

みずほマーケット・トピック(2018年5月8日)

米金利上昇の余波を受ける新興国について

もっぱら「FRB 利上げ→米金利上昇→ドル高」というこれまで想定されたが機能してこなかった経路が復活したという見方が勢いを得ているが、話はそう楽観的ではない。ドル需要のひっ迫は新興・資源国通貨の大幅下落に繋がり、当該国の資産市場に混乱をもたらす。米金利が上がる局面では何度も繰り返されてきた古典的動きだが、今回も一部で不穏な動きが出ている。足許で話題を集めるアルゼンチン騒動から何を読み取り、教訓とすべきか。読み取るべきはそもそもゴルディロック状態と持て囃された昨年来の相場が異常だったということ、今後の教訓とすべきは市場が類例を探し始めるリスクがあるということだろう。本欄のメインシナリオではFRBの正常化プロセスが米実体経済の減速を招き頓挫することを前提としているが、「カネ余り」を前提とした資産価格(その好例がアルゼンチン100年債)に支えられていた新興・資源国の動揺がFRBの政策運営の障害となる可能性も視野に入れる必要がある。

～鮮明になるユーロ圏経済のピークアウト～

昨日の為替市場は小動きであったが、欧州では不安な兆候も見えて取れた。昨晚公表されたドイツ3月製造業受注が前月比▲0.9%と増加の市場予想(同+0.5%)と対照的な結果となったことでユーロ売りが優勢となり、対ドルでは一時1.1897と年初来安値をつけている。今年に入ってからユーロ圏経済のピークアウトは鮮明であり、4月のECB政策理事会もその懸念を言明していた¹。ちなみにドイツに関して言えば、過去1年のユーロ高を受けて輸出が急減していることも4月に注目された(4月公表の2月輸出は前月比▲3.2%と2年半ぶりの大幅減)。大黒柱である同国がこの調子で金融政策の正常化など可能なのかという懸念は当然ある。過去最大まで積み上がったユーロ買いポジションも重石と考えられる中、当面のユーロ相場は軟調を強いられそうである。

～政策金利40%。苦渋の決断～

ところで、ドル/円相場は110円で達成感が出つつあるとはいえ、109円前後で堅調に推移している。もっぱら「FRB 利上げ→米金利上昇→ドル高」というこれまで想定されたが機能してこなかった経路が復活したという見方が勢いを得ているが、話はそう楽観的ではあるまい。ドル需要のひっ迫は円やユーロといった主要通貨の下落に繋がるが、それ以上に新興・資源国通貨の大幅下落をもたらす。より厳密には通貨安経由でそうした国々の資産市場が混乱することに繋がる。米金利が上がる局面では何度も繰り返されてきた古典的動きだが、今回も一部で不穏な動きが出ている。

日本の連休中、最も話題となったのが5月4日に緊急大幅利上げに踏み切ったアルゼンチンである。同日にアルゼンチン中央銀行は政策金利である7日物レポ金利を6.75%ポイント引き上げ、年40%にすることを決定した。利上げは8日間で3度目となり、この間の利上げ幅は12.75%ポイ

¹ 詳しくは本欄2018年4月27日号『ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～』をご参照下さい。

ントに及んでいる。米金利上昇に応じた「米国への資本流入(ドル高)」の裏には「他国からの資本流出(他国の通貨安)」があるわけだが、後述するように、この局面では対外経済部門に脆弱性を抱える国から順に為替相場が押し下げられやすくなる。極めて教科書通りの動きだが、軽視できない事実である。これまでアルゼンチン中銀は通貨防衛の手段として為替介入で対応してきたが、これでは間に合わず金利面での対応も余儀なくされ始めている状況である。通貨安防衛のための利上げにより实体经济へのダメージは必至だが、まずはインフレを抑制しなければドル建て資産への流出が際限なく続いてしまうことから、苦渋の決断に至ったというのが実情と推測される。

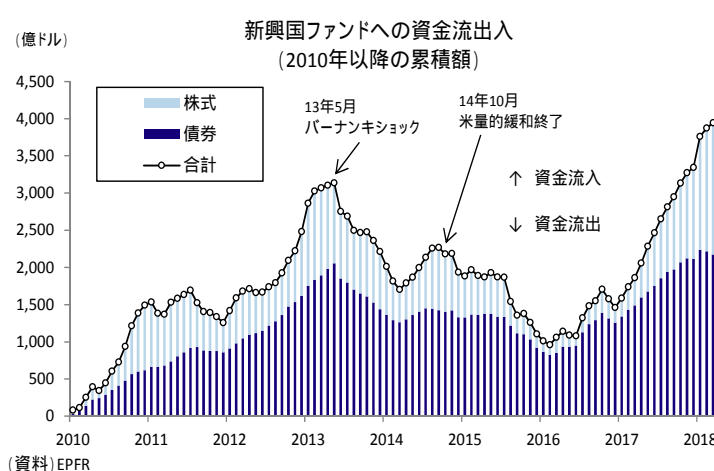
～ 滲み出る焦燥感 ～

過去 2 週間のアルゼンチン中銀の挙動からは焦燥感が滲み出ている。まず 4 月 24 日、アルゼンチン中銀は政策金利を 27.25% に据え置くことを決定した。この際の声明文では「4 月のコアインフレ率は高水準にとどまるものの、前月の水準は下回ることが指標で示されている」と指摘され、5 月以降、物価は低下するとの見方が示された。アルゼンチンペソ相場に関しては介入により今後数か月で相場は落ち着くとの見方が示されており、この時点でペソ安は制御可能だと思われていた節がある。しかし、その 3 日後となる 4 月 27 日、アルゼンチン中銀は 3% ポイントの緊急利上げを執行し、政策金利を 30.25% とした。その後の 5 月 3 日にも 3% ポイントの利上げを行い、さらに翌日(4 日)にも 6.75% ポイントと大胆な利上げに踏み切っている。文字通り形振り構わない通貨安防衛であり、アルゼンチンペソ相場に関し、当局の想定した以上の売り圧力が発生していることは明らかである。米国内の経済・物価情勢に応じて FRB が淡々と利上げとバランスシート縮小を進める余波がこうした形で顕現化していることは、後述するように、幾つかの新興国にとって他人事ではない。

～ 「カネ余り」が支えたイールドハント～

こうしたアルゼンチン騒動から何を読み取り、教訓とすべきか。読み取るべきは そもそもゴールドロック状態と持て囃された昨年来の相場が異常だったということ、今後の教訓とすべきは 市場が類例を探し始めるリスクがあるということだろうか。当然、見通し上は の論点が重要になる。

まず に関しては、2017 年 6 月 19 日、アルゼンチン政府は非投資適格等級の国債としては初となる 100 年債を発行して話題となったことが思い返される。「カネ余りがなせる起債」と揶揄されたこの動きは、アルゼンチン騒動の予兆として見るべきものだったのだろう。過剰な金融緩和が新興・資源国にとって分不相応な資金調達環境に繋がっていたことは計数からも確認できる。右図に示されるように、FRB が年 3 回の利上げを敢行した



2017 年も新興国市場への資金流入は継続し、10 月には 2010 年以降の累積額で見ればバナナショック(2013 年 5 年)以前の水準まで回復、その後も旺盛な資金流入が続いてきた。新興・資源

国のファンダメンタルズが良好であったことも一因だろうが、良好な世界経済に対して過剰な緩和状態が維持され、「カネ余り」がイールドハントの動きを助長していたという面もあるのだろう。「カネ余り」という言葉の定義は得てして曖昧だが、一般的にはベースマネー(BM)の多寡を意識している面が大きそうである。この点、FRB がバランスシート縮小に着手している以上、ドルの BM の絶対額は漸減するので「カネ余り」度合いも必然的に小さくなる。利上げだけではBMという意味での「カネ余り」度合いは変わらないので、この点が昨秋から足許にかけての大きな変化と言える。

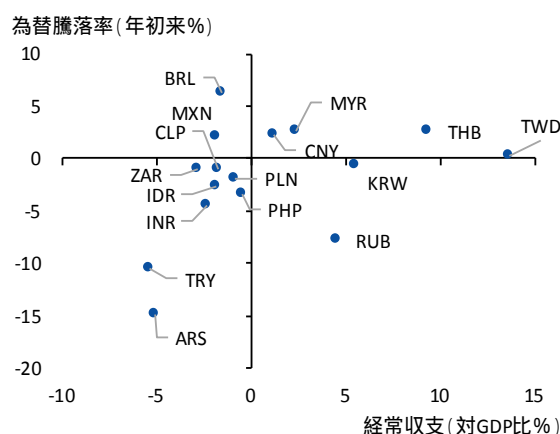
上述したような新興国への旺盛な資本流入が「カネ余り」という名の過剰な BM に支えられていたのだとすれば、今後、アルゼンチンと同じようなことが各地で起きる可能性は否定できない。それがどの程度の震度なのかは別の問題だが、FRB が正常化プロセスを続ける限り、注目の論点である。安全なドル建て資産の投資妙味が増す中で、わざわざリスクの高い新興国通貨建ての資産に投資する誘因は大きくない。これまでの反動として足の速い投資家から順に流出に転じる懸念はある。

～FRB の政策軌道を邪魔するもの～

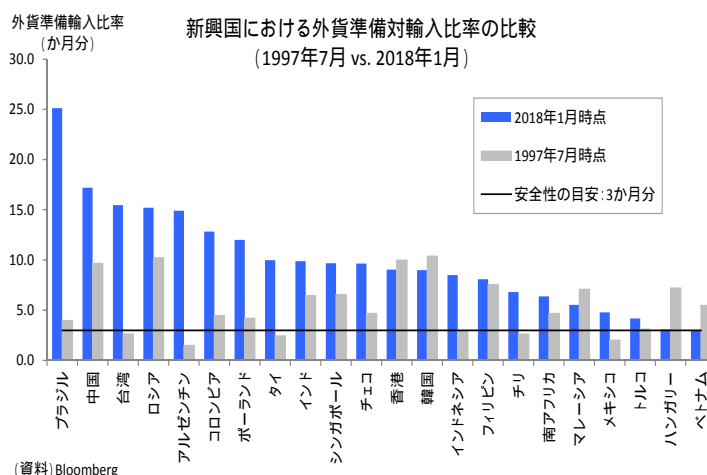
アルゼンチン騒動を端緒として市場が類例を探し始めるとしたら、どこに注目すべきか。この点はセオリー通り、対外経済部門の脆弱性に着目することになる。実際、年初来の新興国通貨市場を見ると、経常赤字国通貨の下落が目立ち、経常黒字国通貨はこの局面でも持ち堪えていることが分かる(図)。対外経済部門に脆弱性を抱える通貨から順に大きく下落しやすいとすれば、アルゼンチン、トルコリラ、インドネシア、南アランド、インドルピー、インドネシアルピアといった新興国通貨に焦点が当たりやすいが、やはりこうした通貨の年初来での動きは軟調である。ちなみに、経常赤字にもかかわらず年初来で堅調推移しているブラジルレアルやメキシコペソなどは往々にして「これまで下がり過ぎた」か、たまたま「政治的な支援材料があった」かであり、本質的な危うさが払拭できるものではない。

より厳密に絞り込むとすれば、上図の中の左半分にある通貨(経常赤字通貨)の中で外貨準備が手薄な通貨が特に狙われやすいということになる。この点はメキシコペソやトルコリラなどが該当するので、これら2通貨の脆弱性は今後も要注意と言えよう(右図)。とはいえ、「外貨準備があるから狙われない」という話にはならないことには注意が必要である。今回は潤沢な外貨準備を持つアルゼンチンペソが急落しているし、極

新興国の経常収支と為替相場



(資料) IMF, Bloomberg 経常収支は18年見通し、為替は5月初めまでの年初来



(資料) Bloomberg

端な話、2015 年 8 月には世界最大の外貨準備を持つ中国が通貨防衛に回ったことが思い返される。あくまで外貨準備は「危機の備え」であり、危機そのものの到来を防止するものではない。極論すれば、外貨準備を使った通貨防衛(自国通貨買い・外貨売り介入)は無限に続けられずいつか力尽きるのだから、当然だろう。アルゼンチンが今回大幅利上げに踏み切ったのは、外貨準備だけの通貨防衛ではいつか消耗戦に追い込まれかねないという判断があったからと考えられる。

本欄のメインシナリオでは FRB の正常化プロセスが米実体経済の減速を招き頓挫することを前提としているが、「カネ余り」を前提とした資産価格(その好例がアルゼンチン 100 年債)に支えられていた新興・資源国の動揺が FRB の政策運営の障害となる可能性も当然視野に入れる必要はある。要するに、米国内・外のどちらの状況が政策運営の軌道に影響するかという話だが、今般のアルゼンチン騒動は国外に係るリスクも今後無視できないという点を浮き彫りにしたように感じられる。世界の資本コストを規定する米金利の上昇を、単純に内外金利差拡大と円売りの観点からだけで解釈すべきではなく、その余波を丁寧に整理し、理解する姿勢を持ちたいところである。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振らされるべからず～
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)
2018年4月12日	続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析～金利差の観点から～
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド～新たな懸念～
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検～安直な円安予想の終わり～
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて～名実共に「引き締め」局面へ～)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか？～関係筋発言を受けて～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状～気まずい「円」の立ち位置～)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足をを受けて～ポスト・メルケル時代～
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか？
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～現状追認とポスト・ドラギの胎動～)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし～標的になりやすい円～
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー～APP「規模」拡大を排除か？～
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか？
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて～今だから出来るチャレンジ～
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場～円高見通しの確度は高まるばかり～)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検～円高リスクとしての米金利上昇～
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方～今後への含意など～
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30～31日開催分)～試される胆力～
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか？～不穏な「第二段階」のスタート～)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感～円高はまだ始まったばかり～
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境～4年ぶりの円買い超過に～
2018年2月13日	黒田総裁続投について～「戦術」よりも「戦略」の修正を～
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」～米金利は頭打ちか、それとも続伸か～)
2018年2月1日	FOMCを受けて～パウエル新体制を待つ「茨の道」～
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検～危うい米通貨・通商政策～
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方～通貨高けん制が効かない理由～
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～消化試合の様相～
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて～米国一本足打法～
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る～「カーブフラット化と株価急騰」～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー～タカ派傾斜は心配無用～
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～最後の展望レポート～
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか？
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場～議事要旨の強気を受けて・・・～)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか？
2018年1月9日	米12月雇用統計～改善が極まりつつある米経済指標～
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)～ユーロ比率は明確に反転～)
2018年1月4日	2018年の勘所～概観、注目イベント、キーワード～
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感～株価vs. 経済成長～
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検～米減税はドル買いとならず～
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～早くも問われるAPP再延長問題～)
2017年12月14日	FOMCを受けて～パウエル議長を待つ「レールの終点」～
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか？～遅くとも19年～
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境～「わじれ」構造は健在～)
2017年12月7日	株高の真因を考える～「付加価値の取り分」という視点～
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)