

エマージングマーケットウィークリー

国際為替部
マーケット・エコノミスト
深谷 公勝
03-3242-7065
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

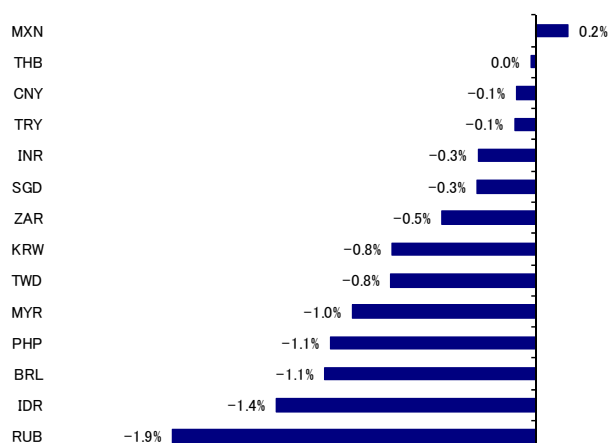
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

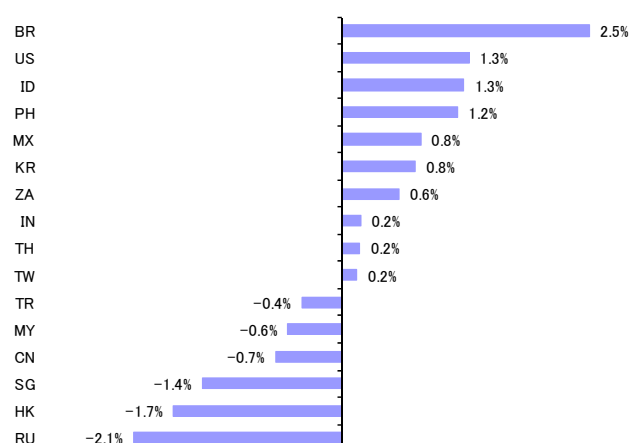
FOMC を受けた米金利の上昇で新興国通貨は大幅続落

週初 15 日のアジア時間は前週からのドル高の流れが継続。加えて、週末に発表された中国の主要経済指標が軒並み市場予想を下回ったことで同国の景気減速懸念が広がったこともあり大半のアジア通貨が下落してスタート。欧州時間以降も新興国通貨の軟調地合いは続き、中でも RUB は欧米による対ロシア制裁強化に伴う銀行と事業会社の外貨不足が影響し、4 営業日連続で市場最安値を更新した。翌 16 日もアジア時間はドル買いの流れ。ただ欧州時間以降は FOMC を前にドル買いポジション調整の動きから新興国通貨に買い戻しが入った。WSJ 紙の「FOMC 声明文中の相当期間 (considerable time) の文言は据え置かれる」との記事も、こうしたポジション調整を促したとみられる。17 日のアジア時間はこの流れを引き継ぎアジア通貨が上昇してスタートしたが、その後は FOMC を控えて相場はこう着。注目の FOMC では声明文に大きな変更は見られなかったものの、同時に発表された政策金利見通しの上方修正がタカ派と解され米金利が上昇。ドルは広範な通貨に対して大きく買われた。翌 18 日アジア時間はアジア通貨が全面安でスタート。輸出企業のドル売りや証券投資の加速により上昇した INR を除いた殆どの新興国通貨が下げ幅を拡大した。

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

ドル買い新興国通貨売りは一服へ

FOMC ではドット図がドル高要因に

今週の外国為替市場ではドルが続伸。新興国通貨は前週に続いて全面安となった。注目の FOMC はタカ/ハト入り混じる内容となったが市場は経済見通し (SEP) における FOMC 参加者の政策金利予想 (ドット図) の上方シフトをタカ派と解釈し、米金利が上昇、ドル高加速に繋がった。

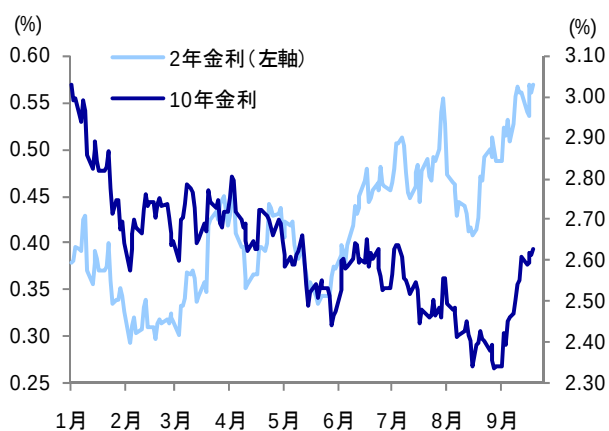
2015 年 6 月利上げの可能性が高まる

FOMC では、まず声明文中の「労働資源の著しいたるみ (significant underutilization of labor resources)」と「相当の期間 (considerable time)」の記述修正に注目が集まったが、市場の予想に反してこれらの表現は据え置かれた。さらに物価動向に関して「長期目標に幾分近付いた」から「長期目標を下回る水準で推移している」に置き換えられるなど、声明文自体は事前予想対比でハト派の内容となったと言える。一方で SEP では 2014、2015 年の成長見通しが引き下げられる半面、上述の通り政策金利予測については上方シフトされた。ここで重要なのはドット図の下から 4 番目 (FOMC 内のハト派順位からイエレン FRB 議長とみられている) の予測が 2015 年末時点で 0.875% となっていることである。これは同氏が 2015 年中に 25bp ずつ 3 回の利上げを想定している可能性を示唆しており、この場合、仮に四半期に 1 回の利上げペースを仮定すると初回の利上げは 2015 年 6 月ということになる。来年半ばの利上げについては市場のコンセンサスとなりつつあるが、実際にイエレン議長と思われるドットがこの位置に動いたことでその可能性は大きく高まったと言える。

記者会見はハト派の内容

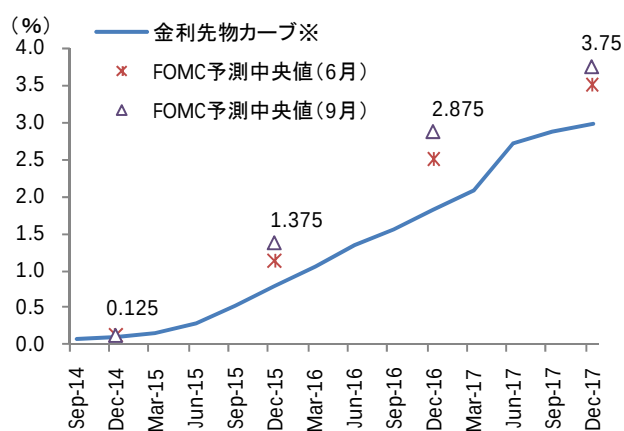
その後の記者会見では特に目新しい内容は聞かれなかったが、ドット図が参加者の個人的な見解であり、FOMC の総意ではないことを強調して早期

図表 1 : 米国債利回りの推移 (2014 年～)



(資料) Bloomberg

図表 2 : FF 金利誘導目標予測と市場の織り込み



(資料) Bloomberg、FRB ※2017 年 3 月まで FF 金利先物、それ以降はユーロドル金利先物 (FF 金利とのスプレッドを調整) を使用

利上げ観測をけん制するなど、どちらかというとハト派の内容だった。

早期利上げ観測は行き過ぎ

以上のように今回の FOMC はタカ派の SEP をハト派の声明文とイエレン議長記者会見が相殺しており全体としてバランスのとれた内容に仕上がった。それ故、一部で指摘されている利上げ前倒しの可能性が高まったとの見方は行き過ぎだろう。金利やドルの上昇については早期利上げ観測というよりも、来年半ばの利上げが現実味を増したことで、より緩和的に構えていた市場が FOMC 参加者の見通しとの乖離を調整しにいった動きであるとの解釈が妥当ではないだろうか。

新興国通貨は一旦こう着へ

このため米長期金利の上昇は一旦頭打ちとなる可能性が高いとみている。上述の通り、今回の FOMC では一回目の利上げが 2015 年 6 月よりも前倒しになる材料は見当たらず、米長期金利がさらに上伸していくには力不足である。イエレン議長が再三述べているように今後はデータ次第であり、10 月 3 日に発表される 9 月雇用統計を中心とした指標の動きを見守っていく展開となろう。新興国通貨に関しても売り一服後はこう着し、個別材料次第で下げ幅を縮小する通貨も出てきそうだ。

中国経済の減速は続く

但し、来週に関しては新興国発の材料が少なく方向感はいくにくいだろう。主な指標・イベントとしては 23 日（火）に中国 9 月 HSBC 製造業景況指数、25 日（木）トルコ中銀の金融政策決定会合が挙げられる。前者は大きく低下した 8 月の 50.2 から横ばい予想。中国では国内経済活動に関する指標が広範に弱含んでおり、景気の減速傾向が鮮明である。このような中、報道によれば中国人民銀行（PBoC）は国内の 5 大銀行に対して計 5000 億元の資金供給を行ったようだ。これは 0.50% の預金準備率引き下げと同等の効果を有すると言われているが、あくまで銀行間市場における期末の流動性逼迫に未然に対応したものと捉えられており、当局の緩和方向への方針転換ではない。今週も PBoC の政策委員の一人が大規模な緩和策は不要との見解を表明しており、今後も大規模な景気浮揚策の実施は期待できない。

トルコ中銀は現状維持か

トルコ中銀の政策決定会合は現状維持を予想。前会合では筆者を含めた一部の利下げ予想に反して政策金利が据え置かれる一方、政策金利コリドーの上限金利である翌日物貸出金利は 75bp 引き下げられた。但し実質的な緩和効果は乏しく、利下げ圧力をかける政治サイドへの配慮であったと考えられる。依然としてエルドアン大統領を中心とした政府高官からの利下げ圧力は強いが、インフレ率が高水準に張り付いて推移しており、まして FOMC を受けてドル買いが勢いを増す中、利下げは困難であろう。

エマージングマーケットピック

米国の利上げが近付き、新興国通貨売りが再開

米利上げ観測を受けた新興国
通貨売り再び

8月20日に公表されたFOMC議事要旨での早期利上げの可能性示唆、22日のジャクソンホールシンポジウムにおけるイエレンFRB議長の両論併記の講演をきっかけに金融市場ではFRBの出口戦略が意識され米金利・ドルが上昇、新興国通貨が下落した。注目のFOMCはタカ派の内容と解釈されこうした動きは加速している。図表3は上記FOMC議事要旨公表から昨日9月18日までの新興国通貨の騰落率である。期間中、市場のメインテーマは米国の金融政策の行方であり、それ故にこの間の新興国通貨の騰落動向は今後FRBの利上げが近付き、米金利・ドルが更に上昇していった場合に新興国通貨が被る影響に関して一定の目安となろう。

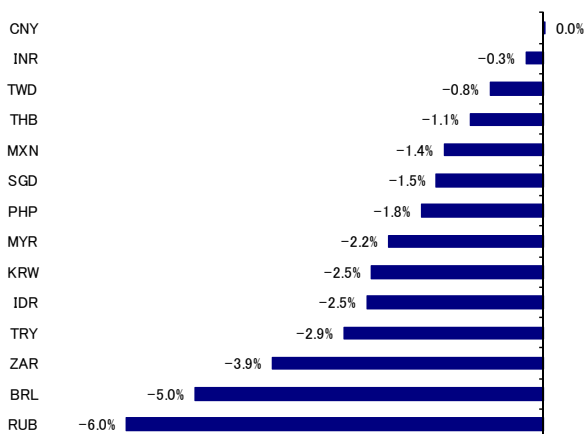
INRやMXN、THBの
堅調が目立つ

個別に見ていくと、まず中国が国策として国際化を進める人民元や、相場の安定を目的に積極的な市場介入が行われている台湾ドルの強さを除けば、インドルピー(INR)の底堅さが際立つ。INRは昨年、双子の赤字や高インフレからフラジャイルファイブの一角として新興国通貨の下落を先導したが、ラジャン・インド中銀総裁による金融政策改革や政府の金輸入規制等が功を奏して構造的な脆弱性は改善傾向にある。何より5月の総選挙によって改革派のモディ新政権が誕生したことが大きいだろう。同様に国内エネルギー改革が進むメキシコペソ(MXN)や軍事クーデターにより政府機能が回復したタイバーツ(THB)も他通貨をアウトパフォームしている。

その他フラジャイルファイブは
軟調

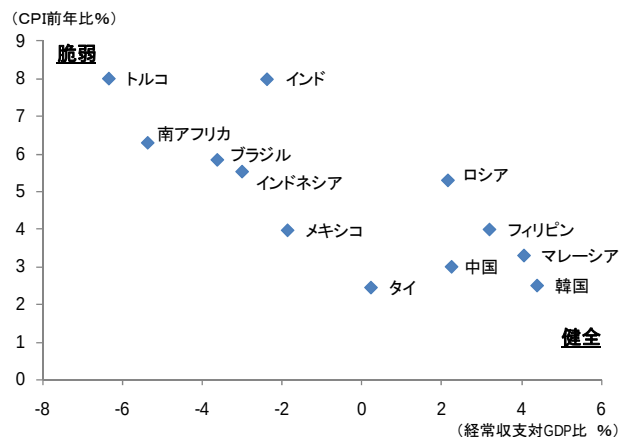
一方でフラジャイルファイブのその他の国はやはり厳しい状況に立たされている。高金利を狙ったキャリートレードから年央まで買い進められていたブラジルリアル(BRL)は短期的な買いポジションの解消もあって5%

図表3：FOMC議事要旨（8月20日）以降のEM通貨騰落率



(資料)Bloomberg

図表4：EM通貨の脆弱性比較



(資料)IMF世界経済見通し2014年7月 ※数値は2014年予測値

近い下落。景気が鈍化する中、ストライキの懸念が拭えない南アフリカランド（ZAR）も約 4%下げた。トルコリラ（TRY）は 2.9%の下落。同国では国内物価が高水準で推移しているほか、中央銀行による利下げ懸念も重石となっている。インドネシアルピア（IDR）はジョコ＝ウィドド氏の大統領選勝利が確定したにも関わらず下落。市場は新大統領の手腕に対して慎重な見方をとっているようだ。

国内政治が重要なファクター

図表 4 は各国通貨の脆弱性を消費者物価（縦軸）と経常収支（横軸）を使って比較したものであるが、ここからわかるように今次局面での新興国通貨の下落は必ずしも経済ファンダメンタルズの現状に沿ったものではない。市場参加者は足許の状況よりも先行きに注目しているとみられ、その方向性を左右する国内政治情勢や金融政策動向が焦点となっているようだ。この意味では現在アウトパフォームが顕著な INR や MXN も国内構造改革が期待外れに終われば大きく売られるリスクを孕んでおり、逆に IDR や BRL は新政権が市場の信認を獲得できれば反転上昇する可能性を秘めていると言える。各新興国では今後も重要な政治イベントが多く予定されており、これら国内政治の動向が相場のメインドライバーとなりそうだ。

米 10 年金利 1.0%で新興国通貨は 2.4%～4.0%下落？

尚、今回の米金利上昇局面では米長期金利が約 20bp 上昇したのに対して新興国通貨は 2.0%程度（図表 3 の騰落率の単純平均）下落した。同様に 2013 年 5 月から同年 9 月 FOMC までの金利上昇局面では米長期金利の 140bp の上昇に対して新興国通貨は約 8%の下落。やや大雑把な計算ではあるが、この米 10 年金利 10bp の上昇に対して新興国通貨が 0.6%～1.0% 下落するという関係は今後の米金利上昇局面における一つの目安となるだろう。これをそのまま当てはめれば、仮に年末から来年にかけて米 10 年金利が 3.0%まで上昇した場合、新興国通貨は平均 2.4%～4.0%下落することとなる。

以上

エマージング経済カレンダー

日付	国	経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア						
9月12日(金)	韓国	8月 失業率(季調済)	3.40%	3.50%	3.40%	---
12日(金)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	2.25%	2.25%	2.25%	---
12日(金)	中国	8月 新規人民元建て融資	700.0B	702.5B	385.2B	---
12日(金)	中国	8月 マネーサプライM2(前年比)	13.50%	12.80%	13.50%	---
12日(金)	インド	8月 消費者物価指数(前年比)	7.83%	7.80%	7.96%	---
12日(金)	インド	7月 鉱工業生産(前年比)	1.80%	0.50%	3.40%	3.90%
13日(土)	中国	8月 固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	16.90%	16.50%	17.00%	---
13日(土)	中国	8月 小売売上高(前年比)	12.10%	11.90%	12.20%	---
13日(土)	中国	8月 鉱工業生産(前年比)	8.80%	6.90%	9.00%	---
15日(月)	シンガポール	7月 小売売上高(除自動車/前年比)	-0.20%	-0.40%	-2.10%	---
15日(月)	フィリピン	7月 海外送金(前年比)	5.60%	6.00%	5.90%	---
15日(月)	インド	8月 卸売物価(前年比)	4.33%	3.74%	5.19%	---
15日(月)	インド	8月 輸出(前年比)	---	2.40%	7.30%	---
17日(水)	シンガポール	8月 非石油地場輸出(前年比)	2.50%	6.00%	-3.30%	---
17日(水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	2.00%	2.00%	2.00%	---
17日(水)	マレーシア	8月 消費者物価指数(前年比)	3.20%	3.30%	3.20%	---
18日(木)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	---
19日(金)	フィリピン	8月 総合国際収支	---	---	\$501M	---
23日(火)	中国	9月 HSBC中国製造業PMI	50.3	---	50.2	---
23日(火)	シンガポール	8月 消費者物価指数(前年比)	---	---	1.20%	---
23日(火)	台湾	8月 鉱工業生産(前年比)	7.00%	---	6.08%	---
9/24-9/26	タイ	8月 輸出(通関ベース/前年比)	---	---	-0.85%	---
9/24-9/26	タイ	8月 貿易収支(通関ベース)	---	---	-\$1102M	---
25日(木)	フィリピン	7月 貿易収支	---	---	\$731M	---
25日(木)	台湾	CBC指標金利	---	---	1.88%	---
26日(金)	韓国	9月 消費者信頼感	---	---	107	---
26日(金)	シンガポール	8月 鉱工業生産(前年比)	---	---	3.30%	---
中東欧・アフリカ						
9月12日(金)	ロシア	9月 政策金利	8.00%	8.00%	8.00%	---
12日(金)	トルコ	6月 失業率	---	9.10%	8.80%	---
12日(金)	ロシア	政策金利	8.00%	8.00%	8.00%	---
15日(月)	ロシア	8月 鉱工業生産(前年比)	1.20%	0.00%	1.50%	---
17日(水)	南アフリカ	8月 CPI(前年比)	6.20%	6.40%	6.30%	---
17日(水)	南アフリカ	7月 小売売上高(実質値、前年比)	1.30%	2.40%	0.00%	-0.90%
17日(水)	ロシア	8月 実質小売売上高(前年比)	1.00%	1.40%	1.10%	1.20%
17日(水)	ロシア	8月 失業率	4.90%	4.80%	4.90%	---
18日(木)	南アフリカ	政策金利	5.75%	5.75%	5.75%	---
19日(金)	トルコ	中銀景気調査	---	---	---	---
25日(木)	トルコ	政策金利	8.25%	---	8.25%	---
ラテンアメリカ						
9月12日(金)	ブラジル	7月 経済活動(前年比)	-1.00%	-0.23%	-2.15%	---
19日(金)	ブラジル	9月 IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	6.57%	---	6.49%	---
19日(金)	メキシコ	金融政策決定会合議事録	---	---	---	---
22日(月)	メキシコ	8月 失業率	---	---	5.19%	4.84%
23日(火)	メキシコ	7月 小売売上高(前年比)	---	---	1.10%	---
24日(水)	ブラジル	9月 FGV消費者信頼感	---	---	102.3	---
24日(水)	メキシコ	7月 経済活動IGAE(前年比)	---	---	2.73%	---
24日(水)	ブラジル	8月 経常収支	---	---	-\$6018M	---
09/25-09/30	ブラジル	インフレーションレポート	---	---	---	---

(注)2014年9月19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)ブルームバーグ

エマージング通貨相場見通し

		2014年 1～8月（実績）	SPOT	9月	12月	2015年 3月	2015年 6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ～ 6.2674	6.1414	6.13	6.08	6.05	6.02	5.95
香港ドル	(HKD)	7.7497 ～ 7.7684	7.7510	7.75	7.75	7.76	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ～ 63.308	60.845	59.50	59.00	58.00	57.00	57.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ～ 12280	11983	11550	11450	11600	11650	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ～ 1089.71	1043.40	1015	1005	1000	980	970
マレーシアリンギ	(MYR)	3.1415 ～ 3.3511	3.2415	3.16	3.10	3.15	3.17	3.14
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ～ 45.485	44.424	43.30	43.00	43.00	43.00	43.00
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ～ 1.2830	1.2673	1.25	1.23	1.25	1.25	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ～ 30.636	30.246	29.90	29.80	29.80	29.90	30.10
タイバーツ	(THB)	31.74 ～ 33.15	32.26	31.90	31.70	31.80	32.10	32.50
ベトナムドン	(VND)	21058 ～ 21874	21208	21300	21300	21400	21400	21650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ～ 37.5094	38.4719	36.00	35.80	36.20	36.60	37.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ～ 11.3909	11.0810	10.60	10.50	10.60	10.70	10.80
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ～ 2.3900	2.2262	2.25	2.20	2.25	2.30	2.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ～ 2.4505	2.3649	2.40	2.40	2.40	2.45	2.45
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ～ 13.6063	13.2351	13.20	13.00	12.80	12.60	12.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ～ 17.426	17.721	16.80	17.27	17.52	17.77	18.15
香港ドル	(HKD)	12.975 ～ 13.598	14.041	13.29	13.55	13.66	13.77	13.90
インドルピー	(INR)	1.602 ～ 1.749	1.789	1.73	1.78	1.83	1.88	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ～ 0.921	0.908	0.892	0.917	0.914	0.918	0.939
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ～ 10.350	10.430	10.15	10.45	10.60	10.92	11.13
マレーシアリンギ	(MYR)	30.187 ～ 33.104	33.574	32.59	33.87	33.65	33.75	34.39
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ～ 2.412	2.450	2.38	2.44	2.47	2.49	2.51
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ～ 83.99	85.88	82.40	85.37	84.80	85.60	85.71
台湾ドル	(TWD)	3.322 ～ 3.537	3.598	3.44	3.52	3.56	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.061 ～ 3.280	3.374	3.23	3.31	3.33	3.33	3.32
ベトナムドン	(10000VND)	0.47 ～ 0.50	51.32	48.36	49.30	49.53	50.00	49.88
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.741 ～ 3.212	2.829	2.86	2.93	2.93	2.92	2.92
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ～ 10.174	9.821	9.72	10.00	10.00	10.00	10.00
トルコリラ	(TRY)	42.878 ～ 49.525	48.886	45.78	47.73	47.11	46.52	46.96
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ～ 46.955	46.019	42.92	43.75	44.17	43.67	44.08
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ～ 8.101	8.223	7.80	8.08	8.28	8.49	8.57

（注）1. 実績の欄は 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 19 日の 9 時 30 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。