

2024 年 8 月 9 日

The Emerging Markets Weekly

ドル高に調整がみられ新興国通貨は持ち直し

新興国市場:先週末 2 日のアジア時間の新興国通貨は方向感に欠く動き。欧米時間に入り、米 7 月雇用統計が市場予想を大幅に下振れ全面ドル安となり新興国通貨は総じて上昇。MYR と CNY は前日比+1.0%超値を伸ばした。一方、MXN は前日比▲1.7%下落した。週初 5 日のアジア時間から欧州時間にかけては FRB の利下げ観測を背景にドルが下落、新興国通貨は続伸。しかし、米国時間に米 7 月 ISM 非製造業景気指数が市場予想を上回ったことでリスクオフムードは一服をみせるも、中南米通貨は軟調。ZAR は前日比▲1.4%下落、MXN も売られた。他方、MYR は前日比+1.6%上昇した。6 日のアジア時間はドルが上昇するなか大半が下落。MYR は前日比▲1.1%値を下げ、THB も軟調。欧米時間、米株が反発をみせドルも堅調となって新興国通貨は軟調。MXN は前日比▲1.2%下落。片や、BRL はブラジル中央銀行が利上げの可能性を示唆したことを背景に前日比+1.1%上昇した。7 日のアジア時間は内田日銀副総裁の発言を受けて全面円安となるなか新興国通貨はまちまち。MYR が売られる一方、IDR や PHP は上昇。欧米時間、一部新興国通貨は持ち直し、MXN は前日比+1.7%、BRL も買われた。8 日、新興国通貨は大半が買い優勢。米労働市場指標の堅調を受けドルが一時的に上昇する場面もみられたが、その後小幅に値を戻し、新興国通貨は底堅く推移した。MXN は前日比+2.2%上昇。メキシコ政権が市場を落ち着かせるため、司法改革への変更を検討しているとの報道も好感された。BRL も前日比+1.6%値を伸ばした。

アジア:2 日発表の韓国 7 月消費者物価指数(CPI)は前日比+2.6%と市場予想を上振れた。5 日公表のインドネシア 4~6 月期実質 GDP 成長率は前日比+5.05%と市場予想(同+5.00%)を上回った。家計消費の堅調が全体に寄与した。6 日発表のフィリピン 7 月 CPI は前年比+4.4%と市場予想を上回った。フィリピン中央銀行のレモロナ総裁はインフレ加速を受け 15 日の金融政策会合では利下げを見送る可能性を示唆した。7 日発表のタイ 7 月 CPI は前年比+0.83%と前月から加速、市場予想を上回った。同日公表の中国 7 月貿易統計では輸出が前年比+7.0%と市場予想を下振れ、輸入は同+7.2%と市場予想を上回った。タイ憲法裁判所は同日、王室に対する不敬罪を選挙公約に掲げたことを理由に民主派の最大野党「前進党」に解党命令を下した。インド準備銀行(RBI、中央銀行)は 8 日に政策金利を 6.50%に据え置くことを決定。据え置きは 9 会合連続となった。

中東欧・アフリカ:5 日発表のトルコ 7 月 CPI は前年比+61.78%と前月から大幅に減速し、市場予想も下回った。2 か月連続で前月から鈍化している。

ラテンアメリカ:8 日公表のメキシコ 7 月 CPI は前年比+5.57%と市場予想を上振れた。同日、メキシコ中央銀行(Banxico)は政策金利を▲25bp 引き下げ 10.75%にすることを決定した。利下げは 3 月会合以来、3 会合ぶり。

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(台湾)

半導体産業の先行き懸念が重しとなる TWD、今後の動きは？

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

先月末に開催された FOMC での情報発信や週末に公表された米 7 月雇用統計の軟化を受けて、市場では米国の早期利下げを織り込む動きが強まっている。図表 1 に示される通り、主に対米金利差の観点から全般的に対ドルで上昇する傾向が見られるものの、TWD のパフォーマンスは他通貨と比較して軟調といえる状況だ。ここではこの要因と先行きについて考察したい。

TWD の軟調は 7 月のバイデン大統領の選挙戦撤退によって、トランプ氏の発言が注目されたことに起因した印象がある。同氏は複数の国に対して半導体製造装置の対中規制を強化することを要請したことが報じられ、この点が半導体産業の先行き不安を誘発した。また、台湾については「対中政策を推進する上で防衛費を支払う必要がある、台湾の半導体産業の台頭で米国は不利益を被った」といった旨の発言をしたことで、台湾統一を強く掲げる中国との間での地政学リスクの高まりが懸念される事態に至っている。一連の報道を受けて、台湾の株式指数は年初以降、半導体市況の改善により過去最高値を更新してきたが、先月末をピークに頭打ち感が出てきている(図表 2)。民主党はバイデン氏の撤退を受けてハリス副大統領を早期に擁立できたことで再び選挙戦は混戦模様となっているが、先月のトランプ発言が台湾及び世界の半導体産業に与えた影響は小さくないように映る。

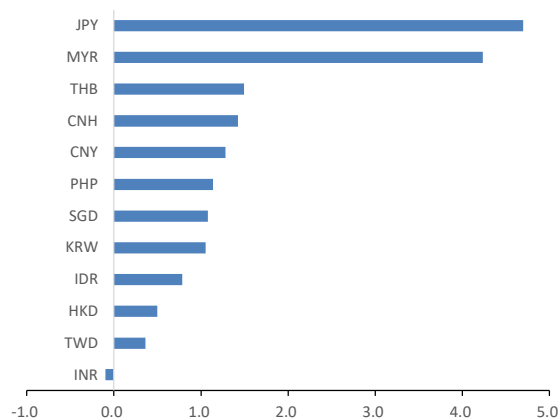
かかる状況下、TWD の先行きをどう考えるかであるが、本欄では TWD の上値の重い動きは一過性のものと予想している。その理由として、まずは先述の通り足許において米金利の先高観が大きく後退していることがあげられる。次の市場の最注目イベントは米 7 月消費者物価指数の公表だろうが、仮にインフレの鈍化が確認できれば、こうした傾向は継続すると考えられる。

また、先述のトランプ氏の発言について、同氏が再選となった場合には、台湾に国防費を捻出する代わりに相応の対価を求める、いわゆる「ディール外交」を進めることが大いに想定される。こうした方針は、同氏が掲げる米国第一主義に基づくものであると考えるが、米国の半導体産業において台湾製半導体は半ば不可欠となっている点は無視できない。図表 2 の株価の動きを見ても台湾株式指数と米国半導体指数は一定の相関関係があり、台湾製の半導体に対して規制を強化すれば、米国の半導体産業にも影響が生じる可能性は高い。加えて、対中政策の観点からも中国が台湾への影響力を強める動きには強い警戒感を示すことが考えられ、台湾の防衛を打ち止めることは現状考えにくい。また、自国の半導体産業に配慮する観点からもディール外交の要求は強いものでなく、台湾側の国防費拡充をはじめ段階的に協議されるものと考えられる。

TWD は過去の動きを見ても CNY に追随する傾向があり(図表 3)、トランプ氏発言による半導体産業への反応が一時的であると仮定すれば、今後通貨高方向に調整が入ることが期待される。加えて、世界半導体市場統計(WSTS)によれば、昨年末に底入れし、台湾の得意分野である生成 AI の恩恵を受けやすいロジック部門は翌年にかけてまで堅調な成長が見込まれている。こうした状況に鑑みれば、台湾の貿易黒字の拡大は今後にかけても期待できそうである。図表 4 の通り、過去のトレンド

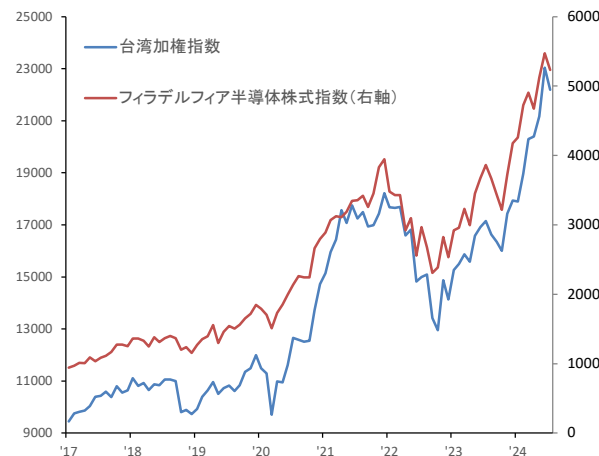
を見ても、貿易黒字拡大を背景とする経常収支の改善は為替面でも追い風となっていることが確認でき、金利面でのドル高の修正が予想されることも TWD の持ち直しに寄与していくと思われる。

図表 1: アジア通貨の対ドル騰落率(%、8/5 時点)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 台湾株式指数と米国半導体指数



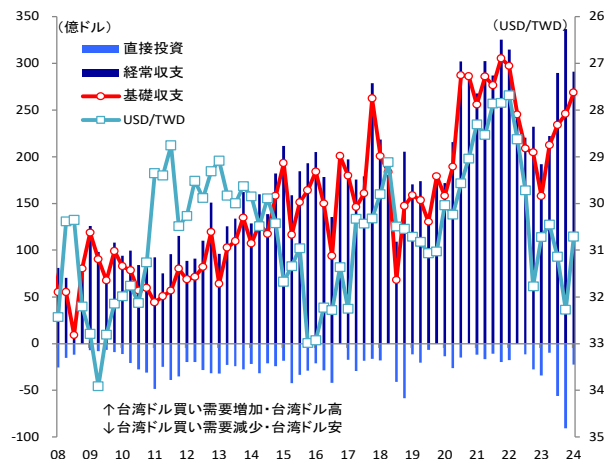
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: TWD と人民元の動向(対ドル)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: TWD の基礎収支と対ドルの推移



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(マレーシア)

MYR 急騰の要因を整理

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

先月末に開催された FOMC でのハト派な情報発信や複数の米経済指標の軟化を受けて、月初以降特に米国経済減速懸念からドル売り優勢の相場となっている。日銀の追加利上げなどの影響で円の持ち直しが目立っているが、アジア通貨で円に次いで上昇しているのが MYR である(図表1)。本欄ではこの背景について簡単に整理することとする。

為替変動を見る上で金利差変動は基本的なアプローチになるが、先述の米国の金融政策・景気動向を受けて、両国の金利差は大きく縮小し、金利の逆転も視野に入る状況にある(図表 2)。直近のマレーシア側の金利には大きな変化は見られていないため、これは米金利側の要因で整理出来よう。本欄では継続して MYR 相場はドルの方向感に左右される展開となるといった見通しを示してきたが、ここに来て急速に潮目が変わりつつある様に映る。市場では 9 月の FRB 利下げ開始を織り込む動きが進んでおり、今後も 7 月消費者物価指数(CPI)や月後半のジャクソンホール経済シンポジウムに注目が集まる中で、市場が一喜一憂する展開が予想される。引き続きドルが続落する可能性も考慮に入りたいが、9 月利下げが確約されている訳でもなく、6 月時点のドットチャートを見ても利下げペースを探る材料は少ないため不確実性を伴う。為替以外でも金融市場の動きは荒くなっており、特に金融政策に関する情報発信は丁寧に整理していきたいところだ。

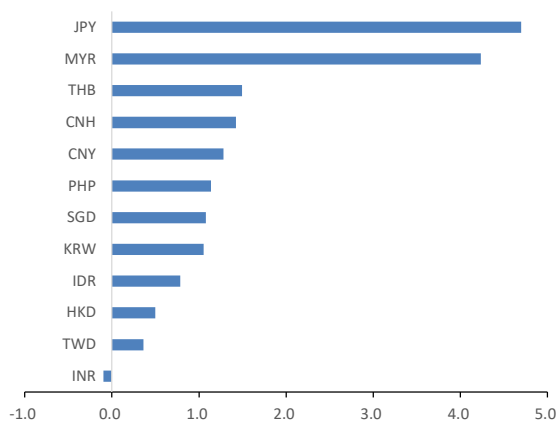
マレーシア経済に目を向けると、4~6 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.8%と前四半期の同+4.2%から加速した(図表 3)。市場予想の同+4.7%からも大きく上振れており、このポジティブサプライズが MYR の買い戻しに繋がった可能性はある。業種別では、製造業や建設業、農業など幅広い分野での成長加速が確認された。詳細項目は未公表ながら、外需依存度が比較的高いマレーシアだが、足許の労働市場や輸入が増加傾向にあることなどを踏まえると内需が堅調に推移していることが予想される。先行きについては、民間・政府における投資の活性化、観光業の本格化など複数の景気押し上げ要因があり、年後半にかけて成長を維持できるかを確認したいところだ。

一方で、周辺国をみるとインドネシアやフィリピンなど内需主導国の経済は底堅さを保っている印象はあるが、景気の頭打ちも見えている国もある。こうした中で、各国の中央銀行はまさに金融政策の転換のタイミングを慎重に検討している段階にあるが、目先のネックとなっていたのが総じて ASEAN 通貨がドル高に押されていた点だった。しかし、FRB のハト派傾斜が加速して米金利の先高観が後退していく地合いとなれば、ASEAN 諸国にも利下げ着手も視野に入っていくと予想される。FRB の利下げが最速で次回 9 月と予想される中で、その前後で利下げに至る国が出て何ら不思議はない。

こうした中で、マレーシア中銀の金融政策も次の一手は利下げであることはほぼ確実であるが、7 月会合では補助金制度の変更につきディーゼル燃料の価格が約 6 割上昇する点に言及し、これがどの程度物価を押し上げるかを見極める方針を示している。ここまでインフレは概ね安定的だが、目先数か月のインフレ動向には相応の注意が払われるはずで、景気動向も先述の通り加速したことなどを踏まえれば、次回 9 月会合での利下げは見送られると予想している(図表 4)。マレーシア中銀の利下げ

は早くても 11 月になると考えており、インフレ動向次第ではタカ派な現状維持の時間帯も続く可能性はある。ASEAN 諸国内で利下げタイミングが後ろ倒しになりそうな国の 1 つはマレーシアであり、こうした動きを見込んだ買い戻しであったとも読める。

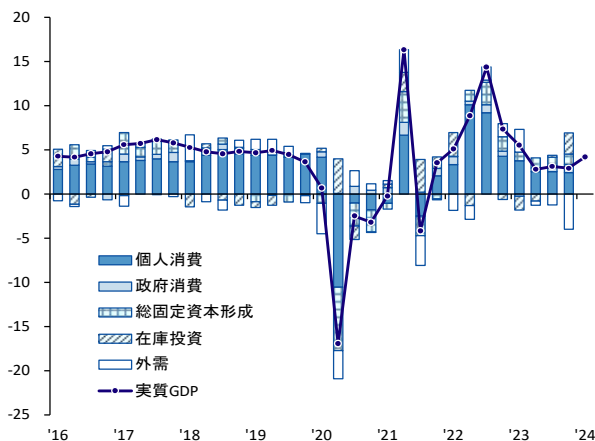
この他、MYR は今年前半にアジア通貨危機以来の水準まで下落していたことで、買い戻しが発生しやすかったという心理的要因も多分に介在しているように思われる。また、資源国であるマレーシアは資源価格に急変動があった際は嫌気されやすい点には注意したいが、経常黒字国の地位を安定的に維持しており、需給面の堅調さも今後の選好に繋がる可能性はある。MYR が外部要因次第という状況に変わりはないが、米国の利下げ期待が強まれば MYR 相場の主戦場も段階的ながら持ち直し方向に移っていくものと思われる。

図表 1: アジア通貨の月初来騰落率(対ドル、%)


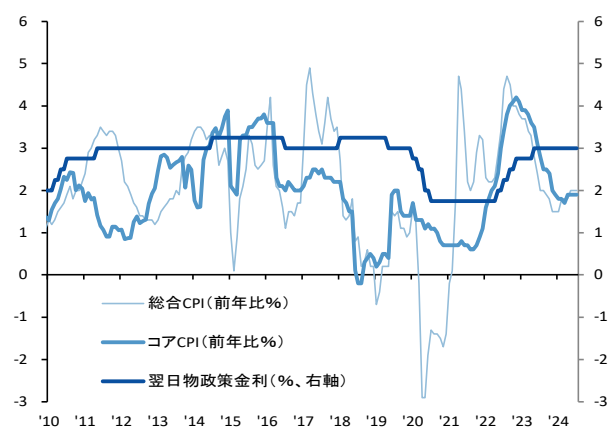
出所: ブルームバーク、みずほ銀行 注: 8/5 時点

図表 2: 対米金利差(米国－マレーシア)と MYR 相場


出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 3: 実質 GDP 成長率の推移(前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行 注: 4～6 月期は成長率のみ

図表 4: マレーシアの政策金利と CPI の推移


出所: ブルームバーク、みずほ銀行

市場概観(フィリピン)

8 月金融政策会合プレビュー～利下げ着手の可能性は低下～

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

フィリピン中央銀行(BSP)は、8 月 15 日に金融政策会合の結果を公表する予定だ。8 月 1 日に発行した「エマージングマーケットマンスリー」においては、それまでに公表された物価統計、および BSP 高官による利下げに前のめりな発言の連続などを受け、8 月会合における利下げ開始の可能性を「高い」と言及した。もっとも、足許にかけては、やや情勢が変わりつつある。以下、情報を簡単に纏めた。

きっかけになったのは、6 日公表の 7 月消費者物価指数(CPI)である。+4.37%(前年比、以下同様)を記録し、市場予想の+4.1%および 6 月の+3.72%を上回った(図表 1)。総合ベースでは、8 か月ぶりに BSP の目標圏内(+2.0~+4.0%)を上抜けた。一方、他方、食品とエネルギーを除くコア CPI は+2.9%となり、26 か月ぶりの低水準となっている。総合とコアの対照的な結果からもわかる通り、インフレを押し上げたのは非コア項目である。具体的には、「家賃・光熱費」の項目が、6 月の+0.1%から+2.3%へ加速した。寄与度としては、6 月から 7 月にかけて、総合ベースのインフレ率を+0.46%ポイントも押し上げている。

このような結果を受け同日、レモロナ・BSP 総裁は、上記結果に関し「予想より悪い」と率直な感想を吐露し、8 月会合での利下げ着手に関し「可能性はやや低まった」と利下げ見送りの可能性を認めた。そのうえで、8 日公表予定の 4~6 月期 GDP 成長率の結果が悪かった場合、「利下げの可能性はある」、と含みを持たせている。なお、7 月物価統計を受け BSP は、2024~25 年のインフレ見通しに関し、「リスクバランスは下向き」とする声明を公表、6 月会合時点の考えを維持しているようだ。

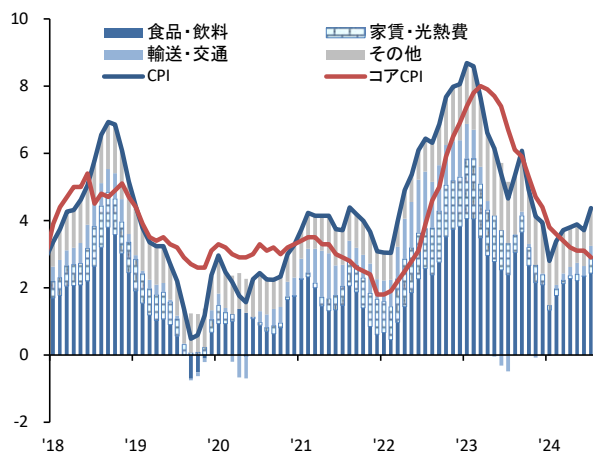
かかる状況下、市場の注目を集めた GDP 統計だったが、総じて無難な結果になっている。前年比では+6.3%と市場予想と一致し、1~3 月期の同+5.8%を上回る成長率を示している(図表 2)。投資と政府支出が成長率を押し上げた格好であり、個人消費は僅かながら伸びが鈍化している。この結果を受け、バリサカン・国家経済開発庁長官は、「年間成長目標(+6.0~7.0%)を達成できる見通し」と自信を示している。

GDP 統計公表後、本稿執筆時点にかけては BSP および BSP 高官による情報発信は見られていないものの、上述のレモロナ総裁発言、そして無難な結果になった GDP 統計を合わせて考えれば、8 月会合は利下げ見送りになる可能性はやや優勢だ。6 月会合を受け執筆した通貨ニュース(*)では、「現状のインフレ見通しは下方バイアスが強く、今後 BSP の情報発信は若干タカ派にシフトすると想定している」と述べており、上述のレモロナ総裁発言は想定内である。仮に 8 月会合で利下げを開始したとしても、連続利下げを示唆することはないと考えている。

上述の通り、本稿執筆時点では 8 月会合での利下げ見送りを予測するものの、GDP 統計では個人消費の陰りが見えている点、そして 7 月後半以降 PHP 安が修正されている点、FRB の利下げ局面入りが確実視されている点、などに鑑みれば、10 月会合では問題なく利下げ開始に動けるのではないかと。8 月会合においては、インフレ見通しの変更、および利下げに向けた情報発信の変化に注目したい。

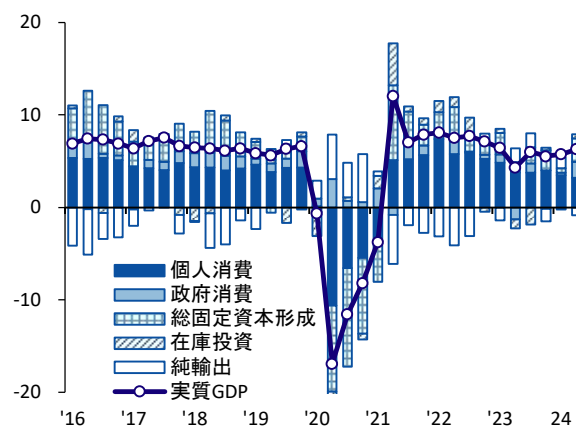
(*) 詳細は、2024 年 6 月 28 日発行の通貨ニュース、『6 月金融政策会合～利下げへ前のめりな BSP～』をご覧ください。

図表 1: 消費者物価上昇率の推移(前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、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: CEIC、みずほ銀行

市場概観(インド)

8 月金融政策会合～食料品高騰への警戒感を高める～

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

インド準備銀行(RBI、中央銀行)は6～8日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレートを6.50%で据え置くことを決定した。2023年4月会合で約1年ぶりに利上げ実施を見送ったのち、9会合連続で据え置きとなった(図表1)。決定は、政策委員メンバー6人のうち、4名の賛成多数によって決定されている。前回6月会合同様、ジャヤント・R・ヴァルマ氏とアシマ・ゴヤル氏が政策金利の引き下げ(▲25bp)を主張した。なお、ブルームバーグの事前予想では、調査対象者のほぼ全員が据え置きを予測していた。

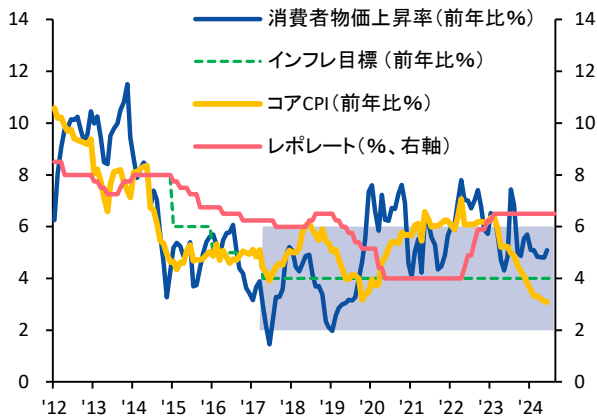
声明文や総裁会見では、インド経済・物価見通しについての言及が目立った。鉱工業生産やPMIの推移、電力需要などを踏まえる限り、4～6月期のGDP成長率も、一定の強さを保った可能性が高い(図表2)。先行きに関しRBIは、2024-2025年度(2024年4月～2025年3月)の実質GDP成長率予測を+7.2%とし、前回会合から据え置いた。平年を上回ると予測されるモンスーンを背景とした農業生産、都市部における需要の堅調さ、政府によるインフラ支出の継続に加え、世界の貿易見通しの改善による外需回復などを受け、高い成長率維持する、と強気な姿勢を示している。一方、地政学的緊張や国際商品市場の不安定性などを見通しへの下押しリスクとして強調した。

域内の物価動向に関して、6月消費者物価指数(CPI)は+5.08%(前年比、以下同様)と5月の+4.75%および市場予想の+4.80%を上回った(図表3)。一方、食料品および燃料を除いたコアベースでは、+3.1%と低い伸びを継続している。食料品・飲料価格が+8.4%と6か月ぶりの伸びを示したことが、総合ベースの上昇を規定した。コアベースの落ち着きは朗報だが、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、それには依然未達である。こうした流れを受けRBIは、先々の見通しに関し、2024-2025年度のインフレ率について同+4.5%と公表し、前回会合時点から据え置いた。四半期ごとに確認すると、7～9月期と10～12月期の見通しを上方修正した一方で、2025年1～3月期を下方修正した。なお、インフレのリスクバランスに関しては、均等が取れているとの認識に変化はなかった。

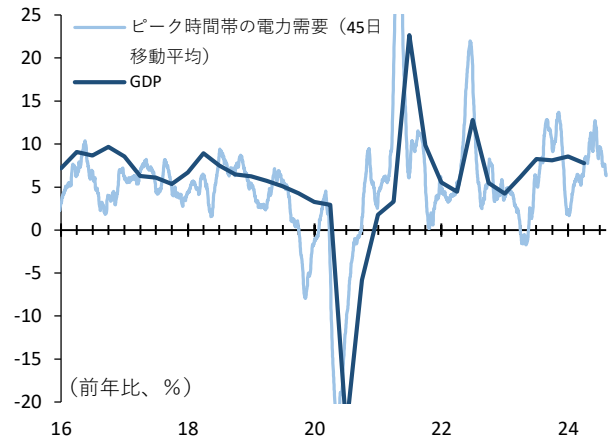
かかる中、RBIは「インフレ率を持続的に4%の目標に整合させるとのコミットメントを堅持する」と表明しており、利下げに向けた情報発信は見られなかった。なお、総裁会見では、食料品価格上昇への警戒感が高まっていることが印象的であった。具体的には、ダス総裁は、食料品高騰に関し「無視できない」「コアインフレに波及する恐れがある」と、6月会合対比でも語気を強めている。物価目標達成に向け「前進している」としつつも、「道のりは遠い」との認識を示した。加えて、目先のインフレ見通しを上方修正したことも含めて考えれば、次回10月会合での利下げ開始は現状予測できず、早くても12月会合での利下げ予想が妥当だろう。もっとも、(1)2名のメンバーが利下げを主張していること、(2)RBIの成長率見通しに関し強気すぎる可能性が拭えないこと、は今後RBIがハト派シフトする可能性を示唆するものだ。(2)に関しては、国際通貨基金(IMF)による7月時点の予測が+7.0%(2024-2025年度)、世界銀行による6月時点の予測が+6.6%、ブルームバーグによるエコノミスト調査(7月16～22日実施)が+7.0%だ。予測時点のずれがあるので一概に言えないが、RBIの見立

てはや強気に思える。今後成長率見通しの引き下げがあれば、ハト派シフトの理由になり得るだろう。

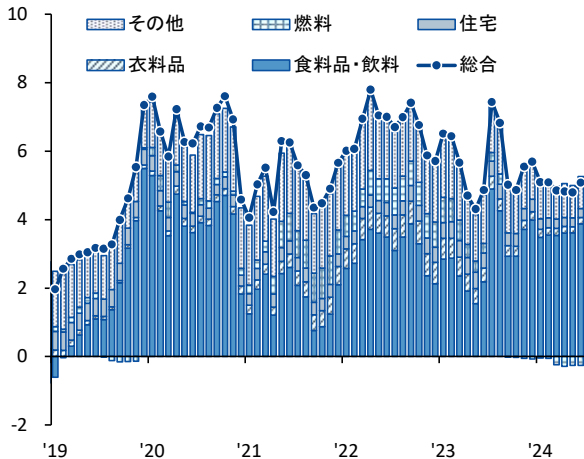
8 月に入って以降の INR 相場は、海外投資家によるインド株式の売り越し、および輸入業者のドル需要を受け、過去最安値を更新しながら取引されている(図表 4)。かかる中、短期的には、84 という節目を睨みつつ、レンジ圏での推移を継続させそうだ。ロイターの報道によれば、RBI は足許でドル売り介入を積極的に行っており、加えて 7 日には一部の大手銀行に対し INR 売りを抑制するよう要請した模様だ。

図表 1: レポレートと物価水準の推移


出所: インド準備銀行、みずほ銀行、CEIC 注: 青枠は目標レンジ

図表 2: 電力需要と GDP 成長率


出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 消費者物価指数(前年比%、%ポイント)


出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: INR 相場動向


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(中南米)

ブラジル・メキシコの金融政策動向、および為替見直し変更について

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

為替見直し変更について

タイトルの通り、中南米通貨(BRL、MXN)の見直しを本日付で変更した(図表 1)。直近の見直しは、8 月 1 日発刊の「エマージングマーケットマンスリー」だったが、それ以降のグローバルなリスクオフ、およびキャリートレードの急速な巻き戻しを受けたものだ(*1)。両国のファンダメンタルズや金融政策動向に対する見方に大きな変更はないため、水準感こそ動かしたものの、方向感にはほとんど変更を加えてはいない。

過去の通貨ニュース(*1)で指摘した通り、7 月から 8 月初旬にかけての BRL と MXN の下落は、ほとんどが米株下落という要因で説明できる(図表 2)。8 月 5 日以降だと BRL に対する説明力は落ちているが、これはブラジル固有の要因が大きい。これは別途下部で詳細を説明する。何はともあれ、日米の金融政策転換、そして米 7 月雇用統計の結果が米株調整およびキャリートレードの巻き戻しに拍車をかけ、それが中南米通貨の重しになった格好だ。後付けの説明になってしまうが、いわゆる円キャリートレードがその勢いを加速させたのは 2023 年 3 月以降なのだが、それは「米金融市場の安定」と「調達通貨たる円に関する短期金利低位安定＝日銀の金融緩和政策継続」が前提となっていたように思う。ただし、足許ではその両面が脆く崩れ去ってしまった。再度、円キャリートレードが過去最大規模の興隆に向かう可能性は大きくはないだろう。

このような状況を受け BRL、MXN の見直しを下方修正したが、その幅は、MXN の方が大きい。足許の下落幅が大きいことも背景にあるが、それ以上に投機筋のポジションを重視した。BRL に関しては、IMM 通貨先物ポジションにおいては、すでに 5 月にはネット・ショートに転じていた。高金利通貨を売り建てるには大きなコストがかかることから、売り持ち高が一段と膨らむリスクはそれほど高くない。一方、MXN に関しては、一時期に比べれば縮小したとはいえ、依然ネット・ロングに位置していると思われる。足許の市況も踏まえれば、MXN の脆弱性は、BRL のそれより大きい。

ブラジルの金融政策動向について～BCB は利上げ転換を示唆～

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(*2)。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。8 月 6 日には同会合の議事要旨が公表されたが、想定以上のタカ派な内容を受け、同日の BRL は上昇で反応している。具体的には、インフレ抑制のために適切と判断した場合、「躊躇せず利上げを行う」ことを全会一致で改めて確認した、と言及されている。通貨安に関しても、「徹底的に議論された」と記されている。過去の通貨ニュース(*2)でも指摘した通り、会合の声明文においては、インフレ見通しの上振れリスクに関し、「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。通貨安および輸入物価上昇を明らかに警戒している。なお、2023 年 8 月に政策金利の引き下げに転じて以降では、利上げへの言及は初めてとなる。このようなタカ派な結果になった 7 月会合議事要旨ではあるが、筆者は BCB の金融政策に対する見直しは現時

点では変える必要はないと考えている。実質政策金利は十分に引き締めの的であり、さらなる通貨安進行がインフレ見通しの大きな上方修正を促さない限りにおいては、利上げへの転換は不要と考える。7 月会合議事要旨のタカ派な内容は、「ブラフ」のような意味合いも大きかったのではないかと。

このような BCB の上方発信を受け、BRL は前月比でも上昇に転じているのだが、冒頭に記載の通り、BRL の見通し自体は若干下方修正した。筆者は足許の BCB による利上げ示唆は「ブラフ」と考えているため、徐々に BCB のタカ派姿勢も後退していくと見込んでいるからである。

メキシコの金融政策動向について～Banxico は利下げを再開～

メキシコ中央銀行(Banxico)は 8 月 8 日、金融政策決定会合を開催し、本欄の予測通り政策金利(翌日物金利)を ▲25bp 引き下げ、10.75%とした(図表 3)。決定は 3 対 2 の多数決で、2 名が政策金利の据え置きを主張した。利下げは 3 月会合以来、3 会合ぶり。前回会合の声明文では、「物価を巡る環境により、政策金利の調整を議論できる可能性がある」と利下げ含みの情報発信を行っていた。なお、ブルームバーグの調査では、▲25bp の利下げが優勢であった。

懸案のインフレ動向について Banxico は、総合ベースの騰勢と、コアの鈍化継続の双方を強調した。物価動向に関し、会合直前に公表された 7 月消費者物価指数(CPI)は、+5.57%(前年比、以下同様)と市場予想の+5.53%および前回の+4.98%を上回った(図表 4)。実に 14 か月ぶりの高水準の伸びだ。当然、総合ベースでは、Banxico の目標レンジ(前年比+3%±1%)への収斂は未達である。もっとも、コアベース(+4.13%→+4.05%)は引き続き落ち着いている。農作物、およびエネルギー価格が非コア項目の伸びを強烈に押し上げた。かかる中、Banxico は来年初めにかけての総合ベースのインフレ見通しを大きく上方修正した。具体的には、2024 年 7～9 月期から 2025 年 1～3 月期にかけての見通しを、それぞれ+0.7%、+0.4%、+0.2%ポイントも上方修正している(図表 5)。もっとも、コアの見通しは前回会合からほぼ変わっていない。加えて、総合ベースのインフレ率が目標近傍に達する時期に関しても、2025 年 10～12 月期と不変だった。見通しのリスクバランスも、上方へ傾いている旨の判断に変化はなかった。

以上、Banxico は利下げの再開に動いた。先々の決定に関し声明文では、「物価を巡る環境により、政策金利の調整を議論できる可能性がある」と、前回会合同様利下げに前向きな情報発信をしている。インフレ見通しの上方修正とは相反するように見えるが、Banxico は経済の弱まりを意識しているようだ。声明文では、「世界的なショックの減衰」と「経済活動低迷」の影響を考慮する、と述べている。確かに、域内の 4～6 月期実質 GDP 成長率は軟調な結果となっている。

とはいえ、総合ベースのインフレ見通し上方修正の幅は非常に大きく、今回の決定および先々の利下げ示唆を疑問に思う向きもあるだろう。Banxico もこれに配慮し、インフレ見通しに関し以下のように述べている。まず、足許で騰勢を極めている非コア項目の伸びが今後数四半期で解消する見通しであること、そしてコアインフレ率が引き続き低下することが見込まれること、である。こうした見通しの下、インフレ見通しは依然制限的な金融政策を求めているが、その進展は利下げが適切であることを示唆する、と利下げを正当化した。確かに、政策金利から 1 年先の期待インフレ率を引いた「短期実質政策金利」が Banxico の想定する「中立実質政策金利」を大きく上回っており、政策金利が過度に「引き締めの的」である点、も考慮に入れば、先々の利下げ路線は支持される(図表 6)。年内残り 3 会合のうち、1～2 回の利下げ余地があると考えている。

(*1) 詳細は、2024 年 8 月 5 日発行の通貨ニュース、『中南米：米株調整由来の急落に直面する中南米通貨』をご覧ください。

(*2) 詳細は、2024 年 8 月 1 日発行の通貨ニュース、『ブラジル：通貨安を明確に警戒』をご覧ください。

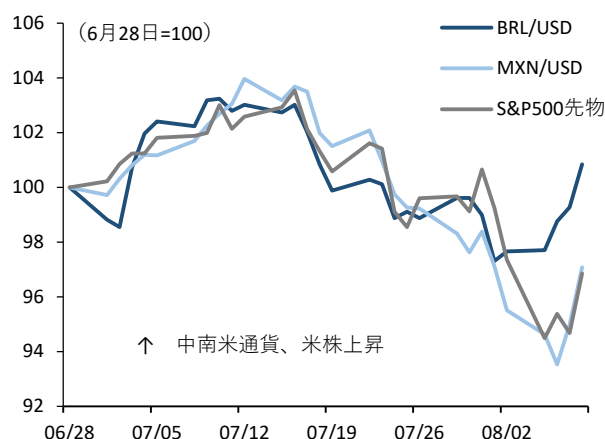
図表 1: BRL、MXN の見通し(対ドル)

		2024年		2025年		
		9月	12月	3月	6月	9月
BRL	旧	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
	新	5.50	5.30	5.35	5.37	5.40
MXN	旧	18.4	18.1	18.0	18.2	18.2
	新	18.7	18.4	18.3	18.5	18.5

※四半期末の予測値

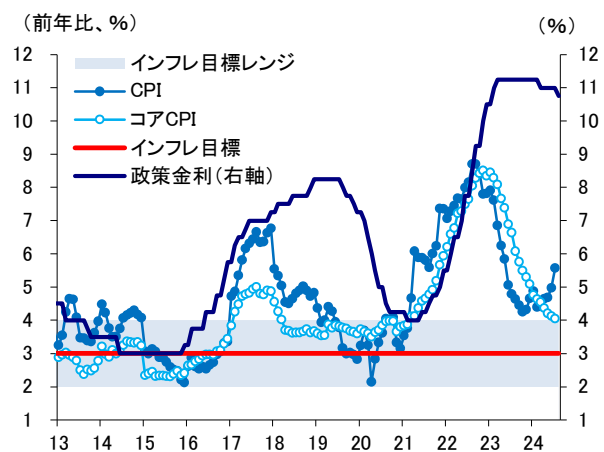
出所：みずほ銀行

図表 2: BRL、MXN、S&P500 先物の値動き



出所：Bloomberg、みずほ銀行

図表 3: メキシコの政策金利とインフレ率



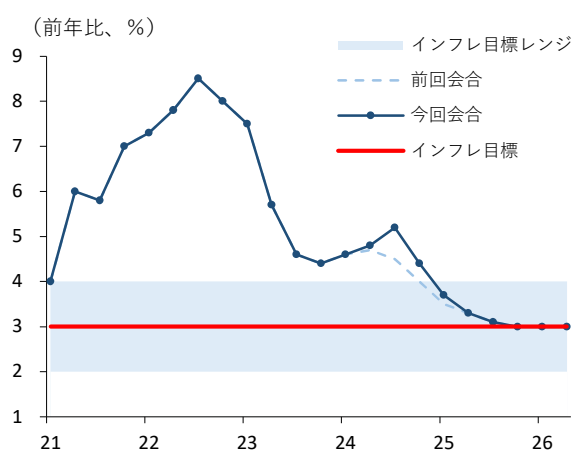
出所：Bloomberg、みずほ銀行

図表 4: メキシコ CPI の推移



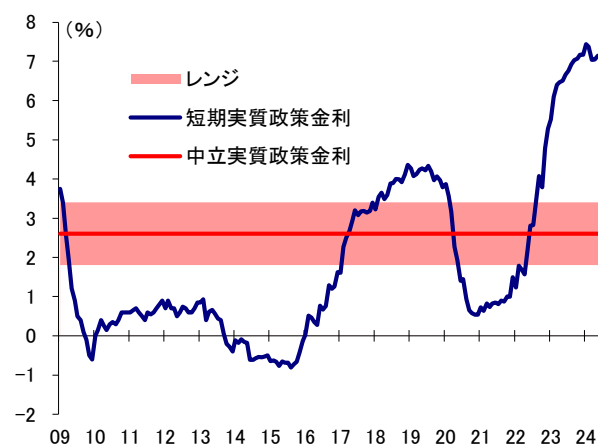
出所：Macrobond、みずほ銀行

図表 5: Banxico の CPI 見通し(総合ベース)



出所: Macrobond、みずほ銀行

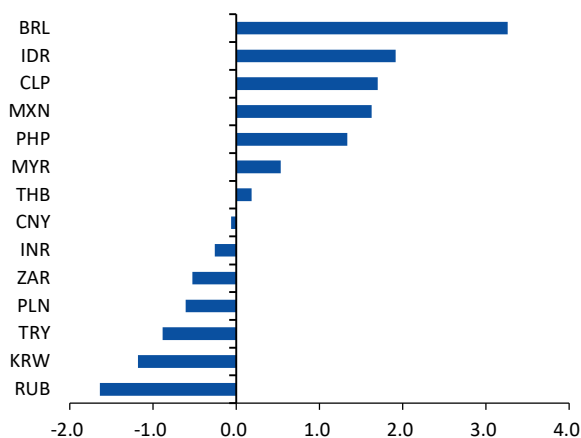
図表 6: Banxico の想定する中立実質政策金利



出所: Macrobond、みずほ銀行

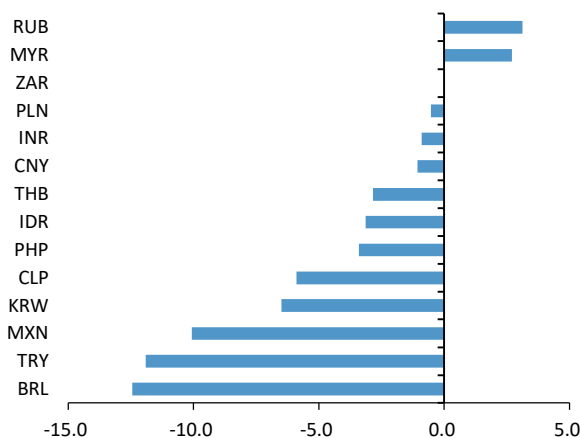
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



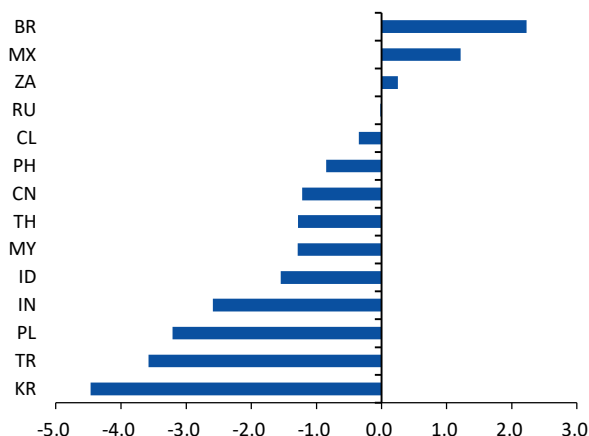
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



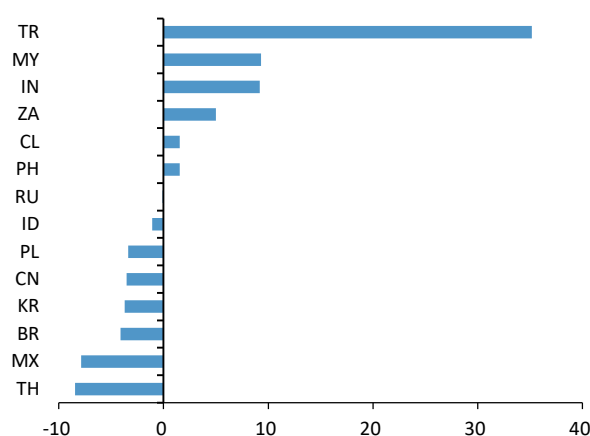
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



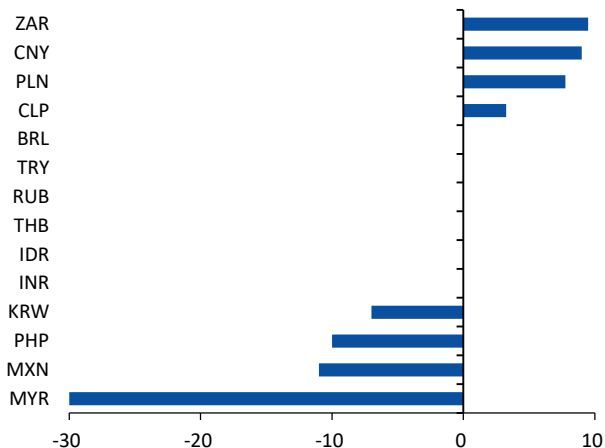
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

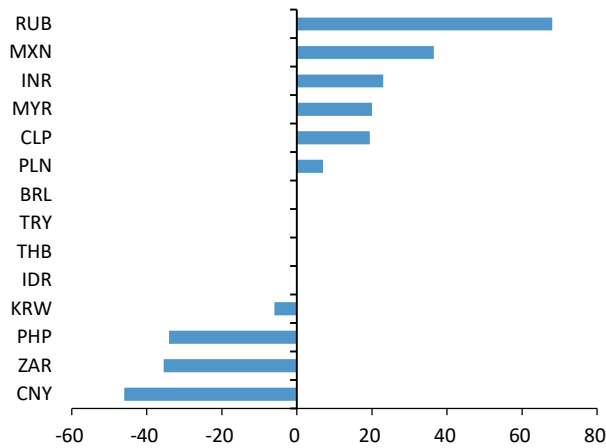
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

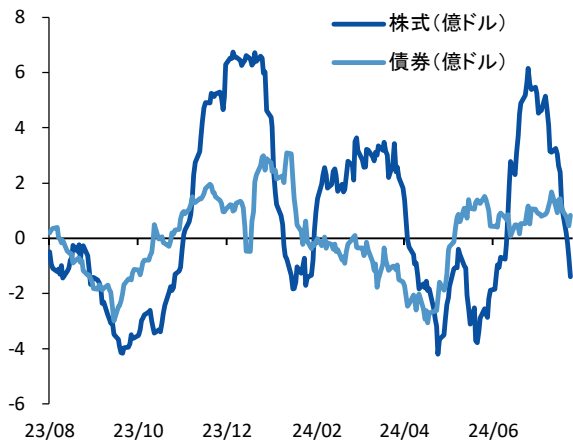


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

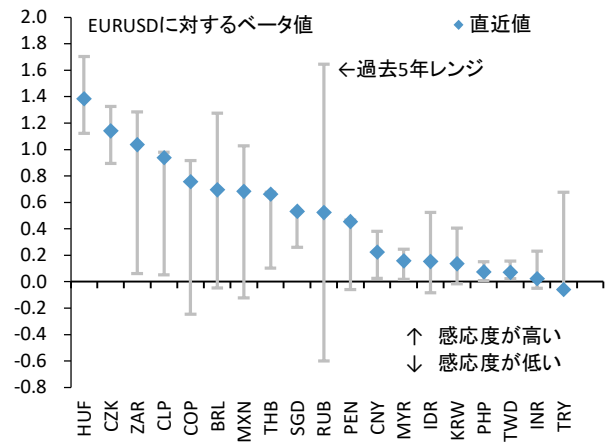
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



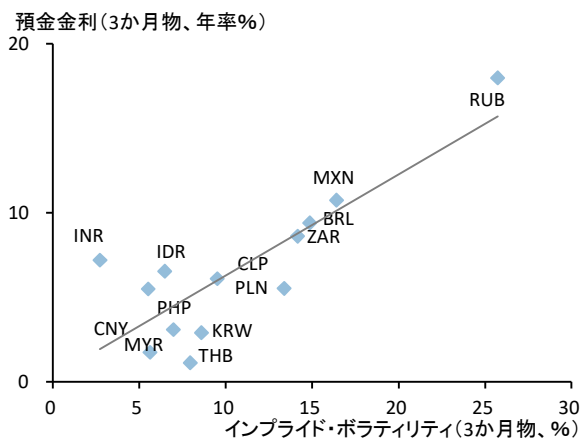
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



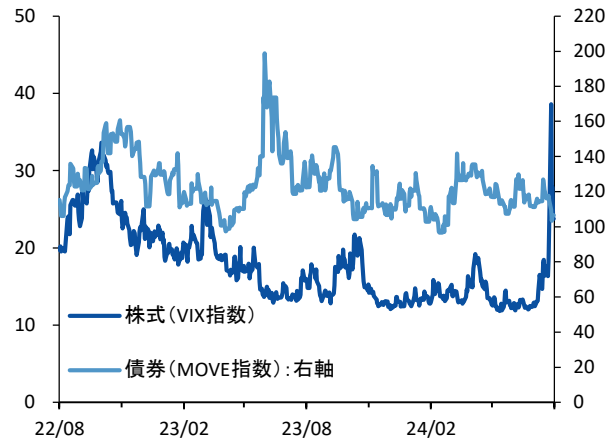
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



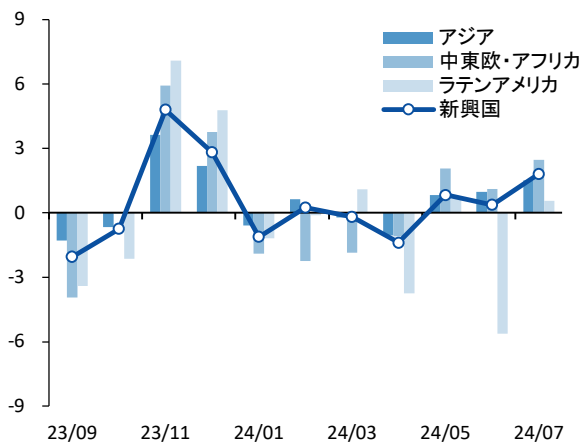
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



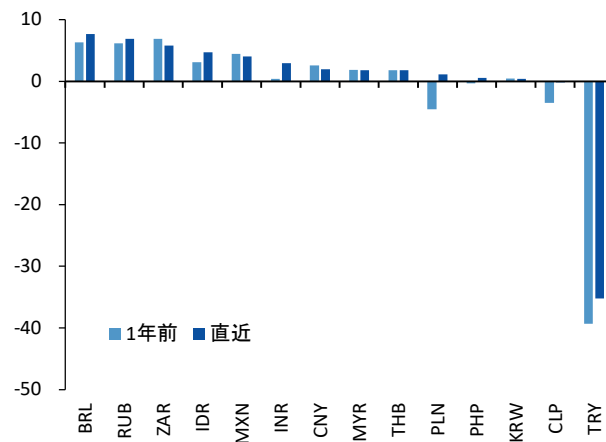
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
8月5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.5	52.1	51.2	--
5日 (月)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	5.1%	5.1%	--
5日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	3.8%	-0.6%	2.2%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	4.1%	4.4%	3.7%	--
6日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$4300m	-\$4304m	-\$4601m	-\$4707m
6日 (火)	台湾	CPI(前年比)	2.5%	2.5%	2.4%	--
7日 (水)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$12259.2m	\$8922.5m	--
7日 (水)	タイ	CPI(前年比)	0.7%	0.8%	0.6%	--
7日 (水)	中国	貿易収支	\$98.20b	\$84.65b	\$99.05b	--
8日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.3%	6.3%	5.7%	5.8%
8日 (木)	インド	RBI政策金利	6.50%	6.50%	6.50%	--
8日 (木)	台湾	貿易収支	\$6.92b	\$4.83b	\$4.68b	--
9日 (金)	中国	PPI(前年比)	-0.9%	--	-0.8%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	0.3%	--	0.2%	--
9日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	4.0%	--	2.4%	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	--	--	5.1%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.9%	--
12-15日	インド	輸入(前年比)	--	--	5.0%	--
12-15日	インド	輸出(前年比)	--	--	2.6%	--
15日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.5%	--	5.3%	--
15日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	2.7%	--	2.0%	--
15日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.9%	--	3.9%	--
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$2390m	--
15日 (木)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	--	--	6.50%	--
15日 (木)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.6%	--
16日 (金)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	-8.7%	--
16日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	5.8%	--
16日 (金)	台湾	GDP(前年比)	--	--	5.1%	--
中東欧・アフリカ						
8月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	62.0%	61.8%	71.6%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	41.4%	50.1%	--
8日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	-0.9%	-5.2%	-0.6%	-1.2%
9日 (金)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.1%	--
10日 (土)	ロシア	GDP(前年比)	4.2%	--	5.4%	--
10日 (土)	ロシア	CPI(前年比)	9.1%	--	8.6%	--
12日 (月)	ロシア	貿易収支	--	--	12.6b	--
13日 (火)	トルコ	経常収支	--	--	-1.24b	--
14日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	0.8%	--
ラテンアメリカ						
8月7日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$7792m	\$7640m	\$6711m	--
8日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	5.5%	5.6%	5.0%	--
9日 (金)	メキシコ	オーバーナイト・レート	10.75%	10.75%	11.00%	--
9日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.5%	--	4.2%	--
9日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	-0.2%	--	1.0%	--
14日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	8.1%	--

注: 2024 年 8 月 9 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	7.1762	7.25	7.30	7.25	7.20	7.15
香港ドル (HKD)	7.7964 ~ 7.8387	7.7944	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー (INR)	82.646 ~ 83.751	83.963	83.6	84.5	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア (IDR)	15430 ~ 16478	15894	16200	16300	16200	16000	15800
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1400.00	1376.84	1360	1370	1350	1330	1310
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.8053	4.4730	4.50	4.63	4.52	4.45	4.40
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.930	57.333	58.0	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3670	1.3255	1.34	1.37	1.34	1.33	1.33
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 32.922	32.419	32.0	32.2	31.8	31.3	30.8
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 37.18	35.27	35.4	36.2	35.5	35.2	35.0
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	25146	25200	25300	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 95.4670	86.7591	86.0	85.0	84.0	83.0	82.0
南アフリカランド (ZAR)	17.8689 ~ 19.3899	18.3625	18.6	18.5	18.4	18.3	18.2
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 33.1688	33.5507	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	5.5470	5.50	5.30	5.35	5.37	5.40
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 18.9929	18.8818	18.7	18.4	18.3	18.5	18.5
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.830 ~ 22.256	20.534	20.69	20.27	20.14	20.83	21.54
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 20.733	18.899	19.23	18.97	18.77	19.31	19.85
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.939	1.754	1.79	1.75	1.78	1.85	1.91
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.999	0.926	0.926	0.908	0.901	0.938	0.975
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.735	10.703	11.03	10.80	10.81	11.28	11.76
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 34.507	32.671	33.33	31.97	32.30	33.71	35.00
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.776	2.544	2.59	2.53	2.53	2.62	2.71
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	111.13	112.28	108.42	109.36	112.78	115.96
台湾ドル (TWD)	4.560 ~ 4.976	4.544	4.69	4.60	4.59	4.79	5.00
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.465	4.176	4.24	4.09	4.11	4.26	4.40
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6365	0.5858	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	1.698	1.74	1.74	1.74	1.81	1.88
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.020	8.06	8.00	7.93	8.20	8.46
トルコリラ (TRY)	4.512 ~ 4.978	4.377	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	26.550	27.27	27.92	27.29	27.93	28.52
メキシコペソ (MXN)	7.928 ~ 9.455	7.799	8.02	8.04	7.98	8.11	8.32

注: 1. 実績の欄は 2024 年 7 月 31 日まで。SPOT は 8 月 9 日の 7 時 5 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。