

エマージングマーケットウィークリー

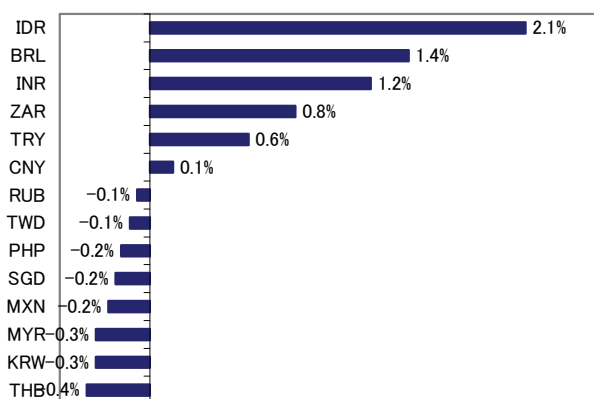
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

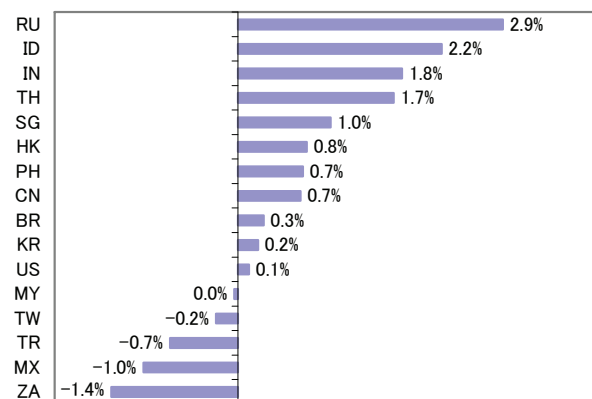
米財政協議睨みの展開

週初 7 日は、米財政協議に進展がみられず先行き不透明感が広がる中、リスク資産への投資は控えられ、アジア通貨は総じて上値重い展開。欧米時間にドル売りが強まり、一旦はエマージング通貨も上昇したが、米株式市場が下落する動きに反落。翌 8 日も米財政問題の先行き不透明感が払拭できない状況下、アジア通貨は方向感の乏しい展開に。欧米時間に入ると、米財政協議に進展がみられないことを背景にドル売りが進み、エマージング通貨も買いが強まったが、NY ダウ平均が軟調に推移するとリスク回避の動きからエマージング通貨は売り戻された。9 日は米株式市場の下落を受けてアジア株式市場も売りが先行すると、アジア通貨は軒並み下落した。その後は、リスク回避ムードが緩和する中、ドルがユーロの対して買い戻される中で、エマージング通貨はまちまちの動きとなった。10 日は米債務上限引き上げ期限である 17 日が迫る中、リスク回避ムードからアジア株が軟調となるとアジア通貨は売りが優勢に。しかしその後、米政府と議会が歩み寄り、デフォルトが回避されるとの観測が強まると、株価が大きく上昇する動きにエマージング通貨は買い進められた。こうした状況下、IDR や BRL、INR といったこれまでの下落が置きい通貨を中心に買い戻しが優勢となった。

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

米財政協議の進展とリスク回避姿勢の後退

米財政協議に神経質な相場。

米財政協議の行方を睨みながら、新興国の株式市場は方向感に欠ける展開が続いている。NY ダウ平均を始めとして先進国の株式市場では下落トレンドとなっているが、新興国の株式市場ではおおむね横ばいの国が目立つ。但し、米国と経済的結び付きの強いメキシコ等は、米国株の下落に併せて軟調に推移している。

為替市場でも、エマージング通貨は膠着状態となっている。米財政協議の行き詰まりを背景にドル売りが強まる場面もみられるが、一方で軟調な米株式市場の動きに表れている通り、投資家はリスク回避姿勢を強め易い状況であることから、エマージング通貨は積極的には買い進め難い。

難航する米財政協議に進展の兆し。デフォルト回避の公算。

米国の政府機関が閉鎖されてから 10 日が経過したが、債務上限引き上げの期限である 17 日（木）が迫る中、民主・共和両党はお互いを批判するばかりで事態打開の兆しは見えない状況が続いてきた。だが、ここへ来て事態は急速に進展しつつある。下院共和党は 10 日、無条件で 11 月 22 日まで債務上限を引き上げる方針を決定した。オバマ大統領は政府機関閉鎖の解除と債務上限引き上げを望むとして首を縦には振っていないものの、短期とはいえ無条件での引き上げであり、上院民主党が反対するとは考え難く、デフォルト（債務不履行）は回避されることがほぼ確実となった。

和らぐリスクオフムード。

金融市場は共和党案を受けてリスク回避姿勢を後退させており、10 日の米株式市場では NY ダウ平均が 323.09 ドル（2.2%高）上げて 15126.07 ドルで引けた。市場のリスク許容度を示す代表的な数値である VIX 指数（別名、恐怖指数）も、tapering 観測から新興国株式市場が急落した 6 月以来の高水準から急激に低下している。

債務上限引き上げ合意で株式市場は上昇へ。
為替市場ではドル買い。
EM 通貨は上値重く。

来週 17 日（木）までには、米議会が債務上限引き上げで合意に達する可能性が高く、世界的に株式市場が上昇すると同時に、為替市場ではドルを買い戻す動きが広がるだろう。新興国市場では、投資家のリスクセンチメントの改善を背景に株式市場は上昇が期待される。一方で、為替市場の反応はやや複雑で、株高の動きに併せてエマージング通貨も買いが先行する可能性が高いが、ドル買い地合いの中ではエマージング通貨の上値は押さえられよう。

また、債務上限の一時的な引き上げと共にデフォルトが回避されたとしても、今の案では 1 か月程度で再び債務上限の問題が浮上するために、米財政問題に対する懸念が完全に払拭されるわけではない。米政府機関の閉鎖も行方がわからず、リスク選好一辺倒の相場展開は期待できない。

イエレン副議長昇格は
EM 資産にポジティブだが、
概ね織り込み済み。

オバマ大統領は次期 FRB 議長にイエレン FRB 副議長を指名した。FRB100 年の歴史の中で初の女性議長となる。対抗馬であった元米財務長官のローレンス・サマーズ氏が 9 月 15 日に次期 FRB 議長候補から身を引いていたため、多くがイエレン氏の議長就任を予想しており驚きはない。イエレン氏はバーナンキ議長よりもハト派と目されており、米国の緩和的な金融政策が長期化するとの憶測を呼び易く、新興国市場にとってはポジティブ材料である。但し、イエレン副議長の昇格は市場で概ね織り込まれていると思われることから影響は限定的だろう。

中国経済は回復を確認。
但し、2014 年は減速へ。

最近のアジア通貨の底堅さには、中国経済の持ち直しが効いている面がありそうだが、来週にかけては中国の主要経済指標が発表される。12 日（土）に 9 月貿易統計があり、7 月以降の景気持ち直しには当局による景気対策に加え外需の回復も寄与しており、特に輸出の動向に注目したい。また、18 日（金）には 9 月工業生産、9 月社会固定資産投資、9 月社会消費品小売総額（小売売上高）のほか、7～9 月期 GDP が発表される予定である。中国の李克強首相は 10 日に 1～9 月期（年初来）に GDP は 7.5%を超える成長となった模様と述べている。市場では 7～9 月期 GDP が前年比 7.8%増と 4～6 月期の同 7.6%増から加速し、1～9 月期（年初来）では前年比 7.6%増と予測されている。当局は 7 月に景気対策を導入するなど 2013 年の成長目標である 7.5%を死守しようと手を打っているほか、外需回復の後押しもあって、現状では目標達成の可能性が高そうである。但し、2014 年にかけては、7%台前半まで成長率が鈍化すると見る向きが多い。例えば、IMF（国際通貨基金）は 8 日公表した世界経済見通し（World Economic Outlook October 2013）において、中国の成長見通しを 2013 年が 7.6%、2014 年は 7.3%と予測している。中国は労働力人口の減少に直面しているほか、李首相は経済構造調整を重視しており、これらの要因が中国経済の成長率を押し下げる見通しである。膨張するシャドーバンキングや不動産価格の上昇に関して今は目を瞑っているが、2013 年の目標を実現すれば、その後は再び構造調整路線に舵を切る公算が大きく、中国経済は緩やかに減速すると考えておきたい。

人民元相場は安定重視。

国慶節の大型連休（10月1～7日）明けの8日、中国人民銀行（中央銀行、PBoC）は対ドルでの基準値を過去最高値に設定した。その後は元安設定が続いたが、これは米財政協議の難航を背景にドルが主要通貨に対して下落したことが影響したとみられる。多くの通貨が対ドルで減価する状況では、人民元を対ドルで横ばいに維持するだけでも他通貨対比では上昇することになるため、中国当局が人民元切り上げ阻止を狙っていると考えerべきではないだろう。一方で、実勢相場の動きをみると、過去数週間に亘って人民元は対ドルで極めて狭いレンジ相場となっており、基準値と実勢相場の乖離（現状は実勢相場が基準値よりも元高水準）が縮小している。市場では、11月の中国共産党第3回全体会議（三中全会）を控え、相場安定を望むPBoCが主要銀行に対しドル買いを支持しているとの見方がある。中国当局の為替政策を考えた場合、本日にかけて開催されているG20財務相・中央銀行総裁会議や米為替政策報告書の公表等を控えて、対外的に人民元切り上げをアピールするために基準値を高値誘導しつつも、実勢相場は主要行を通じた介入によって安定を図っているということかもしれない。

BIは金利据え置きも
更なる利上げ余地が残る。

インドネシア中央銀行（BI）は8日に開いた金融政策決定会合で、政策金利であるBIレートを7.25%に据え置いた。市場金利の下限となる預金ファシリティ金利（FASBI）と上限となる貸出ファシリティ金利も変更を加えず、それぞれ5.50%と7.25%で現状維持となった。BIは現在のサイクルで合計150bpの利上げを行っているが、補助金付き燃料価格の引き上げ等に伴う高水準のインフレ率に鑑みれば、さらに25bp程度の追加利上げの可能性がある。足許では、FRBがtaperingを見送ったことで新興国からの資金流出懸念が緩和しているが、遅くとも年明けにはtaperingがスタートする公算が大きい。再び新興国市場が動揺する場合には、通貨安とそれに伴うインフレ圧力を緩和するために、一段の利上げを迫られることも有り得る。ルピア相場は9月以降下げ止まっているものの、景気減速下における高インフレ、経常収支赤字に加え2014年には選挙を控えて政策不透明感も高まり易く、ファンダメンタルズは脆弱である。経常収支は景気減速に伴う輸入の縮小などから徐々に改善していくとみられるものの、2014年も赤字は継続する見通しである。経常赤字縮小によってルピア売り圧力は和らぐと思われるが、現状の水準は国営石油会社と国営電力会社の中銀がドルを直接供給（≒為替介入）している結果であり、今の相場水準がファンダメンタルズを十分反映しているとは言えず、引き続き、ルピアは下落余地があると考えer。

IDRはファンダメンタルズ
反映しているとは言えない。

RBIはMSF レート引き下げ。 インド準備銀行 (RBI、中央銀行) は 7 日、限界貸出ファシリティ (MSF) レートを従来の 9.5% から 9.0% へと引き下げた。RBI はスバラオ前総裁の下でルピー安防衛を目指し 7 月に MSF レートを 200bp 引き上げたが、9 月 20 日に開催した金融政策決定会合において、ラジャン新総裁は政策金利であるレポレートを 25bp 引き上げて 7.5% にすると同時に、過度な流動性逼迫に対処するために、MSF レートを 75bp 引き下げていた。ラジャン総裁はルピー相場が落ち着いてくれば、MSF レートを従来通りレポレート+100bp に戻すとしていたことから、今回の決定に驚きはない。8 月末には 1 ドル=68 ルピー台後半まで値を下げていたが、FRB の tapering 見送り等を背景に 61 台まで戻しており、ルピー安定よりも流動性逼迫の解消に軸足を移した模様である。但し、足許でルピー相場は安定しつつあるものの、FRB の tapering は年内もしくは年明けにもスタートするとみられ、再び下落圧力が高まる可能性がある。インド当局は現状に慢心することなく、経常赤字と財政赤字の「双子の赤字」の改善に向けて地道に行動する必要がある。

ブラジル中銀は利上げ。
あと 1 回の利上げか。 ブラジル中央銀行は 9 日の金融政策委員会において、政策金利である Selic レートを 50bp 引き上げ、9.50% とすることを全会一致で決めた。利上げは 5 会合連続で、4 月以降の利上げ幅は 225bp となった。今会合での利上げは市場予想通りであり、利上げの有無よりも中銀の金融引締めスタンスに変化がみられるかが焦点となっていたが、発表された声明文は前回 8 月の文言を繰り返す格好となった。声明文で発信される情報は極めて限られるため、詳細は 17 日 (木) に公表される金融政策委員会議事録を待たなければならないものの、当局の物価抑制スタンスに変わり無く、利上げサイクルは継続する公算が大きい。市場では 11 月にさらに 25bp の利上げを行い、それ以降は政策金利を据え置き見込んでいる。

米為替政策報告書の季節。 米財務省は毎年 4 月と 10 月に『半期に 1 度の国際経済と為替政策に関する報告書 (為替政策報告書)』を議会に提出している。近年は国際会議等、何らかの理由付けによって後ろ倒しになることが常態化しているが、今年 4 月の同報告書は期限どおり提出され、2009 年 10 月以来となる期限遵守となった。但し、米政府機関が閉鎖に追い込まれている状況下、同報告書が期限どおり提出されるかどうかは定かではない。

中国が最大の焦点だが、
韓国にも注目。 近年、同報告書に対する関心は主に中国を「為替操作国」として認定するかどうかであるが、最近では韓国に対して米国の視線が厳しくなっていることも注目点である。

徐々に強まる韓国への圧力。 これまでの変遷を振り返ると、2012 年 5 月に公表された報告書で「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるとともに、より柔軟な為替レート（制度）を採用するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」として韓国を牽制。

同年 11 月の報告書では「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるとともに、為替介入データの公表を含めて外国為替市場の透明性向上を約束するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」と一段と具体的な指摘となった。

さらに、2013 年 4 月の報告書では「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるとともに、日本やブラジル、インド、ロシアのような新興国と同様、為替介入データの公表を含めて外国為替市場の透明性向上を約束するよう韓国当局に圧力を掛け続ける。我々はまた、（設計、時期、説明に関し）資本フローを制限や通貨高圧力の緩和よりも金融セクターのリスク低減を目的としてマクロブロードデンス政策を実施することを約束するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」として、米国は一層厳しい視線を韓国に向けている印象である。

過去 3 回連続で圧力が増しているが、今回の報告書でも表現が強まるのかどうかは注視したい。

MAS の政策見直しは
現状維持が濃厚。

シンガポールでは 14 日（月）にシンガポール金融管理局（MAS）の政策見直しが行われる予定である。市場では、7～9 月期 GDP は前期比年率▲4.1%とマイナス成長が見込まれているものの、前年比では 3.8%増と前期と変わらず高水準になると予測されている。また、8 月のインフレ率は前年比 2.0%上昇と 4 か月連続で上昇し、コアインフレ率もじりじりと上昇してきている状況である。外国人雇用に関する規制が段階的に強化されることに鑑みれば、賃金上昇によるインフレ圧力は継続する公算が大きい。こうした環境下、MAS の政策見直しでは現状の「小幅且つ緩やかな S ドル高誘導」を維持し、誘導ペース、バンド幅、バンドの中心値も全て変更なしを予想したい。市場でも同様の見方が大勢であり、MAS 政策見直しが為替市場に与える影響は限定的だろう。

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						
4日(金)	マレーシア	8月 輸出	前年比、%	4.7	4.5	12.4
4日(金)	フィリピン	7月 消費者物価指数	前年比、%	2.4	2.1	2.7
4日(金)	インド	9月 Markitサービス業PMI		-	47.6	44.6
7日(月)	台湾	9月 消費者物価指数	前年比、%	0.10	▲ 0.80	0.83
7日(月)	台湾	9月 輸出	前年比、%	▲ 1.2	3.6	▲ 7.0
8日(火)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.25	7.25	7.25
8日(火)	中国	9月 HSBCサービス業PMI		-	52.8	52.4
10日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	2.50	2.50	2.50
10日(木)	マレーシア	8月 鉱工業生産	前年比、%	7.5	7.5	2.3
10日(木)	フィリピン	8月 輸出	前年比、%	20.0	2.3	20.2
10日(木)	インド	9月 輸出	前年比、%	-	13.0	11.2
11~15日	中国	9月 新規融資	億元	6,750	7,113	
11日(金)	インド	8月 鉱工業生産	前年比、%	2.1	2.6	
12日(土)	中国	9月 輸出	前年比、%	5.5	7.2	
14日(月)	中国	9月 消費者物価指数	前年比、%	2.8	2.6	
14日(月)	シンガポール	8月 小売売上高	前年比、%	▲ 5.1	▲ 7.8	
14日(月)	シンガポール	7~9月期 実質GDP(速報値)	前年比、%	3.8	3.8	
14日(月)	インド	9月 卸売物価指数	前年比、%	6.00	6.10	
15日(火)	フィリピン	8月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	5.9	6.6	
16日(水)	タイ	金融政策決定会合	%	2.50	2.50	
17日(木)	シンガポール	9月 輸出(除く石油)	前年比、%	▲ 3.0	▲ 6.2	
18日(金)	中国	7~9月期 実質GDP	前年比、%	7.8	7.5	
18日(金)	中国	9月 鉱工業生産	前年比、%	10.2	10.4	
18日(金)	中国	9月 固定資産投資	前年比、%	20.3	20.3	
18日(金)	中国	9月 小売売上高	前年比、%	13.4	13.4	
中東欧・アフリカ						
4日(金)	ロシア	9月 消費者物価指数	前年比、%	6.2	6.5	6.1
8日(火)	トルコ	8月 鉱工業生産	前年比、%	4.1	4.7	▲ 0.1
10~11日	ロシア	8月 貿易収支	億ドル	145	133	
10日(木)	南アフリカ	8月 製造業生産	前年比、%	1.2	5.4	
11日(金)	トルコ	8月 経常収支	億ドル	▲ 21	▲ 58	
15~16日	ロシア	9月 鉱工業生産	前年比、%	0.5	0.1	
16日(水)	南アフリカ	9月 実質小売売上高	前月比、%	-	2.8	
18~21日	ロシア	9月 実質小売売上高	前年比、%	3.8	4.0	
18~21日	ロシア	9月 設備投資	前年比、%	0.7	▲ 3.9	
ラテンアメリカ						
9日(水)	ブラジル	9月 IPCAインフレ率	前年比、%	5.85	6.09	5.86
9日(水)	メキシコ	9月 消費者物価指数	前年比、%	3.48	3.46	3.39
11日(金)	メキシコ	9月 鉱工業生産	前年比、%	0.1	▲ 0.5	
15日(火)	ブラジル	8月 小売売上高	前年比、%	5.4	6.0	
16~17日	ブラジル	8月 経済活動指数	前年比、%	1.10	3.38	

(注)2013年10月11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 1～9月期(実績)	SPOT	2013年 12月	2014年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(KRW)	1054.49 ~ 1162.90	1070.01	1085	1085	1085	1065	1070
台湾ドル	(TWD)	28.913 ~ 30.228	29.395	29.70	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ~ 7.7664	7.7545	7.76	7.76	7.76	7.76	7.77
中国人民元	(CNY)	6.1064 ~ 6.2492	6.1133	6.10	6.09	6.06	6.06	6.05
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ~ 1.2862	1.2485	1.26	1.26	1.26	1.26	1.27
タイバーツ	(THB)	28.56 ~ 32.48	31.32	32.00	31.40	31.00	30.70	31.00
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ~ 11730	11160	11500	11650	11650	11650	11800
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ~ 3.3377	3.1792	3.26	3.26	3.24	3.18	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ~ 44.820	43.080	43.80	43.50	42.90	42.10	42.40
ベトナムドン	(VND)	20798 ~ 21243	21105	21300	21300	21400	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ~ 68.845	61.360	65.00	66.00	67.00	67.00	68.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7456 ~ 2.0841	1.9758	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ~ 33.5878	32.2031	32.00	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ~ 10.5096	9.9095	10.00	10.20	10.50	10.80	11.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	1.9419 ~ 2.4549	2.1804	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ~ 13.4664	13.0817	12.70	12.80	13.00	13.00	13.20
対円								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(100KRW)	8.084 ~ 9.303	9.199	9.03	9.22	9.12	9.48	9.72
台湾ドル	(TWD)	2.977 ~ 3.480	3.349	3.30	3.38	3.34	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ~ 13.366	12.693	12.63	12.89	12.76	13.02	13.38
中国人民元	(CNY)	13.872 ~ 16.919	16.101	16.07	16.42	16.34	16.67	17.19
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ~ 82.45	78.84	77.78	79.37	78.57	80.16	81.89
タイバーツ	(THB)	2.824 ~ 3.497	3.142	3.06	3.18	3.19	3.29	3.35
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ~ 1.062	0.882	0.852	0.858	0.850	0.867	0.881
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ~ 34.195	30.961	30.06	30.67	30.56	31.76	32.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ~ 2.510	2.285	2.24	2.30	2.31	2.40	2.45
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ~ 49.70	46.64	46.01	46.95	46.26	47.20	48.37
インドルピー	(INR)	1.407 ~ 1.876	1.604	1.51	1.52	1.48	1.51	1.53
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	46.874 ~ 56.623	49.818	49.49	49.50	47.83	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ~ 3.319	3.057	3.06	3.08	3.02	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.241 ~ 11.245	9.933	9.80	9.80	9.43	9.35	9.45
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	39.764 ~ 51.020	45.143	43.56	43.48	42.13	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ~ 8.457	7.524	7.72	7.81	7.62	7.77	7.88

(注) 1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10月11日の11時15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。