

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

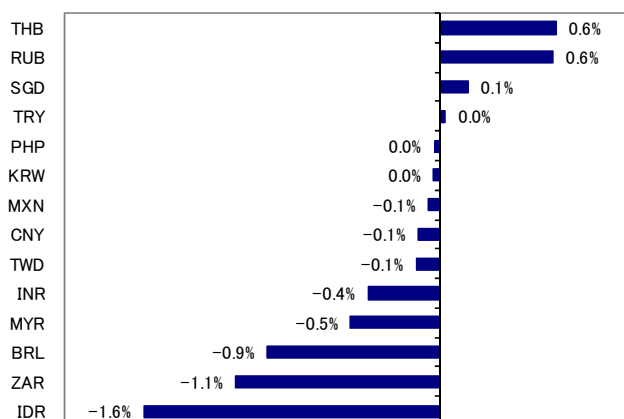
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

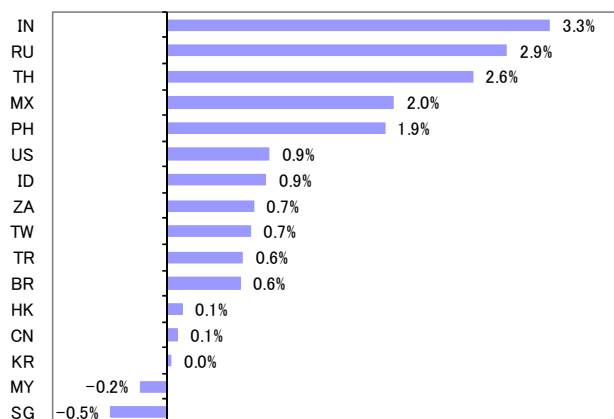
米金利上昇を背景に基調としては軟調に

前週に ECB が追加金融緩和を決定したことや米 5 月雇用統計の良好な結果を受けて、週初 9 日も新興国通貨は上昇する動きが先行した。KRW が 1020 を明確に割り込み、約 6 年ぶりの高値に上昇したほか、CNY は中国人民銀行（PBoC）が基準値を予想外に大幅に引き上げたことから堅調推移。だが、ブラード・セントルイス連銀総裁のタカ派とも取れる発言に米金利が上昇すると、高金利通貨は売り圧力が強まった。10 日は PBoC が基準値を元高寄りに設定したことを受けて CNY は引き続き上昇したが、米金利が上昇する中、最近の新興国通貨高に伴い利益確定の売りが出易かったことも相俟ってアジア通貨は総じて下落。ZAR は南アフリカ準備銀行（SARB）のマーカス総裁が南ア経済は強い向かい風に直面していると述べたことなどから売られた。11 日は大半の通貨が小幅な値動きとなったが、ZAR は格下げ懸念から値を下げ、TRY はイラク第 2 の都市モスルで武力勢力がトルコ領事館を占拠したことが懸念され急落した。12 日は、週初に PBoC が基準値を高めに誘導したことで人民元先高感が浮上しつつある CNY が 4 日連続の上昇となったほか、そのほかの通貨も底堅い展開。米金利が低下する動きとなると新興国通貨は上昇し、ZAR は 5 か月に及ぶブラチナ鉱山ストに終結の兆しがみられたことから大きく反発した。

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、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

FOMC が焦点。FRB のタカ派化はあるか

来週は FOMC に注目

今週の新興国通貨は米金利上昇を受けたドル買いで徐々に押し戻される展開となったが、こうした動きがトレンドとなるかどうかを占う上では、17～18 日に開催される FOMC（公表は日本時間 19 日 3:00）が重要である。今回の会合は 100 億ドルの資産買い入れ規模縮小が既定路線になっていることもあり、当初は無風の会合と目されていた。しかし、6 日に発表された米 5 月雇用統計以来、足許の市場では来週の FOMC での FRB のタカ派化観測が盛り上がっているように見える（図表 1）。

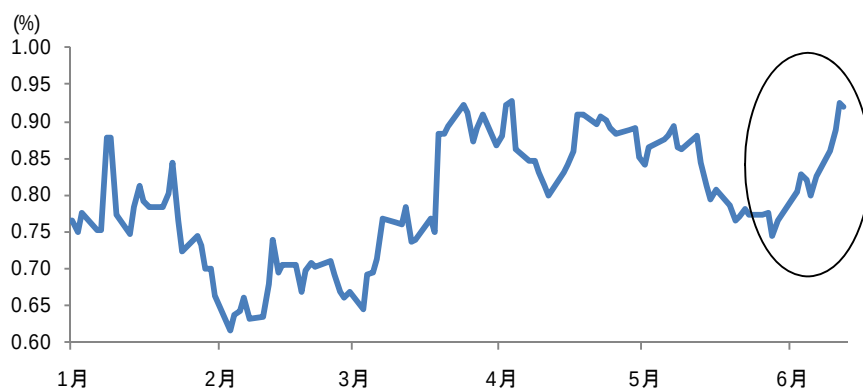
来週の FOMC には FRB の
タカ派化リスクがある？

こうした見方の背景には、①良好な雇用統計を受けて FOMC のタカ派メンバーの勢いが増していること、②インフレ指標に底打ちの兆しが出てきたこと、③前回の FOMC 議事要旨にて出口戦略に関する議論が始まったことなど、いくつかの要因が重なっている。加えて今回の会合からスティーブン・モリス・クレイグ連銀元総裁に代わり、S. フィッシャー F R B 副議長、ブレイナード F R B 理事、メスター・クレイグ連銀総裁の 3 名が新たに参加することも、不透明感を増大させている。

SEP では 2014 年の成長率
見通しが下方修正

確かに、雇用情勢は緩やかながら徐々に底堅さを増しているような印象であり、FOMC 全体のトーンが前回の会合から大きくハト派に傾くことは想定しにくい。しかし、利上げ前倒しのような議論はやや行き過ぎた心配のように思える。まず、今回発表される経済見通し（Summary of Economic Projections: SEP）では、2014 年の GDP 予想の下方修正が濃厚である。11 日に発表された四半期サービス業調査（QSS）において 1～3 月期のヘルスケア支出が当初の推定値を大きく下回った。これにより 1～3 月期の GDP3 次速報値は 2 次速報時の前期比年率▲1.0%から同▲2.0%を下回る

図表 1: 米国 3 年債利回り(2014 年 1 月～)



(資料) Bloomberg

水準まで大きく下方修正される可能性が高まった。仮に参加者の 4～6 月期以降の成長率予想に変更が無いとした場合、2014 年通年の GDP 見通しが現行の前年比 2.8～3.0%増から同 2.0%増近傍まで下方修正されることとなる。通年の GDP 見通しの維持には 4～12 月期の成長率が平均で前期比年率 4.0～5.0%まで加速する必要があるが、現時点でこのような成長加速の兆候は見てとれない。

イエレン議長はハト派姿勢を崩さず

このように景気見通しの比較的大きな下方修正が予想される状況下では FOMC 全体のトーンはマイルドにならざるを得ないだろう。もとよりハト派の急先鋒であるイエレン FRB 議長自身は依然として先行きに対する慎重な見方を崩さないとみられ、当然、会合後の記者会見はハト派色の強いものとなるはずである。質疑応答では利上げ時期や出口戦略の順序についての質問が予想されるが、3 月の反省を活かし、不用意な発言はしないだろう。このように考えれば、イエレン議長の記者会見まで含めた FOMC 全体のトーンが一部の市場参加者が予想するようなタカ派に転じる可能性は低く、米金利の上昇は FOMC を経て一服、10 年金利は一旦 2.50～2.70%のレンジ推移に落ち着くとみる。この場合、ドル買い新興国通貨売りの動きは次第に弱まり、ファンダメンタルズの良い新興国通貨から徐々に買い戻される展開となろう。

BOT、BSP は現状維持を予想

来週の新興国では 18 日（水）にタイ中銀（BOT）、19 日（木）にフィリピン中銀（BSP）の金融政策決定会合が開催される。筆者は両中銀とも政策据え置きを予想しているが市場の見方は割れている。

タイではインフレが加速中

BOT については利下げを予想する向きも多い。先月発表されたタイの 1～3 月期 GDP は前期比▲2.1%と大幅なマイナス成長となったが、その後に軍がクーデターを起こしており、同国の景気低迷は当初の想定よりもかなり長引きそうである。しかしこうした景気の減速にもかかわらず同国の消費者物価指数（CPI）は足許で上昇基調にある。BOT のターゲットであるコア CPI は 5 月に前年比 1.75%上昇と 2012 年 12 月以来の高水準に加速した。過去の実績から BOT は景気よりも物価抑制に重きを置くと思われる、CPI がアップトレンドにある中での利下げには消極的であろう。また景気についても消費者信頼感指数はクーデターの起きた 5 月に小幅に改善している。株式市場も昨年 10 月以来の高値に上昇、為替相場も下落が一服し、現在は小康状態を保っている。BOT にとってアクションを急ぐ理由は少ないように見える。今後、政治の展開次第では経済情勢が更なる悪化を見せる可能性もあり、現時点では緩和カードを温存し、様子見をするのではないだろうか。

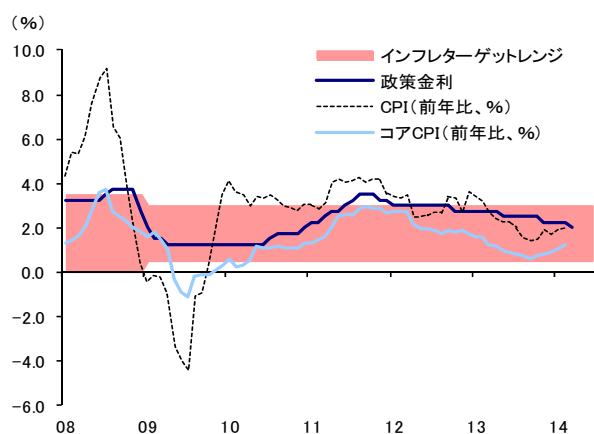
BSP も利上げを見送る公算

対照的に **BSP** 会合に関するリスクは引き締め方向である。5 日に発表されたフィリピン 5 月 **CPI** は総合が前年比 4.5% 上昇、コアが同 3.1% 上昇とそれぞれ前月から加速。総合は約 2 年半ぶりの高水準に達し、同中銀の物価目標上限である同 5.0% に近づいた。同国の物価上昇は昨年の台風被害による食品やエネルギー価格の上昇が、旺盛な国内需要と相俟って 2 次的に波及し始めていることによる。さらに今年はエルニーニョ現象発生の可能性が高くなっており、物価を巡るリスクはアップサイドである。こうした状況下、テタンコ **BSP** 総裁は「物価は依然としてコントロール可能であるが、金融政策の現状維持を継続する余地は狭まってきている」と発言し、利上げが近づいていることを示唆した。しかし、同国の物価上昇が本質的には一時的なコストプッシュによるものであること、台風被害からの復興が遅れていること等から、同中銀には利上げを先送りし様子見をすることに対するインセンティブがある。先述の総裁の発言からも、今会合では利上げを見送る可能性が高いとみる。

この他、経済指標では 16 日（月）のインド 5 月卸売物価指数、18 日（水）ブラジル 6 月 **IPCA** インフレ率、20 日（金）マレーシア 5 月 **CPI** に注目。特にブラジルとマレーシアは金融政策動向を占う上で重要な指標となる。

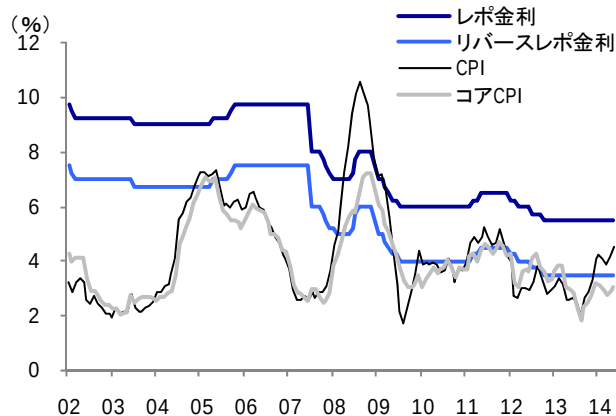
以上

図表 2: タイ 政策金利と消費者物価



(資料) Bloomberg

図表 3: フィリピン 政策金利と消費者物価



(資料) フィリピン中央銀行、フィリピン国家統計局、CEIC

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						
6月6日(金)	マレーシア	4月 輸出	前年比、%	9.7	18.9	8.3
8日(日)	中国	5月 輸出	前年比、%	6.7	7.0	0.9
9日(月)	台湾	5月 輸出	前年比、%	4.5	1.4	6.2
10日(火)	フィリピン	4月 輸出	前年比、%	10.0	0.8	12.4
10日(火)	中国	5月 消費者物価指数	前年比、%	2	3	2
12～15日	中国	5月 新規融資	億元	7500.00		7747.00
11日(水)	インド	5月 輸出	前年比、%	-	12.4	5.3
11日(水)	マレーシア	4月 鉱工業生産	前年比、%	4.1	4.2	4.3
12日(木)	韓国	金融政策決定会合	%	3	3	3
12日(木)	インドネシア	金融政策決定会合	%	7.5	7.5	7.5
12日(木)	インド	4月 鉱工業生産	前年比、%	1.9	3.4	▲ 0.5
12日(木)	インド	5月 消費者物価指数	前年比、%	8.4	8.3	8.6
13日(金)	中国	5月 小売売上高	年初来/前年比、%	12.0		12.0
13日(金)	中国	5月 鉱工業生産	年初来/前年比、%	8.7		8.7
13日(金)	中国	5月 固定資産投資	前年比、%	17.2		17.3
13日(金)	シンガポール	4月 小売売上高	前年比、%	▲ 3.6		▲ 3.9
16日(月)	インド	5月 卸売物価指数	前年比、%	5.4		5.2
16日(月)	フィリピン	4月 海外労働者 (OFW) 送金	前年比、%	-		6.5
17日(火)	シンガポール	5月 地場輸出 (除く石油)	前年比、%	-		1
18日(水)	タイ	金融政策決定会合	%	2.00		2.00
19日(木)	フィリピン	金融政策決定会合	%	3.5		3.5
20日(金)	台湾	5月 輸出受注	前年比、%	-		8.9
20日(金)	マレーシア	5月 消費者物価指数	前年比、%	3		3
中東欧・アフリカ						
6月9日(月)	トルコ	4月 鉱工業生産	前年比、%	4.0	4.6	4.2
10日(火)	トルコ	1～3月期 実質GDP	前年比、%	-	4.40	4.50
10日(火)	南アフリカ	4月 製造業生産	前年比、%	▲ 5.9	▲ 1.5	1.0
12日(木)	トルコ	4月 経常収支	億ドル	▲ 49.0	▲ 47.9	▲ 32.8
16～17日	ロシア	1～3月期 実質GDP(確報値)	前年比、%	-		0.9
18日(水)	南アフリカ	5月 消費者物価指数	前年比、%	6.5		6.1
18日(水)	南アフリカ	4月 実質小売売上高	前年比、%	-		1.0
18～19日	ロシア	5月 鉱工業生産	前年比、%	2.1		2.4
20日(金)	ロシア	5月 実質小売売上高	前年比、%	2.7		2.6
20日(金)	ロシア	5月 設備投資	前年比、%	▲ 3.3		▲ 2.7
ラテンアメリカ						
6月6日(金)	ブラジル	5月 IPCAインフレ率	前年比、%	6.3	6.4	6.3
9日(月)	メキシコ	5月 消費者物価指数	前年比、%	3.47	3.51	3.50
11日(水)	メキシコ	4月 鉱工業生産	前年比、%	▲ 0.2	▲ 0.6	3.8
12日(木)	ブラジル	4月 小売売上高	前年比、%	6.2	6.7	▲ 1.1
13日(金)	ブラジル	4月 経済活動指数	前年比、%	▲ 1.9		▲ 0.1
18日(水)	ブラジル	6月 IPCA-15インフレ率	前年比、%	-		6.3
20日(金)	メキシコ	4月 小売売上高	前年比、%	-		▲ 1.7

(注)2014年6月13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 1～5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 ～ 6.2674	6.2191	6.21	6.16	6.11	6.06	6.00
香港ドル	(HKD)	7.7514 ～ 7.7684	7.7516	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	59.255	59.50	59.50	58.50	59.00	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11790	11700	11500	11450	11350	11300
韓国ウォン	(KRW)	1015.25 ～ 1089.71	1017.59	1020	1015	1010	1000	1000
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1937 ～ 3.3511	3.2080	3.21	3.20	3.20	3.19	3.24
フィリピンペソ	(PHP)	43.505 ～ 45.485	43.775	43.80	43.50	43.50	43.00	43.50
シンガポールドル	(SGD)	1.2451 ～ 1.2830	1.2481	1.25	1.25	1.25	1.24	1.24
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	29.996	30.00	29.90	29.80	29.80	29.80
タイバーツ	(THB)	32.09 ～ 33.15	32.45	32.90	32.70	32.60	32.80	33.00
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21233	21220	21100	21100	21100	21100	21100
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 36.9029	34.3232	34.80	35.00	35.20	35.20	35.40
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	10.6766	10.80	10.70	10.60	10.60	10.70
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.1132	2.15	2.25	2.20	2.25	2.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ～ 2.4505	2.2312	2.25	2.40	2.40	2.40	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	12.9802	12.80	12.80	12.70	12.60	12.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ～ 17.426	16.353	16.43	16.72	17.18	17.49	18.00
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	13.120	13.16	13.29	13.53	13.66	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.716	1.71	1.73	1.79	1.80	1.86
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.863	0.872	0.896	0.917	0.934	0.956
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.104	9.994	10.00	10.15	10.40	10.60	10.80
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 32.156	31.702	31.78	32.19	32.81	33.23	33.33
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.380	2.323	2.33	2.37	2.41	2.47	2.48
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.47	81.48	81.60	82.40	84.00	85.48	87.10
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.390	3.40	3.44	3.52	3.56	3.62
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.227	3.134	3.10	3.15	3.22	3.23	3.27
ベトナムドン	(10000VND)	47.67 ～ 49.99	47.93	48.34	48.82	49.76	50.24	51.18
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ～ 3.212	2.963	2.93	2.94	2.98	3.01	3.05
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.526	9.44	9.63	9.91	10.00	10.09
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.126	47.44	45.78	47.73	47.11	46.96
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 46.700	45.581	45.33	42.92	43.75	44.17	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	7.835	7.97	8.05	8.27	8.41	8.64

(注)1. 実績の欄は5月30日まで。SPOTは6月13日の8時15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。