

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

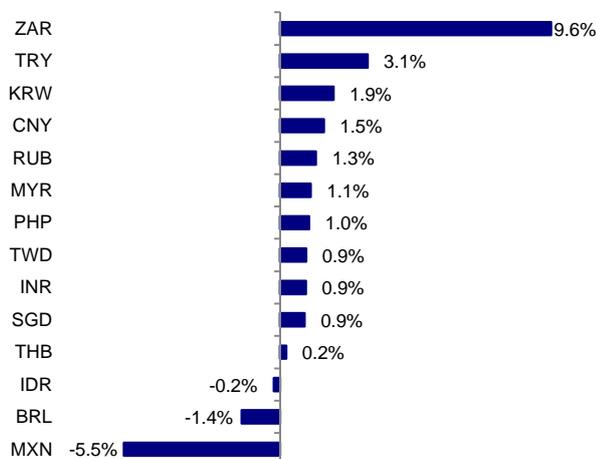
新興国通貨：各国要因に左右される展開を予想	2	国際為替部 マーケット・エコノミスト 佐々木 貴彦 03-3242-7065 takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp
中国人民元(CNY)：2018年の経済運営方針はほぼ変わらず	3	マーケット・エコノミスト 多田出 健太 03-3242-7065 kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp
インドルピー(INR)：与党がグジャラート州議会選挙で勝利	4	
インドネシアルピア(IDR)：ソブリン格付けが一段階引き上げ	5	大島 由喜 03-3242-7065 yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp
韓国ウォン(KRW)：2018年予算が成立	6	アジア・オセアニア資金部 シニアエコノミスト Vishnu Varathan vishnu.varathan@mizuho-cb.com
マレーシアリング(MYR)：原油価格上昇の恩恵	7	
フィリピンペソ(PHP)：税制改革の進展	8	マーケット・エコノミスト Huani Zhu huani.zhu@mizuho-cb.com
シンガポールドル(SGD)：緩やかな景気加速が継続	9	
タイバーツ(THB)：21会合連続で政策金利を据え置き	10	FXストラテジスト Chang Wei Liang weiliang.chang@mizuho-cb.com
メキシコペソ(MXN)：Banxicoはタカ派色を強める	11	欧州資金部 シニア為替ストラテジスト 本多 秀俊 44-20-7786-2505 hidetoshi.honda@mhcb.co.uk
ロシアルーブル(RUB)：制裁は怖いですがロシア国債に買い妙味あり	12	
南アフリカランド(ZAR)：最悪の事態は免れたものの前途は多難	13	
トルコリラ(TRY)：足元安定は嵐の前の静けさか	14	日本でのお問い合わせは、国 際為替部までお願い致します。
各種予想	15	

新興国通貨：各国要因に左右される展開を予想

- 12月の新興国通貨は多くが小動きとなった。上旬はトランプ米大統領が1月にインフラ投資計画の再発表を準備との報道などを手掛かりにドル買い地合いになると、新興国通貨は軟化。しかし、FOMC後に米金利が低下すると反発した。年末にかけては市場参加者が徐々に減少する中、大半の通貨は堅調に推移した。
- 12月はFOMC、ECB政策理事会、日銀の金融政策決定会合、米税制改革法案の成立と先進国で重要なイベントが多数あったものの、どれも予想通りの結果となったことから新興国通貨は落ち着いた値動きとなった。
- 12月12～13日に開催されたFOMCでは、FF金利誘導目標を1.25～1.50%へ25bp引き上げる一方、メンバーの政策金利見通し(ドット・チャート)では2018年および2019年の利上げ見込み回数が据え置かれた。新興国通貨は会合前こそドット・チャートで利上げパスが引き上げられることへの警戒感から軟調に推移したが、会合後は買い戻される展開となった。
- 米税制改革法案は20日に議会を通過したが、月初から年内の法案可決の可能性は指摘され市場も織り込み始めていた。そのため、税制改革関連のヘッドラインに対する新興国通貨の反応は徐々に小さくなり、米上下院にて可決された後は多くの通貨が小動きにとどまった。
- 1月は25日にECB政策理事会、30～31日にFOMCが開かれるものの、12月の会合結果を踏まえれば、両中央銀行が金融政策を変更する可能性は低く、新興国通貨に対する影響は小さいと考える。
- かかる状況下、1月の新興国通貨は各国要因でまちまちに動く展開を予想する。とりわけZARとMXNは他の通貨と大きく異なる値動きを見込む。
- 12月18日に南アフリカの与党であるアフリカ民族会議(ANC)は改革派で知られるラマポーザ副大統領を新議長(党首)に選出した。2018年1月5日に全国執行委員会(NEC)が予定されており、2019年6月2日まで任期があるズマ大統領が辞任に追い込まれればZARは短期的に上昇するだろう。
- 1月23～28日にはカナダのオタワにて北米自由貿易協定(NAFTA)の第6回会合が開催される。妥結の目処(3月末)が近づく中、今回の会合が不調な結果となれば、先行き不透明感が強まりMXNは急落するリスクが大きい。

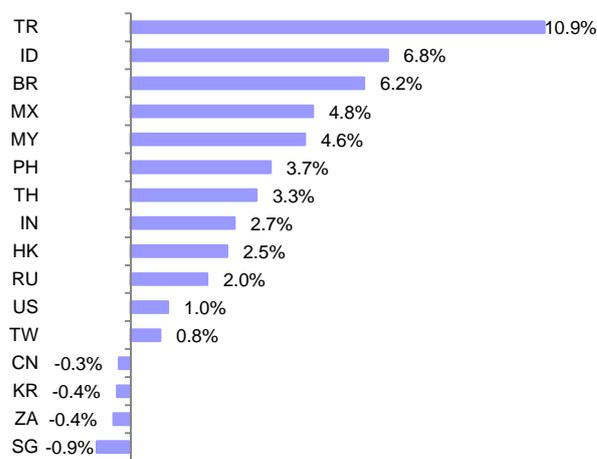
(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年12月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年12月)

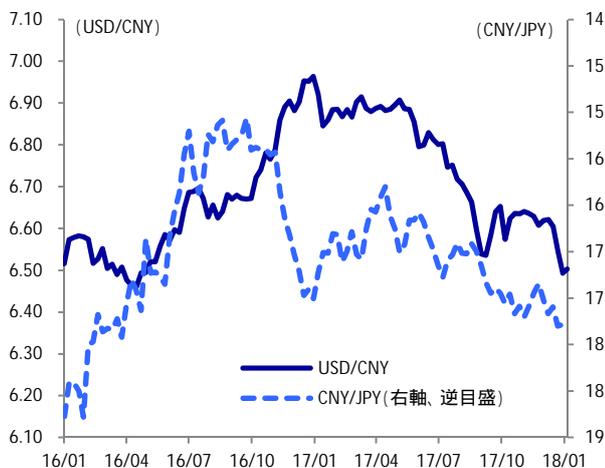


(資料)ブルームバーグ

中国人民幣(CNY)： 2018年の経済運営方針はほぼ変わらず

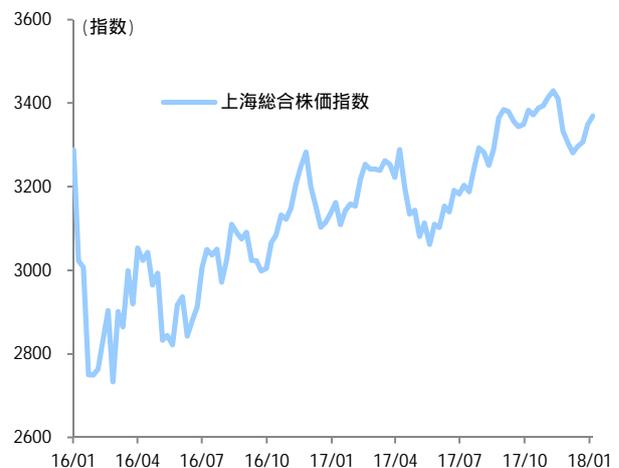
- 12月のCNYは下旬に上昇した。月初は6.62近辺でオープン後、6.60～6.63の小幅なレンジ内で推移。しかし、20日に閉会した中央経済工作会議の声明文において金融規制強化に対する文言が市場予想よりも穏便な表現となったことから、一時6.55台まで上昇した。年末にかけては流動性が薄くなる中、基準値が元高方向に設定されたことで6.50台まで続伸した。
- 12月18～20日に2018年の経済運営方針を決定する中央経済工作会議が開催された。発表された習近平・国家主席の声明文によれば基本運営方針は今年から変わらず、金融政策は「穏健かつ中立を保つ」とされ、財政政策は「積極姿勢を維持」とし、通貨政策は「人民幣を合理的で均衡ある水準に安定させる」とした。
- 市場の焦点は金融システムリスク抑制と来年のGDP成長率に関する文言だった。前者に関しては、3大重要目標の1つとして掲げられ、「今後3年間」かけてリスク抑制に取り組むとされた。経済工作会議に向けた準備のため8日に開かれた共産党政治局会議では、2018年の重要課題として真っ先に金融システムリスクの抑制が挙げられたことで、市場は金融規制の急速な強化に対する警戒感が強まっていた。しかし、「3年間」との期間が示されたことで規制強化の急速な進展への懸念は後退し、CNYは上昇した。
- 2018年の成長率目標について、習氏は来年も「安定の中で前進を図る」と従来の基本方針を述べるにとどめた。同コメントを踏まえると、2018年も2017年同様に「+6.5%前後」との実質GDP成長率の目標が維持される公算は大きい。しかし、4日に中国政府の広報官室を兼ねる国務院新聞弁公室が、政府はより質の高い発展に重きを置いており、2018年の経済成長率目標は新たな変化を反映するとコメントしている。また、習政権が景気加速よりも金融システムリスク抑制に重点を置いていることに鑑みれば、2017年の成長目標に付帯された「実際の取り組みによってよりよい結果を得るように努める」との文言は削除される可能性が高い。
- 14日に発表された中国の11月主要経済指標は冴えない結果となったが、市場の反応は乏しく、緩やかな景気減速は織込み済みだと推察される。2018年の経済運営方針も概ね予想通りとなる中、当面はCNYが大きく動くとは考えがたく、レンジ内で安定推移を見込む。(佐々木貴彦)

図表 3: 中国人民幣相場 (対米ドル, 対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 4: 上海総合株価指数

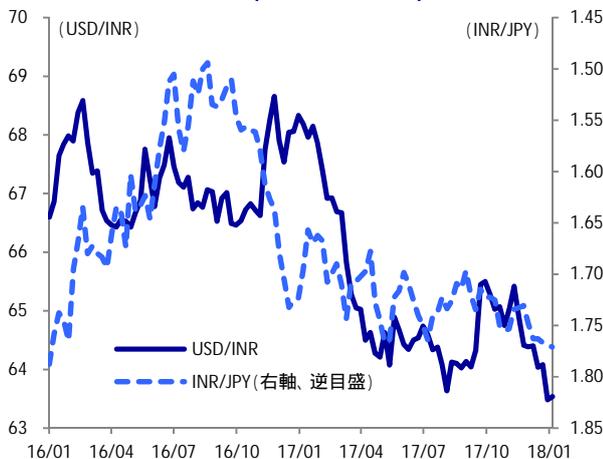


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 与党がグジャラート州議会選挙で勝利

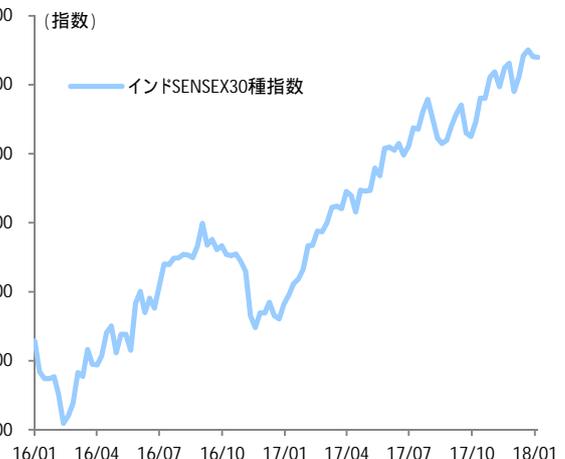
- 12月のINR相場は小幅に上昇した。月上旬は、インド準備銀行(中央銀行、RBI)が金融政策委員会(MPC)で予想通り政策金利を据え置く中で横ばい。中旬は州議会選挙の結果を巡って一時下落したが、与党が過半数を維持すると上昇。月後半はクリスマス・年末を控えて64近辺で小動きとなった。
- RBIは12月5~6日に開催したMPCで、市場予想通り政策金利を据え置くことを決定し、従来からの中立的な政策スタンスも維持した。6名のメンバーのうち5名が据え置きに票を投じる一方、1名は前回に続き25bpの利下げを主張した。RBIはインフレ見通しを従来の+4.2~4.6%から+4.3~4.7%に小幅に上方修正した。2017~18年度の成長率見通しは実質総付加価値(GVA)ベースで+6.7%に据え置き、リスクは均衡しているとした。
- 11月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+4.9%と10月の同+3.6%から大きく加速し、2016年8月以来の高水準となった。予想から大きく上振れる結果となったが、食料品価格の上昇で大半を説明できる。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+4.8%(10月:同+4.5%)やや加速したもの、2015年以降でみたレンジ内の動きにとどまっている。
- 10月の鉱工業生産は前年比+2.2%と、9月の同+4.1%から減速した。財別の内訳をみると、耐久消費財が同▲6.9%(9月:同▲3.4%)と2か月連続で減少したほか、非耐久消費財は同+7.7%と9月の同+10.3%から伸びが鈍化した。また、資本財も同+6.8%(9月:同+8.2%)と減速した一方、インフラ/建設財は同5.2%と9月の同+0.4%から加速した。
- 12月9日と14日の2回に分けて投票が行われたインド西部グジャラート州の州議会選挙が18日に開票された。与党インド人民党(BJP)は総議席数182のうち99議席を押さえ、前回2012年の選挙で獲得した115議席からは議席を減らしたものの単独過半数を維持した。今回の選挙は物品サービス税(GST)の全国での導入など大きな改革が行われてから初めての州議会選挙であるほか、グジャラート州はかつてモディ首相が州首相を務めたお膝元ということもあり、モディ政権の支持を示す試金石として注目が集まっていた。単独過半数を維持したとはいえ結果は低調であり、今後野党が勢いを増す可能性も否定できず、予断を許さない結果である。
- RBIが中立スタンスを維持する中、景気も徐々に回復してくると見込まれる状況下、INRは底堅い展開が見込まれる。(多田出健太)

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 6: インド SENSEX30 種指数

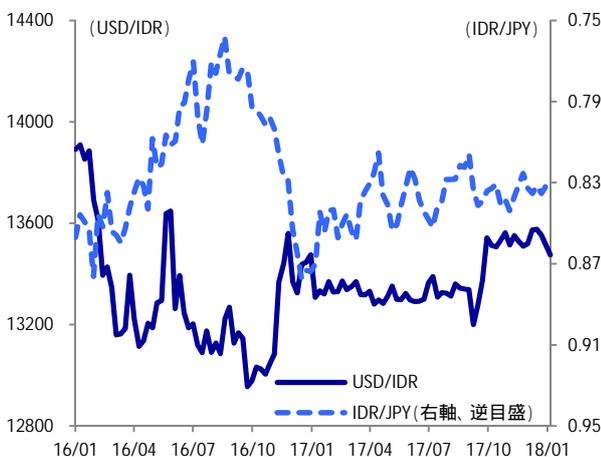


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR)： ソブリン格付けが一段階引き上げ

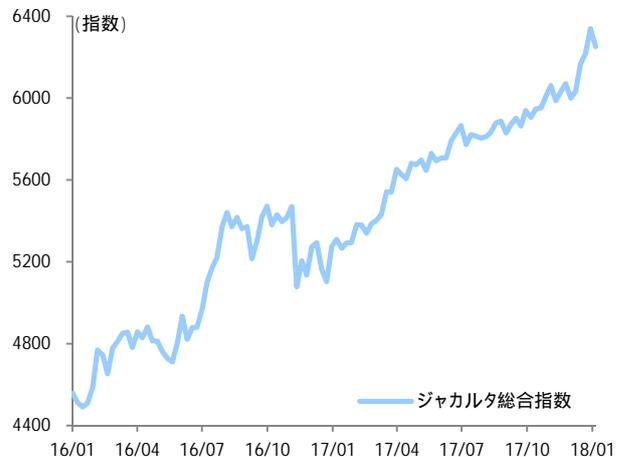
- 12月のIDRは横ばい推移となった。月初13530近辺だったが、13日のFOMCでの利上げや、米税制改革法案成立への期待を背景に一時13600台まで軟化した。しかし、大手格付け会社によるソブリン格付け引き上げを受け上昇し、13550台で取引を終えた。
- 12月4日に発表された11月製造業PMIは50.4と10月(50.1)から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回った。インドネシア中央銀行(BI)が発表した11月消費者信頼感指数も122.1(10月:120.7)と高水準を維持し、経済は緩やかに回復している。
- 15日に発表された11月貿易統計によると、輸出は同+13.3%と10月(+19.6%)から減速したが、引き続き高い伸びをみせている。輸入も前年比+19.6%と10月(同+23.8%)から減速したが、輸入額としては2014年10月以来最大となった。貿易収支は+1.3億ドルと4か月連続の黒字となったが、10月の+10億ドルから大幅に減少した。
- BIは14日に金融政策決定会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートに4.25%、上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ、5.00%と3.50%に据え置いた。コリドーも1.50%ポイントに維持された。
- 声明文で今後の金融政策について、主要国の金融正常化が続くことに注意を払うべきとし、国内のインフレが引き続き抑制され、対ドルでのIDRの水準次第との見解を示した。BIは引き続き様子見姿勢を維持し、当面政策金利は据え置くだろう。
- 21日に大手格付け会社はインドネシアのソブリン格付けを一段階引き上げた。見通しについては「安定的」とした。過去5年間の実質GDP成長率が平均5.1%と堅調に推移していることや、政府による構造改革の推進を受けてインドネシア経済の外的ショックに対する耐性が強まっていることを引き上げの主な理由と説明した。今後のリスクとして、FRBの利上げに伴う資金流出の可能性や、インドネシア経済におけるコモディティ依存度の高さ、巨額の対外債務を挙げた。また、2018年の地方選挙と2019年の大統領選挙が改革に滞りを与える可能性にも言及している。
- 先行き経済回復が見込まれる中、IDRは2018年初から緩やかに上昇するだろう。(大島由喜)

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 8: ジャカルタ総合指数

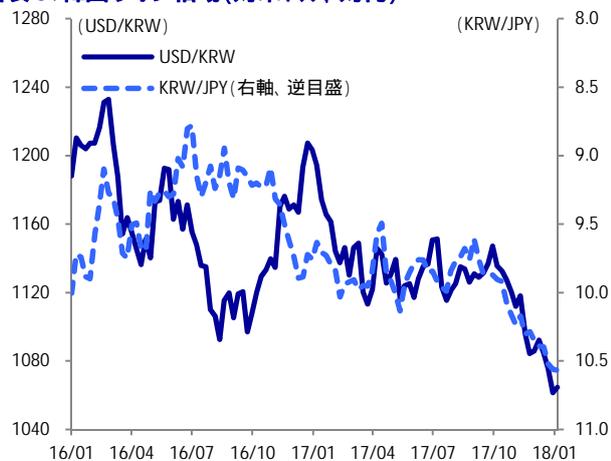


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：2018年予算が成立

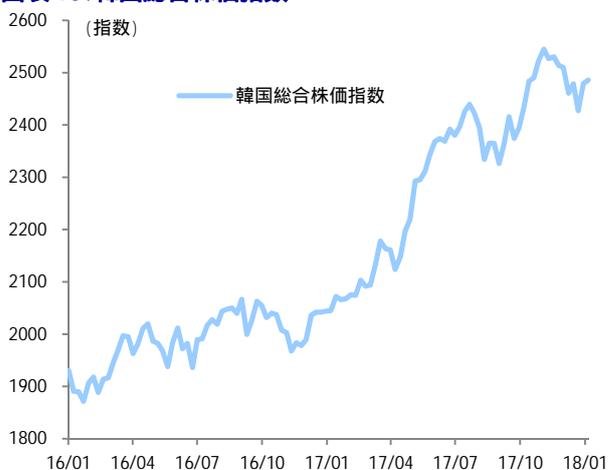
- 12月のKRWは堅調に推移した。月初は1090近辺でオープン後、ドル買い優勢となる中、1090台半ばまで下落。しかし、FOMC後に米金利が低下すると1080台前半まで買い進まれた。年末にかけてはじり高となり、1060台後半で越年した。
- 12月6日に韓国の国会は2018年予算を可決し、歳出額は428.8兆ウォンと2017年(補正予算含む)対比で+4.6%拡大した。文政権は大企業だけでなく国民に幅広く恩恵が行き渡る「分配」重視の政策を志向しており、同予算では主に福祉(前年比+9.7%)や教育(同+8.1%)といった分野における増額が目立った。
- また、法人税率の上限を22%から25%に引き上げることや、高額所得者への増税を行うことにより歳入額は447.2兆ウォン(前年比+5.7%)を見込むとした。その結果、計画上の財政収支は▲28.5兆ウォン(GDP比▲1.6%)と2017年(▲28.9兆ウォン、同▲1.7%)から赤字幅が縮小している。
- 1日発表の11月輸出は前年比+9.6%と10月(同+7.1%)から伸び幅が拡大した。但し、1~9月まで二桁の伸びを記録し続けたことを考えれば、加速ペースは鈍化していると言えよう。
- 韓国の主要な輸出品である半導体メモリーについて、代表格である NAND や DRAM の価格は2014年12月以来の高水準で推移しているが、直近は伸び悩んでいる。世界半導体市場統計(WSTS)は年次報告書において、半導体市場は2017年に前年比+20.6%拡大する見込みだが、2018年は同+7.0%と成長ペースは緩やかになると発表した。
- かかる状況下、韓国経済をけん引してきた輸出について2018年は2017年対比で緩やかな加速ペースになる公算が大きい。もっとも、政府の歳出拡大や良好な消費者マインドを受けた個人消費の堅調推移を受けて、2018年の韓国経済は底堅い伸びを記録するだろう。
- 米税制改革が可決されたものの、ドルが上値重く推移している現状に鑑みれば、当面はドル買いが優勢になるとは考えがたい。韓国経済の堅調推移も相俟って、KRWは底堅い値動きが続くと予想する。(佐々木貴彦)

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 10: 韓国総合株価指数

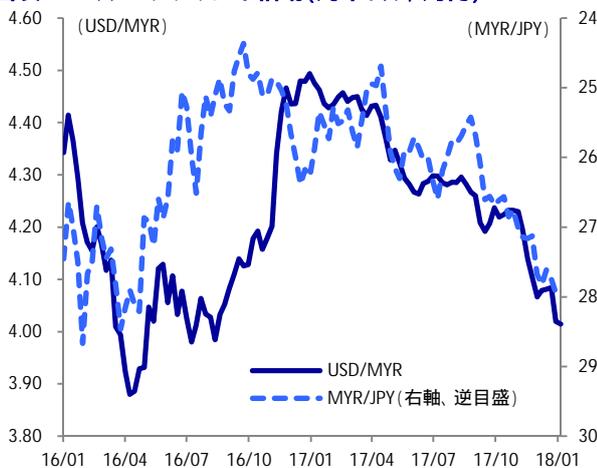


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 原油価格上昇の恩恵

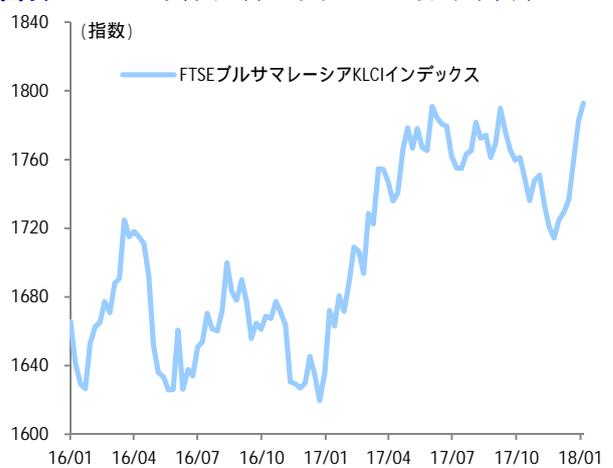
- 12月のMYRは横ばいで推移。月上旬は、石油輸出国機構(OPEC)が11月30日にロシアなど非加盟の主要産油国と実施している協調減産を2018年12月末まで続けることで合意したことを好感し4.04台半ばまで上昇した。その後は中旬にかけて4.08近辺で横ばい推移が継続。月後半もクリスマス控えて動意なく推移していたが、年末にかけて4.04台後半まで上昇した。
- 10月の輸出は前年比+18.9%と9月の同+14.8%から伸びが加速し、4か月連続で二桁増となった。主力の電子・電気機器のほか、液化天然ガス(LNG)や石油精製品などが増加した。輸入は同+20.9%と9月の同+15.2%と伸びが加速し、結果として貿易収支は105.6億リングの黒字と、9月の86.4億リングから黒字幅が拡大した。
- 10月の鉱工業生産は前月比▲0.8%(9月:同▲1.0%)と3か月連続の減少となった。鉱業(同+0.4%)と電力(同+2.0%)は増加したものの、製造業が同▲1.2%(9月:同▲0.2%)と減少したことが全体を押し下げた。10~12月期は低調な滑り出しとなったものの、7~9月期が高い伸びとなった反動もありそうだ。前年比でみると、10月は+3.4%(9月:+4.7%)と2か月連続で減速しているものの、均してみれば高めの伸びを維持している。
- 10月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.7%と、4月以来の高水準となった9月(同+4.3%)から減速した。燃料価格の引き上げによる交通費の上昇が一服したことが押し下げ、インフレ率はマレーシア中央銀行(BNM)の目標とする+3~4%内に戻った。コアCPI上昇率も同+2.3%と9月から0.1%pt低下し、2017年はほぼ横ばい圏での推移が続いている。
- BNMがタカ派に傾斜したことに加え、高めの成長が続いており、2018年前半にかけて利上げ期待が高まりやすい状況が続いている。原油価格の上昇にはやや一服感が見られるものの、高めの水準を保っており、マレーシア経済はその恩恵を受けるだろう。国内経済の底堅さを背景に2018年にかけてMYRは堅調に推移すると予想する。(多田出健太)

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

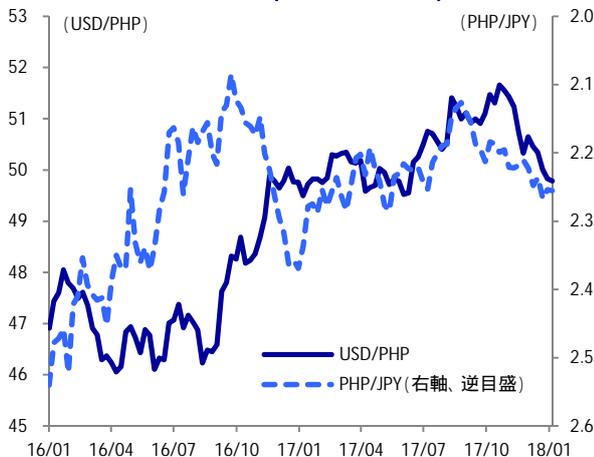


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : 税制改革の進展

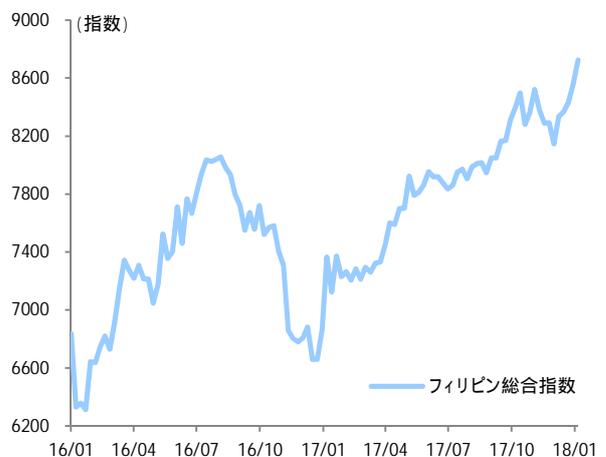
- 12月のPHPは月後半に上昇する展開。月上旬は、米税制改革期待の高まりからドル買いが強まる中で50.80近辺まで下落した。しかし、中旬に格付け会社がフィリピンを格上げしたことから50.40近辺まで反発。月後半には、税制改革が経済を押し上げるとの期待から49台後半まで上昇した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は、10月は前年比+8.4%と9月の同▲8.3%から増加した。9月はサウジアラビアにおける恩赦プログラム(4月、9月に実施)によって不法移住労働者のフィリピン人が帰国した影響で減少したとみられるが、その影響を除けば底堅く推移しており、今後も緩やかな伸びが続くだろう。
- 10月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.5%と9月の同+3.4%から加速した、2014年11月以来の高水準となった。燃料価格の値上がりを受けた家賃・光熱費の上昇が押し上げたが、変動の大きい品目を除いたコアCPI上昇率は同+3.2%と9月の同+3.3%から小幅に低下した。
- 格付け会社フィッチ・レーティングス(フィッチ)は、12月10日にフィリピンの長期債並びに発行体デフォルト格付け(共に自国通貨建て、外貨建て)をBBB-からBBBへ格上げした。見通しは安定的(ステーブル)としている。政府のインフラ支出拡大などが下支えすることで経済成長が続く見込みであるほか、財政状況も改善していることなどが背景にある。2015年後半から経常収支が悪化傾向にあることは気付きであるものの、赤字に転じたとしても対GDP比で0.5%に満たない程度のとどまる見通しであるため、過度に懸念する必要はないだろう。
- フィリピン中央銀行(BSP)は12月14日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポ金利を3.00%に据え置くことを決定した。国内の景気については、良好な消費者と企業のセンチメントや潤沢な流動性を背景に引き続き堅調に推移するとし、2018~2019年のインフレ見通しは目標(+2~3%)以内に収まるとの見方を示した。税制改革法はCPIに一時的には影響するものの、様々な軽減策がインフレへの影響を和らげるだろうと述べた。
- 経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含むも、ドゥテルテ政権が進める税制改革への期待などから上昇基調へ転じると予想する。(多田出健太)

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル, 対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

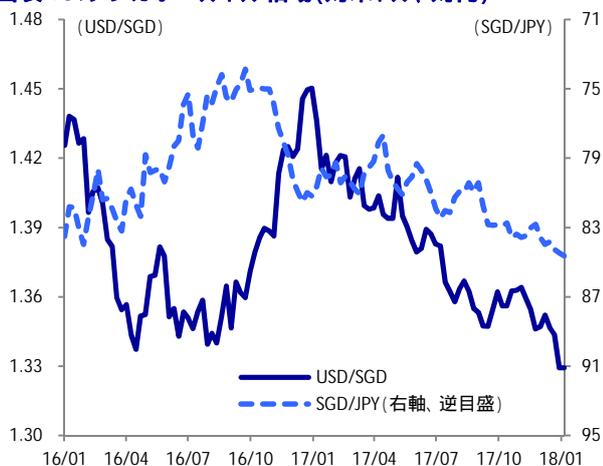


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD)：緩やかな景気加速が継続

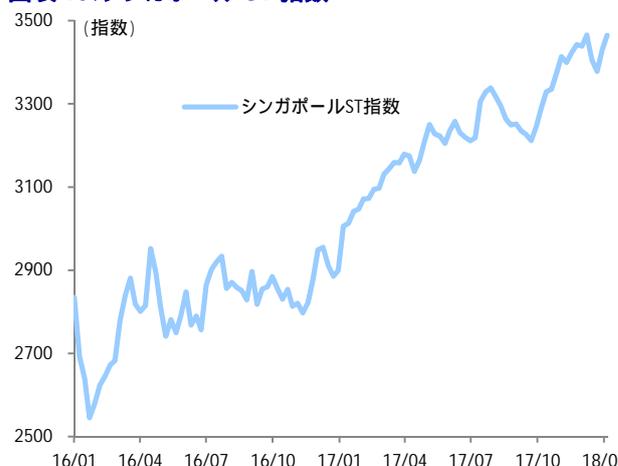
- 12月のSGDは往って来いの展開となった。月初は1.34台後半でオープンし、トランプ米大統領が1月にインフラ投資計画の再発表を準備との報道などを手掛かりにドル買い地合いになると1.35台半ばまで軟化。しかし、FOMC後に米金利が低下すると1.34台前半まで上昇。その後は1.34台半ばを中心としたレンジ内で推移していたが、年末にかけて1.33台後半まで上昇した。
- 12月12日に発表された10月小売売上高指数(数量ベース)は前月比+1.1%と9月(同▲5.1%)から増加したが、指数は105.3と9月(109.8→104.2)に急減した分を取り戻せていない。振れ幅が大きい自動車販売を除いた小売売上高指数は前月比▲1.2%と3か月連続で減少しており、シンガポールの民間消費は弱含みが続いている。
- 18日発表の11月石油を除く地場輸出は前月比+8.7%と10月(同+20.5%)から大きく減速した。しかし、金額は159億シンガポールドルと2012年2月以来の高水準を記録しており、輸出は引き続き堅調に推移していると言えよう。
- 輸出が増加基調となる中、11月製造業PMIは52.9と6か月連続で改善し2009年12月以来の高水準を記録するなど、製造業の景況感是非常に良好となっている。
- 13日にシンガポール金融管理局(MAS)が公表したサーベイ結果によれば、主要な調査機関は2018年の実質GDP成長率を+3.0%と2017年(+3.3%)から小幅な減速を見込んでいる。建設業(2017年:▲7.6%→2018年:+1.0%)の回復が予想される一方で、中国経済の緩やかな減速を受けた製造業(2017年:+10.6%→2018年:+5.5%)の伸び幅縮小がシンガポール経済の加速ペースを鈍化させるとみる向きが多かった。
- もっとも、景気が低迷した2015年(+1.9%)や2016年(+2.0%)と比べて高い成長率であることには変わりなく、シンガポール経済の底堅い推移は2018年も続くだろう。
- 米税制改革が可決されたものの、ドルが上値重く推移している現状を鑑みれば、当面はドル買いが優勢になるとは考えがたい。シンガポール経済の底堅さも考慮すれば、SGDは堅調推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 15: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 16: シンガポール ST 指数

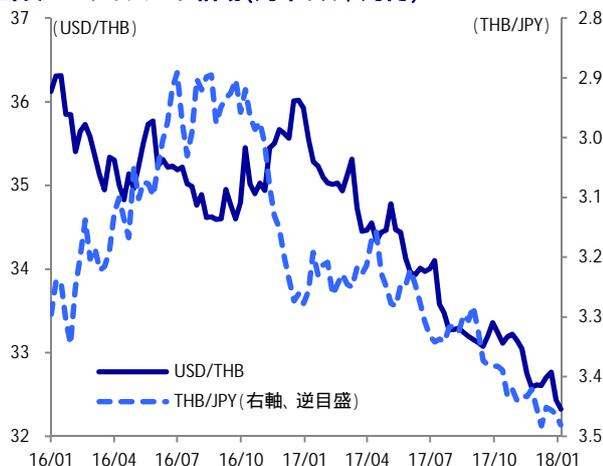


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)： 21 会合連続で政策金利を据え置き

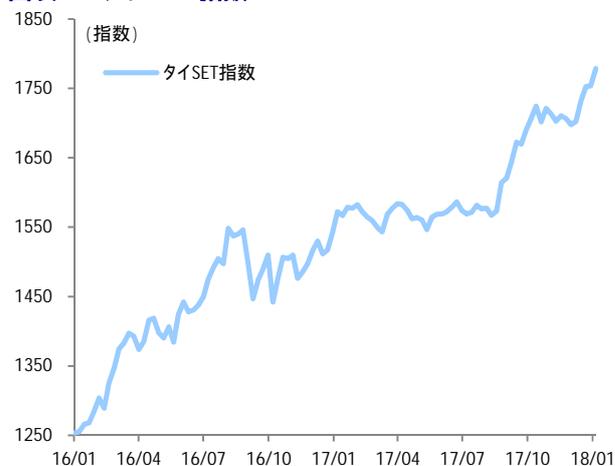
- 12月のTHBは月末に上昇した。月初32.60台で推移していたが、19日に米税制改革法案の成立への期待から32.80台まで下落。20日はタイ中央銀行(BOT)が金融政策委員会(MPC)で2017年と2018年の年間GDP見通しを引き上げると32.60台まで戻し、32.50台で越月した。
- タイ経済は緩やかに回復している。12月7日に発表された、11月消費者信頼感指数は78.0と10月(76.7)を上回り、2015年2月以来の高水準となった。輸出と観光業が好調なことに加え、政府の景気刺激策が経済を活性化すると期待が高まっている模様だ。
- 21日に発表された11月貿易統計(通関ベース)では輸出が前年比+13.4%と10月(同+13.1%)から加速し、2018年最高の伸び率となった。世界経済の堅調な回復を受け需要が拡大していることが背景にある。輸入は同+13.7%と10月(同+13.5%)に続き、高い伸び率を維持している。
- 11月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.0%と10月(同+0.9%)から加速し、5か月連続で伸びが高まった。原油価格の上昇がCPIを押し上げている。19日にタイ政府は2018年のCPIの目標を前年比+1~4%と2017年と同様の目標を承認した。2017年は同+1.0%を下回る推移だったが、2018年は改善が見込まれている。
- BOTは20日にMPCを開催し、政策金利を21会合連続で1.50%に据え置いた。声明文では、タイ経済は良好な外需と、緩やかに回復している内需を背景に当初の見通しより速いペースで成長が回復しているとした。世界経済の回復を背景に輸出と観光業が引き続き好調として、2017年と2018年のGDP見通しを前年比+3.9%と同+3.8%から引き上げた。成長率予想の上方修正は2017年に入って4回目となった。
- 12日にBOTは国内企業への影響を緩和するため、今年に入りTHB高抑制に向けた介入を行ったことを明らかにしたが、詳細については発表していない。また、23日にウィラタイBOT総裁はFRBが利上げを実施しているが、国内経済を支援するため、緩和的な金融政策を維持することは可能との認識を示した。BOTは当面政策金利を据え置くだらう。
- タイ経済の緩やかな回復、高水準の経常黒字と安定した政治情勢を背景にTHBは堅調に推移するだろう。(大島由喜)

図表 17: タイバーツ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 18: タイ SET 指数

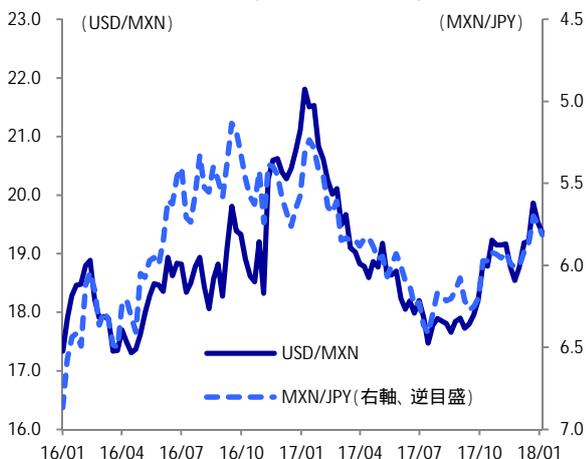


(資料)ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN)： Banxico はタカ派色を強める

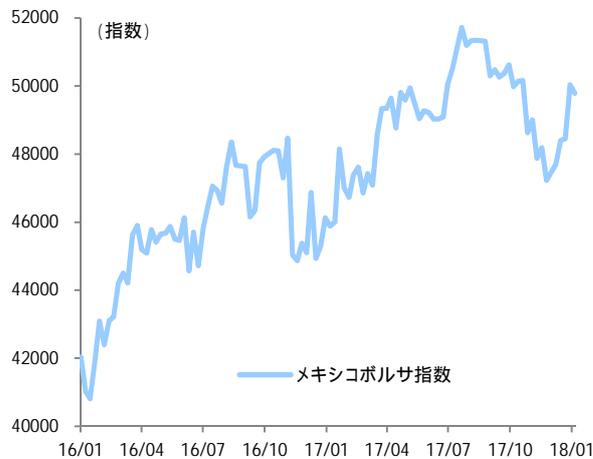
- 12月のMXNは軟調に推移した。月初は18台後半でオープン後、11月消費者物価指数(CPI)が前月から加速したことが嫌気され19台前半まで下落。その後は19ちょうど近辺まで反発する局面があったものの、与党である制度的革命党(PRI)の元幹部が不正横領疑惑で逮捕されたことなどが懸念され、年末にかけて19台後半まで一時下落した。
- 12月14日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を25bp引き上げ7.25%とした。声明文では、インフレ率の上振れリスクが増大していることが利上げの理由としている。
- 具体的には、液化天然ガス(LNG)や農産品価格の上昇および北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の停滞やFRBの利上げに伴うMXNの下落をリスク要因として挙げた。
- また、今回の会合では1名が50bpの利上げを主張して反対票を入れており、全会一致で政策金利の据え置きを決めた前回の会合(11月9日)からメンバーのタカ派色は急速に強まったと言えよう。こうした中、MXNが軟調となるなど物価の上振れに対する懸念が強まる場合、Banxicoは次回会合(2月9日)にて追加利上げを行う可能性が高い。
- 12月11~15日にワシントンでNAFTA再交渉の事務レベル協議が開かれた。しかしながら、最終合意に至った条項はなく1月23~28日にカナダのモントリオールで開催される第6回会合で妥結に向けた道筋が立つか不透明な情勢となっている。
- IMM通貨先物における投機筋(Non Commercial、非商業部門)のMXN買い持ち高は2014年来の高水準まで積み上がっている。次回会合でも関係国間の溝が埋まらない場合、妥結目処とされる3月末に間に合わない可能性が高くなるため、投機筋の買いポジションの解消が相次ぎMXNが急落するリスクは大きいと考える。
- なお、第6回会合で合意の道筋が立ったとしても、7月に投票が予定されている大統領選に対する警戒感から上値が重い値動きを予想する。(佐々木貴彦)

図表 19:メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 20:メキシコ株価指数

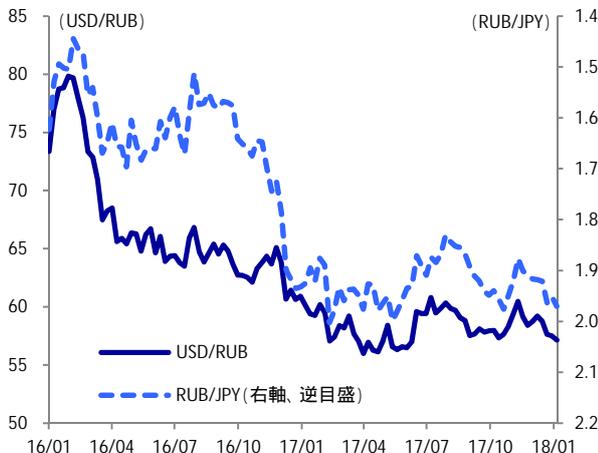


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 制裁は怖いけどロシア国債に買い妙味あり

- 12月のRUBは対USDで小動き(下押し→反発)の先行から、月後半に掛けて上昇。局面局面の値動きに原油価格との連動は読み取り難かったものの、月を振り返れば、原油の堅調に連れて水準を切り上げたようにも見えた。
- 前月末(11月30日)のOPEC加盟国・非加盟国による予想通りの原油減産延長決定を受け、月初、原油価格は調整的な下押しが先行。並行してロシア要因では、財務省による月次RUB売り計画の規模が大幅に増額されたことがRUB売り要因と読まれた。
- 原油価格はナイジェリア石油労組のストライキ懸念(7日以降)、北海油田のパイプライン停止(11日以降)、リビアのパイプライン事故(26日以降)などの供給要因を主因に水準を切り上げた。トランプ米大統領が、6日にエルサレムをイスラエルの首都と認定したことをきっかけとした中東の地政学的リスクの高まりも、原油供給不安に対する警戒感を強める要因と読めただろう。
- 5日、ロシア11月CPIは前年比+2.5%と発表された。予想通りではあったものの、史上最低水準への減速を受け、15日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会では25bpの追加利下げが実行されるとの織り込みが大幅に進んだ。
- 15日、CBRは50bpの利下げを発表。予想外的大幅利下げだったが、通貨市場の反応は鈍く、その後、ロシア国債の堅調推移(利回りは低下)を反映してRUBはむしろ堅調気味の推移を続けた。
- 3日、プーチン露大統領は来年3月の大統領選への出馬を表明した。出馬さえすれば当選は確実と見られており、これにより向こう6年間のロシア大統領はほぼ確定した。中東における存在感の顕著な高まりに加え、26日には北朝鮮を巡る和平交渉の仲介役を申し入れるなど、内外における同大統領の政治的存在感・安定度が増しているように見えることは、ロシア金融資産全般にとっても悪い材料ではないものと考えられる。
- 食品価格の反発、ベース効果や原油価格の調整安見通しなどから、来年後半にかけてロシア物価はCBR誘導目標の前年比+4%前後までの反発が見込まれている。CBRが足元利下げを急ぐのも、仮にそうした状況に陥った局面で(景気浮揚のための)利下げを強いられるような事態を回避したいとの思惑があるのではないかと。見方を変えれば、CBRが利下げの前倒しを急ぐ今こそがロシア国債の買い時とも考えられるのではないかと。(本多秀俊)

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 22: ロシア RTS 指数

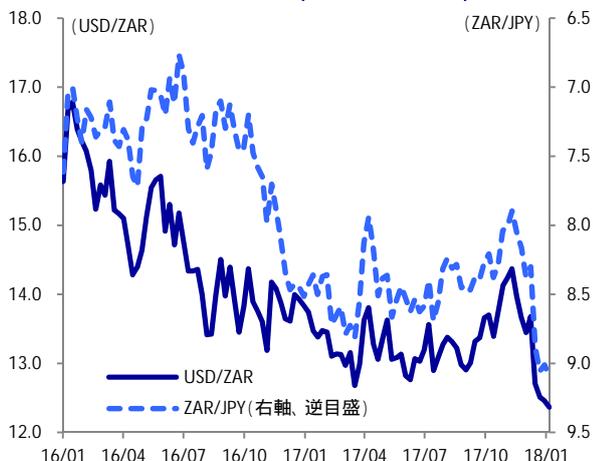


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：最悪の事態は免れたものの前途は多難

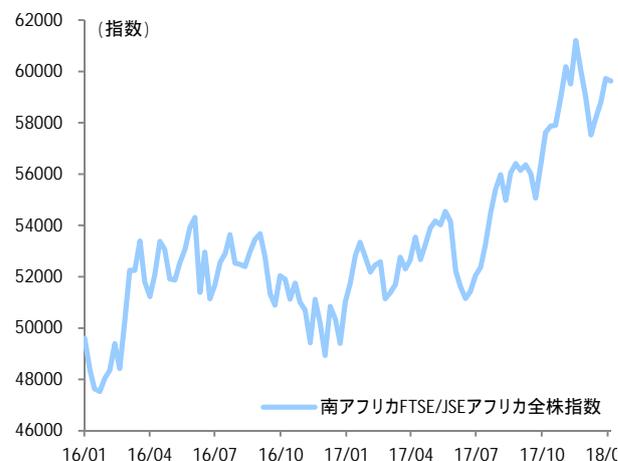
- 12月のZARは上昇。焦点は16～20日の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選に集まったが、ラマポーザ副大統領当選の見通しが強まるのと並行してZARは堅調に推移。実際に同副大統領当選が確定すると(18日現地時間夜)もう一段水準を切り上げ、対USDで今年3月来の、対円では15年10月来の高値を更新して、その後も月末まで続騰した。
- 癒着と非効率の元凶と見られていたズマ大統領の実質的な後継と目されたアフリカ連合委員会のドラミニ・ズマ前委員長の当選と比較すれば、改革に積極的と見られ経済界の信も厚いラマポーザ副大統領の当選は、南ア資産市場にとって確かに朗報と言えただろう。
- ただし、(ドラミニ・ズマ候補の票田と見られた)自由州の投票が無効とされた事実を鑑みるに、同副大統領の勝利は僅差と言えた上に、党6役の内訳も、全国執行委員会(NEC)の内訳も、ラマポーザ派とドラミニ・ズマ派できれいに二分されてしまった。党の分断は明らかで、ラマポーザ新党首による今後の政策運営も一筋縄ではいかない可能性が懸念される。
- 今後の注目点は、まず、ズマ大統領自身が2007年にムベキ大統領(当時)を追い落としたように、ラマポーザ新党首がズマ大統領の追い落としを図るか否か。早ければ1月8日のANC結党記念日演説で早期解散総選挙を宣言する可能性も一部で観測されている(南ア大統領は総選挙で第一党の座を確保した党の党首が就任する)。
- 閣僚人事の権限は大統領にあるが、財務相人事、南ア歳入庁長官人事、検察庁長官人事などに動きがあれば(ラマポーザ新党首の影響力が強まれば)、やはり、南ア資産市場に好感される可能性は高いだろう。
- 南ア資産市場にとっては、これ以上の南ア国債格下げは絶対回避(とりわけ自国通貨建長期国債を引き続き投資適格としている1社の格下げ=投機的等級落ち=大手国債運用指数からの除外は100億ドル規模の資金流失につながるものと警戒されている)で、格付会社を納得させられるだけの財政健全化策、歳入強化策(=景気浮揚策)が打ち出せるかどうかという視点が、一連の人事においては重要になるものと思われる。
- 来年2月の予算発表までに状況の改善が確認されなければ、足元の楽観が急速に反転する可能性は十分考えられるだろう。(本多秀俊)

図表 23: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

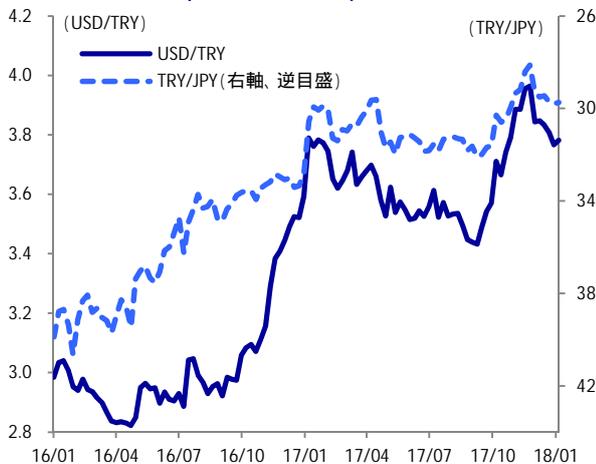


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : 足元安定は嵐の前の静けさか

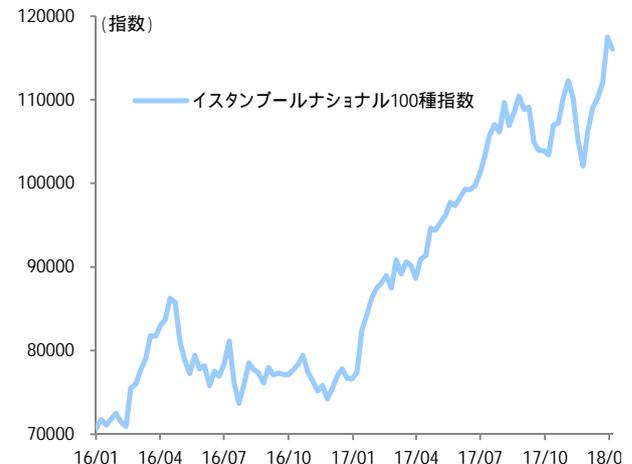
- 12月のTRYは引き続き史上最安値圏にはありながらも、対USD、対円、対EURなどで堅調気味の横這い。
- 4日発表されたトルコ11月CPIは前年比+12.98%と市場予想から大幅に上振れた。トルコ中銀(CBRT)による金融政策が「機能していない証」と読めば、TRY安を誘っても不思議ではない数字だったが、この発表をきっかけにTRYは一段水準を切り上げた。敢えてTRY高の理由を挙げるなら、物価急騰を受けCBRTによる大幅利上げ観測が高まった可能性が考えられた。とりわけ11月以降、エルテム大統領補佐官、カラハン大統領補佐官から利上げを後押しするかの発言が相次いでいたことは、利上げ期待を強めた。
- しかし、12日にエルドアン大統領は、「利上げを正当化しようとの企みは無駄に終わる」などとあらためて利上げを許容しない姿勢を表明。果たしてCBRTは、14日、実質的な政策金利となった後期流動性窓口貸出金利を50bpだけ引き上げ、他の指標金利は全て据え置いた。市場では、後期流動性窓口貸出金利の75bpから100bpを超える大幅利上げが見込まれていた上、一部ではレポ金利や翌日物貸出金利の引き上げも見込まれていた。
- 4日以降のTRY高が、仮に大幅利上げ期待を要因としたなら、12日、14日と続いたイベントはTRY反落を誘っても不思議ではなかったはずだが、その後月末までTRYは堅調気味の横這いを維持した。年末年始の動意に乏しい市場で、TRYの高金利が資金の滞留先としての資金流入を促したことはその一因と考えることができただろう。
- 昨年対比のベース効果で、今後、トルコ物価は一定の落ち着きが見込まれている。しかし、それもTRYが(少なくとも現行水準で)安定推移することが前提だし、コアCPIの急騰、期待インフレ率の高まりなどを考慮すると、仮に天井は打っても急速なインフレ減速は見込み難い。金融政策運営の柔軟性を大幅に欠いたまま、物価抑制で後手に回るCBRTへの市場の信頼は薄く、名目高金利だけで投資資金を繋ぎ止めるのは、今後益々困難になろう。
- 11月末に米国で始まったイラン経済制裁違反を巡る裁判は、エルドアン大統領の直接の関与を示唆した。同裁判関連の報道が今後再び過熱するようなことがあれば、エルドアン大統領の強権姿勢を強めトルコと米の一段の関係悪化がトルコ向け投資の阻害要因になる可能性は懸念される。(本多秀俊)

図表 25: トルコリラ (対米ドル, 対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 26: トルコイスタンブールナショナル 100 種指数



(資料) ブルームバーグ

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2017年 1~12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								
中国人民幣元	(CNY)	6.4390 ~ 6.9640	6.5030	6.65	6.70	6.75	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8291	7.8172	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	63.535	65.6	64.0	63.5	62.5	63.3
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13475	13600	13300	13100	12900	12900
韓国ウォン	(KRW)	1066.36 ~ 1211.78	1065.18	1075	1070	1065	1060	1060
マレーシアリング	(MYR)	4.0458 ~ 4.5002	4.0145	4.10	4.00	3.90	3.80	3.75
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	49.785	50.2	49.6	49.1	48.5	47.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3305	1.36	1.34	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.646 ~ 32.447	29.556	29.60	29.50	29.40	29.30	29.30
タイバーツ	(THB)	32.36 ~ 36.01	32.34	32.6	32.4	32.1	31.9	31.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22698	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.1662	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.2387 ~ 14.5742	12.3696	12.50	14.00	14.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9826	3.7817	4.00	4.10	4.00	3.90	4.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2380	3.25	3.42	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	19.3667	19.50	19.00	18.50	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣元	(CNY)	15.711 ~ 17.351	17.298	16.54	16.12	15.85	15.44	15.29
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.406	14.10	13.88	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.772	1.68	1.69	1.69	1.68	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.835	0.809	0.812	0.817	0.814	0.806
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.582	10.575	10.23	10.09	10.05	9.91	9.81
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 27.881	28.053	26.83	27.00	27.44	27.63	27.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.255	2.19	2.18	2.18	2.16	2.20
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 84.65	84.64	80.88	80.60	79.26	78.36	78.20
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.803	3.810	3.72	3.66	3.64	3.58	3.55
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.488	3.483	3.37	3.33	3.33	3.29	3.27
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4959	0.48	0.48	0.47	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ~ 2.024	1.970	1.90	1.80	1.73	1.67	1.70
南アフリカランド	(ZAR)	7.774 ~ 9.240	9.105	8.80	7.71	7.38	7.00	7.17
トルコリラ	(TRY)	28.019 ~ 33.476	29.743	27.50	26.34	26.75	26.92	26.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.788	33.85	31.58	31.94	32.81	32.70
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.814	5.64	5.68	5.78	5.68	5.78

(注)1. 実績の欄は2017年12月29日まで。SPOTは1月4日の8時50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レベル。4. 対円の見通し値は『中期為替相場見通し(12月22日発刊)』に基づく
(資料)みずほ銀行

図表 22: 経済見通し

	実質GDP (前年比%)				消費者物価 (前年比%)				経常収支 (対GDP比%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
エマージングアジア												
中国	6.7	6.8	6.4	6.4	2.0	2.3	2.4	2.5	1.8	1.4	1.2	0.9
インド	7.4	6.3	7.2	7.7	4.9	3.4	4.7	5.1	-0.7	-1.3	-1.8	-2.4
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.3	3.5	3.8	3.4	3.6	-1.8	-1.8	-2.0	-1.9
韓国	2.7	3.0	2.9	3.0	1.0	2.0	1.8	2.0	7.0	5.6	5.4	5.3
マレーシア	4.2	5.9	5.3	5.2	2.1	3.8	2.9	3.1	2.1	2.9	2.3	2.1
フィリピン	6.9	6.7	6.7	6.7	1.9	3.2	3.3	3.4	0.2	0.0	0.2	-0.5
シンガポール	2.0	3.3	2.5	2.8	-0.5	0.9	1.8	2.1	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.8	3.7	3.6	0.2	0.7	1.7	1.9	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.9	7.1	6.8	2.7	3.6	3.5	4.1	0.4	0.5	0.9	1.2

(注) インドの実質 GDP 成長率は 2015 年から新基準

(資料) 各国統計、CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

	現在 (%)	2018				2019
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
エマージングアジア						
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
インド	翌日物レボ金利	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.25	4.25	4.25	4.25	4.50
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
マレーシア	翌日物金利	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.25	3.25	3.50	3.75
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25

(資料) 各国中央銀行、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。