

エマージングマーケットウィークリー

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

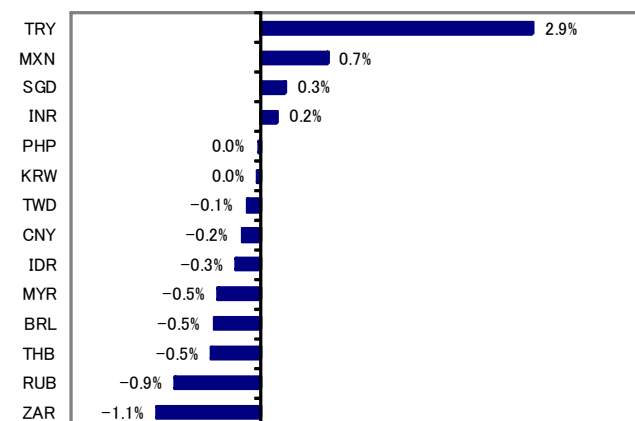
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

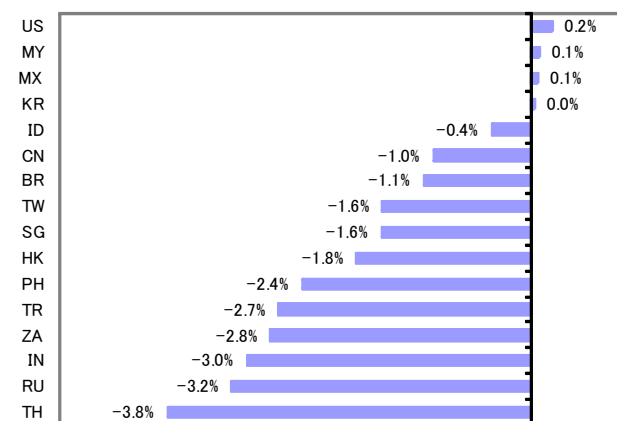
アルゼンチン発リスクオフでエマージング通貨は続落

先週 23 日、アルゼンチン政府高官が自国通貨ペソ安を容認する姿勢を示す発言をしたことでアルゼンチンペソが急落。この動きはすぐに他の新興国に波及し、経常赤字国であるトルコやブラジル、インドネシアなどを中心に株、債券、為替のトリプル安が加速し、世界的なリスクオフを誘発した。新興国売りの動きは週明け 27 日アジア時間まで継続したが、その後欧州時間に入ると、中国にてデフォルト懸念が高まっていた「理財商品」について販売元の中国工商銀行が買取を表明したほか、トルコ中銀は 28 日の緊急会合開催を決定した。こうしたヘッドラインを受けてリスクセンチメントが改善すると、翌 28 日の新興国通貨は全面的に反発した。この日、インド中銀は予想外の利上げを実施。また注目のトルコ中銀は市場予想を上回る 550bp の利上げを発表した。こうした動きを好感し、29 日アジア時間も新興国通貨は堅調地合いとなり、多くの通貨が先週末からの下落分を取り戻した。しかし、新興国資産の反発は長続きせず、欧州時間には再び下落に転じた。注目の FOMC は市場予想通り 100 億ドルの QE 縮小を発表も反応はまちまち。米国市場は大幅な株安債券高となりこれを受けて 30 日アジア市場は再びリスクオフの展開。新興国通貨は前日の上昇分の多くを吐き出すこととなった。

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

米国経済指標が最大の焦点だが、新興国通貨は良くて現状維持か

中銀の積極姿勢は
中期的にポジティブ

先週はアルゼンチンペソの急落を契機とした新興国市場からの資金流出懸念が市場の大きなテーマとなった。通貨の下落が進む中で、トルコ、インド、南アフリカの各中央銀行は市場の予想を上回る積極的な引き締め姿勢を見せた。特にトルコ、インドでは抜本的な政策運営の転換（後述「今週のトピック」ご参照）が見られており、市場の反応は一時的だったものの、これらは同国の金融市場の安定に中期的に寄与する、意義の大きい変化であったと言える。

新興国発でセンチメント改善
は難しい情勢

さて来週の新興国通貨は、米国の経済指標を受けた市場のリスクセンチメント動向が最大の焦点となろう。先述のリスクオフにより先進国株価も大きく下落、逃避資金は米債に流入し、米金利は低下した。一部新興国における積極的な利上げでも流れを変えるには至っていないところを見ると、もはや新興国発でリスクセンチメントを反転させることは難しく、最終的には米景気頼みということになる。

米国指標の堅調確認で
過度なリスクオフは一服か

来週は米国にて **1 月 ISM 製造業/非製造業景況指数**、**ADP 雇用統計**、雇用統計と重要指標が目白押しとなっている。これらの指標を予想する上で参考となる日次や週次の関連統計は概ね昨年末の水準を保っており、本年入り後米景気が大きく減速している証左は見当たらない。このため順当にいけば雇用統計を含めて、先月に寒波の影響で弱含んだ指標は反発を見せるはずであり、仮にこの通りとなれば投資家の過度なリスク回避姿勢は和らぎ、新興国通貨を含むリスク資産売りも一服することだろう。ただ、今週のような半ばパニック的な動きは収まる可能性が高いとはいえ、**QE 縮小**による資金流出が続くと見られる新興国通貨を積極的に買い戻す理由も見当たらず、大幅反発は期待できない。

新興国通貨は上値重く

一方で、米国指標が市場予想を下振れた場合（米国は **1 月上旬**も寒波に見舞われており、経済指標に再びノイズが入る可能性は否定できない）、暫く足許のリスクオフムードが続き、リスク資産は更なる売り圧力に押されよう。結局、来週の新興国通貨は良くて現状維持といったところか。なお、後者のケースでは逃避資金により米金利が低下、為替市場では円が強含む展開が予想される。

タイ総選挙、中国製造業/非製造業 PMI

個別通貨に影響を与えるイベントとしては、**2 日（日）**に実施されるタイの下院総選挙、**1 日（土）/3 日（月）**の中国製造業/非製造業 **PMI**（国家統計局）が注目となる。

首都でのデモ激化が
懸念される

タイでは **2 月 2 日**の選挙を巡って決行か延期かが議論となっていたが、延期は可能との裁判所の判断にも拘わらず、インラック政権は予定通り選挙を実施する方針を固めた。デモ隊を率いるステープ副首相は同選挙を実施させない旨公言しており、選挙当日は過激化したデモ隊と政府支持者、警察との衝突が懸念される。なお、今回選挙が実施されても、憲法で規定される国会召集に必要な議員数の充足は不可能であり、再選挙の実施が必要となることは周知である。しかし、首都の混乱が激化し、死傷が増えるような事態となれば **THB** を更に押し下げる要因となるため注意が必要である（詳しくは **29 日付「通貨ニュース：タイの政治混乱とバーツ相場 UPDATE」** をご参照ください）。

PMI が悪化すれば
リスクオフが加速

中国では **1 月**の製造業/非製造業 **PMI** が発表となる。**23 日**に発表された **HSBC 製造業 PMI**（速報値）は **49.6** と拡大/縮小の境を示す **50** を **6** か月ぶりに割り込み、足許のリスクオフ地合いの一因となった（**30 日**に発表された確報値では **49.5** に下方修正された）。中国国家统计局が発表する指数は国内大企業の動向をより反映するとされるため、理財商品のデフォルト懸念や国内金利の上昇の影響を受けた可能性が懸念される。**HSBC** 調査による指数に続き、**50** を下回るような事態となれば、リスクオフが更に加速する可能性が高い。

この他、新興各国で **PMI** と物価統計の発表が予定されている。これらは各国の金融政策を占う上では重要ではあるものの、現状では市場に与えるインパクトは限定的だろう。フィリピンでは **6 日（木）**に金融政策決定会合が開催されるが、今回は政策据え置きを予想する。

エマージングマーケット：今週のトピック

インド中銀金融政策決定会合：25bp の利上げ、インフレターゲットの採用

RBI は予想外の利上げ

28 日に開催されたインド中銀（RBI）の金融政策決定会合は市場予想に反して政策金利であるレポレートを **25bp** 引き上げ、**8.00%**とした。ブルームバーグの調査ではエコノミスト **45** 名中 **42** 名が金利据え置きを予想していた。

今回の会合に先立つ **22** 日、RBI のパテル副総裁を中心とした金融政策の枠組み見直しのための諮問委員会が、新たな政策フレームワークについて提言レポートを公開した。およそ **130** ページに及ぶ同レポートでは、ラジャン総裁の目指す透明で一貫性のある金融政策運営に関して様々な意見がまとめられたが、重要なポイントは以下の通りである。

- ① 金融政策運営の目的を物価の安定に絞る
- ② 物価を測る名目アンカーとして **CPI** を用いる
- ③ **CPI** の目標を **4%±2%**とし、**2015 年 1 月に 8%以下、2016 年 1 月に 6%以下**を目指す（※直近 **2013 年 12 月 CPI** は前年比 **9.87%**上昇）
- ④ **RBI** 会合の回数を **6 週間毎から 2 か月に 1 回**に変更する

インフレターゲット制を
事実上採用？

利上げを決定した今会合後の声明分では、「諮問委員会が提言した緩やかなインフレ低下経路」として上記③の数値目標に触れ、その上で「仮に政策を変更しない場合、**8%**の目標にアップサイドリスクがある」とし、「推奨されるインフレ低下経路を達成するため、**25bp** の利上げが必要だった」と今回の決定の背景を説明した。これは、事実上のインフレターゲット政策採用を意味する。

中銀の信認向上は
通貨上昇に寄与

ラジャン総裁は兼ねてより金融政策の透明性と一貫性の重要性を主張してきており、近い将来のインフレターゲット政策導入は市場のコンセンサスであったものの、このタイミングでの（実質的な）導入はサプライズであった。今回の決定は同中銀の信認を向上させるものであり、この観点からは **INR** にポジティブである。

楽観は尚早

但し、利上げは国内景気を鈍化させ株式等からの資本流出を加速させる可能性もあり、外資規制の緩和や国内の構造改革の推進が必須である。また「現時点で更なる引き締めは想定されない」としているものの、同国の実質金利は依然としてマイナス圏、インフレ期待も高水準で推移しており、今後も物価動向に応じた機動的な政策運営が求められよう。

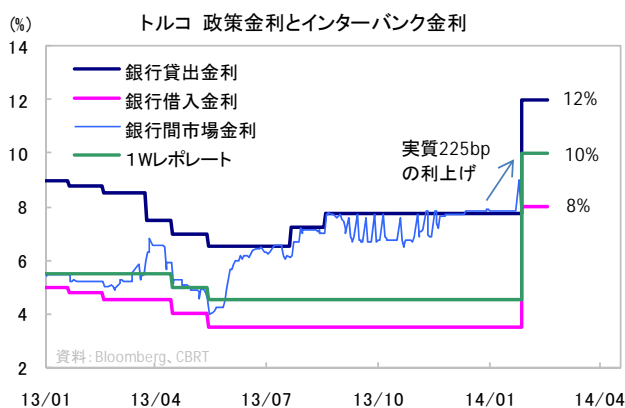
トルコ中銀金融政策決定会合: 550bp の大幅な利上げを決定

緊急会合で大幅利上げ

週央の TRY 大幅下落を受けてトルコ中銀は 28 日に緊急会合を開催、政策金利である 1 週間物（1W）レポレート（4.50%）を 10.00%へ、翌日物（O/N）貸出金利（金利コリドーの上限）を 7.75%から 12.00%へ、O/N 借入金利（金利コリドーの下限）を 3.50%から 8.00%へそれぞれ引き上げた。同時に今後の資金供給を従前の O/N 貸出金利ではなく、10.00%とした 1W レポレートにより実施することを発表。これにより 10%のレポレートを中心とした±2%の金利コリドーが同行の金融政策の新たな枠組みとなった。

市場予想対比で
やや積極的な引き締め

主要政策金利である 1W レポレートは 550bp の引き上げとなったものの、同国のインターバンク市場金利は O/N 貸出金利（会合前は 7.75%）に張り付いて推移してきており、これが実質的な政策金利となっていた。今後、インターバンク市場金利はレポレート（10.00%）水準で取引されることとなるため、実質的な金利引き上げ幅は 225bp ということになる。なお、インターバンク市場金利の引き上げ方針については前回会合の声明文にて既に言及されていたため、それ自体は驚きではない。総じて、今回の決定は市場予想対比「やや積極的」な引き締めと評価できよう。



タカ派イメージの構築、
政策簡素化

但し、同中銀はこれまで政策金利の引き締めについて消極的な姿勢を堅持してきたため、今回大幅な（名目上の）利上げに踏み切ったことは、同中銀及び政府が経済成長を一部犠牲にしても金融市場の安定を図る方向に舵を切ったことを意味する。また同中銀はこれまで政策金利を変えずに、流動性の加減や通貨介入等の組み合わせにより、市場の変化に対処する方針であったため、政策意図が伝わりにくく、このことも TRY の重石となってきた。今回の決定により、政策金利を中心とした±2%の金利コリドーという明瞭な枠組みに切り替わったことは、今後も想定される物価の上振れや通貨の下落に対応する上でポジティブに働くだらう。

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	発表値	前回値
エマージングアジア							
1月24日(金)	シンガポール	12月	鉱工業生産	前年比、%	▲ 1.4	6.2	6.6
28日(火)	タイ	12月	製造業生産	前年比、%	▲ 5.0	-6.1	▲ 10.7
28日(火)	台湾	10~12月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	1.8	2.9	1.7
28日(火)	インド		金融政策決定会合	%	7.8	8.0	7.8
29日(水)	韓国	12月	経常収支	百万USD	-	6429	6033.0
29日(水)	韓国	12月	鉱工業生産指数	前年比、%	▲ 0.20	2.60	▲ 0.80
30日(木)	フィリピン	10~12月期	実質GDP	前年比、%	6.0	6.5	6.9
30日(木)	中国	1月	HSBC製造業PMI		49.60	49.50	50.50
31日(金)	タイ	12月	輸出(通関ベース)	前年比、%	1.8		▲ 4.1
31日(金)	タイ	12月	経常収支	百万USD	1390.0		2294.0
2月1日(土)	韓国	1月	輸出	前年比、%	1.5		7.0
1日(土)	中国	1月	製造業PMI		50.5		51.0
3日(月)	タイ	1月	消費者物価指数	前年比、%	1.76		1.67
3日(月)	インドネシア	1月	Markit製造業PMI		-		50.9
3日(月)	インドネシア	1月	消費者物価指数	前年比、%	8.35		8.38
3日(月)	インドネシア	12月	輸出	前年比、%	2.0		▲ 2.4
3日(月)	インド	1月	Markit製造業PMI		-		50.7
3日(月)	中国	1月	非製造業PMI		-		54.6
4日(火)	韓国	1月	消費者物価指数	前年比、%	1.1		1.1
4日(火)	韓国	1月	HSBC製造業PMI		-		50.8
5日(水)	台湾	1月	HSBC製造業PMI		-		55.2
5日(水)	インド	1月	Markitサービス業PMI		-		46.7
5日(水)	シンガポール	1月	購買部景気指数		-		49.7
5日(水)	インドネシア	10~12月期	実質GDP	前年比、%	5.35		5.62
5日(水)	フィリピン	1月	消費者物価指数	前年比、%	4.1		4.1
6日(木)	フィリピン		金融政策決定会合	%	3.5		3.5
6日(木)	台湾	1月	消費者物価指数	前年比、%	0.59		0.33
7日(金)	中国	1月	HSBCサービス業PMI		-		50.9
7日(金)	マレーシア	12月	輸出	前年比、%	8.4		6.7
中東欧・アフリカ							
1月27日(月)	ロシア	12月	実質小売売上高	前年比、%	4.0	3.8	4.5
27日(月)	ロシア	12月	設備投資	前年比、%	0.0	0.3	0.2
28日(火)	トルコ		臨時金融政策決定会合	%	4.50	10.00	4.50
29日(水)	南アフリカ		金融政策決定会合		5.00	5.50	5.00
31日(金)	トルコ	12月	貿易収支	億リラ	▲ 71		▲ 72
31日(金)	南アフリカ	12月	貿易収支	億ランド	-		8
2月3日(月)	トルコ	1月	製造業PMI		-		55.0
3日(月)	ロシア	1月	製造業PMI		-		50.00
3日(月)	南アフリカ	1月	製造業PMI		-		49.90
3日(月)	トルコ	1月	消費者物価指数	前年比、%	8		7
4日(火)	ロシア	1月	消費者物価指数	前年比、%	-		6.5
5日(水)	ロシア	1月	サービス業PMI		-		-
ラテンアメリカ							
1月27日(月)	メキシコ	12月	貿易収支	百万ペソ	8,195	16,576	3,391
31日(金)	メキシコ		金融政策決定会合	%	4		4
2月3日(月)	ブラジル	1月	製造業PMI		-		50.5
4日(火)	ブラジル	1月	貿易収支	百万USD	-		2,654
4日(火)	ブラジル	12月	鉱工業生産	前年比、%	0.2		0.4
5日(水)	メキシコ	12月	海外労働者送金	百万USD	-		1,694
5日(水)	ブラジル	1月	サービス業PMI		-		51.7
7日(金)	メキシコ	1月	消費者物価指数	前年比、%	-		3.97
7日(金)	ブラジル	1月	IPCAインフレ率	前年比、%	5.67		5.91

(注)2014年1月31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

2014年1月31日

エマージング通貨相場見通し

		2014年 1月(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)	1048.42 ~ 1087.50	1080.68	1050	1045	1030	1020	1020
台湾ドル	(TWD)	29.771 ~ 30.426	30.356	29.70	29.60	29.40	29.40	29.40
香港ドル	(HKD)	7.7535 ~ 7.7678	7.7669	7.75	7.75	7.75	7.76	7.76
中国人民元	(CNY)	6.0393 ~ 6.0610	6.0603	6.03	6.00	5.98	5.93	5.90
シンガポールドル	(SGD)	1.2619 ~ 1.2830	1.2754	1.26	1.25	1.25	1.24	1.24
タイバーツ	(THB)	32.66 ~ 33.15	33.01	33.00	32.60	32.10	31.90	32.00
インドネシアルピア	(IDR)	12031 ~ 12280	12213	12300	12300	12200	12200	12200
マレーシアリンギ	(MYR)	3.2504 ~ 3.3495	3.3486	3.28	3.24	3.19	3.18	3.18
フィリピンペソ	(PHP)	44.250 ~ 45.455	45.320	44.40	44.00	43.20	42.90	42.80
ベトナムドン	(VND)	21058 ~ 21118	21060	21100	21200	21200	21300	21400
インドルピー	(INR)	61.323 ~ 63.308	62.575	63.00	62.00	61.00	62.00	62.00
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ~ 2.3900	2.2653	2.18	2.20	2.23	2.25	2.28
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ~ 35.4455	34.8651	33.00	33.20	33.50	33.50	33.80
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ~ 11.3909	11.2050	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)	2.3282 ~ 2.4505	2.4094	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ~ 13.6063	13.3624	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)	9.372 ~ 10.043	9.513	9.90	9.86	10.10	10.39	10.59
台湾ドル	(TWD)	3.358 ~ 3.537	3.386	3.50	3.48	3.54	3.61	3.67
香港ドル	(HKD)	13.112 ~ 13.598	13.236	13.42	13.29	13.42	13.66	13.92
中国人民元	(CNY)	16.820 ~ 17.426	16.963	17.25	17.17	17.39	17.88	18.31
シンガポールドル	(SGD)	79.54 ~ 83.47	80.60	82.54	82.40	83.20	85.48	87.10
タイバーツ	(THB)	3.094 ~ 3.227	3.114	3.15	3.16	3.24	3.32	3.38
インドネシアルピア	(100IDR)	0.835 ~ 0.872	0.842	0.846	0.837	0.852	0.869	0.885
マレーシアリンギ	(MYR)	30.507 ~ 32.156	30.699	31.71	31.79	32.60	33.33	33.96
フィリピンペソ	(PHP)	2.247 ~ 2.380	2.268	2.34	2.34	2.41	2.47	2.52
ベトナムドン	(10000VND)	48.30 ~ 49.99	48.81	49.29	48.58	49.06	49.77	50.47
インドルピー	(INR)	1.610 ~ 1.706	1.643	1.65	1.66	1.70	1.71	1.74
中東欧・アフリカ								
トルコリラ	(TRY)	42.878 ~ 49.089	45.380	47.71	46.82	46.64	47.11	47.37
ロシアルーブル	(RUB)	2.885 ~ 3.212	2.949	3.15	3.10	3.10	3.16	3.20
南アフリカランド	(ZAR)	8.968 ~ 10.174	9.174	9.90	9.54	9.45	9.46	9.56
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.688 ~ 44.701	42.666	44.26	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.509 ~ 8.101	7.693	8.00	7.92	8.00	8.03	8.18

(注) 1. 実績の欄は1月30日まで。SPOTは1月31日の8時40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