

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

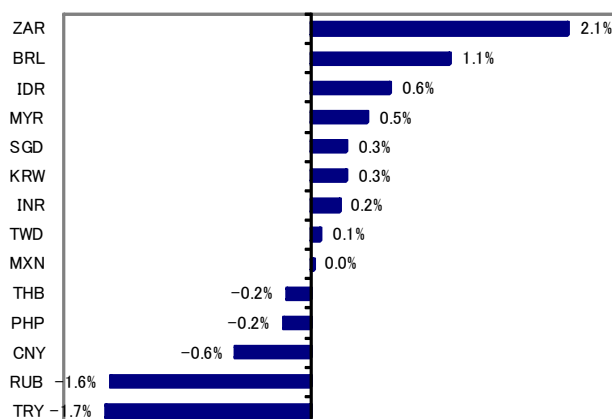
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

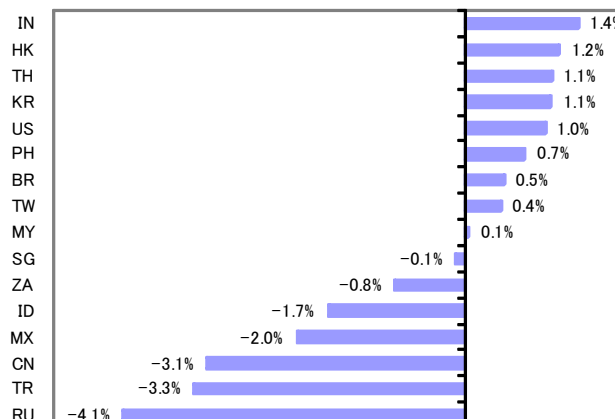
CNY、TRY、RUB が大幅下落。その他アジア通貨は総じて堅調。

先週末に開催された G20 は今後 5 年間で世界経済の成長率を 2% 押し上げるとの異例の数値目標で合意。この他、金融政策が他国に与える影響への配慮や、一部の国の構造的な脆弱性への対処の必要性にも言及されたが市場の反応は限られた。今週の為替市場は通貨毎に強弱まちまちとなる中、人民元、TRY、RUB の下落が目立った。人民元の下落は先週、中国人民銀行（PBoC、中央銀行）が立て続けに中心レートを前日比元安に設定したことで PBoC による元安誘導観測が広がったことによるもの。さらに 19 日に同中銀がウェブサイトにて将来的な人民元の変動幅拡大方針を改めて表明すると、こうした見方は一層強まった。その後も PBoC は 25 日を除く全営業日で中心レートを引き下げ、人民元は下げ幅を拡大した。TRY は 24 日欧州時間、エルドアン首相の汚職に関する新たな証拠とされる音声がネット上で拡がり、政情不安の悪化懸念から下落。その後週央にかけて下げ幅を拡大した。RUB はウクライナ情勢の悪化が嫌気され週を通して下落基調。ZAR、BRL、MXN は過度なリスク回避姿勢の後退から週央まで上昇していたが、26 日に地政学リスクの高まりや南アフリカの成長率見通し引き下げ、米 1 月新築住宅販売の大幅上振れを受けたドル高等が響いて上げ幅を縮小した。人民元を除くアジア通貨は特段目新しい材料も無い中、先進国株価の堅調にサポートされ総じて底堅い動きを見せた。

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

来週のエマージングマーケット

米雇用統計を前に一方的な展開にはなりにくい

今週は各アセットクラスで
方向感の無い動き

前述の通り、今週の外国為替市場は各通貨がまちまちの動きを見せるなど、先週に引き続き明確な方向感を欠いた相場となった。先進国金利は全般に低下方向。ウクライナの地政学リスクの高まりや、堅調な入札、月末の債券需要により米 10 年金利は再び 2.6% 台前半まで低下した。しかし、こうした動きにも拘らずドル指数は先週から上昇している。他方、欧米株は堅調で S&P500、英 FTSE100 指数は過去最高値を更新した。この間、VIX 指数に目立った動きはなく、ドル/円が 102 円台前半で小動きとなっていることから、リスクセンチメントは中立の状態が続いていたと見える。ただ、リスクセンチメントの押し上げ要因は基本的には株の堅調以外に見当たらない。特に米株については、米経済の地力の強さを見越して上昇してきたはずであるが、27 日にはイエレン FRB 議長のややハト派な発言を受けて金利が低下する中で買われるなど、流動性相場の様相を呈しており、上昇理由に一貫性を欠いているようにも思える。引き続き、米国株の反落リスクには注意しておきたい。

週央まではポジティブ材料
が出やすい

来週のエマージングマーケットは、週末に米 2 月雇用統計を控えて明確な方向感期待は期待しづらい。ただ、週央にかけてはリスクセンチメントにポジティブな材料が出やすく、新興国通貨も底堅い展開になると予想する。まず週初 3 日(月)に米 2 月 ISM 製造業景況指数が発表される。同指数は前月 56.5 から 51.3 への急落を見せ、月初のリスクオフのきっかけを作った。2 月分の関連指標である地区連銀製造業景況指数は総じて予想を下回ったが、ISM がこれらに先行する形で既に急落していること、同じ全米ベースの Markit PMI(2 月速報)が上昇したこと等から、今回は小幅の反発を見せる可能性が高く、この通りとなれば新興国通貨にとってもポジティブであろう。その後、5 日(水)に中国で全国人民代表大会(全人代)が開幕となる。注目は初日の政府活動報告における 2014 年の成長率目標だが、大会期間中は各種政策への期待からリスク資産が上昇しやすい地合いとなるため、こちらも新興国通貨を下支えしよう。翌 6 日(木)には ECB 政策理事会が予定されている。市場では追加緩和期待が高まっており、ECB の出方が注目される。仮に何らかの追加緩和が決定され、EUR が下落した場合は、過去のパターンから新興国通貨にとっての下押し圧力となるだろう。

BNM は現状維持へ

新興国では 6 日(木)にマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合が開催されるが、今回は現状維持が濃厚である。前回 1 月の会合では、「内需の減速が、悪天候やコスト増からくるインフレ圧力を緩和する」との見方が示されたが、今回もこうした見通しに大きな変更はなさそうで、総じて市場へのインパクトは限定的だろう。この他、ウクライナの地政学リスクやタイ、トルコ等の国内政治情勢には引き続き注意が必要だ。

エマージングマーケット：今週のトピック

中国人民幣は 2014 年に秩序だった変動幅拡大へ

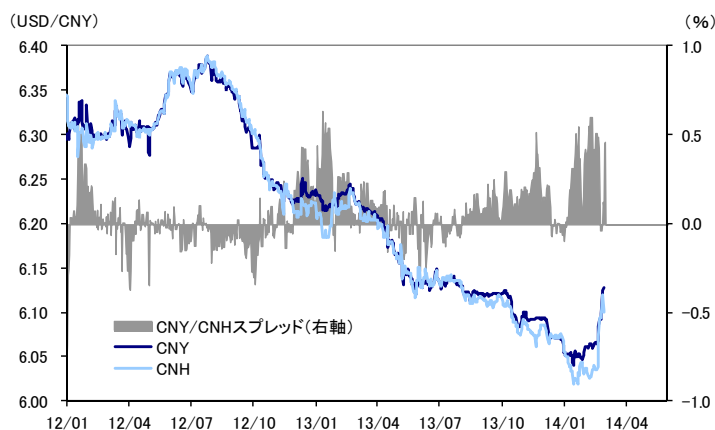
人民幣相場の調整

中国人民幣相場は先週 19 日以降、香港オフショア人民幣 (CNH) が下落し、18 日の 6.03 台後半から 25 日には 6.12 台後半まで急落した。オンショア人民幣 (CNY) についても同ような値動きとなり、26 日には 6.13 台をつけて、昨年 10 月以来の安値水準まで値を下げた。中国 2 月 HSBC 製造業 PMI (速報値) が 48.3 と予想以上に悪化し、一段と中国経済の減速を示唆する内容となったことなども理由として挙げられそうだが、人民幣の変動幅拡大への地均しと見る向きが最も多い。

変動幅拡大前の地均しか？

中国人民銀行 (PBoC、中央銀行) は上下双方向の弾力性を高めることを望んでいるが、2013 年以降、CNY は一貫して基準値よりも人民幣高方向で推移しており、投資家の人民幣買いポジションが相当量膨らんでいたとみられる。特に CNH 相場は人民幣先高感を背景として人民幣高圧力が強く、CNY と CNH の乖離をみると、CNH の方が CNY に比べて 0.5% 以上人民幣高で推移していた (図表 1)。CNH が CNY よりも 0.5% 以上人民幣高方向に乖離することは、近年の動きとしては最大水準である。こうした状況は 2012 年 2 月頃にも確認でき、乖離縮小後、PBoC は 4 月に変動幅拡大を発表している。人民幣の先高感が強い状況で日中変動幅拡大を発表した場合、人民幣相場は一段と元高方向に振れる可能性が高い。それゆえ、一旦人民幣安にすることで投資家のポジションをスクエアにすべく、今回の急変動を引き起こしたものと推測される。

図表 1：オンショア人民幣 (CNY) とオフショア人民幣 (CNH) の乖離



(資料) Bloomberg

PBoC は 2014 年に秩序だった 変動幅拡大へ

PBoC は 19 日、17～18 日にかけて開催されたクロスボーダー人民幣業務に関する会議の決定内容をウェブサイトで公表した。同会議では、2014 年において、資本取引における人民幣の兌換性と金融市場の自由化が焦点であると示すとともに、徐々に人民幣の変動メカニズムを健全化させ、為替の変動幅を秩序だ

った方法で拡大していくことなどが強調された。PBoCはこれまでも一貫して金融市場と人民元取引の自由化を進める方針を示しており、周小川総裁は昨年 11 月、PBoC は今後「基本的に」慣例的な為替市場介入を行わない方針を明らかにしていた。だが、特に変動幅拡大に関し、PBoC が具体的な時期を示唆したのは恐らく初めてのことであろう。

全人代において李首相が
変動幅拡大に言及か

PBoC が前回人民元の変動幅拡大を発表したのは 2012 年 4 月 14 日で、日中の変動幅を従来の基準値 $\pm 0.5\%$ から $\pm 1.0\%$ へと拡大した。当時を振り返ると、変動幅拡大のおよそ 1 か月前に開催された全国人民代表大会 (全人代) など、中国の政府要人が人民元相場の日中許容変動幅拡大に相次いで言及したことが話題となった。特に、温家宝・前首相が施政方針演説にあたる政府活動報告の中で、変動幅拡大について言及したことの意味は大きかったように思う。前回の変動幅拡大時は周小川総裁を中心に PBoC 高官が変動幅拡大を示唆する発言を繰り返しており、それは現在も同じ状況である。仮に、今回の全人代での政府活動報告の中で李克強首相が変動幅拡大に言及するようだと、その実現性は一段と高まることになるのではないかと。共産党における序列が重要である中国において、最高指導層である李首相の発言は重要性が極めて高い。

時期としては 4 月、拡大幅は
 $\pm 1.0\%$ から $\pm 2.0\%$ へ

具体的な発表時期に関し、変動幅拡大に関する決定がなされるのは、過去の中国当局のパターンから言って、重要政治イベント前の可能性が高い。今後の重要イベントとして、3 月 5 日から全人代が開催される予定であり、一部では全人代を控えて今週末にも発表されるとの見方もある。しかしながら、上述したように、李首相の発言を確認出来ていないことに加え、4 月中旬に米財務省の為替政策報告書公表、4 月下旬にはオバマ大統領の訪中、5 月上旬には米中戦略経済対話も実施されるとみられる中で、変動幅拡大を発表する可能性は小さいのではないかと。4 月中旬で前回の変動幅拡大からちょうど 2 年が経過するうえ、オバマ大統領の訪中が予定されているということもあって、オバマ大統領へのご祝儀、訪中の手土産といった格好で実施されるのではないだろうか。また、拡大幅については、現在の基準値 $\pm 1.0\%$ から $\pm 2.0\%$ へと拡大するとの見方が市場では多く、本欄でもメインシナリオと考えたい。

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	発表値	前回値
エマージングアジア						
24日(月)	台湾	1月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 4.5	▲ 1.8	5.6
24日(月)	シンガポール	1月 消費者物価指数	前年比、%	1.5	1.4	1.5
25日(火)	タイ	1月 輸出(通関ベース)	前年比、%	▲ 0.35	▲ 1.98	1.87
26日(水)	シンガポール	1月 鉱工業生産	前年比、%	6.5	3.9	6.4
27日(木)	韓国	1月 経常収支	百万USD	-	3607.00	6409.00
28日(金)	タイ	1月 製造業生産	前年比、%	▲ 6.4		▲ 6.1
28日(金)	インド	10~12月期 実質GDP	前年比、%	4.7		4.8
28日(金)	韓国	1月 鉱工業生産指数	前年比、%	▲ 1.8		2.6
28日(金)	タイ	12月 経常収支	百万USD	1450.0		2527.0
3月1日(土)	韓国	2月 輸出	前年比、%	2.9		▲ 0.2
1日(土)	中国	2月 製造業PMI		50.00		50.50
3日(月)	タイ	2月 消費者物価指数	前年比、%	1.9		1.9
3日(月)	インドネシア	2月 Markit製造業PMI		-		51.00
3日(月)	インドネシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	-		8.2
3日(月)	インドネシア	1月 輸出	前年比、%	-		10.3
3日(月)	インド	2月 Markit製造業PMI		-		51.4
3日(月)	中国	2月 HSBC製造業PMI		48.5		49.5
3日(月)	中国	2月 非製造業PMI		-		53.4
3日(月)	韓国	2月 HSBC製造業PMI		-		50.90
3日(月)	シンガポール	2月 購買部景気指数				50.5
3日(月)	台湾	2月 HSBC製造業PMI		-		55.50
4日(火)	韓国	2月 消費者物価指数	前年比、%	1.1		1.1
5日(水)	インド	2月 HSBCサービス業PMI		-		48.3
5日(水)	フィリピン	2月 消費者物価指数	前年比、%	4.3		4.2
5日(水)	台湾	2月 消費者物価指数	前年比、%	0.10		0.76
5日(水)	中国	2月 HSBCサービス業PMI		-		50.7
6日(木)	マレーシア	金融政策決定会合	%	3.00		3.00
7日(金)	マレーシア	1月 輸出	前年比、%			14.4
8日(土)	中国	2月 輸出	前年比、%			10.6
7日(金)	台湾	2月 輸出	前年比、%	6.9		▲ 5.3
中東欧・アフリカ						
25日(火)	南アフリカ	10~12月期 実質GDP	前年比、%	2.1	2.0	1.7
28日(金)	トルコ	1月 貿易収支	億リラ	▲ 72.0		▲ 99.0
28日(金)	南アフリカ	12月 貿易収支	億ランド	▲ 122.00		28.00
3月3日(月)	トルコ	2月 製造業PMI		-		52.7
3日(月)	ロシア	2月 製造業PMI		-		48.00
3日(月)	南アフリカ	2月 製造業PMI		-		49.9
3日(月)	トルコ	2月 消費者物価指数	前年比、%	8.0		7.8
4~5日	ロシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	-		6.1
5日(水)	ロシア	2月 サービス業PMI		-		50.2
ラテンアメリカ						
25日(火)	メキシコ	12月 小売売上高	前年比、%	0.4	2.2	1.9
26日(水)	メキシコ	10~12月期 経常収支	百万USD	▲ 4650.0	▲ 4660.0	▲ 5457.0
26日(水)	メキシコ	1月 貿易収支	百万ペソ	314.00	▲ 3195.00	1645.00
26日(水)	ブラジル	金融政策決定会合	%	10.8	10.8	10.5
27日(木)	ブラジル	10~12月期 実質GDP	前年比、%	1.50	1.90	2.20
28日(金)	ブラジル	2月 製造業PMI		-		50.8
3月6日(木)	ブラジル	2月 貿易収支	百万USD	-		▲ 4057.0
7日(金)	メキシコ	2月 消費者物価指数	前年比、%	4.2		4.5
4日(火)	メキシコ	1月 海外労働者送金	百万USD	-		1799.0
7日(金)	ブラジル	2月 サービス業PMI		-		49.6

(注) 2014年2月28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、その正確性を全面的に保証するものではありません。

(資料) Bloomberg

エマージング通貨相場見通し

		2014年 1～2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 ～ 6.1340	6.1283	6.03	6.00	5.98	5.93	5.90
香港ドル	(HKD)	7.7535 ～ 7.7678	7.7613	7.75	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.323 ～ 63.308	61.985	62.50	62.00	61.00	62.00	62.00
インドネシアルピア	(IDR)	11580 ～ 12280	11668	12300	12300	12200	12200	12200
韓国ウォン	(KRW)	1048.42 ～ 1089.71	1068.97	1050	1045	1030	1020	1020
マレーシアリンギ	(MYR)	3.2504 ～ 3.3511	3.2801	3.29	3.25	3.20	3.22	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	44.250 ～ 45.485	44.665	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル	(SGD)	1.2582 ～ 1.2830	1.2645	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.426	30.326	30.00	29.60	29.40	29.50	29.50
タイバーツ	(THB)	32.21 ～ 33.15	32.58	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 ～ 36.2517	36.1100	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ～ 11.3909	10.6980	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ～ 2.3900	2.2146	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)	2.3183 ～ 2.4505	2.3192	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ～ 13.6063	13.2572	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)	16.600 ～ 17.426	16.677	17.25	17.17	17.39	17.88	18.31
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.168	13.42	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.706	1.649	1.66	1.66	1.70	1.71	1.74
インドネシアルピア	(100IDR)	0.835 ～ 0.886	0.876	0.846	0.837	0.852	0.869	0.885
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.043	9.561	9.90	9.86	10.10	10.39	10.59
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	31.158	31.61	31.69	32.50	32.92	33.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.288	2.31	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	80.82	81.89	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.370	3.47	3.48	3.54	3.59	3.66
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.137	3.15	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン	(10000VND)	47.86 ～ 49.99	48.44	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)	2.807 ～ 3.212	2.830	2.99	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.553	9.29	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.089	46.148	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)	41.293 ～ 44.701	44.067	44.26	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.709	7.76	7.69	7.88	8.03	8.31

(注) 1. 実績の欄は2月27日まで。SPOTは2月28日の8時10分頃。2. 実績値はブルームバーグの値。3. 予想の欄は四半期末の予想レベル。

(資料) みずほ銀行

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。