

2024 年 7 月 5 日

The Emerging Markets Weekly

米経済指標の悪化を受けて、新興国通貨は反発

新興国市場:先週末 6 月 28 日のアジア時間の新興国通貨は米経済指標の発表や、30 日のフランス下院選挙を控え大半が小幅なレンジ内での動き。KRW の上昇が目立った。欧米時間、米物価指標の減速を背景にドルが弱含み、東欧通貨を中心に新興国通貨は上昇。ZAR は南アフリカのラマポーザ大統領の閣僚名簿発表を好感し前日比+1.5%値を伸ばした。一方、BRL はブラジル財政と政治的不透明感の高まりが重しとなり前日比▲1.7%下落した。週初 7 月 1 日アジア時間、フランス下院選第 1 回投票の結果とその後の政党動向をうけてユーロが上昇、ドルが軟化するも新興国通貨への影響が限定的。KRW 売られる他方、IDR は上昇した。欧米時間、米 6 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を下振れるも米金利上昇・ドル高となり新興国通貨は下押された。RUB と BRL が前日比▲1.0%超下落。2 日のアジア時間は大半が軟調推移。IDR と THB が値を下げた。欧米時間、パウエル FRB 議長の発言を受けて米金利は低下したが、米 5 月 JOLT 求人件数が市場予想を上回ると米金利上昇となり新興国通貨は値を下げた。ZAR と RUB が前日比▲1.0%超下落。3 日のアジア時間は材料に欠くなか、総じて小幅な値動きにとどまった。欧米時間、米経済指標が軒並み市場予想を下振れ、米利下げ期待が回復し、新興国通貨は反発。BRL は鉄鉱石価格の上昇も追い風となり前日比+2.2%値を伸ばした。また、ZAR も上昇。4 日のアジア時間は前日の米経済指標の結果を受けて概ね堅調な推移となった。TWD と KRW が上昇。欧米時間、米国が休場のなか、ドルが軟調となる展開。新興国通貨は続伸。BRL は前日比+1.2%上昇。ZAR も買われた。

アジア:6 月 29 日公表のベトナム 4~6 月実質 GDP 成長率は前年比+6.93%と 1~3 月期から加速し、市場予想(同+6.00%)を上振れた。良好な輸出が寄与した。30 日発表の中国 6 月製造業購買担当者景気指数(PMI)は 49.5 と前月に続き、景気拡大・縮小の分け目となる 50 を下回った。中国 6 月非製造業 PMI は 50.5 と 50 を上回るも市場予想を下振れた。7 月 1 日発表のインドネシア 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.51%と市場予想を下回った。中国人民銀行(PBoC)は同日、大手銀行などからの国債借り入れを発表。借り入れ後は適宜国債を売却することで長期金利の低下傾向を抑制すると観測されている。2 日発表の韓国 6 月 CPI は前年比+2.4%と市場予想を下振れた。

中東欧・アフリカ:7 月 3 日に発表されたトルコ 6 月 CPI は前年比+71.6%と前月から減速し、市場予想を下回った。前月から鈍化するの 8 か月ぶり。

ラテンアメリカ:ブラジルのルラ大統領は 2 日、インタビューで BRL 安への懸念を示した。また、ブラジル中央銀行のネト総裁も同日、BRL 安が際立っていることに対し、大きな乖離があり現実と一致していないと述べた。ルラ大統領は 3 日、財政枠組みの順守を指示し、歳出削減案を承認した。これを好感して BRL は買われた。

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト
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(ブラジル)

止まらない BRL 安～為替介入も視野に～

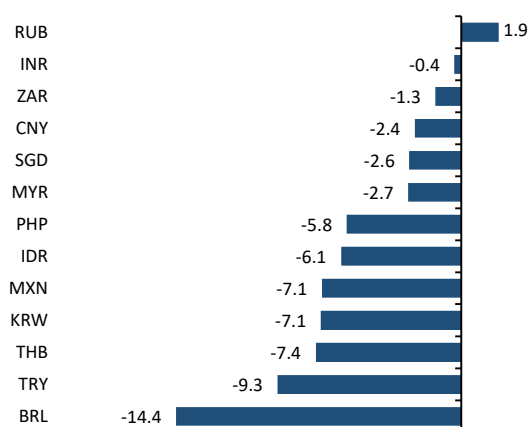
金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

6 月、BRL は大きく売られたが、7 月に入って以降も BRL 安の流れが続いている。昨年末から 7 月 2 日までのリターンに関しては▲14.4%となっており、主要新興国通貨の中では圧倒的に悪いパフォーマンスとなっている(図表 1)。この下落の主因は、過去の本欄でも度々指摘したように、財政悪化懸念だと考えている。ネト・ブラジル中央銀行(BCB)総裁や、ルラ大統領からも、BRL 安に関し憂慮を示す発言が徐々に聞こえ出している。例えば、ネト総裁は 2 日、「(BRL の急落に関し)景気データの改善からは大きな乖離があり、現実と一致していない」と述べている。同日、ルラ大統領は「投機が原因であり、普通ではないことが起きている。水曜日(3 日)に会議を招集する。」と警戒感をあらわにしている。このような状況を受け、市場では BCB による利上げ転換および為替介入の可能性が意識されているように思える。本欄では、予見される BCB の対応について、弊行の見解をまとめておきたい。

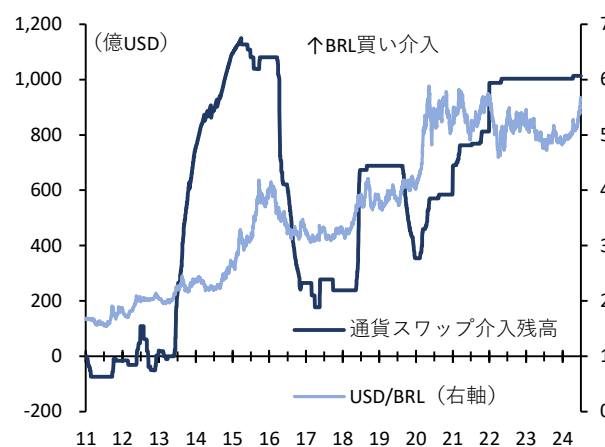
早速だが、早期の利上げ転換の可能性は低いと考えている。そもそも、ここもとの BRL 安の主因は財政プレミアムだと考えており、利上げを行ったところで効果は限定的であろう。しかも、BCB は昨年 8 月以降、計▲325bp もの利下げを継続してきた。直近の 6 月会合では利下げを停止したものの、このタイミングでの利上げへの急転換は得策とは言えない。あくまでインフレ目標達成が BCB の至上命題である以上、急速な金融政策の転換は信任を毀損するリスクがある。ネト総裁も 6 月 27 日、「利上げは基本シナリオではない」と見解を示している。仮に利上げへの転換があるにしても、通貨安の影響度合いを見極める期間は確実に必要だろう。

では、為替介入に関してはどうか。利上げに比べれば、断然現実的な選択肢に入ると考えている。最近では、BCB は大規模な為替介入を行ってはいないが、2022 年まではスワップ市場およびスポット市場で相応の規模の介入を行ってきた経緯がある(図表 2、3)。蛇足だが、2024 年 4 月 1 日に BCB はスワップ市場において 10 億ドル規模の BRL 買い介入を行っている。もっとも、これは国債償還に伴うボラティリティの抑制が目的であり、通貨防衛の意図はなかった可能性が非常に高い。

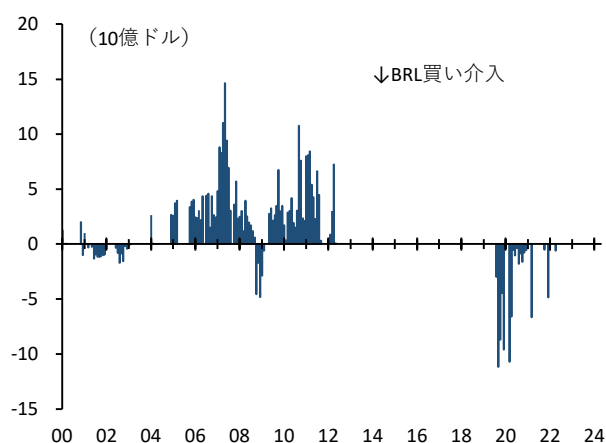
政府や中銀高官から BRL 安を警戒するコメントが聞こえてきていること、主要通貨の中でも下落が際立っていること、このまま BRL 安が続けば輸入物価上昇を通じ金融政策にも甚大な影響を与えるであろうこと、などに鑑みれば、BRL 買い介入の可能性は十分にあるだろう。ブラジルの外貨準備は十分であり、実際国際通貨基金(IMF)の適正外貨準備額の目安(Assessing Reserve Adequacy Metric、ARA)に鑑みても、適正水準の中央値を上回っている(図表 4)。詳しく述べれば、IMF は安全の目安を 1.0～1.5 倍としているが、ブラジルのそれは 2023 年末で 1.3 を上回っている。BCB や政府の高官の情報発信に注意をしつつも、今後も BRL 安が続くようであれば、BRL 買いの為替介入が行われる公算は決して小さくはないと思う。もっとも、上述の通り、今次の BRL 安の主因はあくまで財政プレミアムである。いくら為替介入で対抗しても、政府サイドから財政健全化に向けた正しい道標が示されなければ、BRL が大きく買い戻される展開は見込みにくいのが実情だろう。

図表 1: 対ドルでのリターン(年初来、%、7 月 2 日時点)


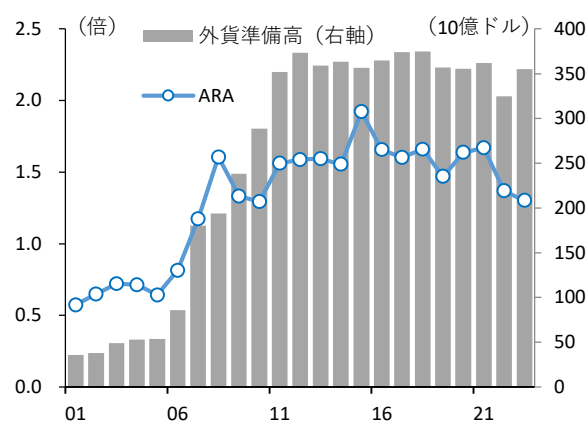
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BCB のスワップポジションと BRL 相場


出所: BCB、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB によるスポット介入の状況(月合計)


出所: BCB、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: ブラジルの ARA と外貨準備高


出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

市場概観(新興国)

需要の底入れが財部門のインフレ再加速懸念を高める

金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

S&P Global 社が集計するグローバル購買担当者指数(PMI)によれば、6 月製造業 PMI は 50.9 と 5 月(51.0)から僅かに低下も、5 か月連続で中立水準(=50)超えを維持した。先進国(50.0→49.7)は生産や新規受注を中心に低下し、21 か月連続で中立水準割れを記録。片や、新興国(52.0→52.1)はまちまちの結果だったが、17 か月連続で中立水準超えを維持した(図表 1、2)。また、グローバル非製造業 PMI(54.0→53.1)は 8 か月ぶりに低下。内訳を確認すると、先進国(53.9→53.4)、新興国(54.5→52.6)といずれも軟化した。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.9 と前月(53.7)から 8 か月ぶりに低下も、8 か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 1～3 月期に+3.6%(前期比年率)と、前四半期から伸びが加速した(図表 3)。PMI の推移を確認する限り、4～6 月期は伸びが加速した可能性が高い。

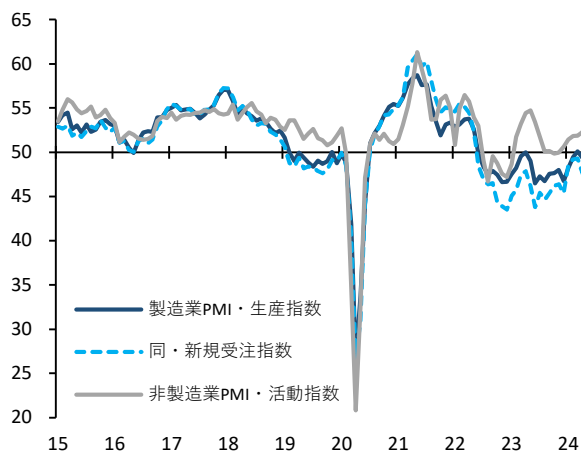
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格、出荷価格は、6 月に揃って上昇、前者は 16 か月、後者は 15 か月ぶりの高水準となった(図表 4)。標準化すればほぼゼロ近傍であり、もし上昇が続けば明確にインフレ再燃の領域に入ってくる。公表元も、「デフレの勢いの大部分が弱まった」と評価している。足許の財価格上昇は供給ショックに伴うものではなく、需要底入れに端を発するものであるだけに、金融政策運営である程度対処可能だろう。既に利下げを開始した中央銀行も多いが、PMI の動向を踏まえれば、より速い利下げペースは支持されない。

製造業 PMI の構成指数別では、3 項目が PMI の低下に寄与した。生産指数は先進国主導で低下も、6 か月連続で中立水準超えとなった(図表 5)。新規受注は双方で低下したが、5 か月連続で中立水準を維持した(図表 6)。他方、雇用指数は新興国主導で上昇、4 か月連続で中立水準超えを記録(図表 7)。また、購買品在庫は新興国主導で低下、2 月には 16 か月ぶりに中立水準超えを記録も、その後は 4 か月連続で中立水準を割り込んでいる(図表 8)。見通しは改善基調だが、在庫取り崩しの流れは収まっていない。一方で、入荷遅延指数(逆インデックス)は前月に続き低下し、5 か月ぶりに中立水準を割り込んだ。価格指数の動向も考慮に入れば、需要要因による需給ひっ迫と評価できる。

個別の新興国では、ベトナム製造業 PMI の好調さに着目したい。6 月には、54.7 と 5 月の 50.3 から大きく上昇、約 2 年ぶりの高水準となった。構成項目別にみると、新規受注が過去 2 番目の高水準と騰勢が目立った。新規輸出受注の上昇はそれほどでもなく、内需主導であることもわかる。好調な需要に支えられ、雇用も 20 か月ぶりの高水準を記録しており、企業の採用意欲の強まりが確認できる。事業活動が需要に追い付いていないためか、最終製品在庫は約 4 年ぶりの水準に沈んでいる。足許では食料品や電気料金等で価格上昇がみられるものの、今後はコア部分のインフレ圧力にも身構える必要があろう。

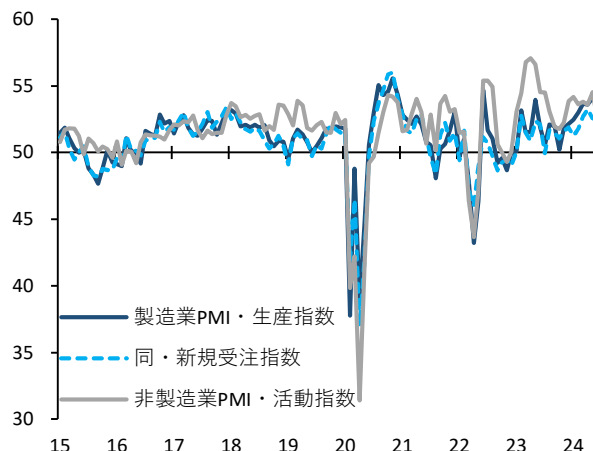
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、7 月 4 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



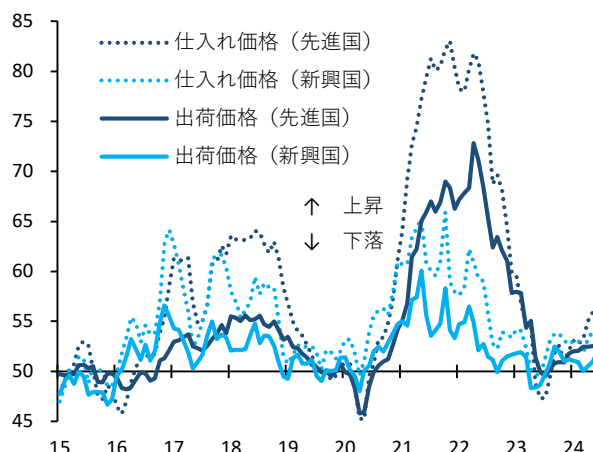
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



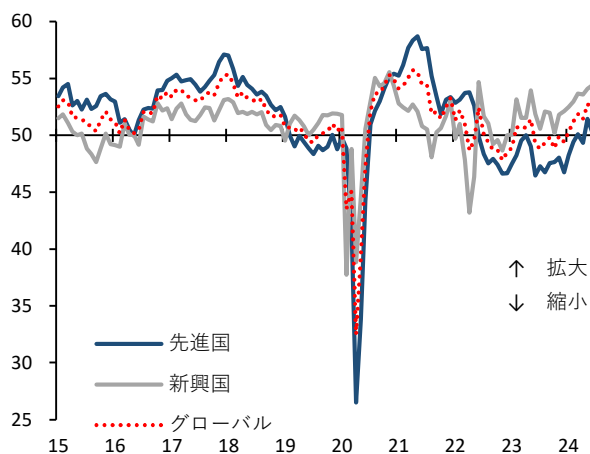
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



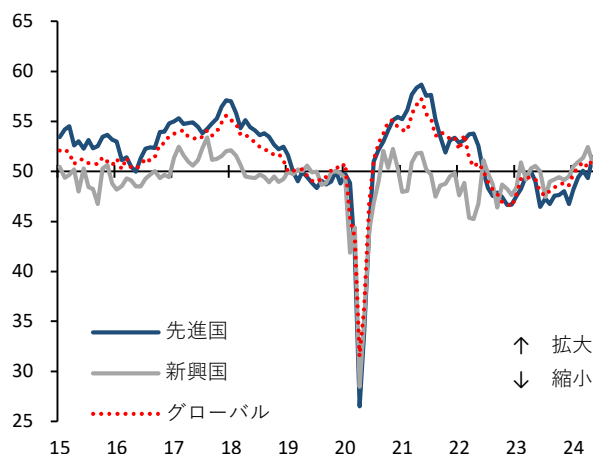
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数

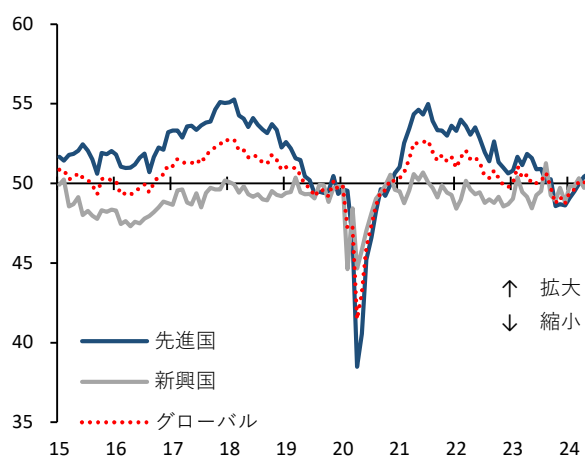


出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数


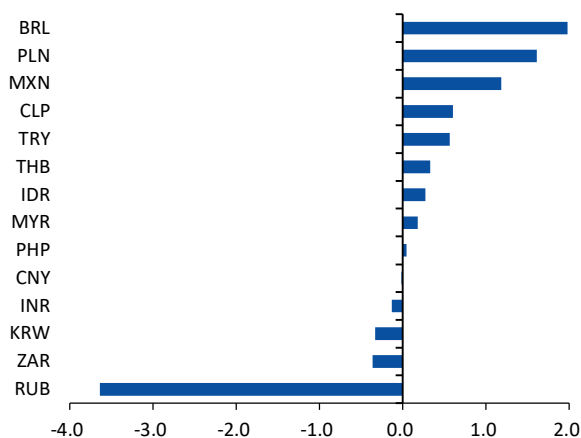
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数


出所: S&P Global、みずほ銀行

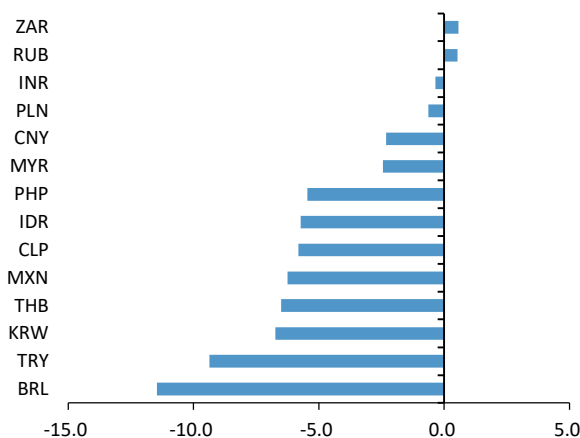
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



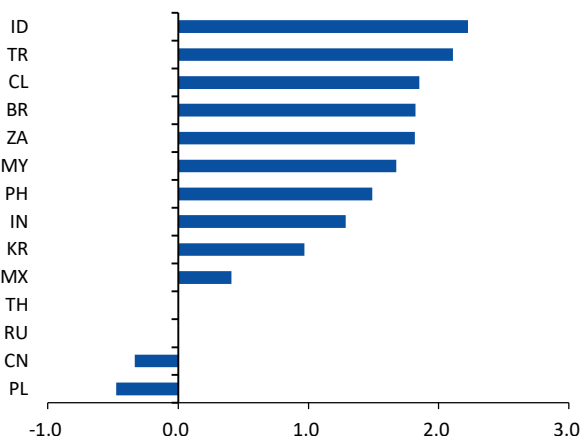
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



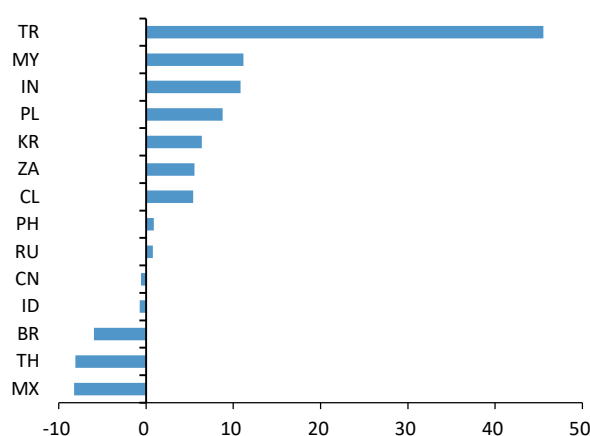
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



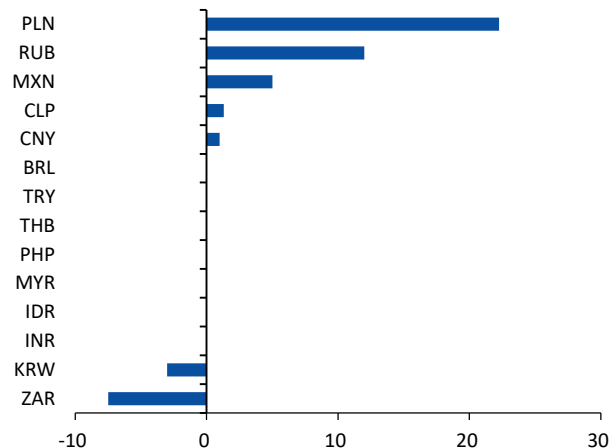
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

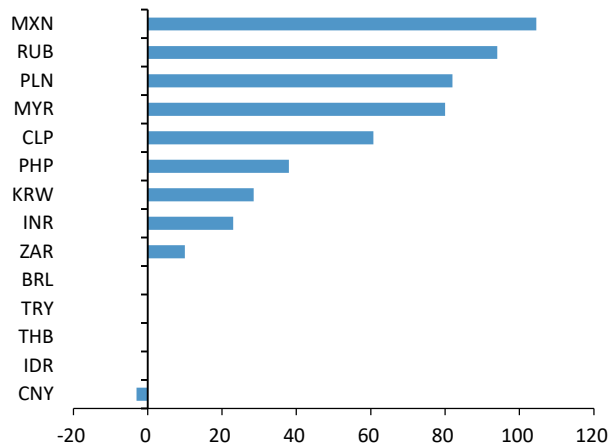
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

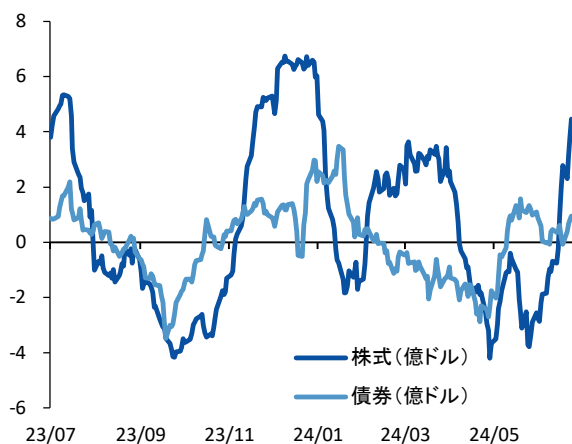


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

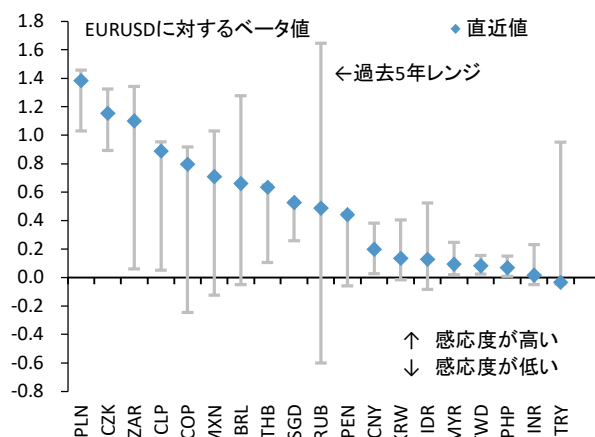
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



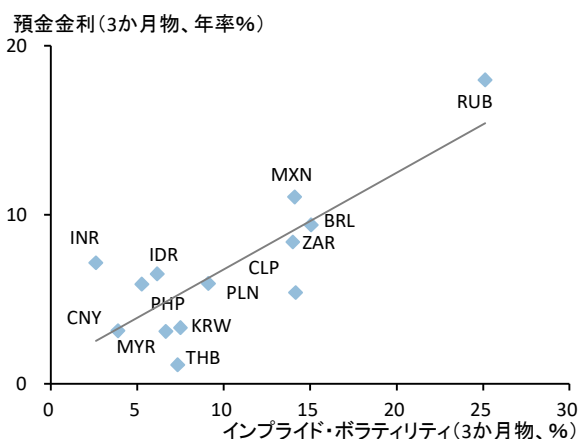
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



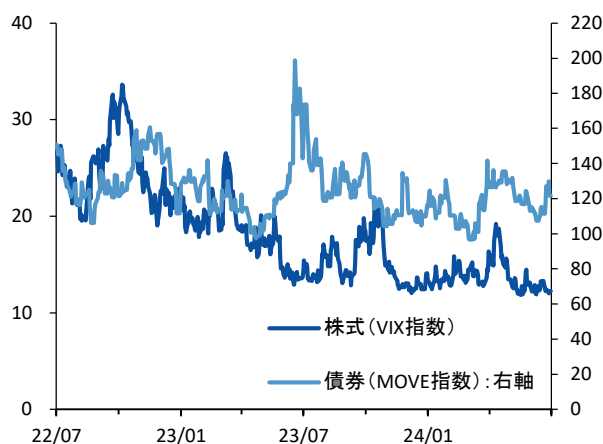
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



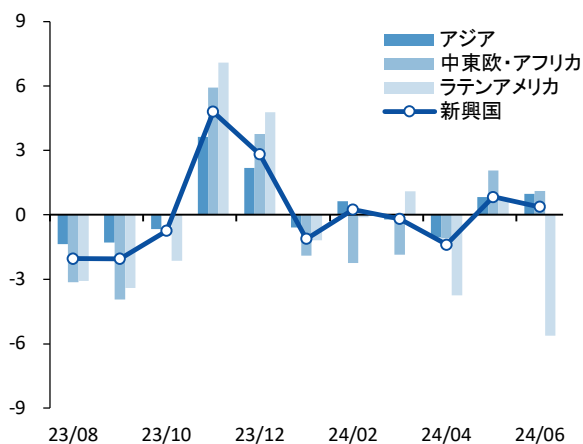
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



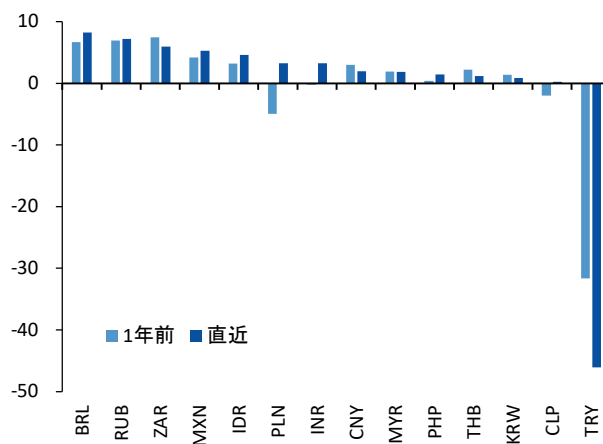
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月1日 (月)	韓国	貿易収支	\$5700m	\$7999m	\$4957m	\$4855m
1日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.5	51.8	51.7	--
1日 (月)	インドネシア	CPI(前年比)	2.7%	2.5%	2.8%	--
2日 (火)	韓国	CPI(前年比)	2.6%	2.4%	2.7%	--
2日 (火)	シンガポール	購買部景気指数	--	50.4	50.6	--
3日 (水)	中国	Caixin中国PMIサービス業	53.4	51.2	54.0	--
5日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	-\$285.2m	--
5日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	3.9%	--	3.9%	--
5日 (金)	タイ	CPI(前年比)	1.1%	--	1.5%	--
5日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	0.1%	--	-1.2%	--
5日 (金)	台湾	CPI(前年比)	2.3%	--	2.2%	--
8-12日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.7%	--
9日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$6.05b	--
10日 (水)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4761m	--
10日 (水)	中国	PPI(前年比)	--	--	-1.4%	--
10日 (水)	中国	CPI(前年比)	--	--	0.3%	--
11日 (木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.0%	--
11日 (木)	韓国	BOK Base Rate	--	--	3.5%	--
12日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.1%	--
12日 (金)	インド	CPI(前年比)	--	--	4.8%	--
12日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.0%	--
12日 (金)	中国	貿易収支	--	--	\$82.62b	--
中東欧・アフリカ						
7月3日 (水)	トルコ	CPI(前年比)	72.6%	71.6%	75.5%	--
3日 (水)	トルコ	PPI 前年比	--	50.1%	57.7%	--
4日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	7.2%	7.5%	8.3%	8.2%
5日 (金)	ロシア	GDP(前年比)	5.4%	--	5.4%	--
10日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.7%	--
11日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	8.3%	--
11日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	5.3%	--
11日 (木)	ロシア	経常収支	--	--	22555m	--
12日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	-5.29b	--
12日 (金)	ロシア	貿易収支	--	--	10.7b	10.4b
ラテンアメリカ						
7月2日 (火)	メキシコ	送金総額	\$5740.5m	\$5634.5	\$5422.3m	--
2日 (火)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	17.9%	18.1%	3.0%	2.6%
3日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	-2.1%	-1.0%	8.4%	--
5日 (金)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$5500m	--	\$8534m	--
9日 (火)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	4.7%	--
10日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	3.9%	--
11日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	2.2%	--
12日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	5.1%	--

注: 2024 年 7 月 5 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 1～6月（実績）	SPOT	2024年 9月	12月	2025年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	7.1021 ～ 7.2690	7.2682	7.30	7.25	7.20	7.15	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7964 ～ 7.8387	7.8092	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ～ 83.670	83.498	82.8	84.0	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	15430 ～ 16478	16330	16200	16300	16200	16000	15800
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ～ 1400.00	1380.63	1360	1370	1350	1330	1310
マレーシアリング	(MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.7090	4.65	4.67	4.58	4.52	4.45
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 58.930	58.601	58.0	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ～ 1.3670	1.3516	1.35	1.37	1.34	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.663 ～ 32.664	32.478	32.0	32.2	31.8	31.3	30.8
タイバーツ	(THB)	34.11 ～ 37.18	36.63	35.4	36.2	35.5	35.2	35.0
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	25453	25200	25300	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 95.4670	89.0000	86.0	85.0	84.0	83.0	82.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.8689 ～ 19.3899	18.2626	19.0	18.8	18.7	18.6	18.5
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 33.0184	32.6606	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)	4.8314 ～ 5.5985	5.4857	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 18.9929	18.0953	18.1	17.8	17.7	18.0	18.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.830 ～ 22.182	22.172	21.64	22.48	22.50	22.24	22.25
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 20.650	20.645	20.26	20.90	20.82	20.46	20.36
インドルピー	(INR)	1.695 ～ 1.932	1.931	1.91	1.94	1.97	1.97	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.913 ～ 0.984	0.987	0.975	1.000	1.000	0.994	1.000
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ～ 11.701	11.679	11.62	11.90	12.00	11.95	12.06
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 34.152	34.239	33.98	34.90	35.37	35.18	35.51
フィリピンペソ	(PHP)	2.541 ～ 2.765	2.752	2.72	2.79	2.80	2.78	2.78
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 118.74	119.28	117.38	119.41	121.35	119.55	118.98
台湾ドル	(TWD)	4.576 ～ 4.964	4.965	4.94	5.06	5.09	5.08	5.13
タイバーツ	(THB)	4.096 ～ 4.383	4.401	4.46	4.50	4.56	4.52	4.51
ベトナムドン	(10000VND)	0.5807 ～ 0.6334	0.6335	0.63	0.64	0.65	0.64	0.64
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ～ 1.907	1.812	1.84	1.92	1.93	1.92	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.902	8.828	8.32	8.67	8.66	8.55	8.54
トルコリラ	(TRY)	4.538 ～ 4.945	4.926	4.94	5.17	5.23	5.21	5.27
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.723 ～ 31.200	29.356	28.99	31.05	30.57	29.89	29.53
メキシコペソ	(MXN)	8.213 ～ 9.455	8.910	8.73	9.16	9.15	8.83	8.78

注: 1. 実績の欄は 2024 年 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 5 日の 7 時 20 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。