

通貨ニュース(2013 年 12 月 18 日)

2013 年の新興国通貨を振り返る～2014 年を見据えて～

2013 年の新興国通貨を語るに際し、キーポイントとなったのは 5 月である。バーナンキ FRB 議長が 5 月 22 日に QE 縮小の可能性を示唆したことで大半の新興国通貨は下落した。だが、その騰落率には大きな差異があり、下落が大きかったのは経常赤字国である一方、経常黒字国は相対的に下落が小さかった。2014 年は、新興国資産が全般的に急落する可能性は大きくない。2013 年半ばの急落を経て、新興国の資産は割高感が薄れており、大幅な調整を迫られるリスクは低下していると評価できよう。そうした状況下、2014 年の新興国為替市場では、各国のファンダメンタルズを反映して一段と二極化が進むと予想したい。

～5月を境として始まったQE縮小観測と付き合う日々～

2013 年も残すところ僅かとなったところで、ここで 2013 年の新興国為替市場を振り返っておきたい。2013 年の新興国通貨を語るに際し、キーポイントとなったのは 5 月である。ここを基点として新興国の為替相場は大きく動き出すこととなった。

バーナンキ FRB 議長は 5 月 22 日に米上下両院経済合同委員会において議会証言を行った。議会証言の内容自体は特段驚くようなことはなかったものの、その後の質疑応答において「今後数回の会合で月間の債券購入ペースを減速させ始めることもあり得る」と発言した。これには「景気の改善が持続的だと確信できた場合」との条件が付されていたが、同日に公表された FOMC 議事要旨(4 月 30 日～5 月 1 日開催分)に「多くの参加者は、その時点までに得られる経済情報が十分に強く、持続的な成長の証拠を示した場合、早ければ次回 6 月会合において、買い入れペースの縮小方向への調整を行うことに賛意を示した」との表現がみられたこともあって、市場では急速に債券購入ペースの縮小(QE 縮小)期待が膨らんだ。そして、この日を境に市場は QE 縮小のスタート時期を巡る思惑に振り回されることになる。



～新興国資産はトリプル安～

QE 縮小観測が浮上した結果、新興国市場では株安・債券安・通貨安のトリプル安に見舞われた。米国の金融引締めが意識されて世界的に株価が急落、新興国株式市場も 6 月末にかけて大

幅な調整を迫られた。その後、先進国株式市場は持ち直したものの、QE縮小観測が燦る中で新興国へと巨額のマネーが向かう動きとはならず、先進国株価の堅調推移とは裏腹に新興国株価は上値重い値動きが目立った。また、債券市場においては、9月にかけて米10年債利回りは1%台後半から3%近辺まで断続的に上昇する中、新興国からの資金流出が継続し、新興国の長期債利回りも連れて上昇。新興国の金融市場から資金が引き揚げられる過程で、為替市場においては新興国通貨が急落する展開となった。

～二極化する新興国通貨～

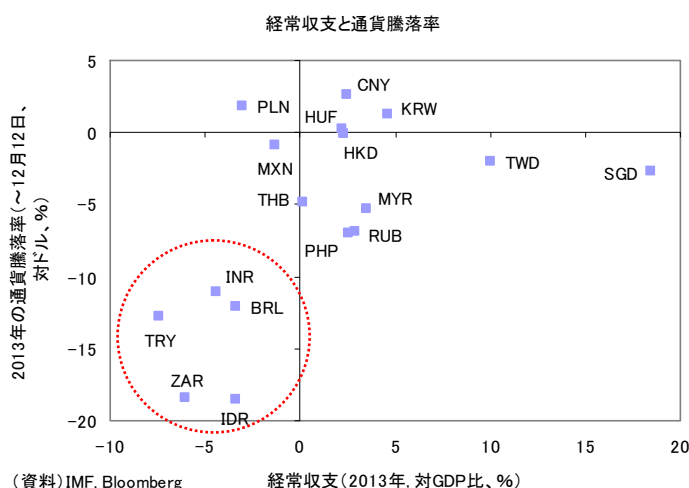
FRBがQE縮小のタイミングを模索し始め、金融政策正常化への第一歩を踏み出そうとしている中、大半の新興国通貨は下落したわけだが、その騰落率には大きな差異がある(図)。新興国通貨の騰落率をみると、経常収支の動向と関連性がある、多少雑駁な括りではあるものの、経常赤字が大きい国ほど通貨は大幅に下落率し、経常黒字が大きい国の通貨ほど底堅い値動きとなっていた。

具体的にみていくと、2013年のインドネシアルピアの下落率は▲18.6%と主要な新興国通貨の中で最大を記録。次いで南アフリカランドがほぼ変わらずの▲18.4%となった。トルコリラは▲12.7%、ブラジルレアルは▲12.1%、インドルピーは▲11.1%下落し、この5通貨は年間で2桁の下落率となっている。これら5通貨(もしくはそれぞれの国)は「フレンジイル・ファイブ」という言葉で纏められており、米国が出口戦略に手を掛ける中で中期的に逆風に晒されるとみられている。

ASEAN通貨に関しては、「フレンジイル・ファイブ」ほどではなかったが、やや弱含みとなった。ASEAN諸国も多くが経常黒字国であるものの、金融危機後に多額の海外資金が自国通貨建て国債へと流入しており、その巻き戻しに伴い通貨安圧力が生じ易くなっている。

一方で、2013年の新興国通貨が総じて軟調だった中で、NIEs通貨や中東欧通貨は底堅い値動きをみせた。アジア諸国は経常黒字国が多く、実需のドル売り・自国通貨買いがアジア通貨のサポートしているとみられる。また、経常黒字が継続する中で、これまで多額の外貨準備高を積み上げている国も多く、いざとなったら為替介入によって自国通貨を下支えする余裕があることも大きな強みだろう。中国人民元は日々の取引基準値を設定しているうえ、日中の許容変動幅も設けていることで相場が崩れることはあまりなく、ドルペッグ制(カレンシーボード制)を採用している香港ドルも安定を維持した。韓国ウォンについては、過去最大の経常黒字額を記録した2012年に続き、2013年も過去最大を更新するペースで経常黒字が積み上がる中、輸出勢のウォン買い等に押し上げられて1.3%上昇している。

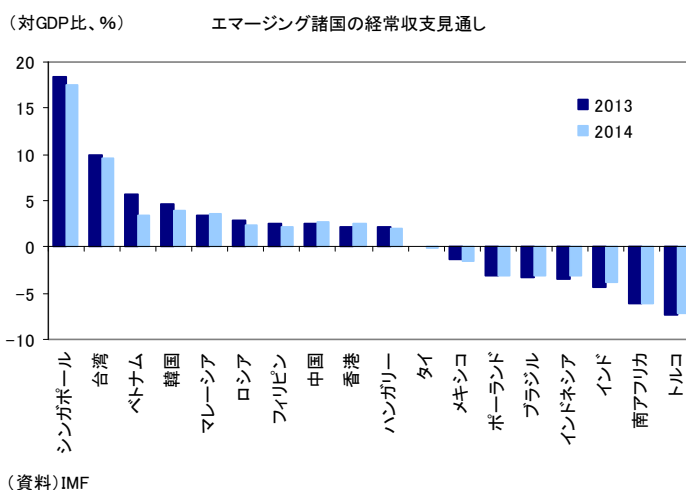
また、中東欧通貨も2013年は小幅ながら上昇している。ハンガリーフォリントは経常黒字国とい



うこともあるが、経常赤字国であるポーランドズロチも1.8%上昇と主要新興国通貨の中では強さが目立っている。こうした背景には、ユーロ圏とのつながりが支援材料になったとみられる。2013年のポジティブサプライズとしては、予想外にユーロ圏経済が持ち直したことであり、ユーロ圏回復の恩恵を受け易い2つの通貨に買いが入った模様である。

～2014年も新興国の中で二極化が進む～

2014年の新興国為替市場では、引き続き選別の動きが継続する公算が大きい。但し、2014年については、2013年5月から9月のように新興国資産が全般的に急落する可能性は大きくないだろう。2013年半ばの急落を経て、新興国の資産は割高感が薄れており、ここから大幅な調整を迫られるリスクは低下していると評価できよう。そうした状況下、2014年の新興国為替市場では、各国のファンダメンタルズを反映して一段と二極化が進むと予想したい。



弊行では「みずほマーケット・トピック」や「中期為替相場見通し」において、過去最大ペースで積み上がる貿易赤字の存在とFRBがQE縮小へと舵を切りつつある状況を勘案してドル/円相場に関しては「放って置けば円安」という基本認識をハウスビューとして提示している。これは、経常収支が赤字となっている新興国についても当て嵌まる認識である。経常赤字国(≡貿易赤字国)というのは、簡単に言えば、輸出による外貨売り・自国通貨買い取引よりも輸入に伴う外貨買い・自国通貨売り取引が多い状態であって、「放って置けば自国通貨安」となる。

経常赤字国はその赤字を海外からの資本流入(資本収支)によってファイナンスしなければならず、経常赤字国の通貨が上昇するためには(下落しないためには)その国に対して経常赤字を埋め合わせて余りある資金が流入しなければならない。しかしながら、今は米国が金融政策正常化へと向かう中で、新興国へと投資マネーが流入し難い環境であり、「フラジャイル・ファイブ」を筆頭に経常赤字国は苦戦を強いられよう。一方、経常黒字国においては、これまで多額の資金が海外から流れ込んでいた国(例えばASEAN5)はやや不安があるものの、新興国の中では相対的に底堅い値動きが継続すると考えておきたい。

以 上

国際為替部
多田出 健太(TEL: 03-3242-7065)
kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp