

エマージングマーケットウィークリー

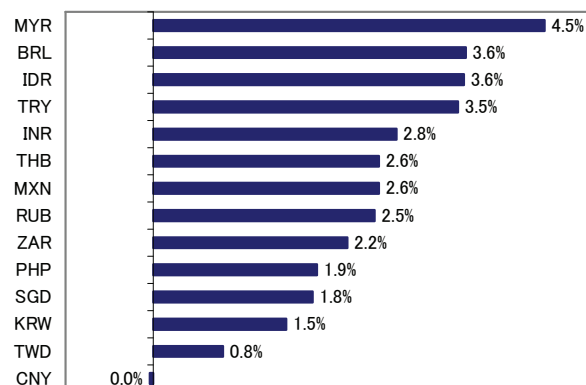
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

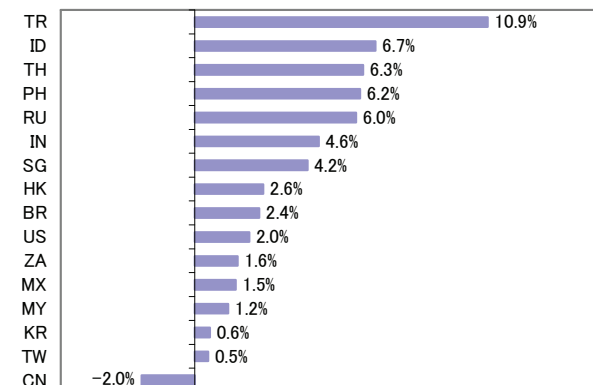
tapering 先送りに伴う巻き戻し

先週末 15 日に元米財務長官のローレンス・サマーズ氏が FRB の次期議長候補から降りると表明し、オバマ米大統領がサマーズ氏の決断を受け入れたとの声明を発表した。市場では、同じく次期 FRB 議長として有力視されているイエレン FRB 副議長に比べて相対的にタカ派とみられていたことから、週明け 16 日の金融市場はドル売りで反応した。アジア通貨は堅調に推移し、欧米時間に入っても NY ダウ平均が上昇する中でリスクオンムードが広がり、エマージング通貨は買い進められた。しかし、17 日は FOMC を前に上値追いには慎重で、アジア通貨は利食い売りが先行した。18 日は FOMC の結果を控えて動き難さがあったものの、株高に連れてアジア通貨は上昇する展開。注目の FOMC で市場予想に反して tapering 先送りが決定されると、新興国への資金流入が一気に強まりエマージング通貨は大幅に上昇した。翌 19 日のアジア時間も tapering 先送り決定を消化し、アジア株もアジア通貨も急激に買い進められた。その後は良好な米経済指標を背景にドルが買い戻され、エマージング通貨も上げ幅を縮小している。こうした状況下、tapering 観測が浮上して以降に大きく売り進められてきた通貨を中心に大幅反発となり、相対的に底堅い値動きが続いていた TWD や KRW の上昇は限定的となった。

エマージング通貨騰落率(対ドル)



エマージング株式騰落率



(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

(資料) Bloomberg

来週のエマージングマーケット

短期的にはエマージング通貨が一段と上昇する可能性があるが...

FRB の梯子はずし。

9 月 17～18 日に開催された注目の FOMC は現状維持を決定した。市場では、月間 850 億ドルの資産購入の減額 (tapering) を確実視し、焦点はその額やフォワードガイダンス強化の有無となっていたことから、大きなサプライズとなった。この決定を受け、米金利低下に連れたドル売りの流れや米株価上昇を好感しエマージング通貨は大幅に上昇している。

後ろ倒しリスクは増したが、
年内 tapering スタートが
依然としてメインシナリオ。

バーナンキ FRB 議長の記者会見では、「あらかじめ決まった予定はないことを強調したい」としたうえで、「データがわれわれの基本予想を裏付ければ、年内に始めることが可能だ」と述べており、tapering の年内開始は依然としてメインシナリオである。しかしながら、6 月記者会見のときに言及された「2014 年半ばの QE 終了」に今回は触れることをせず、tapering スタートも QE 終了も後ろ倒しになるリスクが強まったのは確かであろう。また、利上げについても「失業率が 6.5% を著しく下回るまでは実現しない可能性もある」と発言するなど、総じてハト派色の強い内容だった。

イエレン副議長の昇格は
EM 資産買い材料。

冒頭でも取り上げたが、先週末 15 日に元米財務長官のローレンス・サマーズ氏が FRB の次期議長候補から身を引いたため、イエレン FRB 副議長が次期 FRB 議長に就任するとの見通しが強まっている。サマーズ氏はイエレン副議長と比べ相対的にタカ派とみられていたため、サマーズ氏優勢の報道が強まると米金融政策の正常化が加速するとの思惑も広がった。だが、イエレン副議長が昇格となれば現在の政策がそのまま踏襲される可能性が高く、今回の FOMC の決定も併せ見れば、市場は FRB の緩和的な金融政策が長期化するとの見方に傾き易い。

EM 通貨の下落...

5 月以降、tapering 観測が浮上したことでエマージング通貨は大荒れとなった。米 10 年債金利が 1.6% から 9 月には 3.0% 近辺まで上昇する中で、新興国市場からはそれまで流れ込んでいた資金が逆流し、エマージング通貨は急落。インドルピー、ブラジルレアル、インドネシアルピア、南アフリカランド、トルコリラ等はこの期間に▲10% 超の下落となり、インドルピーに関しては▲20% に迫る下落となる局面もあった。

...9 月以降の買い戻し。

9 月に入ってから、米 8 月雇用統計の弱い結果やシリア情勢の緊張緩和等を背景にドル売りの流れとなったことから、新興国通貨は買い戻されてきたが、FOMC における tapering 見送りはこの動きを後押ししよう。

中国の持ち直しは EM 通貨
買いの流れを後押し。

中国経済が持ち直しの動きを強めていることも、アジア新興国通貨を中心にポジティブ材料である。中国経済は 7 月以降に持ち直しの動きが見え始め、8 月は一段と回復ペースが加速しており、こうした動きの持続性を確かめるべく、23 日（月）に発表される中国 9 月 HSBC 製造業 PMI（速報値）には注目したい。市場では 50.8 と前月の 50.1 から加速すると予測されており、期待通りの結果となれば一段と新興国への資金流入が活発化する可能性がある。

中長期的には、引き続き
新興国資産に慎重。

但し、中長期的な視野に立った場合、新興国資産への投資はやはり慎重にみておきたい。既に述べたが、FRB の tapering に関しては、年内開始が既定路線というのがメインシナリオであり、仮に年明けに持ち越されたとしても、FRB が金融政策の正常化に向かうことに変わりはない。四半期に 1 度公表される FOMC メンバーによる FF 金利誘導目標の予想パスをみると、2015 年末時点の誘導目標の中心は 1.0%程度で 6 月末時点と変わらず、今回新たに発表された 2016 年末時点の誘導目標の中心はバラツキがあるものの、概ね 2.0%程度を想定している。

米 10 債金利は tapering 見送りを受けて急落したとはいえ 2.7%近辺であり、tapering 観測が浮上した 5 月と比べれば状況は全く異なる。米 2 年債金利も 5 月の 0.20%近辺から 9 月には 0.53%台まで上昇したものの、足許では 0.30%近辺まで低下しており、更なる低下余地は乏しくなっている。FRB が出口戦略のタイミングを模索する状況下、新興国を取り巻く環境が 5 月以前に戻ることはなく、新興国資産への投資は躊躇われるだろう。

経常赤字国通貨は脆弱。

5 月以降のエマージング通貨は経常赤字国の通貨ほど売られ易い傾向にあったが、足許では売られた通貨を中心に大きく反発している。だが、経常赤字国はそれまでの投資資金が引き揚げられる場合はもちろんのこと、新たな投資資金の流入が滞るだけでも需給面で通貨売り圧力が強まる構造となる。韓国等を筆頭に経常黒字国の通貨は底堅い値動きが期待されるものの、経常赤字国の通貨は中長期的にみれば引き続き下落トレンドにあると考えておきたい。

RBI は金利据え置きの方算。

インドでは本日（日本時間 14:30 予定）、今月 4 日にインド準備銀行（中央銀行、RBI）の総裁に就任したラグラム・ラジャン氏の下で初めて行われる金融政策決定会合が予定されている。ラジャン総裁は 4 日の総裁就任時の記者会見において「準備銀スタッフや有識者との議論を経て、今

後 3 か月をかけて金融政策の枠組みを見直す」と述べたうえ、通貨の安定は「究極的には低いインフレ率を実現することにほかならない」と言及した。通貨ルピーが急落し、物価も再び上昇に転じた現状を踏まえると、これらの発言は約 2 年ぶりの利上げを実施する可能性を示唆していたものとみられる。今回の会合は、当初は 18 日（水）に開催される予定だったが、ラジャン総裁が就任に伴い「十分な時間が欲しい」として本日に延期されたわけだが、実際には 17～18 日に行われた FOMC の結果を見極めた上で政策判断を下したいと考えていた節がある。上述したように、FOMC では予想に反して tapering が先送りされたことからルピーは 61 台まで買い戻されており、懸案であるルピー安は一服している。ラジャン総裁の狙い通りかどうかは定かではないものの、ルピー防衛を目的とした利上げを決断する時間的余裕ができた格好となった。ブルームバーグの調査では全員が今回会合での金利据え置きを予想しているように、今会合は現状維持で切り抜ける公算が大きい。しかし、インド経済を取り巻く環境が改善したわけではなく、むしろ悪化したとさえ言える。

改革なくして好転なし。

また、9 月 2 日にインド上院において国家食糧安全保障法案が可決された。8 月 27 日にインド下院も通過しており、ムカジー大統領による署名を経て成立した。この法案は、人口約 12 億人の 3 分の 2 にあたる 8 億人の貧困層に対し低価格で穀物等を提供するもので、これに係る補助金支出が財政を圧迫する公算が大きい。来年春までに実施される総選挙を睨んだバラマキ的な施策であり、財政赤字と経常赤字の「双子の赤字」が一段と悪化することが懸念される。財政赤字削減目標を達成しながら補助金を増やすには、インフラ投資の予算を削らざるを得ないこととなり、この場合も供給制約が問題となってインド経済の成長を阻害することになる。結局、痛みを伴う必要な改革を行わずして現在の状況が好転することは有り得ず、引き続きインドの先行きは厳しいと言わざるを得ない。

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						
13日(金)	シンガポール	7月 小売売上高	前年比、%	▲ 1.5	▲ 4.1	▲ 7.8
16日(月)	フィリピン	7月 海外労働者 (OFW) 送金	前年比、%	5.7	5.8	6.6
16日(月)	インド	8月 卸売物価指数	前年比、%	5.70	5.79	6.10
17日(火)	シンガポール	8月 輸出(除く石油)	前年比、%	2.4	▲ 1.9	▲ 6.2
18日(水)	マレーシア	8月 消費者物価指数	前年比、%	2.0	2.0	1.9
20日(金)	インド	金融政策決定会合	%	7.25	7.25	
23日(月)	中国	9月 HSBC製造業PMI(速報値)		50.9	50.1	
23日(月)	シンガポール	8月 消費者物価指数	前年比、%	2.1	1.9	
25日(水)	台湾	8月 輸出受注	前年比、%	1.3	▲ 0.5	
25日(水)	タイ	8月 輸出	前年比、%	▲ 1.0	▲ 1.48	
26日(木)	台湾	8月 鉱工業生産	前年比、%	2.15	2.07	
26日(木)	台湾	金融政策決定会合	%	1.875	1.875	
26日(木)	シンガポール	8月 鉱工業生産	前年比、%	5.2	2.7	
27日(金)	韓国	8月 経常収支	百万USD	-	6,771	
27日(金)	タイ	8月 製造業生産	前年比、%	-	▲ 4.5	
中東欧・アフリカ						
13日(金)	ロシア	金融政策決定会合		4.50	4.50	4.50
16日(月)	ロシア	8月 鉱工業生産	前年比、%	0.0	▲ 0.7	0.1
17日(火)	トルコ	金融政策決定会合	%	3.50	3.50	3.50
18日(水)	ロシア	8月 実質小売売上高	前年比、%	4.2	4.4	4.0
18日(水)	ロシア	8月 設備投資	前年比、%	1.6	2.5	▲ 3.9
18日(水)	南アフリカ	7月 実質小売売上高	前月比、%	3.9	1.4	2.8
18日(水)	南アフリカ	8月 消費者物価指数	前年比、%	6.4	6.3	6.4
19日(木)	南アフリカ	金融政策決定会合		5.00	5.00	5.00
ラテンアメリカ						
13日(金)	ブラジル	7月 経済活動指数	前年比、%	2.89	2.35	3.38
23日(金)	メキシコ	7月 小売売上高	前年比、%	-	▲ 1.9	
24日(火)	ブラジル	8月 経常収支	百万USD	-	▲ 9,018	
26日(木)	メキシコ	8月 貿易収支	百万ペソ	-	1,440	

(注) 2013年9月20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 1～8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	1070.62	1110	1110	1100	1090	1100
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.531	29.90	29.90	29.80	29.60	29.70
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7536	7.76	7.76	7.76	7.77	7.77
中国人民元	(CNY)	6.1064 ～ 6.2492	6.1212	6.12	6.11	6.09	6.07	6.08
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2468	1.27	1.27	1.27	1.26	1.28
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.31	31.05	32.10	32.00	31.40	31.00	31.20
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 11433	10847	11200	11300	11300	11300	11500
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.1493	3.29	3.30	3.23	3.19	3.23
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	43.055	44.10	44.00	43.20	42.60	42.80
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21135	21200	21300	21300	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	61.775	67.00	68.00	68.00	68.50	69.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7456 ～ 2.0730	1.9607	2.00	2.05	2.05	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.3727	31.6684	33.00	33.20	33.30	33.60	34.00
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	9.7144	10.30	10.60	10.80	11.00	11.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	1.9419 ～ 2.4549	2.2017	2.30	2.35	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4618	12.7145	13.20	13.20	13.30	13.40	13.40
対円								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(100KRW)	8.084 ～ 9.303	9.285	8.83	9.01	9.18	9.45	9.55
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.366	3.28	3.34	3.39	3.48	3.54
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	12.821	12.63	12.89	13.02	13.26	13.51
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	16.240	16.01	16.37	16.58	16.97	17.27
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	79.73	77.17	78.74	79.53	81.75	82.03
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.202	3.05	3.13	3.22	3.32	3.37
インドネシアルピア	(100IDR)	0.849 ～ 1.062	0.916	0.875	0.885	0.894	0.912	0.913
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.566	29.79	30.30	31.27	32.29	32.51
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.309	2.22	2.27	2.34	2.42	2.45
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	47.04	46.23	46.95	47.42	48.13	48.84
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.609	1.46	1.47	1.49	1.50	1.52
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	46.872 ～ 56.623	50.701	49.00	48.78	49.27	49.05	48.84
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.139	2.97	3.01	3.03	3.07	3.09
南アフリカランド	(ZAR)	9.241 ～ 11.252	10.233	9.51	9.43	9.35	9.36	9.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	39.764 ～ 51.020	45.151	42.61	42.55	42.98	42.92	42.86
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.819	7.42	7.58	7.59	7.69	7.84

(注) 1. 実績の欄は8月30日まで。SPOTは9月20日の7時55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。