

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

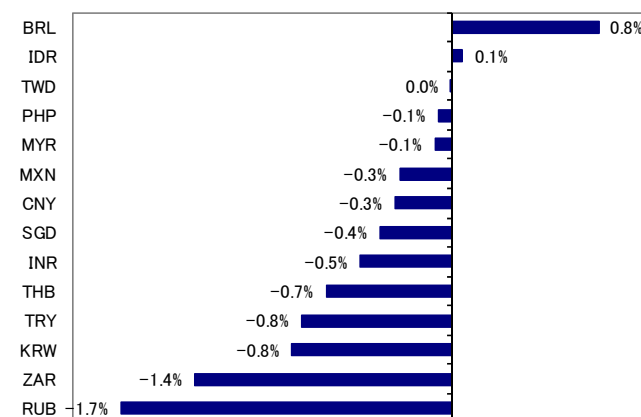
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

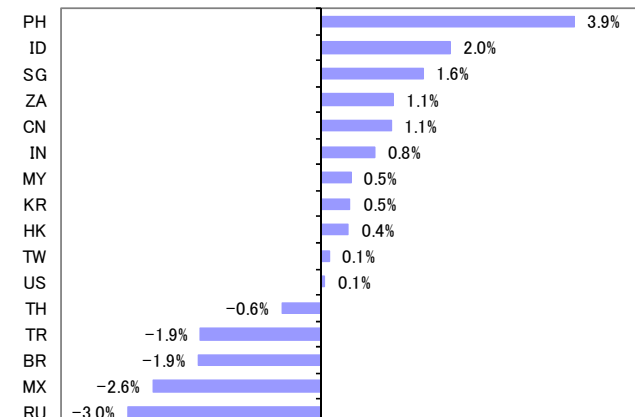
リスクオン/オフが交錯する中、新興国通貨は方向感なく反落

週明け 17 日は本邦 10～12 月期 GDP の下振れを受けてドル/円が 101 円台前半まで下落する中、新興国通貨は前週末の欧米株式市場の上昇を背景に続伸し、多くの通貨が週高値をつけた。18 日は日銀金融政策決定会合にて決定された成長基盤融資枠の倍増及び延長を受けてドル/円が 102 円台後半まで急反発、日経平均株価は 500 円を超える上昇となったが、対円でのドル買いが波及し新興国通貨は総じて軟調。欧米時間も経済指標の相次ぐ下振れやウクライナ、ベネズエラでの地政学リスクの高まりもあり、上値の重い展開が続いた。19 日アジア時間は中国人民銀行による中心レート引き下げを受けて CNY が昨年 12 月以来の安値を付けたが、その他通貨は小動き。その後、米国時間に公表された FOMC 議事要旨にて一部で期待されたハト派な内容とならなかったことでドルが反発すると新興国通貨は下げ幅を拡大した。20 日のアジア時間は前日のドル高、米株安により新興国通貨は朝から売り優勢の展開。その後発表された中国 2 月 HSBC 製造業 PMI が前月から更なる悪化を見せるとリスク回避の動きが強まり、新興国通貨は下げ足を速めた。しかし、その後発表された米 1 月製造業 PMI が予想を上回り米株が上昇すると、リスクセンチメントがやや改善し、新興国通貨は下げ幅を縮小した。

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

米国外でダウンサイドリスクが増大

米国経済の見方に
方向感が出にくい

来週は月末週であり、米国では2月消費者信頼感指数や2月シカゴ PMI、1月耐久財受注など多くの経済指標が発表されるが、引き続き天候要因による攪乱が予想される。ただ今週の米国株式市場が住宅統計や地区連銀サーベイの失望的な結果を天候要因と割り切って上昇してきたことを思えば、多少弱い数字が出たところで同国経済に対する見方が大きく悪化するとは考えにくく、この点では明確な方向感を欠いた地合いが続くだろう。また米金利についても来週予定されている入札を控えた売り圧力と月末に絡む実需により直近の水準でのみ合いが見込まれ、新興国通貨も今週同様に方向感の無い展開が続く可能性が高い。

中国製造業 PMI など
ダウンサイドリスクが高まる

しかし、米国以外に目を向けるとダウンサイドリスクは先週よりも高まっていると言える。19日に発表された中国2月 HSBC 製造業 PMI（速報値）は 48.3 と前回の 49.5 から更に悪化し2か月連続で節目の 50 を下回った。詳細項目では生産、新規受注、在庫が同時に低下し在庫調整の可能性を示唆しているが、この場合、同国製造業の調整が想定より長引く可能性がある。さらにウクライナでの地政学リスクの高まりを受けてロシアルーブルが急落、またタイではデモが再び勢いを増している。過去最高値に付近にいる米国株には短期的な高値警戒感も出始めており、国外のネガティブ材料と合わせてセンチメントが急激に反転する可能性に注意したい。

G20は新興国通貨の
救世主ではない

米国以外では今週末にシドニーにて開催される G20 財務相・中央銀行総裁会議に注目が集まる。FRB による量的緩和縮小の決定を受けて新興国市場からの資金流出が加速し、世界経済のダウンサイドリスクとなっていることについてインド中銀のラジャン総裁は「国際的な金融協調が崩壊した」と米国を痛烈に批判。また IMF も同会議向けに準備したレポートにおいて金融政策には協調の余地があると指摘するなど、米国の金融政策に対する風当たりが強まっている。こうした流れを受け、会議後の声明において米国の金融政策が新興国に与える影響についての言及がなされるとの報道もある。ただ、米国も反論している通り、足許で資金流出が加速している国は国内経済に構造的な問題を抱えており、これは国内における構造改革の取り組みの甘さに起因するものである。いずれにせよ、米国経済の大きな変調が無い限り、FRB による緩和縮小路線の転換は考えにくく、新興国通貨の下落基調は変わらないだろう。

エマージングマーケット：今週のトピック

ロシア：RUB が史上最安値を更新

RUB の下落は TRY や INR
とは対照的

ロシアルーブル（RUB）は 19 日、同国財務省が利回りの上昇を理由に入札を取りやめたことを受けて下げ幅を拡大、対バスケット（対ドル 55%、対ユーロ 45%）で史上最安値となる 41.759 をつけた。RUB は 2014 年に入り対ドルで 7%強下落しており、これは全通貨中で下から 4 番目の下落率である。契機となったのは他の新興国通貨同様、1 月後半のアルゼンチンペソの急落に端を発した世界的なリスク回避の動きだが、トルコやインドにておいて中央銀行が積極的な対応姿勢を示し、これらの国の通貨が早期に上昇に転じたのとは対照的に、ロシアでは 2 月に入ってから RUB の下落基調が止まっていない。このような動きの背景として考えられる材料を以下にあげておく。

- ・ 1 月 24 日、ウリュカエフ経済発展相が通貨安容認発言
- ・ 1 月 31 日、同相が 2015 年に導入予定のインフレターゲット、変動相場制移行の延期を提案
- ・ 2 月 7 日時点の外貨準備が急減し、2010 年以来の水準に減少
- ・ 2 月 14 日、中銀総裁が利上げに消極的な姿勢を示す
- ・ 財務省が過去 1 か月で 3 回の国債入札をキャンセル
- ・ ウクライナにおける地政学リスクの高まり

ファンダメンタルズの観点
からは行き過ぎ感も

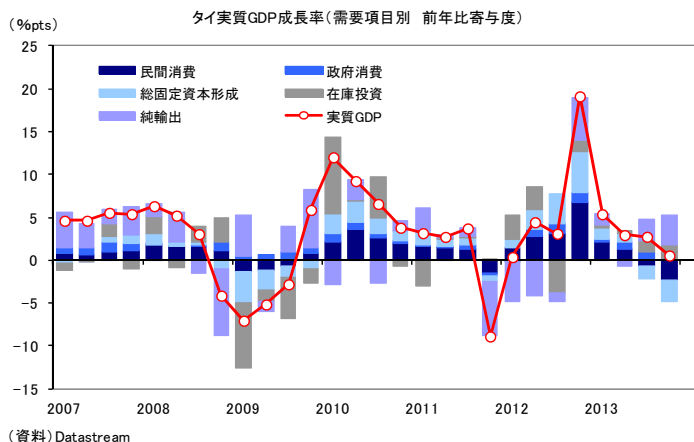
上記のように売り材料に事欠かない状況が続いており、短期筋による売り仕掛けの格好の標的となっている模様だが、ファンダメンタルズの観点から見れば、やや行き過ぎの感も否めない。例えば、上記の通り同国の外貨準備は 1 月末に実施された為替介入により大きく減少したものの、対輸入比率で見れば、15 か月分と安全性の目安である 3 か月分を大きく上回っている。輸入比率が 3 か月分を下回ったアルゼンチンと比べると違いは一目瞭然であり、差し迫った危機があるわけではない。とは言え、世界経済の不透明感が増大している状況下、目先 RUB を買い戻す材料も見当たらないため、暫くは足許の下落基調が続く公算が大きい。ただ、ファンダメンタルズに照らせば、何らかのきっかけで急速な買い戻しが起こっても不思議ではないということは留意しておきたい。

タイ：10～12 月期 GDP ～反政府デモの影響で急減速～

タイ経済は急減速

17 日に発表されたタイの 10～12 月期 GDP は前年比 0.6%増と市場予想（同 0.3%増）を上回ったものの、7～9 月期の同 1.4%増から大きく減速

した。これにより 2013 年の通年の GDP 成長率も+2.9%と 2012 年の +6.5%から急減速となった。



反政府デモの激化は
民間消費を直撃

需要項目別でみると、民間消費が前年比▲4.5%減（寄与度▲2.3%pts）と 7～9 月期の同▲1.2%減（寄与度▲0.7%pts）から減速ペースを急激に速めたことが目を引く。昨年中盤以降に同国の消費者信頼感が低下し始め、12 月には 2011 年の洪水発生時以来の低水準まで落ち込んでいたことと整合的な結果である。一方で在庫投資の寄与度が+1.8%pts と前期の +1.4%pts に引き続き大きくなったが、消費の減少による意図せざる増加とみられ、先行きに与えるインプリケーションはネガティブである。その他、総固定資本形成（前年比▲6.3%減→同 11.3%減）、政府支出（同 7.3%増→同 0.9%増）も減速しており、在庫を除く内需は前期の▲1.4%減から同▲5.7%減にマイナス幅を拡大した。外需は+3.5%pts のプラス寄与となったが、内需の減速による輸入の減少が主因である。

業種別でも広範に成長鈍化がみられたが、中でも製造業と飲食・ホテル業の落ち込みが目立った。前者は投資案件の遅延や消費鈍化、後者は観光客の減少が影響していると思われる。

タイ中銀は 3 月会合にて
利下げへ

以上のように 10～12 月期 GDP は国内政情不安の悪化が同国景気に甚大な被害を及ぼしていることを浮き彫りにしたが、同国経済は今後さらに減速する可能性が高い。先日発表された 1 月消費者信頼感指数は前述した 12 月の数値から更に低下した。また 1 月の工場設立認可件数が前年比▲23%減となるなど、反政府デモ激化の影響は拡大している。

タイ中央銀行は一旦の様子見姿勢を見せ、1 月の金融政策決定会合での緩和を見送ったが、今回の GDP と政情不安の長期化を受け、次回 3 月の会合にて 25bp の利下げに踏み切る可能性が高く、THB 相場の重石となるものと思われる。

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							
2月14日(金)	中国	1月	消費者物価指数	前年比、%	2.4	2.5	2.5
14日(金)	インド	1月	卸売物価指数	前年比、%	5.6	5.1	6.2
14日(金)	シンガポール	12月	小売売上高	前年比、%	▲ 6.80	▲ 5.50	▲ 8.60
17日(月)	フィリピン	12月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%	-	9.1	7.5
17日(月)	シンガポール	1月	地場輸出(除く石油)	前年比、%	▲ 0.50	▲ 3.30	6.00
18日(火)	台湾	10～12月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	2.9	3.0	2.9
19日(水)	マレーシア	1月	消費者物価指数	前年比、%	3.3	3.4	3.2
20日(木)	台湾	1月	輸出受注	前年比、%	▲ 0.3	▲ 2.8	7.4
20日(木)	中国	1月	HSBC製造業PMI(速報値)		49.6	48.3	49.5
20日(木)	シンガポール	10～12月期	実質GDP(確報値)	前年比、%	0.8	6.1	0.3
24日(月)	台湾	1月	鉱工業生産	前年比、%	-		5.1
24日(月)	シンガポール	1月	消費者物価指数	前年比、%	0.4		1.5
24～29日	タイ	12月	輸出(通関ベース)	前年比、%	▲ 1.5		1.9
25日(火)	フィリピン	12月	貿易収支	億ドル	-		▲ 9.4
26日(水)	シンガポール	1月	鉱工業生産	前年比、%	6.8		6.2
26日(火)	タイ	12月	製造業生産	前年比、%	-		▲ 6.1
26日(火)	インド		金融政策決定会合	%	-		7.75
27日(木)	韓国	1月	経常収支	百万USDドル	-		6429.0
27日(木)	中国	1月	HSBC製造業PMI		-		50.5
28日(金)	インド	10～12月期	実質GDP	前年比、%	4.8		4.8
28日(金)	韓国	1月	鉱工業生産指数	前年比、%	-		2.6
28日(金)	タイ	12月	経常収支	百万USDドル	-		2,294
中東欧・アフリカ							
2月17日(月)	ロシア	1月	鉱工業生産	前年比、%	1	-0.2	0.4
18日(火)	トルコ		金融政策決定会合	%	10.0	10.0	10.0
19日(水)	南アフリカ	1月	消費者物価指数	前年比、%	5.7	5.8	5.4
19日(水)	ロシア	1月	実質小売売上高	前年比、%	3.70	2.40	3.80
19日(水)	ロシア	1月	設備投資	前年比、%	0.5	▲ 7.0	0.3
25日(火)	南アフリカ	10～12月期	実質GDP	前年比、%	2.1		1.8
28日(金)	トルコ	12月	貿易収支	億リラ	-		▲ 72.4
28日(金)	南アフリカ	12月	貿易収支	億ランド	-		28.0
ラテンアメリカ							
2月14日(金)	ブラジル	12月	経済活動指数	前年比、%	1.1	0.7	1.3
21日(金)	メキシコ	10～12月期	実質GDP	前年比、%	1		1
21日(金)	ブラジル	12月	経常収支	百万USDドル	▲ 11663.0		▲ 8678.0
25日(火)	メキシコ	11月	小売売上高	前年比、%	1		2
26日(水)	メキシコ	10～12月期	経常収支	百万USDドル	-5001.0		-5457.0
26日(水)	メキシコ	1月	貿易収支	百万ペソ	532.00		1645.00
26日(水)	ブラジル		金融政策決定会合	%	10.75		10.50
27日(木)	ブラジル	10～12月期	実質GDP	前年比、%	1.50		2.20

(注)2014年2月21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

		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								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ~ 6.0610	6.0845	6.03	6.00	5.98	5.93	5.90
香港ドル	(HKD)	7.7535 ~ 7.7678	7.7555	7.75	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.323 ~ 63.308	62.230	62.50	62.00	61.00	62.00	62.00
インドネシアルピア	(IDR)	12031 ~ 12280	11825	12300	12300	12200	12200	12200
韓国ウォン	(KRW)	1048.42 ~ 1087.50	1072.30	1050	1045	1030	1020	1020
マレーシアリング	(MYR)	3.2504 ~ 3.3495	3.3095	3.29	3.25	3.20	3.22	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	44.250 ~ 45.455	44.763	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル	(SGD)	1.2619 ~ 1.2830	1.2640	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ~ 30.426	30.317	30.00	29.60	29.40	29.50	29.50
タイバーツ	(THB)	32.66 ~ 33.15	32.55	33.00	32.60	32.10	32.10	32.30
ベトナムドン	(VND)	21058 ~ 21118	21100	21100	21200	21200	21300	21400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ~ 35.4455	35.7781	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ~ 11.3909	10.9988	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ~ 2.3900	2.2016	2.25	2.30	2.35	2.35	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.3282 ~ 2.4505	2.3704	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ~ 13.6063	13.2767	13.40	13.40	13.20	13.20	13.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.820 ~ 17.426	16.820	17.25	17.17	17.39	17.88	18.31
香港ドル	(HKD)	13.112 ~ 13.598	13.196	13.42	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー	(INR)	1.610 ~ 1.706	1.645	1.66	1.66	1.70	1.71	1.74
インドネシアルピア	(100IDR)	0.835 ~ 0.872	0.865	0.846	0.837	0.852	0.869	0.885
韓国ウォン	(100KRW)	9.372 ~ 10.043	9.544	9.90	9.86	10.10	10.39	10.59
マレーシアリング	(MYR)	30.507 ~ 32.156	30.923	31.61	31.69	32.50	32.92	33.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.247 ~ 2.380	2.286	2.31	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル	(SGD)	79.54 ~ 83.47	80.97	81.89	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.358 ~ 3.537	3.376	3.47	3.48	3.54	3.59	3.66
タイバーツ	(THB)	3.094 ~ 3.227	3.144	3.15	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン	(10000VND)	48.30 ~ 49.99	48.50	49.29	48.58	49.06	49.77	50.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.885 ~ 3.212	2.860	2.99	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド	(ZAR)	8.968 ~ 10.174	9.305	9.29	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ	(TRY)	42.878 ~ 49.089	46.484	46.22	44.78	44.26	45.11	45.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.688 ~ 44.701	43.174	44.26	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.509 ~ 8.101	7.708	7.76	7.69	7.88	8.03	8.31

(注) 1. 実績の欄は1月30日まで。SPOTは2月21日の7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