2014 年 4 月 11 日

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

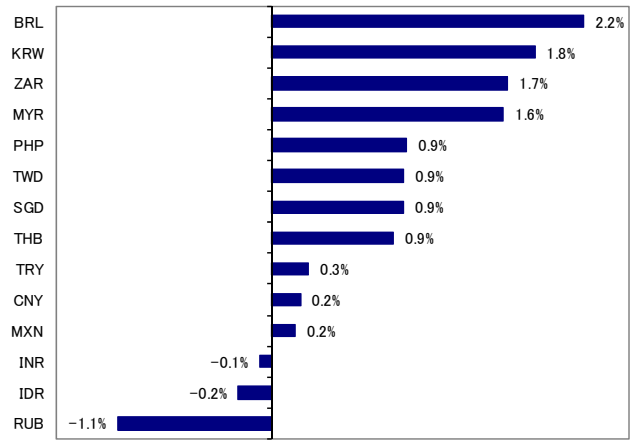
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

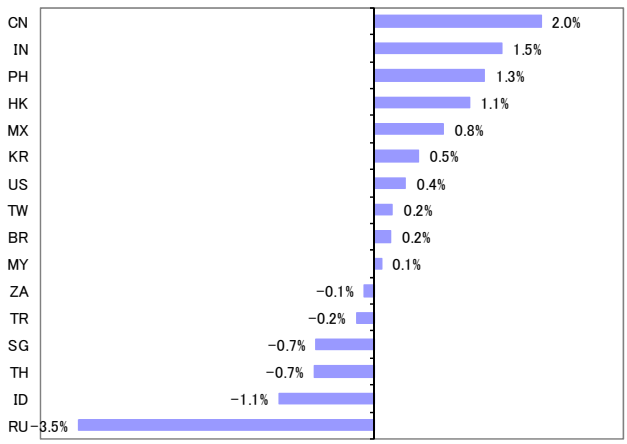
リスクオンムードとドル安が EM 通貨を押し上げ

先週 4 日に発表された米 3 月雇用統計は非農業部門雇用者数が前月比 19.2 万人増と市場予想の同 20.0 万人増を下回った。この結果を受けた米金利の低下にドル売りが強まり、エマージング通貨は押し上げられた。週明け 7 日は、米国の早期利上げ観測が後退する中でアジア株が堅調に推移し、アジア通貨は上昇して始まった。その後は徐々に上げ幅を縮めたが底堅く、ブラジルでは週末に公表された世論調査でルセフ大統領の支持率が低下したことを受け、次期大統領による政策への期待から株価が上昇し、BRL は買い進められた。8 日もアジア通貨は総じて上昇し、特に IDR は翌日に控える総選挙への期待から堅調。その後も株高の流れや米金利低下に伴うドル売りからエマージング通貨は買いが優勢となった。9 日に入っても世界的な株高は続き、アジア通貨は資本流入に支援されて大半が上昇。KRW は外国人投資家が 11 営業日連続で韓国株を買い上げる中で節目とみられていた 1050 を突破し、2008 年 8 月以来の高値まで上昇した。10 日は中国 3 月貿易統計において輸出が前年比▲6.6%と市場予想の同 4.8%増に反して予想外の減少となると、中国の景気減速懸念が拡がりエマージング通貨は下げに転じた。米金利低下によるドル安で下げ渋っているが、エマージング通貨の地合いは悪化している。

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、CN：中国上海総合指数、HK：香港ハンセン指数、IN：インド SENSEX30 種指数 ID：インドネシアジャカルタ総合指数、KR：韓国総合株価指数、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、SG：シンガポール ST 指数、TW：台湾加権指数、TH：タイ SET 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、TR：トルコイスタンブールナショナル 100 種指数、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

中国リスクに警戒

米３月雇用統計は悲観するものではない

先週4日に発表された米3月雇用統計では、事業所調査の非農業部門雇用者数は前月比19.2万人増となり、市場予想の同20.0万人増を僅かに下回ったものの、過去2か月分は合計で3.7万人上方修正されている。内訳をみると、各地区連銀やISMによる製造業景気指数の雇用項目が低調だったことが示唆していた通り、製造業は前月比▲0.1万人と昨年7月以来の減少となった。一方で、小売業（同2.1万人増）、教育・医療（同3.4万人増）、宿泊・娯楽（同2.9万人増）などのサービス業が全体の伸びを牽引した。家計調査による失業率は6.7%と前月から横ばいとなったが、労働参加率の上昇を反映したものであり、悲観する内容ではない。

FOMC 議事要旨により、市場の利上げ期待は後退

9日に公表されたFOMC議事要旨（3月18～19日開催分）では、数人の参加者は政策金利予測の中央値の上昇が、予測における変化を過剰に示していると指摘し、さらに、経済予測における政策金利見通しではなく、声明文が金利の将来的な方向性をより明確に示していると強調することを当局者が望んだことが明らかとなった。3月会合後は、政策金利見通しが引き上げられたうえ、イエレンFRB議長の記者会見では「（量的緩和の終了から最初の利上げまでの期間は）6か月程度」との発言が聞かれたことから、市場の利上げ予想時期は前倒しされて米金利は急騰していた。

米金融緩和の長期化が支える株式市場

先週末の米雇用統計の結果に続き、FOMC議事要旨の内容も市場の利上げ期待を後退させるものと受け止められており、米金利は3月会合後の上昇分を全て吐き出す格好となっている。悪くはない雇用統計の結果や、FOMC議事要旨を受けた金融緩和の長期化観測は株式市場にとってポジティブであり、高値警戒感は燻ぶるものの、米国株は底堅く推移しよう。

リスクオンに変調か

4月に入り世界的にリスクオンムードが漂ってきたが、足許では若干変化の兆しも感じられる。10日に発表された中国3月貿易統計では、輸出が前年同月比▲6.6%と市場予想の同4.8%増に対して予想外のマイナスとなった。輸入も市場予想の同3.9%増に対して同▲11.3%と弱い結果となっており、中国の景気減速懸念が強まった。ここ数週間は、中国政府が発表した一連の景気下支え策を好感し、中国経済への懸念が和らいでいたが、再び警戒感が戻りつつある。

中国リスクを警戒

来週は16日（水）に中国1～3月期GDPの発表が予定されており、前年比7.3%増と10～12月期の同7.7%増から減速する見通しである。中国の2014年の成長率目標は7.5%前後を下回る数字が発表されることになりそうで、さらに予想を下振れるようであると、市場のリスクセンチメントが悪化する可能性があろう。

エマージングマーケット： 今週のトピック

米為替政策報告書

KRWは2008年8月以来の高値

韓国ウォンは9日に節目とみられていた1050を突破し、翌10日には一時1031.55（Bloomberg）と2008年8月以来の高値まで上昇している。ウォンの上昇はリスクオンムードが続く中で外国人投資家による韓国株買いのフローや、米金利低下を受けたドル安の動きが背景にあるとみられる。韓国当局は「外国為替市場を厳重に監視している」として口先介入は行っているが、実弾を投入した大規模な為替介入は実施していない模様である。

米為替政策報告書の公表

韓国当局が意識しているかどうかは定かではないが、4月は米財務省より半期に1度の『国際経済と為替政策に関する報告書（為替政策報告書）』が議会に提出される（通常であれば4月15日まで）。同報告書における関心は主に中国を「為替操作国」として認定するかどうかであるが、最近はドイツに対する批判が目立つという新しい動きもみられている。

前回（10月30日公表）の同報告書では、ドイツは欧州債務危機の最中においても経常黒字を維持し、2012年の経常黒字額は中国よりも大きかったと指摘。ドイツの内需の伸び悩みと輸出依存は、他の多くのユーロ圏諸国が需要を抑制し、調整を促進するための輸入を圧縮する際に厳しい圧力をもたらし、ユーロ圏経済のリバランスを妨げている等の記述がみられる。

中国に一段の改革を促すルー米財務長官

為替報告書の公表に先立ち、9日にルー米財務長官はメディアとのインタビューで「中国は市場が決定する為替相場の受け入れに向けて取り組んでいることを再び明確に示す必要がある」と指摘し、「いつの日か人民元を準備通貨にしたいのであれば、それを実際に行動で示さなければならない」と述べている。

だが、中国サイドの方針は漸進的な改革

中国は 3 月 17 日に約 2 年ぶりに人民元の変動幅を拡大している。変動幅拡大前に人民元相場は大きく元安が進み、この要因として当局による介入があったとみる向きが多い[1]。介入による元安誘導は米国が望む行動と真逆であるが、人民元相場の柔軟性拡大に向けた地均しであり、その後に変動幅拡大を発表していることから、今回の為替報告書で激しく非難されることはないだろう。また、ルー財務長官は上述したように一段の行動を期待しているが、中国は人民元改革を漸進的に進めるはずであり、次回変動幅拡大まで少なくとも 1 年は見ておきたい。

最近の為替政策報告書は中国よりも韓国に注目

近年の為替報告書において筆者が注目しているのは、中国よりも韓国である。2012年5月に公表された報告書以降、米国は韓国に対する圧力を毎回強めて

1 詳しくは 2014 年 3 月 20 日付『エマージングマーケットウィークリー』をご参照ください。

いる。中国の経常黒字が縮小傾向にある一方で、韓国は経常黒字の拡大が続いており、2012年、2013年と2年連続で過去最高を更新した。

一段と強まる圧力

前回の報告書では「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるよう韓国当局に働きかけ続ける。加えて、他のほとんどのG20諸国の慣行に沿って、日本のほか、ブラジル、インド、ロシアのような新興国と同様、韓国は実施後、速やかに為替介入を明らかにすべきである。我々は(設計、時期、説明に関し)資本フローの制限や通貨高圧力の緩和よりも、金融セクターのリスク低減を目的としてマクロプルーデンス政策を実施することを約束するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」と記しており、ここの部分に関しては表現こそ若干違うものの、2013年4月とほぼ変わらない。

だが、その後に「我々は、巨額かつ拡大している経常黒字によってもたらされる通貨高圧力に抵抗するために、韓国が市場に介入していることを懸念している。より一般的に、我々は成長エンジンとしての純輸出への依存を減らす大胆な手段を講じるよう韓国に強く促す」との文言が追加されて、圧力を強めていた。

今回も批判は強まる

購買力平価や実質実効為替レート(REER)でみたウォンの割安感は徐々にではあるが確実に薄れてきているのは確かである。現状、為替報告書による圧力が韓国の為替政策に大きな影響を及ぼすとは思えないものの、経常収支の動向などを踏まえれば今回も批判が強められる可能性が高く、どのような内容になるかは注目しておきたい。

インドネシア総選挙結果～過剰な期待に応えられず～

インドネシア株の調整

インドネシア株式市場では、10日に主要指標のジャカルタ総合指数(JCI)が大幅に下落した。JCIは年明け以降ほぼ一貫して上昇してきた。インドネシアを含む新興国経済への不安が若干後退したことなど要因は様々考えられるが、4月9日投開票の総選挙に対する期待も少なくなかった。

7月大統領選の前哨戦

総選挙は7月9日に予定されている大統領選挙の前哨戦と位置付けられている。現行制度では、総選挙において得票率25%以上、あるいは560議席の20%(112議席)以上を獲得した政党が単独で大統領候補を擁立できることになっており、この基準に満たない政党は他の党と共同で候補者を立てることになる。インドネシアの大統領は憲法で三選禁止が規定されており、現職のユドヨノ大統領(民主党)は現在2期目であることから、今年の大統領選では必ず新たな大統領が誕生する。

総選挙結果は期待はずれ

総選挙の正式な開票結果は5月上旬に明らかとなる見通しだが、出口調査で

は最大野党の闘争民主党（PDIP）が19％の得票率でトップとなった。与党の民主党は第4位に留まり、連立与党を組む与党第2党のゴルカルは14％で第2位、野党の大インドネシア運動党（グリンドラ）が12％で第3位となった。もっとも、第1党となった闘争民主党でも得票率は19％に留まることから、単独での大統領候補擁立は難しい情勢となっている。

政治の先行きは不透明に

大統領選の世論調査では、闘争民主党の候補者である現ジャカルタ特別州知事のジョコ・ウィドド氏（通称ジョコウィ）が圧倒的支持を集めており、総選挙でも闘争民主党が大きく票を伸ばすとみられていた。だが、結果は上述した通り、闘争民主党は第一党の座こそ獲得したものの、連立を模索せざるを得ない状況となっており、インドネシア政治の先行きは不透明感が強まったと言える。

市場は失望

現ユドヨノ政権は6党から成る寄り合い所帯で、政治対立などから思うように政策決定が出来なかった。他の追随を許さない人気を集めるジョコ氏の登場により、安定した政権下で経済改革が実施されることが期待されていただけに、今回の結果に金融市場は大きく失望している。

IDRの反発局面は終了

大統領選は9月9日の決選投票（いずれの候補者も過半数を獲得できない場合決選投票となる）までもつれる可能性もあり、これまでのように株式市場および通貨を押し上げる要因としては期待できなくなった。インフレ率の鈍化や貿易収支の改善など、ファンダメンタルズの安定化は引き続き同国資産を下支えしそうだが、昨年の急落からの反発局面は一旦終了と考えたい。

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							
4月4日(金)	マレーシア	2月	輸出	前年比、%	10.60	12.30	12.2
4日(金)	フィリピン	3月	消費者物価指数	前年比、%	4.1	3.9	4.1
7日(月)	台湾	3月	消費者物価指数	前年比、%	1.00	1.61	▲ 0.1
7日(月)	台湾	3月	輸出	前年比、%	0.7	2.0	7.9
8日(火)	インドネシア		金融政策決定会合	%	7.5	7.5	7.5
10日(木)	マレーシア	2月	鉱工業生産	前年比、%	6.2	6.7	3.5
10日(木)	中国	3月	輸出	前年比、%	4.8	▲ 6.6	▲ 18.1
10日(木)	韓国		金融政策決定会合	%	2.5	2.5	2.5
10日(木)	フィリピン	2月	輸出	前年比、%	17	24	9
10～15日	中国	3月	新規融資	億元	10000.0		6445
11～15日	インド	3月	輸出	前年比、%	-		▲ 3.7
11日(金)	中国	3月	消費者物価指数	前年比、%	2.4		2.0
11日(金)	インド	2月	鉱工業生産	前年比、%	1.0		0.1
14日(月)	シンガポール		実質GDP	前年比、%	5.4		5.5
15日(火)	インド	3月	消費者物価指数	前年比、%	8.2		8.1
15日(火)	インド	3月	卸売物価指数	前年比、%	5.3		4.7
15日(火)	シンガポール	2月	小売売上高	前年比、%	▲ 7.0		0.1
15日(火)	フィリピン	2月	海外労働者(OFW)送金	前年比、%			5.9
16日(水)	中国	1～3月期	実質GDP	前年比、%	7.3		7.7
16日(水)	中国	3月	小売売上高	年初来/前年比、%	11.9		11.8
16日(水)	中国	3月	鉱工業生産	年初来/前年比、%	8.80		8.6
16日(水)	中国	3月	固定資産投資	前年比、%	18.0		17.9
17日(木)	シンガポール	3月	地場輸出(除く石油)	前年比、%	-		9.1
18日(金)	マレーシア	3月	消費者物価指数	前年比、%	-		3.5
中東欧・アフリカ							
4月4日(金)	ロシア	3月	消費者物価指数	前年比、%	6.8	6.9	6.2
8日(火)	トルコ	2月	鉱工業生産	前年比、%	4.6	4.9	7.1
10日(木)	南アフリカ	2月	製造業生産	前年比、%	4.0	1.4	2.2
11日(金)	ロシア	2月	貿易収支	億ドル	172.0		189.0
11日(金)	トルコ	2月	経常収支	億ドル	▲ 30.00		▲ 48.8
15～16日	ロシア	3月	鉱工業生産	前年比、%	0.5		2.1
16日(水)	南アフリカ	2月	実質小売売上高	前年比、%	-		6.8
17日(木)	ロシア	3月	実質小売売上高	前年比、%	3.4		4.1
17日(木)	ロシア	2月	設備投資	前年比、%	▲ 3.0		▲ 7.0
ラテンアメリカ							
4月9日(水)	ブラジル	3月	IPCAインフレ率	前年比、%	6	6	6
9日(水)	メキシコ	3月	消費者物価指数	前年比、%	4	4	4
11日(金)	メキシコ	2月	鉱工業生産	前年比、%	1.0		1
15日(火)	ブラジル	2月	小売売上高	前年比、%	5.4		6.2
16日(水)	ブラジル	2月	経済活動指数	前年比、%	4.10		0.9
17日(水)	ブラジル	4月	IPCA-15インフレ率	前年比、%	6.2		6

(注)2014 年 4 月 11 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	6月	9月	12月	2015年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	6.0393 ～ 6.2330	6.2088	6.17	6.11	6.07	6.03	6.00
香港ドル	（HKD）	7.7535 ～ 7.7684	7.7532	7.76	7.76	7.76	7.77	7.77
インドルピー	（INR）	60.070 ～ 63.308	60.070	60.50	59.50	60.00	59.50	60.00
インドネシアルピア	（IDR）	11254 ～ 12280	11358	11350	11200	11200	11150	11200
韓国ウォン	（KRW）	1048.42 ～ 1089.71	1040.16	1060	1050	1045	1030	1040
マレーシアリンギ	（MYR）	3.2495 ～ 3.3511	3.2229	3.24	3.23	3.24	3.21	3.24
フィリピンペソ	（PHP）	44.250 ～ 45.485	44.310	44.50	43.50	43.50	43.00	43.50
シンガポールドル	（SGD）	1.2582 ～ 1.2830	1.2498	1.26	1.25	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	（TWD）	29.771 ～ 30.636	30.002	30.20	30.00	29.90	29.70	29.70
タイバーツ	（THB）	32.09 ～ 33.15	32.28	32.60	32.10	32.10	32.00	32.10
ベトナムドン	（VND）	21058 ～ 21118	21095	21100	21100	21100	21100	21500
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	32.8285 ～ 36.9029	35.5219	34.80	35.00	35.20	35.20	35.40
南アフリカランド	（ZAR）	10.3956 ～ 11.3909	10.4648	11.00	11.20	11.20	11.30	11.40
トルコリラ	（TRY）	2.1440 ～ 2.3900	2.1116	2.30	2.35	2.35	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	2.2576 ～ 2.4505	2.2068	2.38	2.45	2.45	2.50	2.50
メキシコペソ	（MXN）	12.9633 ～ 13.6063	13.0615	13.40	13.20	13.10	13.00	12.90
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	16.349 ～ 17.426	16.343	16.69	17.02	17.46	17.91	18.00
香港ドル	（HKD）	12.975 ～ 13.598	13.087	13.27	13.40	13.66	13.90	13.90
インドルピー	（INR）	1.602 ～ 1.708	1.689	1.70	1.75	1.77	1.82	1.80
インドネシアルピア	（100IDR）	0.823 ～ 0.911	0.893	0.907	0.929	0.946	0.969	0.964
韓国ウォン	（100KRW）	9.267 ～ 10.043	9.755	9.72	9.90	10.14	10.49	10.38
マレーシアリンギ	（MYR）	30.187 ～ 32.156	31.484	31.79	32.20	32.72	33.64	33.33
フィリピンペソ	（PHP）	2.220 ～ 2.380	2.290	2.31	2.39	2.44	2.51	2.48
シンガポールドル	（SGD）	79.00 ～ 83.47	81.19	81.75	83.20	84.80	86.40	85.71
台湾ドル	（TWD）	3.322 ～ 3.537	3.382	3.41	3.47	3.55	3.64	3.64
タイバーツ	（THB）	3.061 ～ 3.227	3.143	3.16	3.24	3.30	3.38	3.36
ベトナムドン	（10000VND）	47.86 ～ 49.99	48.10	48.82	49.29	50.24	51.18	50.23
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	2.741 ～ 3.212	2.857	2.96	2.97	3.01	3.07	3.05
南アフリカランド	（ZAR）	8.944 ～ 10.174	9.696	9.36	9.29	9.46	9.56	9.47
トルコリラ	（TRY）	42.878 ～ 49.089	48.054	44.78	44.26	45.11	45.00	45.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	41.293 ～ 45.257	45.981	43.28	42.45	43.27	43.20	43.20
メキシコペソ	（MXN）	7.442 ～ 8.101	7.769	7.69	7.88	8.09	8.31	8.37

（注）1. 実績の欄は 3 月 27 日まで。SPOT は 4 月 11 日の 7 時 40 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に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。