

2024 年 8 月 2 日

The Emerging Markets Weekly

FOMC の結果を受けて上昇するも、長続きせず

新興国市場:先週末 7 月 26 日のアジア時間の新興国通貨はまちまちな動き。IDR が下落する一方、THB は上昇した。欧米時間、米 6 月 PCE デフレーターを発表を受けて米金利低下・ドル安となったが一時的にとどまった。東欧通貨は概ね上昇した一方、中南米通貨は方向感ない動き。RUB は前日比▲1.2%下落、ZAR は上昇した。週初 29 日、アジア時間は大半が小幅な値動き。MYR が堅調。欧米時間、欧州金利が低下するなかユーロに連れて新興国通貨も下落した。ZAR と MXN が大幅に値を下げた。他方、BRL は買われた。30 日のアジア時間は翌日に日銀金融政策決定会合と FOMC を控え値動きは限定的。PHP が小幅に下落する片や、MYR が小幅上昇。欧米時間、日銀の利上げ観測報道を背景にドルが軟化する場面もみられたが、米経済指標の良好な結果を受けてドルは反発。新興国通貨はまちまちな動きとなった。MXN は引き続き下落。他方、ZAR は買い優勢となった。31 日の新興国通貨は総じて上昇。日銀は利上げと国債買い入れ減額を決定。一方、FOMC では政策金利は据え置かれ、9 月の利下げ開始の可能性が示唆され米金利は低下、新興国通貨は買われた。KRW や THB、MXN が大幅に上昇も、BRL は軟調となった。8 月 1 日のアジア時間は FRB の利下げ観測を好感して総じて上昇。MYR が値を伸ばした。欧米時間、米 7 月 ISM 製造業景気指数が市場予想を下振れ一時ドルが下落するも、米株安によるリスクオフを受けて新興国通貨は反落。BRL と MXN は前日比▲1.0%超値を下げた。

アジア:シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は 7 月 26 日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定。現状維持は 5 会合連続。31 日発表の中国 7 月製造業購買者担当者指数(PMI)は 49.4 と前月から低下し、景気拡大・縮小の分け目となる 50 を 3 か月連続で下回った。中国 7 月非製造業 PMI は 50.2 と 50 を上回ったが市場予想は下振れた。同日公表の台湾 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.09%と 1~3 月期から減速するも市場予想(同+4.80%)は上回った。8 月 1 日発表のインドネシア 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.13%と市場予想を下振れた。

中東欧・アフリカ:ロシア中央銀行(CBR)は 7 月 26 日に政策金利を 200bp 引き上げ、18.00%にすることを決定した。利上げは 2023 年 12 月以来。CBR は 2024 年のインフレ予想を前年比+4.0%の目標を大きく上回る同+6.5~+7.0%へと引き上げた。インフレ抑制に向けて金融引き締めを続けると表明した。

ラテンアメリカ:7 月 30 日発表のメキシコ 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+2.2%と市場予想(同+2.4%)を下振れた。ブラジル中央銀行(BCB)は 31 日に政策金利を全会一致で 10.50%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 会合連続。MXN は週間で▲2.1%値を下げた。キャリートレードの巻き戻しを受けて 3 週連続で、週間ベースで下落が続いている。

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(シンガポール)

金融政策は予想通り現状維持、早くて年内の政策転換の可能性も

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

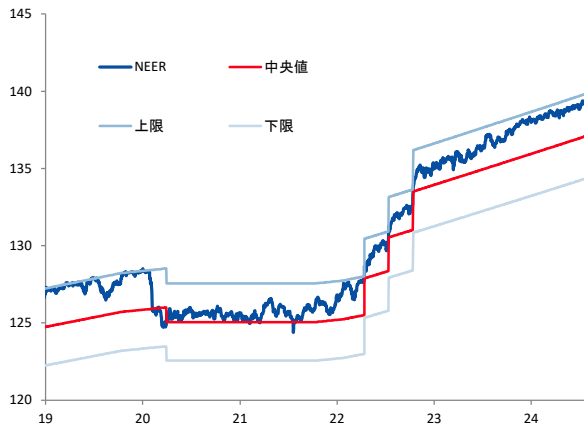
シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は 26 日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MAS は通常、会合の度に S\$NEER(名目実効為替レート)の政策バンドの中央値及び幅、政策バンドの傾斜を検討するが、いずれも変更はされなかった(図表 1)。ロイターの事前予想でも現状維持が有力視されていた。

今回会合を前に公表された 24 年 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+2.9%と前四半期(同+3.0%)とほぼ差のない結果(図表 2)。業種別では製造業が同+0.5%と 2 四半期ぶりにプラス回復となった。半導体市況の持ち直しが影響した側面もあるが、年初来の輸出実績は月毎に波がある。従前から下半期の持ち直しが期待されており今後の結果も引き続き確認したい。片や、サービス業は同+3.3%と 1~3 月期の同+4.3%から若干減速した。MAS は対顧客サービス部門の持ち直しは一巡しつつあるとしながらも、製造業の回復や金融業が今後の成長を下支えしていく見通しを示した。なお、24 年の成長見通しについては前年比+2.0~+3.0%としている。

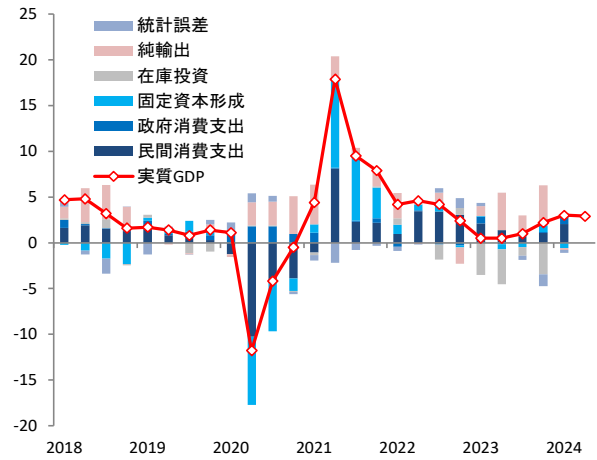
インフレの状況について、直近公表の 6 月消費者物価指数(季節調整後、CPI)は前年比+2.3%、MAS が物価動向の判断材料として重視する民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは前年比で同+2.9%を記録した。前回会合以降強弱まちまちながら、基調としてインフレは鈍化傾向にある。MAS も 24 年 10~12 月期ないし 25 年以降はコアベースを中心に鈍化のペースが加速していくとコメントしており、4 月時点からインフレ収束の確度を高めている印象を受ける。かかる中で、総合ベースのインフレ予想を前年比+2.0~+3.0%へ▲0.5%ポイント引き下げ、コアベースについては同+2.5~+3.5%(消費税引き上げの影響を除いた場合は同+1.5~+2.5%)に据え置いた。

上記を踏まえ、MAS は現行の金融政策が引き続き適切とした。過去の会合から経済や物価動向に関して複数のリスク要因があることに言及してきたが、概ね MAS 想定通りの軌道を描いているように映る。声明文は引き続き双方の動きを確認していくといった旨の文章で締められており、インフレの収束が視野に入れば、ここまで続けてきた大規模な金融引き締めにも終止符が打たれることとなりそうだ。一方、MAS の金融政策の見直しは FRB の動き次第の側面もあり、FRB の利下げが早まれば、それが次回 10 月になる可能性も考慮したい。

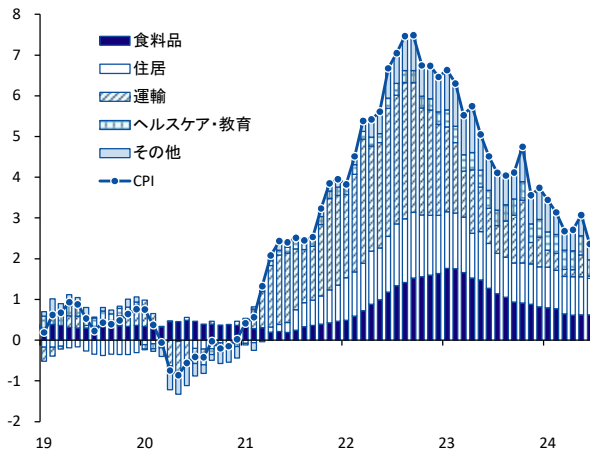
SGD の動向について、過去の本欄でも指摘してきた通り MAS の次の一手は金融緩和と考えられる中で、S\$NEER のバンド内での動きを勘案しても SGD の上昇余地は限定的であると考えられる。足許の対ドルでの上昇は、利下げ期待の高まりに伴う米金利の低下などドル側の要因と整理したい(図表 4)。今四半期については特に FRB の利下げを巡る市場の思惑が交錯すること予想され、SGD は一方向ではなく方向感の出にくい動きが予想される。

図表 1: S\$NEER と政策バンドの推移


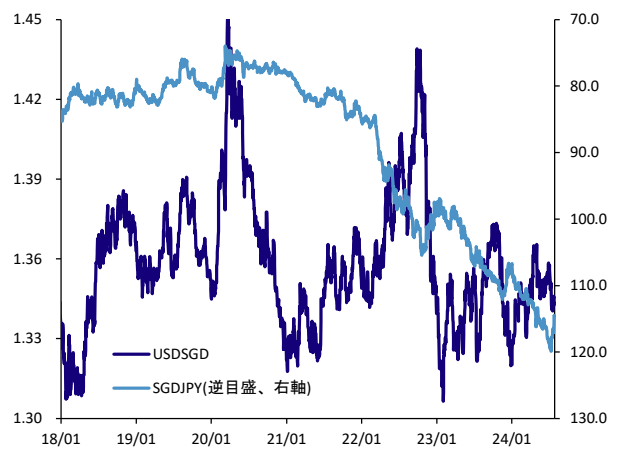
出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※2001/7 = 100

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移 (前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行 ※24 年 4~6 月期は前年比成長率のみ

図表 3: 消費者物価指数の動向 (前年比%、%ポイント)


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: SGD の動向


出所: Bloomberg、みずほ銀行

市場概観(ブラジル)

通貨安を明確に警戒

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

ブラジル中央銀行(BCB)は7月31日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を10.50%で据え置いた(図表1)。評決は全会一致であった。2023年8月以降、7会合連続で計▲325bpの利下げを実施したが、その後2会合連続で据え置きとなっている。下記の通り「年内追加利下げなし」が市場コンセンサスとなっていたため、今回の結果にサプライズは全くない。ブルームバーグの調査でも、対象者全員が据え置きを予測していた。

域内の物価動向に関し、7月25日公表の7月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+4.45%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.37%および前回の+4.06%を上回った(図表2)。前月に続き、伸びが加速している。なお、本年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)には、ぎりぎりの水準ではあるが、7か月連続で収まっている。食品・飲料およびエネルギーを除いた指数は、弊行の試算で+3.96%と7か月ぶりに上昇に転じており、コア部分のデysinフレにも陰りが見え始めた。前年比効果に伴うエネルギー価格上昇に加え、底堅いサービス業活動がインフレ押し上げに寄与している。

かかる中、先々のインフレ見通しは、前回会合以降、明確に上昇傾向にある。BCBの市場サーベイ(7月26日集計)によれば、市場参加者のIPCA見通しは、2024年で同+4.10%、2025年で同+3.96%という(図表3)。前回会合時点の調査より、2024年が+0.14%ポイント、2025年が+0.15%ポイント上方修正されている。なお、BCBは、2026年1~3月期のインフレ見通しを、同+3.4%と予測した。細かい点だが、インフレ目標の運用変更に伴い、今回会合からは6四半期先のインフレ見通しが公表される運びとなっている。インフレ見通しのリスクバランスに関する文言に関しては、上下双方向に拮がっているとの判断は不変であった。文言に大きな修正こそなかったが、上振れリスクにおいては、今回会合では「持続的な通貨の減価に伴うインフレへの影響」が追加された。足許のBRL安が、輸入物価などを通じてインフレを押し上げる経路を明確に警戒している。

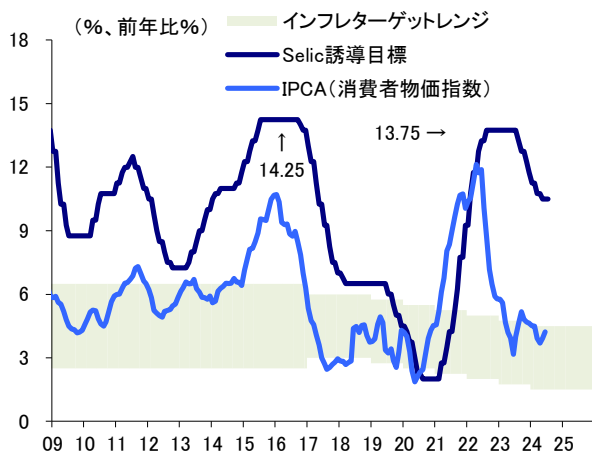
こうした中、上述のBCBサーベイでは、年末の政策金利見通しに関し、2024年で10.50%、2025年で9.50%となっている(図表4)。前回会合時点の調査結果から、変化はない。以上、BCBは利下げ路線の停止を継続した。そのうえで、今後の金融政策決定に関しては、「十分な期間引き締め政策を継続すべきであることを強調」「金利の将来の変化は、インフレ目標達成のコミットメントによって決定される」と述べている。当然利下げ再開の示唆は行っておらず、決定は完全にデータ次第ということだろう。

実際、足許のBRL安が輸入物価上昇に寄与するだろうこと、財政不透明感が短期的に払しょくされる可能性が低いことなどに鑑みれば、当面は政策金利の据え置きが予想される(図表5)。一方、実質政策金利は引き締めのめであり、利上げへの路線変更は基本線ではない。むしろ、2025年初めからはCopomメンバーの入れ替えが予定されており、BCBに利下げ圧力をかける政権の意向が反映されやすくなる。「次の一手」が利下げであるとの見立ては変わらない。

7月のBRLは、特に中旬以降の軟調さが目立った(図表6)。商品価格やブラジル

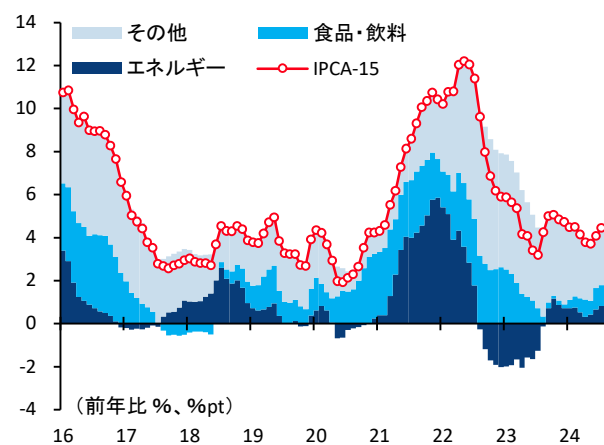
株式の下落に加え、ルラ大統領による財政規律を軽視する発言などが重しになった模様だ。8月のBRL相場は、段階的な買い戻しを想定する。7月後半のBRL安は、ブラジル固有の要因よりも、グローバルなリスクオフ相場に伴う影響も大きく、そのムードが一巡すれば若干水準を戻せると予想している。もっとも、インフレ再加速に伴う実質政策金利の低まり、財政悪化懸念の継続など、リスク要因は枚挙に暇がない。ブラジル固有の要因でBRLが大きく買われる展開は現状見込みがたく、よってBRLの上昇幅も限定的に留まるだろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



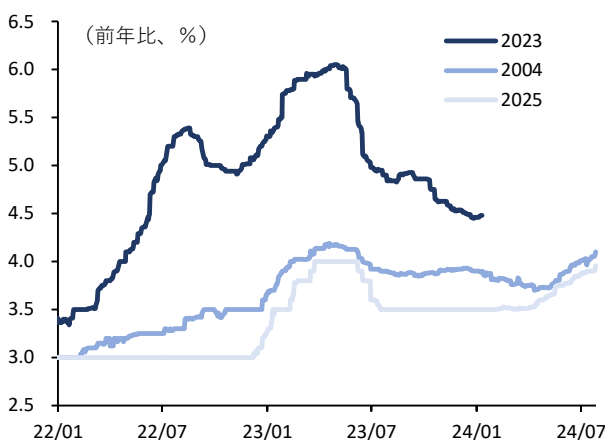
出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA-15)の品目別寄与度



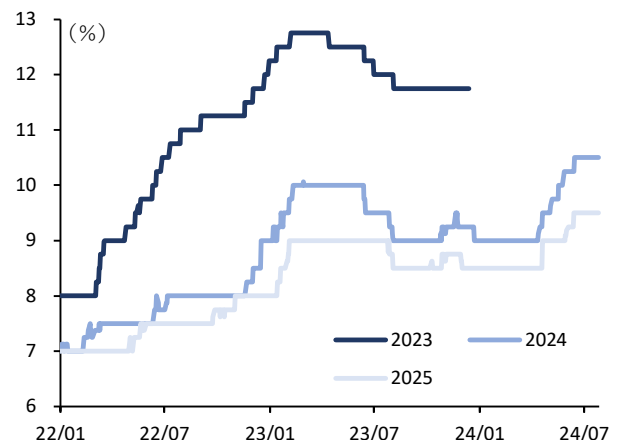
(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計
出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



(注) 2024 年 7 月 26 日時点
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



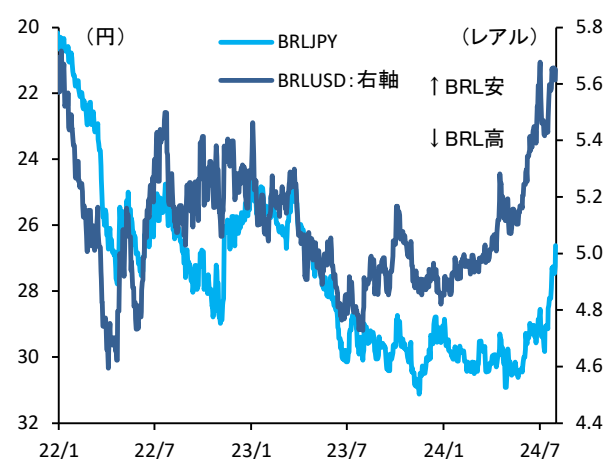
(注) 2024 年 7 月 26 日時点
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: 輸出物価と輸入物価



出所: Macrobond、みずほ銀行

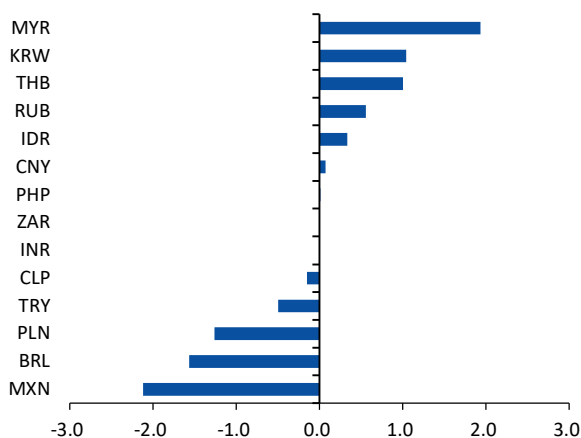
図表 6: BRL スポットレート(日足)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

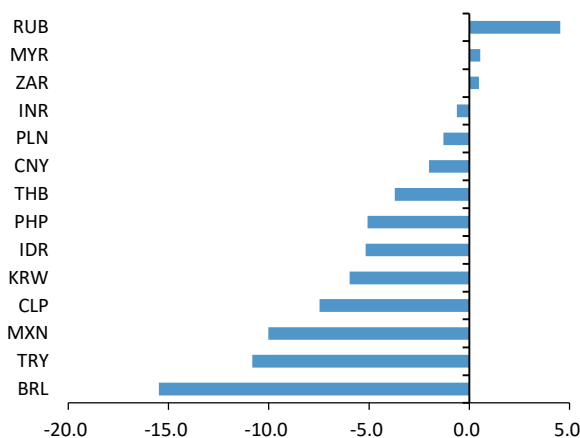
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



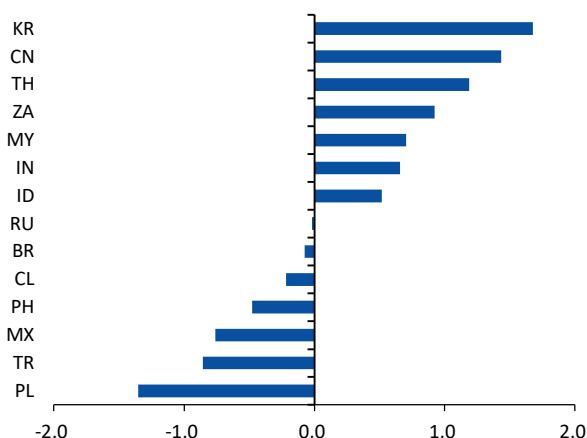
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



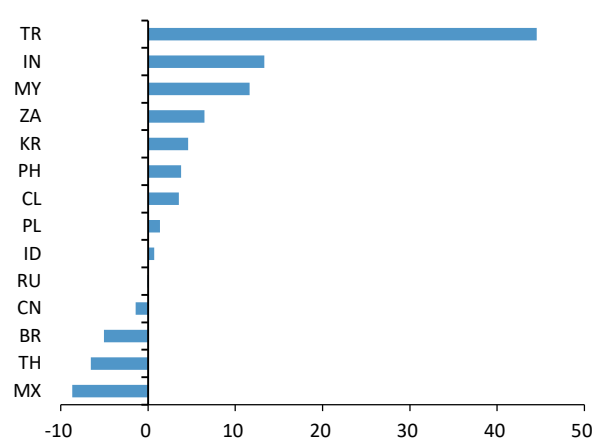
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



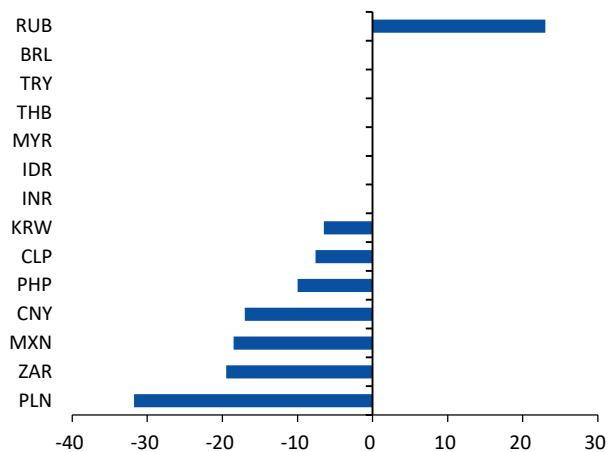
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

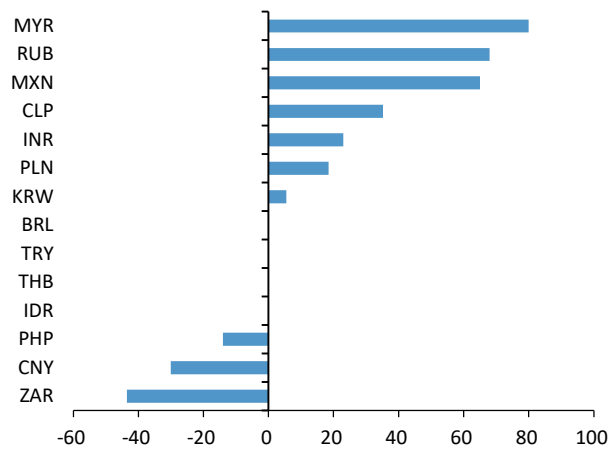
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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。

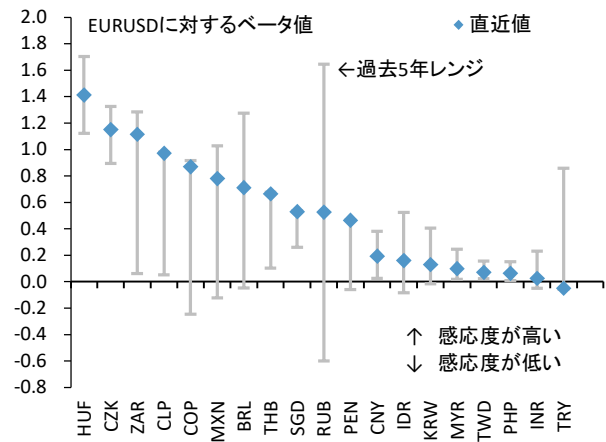
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

チャート集

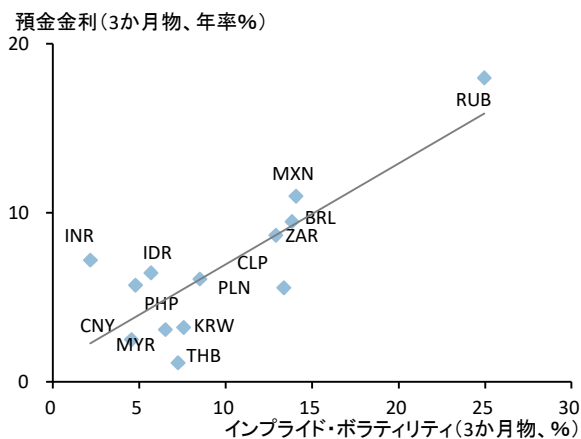
主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



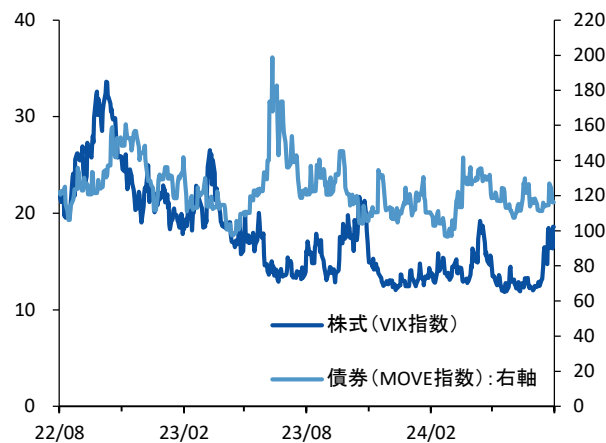
EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



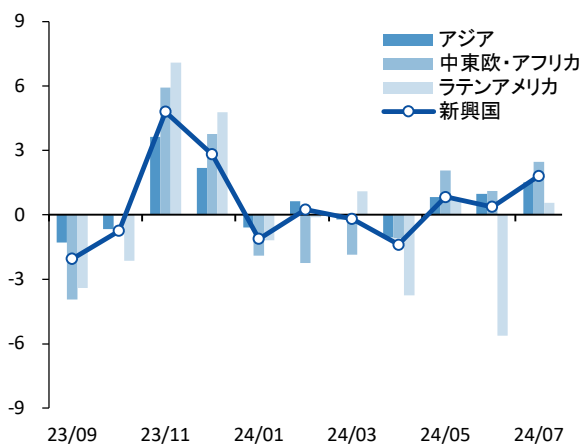
新興国の預金金利と為替ボラティリティ



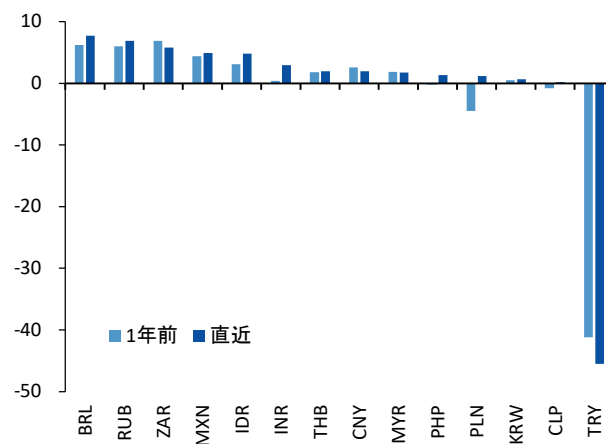
株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



実質金利(10 年物国債金利 - 消費者物価上昇率、%)



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31日 (水)	韓国	鉱工業生産(前年比)	2.8%	3.8%	3.5%	4.3%
31日 (水)	中国	製造業PMI	49.4	49.4	49.5	--
31日 (水)	中国	非製造業PMI	50.2	50.2	50.5	--
31日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$300m	\$1950m	\$647m	--
31日 (水)	台湾	GDP(前年比)	4.8%	5.1%	6.6%	--
8月1日 (木)	韓国	貿易収支	\$5000m	\$3617m	\$7999m	\$7991m
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.5	49.8	51.8	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	2.4%	2.1%	2.5%	--
2日 (金)	韓国	CPI(前年比)	2.5%	--	2.4%	--
2日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	--	--	50.4	--
5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.0	--	51.2	--
5日 (月)	タイ	CPI(前年比)	0.7%	--	0.6%	--
5日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	--	5.1%	--
5日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	--	--	2.2%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	3.7%	--	3.7%	--
6日 (火)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4601m	--
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
7日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$8922.5m	--
7日 (水)	中国	貿易収支	--	--	\$99.05b	--
8日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	7.2%	--	5.7%	--
8日 (木)	インド	RBI政策金利	--	--	6.50%	--
8日 (木)	台湾	貿易収支	--	--	\$4.68b	--
9日 (金)	中国	PPI(前年比)	--	--	-0.8%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	--	--	0.2%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.4%	--
中東欧・アフリカ						
7月31日 (水)	トルコ	貿易収支	--	-5.87b	-6.50b	-6.48b
31日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	18.5b	24.2b	20.1b	--
8月1日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	6.1%	6.3%	7.5%	--
5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	71.6%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	50.1%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.6%	--
9日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.1%	--
ラテンアメリカ						
7月29日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	62.5%	62.2%	62.2%	62.1%
30日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	3.7%	3.8%	2.5%	--
30日 (火)	メキシコ	GDP(季調前/前年比)	2.4%	2.2%	1.6%	--
8月1日 (木)	ブラジル	SELICレート	10.50%	10.50%	10.50%	--
2日 (金)	メキシコ	送金総額	\$5580.0m	--	\$5624.5m	--
2日 (金)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	1.3%	--	-1.0%	--
2日 (金)	メキシコ	総設備投資(季調前/前年比)	8.4%	--	18.1%	--
7日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6711m	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	5.0%	--
9日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	--	--	11.00%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレIPCA(前年比)	--	--	4.2%	--
9日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	1.0%	--

注: 2024 年 8 月 2 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 1～7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 ～ 7.2775	7.2450	7.25	7.30	7.25	7.20	7.15
香港ドル	(HKD)	7.7964 ～ 7.8387	7.8147	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ～ 83.751	83.729	82.8	84.0	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	15430 ～ 16478	16237	16200	16300	16200	16000	15800
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ～ 1400.00	1369.13	1360	1370	1350	1330	1310
マレーシアリング	(MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.5693	4.65	4.67	4.58	4.52	4.45
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 58.930	58.352	58.0	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ～ 1.3670	1.3366	1.35	1.37	1.34	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.663 ～ 32.922	32.764	32.0	32.2	31.8	31.3	30.8
タイバーツ	(THB)	34.11 ～ 37.18	35.55	35.4	36.2	35.5	35.2	35.0
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	25213	25200	25300	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 95.4670	85.5873	86.0	85.0	84.0	83.0	82.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.8689 ～ 19.3899	18.2720	18.6	18.5	18.4	18.3	18.2
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 33.1688	33.1856	33.0	32.5	32.0	31.5	31.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8314 ～ 5.7008	5.7463	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 18.9929	18.9102	18.4	18.1	18.0	18.2	18.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.830 ～ 22.256	20.648	20.69	20.27	20.14	20.83	21.54
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 20.733	19.081	19.23	18.97	18.77	19.31	19.85
インドルピー	(INR)	1.695 ～ 1.939	1.781	1.81	1.76	1.78	1.85	1.91
インドネシアルピア	(100IDR)	0.913 ～ 0.999	0.918	0.926	0.908	0.901	0.938	0.975
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ～ 11.735	10.891	11.03	10.80	10.81	11.28	11.76
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 34.507	32.819	32.26	31.69	31.88	33.19	34.61
フィリピンペソ	(PHP)	2.541 ～ 2.776	2.569	2.59	2.53	2.53	2.62	2.71
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 120.03	111.56	111.44	108.42	109.36	112.78	115.96
台湾ドル	(TWD)	4.560 ～ 4.976	4.569	4.69	4.60	4.59	4.79	5.00
タイバーツ	(THB)	4.096 ～ 4.465	4.194	4.24	4.09	4.11	4.26	4.40
ベトナムドン	(10000VND)	0.5807 ～ 0.6365	0.5914	0.60	0.58	0.59	0.60	0.62
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ～ 1.907	1.742	1.74	1.74	1.74	1.81	1.88
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.973	8.162	8.06	8.00	7.93	8.20	8.46
トルコリラ	(TRY)	4.512 ～ 4.978	4.489	4.55	4.55	4.56	4.76	4.97
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.433 ～ 31.200	26.036	27.52	28.19	27.55	28.20	28.79
メキシコペソ	(MXN)	7.928 ～ 9.455	7.884	8.15	8.18	8.11	8.24	8.46

注:1. 実績の欄は2024年7月31日まで。SPOTは8月2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。