

2024 年 9 月 13 日

The Emerging Markets Weekly

資源国通貨は堅調もアジア通貨はやや軟調

新興国市場:先週末 6 日のアジア時間は前日の米 8 月 ADP 雇用統計の冴えない結果がドルの重しとなり、大半の新興国通貨は上昇した。PHP や VND が堅調。欧米時間、米 8 月雇用統計の結果を受けて利上げ期待がやや後退し、ドルが買われ新興国通貨は下落に転じた。RUB は前日比▲2.4%、ZAR も値を下げた。週初 9 日は前週末の流れが継続し全面ドル高。THB は前日比▲1.3%下落。その他、PHP や MYR も大幅に値を下げた。一方、MXN は上昇した。10 日のアジア時間はまちまちな動き。MYR と THB の上昇が目立った。欧米時間、米金利が低下するも新興国通貨の大半は下押しされた。商品市況の軟調も資源国通貨の重しとなり BRL と MXN は前日比+1.0%超値を下げた。メキシコ上院で司法改革法案の議論が開始されたことも MXN の足枷となった。11 日のアジア時間は米大統領選候補者のテレビ討論会でハリス氏が優位との見方がドル安圧力となり、新興国通貨は堅調。PHP が買われた。欧米時間、米 8 月消費者物価指数 (CPI) が市場予想を上振れ、米金利に連れてドルも上昇。大半の東欧通貨は値を下げるも、中南米通貨は堅調。MXN はハリス氏が優位なことを好感し前日比+1.4%上昇した。12 日アジア時間は前日の米 8 月 CPI の結果が重しとなり大半が軟調。PHP が売られた。欧米時間、米株が続伸したことがリスクオンムードを招き新興国通貨は上昇。商品市況の堅調も資源国通貨の支えとなった。RUB は前日比+2.6%、MXN も前日比+1.5%値を上げた。

アジア:タイで 6 日にペートンタン首相が率いる連立政権が発足。新政権は下院で安定多数の議席を握るが、これまで最大与党のタイ貢献党と協力してきた親軍政党の主流派が離脱。ペートンタン氏はセター前首相が重視した経済政策を大筋で引き継ぐ方針を示している。9 日公表の中国 8 月 CPI は前年比+0.6%と市場予想を下振れた。中国 8 月生産者物価指数 (PPI) は同▲1.8%と市場予想よりマイナス幅が拡大した。10 日発表の中国 8 月貿易統計では輸出が同+8.7%と市場予想を上振れた。一方、輸入は同+0.5%と市場予想を下回り、内需の弱さが示された。貿易収支は+910.2 億ドルとなった。12 日発表のインド 8 月 CPI は同+3.65%と前月から加速し、市場予想を上回った。

中東欧・アフリカ:大手格付け会社は 6 日、トルコの外貨建て長期債、自国通貨建て長期債の格付けを B+から BB-へ引き上げた。格上げは 3 月に続き今年 2 回目。外貨準備の回復や、トルコ中銀の高金利政策に伴いインフレ率が今後一段と低下に向かう公算が強まっていることを格上げの理由に挙げている。

ラテンアメリカ:9 日発表のメキシコ 8 月 CPI は前年比+4.99%と前月か鈍化し、市場予想も下回った。10 日公表のブラジル 8 月消費者物価指数 (IPCA) は前年比+4.24%と前月から減速し、市場予想を下振れた。メキシコ上院は 10 日に司法制度改革案を可決した。与党連合は可決に 1 議席足りなかったが、野党議員の 1 人が賛成に回ってもう 1 人が欠席したため、可決に至った。

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(インド)

貿易サービス収支の動向について～貿易赤字 vs デジタル黒字～

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

INR は引き続き、対ドルでの過去最安値を更新しながらの推移が続いている。INR 安の定着に関し、「巨額の貿易赤字が主因」とする向きは非常に多く、筆者もその意見には概ね同意できる。もっとも、サービス収支も加えて分析を行うと、少し違った絵姿も確認できる。本稿では、ここ数年で一般社会でも話題に上がった「デジタル収支」も絡めつつ、インドのサービス収支および INR の需給環境について論じたい。

インドの貿易サービス収支を確認すると、確かに基本的には赤字基調で推移している(図表 1)。パンデミック以降は、資源価格の高騰を背景に貿易赤字が急拡大したものの、サービス黒字の増勢もあり、貿易サービス収支全体での赤字幅拡大は抑制されている印象が強い。インドのサービス輸出の強さは他の統計でも確認でき、例えば世界の財・サービス輸出に占めるインドのシェアを確認すると、財は伸び悩んでいるのに対し、サービスはその存在感を増している(図表 2)。一般的に INR の需給環境を探るうえでは財貿易に焦点が当たりがちだが、サービス収支に目を向ける必要性は近年増している。

インドのサービス黒字を稼いでいるのは、「通信・コンピュータ・情報サービス収支」と「専門・経営コンサルティングサービス収支」だ(図表 3)。国際通貨基金(IMF)の統計ではこれ以上細かい分類はないが、いずれも日銀の分類(*)に基づけば「デジタル関連収支」に該当する。「通信・コンピュータ・情報サービス収支」に関しては、その全てが「デジタル関連収支」に分類されている。

「通信・コンピュータ・情報サービス収支」に関し、インドの立ち位置は国際的に見てどれくらいなのか。図表 4、5 では、IMF で数字を確認できる 126 の国と地域に関し、上位下位それぞれ 10 を抽出した。インドの「通信・コンピュータ・情報サービス収支」は、2023 年時点で、世界で第 3 位に位置している。より上位に位置するのはアイルランドおよびそれを含むユーロ圏であるが、その特殊性については『みずほマーケット・トピック』で度々指摘した。簡単に述べると、租税回避などの都合でグローバル IT 企業の税務上の拠点にアイルランドが選ばれてきた経緯があり、それを反映している。すなわち、会計上の黒字に過ぎない疑いがあり、この数字をそのまま受け入れる訳にはいかない。

アイルランドおよびそれを含むユーロ圏の数字に疑義がある点を踏まえると、インドの「通信・コンピュータ・情報サービス収支」黒字は実質的に世界 1 位となる。インドはバンガロールを中心に IT 都市として発展するケースなどがあり、タタ・コンサルタンシー・サービスズ(TCS)など、世界的に見ても有名な IT 企業も育っている。インドの「デジタル黒字」は世界的に見ても有数であり、その競争力は非常に高いことが上記の数字からわかるだろう。インドが IT に強いといったイメージは一般社会でも根付いているはずであり、実際グローバル IT 企業の CEO がインド人であるケースは全く珍しくない。

IT 関連の輸出の強さを背景にサービス輸出は順調に伸びており、今後もこのトレンドが続けば、将来的には貿易サービス収支全体で見た時の黒字転換も夢ではないだろう。財貿易に目を移しても、ロシア・ウクライナ戦争以後、ロシアからのエネルギー

輸入を急速に増やしてきた。項目別のデータは存在しないため、財輸入全体で確認することになってしまうが、インドの輸入に占めるロシアのシェアは近年水準を大きく切り上げている(図表 6)。船舶往来のデータベースによると、多い月ではインドの原油輸入の半分がロシアからのもの、とする調査結果も存在するほどである。経済制裁を受けているロシアから安価なエネルギーを調達しており、財貿易赤字の抑制に一役買っている側面がある。

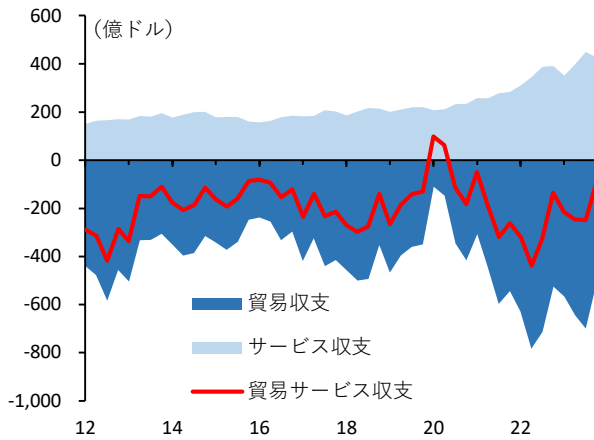
以上の情報を総合すれば、インドの「デジタル黒字」は既に巨額であり、そのトレンドや人口動態などを勘案すればアップサイドも期待できる。他方、貿易収支は赤字基調で推移するだろうが、安価なエネルギー調達はその赤字幅を抑制する。やはり将来的には、貿易サービス収支全体で見た時の黒字転換も視野に入る。もちろん目先の INR に影響はないだろうが、数年単位で INR 相場を見通すうえでは、その需給環境が強まる可能性を意識する必要があるだろう。

なお、本稿の趣旨からずれるが、「通信・コンピュータ・情報サービス収支」に関し、日本はワースト 2 位に位置する。「デジタル赤字は日本だけでなく、米国以外の全ての国である」と根拠不明な主張するエコノミストも存在するのだが、「通信・コンピュータ・情報サービス収支」の上位下位の 10 の国・地域を確認すれば、それは明らかに事実誤認と言わざるを得ない。実際、米国のランキングは 7 位であり、「米国以外の全ての国」が「デジタル赤字」と表現することはナンセンスだ。なお上記では、アイルランドの特殊性について説明した。アイルランドの「通信・コンピュータ・情報サービス収支」は実質的に米国に付け替えるべき、との解釈も可能で、その処理をすれば米国の同項目は世界 1 位の黒字にはなる。ただし、インド、イスラエル、英国、中国などが自国の IT サービスで競争力を発揮し、「通信・コンピュータ・情報サービス収支」の黒字を稼いでいる事実是不変である。「デジタル赤字は日本だけでなく、米国以外の全ての国である」との主張は、この点から退けられる。

なお、確かに「通信・コンピュータ・情報サービス収支」が「デジタル関連収支」の全てではないが、日銀の分類(*)に基づけば、「デジタル関連収支」の 5 項目のうち、「通信・コンピュータ・情報サービス収支」で 3 項目を占める。世界に存在する IT 企業は GAFA だけではないし、IT 企業だけで「デジタル関連収支」を説明できるわけもなく、そこにはコンサルティング企業なども含まれる。単なるイメージだけではなく、俯瞰的かつデータに基づいた議論が求められる。

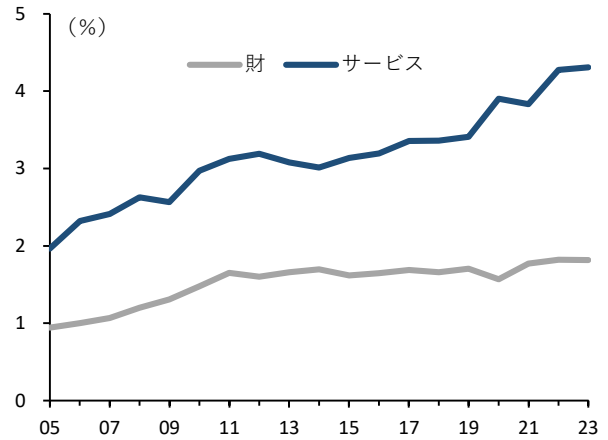
(*) 日本銀行国際局、”日銀レビュー 国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化”、日本銀行、2023 年 8 月 10 日、https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2023/rev23j09.htm、(参照 2024 年 9 月 4 日)

図表 1: インドの貿易サービス収支



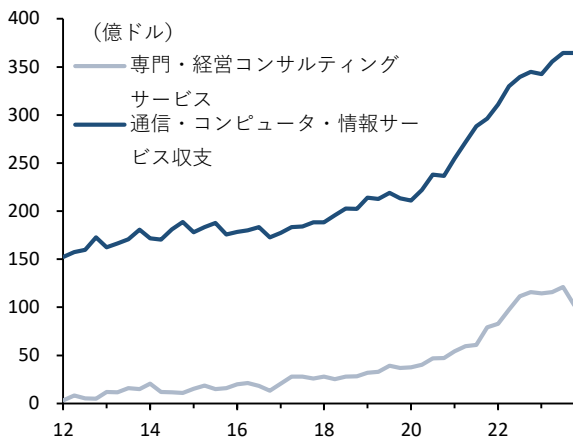
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 2: 世界の財・サービス輸出に占めるインドのシェア



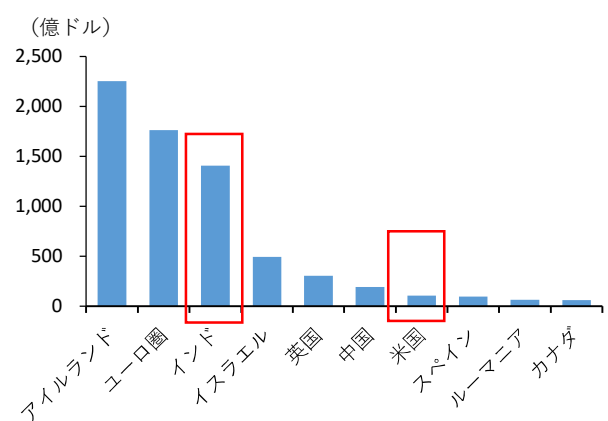
出所: WTO、Macrobond、みずほ銀行

図表 3: インドのサービス収支の主要項目の推移



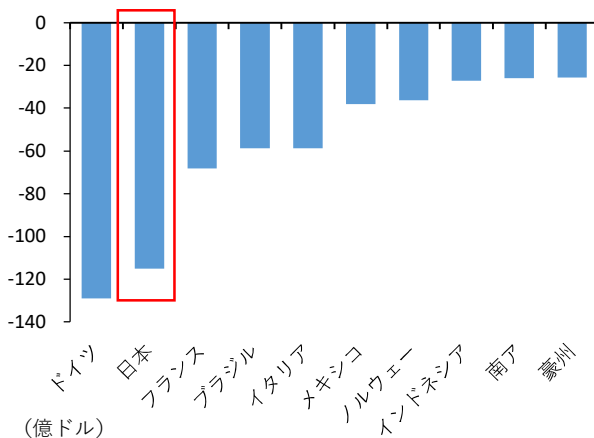
出所: Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 通信・コンピュータ・情報サービス収支の各国データ



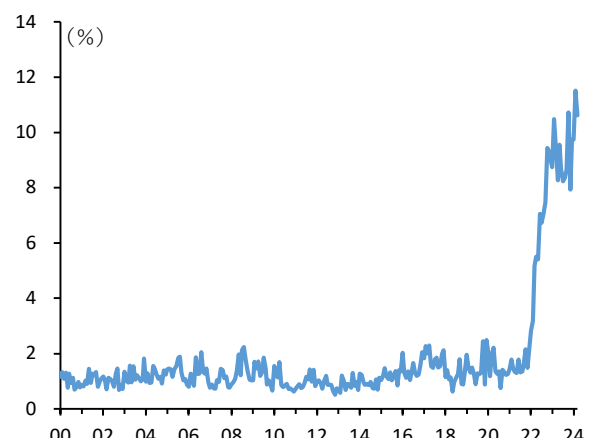
出所: IMF、みずほ銀行 ※上位 10 の国と地域、2023 年

図表 5: 通信・コンピュータ・情報サービス収支の各国データ



出所: IMF、みずほ銀行 ※下位 10 の国と地域、2023 年

図表 6: インドの財輸入に占めるロシアのシェア



出所: Macrobond、みずほ銀行

市場概観(東アジア)

世界景気の先行き懸念を踏まえた外的リスクを考える

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

金融市場では世界経済の先行き懸念や FRB の利下げに関する動向が特に注目されている。直近では上記に加えて米半導体大手の決算内容や米 8 月雇用統計などの結果を受けて、為替や株式市場におけるボラティリティも高まる地合いにある。今回はアジア地域において外需依存度が高く、半導体を基幹産業とする台湾・韓国に着目し、その影響に関して考察することとしたい。

直近の両国の金融市場について

まず、為替については 7 月以降の FRB のハト派傾斜や米国経済指標の軟化を受けて、米金利が低下しドル高圧力が後退した結果、両国ともようやく通貨安が一服しつつある(図表 1)。先行きにかけても FRB の 9 月利下げがほぼ確実視される一方で、台湾・韓国両中銀は住宅市況の過熱をはじめインフレ再加速への懸念を示しており、政策転換のタイミングは慎重に検討されていくように思われる。こうした動きを踏まえれば、金利面において両通貨が手放されるといった展開は今のところ考えにくい。

また、株式市場については両国とも上半期は比較的堅調に推移し、台湾については株式指数が最高値を断続的に更新するなど好調であった(図表 2)。この背景には世界の半導体市況が底打ちした点と関係していると推測され、両国とも経済成長見通しを年初の段階から切り上げるなど半導体の輸出が成長のドライバーとなることに期待感を示している。しかし、8 月以降は米国のテック産業を含めて景気減速懸念が強まる中で株式市場にも調整が入っている。7 月までの数字を見る限り半導体市況に陰りは出ていないが、両国の株式市場の動きは米国の半導体産業の動向に反応しやすい側面もあり今後の動向には警戒したいところだ(図表 3)。

近年の米国の存在感は中国に匹敵する勢い

近年、台湾・韓国にとって、米国の存在感が強まっている。図表 4、5 に示される通り、21 世紀に入り長らく両国にとっての最大の貿易相手国は中国であった。しかし、足許では米国のシェアが中国の数字に急接近していることが確認できる。また、対米・対中貿易収支の推移を比較してみると対米貿易黒字は共に上昇基調にある一方で、対中貿易収支は明確に悪化しており、韓国については 23 年に 31 年ぶりの赤字を記録した(図表 6、7)。つまり、数字の上では米国の方が中国よりも貿易黒字を稼げる国になっている。

その要因を簡単に整理すると、対米貿易については、台湾については半導体の輸出、韓国については自動車と主要製品の伸びが目立っている点大きい(図表 8)。米国と台湾の半導体産業における関係性は過去の本欄でも指摘してきたが、韓国車の輸出の約 6 割は米国向けであり、近年特に好調だ。片や、対中貿易については、中国で 2010 年代以降消費財に関する輸入代替が進展したこと、化学製品などの分野で中間財の調達が自国で可能となったことなどを背景に輸出が頭打ちとなったほか、特に韓国については EV 生産に必要な電池の原料輸入の多くを中国に依存しており、これらが貿易収支を圧迫することとなっている。中国経済が近年振るわないという要因以外にも、中国経済の構造的な変化の影響を受けている印象だ。

上記以外にも米中対立を背景とした政治的な要因を無視することはできない。台湾については、米中貿易摩擦の激化に伴う代替取引先として焦点が当たった 2018 年以降、明確に米国との取引を拡大させている(図表 4、6)。頼総裁はあくまで台湾の現状維持を強調しているが、台湾統一を巡り中国との関係悪化が懸念される点も貿易取引の重しとなるだろう。韓国の尹政権もロシアと北朝鮮との距離が縮まって朝鮮半島にも緊張が高まる中で、日米との安全保障関係を強化する指針を示すなど政治的にも米国重視の姿勢が現れている様だ。

米景気後退懸念は勿論、政治の動きもリスクの芽に

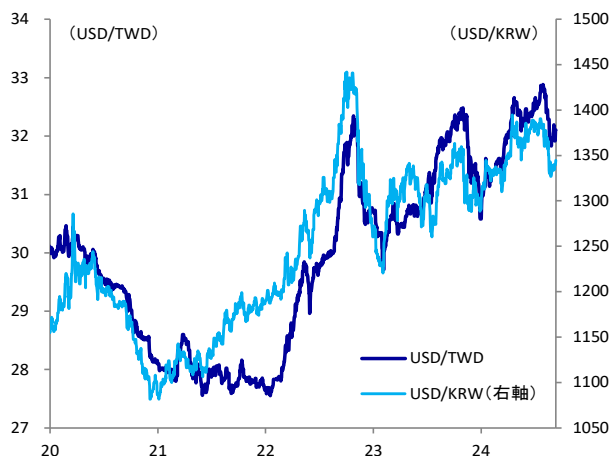
ここまで台湾・韓国にとって米国は非常に重要な輸出先となったことを説明してきたが、足許の米国経済減速懸念が深刻化すれば、両国の貿易実績にも影響が及ぶことは避けられないだろう。米国の利下げがドル安を促すとの見方もあるが金融市場のリスクオフ傾斜度合いも含めて先行きを見通す必要がある。加えて注意を払いたいのは、米国大統領選挙前後での外交政策の変化である。第一に今回で民主党から共和党に変わるケース、即ちトランプ氏再選の場合だが、バイデン政権とは変わって台湾や朝鮮半島の安全保障に国防費を捻出する代わりに相応の対価を求める、いわゆる「ディール外交」を進めることが大いに想定される。これに伴い、台湾半導体大手をはじめ台湾企業に対する方針が 180 度変わる可能性も排除できない上に、同様のことは韓国の自動車産業にも及ぶと考えられる。中国という得意先を失いつつある中で輸出市場を多角化させる必要性が強まっており、これは無視できないリスクとなり得る。

もう 1 点考慮したいのは、米国為替報告書の監視リストの取り扱いである。台湾は 6 月の報告書で既にリスト入りしているが、韓国についても対米貿易黒字と経常黒字増加が見込まれる中で、次回での追加は大いに考えられる。バイデン政権下において、両国に対する厳しい指摘はなかったものの、大統領交代によってその位置づけに変化が出る可能性には注意したい。過去の本欄*でも指摘した通り、前回のアジア諸国のリスト入りは総じて米中間のデカップリングに伴って周辺国の対米輸出が増加した側面もあり、米国の外交・経済政策にも原因の一端がある印象を受ける。結局は次期政権がどう解釈するかは大いに依存する話題ではあるが、為替の面で不当な不利益を被る展開となれば両国の輸出関連産業にも影響が及ぶだろう。

本欄では、今後も半導体市況の持ち直しが進んで両国の貿易収支改善が経済と通貨を下支えしていくと予想しているが、ここまで論じてきたリスク要因を含めた評価が必要となってくると考えている。

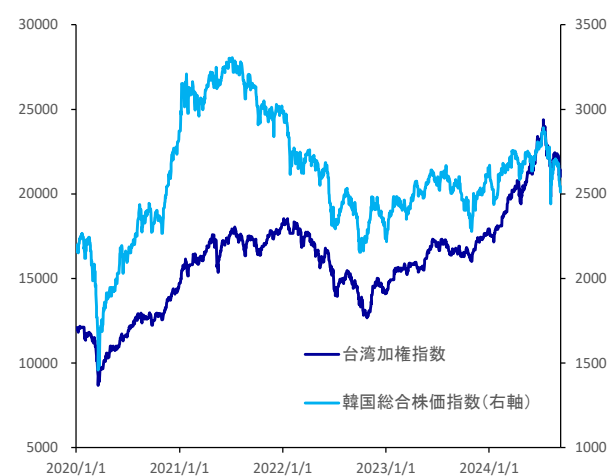
(*)6 月 26 日付通貨ニュース:『アジア諸国の「為替操作監視対象国リスト」入りを考える』をご覧ください。

図表 1: TWD と KRW の動向



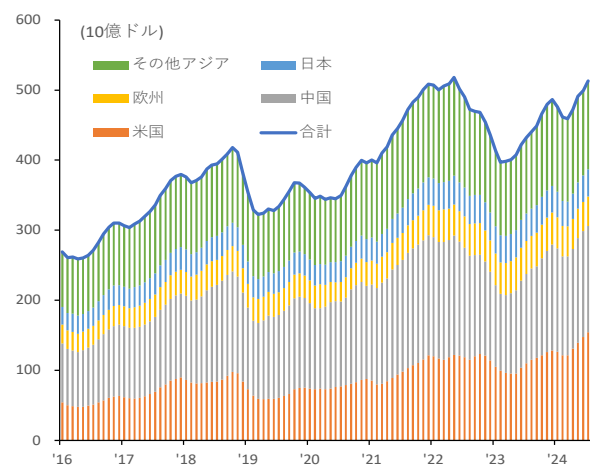
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 台湾・韓国の株式指数の推移



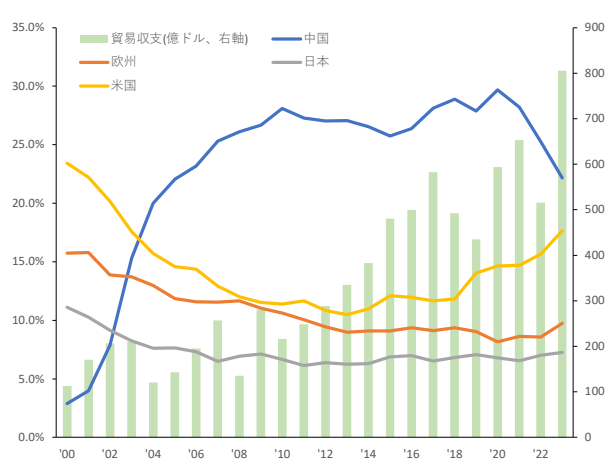
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 3: 半導体売上高の動向



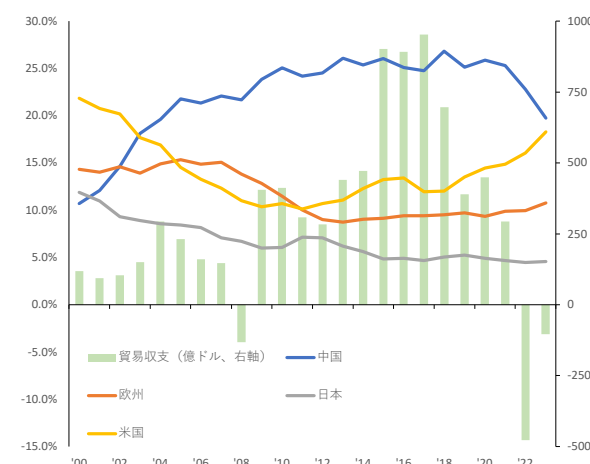
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 4: 台湾の貿易収支と国別輸出シェア



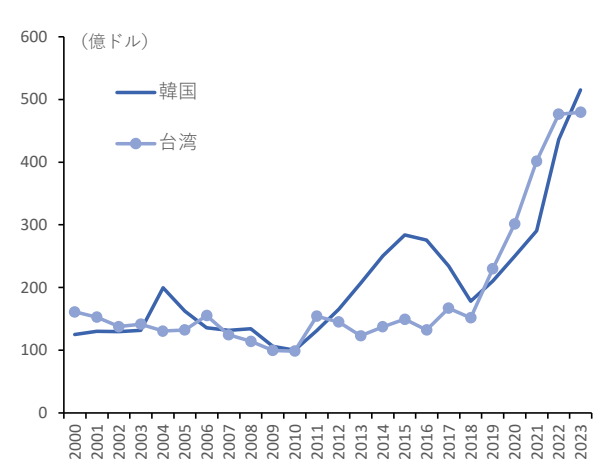
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 5: 韓国の貿易収支と国別輸出シェア

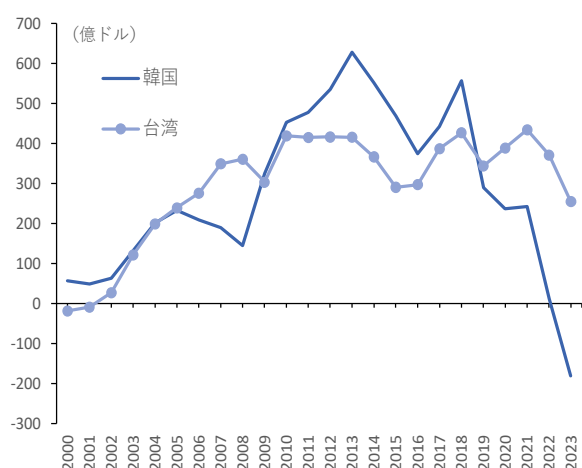


出所: ブルームバーク、みずほ銀行

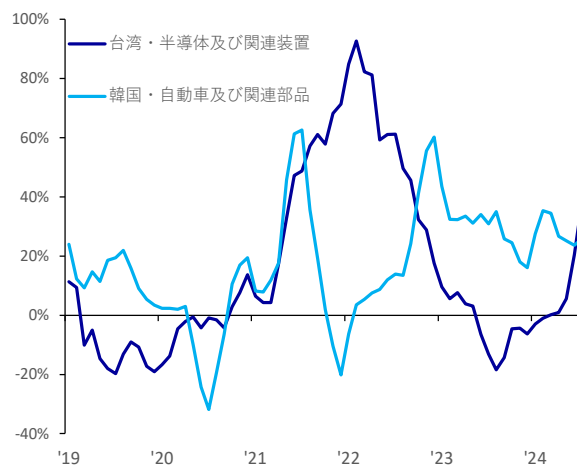
図表 6: 台湾・韓国の対米貿易収支の推移



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 7: 台湾・韓国の対中貿易収支の推移


出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: 台湾・韓国の主要製品の対米輸出実績(前年比%)


出所: 米商務省、Macrobond、みずほ銀行 注: 後方 3 か月移動平均

市場概観(メキシコ)

司法改革法案が上下院を通過

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

メキシコ上院は現地時間 9 月 10 日の深夜から 11 日の未明(日本時間の 11 日 15 時前後)にかけて、司法改革法案の可決を決定した。本稿では、議会の動向、および市場の反応を簡単にレビューしたい。また、以下の内容は、日本時間 12 日の午前 5 時時点で入手可能な情報に基づいている。

今回可決された司法改革法案は、9 月の新国会招集後すぐさまに下院で審議にかけられ、異例の速度で可決に至り、上院での審議に回されていた。改憲には上下院の双方で 3 分の 2 の賛成が必要であり、与党国民再生運動(MORENA)は上院であると 1 票集めればそれを実現しうることは、過去の『通貨ニュース』(*)でも指摘した。

かかる中、現地時間 10 日の朝、野党上院議員の 1 名が司法改革法案に賛成票を投じることを表明した。上院通過が確実視される中、従前から行われていたデモは過激さを増し、一部では警察当局との衝突も発生したようだ。デモ隊の議事堂への乱入などもあり、審議は中断を強いられる場面もあったが、最終的には 86 対 41 の評決(棄権 1)で、司法改革法案の可決に至った。

法案通過が伝えられた直後の MXN 相場は、それほど大きな反応を示してはいなかった。MORENA が上院で +1 の賛成票を獲得しているのではないかと、といった思惑は以前から燦々としていただけに、実際のところそれほどサプライズでもなかったのだろう。とはいえ、米金利低下とドル売りの流れの中で、多くの新興国通貨は買い戻しが目立っていた環境下、MXN が劣後したことは事実だ。司法改革法案にまつわる話題が重しになっていた側面は大きいだろう。日本時間の 11 日 15 時 30 分頃には MXN は上昇が目立ち、ブルームバーグも司法改革法案可決と関連付けるような記事を配信したが、筆者はそのような動きとは認識していない。同時時間帯の金融市場の動きを確認すると、米株先物の上昇、および円の売り目立っていた。市場心理が改善する中で、MXN が買い戻されただけと解釈するほうが、より自然だろう。

今後に関しては、地方議会などの承認を得る必要があるものの、上下院での承認に比べればそのハードルは低く、正式に立法化される運びとなろう。改めて法案の概要を説明すると、最高裁判事を含めた裁判員の公選制が柱となっている。オブラドル現大統領(アムロ、任期は 9 月末まで)の人気は非常に高く、公選制によって司法独立性が失われる、との懸念がメキシコ内外で高まっているのが現状だ。そのほか、任期の短期化、基準要件の緩和化なども含まれており、いずれも司法の独立性および権威を脅かす可能性が指摘されている。判事選出にかかる選挙は、2025 年、2027 年に行われる予定だ。

投資家の懸念が燦々続けることは想像に容易く、当然 MXN にとってはネガティブな材料である。今後は、シェインバウム政権への移行を経て、司法制度に関し実際にどのような運用がなされるのか、そして隣国との関係性がどうなるかを注視する必要がある。シェインバウム氏はアムロ氏に比べれば穏健な姿勢が目立つだけに、司法の独立性が喪失するような事態は避けられる可能性もある。もっとも、シェインバウム氏がアムロ人気に押される格好で大統領選挙を大勝した経緯もあり、アムロ政権の「レガシー」に配慮せざるを得ない、といった事情も無視できない。そして、隣国との関係性はより喫緊の課題だろう。司法制度改革に関連し、米国、カナダとの関係性

が冷え込んでいることは、過去の『通貨ニュース』(*)で詳細に述べた。今回の上院通過後、本稿執筆時点にかけて両国政府高官から目立った発言等は確認されないものの、両国とも当然ながら良い顔はしないだろう。

米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)の見直しに向けた議論はすでに始まっており、司法制度改革が議論の足を引っ張ることは必至である。加えて、周知の通り、メキシコと米国は移民問題でも多くの障害を抱えている。これらの状況に照らしても、急ピッチでの司法制度改革は、メキシコにとって「高くつく」可能性は相応に高いだろう。USMCA の下で稼ぐ対米貿易黒字、および在米のメキシコ人移民(不法移民も含む)から送金される仕送りが MXN の需給を支えている側面も無視できないだけに、もし隣国との関係性がさらに悪化する場合、MXN 安のさらなる進展も警戒する必要があるだろう。

実際、米大手格付会社のアナリストは 11 日、司法制度改革自体が格付に影響を与えることはない、と前置きをしつつも、投資環境や財政状況にマイナスな影響があるかは注視する、とのコメントを残している。エブラルド・メキシコ経済相は「司法制改革に関し、投資を危険に晒すような部分はない」と市場の懸念を一蹴しているが、既に海外の大手企業がメキシコへの投資を再考していることから、投資環境が悪化していることは否定し難い事実である。

*詳細は、8 月 29 日発行の通貨ニュース、『メキシコ:Banxico の金融政策動向、およびメキシコの司法改革について』をご覧ください。

市場概観(ブラジル)

9 月金融政策委員会プレビュー～利上げ転換を予想～

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9月18日、金融政策委員会(Copom)を開催する。数か月前より、金利先物市場においては、インフレの再加速および BRL 安を踏まえ、利上げ転換を見込む向きが台頭していた。かかる中、BCB は政策金利(翌日物金利、Selic)の据え置きを継続してきた経緯がある(図表 1)。9 月 2 日に発刊した『エマージングマーケットマンスリー』において筆者は、「4 月以降の BRL 安の主因は財政プレミアムにあると考えており、利上げで対処しても為替市場の反応は限定的だ」「当面の間は利上げ含みの姿勢は継続しそうだ」「利上げ実施は見送られ当面は政策金利の据え置きが続くだろう」と指摘した。

もともと、それ以降に公表された各種経済指標の結果、長引く天候不良、および政府高官の発言などに鑑み、+25bp の利上げが行われる可能性が高いと判断を改めた。以下、要因を記述する。

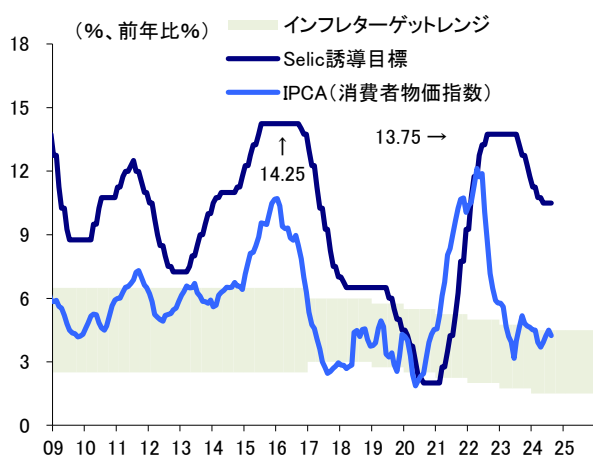
第一に、国内の景気が思ったよりも底堅いことが挙げられる。例えば、3 日に公表された4～6 月期 GDP 成長率を確認すると、前年比で+3.3%と市場予想の同+2.7%を大きく上振れている(図表 2)。特に個人消費が底堅く、全体の伸びを押し上げていた。また、11 日に公表された 7 月サービス部門売上高も底堅く、7～9 月期に至っても国内景気は強さが目立っている(図表 3)。失業率を確認しても、最新の 7 月分で 6.8%とパンデミック以降の低下に歯止めがかかっておらず、依然としてタイトな雇用環境が特に国内のサービス業を支えている。

第二に、悪天候などに伴い、特に食料品やエネルギーの分野において、インフレが再加速する確度が高まっている。最新の 8 月分の消費者物価指数(IPCA)は、前年比+4.24%と 4 か月ぶりに伸びが鈍化に転じた(図表 4)。BCB が算出するコア物価も、同+3.79%と落ち着いた結果になった。もともと、水準としては高く、安心できる結果には程遠いだろう。かかる中、上述の通り、ブラジルにおいては天候不良が懸念される状況にある。具体的には、干ばつが長引いており、ダムの貯水率がここ数か月間で顕著に低下している点が気かりである(図表 5)。ブラジルは水力発電に依存している部分も大きく、過去もダムの貯水率低下は電力コストの高まりに直結してきた経緯がある。もちろん、天候不良は農作物の収量にも大きな影響を及ぼすので、総じて非コア項目のインフレ圧力が今後高まっていく確度は明確に上がっている。

最後に、市場予測の変化も重要である。BCB は週次で市場サーベイの結果を公表しているが、BCB 自身もこの結果を重視している。会合声明文でも言及されており、BCB 高官も度々引き合いに出してきた。特に足許においては、「エコノミストの予測は利上げを織り込んでいない」と、金利先物市場の動きをけん制する材料にも使われてきた。もともと、最新の調査(9 月 6 日時点)を確認すると、2024 年末の政策金利見通しに関し、11.25%と、それまでの 10.50%から上方修正されたことが話題を集めた(図表 6)。即ち、年内残り 3 会合で計+75bp の利上げを予測していることになる。BCB としても、エコノミストの予測が「利上げなし」であることを拠り所にしてきた側面もある中、この変化は痛手であろう。ある種、利上げ見送りの「言い訳」が一つ消失したことになる。

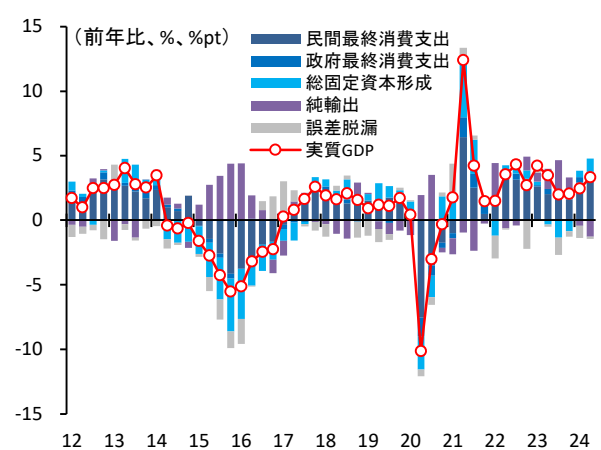
以上の要因を背景に、9 月会合では+25bp の利上げが選択されると見込む。以降の政策金利パスなどに関しては、9 月会合の声明文などを確認してから、改めて考えることにしたい。なお、BCB が利上げしようがしまいが、BRL に与える影響は限定的であると従前主張してきたが、この点に変化はない。結局、財政健全化に向け正しい道しるべが示されない限り、BRL の大幅な買い戻しは実現しないであろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の推移



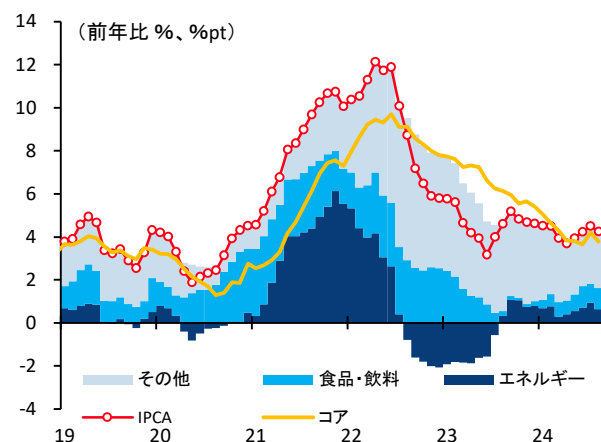
出所: CEIC、みずほ銀行

図表 3: 小売売上高とサービス部門売上高の推移



出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※3 か月移動平均

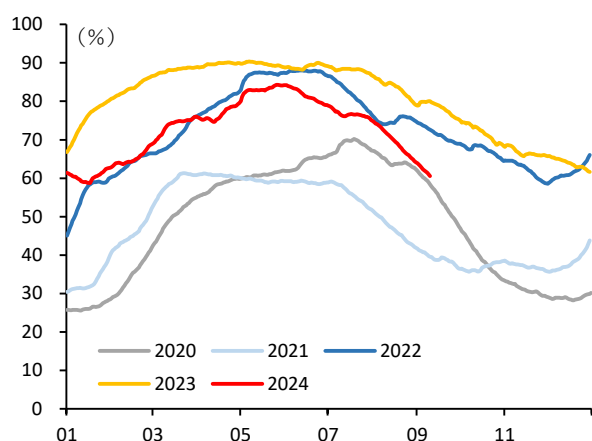
図表 4: インフレ率(IPCA)の品目別寄与度



出所: Bloomberg、みずほ銀行

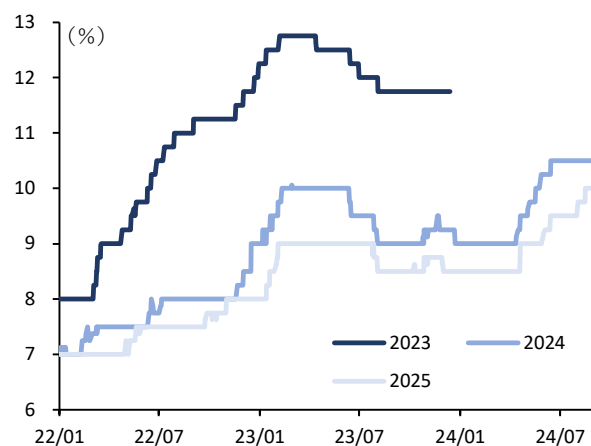
※エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計

図表 5: ダムの貯水率の推移(全国の平均値)



出所: Macrobond、みずほ銀行

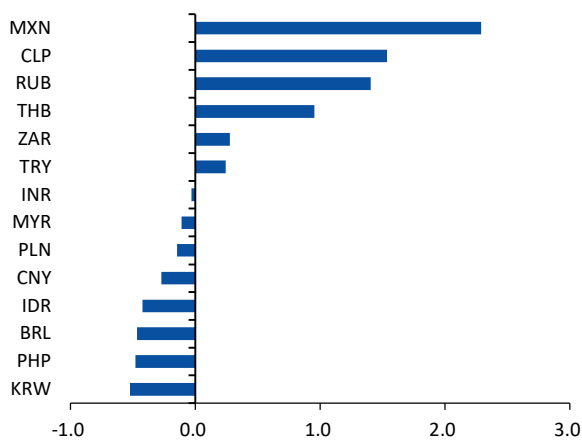
図表 6: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



出所: BCB、Macrobond、みずほ銀行 ※2024 年 9 月 6 日時点

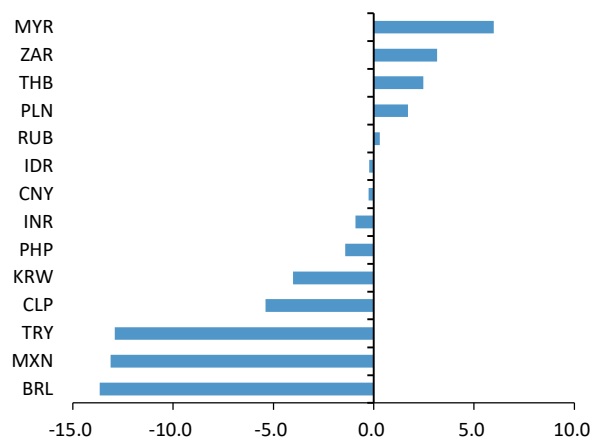
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



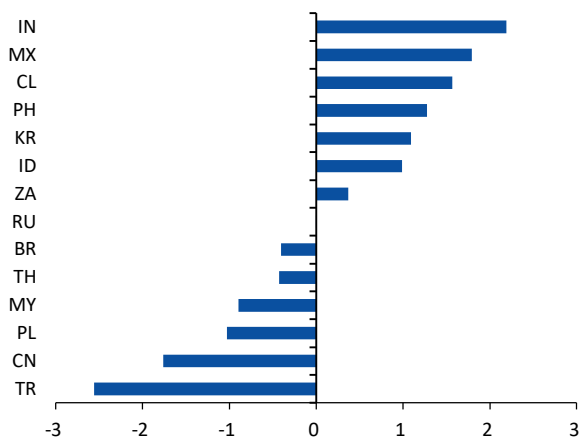
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



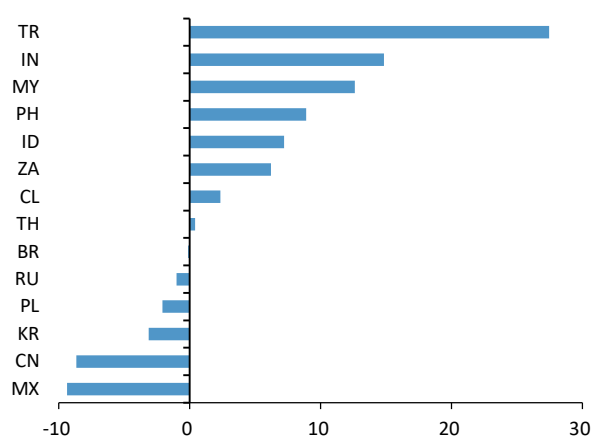
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



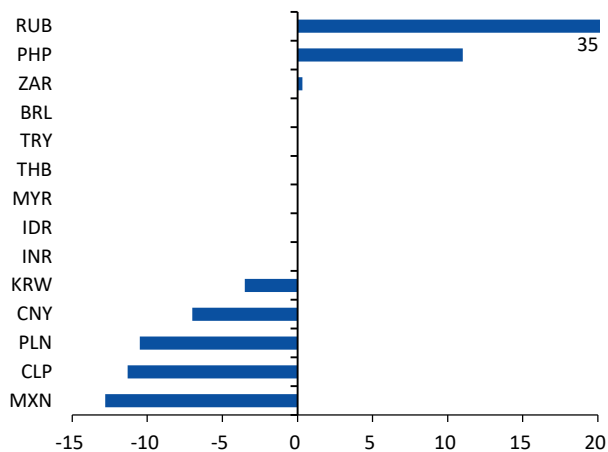
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

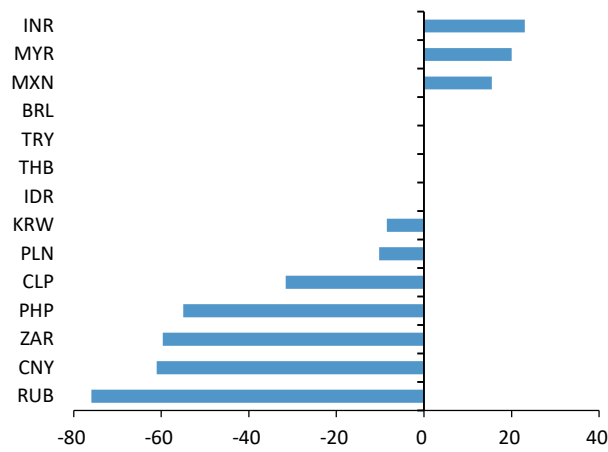
5 年物スワップレート週間変化(bp)



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)

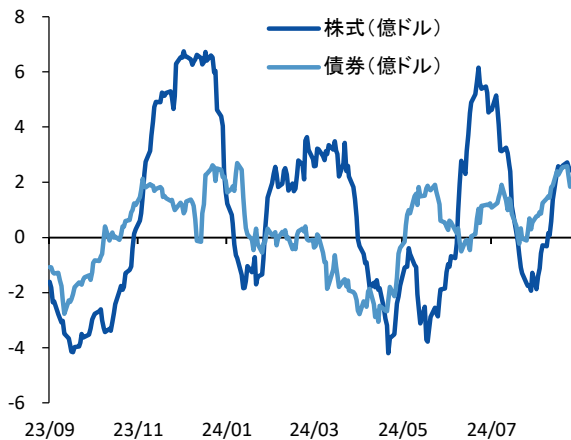


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーク、みずほ銀行

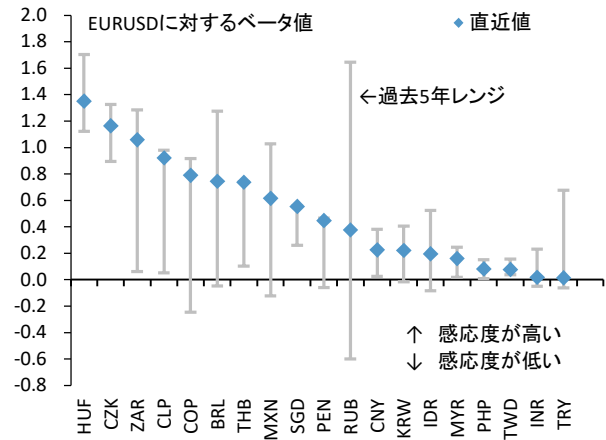
チャート集

主要新興国への証券投資(4 週間移動平均)



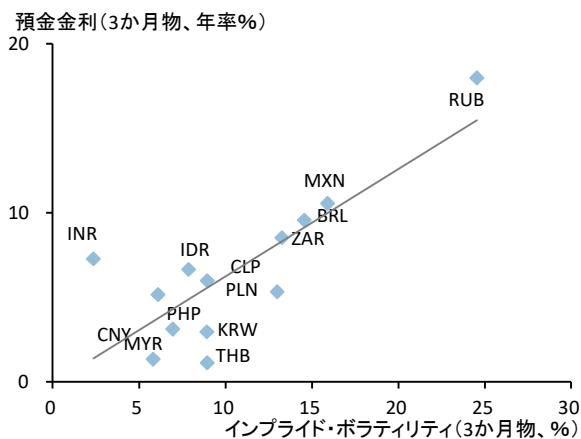
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨(対ドル)の EURUSD に対する感応度(過去 12 か月)



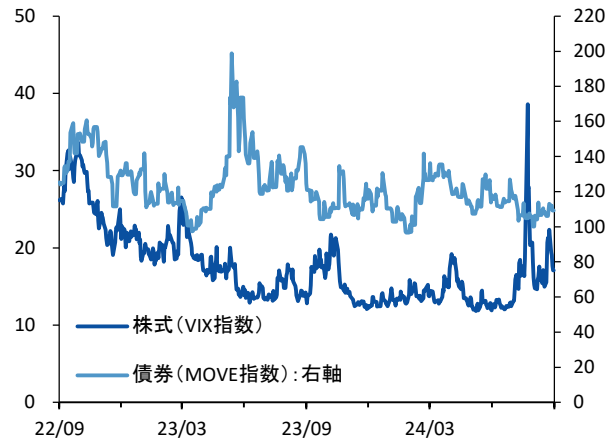
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



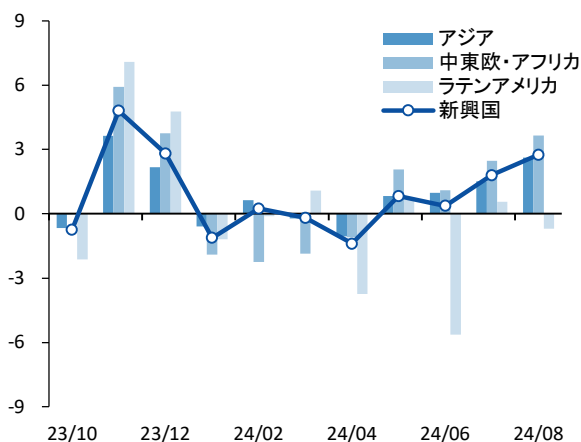
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX 指数、MOVE 指数)



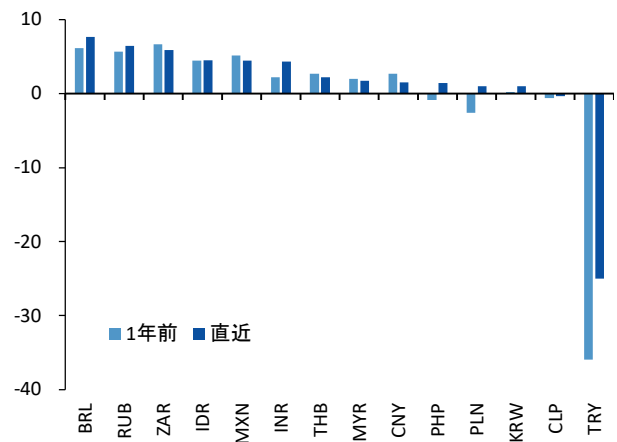
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
9月9日 (月)	中国	PPI(前年比)	-1.5%	-1.8%	-0.8%	--
9日 (月)	中国	CPI(前年比)	0.7%	0.6%	0.5%	--
9日 (月)	台湾	貿易収支	\$5.40b	\$11.49b	\$4.83b	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$4200m	-\$4869m	-\$4304m	-\$4323m
10日 (火)	中国	貿易収支	\$81.10b	\$91.02b	\$84.65b	--
10日 (火)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	5.3%	5.3%	5.0%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	3.5%	3.7%	3.5%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	4.6%	4.8%	4.2%	4.7%
13日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	7.5%	--
13日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	-1.5%	--
14日 (土)	中国	鉱工業生産(前年比)	4.7%	--	5.1%	--
14日 (土)	中国	小売売上高(前年比)	2.5%	--	2.7%	--
14日 (土)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.5%	--	3.6%	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.8%	--	2.0%	--
16日 (月)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	2.5%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	15.7%	--
17日 (火)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$472m	--
18日 (水)	インドネシア	BI-Rate	6.0%	--	6.3%	--
19日 (木)	マレーシア	輸出(前年比)	--	--	12.3%	--
19日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	2.0%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$62m	--
20日 (金)	中国	1年貸出プライムレート	3.35%	--	3.35%	--
中東欧・アフリカ						
9月10日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	-3.9%	-4.7%	-5.0%
10日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	0.9%	1.7%	-5.2%	-5.5%
11日 (水)	ロシア	貿易収支	--	8.7b	11.5b	11.6b
12日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	9.0%	9.1%	9.1%	--
12日 (木)	トルコ	経常収支	0.60b	0.57b	0.41b	--
13日 (金)	ロシア	主要金利	18.0%	--	18.0%	--
14日 (土)	ロシア	GDP(前年比)	4.0%	--	4.0%	--
17日 (火)	南ア	BER消費者信頼感	--	--	-12.0	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.6%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	4.1%	--
19日 (木)	ロシア	PPI 前年比	--	--	13.7%	--
19日 (木)	トルコ	1週間レポレート	--	--	50.00%	--
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	8.25%	--
ラテンアメリカ						
9月9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	5.1%	5.0%	5.6%	--
10日 (火)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.3%	4.2%	4.5%	--
11日 (水)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	0.6%	2.1%	-0.7%	--
12日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	4.3%	4.4%	4.0%	4.1%
12-19日	メキシコ	ANTAD既存店売上高(前年比)	--	5.4%	1.2%	--
13日 (金)	ブラジル	経済活動(前年比)	4.4%	--	3.2%	--
19日 (木)	ブラジル	SELICレート	10.75%	--	10.50%	--

注: 2024 年 9 月 13 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 1～8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)	7.0844 ～ 7.2775	7.1177	7.18	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.7697 ～ 7.8387	7.8027	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー (INR)	82.646 ～ 83.988	83.976	83.8	84.5	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア (IDR)	15310 ～ 16478	15439	15680	16350	16200	16000	15800
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ～ 1400.00	1341.20	1320	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング (MYR)	4.3100 ～ 4.8053	4.3350	4.45	4.56	4.52	4.45	4.40
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ～ 58.930	56.153	56.5	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル (SGD)	1.2999 ～ 1.3670	1.3021	1.31	1.36	1.34	1.33	1.33
台湾ドル (TWD)	30.663 ～ 32.922	32.162	31.8	32.1	31.8	31.3	30.8
タイバーツ (THB)	33.86 ～ 37.18	33.44	34.8	36.2	35.3	34.8	34.6
ベトナムドン (VND)	24260 ～ 25477	24589	25000	25200	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ～ 95.4670	89.2000	91.0	92.0	91.0	90.0	89.0
南アフリカランド (ZAR)	17.5965 ～ 19.3899	17.7877	17.8	17.7	17.6	17.5	17.4
トルコリラ (TRY)	29.6646 ～ 34.4898	33.9872	33.5	33.0	32.5	32.0	31.5
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	4.8314 ～ 5.8551	5.6262	5.55	5.40	5.42	5.45	5.47
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ～ 20.2181	19.5322	19.8	19.4	19.0	18.8	19.0
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.830 ～ 22.256	19.954	19.78	19.58	19.58	20.00	20.43
香港ドル (HKD)	18.032 ～ 20.733	18.171	18.21	18.08	17.99	18.28	18.56
インドルピー (INR)	1.691 ～ 1.939	1.688	1.69	1.67	1.70	1.76	1.79
インドネシアルピア (100IDR)	0.876 ～ 0.999	0.918	0.906	0.862	0.864	0.888	0.911
韓国ウォン (100KRW)	10.368 ～ 11.735	10.567	10.76	10.60	10.69	11.01	11.34
マレーシアリング (MYR)	30.593 ～ 34.507	32.912	31.91	30.92	30.97	31.91	32.73
フィリピンペソ (PHP)	2.451 ～ 2.776	2.542	2.51	2.41	2.42	2.48	2.54
シンガポールドル (SGD)	106.65 ～ 120.03	108.88	108.40	103.83	104.87	106.77	108.43
台湾ドル (TWD)	4.335 ～ 4.976	4.418	4.47	4.39	4.40	4.54	4.68
タイバーツ (THB)	4.018 ～ 4.465	4.239	4.08	3.90	3.97	4.08	4.16
ベトナムドン (10000VND)	0.5646 ～ 0.6365	0.5784	0.57	0.56	0.56	0.57	0.58
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ～ 1.907	1.591	1.56	1.53	1.54	1.58	1.62
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ～ 8.973	7.970	7.98	7.97	7.95	8.11	8.28
トルコリラ (TRY)	4.071 ～ 4.978	4.161	4.24	4.27	4.31	4.44	4.57
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	24.416 ～ 31.200	25.239	25.59	26.11	25.83	26.06	26.33
メキシコペソ (MXN)	7.087 ～ 9.455	7.259	7.17	7.27	7.37	7.55	7.58

注: 1. 実績の欄は 2024 年 8 月 30 日まで。SPOT は 9 月 13 日の 7 時 10 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。