

2018 年 6 月 15 日

The Emerging Markets Weekly

新興国におけるドル建て債務の状況/米朝 首脳会談レビュー

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が下落した。先週末の 8 日は同日開催の G7 首脳会議(～9 日)において米国の保護主義的な通商政策を巡り協議は難航し共同声明の取り纏めも困難になるのではないかと懸念を受けて、新興国通貨は大半が小幅に下落した。週初 11 日は G7 首脳会議で通商政策を巡り米国と他の 6 か国の意見が対立し、トランプ大統領が共同宣言を承認しないことを表明すると新興国通貨は値を下げた。12 日は史上初となる米朝首脳会談が開催され、トランプ米大統領と金正恩朝鮮労働党委員長が合意文書に署名した。しかしながら、文章には非核化に向けた具体案が記載されなかったことから市場のリスクセンチメントは大きく改善せず、新興国通貨はレンジ内での推移となった。その後は翌日の FOMC において利上げが確実視される中、「パウエル FRB 議長が全ての FOMC 会合後に記者会見の実施を検討中」との報道を受け、利上げ回数が増えると思惑が広がり新興国通貨は軟調となった。13 日の FOMC では市場予想通り政策金利が 25bp 引き上げられたことに加え、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)では年内に後 2 回の利上げを見込んでいることが明らかになるとドルは堅調な推移となったが、新興国通貨はまちまちな値動きとなった。14 日に開催された ECB 政策理事会では資産買い入れを年内で終了することを決定した一方、少なくとも 2019 年の夏の終わりまで政策金利は現在の水準でとどまるとし、利上げに慎重な姿勢を示した。また、金融刺激策は引き続き必要との見解を示したことを受け、対ユーロを中心にドル買いの流れが急速に強まり新興国通貨は下落した。

アジア: 週末 8 日に発表されたフィリピン 4 月貿易収支が ▲36 億ドルと 3 月(▲25 億ドル)から赤字幅が拡大したことで経常赤字の悪化に対する懸念が強まる中、PHP は週を通して軟調に推移した。

中東欧・アフリカ: 11 日にトルコの 1～3 月期 GDP が発表され前年比+7.4%と事前予想(同+7.0%)を上回る結果となったが、同時に発表された 4 月経常収支が ▲54 億ドルと 3 月(▲48 億ドル)から悪化したことが嫌気され TRY は下落。また、24 日に予定されている大統領選においてエルドアン現大統領が再選した場合、同氏がトルコ中央銀行(CBRT)に対して圧力を強めるとの懸念が広がり TRY は続落した。FOMC を控えて ZAR は週初から軟調な値動きとなった。14 日に発表された 4 月鉱物生産量が市場予想を下回ったことや、電力会社エスコムが賃金を巡る労働組合との争いで計画停電を開始したことを背景にさらに値を下げる展開となった。

ラテンアメリカ: 為替市場全体がドル買い地合いとなる中、トランプ大統領が北米自由貿易協定(NAFTA)から離脱するのではないかと警戒感が強まったことも相俟って MXN は値を下げた。ブラジル中央銀行(BCB)が介入姿勢を強めたことを受けて、週前半の BRL は 3.7 近辺で推移。しかしながら、ECB 政策理事会後のドル買いの流れを受けて 3.8 近辺まで下落した。

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

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

新興国におけるドル建て債務の状況

6 月 12～13 日に開催された FOMC では FF 金利誘導目標が「1.50～1.75%」から「1.75～2.00%」へ引き上げられた。また、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)では 2018 年末における予想中央値が 2.125%から 2.375%に引き上げられ、年内はあと 2 回利上げを行うとの見通しが示された。ドットチャートと並んで注目されていた声明文における金融政策スタンスを示す文言、「金融政策は緩和的」は維持される一方、「FF 金利は長期的に見て適切と思われる水準を下回る」などの文章が削除された。FF 金利がメンバーの考える中立金利(2.875%)に近づいたことが削除の理由として考えられる。

FOMC 結果発表直後に新興国通貨は売り込まれたものの、すぐに元の水準に買い戻されたことから察するに、市場から見れば今回の決定は想定範囲内だった模様だ。しかしながら、先々を見通せば新興国通貨にとってネガティブな結果だったと言える。FRB がバランスシート(B/S)縮小に転じた 2017 年 10 月以降、米金融市場は引き締まりやすくなっている(図表 1)。こうした中、FRB が利上げを続ければ、新興国からの資本流出圧力は強まっていく可能性が高い。

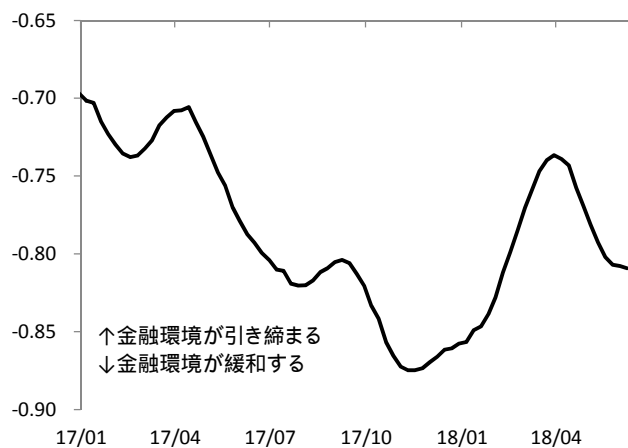
国際金融協会(IIF)の集計に基づけば、新興国におけるドル建て債務の償還額は 2018 年より 2019 年の方が大きい(図表 2)。資本流出圧力が強まる中でより多くの借り換えを行わなければならないため、困難に直面する可能性がある。また、今後は 5 月のアルゼンチンのように、対外債務の返済すら危ぶまれる国の出現するリスクが増大していくこと当データは示唆している。

向こう 3 年間のドル建て債務の償還額につき、足許の外貨準備対比で各国別のデータを見ると、IMF から支援を受けて既に経済再建中であるガーナ、ウクライナでは償還額が外貨準備を上回っている(図表 3)。

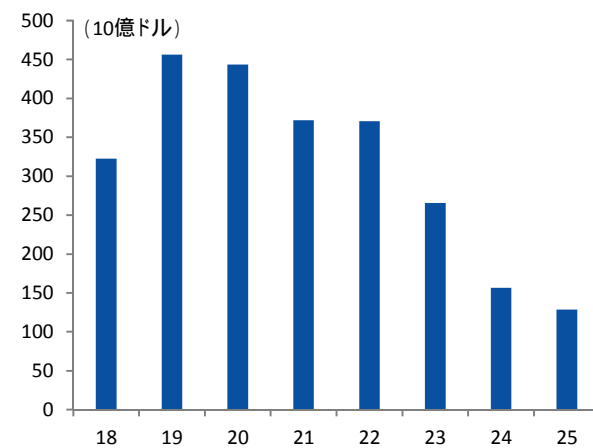
両国に続くのは南アフリカであり、外貨準備対比のドル建て債務の償還額は 87%と高く、アルゼンチンに続く新たな火種になる危険性がある。その南アフリカでは汚職の根源と言われ、バラマキ政策を志向していたズマ前大統領が 2 月 14 日に辞任し、後を継いだラムポーザ大統領は財政再建に乗り出すことを表明。2018 年度(4 月～2019 年 3 月)の財政赤字目標を GDP 比 ▲3.9%から同 ▲3.6%へ上方修正し、4 月からは付加価値税(VAT)の税率を 14%から 15%に引き上げた。

しかしながら、南アフリカの対外バランスが一朝一夕に改善するわけでもなく、貿易収支は 2017 年 12 月をピークに悪化。今後、大方の予想通り景気が緩やかに回復すれば、輸入増に伴い悪化傾向が続くと想定されるため、米金利上昇など対外ショックに脆弱になっていく可能性がある。実際、4 月の米金利上昇をきっかけに ZAR は下落基調となり、6 月は 5 日に発表された 1～3 月期 GDP が前期比年率 ▲2.2%と市場予想(同 ▲0.5%)を大きく下回ったことも相俟って 2017 年 12 月以来の低水準まで下落した。

南アフリカを除けば向こう 3 年間におけるドル建て債務の償還額は多くの国で外貨準備の半分以下となっており、現時点ではドル建て債務の返済が困難になるとは考えがたい。もっとも、南アフリカにおいてドル建て債務の返済が難しい状況に陥れば、新興国全体の債務返済に対する懸念から、資本流出圧力が強まりそうだ。

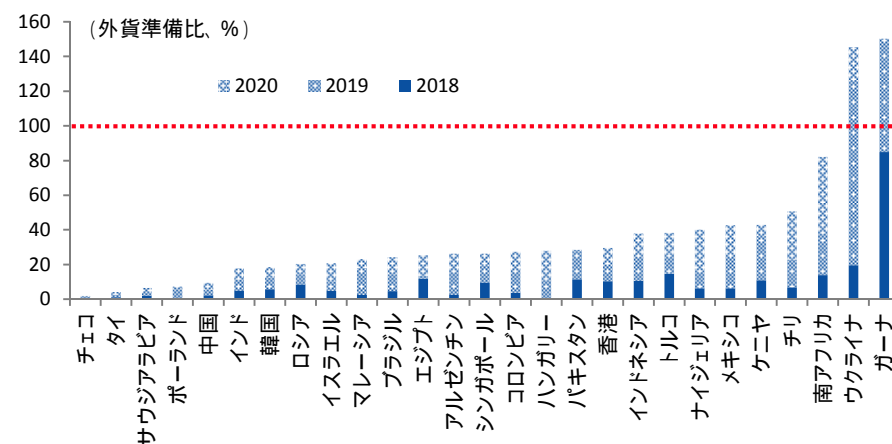
図表 1: 米金融環境指数


出所: シカゴ米地区連銀、みずほ銀行

図表 2: 各年における新興国のドル建て債務の償還額


注: 2017 年末基準。

出所: IIF、みずほ銀行

図表 3: 向こう 3 年間におけるドル建て債務の償還額 (外貨準備比、%)、


注: 償還額は 2017 年末基準。外貨準備は IMF 集計値を用いているほか、公表の遅れから 2018 年 4 月基準で計算できない国が一部ある。

出所: IIF、IMF、Macrobond、みずほ銀行

韓国

米朝首脳会談レビュー

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

12 日にトランプ米大統領と北朝鮮の金正恩委員長はシンガポールで会談し、米国が金体制の保証を約束する一方、北朝鮮は完全な非核化を実現することを目指す共同声明を発表した。もっとも、米国が求めてきた「完全かつ検証可能で不可逆的な非核化 (CVID)」の文言は入らなかったほか、核兵器廃棄に向けた詳細なプロセスも公表されなかった。

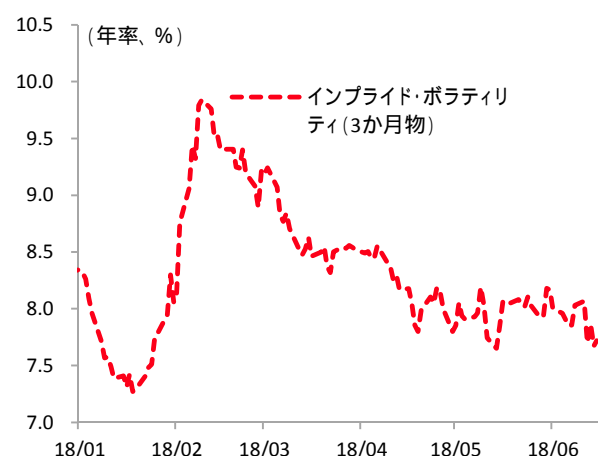
非核化を進めたい米国や韓国にとっては大きな実りがある会談だったとはいいがたかったが、会合を経ても KRW のインブライド・ボラティリティ (IV) が直近 1 か月間のレンジ内で推移していることから察するに (図表 4)、市場参加者も今回の首脳会談で交渉が大きく進むとは期待していなかった模様だ。

今後は非核化に向けた具体策について協議される見込みだが、今までのトランプ米政権の外交・通商政策の動向を踏まえると、核廃棄に向けた各段階の実現期限を設定してくる可能性がある。そして期限が近づいても実現しないようであれば強硬手段に出ることを示唆し、それでもスケジュールから遅延が目立つようであれば強硬策を発動する恐れが強い。

実際、イラン核合意を巡る交渉でトランプ大統領は 5 月 12 日という見直し期限をイランや欧州の関係国に対して通知し、米国が要求する条件を盛り込むよう迫った。そして米国が求める弾道ミサイルの開発制限などの条件の受け入れが難しいとみるや、核合意からの離脱とイランに対する追加の経済制裁を示唆。そして期限を目前にした 5 月 8 日にトランプ政権は合意からの離脱と経済制裁の実行に踏み切った。

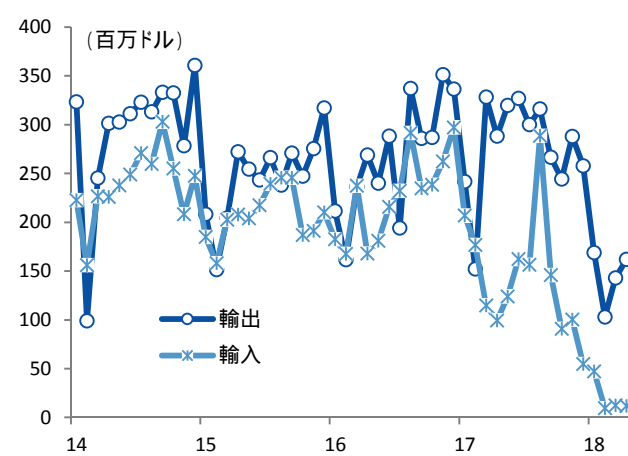
北朝鮮の資源輸入や外貨獲得の頼みの綱である中国との貿易額は依然として低水準で推移する中 (図表 5)、北朝鮮が米国の要求をはねつける公算は小さい。しかしながら、交渉がトランプ政権の想定している以上に長引いた場合、米国側が強硬策を示唆し両国の関係が緊張する場面がみられるリスクは大きいと言えよう。こうした状況下、KRW は米朝交渉を巡る報道に振られる展開が続くと予想する。

図表 4: KRW のインブライド・ボラティリティ (3 か月物)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 5: 中国の北朝鮮との輸出入

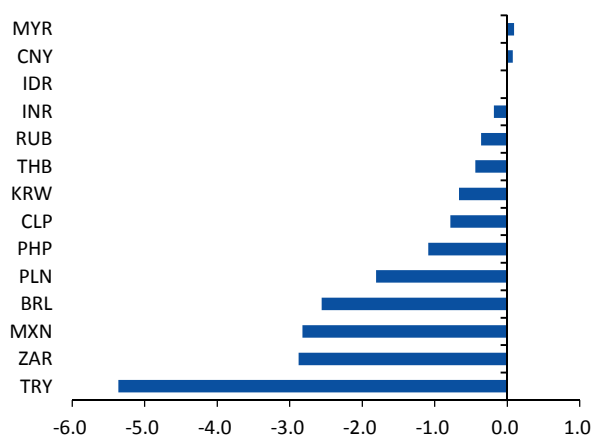


注: 2018 年 4 月が最新データ。

出所: 中国税関総局、Macrobond、みずほ銀行

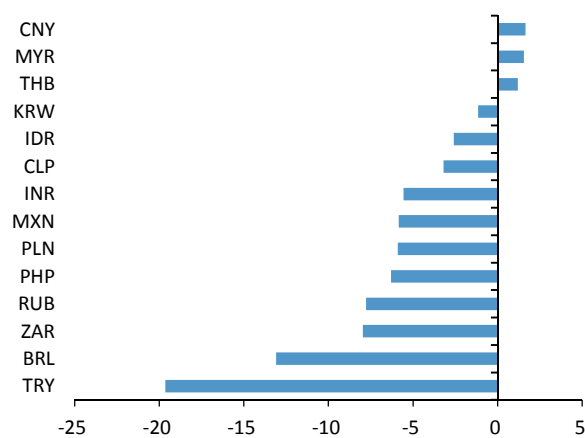
金融資産別騰落率

為替週間騰落率(対ドル、%)



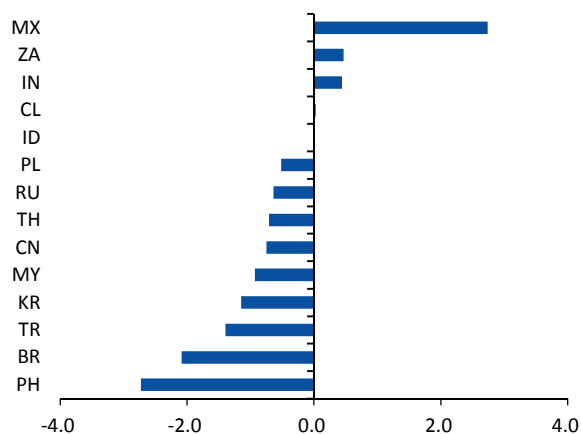
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替年初来騰落率(対ドル、%)



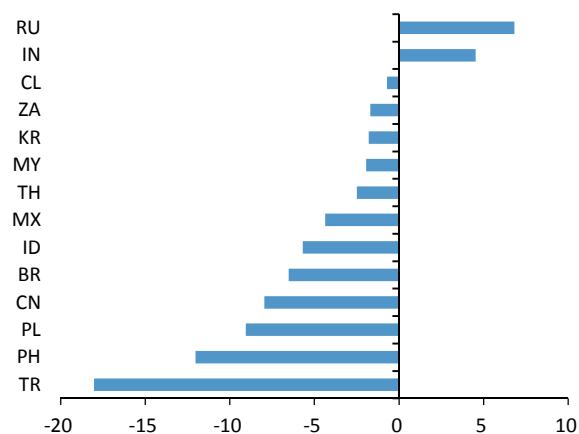
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



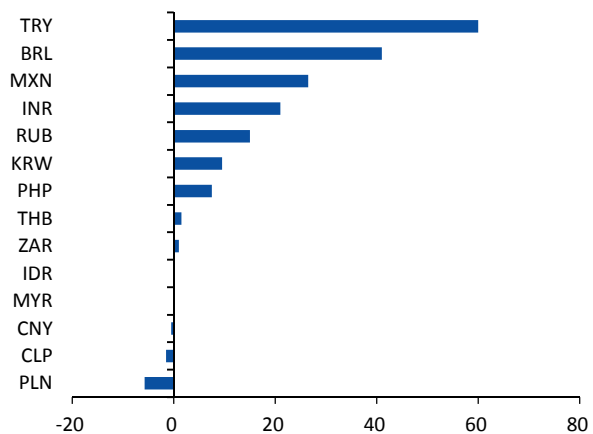
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



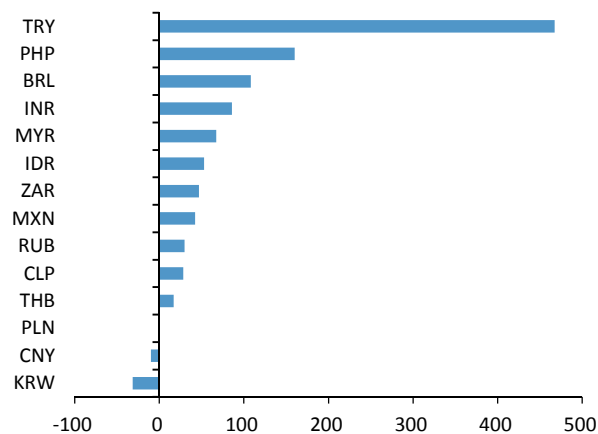
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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

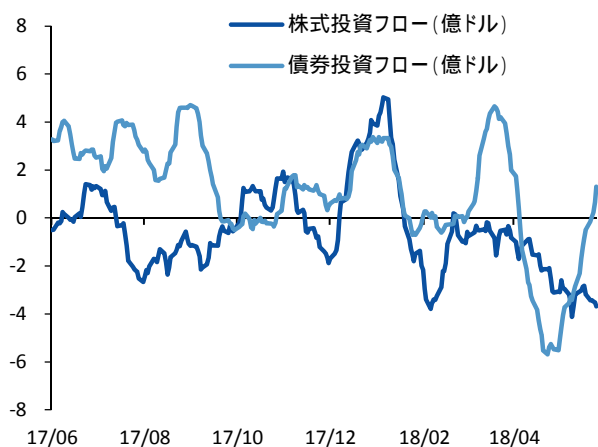
5 年物スワップレート年初来変化(bp)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

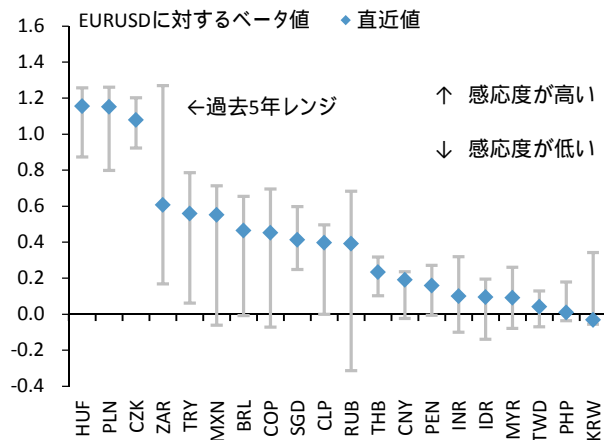
チャート集

主要新興国への証券投資フロー(4週間移動平均)



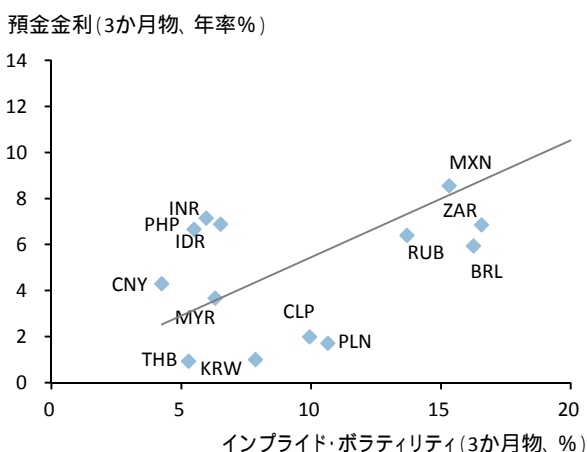
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM通貨(対ドル)のEURUSDに対する感応度(過去12か月)



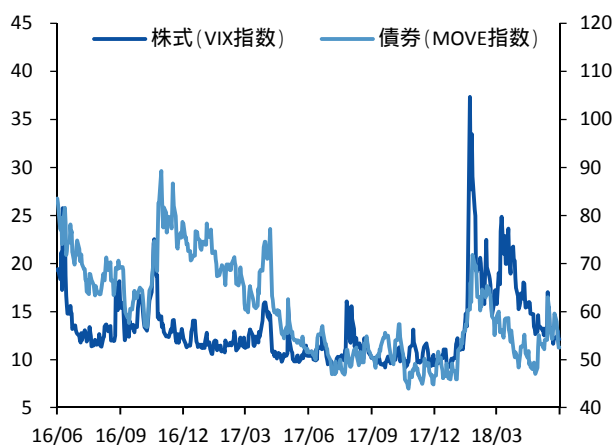
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



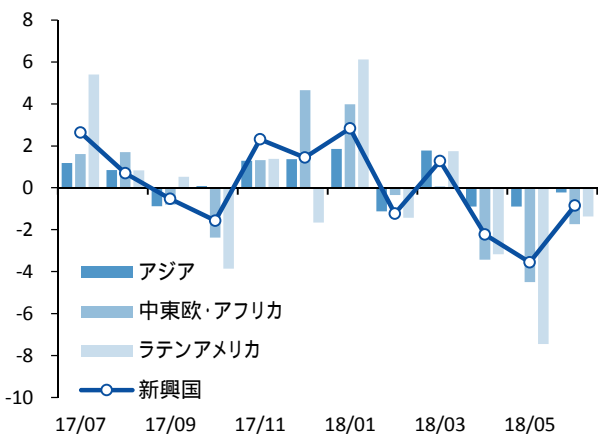
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ(VIX指数、MOVE指数)



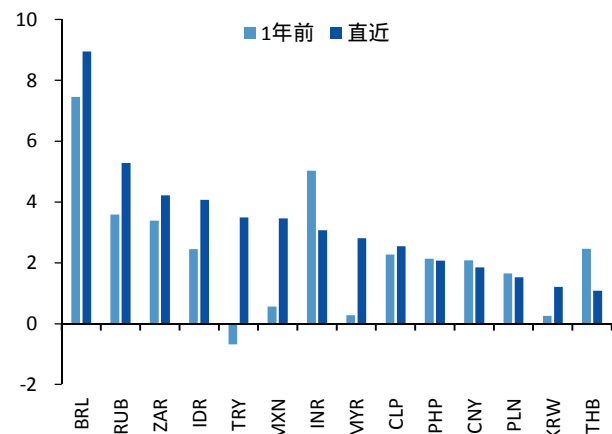
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
6月11日 (月)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	4.4%	4.6%	3.1%	--
12日 (火)	シンガポール	小売売上高(前年比)	2.1%	0.4%	-1.5%	-1.1%
12日 (火)	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.5%	8.3%	8.3%	--
12日 (火)	中国	新規貸出(人民元)	1200.0b	1150.0b	1180.0b	--
12日 (火)	インド	CPI(前年比)	4.9%	4.9%	4.6%	--
12日 (火)	インド	鉱工業生産(前年比)	5.7%	4.9%	4.4%	4.6%
14日 (木)	中国	小売売上高(前年比)	9.6%	8.5%	9.4%	--
14日 (木)	中国	鉱工業生産(前年比)	7.0%	6.8%	7.0%	--
14日 (木)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	7.0%	6.1%	7.0%	--
14日 (木)	インド	卸売物価(前年比)	4.0%	4.4%	3.2%	--
15日 (金)	インド	輸出(前年比)	--	--	5.2%	--
15日 (金)	インド	輸入(前年比)	--	--	4.6%	--
18日 (月)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	11.8%	--
18日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	10.6%	--	-9.8%	--
19日 (火)	フィリピン	総国際収支	--	--	-\$270m	--
19-24日	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	-\$1283m	--
20日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.4%	--
20日 (水)	タイ	タイ中央銀行指標金利	1.50%	--	1.50%	--
20日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラス A	--	--	36,426	--
20日 (水)	シンガポール	自動車所有権 始値ビッド クラス B	--	--	36,000	--
20日 (水)	フィリピン	BSP翌日物借入金利	3.50%	--	3.25%	--
21日 (木)	韓国	PPI 前年比	--	--	1.6%	--
21日 (木)	台湾	輸出受注(前年比)	--	--	9.8%	--
21日 (木)	台湾	CBC指標金利	--	--	1.375%	--
中東欧・アフリカ						
6月11日 (月)	トルコ	経常収支	-5.15b	-5.43b	-4.81b	-4.80b
13日 (水)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	6.2%	6.2%	7.6%	7.8%
13日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	4.4%	0.5%	4.8%	4.6%
15日 (金)	ロシア	主要金利	7.25%	--	7.25%	--
18-19日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	1.0%	--	1.3%	--
18-19日	ロシア	GDP(前年比)	1.3%	--	1.3%	--
19-20日	ロシア	PPI 前年比	9.6%	--	7.5%	--
20日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.5%	--
20日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.3%	--	2.4%	--
20日 (水)	ロシア	失業率	4.9%	--	4.9%	--
20日 (水)	ロシア	実質賃金(前年比)	7.5%	--	7.8%	--
21日 (木)	南ア	経常収支	--	--	-137b	--
ラテンアメリカ						
6月11日 (月)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	3.6%	3.8%	-3.7%	--
13日 (水)	ブラジル	小売売上高(前年比)	-0.5%	0.6%	6.5%	8.0%
20-21日	ブラジル	SELICレート	--	--	6.50%	--
21日 (木)	ブラジル	IBGEインフレ率IPCA-15(前月比)	--	--	0.1%	--
22日 (金)	メキシコ	オーバーナイトレート	--	--	7.50%	--
22日 (金)	メキシコ	経済活動IGAE(前年比)	--	--	-0.8%	--

注: 2018 年 6 月 15 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 1～5月(実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.4017	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8493	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 68.458	67.633	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14213	13932	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1082.90	1070	1070	1075	1080	1080
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9848	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.758	53.124	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3490	1.3447	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.082	29.927	29.90	29.90	30.00	30.10	30.10
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	32.22	31.8	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22855	22810	22880	23000	22950	22800	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	62.5189	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.8934	13.4611	12.20	12.40	12.20	12.00	11.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.7359	4.30	4.10	3.90	4.00	4.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.7712	3.8062	3.60	3.69	3.69	3.68	3.67
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.0481	20.8643	20.00	19.50	18.50	18.00	18.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.237	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.097	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.636	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.794	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.141	10.00	9.72	9.30	9.26	9.07
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.601	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.068	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.29	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.697	3.58	3.48	3.33	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.435	3.36	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4852	0.47	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ~ 1.993	1.770	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.515 ~ 9.293	8.222	8.77	8.39	8.20	8.33	8.31
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	23.357	24.88	25.37	25.64	25.00	23.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.872 ~ 35.131	29.070	29.72	28.18	27.10	27.17	26.70
メキシコペソ	(MXN)	5.413 ~ 5.981	5.304	5.35	5.33	5.41	5.56	5.44

注: 1.実績の欄は2018年5月31日まで。SPOTは6月15日の7時10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(6月1日発刊)』および『中期為替相場見通し(5月31日発刊)』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。