

2017 年 8 月 25 日

The Emerging Markets Weekly

新興国の為替介入スタンス

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅な値動きとなった。先週末はトランプ米大統領の政権運営能力を巡る不安からドルが下押しされたが、白人至上主義を支持しているパソン主席戦略官が辞任すると発表されたことを背景にドルは値を戻した。しかし、週初に米韓合同軍事演習が始まるとドルは再び軟化し、新興国通貨はまちまちの動きとなった。22 日は市場の関心が 24 日から開催されるジャクソンホール経済シンポジウムにある中、北朝鮮リスクがやや和らぎ株式市場が世界的に値を上げた。一方で、米国債利回りが上昇したためドルは堅調に推移したが、新興国通貨は動意の薄い展開。23 日には、トランプ大統領がメキシコ国境に壁を建設する予算を議会が承認しない場合には政府閉鎖も辞さないと発言したことが嫌気されドル売り優勢となり、新興国通貨は大半が小幅に上昇した。24 日にジャクソンホール経済シンポジウムが始まり、25 日のイエレン FRB 議長とドラギ ECB 総裁の講演を控え市場では様子見ムードが広がるとドルは横ばい推移。新興国通貨も大半が狭いレンジでの動きとなる中、原油価格が下落したことが資源国通貨の重石となった。

アジア: 米韓合同軍事演習が 21 日に韓国各地で始まり、中止を求めていた北朝鮮は「火に油を注ぐように情勢をさらに悪化させる」と反発した。米韓など関係国は武力挑発などの反応を警戒し、朝鮮半島は再び緊張感が高まった。しかし、その後は地政学リスクがやや後退し、KRW (+1.2%) は堅調な動きとなった。同日、タイ 4~6 月期 GDP が発表され、前年比+3.7%と 1~3 月期 (同+3.3%) から加速したが THB への影響は限定的。インドネシア中央銀行 (BI) は 22 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートを 25bp 引き下げ 4.50%とした。上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も 25bp 引き下げ、それぞれ 5.25%と 3.75%とし、コリドーは 1.50%ポイントに維持した。インフレ率が目標範囲内で推移し、USDIDR レートも安定推移する中、内需を刺激するために利下げが実施されたとみられる。

中東欧・アフリカ: 23 日に発表された南アフリカ 7 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.6%と 6 月 (同+5.1%) から鈍化し、2015 年 9 月以来の低水準となった。南アフリカ準備銀行 (中央銀行、SARB) は 7 月に 5 年ぶりの利下げを実施しており、今回の CPI の結果を受け、市場では追加利下げの可能性が高まったとの見方が浮上している。

ラテンアメリカ: 22 日に発表されたメキシコ 4~6 月期 GDP (確報値) は前年比+1.8%と速報値から変わらなかったため、MXN への影響は限定的だった。

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

新興国の為替介入スタンス

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

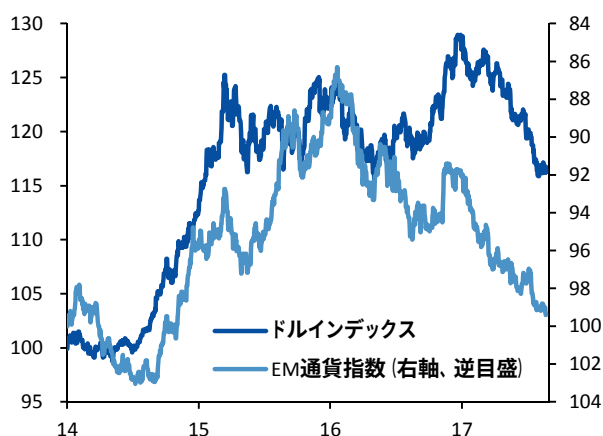
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

2016 年後半、金融市場では「トランプトレード」のブームが巻き起こったが、2017 年は一転してトランプトレードの巻き戻しが続いている。為替市場に焦点を当てると、ドルがほぼ一貫して下落する中で新興国通貨は対ドルで上昇してきた (図表 1)。新興国通貨の騰落率を確認すると、基本的にはトランプトレードによって売られた通貨ほど、年明け後の反発は大きくなっている (図表 2)。しかしながら、当然ではあるものの、新興国通貨のパフォーマンスにはバラツキがある。

今年、主要な新興国通貨において最も上昇しているのは MXN である。MXN はトランプトレード以前に、米大統領選挙戦が繰り広げられる中でトランプ氏が見せるメキシコに対する強硬姿勢への警戒感から既に大幅に売られていた。このため、トランプ氏が大統領就任後にメキシコに対する姿勢を緩和したことで、その分も買い戻しが入ったことが要因の 1 つである。また、MXN 以外に堅調が目立つのが HUF、CZK、PLN といった東欧通貨である。本欄で以前述べた通り、欧州連合 (EU) 加盟国でありながら通貨ユーロを導入していないハンガリーやポーランドなどの通貨はユーロとの連動性が極めて強い。これらの通貨は基本的にユーロに歩調を合わせて動くため、ECB の金融政策正常化を期待したユーロ上昇に連れ高となっていることが、良好なパフォーマンスにつながっている。

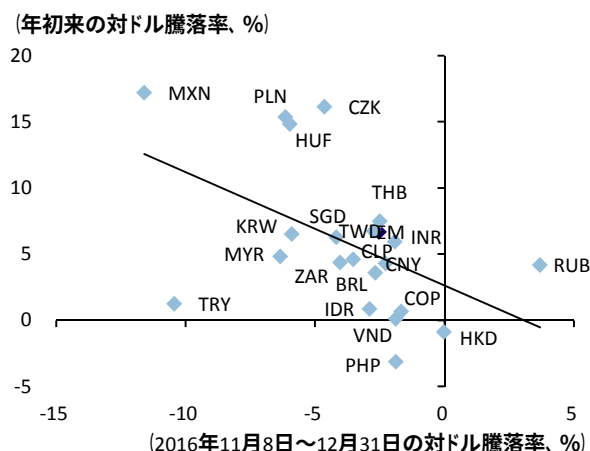
他方、トランプトレードの巻き戻し局面においても買い戻しが鈍い通貨もあり、HKD と PHP については 2017 年も軟調地合いが続いている。最大の下落率を記録している PHP は、逆説的ではあるものの、国内経済の好調がゆえに通貨が軟調となっている。フィリピン経済は高い成長が続いているが、ドゥテルテ政権下では財政拡張策、特にインフラ整備を加速する政策が採られている。資本財を中心に輸入が大幅に増加して貿易赤字が拡大しており、経常収支は 2016 年 10～12 月期から赤字に転じた。従来はフィリピン海外労働者 (OFW) 送金が為替需給を支えていたが、それ以上に輸入が膨らみ、実需の PHP 売り圧力が強まっているようだ。

図表 1: ドルインデックスと EM 通貨指数



出所: 米インターコンチネンタル取引所 (ICE)、MSCI、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国通貨の騰落率



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

このほか、IDR、TRY、BRL、RUB、ZAR など反発力が弱い印象だ。新興国は国によって置かれている状況が様々であるため、個別動向を確認しながら選別が進んでおり、8 月 10 日付けの本欄で論じた通り、政治動向はその基準の 1 つである。

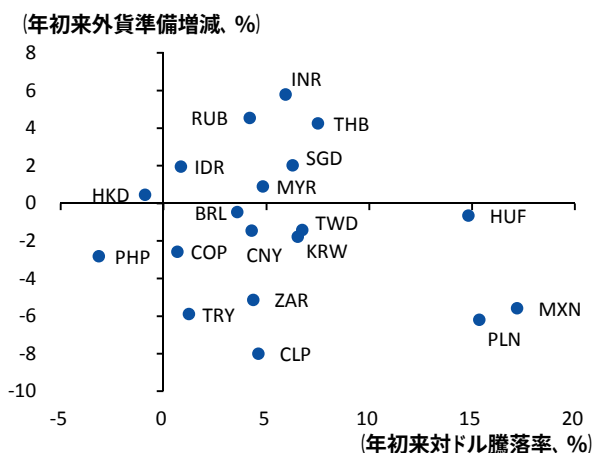
経済のファンダメンタルズや政治情勢などに加え、為替相場において重要な影響を及ぼすものに為替介入がある。先進国とは異なり、多くの新興国では中央銀行による為替介入が積極的に行われていることが多い。一部の国では為替介入の状況を定期的に報告しているものの、多くの新興国では情報を公開していないため、為替介入の実績を把握することは困難である。そのため、本欄では外貨準備の変化を為替介入の代理変数として分析を試みる。

年初来の外貨準備の増減率と為替レートの対ドルでの騰落率をプロットしたのを見ると、2017 年入り後に最も外貨準備が増加しているのはインドである(図表 3)。インドは為替介入の実績を公開しており、2015 年ほどではないものの、為替介入を実施していることが確認できる(図表 4)。2016 年以降の特徴として、スポット市場だけでなく、フォワード市場でも積極的に介入を実施していることが挙げられるが、ここ数か月はスポット市場での介入が増えている。

インドに次いで外貨準備の増加が目立つのはロシアとタイである。ロシアは為替介入の状況について公表しているが、それを見ると 2017 年に介入を実施した記録はない。外貨準備の増減を計算する時に為替レートの影響は調整しているものの、ロシアはユーロ圏と経済的結び付きが強いため、外貨準備の構成においても想定以上に EUR の割合が高い可能性がある。タイも積極的に為替市場に介入しているようだが、それ以上に大幅な経常黒字や債券市場を中心とした資本流入を背景に THB は今年アジア通貨の中で最大の上昇を記録している。

外貨準備の増加率でこれらの国に劣るものの、インドネシアでも為替介入が行われているとみられる。2016 年以降、USDIDR は 13000~13500 のレンジ内で膠着しているが、インドネシアの外貨準備はその期間にほぼ一貫して増加している。インドネシアの外貨準備は 2011 年半ばから 2013 年半ばにかけて減少したため、為替レートが下落圧力に晒されていない状況では、介入によって外貨準備の積み上げを図っているとみられる。足許、外貨準備の水準は過去最高水準を回復しているが、経済発展に伴う輸入額の増加などに鑑みれば、外貨準備の積み上げを続ける可能性が高いだろう。

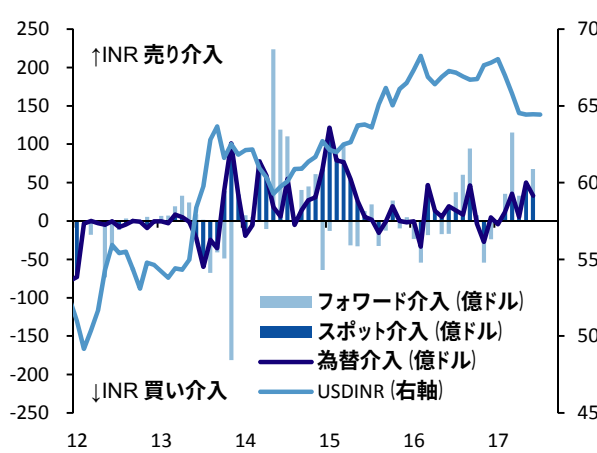
図表 3: 外貨準備増減と為替騰落率



注: 外貨準備増減は為替レートの変化を調整。その際、外貨準備高の通貨構成は IMF の COFER データを参考にした。

出所: IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: インドの為替介入と USDINR レート



出所: インド準備銀行、CEIC、みずほ銀行

為替介入に積極的な国もあれば消極的な国もある。例えば、韓国と台湾はこれまで急激な自国通貨高を抑制するスミージング介入を積極的に実施していたが、トランプ大統領の誕生に伴い、為替介入には消極的になっている様子が見て取れる。また、昨年大幅に通貨が下落した国は、輸入物価の上昇に伴うインフレに見舞われていることもあり、自国通貨の上昇を許容する国が多いようだ。外貨準備を用いて通貨防衛を続けている国もあり、フィリピンでは PHP の軟調推移が続く中で大幅な下落を避けるために、為替介入によって通貨を下支えしているとみられる。

ブラジル

緩やかな景気回復が続く

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

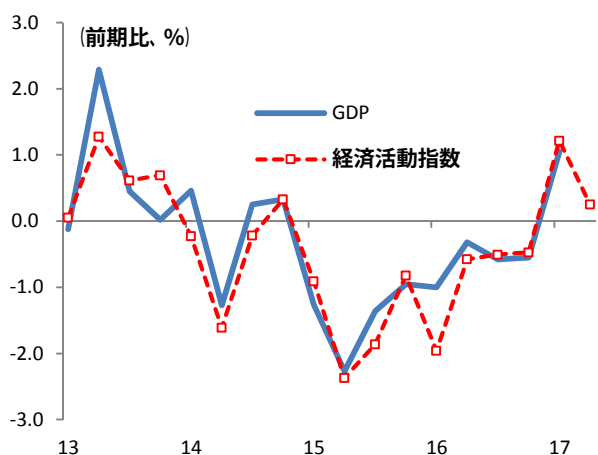
ブラジルでは 17 日に 6 月経済活動指数が発表され前月比+0.5%と 5 月(同▲0.4%)から上昇した。同指標はブラジル中央銀行(BCB)が GDP の目安として重要視しており、4~6 月期では前期比+0.3%と 1~3 月期(同+1.2%)から減速した(図表 5)。これを受けて 4~6 月期 GDP は同+0.1%と 1~3 月期(同+1.0%)から伸び幅が縮小すると市場では予想されている。

但し、ブラジル経済が減速し続ける可能性は小さいと考える。6 月広義小売売上高は前月比+2.46%と 5 月(同▲0.23%)から回復し、1 月以来の高い伸び率となるなど個人消費は堅調である。また、8 月鉱工業信頼感指数は 52.6 と景況判断の節目である 50 を上回り 3 か月ぶりの高水準を記録した。同結果は、良好な企業マインドを背景に設備投資の持ち直しが続くことを示唆しており、堅調な消費も相俟って、ブラジル経済は底堅さを維持する見込みだ。なお、BCB が民間エコノミストの予測を集計したところ(8 月 21 日発表)、2017 年 GDP 成長率は+0.34%、2018 年は+2.00%と緩やかな景気回復を見込む向きが多かった。

ブラジル経済の持ち直しが予想される中、ファンドの投資フローは 2017 年初から流入超が続くが、流入額は 6 月から減少傾向にある(図表 6)。背景として財政改革の先行きに関する不透明感の強まりが挙げられる。5 月に浮上したテメル大統領に対する汚職疑惑は、8 月 2 日に下院において裁判開始を問う採決が否決されたことを受けて下火となった。しかしながら、その余波で財政改革の目玉とされている年金改革法案について、賛成票を集めるのが困難な状態に陥っている。また、15 日にテメル政権は 2017 年および 2018 年における財政目標の下方修正(財政赤字幅の拡大)を議会に対して審議を要請したほか、2019 年と 2020 年についても下方修正を検討するなど、財政規律が緩みつつある(図表 7)。21 日に米大手格付け会社はブラジルのソブリン格付けについて、汚職を巡る混乱の終息を受けて格下げ方向で調査するクレジットウォッチの指定を解除するものの、見通しはネガティブ(否定的)を維持し、格下げの可能性は高いとした。「財政改革の進展に伴い財政収支は改善し、インフレ率は安定、景気は拡大し続ける」と言うテメル政権誕生時に市場で期待されたシナリオの実現性に疑義が強まっており、それが投資フローの縮小に繋がっている模様だ。

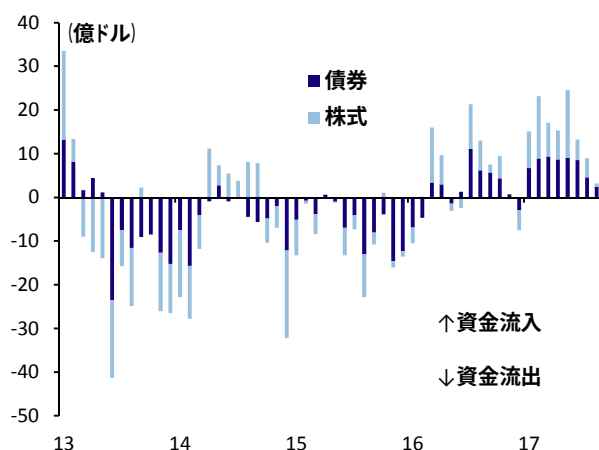
もっとも、テメル政権は年金改革法案に向けて多数派工作を継続しているほか、補助金の削減などに取り組んでおり、財政改革は当初より遅延はしているものの、着実に進んでいる。また、FRB のタカ派姿勢の後退を背景に米金利が低位で推移する中、ブラジルと米国の金利差が高水準を維持していることに鑑みれば、債券市場を中心に投資フローは流入超が継続する公算が大きい。さらに、実需に関する BRL の需給を示唆する基礎収支(経常収支+直接投資)は、経常収支の改善を背景に高水準の黒字額を維持している(図表 8)。こうした状況を踏まえれば、財政改革の先行き不透明感が一時的に BRL を下押しする可能性があるものの、当面は堅調な値動きが続くと予想する。

図表 5: GDP と経済活動指数



出所: ブラジル地理統計院、ブルームバーグ、みずほ銀行

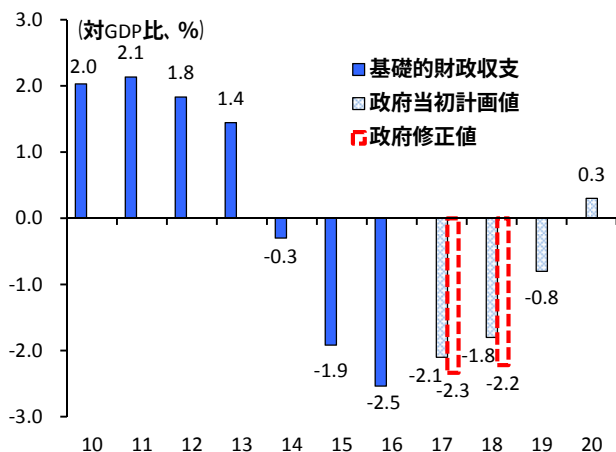
図表 6: ブラジルに対するファンドの投資フロー



注: 8 月 18 日時点、8 月の数値は暫定値。

出所: EPFR Global、みずほ銀行

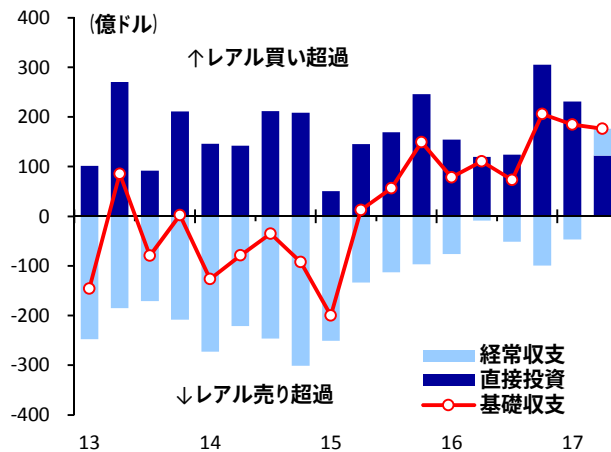
図表 7: 基礎的財政収支 (実績、当初計画値、修正目標値)



注: GDP は当初計画時の前提値を使用。

出所: ブラジル中央銀行、ブラジル財務省、ブルームバーグ、みずほ銀行

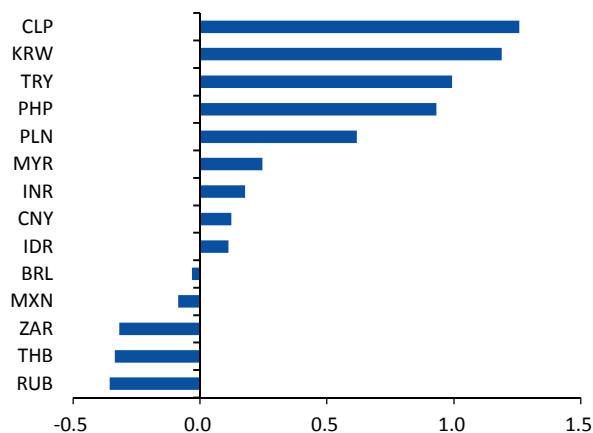
図表 8: 基礎収支 (経常収支+直接投資)



出所: ブラジル中央銀行、CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行

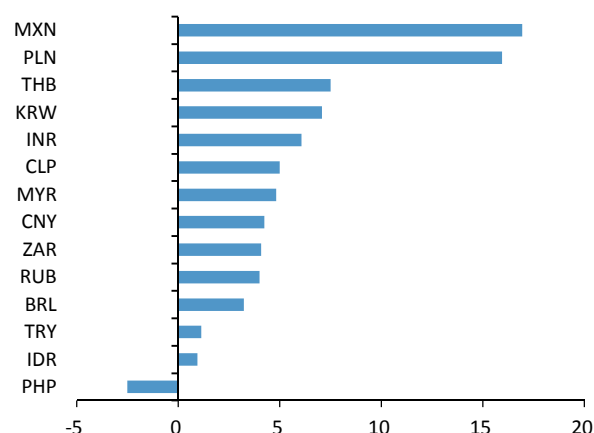
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



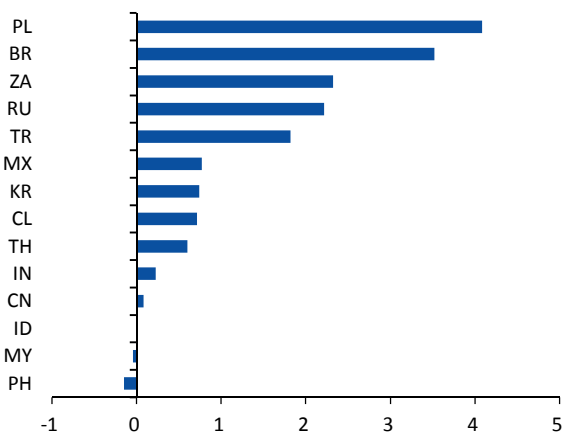
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



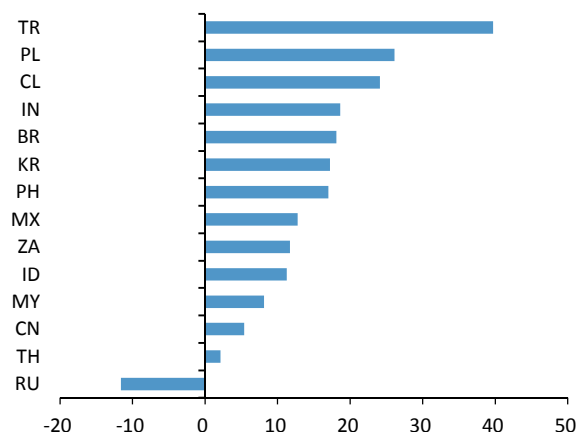
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



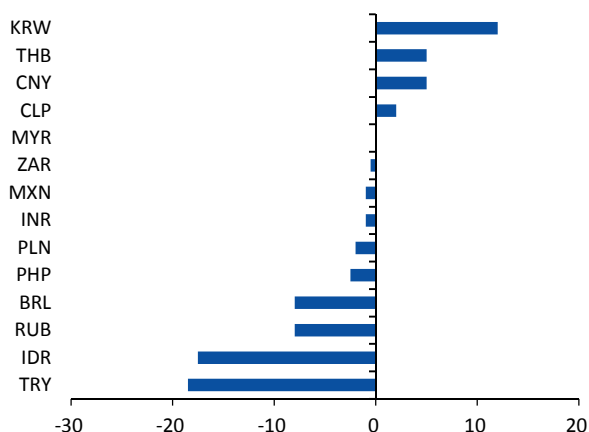
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



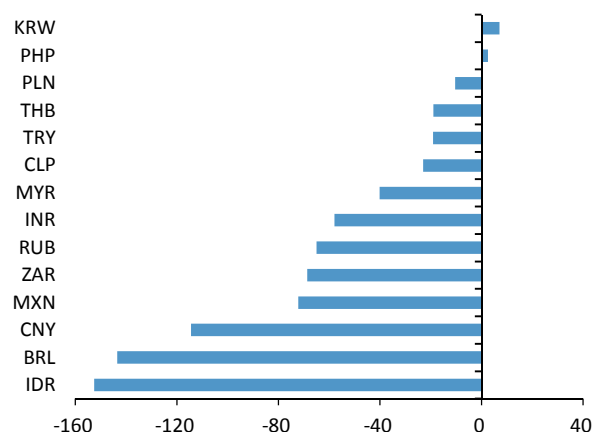
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

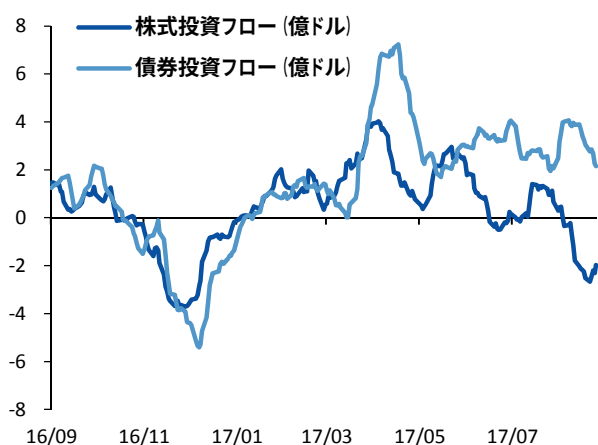
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

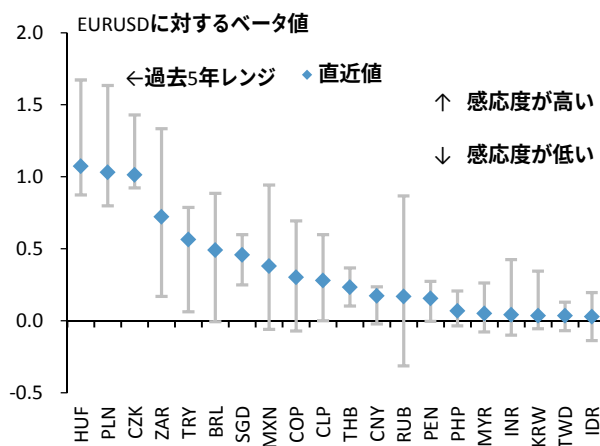
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



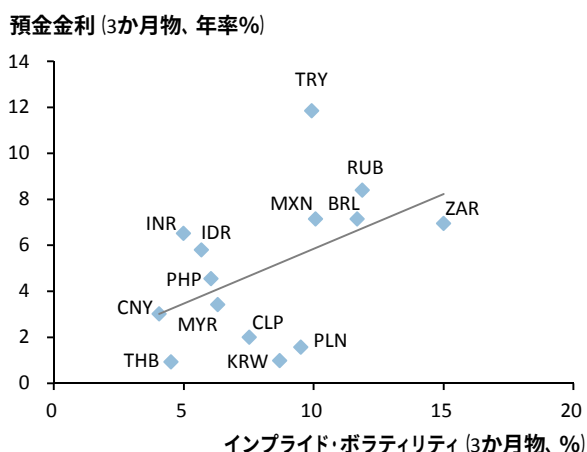
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



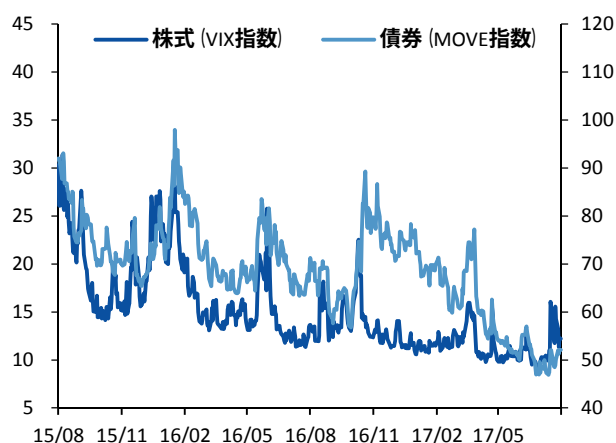
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



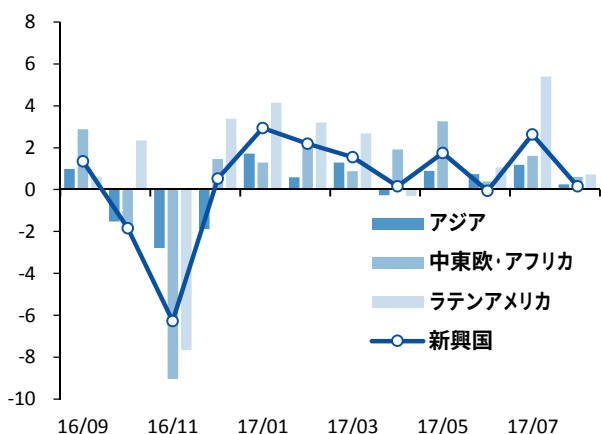
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



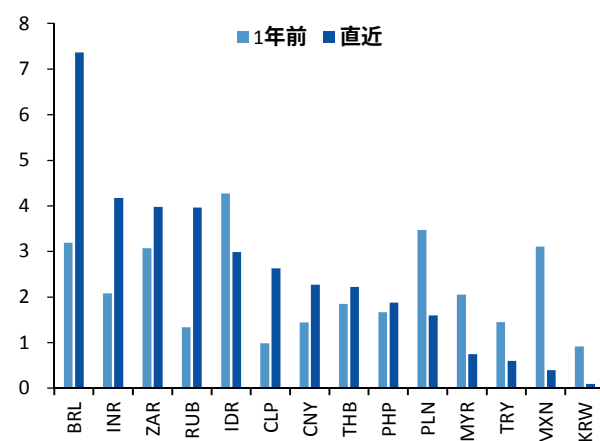
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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21日 (月)	韓国	PPI 前年比	--	3.0%	2.8%	--
21日 (月)	タイ	GDP (前年比)	3.2%	3.7%	3.3%	--
21日 (月)	台湾	輸出受注(前年比)	13.0%	10.5%	13.0%	--
23日 (水)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$716m	-\$188m	\$1917m	--
23日 (水)	マレーシア	消費者物価指数(前年比)	3.4%	3.2%	3.6%	--
23日 (水)	シンガポール	消費者物価指数(前年比)	0.7%	0.6%	0.5%	--
23日 (水)	台湾	鉱工業生産(前年比)	3.3%	2.4%	3.1%	3.5%
22-24日	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-50.5b	-90.9b	--
25日 (金)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	12.6%	--	13.1%	--
28-31日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	--	--
29日 (火)	韓国	景況判断(製造業)	--	--	7800.0%	--
31日 (木)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-0.3%	--
31日 (木)	中国	製造業PMI	51.2	--	51.4	--
31日 (木)	中国	非製造業PMI	--	--	54.5	--
31日 (木)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$4283m	--
31日 (木)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	18.3%	--
9月1日 (金)	韓国	消費者物価指数(前年比)	--	--	2.2%	--
1日 (金)	韓国	貿易収支	--	--	\$10646m	--
1日 (金)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.1	--
1日 (金)	タイ	消費者物価指数(前年比)	--	--	0.2%	--
中東欧・アフリカ						
8月23日 (水)	南ア	CPI(前年比)	4.7%	4.6%	5.1%	--
23日 (水)	南ア	CPIQ7(前年比)	4.7%	4.7%	4.8%	--
25日 (金)	トルコ	設備稼働率	78.7%	--	78.7%	--
29日 (火)	トルコ	貿易収支	--	--	-6.01b	--
29日 (火)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	43.0%	--
30日 (水)	南ア	マネーサプライM3(前年比)	--	--	6.0%	--
31日 (木)	南ア	PPI 前年比	--	--	4.0%	--
31日 (木)	南ア	貿易収支(ラント)	--	--	10.7b	--
9月1日 (金)	ロシア	リザーブ・ファンツ	--	--	\$16.9b	--
ラテンアメリカ						
8月22日 (火)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	2.3%	2.4%	3.1%	--
23日 (水)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	0.4%	0.4%	-0.2%	--
23日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	2.8%	0.4%	4.1%	--
23日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$3400m	-\$3404m	\$1330m	\$1328m
24日 (木)	ブラジル	融資残高	--	3062b	3078b	--
25-1日	ブラジル	税収	109919m	--	104100m	--
28日 (月)	メキシコ	貿易収支	--	--	61.5m	--
29-30日	ブラジル	中央政府財政収支	--	--	-19.8b	--
30日 (水)	ブラジル	基礎的財政収支	--	--	-19.6b	--
30日 (水)	ブラジル	ブラジル 純債務対GDP比	--	--	48.7%	--
9月1-2日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6298m	--

注:2017 年 8 月 25 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								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7213 ~ 6.9640	6.6620	6.80	6.80	6.90	6.90	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8142	7.8227	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.033	65.0	66.0	64.5	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13346	13280	13350	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1127.83	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2795	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.959	51.030	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3543 ~ 1.4547	1.3618	1.37	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.255	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.27 ~ 36.01	33.34	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22738	22800	22650	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	59.1550	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.1961	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.4834	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	3.1482	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.7106	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.407	16.03	15.74	15.51	15.22	15.07
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.006	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.708	1.68	1.62	1.66	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.821	0.821	0.801	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.712	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリングギ	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.545	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.143	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	80.46	79.56	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.621	3.60	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.286	3.23	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4819	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	1.851	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.304	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.446	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	34.805	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.186	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 25 日の 7 時 40 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 日発行)』および『中期為替相場見通し (7 月 31 日発行)』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、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。