

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

大島 由喜

03-3242-7065

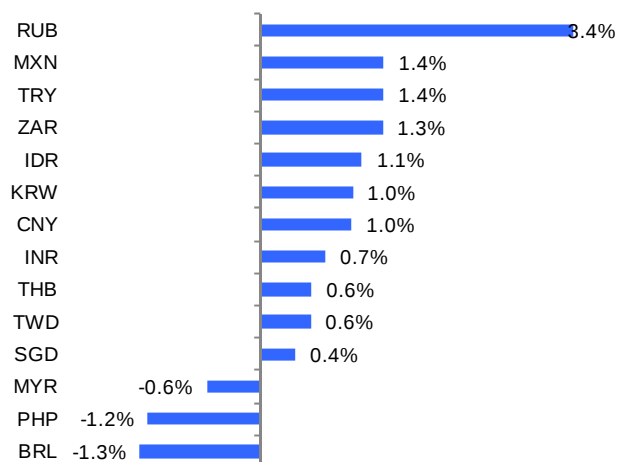
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

今週のエマージングマーケット

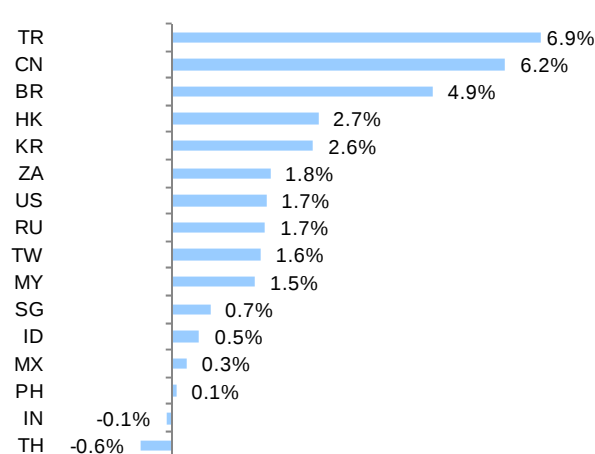
FOMC を受けた USD 安の恩恵

週央に FOMC を控えるなか、週前半は小動きながらも新興国通貨に買い戻しが入り、FOMC の決定を背景に USD 売りが強まると大半の通貨が大幅上昇となった。週初 16 日、インドネシア 2 月貿易統計で輸出入が共に低迷したことを背景に IDR は▲0.3%軟化し、17 年ぶりの安値となる 13245 をつけた。また MYR も原油価格の下落が重石となって▲0.5%となったが、他のアジア通貨は小幅レンジでの推移となった。CNY はここ 2 週間にわたり中国人民銀行(中央銀行、PBoC)が為替介入を行っていることとみられることから、今週に入り大幅に反発している。RUB は原油価格が下げ止まっていることで落ち着きを取り戻しており、昨年急激な資本流出となった反動もあって、少しずつであるがロシアへと資金が戻ってきている模様である。ZAR は週を通してインフレ率の低下や良好な 2 月消費者物価指数を背景に堅調な推移となった。また先週まで軟調だった TRY についても、今週の金融政策決定会合が現状維持となり、エルドアン大統領の利下げを求める政治圧力が弱まったとして値を戻した。18 日、注目の FOMC 声明文では予想通り patient の文言が削除されたものの、経済および金利見通しが引き下げられたことから米利上げ観測が後退し USD が急落。これを受けて翌 19 日にかけて新興国通貨は大きく上昇したが、その後 USD 安が一服すると上げ幅を縮小している。

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: ブラジルボベスバ指数、MX: メキシコボルサ指数

(資料) ブルームバーグ

来週のエマージングマーケット

USD 高懸念と CNY 安修正

FOMC は patient 文言削除

今週、注目されていた FOMC 会合では、予想通り、声明文中のフォワードガイダンス文言「patient(忍耐強く)」が削除され、6 月利上げへの道が開かれた。だが同時に、4 月利上げの公算は引き続き小さいとしてうえで、フォワードガイダンスの変更は FRB が利上げ時期を決定したことを示しているわけではないとして早期利上げ観測の台頭を必死に牽制する姿勢を示した。

ドットチャートの下方シフトが
マーケットに強い影響

上述した声明文もさることながら、市場に強い影響を及ぼしたのは先週の本欄で指摘した通り、四半期経済見通し(the Summary of Economic Projections)における FOMC 参加者の FF レート目標(いわゆるドットチャート)の動きである。FOMC メンバーの政策金利見通しにおける 2015 年末時点の中央値は 12 月の 1.125% から 0.625% に大きく下方シフトした。

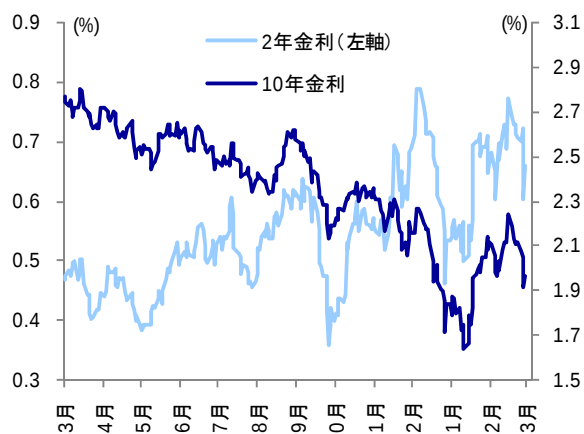
だが、極端にハト派と捉える
のは慎重が必要

だが、これに関しては注意も必要である。確かにドットチャートの中央値は下方シフトしたものの、元より 3 月や 4 月の利上げスタートを主張していたタカ派勢力の予想が 6 月スタートに集約されたに過ぎない。利上げスタート後は、四半期毎(会見開催会合)に 0.25% ポイントずつ利上げをするとの見通しであり、これは従前のペースと変わりはない。もともと 3 月や 4 月会合での利上げはメインシナリオではなく、極端にハト派と捉えることには慎重でありたい。

為替へのインパクトは結局
は軽微

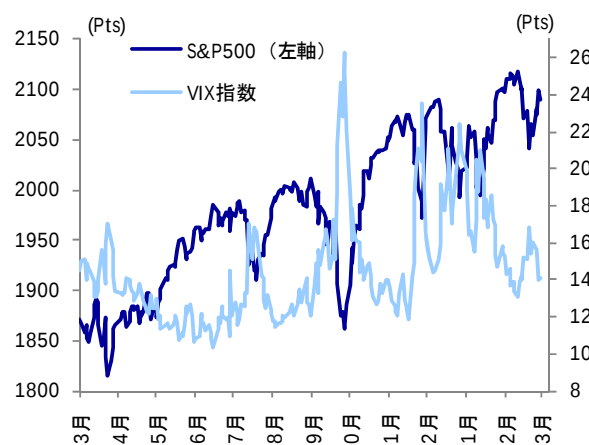
市場では 18 日に FOMC 声明とイエレン議長の記者会見を受けて USD が急落したが、翌 19 日にはその巻き戻しの動きが拮がり、USD インデックスは FOMC 前の水準を概ね回復している。米金利については FOMC 後の低下分を半分程度取り戻したといったところで、為替市場よりは慎重な動きであるものの、引き続き 6 月もしくは 9 月の利上げを視野に入れている状況とみられる。

図表 1: 米国債利回りの推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 米株と VIX 指数の推移(過去 1 年間)



(資料)ブルームバーグ

新興国通貨の下押し圧力は
緩和

結局、FOMC 会合は大きな値動きを伴いながらも、これまでの USD 高の流れが変わったわけではないだろう。但し、3 月に入ってから USD 高が急ピッチで進んだことや、上述したように 4 月 FOMC での利上げの可能性は極めて低いことから、しばらく USD 上昇ペースは鈍るとみておきたい。米国の金融政策を占う次なるイベントは 4 月 3 日の米 3 月雇用統計だが、これも賃金の伸びが大きく加速するなど余程強い内容とならなければ、そこまで新興国通貨を下押しする材料にはならないと思われる。

米国の為替スタンスを見極める
タイミング

米国の金融政策動向をメインドライバーとする動きは小休止となりそうな中、そのほかの論点として米国の為替政策スタンスは注目したい。この点、FOMC 声明文上の景気判断において「輸出の伸びが弱含んでいる」と記され、イエレン議長は会見で「強いドルはおそらく、輸出の伸び悩みの原因の 1 つ」と解説した。1 月 FOMC 議事要旨では、利上げ前のハードルとして「国際情勢への配慮」という文言が追加されたが、今回は声明文にそれを輸出の伸び悩みとして落とし込み、USD 高に対する懸念を若干強めた格好となっている、通貨政策を司る米財務省のスタンスには顕著な変化が認められておらず、現状はあくまで懸念材料の 1 つ、微調整にすぎないと受け止めておくのが無難だろうが、USD 高ペースが鈍る可能性としては留意しておく必要がある。

米為替政策報告書の季節

米国では財務省が毎年 2 回、4 月と 10 月の 15 日までに主要貿易相手国の為替政策や経済状況を分析した「Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies」(為替政策報告書)を議会に提出することになっている。新興国に絞った場合、中国や韓国の経常黒字増大や為替政策が焦点だったが、昨年半ば以降の USD 高の流れで新興国全般に自国通貨安圧力が掛かっている状況下、米国の為替政策スタンスは非常に重要となる。

PBoC は CNY 安修正

また、こうしたタイミングを意識してかは定かでないが、中国当局が昨年 11 月から続く CNY 安に対して修正を施している模様である。市場では、PBoC がここ 2 週間にわたり大手国有銀行を通じて USD 売り/CNY 買い介入を行っていると思われる。中国が米為替政策報告書を睨んで CNY 高誘導を実施する場合、過去の経験からは KRW や TWD を中心にアジア通貨も CNY 高に追随する傾向がある。

変動幅拡大の予兆？

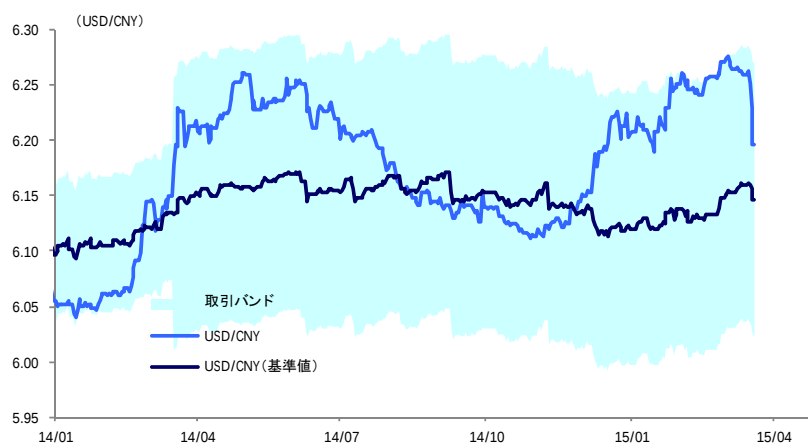
中国当局による CNY 高誘導の背景として CNY 変動幅拡大への地均しではないかとみる向きもある。前回の変動幅拡大は 2014 年 3 月 17 日だが、それに先立ち、2 月 18 日以降、PBoC は徐々に CNY 安に誘導し、それまで一方的な CNY 先高観を抱き取引を行っていた投資家の CNY 買いポジションをス

クエアにさせたとみられる。これは CNY 先高観が強い状況で日中変動幅拡大を発表した場合、CNY 相場は一段と CNY 高方向に振れる可能性が高いことが理由である。足許ではこの逆の動きが起こっている可能性が意識されている。昨年後半から PBoC が金融緩和姿勢を強めていることや中国経済の減速が続く中で資金流出が発生しているとみられ、USD/CNY は今年に入って日中変動幅の上限近辺(CNY 安)で取引されてきた。こうした中で積み上がっている投資家の CNY 売りポジションを切らせて変動幅を拡大する条件を整えているとの思惑である。

中国当局は変動幅拡大
の必要性を否定

だが、筆者はこの推測には懐疑的である。過去 2 回(2012 年、2014 年)の変動幅拡大に際しては、実施される数か月前から PBoC 総裁や首相などから変動幅拡大を示唆する発言があったが、現在はそういった声は聞かれない。むしろ、PBoC の副総裁で国家外為管理局長を兼任する易綱氏は許容変動幅を「変更する緊急性は全く見られない」と述べたほか、PBoC の陳雨露・金融政策委員も「今年は変動幅を拡大する必要はない」と指摘している。元より、中国当局は「上下双方向」への値動きを望むとしており、バンド内での「上下双方向」の変動を作り出しているだけなのかもしれない。当局の真意は分かりかねるが、変動幅拡大を睨んだ取引には慎重になるべきと考える。

図表 3:USD/CNY と取引バンドの推移



(資料)ブルームバーグ

中国 3 月 HSBC 製造業 PMI
速報値に注目

来週は新興国発の材料に乏しいが、24 日(火)の中国 3 月 HSBC 製造業 PMI (速報値)には注目したい。HSBC 製造業 PMI は 2014 年 12 月を底にして持ち直しに転じ、2 月には景気拡大と縮小の分かれ目となる 50 を 3 か月ぶりに回復した。一方で、中国国家统计局と物流購買連合会が発表している製造業 PMI は 2 月に 49.9 と 1 月の 49.8 から小幅に上昇したものの、2 か月連続で 50 を下回っている。PBoC は過去 3 か月間で 2 回の利下げと預金準備率を

1 回引き下げ、景気の下支えを強化しているが、市場では追加の政策対応を実施するとの声が多い。実際、今月中にも預金準備率が引き下げられる可能性があり、HSBC 製造業 PMI の結果は重要だろう。本日発表されたマーケットニュースインターナショナル社(MNI)の中国 3 月企業景況感指数は 52.2 と 2 月の 52.8 と 3 か月連続の低下を示した。HSBC 製造業 PMI(速報値)はブルームバーグの調査では 3 月は 50.4 と 2 月の 50.7 から小幅に低下すると予測されており、予想通りであれば一段と緩和期待が高まるだろう。

フィリピン、南ア、メキシコは
金利据え置きを予想

中銀関連では 26 日(木)にフィリピン、南アフリカ、メキシコで金融政策決定会合が開催されるが、各中銀ともに現状維持を予想する。南アフリカ準備銀行(中央銀行、SARB)は 26 日(木)の金融政策委員会(MPC)において、政策金利のレポレートに 5.75%に維持するだろう。現時点におけるブルームバーグの調査でも、エコノミスト 6 人全員が据え置きを予想している。前回 1 月 29 日の MPC では全会一致でレポレートを 5.75%に据え置くことを決定。声明文では「我々は金利正常化のプロセスにあることをしばらく前から強調してきた。特に経済の減速が続く状況において、インフレ率の落ち着きはこのプロセスを休止する余地を我々に与える」とした。1 月 MPC 後に発表された消費者物価指数(CPI)を確認すると、2014 年 12 月の前年比+5.3%から 1 月に同+4.4%、2 月には同+3.9%まで一段と低下している。但し、インフレ鈍化は食品やエネルギー価格の下落を受けたもので、コア CPI(食品、酒類以外の飲料、ガソリン、エネルギーを除く)は同+5.8%で横ばいが続いており、依然としてインフレ圧力は根強い。SARB のグロエペ副総裁は 3 月 4 日の講演で「インフレ見通しの改善は MPC が金利正常化作業の手をいったん休めるだけの余裕を生むものの、金融緩和に対するハードルは依然として高く、インフレとインフレ期待の持続的な下落が必要である」と述べており、政策金利を当面据え置くことを示唆している。

メキシコ中銀は現状維持を決定した前回 1 月 29 日の定例会合にて、多くの時間を利上げの時期を巡る議論に割いていた。メキシコ経済は昨年実施された増税や治安問題の影響もあり、景気回復のペースが予想を下回る状況が続いているが、同国の金融市場は米金利上昇の悪影響を受け易く、このため中銀は景気下支えよりも市場の安定に力点を置いている。一方で CPI は目標である前年比+3.00%まで低下してはいるものの、同時に MXN も下値を拡大しており、中銀のタカ派姿勢が軟化したとは考えにくい。過去の議論から同中銀は米国利上げに先んじて引き締めに動くと考えられ、今後数回の様子見の後、年央にかけては利上げ期待が高まりそうだが、具体的なタイミングについては FRB の動き次第で前後してくるだろう。

エマージング経済カレンダー

日付	国		経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア							
3月13日(金)	シンガポール	1月	小売売上高(除自動車/前年比)	-2.30%	-8.70%	-3.20%	0.00%
13日(金)	インド	2月	輸出(前年比)	--	-15.00%	-11.20%	--
16日(月)	インドネシア	2月	貿易収支	\$635M	\$738M	\$709M	\$744M
16日(月)	インド	2月	卸売物価(前年比)	-0.80%	-2.06%	-0.39%	--
16日(月)	フィリピン	1月	海外送金(前年比)	7.00%	0.50%	6.60%	6.30%
17日(火)	シンガポール	2月	非石油地場輸出(前年比)	-0.90%	-9.70%	4.30%	--
17日(火)	インドネシア	3月	政策金利	7.50%	7.50%	7.50%	--
18日(水)	韓国	2月	失業率(季調済)	3.40%	3.90%	3.40%	--
19日(木)	フィリピン	2月	総合国際収支	--	\$985M	\$136M	--
20日(金)	マレーシア	2月	消費者物価指数(前年比)	0.20%	--	1.00%	--
23日(月)	シンガポール	2月	消費者物価指数(前年比)	-0.10%	--	-0.40%	--
~26日(木)	タイ	2月	輸出(通関ベース/前年比)	--	--	-3.46%	--
24日(火)	中国	3月	HSBC中国製造業PMI	50.3	--	50.7	--
25日(水)	韓国	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	2.70%	--
25日(水)	フィリピン	1月	貿易収支	--	--	-\$68M	--
26日(木)	韓国	3月	消費者信頼感	--	--	103.0	--
26日(木)	シンガポール	2月	鉱工業生産(前年比)	--	--	0.90%	--
26日(木)	フィリピン	3月	BSP翌日物借入金金利	--	--	4.00%	--
26日(木)	台湾	3月	CBC指標金利	--	--	1.88%	--
中東欧・アフリカ							
3月13日(金)	ロシア	3月	政策金利	14.00%	14.00%	15.00%	--
13日(金)	ロシア	1月	貿易収支	14.4B	15.0B	12.9B	--
17日(火)	南アフリカ	10~12月期	経常収支	-216B	-198B	-230B	-223B
17日(火)	トルコ	3月	政策金利	7.50%	7.50%	7.50%	--
17日(火)	ロシア	2月	鉱工業生産(前年比)	-0.60%	-1.60%	0.90%	--
18日(水)	南アフリカ	2月	CPI(前年比)	3.80%	3.90%	4.40%	--
18日(水)	南アフリカ	1月	小売売上高(実質値、前年比)	2.50%	1.70%	3.40%	2.00%
19日(木)	ロシア	2月	実質小売売上高(前年比)	-5.80%	-7.70%	-4.40%	-4.50%
26日(木)	南アフリカ	3月	政策金利	--	--	5.75%	--
ラテンアメリカ							
3月13日(金)	ブラジル	1月	小売売上高(前年比)	-1.30%	0.60%	0.30%	--
13日(金)	メキシコ	1月	鉱工業生産(前年比)	2.10%	0.30%	3.00%	--
16日(月)	ブラジル	1月	経済活動(前年比)	-1.30%	-1.75%	0.65%	--
20日(金)	ブラジル	3月	IBGEインフレ率IPCA-15(前年比)	7.91%	--	7.36%	--
20日(金)	メキシコ	1月	小売売上高(前年比)	3.00%	--	2.40%	--
25日(水)	ブラジル	2月	経常収支	--	--	-\$10654M	--
25日(水)	メキシコ	1月	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.15%	3.20%
27日(金)	ブラジル	10~12月期	GDP(前年比)	--	--	-0.20%	--

(注) 2015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) ブルームバーグ

エマージング通貨相場見通し

		2015年 1～2月（実績）	SPOT	3月	6月	9月	12月	2016年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1883 ～ 6.2705	6.1959	6.23	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7600	7.7585	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ～ 63.623	62.516	62.0	64.0	61.0	60.0	59.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ～ 12984	13057	13000	13300	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ～ 1113.74	1117.24	1100	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ～ 3.6547	3.7075	3.65	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ～ 45.105	44.840	44.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ～ 1.3639	1.3871	1.37	1.35	1.33	1.31	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ～ 32.040	31.447	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ	(THB)	32.29 ～ 33.09	32.75	32.8	33.5	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ～ 21508	21485	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ～ 71.8030	60.0439	64.00	62.00	59.00	57.00	59.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ～ 11.8926	12.3035	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ～ 2.5273	2.6040	2.50	2.60	2.50	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ～ 2.9207	3.2919	2.85	2.86	2.88	2.90	2.90
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ～ 15.1560	15.2752	14.70	15.00	15.50	15.00	14.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.666 ～ 19.450	19.493	19.26	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル	(HKD)	14.946 ～ 15.568	15.568	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー	(INR)	1.865 ～ 1.936	1.932	1.94	1.92	2.05	2.10	2.15
インドネシアルピア	(100IDR)	0.919 ～ 0.969	0.925	0.923	0.925	0.992	1.016	1.041
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ～ 10.998	10.774	10.91	11.18	11.47	11.67	11.98
マレーシアリング	(MYR)	32.213 ～ 34.334	32.552	32.88	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ～ 2.714	2.691	2.70	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ～ 90.81	87.08	87.59	91.11	93.98	96.18	98.45
台湾ドル	(TWD)	3.650 ～ 3.818	3.841	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ	(THB)	3.538 ～ 3.700	3.687	3.66	3.67	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.5660	0.5628	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ～ 2.078	2.009	1.88	1.98	2.12	2.21	2.15
南アフリカランド	(ZAR)	10.009 ～ 10.453	9.817	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ	(TRY)	47.205 ～ 52.258	46.384	48.00	47.31	50.00	52.50	52.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	40.875 ～ 46.148	36.713	42.11	43.01	43.40	43.45	43.79
メキシコペソ	(MXN)	7.783 ～ 8.199	7.907	8.16	8.20	8.06	8.40	8.64

(注)1. 実績の欄は2月27日まで。SPOTは3月20日の7時54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。
(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。