

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

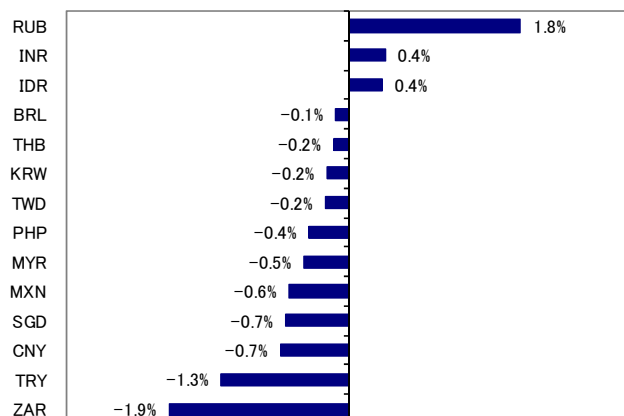
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

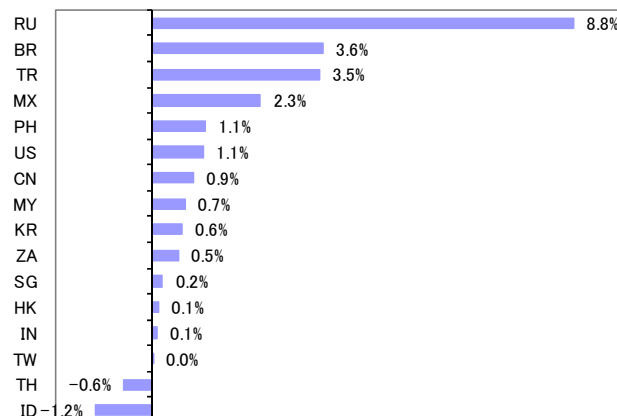
ウクライナを巡る緊張緩和も、タカ派な FOMC で新興国通貨は下落。

先週 14 日は、ウクライナ情勢を巡るリスクオフムードで株が下落した前日欧米時間の流れを引き継ぎ、アジア通貨は朝方に下落。ただその後は材料難となり、新興国通貨は下げ幅を縮小した。週末 15 日には中国人民銀行 (PBoC) が人民元取引バンドの拡大を決定、16 日にはウクライナのクリミア自治区でロシア編入に関する住民投票が実施され、96.7%の賛成でロシアへの編入案が可決された。週明け 17 日は当初様子見で始まったが、クリミア自治区の住民投票が混乱なく終了したこと、米国の対ロシア経済制裁が比較的軽いものであるとの見方が広がったことで市場の不安が和らぎ、新興国通貨は総じて上昇した。個別通貨ではジョコ・ウィドド現ジャカルタ州知事が大統領選立候補の意思を表明した IDR が大きく買われた。18 日アジア時間は目新しい材料も無く、再び様子見ムードの強い展開。その後欧州時間に入るとロシアのプーチン大統領が正式にクリミア編入を表明し、一時的にリスク資産が下落する場面も見られたが、同時にウクライナその他地区を分割する意思はないことを表明すると市場はこれを好感し、中東欧及び南米通貨は上昇した。19 日は FOMC を控えてアジア通貨は朝方から軟調な展開。注目の FOMC は市場予想以上にタカ派の内容となり、直後に米金利は急上昇、ドルが買われ、新興国通貨は大きく下落した。

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

米金利上昇→新興国通貨軟調サイクルの再開か

米金利上昇で新興国通貨は下落

今週はウクライナ情勢の緊張緩和により週央まで新興国通貨は上昇基調にあったが、市場予想以上にタカ派となった19日のFOMCを受けて米金利が急騰すると新興国通貨はそれまでの上昇分をすべて吐き出すこととなった。FOMCは市場予想通り100億ドルのTaperingを決定、フォワードガイダンスについては失業率6.5%との閾値を外した。但し、同時に発表された経済見通しでは、2015年末、2016年末の予想政策金利水準が前回から引き上げられたほか、イエレン議長は記者会見にて2015年6月頃の利上げの可能性を示唆。これを受けて市場は利上げ予想を前倒し、イールドカーブは大きくベアフラット化することとなった。

FOMC は金融政策の正常化に傾く

先週の本欄にて米金利の低下余地は小さく、FOMCは金利/ドル上昇リスクとなると指摘したが、今回のFOMCは筆者の想定以上にタカ派なものとなった。イエレン議長を含めFOMCの目線は異例の緩和政策のコスト軽減に急速に移っているように思われる。そうであれば、今後米景気が明確に減速もしない限り、足許のペースで出口戦略が進められていく可能性が高く、新興国通貨は米金利上昇によるドル高と株価軟調によるリスクオフの両面から売り圧力にさらされることとなる。新興国通貨にとっては当面厳しい時間帯が続こう。ただ、FRBの景気見通しは足許のデータに比してやや強気であり、今後はこうした見通しが実現するかどうか、日々のデータを確認していくことが肝要となる。

底堅い米指標は米金利・ドルの押し上げ要因

FOMCを通過し、来週は月末恒例の指標週となる。米国では25日(火)の3月消費者信頼感指数、2月新築住宅販売件数、26日(水)の2月耐久財受注、27日(木)の10～12月期GDP(3次改定値)等が注目されよう。特に消費者信頼感指数は雇用市場との相関が高く、良好な結果となった場合はドルの押し上げ要因となりそう。ウクライナを巡る地政学リスクが米国の消費者心理にどの程度影響したかが懸念されるが、日次の民間調査等を見る限り、月初に落ち込んだマインドも月央には回復しており、大きな影響はなさそうである。雇用情勢については週次の失業保険統計が3か月ぶりの低水準まで減少しており、これを素直に読みとれば信頼感が上昇してもおかしくない状況と言える。他の指標は強弱まちまちとなりそうだが、それぞれ天候要因や月毎の振れが影響する可能性が高く、この場合、弱い結果よりも強い結果のほうに市場は反応しそうである。引き続き、米国経済データについては金利・ドル上昇方向を警戒しておきたい。

中国製造業 PMI は反発か

新興国では24日(月)の中国3月HSBC製造業PMI(速報)、27日(木)に開催されるフィリピンと南アフリカの金融政策決定会合(MPC)が注目となる。中国3月HSBC製造業PMI(速報)は前月の48.5から、48.7への小幅反発が見込まれている。1～2月の中国指標の軟調について季節的要因と見る向きは依然とし

て少なくない。例え小幅であっても前回から改善を見せた場合、市場には安心感が広がる。

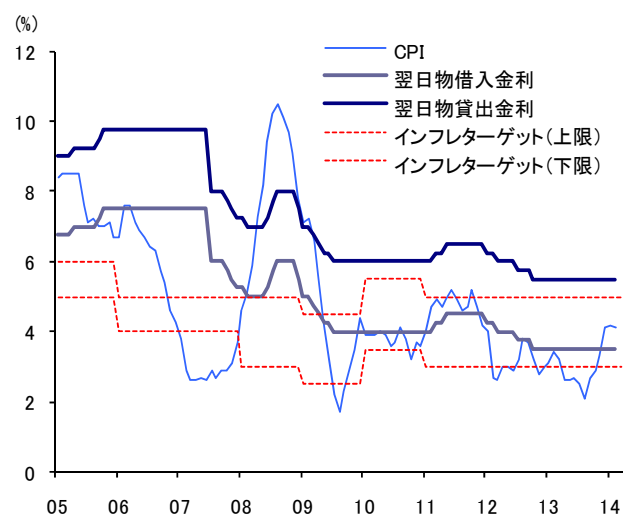
フィリピン中銀は当面金利を据え置く公算

フィリピン、南アフリカの MPC は現状維持を予想する。フィリピンでは1月の消費者物価指数(CPI)が前年比4.2%上昇と約13か月ぶりの高水準に上昇したが、2月には同4.1%上昇に落ち着いた(図1)。依然として物価上昇圧力は大きい。主に昨年の台風による食料品価格の上昇が要因であって、この点は供給が戻り次第落ち着いていくはずである。国内経済は引き続き好調だがデマンドブルの物価上昇圧力はまだ見られず、金融市場の急変等が無い限りは、同中銀の利上げは当面先となると予想する。

SARB は一旦様子見も
利上げサイクルは始まった

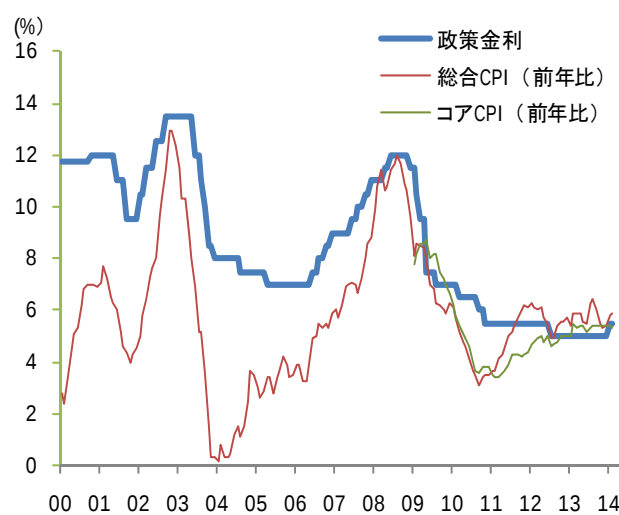
一方で南アフリカ準備銀行(SARB)は前回1月29日のMPCにて市場の金利据え置き予想に反して50bpの利上げを実施した(図2)。声明では、米国のQE縮小を背景とした資本フローの変化と通貨ZARの下落、そしてそれに伴う物価上昇圧力の増大が最大の焦点となっており、国内景気の鈍化を懸念しつつも、物価抑制こそが中央銀行の責務との確固たる方針を示した。なお、SARBによる物価見通しやGDPギャップを基にした簡単な推計では、SARBは更に150bp~200bpの利上げが必要になると考えられる。金融市場が予測する利上げ幅も本稿執筆時点で1年以内に150bpとなっており、我々の味方と整合的である。追加利上げのタイミングについてSARBは経済データ次第としているが、過去のパターンから2会合連続利上げの可能性は低く、今回は一旦様子見とした後、年央から後半にかけて2~3回の利上げを行う可能性が高いだろう。

図1：フィリピン政策金利と消費者物価指数



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

図2：南アフリカ政策金利と消費者物価指数



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

エマージングマーケット：今週のトピック

中国：人民元の日中許容変動幅拡大

人民元の変動幅拡大

中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は 15 日、人民元の対ドルでの変動幅を従来の基準値 $\pm 1.0\%$ から $\pm 2.0\%$ へと拡大すると発表した。13 日に全国人民代表大会(全人代)が閉幕したばかりのこのタイミングというのはやや意外感があったものの、中国当局は変動幅拡大の地均しを着々と進めてきていたことから大きなサプライズという程でもない。

周到に行われた地均し

PBoC はこれまで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。2014 年 2 月 19 日には、17~18 日にかけて開催されたクロスボーダー人民元業務に関する会議の決定内容をウェブサイトで公表し、2014 年において、資本取引における人民元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、徐々に人民元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を強調した。さらに、人民元の先高感が強い状況で日中変動幅拡大を発表した場合、人民元相場は一段と元高方向に振れる可能性が高いことから、2 月 18 日以降、PBoC は徐々に人民元安に誘導し、それまで一方的な人民元先高感を抱いていた投資家のポジションをスクエアにさせたとみられる。

決定打は李首相の発言

このように、PBoC は人民元の変動幅拡大を発表する準備を進めてきたわけだが、全人代初日の施政方針演説にあたる政府活動報告の中で、李克強首相が変動幅拡大を示唆したことで準備が整ったと考える。2 月 28 日付の本欄でも指摘したように、筆者は最高指導層である李首相の発言が極めて重要であると予想してきた。前回変動幅を拡大した 2012 年 4 月 14 日の数か月前から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ていたが、3 月に開催された全人代において温家宝・前首相が政府活動報告の中で変動幅拡大に初めて言及していた。

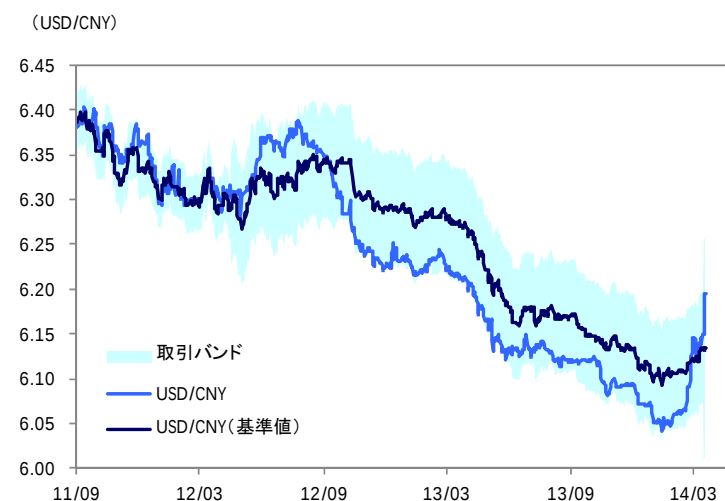
上下双方向の値動きを演出

今後の人民元相場の動向だが、前回変動幅が拡大された 2012 年 4 月の経験を踏まえれば、短期的には元安方向に進む可能性が高いのではないかと。中国当局は「上下双方向」への値動きを望んでおり、変動幅拡大後すぐに再び一方的な元高になるような事態は断固阻止すると思われる。また、今回も元安方向の値動きを演出し、その後元高に切り返すとするれば、前回と併せて 2 連続で変動幅拡大後は双方向に変動したという既成事実を作ることが出来る。これは、中国当局の意図した結果を得ると同時に、次回の拡大時も市場参加者に同じような期待を抱かせることができると思惑もありそうである。

短期的には元安か

前回の変動幅拡大後は、およそ3か月程度人民元の実勢相場は変動幅の下限近辺での推移となり、その後は再び人民元高が加速し、年後半には再び変動幅の上限近くでの値動きとなった。19日にオンショア市場では約1年ぶりに6.20台まで人民元安が進み、市場では前回拡大時の経験や、足許の中国経済の弱さを踏まえて元安誘導が続くとの見方も出ている。しかしながら、2月後半の元安進行時とは異なり、足許では中資系銀行によるドル買いは目立っていない模様で(市場では当局の介入と言われている)、元安進行は市場の期待によるところが大きい。少なくとも、現状では元高予想は後退しており、短期的には基準値よりも元安方向での推移が優勢となりそうである。今の基準値水準では6.25近辺が変動幅上限(人民元安)であり、その程度までの元安は想定しておきたい。

図表3：人民元の日中許容変動幅とドル/人民元相場の推移



(資料) Bloomberg、みずほ銀行

長期的に見れば引き続き
元高の継続を展望

但し、長期的な視点に立てば、人民元相場は再び元高基調に戻る公算が大きい。中国の経常黒字は2007年の対GDP比9.7%から2013年には同2.1%まで低下しているとは言え、依然として大幅な黒字を計上している。また、水準に明確なコンセンサスはないものの、引き続き人民元は過小評価されていると見る向きが多く、元安誘導は国際社会の批判が強い。加えて、投資主導から消費主導の経済成長への転換を掲げる中国にとって、元高に伴い中国の購買力が高まることはメリットもあろう。急激な変化は社会が対応できない恐れがあつて避けたいところだが、緩やかな人民元高は望ましいと思われる。

元高停止はドル相場動向か

2005年の人民元改革後の値動きをみると、リーマンショック後の人民元切り上げ停止や、一時的な切り上げペースの加速・減速が確認できるものの、均してみれば概ね年率3%程度の切り上げペースは期待できそうな印象である。但し、米国の金融政策が正常化の歩みを進める中で、為替市場ではドル買い地合いが

強まる可能性がある。その際、他の通貨が対ドルで下落する中で人民元の切り上げを継続した場合、相対的に(実効為替ベースで)人民元が大きく上昇することになる。そうした状況下では、切り上げペースの抑制もしくは横ばい維持となる展開に留意しておきたい。

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						
3月17日(月)	フィリピン	1月 海外労働者(OFW)送金	前年比、%	8.8	5.9	10.0
17日(月)	シンガポール	2月 地場輸出(除く石油)	前年比、%	7.1	9.1	▲ 3.3
20日(木)	台湾	2月 輸出受注	前年比、%	9.00		▲ 2.80
21日(金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	3.4		3.4
24日(月)	中国	3月 HSBC製造業PMI(速報値)		48.70		48.50
24日(月)	台湾	2月 鉱工業生産	前年比、%	3.1		▲ 1.8
24日(月)	シンガポール	2月 消費者物価指数	前年比、%	0.8		1.4
25日(火)	タイ	2月 輸出(通関ベース)	前年比、%			▲ 2.0
26日(水)	シンガポール	2月 鉱工業生産	前年比、%	12.9		3.9
26日(水)	韓国	実質GDP(確報値)		-		3.9
27日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.5		3.5
28日(金)	タイ	2月 製造業生産	前年比、%	-		▲ 6.4
28日(金)	韓国	2月 鉱工業生産指数	前年比、%	-		▲ 3.8
31日(月)	タイ	2月 経常収支	百万USDドル	-		219.0
31日(月)	韓国	2月 経常収支	百万USDドル	-		3607.0
中東欧・アフリカ						
3月18日(火)	ロシア	2月 鉱工業生産	前年比、%	1	2	▲ 0
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	2月 消費者物価指数	前年比、%	5.9	5.9	5.8
19日(水)	南アフリカ	1月 実質小売売上高	前年比、%	2.8	6.8	2.7
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、%	▲ 4.50		▲ 7.00
27日(木)	南アフリカ	金融政策決定会合		-		5.5
28日(金)	トルコ	2月 貿易収支	億リラ	-		-68.20
28日(金)	南アフリカ	12月 貿易収支	億ランド	-		-17.10
31日(月)	トルコ	10~12月期 実質GDP	前年比、%	-		4.40
31~4日	ロシア	10~12月期 実質GDP	前年比、%	1.70		1.20
ラテンアメリカ						
3月21日(金)	メキシコ	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、%	▲ 0.3		2.2
24日(月)	ブラジル	2月 経常収支	百万USDドル	-		▲ 11591
27日(木)	メキシコ	2月 貿易収支	百万ペソ	532.0		▲ 3195.0

(注) 2014年3月20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 Jan.～Feb. (actual)	SPOT	2014 Mar.	Jun.	Sep.	Dec.	2015 Mar.
対ドル								
エマージングアジア								
Chinese Yuan	(CNY)	6.0393 ～ 6.1340	6.1943	6.11	6.08	6.02	5.97	5.93
Hong Kong Dollar	(HKD)	7.7535 ～ 7.7678	7.7655	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
Indian Rupee	(INR)	61.323 ～ 63.308	60.955	61.50	62.50	61.00	61.00	62.00
Indonesia Rupiah	(IDR)	11580 ～ 12280	11316	11600	11700	11600	11550	11600
Korea Won	(KRW)	1048.42 ～ 1089.71	1070.65	1065	1060	1045	1035	1030
Malaysian Ringgit	(MYR)	3.2504 ～ 3.3511	3.2782	3.27	3.25	3.20	3.20	3.25
Philippine Peso	(PHP)	44.250 ～ 45.485	44.840	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル	(SGD)	1.2582 ～ 1.2830	1.2735	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
New Taiwan Dollar	(TWD)	29.771 ～ 30.426	30.428	30.10	30.00	29.70	29.60	29.60
Thailand Baht	(THB)	32.21 ～ 33.15	32.33	32.50	32.60	32.10	32.10	32.30
Vietnam Dong	(VND)	21058 ～ 21118	21098	21100	21100	21200	21300	21400
中東欧・アフリカ								
Russian Ruble	(RUB)	32.8285 ～ 36.2517	35.9645	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ～ 11.3909	10.8717	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ～ 2.3900	2.2439	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	2.3498	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ～ 13.6063	13.2914	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	16.533	16.86	16.94	17.28	17.76	18.21
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.188	13.27	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.706	1.680	1.67	1.65	1.70	1.74	1.74
インドネシアルピア	(100IDR)	0.835 ～ 0.886	0.905	0.888	0.880	0.897	0.918	0.931
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.043	9.565	9.67	9.72	9.95	10.24	10.49
マレーシアリングギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	31.240	31.50	31.69	32.50	33.13	33.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.284	2.29	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	80.42	81.10	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.366	3.42	3.43	3.50	3.58	3.65
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.168	3.17	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン	(10000VND)	47.86 ～ 49.99	48.54	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	2.848	2.96	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.420	9.20	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.089	45.639	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	43.582	43.83	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.705	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5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。