ドル       |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| エマージングアジア |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| 中国人民元     | (CNY)      | 7.1040 ～ 7.2308   | 7.2399  | 7.15        | 7.15   | 7.10   | 7.05        | 7.00   |
| 香港ドル      | (HKD)      | 7.8048 ～ 7.8298   | 7.8280  | 7.80        | 7.79   | 7.78   | 7.77        | 7.78   |
| インドルピー    | (INR)      | 82.649 ～ 83.451   | 83.325  | 84.5        | 82.8   | 84.0   | 82.2        | 80.9   |
| インドネシアルピア | (IDR)      | 15426 ～ 15888     | 16188   | 15950       | 15600  | 15900  | 15400       | 15200  |
| 韓国ウォン     | (KRW)      | 1290.39 ～ 1352.88 | 1374.35 | 1320        | 1300   | 1290   | 1280        | 1270   |
| マレーシアリング  | (MYR)      | 4.5892 ～ 4.8053   | 4.7760  | 4.79        | 4.62   | 4.76   | 4.58        | 4.43   |
| フィリピンペソ   | (PHP)      | 55.300 ～ 56.559   | 57.794  | 56.5        | 55.6   | 56.8   | 55.2        | 54.6   |
| シンガポールドル  | (SGD)      | 1.3193 ～ 1.3525   | 1.3590  | 1.37        | 1.35   | 1.37   | 1.34        | 1.33   |
| 台湾ドル      | (TWD)      | 30.518 ～ 32.031   | 32.587  | 31.5        | 31.0   | 30.0   | 29.6        | 29.2   |
| タイバーツ     | (THB)      | 34.11 ～ 36.55     | 37.03   | 35.8        | 34.8   | 36.2   | 35.0        | 34.2   |
| ベトナムドン    | (VND)      | 24260 ～ 24810     | 25359   | 24800       | 24580  | 24830  | 24400       | 24400  |
| 中東欧・アフリカ  |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| ロシアルーブル   | (RUB)      | 87.4000 ～ 95.4670 | 92.1750 | 93.0        | 94.0   | 95.0   | 96.0        | 97.0   |
| 南アフリカランド  | (ZAR)      | 18.2639 ～ 19.3899 | 19.0372 | 19.1        | 19.2   | 19.3   | 19.4        | 19.5   |
| トルコリラ     | (TRY)      | 29.6646 ～ 32.6046 | 32.5459 | 32.0        | 31.5   | 31.0   | 30.5        | 30.0   |
| ラテンアメリカ   |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| ブラジルレアル   | (BRL)      | 4.8317 ～ 5.0544   | 5.1593  | 5.07        | 5.05   | 5.02   | 5.00        | 5.02   |
| メキシコペソ    | (MXN)      | 16.5120 ～ 17.3860 | 17.2053 | 17.2        | 17.4   | 17.5   | 17.7        | 18.0   |
| 対円        |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| エマージングアジア |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| 中国人民元     | (CNY)      | 19.830 ～ 21.087   | 21.549  | 20.98       | 20.70  | 21.27  | 21.56       | 21.86  |
| 香港ドル      | (HKD)      | 18.032 ～ 19.418   | 19.875  | 19.23       | 19.00  | 19.41  | 19.56       | 19.67  |
| インドルピー    | (INR)      | 1.695 ～ 1.826     | 1.867   | 1.78        | 1.79   | 1.80   | 1.85        | 1.89   |
| インドネシアルピア | (100IDR)   | 0.913 ～ 0.969     | 0.961   | 0.940       | 0.949  | 0.950  | 0.987       | 1.007  |
| 韓国ウォン     | (100KRW)   | 10.820 ～ 11.474   | 11.323  | 11.36       | 11.38  | 11.71  | 11.88       | 12.05  |
| マレーシアリング  | (MYR)      | 30.593 ～ 32.131   | 32.589  | 31.32       | 32.03  | 31.72  | 33.19       | 34.54  |
| フィリピンペソ   | (PHP)      | 2.541 ～ 2.708     | 2.693   | 2.65        | 2.66   | 2.66   | 2.75        | 2.80   |
| シンガポールドル  | (SGD)      | 106.65 ～ 113.05   | 114.48  | 109.89      | 109.96 | 110.62 | 113.86      | 115.04 |
| 台湾ドル      | (TWD)      | 4.576 ～ 4.809     | 4.774   | 4.76        | 4.77   | 5.03   | 5.14        | 5.24   |
| タイバーツ     | (THB)      | 4.096 ～ 4.212     | 4.203   | 4.19        | 4.25   | 4.17   | 4.34        | 4.47   |
| ベトナムドン    | (10000VND) | 0.5807 ～ 0.6175   | 0.6140  | 0.60        | 0.60   | 0.61   | 0.62        | 0.63   |
| 中東欧・アフリカ  |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| ロシアルーブル   | (RUB)      | 1.552 ～ 1.689     | 1.688   | 1.61        | 1.57   | 1.59   | 1.58        | 1.58   |
| 南アフリカランド  | (ZAR)      | 7.588 ～ 8.094     | 8.171   | 7.85        | 7.71   | 7.82   | 7.84        | 7.85   |
| トルコリラ     | (TRY)      | 4.538 ～ 4.945     | 4.769   | 4.69        | 4.70   | 4.87   | 4.98        | 5.10   |
| ラテンアメリカ   |            |                   |         |             |        |        |             |        |
| ブラジルレアル   | (BRL)      | 28.829 ～ 30.567   | 30.152  | 29.59       | 29.31  | 30.08  | 30.40       | 30.48  |
| メキシコペソ    | (MXN)      | 8.297 ～ 9.161     | 9.040   | 8.72        | 8.51   | 8.63   | 8.59        | 8.50   |

注: 1. 実績の欄は 2024 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 26 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。