

エマージングマーケットウィークリー

本年は大変お世話になりました。

次回は 2014 年 1 月 10 日発行です。

来年も宜しくお願い致します。

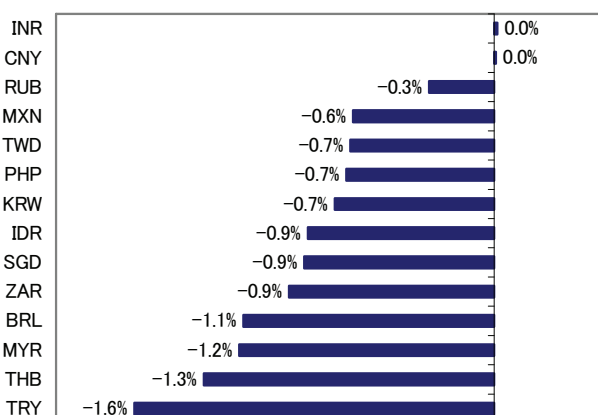
国際為替部
多田 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp

今週のエマージングマーケット

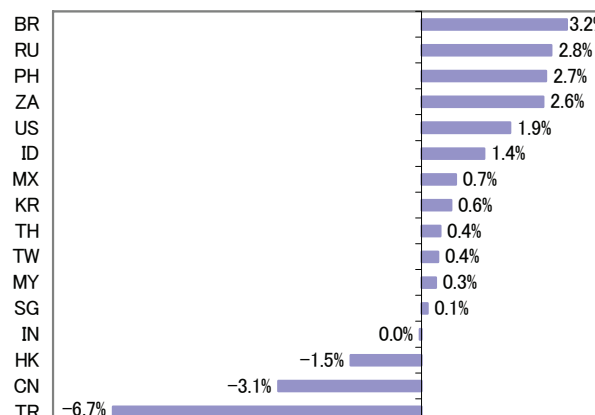
FOMC は tapering を決定

先週金曜日は前日に発表された米 11 月小売売上高の良好な結果を受けたドル高に、ドル/円が 103.92 円の高値をつける中、エマージング通貨も全般に下落。週明け 16 日は、FOMC を控え積極的な売り買いは手控えられる中、エマージング通貨は CNY、KRW、INR 等一部を除いてじり安となった。この日発表されたインド 11 月卸売物価指数は市場予想を大きく上回ったが、18 日に控えるインド中銀 (RBI) 政策決定会合での利上げ期待が高まったことで、INR はむしろ上昇した。17 日も全体的なエマージング売りの流れは変わらず。個別通貨では、現役閣僚の親族含む 50 名以上が収賄容疑で逮捕されたとの報道に TYR の弱さが目立った。18 日は FOMC を NY 時間に控えて様子見ムード。RBI は市場予想に反して政策を据え置いたが、INR の反応は限られた。注目の FOMC は 100 億ドル (米国債 50 億ドル + MBS 50 億ドル) の tapering を宣言。フォワードガイダンスについては、「インフレが引き続き 2% を下回ると予測される以上、失業率が 6.5% を下回った後もしばらくは低金利を継続する」として強化が図られた。これを受けて翌 19 日はアジア通貨が全面安となったほか、その後も、欧米時間にかけて米金利上昇を背景にエマージング通貨は軟調な値動きとなっている。

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

FOMC に対する反応

tapering にも関わらず
落ち着いた動き

来週のエマージングマーケットは方向感の無い展開を予想する。今週 17～18 日に開催された FOMC にて、FRB は我々を含む市場予想に反して tapering 開始に踏み切った。この決定を受けて、翌 19 日（木）クローズ時点のエマージング通貨は平均 0.6% 程度下落しているが、プライスアクションは予想外に落ち着いたものとなり、今年 6 月に見られたようなパニック的な動きは現在までのところ見られていない。

tapering 開始は相応に
織り込まれていた

この背景としては 6 月からの半年間で新興国資産に対するポジションが相当程度解消されたことに加え、良好な結果となった米 12 月雇用統計、米上下院での暫定予算案合意等を受けて、市場参加者の間では今会合での tapering が多少なりとも折り込まれていたことがあったと思われる（上述したように、先週末からエマージング通貨のじり安が続いていた）。

年内は大きな動き無しか

tapering 開始によるエマージング資産の下落がこれで終わったと考えるのは尚早だが、ごく短期的に見るとエマージング通貨は現在の水準付近で方向感無く越年する可能性が高い。来週はクリスマス休暇のため世界の主要市場が閑散となるほか、大きなイベント、データの発表も予定されていない。一方で米暫定予算の成立が確実となったことで、1 月の米政府閉鎖は回避された。これを受けて、先進国株価は年末に向けてラリーする可能性が高く、このリスクオフの流れがエマージング通貨に対する売り圧力を和らげるだろう。但し、FOMC で tapering 開始が決定されたことで米金利先高観が強まっていることには留意したい。米 10 年債利回りが一時 2.95% に達するなど、3 か月ぶりの高水準まで上昇しており、3% 台を試す局面があれば、新興国通貨に下落圧力が掛かりそうである。

来年は二極化がテーマ

来年以降はエマージング通貨の二極化がテーマになると考えている。足許の米景気の回復基調が来年も継続すると予想しているが、この場合、1 月及びそれ以降の毎回の FOMC での資産買い入れ額減額が意識され、エマージング通貨に対する売り圧力は増大していくだろう。但し、米景気の回復は本来エマージング諸国にとってポジティブな材料のはずであり、この恩恵に預かれる国とそうでない国との間で二極化が進むことになるだろう。この際にはインフレや対外収支状況等のファンダメンタルズ要因が鍵となってくる¹。

¹ 詳しくは 2013 年 12 月 18 日付通貨ニュース「2013 年の新興国通貨を振り返る～2014 年を見据えて～」をご参照下さい。

エマージングマーケット：トピック

インド：インド中銀(RBI)金融政策決定会合

政策据え置きはぎりぎりの
判断

RBI は 18 日、政策金利の据え置きを決定した。市場予想を大きく上回った 11 月卸売物価指数を受けて、多くの市場参加者が今会合での利上げを予想していたため、決定はサプライズであったと言える。公表された会合後のレビューによれば今回の措置はぎりぎりの選択だった模様である。同中銀は FRB の tapering 実施による外部環境の悪化や、利上げを見送ることによる市場の信任低下をリスクと認めながらも、様子見を決めた理由として、①野菜価格の下落や景気低迷により今後インフレ圧力が緩和する可能性があること、②金融政策の波及を見極める必要があることを挙げている。

今後はインフレ動向が
利上げのトリガー

一方、今後の政策見通しとして、①食料品価格の低下及びその波及による総合物価の低下が見られない場合、もしくは②コア物価が低下しない場合には会合スケジュールに関わらず行動を起こすと表明した。政策据え置きの背景には前述の理由のほか、同日に FOMC を控えていたというタイミングの問題もあったと思われ、今回の利上げ見送りをもって RBI のタカ派姿勢が転換したと考える必要はないだろう。

来年 1～3 月に 25bp の
利上げを予想

今後について、これまで同国の物価を押し上げてきたタマネギの市場価格が急落したとの報道もあり、こうした一部品目の需給緩和により、同国の物価は翌四半期にはピークアウトするものと考えているが、tapering 開始を受けてルピー相場は再び下落する可能性が高く、同中銀は来年初に 25bp の利上げに踏み切るものと予想している。

トルコ：トルコ中銀金融政策決定会合

政策金利を据置きも
流動性を引き締め

トルコ共和国中央銀行 (CBRT) は 17 日、市場予想通り 1 週間物レポ金利 (4.50%)、金利誘導目標レンジの上限金利 (7.75%)、下限金利 (3.50%) の据え置きを決定した。声明では物価見通しについて、総合インフレが今後更なる下落を見せるとした一方、コア部分については、暫くの間ターゲットを上回る状態が継続するとの認識を示した。このような物価予想に対して、流動性の調節を通して銀行間市場金利を目標レンジ上限の 7.75% 付近に誘導することで対応する、としており、上記政策金利の発表と同時に 1 週間物レポによる資金供給額を 100 億リラから 60 億リラに、プライマリーディーラーに対する資金供給枠を 230 億リラから 65 億リラに縮小する決定をした。流動性引き締めは 11 月に続き 2 か月連続である。

景気の先行きに配慮か

CBRT は通貨リラの防衛やインフレの抑制に対して、政策金利の誘導レンジ（3.50%～7.75%）を固定し、主に流動性の調節によって対応する方針を 8 月に表明したが、今回の決定はこの方針に沿ったものとなった。一方で同銀が利上げに消極的である理由は国内景気の先行き不透明感にあるとの見方もある。先週発表された 7～9 月期 GDP は前年比 4.4%増と 4～6 月期の同 4.5%増に続いて高めの成長を見せたが、前期と同様に、在庫投資と政府支出による寄与が大きく、先行きは減速が濃厚である。

CBRT は早晚利上げへ

今回の措置はこうした景気の低迷に配慮したものとも考えられるが、この決定を受けて同国の翌日物銀行間金利は金利レンジの上限である 7.75%まで上昇しており、流動性調節による引き締めは既に限界に達している。米国の tapering 開始に加え、国内政治の不透明感や中銀への信任の低下で今後 TRY に対する売り圧力は増大すると思われ、早晚、CBRT は利上げを余儀なくされるだろう。なお同中銀は 24 日（火）に 2014 年の金融政策フレームワークについて詳細を発表する予定となっている。

ブラジル：11 月失業率、12 月拡大消費者物価指数 (IPCA)

失業率は過去最低も
労働参加率低下が主因

ブラジルの 11 月失業率は 4.6%と、市場予想の 4.9%を大幅に下回り、過去最低を記録した。しかしながら、雇用者数は前年比▲0.7%と 10 月の同▲0.4%からマイナス幅を拡大しており、今回の失業率の低下は労働参加率の低下によりもたらされたものであると言える。

インフレが再び加速

一方、12 月の IPCA は前月比 0.75%上昇と市場予想（同 0.65%上昇）を上回った。前年比では 5.85%上昇と 11 月の 5.77%上昇から伸びが加速した。燃料費や航空運賃が主な要因であるが、これらを除いたコアベースでも加速している。

燃料価格の上昇は
今後も継続する見込み

燃料費の上昇については、前月 29 日の国営石油会社ペトロbras によるガソリン、ディーゼル価格値上げを反映したものである。同社は国内燃料価格を安価に抑えるため、非公式の補助金を拠出しているが、これが同社の経営を圧迫している。ペトロbras は国内燃料価格の自動調整システム導入を政府に打診したが、政府は国内インフレの上昇懸念を理由にこれを拒否。調整の結果、今回の値上げに至った。しかし、国際市場における石油価格との乖離は依然として大きく、今後も今回のような値上げが行われる可能性は大きい。燃料価格の上昇は様々なチャネルを通して物価を押し上げると見られ、中央銀行に利上げを促す要因となろう。

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						
13日(金)	シンガポール	10月 小売売上高	前年比、%	▲ 5.7	▲ 5.9	▲ 9.4
16日(月)	中国	12月 HSBC製造業PMI(速報値)		50.9	50.8	50.5
16日(月)	フィリピン	10月 海外労働者 (OFW) 送金	前年比、%	5.3	5.3	7.0
16日(月)	インド	11月 卸売物価指数	前年比、%	7.00	7.00	7.52
17日(火)	シンガポール	11月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	4.3	2.8	▲ 8.8
18日(月)	マレーシア	11月 消費者物価指数	前年比、%	2.9	2.8	2.9
18日(月)	インド	金融政策決定会合	%	8.00	7.75	7.75
20日(金)	台湾	11月 輸出受注	前年比、%	▲ 1.8	3.2	
23日(月)	シンガポール	11月 消費者物価指数	前年比、%	2.7	2.0	
23日(月)	シンガポール	11月 鉱工業生産	前年比、%	5.1	8.0	
24日(火)	台湾	11月 鉱工業生産	前年比、%	0.95	0.78	
25日(水)	タイ	11月 輸出(通関ベース)	前年比、%	-	▲ 0.67	
26~28日	タイ	11月 製造業生産	前年比、%	-	▲ 4.0	
27日(金)	タイ	11月 経常収支	百万USD	-	376	
30日(月)	韓国	11月 経常収支	百万USD	-	9,508	
30日(月)	韓国	11月 鉱工業生産指数	前年比、%	▲ 0.8	3.0	
中東欧・アフリカ						
16日(月)	ロシア	11月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 1.0
17日(火)	トルコ	金融政策決定会合	%	4.50	4.50	4.50
18日(水)	ロシア	11月 実質小売売上高	前年比、%	3.3	3.6	4.5
18日(水)	ロシア	11月 設備投資	前年比、%	▲ 0.7	▲ 1.9	0.2
21日(木)	南アフリカ	金融政策決定会合		5.00	5.00	5.00
31日(火)	トルコ	11月 貿易収支	億リラ	-	▲ 74	
31日(火)	南アフリカ	11月 貿易収支	億ランド	-	▲ 124	
ラテンアメリカ						
13日(金)	ブラジル	10月 経済活動指数	前年比、%	2.34	3.33	2.74
18日(水)	ブラジル	11月 経常収支	百万USD	▲ 4,700	▲ 7,132	▲ 5,145
19日(木)	メキシコ	10月 小売売上高	前年比、%	▲ 1.7	▲ 4.0	▲ 1.1
26日(木)	メキシコ	11月 貿易収支	百万ペソ	-	▲ 1,289	

(注)2013 年 12 月 20 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	1060.22	1060	1060	1050	1040	1050
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	29.827	29.50	29.60	29.60	29.40	29.50
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7538	7.75	7.75	7.75	7.76	7.76
中国人民元	(CNY)	6.0773 ～ 6.2492	6.0713	6.08	6.06	6.03	6.01	6.02
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2656	1.26	1.26	1.25	1.25	1.25
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.48	32.49	32.30	32.20	31.70	31.10	31.30
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 12028	12209	12050	12100	12050	12050	12100
マレーシアリングギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.2734	3.22	3.24	3.21	3.18	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	44.443	43.20	43.60	43.00	42.20	42.30
ベトナムドン	(VND)	20798 ～ 21243	21104	21100	21300	21400	21400	21500
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	62.116	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	12.0728	1.98	2.02	2.07	2.10	2.15
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	32.9706	32.50	32.50	32.80	33.00	33.50
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5096	10.3900	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	2.3568	2.25	2.30	2.35	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	12.9408	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	9.833	9.53	9.43	9.33	9.71	9.90
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.480	3.495	3.42	3.38	3.31	3.44	3.53
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.366	13.445	13.03	12.90	12.65	13.02	13.40
中国人民元	(CNY)	13.872 ～ 16.919	17.171	16.61	16.50	16.25	16.81	17.28
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 82.45	82.37	80.16	79.37	78.40	80.80	83.20
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.209	3.13	3.11	3.09	3.25	3.32
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.854	0.838	0.826	0.813	0.838	0.860
マレーシアリングギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.848	31.37	30.86	30.53	31.76	32.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.346	2.34	2.29	2.28	2.39	2.46
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 49.70	49.40	47.87	46.95	45.79	47.20	48.37
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.678	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	8.635	51.01	49.50	47.34	48.10	48.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.162	3.11	3.08	2.99	3.06	3.10
南アフリカランド	(ZAR)	9.245 ～ 11.245	10.034	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	44.234	44.89	43.48	41.70	42.08	42.45
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	8.056	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 20 日の 8 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。

(資料) みずほ銀行