

エマージングマーケットウィークリー

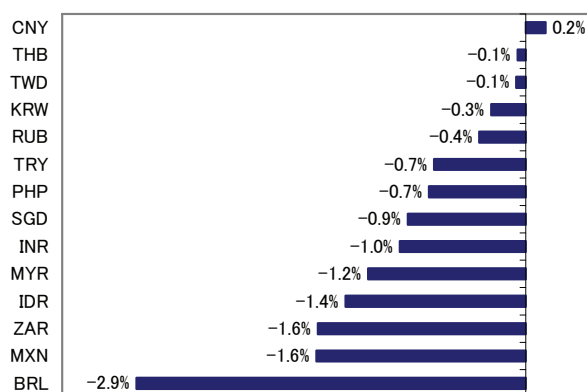
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

Tapering スタートを意識したドル買い

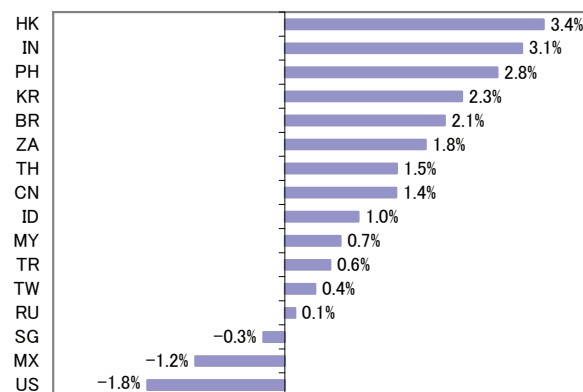
前週末の米株式市場が軟調だったことを受け、週明け 12 日のアジア時間はアジア通貨が対ドルで総じて下落する動きとなった。シンガポールドルは朝方発表されたシンガポール 4～6 月期の実質 GDP（改定値）は前期比年率 15.5%増と予想を上回る結果となり、一時 8 週間ぶり高値まで上昇したものの、その後は利食い売りに押し戻された。欧米時間には、翌日に米 7 月小売売上高の発表を控え、良好な結果に米量的緩和（QE）の縮小観測が強まるとの思惑からドル買いが優勢となり、エマージング通貨は下落。13 日も QE 縮小観測を背景にドルを買う流れが継続し、アジア通貨は弱含む展開となった。注目の米 7 月小売売上高が堅調な結果となると QE 縮小の思惑からドルが買われ、エマージング通貨は下押しされた。14 日のアジア時間もアジア通貨は軟調な動きとなり、マレーシアリングは 3 年ぶりの安値を更新した。その後発表されたユーロ圏 4～6 月期 GDP が予想を上回るとユーロが上昇する動きに、エマージング通貨はサポートされた。だが、15 日は QE 縮小観測を背景としたドル買い圧力が残る中でエマージング通貨は上値重く推移している。こうした状況下、BRL が大幅に下落したほか、ZAR、IDR などが引き続き軟調な推移となっている。

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: ブラジルボベスバ指数、MX: メキシコボルサ指数

来週のエマージングマーケット

ドル相場依存の中でも選別の動き

米経済指標の結果次第で
振らされる状況は継続。

エマージング通貨は FRB の tapering 観測を材料に振らされる展開が続いており、来週は発表される米住宅関連指標の結果や FOMC 議事要旨を受けたドル相場の反応に振らされそうである。まず、今晚に 7 月住宅着工があるほか、21 日（水）には 7 月中古住宅販売、23 日（金）には 7 月新築住宅販売が発表される。また、21 日（水）には FOMC 議事要旨（7 月 30～31 日開催分）が公表される。8 月は FOMC が予定されていないこともあり、9 月の FOMC を占う上で大きな注目が集まろう。

各 EM 通貨の置かれた状況を整理する必要。

こうした状況下、大きな流れはドル相場に依存しているものの、エマージング通貨の中で選別の動きが強まっており、各通貨の置かれた状況を整理しておく必要性が高まっている。韓国ウォンは多額の経常黒字を背景に底堅く推移しているものの、1 ドル=1110 ウォン近辺では介入警戒感が広がっており、上値は限定的となっている。

マレーシアリングは 3 年ぶり安値を更新している。経常収支の黒字が急速に縮小しているほか、QE 縮小観測に伴い新興国から先進国へと資金の逆流が起こり易くなっている中、外国人投資家による国債保有比率が高いうえに、ナジブ政権の財政再建への取り組みが遅いとの見方から売られている。

また、フィリピンペソに関しては、7 月 29 日にフィリピン中央銀行のテタンコ総裁が 1 ドル=42～44 ペソが「良いレンジだ」との認識を示しており、44 台近辺まで売られる局面では介入が警戒されている。

エマージングマーケット：地域別

エマージングアジア

インドネシアの外貨準備は
減少が続く。

インドネシア銀行（中央銀行、BI）が 14 日に発表した 7 月末時点の外貨準備高は前月から▲54.2 億ドル減の 927 億ドルとなった。外貨準備の減少は 3 か月連続であり、2013 年は 7 か月中 6 か月で外貨準備が前月比で減少となっている。今年に入り、BI はオンショアマーケットのドル需要の 3 分の 1 を占めるとされる国営石油ガス会社プルタミナおよび国営電力会社ペルサハーン・リストリク・ネガラ（PLN）に対して直接ドルを供給（要するに為替介入）しており、外貨準備が減少するのは自然なことである。インドネシアルピアは 15 日に 2009 年 6 月以来、約 4 年 2 か月ぶりの安値をつけているが、外貨準備の減少に伴い、いずれ為替介入を続ける余裕が無くなるとの不安が市場で広がっていることが下げを加速していると指摘できる。しかし、インドネシアの外貨準備高は 6 月末時点で 1000 億ドルを割り込み、7 月末時点では 900 億ドル近くまで減っ

ているが、現在の規模でも直ぐに外貨流動性危機に陥るような水準ではない。ルピア安の背景には貿易収支の悪化に基づく需給の悪化があり、世界経済の回復ペースが緩慢であることを考えると輸出の伸びには期待できないため、景気引締めによって輸入を抑制することで対応することが必要となりそうである。15日に開催された金融政策決定会合では、後述するように流動性吸収措置が発表されたが、景気に配慮して利下げには踏み込んでおらず、金融政策の方向性は間違っていないものの、中途半端な感も否めない。

金融政策は引締め方向。

15日に開催された金融政策決定会合では、政策金利であるBIレートを6.50%に据え置くことを決定した。また、銀行間取引金利の下限となる預金ファシリティ金利(FASBI)は4.75%、上限となる貸出ファシリティ金利は6.75%からそれぞれ変更はなかった。一方で、①中銀預金証書(Bank Indonesia Deposit Certificate : SDBI)の発行、②預貸率の上限引き下げ、③預金準備率の引き上げ、によってルピアの過剰流動性を吸収する方針を示した。先週の本欄でも述べたが、インドネシアの銀行間取引金利(JIBOR)は、その下限金利となるFASBIに張り付くように推移していることから、FASBIの引き上げがJIBORに影響を及ぼすことになり、BIレートの引き上げ自体は対外的に利上げを印象付ける程度の効果しかない。また、JIBORがFASBIに張り付いて推移しているということは市場でルピアが余剰であることの現れであり、今回の流動性吸収措置によってJIBORがFASBIから上離れしてくる可能性がある。BIレートの引き上げは対外的インパクトが大きいほか、FASBIの引き上げにしても利上げとの印象は残る。だが、流動性吸収によってインターバンク金利が上昇するならば金融引締め効果が得られるため、このような苦肉の策に出たのかもしれない。通貨価値とインフレ率を安定させることや経常収支の持続可能性を確保するためには、成長を多少犠牲にしても引締めの金融政策が必要となる筈であり、今回の決定は方向性としては間違っていないと思われる。

インドはルピー安抑制策を相次いで発表。

だが、小手先対応だけではルピー防衛は難しい。

米国が量的緩和(QE)の縮小に向けて動きだす中、巨額の経常赤字を背景にインドルピーは売り進められており、8月6日には1ドル=62ルピーに迫り過去最安値を更新した。インドルピーは年初来で▲10%超下落しており、ルピー安によるインフレ圧力が徐々に顕在化しつつある。インド7月卸売物価指数(WPI)は前年比5.8%上昇と市場予想の同5.0%上昇を上回り、6月の同4.9%上昇から加速した。インド準備銀行(中央銀行、RBI)は先月に流動性調節ファシリティ(LAF)におけるMSF(限界常設ファシリティ)とRBIが市中銀行に貸し出す際の金利であるバン

クレートを 10.25%に引き上げたほか、流動性引締め措置を導入し、ルピー安抑制を試みているが思うような効果は得られていない。そうした中、インドのチダムバラム財務相は 12 日、経常赤字の削減策として金や銀、一部品目の輸入関税を引き上げる方針を示した。また、政府系金融機関である電力融資公社（PFC）、インドインフラ金融公社（IIFCL）、インド鉄道金融公社（IRFC）の 3 社によるソブリン債の発行や外貨借入の規制緩和によって外貨流入を促進することを発表した。12 日の段階では輸入関税の引き上げに関し具体的な内容は明らかにされなかったが、翌 13 日にインド財務省は金とプラチナの輸入関税率を 8%から 10%に引き上げたほか、銀の関税率も 6%から 10%に引き上げられた。インドの経常赤字は原油と金の輸入が主な押し上げ要因となっており、インド政府は今年に入ってこれまで 1 月と 6 月に金の関税引き上げを実施し、今回で 3 度目の引き上げとなったわけだが、こうした策の効果については懐疑的な見方が多い。また、RBI は 14 日に国内勢による資金アウトフローに対する規制強化を発表した。発表された規制は以下の 3 点である：(1) 自動的認可ルートにおける（同国企業が認可申請なしで実施できる）海外直接投資の金額を従来は自己資本の 400%から 100%に引き下げ (2) 個人の居住者が自由送金スキーム（LRS Scheme）に基づいて海外に自由に送金できる金額の上限を年 20 万ドルから 7.5 万ドルへ減額 (3) LRS に基づく送金による海外不動産購入の禁止。なお、今回新たに規制対象となったものであっても、従来どおり RBI による認可ルートを通じて投資活動を行うことはできる。政府・中銀はルピー安に対処すべく様々な対策を打っているものの、大きな成果は挙げられていない。結局のところ、ルピーが下落している理由は経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」であり、これらを改善する改革が実行されなければルピー相場の脆弱性は解消できない。特に、財政赤字はクラウドディングアウトによってインド経済の成長力を阻害している懸念があり、早急に財政再建を進めるべきだろう。

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							
9日(金)	中国	7月	消費者物価指数	前年比、%	2.8	2.7	2.7
9日(金)	中国	7月	鉱工業生産	前年比、%	8.9	8.9	9.7
9日(金)	中国	7月	固定資産投資	前年比、%	20.0	20.1	20.1
9日(金)	中国	7月	小売売上高	前年比、%	13.5	13.3	13.2
9日(金)	中国	7月	新規融資	億元	6,400	8,605	6,999
12日(月)	インド	6月	鉱工業生産	前年比、%	▲ 1.1	▲ 2.8	▲ 2.2
12日(月)	シンガポール	4～6月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	3.5	3.7	3.8
12日(月)	インド	7月	輸出	前年比、%	—	▲ 4.6	11.6
13日(火)	フィリピン	6月	輸出	前年比、%	8.1	▲ 0.8	4.1
14日(水)	インド	7月	卸売物価指数	前年比、%	5.00	4.86	5.79
15日(木)	シンガポール	6月	小売売上高	前年比、%	2.3	3.1	▲ 4.0
15日(木)	インドネシア		金融政策決定会合	%	6.50	6.50	6.50
15日(木)	フィリピン	6月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%	5.6	5.3	5.8
16日(金)	インドネシア	4～6月期	経常収支	百万USDドル	—	▲ 5,270	
16日(金)	台湾	4～6月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	2.30	2.27	
16日(金)	シンガポール	7月	輸出(除く石油)	前年比、%	▲ 2.9	▲ 8.9	▲ 0.7
19日(月)	タイ	4～6月期	実質GDP	前年比、%	3.3	5.3	
20日(火)	台湾	7月	輸出受注	前年比、%	▲ 0.7	▲ 3.5	
21日(水)	タイ		金融政策決定会合	%	2.50	2.50	
21日(水)	マレーシア	7月	消費者物価指数	前年比、%	2.0	1.8	
21日(水)	マレーシア	4～6月期	実質GDP	前年比、%	4.8	4.1	
22日(木)	中国	8月	HSBC製造業PMI(速報値)		48.2	47.7	
23日(金)	台湾	7月	鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.30	▲ 0.43	
23日(金)	シンガポール	7月	消費者物価指数	前年比、%	—	1.8	
中東欧・アフリカ							
9日(金)	ロシア	6月	貿易収支	億ドル	137	150	136
9日(金)	ロシア		金融政策決定会合		4.50	4.50	4.50
9日(金)	ロシア	4～6月期	実質GDP	前年比、%	2.0	1.6	1.2
12日(月)	トルコ	6月	鉱工業生産	前年比、%	—	1.0	4.2
14日(水)	南アフリカ	6月	実質小売売上高	前月比、%	3.0	6.0	1.9
15日(木)	トルコ	6月	経常収支	億ドル	▲ 51	▲ 75	
15～16日	ロシア	7月	鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.2	0.1	
19～20日	ロシア	7月	実質小売売上高	前年比、%	3.7	3.5	
19～20日	ロシア	7月	設備投資	前年比、%	▲ 1.0	▲ 3.7	
20日(火)	トルコ		金融政策決定会合	%	—	3.50	
21日(水)	南アフリカ	7月	消費者物価指数	前年比、%	—	5.5	
ラテンアメリカ							
9日(金)	メキシコ	5月	鉱工業生産	前年比、%	0.1	0.3	▲ 2.4
14日(水)	ブラジル	6月	小売売上高	前年比、%	2.0	4.4	1.7
15日(木)	ブラジル	6月	経済活動指数	前年比、%	2.70	2.28	2.35
20日(火)	メキシコ	4～6月期	実質GDP	前年比、%	2.5	0.8	
21日(水)	メキシコ	6月	小売売上高	前年比、%	▲ 0.1	0.1	
23日(金)	ブラジル	7月	経常収支	百万USDドル	—	▲ 3,953	

(注) 2013年8月16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 1～7月期(実績)	SPOT	2013年 9月	12月	2014年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(KRW)	1054.49 ～ 1162.90	1115.55	1130	1140	1130	1110	1130
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.947	29.90	29.90	29.80	29.60	29.80
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7543	7.76	7.76	7.76	7.77	7.77
中国人民元	(CNY)	6.1203 ～ 6.2492	6.1109	6.12	6.11	6.10	6.09	6.10
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2860	1.2701	1.27	1.28	1.27	1.26	1.28
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 31.53	31.28	31.10	31.40	31.10	30.90	31.30
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 10330	10405	10300	10400	10450	10350	10500
マレーシアリング	(MYR)	2.9570 ～ 3.2536	3.2780	3.22	3.25	3.23	3.18	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.181	43.803	43.00	43.20	42.90	42.40	42.80
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21095	21200	21300	21300	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 61.213	61.444	61.50	60.50	60.50	60.00	61.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7456 ～ 1.9740	1.9328	1.90	1.95	1.95	2.00	2.05
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.3727	32.9786	32.80	33.00	33.20	33.60	34.00
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.3692	9.9758	9.90	10.20	10.30	10.60	10.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	1.9419 ～ 2.3016	2.3407	2.30	2.35	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4618	12.8198	12.80	13.00	13.00	13.10	13.20
対円								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(100KRW)	8.084 ～ 9.303	8.734	8.67	8.77	8.94	9.28	9.29
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.253	3.28	3.34	3.39	3.48	3.52
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	12.565	12.63	12.89	13.02	13.26	13.51
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	15.944	16.01	16.37	16.56	16.91	17.21
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	76.71	77.17	78.13	79.53	81.75	82.03
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.115	3.15	3.18	3.25	3.33	3.35
インドネシアルピア	(100IDR)	0.883 ～ 1.062	0.936	0.951	0.962	0.967	0.995	1.000
マレーシアリング	(MYR)	28.322 ～ 34.195	29.722	30.43	30.77	31.27	32.39	32.31
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.224	2.28	2.31	2.35	2.43	2.45
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	46.19	46.23	46.95	47.42	48.13	48.84
インドルピー	(INR)	1.578 ～ 1.876	1.586	1.59	1.65	1.67	1.72	1.72
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	48.453 ～ 56.623	50.409	51.58	51.28	51.79	51.50	51.22
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	2.954	2.99	3.03	3.04	3.07	3.09
南アフリカランド	(ZAR)	9.299 ～ 11.252	9.767	9.90	9.80	9.81	9.72	9.72
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	42.174 ～ 51.020	41.624	42.61	42.55	42.98	42.92	42.86
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.600	7.66	7.69	7.77	7.86	7.95

(注) 1. 実績の欄は7月31日まで。SPOTは8月16日の10時40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。