

2018 年 2 月 16 日

The Emerging Markets Weekly

全面高を期待できない理由

新興国市場: 今週の新興国通貨は堅調に推移した。先週末の 9 日は大手格付け会社が米国のソブリン格付けは引き下げ方向の圧力にさらされる可能性が高いとコメントしたことなどを背景にドル売り優勢地合いとなり、新興国通貨は上昇。週初の 12 日は米金利が寄付きから低下する中、米株が上昇し市場のリスクセンチメントが持ち直したことを受けて、新興国通貨は底堅く推移した。13 日は翌日に米 1 月消費者物価指数 (CPI) の発表を控えて様子見ムードが広がり、新興国通貨は動意に乏しい展開となった。14 日、注目された米 1 月 CPI 上昇率が前月比 +0.5% と市場予想 (同 +0.3%) を上回ると、米金利が急騰し米株が大幅に下落する展開を横目に新興国通貨は急落。しかし、米株が反発し前日比プラス圏まで上昇すると新興国通貨は急速に買い戻された。15 日は中国を始めとするアジア主要国が旧正月の長期休暇に入り流動性が限られる中で、ドル買いポジションの手仕舞いなどを背景に新興国通貨はじり高となった。

アジア: 14 日にタイ中央銀行 (BOT) は金融政策決定会合を開催し、市場予想どおり政策金利は 1.50% に据え置かれた。声明文ではタイ経済の見通しについて楽観的な見方を示す一方、物価については緩やかな加速にとどまるとした。THB の動向には引き続き注視するとしたものの、THB 高に対する警戒色が強くなかったことから、今回の会合が THB に与える影響は限定的となった。同日にマレーシア 10 ~ 12 月期実質 GDP 成長率が発表され、前年比 +5.9% と 7 ~ 9 月期 (同 +6.2%) から減速した。もっとも、2017 年通年では同 +5.9% と 2016 年 (同 +4.2%) から加速したため、MYR は目立った反応を示さなかった。15 日にインドネシア中央銀行 (BI) の金融政策決定会合が開催され、市場予想どおり政策金利は 4.25% に据え置かれた。声明文ではインドネシア経済は底堅く推移し、インフレ率は BI の目標 (前年比 +2.5% ~ 4.5%) 内に収まる可能性が高いとした。ほぼ想定通りの文言だったため、IDR 市場では材料視されなかった。

中東欧・アフリカ: ZAR は南アフリカのズマ大統領の進退を巡る報道に振り回される展開となった。週初は 12 近辺でオープン後、11.8 台まで上昇。13 日にズマ大統領が辞任を拒否との報道を受け 12 近辺まで反落したが、与党アフリカ民族会議 (ANC) が大統領に辞任要求をする方針を固めると報じられると再び 11.8 台に上昇した。14 日にズマ大統領が辞任を正式発表すると、ドル売り優勢地合いも相俟って ZAR は一時 11.6 近辺まで上値を伸ばした。

ラテンアメリカ: 15 日にメキシコの現地紙は大統領選挙の世論調査結果を公表し、政策転換を示唆するオブラドル氏が 33% と支持率でトップを維持した。しかしながら、親ビジネスの政策を志向するリカルド・アナヤ氏の支持率が 25% となり、前回 (2017 年 11 月) は 12% だったオブラドル氏との差を 8% に縮小したことが好感され、MXN は 18 台半ばで堅調に推移した。

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

市場概観

全面高を期待できない理由

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

今週は米 10 年国債利回りが 2.80% から 2.90% 台へと 2014 年 1 月以来の高水準まで急騰したが、新興国通貨は米株の上昇により反応し、多くの通貨が堅調に推移した。米金利が上昇する中でも米株が強い値動きとなる展開は 1 月にもみられており、今次局面も同様の値動きになるとすれば新興国通貨は再び全面高となることが想定される。しかし、ファンドの新興国に対するフロー動向はその可能性が低いことを示唆している。

ファンドの新興国に対する累積投資額(年初来)をみると、米株が急落した 2 月 2 日以降も新興国株式への投資額はほぼ横ばいとなる一方、債券への投資額は減少しており、株と債券で様相が全く異なっている(図表 1)。

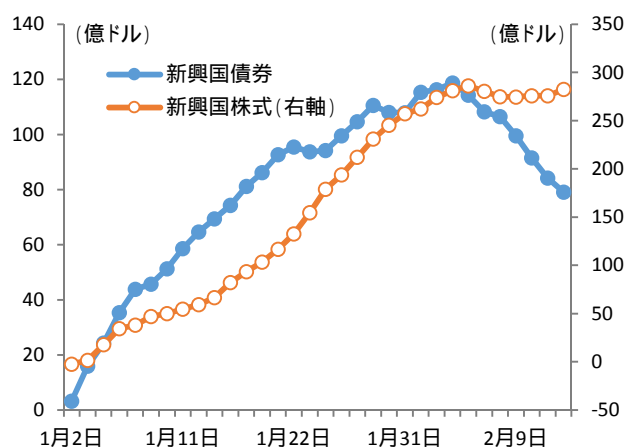
ファンド勢が新興国株へのエクスポージャーを削減しなかったのは米株対比で割安感があったためだと推測される。実際に株価純資産倍率(PBR)は多くの国で米国よりも低く、かつ過去 5 年間のレンジでみても低水準にある国が残存している(図表 2)。新興国株は米株と比べると上昇余地が大きいと、米株が崩れたからと言って慌てて売り急ぐ必要は無いと判断された模様だ。

片や、新興国債券(対象国は図表 3 の脚注をご参照)の投資額が減少したのは、投資妙味が薄れつつあることが原因だと考える。新興国と米国の 10 年国債利回り差は 2015 年 9 月に約 6.3% まで拡大したが、2018 年 1 月末時点で約 4.0% と過去 5 年間で最低水準を記録した(図表 3)。また、2017 年前半までは多くの新興国中銀がハト派寄りのスタンスを採用しており、利下げに伴う債券価格上昇(利回りは低下)が期待できた。しかしながら、2017 年後半から徐々にタカ派方向へスタンスを変更する中銀が増え、直近ではブラジル中銀(BCB)が緩和サイクルの終了を示している。

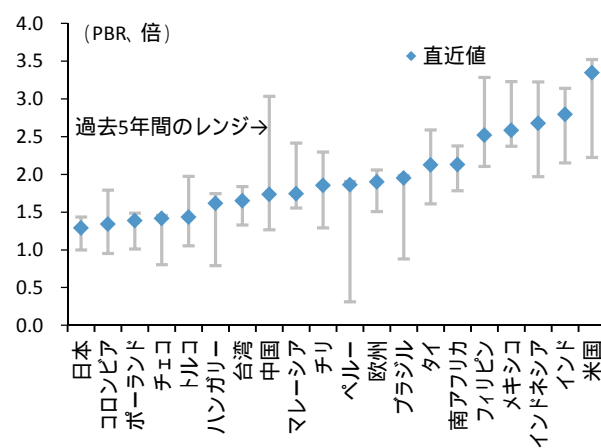
こうしたファンドのフロー動向は、米株が急落する直前(2 月 1 日)から足許までの新興国各通貨の騰落率をみた際、高金利通貨と呼ばれる通貨のパフォーマンスが劣後していることと平仄(ひょうそく)が合う(図表 4)。唯一、ZAR だけが大幅に上昇しているが、これはズマ大統領辞任に伴い後任のラマポーザ新大統領への期待が高まったという個別事情が主な背景となっている。もっとも、ラマポーザ氏が就任したからと言って南アフリカの厳しい財政状況が変わるわけではない。2017 年 10 月の中期財政政策演説(MTBPS)で示された通り、政府債務は 2016 年度(2016 年 4 月～2017 年 3 月)の対 GDP 比+50.7% から 2021 年度には+60.8% まで膨張する見込みである。今後、南アフリカのソブリン格付けは引き下げ圧力にさらされやすいことを踏まえると、ZAR のアウトパフォーマンスは長続きしないと考える。

よって、当面の新興国通貨は総じてみれば底堅く推移するが、高金利通貨とそうでない通貨でパフォーマンスが異なる展開を予想する。米金利が急低下すれば新興国との利回り差が拡大するため、その限りではないものの、市場で米国におけるインフレ期待が高まっている現状に鑑みるとその可能性は低いだろう。

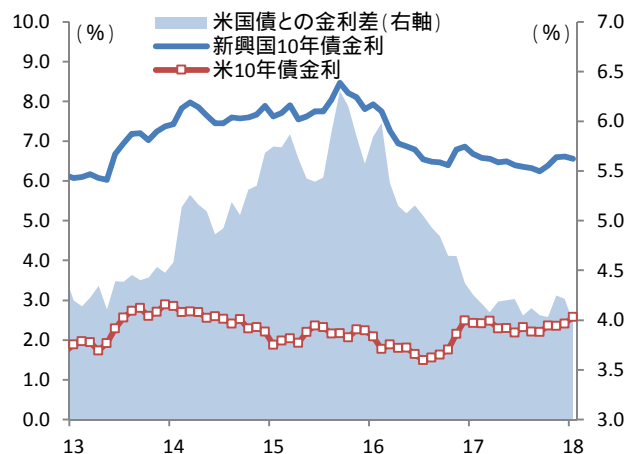
図表 1: ファンドの新興国に対する累積投資額(18年初来)



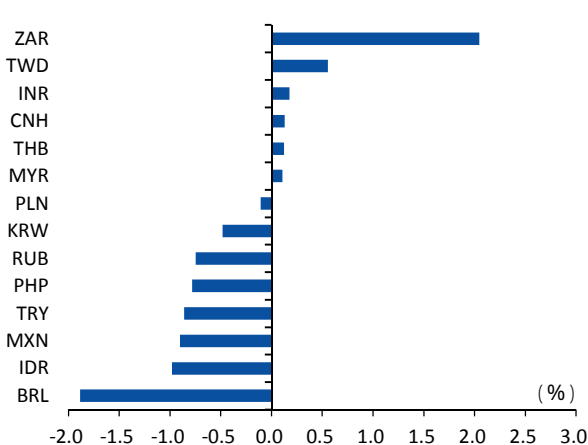
図表 2: 主要国株式指数の株価純資産倍率(PBR)



図表 3: 米国と新興国(除く中国)の10年国債金利と金利差

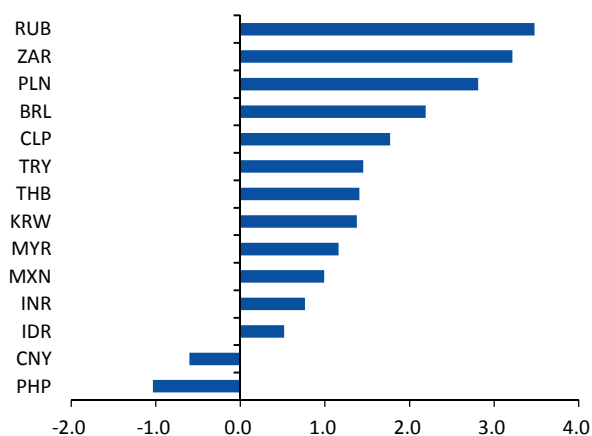


図表 4: 新興国通貨の騰落率(2月1~15日)



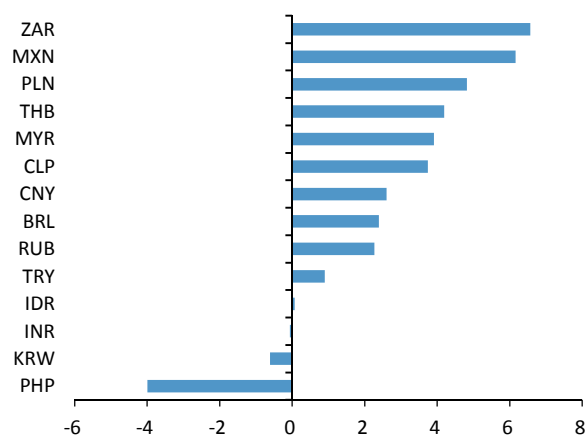
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



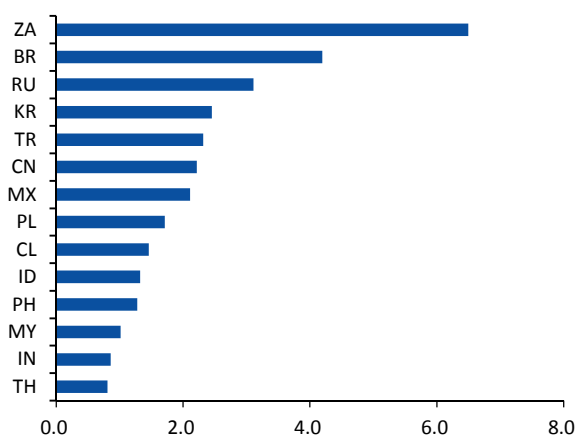
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



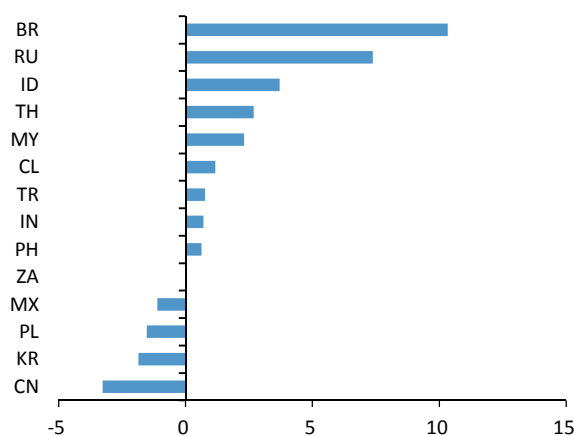
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率(%)



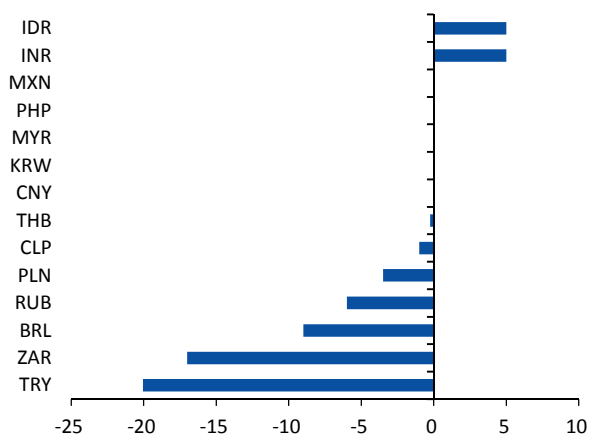
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率(%)



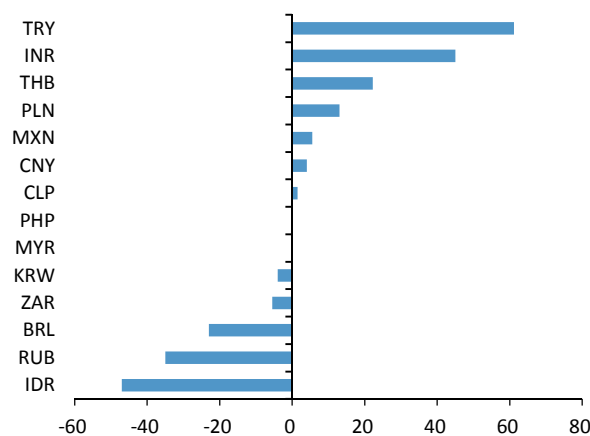
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

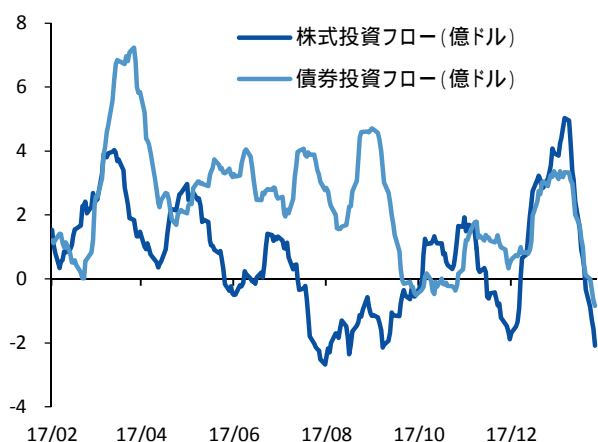
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

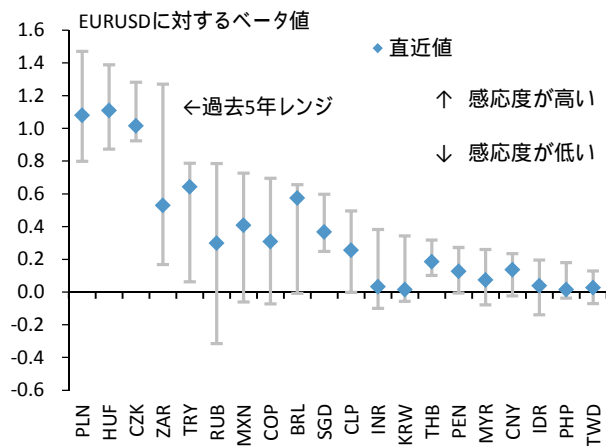
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



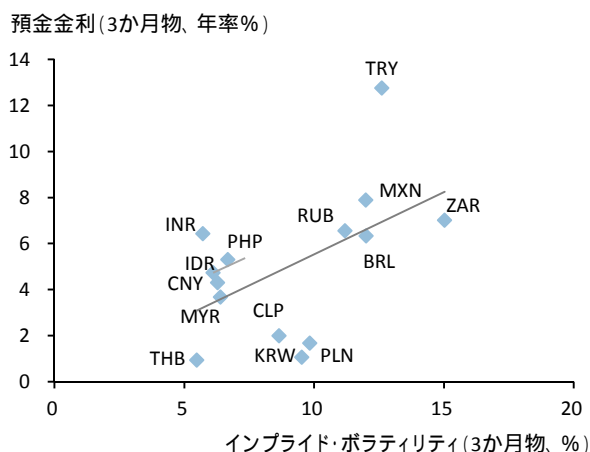
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



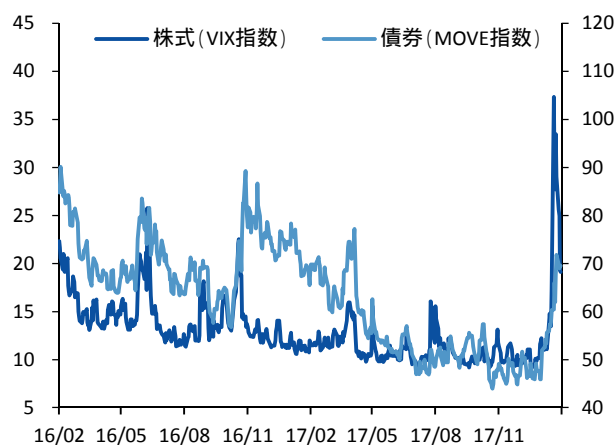
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



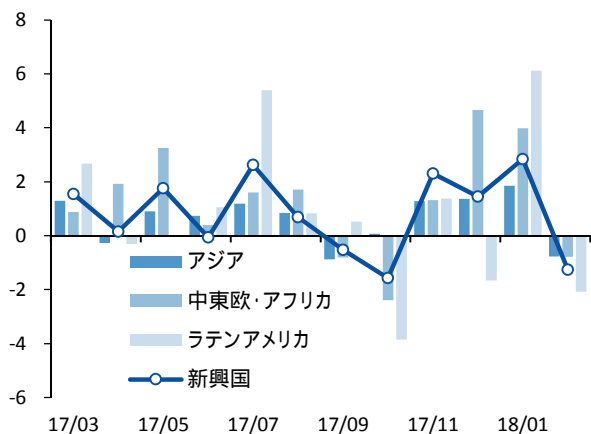
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



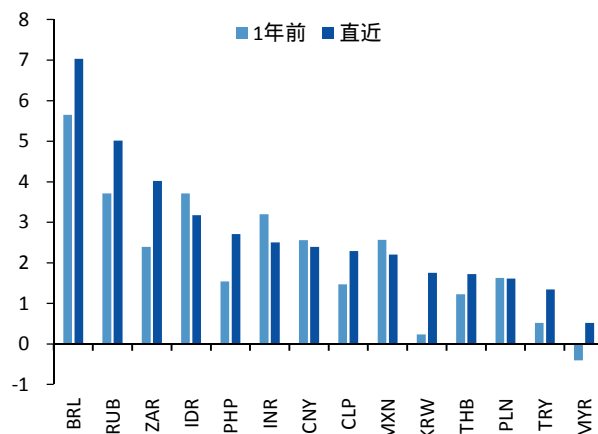
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
2月12日 (月)	シンガポール	小売売上高(前年比)	4.7%	4.6%	5.3%	5.0%
12日 (月)	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.2%	8.6%	8.2%	--
12日 (月)	中国	新規貸出(人民元)	2050.0b	2900.0b	584.4b	--
12日 (月)	インド	CPI(前年比)	5.1%	5.1%	5.2%	--
12日 (月)	インド	鉱工業生産(前年比)	6.0%	7.1%	8.4%	8.8%
13日 (火)	台湾	GDP(前年比)	3.3%	3.3%	3.3%	--
14日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.7%	3.6%	3.6%	3.7%
14日 (水)	シンガポール	GDP(季調済年率/前期比)	2.0%	2.1%	2.8%	--
14日 (水)	マレーシア	GDP(前年比)	5.8%	5.9%	6.2%	--
14日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	1.50%	1.50%	--
15日 (木)	シンガポール	非石油地場輸出(季調済/前月比)	4.2%	-0.3%	-5.0%	-1.9%
15日 (木)	インドネシア	貿易収支	\$280m	-\$677m	-\$270m	--
15日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	3.2%	2.8%	3.6%	--
15日 (木)	インドネシア	7日物リバースレポレート	4.25%	4.25%	4.25%	--
15日 (木)	インド	輸出(前年比)	--	9.1%	12.4%	--
15日 (木)	フィリピン	海外送金(前年比)	3.6%	7.1%	2.0%	--
16日 (金)	タイ	外貨準備高	--	--	\$214.4b	--
19日 (月)	タイ	GDP(前年比)	4.3%	--	4.3%	--
19日 (月)	フィリピン	総合国際収支	--	--	\$917m	--
19-24日	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$599m	--	-\$278m	--
21日 (水)	韓国	PPI 前年比	--	--	2.3%	--
22日 (木)	マレーシア	外貨準備高	--	--	\$103.7b	--
23日 (金)	シンガポール	CPI(前年比)	0.4%	--	0.4%	--
中東欧・アフリカ						
2月13日 (火)	南ア	南アフリカ失業率	27.2%	26.7%	27.7%	--
14日 (水)	トルコ	経常収支	-7.50b	-7.70b	-4.20b	-4.38b
14日 (水)	南ア	小売売上高(前月比)	-0.1%	-2.6%	4.0%	3.8%
15日 (木)	トルコ	失業率	10.3%	10.3%	10.3%	--
15日 (木)	ロシア	鉱工業生産(前年比)	-0.5%	2.9%	-1.5%	--
19日 (月)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.2%	--	3.1%	--
19日 (月)	ロシア	失業率	5.3%	--	5.1%	--
19日 (月)	ロシア	実質賃金(前年比)	4.8%	--	4.6%	--
19-20日	ロシア	PPI 前年比	6.4%	--	8.4%	--
21日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.7%	--
21日 (水)	南ア	CPIコア(前年比)	--	--	4.2%	--
22日 (木)	トルコ	実体経済信頼感指数(季調前)	--	--	108	--
22日 (木)	トルコ	設備稼働率	--	--	78.2%	--
ラテンアメリカ						
2月15日 (木)	ブラジル	FGVインフレ率IGP-10(前月比)	0.3%	0.2%	0.8%	--
23日 (金)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.4%	--
23日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	1.5%	--
23日-3月1日	ブラジル	税収	--	--	137842m	--
23日-3月1日	ブラジル	登録雇用創出合計	--	--	-328539	--

注: 2018 年 2 月 16 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

		2018年 1月(実績)	SPOT	2018年 3月	6月	9月	12月	2019年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2861 ~ 6.5362	6.3415	6.40	6.40	6.45	6.50	6.50
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8253	7.8203	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 64.111	63.913	64.3	63.8	63.2	62.0	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13563	13560	13450	13300	13100	12900	12700
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1074.07	1072.82	1075	1070	1065	1060	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8663 ~ 4.0660	3.8942	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 51.515	52.135	50.6	50.0	49.7	49.4	48.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3089	1.33	1.35	1.33	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.008 ~ 29.754	29.040	29.60	29.50	29.40	29.30	29.30
タイバーツ	(THB)	31.28 ~ 32.62	31.27	31.7	31.4	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22683 ~ 22725	22704	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5867 ~ 57.9618	56.3903	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.7971 ~ 12.5461	11.6186	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 3.8485	3.7636	3.90	4.00	4.10	4.05	3.95
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3140	3.2317	3.31	3.40	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046 ~ 19.7361	18.5005	19.50	19.00	18.50	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.098 ~ 17.475	16.770	16.72	16.56	16.28	15.85	15.69
香港ドル	(HKD)	13.847 ~ 14.505	13.573	13.72	13.62	13.53	13.27	13.14
インドルピー	(INR)	1.704 ~ 1.790	1.661	1.66	1.66	1.66	1.66	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.809 ~ 0.845	0.784	0.796	0.797	0.802	0.798	0.803
韓国ウォン	(100KRW)	10.113 ~ 10.681	9.976	9.95	9.91	9.86	9.72	9.62
マレーシアリングギ	(MYR)	27.742 ~ 28.395	27.309	27.44	27.18	27.63	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.110 ~ 2.272	2.041	2.11	2.12	2.11	2.09	2.10
シンガポールドル	(SGD)	82.33 ~ 85.50	81.10	80.45	78.52	78.95	78.03	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.709 ~ 3.843	3.655	3.61	3.59	3.57	3.52	3.48
タイバーツ	(THB)	3.447 ~ 3.525	3.395	3.38	3.38	3.38	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4768 ~ 0.4992	0.4676	0.47	0.47	0.47	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.923 ~ 1.993	1.883	1.84	1.77	1.69	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882 ~ 9.226	9.139	9.30	9.64	8.75	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	28.595 ~ 30.311	28.173	27.44	26.50	25.61	25.43	25.82
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	33.812 ~ 35.131	32.883	32.33	31.18	31.34	32.19	32.08
メキシコペソ	(MXN)	5.634 ~ 5.974	5.738	5.49	5.58	5.68	5.57	5.67

注: 1. 実績の欄は2018年1月31日まで。SPOTは2月16日の7時頃。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(2月1日発行)』および『中期為替相場見通し(2018年2月1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。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。