

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

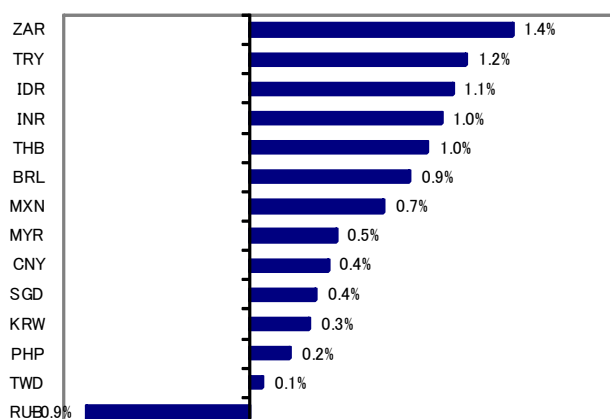
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

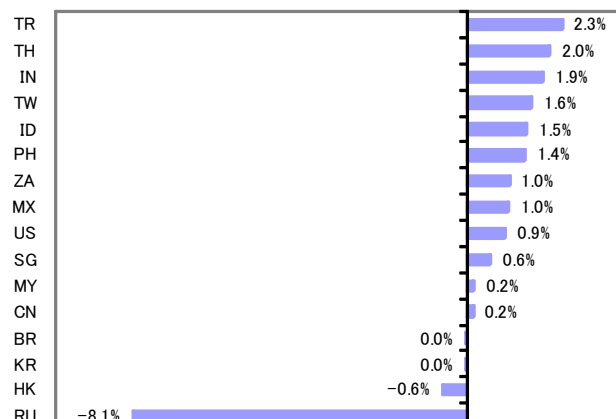
ウクライナ情勢に振らされる展開も新興国通貨は上昇

先週 28 日 NY 時間にロシアのプーチン大統領がウクライナへの軍事介入を上院に提案し、上院がこれを承認したことで同地域の地政学リスクが一気に高まった。週明け 3 月 3 日はドル/円が 100 円台前半に下落、日経平均株価が一時 400 円下落するリスクオフの展開。アジア通貨も大きく下落して取引を開始したが、その後発表された中国 2 月非製造業 PMI が予想を上回る良好な結果となるとリスク回避姿勢が和らぎ、下げ幅の大部分を取り戻した。ただその他地域ではリスクオフムードが続き、中東欧や南米通貨は大きく売られた。翌 4 日もアジア時間までは緊張状態が続いたが、欧州時間に入り、軍事演習中のロシア軍に帰還命令とのヘッドラインに流れは反転。その後もウクライナへの即時軍事介入を否定するプーチン大統領のコメントにそれまでのリスクオフ取引が巻き戻され新興国通貨も総じて反発した。5 日は中国での全国人民代表大会に注目が集まったが、政府活動報告は総じて市場予想通りの結果となり反応薄。その後も目立った材料は無く、新興国通貨も小動きとなった。6 日は、前日の米国にて発表された 2 月 ADP 雇用統計、2 月 ISM 非製造業景況指数がいずれも予想を下回ったのにも拘わらず米国株が堅調を保ったことを受けた安心感から、アジア株が総じて上昇、新興国通貨も買いが優勢となった。翌 7 日もリスクオンムードが広がり新興国通貨は上げ幅を拡大した。

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

来週のエマージングマーケット

新興国通貨への追い風が続く

新興国通貨は1月の下落分を取り戻した

2月以降、株高、債券高（金利低下）、新興国資産高が続いている。特に新興国通貨は欧米株高によるリスク許容度の拡大と米金利低下によるドル安の二つの追い風によって上昇し、多くの通貨が年初の下落を取り戻し、中には昨年12月のFOMC以前の水準を回復している通貨もある。

米国金利上昇→新興国通貨下落のシナリオは不変

しかしながらこうした状況はいつまでも続くわけではない。現在米国では株式市場と債券市場で弱い経済指標に対する捉え方が異なっていると見え、この場合どちらかが判断の修正を迫られることとなるが、このような修正は早ければ今月中旬、3月分の米国経済指標が公表されるタイミングで起こる可能性がある。悪天候の影響を除去した米国経済の地力について現時点で判断することは難しいが、重要なのは米株が反転下落する場合、金利が本格的上昇に動く場合のいずれにおいても新興国通貨は売られる可能性が高いということである。筆者は米国の金融政策正常化による新興国からの資金流出という基本シナリオは維持しており、米金利の本格上昇が始まれば新興国通貨は再び下落圧力に押されると考えている。米国経済が足踏みしている現状は、歴史的な寒波がもたらした猶予期間であり、新興国通貨が米QE縮小を乗り切ったと見るのは早計だろう。

雇用統計は悪天候で再び低調となる公算大

来週の新興国市場であるが、まず本日発表の米2月雇用統計が焦点となる。ただ2月の統計調査週も米国東部は大雪に見舞われており、またしても天候要因により下押しされる公算が大きい。関連指標でも今週発表された2月ADP雇用統計、2月ISM非製造業景況指数が天候の影響もあって比較的大きく悪化するなど、少なくとも20万人を超えるような大幅なアップサイドサプライズは期待できない情勢である。ただ10万人台前半の結果となれば株式市場はこれまで通り材料視しない可能性が高く、足許の相場の流れに大きな影響を与えないと思われる。

新興国通貨にポジティブな情勢が続くか

雇用統計を越えれば来週は米国の材料が少なく、経済指標では13日（木）の2月小売売上高、14日（金）の3月ミシガン大消費者信頼感指数、要人発言では13日のS. フィッシャーFRB副議長候補の公聴会が注目される。このうち2月小売売上高は雇用統計同様に月央の悪天候により下押された可能性が高く、前月の低調の後も大幅な反発は期待できない。フィッシャー氏の公聴会はやや波乱含みだが、基本的にはハト派の考えの持ち主と解されており、米国の出口戦略前倒しを想起させるような発言は出ないだろう。これらを踏まえると、本日の雇用統計にて10万人を大きく割るようなネガティブサプライズが出ない限りは、リスクセンチメントの改善

と米金利の低位安定の両立という新興国通貨にとっての追い風が続こう。

タイ中銀は 25bp の利下げへ

新興国では 12 日（水）にタイ中銀（BOT）、13 日（木）に韓国中銀（BOK）とインドネシア中銀（BI）が金融政策決定会合を開催する。このうち BOT については景気見通しの悪化を背景に 25bp の利下げを予想する。本稿執筆時点のブルームバーグ調査によればエコノミスト 13 人中利下げ予想は 8 人と割れており、我々の予想通りとなれば THB の下押し圧力となるだろう。BOK と BI については現状維持が濃厚で市場の反応も限られよう。このほか、経済指標では 12 日（水）のインド 2 月消費者物価指数に注目。前月は野菜価格の急落により予想以上の低下を見せたが、今月もこの傾向が続けば、足許で堅調な INR が一段水準を切り上げる可能性がある。

エマージングマーケット：今週のトピック

中国：全人代開幕 ～成長率目標は 7.5%に据え置き～

成長率目標は 7.5%で据え置き

5 日（水）、第 12 期全国人民代表大会（全人代）が開幕した。今回は李克強首相が就任して初の全人代であり、またシャドーバンキング問題や不動産市場減速等の懸念から中国経済の鈍化が囁かれる中、通常以上に市場の関心が高まっていた。注目の政府活動報告（施政方針演説に該当）において中国政府は 2014 年の実質 GDP 成長率目標を昨年と同じ 7.5%に据え置いた。また消費者物価上昇率目標、マネーサプライ（M2）の伸び率目標についてもそれぞれ 3.5%、13%と昨年からの据え置きを決めている。政府活動報告の各種目標は総じて市場予想と一致しており、サプライズはなかったが、一部では成長率目標を 7.0%に引き下げるのではないかという根強い見方もあったため、市場には安堵感が広がった。

改革の遅滞が最大のリスク

成長率目標を 7.5%に据え置いたことについて、市場ではリスクと見る向きがあり、我々もこの見方に賛成である。1998 年のアジア通貨危機時を除けば成長率の実績値が目標を下回ったことはなく、目標値は絶対に達成されなければならない最低ラインのようにも見える。中国の昨年の実質 GDP 成長率は 7.7%と目標の 7.5%をかろうじて上回った。しかし政府は夏場にインフラ投資を増やしており、やや無理矢理目標に乗せた感が否めない。そして今年は昨年よりも状況が悪化している。同国の GDP と関連の高い中国 HSBC 製造業 PMI は 1 月、2 月と 2 か月連続で 50 を下回った。さらに 1 月には理財商品の一部にデフォルト懸念が台頭し、国内の短期金利が急騰。足許では不動産市場に価格低下の兆しも見られ始めており、金融、財市場に置いてリスクが高まっている。仮に危機的状況を回避したとしても国内経済の鈍化は濃厚な情勢と言え、政府が 7.5%の成長率目標達成にこだわった場合は、金融緩和あるいは財政支出等による景気の押し

上げが必要となり、改革が遅滞することとなる。これは同国にとって最も憂慮すべき事態である。

今年は成長の下振れを許容か

ただ国家発展・改革委員会（発改委）は5日の全人代報告において成長率目標が「弾力性のある目標」であることを強調した。さらに6日には楼继伟財務相が、「今年の成長率が7.2%あるいは7.3%であっても目標達成とみなすことができる」と発言しており、政府は成長の下振れ余地を残したと言える。特に政策運営に大きな影響力を持つ発改委がこうした見方を示したことは意義が大きい。過度な楽観はできないが、李克強首相には宣言どおり改革を最優先とした政策運営を期待したい。

図表1：中国マクロ経済指標、政府目標と実績

	実質GDP成長率 (前年比、%)		マネーサプライM2 (前年比、%)		消費者物価(CPI)上昇率 (前年比、%)	
	目標	実績	目標	実績	目標	実績
1995年	8.0	10.9			15.0	17.1
1996年	8.0	10.0			10.0	8.3
1997年	8.0	9.3		17.3		2.8
1998年	8.0	7.8		15.3	5.0	-0.8
1999年	7.0	7.6	14.0	14.7	4.0	-1.4
2000年	7.0	8.4	14.0	14.0		0.4
2001年	7.0	8.3	13.0	14.4	1.0	0.7
2002年	7.0	9.1	13.0	16.8	1.0	-0.8
2003年	7.0	10.0	16.0	19.6	1.0	1.2
2004年	7.0	10.1	17.0	14.6	3.0	3.9
2005年	8.0	11.3	15.0	17.6	4.0	1.8
2006年	8.0	12.7	16.0	16.9	3.0	1.5
2007年	8.0	14.2	16.0	16.7	3.0	4.8
2008年	8.0	9.6	16.0	17.8	4.8	5.9
2009年	8.0	9.2	17.0	27.7	4.0	-0.7
2010年	8.0	10.4	17.0	19.7	3.0	3.3
2011年	8.0	9.3	16.0	13.6	4.0	5.4
2012年	7.5	7.8	14.0	13.8	4.0	2.6
2013年	7.5	7.7	13.0	13.6	3.5	2.6
2014年	7.5		13.0		3.5	

(資料) 各種資料よりみずほ銀行作成

変動幅拡大の条件整う

他方、人民元の変動幅拡大でも大きな進展があった。前述の政府活動報告にて李克強首相は人民元レートの許容変動幅を双方向で拡大すると発言。先週の本欄にて、前回2012年4月14日に中国人民銀行が変動幅を拡大した際、その前月の全人代にて温家宝首相(当時)が変動幅拡大に言及したことに触れ、政府活動報告が極めて重要である点を指摘した。今回李首相が変動幅拡大を明言したことで実行に必要な条件は整ったと言えよう。既にいつ発表があっても

不思議ではない状況ではあるが、タイミングについては4月前半を予想する。過去の中国当局のパターンから、重要な国際政治イベント前に先立って発表されることが多い。4月中旬に米財務省の為替政策報告書公表、5月上旬には米中戦略経済対話を控えている上、前回の変更から丸2年ということもあり可能性が高いのではないだろうか。(先週の本欄にて4月下旬にオバマ大統領が訪中予定と記載いたしましたが、4月のオバマ大統領アジア歴訪の訪問予定国に中国は含まれておりませんでした。謹んでお詫び申し上げます。)

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						
3月1日(土)	韓国	2月 輸出	前年比、%	2.9	1.6	▲ 0.2
1日(土)	中国	2月 製造業PMI		50.1	50.2	50.5
3日(月)	タイ	2月 消費者物価指数	前年比、%	1.91	1.96	1.93
3日(月)	インドネシア	2月 Markit製造業PMI		-	50.5	51.0
3日(月)	インドネシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	7.94	7.75	8.22
3日(月)	インドネシア	1月 輸出	前年比、%	2.8	▲ 5.8	10.2
3日(月)	インド	2月 Markit製造業PMI		-	52.5	51.4
3日(月)	中国	2月 HSBC製造業PMI		48.5	48.5	49.5
3日(月)	中国	2月 非製造業PMI		-	55.0	53.4
3日(月)	韓国	2月 HSBC製造業PMI		-	49.8	50.9
3日(月)	シンガポール	2月 購買部景気指数		50.3	50.9	50.5
3日(月)	台湾	2月 HSBC製造業PMI		-	54.7	55.5
4日(火)	韓国	2月 消費者物価指数	前年比、%	1.1	1.0	1.1
5日(水)	インド	2月 HSBCサービス業PMI		-	48.8	48.3
5日(水)	フィリピン	2月 消費者物価指数	前年比、%	4.3	4.1	4.2
5日(水)	台湾	2月 消費者物価指数	前年比、%	0.20	▲ 0.05	0.83
5日(水)	中国	2月 HSBCサービス業PMI		-	51.0	50.7
6日(木)	マレーシア	金融政策決定会合	%	3.00	3.00	3.00
7日(金)	マレーシア	1月 輸出	前年比、%	7.9		14.4
7日(金)	台湾	2月 輸出	前年比、%	7.1		▲ 5.3
8日(土)	中国	2月 輸出	前年比、%	7.5		10.6
9日(日)	中国	2月 消費者物価指数	前年比、%	2.1		2.5
10~15日	中国	2月 新規融資	億元	7,211		13,200
11日(火)	フィリピン	1月 輸出	前年比、%	-		15.8
12日(水)	インド	1月 鉱工業生産	前年比、%	-		▲ 0.6
12日(水)	インド	2月 消費者物価指数	前年比、%	-		8.79
12日(水)	タイ	金融政策決定会合		2.00		2.25
13日(木)	マレーシア	1月 鉱工業生産	前年比、%	-		4.8
13日(木)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.50		7.50
13日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	2.50		2.50
14日(金)	インド	2月 卸売物価指数	前年比、%	-		5.05
中東欧・アフリカ						
3月3日(月)	トルコ	2月 製造業PMI		-	53	53
3日(月)	ロシア	2月 製造業PMI		-	48.5	48.0
3日(月)	南アフリカ	2月 製造業PMI		50.2	51.7	49.9
3日(月)	トルコ	2月 消費者物価指数	前年比、%	7.8	7.9	7.8
4~5日	ロシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	6.30	6.20	6.10
5日(水)	ロシア	2月 サービス業PMI		-	50.80	50.20
10日(月)	トルコ	1月 鉱工業生産	前年比、%	2.9		7.1
12日(水)	トルコ	1月 経常収支	億ドル	-52.50		-83.20
13日(木)	南アフリカ	1月 製造業生産	前年比、%			2.50
14日(金)	ロシア	1月 貿易収支	億ドル	176.00		158.00
ラテンアメリカ						
3月4日(火)	メキシコ	1月 海外労働者送金	百万USDドル	1524.0	1578.0	1785.0
5日(水)	ブラジル	2月 サービス業PMI		-	50.8	49.6
7日(金)	ブラジル	2月 貿易収支	百万USDドル	▲ 3000.00	▲ 2125.00	▲ 4057.00
7日(金)	メキシコ	2月 消費者物価指数	前年比、%	4.2		4.5
11日(火)	ブラジル	1月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 1.80		▲ 2.30
12日(水)	ブラジル	2月 IPCAインフレ率	前年比、%	5.6		5.6
13日(木)	メキシコ	1月 鉱工業生産	前年比、%	-		▲ 0.3
13日(木)	ブラジル	1月 小売売上高	前年比、%	4.8		4.0
14日(金)	ブラジル	1月 経済活動指数	前年比、%	-		0.7

(注) 2014年3月7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	6.1187	6.11	6.08	6.02	5.97	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7535 ～ 7.7678	7.7608	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.323 ～ 63.308	61.115	61.50	62.50	61.00	61.00	62.00
インドネシアルピア	(IDR)	11580 ～ 12280	11482	11600	11700	11600	11550	11600
韓国ウォン	(KRW)	1048.42 ～ 1089.71	1064.13	1065	1060	1045	1035	1030
マレーシアリンギ	(MYR)	3.2504 ～ 3.3511	3.2615	3.27	3.25	3.20	3.20	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	44.250 ～ 45.485	44.535	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル	(SGD)	1.2582 ～ 1.2830	1.2631	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.426	30.299	30.10	30.00	29.70	29.60	29.60
タイバーツ	(THB)	32.21 ～ 33.15	32.25	32.50	32.60	32.10	32.10	32.30
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21118	21100	21100	21100	21200	21300	21400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 36.2517	36.1806	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ～ 11.3909	10.6089	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ～ 2.3900	2.1802	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	2.3239	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ～ 13.6063	13.1571	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	16.845	16.86	16.94	17.28	17.76	18.21
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.281	13.27	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.706	1.686	1.67	1.65	1.70	1.74	1.74
インドネシアルピア	(100IDR)	0.835 ～ 0.886	0.898	0.888	0.880	0.897	0.918	0.931
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.043	9.686	9.67	9.72	9.95	10.24	10.49
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	31.602	31.50	31.69	32.50	33.13	33.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.314	2.29	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	81.60	81.10	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.402	3.42	3.43	3.50	3.58	3.65
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.196	3.17	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン	(10000VND)	47.86 ～ 49.99	48.85	48.82	48.82	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	2.849	2.96	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.715	9.20	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.089	47.275	45.78	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	44.352	43.83	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.834	7.69	7.69	7.88	8.03	8.31

(注) 1. 実績の欄は2月27日まで。SPOTは3月7日の7時30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。