

2018 年 1 月 11 日

## 通貨ニュース

### 選別が進む 2018 年の新興国通貨

- 2017 年は 2 年連続で上昇した新興国通貨だが、2016 年とは異なり地域ごとに値動きがまちまちとなった。
- 新興国経済の拡大ペースが加速から安定に転換する中、新興国の金融資産が歴史的な高水準にまで上昇している。高値警戒感を強めた投資家が不安要素を抱える国の通貨を避けていることが各通貨の値動きがまちまちになった主因と考える。
- FRB のバランスシート縮小などを背景に新興国通貨を取り巻く外部環境が徐々に厳しくなる中、投資家は不透明性が強い通貨を避け続ける可能性が高く、今年も通貨ごとのパフォーマンスに大きな差異が生まれると予想。

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
佐々木 貴彦  
03-3242-7065  
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

#### 2017 年は通貨ごとのパフォーマンスに大きな差

トランプ米政権に対する失望感を背景としたドル売りの流れや、世界的な株高に代表される市場のリスク選好意欲の高まりを受け、2017 年の新興国通貨は 2 年連続で上昇した。しかし、2016 年と異なり全地域が堅調に推移したわけではない。中東欧や東アジア通貨は上昇を続ける一方、中南米通貨は下半期に失速し、その他地域（トルコや南ア）の通貨は一時的に大きく値を下げる展開となった（図表 1）。

地域によって値動きが異なった要因としては、政治不安を指摘する向きが多い。中南米で言えば、メキシコペソ（MXN）は北米自由貿易協定（NAFTA）再交渉の先行き不透明感の強まりを受けて下押しされ、ブラジルレアル（BRL）は年金改革法の年内可決が困難となったことを背景にじり安となった。そのほかでは、トルコリラ（TRY）はドイツを始めとした欧州諸国や米国との外交関係悪化が主な下落要因の 1 つとなっている。

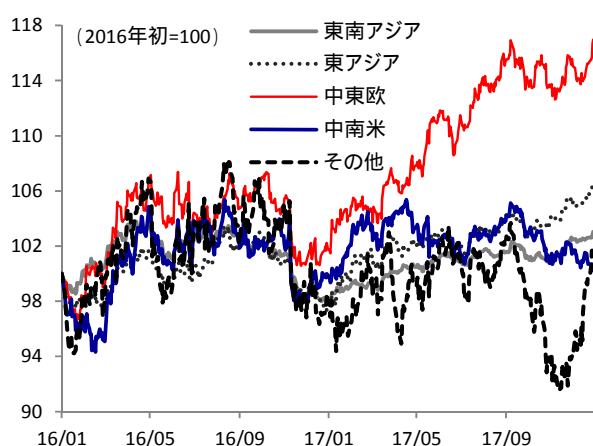
もっとも、2016 年もこれらの地域に政治不安はつきまっていた。メキシコはトランプ氏が米大統領選挙で共和党の正式な候補に選出されて以来、次期政権が対メキシコ強硬策を実行することへの懸念はあった。また、ブラジルではルセフ前大統領の弾劾を巡る過程で政局は混乱し、トルコもクーデター未遂が発生するなど政情は不安定であった。これらの状況を踏まえれば、政治不安が値動きのばらつきに繋がったという説明では不十分だと思われる。

#### 背景に強まる新興国金融資産への高値警戒感

むしろ新興国通貨を取り巻く環境が変化した結果、政治不安に対して投資家が敏感に反応するようになったと解釈すべきだろう。その変化とは、新興国の金融資産に対する高値警戒感と景気拡大ペースの鈍化である。新興国の金融資産は 2016 年から急上昇し歴史的な高値圏で推移している。新興国国債トータルリターン指数（Bloomberg 算出）は史上最高水準を記録した 2012 年ないし 2014 年の水準まで上昇した。MSCI 新興国株式指数も 2013 年のテーパー・タントラム前の水準を上抜け、2011 年来の高水準まで急上昇した（図表 2）。

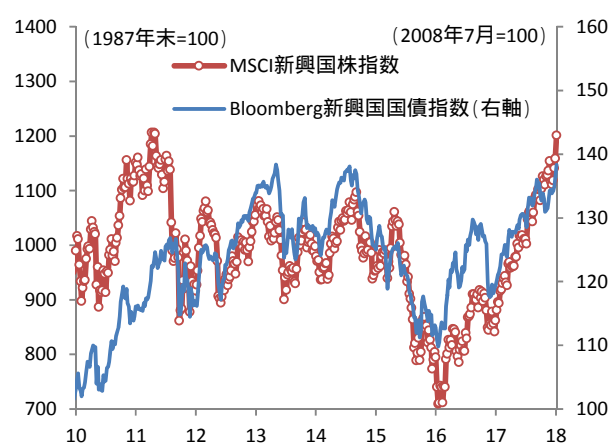
景気拡大ペースが速まる局面であれば、新興国の金融資産が大きく上昇し続けることは正当化される可能性があるだろう。しかし、足許の新興国総合 PMI をみると景況判断の分かれ目である 50 を上回っているものの、基調は上昇から横ばいに転換している(図表 3)。新興国経済の拡大ペースが加速から安定に転じたため、新興国の金融資産に対し 2016 年のような良好なパフォーマンスを期待できず、投資家は他のリスク資産対比で選別の目を厳しくしていると推察される。実際、ファンドの新興国への資金流入フローは流入超を記録し続けているが、新興国総合 PMI の伸び悩みとともに月次の流入額は頭打ちとなっている。かかる状況下、政治不安など経済情勢の悪化リスクが大きい国の金融資産を投資家は避ける傾向が強まり、結果として新興国通貨の値動きは通貨によってまちまちとなっていると考える。

図表 1: 新興国通貨の値動き (地域別、2016 年初 ~ 2017 年末)



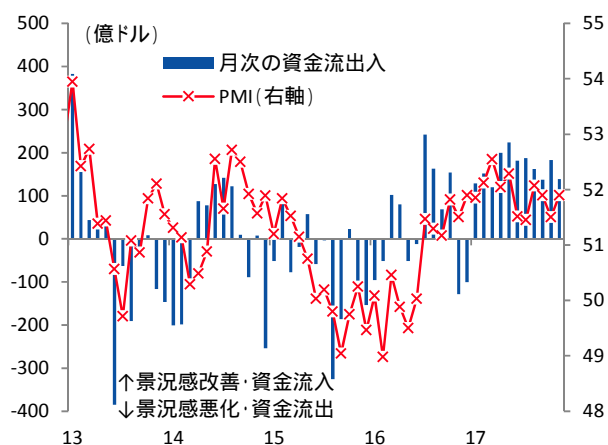
注: 他はトルコと南アフリカ。  
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式指数および国債指数



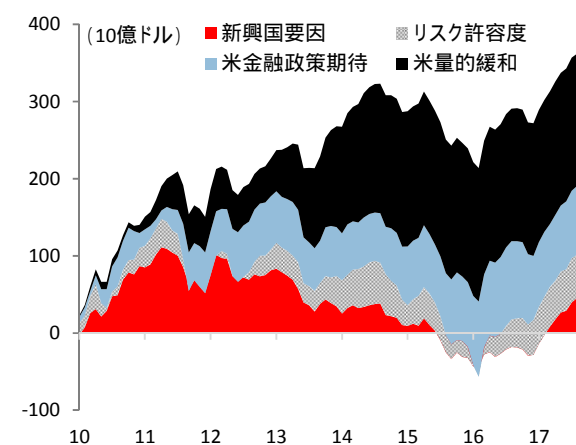
注: 2018 年 1 月 5 日までの週次データ。  
出所: MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 新興国 PMI とファンドの新興国への資金流入額



注: 2017 年 11 月までのデータ。  
出所: EPFR Global、Markit、みずほ銀行

図表 4: 新興国への累積資金流入額(要因別)



注: 2010 年初来の累積額、2017 年 9 月までのデータ。  
出所: IMF 国際金融安定報告書(2017 年 10 月)、みずほ銀行

## 弱まる新興国への資金流入圧力

2018 年も新興国へ資金流入を促してきた要因は残存するものの、影響力は弱まると考える。IMF が 2017 年 10 月に発表した国際金融安定報告書(GFSR)では、新興国への資金流入に影響を与える要素として、米金融政策期待、米量的緩和、リスク許容度、新興国要因を挙げている。とりわけ影響が大きいとみられるのが米量的緩和である。GFSR によれば 2010 年初から 2017 年 9 月までに累計で 3666 億ドルの投資資金が新興国に流入したが、その 50%弱にあたる 1721 億ドルが米量的緩和を受けたドル安によるものと推計されている(図表 4)。FRB は 2017 年 10 月よりバランスシート(B/S)縮小を開始し、FOMC におけるメンバーの政策金利見通し(ドット・チャート)は緩やかな利上げペースの維持を示唆するなど、米金融政策はもはや新興国へ資金流入要因ではなくなっている。

もっとも、リスク許容度は高水準を維持する可能性が高い。2018 年は 1~3 月期に FRB 議長交代、イタリア総選挙、中国全国人民代表大会(全人代)が予定されているものの、どのイベントも市場の大きな波乱要因にはならないというのがコンセンサスとなっている。また、4 月以降は 11 月の米中間選挙まで、グローバルに影響を与える大きなイベントは予定されておらず、リスク許容度は高い状態が継続する見込みだ。但し、リスク許容度の指標として IMF が用いている米投資適格社債スプレッド(対国債利回り)や VIX 指数は歴史的に低水準で推移しており(図表 5)、リスク許容度が上昇する余地は大きくない。

残るは新興国要因すなわち新興国の経済情勢だが、2018 年も 2017 年から大きく変わらない可能性が高い。新興国の多くはグローバル・サプライチェーンに組み込まれ、輸出が成長のメインドライバーとなっている。2017 年の世界貿易量は +4.16%と 2016 年(+2.39%)から大きく伸びたが、中国経済の減速が見込まれる中、2018 年は +4.04%とほぼ横ばいと予測されている(数値はいずれも IMF 予測値)。かかる状況下、2018 年における新興国経済は 2017 年とほぼ同様の拡大ペースにとどまる見込みだ。

高水準のリスク許容度と堅調な新興国経済情勢が続くため、2018 年の新興国通貨は底堅い展開が続くだろう。しかしながら、リスク許容度も新興国経済も一段の改善は見込めない一方、FRB の B/S 縮小や利上げ期待の高まりに伴う流出圧力が徐々に強まっていくため、新興国の金融資産における運用環境は徐々に厳しくなっていくと考える。かかる状況下、政治不安などリスク要因を抱えている国の金融資産は投資家から嫌気される傾向が強まり、2018 年の新興国通貨はリスク要因の有無によって通貨毎のパフォーマンスが大きく異なる展開を予想する。

とりわけ、2018 年に急落リスクが大きいのはメキシコペソ(MXN)および南アフリカランド(ZAR)である。GFSR の中で両国は米金融政策の正常化による影響を大きく受けると予測されており(図表 6)、また政治情勢の先行き不透明感が強いことも共通している。メキシコでは NAFTA 再交渉(3 月末日処)および大統領選挙(7 月)が予定されている。NAFTA 再交渉の妥結目処が立たず、大統領選で経済政策の転換を訴えるオブラドール氏が勝利するような展開になると MXN は急落する危険性が高い。南アフリカでは汚職疑惑が絶えないズマ大統領から改革派で知られるラムポーザ副大統領へ与党アフリカ民族同盟(ANC)議長の座が明け渡された。しかし、ズマ大統領が権勢を維持する展開になれば、ZAR は軟調推移に転じる公算が大きい。

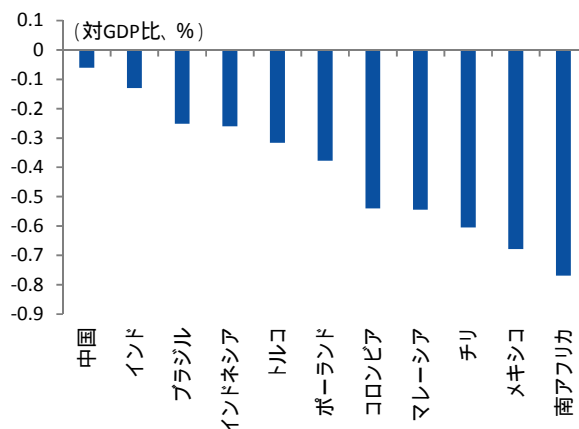
図表 5: VIX 指数と社債スプレッド(対国債利回り)



注: 投資適格社債の対象は BBB 格社債であり、利回り差はオプション価値調整後(OAS)の値。

出所: 米セントルイス連邦準備銀行、みずほ銀行

図表 6: 米金融政策正常化に伴う各国からの資金流出累計額



注: IMF が予測する 2017 年 10 月から 2018 年 12 年末までの累積流出額。

出所: IMF 国際金融安定報告(2017 年 10 月)、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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。