

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

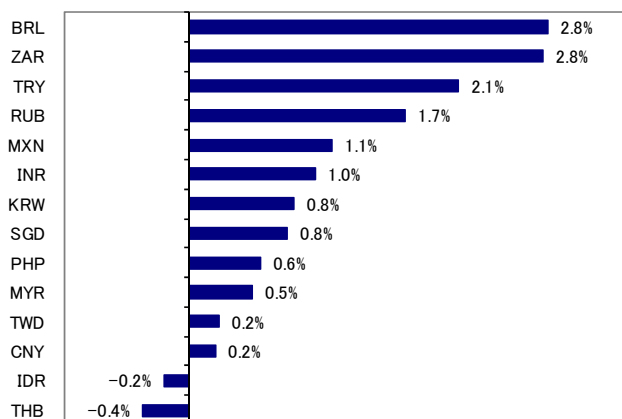
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

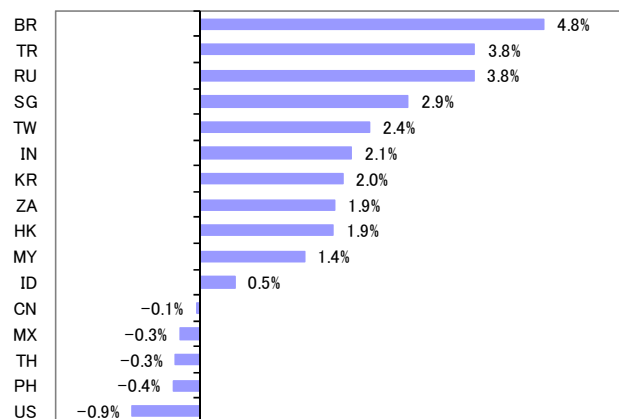
米金利低下によるドル買い圧力緩和で新興国通貨は小幅反発

今週は米金利が低下しドル買い圧力が和らぐ中、新興国通貨は個別の好材料が出た通貨を中心に上昇する展開となった。週明け **24** 日は、ロシアと **G7** の対立悪化を懸念したリスク回避の動きや月末の米国債需要から米金利が低下。**FOMC** 後からのドル買い圧力が弱まり、新興国通貨は堅調なスタートを切った。個別通貨では **INR** や **IDR** の上昇が目立った一方で、タイでは最高裁判所が **2** 月に実施された下院総選挙を無効とする判決を出し、**THB** が急落した。また同日米格付け会社 **S&P** がブラジルの長期債格付けを **BBB-** に引き下げたが、**BRL** を大きく売り込む向きは限られた。**25** 日、**26** 日は米経済指標の下振れや米金利の一段の低下を受けて新興国通貨は続伸。特に **26** 日は米 **2** 月耐久財受注の弱い内容や米国 **5** 年債入札の力強い結果を受けて米 **10** 年金利が **FOMC** 前の水準である **2.6%** 台後半に戻すなど、ドル売り主導で新興国通貨が買われた。中でも **TRY** は **30** 日に実施される地方選挙にて現政権与党が勝利するとの見方から **2%** 超の上昇を見せた。**27** 日に開催されたフィリピン、南アフリカの金融政策決定会合は予想通りの政策据え置きで反応薄。この日も米金利は低下を見せ、貿易収支が予想外の黒字に転じた **MXN** を中心に中南米通貨が大きく上昇した。

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：ブラジルボベスバ指数、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

良好な米雇用統計による新興国通貨下落リスクに注意

米金利低下はテクニカル要因
の影響が大きい

今週の新興国通貨は総じて上昇となったが、積極的な新興国通貨買いの材料は見当たらず、ひとえにドルの軟化によるところが大きい。恐らくは先週のFOMC後の米金利・ドルの上昇の勢いが思ったほど強くなく、新興国通貨に買い戻しが入ったものと思われる。ただ米金利の低下については月末の国債需要やFOMC後のショートポジションの巻き戻し等のテクニカルな要因の影響も多分にある。また市場が織り込むFRBの利上げ時期(2015年夏場)との対比でも現在の10年金利の水準は低すぎる感が否めない。来週初からの米国経済指標の結果にもよるものの、4月4日(金)の米3月雇用統計前までには再び10年金利で2.7%半ばから後半まで戻している可能性が高く、この場合、新興国通貨も今週の上昇を吐き出す展開となろう。

雇用統計は強い結果を警戒

さて来週は各国で重要指標、イベントの開催が予定されているが、やはり4日(金)の米3月雇用統計が最大のイベントとなろう。本稿執筆時点の非農業部門雇用者数変化のブルームバーグ市場予想中心値は前月比19.0万人増と、2月の17.5万人増からの加速が見込まれている。中には、悪天候の影響により下押されていた分の反動が出るとの見方から、20万人を超える強い結果を予想する向きもある。当指標は月次の振れが大きく、結果を正確に予想することは困難であるが、悪天候の影響が剥落したと見られる今回の3月分が、FRBに出口戦略の変更を迫るような低調な結果に終わることは想定しにくく、やはり良好な結果→米金利上昇→新興国通貨下落という展開に備えておくべきだろう。米国以外では1日(火)に本邦で日銀短観(3月調査)、3日(木)に欧州でECB理事会が開催されるが、いずれも新興国通貨への影響は限定的と思われる。

RBI は政策据え置き
COPOM は 25bp 利上げへ

新興国でも各国3月製造業／非製造業PMIや消費者物価指数(CPI)など月初の指標週となる。この他、1日(火)にインド中銀(RBI)政策決定会合、2日(水)にはブラジル中銀金融政策委員会(COPOM)が開催される。RBIについては現状維持が濃厚。今月12日に発表されたインド2月CPIは前年比8.1%上昇まで減速、同中銀が2015年1月の目標としていた同8.0%上昇目前まで近付いている。INR相場も極めて堅調であり、現状で同中銀が更なる引き締めを実施する理由は見当たらない。一方こうした状況を受けて、同中銀の次の一手を利下げと見込む向きも出てきたが、これはやや早計に過ぎるだろう。同国では来月総選挙を控えており、結果次第では再びINR売り圧力が増大する可能性が残る。今後、ドル上昇圧力が再び増す見込みであることも考えれば、楽観は禁物だ。COPOMは25bpの利上げを実施すると予想する(ブラジル中銀については次項をご参照)。これら予想通りの結果となった場合、市場の反応は限られたものとなろう。

エマージングマーケット：今週のトピック

ブラジル：COPOM ～25bp の利上げで利上げサイクル終了か～

COPOM は 25bp の利上げで
引き締めサイクルを終了

来週 2 日 (水)、ブラジル中銀金融政策委員会 (COPOM) が開催される。我々は COPOM が今会合での 25bp の利上げを最後に、2013 年 4 月に始まった利上げサイクルを一旦終了すると予想している。

議事録は今会合での
引き締め余地を残す内容

前回 2 月 26 日の会合にて COPOM は 1 月会合での 50bp の利上げから引き締めペースを緩め 25bp の利上げを決定した。議事録では引き続き高水準のインフレ圧力が残存し、経済活動や金融市場に悪影響を及ぼす恐れがあると指摘する一方で、これまでの金融引き締めにより、今後は経済活動の鈍化が予想され、経済の需給バランスが安定していくとの見通しを示すなど、同委員会のタカ派スタンスが緩和されたと判断できる内容であった。しかし前述の通り、高水準のインフレ圧力の残存や雇用情勢の逼迫、所得に裏打ちされた個人消費の力強さを指摘するなど、更なる引き締め余地も残している。

ブラジル経済指標は
予想を上回る結果が続く

前回の会合以降に発表された経済指標は総じて市場予想を上回った。10～12 月期 GDP は前年比 1.9% 増 (市場予想: 同 1.5% 増) となったほか、1 月鉱工業生産、1 月小売売上高も良好な結果となった。物価動向については 2 月拡大消費者物価指数 (IPCA) が前年比 5.68% 上昇と前月の同 5.59% 上昇から加速したほか、3 月分 (15 日基準) についても前年比 5.90% 上昇と前月から加速している。一連の経済指標は同国経済の底堅さ、悪く言えば COPOM の物価見通しに対する上振れリスクの大きさを示しており、これらを勘案すると COPOM は来週の会合にて 25bp の利上げを実施する可能性が高いと言えるだろう。

BRL については
弱気なスタンスを維持する

我々の予想通りとなった場合でも BRL 相場の反応は限られよう。BRL は 27 日に 2.26 を割り、2013 年 11 月以来の高値を付けている。背景はブラジル政府が 2 月 20 日に発表した 2014 年財政目標における 440 億レアルの歳出凍結が好感されていることのほか、10～12 月期 GDP をはじめとする経済指標の上振れ、高水準の実質金利を受けた資本流入の加速等が挙げられる。3 月 24 日には米格付け会社 S&P が成長率や経常収支、財政収支の見通し悪化を理由に、同国長期債格付けを投資適格級で最低となる BBB- に引き下げた。これを受けて市場は一時 BRL 売りで反応したものの、その後はむしろ格付け見通しが「安定的」に引き上げられたことを好感し、相場は上昇している。ただこうした足許の BRL の強さは、米金利の本格的上昇が遅れている状況下、短期的な好材料によって誇張されている面が強く、年後半に実施される大統領選や主要輸出相手国である中国経済の減速等を勘案すれば、基調が転換したと解釈するのは時期尚早であろう。BRL については引き続き中期的に弱気なスタンスを維持したい。

フィリピン中銀：政策金利据え置きも預金準備率を引き上げ

BSP は預金準備率を引き上げ

27 日に開催された金融政策決定会合でフィリピン中銀(BSP)は我々の予想通り政策金利を据え置いた。一方で預金準備率の1%ポイント引き上げを決定した。今会合を巡っては、BSP のテタンコ総裁が20日、「慎重な政策調整が必要になるかもしれない」と発言。近いうちに金融引き締めを実施するとの方針を示唆したとの見方から、少数ではあるが今会合での利上げを予想する向きもあった。

声明文はタカ派化

声明では物価に関して同銀の見通し(2014 年:4%±1%、2015 年3%±1%)に沿って推移する可能性が高いとする一方で、物価見通しに対するアップサイドリスクを指摘する前回までの文言を維持。預金準備率の引き上げについては力強い流動性の増加と急速な信用拡大に起因する金融安定へのリスクを防ぐためとした。さらに物価と金融の安定を図るため更なる金融政策の変更を検討する可能性があるとしており、従前よりもタカ派色が強まったと言える。

4～6 月期に早めの利上げも

同国では大型台風の影響を受けた供給制約もあり CPI が約 2 年ぶりとなる 4%を超える水準にまで上昇している。こうした物価上昇の大部分はサプライチェーンの復興により緩和していくと見られるが、一方で同国では堅調な国内景気を受けて失業率が低下、賃金上昇圧力も徐々に高まっている。今回の BSP の決定はこうした潜在的な物価上昇圧力に対して先手を打って対処しようとするものである。我々は同国景気が加速した場合、年の後半に BSP が金融政策正常化(利上げ)に乗り出すと見ていたが、足許の同中銀のタカ派姿勢はこうした見方にリスクがあることを示している。CPI が今後継続的に上昇するような場合は 4～6 月期に早めの利上げが実施される可能性もあろう。

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21日(金)	マレーシア	2月 消費者物価指数	前年比、%	3.4	3.5	3.4
24日(月)	中国	3月 HSBC製造業PMI(速報値)		48.7	48.1	48.5
24日(月)	台湾	2月 鉱工業生産	前年比、%	4.25	7.00	▲ 1.8
24日(月)	シンガポール	2月 消費者物価指数	前年比、%	0.9	0.4	1.4
25日(火)	タイ	2月 輸出(通関ベース)	前年比、%	0.20	2.43	▲ 2.0
26日(水)	シンガポール	2月 鉱工業生産	前年比、%	12.9	12.8	4.4
26日(水)	韓国	実質GDP(確報値)		-	3.7	3.9
27日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.5	3.5	3.5
28日(金)	タイ	2月 製造業生産	前年比、%	▲ 3.5		▲ 6.4
28日(金)	韓国	2月 鉱工業生産指数	前年比、%	3.6	4.3	▲ 4.3
31日(月)	タイ	2月 経常収支	百万USD	2500		219
31日(月)	韓国	2月 経常収支	百万USD	-		3607
4月1日(火)	韓国	3月 輸出	前年比、%	4.30		1.5
1日(火)	インド	金融政策決定会合	%	7.0		7.0
1日(火)	中国	3月 製造業PMI		50.1		50.2
1日(火)	タイ	3月 消費者物価指数	前年比、%	2.2		2.0
1日(火)	インドネシア	3月 Markit製造業PMI		-		50.5
1日(火)	インドネシア	3月 消費者物価指数	前年比、%	7.4		7.8
1日(火)	インドネシア	2月 輸出	前年比、%			▲ 5.8
1日(火)	インド	3月 Markit製造業PMI		-		52.5
1日(火)	中国	3月 HSBC製造業PMI		-		48.5
1日(火)	韓国	3月 HSBC製造業PMI		-		49.8
1日(火)	韓国	3月 消費者物価指数	前年比、%	1.40		1.0
2日(水)	シンガポール	3月 購買部景気指数		-		50.9
3日(木)	中国	3月 非製造業PMI		-		55.0
3日(木)	インド	3月 HSBCサービス業PMI		-		48.8
3日(木)	中国	3月 HSBCサービス業PMI		-		51.0
4日(金)	マレーシア	2月 輸出	前年比、%	15.0		12.2
4日(金)	フィリピン	3月 消費者物価指数	前年比、%	4.10		4.1
中東欧・アフリカ						
3月27日(木)	南アフリカ	金融政策決定会合		5.5	5.5	5.5
28日(金)	トルコ	2月 貿易収支	億リラ	-		▲ 68.2
28日(金)	南アフリカ	12月 貿易収支	億ランド	-		▲ 17.1
31日(月)	トルコ	10~12月期 実質GDP	前年比、%	3.9		4.4
4月1日(火)	トルコ	3月 製造業PMI		-		53.4
1日(火)	ロシア	3月 製造業PMI		-		48.5
1日(火)	南アフリカ	3月 製造業PMI		-		51.7
3日(月)	トルコ	3月 消費者物価指数	前年比、%	8.2		7.9
3日(木)	ロシア	3月 サービス業PMI		-		50.8
2~4日	ロシア	10~12月期 GDP	前年比、%	1.6		1.2
4~7日	ロシア	3月 消費者物価指数	前年比、%	6.8		6.2
ラテンアメリカ						
3月24日(月)	ブラジル	2月 経常収支	百万USD	▲ 8000	▲ 7445	▲ 11591
27日(木)	メキシコ	2月 貿易収支	百万ペソ	▲ 2000	976	▲ 3195
24日(月)	ブラジル	2月 経常収支	百万USD	-		▲ 11591
4月1日(火)	ブラジル	3月 製造業PMI		-		50.4
1日(火)	メキシコ	3月 製造業PMI		-		52.0
2日(水)	メキシコ	2月 海外労働者送金	百万USD	-		1578
2日(水)	ブラジル	3月 貿易収支	百万USD	-		▲ 2125
2日(水)	ブラジル	2月 鉱工業生産	前年比、%	-		▲ 2.4
3日(木)	ブラジル	3月 サービス業PMI		-		50.8

(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年 1～3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 ～ 6.2330	6.2131	6.11	6.08	6.02	5.97	5.93
香港ドル	(HKD)	7.7535 ～ 7.7684	7.7584	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	60.070 ～ 63.308	60.318	61.50	62.50	61.00	61.00	62.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11448	11600	11700	11600	11550	11600
韓国ウォン	(KRW)	1048.42 ～ 1089.71	1068.73	1065	1060	1045	1035	1030
マレーシアリンギ	(MYR)	3.2495 ～ 3.3511	3.2750	3.27	3.25	3.20	3.20	3.25
フィリピンペソ	(PHP)	44.250 ～ 45.485	45.040	45.00	44.50	43.50	43.50	43.30
シンガポールドル	(SGD)	1.2582 ～ 1.2830	1.2634	1.27	1.26	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.556	30.10	30.00	29.70	29.60	29.60
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 33.15	32.52	32.50	32.60	32.10	32.10	32.30
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21118	21103	21100	21100	21200	21300	21400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 36.9029	35.6218	34.80	34.80	35.00	35.20	35.20
南アフリカランド	(ZAR)	10.3956 ～ 11.3909	10.5809	11.20	11.40	11.50	11.60	11.80
トルコリラ	(TRY)	2.1440 ～ 2.3900	2.1848	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)	2.2576 ～ 2.4505	2.2589	2.35	2.40	2.45	2.45	2.50
メキシコペソ	(MXN)	12.9633 ～ 13.6063	13.0637	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)	16.349 ～ 17.426	16.444	16.86	16.94	17.28	17.76	18.21
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.169	13.27	13.27	13.40	13.66	13.92
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.708	1.694	1.67	1.65	1.70	1.74	1.74
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.911	0.892	0.888	0.880	0.897	0.918	0.931
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.043	9.560	9.67	9.72	9.95	10.24	10.49
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	31.197	31.50	31.69	32.50	33.13	33.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.268	2.29	2.31	2.39	2.44	2.49
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	80.87	81.10	81.75	83.20	84.80	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.344	3.42	3.43	3.50	3.58	3.65
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.142	3.17	3.16	3.24	3.30	3.34
ベトナムドン	(10000VND)	47.86 ～ 49.99	48.41	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)	2.741 ～ 3.212	2.868	2.96	2.96	2.97	3.01	3.07
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.656	9.20	9.04	9.04	9.14	9.15
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.089	46.764	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 ～ 45.257	45.230	43.83	42.92	42.45	43.27	43.20
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.821	7.69	7.69	7.88	8.03	8.31

(注) 1. 実績の欄は3月28日まで。SPOTは3月28日の9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。