

2018 年 5 月 11 日

通貨ニュース

韓国:進む北朝鮮を巡る交渉、上がらない KRW

- 4 月 27 日に南北首脳会談が開催され、韓国の文大統領と北朝鮮の金正恩委員長は朝鮮半島の「完全な非核化」を目標とする板門店宣言に署名した。今後の焦点は米朝間の交渉に移るが、両国の意見の隔たりは大きく合意に至るには長い時間を要するだろう。
- 韓国ウォン(KRW)のインプライド・ボラティリティ(IV)は低下していることから、交渉の先行きに対する市場参加者の懸念は後退している模様だ。もっとも、通常であれば KRW は上昇しても不思議ではない状況だが、実際はレンジ内で上値重く推移している。
- 「質への逃避」の動きを背景に外国人投資家の債券投資フローは流入超が続いているが、新興国株式指数の下落に連れて株式投資フローが流出超となっていることが上値の重さに繋がっていると考え。株安の主因である米金利高が止まらない限り、KRW は冴えない値動きが続くだろう。

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

南北首脳会談が終了し今後は米朝交渉が焦点に

4 月 27 日に南北首脳会談が開催され、韓国の文大統領と北朝鮮の金正恩委員長は朝鮮半島の「完全な非核化」を目標とする板門店宣言に署名した。金氏は会談で米国が朝鮮戦争の終戦と北朝鮮への不可侵を約束するなら核は不要との立場を示したほか、北東部・豊溪里(ブンゲリ)の核実験場を 5 月中に閉鎖し専門家やメディアに公開することも示唆するなど、非核化に前向きな姿勢を見せた。

但し、「非核化」が核兵器の廃棄を指しているのか、それとも原子炉の停止や核開発全活動の公表まで踏み込んでいるのかについて具体的な言及はなく、今回の会談は北朝鮮が条件次第で核廃棄をする意志を確認するにとどまったと言える。

今後の焦点は米朝間の交渉に移るが、両国の溝は深い。北朝鮮は経済制裁緩和の進展に応じて「段階的な非核化」を要望する一方、トランプ米政権は次の大統領選が本格化する 2020 年夏までの早期かつ完全な非核化を希望と報じられている。米国の主張に従うのであれば、北朝鮮は国際原子力機関(IAEA)の査察を速やかに受け入れ核関連施設の全貌を明らかにする必要があるが、体制の保証を確実にしたい同国が査察をすんなりと受け入れるとは思えない。

こうした中、仲介役を買って出ている文大統領は、北朝鮮が求める米国による金体制の確実な保証を一旦飛びに実現するのは難しいと考え、まず米韓朝の 3 か国で朝鮮戦争の終戦宣言を目指すことで米朝の歩み寄りを図ろうとしている模様だ。5 月 22 日に米韓首脳会談が予定されており、ここで北朝鮮の核廃棄に向けた道筋について話し合われる可能性が高く、会合後には米国が 6 月 12 日開催の米朝首脳会談で求める要望についてヒントが示されるだろう。

KRW の冴えない値動きの主因は株式からの資金流出

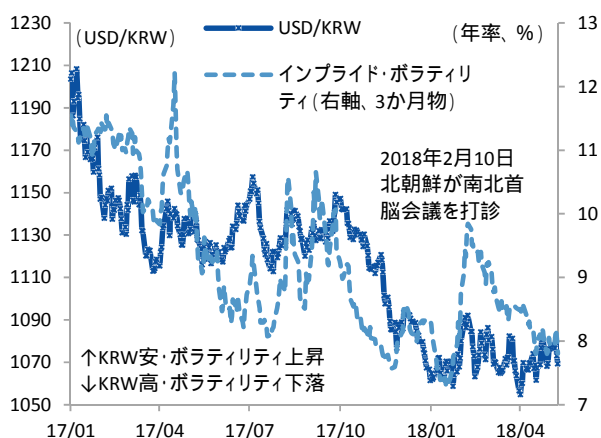
KRW のインプライド・ボラティリティ (IV) は、北朝鮮が南北首脳会談の開催を要請した 2 月 10 日から低下している (図表 1)。このことは、遅々としたペースながらも北朝鮮を巡る交渉が進展しているため、市場参加者間における KRW の先行きを懸念する向きが少ないことを示唆していると言えよう。通常であれば先行き不透明感の後退は KRW の上昇に繋がり易いが、実際は 2018 年初来のレンジ内でやや軟調に推移している。

韓国における外国人投資家の投資フローを見ると、債券は流入超が続いている (図表 2)。韓国の国債利回りは米国債より低い状況が続いているほか、高金利である他の新興国債券市場では外国人投資家からの流出超が続いているにも拘らず (図表 3)、韓国債券へ資金が流入する背景にあるのは恐らく「質への逃避」だ。債券の運用環境が厳しくなると、債券投資家はよりリスクの小さい債券へとアロケーションをシフトする傾向にある。韓国のソブリン格付けは新興国の中で非常に高く (S&P 基準で AA 格、フランスと同格付け)、また経常黒字国であるためドル高の流れとなっても高金利だが経常赤字国である他国の通貨と比べて為替差損が小さくなることが見込まれる。したがって、新興国債券内でよりリスクの低い韓国債券にファンドのアロケーションがシフトしていることが、債券への資金流入をもたらしていると推測される。

他方、株式からは流出超が目立っており、これが KRW の冴えない値動きに繋がっているとみられる。しかし、MSCI が算出する各国株式指数の株価収益率 (PER) において韓国は 10.4 倍と中国 (15.5 倍)、台湾 (13.7 倍)、日本 (13.7 倍) など他の東アジア諸国より低く割安感があるほか、韓国総合株価指数 (KOSPI) が 2 月初から緩やかに上昇していることに鑑みれば、外国人投資家が韓国株式への投資を積極的に手仕舞う理由は少ない。考えられるのは、新興国株式の代表的なベンチマークである MSCI 新興国株式指数の内、韓国は構成比率が 15.1%と中国 (29.9%) に次いで高く、同指数に連動して運用しているファンドの影響を受けている可能性がある。実際、韓国株式市場における外国人投資家の売買動向と MSCI 新興国株式指数との連動性は高く (図表 4)、ドル高・米金利上昇を背景とした同指数の低迷が韓国株式からの流出を引き起こした公算が大きい。

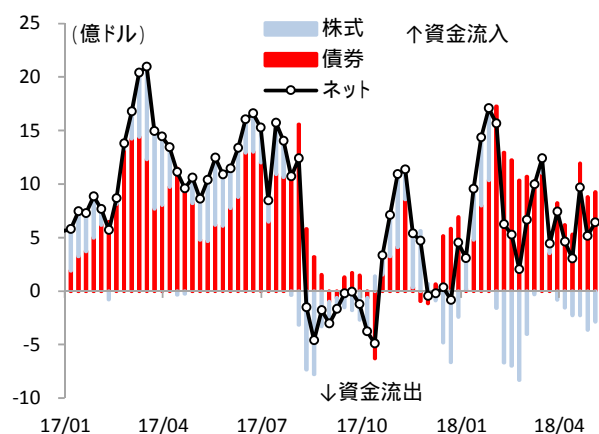
以上を踏まえると、北朝鮮を巡る先行き不透明感の後退とリスクの小さい韓国債券を選好する動きという好材料があったものの、市場のリスク選好度が低下し株式から資金流出したことで KRW は冴えない値動きになったと考えられる。2 月初に米長期金利上昇を背景に米株が急落したことに鑑みれば、FRB が緩やかな利上げ路線を維持する限り、グローバルなリスク選好度が大きく改善するとは見込みがたい。かかる状況下、韓国の大幅な経常黒字や「質への逃避」を背景とした債券投資フローの流入は引き続きサポート要因となるが、株式からの流出圧力は継続する可能性が高く、KRW は上値重い推移を予想する。

図表 1: KRW とインプライド・ボラティリティ(3 か月物)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

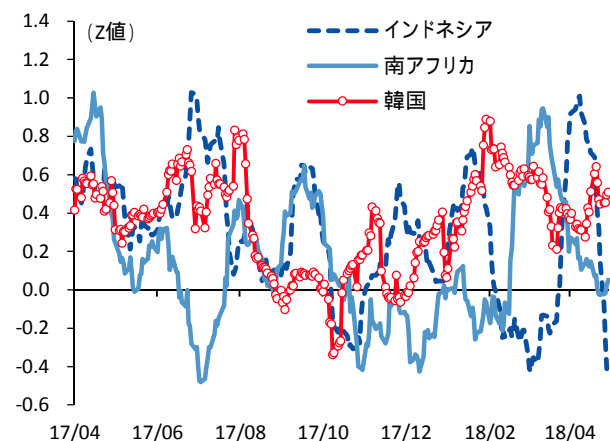
図表 2: 韓国における外国人投資家の売買動向(株式、債券)



注: 週次データ、4 週間移動平均。

出所: 韓国取引所、韓国金融監督院、ブルームバーグ、みずほ銀行

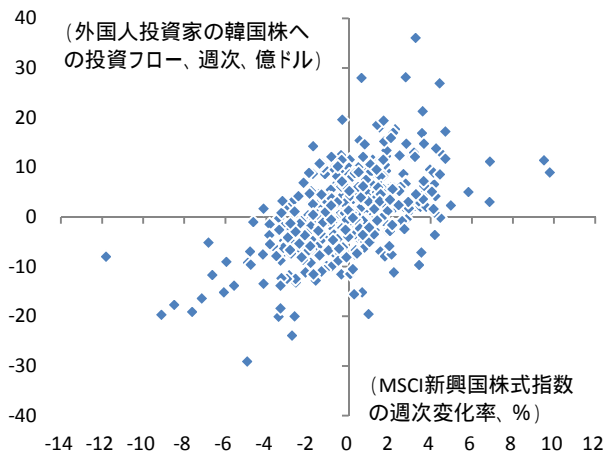
図表 3: 外国人債券投資家の売買動向(日次)



注: 高金利かつ日次で足許までの数値が確認できるインドネシア・南アフリカを対象として抽出。各国で資金流入額規模感が違うため 28 日移動平均からの乖離度合いを示す Z 値で比較した。

出所: インドネシア財務省、南アフリカ証券取引所、タイ債券市場協会、韓国金融監督院、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 外国人株式投資家フローと MSCI 新興国株式指数



注: 2010 年初からの週次データ。

出所: MSCI、ブルームバーグ、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。