

エマージングマーケットウィークリー

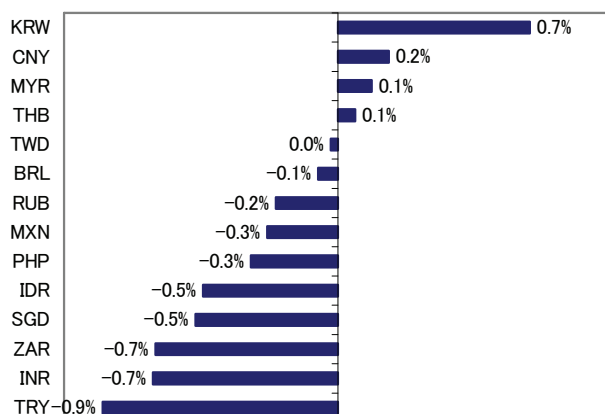
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

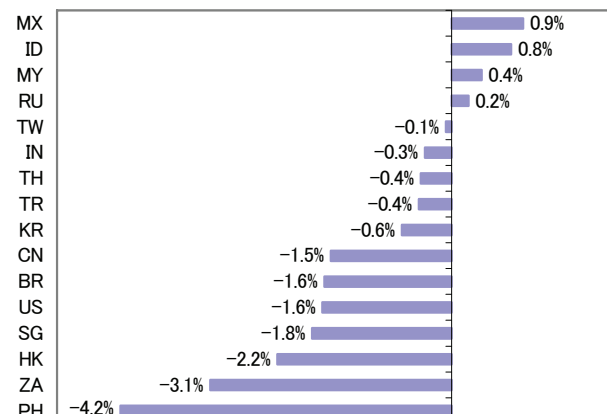
tapering を巡る思惑に振られる展開

先週末に発表された注目の米 11 月雇用統計は、非農業部門雇用者数が 20.3 万人増、失業率が 7.0% といずれも市場予想を大きく上回る結果となった。これを受けて米株式市場が上昇、ドル/円は 103 円台まで買われた。一方で、一時 2.92% まで上昇した米 10 年金利が直ぐに元の水準に戻るなど、金利上昇は長続きせず、このため対円以外でのドルの上値は限定的となった。このような流れの中でエマージング通貨は週明け 9 日に全般的に上昇。目新しい材料を欠く中、翌 10 日も底堅い動きを見せた。11 日の東京時間朝方には米上下院の予算委員会が 2 年間の予算案に合意とのヘッドラインが流れるも、直後の反応は限定的。この日のアジア時間は日経平均株価を中心にアジア株が軟調となる中でエマージング通貨も弱含みとなった。しかし欧米時間に入ると、朝方の米財政協議の合意が FRB の tapering を後押しするとの見方が台頭し、次期 FRB 副議長に現イスラエル中銀総裁のスタンレー・フィッシャー氏が指名されるとの観測報道も相俟って米金利が上昇、米株は大きく下落した。これを受けて翌 12 日のエマージング通貨は売り優勢となり、週央までの上昇分を吐き出した。さらにこの日の NY 時間に発表された米 11 月小売売上高が良好な結果となったことで来週の FOMC での tapering 懸念が増大した。

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

FOMC に対する反応

米 11 月雇用統計と tapering

来週は 17～18 日に開催される FOMC（日本時間 19 日午前 4:00：声明文及び経済見通しの発表、同 4:30～：バーナンキ FRB 議長の記者会見）が最大の注目となる。前述の通り、米 11 月雇用統計は 2 か月連続で 20 万人台の雇用増、失業率の大幅低下を見せたものの、債券市場の動きを見る限り、依然として市場は 12 月の tapering に懐疑的な向きが大勢とみられる。

今会合では政策据え置きが濃厚

このため、仮に今会合にて tapering が決定されれば大きなサプライズであり、市場は株安・債券安・ドル高で反応する可能性が高い。その際、エマージング通貨がどこまで下落するかについては米株式市場の動向が鍵を握ることになるだろう。だが、我々を含めて市場はあくまで tapering 開始の決定時期は 2014 年 3 月がメインシナリオとみられ、予想通り今会合は政策据え置きとなれば、直後のリアクションとしては先のケースとは間逆の株高・債券高・ドル安となり易いだろう。

エマージング通貨は早晩下落へ

但し、この流れは長続きしない可能性が高い。足許の米経済動向を見る限り、tapering の開始が 2014 年 3 月より後ろ倒しされることは考え難く、米金利の低下余地は限定的で、ドルを下支えするはずである。さらに米上下院での予算案の合意により、同国における主要なダウンサイドリスクの一つが和らいだほか、中央銀行が将来の金融政策パスを明示するフォワードガイダンスに否定的とされるフィッシャー氏の FRB 副議長指名観測も、米金利への上昇圧力を通してドルの追い風になる可能性がある。結局のところ、Fed の tapering によるエマージング資産の一段の下落は不可避であって、後はタイミングの問題ということになるだろう。

声明文や記者会見でのシグナルに注意

以上の通り、今回の会合では tapering の決定は見送られる公算が大きいですが、会合後の声明文やバーナンキ議長会見にて tapering やフォワードガイダンスの扱いに関し、何らかのシグナルが発せられる可能性は残っており、来週のエマージング通貨についてはダウンサイドリスクに警戒が必要だろう。

RBI は一旦様子見へ

インドでは 16 日（月）に 11 月卸売物価指数（WPI）、18 日（水）にインド準備（中央銀行、RBI）の金融政策決定会合が予定されている。WPI は引き続き一部生鮮野菜の需給逼迫を主因とした高止まりが続くとみられる。RBI 会合では政策据え置きを予想したい。RBI のラジャン総裁は 9 月

の就任以来、政策金利であるレポレートの上引きと流動性緩和のための緊急貸し出し金利（MSF レート）の下引きを矢継ぎ早に打ち出し、同行のインフレに対する確固たる姿勢を示すとともに、足許の流動性懸念の緩和に努めてきた。我々は同国のファンダメンタルズに鑑み、来年 1～3 月期中に少なくとも 1 回の利上げが行われると考えているが、今会合については同日に FOMC を控えていることもあって、一旦様子見する可能性が高いだろう。

中国では中央経済工作会议が開幕

中国では 10 日、中央経済工作会议が開幕した。同会議では翌年の経済政策の基本方針を決め、国内総生産（GDP）成長率目標や消費者物価上昇率等の目標値を発表する。通例では、開催期間は 2～3 日で、昨年は 2 日間で終了したが、一部メディアの報道によると今年は 4 日間行われる模様である。

注目は成長率目標値

同会議の注目は、2014 年 GDP 成長率の目標値がどの水準に設定されるかである。中国指導部は 2013 年の目標を 7.5%に設定しているが、2014 年も 7.5%を維持するのか、それとも 7.0%に引き下げるかが焦点となる。この点に関し、指導部に政策提言を行う政府系シンクタンクの間でも意見が一致していないと言われている。

目標値のコンセンサスは形成されていない

中国社会科学院は、社会の安定などのため成長率を維持する必要があるとの理由から、2014 年の GDP 成長率目標を 7.5%予測している。また、7.0%では外部に中国経済に対する不安を与える可能性があるため、同じく 7.5%と発表する確率が高いとの意見もある。そのほか、具体的な目標値は示さず、7.0～7.5%と曖昧な表現を使用するとの見方もある。コンセンサスは固まっていないというのが現状である。

雇用維持には 7.2%が必要、ボトムは 7.0%との発言

中国の李克強首相は 10 月 21 日に講演を行い、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る、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。また、先の 7 月 23 日には、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%だと強調していた。

7.0%へ引き下げを予想

こうした経緯を踏まえると、中央経済工作会议では 2014 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。上記講演で述べた 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。

一時的に金融市場に
ネガティブな影響か

その場合、一時的に中国経済と関係の深いアジア各国やオーストラリア、ブラジルといった金融市場にネガティブなインパクトを与える可能性があり、注意する必要があるが、中長期的にみれば、7.5%に維持する方がリスクだと思われる。

身の丈にあった成長と
改革進展を期待

李首相が9月に「中国の経済成長は高速から中高速に変わった」との認識を示しているように、中国経済は労働力人口の減少や高齢化の進展等に伴い、いわゆる潜在成長率は低下しているとみられる。そうした中で、本来は達成できないはずの過度な成長を追い求めた場合には、不動産バブルの増長や過剰設備の蓄積など中国経済が抱える構造的な問題の悪化を招き、後により大きな調整圧力が生じてハードランディングに至るリスクを高めるだろう。李首相は9月に「7.5%前後の成長は過去の2桁近い成長と比べればやや遅いが、世界的に見れば高い」とも語っているが、中国経済は中高速成長の時代に入ったとの認識の下、身の丈にあった成長を続けると同時に、必要とされる構造調整や経済改革を推進していくことを期待したい。

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						
6日(金)	マレーシア	10月 輸出	前年比、%	6.1	5.6	9.6
8日(日)	中国	11月 輸出	前年比、%	7.0	5.6	12.7
9日(月)	台湾	11月 輸出	前年比、%	2.0	▲ 1.5	0.0
9日(月)	中国	11月 消費者物価指数	前年比、%	3.1	3.2	3.0
10日(火)	中国	11月 鉱工業生産	前年比、%	10.1	10.3	10.0
10日(火)	中国	11月 固定資産投資	前年比、%	20.0	20.1	19.9
10日(火)	中国	11月 小売売上高	前年比、%	13.2	13.3	13.7
10日(火)	フィリピン	10月 輸出	前年比、%	8.3	5.1	14.0
10～16日	インド	11月 輸出	前年比、%	-	13.5	5.9
11日(水)	中国	11月 新規融資	億元	5,800	5,061	6,246
11日(水)	マレーシア	10月 鉱工業生産	前年比、%	0.8	1.0	1.7
12日(木)	インド	10月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 1.2	2.0	▲ 1.8
12日(木)	インド	11月 消費者物価指数	前年比、%	10.0	10.1	11.2
12日(木)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.50	7.50	7.50
12日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	2.50	2.50	2.50
12日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.50	3.50	3.50
13日(金)	シンガポール	10月 小売売上高	前年比、%	▲ 5.9	▲ 5.9	
16日(月)	フィリピン	10月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	-	5.3	
16日(月)	インド	11月 卸売物価指数	前年比、%	7.00	7.00	
16日(月)	中国	12月 HSBC製造業PMI(速報値)		50.9	50.8	
17日(火)	シンガポール	11月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	4.4	2.8	
18日(月)	マレーシア	11月 消費者物価指数	前年比、%	-	2.8	
18日(月)	インド	金融政策決定会合	%	7.75	7.75	
20日(金)	台湾	11月 輸出受注	前年比、%	▲ 4.5	3.2	
中東欧・アフリカ						
9日(月)	トルコ	10月 鉱工業生産	前年比、%	4.0	6.5	0.7
10日(火)	トルコ	7～9月期 実質GDP	前年比、%	4.2	4.5	4.4
10日(火)	南アフリカ	10月 製造業生産	前年比、%	▲ 2.0	▲ 3.3	1.5
10日(火)	ロシア	7～9月期 実質GDP(速報値)	前年比、%	-	1.2	1.2
11日(水)	南アフリカ	11月 消費者物価指数	前年比、%	5.4	5.5	5.3
11日(水)	トルコ	10月 経常収支	億ドル	▲ 30.0	▲ 34	▲ 29
11日(水)	南アフリカ	10月 実質小売売上高	前年比、%	1.7	0.2	1.3
12日(木)	ロシア	10月 貿易収支	億ドル	142	157	132
16～17日	ロシア	11月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.3	▲ 0.1	
17日(火)	トルコ	金融政策決定会合	%	4.50	4.50	
19～20日	ロシア	11月 実質小売売上高	前年比、%	3.3	3.5	
19～20日	ロシア	11月 設備投資	前年比、%	▲ 0.7	▲ 1.9	
ラテンアメリカ						
6日(金)	ブラジル	11月 IPCAインフレ率	前年比、%	5.81	5.84	5.77
6日(金)	メキシコ	金融政策決定会合	%	3.50	3.50	3.50
9日(月)	メキシコ	11月 消費者物価指数	前年比、%	3.60	3.36	3.62
12日(木)	メキシコ	10月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.2	▲ 1.4	0.1
12日(木)	ブラジル	10月 小売売上高	前年比、%	5.8	4.3	5.3
13～14日	ブラジル	10月 経済活動指数	前年比、%	2.34	3.33	
19日(木)	メキシコ	10月 小売売上高	前年比、%	▲ 2.0	▲ 4.0	
22日(金)	ブラジル	11月 経常収支	百万USDドル		▲ 7,132	

(注)2013年12月13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。

(資料)Bloomberg、みずほ銀行

エマージング通貨相場見通し

		2013年 1～11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	1052.60	1060	1060	1050	1040	1050
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.631	29.50	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7537	7.75	7.75	7.75	7.76	7.76
中国人民元	(CNY)	6.0773 ～ 6.2492	6.0714	6.08	6.06	6.03	6.01	6.02
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2569	1.26	1.26	1.25	1.25	1.25
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.48	32.12	32.30	32.20	31.70	31.10	31.30
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 12028	12023	12050	12100	12050	12050	12100
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.2371	3.22	3.24	3.21	3.18	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	44.088	43.20	43.60	43.00	42.20	42.30
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21105	21100	21300	21400	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	61.830	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	2.0441	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	32.7973	32.50	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	10.4146	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	2.3337	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	12.9643	12.90	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 ～ 9.650	9.834	9.53	9.43	9.33	9.71	9.90
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.493	3.42	3.38	3.31	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	13.350	13.03	12.90	12.65	13.02	13.40
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	17.049	16.61	16.50	16.25	16.81	17.28
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	82.35	80.16	79.37	78.40	80.80	83.20
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.223	3.13	3.11	3.09	3.25	3.32
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.861	0.838	0.826	0.813	0.838	0.860
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.976	31.37	30.86	30.53	31.76	32.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.348	2.34	2.29	2.28	2.39	2.46
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	49.05	47.87	46.95	45.79	47.20	48.37
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.674	1.62	1.55	1.52	1.55	1.55
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	46.874 ～ 56.669	50.638	51.01	49.50	47.34	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.156	3.11	3.08	2.99	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.245 ～ 11.245	9.939	10.10	9.80	9.33	9.35	9.45
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	39.764 ～ 51.020	44.354	44.89	43.48	41.70	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	7.984	7.83	7.81	7.54	7.77	7.88

(注) 1. 実績の欄は 11 月 28 日まで。SPOT は 12 月 13 日の 9 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。

(資料) みずほ銀行