

2017年8月18日

The Emerging Markets Weekly

北朝鮮リスクの払拭は困難

新興国市場: 今週の新興国通貨はまちまちな展開。週初、北朝鮮情勢に対する懸念が和らいだことや、米金利の上昇を受けドルが堅調に推移する中、新興国通貨は地政学的リスクの後退を背景に小幅な値動きとなった。15日に発表された米7月小売売上高と米8月ニューヨーク連銀製造業景気指数が市場予想を上回ったことからドル買いが優勢になると、新興国通貨は上値重く推移。16日に発表されたFOMC議事要旨(7月25~26日開催分)では数名がここ最近のインフレの低下を懸念しており、インフレ見通しの先行き不透明感が増したとの見方を示したためハト派寄りとなり市場では受け止められ、ドルは下げ足を速め、新興国通貨は堅調な動きとなった。17日には、発表されたECB政策議事要旨(7月19~20日開催分)においてユーロ高への懸念が示されたことを受け対ユーロでドルは上昇。米国家経済会議(NEC)のコーン委員長が辞任するとの報道(後にホワイトハウス当局者が否定)に加え、バルセロナで起きたテロを背景にドルは下落したが、新興国通貨の大半は狭いレンジでの動きとなった。

アジア: フィリピン中央銀行(BSP)のエスペニラ総裁は13日、米国と北朝鮮間の緊張感の高まりを受け下落したPHPに関して、経済のファンダメンタルズは強固であるため急落は見込まないと発言した。またBSPは市場安定化のために高水準の外貨準備を活用できると述べるも、PHPは続落し16日に11年ぶりの安値である51.60をつけた。17日に発表された4~6月期GDPが前年比+6.5%と1~3月期(同+6.4%)から加速したことで、売り圧力は和らぐも安値圏での値動きが続いている。14日に発表された中国7月小売売上高/固定資産投資/鉱工業生産は全て市場予想を下回る結果となったが、CNYへの影響は限定的だった。タイ中央銀行(BOT)は16日に開催した金融政策委員会(MPC)で市場予想通り政策金利の据え置きを決定した。声明文では引き続きTHB高への懸念を示している。

中東欧・アフリカ: 先週金曜日(11日)に大手格付け会社による南アフリカの格付け見直しが見送られたことを受けてZARは上昇した。また、政治的不透明感が後退したことや、護民官が南アフリカ中央銀行(SARB)に物価・通貨の安定より経済成長を優先するよう求めている問題で、同国の裁判所が護民官の提案を退けたこともZARを下支えした。

ラテンアメリカ: 北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉が16日から始まった。メキシコのグアハルド経済相は「3か国の共通利益を見出すのは難しいかもしれない」と述べ、協議は難航する可能性があるとの見方を示した。実際に協議が難航すれば、再びMXNの重石になると市場では懸念されている。

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

マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

市場概観

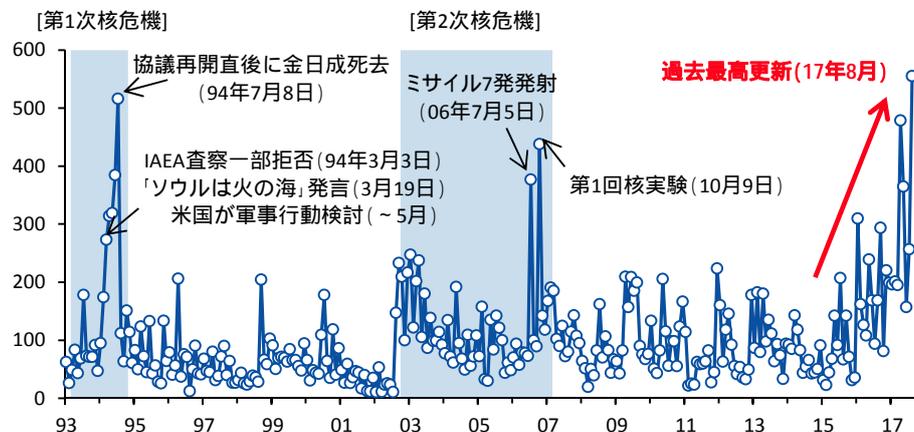
北朝鮮リスクの払拭は困難

マーケット・エコノミスト
多田出 健太
03-3242-7065
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

トランプ米大統領は先週8日、北朝鮮は米国への脅迫行為を続けるべきではないと明言し、さもなければ「世界が未だ目にしたことのないような炎と怒りに直面するだろう」と述べ、軍事攻撃を排除しないことを仄めかした。これに対し、北朝鮮は米国領土であるグアムに向けたミサイル発射計画を検討していると応酬し、金融市場では北朝鮮が米国と軍事衝突するリスクに対する緊張感が高まった。今週に入ってから、米バージニア州におけるデモ隊への乗用車突入事件によって市場の目が北朝鮮情勢から逸れたこともあるが、北朝鮮リスクへの警戒感はやや後退している。

もっとも、マティス米国防長官とティラーソン米 국무長官が連名による寄稿で「米朝関係は朝鮮戦争以来で最も緊迫した状態」と評したように、北朝鮮情勢を巡っては予断を許さない状態が続いている。実際、みずほ総合研究所が北朝鮮情勢に関してリスクがどの程度高まっているかを数量的に評価するために作成した「北朝鮮リスク指数」は過去最高を更新している¹。北朝鮮リスク指数は、北朝鮮による挑発行動が活発化し始めた2016年頃から上昇傾向となり、今春から北朝鮮が立て続けにミサイル発射実験を繰り返すようになると、第2次核危機のピークを超えて、第1次核危機のピークに迫った。そして今月、上述したように米朝間の緊張が高まる中で遂に過去最高を更新する状況に至っている。

図表 1:北朝鮮リスク指数



注: 「北朝鮮」という用語を含み、かつ 「安全保障」または「核」または「ミサイル」という用語を含み、かつ 「不透明」または「不確実」または「リスク」という用語を含む、という条件に該当する記事件数を集計。集計対象は朝日、産経、日経、毎日、読売。記事件数を標準化した上で、長期平均が 100 となるように指数化。

出所: みずほ総合研究所

¹ 徳田秀信(2017)「北朝鮮リスクは日本経済にどの程度影響するかー北朝鮮リスクは長期化。暴発リスクのコントロールが鍵」(みずほ総合研究所『みずほレポート』、2017年4月26日)

過去を振り返ると、北朝鮮リスクが金融市場に与える影響は限定的であり、さらにその影響は徐々に希薄化してきた。北朝鮮問題はかなり前から緊張と緩和を繰り返しており、最終的には軍事衝突を回避してきたという経緯があるためだ。北朝鮮が核実験やミサイル発射実験を進めたとしても、軍事衝突にまで発展しない限りは、市場に与える影響は軽微にとどまる。したがって、市場の先行きを考えるに際しては、北朝鮮情勢が軍事行動に発展する可能性がどの程度あるのかが重要となる。

結論から言えば、その可能性は現時点ではほとんどない。まず、米国が北朝鮮に先制攻撃を行うケースは、北朝鮮の反撃力を踏まえれば考え難い。北朝鮮は「スカッド」や「ノドン」といった韓国や日本を射程に収める弾道ミサイルを多数保有しているとされる。北朝鮮はかねてから「ソウルを火の海にする」と発言しているが、トランプ政権としては日本や韓国を犠牲にするようなリスクを冒せないため、米国の先制攻撃の可能性は極めて低い。他方、北朝鮮としても現時点では米国に打撃を与える能力はほとんど有しておらず、勝ち目のない軍事衝突に突き進むことはないだろう。

実際、既に軍事衝突を回避する方向で事態は進展している。米国側は、マティス米国防長官とティラーソン米務長官が14日付けの米ウォール・ストリート・ジャーナル紙に連名で寄稿している。寄稿では「米国は北朝鮮と交渉することをいとわない。しかしこれまでの交渉で同国は不誠実な対応を見せ、国際的な合意に繰り返し違反し続けてきた。その長い歴史を踏まえると、北朝鮮政府は誠意を持って交渉を進める態度を示さなければならない。挑発的な脅しや核実験、ミサイル発射、その他の兵器の実験を即時に停止することがその意思表示になる」とし、対話の条件を提示している。北朝鮮側は、翌15日に金正恩朝鮮労働党委員長が米領グアムへのミサイル攻撃を見合わせると決めたと北朝鮮の国営メディアが報じている。

もともと、問題はより複雑である。まず、北朝鮮が米国の要求に応じて、核開発を放棄する可能性は低い。北朝鮮は、強大な敵国である米国に攻め滅ぼされないためには、決定的な対米抑止力、つまり対抗策として米国本土に届く核ミサイルを保有することが重要と考えているからである。このまま手をこまねいていけば、北朝鮮は早晩、核弾頭を積んだ大陸間弾道ミサイル(ICBM)を実戦配備することは間違いない。実際、数年以内には小型化された核弾頭を搭載し、米国本土に到達するICBMが完成するとの見方もある。北朝鮮が米国本土を射程に収める核ミサイルの保有を認めないのであれば、このままではいずれ米軍による北朝鮮攻撃が現実化する可能性がある。トランプ大統領の判断次第ではあるが、時間の経過とともに北朝鮮の軍事力は増すため、手を打つなら早い方が良いということになる。これは金融市場にとってテールリスクとして残り続けるが、現実的には北朝鮮の核の脅威をどのように抑制するかという方向に向かうのだろう。但し、その先には、北朝鮮のICBMが米国を射程に収めた時に、果たして米国は北朝鮮に対抗して韓国や日本を防衛できるかという問題が浮かんできてくることになる。

中国

経済指標は軟化も金融引き締めは継続か

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

14日に中国の主要経済指標が発表され軒並み冴えない結果となった。7月鉱工業生産指数は前年比+6.4%と6月(同+7.6%)から減速し、2016年12月以来となる低い伸びとなった。1961年以来と言われる全国的な猛暑が電力・ガス・水道(6月:同+7.3%→7月:同+9.8%)を大幅に加速させるも、鉱業や製造業を下押しした。また、統計局は一部のセクターで設備のメンテナンスがあったことも鉱工業生産の減速に繋がったと述べている。

7月小売売上高は前年比+10.4%と6月(同+11.0%)から伸び幅が縮小した。小売売上高に占める比重が大きい自動車販売やオンライン販売は堅調な伸びとなった。しかし、大手携帯電話会社の販促キャンペーン終了を背景に通信機器(6月:同+18.5%→7月:同+7.9%)が大幅に減速したことが、小売全体の加速ペース鈍化に繋がった。

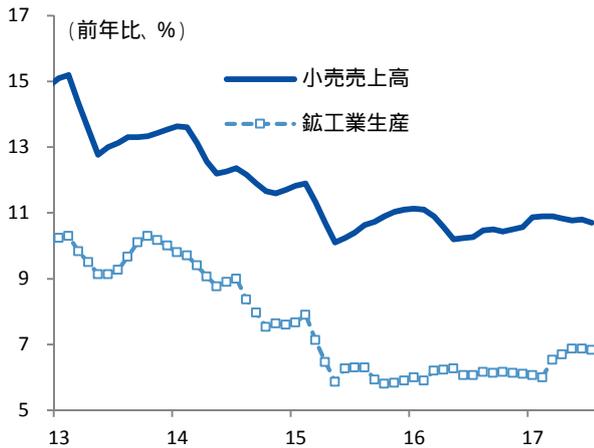
1~7月期の固定資産投資は前年同期比+8.3%と1~6月期(同+8.6%)から減速した。インフラ投資(同+21.1%→同+20.9%)の伸び幅が縮小し、不動産投資が同+7.9%と3か月連続で減速したことが全体を下押しした。企業分類別にみると民間企業の投資が同+6.9%と減速したほか、公共事業の直接的な恩恵を受ける国営企業の投資が同+11.7%と3か月連続で伸び幅が縮小し、1~7月期では2005年以来の低い伸びとなった。

鉱工業生産や小売売上高の減速は一時的な要因によるところが大きく、8月以降はそれまでの緩やかな伸びが維持される見込みだ(図表2)。一方、固定資産投資は不動産投資を中心に金融引き締め策による影響が徐々に顕在化しており、減速傾向が続く公算が大きい(図表3)。

中国経済は年初のような力強さを失いつつあるが、中国人民銀行(PBoC)が金融政策スタンスを変更する可能性は小さい。中国政府は「金融リスクの防止」を2017年の重点政策に挙げたが、シャドーバンキングが関係する資金は増大し続けている(図表4)。こうした状況を受けて、7月14~15日に開催された全国金融工作会議では、習近平国家主席が国務院に金融安定発展委員会の新設を発表し、監視体制の強化を図った。かかる状況下、PBoCは景気軟化よりもシャドーバンキングの問題を重視し、引き締めの金融政策を維持するだろう。

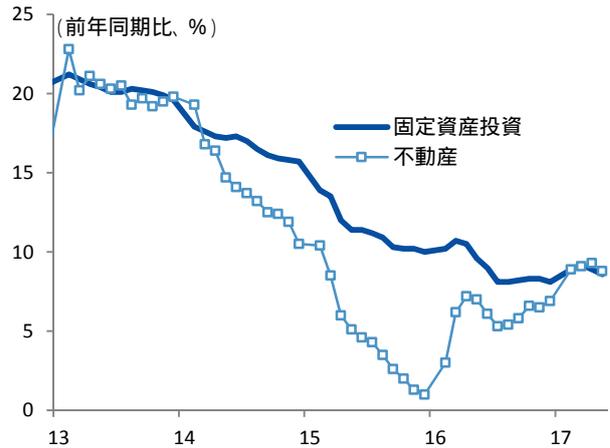
なお、5月26日に基準値算出における新たな判断基準として発表された「逆周期因子」に関して、8月11日に公表された「貨幣政策執行報告(2017年4~6月期)」でPBoCは詳細を発表した。同報告書によれば、前日における人民元の通貨バスケットの動きからUSDCNYの変化幅を推計し、実際の値動き(前日における基準値とCNYの終値の差)との差分を「逆周期因子」としている。主旨は為替市場全体の動きに基準値が沿うようにするものであり、ドル安が進むも基準値が横ばい推移となった今年の5月のような値動きは今後少なくなる見込みだ(図表5)。

図表 2: 鉱工業生産と小売売上高



注: 3 か月移動平均。
出所: 中国国家統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 固定資産投資(全体、不動産)



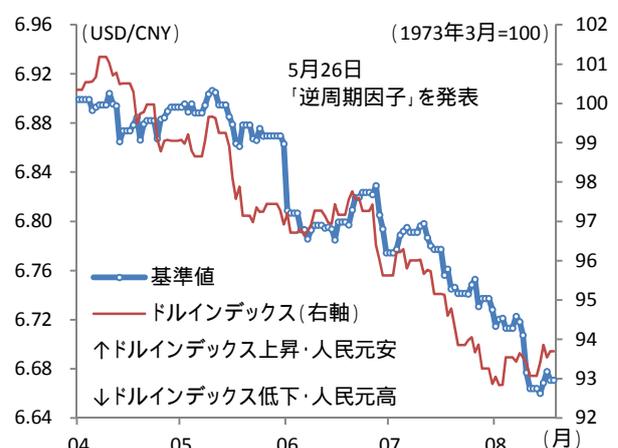
出所: 中国国家統計局、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: シャドーバンキングが関係する資金



注: 社会融資総残高の内、委託貸出、信託貸出、銀行引受手形を合計したもの。
出所: 中国人民銀行、ブルームバーグ、みずほ銀行

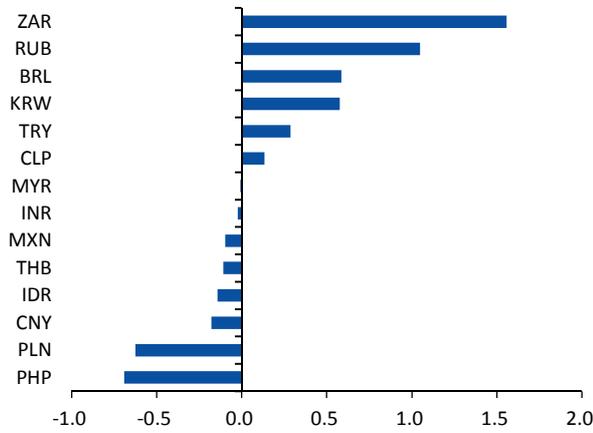
図表 5: USDCNY 基準値とドルインデックス



注: 8月18日基準。
出所: 中国人民銀行、ICE、ブルームバーグ、みずほ銀行

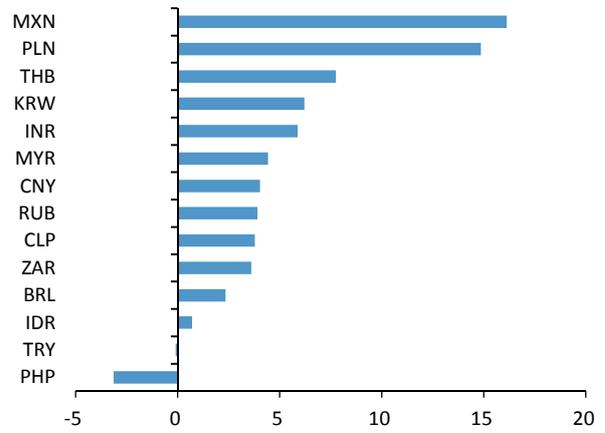
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



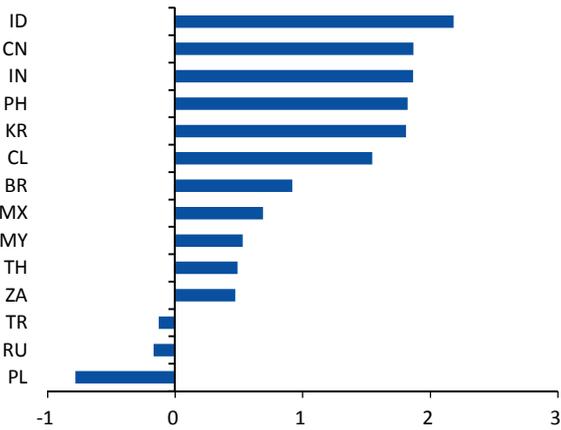
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



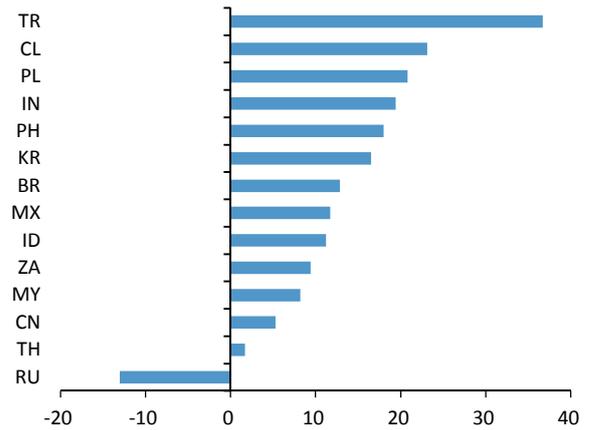
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



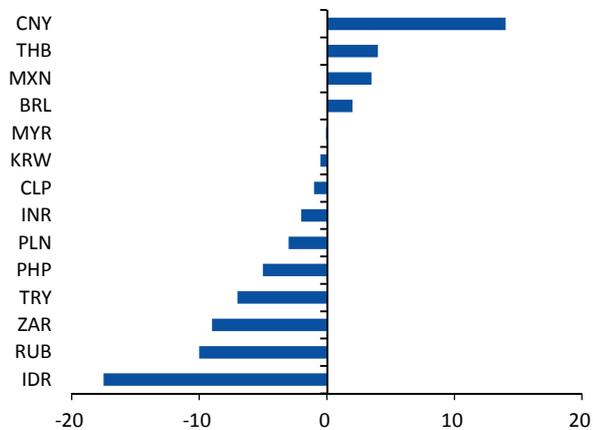
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



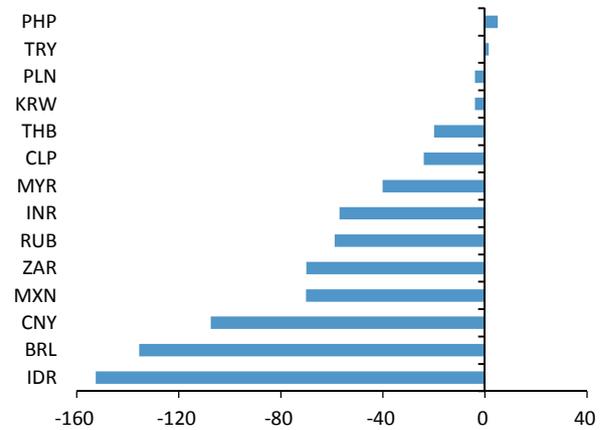
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

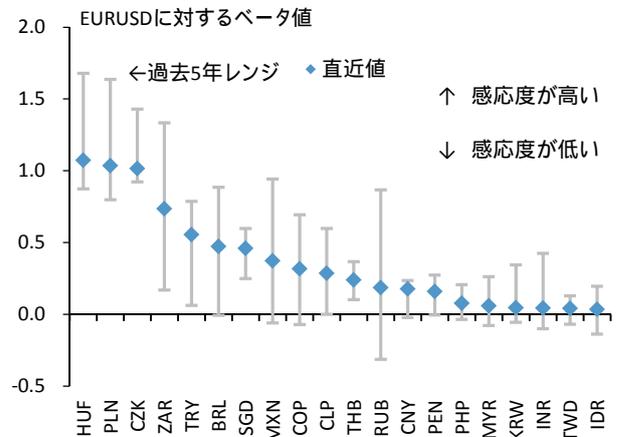
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



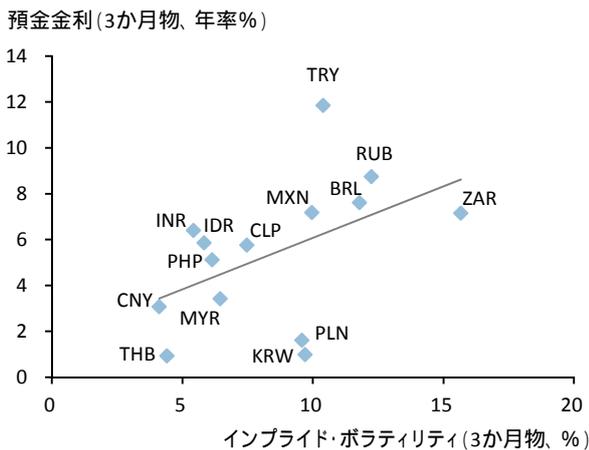
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



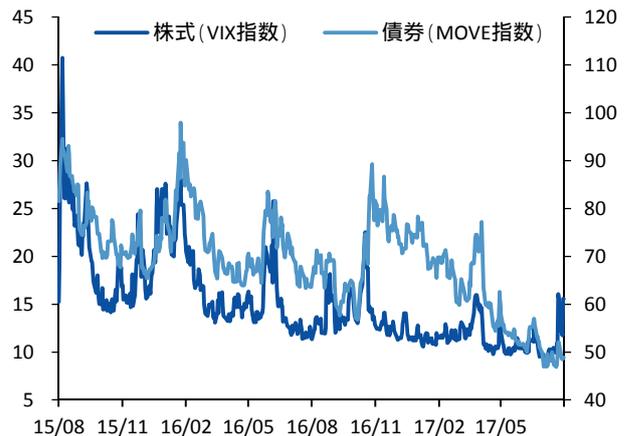
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



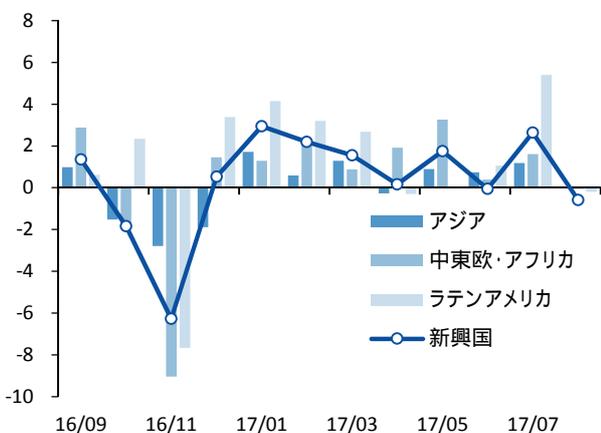
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



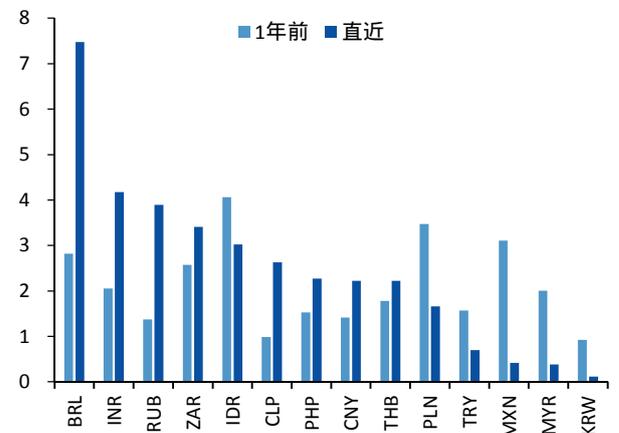
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス(%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

実質金利(10年物国債金利 - 消費者物価上昇率, %)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国経済カレンダー

日付	国	経済指標・イベント	市場予想	発表値	前回値	修正値
エマージングアジア						
8月14日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	10.8%	10.4%	11.0%	--
14日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	7.1%	6.4%	7.6%	--
14日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	1.4%	1.9%	0.9%	--
14日 (月)	インド	消費者物価指数(前年比)	2.1%	2.4%	1.5%	1.5%
14日 (月)	インド	輸出(前年比)	--	3.9%	4.4%	--
14日 (月)	インド	輸入(前年比)	--	15.4%	19.0%	--
15日 (火)	インドネシア	貿易収支	\$1125m	-\$271m	\$1631m	\$1664m
15日 (火)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.1%	5.7%	5.5%	--
15日 (火)	中国	マネ・サツライM2(前年比)	9.5%	9.2%	9.4%	--
15日 (火)	中国	新規貸出(人民元)	800.0b	825.5b	1540.0b	--
16日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
17日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	9.1%	8.5%	8.2%	8.8%
17日 (木)	フィリピン	GDP(前年比)	6.4%	6.5%	6.4%	--
18-31日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	--	-90.9b	--
18日 (金)	マレーシア	GDP(前年比)	5.4%	--	5.6%	--
18日 (金)	タイ	外貨準備高	--	--	\$190.9b	--
18日 (金)	台湾	GDP(前年比)	2.1%	--	2.1%	--
18日 (金)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$569m	--
21日 (月)	韓国	PPI(前年比)	--	--	2.8%	--
21日 (月)	タイ	GDP(前年比)	3.4%	--	3.3%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	13.0%	--
22-28日	タイ	貿易収支(通関パス)	--	--	\$1917m	--
23日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	--	--	3.6%	--
23日 (水)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.5%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	3.3%	--	3.1%	--
23日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラスB	--	--	53711	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	--	--	13.1%	--
中東欧・アフリカ						
8月15日 (火)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.3%	1.1%	3.5%	--
16日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	2.4%	2.9%	1.7%	1.6%
17日 (木)	ロシア	実質賃金(前年比)	3.1%	4.6%	2.9%	--
17日 (木)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	1.0%	1.0%	1.2%	--
23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.6%	--	5.1%	--
23日 (水)	南ア	CPIコア(前年比)	4.7%	--	4.8%	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.7%	--
ラテンアメリカ						
8月15日 (火)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.2%	3.0%	2.4%	2.6%
21-26日	ブラジル	税収	--	--	104100m	--
22日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	3.1%	--
23日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	-0.2%	--
23日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	--	--	4.1%	--
23日 (水)	ブラジル	経常収支	--	--	\$1330m	--
23日 (水)	ブラジル	海外直接投資	--	--	\$3991m	--
24日 (木)	ブラジル	融資残高	--	--	3078b	--

注:2017年8月18日現在、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、その正確性を全面的に保証するものではありません。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2017年 1～7月(実績)	SPOT	2017年 9月	12月	2018年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7213 ~ 6.9640	6.6755	6.80	6.80	6.90	6.90	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8142	7.8238	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.151	65.0	66.0	64.5	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13358	13280	13350	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1137.20	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリング	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2955	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.959	51.299	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3543 ~ 1.4547	1.3662	1.37	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.312	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.27 ~ 36.01	33.25	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22729	22800	22650	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	59.2302	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.2612	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.5274	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.1753	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.8695	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.464	16.03	15.74	15.51	15.22	15.07
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	13.984	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.705	1.68	1.62	1.66	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.819	0.821	0.801	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.581	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.622	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.144	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	80.08	79.56	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.609	3.60	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.290	3.23	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4815	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.832 ~ 2.024	1.846	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.253	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	30.999	30.28	28.92	28.16	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.457	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.123	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

注:1.実績の欄は2017年7月31日まで。SPOTは8月18日の7時20分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.見通しの値は『Emerging Market Monthly(8月1日発刊)』および『中期為替相場見通し(7月31日発刊)』に基づく。

出所: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、确实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。