

2024年10月4日

The Emerging Markets Weekly

中東情勢の緊迫化と良好な米経済指標が重しに

新興国市場:先週末9月27日のアジア時間の新興国通貨は中国の景気刺激策が支援材料となり概ね堅調に推移。TWD や KRW が上昇した。欧米時間、フランスとスペインの9月消費者物価指数が市場予想を下振れるとユーロに連れて東欧通貨は大半が下落。米経済指標が軟調な結果となると一時ドルが弱含む場面もみられ、中南米通貨はまちまち。RUB や MXN は原油価格の下落が重しとなった。一方、ZAR は小幅に上昇。30日アジア時間は方向感なく推移。THB の上昇が目立ったが、KRW は売られた。欧米時間、パウエルFRB議長が利下げを急がない姿勢を示したことを受けて米金利が上昇。新興国通貨は下押しされ、ZAR が大幅に下落。10月1日のアジア時間は前日の流れが続き総じて軟調。THB は前日比▲1.3%下落。MYR も値を下げた。欧米時間、イランによるイスラエルへの攻撃で中東情勢の更なる悪化への懸念が高まりリスクオフで概ね下落。RUB が前日比▲2.9%値を下げた。片や MXN は小幅に上昇。2日のアジア時間はリスクオフが継続し大半が下落。KRW と THB が軟調。欧米時間、良好な米経済指標も新興国通貨の下押し材料に。一方、MXN はシェインバウム大統領の就任などを背景に前日比+1.1%上昇した。3日アジア時間、中東情勢の緊迫化が引き続き懸念材料。MYR、IDR と THB は前日比▲1.0%超下落。欧米時間、米9月ISM非製造業景気指数が市場予想を上振れてドルが買われ、新興国通貨は下げ足を速めた。ZAR と BRL が下落。一方、原油価格の上昇に連れて RUB は前日比+1.1%値を伸ばした。

アジア:20日9月30日公表の中国9月製造業購買者担当者景気指数(PMI)は49.8と市場予想を上回ったものの、景気拡大・縮小の分け目である50を5か月連続で下回った。同日発表された中国9月非製造業PMIは50.0と市場予想を下振れた。なお、中国は10月1日~7日まで国慶節連休となる。10月1日発表のインドネシア9月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.84%と前月から鈍化し、市場予想を下回った。2日発表の韓国9月CPIは前年比+1.6%と前月から鈍化し、市場予想も下振れた。

中東欧アフリカ:10月3日発表のトルコ9月CPIは前年比+49.38%と前月から鈍化するも、市場予想は上回った。ただ、前月比ベースでは前月から加速、市場予想も上振れていることから早期利下げ観測は後退している。

ラテンアメリカ:メキシコ中央銀行(Banxico)のロドリゲス総裁は9月30日に地元紙のインタビューで、新たなインフレショックがなく見通しが引き続き良好であれば利下げペースの変更を検討する可能性を示唆した。メキシコのシェインバウム新大統領が10月1日に就任し、議会で就任演説を行った。任期は2030年9月までの6年間となる。MXNは同氏の就任前は下落していたが、就任後は反発。週間で+1.8%上昇した。同日、大手格付け会社はブラジルの長期発行体格付けをBa1へ引き上げ、格付け見通しもポジティブとした。

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)

米大手格付け会社がブラジルの格付けを引き上げ

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

米大手格付け会社の Moody's(*)は 10 月 1 日、ブラジル長期債務の格付けを Ba2 から Ba1 に引き上げた(図表 1)。見通しは「ポジティブ」に維持されている。今回の格付け引き上げを受け、投資適格級まであと 1 ノッチに迫ることとなった。なお、他 2 つの大手格付け会社による評価は 1 ノッチ低く、投資適格級まではあと 2 ノッチである。

Moody's が発行した Rating News の中身を確認すると、格付け引き上げに関し「力強い経済成長」「経済財政政策の実績増加」を評価したことなどが挙げられている。確かに域内の経済成長率は予想以上に強く、ブラジル中央銀行(BCB)は 9 月 26 日に発行した四半期インフレ報告書において、本年の経済成長率見通しを 6 月時点の +2.3%から+3.2%へと大幅に上方修正した経緯もある。BCB サーベイによるエコノミスト調査でも、ここもとでは 2024 年の成長率見通しが鋭角的に引き上がっている(図表 2)。「経済財政政策の実績増加」に関しては、労働市場改革や国有企業のガバナンスの改善などを評価したことが記載されている。

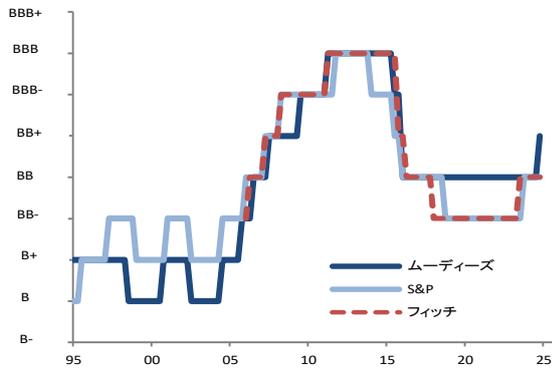
今回の決定を受け、1 日の BRL は上昇で反応したが、それはあくまで小幅なものに留まっている。筆者も、今回の格付け引き上げが BRL も持続的に上昇させるとは考えていない。結局、財政悪化懸念が著しく後退しない限りにおいては、BRL が昨年のような水準を取り戻すのは難しいと考えている(図表 3、4)。格付け引き上げだけでは、財政プレミアムを縮小させられないだろう。

Moody's も今回の Rating News において、「財政目標の達成に継続的なリスクがある」と説明している。詳細に内容を確認する限り、Moody's の基本シナリオは、「安定した経済成長」と「政府による財政健全化の努力の継続」を受け、今後 2~3 年で基礎的財政収支が政府目標である均衡状態に改善する、というものだ。ただし、図表 3 でも示した通り、ここまでの基礎的財政収支の動向を踏まえる限り、Moody's の前提はやや楽観的にも思える。実際、BCB サーベイにおけるエコノミスト調査でも、2024~27 年における基礎的財政収支の予測(9 月 27 日時点、GDP 対比)は▲0.6%、▲0.725%、▲0.67%、▲0.3%である。とても均衡状態とは言えない数字が並んでいる。

結局、今回の引き上げを受けても、格付けは投資適格級以下であることには変わりはない。主要な 3 つの大手格付け会社によって投資適格級を付与されていたのは 2015 年が最後ではあるが、その再現は見通せる将来では到来しないと考えている。ルラ政権の左派的思想が根本から変わり財政健全化が本格的に志向され、実際に基礎的財政収支に顕著な改善が見られれば投資適格級への復帰は十分可能だろうが、それは合理的には予測できないのが実情だ。

*日本では無登録格付け。

図表 1: ブラジル長期債務の信用格付けの推移



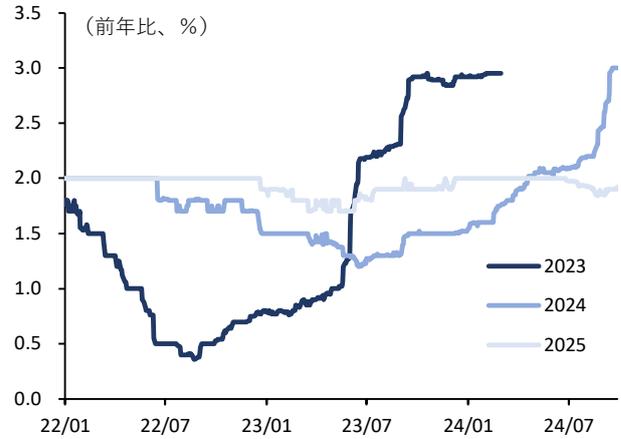
出所: 各格付け機関、みずほ銀行
 ※ムーディーズの格付け記号は他社と異なるが、比較のため他社相当に合わせている。なお、いずれも日本では無登録格付け

図表 3: 基礎的財政収支(GDP 対比、12 か月合計値)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: BCB 市場サーベイ(成長率見通し、中央値)



(注)2024年9月27日時点
 出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 一般政府の債務残高(GDP 対比)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

市場概観(新興国)

新興国製造業 PMI は 20 か月ぶりに 50 割れを記録

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、9 月製造業 PMI は 48.8 と 8 月 (49.6) から低下し、3 か月連続で中立水準 (=50) を割り込んだ。先進国 (48.3→47.5) は構成項目が全体的に悪化し、24 か月連続で中立水準割れを記録。片や、新興国 (50.8→49.8) は新規受注の悪化が響き、20 か月ぶりに中立水準を割り込んだ (図表 1、2)。また、グローバル非製造業 PMI (53.8→52.9) は 3 か月ぶりに低下。内訳を確認すると、先進国 (54.3→53.4)、新興国 (52.8→51.7) と揃って低下した。

これらを合わせたコンポジット PMI は 52.0 と前月 (52.8) から低下も、11 か月連続で中立水準超えを維持。世界の GDP 成長率は 4~6 月期に +2.5% (前期比年率) と、前四半期から伸びが減速した (図表 3)。PMI の推移を確認する限り、7~9 月期も鈍化を継続させていると推察される。

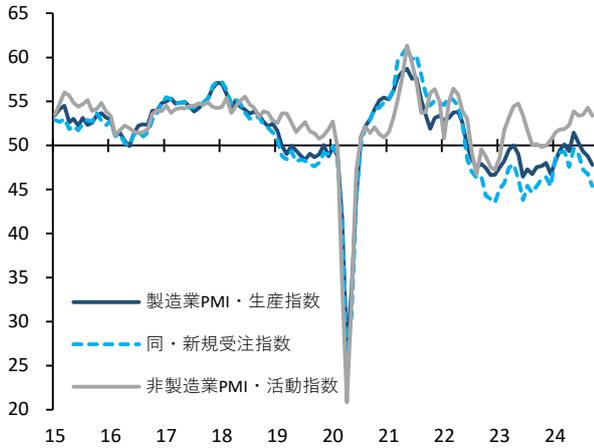
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、9 月に揃って低下した (図表 4)。今年に入って以降、特に仕入れ価格指数の上昇が目立っていたことは過去の本欄でも指摘したが、7~9 月期にかけては落ち着きを取り戻している。需要の低迷、および当該期間における資源価格の低下基調が、財分野のインフレ再燃懸念を後退させているのだろう。もっとも、足許では中東情勢が悪化の一途を辿っており、資源価格の動向次第では川上におけるインフレ圧力が再燃する可能性はあるだろう。

製造業 PMI の構成指数別では、入荷遅延以外の 4 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し、前月に続き中立水準割れを記録 (図表 5)。新規受注は新興国主導で悪化し、3 か月連続で中立水準を割り込んでいる (図表 6)。また、雇用は先進国主導で低下、前月に続き中立水準割れを記録 (図表 7)。加えて、購買品在庫は総じて低下し、7 か月連続で中立水準を割り込んでいる (図表 8)。生産見通しの停滞が、在庫圧縮の流れに寄与している。一方で、入荷遅延 (逆インデックス) は低下し、4 か月連続で中立水準を割り込んでいる。需要の弱まりを考慮に入れば、引き続き世界的な海運ルートの乱れなどを反映している可能性が高いだろう。

個別の新興国では、ベトナム製造業 PMI の軟調さに着目したい。9 月分の結果は 47.3 となり、10 か月ぶりの低水準に沈んだ。構成項目を確認すると、新規受注の急落 (55.2→45.9) が目につく。新規輸出受注の落ち込みは限定的であり、内需主導の見直し悪化と考えられる。8 月には、大型な台風 11 号 (ヤギ) がベトナムを襲ったことは本邦でも報道されており、それによる甚大な被害の影響が大きいようだ。もっとも、より中期の先行きを示す生産見通しは 67.1 とむしろ上昇しており、あくまで一時的な要因による景況感悪化との解釈が妥当であろう。自然災害由来の供給網の乱れも懸念される状況だが、PMI の価格関連の指数を確認する限り、コスト増大には至っていないように思える。

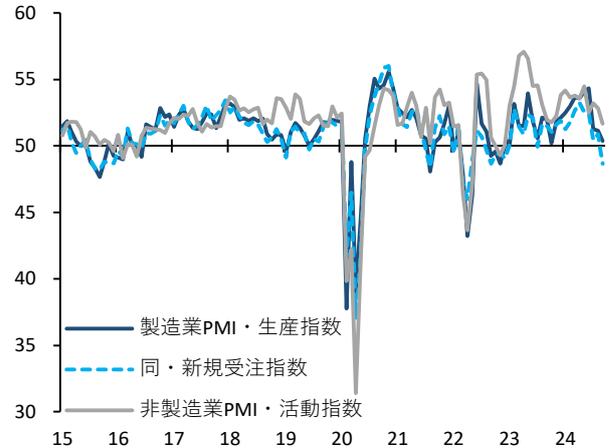
(注) 各国・地域別の PMI のグラフについては、10 月 4 日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



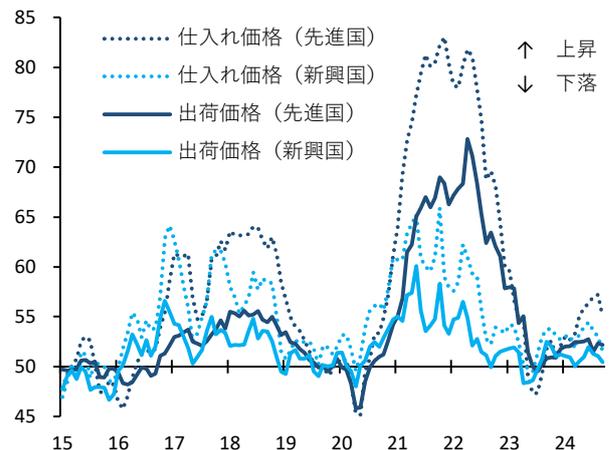
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



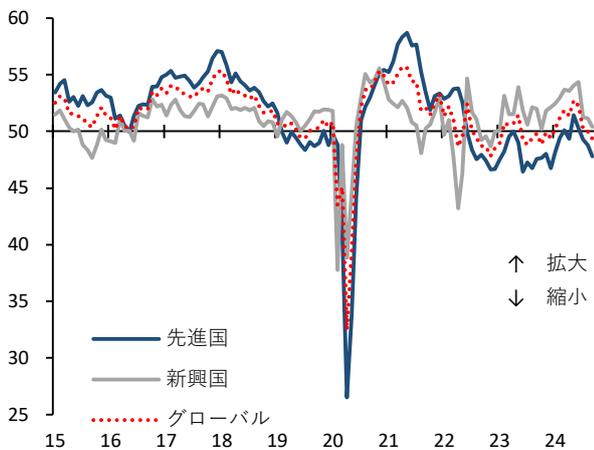
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



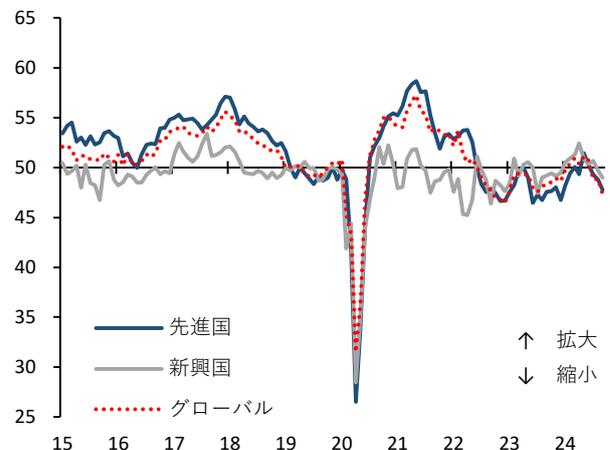
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



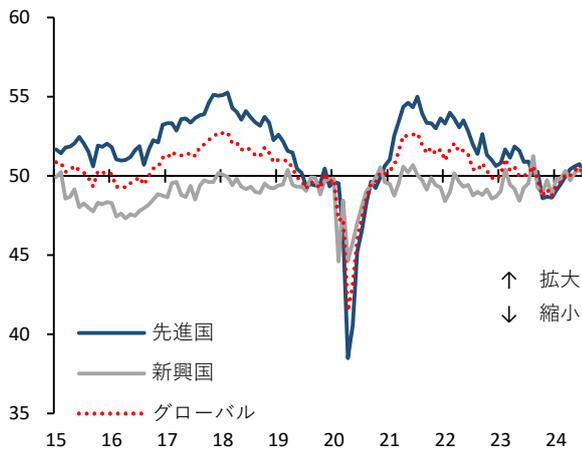
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



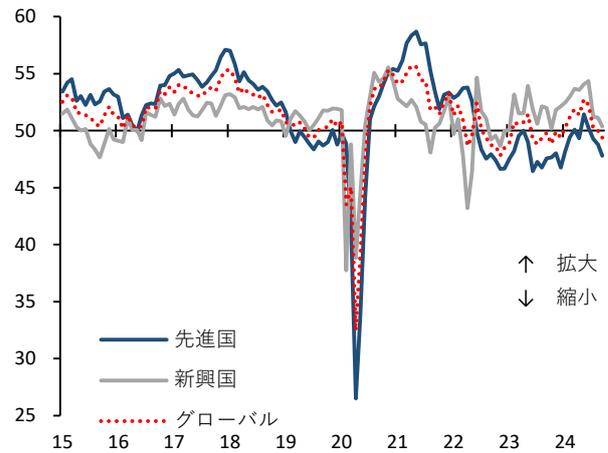
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 7: 製造業 PMI・雇用指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

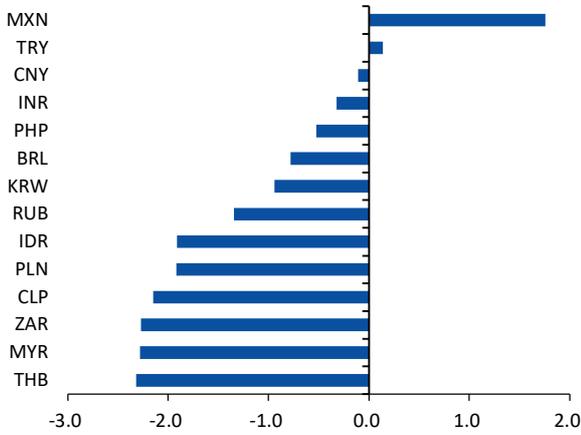
図表 8: 製造業 PMI・購買品在庫指数



出所: S&P Global、みずほ銀行

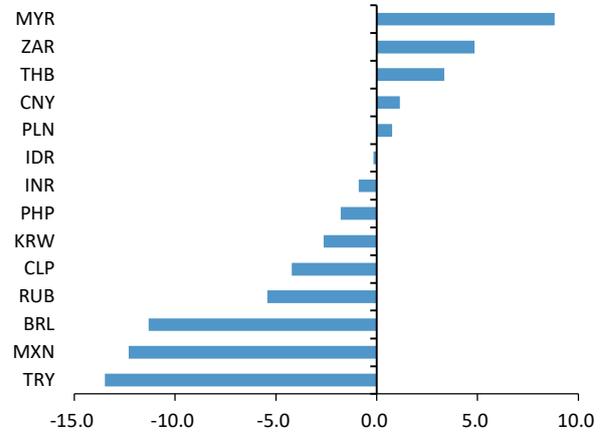
資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



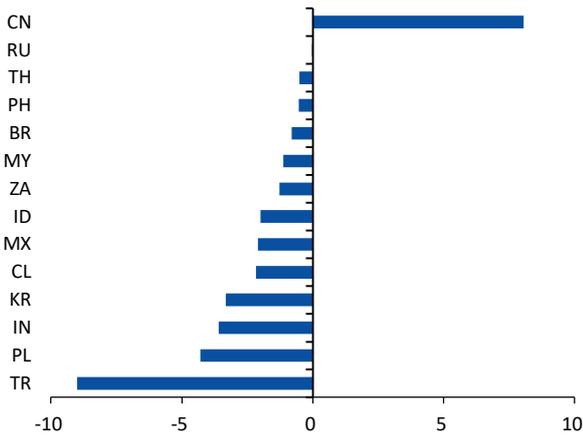
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



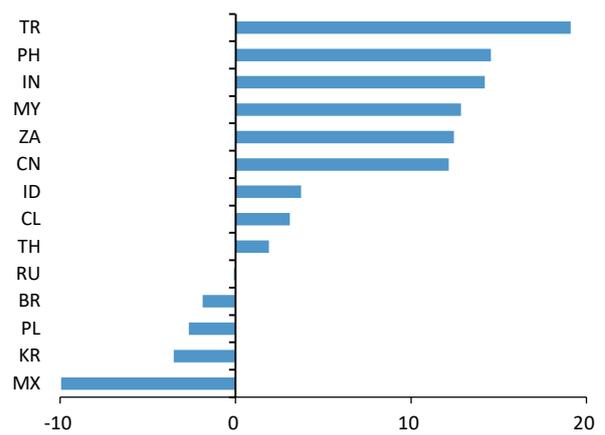
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



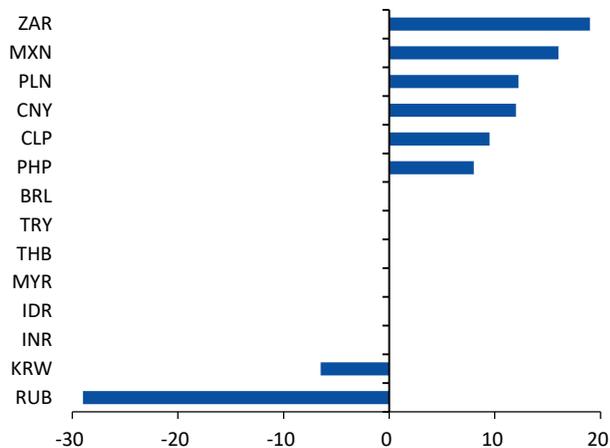
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

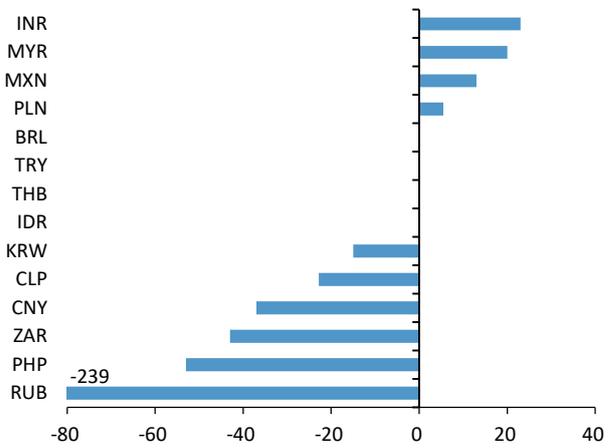
5年物スワップレート週間変化(bp)



注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)

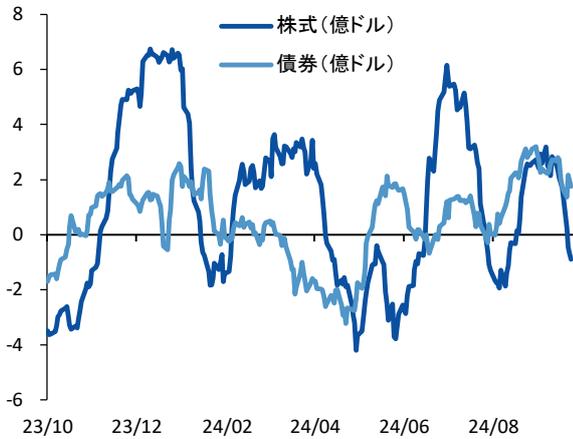


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

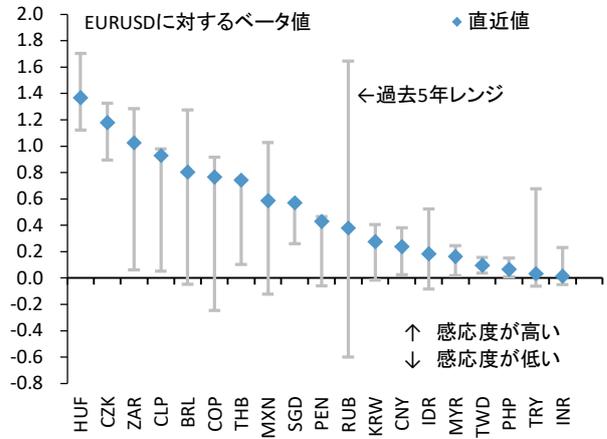
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



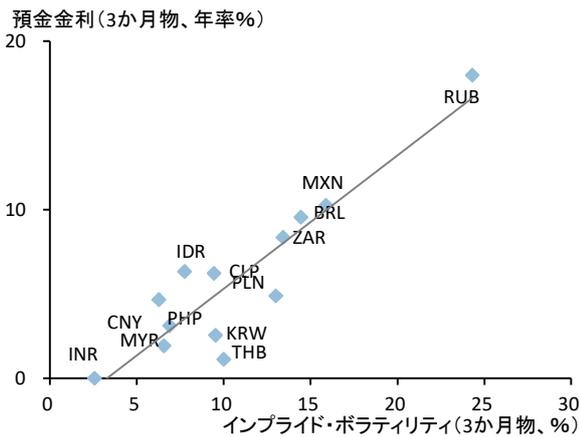
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



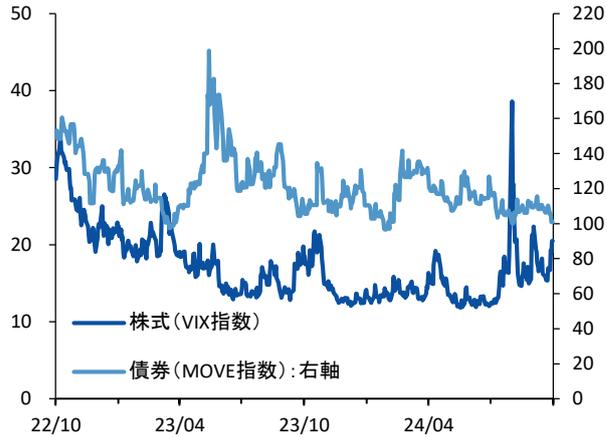
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



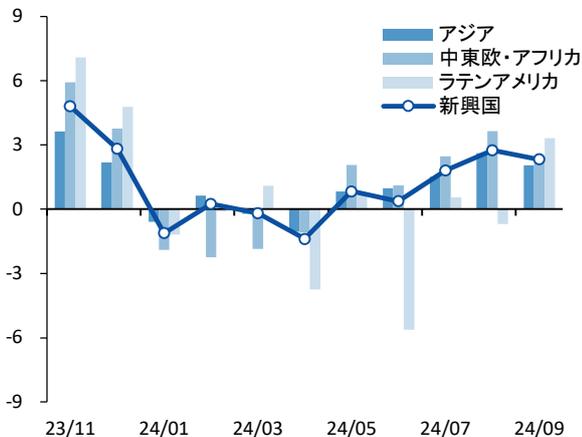
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



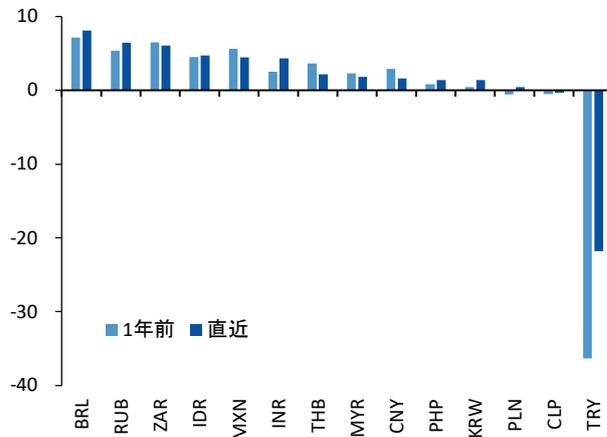
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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30日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.9%	3.8%	5.5%	5.2%
30日 (月)	中国	製造業PMI	49.4	49.8	49.1	--
30日 (月)	中国	非製造業PMI	50.4	50.0	50.3	--
30日 (月)	中国	Caixin中国製造業PMI	50.5	49.3	50.4	--
30日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	51.6	50.3	51.6	--
30日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	\$1013m	\$1362m	\$270m	--
10月1日 (火)	韓国	貿易収支	\$5000m	\$6658m	\$3829m	\$3770m
1日 (火)	インドネシア	CPI(前年比)	2.0%	1.8%	2.1%	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	1.9%	1.6%	2.0%	--
2日 (水)	シンガポール	購買部景気指数	--	51.0	50.9	--
4日 (金)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.5%	--	3.3%	--
4日 (金)	シンガポール	小売売上高(前年比)	0.2%	--	1.0%	--
7日 (月)	タイ	CPI(前年比)	--	--	0.4%	--
8日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$9131.8m	--
8日 (火)	フィリピン	失業率	--	--	4.7%	--
8日 (火)	台湾	貿易収支	--	--	\$11.49b	--
8日 (火)	台湾	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
9日 (水)	インド	RBI政策金利	--	--	6.5%	--
10日 (木)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4869m	--
10-14日	シンガポール	GDP(前年比)	--	--	2.9%	--
11日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	--	--	5.3%	--
11日 (金)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	4.8%	--
11日 (金)	韓国	BOK Base Rate	--	--	3.50%	--
中東欧・アフリカ						
9月30日 (月)	南ア	貿易収支(ラント)	19.1b	5.6b	17.6b	--
30日 (月)	ロシア	経常収支	17000m	17403m	18000m	17000m
10月3日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	5.5%	5.1%	6.1%	--
3日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	4.1%	4.1%	4.1%	--
3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	48.3%	49.4%	52.0%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	33.1%	35.8%	--
10日 (木)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-3.9%	--
10日 (木)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	1.7%	--
11日 (金)	トルコ	経常収支	--	--	0.57b	--
11日 (金)	ロシア	経常収支	--	--	--	--
ラテンアメリカ						
9月30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	62.1%	62.0%	61.9%	61.8%
10月2日 (水)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	2.2%	2.2%	6.1%	--
2日 (水)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	4.7%	6.4%	-1.3%	-1.1%
3日 (木)	メキシコ	送金総額	\$5721.5m	\$6087.3m	\$5613.6m	--
5日 (土)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4600m	--	\$4828m	--
7日 (月)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-DI(前月比)	--	--	0.1%	--
9日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	--	--	4.2%	--
9日 (水)	メキシコ	CPI(前年比)	--	--	5.0%	--
10日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	4.4%	--
11日 (金)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	2.1%	--

注:2024年10月4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 1～9月(実績)	SPOT	2024年 12月	2025年 3月	6月	9月	12月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	7.0063 ~ 7.2775	7.0187	7.15	7.10	7.05	7.00	7.00
香港ドル (HKD)	7.7631 ~ 7.8387	7.7655	7.78	7.77	7.77	7.76	7.76
インドルピー (INR)	82.646 ~ 83.991	83.968	84.1	83.3	82.5	82.8	81.8
インドネシアルピア (IDR)	15070 ~ 16478	15429	15300	15180	14980	14600	14750
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1400.00	1335.40	1320	1300	1290	1280	1270
マレーシアリング (MYR)	4.0947 ~ 4.8053	4.2218	4.18	4.06	4.00	3.96	3.98
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.930	56.347	56.9	55.5	55.0	53.9	54.3
シンガポールドル (SGD)	1.2789 ~ 1.3670	1.2974	1.33	1.31	1.29	1.28	1.29
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 32.922	31.863	32.0	31.6	31.3	30.8	30.5
タイバーツ (THB)	32.15 ~ 37.18	33.13	33.9	33.4	33.0	32.3	32.5
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	24755	24700	24500	24400	24200	24300
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 95.4670	94.5971	93.0	94.0	95.0	96.0	97.0
南アフリカランド (ZAR)	17.0356 ~ 19.3899	17.5172	17.8	17.6	17.4	17.2	17.0
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 34.4898	34.2508	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	5.4774	5.40	5.30	5.35	5.37	5.40
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 20.2181	19.3532	19.2	18.8	19.0	19.2	19.4
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	19.666 ~ 22.256	20.918	19.72	19.44	20.00	20.71	21.00
香港ドル (HKD)	17.905 ~ 20.733	18.913	18.12	17.76	18.15	18.69	18.94
インドルピー (INR)	1.664 ~ 1.939	1.749	1.68	1.66	1.71	1.75	1.80
インドネシアルピア (100IDR)	0.876 ~ 0.999	0.952	0.922	0.909	0.941	0.993	0.997
韓国ウォン (100KRW)	10.368 ~ 11.735	10.999	10.68	10.62	10.93	11.33	11.57
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 35.497	34.802	33.73	33.99	35.25	36.62	36.93
フィリピンペソ (PHP)	2.451 ~ 2.776	2.599	2.48	2.49	2.56	2.69	2.71
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	113.20	106.09	105.75	109.30	112.93	114.13
台湾ドル (TWD)	4.335 ~ 4.976	4.607	4.41	4.37	4.50	4.71	4.82
タイバーツ (THB)	4.018 ~ 4.513	4.433	4.16	4.13	4.27	4.49	4.52
ベトナムドン (10000VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.5933	0.57	0.56	0.58	0.60	0.60
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.515 ~ 1.907	1.553	1.52	1.47	1.48	1.51	1.52
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.386	7.92	7.84	8.10	8.43	8.65
トルコリラ (TRY)	4.071 ~ 4.978	4.284	4.21	4.18	4.34	4.53	4.67
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	24.416 ~ 31.200	26.819	26.11	26.04	26.36	27.00	27.22
メキシコペソ (MXN)	6.991 ~ 9.455	7.587	7.34	7.34	7.42	7.55	7.58

注: 1. 実績の欄は2024年9月30日まで。SPOTは10月4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。