

2024年11月8日

## The Emerging Markets Weekly

### 米国の大統領選と金融政策動向に揺れる

**新興国市場:**先週末1日のアジア時間は米10月雇用統計や米大統領選を控え総じて軟調。THBやSGDが下落した。欧米時間、米10月雇用統計では非農業部門雇用者数が市場予想を大きく下回ると米金利が低下。しかし、その後米金利が大幅上昇に転じ、ドルが買われ新興国通貨は下押しされた。BRLとMXNは前日比▲1.0%超値を下げた。週初4日、米大統領選の世論調査の結果を受けてドルが低下し、大半が上昇した。THBやSGDが買われる一方、PHPは軟調。欧米時間もアジア時間の流れが続き、BRLが前日比+1.5%上昇。MXNやZARも堅調な推移。5日アジア時間、米大統領選を控え大半が小幅な値動きとなった。MYRは上昇したが、KRWは値を下げた。欧米時間、米10月ISM非製造業景気指数が市場予想を上振れるも、米金利は低下しドルは下落。新興国通貨概ね上昇した。RUBが前日比+1.1%、ZARやBRLも値を伸ばした。6日のアジア時間は、米大統領選でトランプ氏が勝利するとの見方からドルが上昇、新興国通貨は軟調。THBやKRW、SGD、MYRが前日比▲1.0%超下落した。欧米時間、トランプ氏が勝利宣言をし、共和党が上下院選でも勝利の見通しとなったことからドル全面高となり下落。ZARが前日比▲1.3%値を下げるも、BRLは前日比+1.2%上昇した。7日アジア時間、トランプ氏の再選を受けてまちまちな動き。THBが下落した一方、IDRは買われた。欧米時間、注目のFOMCでは▲25bpの利下げを決定、新興国通貨の支援材料になった。MXNは前日比+1.1%と2週間ぶりの高値を記録した。

**アジア:**1日発表のインドネシア10月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.71%と前月から鈍化したが市場予想は上回った。5日公表の韓国10月CPIは前年比+1.3%と前月から減速し、市場予想を下振れた。同日公表のフィリピン10月CPIは前年比+2.3%と前月から加速し、市場予想通りとなった。同日公表されたインドネシア7~9月期実質GDP成長率は前年比+4.95%と4~6月期から鈍化し市場予想(同+5.00%)を下回った。輸入の増加が全体を押し下げた。6日、マレーシア中央銀行(BNM)は同日、政策金利を3.00%に据え置くことを決定した。据え置きは9会合連続。7日発表のフィリピン7~9月期実質GDP成長率は前年比+5.2%と4~6月期から鈍化し、市場予想(同+5.7%)を下回った。政府最終消費支出の減速が全体を押し下げた。

**中東欧・アフリカ:**1日に大手格付け会社はトルコの長期ソブリン債をB+からBB-に引き上げた。4日公表のトルコ10月CPIは前年比+48.58%と前月から鈍化するも、市場予想を上振れた。

**ラテンアメリカ:**6日、ブラジル中央銀行(BCB)は政策金利を+50bp引き上げ11.25%とした。BCBは9月に25か月ぶりに利上げを実施し、本会合では利上げ幅を拡大した。7日発表のメキシコ10月CPIは前年比+4.8%と9月の同+4.6%から加速、引き続きインフレ目標の+2.0~+4.0%を上回った。

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(ブラジル)

### BCB は利上げ幅を拡大、財政プレミアムへの懸念を強調

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11月6日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の10.75%から+50bp引き上げ、11.25%とした(図表1)。評決は全会一致であった。なお、市場予想でも+50bpの利上げが見込まれていた。前回9月会合では、実に2年1か月ぶりに利上げ(+25bp)を実施したが、今回も利上げを継続し、尚且つ利上げ幅の拡大を選択した格好だ。

最新の域内物価動向に関し、10月24日公表の10月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+4.47%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.43%および前月の+4.12%を上回った。(図表2)。本年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)にはぎりぎり収まっている。伸びが加速に転じるのは3か月ぶり、伸び率も8か月ぶりの高水準だ。加速の背景は食品・飲料・エネルギーといった非コア項目で説明でき、これらを除いた指数は弊行試算で+3.42%と4年以上ぶりの低水準となった。ただし、BCBのインフレ目標はあくまで総合ベースであり、コアの鈍化は利上げ路線を停止する理由にはならない。ダム貯水率の低下も続く中で、インフレ情勢は厳しい。

かかる中、先々のインフレ見通しは、前回会合以降、緩やかに上昇傾向にある。BCBの市場サーベイ(11月1日集計)によれば、市場参加者のIPCA見通しは、2024年で同+4.59%、2025年で同+4.03%という(図表3)。前回会合時点の調査より、それぞれ+0.24%ポイント、+0.08%ポイント上方修正されている。なお、BCBの見通しによれば、2024年~25年のインフレ見通しに関し、それぞれ+4.6%、+3.9%とされている。前回会合時点からそれぞれ+0.3%ポイント、+0.2%ポイントずつ上方修正された。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、前回会合同様「上方に傾いている」と言及されている。上振れリスクの詳細に関しては、一言一句前回会合から据え置かれている。具体的には、インフレ期待の乖離長期化、需給ギャップの縮小、通貨安を提示している。

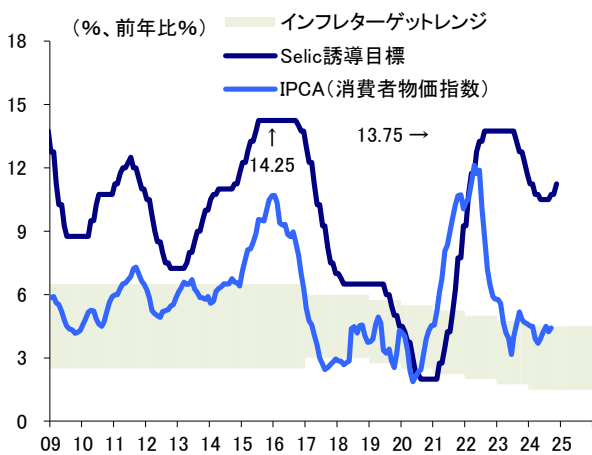
こうした中、上述のBCBサーベイでは、年末の政策金利見通しに関し、2024年で11.75%、2025年で11.50%となっている(図表4)。前回会合時点の調査結果から、それぞれ+50bp、+100bpも上方修正されている。市場は、次回12月会合でも+50bpの利上げを見込んでいるようだ。以上、BCBは利上げ幅の拡大を決定した。そのうえで、今後の金融政策決定に関しては、「将来の金利調整のペースと、“引き締めサイクル”の全体的な規模は、インフレ目標達成への確固たるコミットメントによって決定される」と述べ、利上げ路線の継続を示唆した。「サイクル」と明言している以上、今後複数会合での利上げ継続が見込まれる。

声明文での先々の金融政策運営への言及を踏まえても、次回会合以降も利上げが継続しよう。次回12月会合でも+50bpの利上げが実施された後、2025年にも+25bpの利上げが1~2回実施され、利上げの終着点は12.00%程度になると予想したい。2025年半ばになり、物価情勢がしっかり落ち着いてくれば、むしろ利下げへの復帰が視野に入る。2024年9月に始まった「利上げへの逆進」は、あくまで異常事態である。もっとも、従前から指摘している通り、懸念すべきは財政問題である。筆者は2024年のBRL安の主因は財政プレミアムと考えているのだが、ルラ政権からは財政健全化に向け本格的に着手する姿勢が未だに感じられない(図表5)。少なくとも財

務省サイドからは歳出削減に対し前向きな情報発信が目立つのだが、実際にどのような歳出抑制計画が公表されるか注目したい。この点、今回会合の声明文で筆者が注目したのは、財政プレミアムが為替レートに影響していると明記された点だ。前回会合までは、あくまで「資産価格と期待」への影響に言及していたのだが、今回会合においては「資産価格と期待、特にリスクプレミアムと為替レート」へ言及が切り替わっている。財政プレミアムへの懸念を強調したと解釈できよう。

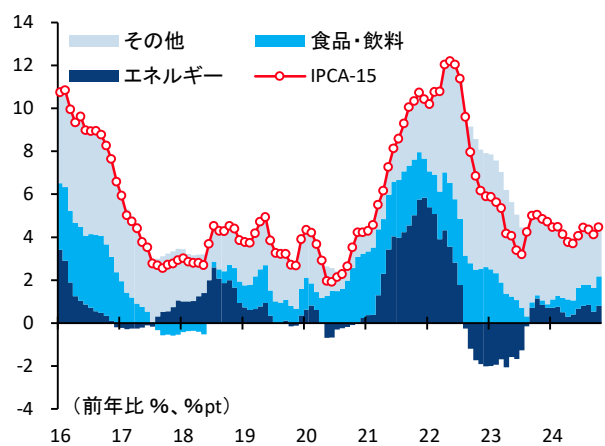
11月に入ってから Copom までの BRL は上値重く推移している(図表6)。1日には2020年5月以来の安値水準を付けている。歳出抑制計画策定に向けた議論が遅々として進まない中、買い戻しに向かう動きに欠けている。年内の BRL 相場は、引き続き上値の重い推移を想定。10月の地方選挙ではルラ氏が推す候補が敗北し、ルラ氏自身の支持率低下も顕在化した。財政拡張路線を同氏が簡単に撤回するとは思えず、財政悪化懸念が引き続き BRL の重しになろう。BCBは12月にも大幅な利上げを行うと予見されるが、市場期待に後れを取っている印象も否めず、BRL 高をもたらすとも思えない。金融財政の悪材料に耐えつつ米金利反落を待つ展開になろう。

図表 1: 政策金利とインフレ率(IPCA)



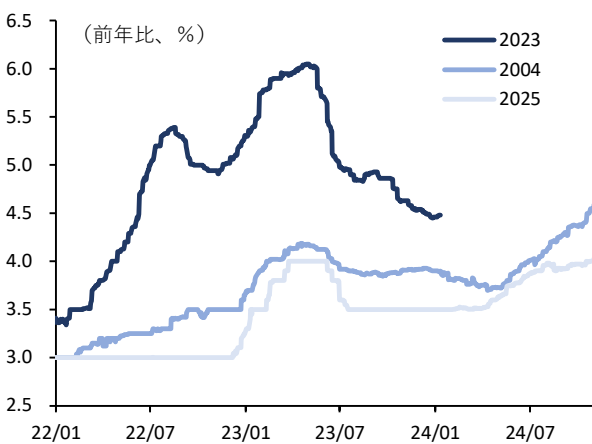
出所: ブラジル中央銀行、ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: インフレ率(IPCA-15)の品目別寄与度



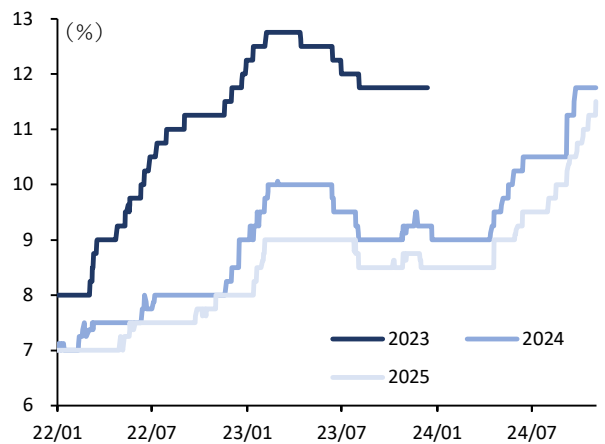
(注) エネルギーは国内燃料と自動車用燃料の合計  
出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: BCB 市場サーベイ(年間 IPCA 見通し、中央値)



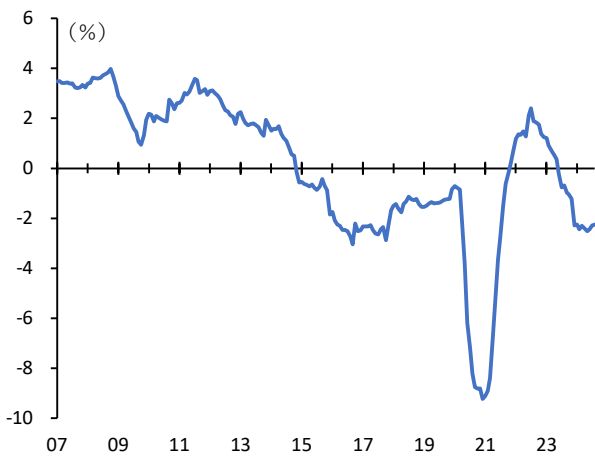
(注) 2024年11月1日時点  
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: BCB 市場サーベイ(年末の政策金利見通し、中央値)



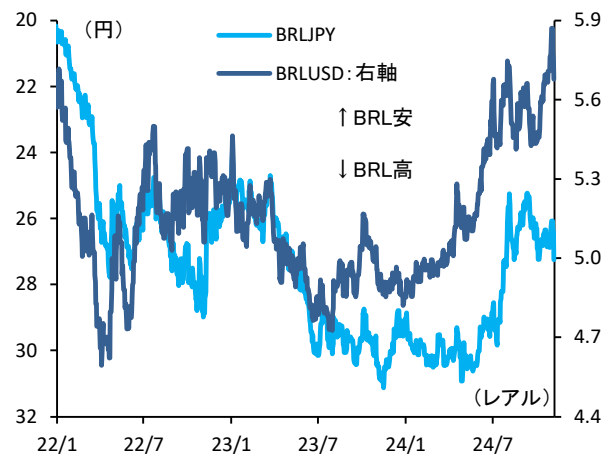
(注) 2024年11月1日時点  
出所: ブラジル中央銀行、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: ブラジルの基礎的財政収支(過去 12 か月合計値)



出所: ブルームバーグ、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

## 市場概観(新興国)

### 製造業 PMI は中立水準割れが続く

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、10月製造業 PMI は49.4と9月(48.7)から上昇も、4か月連続で中立水準(=50)を割り込んだ。先進国(47.5→48.1)は入荷遅延や新規受注の改善が寄与したものの、25か月連続で中立水準割れを記録。片や、新興国(49.8→50.6)は新規受注や生産が大きく上昇し、2か月ぶりに中立水準を回復した(図表1、2)。また、グローバル非製造業 PMI (52.9→53.1)は2か月ぶりに上昇。内訳を確認すると、先進国(53.4→53.2)、新興国(51.7→52.9)とまちまちだった。

これらを合わせたコンポジット PMI は52.3と前月(51.9)から上昇し、21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月期に伸びが鈍化した後、10月には反発基調にあらう。

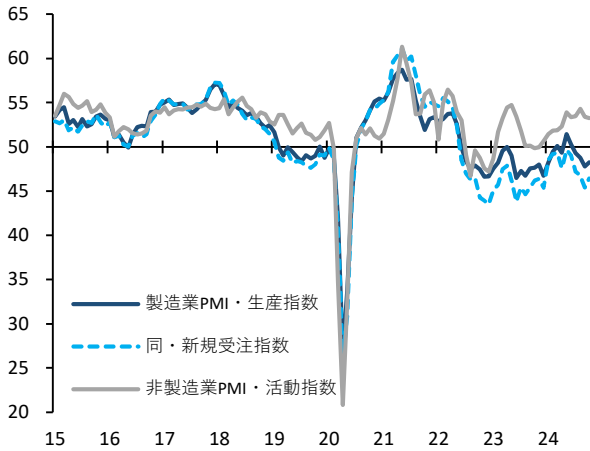
製造業 PMI に関し、グローバルな金融政策動向を占う上で重要な、価格関連の指数を確認したい。仕入れ価格・出荷価格は、10月に揃って僅かに上昇した(図表4)。今年に入って以降、特に仕入価格指数の上昇が目立っていたことは過去の本欄でも指摘したが、年後半にかけては落ち着きを取り戻している。需要の低迷や資源価格の低下基調が、財分野のインフレ再燃懸念に歯止めをかけている格好だ。もっとも、主要国では財分野のデフインフレ(ないしデフレ)圧力が一巡していることも事実である。今後川上部門の物価指標が下げ止まり、反発を示すようであれば、先行きの厳しさは増していく。

製造業 PMI の構成指数別では、生産・新規受注・入荷遅延の3項目が PMI の上昇に寄与した。生産指数は新興国主導で上昇し、2か月ぶりに中立水準を回復(図表5)。新規受注も新興国主導で改善したが、4か月連続で中立水準を割り込んでいる(図表6)。一方、雇用は新興国の悪化が響き、3か月連続で中立水準割れを記録(図表7)。加えて、購買品在庫は先進国の悪化が響き、8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。翻って、入荷遅延(逆インデックス)は先進国主導で低下し、5か月連続で中立水準を割り込んでいる。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、タイ製造業 PMI の軟調さに着目したい(図表15)。10月分の結果は50.0となり、6か月連続で中立水準超えを確保したものの、水準としては6月以来の低さとなっている。特に、生産と新規受注の悪化が顕著であり、新規輸出受注はむしろ4か月連続で上昇していることも考慮に入れば、内需の見直し悪化が景況感を押し下げていると判断できる。かかる中、タイ中央銀行(BOT)は10月に約4年ぶりに利下げに着手したが、PMI 調査はこの決定を支持している。もっとも、価格関連の指数を確認する限りにおいては、下げ止まり感も見て取れる。急速なハト派転換は支持されず、BOT はあくまで慎重な利下げ姿勢を続けるだろう。

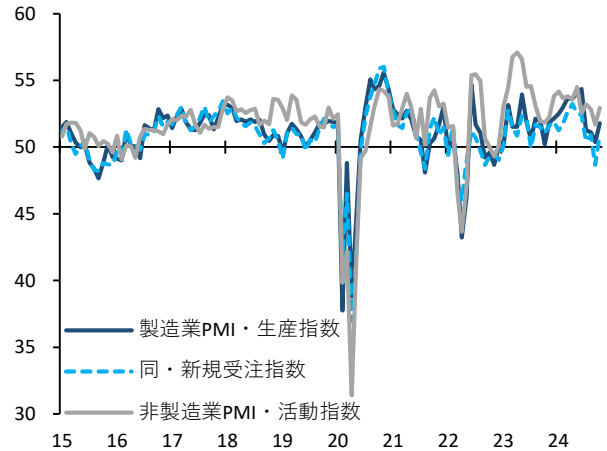
(注)各国・地域別の PMI のグラフについては、11月7日付の通貨ニュースでご確認いただけます。

図表 1: 先進国



出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 2: 新興国



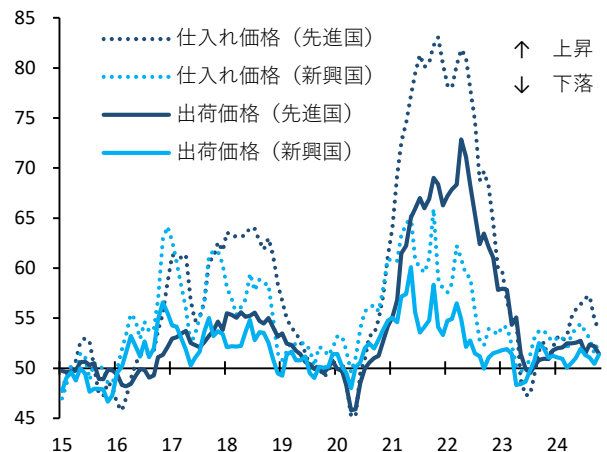
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 3: グローバルのコンポジット PMI と GDP 成長率



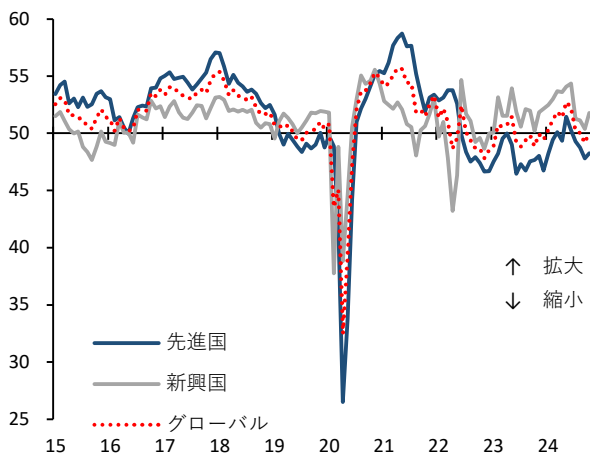
出所: S&P Global、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 製造業 PMI・価格指数



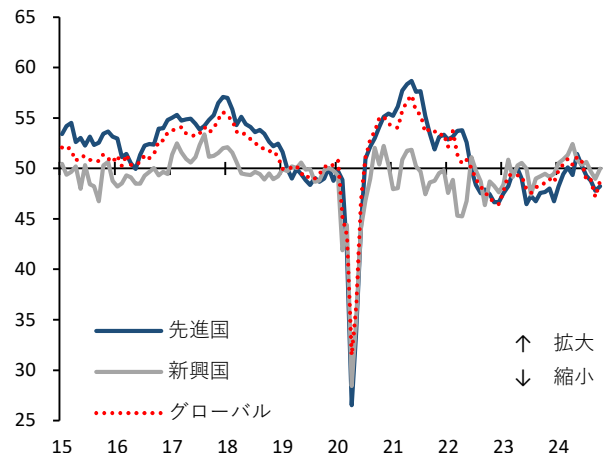
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 5: 製造業 PMI・生産指数



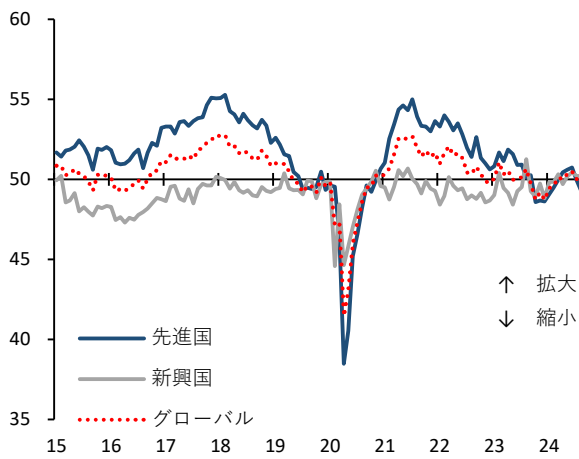
出所: S&P Global、みずほ銀行

図表 6: 製造業 PMI・新規受注指数



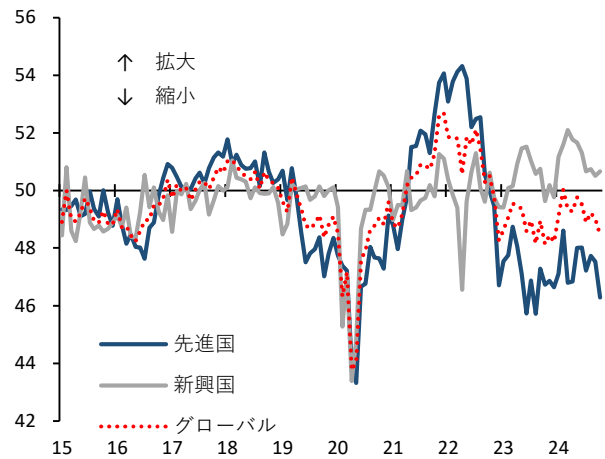
出所: S&P Global、みずほ銀行

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

## 市場概観(アジア)

# アジア:米大統領選でのトランプ氏勝利を受けて～各地域にもたらす影響は?～

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

### トランプ氏勝利を受けて新興国通貨指数は大きく下落

5日投開票の米国大統領選挙では混戦が予想されたものの、6日にはトランプ氏が選挙の勝利宣言演説を実施するに至っている。これを受けて、市場では「トランプトレード」が進み、米株高・ドル高で反応。新興国通貨指数は前日比▲0.6%下落しており、7～9月期のドル高修正は10月以降に大きく巻き戻る状況にある(図表1)。本欄では、中国をはじめアジア地域におけるトランプ氏再選に伴う政治・経済面への影響や為替相場について考察する。

#### ①中国・東アジア

トランプ氏勝利の報道を受けて、習近平国家主席は電話で直接祝意を伝え、中国外務省は「私たちはアメリカ国民の選択を尊重し、トランプ氏の当選を祝福する」とコメントを出している。もっともトランプ氏の勝利に関わらず、今後の米国の対中政策は厳格化することが濃厚であった。既報の通り、トランプ氏は輸入品に関する関税強化を公約に掲げており、中国からの輸入品には一律60%の関税を課す方針を示している。第1次トランプ政権時(2017～2021)にかけては、米中貿易摩擦の表面化とコロナショックの影響で中国の対米貿易黒字の規模は停滞・縮小に向かっており、これはバイデン政権時においても継続した(図表2)。世界がようやくコロナショックから立ち直りを見せている中で、トランプ氏再選に伴って米中対立が深刻化することとなれば、中国経済、ひいては世界経済の鈍化懸念が強まることも大いに考えられる。

また、足許にかけて東アジア地域の地政学リスクの高まりも目立っており、トランプ氏再選を受けた東アジアの安全保障体制にも変化が出る可能性がある。特に注目されるのは、台湾有事に対するトランプ政権の対応だ。トランプ氏は選挙期間でのインタビューで「台湾は米国に防衛費を払うべき」と発言しており、米国が安全保障に関与する際には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。台湾の半導体産業に対しても「台湾はアメリカから半導体チップビジネスのほぼすべてを奪い、莫大な富を得ている」と同インタビューでけん制しており、バイデン政権が重視してきた台湾半導体産業の風向きも変わる可能性も考えられる。もっとも、対中政策を厳格化する方針を掲げる以上、完全に手を引くということは考えにくく、口先への中国へのけん制を交えながら米国にとってメリットにも繋がる台湾への武器輸出を増加させると予想される。この他、韓国についても北朝鮮とロシアの接近を受けて日米を軸とした安全保障体制を強化していただけに、共和党政権へ代わってしまったことは痛手であったと推察される。トランプ氏は韓国に対しても米軍駐留費の負担増加を求める方針を示しており、今後両国間での交渉を経て決断が下されることとなる。

東アジア通貨の為替への影響については、トランプ氏再選に伴い政治・経済(貿易)面で逆風が強まる可能性が高まったと思われる。東アジア地域の地政学リスクの高まりは今年の各国通貨のパフォーマンスにも影響が及んだと考えられ、25年以降もリスク材料となる。台湾・韓国について、近年は対米貿易黒字が拡大基調にあったが(図表3)、米国の保護主義政策と安全保障政策の舵取り次第では決して安泰ではない



と思われる。

## ②ASEAN・インド

ASEAN 諸国は第 1 次トランプ政権時において米中貿易摩擦が深刻化した際に、米国の代替貿易相手国や中国の迂回輸出先として立ち回ったことで経済的なメリットを享受してきた。こうした点は中国の対米貿易黒字が過去 5 年間で大きく縮小した中で、ASEAN 諸国がその数字を伸ばしてきたことから確認できる(図表 3)。こうした中で、米国はアジアからの中国製品の迂回輸出に関する規制を強化し、トランプ氏再選に伴いこの動きは強化されることが見込まれる。特にトランプ氏は米国の貿易赤字拡大を嫌悪しており、対米貿易黒字の拡大が目立つ ASEAN 諸国にもけん制を入れることが考えられる。筆者が注目しているのは、ASEAN 諸国の為替報告書における取り扱いだ。直近ではシンガポール、ベトナム、マレーシアが為替操作監視対象国リスト入りしており、特にベトナムは第 1 次トランプ政権下で為替操作国認定された経験もある。その際、米国はベトナムに対し通貨政策の柔軟性を高め通貨安是正を求めたが、仮に操作国認定を下さなくても ASEAN 各国に対して今後関税強化を視野に入れつつ対応を迫る動きも想定されよう。実際のところ、米中間のデカップリングに伴って ASEAN の対米輸出が増加した点は否めないのだが、予測不能なトランプ氏の動きがリスクの芽となるのも事実だろう。

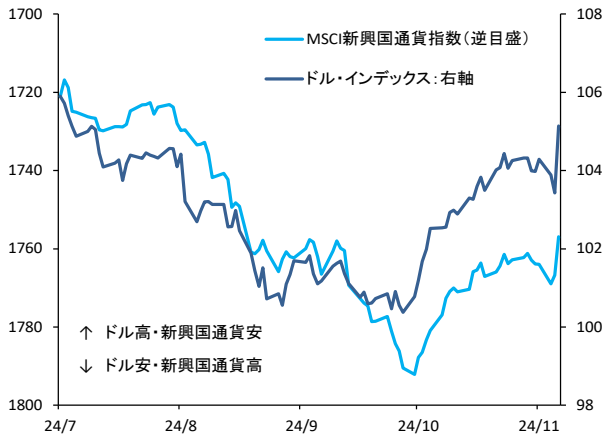
安全保障面について、ASEAN は米国・中国のいずれとの対立を避けつつ経済的な恩恵は積極的に獲得しに行く姿勢を維持している。こうした中で、グローバルサウスの結束力を高める観点からも、インドネシア・タイ・ベトナム・マレーシアの 4 か国は BRICS 加盟の意向を表明している。いずれの国も、10 月の BRICS 首脳会議において創設が宣言された“パートナー国”の候補と報道されている。BRICS 首脳会議では「公正な世界発展と安全のための多国間協力」を謳うガザン宣言が採択され、近年表面化しつつある地政学リスクの高まりと保護主義化が進む主要先進国にもけん制を入れた。一方、米国の対応としてはイスラエル情勢を除き積極的な安全保障維持に取り組むことは現状予想し難く、東アジアと同様、中国包囲網を敷きつつも ASEAN 各国に国防の強化を要求する動きとなるのではないだろうか。これにより各国の財政への負担が増加すれば、コロナ禍において拡張路線を敷いてきたことも相まって、財政規律の維持が 1 つのテーマとなりそうだ。

インドについては、第 1 次トランプ政権からも目立った対立はなく、モディ首相はトランプ氏の勝利を受けて米印の包括的パートナーシップの強化に対する期待感を示すなど好意的なコメントを残している。インドについても対米貿易黒字は拡大基調にあり今後の動きは注目されるが、政治面でインドと中国間での関係悪化が報じられる機会が増えており、米国にとって安全保障上で関係深化を進めやすい国である印象を受ける。また、インドは経済規模で見てもグローバルサウスの大国であり、BRICS における中国やロシアの影響力の高まりをけん制する上でも重要なパートナーになり得るとも読める。かかる状況を踏まえれば、インドに対し経済面で過度なプレッシャーをかけるとは現状考えにくいのではないかと。

最後に為替への影響だが、総じて人民元・東アジア通貨と比較して影響は軽微に留まりそうである。もっとも、ASEAN にとって経済的に中国の存在は依然強く、米中対立の表面化によって中国経済の持ち直しが遅れれば、ASEAN 経済や為替にも影響が及ぶことは想像に難くない。なお、第 1 次トランプ政権時も就任初期やその後米中貿易摩擦の表面化が確認された期間においてドルが優勢の相場であった(図表 4)。当時はトランプ氏就任後に FRB が利上げに着手した一方、今回は利下げ期間に入ることが予測されるため金融環境は異なるものの、当時よりも政策金利ははるかに高く、早ければ来年の後半には米国の利下げ終了が争点化する可能性はある。

来年にかけて、アジア通貨含む新興国通貨が米国の利下げによって恩恵を受けるタイミングはあるだろうが、米国第一主義を掲げるトランプ氏の発言が局面局面で相場の重しとなり、リスクオフに向かう展開も想定しておきたいところだ。

図表 1: ドルインデックスと新興国通貨インデックス



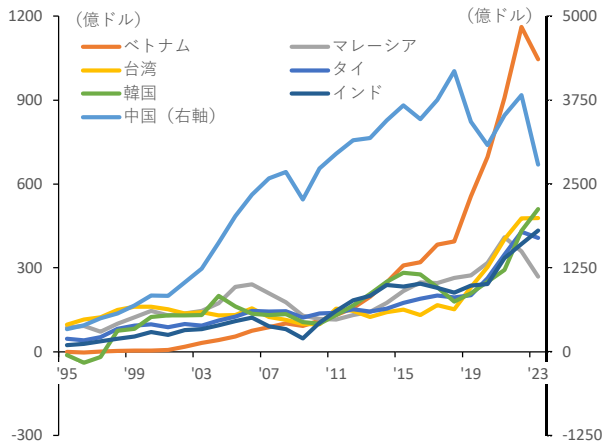
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 中国の貿易黒字と対米貿易黒字



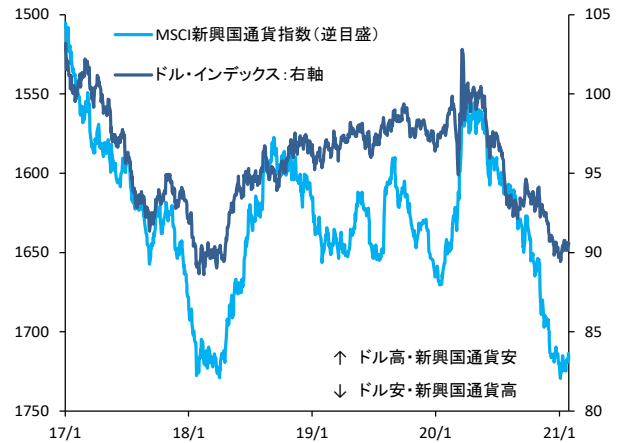
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 対米貿易黒字の推移



出所: Macrobond、みずほ銀行  
注: 財取引のみの金額

図表 4: ドルインデックスと新興国通貨インデックス(2017-2021)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 市場概観(マレーシア)

### 11 月金融政策会合～現状維持、外部環境の変化を引き続き見極め

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

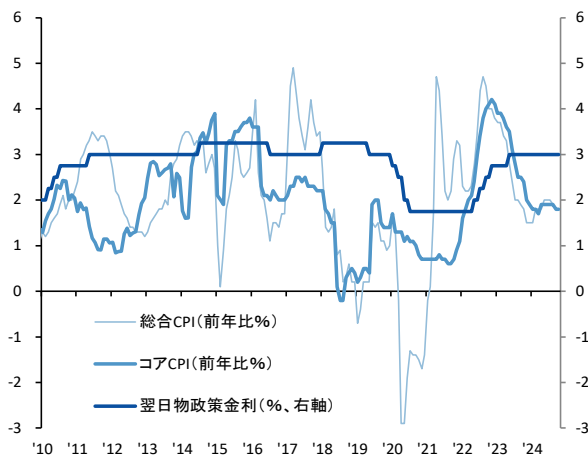
マレーシア中銀(BNM)は 6 日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の 3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は 23 年 7 月以降、9 会合連続での決定となった(図表 1)。ブルームバーグの事前予想では現状維持が優勢だった。声明文ではマレーシア経済について前回同様の見通しを維持。堅調な個人消費、労働市場の回復、民間・政府における投資の活性化、貿易取引の持ち直し、観光業の本格化など複数の景気押し上げ要因を指摘した。7～9 月期実質 GDP 成長率(速報)は前年同期比+5.3%と前四半期の同+5.9%から鈍化したものの堅調さを保っており(図表 2)、外需の下振れなど一部下押し材料はあるとしながらも経済成長は持続するとの見方を示した。

物価動向に関して、9 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.8%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースも同+1.9%を記録(図表 3)。年初以降、総合・コアベースとも+2%近辺での動きとなっている。先行きに関して、補助金の一部打ち止め、商品市況や金融市場の動向を物価上振れリスクとして指摘したものの、インフレは制御可能であると総括しており、物価についても 9 月から大きな見通しの修正は施されなかった。

かかる中、BNM は現行の金利水準は引き続き景気を下支えし、現行の物価と経済の評価と整合的であるとして、政策金利を維持した。今回の会合は年内最後の会合であり、金融政策の転換は来年に持ち越しとなった。

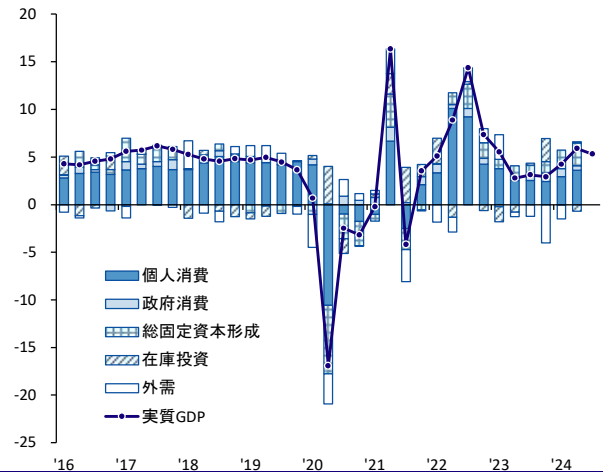
MYR 相場について、BNM は外部要因次第の動きが続くとの見方を示している。MYR は米国の利下げ期待や国内の堅調なファンダメンタルズも材料視されて 7～9 月期にかけて対ドルで約 14%上昇したが、10 月は上げ幅が縮小した(図表 4)。さらに、5 日に実施された米国大統領選挙ではトランプ氏が勝利を収めたことで、保護主義色の強まりが意識される格好となり約 3 か月ぶりの安値となる 4.41 台を記録した。引き続き短期的には政治ヘッドラインに相場が上下する可能性が高く、BNM が利下げを急がなかった理由として不確実性の強い米国の政治・金融政策動向を意識したものと考えられる。BNM の次回会合は 25 年 1 月であり、年内のトランプ氏の発言や FRB の動向を見極めた上で、金融政策を検討することになる。早ければ来年最初の会合で利下げ着手ということも考えられるが、先述の通り、景気・物価の観点からは早急の利下げが必要ではない状況にある。こうした中で、年末年始のイベントを経て短期的な MYR のボラティリティが高まることとなれば、BNM の為替安定に対する優先度も上がっていく可能性もあり、この場合は利下げの後ろ倒しにも繋がり得る。来年の BNM の政策運営も外部要因睨みの時間帯が続くこととなりそうだ。

図表 1: 政策金利とインフレ率



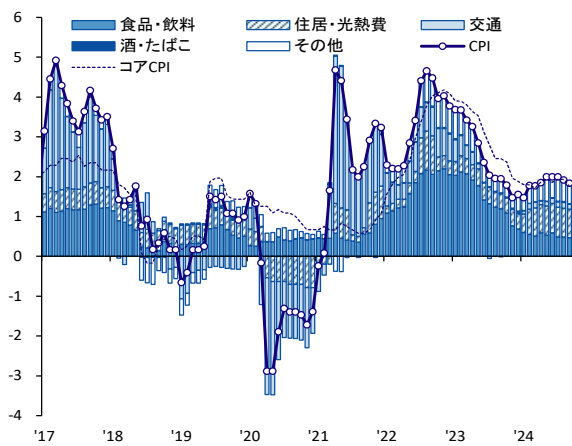
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 実質 GDP 成長率の動向 (前年同期比%、%ポイント)



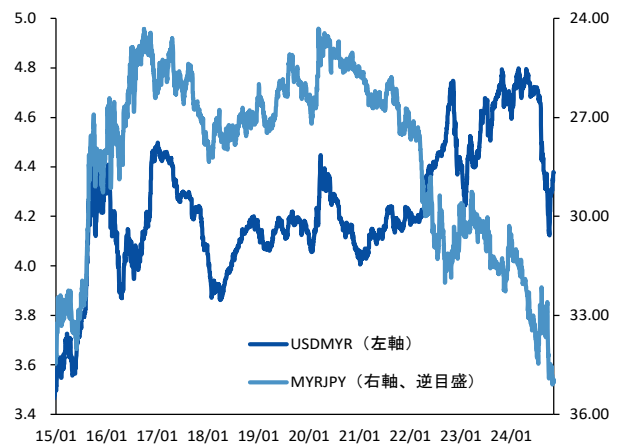
出所: CEIC、みずほ銀行 注: 7~9 月期は成長率のみ表記

図表 3: 消費者物価指数の動向 (前年比%、%ポイント)



出所: CEIC、みずほ銀行

図表 4: MYR 相場の動向



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 市場概観(中南米)

# 米大統領選挙と域内通貨に関して～嵐が去った後の値動きは？～

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

### 米大統領選挙後も底堅さが目立つ中南米通貨

既報の通り、11月5日に投開票を迎えた米大統領・議会選挙は、所謂「レッドスウィープ」で終幕を迎えそう。この結果を受け「トランプトレード」が市場を支配し、ドル買いの流れが強まった。5日から7日にかけての新興国通貨の変化率(対ドル)を示したものが図表1だが、アジア通貨は全般で売りが目立つのに対し、BRLやMXNはむしろ上昇している。このような情勢を受け、BRL、MXNと米大統領選挙の関係性、および今後の見通しについて簡単に纏めたい。

### ブラジル～市場の注目は歳出削減計画に集まる～

BRLは、他の新興国通貨の下落に押される格好で6日の取引開始時には大幅安でスタートしたものの、その後は買い戻しが優勢である。市場全体の潮流には逆らえないのは事実だが、そもそもBRLと米政治情勢との関連性は高くはないと考えている。交易上、もしくは経済安全保障上で特段の対立関係も無ければ、強い結び付きもない。6日から7日にかけての値動きがそれを象徴しているだろう。

現在のBRL相場を動かしているのは、主に域内の財政問題である。目下、ルラ政権と財務省においては歳出削減法案の作成に向けた協議が行われており、各種報道に基づけば、大詰めの状態にあるようだ。7日には、現地の報道機関が今後の支出削減が最大で150億BRLになると報じている。もっとも、その後財務省はこの報道を否定している。法案作成の協議は現地時間8日午後には再開される予定になっている。早ければ、来週に公表される可能性があるだろう。

どの程度のプランが示されるかで市場の反応は変わってこようが、市場の財政悪化懸念は既に極まっていることも考慮に入れれば、初動はBRL高で反応する可能性が高いと考えている。ただ、中期的な値動きは別問題である。政権が財政再建計画を提示し、立法化に至ったとしても、それを当初想定通りに遵守できるかは別問題である。いずれにせよ、財政にまつわる話題への注目度が低下していけば、一般的な通貨と同様、金融政策動向、および経済環境に応じた値動きに回帰するだろう。

### メキシコ～典型的な「材料出尽くし感からの買い戻し」～

MXNは、開票速報が市場に流れ始めた6日のアジア時間には売りが極まり、一時20.8と2022年8月3日以来の安値水準を付けた。MXNは米選挙の影響を最も受けやすい通貨であり、その背景については過去の『通貨ニュース』(\*1、\*2)で度々論じてきた経緯もあり、こういった値動きに違和感はない。ただしその後はむしろ買い戻しが優勢であり、19.8付近で7日の取引を終えている。筆者は、11月1日に発刊した『エマージングマーケットマンズリー』で、「本稿執筆時点ではトランプ氏勝利の思惑が市場を動かしている側面も大きく、実際にそうなった場合MXNはやはり売りに晒されよう。ただし、織り込み済みの部分も大きいだけに、9月のメキシコ司法改革法案成立に絡んだ値動き同様、むしろ「材料出尽くし感からのMXN反発」に至る可能性を意識したい。」と述べた。足許の値動きに関しては、総じて想定通りだ。

メキシコに関しては、交易面、移民面での米国との繋がりは言わずもがな強く、上述のブラジルとは話は異なる。交易面では「米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA)」失効に向けた見直し協議が、移民面ではトランプ氏の実際に打ち出す施策に注目が集まる。これらの点は、過去の『通貨ニュース』(\*1、\*2)で詳細に論じているので、本稿では省く。いずれにしても、新政権が実際にどのような対応をするのかは不透明感が大きいですが、実際に影響が出てくるのは来年以降だ。市場が材料出尽くし感を感じるのは当然であろう。

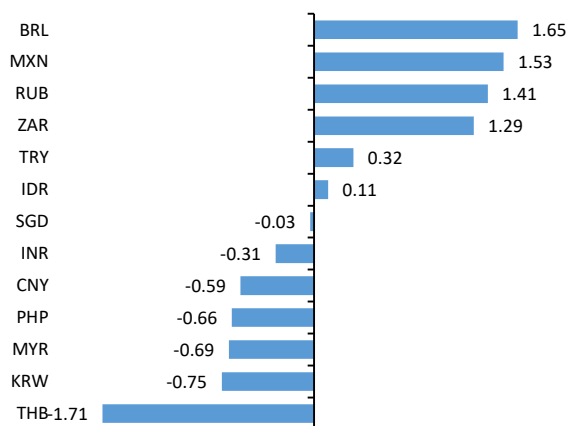
ところで、米新政権がどの程度メキシコや中国に厳しい対応を取れるかに関しては、一部では疑問が浮上している。例えば、エブラルド・メキシコ経済相は 7 日、中国に対し大きな関税を課せば、メキシコで事業を展開する米企業を危険に晒す可能性がある、と発言している。この発言は、理にかなっていないと考えている。製造業のサプライチェーンは全世界に繋がっており、特に米製造業にとって中国やメキシコは重要なサプライヤー(ないし進出先)である。第一次トランプ政権で対中関税が課されて以降、迂回輸出先としてメキシコの存在感が増した経緯がある(図表 2)。結局、米政府がいくら関税を課し保護主義に走っても、企業は解決策を模索する。解決策が見つからなければ、インフレというかたちで消費者がツケを払うのみである。この点は移民問題も同様で、不法も含めた移民が特にサービス産業で潤沢な労働力を供給してきたのは事実だ。それを排除するなら、労働需給は引き締まりやすくなり、当然物価も上がりやすくなる。

しかも、確かに中国は米国にとって経済安全保障上対立しているが、メキシコはそうではない。むしろ、相互依存関係は非常に強く、新政権がどの程度強硬姿勢をとれるかは予測できない。結局、新政権が誕生し、実際に通商・移民問題に関しどのような政策を打ち出すかを見極めなければ、MXN への中期的な影響も測れないだろう。MXN 相場に関しては、当面は金融政策動向や経済環境次第での値動きを想定している。

(\*1) 詳細は、2024 年 7 月 16 日発行の通貨ニュース、『メキシコ:トランプリスクに直面する MXN』をご覧ください。

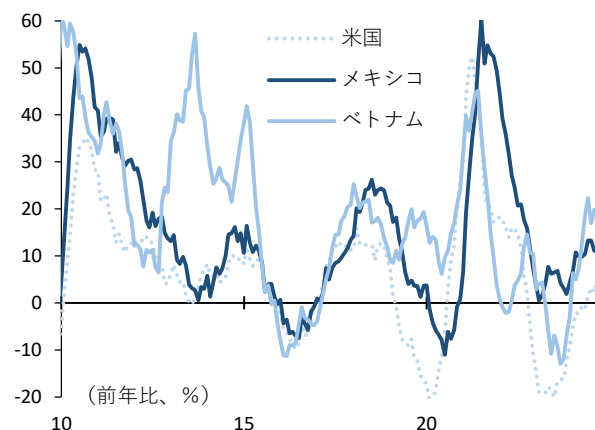
(\*2) 詳細は、2024 年 4 月 30 日発行の通貨ニュース、『新興国:「トランプ 2.0」を考える』をご覧ください。

図表 1: 新興国通貨のスポットレート変化率(11 月 5~7 日)



出所: Bloomberg、みずほ銀行 ※対ドル、%

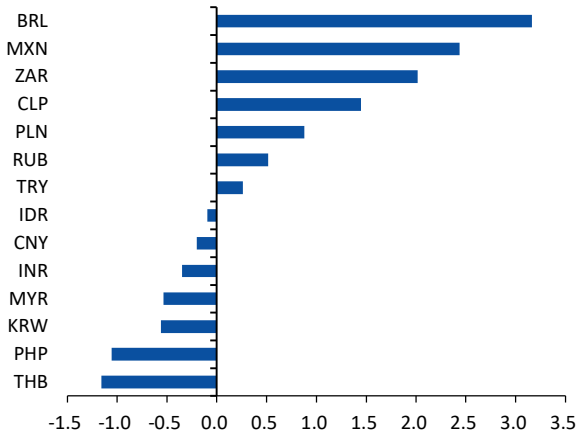
図表 2: 中国の輸出動向(6 か月移動平均)



出所: Bloomberg、みずほ銀行

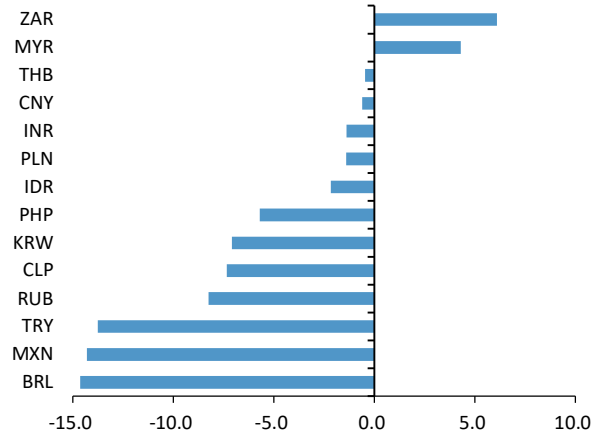
## 資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



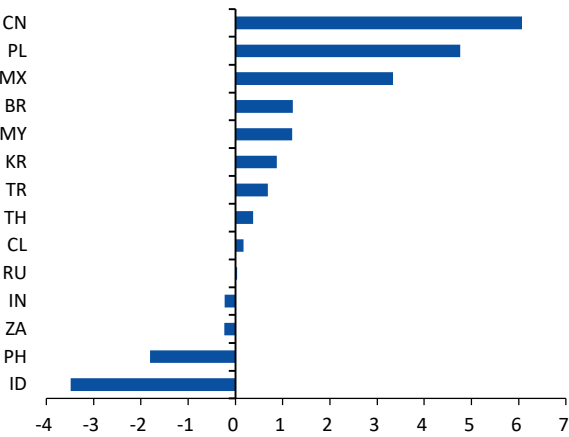
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



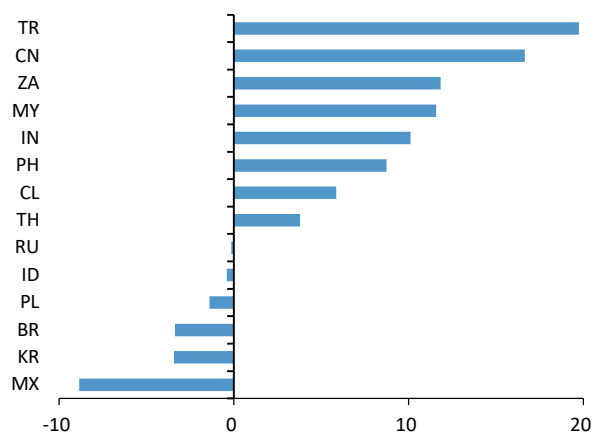
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



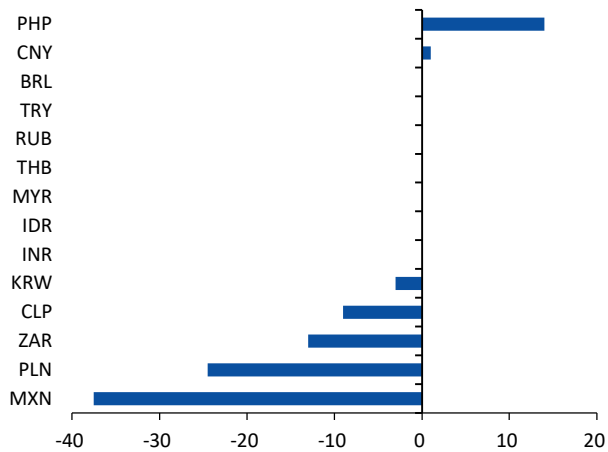
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

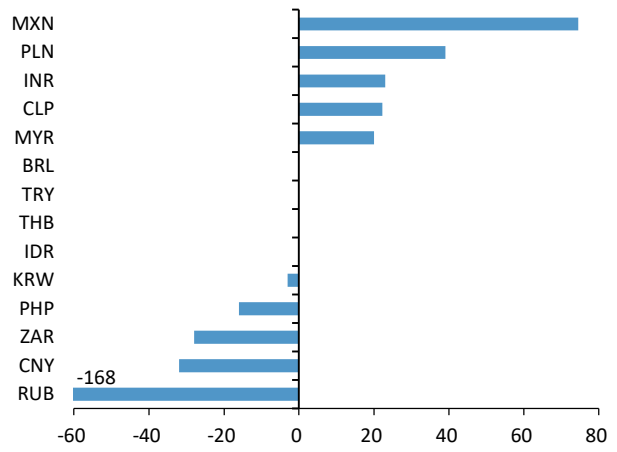
5年物スワップレート週間変化(bp)



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)

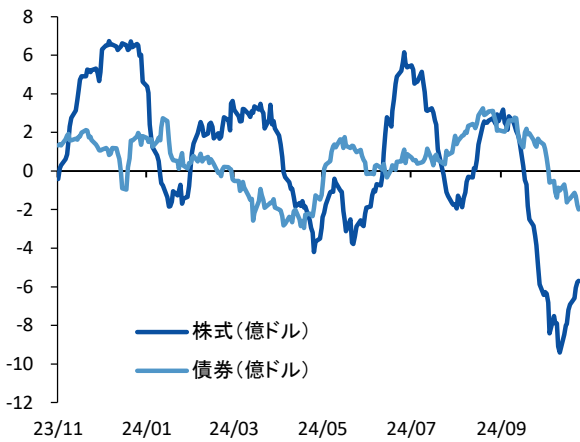


注: データの都合によりタイ、ブラジルの値は未掲載。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

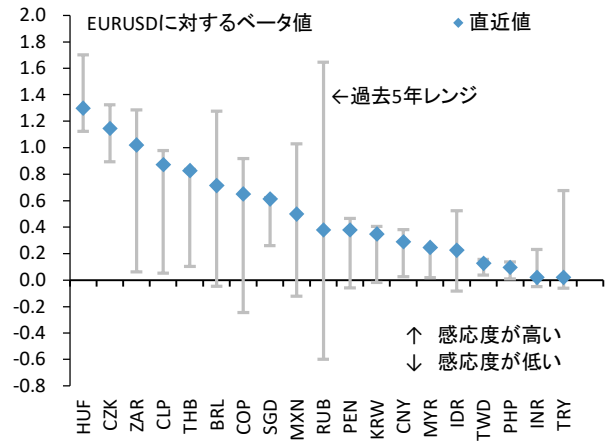
チャート集

主要新興国への証券投資(4週間移動平均)



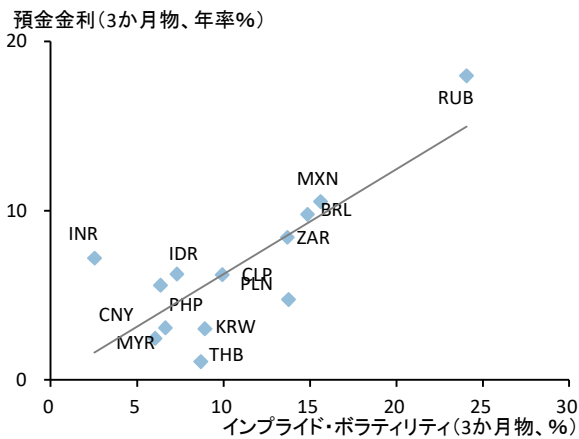
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



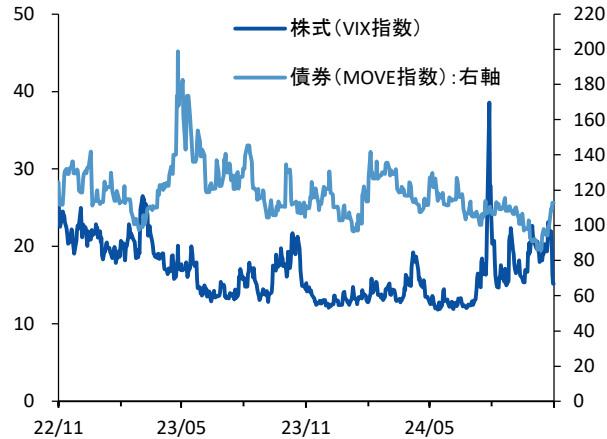
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



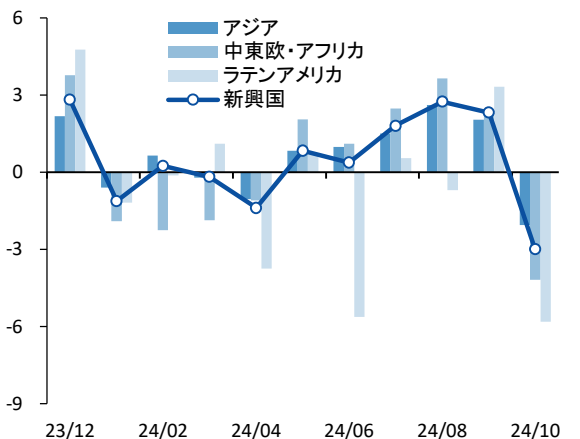
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



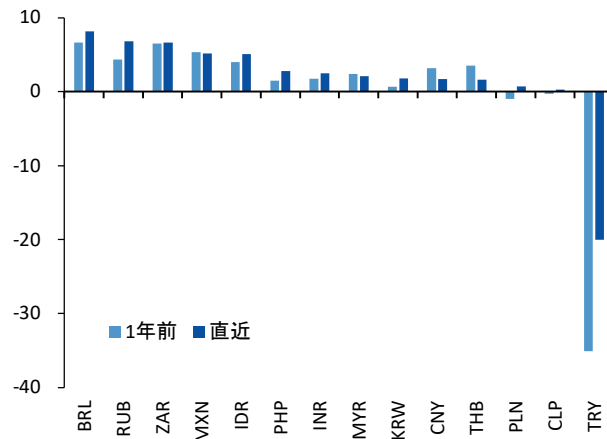
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

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
<b>エマージングアジア</b>						
11月5日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.4%	1.3%	1.6%	--
5日 (火)	フィリピン	CPI YoY 2018=100	2.3%	2.3%	1.9%	--
5日 (火)	中国	Caixin中国PMIサービス業	50.5	52.0	50.3	--
5日 (火)	インドネシア	GDP(前年比)	5.0%	5.0%	5.1%	--
5日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	1.2%	2.0%	0.6%	0.7%
6日 (水)	フィリピン	貿易収支	-\$3587m	-\$5087m	-\$4375m	-4393m
6日 (水)	タイ	CPI(前年比)	0.9%	0.8%	0.6%	--
6日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.00%	3.00%	3.00%	--
6日 (水)	台湾	CPI(前年比)	1.8%	1.7%	1.8%	--
7日 (木)	韓国	国際収支:経常収支	--	\$11124.4m	\$6595.3m	\$6517.6m
7日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	5.7%	5.2%	6.3%	6.4%
7日 (木)	中国	貿易収支	\$74.50b	\$95.72b	\$81.71b	--
8日 (金)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.5%	--	4.1%	--
8日 (金)	台湾	貿易収支	\$6.00b	--	\$7.12b	--
9日 (土)	中国	PPI(前年比)	-2.5%	--	-2.8%	--
9日 (土)	中国	CPI(前年比)	0.4%	--	0.4%	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	--	--	5.5%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.1%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	--	--	1.8%	--
15日 (金)	中国	鉱工業生産(前年比)	5.2%	--	5.4%	--
15日 (金)	中国	小売売上高(前年比)	3.8%	--	3.2%	--
15日 (金)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	3.5%	--	3.4%	--
15日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	--	--	5.3%	--
15日 (金)	インドネシア	貿易収支	--	--	\$3257m	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	0.5%	--
15日 (金)	フィリピン	Overseas Cash Remittances YoY	--	--	3.2%	--
15日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	1.6%	--
<b>中東欧・アフリカ</b>						
11月4日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	48.3%	48.6%	49.4%	--
4日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	32.2%	33.1%	--
11日 (月)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	-5.3%	--
12日 (火)	トルコ	経常収支	--	--	4.32b	--
12日 (火)	南ア	製造業生産(季調前/前年比)	--	--	-1.2%	--
14日 (木)	ロシア	GDP(前年比)	--	--	4.1%	--
14日 (木)	ロシア	CPI(前年比)	--	--	8.6%	--
<b>ラテンアメリカ</b>						
11月4日 (月)	メキシコ	総設備投資(季調前、前年比)	-2.0%	-1.9%	6.4%	6.6%
6日 (水)	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4600m	\$4343m	\$5363m	\$5023m
6日 (水)	ブラジル	SELICレート	11.25%	11.25%	10.75%	--
7日 (木)	メキシコ	CPI(前年比)	4.7%	4.8%	4.6%	--
8日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA(前年比)	4.7%	--	4.4%	--
11日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	62.3%	--	62.0%	--
11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	--	--	-0.9%	--
12日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	--	--	5.1%	--
14日 (木)	ブラジル	経済活動(前年比)	--	--	3.1%	--
15日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	10.5%	--

注:2024年11月8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 1～10月(実績)	SPOT	2024年 12月	2025年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	7.0048 ~ 7.2775	7.1434	7.20	7.16	7.08	7.03	7.05
香港ドル (HKD)	7.7611 ~ 7.8387	7.7711	7.77	7.76	7.76	7.75	7.76
インドルピー (INR)	82.649 ~ 84.108	84.376	84.1	83.3	82.5	82.8	82.4
インドネシアルピア (IDR)	15060 ~ 16481	15735	15400	15050	14980	14650	14800
韓国ウォン (KRW)	1290.39 ~ 1400.13	1384.60	1370	1350	1330	1310	1300
マレーシアリング (MYR)	4.0947 ~ 4.8053	4.3865	4.24	4.08	4.02	3.94	3.97
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.923	58.735	57.0	56.2	55.0	54.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.2789 ~ 1.3670	1.3207	1.32	1.31	1.30	1.29	1.29
台湾ドル (TWD)	30.518 ~ 32.922	32.250	32.0	31.6	31.3	30.8	30.5
タイバーツ (THB)	32.14 ~ 37.25	34.30	33.6	33.4	33.0	32.1	32.1
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	25368	25100	24800	24470	24300	24400
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 100.2751	97.8594	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド (ZAR)	17.0356 ~ 19.3899	17.3241	17.8	17.6	17.4	17.2	17.0
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 34.4898	34.3553	34.0	33.5	33.0	32.5	32.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	4.8317 ~ 5.8588	5.6903	5.70	5.55	5.40	5.45	5.50
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 20.2278	19.8051	19.6	19.2	19.0	19.3	19.5
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	19.666 ~ 22.256	21.414	21.11	20.95	21.33	21.76	21.99
香港ドル (HKD)	17.905 ~ 20.733	19.698	19.56	19.33	19.46	19.74	19.97
インドルピー (INR)	1.664 ~ 1.939	1.814	1.81	1.80	1.83	1.85	1.88
インドネシアルピア (100IDR)	0.876 ~ 0.999	0.973	0.987	0.997	1.008	1.044	1.047
韓国ウォン (100KRW)	10.368 ~ 11.735	11.057	11.09	11.11	11.35	11.68	11.92
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 35.497	34.897	35.85	36.76	37.56	38.83	39.04
フィリピンペソ (PHP)	2.451 ~ 2.776	2.621	2.67	2.67	2.75	2.82	2.83
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	115.91	115.15	114.94	116.15	118.60	119.88
台湾ドル (TWD)	4.335 ~ 4.976	4.747	4.75	4.75	4.82	4.97	5.08
タイバーツ (THB)	4.018 ~ 4.558	4.493	4.52	4.49	4.58	4.77	4.83
ベトナムドン (10000VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.6035	0.61	0.60	0.62	0.63	0.64
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.491 ~ 1.907	1.565	1.57	1.53	1.53	1.53	1.53
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.836	8.54	8.52	8.68	8.90	9.12
トルコリラ (TRY)	4.071 ~ 4.978	4.456	4.47	4.48	4.58	4.71	4.84
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	24.416 ~ 31.200	26.894	26.67	27.03	27.96	28.07	28.18
メキシコペソ (MXN)	6.991 ~ 9.455	7.728	7.76	7.81	7.95	7.93	7.95

注: 1. 実績の欄は2024年10月31日まで。SPOTは11月8日の9時30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。