

2018 年 3 月 2 日

The Emerging Markets Weekly

改めて考える米金利上昇・ドル高の影響

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末 2 月 23 日は 21 日に公表された FOMC 議事要旨 (1 月 30~31 日開催分) がタカ派的な内容だったことが意識され、ドルが堅調推移となるも新興国通貨への影響は限定的。週初 26 日、米長期金利が低下したことを背景に新興国通貨は上昇。しかし、ドラギ ECB 総裁が欧州議会で「当局は粘り強く金融緩和を続ける必要がある」「インフレが目標水準に向かっているとの自信を深めているが、基調的インフレが上向き確実な兆候はまだ見られない」と発言したことを背景に対ユーロを中心にドル買い優勢となり、新興国通貨は上げ幅を縮小した。27 日、パウエル FRB 議長の下院における議会証言では FRB は段階的な利上げを実施する方針を堅持すると表明した。また、米景気見通しに対して強気なコメントがみられたため、利上げペース加速に対する思惑が拡がり、米金利とともにドルが上昇すると新興国通貨は値を下げた。28 日、英国の EU 離脱 (Brexit) を巡る不透明感や、週末 3 月 4 日に大連立を問うドイツ社会民主党 (SPD) の議員投票やイタリア総選挙を控えユーロが軟化する動きにドルは上昇し、新興国通貨の大半は小幅に下落した。3 月 1 日にパウエル議長は上院銀行委員会で議会証言を行い、「米景気が過熱している兆候はみられない」と発言するなど、27 日の議会証言よりややハト派寄りの姿勢を示した。さらにトランプ米大統領が鉄鋼とアルミニウムの輸入に対して追加関税を課す方針を明らかにしたことで、米金利は低下しドルは下落。しかしながら、米株が下落しリスクセンチメントが後退したため、新興国通貨は上値重く推移した。

アジア: 27 日にインドネシア中央銀行 (BI) のアグス総裁は、「通貨を安定させるために記録的に積み上がっている外貨準備を使うだろう」と述べた。28 日に BI 高官であるドディ氏は、「世界の金融市場が安定を取り戻せば、国内経済の回復や潤沢な外貨準備を背景に IDR は回復する」との見解を示した。同時に為替・債券市場を過度な変動から守るために BI が今後も「安全措置」を講じると述べた。28 日に発表されたインド 10~12 月期実質 GDP 成長率は前年比 +7.2%と 7~9 月期 (同+6.3%) から加速した。内需が成長率を押し上げた一方、外需はマイナス寄与となった。

中東欧・アフリカ: 26 日に南アフリカのラマポーザ大統領は内閣改造を発表し、注目の財務相にはネネ氏が指名された。同氏は 2 期目のズマ政権においても財務相を務め、財政改革に取り組んでいたが、拡張財政を志向するズマ前大統領と対立し更迭された。ネネ氏が財務相に復帰したことで財政健全化が進むとの期待が高まったものの、今週の ZAR は利食いのフローやドル買いの流れに押されて 11.5 台から 11.9 台まで下落した。

ラテンアメリカ: 25 日から北米自由貿易 (NAFTA) の第 7 回再交渉が始まる中、交渉の難航に対する懸念から MXN は売り優勢となった。

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

大島 由喜

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

市場概観

改めて考える米金利上昇・ドル高の影響

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

2 月 21 日に公表された FOMC 議事要旨 (1 月 30～31 日開催分) では、大多数の参加者が「経済成長に関する一段と力強い見通し」によって、「さらなる漸次的な金融引き締め」が適切との考えを示唆したとの記述が注目を集めた。さらに 27 日の議会証言ではパウエル FRB 議長が「景気見通しは力強さを増してきた」と述べたことから、市場では 2018 年における FOMC メンバーが見込む利上げ回数が 3 回から 4 回に引き上げられる可能性が意識され、議会証言直後の米 2 年国債利回りは一時 2.28%と年初来の高水準を更新し、為替市場はドル高で反応した。

この米金利上昇とドル高が同時に進む展開は、過去において新興国からの大規模な資金流出を招き、その結果として新興国経済の先行きが危ぶまれる事態を多々作り出してきた。記憶に新しい例としては、2016 年 11 月にトランプ氏の大統領選勝利後、米 10 年国債利回りが 1.80%台から 2.60%台まで 80bp 急上昇し、ドルインデックスが 103.63 と 2002 年 11 月以来の高値をつけた局面が挙げられる。

この局面では、他地域の通貨が下落する中でも底堅い動きを見せてきたアジア通貨も下落を免れず、特にマレーシアリンギット (MYR) が値を崩し、一時は通貨危機の可能性が懸念された (2016 年 11 月 24 日付通貨ニュース「[マレーシア:市場で囁かれる「通貨危機」の可能性](#)」)。MYR が急落したのは、アジア諸国の中では国債保有に占める外国人投資家の比率が高かったことや、短期対外債務 (外貨準備比) が高水準であったため、投資資金が海外に流出した際に国内の資金繰りに支障をきたす恐れが強まったことが主因だと推測される。

これらのデータの現状を確認すると、まず国債保有に占める外国人投資家の比率はマレーシアこそ低下したものの、他の国は概ね横ばいであり、インドネシアに至っては上昇傾向にある (図表 1)。図表 1 ではアジア諸国のみ取り上げたが、チェコやルーマニアなどの東欧諸国やコロンビアやペルーといった中南米諸国でも比率は上昇し続けている。

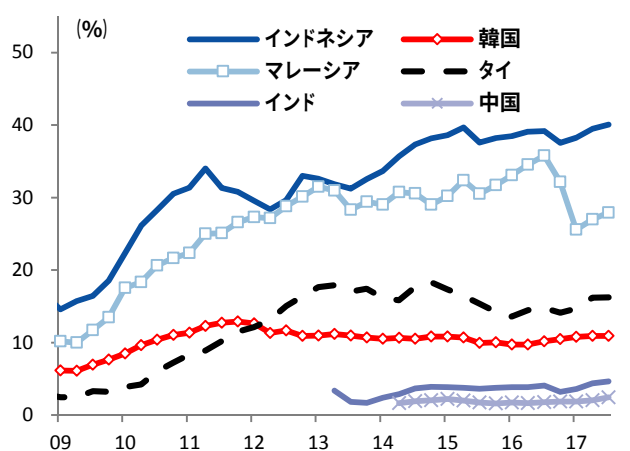
また、対外短期債務 (外貨準備比) について、図表 1 と同じく四半期データを公表しているアジア諸国をみると (図表 2)、マレーシアは 2016 年末から若干低下したものの、安全性の目安となる 100% (対外短期債務と外貨準備が同額) 付近で推移しており、引き続き資金流出が金融危機に繋がりがやすい状態となっている。他の国は横ばい傾向となっており、資金流出に対する耐久性が増しているとはいえない状況にある。これらのデータを踏まえると、米金利上昇・ドル高を背景に資金流出圧力が強まった場合、過去と同様に新興国通貨は大幅安を免れないだろう。

3 月 20～21 日に FOMC の開催が予定されており、メンバーが考える長期的な政策金利 (中立金利) が 2.75%から 3.00%に引き上げられる公算が大きくなっているが、今まで政策金利の上限が米 10 年国債利回りの天井となってきた経緯に鑑みれば、足許の水準 (2.86%) から金利がさらに上昇する余地は小さい。そのため、米金利とドルが上昇し続ける展開は長続きするとは考えがたく、新興国からの大規模な資金流出が起きる可能性は低い。かかる状況下、米金利が頭打ちになるに連れドル買い圧力は後退し、多くの新興国通貨はレンジ内で踏みとどまる展開を予想する。

なお、来週の新興国における主なイベントとしては、6 日（火）に南アフリカ 10～12 月期実質 GDP の発表がある。南アフリカ 10～12 月期実質 GDP 成長率は前年比 +1.3%と 7～9 月期（同+0.8%）から加速すると予想されているものの、ZAR 相場の焦点は近々発表される予定の大手格付け会社による南アフリカのソブリン格付けであるため、相場への影響は限定的となるだろう。

金融政策に関しては、7 日（水）にマレーシア中央銀行（BNM）およびトルコ中央銀行（CBRT）の金融政策決定会合が予定されている。マレーシア経済が堅調に推移し、インフレ率は低下している中、BNM は政策金利を据え置く公算が大きい。また、CBRT も、トルコの 1 月消費者物価指数（CPI）上昇率が前年比+10.35%と 2 か月連続で減速していることから、現状の金融政策を維持するだろう。そのため、両金融政策決定会合の結果が市場に注目される可能性は低いと考える。

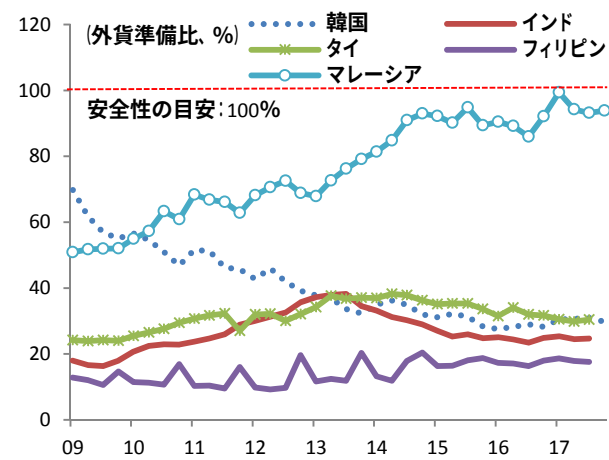
図表 1: 国債保有に占める外国人投資家の比率 (%)



注: 2017 年 9 月末基準。

出所: IIF、みずほ銀行

図表 2: 短期対外債務 (外貨準備比)

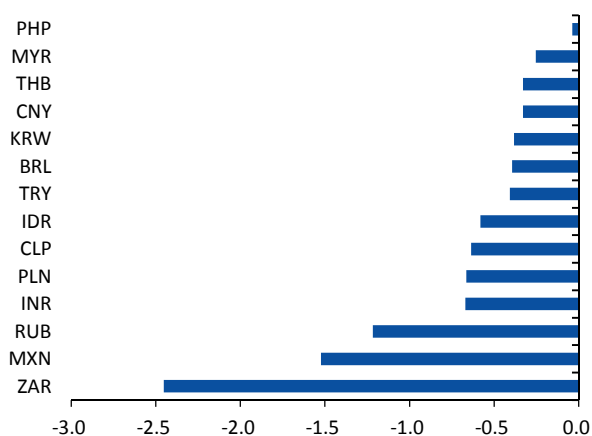


注: 韓国およびマレーシアは 2017 年 12 月末基準、その他の国は 2017 年 9 月末基準。

出所: 各国中銀、みずほ銀行

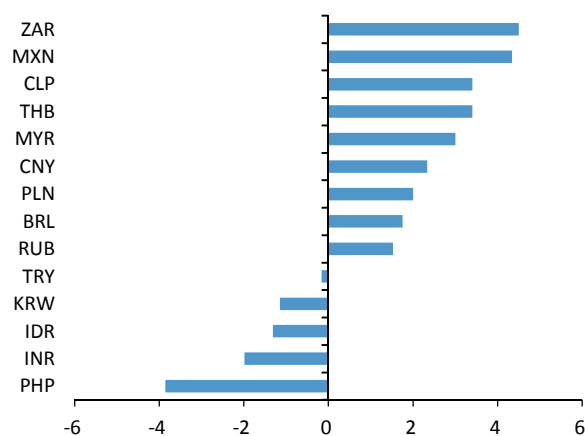
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



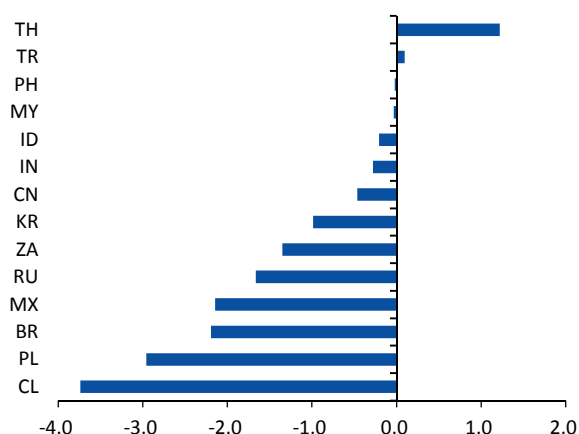
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



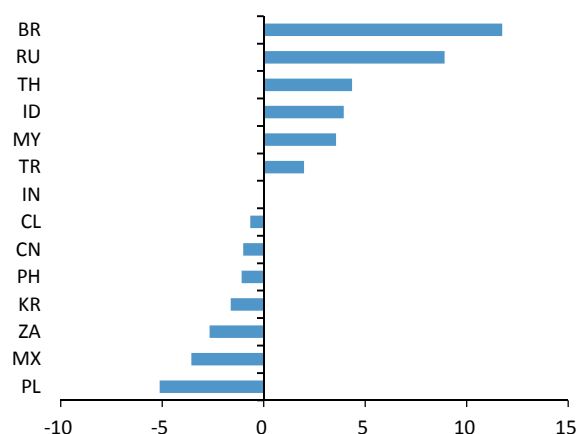
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



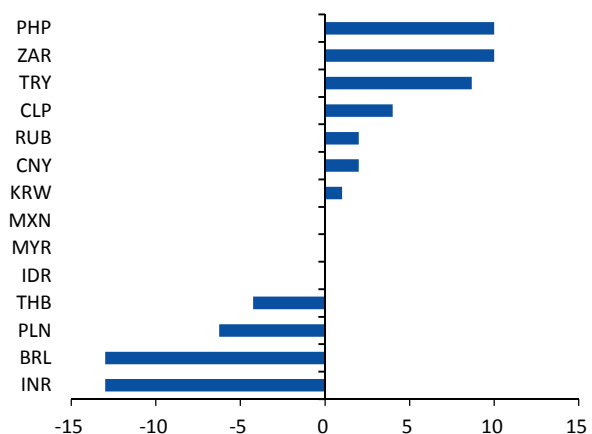
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



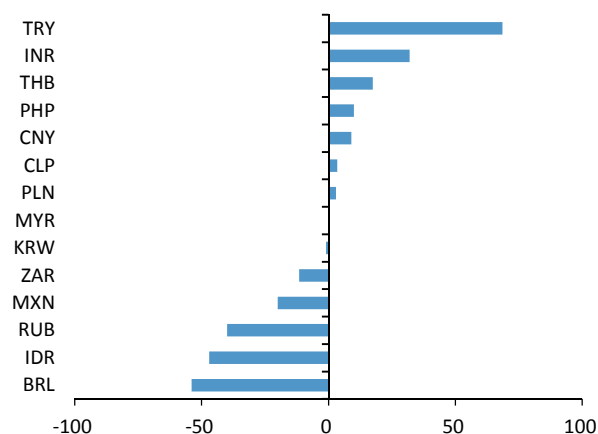
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

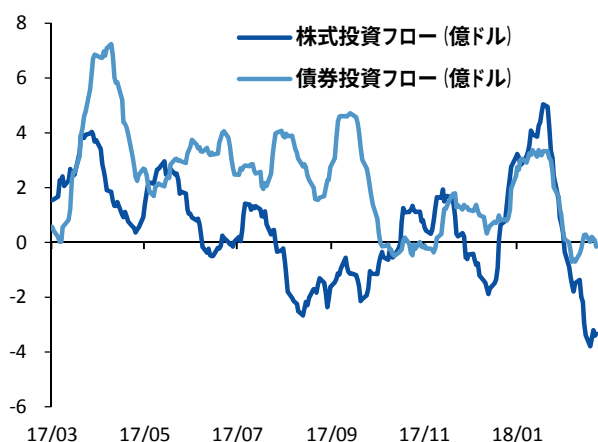
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

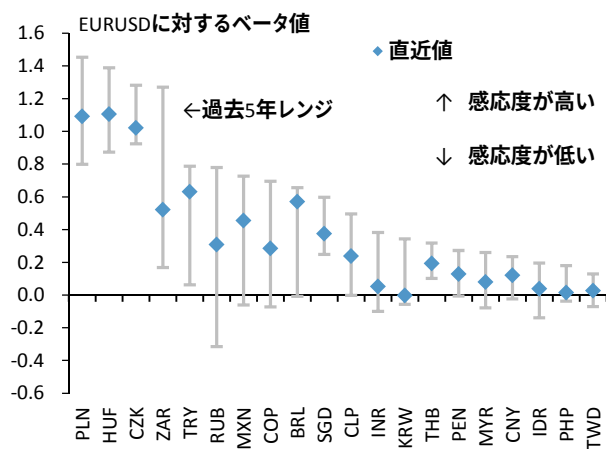
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4週間移動平均)



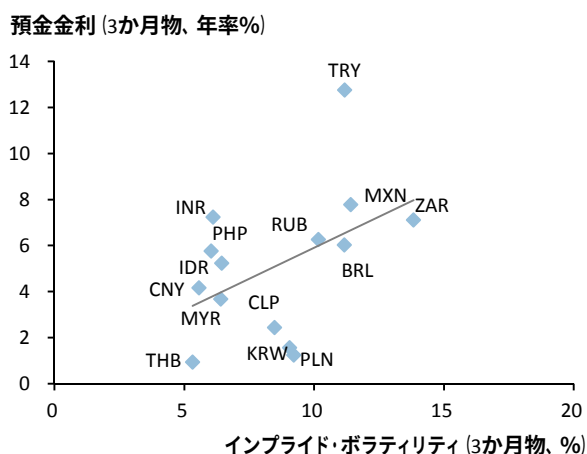
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



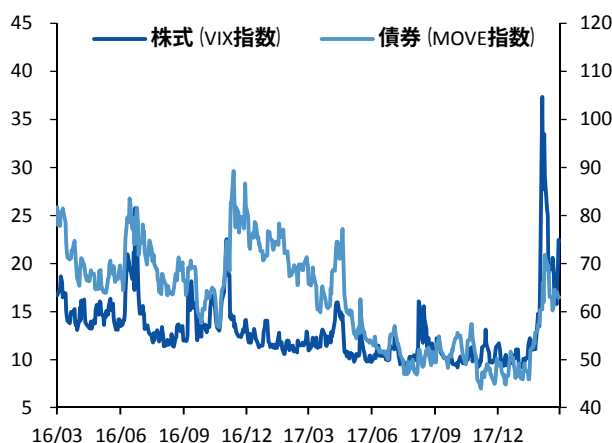
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



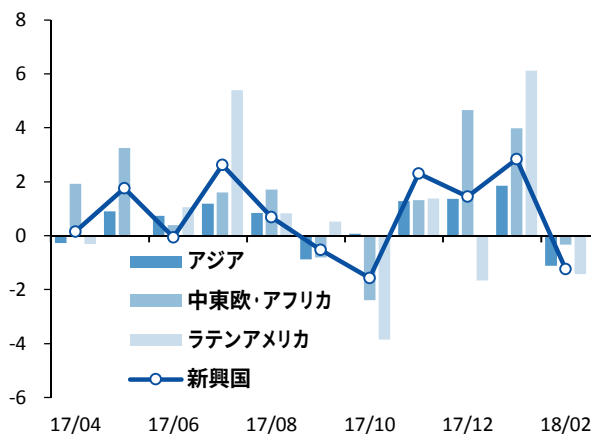
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



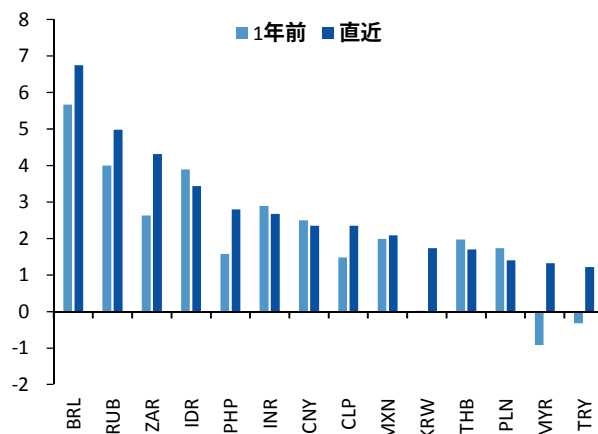
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

新興国現地通貨建て国債月次パフォーマンス (%)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、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26日 (月)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	7.5%	17.9%	-3.9%	-3.4%
27日 (火)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.50%	1.50%	--
27日 (火)	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	-9.6%	3.2%	--
28日 (水)	韓国	景況判断(製造業)	--	82	77	--
28日 (水)	中国	非製造業PMI	55.0	54.4	55.3	--
28日 (水)	中国	製造業PMI	51.1	50.3	51.3	--
28日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	2.8%	2.7%	3.5%	--
28日 (水)	タイ	国際収支:経常収支	\$4400m	\$5211m	\$3856m	--
3月1日 (木)	韓国	貿易収支	\$2391m	\$3311m	\$3721m	--
1日 (木)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.3	51.6	51.5	--
1日 (木)	インドネシア	CPI(前年比)	3.3%	3.2%	3.3%	--
2日 (金)	韓国	鉱工業生産(前年比)	1.7%	4.6%	-6.0%	-4.6%
2日 (金)	タイ	CPI(前年比)	0.7%	--	0.7%	--
2日 (金)	シンガポール	購買部景気指数	53.1	--	53.1	--
5日 (月)	中国	Caixin中国PMIサービス業	54.3	--	54.7	--
5日 (月)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	7.30b	7.25b
6日 (火)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$4092.3m	--
6日 (火)	韓国	CPI(前年比)	1.2%	--	1.0%	--
6日 (火)	フィリピン	CPI(前年比)	--	--	4.0%	--
7日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	--	--	3.25%	--
8日 (木)	中国	貿易収支	--	--	\$20.34b	\$20.35b
9日 (金)	フィリピン	貿易収支	--	--	-\$4017m	--
9日 (金)	中国	PPI 前年比	3.8%	--	4.3%	--
9日 (金)	中国	CPI(前年比)	2.3%	--	1.5%	--
中東欧・アフリカ						
2月28日 (水)	トルコ	貿易収支	-9.10b	-9.07b	-9.21b	-9.23b
28日 (水)	南ア	PPI 前年比	5.1%	5.1%	5.2%	--
28日 (水)	南ア	貿易収支(ラント)	-1.7b	-27.7b	15.7b	15.3b
3月5日 (月)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	10.4%	--
5日 (月)	トルコ	PPI 前年比	--	--	12.1%	--
6日 (火)	南ア	GDP(年率/前期比)	1.8%	--	2.0%	--
6-7日	ロシア	CPI(前年比)	2.3%	--	2.2%	--
7日 (水)	トルコ	指標レポレート	--	--	8.00%	--
7日 (水)	トルコ	翌日物貸出金利	--	--	9.25%	--
7日 (水)	トルコ	翌日物借入金利	--	--	7.25%	--
ラテンアメリカ						
2月26日 (月)	ブラジル	経常収支	-\$4991m	-\$4310m	-\$4327m	--
26日 (月)	メキシコ	小売売上高(前年比)	-0.5%	-2.0%	-1.5%	--
27日 (火)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	-0.5%	-0.4%	-0.4%	--
27日 (火)	ブラジル	融資残高	--	3066b	3086b	3091b
27日 (火)	メキシコ	貿易収支	-3441.0m	-4408.3m	-157.0m	--
3月1日 (木)	ブラジル	純債務対GDP比	51.7%	51.8%	51.6%	--
1-6日	ブラジル	貿易収支(月次)	\$4900m	--	\$2768m	--
6日 (火)	ブラジル	ブラジル 鉱工業生産(前年比)	--	--	4.3%	--
8日 (木)	メキシコ	メキシコ CPI(前年比)	--	--	5.6%	--

注:2018 年 3 月 2 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、その正確性を全般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 1～2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)	6.2525 ～ 6.5362	6.3582	6.40	6.35	6.40	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ～ 7.8298	7.8281	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ～ 65.314	65.166	65.0	64.0	65.5	63.8	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ～ 13817	13748	13550	13300	13500	13000	12900
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ～ 1098.59	1086.28	1080	1070	1065	1060	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8663 ～ 4.0660	3.9285	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ～ 52.490	51.930	51.9	52.5	52.5	51.8	51.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ～ 1.3384	1.3229	1.32	1.31	1.34	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ～ 29.754	29.319	29.40	29.30	29.20	29.10	29.10
タイバーツ	(THB)	31.19 ～ 32.62	31.53	31.3	31.0	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22680 ～ 22765	22743	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ～ 58.7668	56.8075	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ～ 12.5461	11.8955	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ～ 3.8485	3.8073	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 ～ 3.3172	3.2515	3.25	3.33	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046 ～ 19.7361	18.8413	19.50	20.00	19.50	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.643 ～ 17.543	16.848	16.56	16.54	16.25	15.97	15.81
香港ドル	(HKD)	13.495 ～ 14.505	13.574	13.52	13.39	13.28	13.17	13.06
インドルピー	(INR)	1.635 ～ 1.790	1.638	1.63	1.64	1.59	1.61	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ～ 0.845	0.772	0.782	0.789	0.770	0.792	0.791
韓国ウォン	(100KRW)	9.790 ～ 10.681	9.817	9.81	9.81	9.77	9.72	9.62
マレーシアリングギ	(MYR)	26.863 ～ 28.395	27.207	27.18	26.92	27.37	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.021 ～ 2.272	2.057	2.04	2.00	1.98	1.99	2.00
シンガポールドル	(SGD)	80.12 ～ 85.50	80.33	80.30	80.15	77.61	78.03	78.46
台湾ドル	(TWD)	3.621 ～ 3.843	3.624	3.61	3.58	3.56	3.54	3.51
タイバーツ	(THB)	3.367 ～ 3.525	3.371	3.39	3.39	3.34	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4650 ～ 0.4992	0.4672	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.839 ～ 1.993	1.870	1.83	1.75	1.68	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882 ～ 9.293	8.938	9.22	9.55	8.67	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	27.820 ～ 30.311	27.901	27.18	26.25	25.37	25.43	25.82
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.319 ～ 35.131	32.678	32.62	31.53	31.04	32.19	32.08
メキシコペソ	(MXN)	5.616 ～ 5.981	5.640	5.44	5.25	5.33	5.57	5.67

注：1.実績の欄は 2018 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 2 日の 7 時 15 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 (3 月 1 日発行)』および『中期為替相場見通し (2018 年 2 月 28 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。