

エマージングマーケットウィークリー

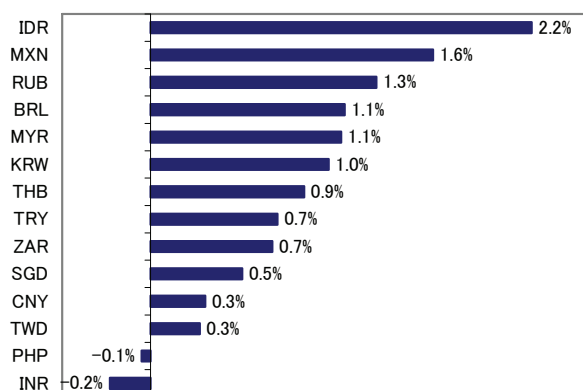
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

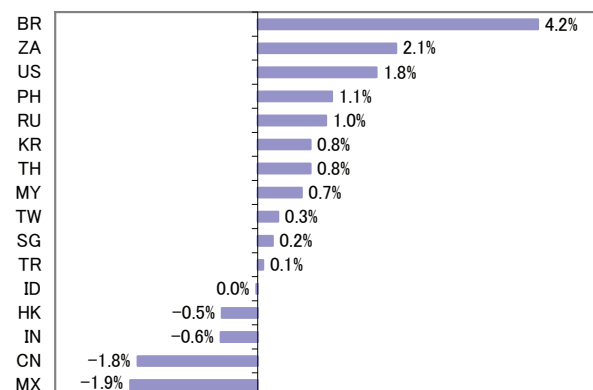
米財政協議決着、リスクオン、ドル売りの反応

週末に発表された中国9月貿易統計において輸出が予想を下回る伸びに留まったほか、米債務上限引き上げ問題に進展が見られない中、アジア株は軟調に推移。為替市場でもアジア通貨は売りが優勢となったものの、SGDについてはシンガポール7～9月期GDPが予想を上回る成長となったほか、シンガポール金融管理局（中央銀行、MAS）が「緩やかなSGD高誘導」政策を維持したことから上昇した。その後、米財政協議に楽観論が広がるにエマージング通貨買いが進み、翌15日のアジア時間にかけてもアジア通貨が選好された。しかし、独10月ZEW景況感指数の予想を下回る結果を受けたユーロ売りに連れてエマージング通貨は弱含み。その後は米財政協議の動向を睨みながら方向感の定まらない展開となった。16日のアジア時間は、米財政協議の行方を楽観する向きがやや優勢となる中でアジア通貨は上昇。欧米時間に株式市場が大幅上昇となると、エマージング通貨は買い進められた。17日のアジア時間には、遂に米財政協議が暫定的ながら決着すると、リスクオンムードからアジア通貨は総じて上昇し、その後もドル売り地合いの中でエマージング通貨は堅調な展開となった。こうした状況下、IDRやMXNを中心に大半の通貨が上昇した一方で、INRとPHPは僅かながら値を下げている。

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: ブラジルボベスバ指数、MX: メキシコボルサ指数

(資料) Bloomberg

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。

来週のエマージングマーケット

米財政協議から米金融政策へ

米財政協議は決着。

米上下両院はニューヨーク時間の 16 日夜に、連邦債務上限を引き上げ、政府機関の閉鎖を解除するための法案を可決。日付が変わった 17 日未明、オバマ米大統領は同法案に署名し、米国はデフォルトを回避するとともに、今月 1 日から続いていた政府機関閉鎖は解除されることとなった。

但し、暫定的な措置であり、年末から年明けにかけて再び混乱するリスク。

同法成立により、政府資金は 2014 年 1 月 15 日まで手当てされるほか、連邦債務の上限は 2 月 7 日まで引き上げられるが、年明け早々に再び政府機関閉鎖の危機に直面する恐れがある。

米金融緩和長期化観測からエマージング資産に追い風。

あくまで暫定的措置ではあるものの、米財政協議がいったん終結したことでドルが買い戻されても良い状況かと思われるが、市場はドル売りで反応している。財政協議の合意内容が問題の先送りに過ぎないほか、今回の騒動で米景気に先行き不透明感が高まったこともあり、ドルを積極的には買い進め難い。また、次期 FRB 議長にイエレン FRB 副議長が指名されたことで米金融緩和が長期化するとの憶測を呼び易い中、**tapering** スタートは年明けに持ち越されたとみる向きが増えている。**tapering** 観測の後退に伴い短期的には新興国への資金流入が期待でき、エマージング通貨にも上昇圧力が掛かりそうである。

米 9 月雇用統計に注目。
但し、良好な結果となっても年内 **tapering** は難しい印象。

政府機関が再開され、米労働省は、延期されていた 9 月雇用統計は 22 日（火）に発表されるとしており、再び市場の注目が米金融政策の行方へと向かっている中で注目が集まる。依然として、年内 **tapering** スタートの可能性は否定しないが、政府機関閉鎖の影響から経済指標の発表が遅れているうえ、今後逐次発表される指標は正確さに欠ける恐れもある。エバンス・シカゴ連銀総裁は講演で「量的緩和第 3 弾での資産購入ペースを調整する時期が来たと判断するには、まだ経済統計が十分そろっていない」と発言したほか、米経済が政府機関閉鎖の悪影響をどのように乗り切ったかを示すデータが揃い、経済の実態を評価できるようになるまでには「数回の会合」が必要になる公算が大きいと述べている。

政治の混乱が金融政策の変更を阻む構図。

また、9 月 FOMC における **tapering** 先送り判断が政治動向を意識しての決定だったとするならば、当然 12 月 FOMC でも政治の混乱が片付くまで金融政策の変更に二の足を踏む可能性が高く、**tapering** スタートは後ずれすることが予想される。年末にかけて再び米議会が攻防を繰り広げ、今回と同じ騒動が繰り返されることが懸念される状況下、やはり

tapering スタートは後ろ倒しになるリスクが多い印象である。

上述したように、米金融緩和の継続観測が高まっている現状においては、リスクオンムードの中でエマージング通貨が上昇する余地がある。バーナンキ FRB 議長が議会証言で tapering の可能性を示唆した 5 月 22 日を起点とした場合、主要なエマージング通貨で上昇しているのは PLN の 6.7% に、KRW の 4.9%、HUF の 4.7% が続く。そのほか、SGD が 2.2%、TWD が 1.5%、CNY が 0.5% の上昇となっており、欧州通貨や東アジア通貨の上昇が目立つ。一方で、IDR が▲12.2%、INR が▲9.4% と二桁近い下落となっているほか、TRY が▲6.0%、BRL が▲4.8%、PHP が▲4.3%、MYR が▲4.2%、THB が▲3.6% となっており、経常収支が赤字の国が大きく売られているほか、ASEAN 通貨が軟調である。

韓国当局はウォン高を牽制。

こうした中、本日（18 日）に韓国の当局者は、韓国への資金フローと為替の動きを投機的な取引かどうか注視すると発言した。また、韓国が為替市場のボラティリティを抑制し、その手段を持っていることに変わりはないと述べており、急速なウォン高に対する牽制が行われている。韓国ウォンを筆頭に東アジア通貨は経常黒字を背景としたドル売り・自国通貨買い需給を裏づけとして買い進められていると思われるが、当局の介入によって上値を押さえられる可能性がある。

EM 通貨に買い戻し余地。
但し、年明けの tapering
スタートを意識すると
上昇余地は限られる。

tapering 観測後に売られた通貨がどこまで買い戻されるかが注目されるが、確かに短期的には tapering の先送り、リスクオンムードの中でエマージング通貨に買い戻しの余地がありそうだが、重要なことは、遅くとも年明けには tapering スタートが見えているということである。それを踏まえれば、5 月 22 日以降の下落分を全て戻すとは考え難く、現状、大雑把に半分程度下落分を取り戻していることに鑑みれば、上昇余地も左程残されているとは言えないだろう。下値リスクはかなり軽減されたとみられるが、一段と買い進めるには更なる材料が必要になってくるとというのが今の評価ではないだろうか。

中国の経済指標の改善が
続くかに注目。

市場のリスクオンムードが続くか否かに関し、中国経済の動向には注目が集まるだろう。本日は 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おり、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 7.7%増と予測されている。また、24 日(木)には中国 10 月 HSBC 製造業 PMI (速報値)の発表があるが、10~12 月期の景気を占う上でも注目したい。9 月は速報値が 51.2 と大きく上昇したものの、確報値では 50.2 に大幅に下方修正され、中国経済の先行きに懸念が生じた。但し、内訳をみると新規受注や輸出受注は伸びが加速しており、ヘッドラインほど悪い結果とは言えず、10 月も景気の緩やかな回復が持続しているか確認したい。

CNYは8月半ばからレンジ。 中国人民元のスポット市場は8月半ばから狭いレンジで推移してきたが、これは大手国営銀行による定期的なドル買いが人民元の上昇を押さえてきたとの指摘がある。こうした大手国営銀行によるドル買いは中国人民銀行(中央銀行、PBoC)の要請に基づいて行われているとみられており、PBoC は対ドルでの基準値を引き上げる一方でスポットレート(実勢レート)は横ばいに据え置くことを望んでいると評価する向きが多かった。この結果として基準値と実勢レートの乖離は縮小し、政府が日中変動幅を一段と拡大するための地均しとの見方もある。

今週はレンジを突破。
日々最高値を更新する展開。

膠着感の強い時間帯が続いてきた人民元だが、今週は値動きが激しくなっている。週末に発表された中国 9 月貿易統計において輸出が前年比▲0.3%と市場予想の同 5.5%増に対し予想外のマイナスとなったことから、人民元上昇を期待する向きは少なかった。ところが、週初 14 日に PBoC は基準値を過去最高値に設定したことから人民元買いが強まり、実勢レートは人民元切り上げ後の最高値を更新。翌 15 日の基準値は元安方向に設定されたものの、実勢レートは 2 日連続で過去最高値を更新した。これまで人民元の上値を押さえてきたとされる大手国営銀行によるドル買いも観測されず、市場では 11 月の中国共産党第 18 期第三回全体会議(三中全会)を控え、人民元の変動幅拡大もしくは更なる資本市場改革が発表されるとの思惑が広がっている。16 日には節目となる 6.10 も割り込み、17 日も一時 6.09 台半ばまで買い進められて、4 日連続で最高値を更新する展開となった。

CPI を睨んだ切り上げか？

当局の真意は分かりかねるが、いま人民元切り上げを進める要因を考えると、国外要因として、G20 財務相・中央銀行総裁会議は先週末に閉幕しており、そのほかには米為替政策報告書の公表を控えていることが挙げられる。国内要因としては、市場で憶測を呼んでいる通り、三中全会を控えて人民元国際化に向けて人民元改革への意欲を示しているとの見方は一理あろう。15 日には英国と中国の両国が英ポンドと人民元の直接

取引を開始することを明らかにしたほか、「人民元適格外国機関投資家 (RQFII)」制度の下で、ロンドンの投資家に 800 億元の投資枠も認めた。但し、筆者としては別の視点に注目している。PBoC が基準値を最高値に設定した 14 日には、中国 9 月消費者物価指数 (CPI) が発表されている。9 月 CPI は前年比 3.1% 上昇と前月の同 2.6% 上昇から加速し、春節 (旧正月) のあった 2 月以来 7 か月ぶりに市場予想の同 2.8% 上昇を上回る伸びを見せた。中国国家统计局が「9 月の CPI の大幅上昇には、中秋節や国慶節 (建国記念日) など季節性の要因が影響している」と分析している通り、9 月の大幅上昇は特殊要因が効いているとみられる。だが、それを考慮しても、2013 年の CPI は緩やかな上昇トレンドにあることから、人民元切り上げペースを若干早めたのではないかと推察される。ADB (アジア開発銀行) と IMF (国際通貨基金) の予測によれば、2013 年の CPI 上昇率は 2.5~2.7% 程度となる見通しであり、人民元の切り上げ幅も 2.0~2.5% 程度で着地するとみておきたい。

MAS は政策維持を決定。
SGD は底堅いと予想。

シンガポール金融管理局 (MAS) は 14 日、半期に 1 度の通貨政策見直しを行い、現状の「小幅且つ緩やかなシンガポールドル高誘導」を維持することを決定した。シンガポールドルの名目実効為替レート (NEER) を誘導する際の傾斜 (誘導ペース)、バンド幅、バンドの中心値は全て変更無しとなり、市場のコンセンサス通りの決定と言える。同時に発表されたシンガポール 7~9 月期の実質 GDP は前期比年率▲1.0% とマイナス成長となったものの、市場予想の同▲4.0% ほどは落ち込まなかった。4~6 月期が同 16.9% 増の高成長となった反動も小さく、2013 年 1~9 月期までの平均成長率は前年比 3.2% 増と、2013 年の政府見通しである 2.5~3.5% の上限付近の成長を実現している。物価に関しては、MAS は賃料、商業用自動車価格、人件費の上昇が価格に転嫁され、コア CPI が押し上げられるリスクを警戒している。失業率は労働力人口の伸び率鈍化に伴い過去平均を下回っているが、外国人雇用に関する規制が段階的に強化されることなどに鑑みれば労働需給の逼迫は継続する公算が大きく、賃金上昇によるインフレ圧力も継続するだろう。世界経済が緩慢ながらも回復を続ける中、タカ派と称される MAS の金融政策は引き締めスタンスが続くとみられ、S ドルは底堅い推移が予想される。

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						
11日(金)	インド	8月 鉱工業生産	前年比、%	2.0	2.8	0.6
12日(土)	中国	9月 輸出	前年比、%	5.5	7.2	▲ 0.3
14日(月)	中国	9月 新規融資	億元	6,750	7,113	7,870
14日(月)	中国	9月 消費者物価指数	前年比、%	2.8	2.6	3.1
14日(月)	シンガポール	8月 小売売上高	前年比、%	▲ 5.4	▲ 8.2	▲ 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	4.2	5.1
14日(月)	インド	9月 卸売物価指数	前年比、%	6.00	6.10	6.46
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	6.8
16日(水)	タイ	金融政策決定会合	%	2.50	2.50	2.50
17日(木)	シンガポール	9月 輸出(除く石油)	前年比、%	▲ 2.8	▲ 6.8	▲ 1.2
18日(金)	中国	7～9月期 実質GDP	前年比、%	7.8	7.5	7.8
18日(金)	中国	9月 鉱工業生産	前年比、%	10.2	10.4	10.2
18日(金)	中国	9月 固定資産投資	前年比、%	20.3	20.3	20.2
18日(金)	中国	9月 小売売上高	前年比、%	13.5	13.4	13.3
21日(月)	台湾	9月 輸出受注	前年比、%	0.2	0.5	
23日(水)	台湾	9月 鉱工業生産	前年比、%	0.10	▲ 0.70	
23日(水)	シンガポール	9月 消費者物価指数	前年比、%	2.0	2.0	
23日(水)	マレーシア	9月 消費者物価指数	前年比、%	2.3	1.9	
24日(木)	中国	10月 HSBC製造業PMI(速報値)		-	51.2	
24日(木)	タイ	9月 輸出	前年比、%	-	3.9	
24日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.50	3.50	
25日(金)	韓国	7～9月期 実質GDP(速報値)	前年比、%	3.1	2.3	
25日(金)	シンガポール	9月 鉱工業生産	前年比、%	5.7	3.5	
25日(金)	タイ	9月 製造業生産	前年比、%	-	▲ 3.1	
中東欧・アフリカ						
11日(金)	トルコ	8月 経常収支	億ドル	▲ 21	▲ 59	▲ 20
15日(火)	ロシア	9月 鉱工業生産	前年比、%	0.5	0.1	0.3
16日(水)	南アフリカ	8月 実質小売売上高	前年比、%	1.1	2.9	3.0
18～21日	ロシア	9月 実質小売売上高	前年比、%	3.9	4.0	
18～21日	ロシア	9月 設備投資	前年比、%	0.7	▲ 3.9	
23日(水)	トルコ	金融政策決定会合	%	-	4.50	
23日(水)	南アフリカ	9月 消費者物価指数	前年比、%	5.9	6.4	
ラテンアメリカ						
11日(金)	メキシコ	9月 鉱工業生産	前年比、%	0.1	▲ 0.2	▲ 0.7
15日(火)	ブラジル	8月 小売売上高	前年比、%	4.8	6.0	6.2
16日(水)	ブラジル	8月 経済活動指数	前年比、%	1.50	3.38	1.32
21日(月)	メキシコ	8月 小売売上高	前年比、%	-	1.3	
25日(金)	ブラジル	9月 経常収支	百万USDル	▲ 2,900	▲ 5,505	
25日(金)	メキシコ	金融政策決定会合	%	3.50	3.75	
25日(金)	メキシコ	9月 貿易収支	百万ペソ	-	▲ 2,342	

(注) 2013年10月18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	1063.60	1085	1085	1085	1065	1070
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.365	29.70	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7540	7.76	7.76	7.76	7.76	7.77
中国人民元	(CNY)	6.1064 ～ 6.2492	6.0997	6.10	6.09	6.06	6.06	6.05
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2394	1.26	1.26	1.26	1.26	1.27
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.48	31.04	32.00	31.40	31.00	30.70	31.00
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 11730	11125	11500	11650	11650	11650	11800
マレーシアリング	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.1477	3.26	3.26	3.24	3.18	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	43.065	43.80	43.50	42.90	42.10	42.40
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21115	21300	21300	21400	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	61.220	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	1.9671	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	31.8850	32.00	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	9.8277	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	2.1523	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	12.7890	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	9.216	9.03	9.22	9.12	9.48	9.72
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.338	3.30	3.38	3.34	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	12.641	12.63	12.89	12.76	13.02	13.38
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	16.070	16.07	16.42	16.34	16.67	17.19
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	79.09	77.78	79.37	78.57	80.16	81.89
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.158	3.06	3.18	3.19	3.29	3.35
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.881	0.852	0.858	0.850	0.867	0.881
マレーシアリング	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.140	30.06	30.67	30.56	31.76	32.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.276	2.24	2.30	2.31	2.40	2.45
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	46.42	46.01	46.95	46.26	47.20	48.37
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.601	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	49.830	49.49	49.50	47.83	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.074	3.06	3.08	3.02	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.241 ～ 11.245	9.974	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	45.542	43.56	43.48	42.13	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.664	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18日の8時50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。