

2018 年 5 月 23 日

通貨ニュース

苦境深まる新興国通貨の市況

- 5 月の新興国通貨は経常赤字国の通貨とそうでない通貨で下落率が大きく異なった。もっとも、通貨によってパフォーマンスに大きな差異が生じる傾向は FRB がバランスシート(B/S)縮小を開始した時点から見られている。
- 新興国経済の景気の勢いが先進国経済対比で見劣りする中、金融資産は歴史的な高値圏にあった。FRB の B/S 縮小をきっかけに投資家は慎重姿勢を強め、経常赤字国など下値不安が大きい国の金融市場から資金を撤退させていたことが、騰落率の差異に繋がったと考える。
- FRB が金融政策の正常化を堅持する限り、新興国通貨が全面安に陥る恐れは強い。とりわけ 7～9 月期以降は米国債増発に伴い米資金市場における流動性の逼迫が予見される中、そのリスクは増大していくと予想する。

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

通貨毎に下落率に大きな差

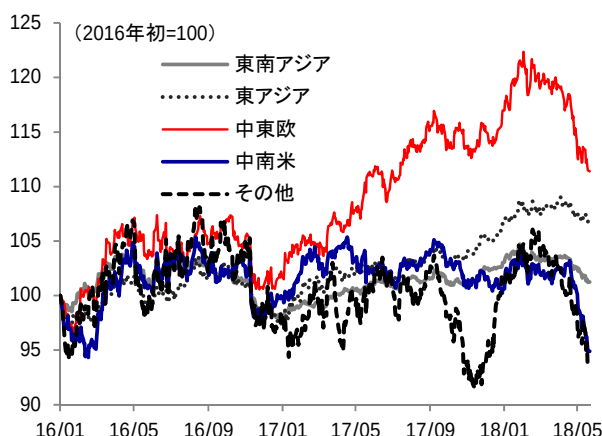
5 月の新興国通貨は軟調に推移し、アルゼンチンペソ(ARS)やトルコリラ(TRY)など経常赤字や政治リスクを抱える国の通貨が顕著に値を下げた。片や、韓国ウォン(KRW)や人民元(CNY)はじり安となっているが、年初来のレンジ内での値動きにとどまる通貨も多くあり、新興国通貨内でも優劣にはっきりと差が出る展開となっている。

こうした傾向は 2017 年後半から見られていた。地域別に新興国通貨の値動きを 2016 年から振り返ると、当初はどの地域も似たような値動きをしていた(図表 1)。しかし、2017 年後半からはアジアや中東欧の新興国通貨が堅調に推移する中、経常赤字幅が大きく、政治リスクが意識されていたその他地域(南アフリカ、トルコ)は値崩れする場面が目立つようになった。2018 年 2 月の下落局面では、その傾向がより強く出ている。

背景として、FRB の B/S 縮小開始(2017 年 10 月)を受けて、投資家が新興国の金融資産に対する慎重姿勢が強めたことが考えられる。B/S 縮小を開始する時点で、MSCI 新興国株式指数は 2014 年 9 月以来の高水準まで上昇し、新興国の社債スプレッド(対米国債)は 2007 年 8 月以来の低水準まで縮小するなど、新興国の金融資産は歴史的な高値水準にあった。片や、新興国経済は堅調を維持していたものの、勢いは主要な先進国と比べて見劣りしていた(図表 2)。

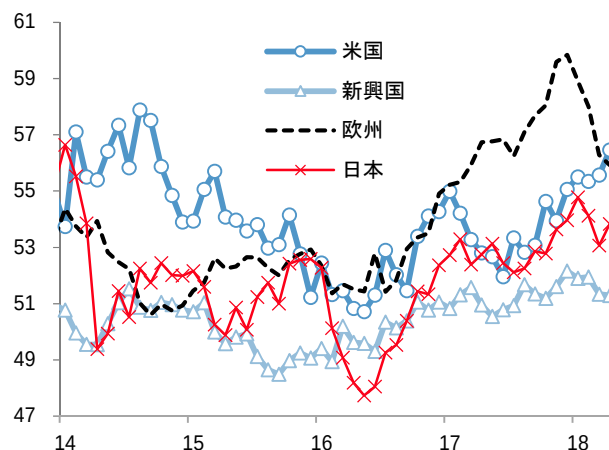
こうした中、新興国の金融資産価格の押し上げに貢献してきた FRB の B/S 政策が縮小へ転じるとなれば価格調整が起きる可能性が高いとの判断から、下落リスクが大きいと思われる国、具体的には経常赤字や政治不安を抱える国の金融資産から投資家は積極的に資金を撤退させていたと推察される。

図表 1:新興国通貨の推移(地域別、2016 年初～)



注:その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:製造業 PMI(日米欧および新興国)



出所:Markit、ブルームバーグ、みずほ銀行

7～9 月期以降に新興国通貨は総崩れになる恐れ

市況変動のきっかけとなった金融政策の正常化につき、FRB が継続を示唆している以上、新興国通貨の先行きについて明るい展望は描きたい。むしろ FRB の B/S 縮小が進み、米政策金利は上昇していくため、より下押し圧力が増す中で全面安の展開になる恐れがある。特に 7～9 月期は注意を要する時期になろう。

ドル資金市場における流動性の逼迫度合いを示す指標として Libor と OIS(翌日物金利スワップ)のスプレッド(金利差)がある。同スプレッドは 2018 年に入り急拡大したが(図表 3)、FRB が B/S 縮小開始する中で、米財務省が短期国債を増発したことにより、米資金市場の流動性が逼迫したことが主因と指摘されている。

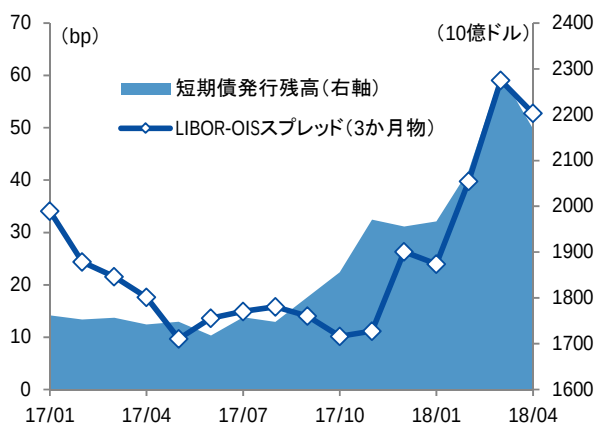
4 月からは納税期に入り、米財務省が短期を中心に国債発行額を 1～3 月期から大きく減らしたため、同スプレッドは縮小傾向にあるものの、7～9 月期以降は再び拡大していく公算が大きい。4 月 30 日に米財務省は最新の四半期ごとの調達計画を公表し、4～6 月期における市中からの調達金額は 750 億ドルとする一方、7～9 月期は 2730 億ドルと 3 倍以上に増えるとした(図表 4)。4 四半期移動平均でみると横ばいから増額に傾向が変わっているが、今後も同傾向は続く可能性が高い。

なぜなら、トランプ米政権が実行した減税策により、財政赤字が拡大していくためだ。米議会予算局(CBO)の試算に基づく、2018 年度(2017 年 10 月～2018 年 9 月)の財政赤字額は当初(2017 年 6 月時点)の▲5627 億ドルから▲8042 億ドルに拡大する見込みだ。同試算では 2025 年度まで財政赤字の拡大は続く予測されており、かかる状況下で米国債の増発が続くことは不可避となっている。米資金市場における流動性の逼迫度合いが強まる公算が大きい中、2018 年 2 月から下落しているものの、歴史的な高値圏にある新興国の金融資産に敢えて投資家が資金を振り分ける理由は少ないように思われる。

むしろ通貨安を受けて、アルゼンチンのように対外債務の支払いに支障をきたす国まで現れていることを踏まえれば、新興国の金融資産は分が悪い。2016 年以降の景気回復と輸入増加に伴い新興国の経常収支は悪化傾向にあり(図表 5)、また対外債務の増加など資金流出に対する耐性の弱まりが懸念される中、アルゼンチンと同じような状態に他の新興国も陥るとの警戒感が強まっていくと想定されるためだ。

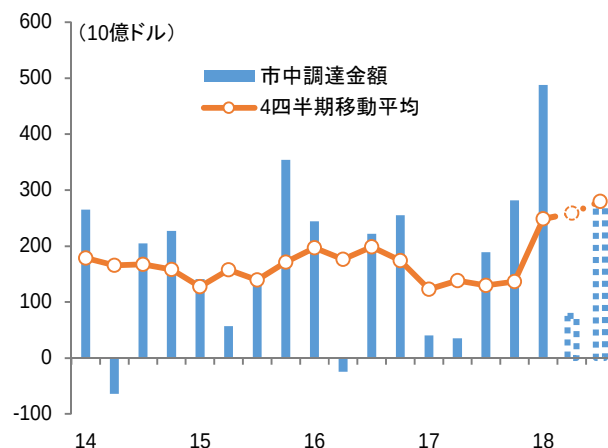
実際、ファンドの新興国に対する月次フローを確認すると、5 月は 17 日までの速報値ベースで 2016 年 12 月以来の流出超を記録している(図表 6)。IIF の先行研究によれば、ファンドのフローは MSCI 新興国株式指数、米投資適格社債スプレッド(対米国債)、FRB のバランスシート縮小/拡大ペースと並んで、過去のフロー動向が影響を及ぼすと分析されている。つまり、FRB の金融政策も市況も変わらなかった場合、フローが資金流出に一旦転じると流出が続きやすい傾向にあることを示唆している。こうしたフロー特性も踏まえれば、新興国通貨の先行きは厳しいものになると考える。

図表 3: Libor-OIS スプレッドおよび米短期国債発行残高



出所: ICE、米財務省、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 米国の市中調達金額



注: 2018 年 4~9 月期は予測値。

出所: 米財務省、みずほ銀行

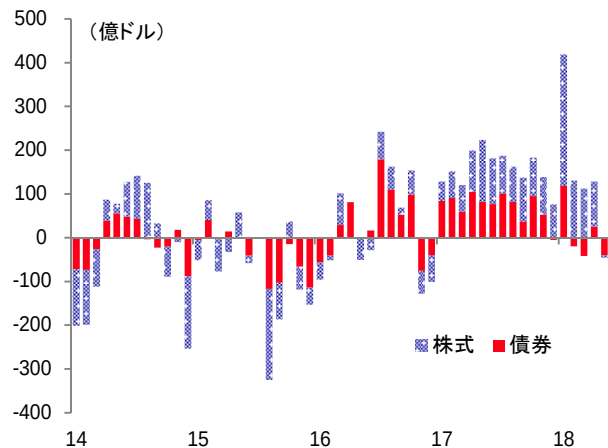
図表 5: 主要新興国(除く中国)の経常収支(対名目 GDP)



注: 4 四半期移動平均。2017 年 12 月末のデータ。データ集計の対象国はインド、インドネシア、韓国、台湾、マレーシア、タイ、フィリピン、メキシコ、ロシア、南アフリカ、トルコ、ブラジル。

出所: 各国統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: ファンドの新興国に対する資金フロー



注: 2018 年 4、5 月は速報値。

出所: EPFR Global、みずほ銀行

¹IIF Working Papers 「Fed Policy Expectations and Portfolio Flows to Emerging Markets」(2014 年 5 月)

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。