

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
多田出 健太

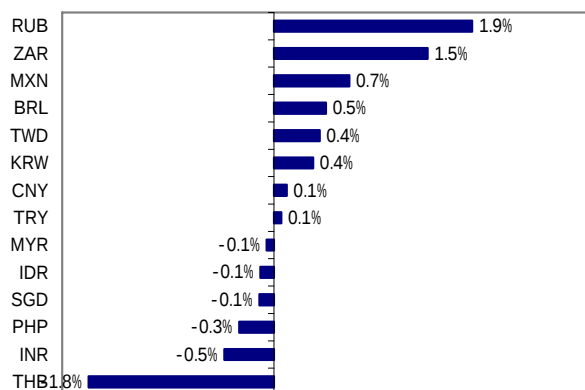
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

商品相場の上昇と共に

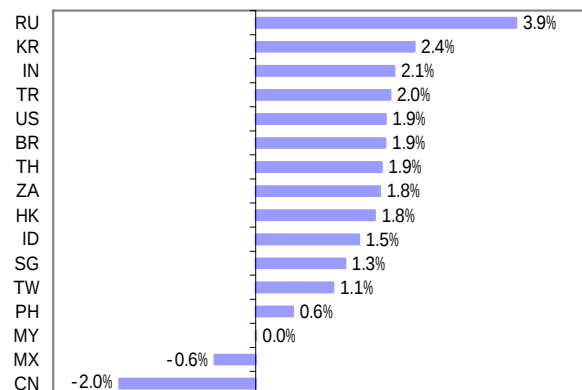
週初 22 日のアジア時間は、前週の G20 財務相・中央銀行総裁会議を受けた円安・ドル高の動きを背景に、アジア通貨でもドル買い優勢で始まった。その後発表された米 3 月中古住宅販売が悪化するとリスク回避ムードが強まり、エマージング通貨の更なる下押し圧力となった。翌 23 日に発表された中国 4 月 HSBC 製造業 PMI（速報値）が予想を下回ると、米中の景気減速懸念が拡がり、エマージング通貨は敬遠される展開に。その後発表された独 4 月 PMI も弱い結果となり、世界経済の回復に疑問符が付く中でエマージング通貨は軟調地合いが継続。24 日もアジア時間は上値の重さが目立ったが、その後は買い戻しの動きから徐々に値を戻した。25 日は、韓国などにおいて月末を控えて輸出勢がドル売りを持ち込む中でアジア通貨は買いが優勢となり、欧米時間に入っても商品市場の上昇などを背景にエマージング通貨は堅調に推移した。こうした状況下、THB は介入警戒感が高まってことでこれまでの上昇に調整が入ったほか、PHP も金融政策決定会合における SDA 金利引き下げ（後述）の思惑から軟調に推移した。一方、RUB は税金支払い期限を前に輸出勢がドル売りを持ち込んだことや原油価格の上昇を背景に買い進められたほか、ZAR も商品価格の反発を受けて強含んだ。

エマージング通貨騰落率(対ドル)



(資料) Bloomberg

エマージング株式騰落率



(資料) Bloomberg

(注) US: 米国S&P500種指数、KR: 韓国総合株価指数、TW: 台湾加権指数、HK: 香港ハンセン指数、CN: 中国上海総合指数

SG: シンガポールST指数、TH: タイSET指数、ID: インドネシアジャカルタ総合指数、MY: マレーシアFTSEブルサマレーシアKLCIインデックス

PH: フィリピン総合指数、IN: インドSENSEX30種指数、TR: トルコイスタンブールナショナル100種指数

RU: ロシアRTS指数、ZA: 南アフリカFTSE/JSEアフリカ全株指数、BR: ブラジルボベスパ指数、MX: メキシコボルサ指数

来週及び再来週のエマージングマーケット

腑に落ちないリスクオンムード

なぜかリスクオンムードに。

新興国の重要経済指標及び
米雇用統計に注目。

主要国の金融緩和(継続)
観測は EM 通貨をサポート。

週初は米国や中国の景気減速懸念が広がったものの、前週に大幅下落となった商品市場が反発する動きとなる中で、徐々にリスクオンムードに傾いていった。しかしながら、発表された世界各国の経済指標は弱い数字が多い印象であり、足許のリスクオンムードには違和感を覚える。来週は新興国で 4 月の製造業 PMI や消費者物価指数等、重要指標の発表が相次ぐためしっかりと景気の足取りを確認したいところである。また、米国では、5 月 3 日(金)に 4 月雇用統計が予定されており、市場のリスクセンチメントを占う上で非常に注目が集まろう。3 月は非農業部門雇用者数が予想を大幅に下回り 10 万人を割り込んでおり、4 月は前月の反動もあって再び増勢に転じる見込みだが、足許の弱い企業マインド指標等を踏まえると下振れリスクは警戒される。

主要国の金融政策に関しては、4 月 30 日、5 月 1 日にかけて FOMC が開催される。過去数か月は出口戦略に関する議論が盛り上がりを見せており、それに併せてドル買いが優勢となる時間帯が増えたものの、依然として FOMC 内部の意見が割れている上、最近の米経済指標の下振れを考えると出口に関する議論が後退する可能性がある。また、欧州では 5 月 2 日(木)に ECB 理事会があり利下げの思惑が広がっている。追加的な金融緩和の手段が限られる中であって、数少ないカードを今切るとは思わないが、緩和方向のトーンが強まればエマージング通貨を後押ししそうである。

エマージングマーケット:地域別

エマージングアジア

強まるパーツ高懸念。
だが、積極的な行動はなさそう
でパーツは底堅く推移しよう。

先週、タイパーツは堅調に推移し、19 日には 28 台半ば近辺まで上昇したが、タイ中銀のプラサーン総裁は「パーツは経済のファンダメンタルズを超えて上昇し始めた」と発言。週明け 22 日にはパイブーン副総裁も「パーツ上昇は急激過ぎる」と述べるなどパーツ高を牽制する発言が相次いだ。さらに、25 日にはタイ紙において、中銀が外国人投資家にタイ国債の保有に関して最低保有期間を課すとの記事が掲載されたが、キティラット財務相はそうしたことは議論していないとして否定した。しかしその後、中銀が外貨準備を用いて外国社債を購入することが許可される可能性が報じられると、パーツは一段と下落する展開となった。パーツは年初来 5%程度上昇とアジア通貨で最大の上げ幅を記録しており、ここへ来て当局の通貨高に対する懸念は強まっている。但し、(介入権限は中銀にあるが)キティラット財務相は、為替介入はしないと発言してい

るほか、資本流入規制には消極的な姿勢をみせており、通貨高対策としてはタイからの対外投資を増やすことを目的とした規制緩和で対抗する模様である。これまでの発言からブラサーン総裁などは 29 台においてはパーツ高を懸念しない印象があり、パーツが大幅に軟化するとは考え難いものの、29 割れ水準では上値が重くなりそうである。

燃料補助金の行方に注目。
短期の景気にはネガティブ。
だが、中長期的には IDR に
とって好材料。

インドネシアでは石油燃料に対する補助金の削減に向けた政策の制定に向けて議論が行われている。補助金付き燃料価格を現在の 1 リットル当たり 4500 ルピアから 6500 ルピアへと引き上げる案が浮上している。燃料補助金の削減は昨年 2 月頃から試みられていたが、大規模デモの発生などによって国会で値上げ案が却下され、条件付きの値上げ案に置き換えられた経緯がある。具体的には、インドネシア産原油価格の 6 か月平均が国の予算前提値より 15% 以上上昇した場合に 33% 値上げできるとしたもので、その後、原油価格が下落したことから実際に値上げされるには至らなかった。2014 年に選挙を控える同国において、燃料補助金の削減を進めるのは昨年からラストチャンスとみられていたが、今年も再び議論の俎上に上っている。だが、既に各地の労働組合が参加する労働組合評議会 (MPBI) は、値上げが決定されれば全国各地で抗議デモを展開すると警告しており、補助金削減への道程は険しい印象を受ける。選挙が来年に迫る中で国民に痛みを強いる改革を実施できるかどうかは疑わしいが、同国の中長期的な経済成長にとっては望ましい決断だと思われる。ユドヨノ大統領は補助金を削減し、インフラ投資へと資金を振り向けるとしており、インフラ不足が指摘されている同国の政策としては好ましい。また、補助金燃料の値上げによって原油の輸入が抑制されることが期待され、貿易収支 (経常収支) の改善に繋がるとみられ、ルピア売り圧力を減じる公算が大きいだろう。

フィリピンは 3 会合連続で
SDA 金利引き下げ。
介入によって上昇ペースが
抑制される可能性。

フィリピン中央銀行 (BSP) は 25 日に開催した金融政策決定会合において、政策金利である翌日物借入金利を 3.50%、翌日物貸出金利を 5.50% へそれぞれ据え置くことを決定し、預金準備率も同じく現状維持とした。一方で、市中銀行向けに BSP が設けている特別預金口座 (SDA) の金利を 2.5% から 2.0% へと引き下げることを決めた。4 月 2 日に BSP のテタンコ総裁が今会合における SDA 金利の引き下げを示唆していたこともあり、市場では織り込まれていた。SDA は市中の余剰資金を吸収する手段として用いられており、特別預金口座に滞留している資金の市中への還流を促す模様である。だが、それよりも為替介入の不胎化コストの引き下げを狙っているとの印象が大きい。BSP が為替介入を実施した場合、

介入で得たドル（外貨）を米国債等で運用し、SDA 金利で市場からペソを吸収する（不胎化）ことになる。SDA 金利の方が米国債などの金利に比べて高いことから、BSP の外貨準備運用は逆鞘になるため、為替介入の実施を躊躇う動機となり得る。今年に入って SDA 金利を 3 回引き下げており不胎化コストは低下していることから、中銀は為替介入を行いやすい状況になりつつある。フィリピン海外労働者（OFW）からの送金は順調に伸びており、送金絡みのフローによってペソ高圧力が掛かる状況に変わりはないとみられる。また、英格付け会社に残り他の米格付け会社も投資適格級を付与するとの期待などからフィリピンへの資金流入は継続する公算が大きい。介入警戒感や更なる SDA 金利引き下げの可能性などへの懸念からペソの上昇ペースは緩やかなものとなりそうである。

RBI は追加利下げの公算。
焦点は今後の利下げに含みを残すかどうか。

インドでは 5 月 3 日にインド準備銀行（RBI、中央銀行）の金融政策決定会合が予定されている。RBI は 3 月 19 日の前回会合において、政策金利であるレポレート（7.75%）を 7.50% へ 25bp 引き下げる決定をした。だが、声明では「更なる金融緩和の余地は極めて限定的である」と指摘し、追加緩和に対して慎重な姿勢を示した。スバラオ RBI 総裁によれば、RBI が考えるインフレ率の適正水準は 5% 程度であり、景気に配慮する姿勢は見せつつも現在のインフレ率（見通し）は見過ごせる水準ではない。そうした状況下、4 月 15 日に発表されたインド 3 月卸売物価指数は前年比 5.96% 上昇と 2 月の同 6.84% 上昇から低下し、3 年 4 か月ぶりの低水準となった。RBI は今年に入り 1 月と 3 月に 2 会合連続で利下げを決定しており、インフレ率の更なる低下を背景に今会合でも 3 会合連続となる利下げを決めると市場では予想されている。但し、今会合も前回と同様に利下げの有無ではなくその後の利下げに含みを残すかどうか焦点になるとみられるが、恐らく RBI は政府の財政赤字削減の動向と経常赤字、インフレ率に配慮して追加利下げへの慎重姿勢を維持するだろう。その場合、利下げを決めたとしてもインド株への資金流入は限定的となるほか、インドルピーも上値の重い展開が継続しそうである。

エマージング経済カレンダー

日付	国		経済指標・イベント	単位	市場予想	前回値	発表値
エマージングアジア							
29日(月)	韓国	3月	経常収支	百万USDドル	-	2,713	
30日(火)	タイ	3月	経常収支	百万USDドル	1,360	1,568	
30日(火)	韓国	3月	鉱工業生産指数	前年比、%	▲ 3.5	▲ 9.3	
30日(火)	台湾	10～12月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	3.27	3.72	
5月1日(水)	韓国	4月	輸出	前年比、%	2.2	0.2	
1日(水)	韓国	4月	HSBC製造業PMI		-	52.0	
1日(水)	中国	4月	製造業PMI		50.9	50.9	
1日(水)	インドネシア	4月	Markit製造業PMI		-	51.3	
1日(水)	インドネシア	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	5.90	
1日(水)	インドネシア	4月	輸出	前年比、%	-	▲ 4.5	
1日(水)	インド	4月	Markit製造業PMI		-	52.0	
2日(木)	台湾	4月	HSBC製造業PMI		-	51.2	
2日(木)	中国	4月	HSBC製造業PMI		50.6	51.6	
2日(木)	シンガポール	4月	購買部景気指数		-	50.6	
2日(木)	タイ	4月	消費者物価指数	前年比、%	2.70	2.69	
3日(金)	中国	4月	非製造業PMI		-	55.6	
3日(金)	インド	4月	Markitサービス業PMI		-	51.4	
3日(金)	インド		金融政策決定会合	%	7.25	7.50	
6日(月)	台湾	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	1.39	
6日(月)	中国	4月	HSBCサービス業PMI		-	54.3	
6日(月)	インドネシア	1～3月期	実質GDP	前年比、%	-	6.11	
7日(火)	台湾	4月	輸出	前年比、%	-	3.3	
7日(火)	フィリピン	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	3.2	
8日(水)	中国	4月	輸出	前年比、%	-	10.0	
8日(水)	マレーシア	3月	輸出	前年比、%	-	▲ 7.7	
9日(火)	マレーシア		金融政策決定会合	%	-	3.00	
9日(木)	韓国		金融政策決定会合	%	-	2.75	
9日(木)	中国	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	2.1	
9日(木)	中国	4月	生産者物価指数	前年比、%	-	▲ 1.9	
9日(木)	インドネシア		金融政策決定会合	%	-	3.00	
9日(木)	マレーシア	3月	鉱工業生産	前年比、%	-	▲ 4.5	
10日(金)	フィリピン	3月	輸出	前年比、%	-	▲ 15.6	
10日(金)	インド	3月	鉱工業生産	前年比、%	-	0.6	
10～15日	中国	4月	新規融資	億元	-	10,600	
10～18日	シンガポール	1～3月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	-	▲ 0.6	
10～15日	インド	4月	輸出	前年比、%	-	7.0	
中東欧・アフリカ							
30日(火)	南アフリカ	3月	貿易収支	億ランド	▲ 88	▲ 95	
30日(火)	トルコ	3月	貿易収支	億リラ	-	▲ 70	
5月2日(木)	トルコ	4月	製造業PMI		-	52.3	
2日(木)	南アフリカ	4月	PMI		-	49.3	
3日(金)	トルコ	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	7.29	
6日(月)	ロシア	4月	製造業PMI		-	50.8	
6～15日	ロシア		金融政策決定会合		-	4.50	
7～8日	ロシア	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	7.0	
8日(水)	トルコ	3月	鉱工業生産	前年比、%	-	4.4	
8日(水)	ロシア	4月	サービス業PMI		-	54.6	
9日(木)	南アフリカ	3月	製造業生産	前年比、%	-	▲ 2.9	
ラテンアメリカ							
5月2日(木)	ブラジル	4月	製造業PMI		-	51.8	
2日(木)	メキシコ	3月	海外労働者送金	百万USDドル	-	1,590	
3日(金)	ブラジル	4月	貿易収支	百万USDドル	-	164	
3日(金)	ブラジル	3月	鉱工業生産	前年比、%	-	▲ 3.2	
3日(金)	ブラジル	4月	サービス業PMI		-	50.3	
8日(水)	ブラジル	4月	IPCAインフレ率	前年比、%	-	6.59	
8～16日	ブラジル	3月	経済活動指数	前年比、%	-	0.44	
9日(木)	メキシコ	4月	消費者物価指数	前年比、%	-	4.25	
10日(金)	メキシコ	3月	鉱工業生産	前年比、%	-	▲ 1.2	

(注) 2013年4月26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、完全性を全面的に保証するものではありません。

エマージング通貨相場見通し

		2013年 1～3月期(実績)	SPOT	2013年 6月	9月	12月	2014年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(KRW)	1054.49 ~ 1119.95	1112.14	1120	1090	1070	1060	1050
台湾ドル	(TWD)	28.913 ~ 29.949	29.685	29.60	29.40	29.20	29.00	28.80
香港ドル	(HKD)	7.7503 ~ 7.7641	7.7649	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
中国人民元	(CNY)	6.2078 ~ 6.2492	6.1706	6.18	6.16	6.14	6.12	6.10
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ~ 1.2529	1.2389	1.23	1.22	1.21	1.20	1.19
タイバーツ	(THB)	29.08 ~ 30.66	29.18	29.40	29.20	28.90	28.80	28.80
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ~ 9904	9718	9800	9800	9800	9800	9800
マレーシアリング	(MYR)	3.0034 ~ 3.1395	3.0376	3.05	3.00	2.97	2.97	2.94
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ~ 41.095	41.240	40.60	40.00	39.50	39.00	39.00
ベトナムドン	(VND)	20798 ~ 20993	20915	20950	21000	21000	21000	21000
インドルピー	(INR)	52.890 ~ 55.383	54.225	54.50	53.50	53.00	52.50	52.50
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7512 ~ 1.8274	1.7989	1.81	1.85	1.82	1.80	1.80
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ~ 31.0804	31.1382	32.00	32.00	31.00	30.50	30.00
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ~ 9.3666	9.0951	9.50	9.50	9.00	8.70	8.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	1.9419 ~ 2.0520	2.0013	2.00	2.00	1.95	1.90	1.90
メキシコペソ	(MXN)	12.3053 ~ 12.9146	12.1776	12.80	12.80	12.60	12.40	12.20
対円								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(100KRW)	8.084 ~ 8.848	8.933	8.48	8.53	8.88	9.06	9.24
台湾ドル	(TWD)	2.977 ~ 3.260	3.347	3.21	3.16	3.25	3.31	3.37
香港ドル	(HKD)	11.110 ~ 12.467	12.795	12.24	11.98	12.24	12.37	12.50
中国人民元	(CNY)	13.872 ~ 15.549	16.101	15.37	15.10	15.47	15.69	15.90
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ~ 77.50	80.19	77.24	76.23	78.51	80.00	81.51
タイバーツ	(THB)	2.824 ~ 3.301	3.405	3.23	3.18	3.29	3.33	3.37
インドネシアルピア	(100IDR)	0.883 ~ 0.998	1.022	0.969	0.949	0.969	0.980	0.990
マレーシアリング	(MYR)	28.322 ~ 31.121	32.707	31.15	31.00	31.99	32.32	32.99
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ~ 2.380	2.409	2.34	2.33	2.41	2.46	2.49
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ~ 46.29	47.50	45.35	44.29	45.24	45.71	46.19
インドルピー	(INR)	1.578 ~ 1.781	1.832	1.74	1.74	1.79	1.83	1.85
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	48.504 ~ 53.771	55.228	52.49	50.27	52.20	53.33	53.89
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ~ 3.149	3.191	2.97	2.91	3.06	3.15	3.23
南アフリカランド	(ZAR)	9.741 ~ 10.690	10.923	10.00	9.79	10.56	11.03	11.41
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	42.174 ~ 49.503	49.643	47.50	46.50	48.72	50.53	51.05
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ~ 7.792	8.158	7.42	7.27	7.54	7.74	7.95

(注) 1. 実績の欄は3月28日まで。SPOTは4月26日の7時30分頃。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄は四半期末の予想レベル。