

エマージングマーケットウィークリー

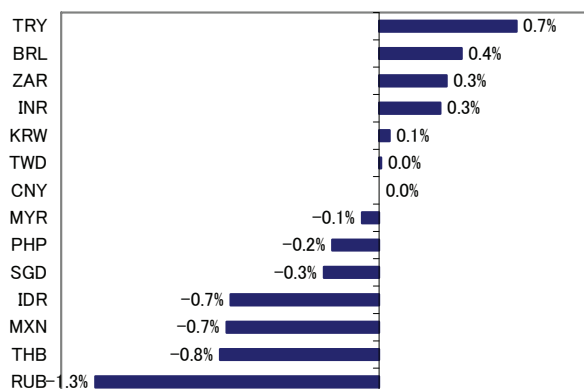
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

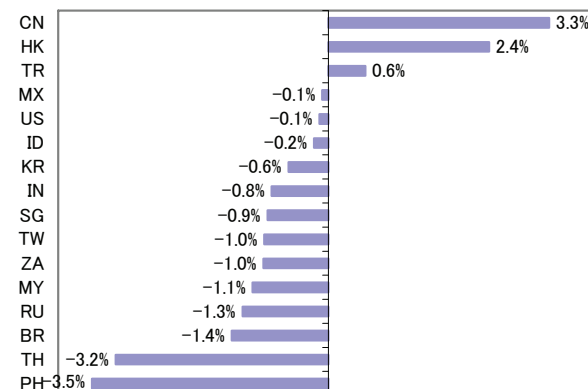
FOMC 議事要旨が変えた流れ

前週末に発表された米 11 月 NY 連銀製造業景気指数や米 10 月鉱工業生産が市場予想を下回り、tapering 観測が後退したことからドルが売られた流れを引き継ぎ、週明け 18 日のアジア時間はドル売り優勢の展開。マレーシアリングは前週末に発表された 7～9 月期 GDP が良好な結果となったことにも後押しされた。その後も、前週末に発表された中国共産党第 18 期中央委員会第 3 回全体会議（三中全会）の決定全文が公表され、経済改革への期待が高まったことから世界的に株価が上昇。市場でリスク選好ムードが広がるにエマージング通貨は大きく買い進められた。19 日のアジア時間も流れは変わらずアジア通貨は続伸となったが、株式市場が利益確定売りに押されて軟化する動きに、エマージング通貨は反落する展開となった。翌 20 日のアジア時間は、バーナンキ FRB 議長が緩和策の維持を改めて表明し、一旦はドル売りが強まったものの、株価が下落する中でアジア通貨は上値を重くした。その後、ECB がマイナス金利を導入するとの思惑が広がるとユーロが急落し、その動きに連れてエマージング通貨は下落。公表された FOMC 議事要旨（10 月 29～30 日開催分で「数か月内」に tapering をスタートする可能性が示唆されると、21 日にかけてエマージング通貨は値を下げた。こうした状況下、マネーロンダリング法違反で 1 行が銀行免許を取り下げられ、金融市場情勢が懸念された RUB や国内政治不安が広がる THB 等が値を下げている。

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

膠着感の強い中でじり安

イエレン公聴会で示された
金融緩和の継続

11月14日、オバマ大統領から次期FRB議長に指名されているイエレンFRB副議長は、米上院銀行委員会で開かれた承認公聴会で証言を行った。証言の冒頭に「力強い景気回復でFRBは最終的に、金融緩和策を縮小し、資産購入などの非伝統的な政策手法への依存を低下させることが可能になろう」と指摘。「現在の景気回復を支援することが金融政策をより正常なアプローチに戻す最も確実な方法だと確信している」と強調した。さらに、証言後の質疑応答において「支援をやめないことが重要だ。特に回復が弱々しく、また短期金利がゼロという現状で景気が腰折れした場合に金融政策として利用可能な手段が限られている状況では、支援をやめるべきではない」と述べとことで、市場ではイエレン氏が緩和策の継続を示唆したと受け止められた。

週前半はドル安

その後発表された米経済指標で弱い結果が相次いだこともあって、今週前半は、米国の金融緩和継続期待を背景としてドル売り・エマージング通貨買いが優勢の展開となった。だが、20日にFOMC議事要旨（10月29～30日開催分）が公表されると流れが変わった。

流れを変えたのは
10月FOMC議事要旨

20日に公表されたFOMC議事要旨（10月29～30日開催分）では、「経済状況によって正当化されれば、委員会として今後数回の会合のいずれかで資産買い入れペースの縮小を決定できる」と一部のメンバーが指摘したことが明らかとなった。これらの内容を受けて、市場では tapering 観測から米国株が下げ、米長期金利は上昇する動きがみられた。また、21日に発表された中国11月HSBC製造業景気指数（速報値）が50.4と市場予想を下回り、10月の50.9から低下したことも重なり、新興国市場では株安が進行した。為替市場ではドル買いが優勢となり、エマージング通貨は総じて値を下げ、インドネシアルピアは約5年ぶりの安値をつけている。

tapering 観測と実需フロー

来週にかけては注目材料に乏しいうえ、米国では感謝祭が控えている。また、再来週12月6日（金）に発表される米11月雇用統計に市場の関心が徐々に移っていくことも想定される。米10月雇用統計は、懸念された政府機関閉鎖の影響を跳ね返し、非農業部門雇用者数は前月比20.4万人増と市場予想を大幅に上回る結果となった。11月も20万人近い増加が確認できれば、12月にも tapering スタートとの観測が強まることが予想される。FOMC議事要旨を受けて tapering 観測が若干前倒しとなって

いることに加え、インドネシアなどを筆頭に、月末に絡む輸入勢のドル買いが持ち込まれ易いこともあって、エマージング通貨は売り圧力が強そうである。

レンジ相場やじり安程度

だが、12月会合における **tapering** 決定の可能性は完全には排除できないものの、やはりメインシナリオは年明け3月スタートであり、市場でもそのように見る向きが多い。今の市場環境で新興国への資金流入が活発化することは期待できないが、大幅に巻き戻すことも考え難く、エマージング通貨はレンジ相場やじり安程度の値動きを想定したい。

CNY と CNH の乖離拡大

今週は、中国人民元のオンショア（CNY）とオフショア（CNH）レート
の乖離が、今年1月以来の水準まで拡大する動きがみられた。2013年8
月以降、CNHはCNYよりも一貫して人民元高方向で推移してきたが、
足許では一段とCNH高が進んでいる。

周総裁の改革解説

中国では11月9～12日に中国共産党第18期中央委員会第3回全体会議
（三中全会）が開催され、12日の閉幕後にコミュニケが公表された。コ
ミュニケは、改革に関する具体的な内容に乏しく、市場の期待を上回る
ことが出来ず失望を誘った。しかしながら、15日に公表された全文では、
指導部の改革への意欲の高さが示され、市場が評価を改めると、中国へ
の資金流入が強まった。そして、人民元高圧力を強めた最大の理由は、
中国人民銀行（中央銀行、PBoC）の周小川総裁が執筆した改革計画を詳
説した文章である。

人民元変動幅拡大と
介入停止の思惑

周総裁は、11月19日に発行された『十八期三中全会補導読本』におい
て、三中全会で決定された60項の改革方針のうち金融改革に関する12
項目について説明した。注目されたのは、人民元相場の取引値幅を段階
的に拡大するとともに、外国為替市場における日々の為替介入を基本的
に停止するとされたことである。市場ではこれを以って人民元高への思
惑が強まった。

過剰反応は禁物

しかし、これらの改革を実施する具体的なタイムテーブルが示されたわ
けではないうえ、内容自体はこれまでの方針から大きく変わるものでは
ない。三中全会で、経済において市場に「決定的」な役割を果たせると
表明された直後だったこともあって、市場の期待は急激に高まったも
の、過剰反応は禁物である。実際、中国本土においては、上記文書公
表直後に中国国営銀行からドル買い（通常、PBoCは国営銀行を通して介

入を実施) がみられたとの声も聞かれ、急伸した CNH とは異なり CNY の上値は押さえられている。三中全会での決定は 2020 年までの実現を目指した長期的な計画である。人民元改革についても、同じく漸進的に行われる筈であり、急激に人民元相場を取り巻く環境がこれまでと大きく変わることはないだろう。

三中全会決定の全文への
高い評価

中国共産党は 11 月 15 日、三中全会で採択した「改革の全面的深化における若干の重大な問題に関する中共中央の決定」の全文を公表した。先に公表されていたコミュニケは、5000 文字前後という分量の少なさもあって、改革・開放に関して目新しい内容を確認出来ず、失望の声が多かった。一方、2 万文字を超える全文には、15 の分野について合計 60 項目の改革措置が盛り込まれ、コミュニケでは言及されなかった方針が明らかとなると、中国指導部の揺ぎない決意がはっきりと示されたと高く評価する声が相次いだ。

一人っ子政策の緩和

三中全会での決定事項の中で注目された 1 つとして、「一人っ子政策の緩和」がある。今回の決定では、夫婦のどちらか一方が一人っ子であれば第 2 子の出産を認める政策を打ち出した。新政策は各地が「人口と計画出産法」に基づき、省、自治区、直轄市の人民代表大会またはその常務委員会による地方条例の改正または規定を通じて、法にのっとり実施される。つまり、全国統一のタイムテーブルはなく、各省（自治区、直轄市）が現地の実情に基づき、具体的日程を決めることになる。北京市計画生育委員会は 17 日、早ければ来年上半期から 1 夫婦につき第 2 子まで認める方針を明らかにしたと早速報じられている。

だが、効果は限定的

「少子高齢化」の進展による中国経済や社会への影響を食い止める措置として、一人っ子政策の緩和に乗り出したわけだが、事はそう簡単な話ではない。中国社会科学院の 2012 年の調査によると、全国の各家庭が望む子供の人数は平均 1.86 人で、都市部と農村部や各地域間の開きも縮んできている。政府系シンクタンクである中国社会科学院人口・労働経済研究所の分析では、一人っ子政策を緩和したとしても、一人っ子政策を維持した場合と比べて 100 万～200 万人程度の増加に留まるとしている。中国人口資源環境委員会代表も「爆発的に人口は増えないだろう」と発言しているが、こうした見方が一般的である。

所得水準と出生率の関係

中国が一人っ子政策を緩和したとしてもそれほど出産が増えないと考える理由として、経済が発展すると出生率が低下するという経験則がある。

一般には違和感を覚えるかもしれないが、経済学では子供を持つ効用（満足度）を、①子供を育てる経験から得られる喜び、②労働力として子供が家計所得に貢献してくれる労働効用、③高齢になった時に面倒をみてくれる社会保障効用、と捉えたときに、これらの効用がコストを上回らない限り出産しないとしている。コストを考えると、例えば、所得水準が上昇するとより多くの子供が高等教育を受けるようになり、教育費が上昇することなどが指摘できよう。

正しい政策だが、効果が現れるには長い年月

世界第2位の経済大国となった中国だが、一人当たり GDP でみれば依然として高所得国とは言えない。それでも、過去数十年続いた高速成長によって所得水準は大きく向上しており、上海や北京と言った大都市はもちろん、その他の都市においても一人っ子政策が緩和されたからと言って出生率が大幅に上昇することはないだろう。また、そもそも人口動態については数年で大きく変化するといった類の話でもない。高齢化問題や歪な人口動態などの問題に対処するうえで正しい政策だと評価できるが、効果が出るには長い年月を必要とする。

確実に改革を実行する必要

中国経済は一人っ子政策の影響もあって、今後急速に高齢化が進むことが見込まれ、様々な試練に直面することになるだろうが、そうした中でも今回の三中全会で打ち出した経済改革を確実に実行し、経済の持続的な成長を遂げていく必要があろう。

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							
15日(金)	マレーシア	7~9月期	実質GDP	前年比、%	4.7	4.4	5.00
15日(金)	シンガポール	9月	小売売上高	前年比、%	▲ 4.4	▲ 7.7	▲ 5.9
15日(金)	フィリピン	9月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%	6.0	6.8	5.3
15日(金)	インド	10月	卸売物価指数	前年比、%	6.95	6.46	7.00
18日(月)	シンガポール	10月	輸出(除く石油)	前年比、%	▲ 1.1	▲ 1.2	2.8
18日(月)	タイ	7~9月期	実質GDP	前年比、%	2.9	2.8	2.7
20日(水)	台湾	10月	輸出受注	前年比、%	0.8	2.0	3.2
21日(木)	中国	11月	HSBC製造業PMI(速報値)		50.8	50.9	50.4
21日(木)	シンガポール	7~9月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	5.3	5.1	5.8
22日(金)	マレーシア	10月	消費者物価指数	前年比、%	2.7	2.6	
25日(月)	台湾	10月	鉱工業生産	前年比、%	1.00	1.06	
25日(月)	シンガポール	10月	消費者物価指数	前年比、%	2.2	1.6	
25日(月)	タイ	10月	輸出(通関ベース)	前年比、%	0.90	▲ 7.1	
26日(火)	シンガポール	10月	鉱工業生産	前年比、%	9.2	9.3	
27日(水)	タイ		金融政策決定会合	%	2.50	2.50	
28日(木)	韓国	10月	経常収支	百万USDドル	-	6,571	
28日(木)	タイ	10月	製造業生産	前年比、%	-	▲ 2.9	
28日(木)	フィリピン	7~9月期	実質GDP	前年比、%	7.2	7.5	
29日(金)	韓国	10月	鉱工業生産指数	前年比、%	▲ 0.7	▲ 3.6	
29日(金)	台湾	7~9月期	実質GDP(速報値)	前年比、%	1.66	1.58	
29日(金)	インド	7~9月期	実質GDP	前年比、%	-	4.4	
29日(金)	タイ	10月	経常収支	百万USDドル	-	▲ 534	
中東欧・アフリカ							
18日(月)	ロシア	10月	鉱工業生産	前年比、%	0.5	0.3	▲ 0.1
19日(火)	トルコ		金融政策決定会合	%	4.50	4.50	4.50
20日(水)	ロシア	9月	実質小売売上高	前年比、%	3.2	3.0	3.5
20日(水)	ロシア	10月	設備投資	前年比、%	▲ 1.0	▲ 1.6	▲ 1.9
20日(水)	南アフリカ	10月	消費者物価指数	前年比、%	5.7	6.0	5.5
21日(木)	南アフリカ		金融政策決定会合		5.00	5.00	5.00
26日(火)	南アフリカ	7~9月期	実質GDP	前年比、%	2.0	3.0	
29日(金)	トルコ	10月	貿易収支	億リラ	▲ 74	▲ 75	
29日(金)	南アフリカ	9月	貿易収支	億ランド	-	▲ 120	
ラテンアメリカ							
20日(水)	メキシコ	9月	小売売上高	前年比、%	▲ 2.5	▲ 2.2	▲ 4.0
21日(木)	メキシコ	7~9月期	実質GDP	前年比、%	1.0	1.6	1.3
22日(金)	ブラジル	10月	経常収支	百万USDドル	▲ 7000	▲ 2,629	
27日(水)	メキシコ	10月	貿易収支	百万ペソ	-	▲ 6,590	

(注)2013年11月22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	1061.84	1060	1060	1055	1040	1050
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.564	29.40	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7523	7.76	7.76	7.76	7.76	7.77
中国人民元	(CNY)	6.0773 ～ 6.2492	6.0928	6.07	6.07	6.05	6.03	6.05
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2496	1.25	1.26	1.25	1.25	1.26
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.48	31.80	31.20	31.40	31.00	30.70	31.00
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 11730	11713	11400	11650	11650	11550	11650
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.2077	3.18	3.20	3.19	3.16	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	43.834	43.10	43.50	42.90	42.20	42.30
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21095	21100	21300	21400	21400	21600
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	62.940	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	2.0157	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	33.0308	32.00	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	10.1406	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	2.3054	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	13.0070	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	9.529	9.25	9.43	9.38	9.71	9.90
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.422	3.33	3.38	3.34	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	13.052	12.63	12.89	12.76	13.02	13.38
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	16.606	16.14	16.47	16.36	16.75	17.19
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	80.97	78.40	79.37	79.20	80.80	82.54
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.182	3.14	3.18	3.19	3.29	3.35
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.864	0.860	0.858	0.850	0.874	0.893
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.543	30.82	31.25	31.03	31.96	32.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.308	2.27	2.30	2.31	2.39	2.46
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	47.96	46.45	46.95	46.26	47.20	48.15
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.608	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	50.196	49.49	49.50	47.83	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.063	3.06	3.08	3.02	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.245 ～ 11.245	9.978	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	43.888	43.56	43.48	42.13	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.779	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22日の10時30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。