

不透明感が増す新興国市場

今後の米中貿易摩擦、米金利上昇、原油高に要注意

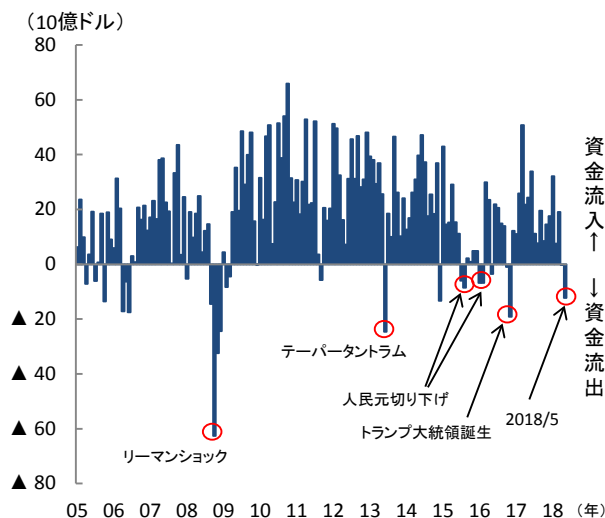
みずほ総合研究所
 調査本部
 03-3591-1400

- 足元で新興国から証券投資マネーが流出し、通貨は下落。流出は、2016年11月のトランプ大統領当選で金融市場にショックが走って以来のことであり、それ以前をみても事例は限定的
- 今年に入り、2月、4~5月、6月と波状的に資金が流出。当初は米金利上昇や原油高が背景だったが、6月は米中貿易摩擦がトリガー。資金流出圧力の強い国では、通貨防衛の利上げ実施
- 今後も、米中貿易摩擦、米金利上昇、原油高の行方に要注意。これらの結果、新興国が通貨防衛の利上げを強いられ続ける場合には、景気失速や債務負担増加の副作用が生じる恐れ

1. 新興国から資金が流出し、各国通貨に下落圧力

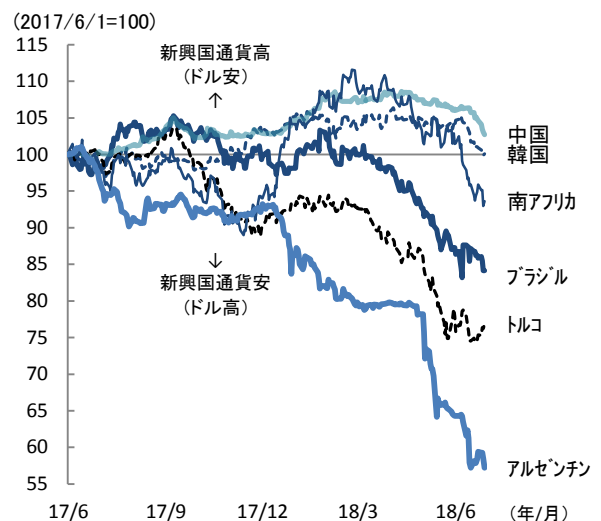
新興国の資金フローに変調が生じている。IIF（国際金融協会）が新興国の証券投資について推計する月次データによると、速報値の得られる5月には資金流入から流出へ転じた。資金が流出したのは、2016年11月のトランプ大統領当選で金融市場にショックが走って以来のことであり、それ以前をみても2008年のリーマンショックや、2013年のテーパータントラム、2015年の人民元切り下げといったケースに限られる（図表1）。資金流出に伴い、足元で各国通貨は対ドルで下落している（図表2）。

図表1 新興国の証券投資フロー（月次）



(注) 海外主体による新興国証券(株・債券)の純取得(購入-売却)。直近の5月は速報値。
 (資料) IIFより、みずほ総合研究所作成

図表2 新興国通貨の対ドルレート



(資料) Thomson Reuters より、みずほ総合研究所作成

2. 新興国売りの焦点は、米金利上昇と原油高から、米中貿易戦争懸念ヘシフト

11の主要新興国に関する日次データ速報によると、新興国からの証券投資の流出は6月も続いた。同データによると、今年に入ってから資金流出は2月および4～5月に続き、6月は3回目の大波となった。そして、2月および4～5月と、6月の資金流出とでは、新興国売りのテーマに変化があった。

2月と4～5月の資金流出については、米国の長期金利上昇が背景だった。米経済指標の改善や原油高が表面化したことで、FRBの利上げペースが加速すると意識されて米長期金利は上昇した。その局面で、相対的に投資妙味の薄れた新興国市場から資金が流出した（図表3）。

また、米金利上昇に作用した要素のうち原油高については、原油輸入国の経常収支を悪化させるため、特に経常赤字を抱える新興国は資金流出に脆弱とみなされて通貨が売られた（図表4）。

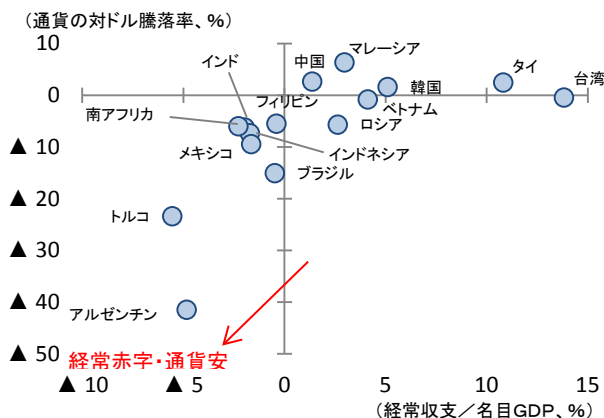
これに対し、6月に入ると、米長期金利と原油相場の上昇は一服したにも関わらず、新興国通貨は下落を続けた。特に6月半ばからの下落が著しかったことからすると、同14日にトランプ政権が中国製品への追加関税リストを公表したことがトリガーとなって、米中貿易戦争で世界経済が悪化するとの懸

図表3 新興国の証券投資フロー（日次）



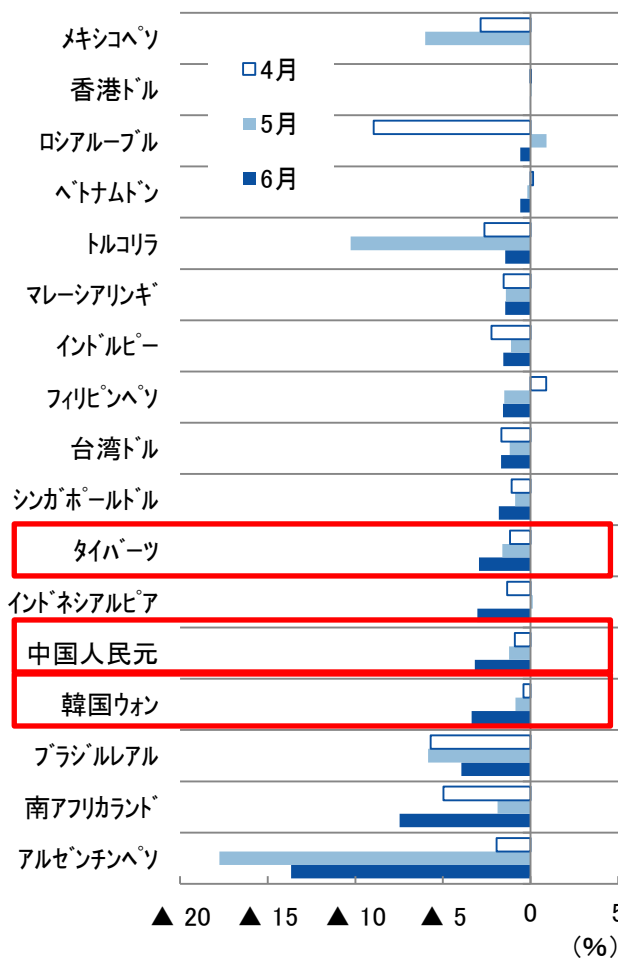
(注) 日次データが利用可能な 11 カ国の 7 日移動平均値。
(資料) IMF、Thomson Reuters より、みずほ総合研究所作成

図表4 経常収支と対ドルレート



(注) 経常収支/名目 GDP は 2017 年実績、通貨は過去 1 年の変化。
(資料) IMF、Thomson Reuters より、みずほ総合研究所作成

図表5 対ドルレート月間騰落率



▲ 20 ▲ 15 ▲ 10 ▲ 5 ▲ 0 ▲ 5
 下落 ← → 上昇
 (資料) Thomson Reuters、FRB より、みずほ総合研究所作成

念から新興国通貨が売られたと考えられる。国別でみると、6月は経常赤字国に加えて、韓国やタイ、中国といった経常黒字国の通貨下落も目立つようになり（図表5）、新興国全般を不安視する見方が金融市場に広がっていることがうかがわれる。

3. 通貨防衛の利上げ実施

主要新興国では今年3月まで利下げをする国があったが、4月以降は通貨防衛のため利上げの輪が広がっている（図表6）。

特に通貨が下落したアルゼンチンの中央銀行は、4月下旬から5月にかけて3度の緊急利上げを実施し、政策金利を27.25%から40.0%へ計12.75%引き上げた。しかし、大幅な利上げにもかかわらず通貨は安定しなかったため、IMFに金融融資を要請する事態に追い込まれた。

トルコ中央銀行は、4月26日と5月24日の2回に渡り、実質的な政策金利となっていた後期流動性窓口貸出金利（LLWL）を12.75%から16.5%に引き上げた。続いて27日にも発表を行い、6月1日から主要政策金利を1週間物レポ金利に戻して同金利を8.0%から16.5%に引き上げることとした。さらに、同8日には1週間物レポ金利を17.75%、LLWLを20.75%にしている。LLWLについてみると、4～6月にかけて8%PT引き上げられたことになる。

その他に4月以降で利上げを行った国としては、インドネシア（計3回、1%PT）、フィリピン（計2

図表6 政策金利の変更（前月差、%PT）

国	2017年						2018年					
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
中国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
韓国	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
台湾	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
香港	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.25
インドネシア	0.00	▲ 0.25	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.50
タイ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
マレーシア	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
フィリピン	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.25
ベトナム	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
インド	0.00	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25
ブラジル	▲ 1.00	0.00	▲ 1.00	▲ 0.75	0.00	▲ 0.50	0.00	▲ 0.25	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00
メキシコ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.25	0.00	0.25	0.00	0.00	0.00	0.25
ロシア	0.00	0.00	▲ 0.50	▲ 0.25	0.00	▲ 0.50	0.00	▲ 0.25	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00
トルコ	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00	0.75	6.00	1.25
南アフリカ	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	▲ 0.25	0.00	0.00	0.00
アルゼンチン	0.00	0.00	0.00	1.50	1.00	0.00	▲ 1.50	0.00	0.00	3.00	9.75	0.00

（注）濃赤（1%以上利上げ）、薄赤（1%未満の利上げ）、▲（利下げ）。

各国・地域の政策金利は次の通り、中国（7 Day Reverse Repo Rate）、韓国（Base Rate）、台湾（Discount Rate）、香港（Discount Window Base Rate）、インドネシア（7 Days Reverse Repo Rate）、タイ（Policy Rate）、マレーシア（Overnight Policy Rate）、フィリピン（Reverse Repo Rate）、ベトナム（Refinancing Rate）、インド（Repo Rate）、ブラジル（SELIC）、メキシコ（Overnight Target Rate）、ロシア（Key Rate）、トルコ（Late Liquidity Window Lending Rate）、南アフリカ（Repo Rate）、アルゼンチン（7-Day Pass Rate）。トルコの主要政策金利は、2018年6月1日から7 Day Repo Rateに変更されたが、継続性のため本図表では6月1日以降もLate Liquidity Window Lending Rateのままとした。

（資料）CEIC Data、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

回、0.5%PT)、香港、インド、メキシコ(各0.25%PT)がある。このうち、フィリピンとインドの中央銀行については、直接的にはインフレリスクに対応した利上げであるとの趣旨で声明文を出しているが、通貨安も輸入インフレをもたらす要素として、間接的に利上げの要因になったと推察される。

また、通貨防衛のために市場介入も行われている。たとえば香港では、為替が4月12日にペッグ制の下限(7.85香港ドル/米ドル)まで下落したことを受け、米ドル売り・香港ドル買い介入を実施した。その結果、金融当局に香港ドルが吸収されたことで市中の資金需給は引き締められ、香港ドルの市場金利(3カ月物HIBOR)は6月29日時点で2.09%と2008年12月以来の水準まで上昇している(図表7)。

一方、通貨安を許容して、通貨防衛に積極的ではない国もある。たとえばタイのアピサック財務相は、「タイ経済は、米国の利上げによるパーツ安から利益も得ている。タイで利上げを急ぐ必要はない」と発言している(6月19日、Bangkok Post紙報道)。この発言の背景には、経常収支などのファンダメンタルズが良好なタイでは、利上げを行ったインドネシアやフィリピンに比べて通貨安が限定的だったという事情があるようだ。ドル以外の通貨も含めたバスケット指数(名目実効レート)をみると、むしろタイパーツはインドネシアルピアやフィリピンペソより割高となっており(図表8)、輸出競争力の低下が懸念されているのではないかと推察される。

4. 今後の注目点

経常収支や外貨準備などの観点からファンダメンタルズを総合的に評価すると、新興国は総じて資金流出と通貨安への耐久力を有する。相対的にファンダメンタルズが脆弱な国については、IMFの支援を仰いだアルゼンチンは別として、トルコさえも現状程度の資金流出には対応できている。

しかし、今後も次のような状況が続けば、資金流出や通貨安の圧力に歯止めが掛からず、ファンダメンタルズが脆弱な国を中心に外貨繰りを注視する必要がある。

まず、米中貿易摩擦の悪化である。当面は11月の中間選挙に向けて、トランプ政権が米国第一主義に基づく保護主義的な通商政策方針を維持するとみられる。目先では、6月14日に発表された対中制裁

図表7 香港ドル、市場金利(HIBOR)



(資料) Bloomberg より、みずほ総合研究所作成

図表8 名目実効為替レート



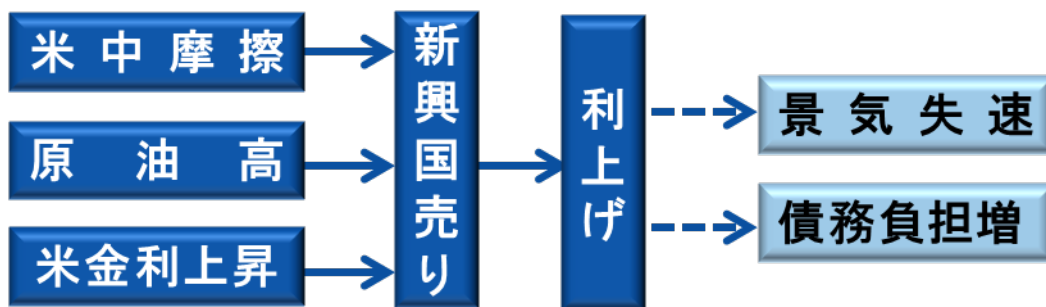
(資料) Thomson Reuters より、みずほ総合研究所作成

関税が7月6日に発動される予定となっている。6日までに米中が貿易摩擦緩和策に合意できなければ、米国の制裁関税が発動されて中国も即座に対抗措置を行うだろう。6月中旬以降の金融市場では、この段階を織り込み始めて新興国通貨が売られたのではないかと懸念される。そして、この段階にとどまらず、米中双方が報復措置を第2弾、第3弾とエスカレートさせる場合には、不透明感が強まって新興国からの資金流出に一層の拍車が掛かると懸念される。

また、原油相場と、それを受けた米長期金利の再上昇にも留意が必要である。原油相場については、6月下旬にOPECとロシアなどの非OPEC産油国が協調減産の緩和を決めており、その直後にはトランプ大統領がサウジアラビアへ増産を要請したことも報じられている。しかし、増産を巡る調整が円滑に進むか不透明な部分もあり、足元で原油相場は再び上昇している。こうした原油高が続くことは、米長期金利が再上昇する要因にもなる。

米中貿易摩擦や原油・米金利上昇が続くことによって、資金流出に歯止めが掛からなければ、新興国は通貨防衛の利上げを今後も強いられることになる。その場合には、新興国で景気が失速したり、積み上がりを指摘される債務の返済負担が高まったりする副作用のリスクにも警戒が必要となる（図表9）。

図表9 新興国売りの要因と懸念される副作用



(資料) みずほ総合研究所作成

[共同執筆者]

アジア調査部 上席主任研究員 **小林 公司** koji.kobayashi@mizuho-ri.co.jp
 市場調査部 主任エコノミスト **井上 淳** jun.inoue@mizuho-ri.co.jp

● 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。