

2018年2月23日

The Emerging Markets Weekly

新興国通貨上昇の条件

新興国市場: 今週の新興国通貨は軟調な動きとなった。先週末は米祝日(19日)を控えてドル売りポジションの調整が入り、ドル買い優勢になると新興国通貨は下落。週初の19日、中国や香港が春節であることに加え、米国もプレジデントデー(祝日)だったことから市場参加者は少なく、新興国通貨の値動きは限定的となった。20日は米株および米国債が安定推移する中、ドル相場は底堅い値動きとなったため、新興国通貨は下押しされた。21日に発表されたFOMC議事要旨(1月30~31日開催分)では、FOMCメンバーがインフレや景気見通しに自信を強めていることなどが明らかになると、多くの市場参加者はタカ派的と受け止めたことから、米債利回りは上昇しドルが堅調推移となったため、新興国通貨は続落した。22日は米債利回りが低下する動きにドルも反落し、新興国通貨は買い戻されたものの、週前半の下げ幅を取り戻すことはできなかった。

アジア: 先週の15日にフィリピン中央銀行(BSP)は市中銀行の預金準備率(RRR)を3月2日から1%ポイント引き下げ19%にすると発表した。BSPのエスペニャ総裁は「今回の決定は金融システムの流動性管理において預金準備率への依存を段階的に減らすという従来の方針に基づくもの」とし、金融政策の変更ではないことを示唆した。しかしながら、市場参加者の一部からはハト派的と受け止められ、19日にPHPは52台半ばまで下押しされた。19日にタイ10~12月期実質GDP成長率が発表され、前年比+4.0%と7~9月期(同+4.3%)から減速し、市場予想(同+4.3%)を下回ったためTHBの重石となった。先週に発覚したインドの大手国営銀行による大規模な不正取引は、今週に入り被害額が30億ドルを超える可能性があることが報じられたことなどを背景にINRは64.4台から65.0近辺まで下落した。

中東欧・アフリカ: トルコがクルド人勢力掃討のため越境作戦を継続しているシリア北西部のアフリンに、アサド政権はクルド支援のための部隊を派遣した。アフリンではトルコ軍がアサド政権側の部隊と直接対峙する格好となり、大規模な軍事衝突に対する懸念からTRYは3.74台から一時3.81台まで軟化した。21日に発表される南アフリカの2018年度予算案(2018年4月~2019年3月)への警戒感から週初のZARは上値重く推移した。しかし、予算案で付加価値(VAT)税の引き上げ(14%→15%)など財政健全化に向けた措置が打ち出されたことが好感され、ZARは11.7台から一時11.5台まで上昇した。

ラテンアメリカ: ブラジルでは16日にテメル大統領が犯罪組織による暴力が激化しているリオデジャネイロ州につき、治安権限を軍に移管する大統領令に署名した。議会が同法案を審議するため、19日に予定されていた年金改革法案の採決が延期されたことが嫌気され、BRLは3.22台から一時3.27台まで下落した。

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

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

新興国通貨上昇の条件

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

1月は大きく上昇した新興国通貨だが、2月上旬は世界的な株安を受けて下落。中旬に米株が大きく反発すると新興国通貨は買い戻されたものの、足許は米株が再び軟化したことを受けて多くの通貨は上値が重い値動きとなっている。

新興国通貨が再び上昇基調となるには米株が力強さを取り戻すことが重要だが、そのために必要だと指摘されているのが市場のボラティリティ低下である。IMFは2017年10月に発表した国際金融安定報告書(GFSR)で多くの市場参加者がボラティリティをリスク管理指標として用いていると指摘。ボラティリティが上昇するとリスク量を削減するため多くの市場参加者が保有する金融資産を売却し、それが更なるボラティリティの上昇を招き、金融資産の追加売却圧力が生まれるというスパイラルに陥るリスクを懸念していた。今回の米株急落はまさしくGFSRが指摘していたリスクシナリオが実現した格好である。

実際、市場が想定するボラティリティを示すVIX指数をみると、同指数が1月後半からじり高になると米株の上値は重くなり、2月初に米株が下げ足を早めた時点で急騰した(図表1)。その後上昇は一巡したが、急落前よりも高い水準で推移している。

今回のようにVIX指数が上昇する中で米株が値崩れするという事態は、直近では2回あった。1回目は2015年8月のチャイナ・ショックにより中国経済の先行きが危ぶまれた局面、2回目は2016年初に世界経済の減速懸念が強まった局面である。いずれの局面でもVIX指数が上昇し始めてから元の水準に戻るまで約3か月を要しており(図表2)、今回も同様の傾向になるとすれば4月にはVIX指数が急落する前の水準を回復し、米株は力強さを取り戻している可能性がある。

但し、上記のシナリオには前提条件がある。過去2回の局面においてVIX指数が低下に転じたのは、中国の当局が為替安定や景気安定を重視する政策を採用したこともさることながら、FRBがハト派化し米金利が低下したことで、金融引き締めによる米経済への下押し圧力の弱まりが意識された影響も大きい。チャイナ・ショック直後の2015年9月のFOMCでは、利上げの確度は相応に高いとみられていたが、金融市場の混乱を理由に政策金利は据え置かれた。また、2016年初はFRB高官からハト派的な発言が目立つ中、3月のFOMCではFOMCメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)で2016年における利上げ回数が4回から2回に減少した。こうしたFRBの姿勢の変化が市場の安定化に寄与していた。

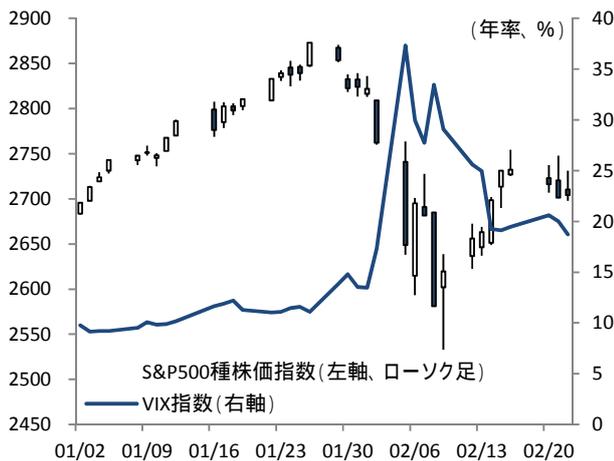
翻って、今回はFOMCメンバーからハト派的なコメントはあまりみられていない。13日にパウエルFRB議長は就任演説で、株価急落を受けて金融システムに対する警戒は怠らないとしつつ、緩やかな利上げ路線に変更はないと述べた。ダドリーNY連銀総裁、マスター・クリーブランド連銀総裁など多くのFRB高官も同様の発言をしており、次回会合(3月20~21日)でFRBがハト派化する公算は今のところ小さい。2月28日にパウエル議長の議会証言が予定されているが、ここでも米株に対する警戒を強める姿勢をみせなければ、ハト派化する可能性はより低くなるだろう。

今回の米株急落の主因が米金利急騰だったことに鑑みれば、FRB がハト派化せず金利が高止まりし続ける状況下では米株の軟化が終わらない可能性が高く、急落前の水準を取り戻すには直近 2 回の急落時よりも更に長い時間を要する恐れがある。かかる状況下、当面の新興国通貨は上値が重い展開を予想する。

米国を中心に株価の軟調推移が予想される中、新興国からは資本流出圧力がかかると想定される。2010 年以降のファンドによる累積投資額を GDP 比でみると(図表 3)、南アフリカへの流入額が他国対比で大きいため、資本流出圧力が強まる中で南アフリカランド(ZAR)は真っ先に売られそうだが、実際は底堅く推移している。主要要因として 21 日に 2018 年度予算案(2018 年 4 月～2019 年 3 月)で付加価値税(VAT)の増税など財政赤字縮小に向けた施策が発表されたことが挙げられる。財政赤字縮小は経常収支の改善に繋がり、ZAR 売り圧力を軽減するからだ。

一方でインドは逆の状況となっている。2 月 1 日に 2018 年度予算案(2018 年 4 月～2019 年 3 月)が発表され、2019 年に財政赤字を GDP 比 3.0%に抑える健全化目標が先送りされると、INR は年初来安値を更新した。ZAR と INR の異なる値動きの背景には、新興国通貨を取り巻く外部環境が厳しくなる中、経常収支に影響を与える財政収支の先行きに市場の注目が集まっている証左だと考える(図表 4)。

図表 1: S&P500 種株価指数と VIX 指数



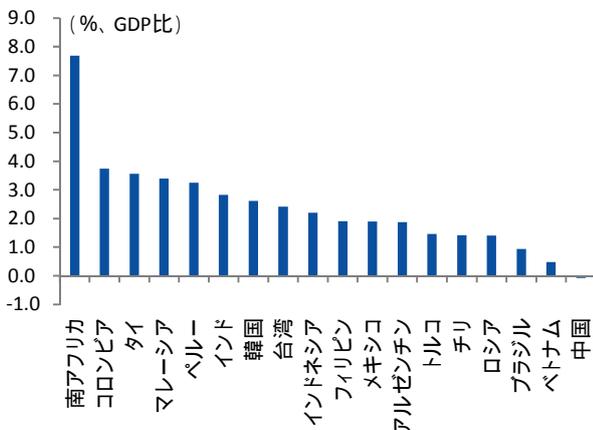
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 前回の VIX 指数急騰局面(15 年 8 月～16 年 3 月)



出所: 米セントルイス連邦準備銀行、みずほ銀行

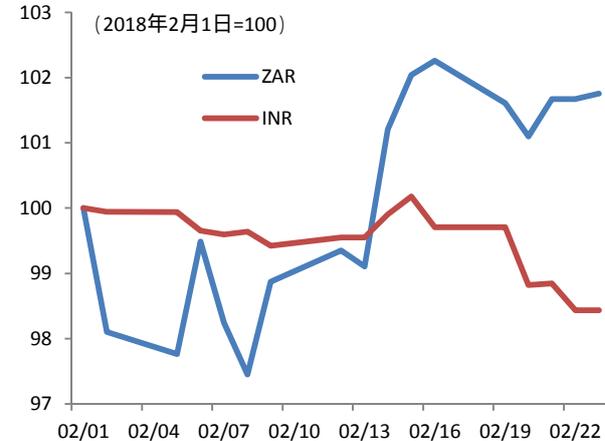
図表 3: ファンドの新興国に対する累積投資額(2010 年初来)



注: 2017 年 12 月時点。名目 GDP は 2016 年の値を使用。

出所: 世界銀行、EPFR Global、みずほ銀行

図表 4: 米株急落後の INR および ZAR の推移

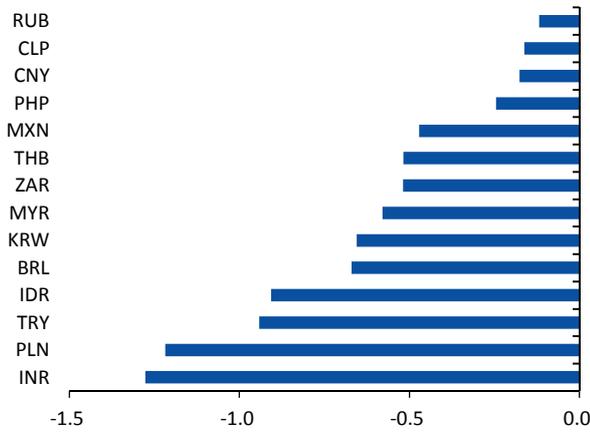


注: 急落前の 2 月 1 日を 100 とした。

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

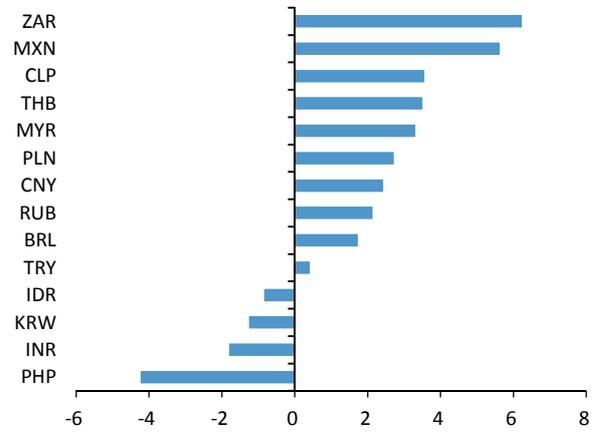
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



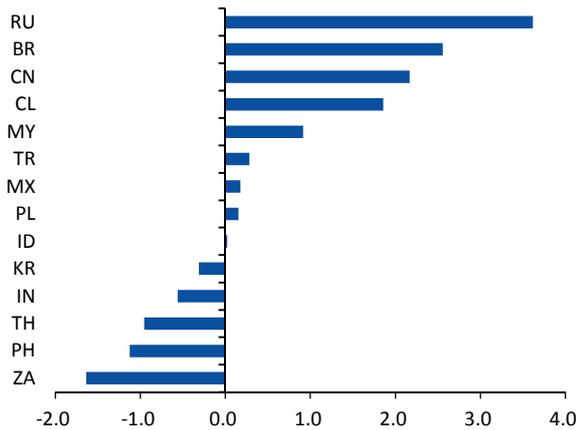
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



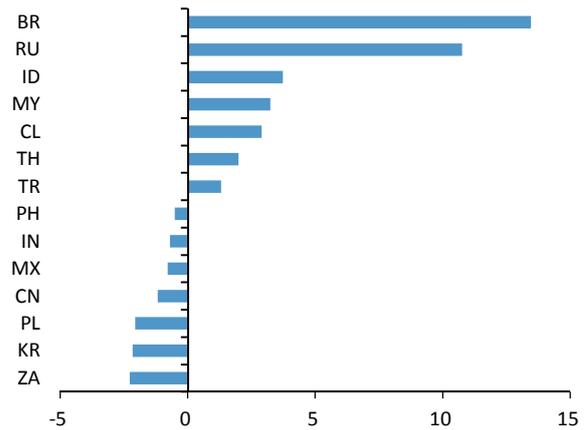
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



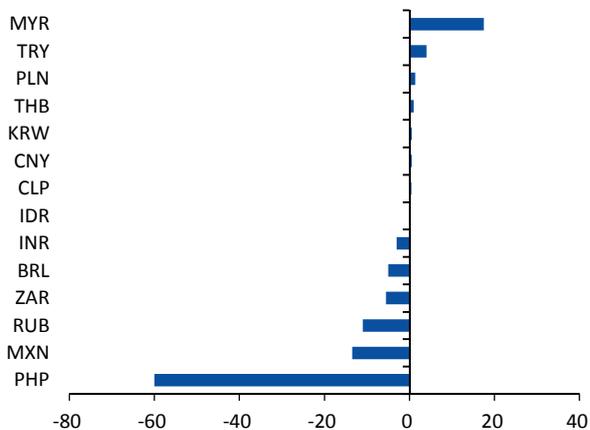
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



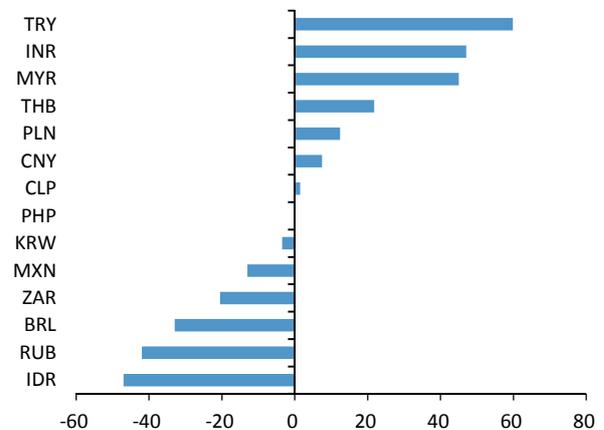
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

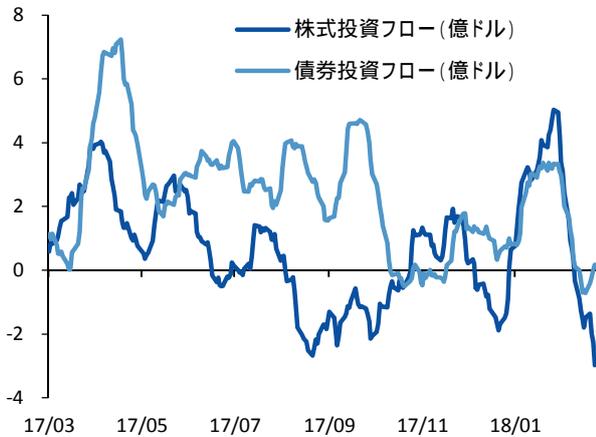
5年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

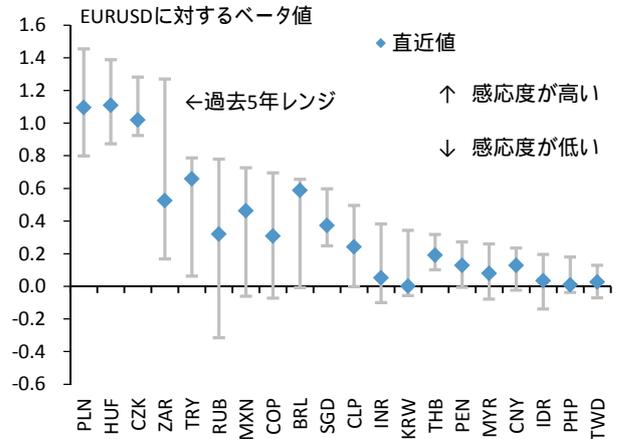
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



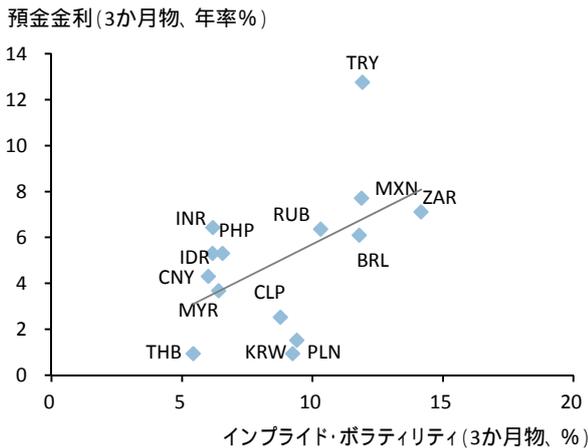
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



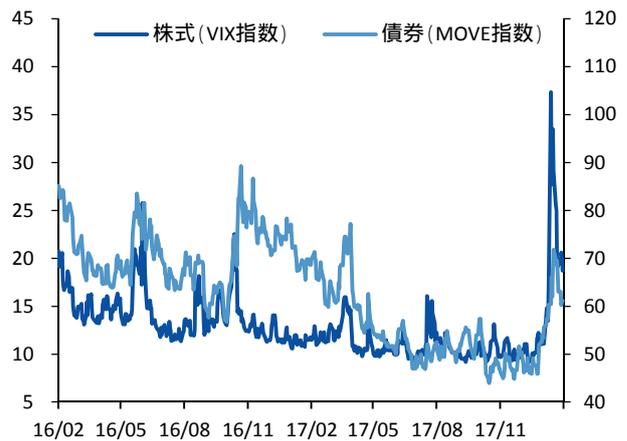
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



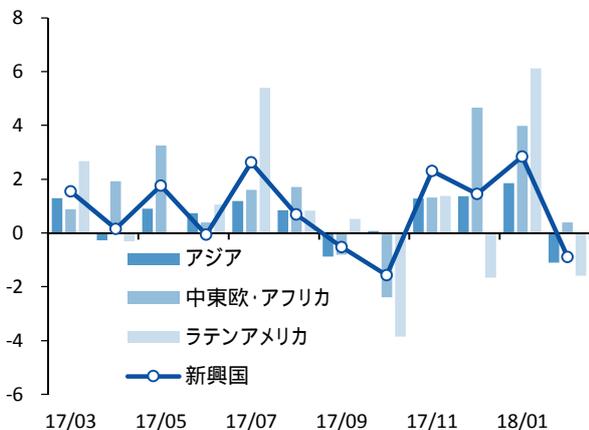
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



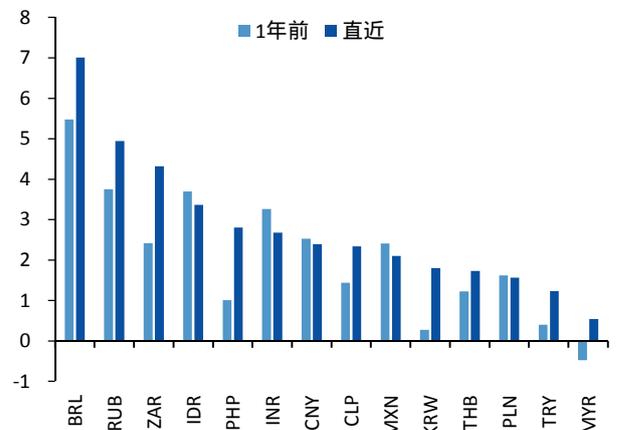
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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 | | | | | | |
| 2月19日 (月) | タイ | GDP(前年比) | 4.3% | 4.0% | 4.3% | -- |
| 19日 (月) | フィリピン | 総合国際収支 | -- | -\$531m | \$917m | -- |
| 21日 (水) | 韓国 | PPI 前年比 | -- | 1.2% | 2.3% | 2.2% |
| 21日 (水) | タイ | 貿易収支(通関ベース) | \$433m | -\$119m | -\$278m | -- |
| 23日 (金) | シンガポール | CPI(前年比) | 0.4% | -- | 0.4% | -- |
| 26-3月2日 (月) | シンガポール | 鉱工業生産(前年比) | 7.8% | -- | -3.9% | -- |
| 26-3月2日 | 韓国 | 百貨店売上高(前年比) | -- | -- | 3.2% | -- |
| 26-3月2日 | フィリピン | 財政収支(フィリピンペソ) | -- | -- | -8.6b | -- |
| 27日 (火) | 韓国 | 韓国銀行7日間レポレート | 1.50% | -- | 1.50% | -- |
| 28日 (水) | 韓国 | 景況判断(製造業) | -- | -- | 77.0 | -- |
| 28日 (水) | 中国 | 非製造業PMI | -- | -- | 55.3 | -- |
| 28日 (水) | 中国 | 製造業PMI | 51.2 | -- | 51.3 | -- |
| 28日 (水) | マレーシア | CPI(前年比) | 2.8% | -- | 3.5% | -- |
| 28日 (水) | タイ | 国際収支:経常収支 | -- | -- | \$3856m | -- |
| 28日 (水) | フィリピン | 銀行貸出動向(前年比) | -- | -- | 18.1% | 18.4% |
| 3月1日 (木) | 韓国 | 貿易収支 | -- | -- | \$3721m | -- |
| 1日 (木) | 中国 | Caixin中国製造業PMI | 51.3 | -- | 51.5 | -- |
| 1日 (木) | インドネシア | CPI(前年比) | -- | -- | 3.3% | -- |
| 1日 (木) | 台湾 | 輸出受注(前年比) | 13.0% | -- | 17.5% | -- |
| 2日 (金) | 韓国 | 鉱工業生産(前年比) | -- | -- | -6.0% | -- |
| 2日 (金) | タイ | CPI(前年比) | -- | -- | 0.7% | -- |
| 2日 (金) | シンガポール | 購買部景気指数 | -- | -- | 53.1 | -- |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | |
| 2月19日 (月) | ロシア | 実質小売売上高(前年比) | 2.4% | 2.8% | 3.1% | -- |
| 19日 (月) | ロシア | 失業率 | 5.3% | 5.2% | 5.1% | -- |
| 19日 (月) | ロシア | 実質賃金(前年比) | 5.0% | 6.2% | 4.6% | 6.2% |
| 19日 (月) | ロシア | PPI 前年比 | 6.4% | 5.0% | 8.4% | -- |
| 21日 (水) | 南ア | CPI(前年比) | 4.4% | 4.4% | 4.7% | -- |
| 22日 (木) | トルコ | 設備稼働率 | -- | 77.8% | 78.2% | -- |
| 28日 (水) | トルコ | 貿易収支 | -- | -- | -9.21b | -- |
| 28日 (水) | トルコ | 外国人観光客(前年比) | -- | -- | 30.8% | -- |
| 28日 (水) | 南ア | PPI 前年比 | -- | -- | 5.2% | -- |
| 28日 (水) | 南ア | 貿易収支(ランド) | -- | -- | 15.7b | -- |
| ラテンアメリカ | | | | | | |
| 2月23日 (金) | ブラジル | IBGEインフレ率IPCA-15(前月比) | 0.4% | -- | 0.4% | -- |
| 23-3月1日 | ブラジル | 税収 | 146086m | -- | 137842m | -- |
| 26日 (月) | ブラジル | 海外直接投資 | -- | -- | \$5407m | -- |
| 26日 (月) | ブラジル | 経常収支 | -- | -- | -\$4327m | -- |
| 26日 (月) | メキシコ | 小売売上高(前年比) | -- | -- | -1.5% | -- |
| 27日 (火) | ブラジル | FGVインフレIGPM(前年比) | -- | -- | -0.4% | -- |
| 27日 (火) | ブラジル | 融資残高 | -- | -- | 3086b | -- |
| 27日 (火) | メキシコ | メキシコ 貿易収支 | -- | -- | -157.0m | -- |
| 28日 (水) | ブラジル | 純債務対GDP比 | -- | -- | 51.6% | -- |
| 3月1-6日 | ブラジル | 貿易収支(月次) | -- | -- | \$2768m | -- |
| 2日 (金) | ブラジル | ブラジル PPI 製造業(前年比) | -- | -- | 3.9% | -- |

注:2018年2月23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GINGアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 6.2861 ~ 6.5362 | 6.3527 | 6.40 | 6.40 | 6.45 | 6.50 | 6.50 |
| 香港ドル | (HKD) | 7.8136 ~ 7.8253 | 7.8243 | 7.80 | 7.78 | 7.76 | 7.76 | 7.76 |
| インドルピー | (INR) | 63.246 ~ 64.111 | 65.045 | 64.3 | 63.8 | 63.2 | 62.0 | 62.8 |
| インドネシアルピア | (IDR) | 13263 ~ 13563 | 13685 | 13450 | 13300 | 13100 | 12900 | 12700 |
| 韓国ウォン | (KRW) | 1057.88 ~ 1074.07 | 1084.25 | 1075 | 1070 | 1065 | 1060 | 1060 |
| マレーシアリング | (MYR) | 3.8663 ~ 4.0660 | 3.9170 | 3.90 | 3.90 | 3.80 | 3.75 | 3.70 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 49.705 ~ 51.515 | 52.128 | 50.6 | 50.0 | 49.7 | 49.4 | 48.5 |
| シンガポールドル | (SGD) | 1.3009 ~ 1.3384 | 1.3191 | 1.33 | 1.35 | 1.33 | 1.32 | 1.32 |
| 台湾ドル | (TWD) | 29.008 ~ 29.754 | 29.263 | 29.60 | 29.50 | 29.40 | 29.30 | 29.30 |
| タイバーツ | (THB) | 31.28 ~ 32.62 | 31.47 | 31.7 | 31.4 | 31.1 | 30.8 | 30.7 |
| ベトナムドン | (VND) | 22683 ~ 22725 | 22715 | 22700 | 22650 | 22580 | 22450 | 22380 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル | (RUB) | 55.5867 ~ 57.9618 | 56.5043 | 58.00 | 60.00 | 62.00 | 63.00 | 61.00 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 11.7971 ~ 12.5461 | 11.6553 | 11.50 | 11.00 | 12.00 | 12.50 | 13.00 |
| トルコリラ | (TRY) | 3.7163 ~ 3.8485 | 3.7832 | 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 | 3.2517 | 3.31 | 3.40 | 3.35 | 3.20 | 3.18 |
| メキシコペソ | (MXN) | 18.3046 ~ 19.7361 | 18.6126 | 19.50 | 19.00 | 18.50 | 18.50 | 18.00 |
| 対円 | | | | | | | | |
| エマーGINGアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 17.098 ~ 17.475 | 16.797 | 16.72 | 16.56 | 16.28 | 15.85 | 15.69 |
| 香港ドル | (HKD) | 13.847 ~ 14.505 | 13.643 | 13.72 | 13.62 | 13.53 | 13.27 | 13.14 |
| インドルピー | (INR) | 1.704 ~ 1.790 | 1.641 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.66 | 1.62 |
| インドネシアルピア | (100IDR) | 0.809 ~ 0.845 | 0.780 | 0.796 | 0.797 | 0.802 | 0.798 | 0.803 |
| 韓国ウォン | (100KRW) | 10.113 ~ 10.681 | 9.880 | 9.95 | 9.91 | 9.86 | 9.72 | 9.62 |
| マレーシアリング | (MYR) | 27.742 ~ 28.395 | 27.383 | 27.44 | 27.18 | 27.63 | 27.47 | 27.57 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 2.110 ~ 2.272 | 2.059 | 2.11 | 2.12 | 2.11 | 2.09 | 2.10 |
| シンガポールドル | (SGD) | 82.33 ~ 85.50 | 80.93 | 80.45 | 78.52 | 78.95 | 78.03 | 77.27 |
| 台湾ドル | (TWD) | 3.709 ~ 3.843 | 3.648 | 3.61 | 3.59 | 3.57 | 3.52 | 3.48 |
| タイバーツ | (THB) | 3.447 ~ 3.525 | 3.392 | 3.38 | 3.38 | 3.38 | 3.34 | 3.32 |
| ベトナムドン | (100VND) | 0.4768 ~ 0.4992 | 0.4699 | 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 | 1.888 | 1.84 | 1.77 | 1.69 | 1.63 | 1.67 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 8.882 ~ 9.226 | 9.160 | 9.30 | 9.64 | 8.75 | 8.24 | 7.85 |
| トルコリラ | (TRY) | 28.595 ~ 30.311 | 28.193 | 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 | 32.835 | 32.33 | 31.18 | 31.34 | 32.19 | 32.08 |
| メキシコペソ | (MXN) | 5.634 ~ 5.974 | 5.735 | 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23日の6時50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(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。