

## 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

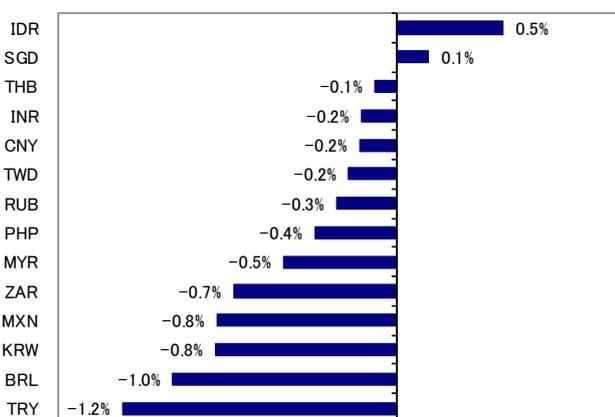
多田出 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

### 今週のエマージングマーケット

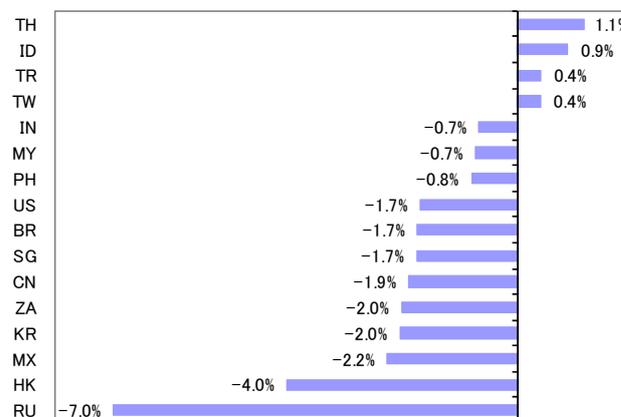
#### ウクライナ情勢の緊迫化、中国懸念でリスクオフムードが拡がる

先週末に発表された米 2 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 17.5 万人増と市場予想を上回った。米 10 年金利は 2.8% 台に上昇し、ドルが全般に買われる中で、新興国通貨は下落圧力に押された。週明け 10 日は新興国通貨売りの流れが加速。前週からのドル買い圧力に加え、7 日に発表された中国 2 月輸出の低調な結果に中国経済の減速懸念が広がったほか、緊迫するウクライナ情勢も重石となった。11 日アジア時間は目立った材料も無くアジア通貨は小幅反発。非常事態宣言収束との警察高官の発言を受けて THB が牽引した。しかし、欧州時間に入り、ロンドン金属取引所にて中国の銅需要減少観測により銅価格が急落したことで再びリスクオフの動きが優勢の展開となり、東欧南米通貨中心に売られた。12 日はこのリスクオフの流れを引き継ぎ、アジア通貨は下落してスタートしたものの、その後は材料難から小動き。欧米時間も目立った動きはなかったが、翌日の S.フィッシャーFRB 副議長の公聴会原稿が公開され、一部の期待ほどタカ派な内容ではなかったことから米金利が低下すると、前日に大きく売られた東欧南米通貨が小幅に買い戻される展開に。13 日もアジア時間は方向感の無い展開となったが、欧米時間に入ると「クリミアの住民投票が実施されれば、17 日には重大な措置を発動する」とのケリー米国務長官の発言を受けてリスクオフの流れが強まり、新興国通貨は全般に下落した。

#### 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

### 引き続き地政学リスクが焦点

F O M C の焦点はフォワードガイダンスの行方

来週は**18～19日**に**FOMC**が開催される。先週の米2月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比17.5万人増と底堅い内容となっており、5日に発表されたページブックの楽観的な景気見通しと合わせて、**FRB**は前月に引き続き、資産買い入れ額の**100億ドル**縮小を決定する可能性が高い。ただこのことは既に織り込み済みであり、今会合での焦点はフォワードガイダンスの行方となる。本欄の趣旨と若干逸れるため詳述は避けるが、散発されるFRB高官の発言から、**FOMC**は質的なガイダンスの採用へと傾いていると思われる。ただ今会合中に議論がまとまるかは不透明で、**S. フィッシャー**氏が副議長に就任すると思われる次回以降に結論が持ち越される可能性も高い。

FRBのタカ派化による金利上昇リスクに注意

但し、リスクとしては**FRB**のタカ派化による金利上昇（ドル上昇）方向を見ておきたい。今回は四半期経済見通しとイエレン**FRB**議長の記者会見も予定されているが、**Tapering**を続行する以上は経済見通しを大きく下方修正することは考えにくく、米金利の低下余地は限定的とみる。一方で仮にイエレン議長が金融市場の安定化やバブルについて言及するようであれば、市場はこれをタカ派への転化と看做すだろう。足許のリスクセンチメントからすれば、米金利の上昇はリスク回避を促す可能性が高く、ドル高とリスクオフの両面から新興国通貨を押し下げられると思われる。

対ロシア経済制裁が決まればリスクオフ要因

欧州では**20日～21日**で**EU**首脳会合が開催される。今回はウクライナへの支援やロシアに対する経済制裁に関して何らかの決定がされる可能性があるが、特に後者は地政学リスクを高める恐れがあるため、基本的にはリスクオフ材料として考えておきたい。

トルコ・メキシコ中銀は政策金利据え置きへ

新興国市場ではトルコ（**18日**）とメキシコ（**21日**）にて金融政策決定会合が開催されるが両中銀ともに現状の金融政策を維持すると予想する。トルコでは昨年の反政府デモにて意識不明になっていた少年が**11日**に死亡したことを契機に各地で反政府デモが発生。**TRY**は再び売り圧力に押されている。ただ**1月**にアルゼンチンペソ急落を受けて下落した水準から見れば依然落ち着いていると言えること、銀行間短期金利の水準が足許のファンダメンタルズに照らして適正なレベルだと考えられることからトルコ中銀は政策を据え置くとしている。

**エマージングマーケット：今週のトピック**

**中国：景気減速懸念や初の社債デフォルトで銅価格が急落**

銅価格急落でリスクオフ

10日、世界の商品市場で銅価格が急落し、世界的なリスクオフムードを加速させた。契機となったのは、7日に発生した国内で初となる、中国の太陽光発電装置メーカー上海超日太陽能科技のデフォルトである。中国は世界の銅需要の40%を占める最大の消費国であるが、年初からの銅輸入額が高水準であったため供給過剰が指摘されていた。しかし現在市場で懸念されているのはこうした銅が主として資金調達手段として使われており、これら資金が理財商品での運用にも回っているとの指摘である。

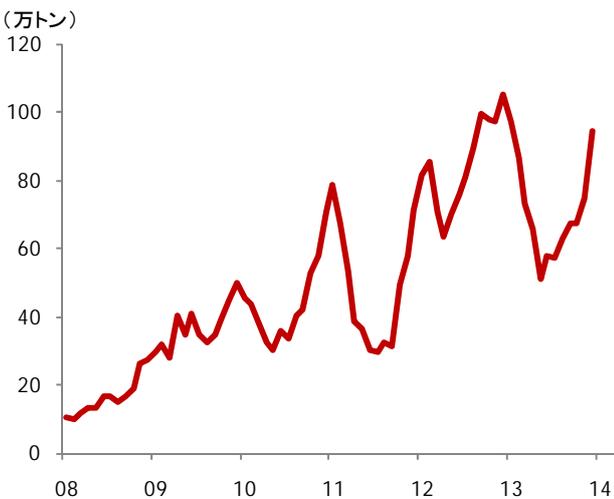
中国の銅需要の大半が  
資金調達目的との指摘も

資金調達の方法だが、各種報道をまとめると以下ようになる。

- ① 輸入業者は取引銀行に対して支払猶予期間付の信用状（Letter of Credit、L/C）の発行を依頼
- ② 海外輸出業者は信用状に基づき銅を輸出
- ③ 輸入業者は先に到着した銅を国内市場で売却し、人民元資金を調達
- ④ 調達した人民元を信用状の支払い期限まで理財商品等で運用
- ⑤ 支払期限日に取引銀行に対してドルで輸入代金を支払い

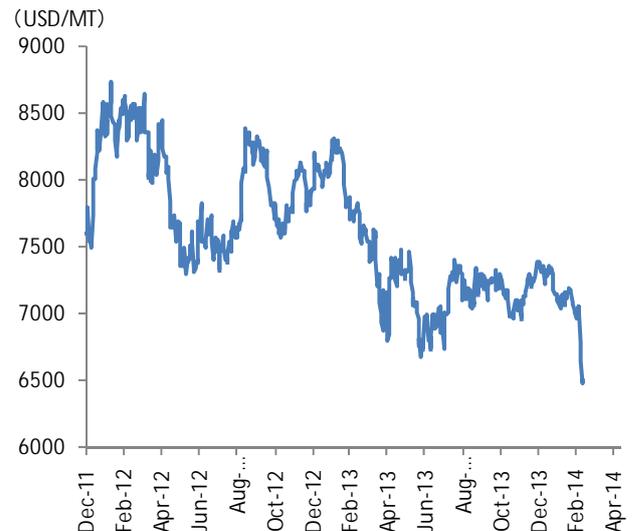
輸入業者の支払い猶予期間中の利息は低利のドル金利となるため、輸入業者は理財商品利回りードル利息の利鞘を得ることができる。中国の銅需要のうち、こうしたファイナンスを目的としたものがかなり大きな割合を占めると言われており、中国当局が理財商品や貿易を偽った資本取引の取り締まりを強化すると見られる中、今後銅の需要が激減するとの見方が台頭し、今回の市場価格急落に繋がったと見られる。

**図表 1：中国国内の銅在庫**



(資料) Bloomberg、上海取引所在庫と港湾在庫推計値を合算。

**図表 2：ロンドン金属取引所 銅先物価格 (3か月物)**



(資料) Bloomberg

中国懸念はやや行き過ぎか

冒頭の通り、この銅価格の急落は週初リスク回避の一因となったが、中国景気の減速懸念やウクライナ情勢緊迫化といったリスクオフモードの中でやや過大に材料視された感が否めない。全人代最終日の記者会見にて李首相は成長率本業が柔軟なものであり、GDPより雇用と国民の生活を重視、また資金調達等の取り締まりを強化すると改めて表明した。こうした規制強化の流れの中で成長率の減速、中小企業のデフォルト、個別商品の相場急変は今後も散発する可能性が高い。ただ政府は経済のハードランディングや金融危機の発生は阻止する旨を繰り返し強調しており、こうした政府方針と同国経済の緩やかな減速見通しが浸透することにより、徐々にネガティブヘッドラインに対する市場の耐性も高まっていくものと考えられる。

#### タイ：中銀が25bpの利下げを決定

BOTは25bpの利下げ

タイ中銀（BOT）は12日に行われた金融政策決定会合にて、予想通り政策金利を現行の2.25%から25bp引き下げ、2.00%とすることを決めた。ブルームバーグ調査ではエコノミスト26人中16人が利下げを予想。BOTは声明にて長期化している国内政情不安により民間の信頼感が損なわれ、国内の消費や設備投資の見通しのダウンサイドリスクが高まったことを利下げの背景に上げた。なお2014年の成長率見通しは3%を下回るとした。

当面は金利を据え置く公算

ただ今後は当面の間、政策金利は据え置かれる公算が大きい。今回の会合でも利下げの決定は4対3と微妙な判定であった。反対意見としては足元の景気減速が政治的な要因によるものであり、金融政策が及ぶ範疇ではないことが挙げられていたが、消費者物価指数が低水準ながら上昇基調にあることも考慮すれば、早期の追加利下げは考えにくいだろう。

THB上昇の絵は描きにくい

同国では3月30日に上院選挙、4月5日と27日に一部地域での下院再選挙を実施する予定であるが、反政府デモを主導するステーブ氏は再選挙を妨害する意向を示しており、投票日に向けてデモが再び激化する可能性は小さくない。市場では政治関連のネガティブヘッドラインに対する反応が鈍くなってきているが、国内政治動向に明確な道筋が見えない以上は当面THBが大きく反発する絵は描きにくい。

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
<b>エマージングアジア</b>						
3月7日(金)	マレーシア	1月 輸出	前年比、%	7.8	12.2	14.4
7日(金)	台湾	2月 輸出	前年比、%	7.1	7.9	▲ 5.3
8日(土)	中国	2月 輸出	前年比、%	7.50	▲ 18.10	10.60
9日(日)	中国	2月 消費者物価指数	前年比、%	2.1	2.0	2.5
10日(月)	中国	2月 新規融資	億元	7300.00	6445.00	13200.00
11~17日	インド	2月 輸出	前年比、%	-	▲ 3.7	3.8
11日(火)	フィリピン	1月 輸出	前年比、%	10.6	9.3	15.8
12日(水)	インド	1月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.9	0.1	▲ 0.2
12日(水)	インド	2月 消費者物価指数	前年比、%	8.3	8.1	8.8
12日(水)	タイ	金融政策決定会合		2.0	2.0	2.3
13日(木)	マレーシア	1月 鉱工業生産	前年比、%	4.2	3.7	4.8
13日(木)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.5	7.5	7.5
13日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	2.5	2.5	2.5
14日(金)	インド	2月 卸売物価指数	前年比、%	4.9		5.1
14日(金)	シンガポール	1月 小売売上高	前年比、%	▲ 3.7		▲ 5.5
17日(月)	フィリピン	1月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	-		9.10
17日(月)	シンガポール	1月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	6.6		▲ 3.3
20日(木)	台湾	2月 輸出受注	前年比、%			-2.80
21日(金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	-		3.4
<b>中東欧・アフリカ</b>						
3月10日(月)	トルコ	1月 鉱工業生産	前年比、%	3	7	7
12日(水)	トルコ	1月 経常収支	億ドル	▲ 53.0	▲ 48.8	▲ 83.2
12日(水)	南アフリカ	10~12月期 経常収支	億ドル	▲ 1930.0	▲ 1790.0	▲ 2160.0
13日(木)	南アフリカ	1月 製造業生産	前年比、%	1.9	2.5	2.8
14日(金)	ロシア	1月 貿易収支	億ドル	176.00		158.00
14日(金)	ロシア	金融政策決定会合	%	7.00		7.00
18~19日	ロシア	2月 鉱工業生産	前年比、%	-		▲ 0.2
18日(火)	トルコ	金融政策決定会合	%	-		10.00
19日(水)	南アフリカ	2月 消費者物価指数	前年比、%	-		5.80
19日(水)	南アフリカ	1月 実質小売売上高	前年比、%	-		3.50
20日(木)	ロシア	2月 実質小売売上高	前年比、%	2.60		2.40
20日(木)	ロシア	2月 設備投資	前年比、%	-3.50		-7.00
<b>ラテンアメリカ</b>						
3月7日(金)	ブラジル	2月 貿易収支	百万USD	▲ 3000.0	▲ 2125.0	▲ 4057.0
7日(金)	メキシコ	2月 消費者物価指数	前年比、%	4.2	4.2	4.5
11日(火)	ブラジル	1月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 1.80	▲ 2.40	▲ 2.50
12日(水)	ブラジル	2月 IPCAインフレ率	前年比、%	5.6	5.7	5.6
13日(木)	メキシコ	1月 鉱工業生産	前年比、%	0.30	0.70	▲ 0.30
13日(木)	ブラジル	1月 小売売上高	前年比、%	4.8	6.2	3.9
14日(金)	ブラジル	1月 経済活動指数	前年比、%	-		0.7
21日(金)	メキシコ	1月 金融政策決定会合	%	3.5		3.5
21日(金)	メキシコ	1月 小売売上高	前年比、%	1.0		2.2

(注) 2014年3月14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		SPOT	2014年				2015年
	1~2月(実績)			3月	6月	9月	12月	3月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元 (CNY)	6.0393	~ 6.1340	6.1373	6.11	6.08	6.02	5.97	5.93
香港ドル (HKD)	7.7535	~ 7.7678	7.7656	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー (INR)	61.323	~ 63.308	61.180	61.50	62.50	61.00	61.00	62.00
インドネシアルピア (IDR)	11580	~ 12280	11386	11600	11700	11600	11550	11600
韓国ウォン (KRW)	1048.42	~ 1089.71	1069.30	1065	1060	1045	1035	1030
マレーシアリング (MYR)	3.2504	~ 3.3511	3.2740	3.27	3.25	3.20	3.20	3.25
フィリピンペソ (PHP)	44.250	~ 45.485	44.550	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル (SGD)	1.2582	~ 1.2830	1.2671	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
台湾ドル (TWD)	29.771	~ 30.426	30.334	30.10	30.00	29.70	29.60	29.60
タイバーツ (THB)	32.21	~ 33.15	32.36	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
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)	32.8285	~ 36.2517	36.5435	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド (ZAR)	10.3956	~ 11.3909	10.7887	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ (TRY)	2.1440	~ 2.3900	2.2348	2.25	2.30	2.35	2.35	2.40
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)	2.3183	~ 2.4505	2.3640	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ (MXN)	12.9633	~ 13.6063	13.2915	13.40	13.40	13.20	13.20	13.00
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元 (CNY)	16.600	~ 17.426	16.574	16.86	16.94	17.28	17.76	18.21
香港ドル (HKD)	12.975	~ 13.598	13.099	13.27	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー (INR)	1.602	~ 1.706	1.663	1.67	1.65	1.70	1.74	1.74
インドネシアルピア (100IDR)	0.835	~ 0.886	0.893	0.888	0.880	0.897	0.918	0.931
韓国ウォン (100KRW)	9.267	~ 10.043	9.513	9.67	9.72	9.95	10.24	10.49
マレーシアリング (MYR)	30.187	~ 32.156	31.069	31.50	31.69	32.50	33.13	33.23
フィリピンペソ (PHP)	2.220	~ 2.380	2.283	2.29	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル (SGD)	79.00	~ 83.47	80.28	81.10	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル (TWD)	3.322	~ 3.537	3.353	3.42	3.43	3.50	3.58	3.65
タイバーツ (THB)	3.061	~ 3.227	3.143	3.17	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン (10000VND)	47.86	~ 49.99	48.21	48.82	48.82	49.06	49.77	50.47
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)	2.807	~ 3.212	2.784	2.96	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド (ZAR)	8.944	~ 10.174	9.428	9.20	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ (TRY)	42.878	~ 49.089	45.516	45.78	44.78	44.26	45.11	45.00
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)	41.293	~ 44.701	43.029	43.83	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ (MXN)	7.442	~ 8.101	7.653	7.69	7.69	7.88	8.03	8.31

(注) 1. 実績の欄は3月14日まで。SPOTは3月14日の8時20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。