

2018 年 4 月 27 日

The Emerging Markets Weekly

厳しくなる新興国通貨の先行き

新興国市場: 今週の新興国通貨は下落した。先週末、イングランド銀行(中央銀行、BOE)のカーニー総裁とドラギ ECB 総裁は経済指標の結果が芳しくないことから利上げを急がないことを示唆すると GBP と EUR が軟化しドルが上昇する中、新興国通貨は値を下げた。週初 21 日に北朝鮮が大陸弾道ミサイル(ICBM)実験の停止と核実験施設の廃棄を表明したことや、米 4 月製造業 PMI と 3 月中古住宅販売の市場予想を上回る結果、および米長期金利の上昇を背景にドル買い優勢となり、新興国通貨は軟調に推移した。24 日は発表された米経済指標(3 月新築住宅販売、4 月消費者信頼感指数)が市場予想を上回ったことに加え、米 10 年債金利が 2014 年 1 月以来となる 3% 台まで上昇したことを受けドル相場は堅調に推移したが、新興国通貨はまちまちな値動きとなった。25 日は米 10 年国債金利が前日に続き上昇しドル買いの流れも継続したため、新興国通貨は売り優勢の展開となった。26 日に開催された ECB 政策理事会では市場予想通り政策金利は据え置かれた。ドラギ総裁は会見で「インフレの上向きトレンドの確信がない」と述べたことが EUR を下押ししたが、新興国通貨は小幅な値動きにとどまった。

アジア: 26 日に発表された韓国 1~3 月期 GDP は前期比+1.1%と 2017 年 10~12 月期(同▲0.2%)からプラスに転じたが、市場予想通りの結果だったため KRW への影響は限定的だった。むしろ米ハイテク株が軟調に推移する中、外国人投資家による韓国株式の売りフローが膨らんだ影響のほうが大きく、KRW は軟調に推移した。

中東欧・アフリカ: 米金利上昇やトランプ米大統領がイラン核合意を破棄する可能性を示唆したため、リスク回避の動きから ZAR は大幅に売られた。週央に原油価格が軟化したことに加え、米金利上昇を背景に RUB は値を下げた。25 日にトルコ中央銀行(CBRT)は金融政策会合を開催し、実質的な政策金利である時間外流動性貸出(Late Liquidity Window: LLW)を 75bp 引き上げ 13.50%とした。市場予想(50bp 引き上げ)を上回る金融引き締めを受けて、TRY は底堅く推移した。

ラテンアメリカ: ブラジル大統領選において未だに主要政党からの立候補者が固まっておらず、情勢が非常に流動的となっていることに加え、米金利が上昇したことを背景に BRL は大きく値を下げた。北米自由貿易協定(NAFTA)を巡る再交渉は暫定合意に向けて議論が進みつつあると報じられたものの、メキシコ大統領選における支持率でトップを走るオブラドール候補がペニャニエト現政権から政策を転換するリスクが意識され MXN は軟調に推移した。

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

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

厳しくなる新興国通貨の先行き

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

1～3 月期は堅調に推移していた新興国通貨だが、4 月は多くの通貨が大きく値を下げた。米国からロシア高官・企業への経済制裁を受けて RUB は 2016 年 11 月以来の水準まで急落し、ブラジル大統領選を巡る先行き不透明感の強まりから BRL も 2016 年 6 月以来の安値をつけた。また、シリア情勢の緊迫化を手掛かりに TRY は史上最安値を更新している。

こうした個別に悪材料を抱えている通貨が値崩れするのは 1～3 月期も同様であったが、4 月の特徴として INR、IDR、ZAR といった特に懸念視されるような情勢にない通貨も年初来安値を更新、ないしは安値付近まで値を下げたことが挙げられる。

背景にあるのは米金利上昇だ。1～3 月期は米財務省による短期国債増発の影響などを受けて短期金利が大幅に上昇したが、4 月は米 10 年国債利回りが節目と見られる 3.0% を一時上抜けるなど長期金利も上昇した。長期金利の上昇については様々な原因が想定し得るが、4 月に入り商品価格が騰勢を強める中で市場参加者のインフレ見通しを示すブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) が上昇していることから (図表 1)、商品価格の上昇を受けたインフレ期待の高まりが米長期金利を押し上げたという解釈が可能であろう。

商品価格が騰勢を強めたきっかけは、4 月 6 日に米国がロシアに対して発動した経済制裁である。同制裁には世界のアルミ地金生産量の 1 割を占めると言われるロシアのアルミ大手も対象に含まれていたため、市場に出回るアルミ地金量が大きく減少するとの思惑からアルミ先物価格は急騰 (図表 2)。また、トランプ米政権がシリアのアサド政権やイランに対して強硬姿勢を示していることを背景に中東情勢の悪化とそれに伴う原油供給量の減少に対する懸念から原油価格が上昇したことも、商品価格全体を押し上げる要因となった。

23 日にムニューシン米財務長官がロシアのアルミ大手と米企業の取引に関しては制裁発動を 10 月 23 日まで遅らせると発表したことから、足許のアルミ先物価格は急落。また、米エネルギー情報局 (EIA) の予測に基づけば、米国を中心に今後は原油供給量が増えることから、需給バランスは供給超過に傾いていく見込みだ (図表 3)。かかる状況下、今後は商品価格が伸び悩むことにより米国のインフレ期待は後退し、米長期金利上昇には歯止めがかかることから、5 月の新興国通貨は下げ幅を縮小していくだろう。

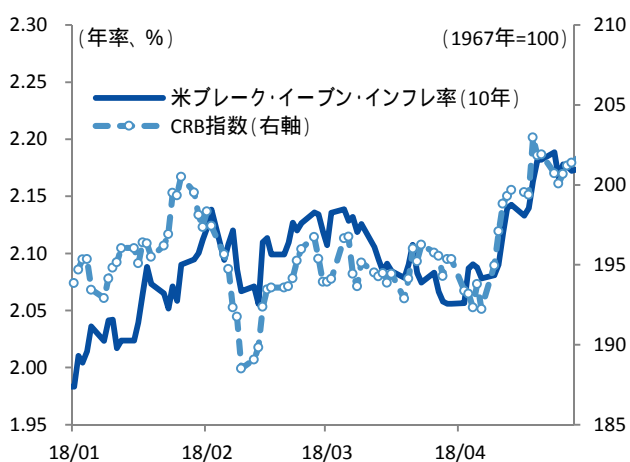
もっとも、年末までを見通せば新興国通貨の先行きは厳しい。米財務省は納税時期にあたる 4～6 月期は資金繰りの改善が見込まれるため、国債発行額を 1～3 月期から減少させるとしている。但し、税制改革の影響から財政赤字は大幅に拡大すると予測されている中 (図表 4)、年を通してみれば米債発行額の増額は不可避な情勢である。

2017 年とは異なり、現在は FRB のバランスシート縮小が進む中での国債増発となるため資金市場における流動性が低下しやすく、3 月にみられたように短期金利上昇やクレジットスプレッド拡大圧力が増す可能性が高い。そうなれば、新興国の債券価格にも下押し圧力が強まるだろう。

バリエーションの観点から新興国債券に投資妙味が大きければ危惧する事態ではないが、新興国の社債と米国国債の利回り差は歴史的に低水準にあるなど(図表 5)、現在の新興国債券は割高感が強く、流動性が乏しくなった場合は下落(金利は上昇)するリスクが大きい。実際、ファンドの新興国への投資フローを確認すると株式に対する流入は続く一方、債券は流出超となる月が増えており、既に投資家は新興国債券市場から資金を引き揚げつつあることを示唆している(図表 6)。

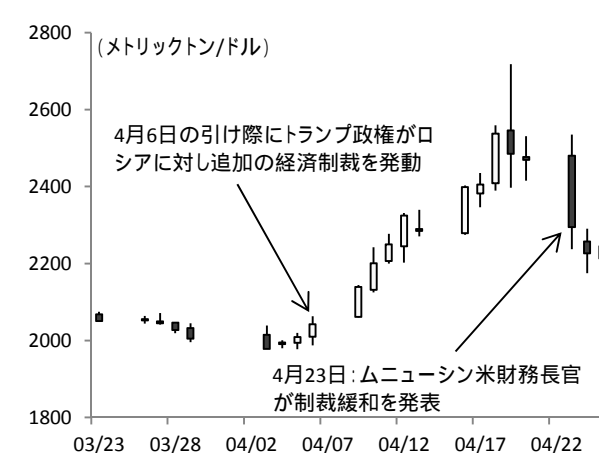
こうした状況を踏まえると、米金融市場の流動性が乏しくなるに連れ、新興国債券市場に関する投資フローは流出傾向となる恐れが強いと言えよう。経常黒字国の通貨は実需による下支えが期待できるため、ある程度持ちこたえることができるだろうが、そうでない通貨は徐々に下値を切り下げていく展開を予想する。

図表 1: 米 10 年 BEI および CRB 指数



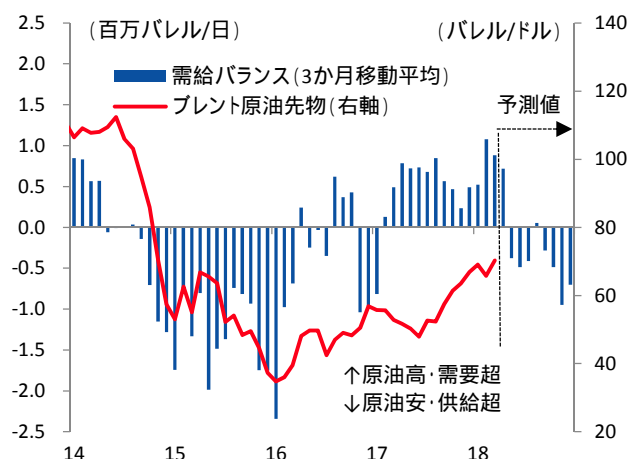
出所: トムソン・ロイター、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: LME アルミニウム先物価格



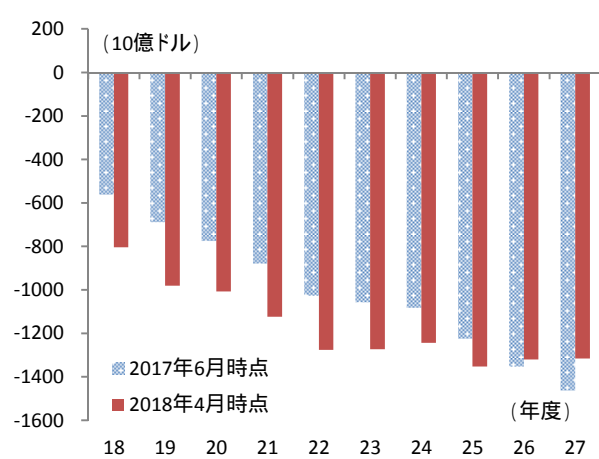
出所: LME、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 3: 原油に係る需給バランスとブレント原油先物



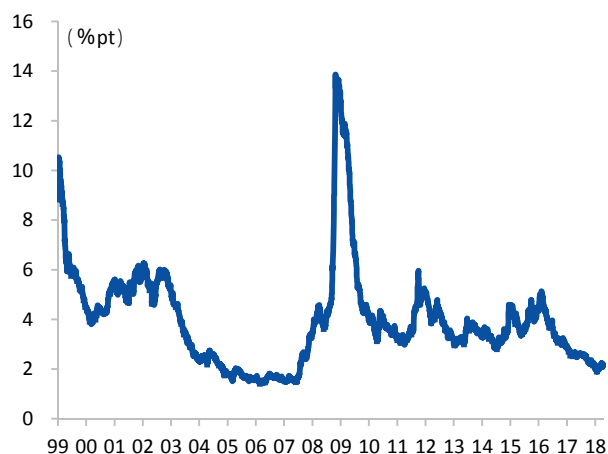
出所: 米エネルギー情報局、ICE、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 米財政赤字見通し額



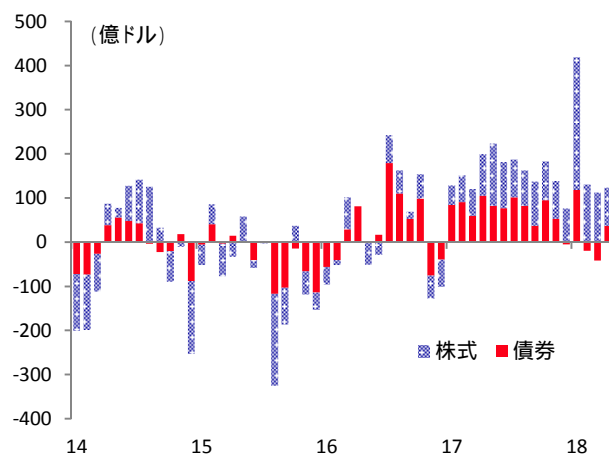
注: 米政府の会計年度は前年 10 月～9 月。

出所: 米議会予算局(CBO)、みずほ銀行

図表 5:新興国の社債スプレッド(対米国国債)


注: 上図はオプション価値調整(OAS)後の数値。

出所: ICE、フィラデルフィア米地区連銀、みずほ銀行

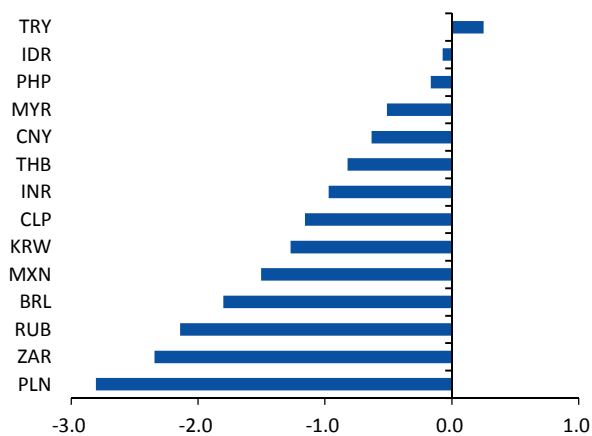
図表 6:ファンドの新興国に対する投資フロー(月次)


注: 4 月は 23 日までの暫定値。

出所: EPFR Global、みずほ銀行

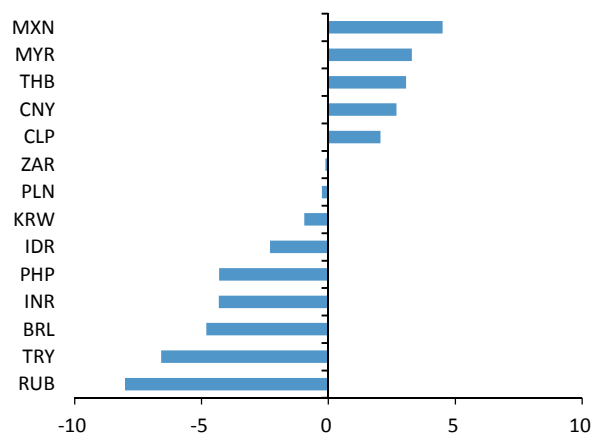
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



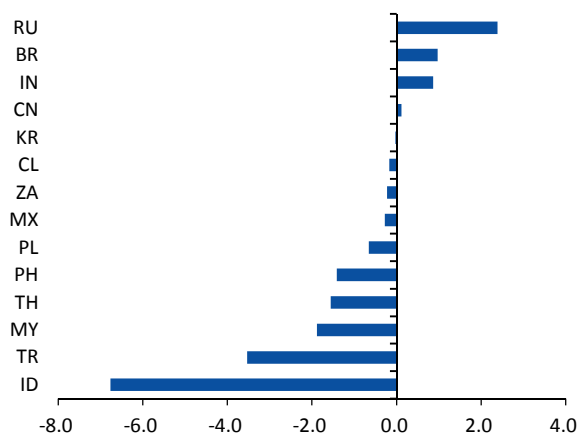
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



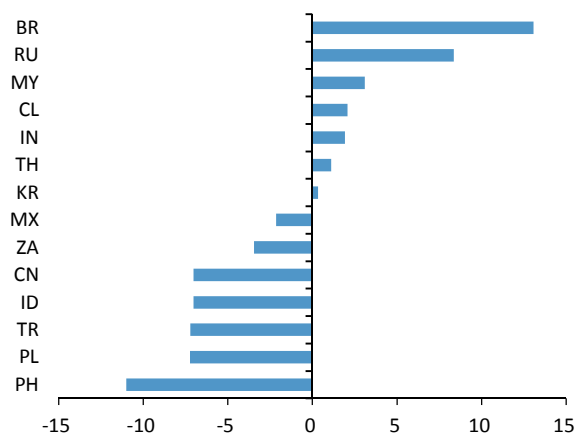
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



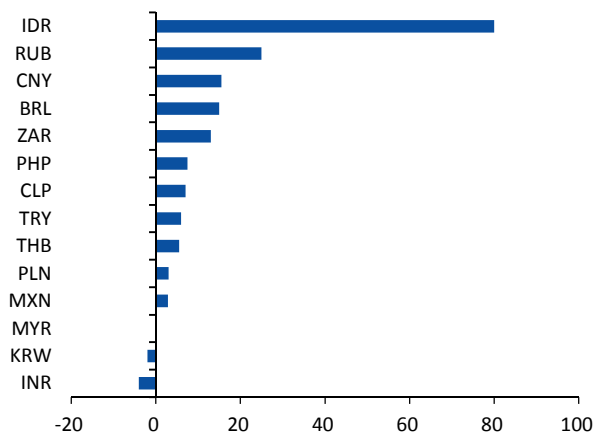
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



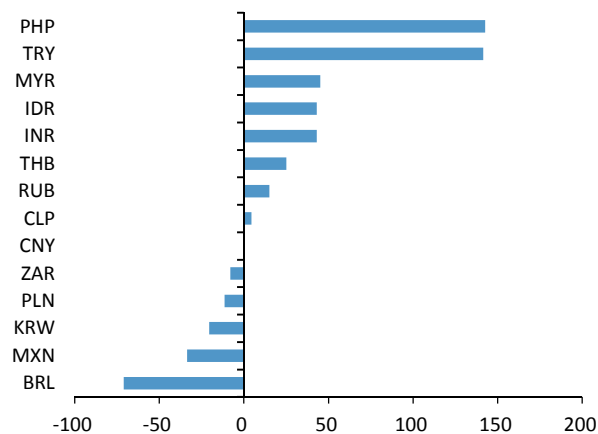
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

5 年物スワップレート週間変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

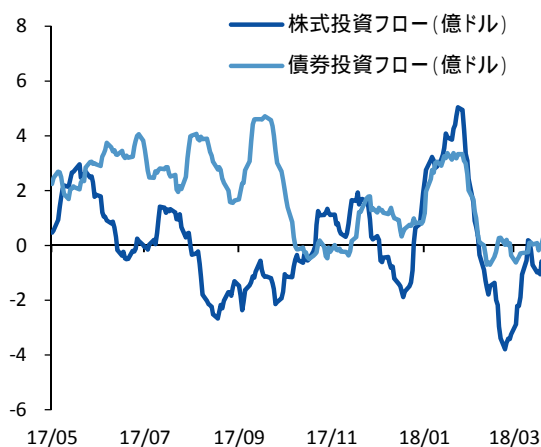
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

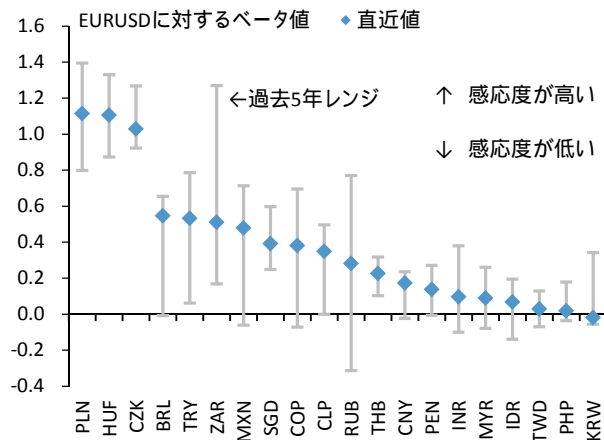
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



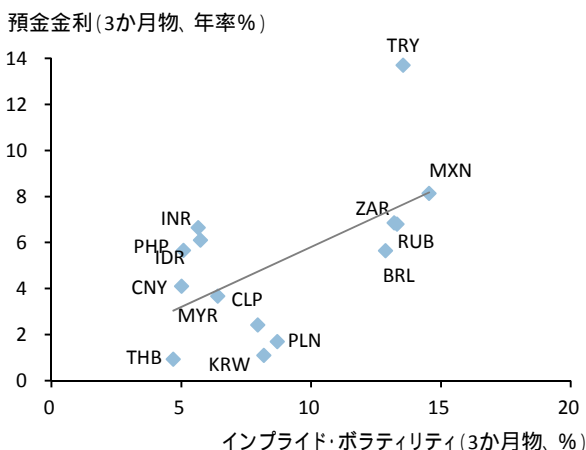
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



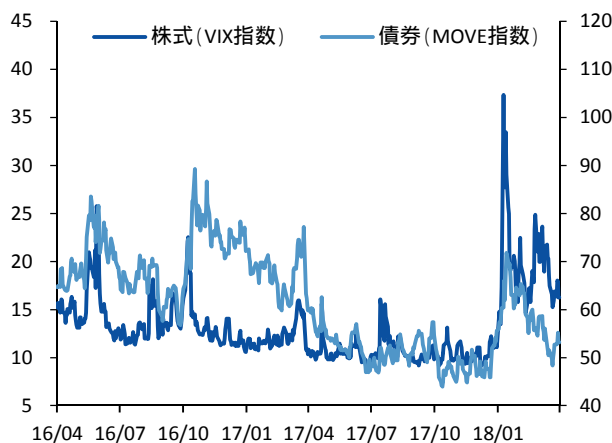
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



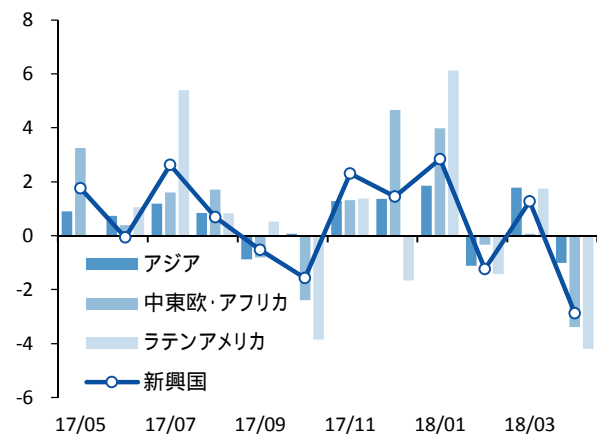
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



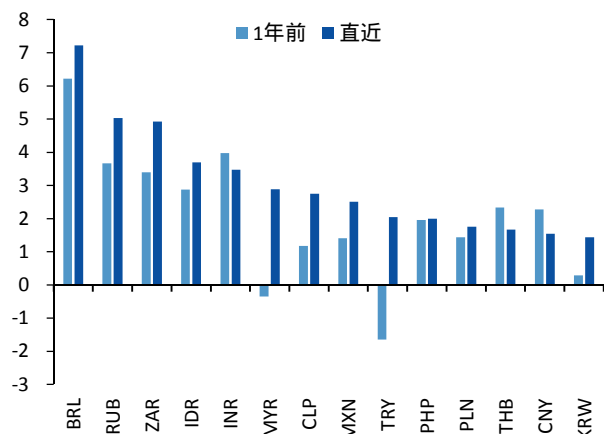
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
4月23日 (月)	タイ	貿易収支(通関ベース)	\$660m	\$1268m	\$808m	--
23日 (月)	シンガポール	CPI(前年比)	0.5%	0.2%	0.5%	--
23日 (月)	台湾	鉱工業生産(前年比)	2.1%	3.1%	-1.9%	-2.2%
24日 (火)	フィリピン	財政収支(フィリピンペソ)	--	-110.7b	-61.7b	--
26日 (木)	韓国	GDP(季調済/前期比)	1.1%	1.1%	-0.2%	--
26日 (木)	シンガポール	鉱工業生産(前年比)	5.7%	5.9%	8.9%	6.7%
27日 (金)	韓国	景況判断(製造業)	--	81	78	--
27日 (金)	台湾	GDP(前年比)	3.2%	--	3.3%	--
30日 (月)	韓国	鉱工業生産(前年比)	--	--	-6.4%	--
30日 (月)	中国	非製造業PMI	54.5	--	54.6	--
30日 (月)	中国	製造業PMI	51.3	--	51.5	--
30日 (月)	タイ	国際収支:経常収支	--	--	\$6157m	--
30日 (月)	フィリピン	銀行貸出動向(前年比)	--	--	17.6%	--
30-5月4日	韓国	百貨店売上高(前年比)	--	--	8.9%	--
1日 (火)	韓国	貿易収支	--	--	\$6865m	--
1日 (火)	タイ	CPI(前年比)	0.9%	--	0.8%	--
2日 (水)	韓国	CPI(前年比)	--	--	1.3%	--
2日 (水)	中国	Caixin中国製造業PMI	51.0	--	51.0	--
2日 (水)	インドネシア	CPI(前年比)	--	--	3.4%	--
4日 (金)	韓国	国際収支:経常収支	--	--	\$4027.3m	--
4日 (金)	マレーシア	貿易収支MYR	--	--	9.02b	--
中東欧・アフリカ						
4月24日 (火)	トルコ	設備稼働率	--	77.3%	77.8%	--
25日 (水)	トルコ	指標レポート	8.00%	8.00%	8.00%	--
25日 (水)	トルコ	翌日物貸出金利	9.25%	9.25%	9.25%	--
25日 (水)	トルコ	翌日物借入金利	7.25%	7.25%	7.25%	--
25日 (水)	トルコ	時間外流動性貸出金利	13.25%	13.50%	12.75%	--
27日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
30日 (月)	トルコ	貿易収支	--	--	-5.76b	--
30日 (月)	トルコ	外国人観光客(前年比)	--	--	0.3	--
30日 (月)	南ア	貿易収支(ランド)	5.0b	--	0.4b	--
5月3日 (木)	トルコ	CPI(前年比)	--	--	10.2%	--
3日 (木)	トルコ	PPI 前年比	--	--	14.3%	--
4-7日	ロシア	CPI(前年比)	--	--	2.4%	--
ラテンアメリカ						
4月25日 (水)	メキシコ	小売売上高(前年比)	0.4%	1.2%	0.5%	--
25日 (水)	ブラジル	経常収支	-\$100m	\$798m	\$283m	\$290m
25日 (水)	ブラジル	海外直接投資	\$4500m	\$6539m	\$4743m	--
26日 (木)	ブラジル	融資残高	--	3082b	3062b	--
27日 (金)	ブラジル	FGVインフレIGPM(前年比)	1.8%	--	0.2%	--
27日 (金)	メキシコ	貿易収支	338.1m	--	1062.4m	--
30日 (月)	ブラジル	純債務対GDP比	--	--	52.0%	--
5月2-8日	ブラジル	貿易収支(月次)	--	--	\$6281m	--
3日 (木)	ブラジル	鉱工業生産(前年比)	--	--	2.8%	--

注: 2018 年 4 月 27 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 1～3月 (実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.3365	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8494	7.8458	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	66.755	64.0	65.5	63.8	62.8	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13891	13650	13850	13300	13100	13100
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1080.85	1070	1060	1050	1050	1055
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8563 ~ 4.0660	3.9177	3.90	4.08	3.85	3.78	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.111	52.5	53.3	51.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3276	1.32	1.34	1.32	1.30	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.711	29.30	29.00	28.70	28.70	28.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.61	31.0	31.1	30.8	30.7	30.6
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22826	22768	22850	23000	22900	22780	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	62.7328	60.00	62.00	63.00	61.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	12.3906	11.00	12.00	12.50	13.00	12.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.0361	4.0675	4.00	3.90	4.00	4.10	4.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3446	3.4753	3.33	3.35	3.20	3.19	3.17
メキシコペソ	(MXN)	18.1598 ~ 19.7361	18.8208	18.50	19.00	18.50	17.50	17.50
対円								
エマーシングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.261	16.38	15.94	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.934	13.27	13.01	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.638	1.63	1.56	1.57	1.59	1.58
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.787	0.762	0.736	0.752	0.763	0.748
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.144	9.72	9.62	9.52	9.52	9.29
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.914	26.67	25.00	25.97	26.46	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.099	1.98	1.91	1.93	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.34	78.79	76.12	75.76	76.92	75.97
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.680	3.55	3.52	3.48	3.48	3.40
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.458	3.35	3.28	3.25	3.26	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4802	0.46	0.44	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.825 ~ 1.993	1.744	1.73	1.65	1.59	1.64	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	8.762 ~ 9.293	8.824	9.45	8.50	8.00	7.69	7.84
トルコリラ	(TRY)	25.926 ~ 30.311	26.861	26.00	26.15	25.00	24.39	23.33
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	31.550 ~ 35.131	31.457	31.23	30.45	31.25	31.35	30.91
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.809	5.62	5.37	5.41	5.71	5.60

注: 1. 実績の欄は 2018 年 3 月 30 日まで。SPOT は 4 月 27 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 (4 月 2 日発行)』および『中期為替相場見通し (3 月 29 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。