

エマージングマーケットウィークリー

明けましておめでとうございます。

本年も宜しくお願いいたします。

国際為替部
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

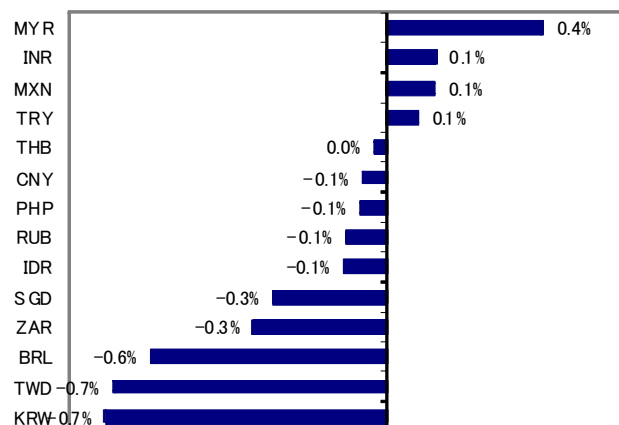
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

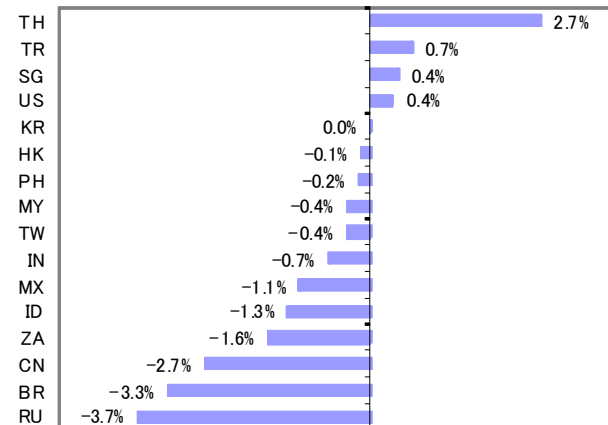
ドル高の流れで新興国通貨はじり安も、方向感はず。

週初 6 日は連休明けの日経平均株価が▲400 円弱の大幅安となるリスクオフムードの中、アジア通貨は MYR を除いて総じて下落。政情不安が続く THB が 3 年ぶりの安値をつけたほか、利下げ期待が台頭した KRW の下げが目立ったが、その後は同日発表の米 12 月非製造業 ISM 景況指数の弱い結果を受けた米金利の低下にエマージング通貨は小幅に持ち直した。こうした流れにも関わらず、翌 7 日のアジア通貨は軟調な動きが継続したが、欧米時間に入ると欧米の良好な経済指標を受けて株式市場が反発。リスクオン地合いからエマージング通貨は再び下げ幅を埋める展開となった。この流れを引き継ぎ、8 日のアジア通貨は一旦下げ渋ったものの、同日 NY 時間に発表された米 12 月 ADP 雇用統計が前月比 23.8 万人増と市場予想（同 20 万人増）を上回ると全面的にドル買いの流れとなった。翌 9 日は中国人民銀行が元の中心レートを 2 週間ぶりの低水準に設定したことを受け、CNY は 2 か月ぶりの大幅下落となったが、その他通貨は目新しい材料に乏しく、落ち着いた動き。この日はアジア時間にインドネシア中銀、韓国中銀が、欧州時間に BOE がそれぞれ政策金利の据え置きを決定したが市場の反応は限定的。ECB は時間軸を強化したものの、現在までのところエマージング通貨への影響は軽微となっている。

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

米金利動向に注目

来週のエマージングマーケットは基本的な軟調地合いは継続も、徐々に下げ渋る展開を予想する。

米金利上昇→アジア通貨安

本日発表の米 12 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 19.7 万人増、失業率は 7.0%と、前月に引き続き良好な結果が予想されている。先に発表された 12 月 ADP 雇用統計等の関連指標を考慮すると、市場予想を上回る結果も期待できそうであるが、指標発表後の為替市場のカギを握るのは米金利の動向だろう。年末から年初にかけては、米金利が低下する中でドルインデックスが上昇するなど、2 者の相関が薄れていたものの、これは年度末/初に絡む債券固有の動きによるものだった可能性が高い。実際、8 日には強い 12 月 ADP 雇用統計や、タカ派寄りを受け止められた FOMC 議事要旨を受けた米金利の上昇にドルも素直に買われており、今後は米金利上昇→ドル高・アジア通貨安という従前の関係に戻ると思われる。

FRB の時間軸に対する 市場の信頼に揺らぎ

金利水準については、足許で 2.9%台の狭いレンジで上下している米 10 年金利が、3%台に水準を切り上げるかどうかが分かれ目となろう。この点を考える上で重要なのは、直近の好調な経済指標を受けて FRB の時間軸に対する市場の信頼が揺らいできていることである。FF 金利先物カーブから推測される市場参加者の利上げ時期予想はこの 1 週間で 2 か月程度前倒しされ現在 2015 年 7 月付近となっている。このような早期の引き締め観測の熾りは米金利の上昇余地を拡大し、新興国通貨の更なる下落の可能性を高める。

米金利上昇は限定的か

しかしながら、利上げ開始時期に関するコンセンサスが本格的に前倒しされ、米金利が上昇（10 年 3%台定着）、新興国通貨売りが大きく加速する可能性は短期的には高くないと考える。①そもそも Tapering を開始した時点で、毎月 20 万人程度の雇用増加は FRB の想定内だと考えるべきであること、②広義の失業率の高水準に鑑み、賃金の上昇がインフレ圧力となり始めるのは当分先と思われることが根拠であるが、米金利の上昇が限定的ということになれば、新興国通貨に対する売り圧力も徐々に和らいでいくのではないかと考える。

政治情勢も大きな焦点

但し、個々の通貨を考えるにあたっては、経常収支といったファンダメンタルズに加え、国内政治情勢や政府・中銀への市場の信認も大きな焦点となってお

り、この点から THB、TRY、BRL など他のエマージング通貨に対して相対的に弱含む展開が続くだろう。

主なイベントはインド 12 月物価指標、ブラジル金融政策決定会合

印 12 月物価指標は鈍化か

インドでは 13 日（月）に 12 月消費者物価指数（CPI）、14 日（火）に 12 月卸売物価指数（WPI）の発表が予定されている。市場予想では CPI が前年比 10.06%上昇（前回：同 11.24%上昇）、WPI が前年比 7.00%上昇（前回：同 7.52%上昇）とそれぞれ伸び幅の鈍化が予想されている。この通りの結果となれば、足許でも底堅い動きを見せている INR の更なる後押しとなろう。一方で仮に予想を上回った場合でも、INR の下落は限定的となる可能性が高い。インド中銀は物価抑制に対して会合のスケジュールに関わらず行動する姿勢を示しており、これが抑止力となろう。この場合、次回会合で利上げが決定される可能性が高いが、緊急会合が開かれるかどうかは、来週以降のドルの動き次第だろう。

コンセンサスは
25bp の利上げを予想

ブラジルでは 15 日（水）金融政策決定会合（COPOM）が開催される。ブルームバーグの調査では対象のエコノミスト 38 人全員が利上げ（12 人は 50bp、26 人が 25bp）を予想している。

利上げサイクルの
終了時期が焦点

同中銀はインフレ率の上昇を背景に、今年 4 月以来 6 会合連続で計 275bp の利上げを実施してきた。11 月会合の議事録、及び昨年 12 月 20 日に公表された四半期インフレレポートでも利上げサイクルの継続が示唆されており、今回の会合でも利上げがコンセンサスとなっている。他方、上述のインフレレポートでは 2014 年、2015 年の物価見通しが小幅ながら下方修正されるとともに、昨年来の利上げが実体経済に波及するまでのラグについて言及されるなど、同中銀のタカ派姿勢の緩和が見られた。このことから今会合での利上げをもって利上げサイクルが休止するとの見方が大勢を占めている。

BRL の弱含みは続く

だが、同国のインフレに関してはアップサイドリスクを見ておきたい。同国では政府方針により国内燃料価格は国際市場価格対比大幅な安値水準で維持されるなど、物価上昇による需要の調整が働きにくい構造もあって、景気の低迷にも関わらずインフレ期待は高水準で張り付いた状態が続いている。昨年からの BRL の下落も国内輸入物価を押し上げよう。他方、BRL の水準について同中銀は、適度な通貨の下落が輸出を増大させる、と基本的に容認姿勢を示している。これらに鑑み BRL の下落基調は当面継続する可能性が高いと言えよう。

エマージングマーケット：トピック

韓国：金融政策決定会合

全会一致で政策据え置き

韓国中銀は 8 日、2.5%の政策金利の据え置きを全会一致で決定した。大方の予想通りの結果となったが、一部で同国の金融環境のタイト化や低いインフレ率を背景に早期利下げの可能性が指摘されていたほか、複数の有力アナリストがウォン高を理由にサムスン電子の決算予想を引き下げたのを受け、年初のソウル株式市場で同社株が暴落。こうした動きを受けて政府与党内でも政策金利の引き下げを求める声が高まっていたことから、同中銀の動向に注目が集まっていた。

中銀は中立姿勢を堅持

声明では、外需の回復を背景とした輸出の増加により景気が徐々に勢いを増していくとの見方が再度強調されたほか、今回発表された経済見通しでは 2014 年、2015 年の成長率はそれぞれ 3.8%、4.0%へ加速する見通しが示された。インフレ見通しについては 2014 年こそ僅かに下方修正（2.5%→2.3%）されたものの、2015 年は 2.8%への上昇が見込まれるなど、全体として同中銀がハト派に傾斜した兆しは見られなかった。

中銀の次期総裁人事が
短期的なリスク要因

このような今回の決定は、同国の大幅な経常収支黒字を背景にウォンのその他新興国通貨に対するアウトパフォームが続くとの我々の見方をサポートするものである。とはいえ、足許の物価水準は同中銀のターゲットである 2.5%~3.5%の下限を下回る水準が続いており、今後、通貨高による輸入物価の低下、また国内企業の業績悪化や株式市場の下落による家計所得の減少により消費が落ち込むような展開となれば、同中銀が利下げに舵を切ることは十分にあり得る。特に、3 月に任期満了となるキム・ジュンス総裁の後任が未定であり、景気支援により積極的な人物が指名される可能性があることはリスク要因として認識しておきたい。

トルコ：CPI が予想比上ブレ、国内政情は依然不透明

根強いインフレ圧力

1 月 3 日に発表されたトルコ 12 月消費者物価指数は前年比 7.40%上昇と、前月の同 7.32%上昇から加速、市場予想（同 7.26%上昇）を上回った。価格の上昇は生鮮食品のほか、光熱費や輸送費、教育まで広範囲に亘っており、同国の根強いインフレ圧力の大きさを物語っている。一方でトルコ政府は 1 月 1 日に酒・タバコ、自動車及び携帯電話にかかる特別消費税率の引き上げを実施した。これにより消費者物価は最大 1%程度押し上げられると試算されており、昨年末からの TRY 安による物価上昇圧力の増大と合わせて、今年も高水準のインフレが継続する可能性が高い

中銀は利上げに消極的

こうした状況にもかかわらずトルコ中銀（CBRT）は依然として利上げに消極的な姿勢を崩していない。同国のシムシェキ財務相は 7 日、地元メディアのインタビューに対して「中銀、銀行監督当局、財務省はともに、融資の伸びを自己資本比率およびマクロプルーデンス政策で抑制し、利上げする必要はなかった」と述べているが、これは一種の政治的圧力とも受け取れる。政治に配慮するあまり、インフレに対する対応が後手に回れば、CBRT の信認はさらに低下することとなろう。

国内政治の不透明感は続く

他方、同国の閣僚親族の汚職事件に端を発した政情不安はさらに不透明感を増している。同国金融市場は昨年末に株式、債券、通貨のトリプル安に見舞われたが、これは「警察当局が刑事摘発をする前に政府に報告すべし（→実質的な政治介入）」との法案に対して、これまで与党に近いとされてきた憲法裁判所が「違憲判断」を下したことが主因であった模様だ。格付け会社フィッチレーティングスは、足許の政治不安が短期的に同国の格付け「BBB-」に影響することはないとしながらも、不透明感が長期化すれば悪影響は大きいと警告した。インフレと政情不安の二重の圧力により TRY の下落は当面続きそうだ。

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	発表値	前回値
エマージングアジア						
1月1日(水)	韓国	12月 輸出	前年比、%	4.8	7.1	0.2
1日(水)	中国	12月 製造業PMI		51.2	51.0	51.4
2日(木)	韓国	12月 HSBC製造業PMI		-	50.8	50.4
2日(木)	台湾	12月 HSBC製造業PMI		-	55.2	53.4
2日(木)	中国	12月 HSBC製造業PMI		50.5	50.5	50.8
2日(木)	タイ	12月 消費者物価指数	前年比、%	1.60	1.67	1.92
2日(木)	インドネシア	12月 Markit製造業PMI		-	50.9	50.3
2日(木)	インドネシア	12月 消費者物価指数	前年比、%	8.33	8.38	8.37
2日(木)	インドネシア	11月 輸出	前年比、%	▲ 2.4	▲ 2.4	2.4
2日(木)	インド	11月 Markit製造業PMI		-	50.7	51.3
2日(木)	シンガポール	10~12月期 実質GDP(速報値)	前年比、%	4.8	4.4	5.9
3日(金)	中国	12月 非製造業PMI		-	54.6	56.0
4日(水)	インド	11月 Markitサービス業PMI		-	46.7	47.2
6日(月)	シンガポール	12月 購買部景気指数		51.0	49.7	50.8
6日(月)	中国	12月 HSBCサービス業PMI		-	50.9	52.5
6日(月)	台湾	12月 消費者物価指数	前年比、%	0.80	0.33	0.67
7日(火)	フィリピン	12月 消費者物価指数	前年比、%	3.9	4.1	3.3
8日(水)	マレーシア	11月 輸出	前年比、%	10.3	6.7	9.6
9日(木)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.50	7.50	7.50
9日(木)	中国	12月 消費者物価指数	前年比、%	2.7	2.5	3.0
9日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	2.50	2.50	2.50
9日(木)	マレーシア	11月 鉱工業生産	前年比、%	2.9	4.4	1.8
10日(金)	中国	12月 輸出	前年比、%	5.0		12.7
10日(金)	フィリピン	11月 輸出	前年比、%	11.5	18.9	14.0
10~15日	インド	12月 輸出	前年比、%	6.8		5.9
10~15日	中国	12月 新規融資	億元	5,700		6,246
10日(金)	インド	11月 鉱工業生産	前年比、%	0.9		▲ 1.8
14日(火)	インド	12月 卸売物価指数	前年比、%	7.00		7.52
15日(水)	フィリピン	11月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	7.3		7.0
17日(金)	シンガポール	12月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	2.3		▲ 8.8
中東欧・アフリカ						
1月2日(木)	トルコ	12月 製造業PMI		-	55.0	53.5
3日(金)	トルコ	12月 消費者物価指数	前年比、%	7.26	7.40	7.32
8日(水)	トルコ	11月 鉱工業生産	前年比、%	4.1	4.7	0.7
9日(木)	ロシア	12月 消費者物価指数	前年比、%	-	6.5	6.5
9日(木)	南アフリカ	11月 製造業生産	前年比、%	0.3	0.3	1.7
14日(火)	トルコ	11月 経常収支	億ドル	▲ 43.0		▲ 29.0
15日(水)	南アフリカ	12月 製造業PMI		52.1		52.4
17日(金)	ロシア	11月 貿易収支	億ドル	136		132
ラテンアメリカ						
1月2日(木)	ブラジル	12月 製造業PMI		51.5	50.3	50.4
3日(金)	ブラジル	12月 貿易収支	百万USDドル	1500.0	2654.0	1739.0
3日(金)	メキシコ	11月 海外労働者送金	百万USDドル	1,749	1,694	1,853
6日(月)	ブラジル	12月 サービス業PMI		51	53	51
8日(水)	ブラジル	11月 鉱工業生産	前年比、%	-0.8	0.4	1.0
9日(木)	メキシコ	12月 消費者物価指数	前年比、%	3.9	4.0	9.6
10日(金)	ブラジル	12月 IPCAインフレ率	前年比、%	5.81		5.77
10日(金)	メキシコ	11月 鉱工業生産	前年比、%	-0.30		0.10
15~16日	ブラジル	金融政策決定会合	%	10.3		10.0
17~18日	ブラジル	11月 経済活動指数	前年比、%	-		2.74

(注)2014年1月10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 1～12月期(実績)	SPOT	2014年 3月	6月	9月	12月	2015年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(KRW)	1048.10 ～ 1162.90	1062.70	1050	1045	1030	1020	1020
台湾ドル	(TWD)	28.913 ～ 30.228	30.167	29.70	29.60	29.40	29.40	29.40
香港ドル	(HKD)	7.7503 ～ 7.7664	7.7544	7.75	7.75	7.75	7.76	7.76
中国人民幣元	(CNY)	6.0492 ～ 6.2492	6.0554	6.03	6.00	5.98	5.93	5.90
シンガポールドル	(SGD)	1.2195 ～ 1.2862	1.2711	1.26	1.25	1.25	1.24	1.24
タイバーツ	(THB)	28.56 ～ 32.96	33.02	33.00	32.60	32.10	31.90	32.00
インドネシアルピア	(IDR)	9603 ～ 12281	12198	12300	12300	12200	12200	12200
マレーシアリンギ	(MYR)	2.9570 ～ 3.3377	3.2760	3.28	3.24	3.19	3.18	3.18
フィリピンペソ	(PHP)	40.540 ～ 44.820	44.670	44.40	44.00	43.20	42.90	42.80
ベトナムドン	(VND)	20645 ～ 21243	21095	21100	21200	21200	21300	21400
インドルピー	(INR)	52.890 ～ 68.845	62.078	63.00	62.00	61.00	62.00	62.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	1.7456 ～ 2.1764	2.1781	2.18	2.20	2.23	2.25	2.28
ロシアルーブル	(RUB)	29.8356 ～ 33.5878	33.2311	33.00	33.20	33.50	33.50	33.80
南アフリカランド	(ZAR)	8.4110 ～ 10.5828	10.7965	10.50	10.80	11.00	11.20	11.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	1.9419 ～ 2.4549	2.3906	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	11.9364 ～ 13.4664	13.0960	13.00	13.00	13.00	13.20	13.20
対円								
エマージングアジア								
韓国ウォン	(100KRW)	8.084 ～ 10.055	9.864	9.90	9.86	10.10	10.39	10.49
台湾ドル	(TWD)	2.977 ～ 3.535	3.475	3.50	3.48	3.54	3.61	3.64
香港ドル	(HKD)	11.110 ～ 13.594	13.517	13.42	13.29	13.42	13.66	13.79
中国人民幣元	(CNY)	13.872 ～ 17.402	17.310	17.25	17.17	17.39	17.88	18.14
シンガポールドル	(SGD)	70.47 ～ 83.47	82.46	82.54	82.40	83.20	85.48	86.29
タイバーツ	(THB)	2.824 ～ 3.497	3.174	3.15	3.16	3.24	3.32	3.34
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ～ 1.062	0.859	0.846	0.837	0.852	0.869	0.877
マレーシアリンギ	(MYR)	28.322 ～ 34.195	31.996	31.71	31.79	32.60	33.33	33.65
フィリピンペソ	(PHP)	2.115 ～ 2.510	2.347	2.34	2.34	2.41	2.47	2.50
ベトナムドン	(10000VND)	41.53 ～ 50.00	49.69	49.29	48.58	49.06	49.77	50.00
インドルピー	(INR)	1.407 ～ 1.876	1.689	1.65	1.66	1.70	1.71	1.73
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	46.874 ～ 56.669	48.125	47.71	46.82	46.64	47.11	46.93
ロシアルーブル	(RUB)	2.829 ～ 3.319	3.154	3.15	3.10	3.10	3.16	3.17
南アフリカランド	(ZAR)	9.245 ～ 11.245	9.709	9.90	9.54	9.45	9.46	9.47
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	39.764 ～ 51.020	43.847	44.26	42.92	42.45	43.27	42.80
メキシコペソ	(MXN)	6.703 ～ 8.457	8.004	8.00	7.92	8.00	8.03	8.11

(注) 1. 実績の欄は12月31日まで。SPOTは1月10日の7時45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