

エマージングマーケットウィークリー

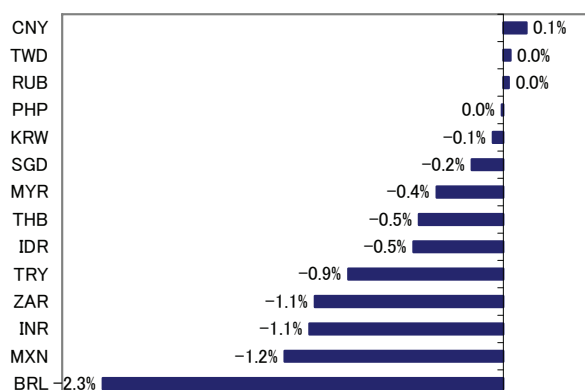
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

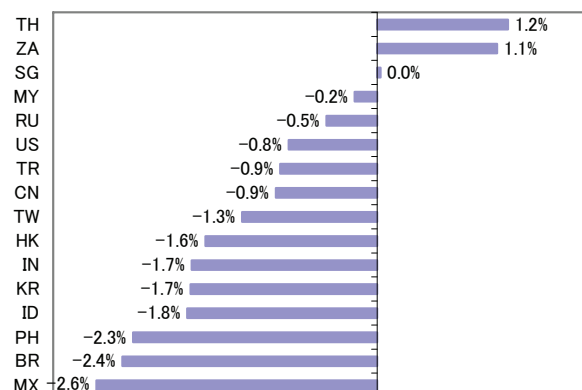
ECB の利下げと良好な米経済指標でドル買い

前週末に発表された米 10 月 ISM 製造業景気指数が 2011 年 4 月以来の最高となり、年内の tapering 観測が再び浮上すると、週明け 4 日のアジア時間は、殆どのアジア通貨が下落。タイバーツは「恩赦法案」をめぐる政治的な緊張が高まる中、タイ SET 指数が約 1 か月ぶりの安値をつけたことも嫌気されて売り進められた。その後はドル買いの流れも一服し、5 日のアジア時間にかけてエマージング通貨は下げ渋ったものの、ECB の利下げ観測を背景にユーロ売りが強まる動きに併せてエマージング通貨は再び売りが強まった。さらに、米 10 月 ISM 非製造業景気指数が予想を上回ったこともあってドル買い優勢の流れとなり、6 日にアジア通貨は弱含みで推移。だが、ECB 理事会での利下げ見送り観測が台頭すると、ユーロが買い戻される動きにエマージング通貨も連れ高となり、翌 7 日のアジア時間も流れを引き継ぎ、アジア通貨買いが先行した。しかし、欧州時間に ECB 理事会を控えて様子見ムードも強く、徐々に上値は重くなった。注目の ECB 理事会において、予想外の利下げが決定されるとユーロが急落する動きに併せてエマージング通貨は下落し、さらに米 7~9 月期 GDP（事前推定値）が予想を大幅に上回る結果となると、tapering 観測の強まりから株価が軟調となり、エマージング通貨は一段と値を下げた。こうした状況下、大半の通貨が下落し、特に中南米や中東欧アフリカ通貨の下げがきつかった。

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

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

年内 tapering に対する過度な期待は危険

ECB は予想外の利下げ

7日に開催された ECB 理事会では、市場予想に反して利下げが決定された。ユーロ圏 10 月消費者物価指数（HICP）が前年比 0.7%上昇へ急減速したことで、市場では年内の追加緩和に対する期待が俄かに盛り上がっていたわけだが、今回の理事会において利下げを予想する向きは極少数であった。具体的にみていくと、政策金利である主要リファイナンスオペ金利を 25bp 引き下げて過去最低の 0.25%とし、これに合わせて市場の上限金利となる限界貸出金利も 25bp 引き下げて 0.75%とした。一方、下限金利となる預金ファシリティ金利は 0.0%で据え置き、マイナス金利導入は見送った。この結果、金利コリドー（上限と下限の幅）は従来の 1.0%から 0.75%へ縮小している。

ユーロ売り継続

10 月後半にかけて、ドル売りの裏側で 2 年ぶり高値圏まで上昇していたユーロであるが、利下げなどに伴い反落している。ユーロの下落は ECB による利下げに加え、米経済指標が予想以上に強めの結果となっていることも影響している。

良好な米経済指標だが...

政府機関閉鎖の影響により 10 月分の米経済指標全般は下振れバイアスが強いが、米 10 月 ISM 製造業景気指数や米 10 月 ISM 非製造業景気指数を筆頭に、企業マインド関連指標が強い結果となった。さらに、7 日に発表された米 7～9 月期の実質 GDP 成長率（事前推定値）も前期比年率 2.8%増と市場予想の同 2.0%増を大幅に上回った。良好な経済指標の結果を受け、年内の tapering 観測が再び浮上してきており、ドル買い戻しが進んでいる。

米 7～9 月期 GDP は
ヘッドラインほど強くない

但し、米 7～9 月期の実質 GDP 成長率（事前推定値）の上振れは在庫投資が押し上げたことに加え、輸入が思いのほか伸びなかったことが効いている。個人消費は同 1.5%増と前期の同 1.8%増から減速したほか、在庫投資を除いた国内最終需要も同 1.7%増と前期の同 2.1%増から鈍化しており、ヘッドラインとは裏腹に決して強い結果だったとは言えない。

米 10 月雇用統計の結果が
来週の EN 通貨を左右

tonight には注目の米 10 月雇用統計の発表が予定されており、この結果が来週の為替市場の動向を占う上で非常に重要となるだろう。上述したように、これまでに発表された企業マインド指数等は米政府機関閉鎖の影響をさほど受けていないものの、米 10 月 ADP 雇用統計は前月比 13.0 万人増と市場予想の同 15.0 万人増を下回り、下方修正された 9 月分からも減

速が見られている。ソフトデータは良好な結果を維持しているものの、ハードデータである雇用統計に関しては弱めの結果を想定する向きが市場では依然として根強い（市場予想の中心：非農業部門雇用者数 前月比 12.0 万人増、失業率 7.3%）。米 10 月雇用統計が予想の範囲内の結果に留まるのであれば、早期の tapering スタートを意識したドル買いにも限界を感じるようになるだろう。

年内 tapering に対する
過度な期待は危険

10 月 29～30 日に開催された FOMC では、市場で一部が期待を寄せていたハト派方向への傾斜はみられず、依然として 12 月会合における tapering の可能性も残した。10 月 FOMC を受けて、12 月 tapering スタートの可能性を意識せざるを得ないものの、今後発表される経済指標は政府機関閉鎖の影響が表れてくると予想され、景気判断が難しくなると考えられるほか、9 月 FOMC における tapering 先送りが政治動向を意識しての判断だったと考えた場合、今後の政治スケジュールに照らせば、12 月や 1 月 FOMC での金融政策の変更はやはり不確実性が高い。そうした状況下、ドルを一段と買い進めるのも危険であり、押し目ではエマージング通貨に買いを入れる余地があろう。

中国の李首相は 7.2%成長
が必要と発言

中国の李克強首相は 10 月 21 日に中国の公式な労働組合連合である中華全国総工会向けの講演を行っている。李首相は講演の中で、中国は年間 1000 万人の雇用創出を保ち、都市部の失業率を 4%程度に維持する必要があり、この目標達成の為に政府は経済成長を最低でも 7.2%に維持しなければならないと述べている（第 12 次五ヵ年計画（2011～2015 年）では、年新規就業者数を累計で 4500 万人（年平均 900 万人）とする目標を設定している）。

成長目標引き下げか

李首相は同講演において、人事社会保障省による試算として「以前は 1 ポイントの成長率拡大で 100 万人の雇用を生んだが、今は 130 万～150 万人の雇用が生まれる」と指摘している。李首相は成長率 1%で 140 万人の雇用創出を前提に 7.2%の成長率が必要としている（ $140 \text{ 万} \times 7.2 = 1008 \text{ 万人}$ ）模様だが、150 万人を前提とすれば 6.7%程度の成長率でも 1000 万人の雇用創出が可能のほか、五ヵ年計画目標の 900 万人であれば成長率 1%で 130 万人の雇用創出を前提としても、7.0%程度の成長率で達成できるため、成長率目標の引き下げが可能だろう。

胡錦濤前政権の時代には、就業機会の十分な創出には年 8%の経済成長率が必要（いわゆる「保八」）との前提で経済運営が行われてきた。胡前政

権は、任期末期の 2012 年に目標成長率を 7.5%に引き下げ、習近平政権もこれまでのところ同目標を踏襲している。

中国の李克強首相は 7 月 23 日、今年の経済運営について、物価上昇率の上限を 3.5%前後、経済成長率の下限を 7.5%とすることを基本的な方針とすると述べた。7.5%の成長率は就業を維持する上で必要な数字とすると同時に、2020 年に GDP を 2010 年の 2 倍にする目標に向けて平均で前年比 6.9%の成長率を維持する必要がある、ボトムラインは 7.0%だと強調した。

来年の中国成長率目標は
7.0%に引き下げると予想

こうした経緯を踏まえると、年後半にある中央経済工作会议において明らかになる来年の成長率目標は引き下げられる可能性が高いと考える。今回の講演で述べた 7.2%とすることも十分ありうるが、これまでは 0.5%刻みで設定していたことに加え、過去の実際に成長率と目標の関係ではほとんどの年が成長率目標を上回っていたことに鑑みれば、7.0%に設定すると想定しておきたい。

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							
11月1日(金)	韓国	10月	消費者物価指数	前年比、%	1.0	0.8	0.7
1日(金)	韓国	10月	輸出	前年比、%	2.3	▲ 1.5	7.3
1日(金)	韓国	10月	HSBC製造業PMI		–	49.7	50.2
1日(金)	中国	10月	製造業PMI		51.2	51.1	51.4
1日(金)	中国	10月	HSBC製造業PMI		50.7	50.2	50.9
1日(金)	台湾	10月	HSBC製造業PMI		–	52.0	53.0
1日(金)	タイ	10月	消費者物価指数	前年比、%	1.44	1.42	1.46
1日(金)	インドネシア	10月	Markit製造業PMI		–	50.2	50.9
1日(金)	インドネシア	10月	消費者物価指数	前年比、%	8.44	8.40	8.32
1日(金)	インドネシア	9月	輸出	前年比、%	▲ 6.2	▲ 6.9	▲ 6.9
1日(金)	インド	10月	Markit製造業PMI		–	49.6	49.6
3日(日)	中国	10月	非製造業PMI		–	55.4	56.3
5日(火)	台湾	10月	消費者物価指数	前年比、%	1.05	0.84	0.64
5日(火)	中国	10月	HSBCサービス業PMI		–	52.4	52.6
5日(火)	シンガポール	10月	購買部景気指数		51.0	50.5	51.2
5日(火)	フィリピン	10月	消費者物価指数	前年比、%	3.2	2.7	2.9
5日(火)	インド	10月	Markitサービス業PMI		–	44.6	47.1
6日(水)	インドネシア	7～9月期	実質GDP	前年比、%	5.60	5.83	5.62
7日(木)	台湾	10月	輸出	前年比、%	▲ 1.0	▲ 7.0	▲ 1.5
7日(木)	マレーシア		金融政策決定会合	%	3.00	3.00	3.00
8日(金)	中国	10月	輸出	前年比、%	1.7	▲ 0.3	
8日(金)	マレーシア	9月	輸出	前年比、%	5.0	12.4	
9日(土)	中国	10月	消費者物価指数	前年比、%	3.3	3.1	
9日(土)	中国	10月	鉱工業生産	前年比、%	10.0	10.2	
9日(土)	中国	10月	固定資産投資	前年比、%	20.2	20.2	
9日(土)	中国	10月	小売売上高	前年比、%	13.4	13.3	
10～15日	中国	10月	新規融資	億元	5,800	7,870	
11日(月)	マレーシア	9月	鉱工業生産	前年比、%	2.0	2.3	
11～15日	インド	10月	輸出	前年比、%	–	11.2	
12日(火)	インド	9月	鉱工業生産	前年比、%	3.3	0.6	
12日(火)	フィリピン	9月	輸出	前年比、%	–	20.2	
12日(火)	インドネシア		金融政策決定会合	%	7.25	7.25	
14日(木)	韓国		金融政策決定会合	%	2.50	2.50	
14～22日	シンガポール	7～9月期	実質GDP(速報値)	前年比、%	5.0	5.1	
15日(金)	シンガポール	9月	小売売上高	前年比、%	–	▲ 7.8	
15日(金)	マレーシア	7～9月期	実質GDP	前年比、%	–	4.3	
15日(金)	フィリピン	9月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%	–	6.8	
15日(金)	インド	10月	卸売物価指数	前年比、%	6.90	6.46	
中東欧・アフリカ							
11月1日(金)	トルコ	10月	製造業PMI		–	54.0	53.3
1日(金)	ロシア	10月	製造業PMI		–	49.8	50.0
1日(金)	南アフリカ	10月	製造業PMI		50.0	50.0	50.7
4日(月)	トルコ	10月	消費者物価指数	前年比、%	7.20	7.88	7.71
6日(水)	ロシア	10月	サービス業PMI		–	51.5	51.2
6日(水)	ロシア	10月	消費者物価指数	前年比、%	6.1	6.1	
7日(木)	南アフリカ	9月	製造業生産	前年比、%	0.0	0.2	
8日(金)	トルコ	9月	鉱工業生産	前年比、%	2.1	▲ 0.1	
11日(月)	ロシア	9月	貿易収支	億ドル	154	138	
12～13日	ロシア	7～9月期	実質GDP(速報値)	前年比、%	1.4	1.2	
13日(水)	トルコ	9月	経常収支	億ドル	▲ 27	▲ 20	
13日(水)	南アフリカ	9月	実質小売売上高	前年比、%	–	3.0	
ラテンアメリカ							
11月1日(金)	ブラジル	9月	鉱工業生産	前年比、%	3.0	▲ 1.2	2.0
1日(金)	ブラジル	9月	製造業PMI		–	49.9	50.2
1日(金)	ブラジル	10月	貿易収支	百万USDドル	1,200	2,147	▲ 224
1日(金)	メキシコ	9月	海外労働者送金	百万USDドル	1,741	1,911	1,796
5日(火)	ブラジル	10月	サービス業PMI		–	50.7	52.1
7日(木)	ブラジル	10月	IPCAインフレ率	前年比、%	5.87	5.86	5.84
7日(木)	メキシコ	10月	消費者物価指数	前年比、%	3.33	3.39	3.36
11日(金)	メキシコ	9月	鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.6	▲ 0.7	
13日(水)	ブラジル	9月	小売売上高	前年比、%	4.8	6.2	
14～15日	ブラジル	9月	経済活動指数	前年比、%	3.6	1.32	

(注) 2013年11月8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 1～10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)	1054.35 ～ 1162.90	1063.00	1060	1060	1055	1040	1050
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.419	29.40	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7516	7.76	7.76	7.76	7.76	7.77
中国人民元	(CNY)	6.0773 ～ 6.2492	6.0912	6.07	6.07	6.05	6.03	6.05
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2438	1.25	1.26	1.25	1.25	1.26
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.48	31.35	31.20	31.40	31.00	30.70	31.00
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 11730	11401	11400	11650	11650	11550	11650
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.1862	3.18	3.20	3.19	3.16	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	43.250	43.10	43.50	42.90	42.20	42.30
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21102	21100	21300	21400	21400	21600
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	62.425	62.50	64.50	64.50	65.00	67.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7456 ～ 2.0841	2.0355	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	32.3895	32.00	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	10.2786	10.00	10.20	10.50	10.80	11.00
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	1.9419 ～ 2.4549	2.3061	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	13.2251	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	9.241	9.25	9.43	9.38	9.71	9.90
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.339	3.33	3.38	3.34	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	12.672	12.63	12.89	12.76	13.02	13.38
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	16.127	16.14	16.47	16.36	16.75	17.19
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	78.98	78.40	79.37	79.20	80.80	82.54
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.133	3.14	3.18	3.19	3.29	3.35
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.862	0.860	0.858	0.850	0.874	0.893
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	30.830	30.82	31.25	31.03	31.96	32.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.271	2.27	2.30	2.31	2.39	2.46
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	46.55	46.45	46.95	46.26	47.20	48.15
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.574	1.57	1.55	1.53	1.55	1.55
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	46.874 ～ 56.669	48.258	49.49	49.50	47.83	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.033	3.06	3.08	3.02	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.245 ～ 11.245	9.557	9.80	9.80	9.43	9.35	9.45
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	39.764 ～ 51.020	42.596	43.56	43.48	42.13	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.428	7.72	7.81	7.62	7.77	7.88

(注) 1. 実績の欄は10月31日まで。SPOTは11月8日の11時10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。