

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 新興国通貨：ポジション調整に伴う一時的な軟化を予想 .....          | 2  |
| 中国人民元(CNY)：目標を上回った 2017 年の GDP 成長率 ..... | 3  |
| インドルピー(INR)：加速するインフレ .....               | 4  |
| インドネシアルピア(IDR)：緩やかな回復は続く .....           | 5  |
| 韓国ウォン(KRW)：様子見姿勢を強める BOK .....           | 6  |
| マレーシアリング(MYR)：原油高が追い風 .....              | 7  |
| フィリピンペソ(PHP)：OFW 送金と GDP の下振れ .....      | 8  |
| シンガポールドル(SGD)：2017 年 GDP 成長率は良好な結果 ..... | 9  |
| タイバーツ(THB)：総選挙は延期の見込み .....              | 10 |
| メキシコペソ(MXN)：NAFTA 再交渉は長期戦へ .....         | 11 |
| ロシアルーブル(RUB)：見通しは悪くないが上値は重かろう .....      | 12 |
| 南アフリカランド(ZAR)：政治情勢は明確に改善、今後進捗に期待 .....   | 13 |
| トルコリラ(TRY)：TRY 安定は対 USD だけ、不安要素は山積 ..... | 14 |
| 各種予想 .....                               | 15 |

#### 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

#### 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

##### マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@mizuho-cb.com

##### FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@mizuho-cb.com

#### 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

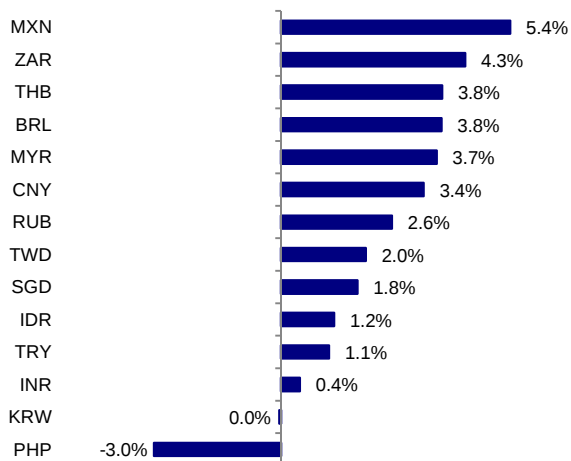
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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。

## 新興国通貨：ポジション調整に伴う一時的な軟化を予想

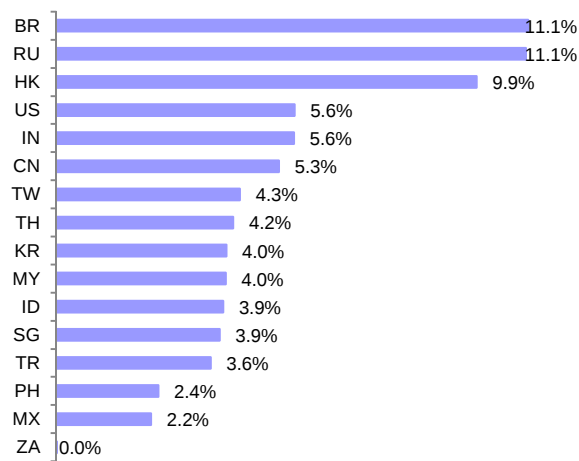
- 日欧における金融正常化期待の高まりを背景としたドル売りの流れを受け、1月の新興国通貨は堅調に推移した。9日は日銀が国債の買い入れオペの金額を減額すると、日銀の金融正常化期待からドル売り円買いが進んだ。また、11日に公表されたECB政策理事会の議事要旨(12月13～14日開催分)では政策方針(フォワードガイダンス)の早期修正の可能性が示唆され、ユーロが急騰する展開を横目に新興国通貨は上値を伸ばした。さらに24日にムニニューシ米財務長官の「弱いドルは貿易などの面で米国の利益になる」との発言を受けてドル売り・新興国通貨買いが進んだ。
- 24日のECB政策理事会合後におけるドラギECB総裁による記者会見は金融政策の正常化期待およびユーロ高をけん制する内容となった。総裁は「年内利上げの可能性は極めて小さい」と述べたほか、「ユーロの急変動は不確実性の源」とも発言し、ユーロが急上昇している現状について懸念を示した。
- ドラギ総裁がユーロ高をけん制する中、トランプ米大統領が強いドルを志向する発言をしたことも相俟って、ユーロは1.25台から1.23台まで一時下落した。IMM通貨先物における投機筋のユーロ買いポジションは歴史的な水準まで積みあがっているため、ポジション調整はしばらく続く恐れがある。その場合、対ユーロを中心にドル買いの流れとなり、これまで堅調に推移してきた新興国通貨は一旦弱含む展開となるだろう。
- もっとも、ポジション調整が一巡すれば再びドル売りの流れになると見込む。米12月コア個人消費支出(PCE)デフレーターが前年比+1.5%とFRBの目処値(+2.0%)を下回り続けるなど冴えない物価動向に鑑みれば、米長期金利が統騰しドル買いが進むという展開は想定しがたい。そのため、ユーロを中心にポジション調整一巡後の新興国通貨は堅調推移を予想する。
- また、米株対比での割安感から新興国株が選好されやすいことも新興国通貨の下支えとなる可能性が高い。1月は多くの新興国株式指数が史上最高値を更新した結果、MSCI新興国株式指数は2007年12月以来の高値を記録した。こうした状況にも拘らず、新興国株は米株対比で割安との指摘があり、実際に株価純資産倍率(PBR)は多くの国で米国よりも低い水準にある。また、過去5年間の水準と比べても上限に達していない国が多く、上昇余地は大きいと投資家に受け取られるだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年1月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年1月)

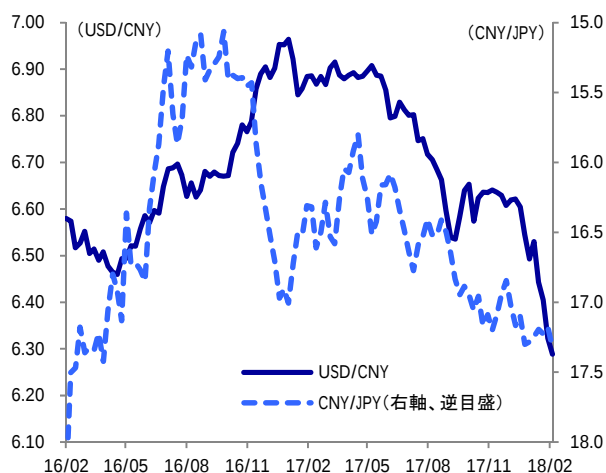


(資料)ブルームバーグ

## 中国人民元(CNY)：目標を上回った 2017 年の GDP 成長率

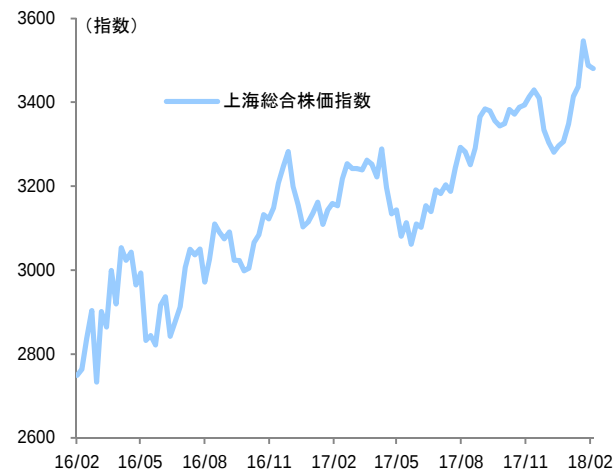
- 1 月の CNY は大きく上昇した。月初 6.50 近辺でオープン後、8 日に基準値の算出に際し「反循環的要因」適用を停止するとの関係者談が伝わると、元高抑制策ではないかとの思惑が拡がり 6.53 台まで軟化。しかし、中国人民銀行(PBoC)が発表する基準値の傾向に変化がみられなかったため、当局の元高抑制に対する思惑が後退し 6.40 台後半まで反発。その後、ドル安の流れが強まると一時 6.31 台まで急伸した。
- 1 月 18 日に発表された中国 10～12 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.8%と 7～9 月期から横ばいとなった。内訳をみると、最終消費支出の寄与度が+4.45%ptから+4.06%ptへ縮小し、総固定資本形成も+2.26%ptから+2.21%ptへ縮小したが、純輸出が+0.19ptから+0.63ptに拡大したことが経済全体を下支えした。2017 年通年では+6.9%と 2016 年(+6.7%)から加速し、目標である「+6.5%前後」を上回った。
- 同時に発表された 12 月の主要な経済指標はまちまちの結果となった。12 月鉱工業生産指数は前年比+6.2%と 11 月(同+6.1%)から加速した。製造業が同+6.8%から同+6.5%に減速したものの、鉱業が同▲0.9%と 11 月(同▲1.7%)からマイナス幅を縮小したことが全体を押し上げた。
- 1～12 月期の固定資産投資は前年同期比+7.2%と市場予想(同+7.1%)を上回り、1～11 月期から横ばいとなった。インフラ産業や不動産を含む第 3 次産業は同+9.5%と 1～11 月期(同+10.1%)から減速する一方、第 2 次産業が同+3.2%と 1～11 月期(同+2.6%)から加速した。
- 一方、12 月小売売上高は前年比+9.4%と 11 月(同+10.2%)から伸び幅が縮小し、2006 年 2 月以来となる低い伸び率となった。11 月に大手インターネット通販会社が主催した大型セール終了に伴い、インターネット販売(含むサービス)が 8956 億元から 7445 億元に減少したことが小売売上高全体の減速に繋がった模様だ。もっとも、一時的な要因であるため 2018 年に入り伸び幅は再び拡大すると考える。
- 「反循環的要因」の適用停止後も、以前と変わらず CNY はドルインデックスに沿った値動きとなっている。PBoC は主要通貨におけるドル高・ドル安の動きに合わせた CNY の上下動を許容している模様であり、ドル相場の軟調推移が続く中、当面の CNY は底堅い値動きを予想する。(佐々木貴彦)

図表 3: 中国人民元相場(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

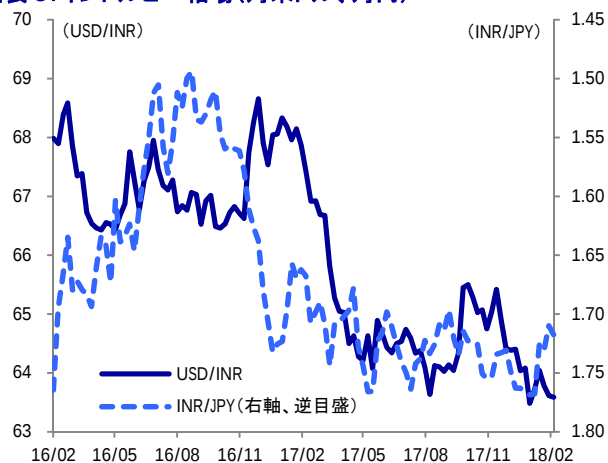


(資料)ブルームバーグ

## インドルピー(INR):加速するインフレ

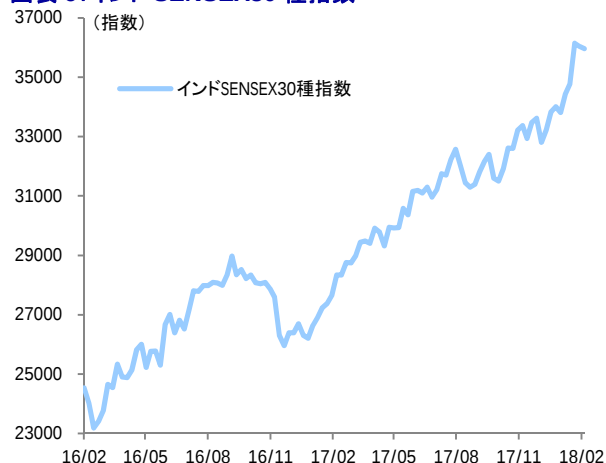
- 1月のINR相場は上昇した。月上旬は、アジア通貨が全般に上昇する中、INRは8日にかけて2015年4月以来となる63.2台まで上昇。8日に中国が人民元の基準値算出に「反循環的要因」適用を停止するとの報道をきっかけに反落し、15日に発表された12月貿易統計で貿易赤字が拡大したほか、16日にインド準備銀行(中央銀行、RBI)副総裁が国内銀行の債券運用に対する救済措置について否定的な発言をしたことなどからINRは64.1手前まで軟化した。その後はドル安地合いの中で63台半ば近辺まで上昇した。
- 12月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.2%と11月の同+4.9%から加速した。前年の水準が低かったベース効果と食料品インフレの継続を主因として、2016年6月以来の高水準に達した。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+5.1%と11月の同+4.9%から上昇し、9か月ぶりに5%台となった。公務員家賃手当の引き上げなどに伴い住宅価格などが上昇している一方、2017年11月15日以降、一部の品目で同年7月から導入された物品サービス税(GST)の税率が引き下げられたことがインフレ圧力を緩和した可能性がある。ベース効果による押し上げは徐々に落ち着く見込みだが、2018年前半にかけてインフレ率は緩やかな上昇傾向が続くようだ。
- 11月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+8.4%と、10月の同+2.0%(同+2.2%から下方修正)から伸びが大きく加速し、25か月ぶりの高い伸びとなった。内訳をみると、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財が前年比+23.1%(10月:同+7.9)と現行統計基準となって以来で最大の伸びとなったほか、投資動向を反映するとされる資本財は同+9.4%(10月:同+6.6%)と伸びが加速し、4か月連続のプラスとなった。
- 12月の貿易統計では、輸出は前年比+12.4%と11月の同+30.5%から伸びが鈍化した。9月以降、輸出の前年比伸び率は振れが大きく判断が難しいが、9~11月平均の+18.4%からは減速したものの、12月はまずまずの結果と言えるだろう。輸入は前年比+21.1%と11月の同+19.6%から伸びが加速した。原油価格の上昇を受けて原油輸入が膨らんだほか、金も同+71.5%と急増しており、個人消費の活発化を窺わせる内容である。結果として、貿易収支は▲149億ドルの赤字となり、赤字額は拡大基調を続けている。
- 景気が持ち直しているほか、緩やかなインフレ加速を受けてRBIのタカ派化も意識される中、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)ブルームバーク

図表 6: インド SENSEX30 種指数

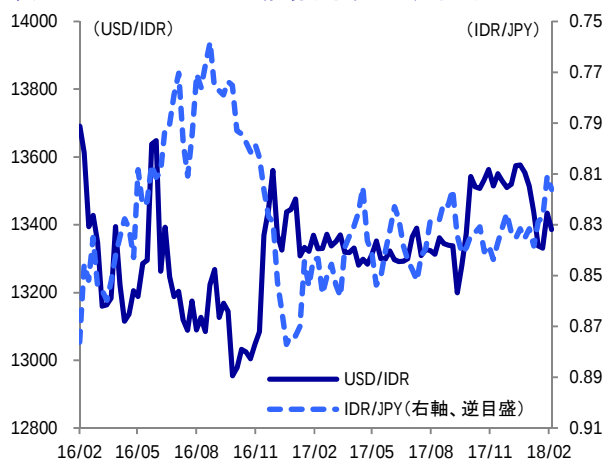


(資料)ブルームバーク

## インドネシアルピア(IDR)：緩やかな回復は続く

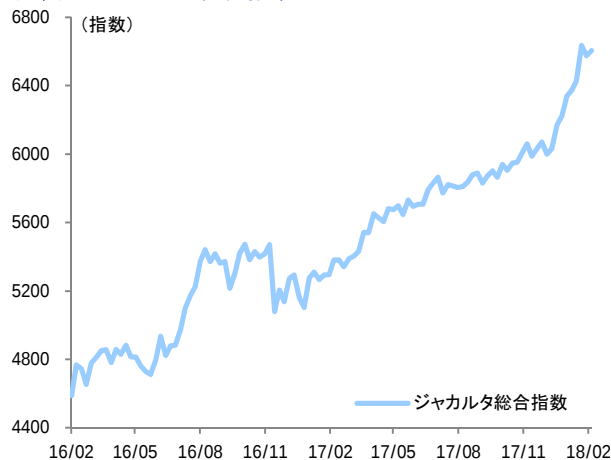
- 1月のIDRは上昇した。月初は13540台での推移だったが、2017年末に大手格付け会社がインドネシアのソブリン格付けを引き上げたことが好感され上昇を続けた。月末は13380台で取引を終えた。
- 1月2日に発表された12月製造業PMIは49.3と11月(50.3)から悪化し、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を5か月ぶりに下回った。一方、インドネシア中央銀行(BI)が5日に発表した12月消費者信頼感指数は126.4(11月:122.1)と2か月連続で上昇した。BIは雇用の増加や耐久財の需要拡大に伴い、全ての所得層で今後の景気に対する楽観的な見方が広がっているとの見解を示した。
- 15日に発表された12月貿易統計では、輸出は前年比+6.93%と11月(同+13.5%)から伸び幅が縮小した。輸入も同+17.8%と11月(同+19.2%)から減速したが、依然として高い水準を維持しており、企業および消費者の需要改善を示している。結果として、貿易収支は▲2.7億ドルと11月の+2.1億ドルから2017年7月以来の赤字に転じた。
- 物価動向に目を向けると、12月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.6%と11月(同+3.3%)から加速し、6か月ぶりに加速した。内訳をみると、11月に同▲0.5%だった食品価格が12月は同+1.3%とプラスに転じ、CPI全体を押し上げた。コアCPI(生鮮食品およびエネルギー除く)は同+3.0%と11月(同+3.1%)から減速した。
- 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を4.25%に据え置くことを決定した。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%に据え置き、コリドーは1.50%ポイントに維持された。
- 声明文では過去3年間の低インフレや健全な経常収支、非居住者による資金流入や為替レート of 安定などに反映されているように、インドネシア経済の回復を確信していると述べた。インフレについては、引き続き2018年も目標内(+2.5~4.5%)に収まるとの見通しを示している。これらに加え流動性供給に向け預金準備率の緩和を早めると述べた。
- 今後は景気回復が続くと見込まれる中、IDRは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

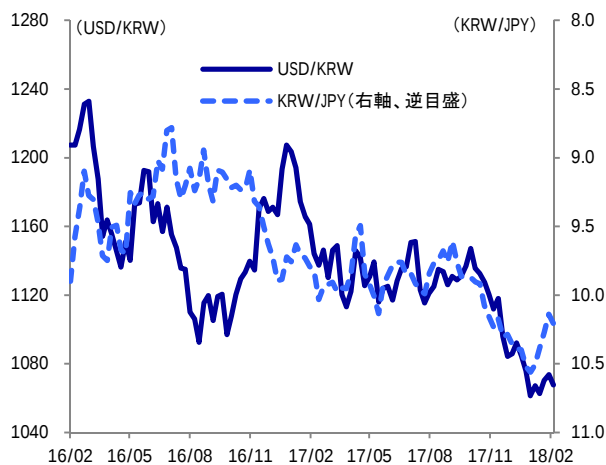


(資料)ブルームバーグ

## 韓国ウォン(KRW)：様子見姿勢を強める BOK

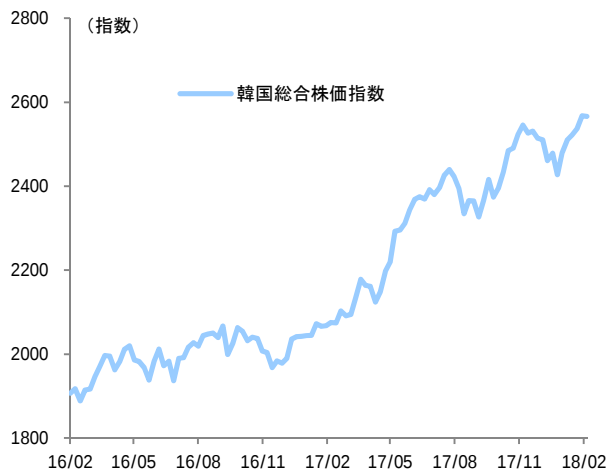
- 1月のKRWはレンジ内の値動きとなった。月初は1060台後半でオープン後、一時1060を割れたが政府当局者からの通貨高を懸念する発言などを背景に1070台半ばまで軟化。中旬に1050台後半まで上昇したが、介入への警戒感から1070台半ばまで反落。その後、1050台後半に上昇する場面もみられたが上値を追う動きは限られ、結局1060台後半で越月した。
- 1月18日に韓国中央銀行(BOK)の金融通貨委員会が開催され、市場予想どおり政策金利は据え置かれた。声明文では、経済見通しについて投資がやや減速するものの、消費が底堅く伸びるほか、世界経済の力強い加速を背景に輸出が堅調に推移するとした。2018年実質GDP成長率の予測値を+3.0%と前回(2017年10月)の予測値(+2.9%)から小幅に上方修正した。
- 一方、消費者物価指数(CPI)については、足許は前年比+1%台半ばで推移しているが、徐々に+1%台後半まで加速するとの見方を示した。懸念している家計債務の積み上がりに関しては、増加ペースが鈍化しているとし警戒色をやや弱めている。
- BOKは年内にCPIが目標値(+2%)を上回ることを想定しておらず、また2017年11月に利上げする主因となった家計債務についても、従来のような強い懸念を示さなかった。さらにBOKの李総裁は記者会見で、1月から最低賃金が引き上げられたことに対する物価への影響を見守ると発言していることから、当面のBOKは現状の金融政策を維持する可能性が高い。
- 25日に発表された韓国の10～12月期実質GDP成長率は前期比▲0.2%と2008年10～12月期以来となるマイナス成長となった。総固定資本形成(同▲2.0%)が2015年10～12月以来のマイナスの伸びを記録したほか、輸出(7～9月期:同+6.1%→同▲5.4%)が自動車輸出の減速を背景にから大きく落ち込んだことが、マイナス成長の主因となった。
- 但し、10～12月期GDPが低調な結果となった背景には、7～9月期GDPが同+1.5%と2010年1～3月期以来となる高水準の伸びを記録した反動や10月の秋夕(チュソク)長期休暇が例年より長かった一時的な影響もあった。そのため、2018年1～3月期からは緩やかな成長トレンドに回帰すると考える。
- ドル売り優勢地合いが続く中、韓国経済の堅調推移も相俟って当面のKRWは底堅い値動きを予想する。(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

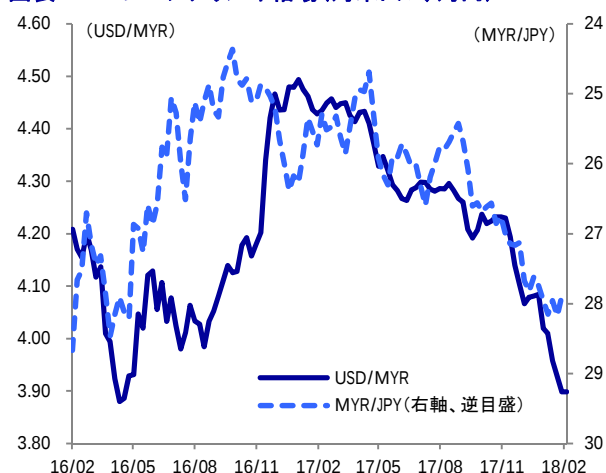


(資料)ブルームバーグ

## マレーシアリング(MYR):原油高が追い風

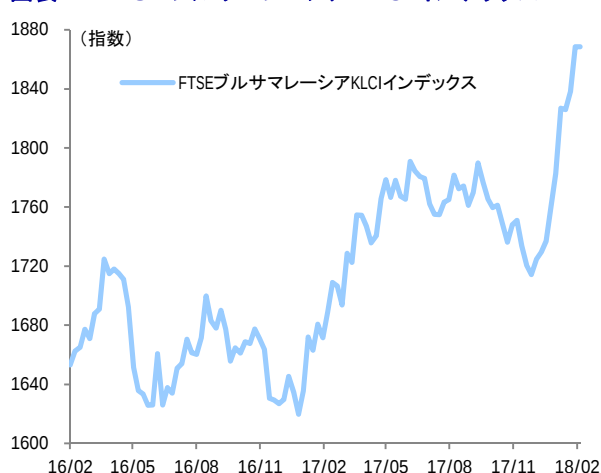
- 1月のMYRは月を通して上昇が継続。月初から原油価格が上昇する動きにMYRも堅調に推移。8日に中国が人民元の基準値の算出方法を変更すると報じられると弱含む場面もみられたが、人民元が上昇を続けたほか、為替市場全般におけるドル安を受けてMYRは2016年4月以来の水準まで上昇。
- マレーシア中央銀行(BNM)は1月25日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を0.25%ポイント引き上げて3.25%とすることを決定。政策金利コリドーの下限と上限もそれぞれ3.00%、3.50%に引き上げられた。BNMは前回MPC(2017年11月9日)で「金融緩和の度合いの見直しを検討するかもしれない」とし、利上げを予告していたためサプライズはない。
- BNMは声明文を「MPCは国内成長とインフレの見直しを取り巻くリスクバランスを引き続き評価する」と締め括っている。これは、利上げを予告した前回会合以前に用いていた文言と同じであり、より中立的なトーンに戻したといえる。今後、BNMは追加利上げの要否と時期を慎重に見極めると予想される。
- 11月の輸出は前年比+14.4%と10月の同+18.7%から伸びが鈍化したものの、5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)などが増加した。輸入は同+15.2%と10月の同+20.9%から伸びが鈍化し、結果として貿易収支は99.5億リングの黒字と、前年同期の91.1億リングから黒字幅が拡大した。
- 11月の鉱工業生産は前月比+1.9%(10月:同▲0.8%)と4か月ぶりに増加した。製造業が同+2.8%(10月:同▲1.2%)と3か月ぶりの増加に転じたほか、鉱業(同+0.1%)と電力(同+0.8%)も増加した。10~11月平均を7~9月期比でみると前期比▲0.5%と減少しているが、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、11月は+5.0%(10月:+3.4%)と3か月ぶりに加速した。
- 12月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.5%と、11月の同+3.4%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全体を押し上げた。他方、変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同+2.2%と11月から横ばいとなり、2016年12月以来の低水準で推移している。
- マレーシア経済は原油価格上昇の恩恵を受けて、国内経済は底堅く推移する見通しであり、MYRも堅調推移が続くと予想する。(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

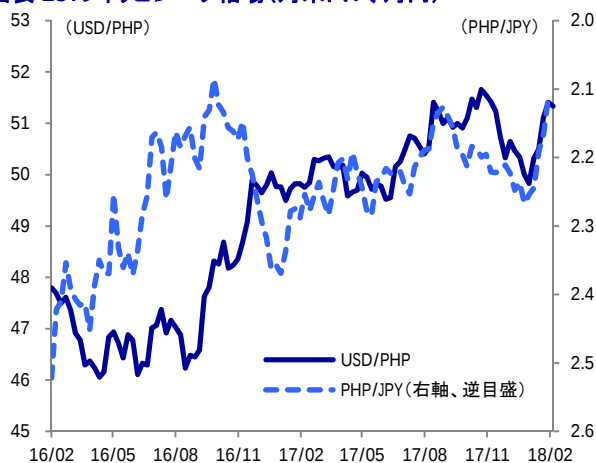


(資料)ブルームバーグ

## フィリピンペソ(PHP): OFW 送金と GDP の下振れ

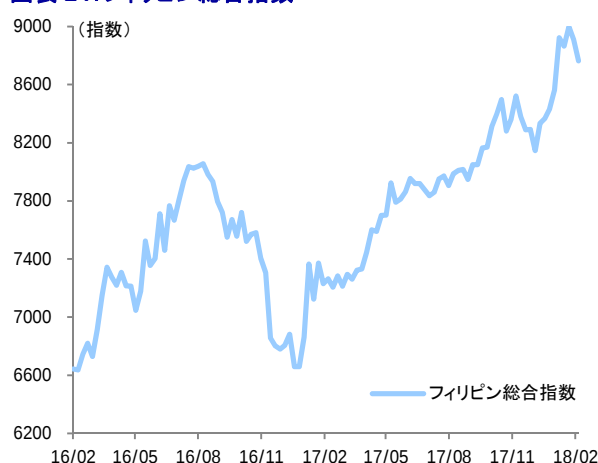
- 1 月の PHP は月を通して下落する展開。月上旬は、5 日に発表された米 12 月雇用統計を受けて利上げの継続が意識されたほか、8 日には中国が人民元の基準値算出方法を変更するとの報から PHP 安が進んだ。さらに、15 日発表の 11 月海外フィリピン人労働者 (OFW) 送金の伸び鈍化や 23 日発表の 10~12 月期実質 GDP 成長率の下振れが嫌気され、月末にかけて PHP は 51 台半ばまで弱含んだ。
- 10~12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+6.6%と、上方修正された 7~9 月期の同+7.0% (従来は同+6.9%) から減速した。季節調整済み前期比でも +1.5%と 7~9 月期の同+1.7%から減速したが、底堅い成長を続けた。需要項目別にみると、個人消費は前年比+6.1%と、7~9 月期の同+5.3%から加速した。また、政府消費が同+14.3%と 7~9 月期の同+8.3%から加速し、総固定資本形成も同+9.3%と 7~9 月期の同+8.0%から加速するなど、内需関連項目の伸びは高まった。他方、輸出は同+18.6%と 7~9 月期の同+17.7%から加速したものの、内需の強さを背景に輸入が同+17.5%と 7~9 月期の同+15.8%から加速したことで、純輸出がマイナスに転じたことが成長をした押しした。在庫投資の前年比寄与度も▲0.2%pt と押し下げに寄与しており、見た目以上に良好な結果といえる。2017 年通年の実質 GDP 成長率は前年比+6.7%と、政府目標の+6.5~7.5%に収まった。2016 年の同+6.9%からは減速したが、2016 年は選挙関連の押し上げ効果があったため、それを考慮すると底堅い結果である。
- 個人消費の源泉となる OFW 送金は、11 月は前年比+2.0%と 10 月の同+8.4%から大幅に減速した。もともと、前年同月が約 8 年ぶりの大幅増加となったベース効果もあり、その影響を除けば底堅く推移しているとみられる。
- 12 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比+3.3%と 11 月から横ばいとなった。食品・飲料が押し上げたが、家賃・光熱費の上昇が鈍化したほか、変動の大きい品目を除いたコア CPI 上昇率も同+3.0%と 11 月の同+3.3%から低下した。
- 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や、年内にフィリピン中央銀行が利上げに踏み切ることなどで、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

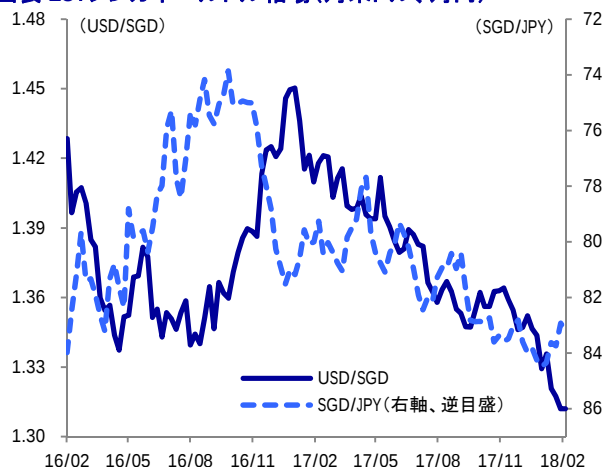


(資料)ブルームバーグ

## シンガポールドル(SGD): 2017 年 GDP 成長率は良好な結果

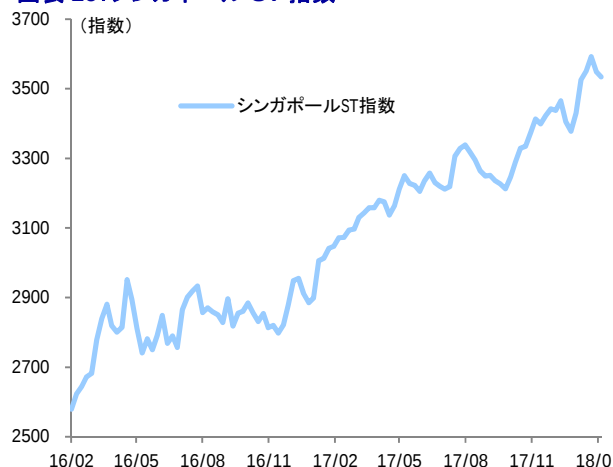
- 1 月の SGD は堅調に推移した。月初は 1.33 台半ばでオープン後、ドル売り優勢地合いとなる中、1.32 台半ばまで上昇。一時 1.33 台半ばまで売り戻される場面があったものの、ユーロを中心にドル売りの流れが強まると反発し一時 1.30 近辺まで続騰した。月末にかけては 1.31 近辺で堅調に推移した。
- 1 月 2 日に発表されたシンガポール 10~12 月期実質 GDP 成長率は前期比年率+2.8%と 7~9 月期(同+9.4%)から減速した。製造業が同▲11.5%と 7~9 月期(同+38.0%)から大幅に減少したことが減速の主因となった。
- もっとも、通年でみれば前年比+3.5%とシンガポール通産省(MTI)の予測レンジ(同+3.0~3.5%)上限に達する良好な結果となった。好調な輸出を背景に製造業が同+10.5%と 2006 年以来となる高い水準の伸び率を記録したことが全体をけん引した。一方、国内金利の上昇を背景に建設需要は伸び悩んだため、建設業は同▲8.1%と 2004 年以来となるマイナス成長に陥った。
- 1 月に発表されたシンガポールの主要経済指標は堅調な結果となった。12 月製造業 PMI は 52.8 と 11 月(52.9)から小幅に悪化したものの、2009 年以来の高水準を維持している。
- 12 月石油を除く地場輸出は前月比▲5.0%と減少したが、10 月(同+12.3%)および 11 月(同+8.6%)は急増しており、10~12 月期合計額でみれば 457 億シンガポールドルと 2012 年 1~3 月期以来の高水準となった。そのため、シンガポールの輸出は堅調に推移していると言える。
- 11 月小売売上高は前月比+5.1%と 10 月(同+1.5%)から大きく加速し 2013 年 4 月以来となる高水準の伸びを記録した。自動車が同+14.6%と 2015 年 6 月以来の高い伸び率となったことが加速の主因となった。
- シンガポール経済の底堅い伸びは続く公算が大きい中、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)が次回会合(4 月 13 日までに開催予定)において金融政策スタンスを引き締め方向に変更するとの思惑が熾っている。
- 片や、ドル相場は軟調な値動きが続いている。2 月は米暫定予算を巡り政治的攻防が続くことに鑑みれば、足許の基調が変わることは見込みがなく、当面の 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

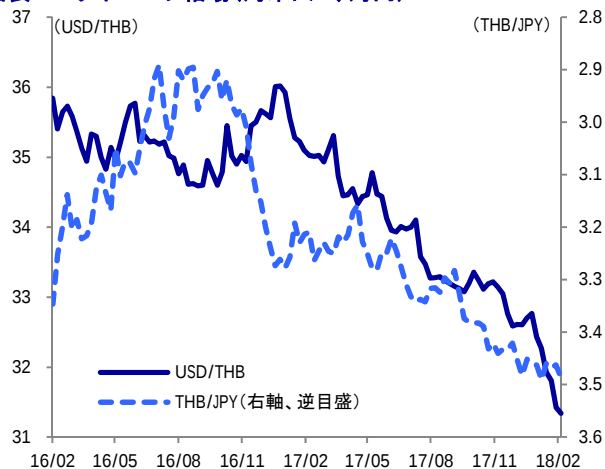


(資料)ブルームバーグ

## タイバーツ(THB)：総選挙は延期の見込み

- 1月のTHBは上昇した。月初は32.50台で推移していたが、月を通して海外からの資金流入を受け堅調な値動きとなった。タイ中央銀行(BOT)はTHB高への警戒感を示したが、影響は限定的となり、31.30台で越月した。
- タイ経済は引き続き緩やかな回復を見せている。12月製造業PMIは50.4と11月(50.0)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。また、12月消費者信頼感指数は79.2(11月:78.0)と5か月連続で改善し、2015年1月以来の高水準となった。好調な輸出と観光業、政府の景気刺激策が好感されたようだ。
- 22日に発表された12月貿易統計(通関ベース)では、輸出が前年比+8.6%と11月(同+13.4%)から減速した。農作物や農工業品が減速したことが輸出を下押しした。一方、原油価格の上昇を背景に輸入は同+16.6%と11月(同+13.7%)から大幅に加速した。12月来訪者数は前年比+15.5%と高い伸び率を維持している。
- BOTは1月以降、THB高への牽制を強めている。5日に、マティー副総裁はTHBの動向は周辺地域の通貨と沿っているが上昇ペースが速いとし、国内企業が適応できなければ対応すると発言。12日には、BOTのチャタクン総裁補がTHBが急激に上昇した際に市場介入したことを明らかにした。また、23日にはウィラタイ総裁がTHBの動きがビジネスに影響を与えないよう手を尽くすと述べた。26日にもウィラタイ総裁は、THBの急激な変動が見られた場合、追加措置を検討する用意があると言及している。ただ、介入に際しては、輸出競争力の確保が目的ではなく、あくまで市場の安定が目的だったと強調するなど、今のところ相場を反転させるような介入は実施していない模様だが、THBが独歩高となれば大規模な介入に踏み切る可能性はあるだろう。
- プラユット首相は2017年10月に「2018年11月に総選挙を行う」と述べていたが、25日の暫定会議で下院選挙の施行日を90日後にするとの法案を可決した。この法案の可決を受け、総選挙は最長で3か月延期される見通しで2019年の2月までずれ込む可能性があるというウィサンヌ副首相は述べた。
- タイ経済の緩やかな回復や高水準の経常黒字を背景にTHBは堅調推移が続きそうだ。他方、総選挙の延期を背景に反軍政への声が一段と高まれば、THBを下押しするリスクがある。(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

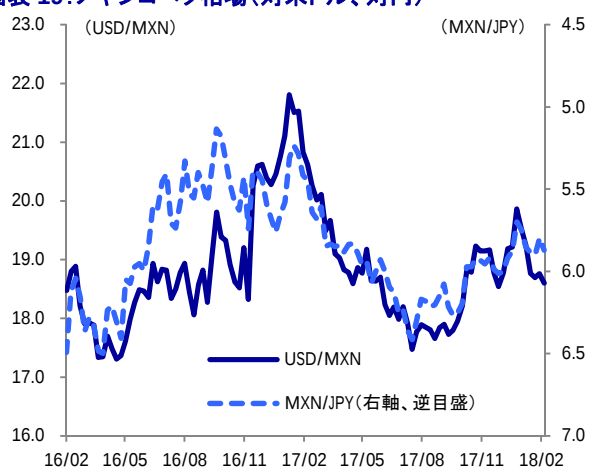


(資料)ブルームバーグ

## メキシコペソ(MXN)：NAFTA 再交渉は長期戦へ

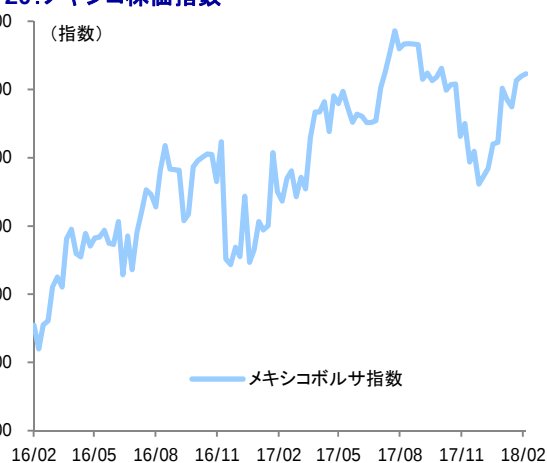
- 1 月の MXN は前月に続き北米自由貿易協定(NAFTA)に関する報道に左右される展開となった。月初は 19.6 台でオープン後、ドル安の流れを受けて 19.2 台まで上昇。しかし、10 日に米国が NAFTA 離脱通知を検討との関係者談が伝わると 19.4 台まで軟化した。その後、トランプ米大統領が 11 日に態度の軟化を示唆するコメントを発すると 18.8 台まで上昇。月末にかけても堅調に推移し、一時 18.3 台と 2017 年 10 月以来の高値をつけた。
- 1 月 23～29 日に開催された NAFTA 再交渉の第 6 回会合では、関係国間で大きな歩み寄りは見られなかった。米国が主張する自動車の原産地規制に米国製部材を 50% 以上使う条項について、カナダが知的財産や研究成果を計算に含む仕組みを提案したが、米国は拒絶した。
- 米通商代表部(USTR)のライトハイザー代表は交渉のペースが「非常に遅い」と不満を述べる一方、協議継続でカナダおよびメキシコと合意し次回会合を 2 月 26 日にメキシコシティで開催するとした。
- カナダの交渉関係者からは 3 月下旬か 4 月上旬にワシントンで第 7 回会合、5 月にカナダで第 8 回会合の開催を見込むとの発言がみられた。また、11 日にトランプ大統領が 7 月のメキシコ大統領選挙を考慮することを示唆する発言をしているため、再交渉の期限は 3 月から延長される公算が大きくなっている。
- 24 日に発表された 1 月前半の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比 +5.51%と 12 月後半(同+6.85%)から大幅に減速した。2017 年初の燃油小売価格自由化に伴うエネルギー価格上昇の影響剥落が主因となった。
- 今後は 2017 年前半の MXN 急騰による物価下押し効果などを背景に CPI の減速が見込まれる。また、NAFTA 再交渉に対する米国の態度軟化に伴い MXN の急落リスクは低減しているため、メキシコ中央銀行(Banxico)が積極的に追加利上げを行う必要性は低下していると言えよう。
- 米国が NAFTA 離脱など強硬策を採用する可能性は低下し、再交渉が MXN に与える影響は以前よりも小さくなっている。しかし、交渉は長期化の様相を呈しており先行き不透明感は熾り続ける可能性が高いため、当面の MXN は上値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

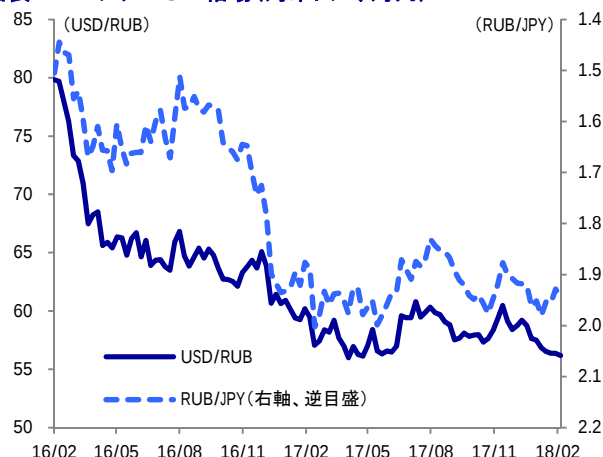


(資料)ブルームバーグ

## ロシアルーブル(RUB) : 見通しは悪くないが上値は重かる

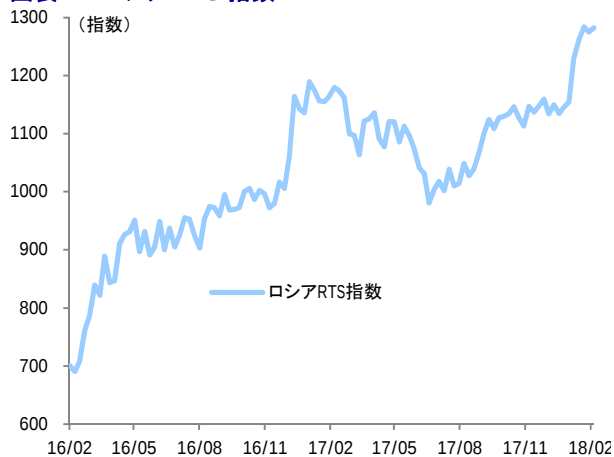
- 1月のRUBは対USDで上昇。ただし、対円、対EURなどの値動きを振り返ると、対USDほど一方的な方向感を読み取れず、対USDでの上昇もRUB高の結果であると言うよりも、USD安の結果と考えられた。
- USD安の要因としては、10日、中国当局筋の情報として「米国債投資の減額か停止が観測されたことや、24日、ムニューシン米財務長官が「USD安は米貿易や(雇用)機会に良いことだ」と述べたことなどが目を引いた。上述要因は中国外為当局の否定発言(11日)や、トランプ米大統領の「USDはますます強くなる」との発言(25日)により、いずれも打ち消された格好になったものの、USD軟調の流れを反転させるには至らなかった。
- 年初、ロシア市場は8日まで8連休で、RUB取引の動意は薄かったはずだが、対USDのみならず、対円、対EURでもRUBはほぼ一方的な堅調で滑り出し。3日に前後した原油価格の続伸がRUBを押し上げた可能性も考えられたが、原油高の要因もはっきりしなかった。
- ロシア財務省は、11日、1月期のRUB売りを日額平均151億ルーブルと発表。昨年2月以降再開された同策では最大規模だが、昨年末(12月26日)にシルアノフ財務相が宣言した「倍増」には程遠いとの受け止め方をされ、同局面のRUB上昇を促した。
- シルアノフ財務相は、17日、改めて外貨購入策について言及。併せて「RUB急騰は許容しない」と発言し、RUBの下押しを誘った。同日発表された11月のロシア貿易・経常黒字の上振れは、一般にRUB押し上げ要因と受け止めることができるが、原油価格高騰の結果、想定外の黒字として国内にもたらされた資金(納税の際にはRUBに転換される)は、財務省が全て市場で売却すると言うのだから、確かに、RUB安を促す要因にはならなくても、RUBの上値を押さえる決定的な要因になると言えるだろう。
- 一方で、RUB堅調を支えるもうひとつの重要な要因として、ロシア国債に対する国外投資家からの需要があるが、こちらは、米政府による対ロシア経済制裁の動きが足枷になる懸念が払拭できない。
- ロシア政治動向は、野党指導者が大統領選のボイコットを訴えるなど、不確定要素がないわけではないが、現時点で、プーチン大統領の指導力が主要国の中でも突出して安定している状況に変化は見られない。(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

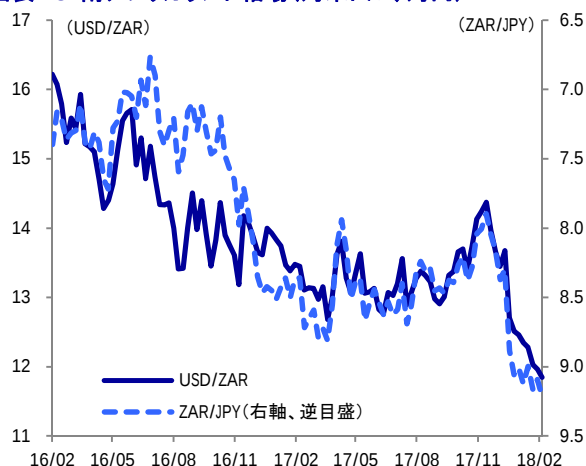


(資料)ブルームバーグ

## 南アフリカランド(ZAR)：政治情勢は明確に改善、今後進捗に期待

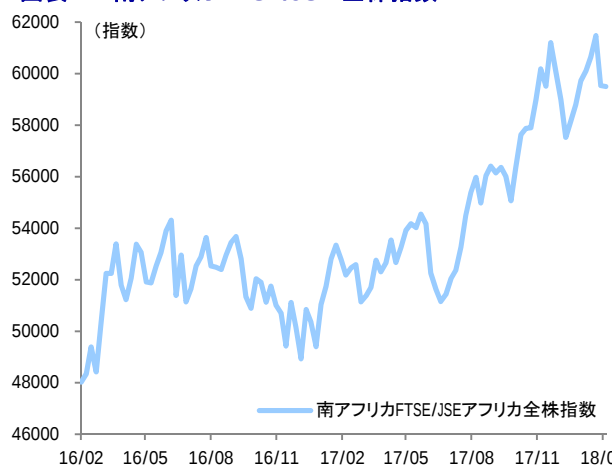
- 1月のZARは対USDで上昇、12を上抜け約20か月ぶりの高値をつけた。対円では下押しが先行したが、月後半に掛け下落分を回復した。
- ZAR上昇の原動力は、12月に与党アフリカ民族会議(ANC)党首に選出されたラマポーザ副大統領が想定以上にその地歩を固め、ANC新体制が想定を大幅に上回るペースで政治改革を軌道に乗せ始めたこと。
- 12月に選出された党6役、党全国執行委員会(NEC)の構成はラマポーザ派とズマ大統領派が半々という構成になったものの、18/19日のNECで選出された(日常の実務やNECの議題作成を担う)党全国作業部会(NWC)の構成は、ズマ派7名に対しラマポーザ派が13名と明確な優位を占めた。また、NECはズマ大統領の早期退陣を決め、具体的な手法を党6役に委ねた。
- 前後して検察当局(NPA)は、ズマ大統領との癒着が問われ「国家の私物化」疑惑の核心にあるグプター族の資産16億ランドを凍結(15日)。更に非効率の象徴で、南ア財政の重荷である南ア電力公社(Eskom)の役員人事が一掃され、ラマポーザ党首の肝いりで市場の信認の厚い新役員が任命される(20日)など、南ア政治経済の病根に次々とメスが入れられた。
- 南ア準備銀(SARB)金融政策委員会は、予想通り政策金利を6.75%に据え置き(18日)。ただ、市場の一部に利下げ期待があったことで、この決定は少なからずZAR上昇を助けた要因と読まれた。
- ANC内の勢力図は想定以上に急速に塗り替えられつつあり、汚職撲滅や景気浮揚・財政改善に対する期待は高いが、目先の不透明感が払拭されたわけではない。ズマ大統領の去就は党6役に委ねられたが、その詳細は不明。2月21日の予算発表では、付加価値税増税などの財政改善策導入が予想されるものの、景気の足取りが覚束ない現状で打てる手は限られている。
- 仮に政権交代があったとしても、鉱業の国営化、補償なしの土地接収、大学授業料無料化など、ズマ大統領が喧伝した「共産主義的」政策課題を適切な着地点に導くのも容易な作業ではないだろう。
- 当面は2月末に予想される(南ア自国通貨建国債を投資適格としている)大手格付会社の格下げを回避できるか否かが、最大の関心事となろう。
- 足元、貴金属・産業金属など南ア輸出産品の価格が上昇・高止まりしているのは、ZAR上昇・下支え要因と読まれよう。(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

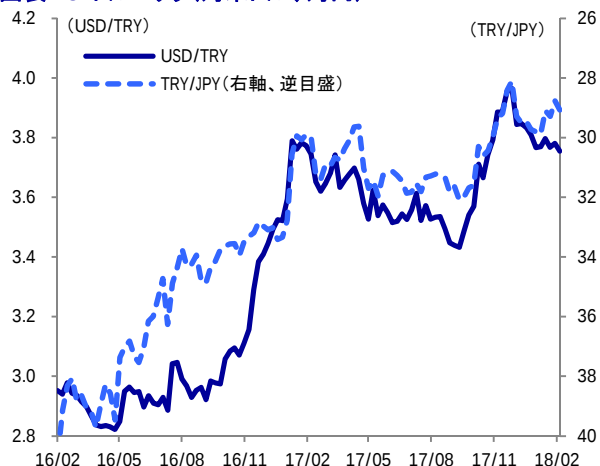


(資料)ブルームバーグ

## トルコリラ(TRY): TRY 安定は対 USD だけ、不安要素は山積

- 1 月の TRY は対 USD で横這い、対円では下落。通貨市場全般には USD 全面安と言える値動きが支配的だった。
- 月初、TRY は対 USD のみならず、対円、対 EUR でも堅調推移が先行。昨年末(12 月 28 日)に、米国がトルコ人向けビザの発給を再開すると一方的に発表。米との関係改善が期待されたことが好感された模様。
- 15 日以降の TRY 全面安は、逆に対米関係悪化懸念が要因。エルドアン大統領は、13 日にシリア北部のクルド人組織(YPG)を攻撃すると宣言。米政府は、「イスラム国」を掃討するために YPG を軍事的に支援しているが、トルコ政府は YPG をテロ組織と認識しており、19 日以降、実際に攻撃を開始した。
- 18 日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会に向けては、足元物価頭打ちやリラ安定から、政策金利据え置きが広く見込まれた。予想通り政策金利は全て据え置かれたが、金融政策のフォワードガイダンスが「予想以上に金融引き締めに積極的」と読まれ、一時的にはあるが TRY は全面高に振れた。
- その後は、ムニューシン米財務長官の「USD 安容認」発言(24 日)、欧州中銀理事会(25 日)、トランプ米大統領の「USD 高歓迎」などが注目を集めたが、大きな流れは USD 安で、TRY も対 USD では水準を持ち直したものの、対円、対 EUR などでは下落を続けた。
- 対 USD を除く明らかな TRY の軟調は、米、独長期金利上昇の影響でもあろう。トルコの長期金利も相応に上昇してはいるものの、やはり、**主要通貨金利の上昇は、高利回り通貨としての TRY の魅力を相対的に削ぐ上、投資資金の流動性逼迫という文脈で、今後も TRY 売り要因と読まれ易い**だろう。
- CBRT のフォワードガイダンスは「ベース効果や一時的要因」を理由に金融緩和をしないとされた点が TRY 買い要因視されたものの、中銀として極めて当たり前のことを確認したに過ぎない。物価が落ち着いている間はさほど問題にもなるまいが、**今後、燃料価格上昇や賃金上昇、或いは TRY 安などが物価上昇を再燃させるような局面があれば、CBRT の無為無策が TRY 安と物価押し上げの負の循環を招く恐れは、そう易々とは払拭できない**だろう。
- ここもとすっかり聞かれなくなってしまうが、対米関係を測る上では、トルコ政府の関与が証言された、イラン経済制裁逃れを巡る裁判(所謂ザラブ裁判)の動静にも一定の注意は払っておきたい。(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

|                  |          | 2018年<br>1月(実績)   | SPOT    | 2018年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   | 2019年<br>3月 |
|------------------|----------|-------------------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------------|
| <b>対ドル</b>       |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.2861 ~ 6.5362   | 6.2933  | 6.40        | 6.40  | 6.45  | 6.50  | 6.50        |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.8136 ~ 7.8253   | 7.8208  | 7.80        | 7.78  | 7.76  | 7.76  | 7.76        |
| インドルピー           | (INR)    | 63.246 ~ 64.111   | 63.588  | 64.3        | 63.8  | 63.2  | 62.0  | 62.8        |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13263 ~ 13563     | 13407   | 13450       | 13300 | 13100 | 12900 | 12700       |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1057.88 ~ 1074.07 | 1069.96 | 1075        | 1070  | 1065  | 1060  | 1060        |
| マレーシアリンギ         | (MYR)    | 3.8663 ~ 4.0660   | 3.8985  | 3.90        | 3.90  | 3.80  | 3.75  | 3.70        |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 49.705 ~ 51.515   | 51.451  | 50.6        | 50.0  | 49.7  | 49.4  | 48.5        |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3009 ~ 1.3384   | 1.3118  | 1.33        | 1.35  | 1.33  | 1.32  | 1.32        |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 29.008 ~ 29.754   | 29.134  | 29.60       | 29.50 | 29.40 | 29.30 | 29.30       |
| タイバーツ            | (THB)    | 31.28 ~ 32.62     | 31.36   | 31.7        | 31.4  | 31.1  | 30.8  | 30.7        |
| ベトナムドン           | (VND)    | 22683 ~ 22725     | 22710   | 22700       | 22650 | 22580 | 22450 | 22380       |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 55.5867 ~ 57.9618 | 56.1485 | 58.00       | 60.00 | 62.00 | 63.00 | 61.00       |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 11.7971 ~ 12.5461 | 11.8580 | 11.50       | 11.00 | 12.00 | 12.50 | 13.00       |
| トルコリラ            | (TRY)    | 3.7163 ~ 3.8485   | 3.7557  | 3.90        | 4.00  | 4.10  | 4.05  | 3.95        |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 3.1214 ~ 3.3140   | 3.1875  | 3.31        | 3.40  | 3.35  | 3.20  | 3.18        |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 18.3046 ~ 19.7361 | 18.6071 | 19.50       | 19.00 | 18.50 | 18.50 | 18.00       |
| <b>対円</b>        |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民元            | (CNY)    | 17.098 ~ 17.475   | 17.378  | 16.72       | 16.56 | 16.28 | 15.85 | 15.69       |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.847 ~ 14.505   | 13.983  | 13.72       | 13.62 | 13.53 | 13.27 | 13.14       |
| インドルピー           | (INR)    | 1.704 ~ 1.790     | 1.720   | 1.66        | 1.66  | 1.66  | 1.66  | 1.62        |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.809 ~ 0.845     | 0.816   | 0.796       | 0.797 | 0.802 | 0.798 | 0.803       |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 10.113 ~ 10.681   | 10.221  | 9.95        | 9.91  | 9.86  | 9.72  | 9.62        |
| マレーシアリンギ         | (MYR)    | 27.742 ~ 28.395   | 28.043  | 27.44       | 27.18 | 27.63 | 27.47 | 27.57       |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 2.110 ~ 2.272     | 2.126   | 2.11        | 2.12  | 2.11  | 2.09  | 2.10        |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 82.33 ~ 85.50     | 83.37   | 80.45       | 78.52 | 78.95 | 78.03 | 77.27       |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.709 ~ 3.843     | 3.754   | 3.61        | 3.59  | 3.57  | 3.52  | 3.48        |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.447 ~ 3.525     | 3.487   | 3.38        | 3.38  | 3.38  | 3.34  | 3.32        |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4768 ~ 0.4992   | 0.4815  | 0.47        | 0.47  | 0.47  | 0.46  | 0.46        |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.923 ~ 1.993     | 1.948   | 1.84        | 1.77  | 1.69  | 1.63  | 1.67        |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 8.882 ~ 9.226     | 9.222   | 9.30        | 9.64  | 8.75  | 8.24  | 7.85        |
| トルコリラ            | (TRY)    | 28.595 ~ 30.311   | 29.095  | 27.44       | 26.50 | 25.61 | 25.43 | 25.82       |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 33.812 ~ 35.131   | 34.326  | 32.33       | 31.18 | 31.34 | 32.19 | 32.08       |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 5.634 ~ 5.974     | 5.877   | 5.49        | 5.58  | 5.68  | 5.57  | 5.67        |

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 1 日の 11 時 20 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(2 月 1 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 |
| <b>エマージングアジア</b> |              |      |      |      |              |      |      |      |               |      |      |      |
| 中国               | 6.7          | 6.8  | 6.5  | 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

|           |              |      | 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 | 4.35 |
| インド       | 翌日物レポ金利      | 6.00 | 6.00 | 6.00 | 6.25 | 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 | 4.50 |
| 韓国        | 7日物レポ金利      | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.75 | 1.75 |
| マレーシア     | 翌日物金利        | 3.25 | 3.25 | 3.25 | 3.50 | 3.50 | 3.50 |
| フィリピン     | 翌日物金利        | 3.00 | 3.25 | 3.25 | 3.50 | 3.50 | 3.75 |
| タイ        | 翌日物レポ金利      | 1.50 | 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 | 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。