

2018 年 7 月 13 日

The Emerging Markets Weekly

中国や韓国も外貨準備高に懸念あり

新興国市場: 今週の新興国通貨は大半が小幅な動きとなる中、TRY が大幅に下落した。先週末に発表された米 6 月雇用統計では非農業部門雇用者変化は市場予想を上回ったが、平均時給の伸びが市場予想を下回ったためドルは軟化し、新興国通貨の大半は堅調な動きとなった。週初 9 日、英国のデービス EU 離脱担当相とジョンソン外相が辞任したことを背景に英国の EU 離脱（ブレグジット）の行方が不透明となり対ドルでポンドは売られ、新興国通貨は底堅く推移した。10 日にトランプ米政権が中国に対して追加の 2000 億ドルの関税リストを準備していると報じられる（後に正式発表）とドルは軟化、新興国通貨の一部は上昇した。11 日は、発表された米 6 月生産者物価指数（PPI）が市場予想を上回ったことを受けてドルが値を伸ばし、新興国通貨は下押された。12 日は懸念が高まっている米中貿易摩擦に関連する報道がない中で、発表された米 6 月消費者物価指数（CPI）が堅調な内容だったことなどを受けてドルは上昇したが、大半の新興国通貨は小幅な動きにとどまった。

アジア: マレーシア中央銀行（BNM）は 11 日に金融政策委員会（MPC）を開催し、政策金利を 3.25% に据え置いた。国内経済は堅調な成長を維持し、物価も当面は安定が見込まれるため政策金利を変更する必要はないとした。しかし、世界の貿易摩擦が激化すれば、消費や投資に悪影響を与える可能性があるとして述べた。政策金利の据え置きは市場予想通りだったため MYR への影響は限定的。12 日、韓国中央銀行（BOK）は金融政策会合を開催し、政策金利を 1.50% に据え置いた。5 会合連続の据え置きとなったが、7 人の政策委員のうち 1 人が政策金利の引き上げに票を投じたが KRW の反応は限られた。

中東欧・アフリカ: トルコのエルドアン大統領は 9 日、娘婿を財務相に指名したほか、中央銀行の総裁任期を 5 年間とする規定を撤廃した。中央銀行の独立性への懸念が高まり TRY は急落。また、エルドアン大統領が今後金利は低下すると考えていると発言したことが TRY のさらなる重石となった。12 日に発表された南アフリカ 5 月製造業生産が市場予想を上回ったことが好感され ZAR は値を伸ばした。RUB は 10 日、原油高や米露首脳会談への期待を背景に堅調に推移した。

国際為替部
マーケット・エコノミスト
多田 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

中国や韓国も外貨準備高に懸念あり

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

4 月以降、新興国通貨は下落トレンドが続いている。4 月は良好な経済指標や商品価格の上昇などを受けて米 10 年国債利回りが節目と見られる 3.0%を上抜けるなど、米長期金利の上昇がドル高をもたらした。5 月に入ってもその流れは変わらず、月末にかけてはイタリアの政治不安を背景に新興国通貨は売り優勢の展開となった。一方、6 月は新興国売りのテーマが米中貿易摩擦の激化へとシフトした。

米政府は 6 月 15 日、中国の知的財産権侵害への制裁措置との名目で 500 億ドル分の中国製品に 25%の追加関税を課す方針を発表。まずは 7 月 6 日に 340 億ドル分 (818 品目) の追加関税を課し、残り (160 億ドル、284 品目) は中国の出方次第で決めるとした。これを受けて、中国政府は米国製品に同額の報復関税を課すことを表明したが、トランプ米大統領はすぐさま「中国が (報復関税で) 米国の企業や労働者、農家を脅している」と反意を示し、新たに 2000 億ドル規模の中国製品に 10%の追加関税を課す方針を検討するよう米通商代表部 (USTR) に指示するなど米中貿易摩擦は激化した。

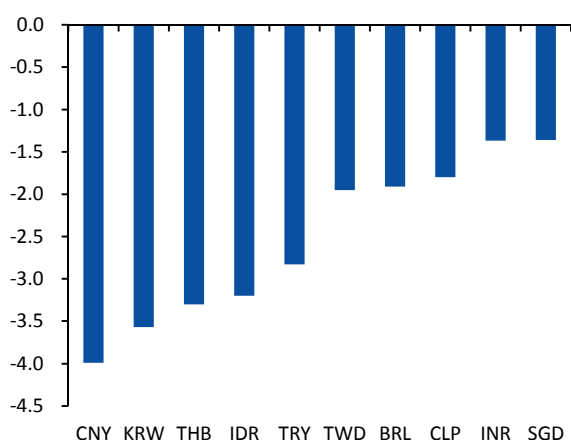
そして 7 月 6 日、予定通りトランプ大統領は航空や産業用ロボット、半導体など中国が強化を目指しているハイテク分野の製品などの輸入品 340 億ドルへの追加関税を発動。同日、中国国務院 (政府) は米国産の牛肉、豚肉、大豆、小麦などの農産物、エビ、ウナギ、タラなどの水産物そして自動車など米国からの輸入品 340 億ドルに 25%の追加関税を発動させると表明し、米中貿易戦争が実質的に開戦した。さらに、トランプ米政権は 10 日、最大 2000 億ドル相当の中国製品に 10%の追加関税の適用を検討すると発表し、新たな対象品目リストを公表した。リストには、食料品や素材など数千項目におよぶ消費財が含まれており、消費者への直接的な影響は大きいとみられる。今回は議会公聴会に加え、2 か月間にわたり一般からの意見も求める意向である。

米中が貿易戦争の状態に突入する中で、新興国市場は一段と動揺している。また、米金利上昇をテーマとしていた際は、ARS、TRY、MXN、BRL といった経常赤字や政治リスクを抱える国の通貨が顕著な下げ幅を記録していたが、貿易戦争にスポットが当たってからは CNY、KRW、TWD、THB といった、これまで経常黒字国で新興国の中では比較的安全とされていたアジア諸国の通貨売りが目立っている (図表 1)。アジア諸国は中国を中心とした世界的なサプライチェーンに組み込まれ、輸出への依存度が高いため、貿易戦争にはとりわけ脆弱であるとみられている。

人民元は 6 月に記録的な大幅下落に見舞われ、2015 年 8 月や 2016 年初にみられた人民元安ショックを警戒する向きもある。当時、中国人民銀行 (PBoC) は資本流出に歯止めを掛けるために 1 兆ドル以上の外貨準備をつぎ込むと同時に資本規制を強化し、国民や企業が資金を国外に持ち出すのを防ぐ措置を取った。中国は現状でも 3 兆ドルを上回る外貨準備を保有しており、人民元の安定に費やすことが可能との声もある。だが、実際には保有金額が示すほど余裕はないかもしれない。

IMF は必要とされる外貨準備高 (ARA : Assesment of Reserve Adequacy Metric) を推計している (図表 2)。これをみると、中国は充足率が適正とされる 100~150% を下回っており、必要額を充足できていない。また、アジアではマレーシアも基準を満たせていないほか、韓国についてもギリギリの水準である。新興国は経済成長に伴い輸出金額や対外債務残高は年々増えていくことが多いため、必要な外貨準備高は右肩上がりに増加していく傾向がある。したがって、通貨防衛のために外貨準備を費消しなかったとしても、充足率は低下していくことになり、必要額を満たすためには為替介入などによって外貨準備を積み上げなければならない。アフリカやトルコ、アルゼンチンといった明確に外貨準備に余裕の無い国だけでなく、中国や韓国といった新興国の中では安全とみなされやすい国 (通貨) においても、為替介入だけで通貨を防衛することは難しいかもしれない。一部の国では既に通貨防衛を企図した利上げに踏み切っているが、今後、同様の理由で利上げを実施する国が増えてくる可能性がある。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (対ドル、%)



注: 2018 年 6 月 14 日から 7 月 13 日までの騰落率。
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国の外貨準備高と必要額

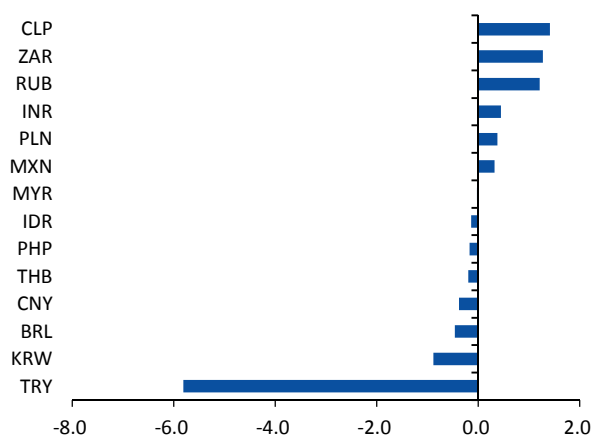
	外貨準備高 (10億ドル) ①	2018年 必要額 (10億ドル) ②	2019年 必要額 (10億ドル)	充足率 (%) ①÷②
中国	3,112	3,774	4,095	82.5
インド	381	292	321	130.2
インドネシア	119	96	100	123.1
韓国	400	381	395	105.0
マレーシア	105	132	137	79.7
フィリピン	78	41	43	189.2
タイ	207	100	105	207.4
ハンガリー	29	31	32	93.9
ポーランド	107	103	104	103.7
ロシア	369	169	172	217.6
南アフリカ	43	81	85	53.4
トルコ	87	145	153	59.8
アルゼンチン	45	70	78	63.6
ブラジル	374	241	249	155.1
チリ	36	46	47	79.2
コロンビア	45	37	38	121.8
メキシコ	167	166	172	100.6

注: IMF による必要とされる外貨準備高 (ARA : Assesment of Reserve Adequacy Metric) の推計式は下記の通りで、ARA に対し 100~150% の充足率が適正とされる。

$$ARA = 5\% \times \text{輸出額} + 5\% \times \text{ブロード・マネー} + 30\% \times \text{短期対外債務残高} + 15\% \times \text{その他対外債務残高 (中長期債務等)}$$
出所: IMF、ブルームバーグ、みずほ銀行

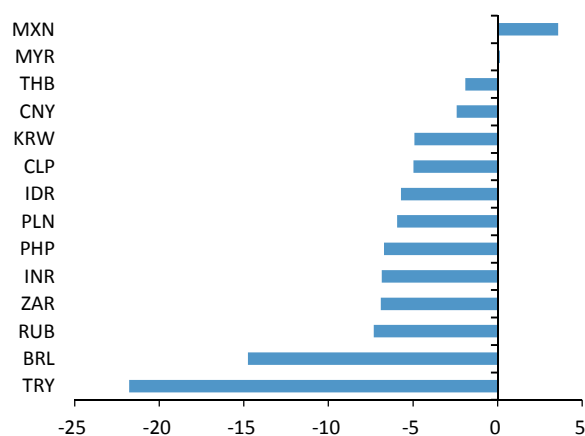
金融資産別騰落率

為替週間騰落率 (対ドル、%)



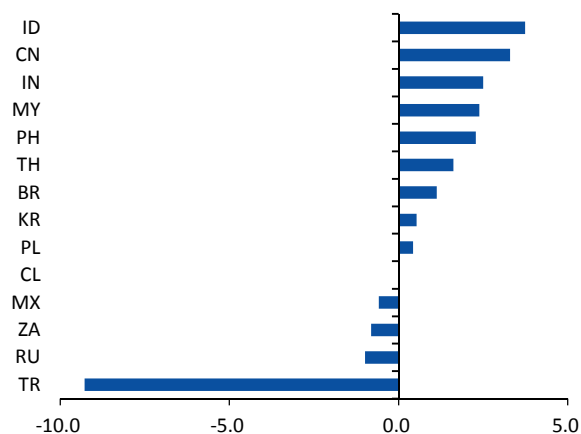
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替年初来騰落率 (対ドル、%)



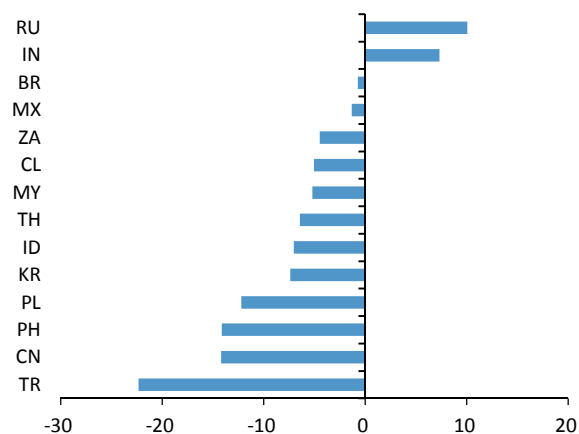
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価週間騰落率 (%)



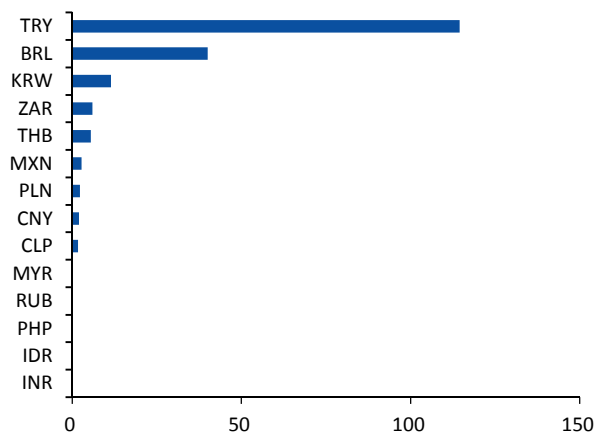
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

株価年初来騰落率 (%)



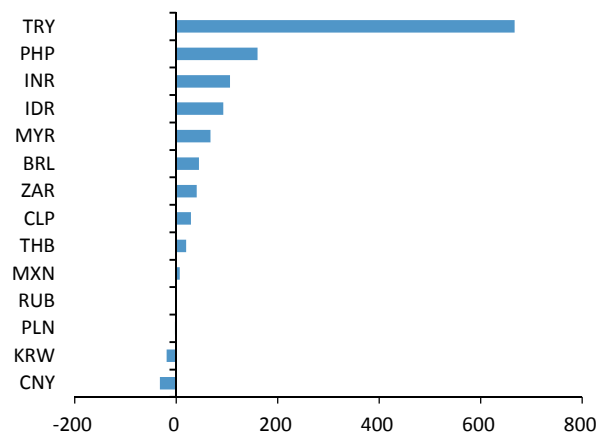
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

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

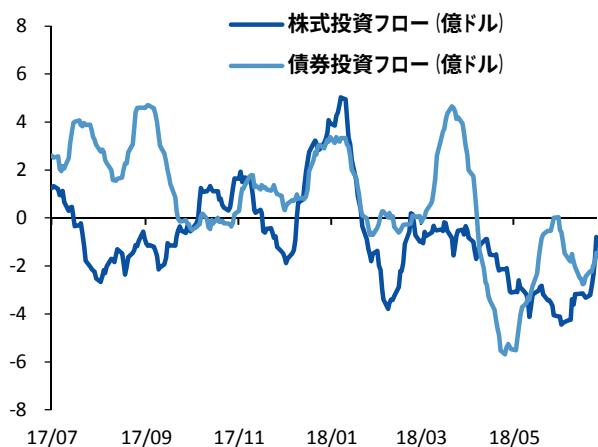
5 年物スワップレート年初来変化 (bp)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

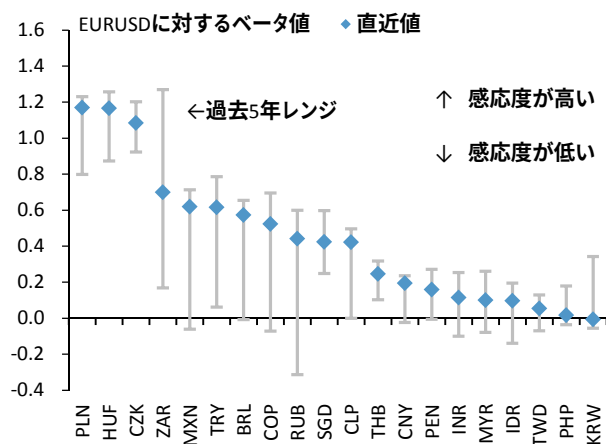
チャート集

主要新興国への証券投資フロー (4 週間移動平均)



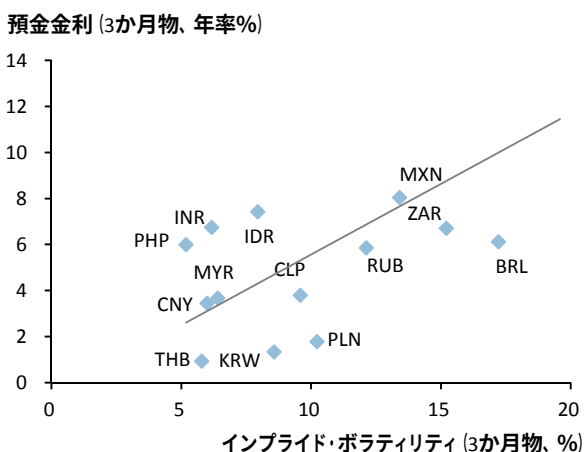
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

EM 通貨 (対ドル) の EURUSD に対する感応度 (過去 12 か月)



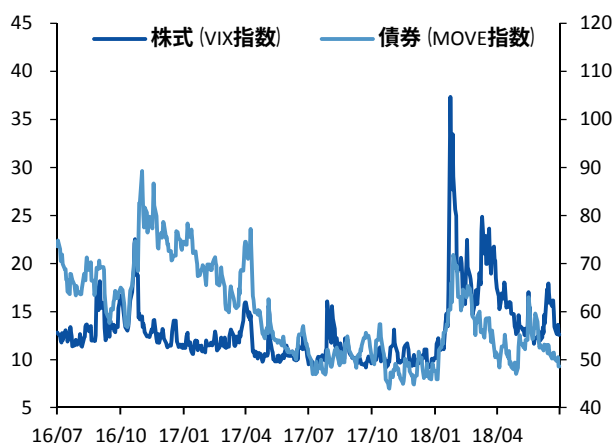
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

新興国の預金金利と為替ボラティリティ



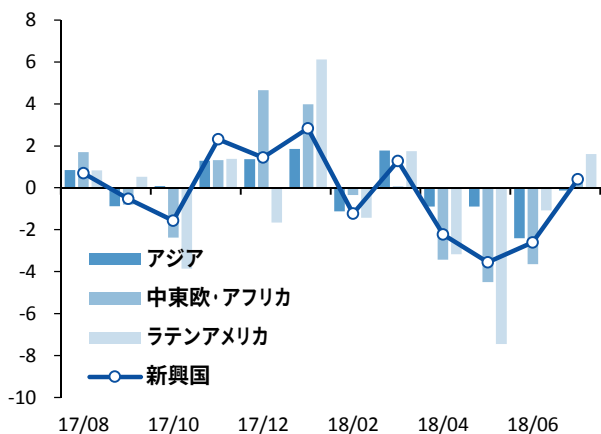
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

株式と債券のボラティリティ (VIX 指数、MOVE 指数)



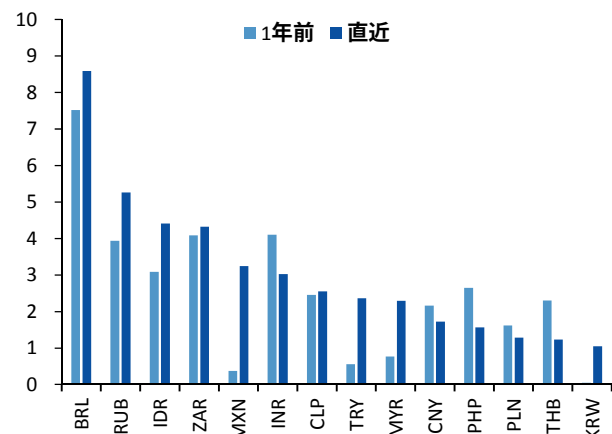
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

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						
7月9日 (月)	台湾	貿易収支	\$4.90b	\$5.21b	\$4.41b	--
10日 (火)	フィリピン	貿易収支	-\$3539m	-\$3701m	-\$3615m	-\$3480m
10日 (火)	中国	CPI(前年比)	1.9%	1.9%	1.8%	--
11日 (水)	韓国	失業率(季調済)	3.9%	3.7%	4.0%	--
11日 (水)	マレーシア	BNM翌日物政策金利	3.25%	3.25%	3.25%	--
12日 (木)	韓国	韓国銀行7日間レポレート	1.50%	1.50%	1.50%	--
12日 (木)	マレーシア	鉱工業生産(前年比)	3.0%	3.0%	4.6%	--
12日 (木)	インド	CPI(前年比)	5.3%	5.0%	4.9%	--
12日 (木)	インド	鉱工業生産(前年比)	4.5%	3.2%	4.9%	--
12-15日	中国	マネーサプライM2(前年比)	8.4%	--	8.3%	--
12-15日	中国	新規貸出(人民元)	1535.0b	--	1150.0b	--
13日 (金)	シンガポール	GDP(前年比)	4.1%	--	4.4%	--
13日 (金)	中国	貿易収支	\$27.72b	--	\$24.92b	--
13-16日	インド	輸出(前年比)	--	--	20.2%	--
16日 (月)	中国	GDP(前年比)	6.7%	--	6.8%	--
16日 (月)	中国	小売売上高(前年比)	8.9%	--	8.5%	--
16日 (月)	中国	鉱工業生産(前年比)	6.5%	--	6.8%	--
16日 (月)	中国	固定資産投資(除農村部/年初来/前年比)	6.0%	--	6.1%	--
16日 (月)	インドネシア	貿易収支	--	--	-\$1524m	--
16日 (月)	インド	卸売物価(前年比)	5.2%	--	4.4%	--
16日 (月)	フィリピン	海外送金(前年比)	5.0%	--	12.7%	--
17日 (火)	シンガポール	非石油地場輸出(前年比)	--	--	15.5%	--
18日 (水)	マレーシア	CPI(前年比)	--	--	1.8%	--
19日 (木)	インドネシア	7日物リハースレポレート	--	--	5.25%	--
19日 (木)	フィリピン	総合国際収支	--	--	-\$583m	--
20日 (金)	タイ	貿易収支(通関ベース)	--	--	\$1204m	--
中東欧・アフリカ						
7月10日 (火)	ロシア	経常収支	27675m	22300m	30827m	--
11日 (水)	トルコ	経常収支	-5.30b	-5.89b	-5.43b	-5.45b
12日 (木)	南ア	製造業生産(季調済/前月比)	0.4%	1.5%	-0.6%	--
12日 (木)	ロシア	貿易収支	13.8b	15.2b	15.3b	--
16日 (月)	トルコ	失業率	--	--	10.1%	--
16-17日	ロシア	鉱工業生産(前年比)	3.2%	--	3.7%	--
17日 (火)	トルコ	鉱工業生産(前年比)	--	--	6.2%	--
18日 (水)	南ア	CPI(前年比)	--	--	4.4%	--
18日 (水)	南ア	小売売上高(実質値、前年比)	--	--	0.5%	--
18日 (水)	ロシア	実質小売売上高(前年比)	2.5%	--	2.4%	--
18日 (水)	ロシア	失業率	4.7%	--	4.7%	--
19日 (木)	南ア	SARB政策金利発表	--	--	6.50%	--
ラテンアメリカ						
7月9日 (月)	メキシコ	CPI(前年比)	4.6%	4.7%	4.5%	--
12日 (木)	ブラジル	小売売上高(前年比)	2.6%	2.7%	0.6%	--
12日 (木)	メキシコ	鉱工業生産(季調前/前年比)	0.8%	0.3%	3.8%	--

注:2018 年 7 月 13 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 1～6月 (実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.6425	6.6678	6.60	6.55	6.55	6.55	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8488	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 69.093	68.573	69.8	68.2	65.0	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 14415	14390	14400	14100	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1124.00	1123.10	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	4.0425	4.12	3.98	3.85	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 53.630	53.520	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3705	1.3635	1.38	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 30.605	30.537	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.23	33.23	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22970	23046	23050	23000	22850	22850	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	62.2770	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 13.9974	13.3156	13.50	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.9253	4.8693	4.30	4.10	4.30	4.40	4.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.9657	3.8816	3.81	3.85	3.89	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	18.9621	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	16.861	16.36	16.03	15.57	15.27	14.85
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	14.356	13.78	13.39	13.03	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.593 ~ 1.790	1.643	1.55	1.54	1.57	1.56	1.54
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.783	0.750	0.745	0.739	0.725	0.721
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.033	9.82	9.46	9.11	8.85	8.60
マレーシアリングギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.873	26.21	26.38	26.49	26.67	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.099	1.98	1.99	2.00	1.94	1.88
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	82.64	78.26	77.21	76.12	75.19	74.24
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.690	3.56	3.45	3.34	3.27	3.19
タイバーツ	(THB)	3.314 ~ 3.525	3.391	3.22	3.18	3.13	3.10	3.07
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4891	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ~ 1.993	1.809	1.71	1.64	1.62	1.56	1.51
南アフリカランド	(ZAR)	7.877 ~ 9.293	8.461	8.00	8.40	8.16	7.69	7.26
トルコリラ	(TRY)	22.295 ~ 30.311	23.119	25.12	25.61	23.72	22.73	21.78
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.626 ~ 35.131	29.028	28.35	27.27	26.22	25.77	25.45
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 5.981	5.941	5.40	5.53	5.67	5.56	5.76

注：1.実績の欄は 2018 年 6 月 30 日まで。SPOT は 7 月 13 日の 9 時 5 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 (7 月 2 日発刊)』および『中期為替相場見通し (6 月 29 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。