

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：当面はレンジ内推移を予想	2
中国人民元(CNY)：米中関係が再び緊張	3
インドルピー(INR)：予算案と長期保有株式へのキャピタルゲイン税	4
インドネシアルピア(IDR)：10～12月期 GDP は小幅に加速	5
韓国ウォン(KRW)：融和姿勢を示す北朝鮮	6
マレーシアリンギ(MYR)：景気は堅調な拡大が継続	7
フィリピンペソ(PHP)：新税法の下でインフレが加速	8
シンガポールドル(SGD)：2018年度予算案が発表	9
タイバーツ(THB)：10～12月期 GDP は減速	10
メキシコペソ(MXN)：Banxico は利上げを実行	11
ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局の RUB 安志向が大きな壁	12
南アフリカランド(ZAR)：山場はこれからだが、滑り出しは上出来	13
トルコリラ(TRY)：対米独関係改善に光明も、高金利の魅力は減退	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

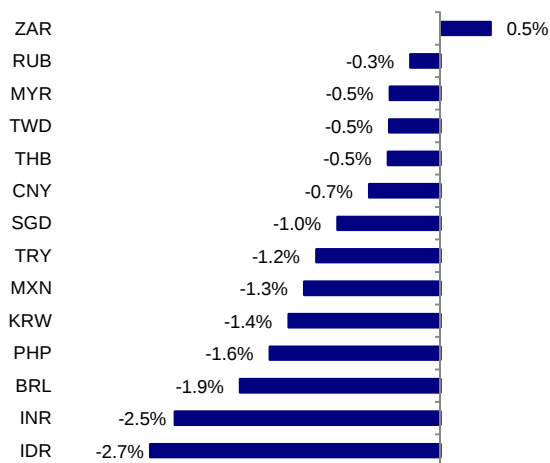
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：当面はレンジ内推移を予想

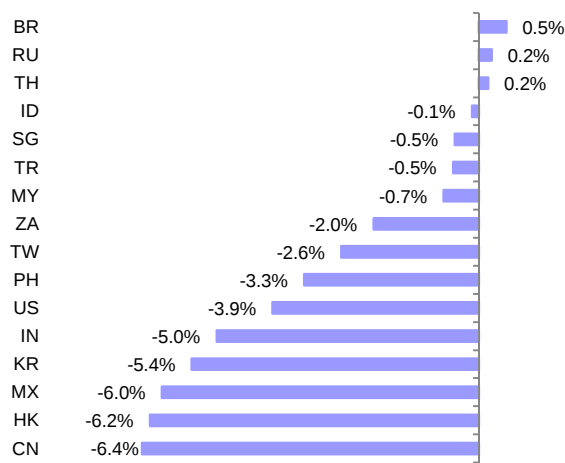
- 2月の新興国通貨は、上旬に世界的な株安を受けて下落。中旬に米株が大きく反発すると新興国通貨は買い戻された。下旬は米株が安定する中、新興国通貨は続伸したが、月初に売られた分は取り戻せなかった。
 - 新興国通貨が再び上昇基調となるには米株が力強さを取り戻すことが重要だが、そのために必要だと指摘されているのが市場のボラティリティ低下である。IMFは2017年10月の国際金融安定報告書(GFSR)で多くの市場参加者がボラティリティをリスク管理指標として用いていると指摘していた。
 - 実際、株式市場が想定するボラティリティを示すVIX指数が1月後半に横ばいからじり高になると米株の上値は重くなり、2月初には急落した。GFSRの指摘が正しいとすれば、ボラティリティの上昇がリスク量増加に繋がり、多くの市場参加者がリスク量抑制のため保有する株式を一斉に売ったため、株価の大幅な下落を招いたと推測され、実際そのような解説は多い。
 - 今回のようにVIX指数が上昇する中で米株が値崩れするという事態は、直近では2回あった。1回目は2015年8月のチャイナ・ショックにより中国経済の先行きが危ぶまれた局面、2回目は2016年初に世界経済の減速懸念が強まった局面である。いずれの局面でもVIX指数が上昇し始めてから元の水準に戻るまで2〜3か月を要しており、今回も同様の傾向になるとすれば遅くとも4月にはVIX指数が急落する前の水準まで低下し、米株は力強さを取り戻している可能性がある。
 - 但し、過去2回の局面ではFRBがハト派寄りに姿勢を転換したことが市場の安定化に寄与していた。翻って、今回はパウエルFRB議長を始め多くのFRB高官が株価急落を受けて金融システムに対する警戒は怠らないとしつつ、緩やかな利上げ路線に変更はないと述べており、次回会合(3月20〜21日)でFRBがハト派化する公算は今のところ小さい。
 - 今回の米株急落のきっかけが米金利急騰だったことに鑑みれば、FRBがハト派化せず金利が高止まりし続ける状況下では、米株が再び軟化する恐れがある。かかる状況下、当面の新興国通貨は落ち着きを取り戻すものの、上値を伸ばすことは出来ずレンジ内での推移になると予想する。
- (佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年2月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年2月)

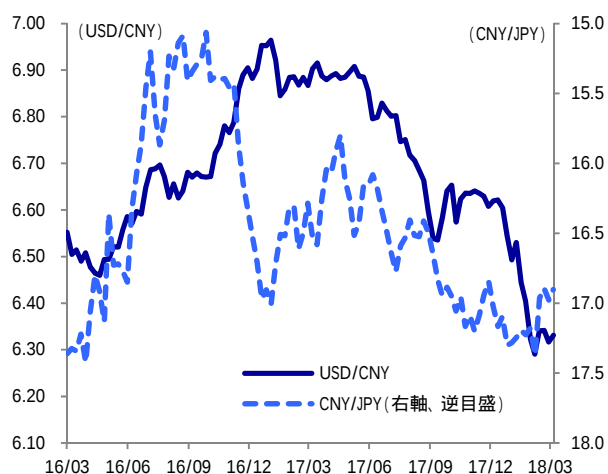


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：米中関係が再び緊張

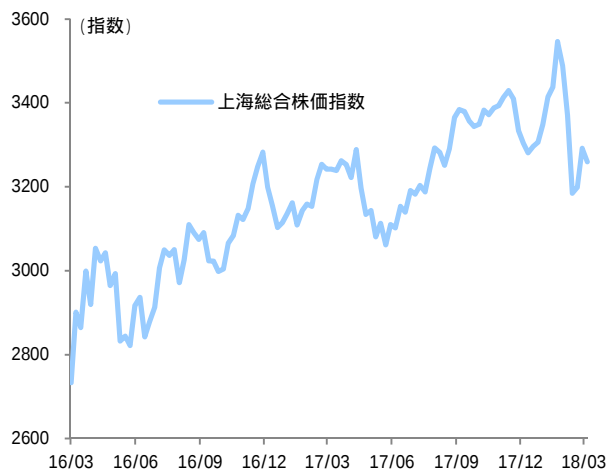
- ・ 2 月の CNY は軟調推移。月初は 6.30 近辺でオープン後、6.25 台前半まで上昇。しかし、8 日に発表された中国 1 月貿易収支が予想を大きく下回ったことや、中国当局が約 2 年間停止していた適格国内有限責任組合 (QDLP、限定された地域および金額内で中国外に投資できる枠組み) 計画を再開したとの報道を背景に 6.34 近辺まで急落。旧正月に伴う長期休暇 (15～21 日) 明けは 6.36 近辺まで一時下落したが、月末にかけては 6.33 近辺で推移した。
- ・ 2 月 8 日に発表された 1 月貿易統計 (ドル建) は、輸出が前年比 +11.1% と 12 月 (同 +10.9%) から僅かに加速する一方、輸入は同 +36.9% と 12 月 (同 +4.5%) から伸び幅が大幅に拡大した。その結果、貿易収支は +203 億ドルと 12 月 (+547 億ドル) を大きく下回った。
- ・ もっとも、旧正月のタイミングの違い (今年は 2 月中旬、2017 年は 1 月末から 2 月初) が影響しており、1 月の結果だけでは中国の貿易収支の方向性は判断がつかない。しかし、過去の例からすれば一時的な下振れに終わることが多く、1～2 月を平均してみれば貿易黒字の縮小ペースは緩やかとなろう。
- ・ 16 日にトランプ米政権は鉄鋼とアルミニウムの輸入増が安全保障上の脅威になっているとし、輸入制限策の具体的な検討に入った。同措置による最大の標的は中国とされる中、17 日に中国商務省は「米国の調査には論拠が無い」とし、「必要な措置をとる」と米国をけん制した。その後、習政権が米国からの大豆輸入を制限する措置を検討と報じられるなど、米中関係は再び緊張が高まっている。
- ・ 今回の措置はトランプ政権が秋の中間選挙に向けて、製造業に従事する有権者向けにアピールする狙いがあったと思われる。一方、中国は米食料品輸出先として国別では第 2 位であり、報復措置として米国からの農作物の輸入を制限すれば米農畜産業界から支持を失う可能性が大きい。かかる状況下、トランプ政権が輸入量の大幅制限など強硬手段を採るとは考えがたく、米中貿易戦争の勃発はリスクシナリオの域を出ないと考える。
- ・ 中国人民銀行 (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、ドル相場が冴えない値動きとなる中、当面の CNY は底堅い推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 3: 中国人民元相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 4: 上海総合株価指数

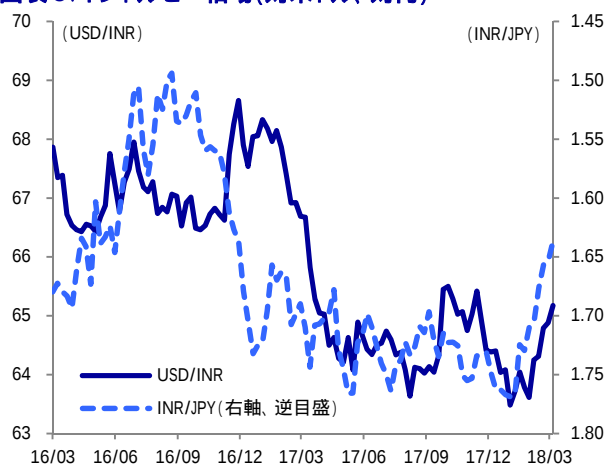


(資料) ブルームバーク

インドルピー (INR) : 予算案と長期保有株式へのキャピタルゲイン税

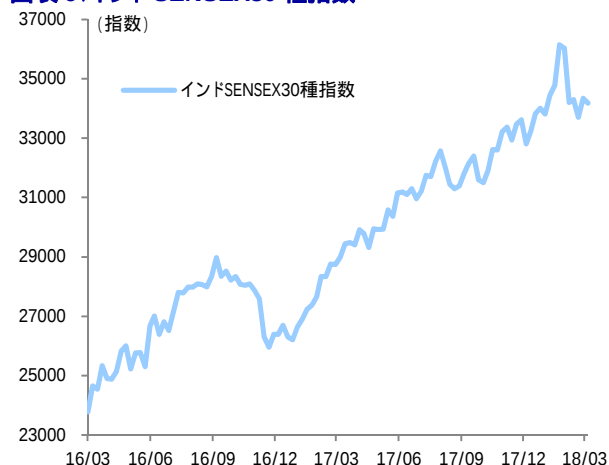
- 2月のINR相場は下落した。月上旬は、インド予算で財政赤字拡大が示唆されたほか、同時に1年超保有の株式に対するキャピタルゲイン課税の導入が打ち出されたことから64台半ば近辺まで下落。中旬には一旦やや買い戻されたものの、月下旬にかけては1月貿易統計で貿易赤字が拡大したことが嫌気されたほか、パンジャブ・ナショナル銀行(PNB)の不正取引を巡る懸念から65台まで軟化した。
- RBIは2月6～7日に開催した金融政策委員会(MPC)で、市場予想通り政策金利のレポレートを6.00%に据え置いた。MPCメンバー6人のうち1人が据え置きに反対し、0.25%ポイントの利上げを主張した。RBIはインフレについて、リスクは上方に傾いているとの見方を示したが、「中立的」な政策スタンスを維持した。
- 1月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.1%と12月の同+5.2%から減速した。野菜を中心とした食料品価格の下落が主因だが、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+5.0%と12月の同+5.1%から低下した。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、燃料価格上昇による押し上げ圧力は弱まっている。
- 12月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+7.1%と、11月の同+8.8%(同+8.4%から上方修正)から減速したものの、高い伸びが継続した。内訳をみると、耐久消費財が低調な結果となったが、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財が同+16.5%(11月:同+23.4)と高い伸びが続き、投資動向を反映するとされる資本財は同+16.4%(11月:同+10.0%)と2015年10月以来の伸びに加速した。
- 1月の貿易統計では、輸出は前年比+9.1%と12月の同+12.5%から伸びが鈍化したものの、高めの伸びを維持した。輸入は前年比+26.1%と12月の同+21.0%からさらに加速した。原油価格の上昇を受けて原油輸入が膨らんだほか、原油以外の輸入も増加した。結果として、貿易収支は▲163億ドルの赤字となり、2013年5月以来の大幅な赤字幅となった。
- 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

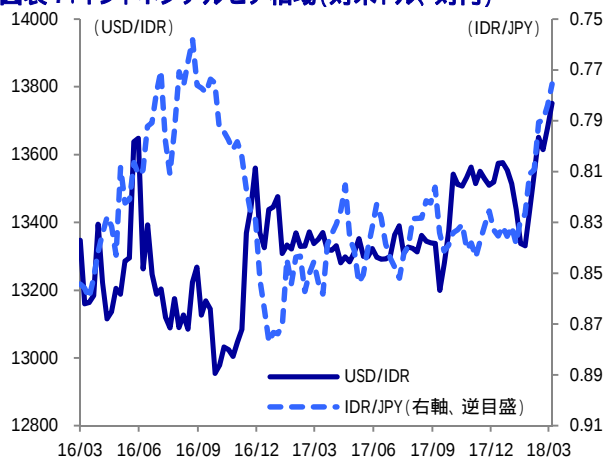


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：10～12月期 GDP は小幅に加速

- 2月のIDRは下落した。月初は13400台で推移していたが、米1月雇用統計の結果を背景に下落。世界的な株安によるリスクオフの動きに13600台まで値を下げた。その後も軟調な動きは続き、13750台で越月した。
- 2月5日に発表されたインドネシアの10～12月期実質GDP成長率は前年比+5.2%と7～9月期(同+5.1%)から小幅に加速した。内訳をみると、家計最終消費支出と総固定資本形成が小幅に加速するなど、好調な内需が全体をけん引した。また、政府最終消費支出も加速した。一方、輸出と輸入はともに減速したが、輸入は内需の堅調さを反映し2桁の伸びを維持している。
- 資源価格の上昇を背景に、資源関連の輸出や投資の拡大基調が続くことに加え、インフラ整備を中心に公共投資も増加することが予想され、1～3月期も景気は緩やかに拡大するだろう。一方、資源価格の上昇を背景にインフレが加速することで、個人消費は下押しされそう。なお、2017年通年の実質GDP成長率は前年比+5.1%と2016年(同+5.0%)からわずかに加速した。
- インドネシア中央銀行(BI)は15日に金融政策会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートに4.25%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、現状の金融緩和水準は景気回復を維持するために十分との認識を示した。他方、米利上げ見通しを背景とした世界的な金融市場の不透明性の高まりや、予想を上回る原油価格の上昇、国内の不十分な金融仲介機能などのリスクを注視していくとした。1月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と12月(同+3.6%)から小幅に減速し、BIの目標(+2.5～4.5%)内に収まる中、次回3月22日に開催される金融政策会合でも政策金利は据え置かれるだろう。
- ジョコ大統領は5月に任期を終えるBIのアグス総裁の後任に現BI副総裁のペリー氏を指名した。4月の国会で承認を得た後、正式に就任する。ペリー氏は2013年4月から現職の副総裁を務めており、同氏が総裁に就任すれば、BIの金融政策は現行路線が維持されるだろう。
- 先行き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



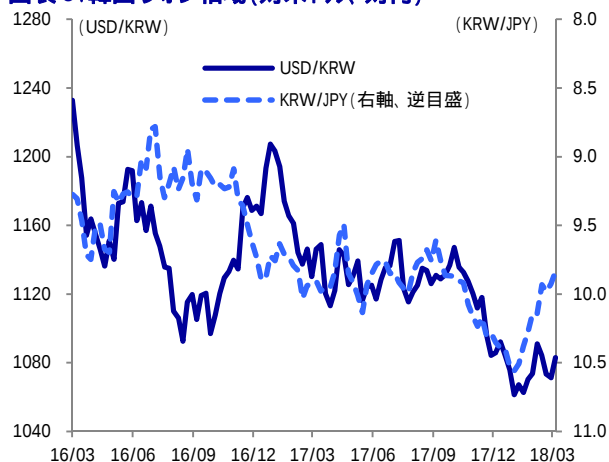
(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：融和姿勢を示す北朝鮮

- 2月のKRWは上下に激しい値動きとなった。月初1070近辺でオープン後、米株の急落をきっかけにリスクオフの流れが広がり一時1100手前まで下落。しかし、米株が買い戻されると徐々に売り圧力は後退し、月末にかけては1070台半ばを中心としたレンジ内で推移した。
- 2月10日に北朝鮮の金正恩委員長の実妹である金与正氏が訪韓し、韓国の文大統領に対し早期の訪朝と南北首脳会談の開催を求める親書を手渡した。また、25日の平昌冬季五輪の閉会式には金英哲・朝鮮労働党副委員長が出席し、米朝対話について「十分な用意がある」と発言した。
- 北朝鮮が韓国に対して対決姿勢から融和路線に転換した背景として、米国に配慮した中国が対北朝鮮貿易を大幅に抑制し、外貨獲得手段が著しく制限されたことが考えられる。実際、中国の北朝鮮からの輸入額(北朝鮮から中国への輸出額)は2017年が17.2億ドルと2016年(27.1億ドル)から▲36%も減少した。
- こうした状況を打開すべく、北朝鮮は韓国に対して経済援助を目的に対談を持ちかけている模様だ。一方、トランプ米大統領は「適切な環境下」であれば対話を望むと発言しており、北朝鮮の非核化が交渉の前提であることを示唆した。核保有を望む北朝鮮との隔たりは大きく、3月18日のパラリンピック閉会後に本格化が見込まれている対話に向けた交渉は難航が予想される。
- 27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、韓国経済はほぼ前回会合(1月18日開催)で示した予測どおり堅調に推移しているとした。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維持した。
- 一方、家計債務の積み上がりに関しては、やや増加ペースが加速していると懸念を表明している。なお、BOKの李総裁は3月31日で任期満了となるため、今回が最後の会合となった(次回は4月12日開催)。
- 韓国経済が堅調推移している中、北朝鮮との交渉が暗礁に乗り上げたとしてもKRWの一時的な下押し圧力にはならないだろう。ドル相場の冴えない値動きも相俟って、当面のKRWは底堅い推移を予想する。

(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

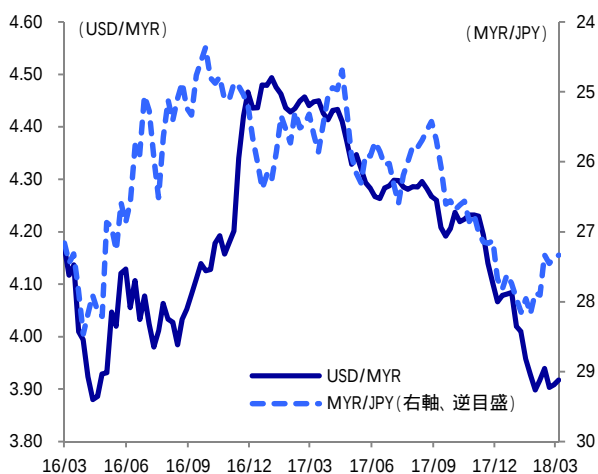


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 景気は堅調な拡大が継続

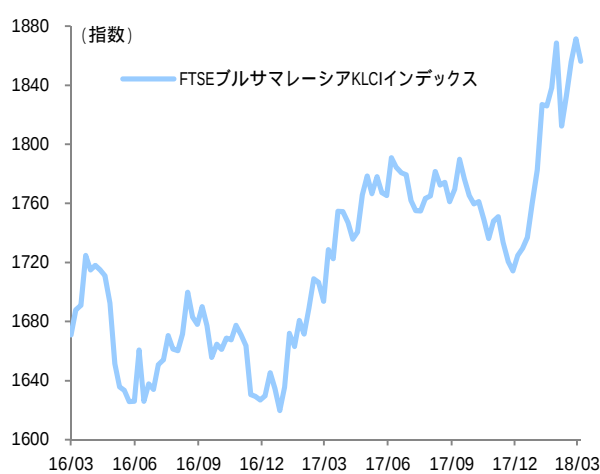
- 2月のMYRはもみ合う展開。上旬は、世界的に株価が急落する中で3.88台から3.94近辺まで軟調に推移。その後は株式市場が落ち着きを取り戻す中、14日に発表されたマレーシア10～12月期GDPが予想を上回ると3.88台まで上昇した。下旬はドル買い戻しの動きもあってじりじりと値を下げた。
- 10～12月期の実質GDP成長率は前期比+0.9%と7～9月期の同+1.8%から減速した。在庫投資が大幅にマイナス寄与(前期比寄与度▲0.8%pt)となったほか、公共投資の減速を背景に総固定資本形成が同+1.5%(7～9月期:同+3.4%)と伸びが鈍化したことが下押ししたようだ。また、財貨・サービス輸出は同▲1.2%と減少したが、輸入が同▲1.9%と輸出以上に減少したため、純輸出の寄与度は+0.7%ptと7～9月期の同+0.5%ptから拡大した。個人消費は前期比+0.9%(7～9月期:同+0.4%)から加速し、3四半期ぶりの高い伸びとなった。全体としては、2016年1～3月期以来、7四半期ぶりに前期比+1%を下回る成長となったものの、在庫の減少などが影響しており、今後も景気は堅調な拡大が続くとみられる。
- 12月の輸出は前年比+4.7%と11月の同+14.5%から伸びが大幅に鈍化した。主力の電子・電気機器の伸びが鈍化したほか、パーム油関連輸出が減少した。輸入は同+7.9%と11月の同+15.2%から伸びが鈍化し、結果として貿易収支は72.5億リングの黒字と、前年同期の89.7億リングから黒字幅が縮小した。
- 12月の鉱工業生産は前月比▲1.3%(11月:同+1.9%)と減少した。鉱業が同▲2.7%と4か月ぶりに減少したほか、製造業が(同▲0.7%)と電力(同+0.8%)も減少した。四半期でみると、10～12月期は前期比▲0.6%(7～9月期:同+2.5%)と2013年1～3月期以来の減少となった。もっとも、7～9月期の反動減という側面もあり、基調としては増加傾向が続いているとみられる。
- 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

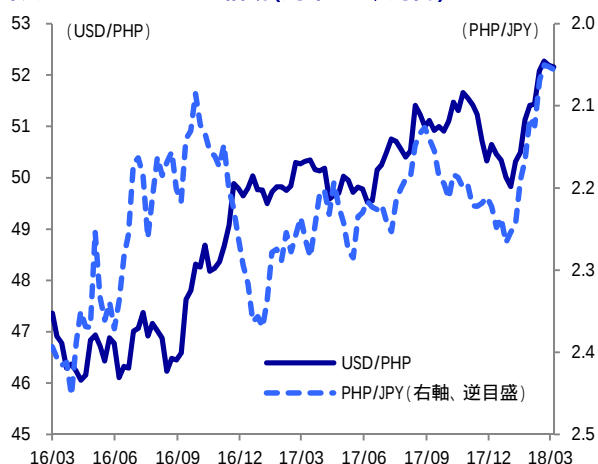


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : 新税法の下でインフレが加速

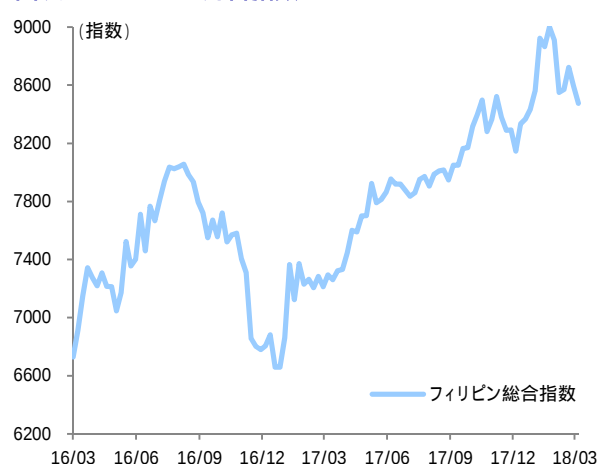
- 2月のPHPは月を通して下落する展開。月上旬は、2日に発表された米1月雇用統計を受けて弱含んだが、6日に発表されたフィリピン1月消費者物価指数(CPI)上昇率が大幅に加速したことを受けて利上げ期待が強まりPHPは上昇した。しかし、8日の金融政策会合では政策金利が据え置かれたほか、9日に発表された12月貿易統計では過去最大の赤字を計上したことなどから、19日にかけて52台半ばまで値を下げた。月末にかけては、52近辺でのみ合いとなった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は2月8日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポ金利を3.00%に据え置くことを決定した。金利コリドーの上限となる翌日物貸出ファシリティ金利と、下限となる翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ3.50%と2.50%に据え置いた。政府の税制改革などを受けて、1月の消費者物価指数(CPI)上昇率が前年比+4.0%と3年3か月ぶりの高水準となる中、市場では一部で25bpの利上げが見込まれていた。BSPは現状維持決定した理由として「物価上昇は緩やかで2019年に政府目標の3%±1%の範囲内に収まるとみている」との見方を示した。
- 個人消費の源泉となるOFW送金は、12月は前年比+7.1%と11月の同+2.0%から大幅に加速した。OFWは9月に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から大幅に減少し、11月も前年同月が約8年ぶりの大幅増加となったベース効果で伸び悩んだ。それらの影響を除けば底堅い推移が続いており、個人消費をサポートするだろう。
- 1月のCPI上昇率は前年比+4.0%と12月の同+3.3%から大幅に加速した。食品・飲料や輸送・交通、サービスなどが押し上げたが、新税法の下で1月から石油製品の物品税引き上げや砂糖入り飲料への加糖飲料税が導入されており、それらの影響が現れたとみられる。変動の大きい品目を除いたコアCPI上昇率も同+3.9%と12月の同+3.0%から加速した。
- 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) ブルームバーク

図表 14: フィリピン総合指数

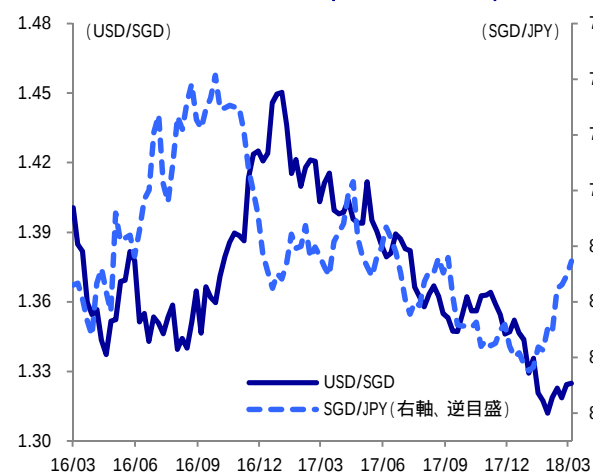


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): 2018 年度予算案が発表

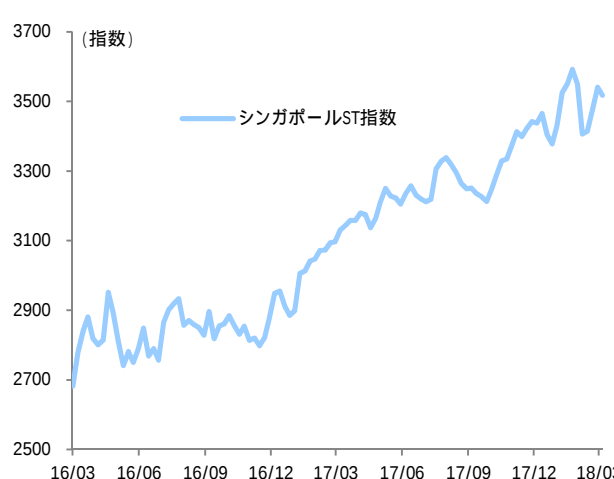
- 2月のSGDはレンジ内で推移した。月初は1.31台前半でオープン後、世界的な株安の動きを受けてアジア通貨が下落する動きに連れ、1.33台前半まで軟化。月央に株が底打ちの様相をみせると、アジア通貨買戻しの流れとなりSGDは一時1.30台後半まで反発。その後はドル買い優勢地合いとなったため1.32台半ばまで反落。月末にかけては1.31台前半まで強含む局面もあったが、結局売り戻されて1.32台半ばで越月した。
- 2月19日にシンガポールのヘイ・スイキヤット財務相は国会で2018年度(2018年4月～2019年3月)予算案を発表した。歳出は約800億シンガポールドル(前年比+8.3%)と拡大する一方、歳入は約727億シンガポールドル(前年比▲3.3%)に減少するとし、基礎的収支は約▲73億シンガポールドルと赤字(2017年: +12億シンガポールドル)に転じるとの見通しを示した。
- もともと、ソブリン・ウェルス・ファンドなどからの移転収益を加味すれば最終財政赤字額は約▲6億ドルまで縮小するとした。
- スイキヤット財務相は目先において財政健全化を進める必要性は小さいものの、高齢化に伴い歳出額が徐々に拡大していくため、それに対応する取り組みが必要であると述べ、具体的には2021～2025年の間に財サービス税(GST)の税率を7%から9%に引き上げる方針を明らかにした。
- 14日に2017年実質GDP成長率の改定値が発表され、前年比+3.6%と速報値(同+3.5%)から小幅に上方修正された。発表時にシンガポール通産省(MTI)は2018年の成長率について、予測レンジ(+1.5～3.5%)の中央値(+2.5%)を若干上回る数値を見込んでいるとした。
- 2017年から成長率が低下する主な背景として、欧州および中国経済が2017年対比で小幅ながらも減速することを挙げた。なお、MTIが予測する+2.5%という成長率は2015年(+2.2%)や2016年(+2.4%)を上回る数値であり、MTI自身も「底堅い成長」だと評している。
- 1月石油を除く地場輸出は前月比▲0.3%(12月:同▲1.9%)と2か月連続で減少した。一方、1月製造業PMIは53.1と12月(52.8)から改善し2009年12月以来の高水準を記録するなど、シンガポール経済のけん引役である製造業の業況は良好となっている。
- シンガポール経済が堅調推移する中、ドル相場の軟調地合いも相俟って当面のSGDは底堅い値動きとなるだろう。(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

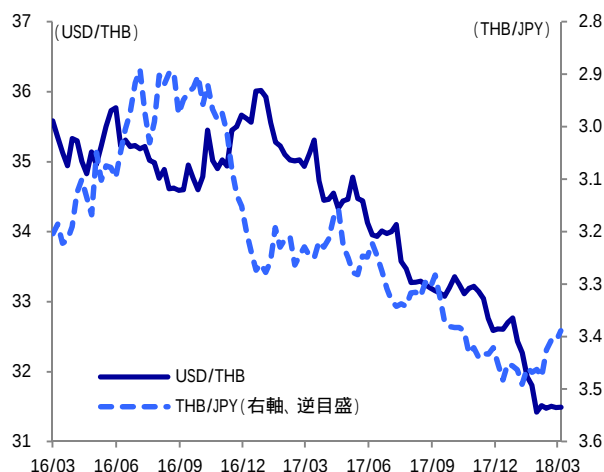


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：10～12月期 GDP は減速

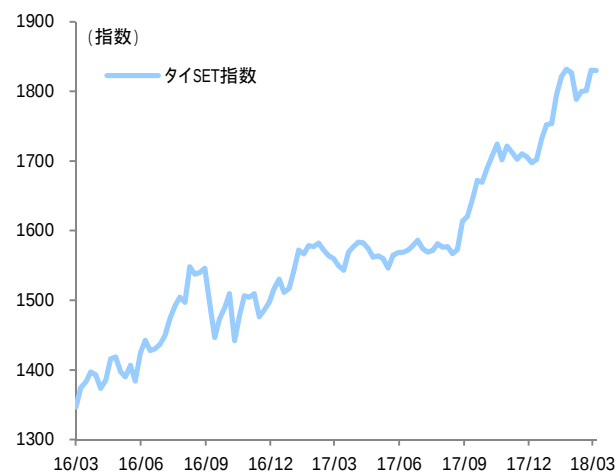
- 2月のTHBは上下に振られる展開。月初は31.30台だったが、米1月雇用統計の結果や世界的な株安を背景に一時は31.90台まで値を下げた。その後は、株価が落ち着きを取り戻す動きに上昇し、31.4台で取引を終えた。
- 2月19日に発表されたタイ10～12月期実質GDP成長率は前年比+4.0%と7～9期(同+4.3%)から減速し、市場予想(同+4.3%)を下回る結果となった。内訳をみると、輸出は加速したものの、輸入がそれ以上に伸びた結果、純輸出の寄与度は縮小した。内需は家計最終消費支出が加速したが、政府最終消費支出と総固定資本形成が減速した。内需回復に伴う輸入増加がGDP低下の主因であるため悲観すべき内容ではないだろう。
- 先行きの景気については、緩やかながらも世界経済の回復が輸出を下支えするほか、インフラ投資の執行も押し上げ要因となり、緩やかに回復するだろう。なお、2017年通年の実質GDPは前年比+3.9%と2016年同+3.3%から加速し、2013年以来で最高の伸び率となった。
- タイ中央銀行(BOT)は14日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%に22会合連続で据え置いた。声明文では好調な輸出に加え、個人消費など内需にも改善が見られることからタイ経済の成長見通しは一段と改善したと述べた。一方でリスクとしては、米国の経済と通商政策や地政学的リスクに関連する不確実性を挙げた。
- 22日にBOTのウィラタイ総裁は、世界的には金利は上昇しているが、国内の流動性は潤沢でインフレが抑制されていることから、金融引き締めを急ぐことはないとの考えを示した。金融政策を決定する際には、国内要因を注視すると述べた。1月の消費者物価指数(CPI)がインフレ目標(+1～4%)を下回っていることもあり、BOTは当面政策金利を据え置くだろう。
- 21日にウィサンヌ副首相は、現在禁止されている政治活動と、5人以上の政治集会について6月に解禁されるとの見通しを示した。総選挙に向けて各政党が解禁を要求していた。また、選挙の早期実施を求め市民団体が集会を開くなど、軍事政権への批判が強まっているため、それらを和らげる意図も背景にあるだろう。
- タイ経済の緩やかな回復、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を下押しのリスクがある。(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

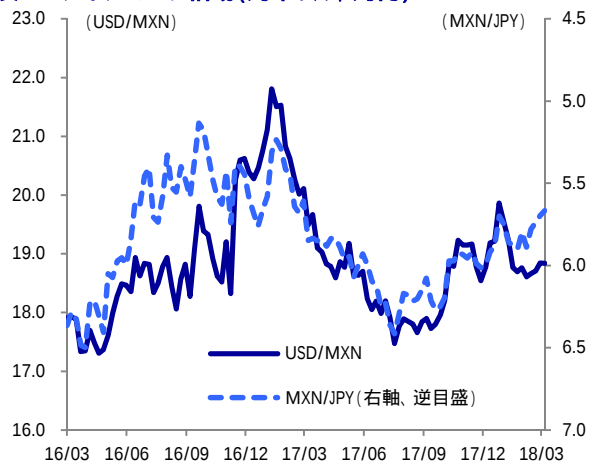


(資料) ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN)：Banxico は利上げを実行

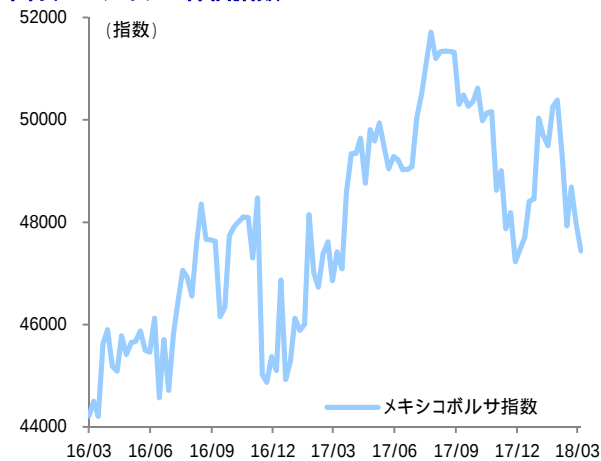
- 2月のMXNは上下に激しい値動きとなった。月初は18.6近辺でオープン後、18.3台まで上値を伸ばしたが、米株の急落によりリスクオフの流れが広げると19.0手前まで下落。米株が持ち直すと18.4台まで反発したが、米10年国債利回りが2.90%を抜けて上昇したことなどを背景に18.8台まで下落した。月末にかけては一時18.5台まで買い戻されたが、米株が軟化すると18.8台まで急落するという不安定な値動きとなった。
- 2月8日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を25bp引き上げ7.50%とした。声明文では、物価についてリスクは上昇方向にあるとし、具体的には北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉や米利上げなどがMXN安に繋がること、および商品価格が上昇し国内の農産品価格や資源価格が連れ高となることを挙げている。
- なお、物価が中期的には目標となる+3.0%へ収れんするとの見方は維持し、具体的な時期として2019年1～3月期を挙げた。
- 同日に発表された1月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.55%と12月(同+6.77%)から急減速した。今後は2017年前半のMXN急騰に伴う物価下押し圧力が強まると予想されることから、Banxicoの見込みどおりCPIは+3.0%へ緩やかに収れんしていく可能性が高いと考える。
- 物価見通しが改善したにも拘らず、22日に公表された議事要旨(2月8日開催分)では、物価の抑制を確実なものとするため追加利上げが必要との意見がみられており、次回会合(4月13日)に25bpの利上げが実行されるリスクは大きい。もっとも、利上げが行われたとしても、予防的な利上げとの位置づけであり、これが今回のサイクルにおける最後の利上げになる可能性がある。
- 25日からNAFTA再交渉の第7回会合がメキシコシティで開催されている。3月5日まで議論は続く予定だが、関係者のコメントを踏まえると原産地規制など重要議題を巡り、各国の意見の隔たりは埋まっていない模様だ。既に米通商代表部(USTR)のライトハイザー代表は米議会に対して交渉に必要な法律の延長を求める意向を示しており、交渉期限(2018年3月末)がメキシコ大統領選の投票日(7月1日)以降となる公算が大きくなっている。かかる状況下、再交渉の結果に対するMXNの反応は限定的となるだろう。
- 冴えないドル相場の動向が下支えとなるが、大統領選に対する不透明感の強さからMXNは上値の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

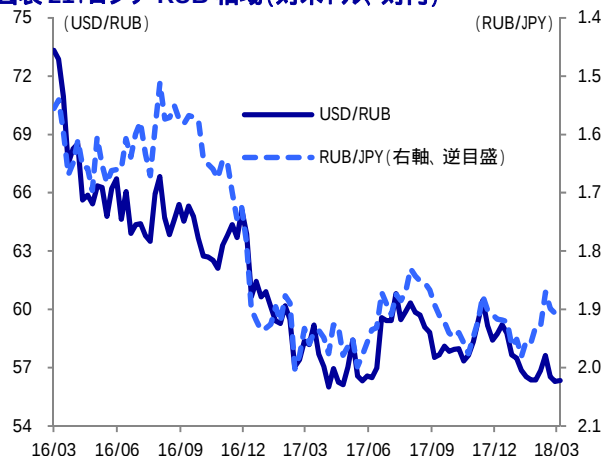


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局の RUB 安志向が大きな壁

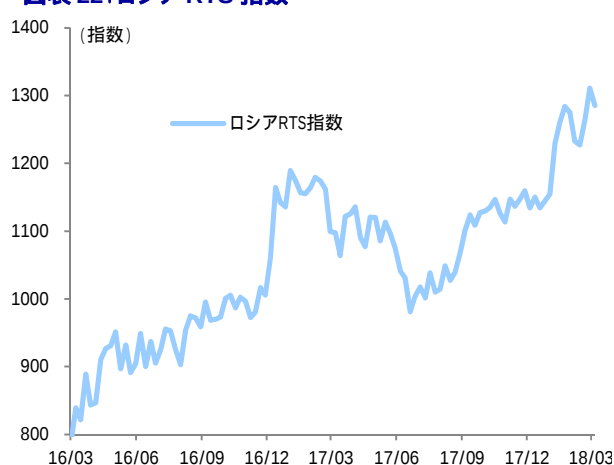
- ・ 2 月の RUB は急落後、急反発。対 USD では概ね横這いにとどまったが、対円では小幅下落、対 EUR では小幅上昇と値動きは分かれた。
- ・ 月初、金融市場全般の注目は、米株の急落と、それを契機とした世界的な株価急落に集まった。株価急落はリスク許容量の低下という文脈で、RUB を含む新興市場通貨全般の売り材料となったが、中でも RUB は最も売り込まれた通貨のひとつとなった。並行して進んだ原油価格急落（景気減速=需要減退との思惑）が、とりわけ RUB の重石となったということであろう。
- ・ また、ロシア固有の要因では、1 日、ロシア中銀(CBR)のナビウリナ総裁が、「(政策金利の) 中立金利への移行が若干速く進む」可能性を示唆したことも RUB には売り要因と読まれた。ナビウリナ総裁は、昨年 11 月、物価が誘導目標(+4%)に収れんした状態の均衡金利は 6~7%と述べていた。
- ・ 上述発言を受け、9 日の CBR 金融政策委員会に向けては、一部で 50bp の大幅利下げを見込む声も一部で聞かれたが、市場の大勢は 25bp 利下げを見込んでいた。12 月の 50bp 利下げが既に市場の驚きを誘っており、2 回連続の大幅利下げは、CBR の利下げ姿勢に関し、「間違ったメッセージ」を伝えることになりかねないというのが、25bp 利下げを見込む大きな要因だった。
- ・ 果たして CBR は、市場の大半の見込んだ通り、政策金利を 25bp 引き下げ(7.75%→7.50%)、前後して RUB は底値を打って上昇に転じた。
- ・ 23 日、大手格付会社の一部が、ロシアの外貨建長期国債格付を投資適格に引き上げ、一定の RUB 買いを誘った。同社による当該格付引き上げは確かに 2006 年 4 月来 12 年ぶりだが、同格付が投機的等級にまで落ち込んでいた期間は、2015 年 1 月来 3 年余りに過ぎない。
- ・ 3 月 18 日投票のロシア大統領選挙は、看過できない重要な注目材料ではあるものの、プーチン大統領の続投はほぼ既定路線であり、特段 RUB の値動きを誘うような結果は想定されていない。
- ・ CBR の利下げ前倒し姿勢だけでなく、財務省の積極的な RUB 売却姿勢も、ロシア当局が RUB 安志向を裏付ける。19 日には、マントゥロフ産業貿易相も「ロシア産業に適した為替水準は 1 ドル=60~62 ルーブル」などと述べていた。原油価格が直近高値を明確に上抜けでもしない限り、ロシア当局からの RUB 安誘導圧力は根強いのではないか。(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

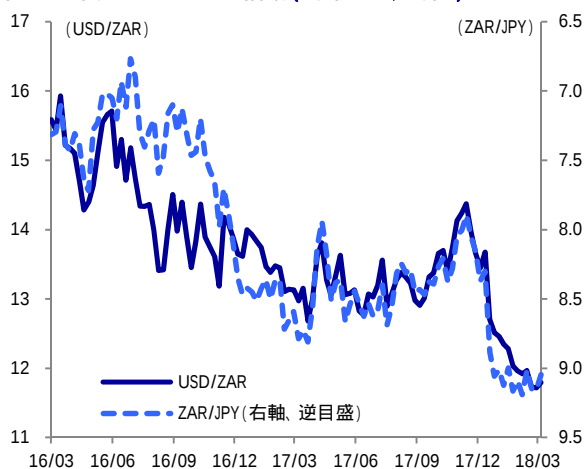


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：山場はこれからだが、滑り出しは上出来

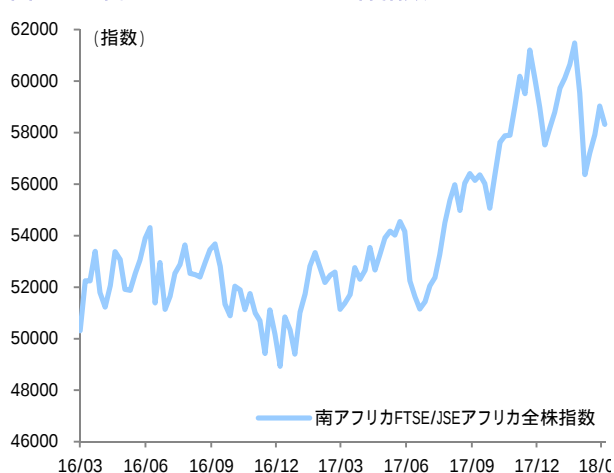
- 2月のZARは、対USDで32か月ぶりの高値圏における膠着から、もう一段の水準切り上げ。対円でも29か月ぶりの高値は更新したものの、並行した円高を反映して、値幅は限定的だった。
- 金融市場全般の関心は、米株の急落やFRBの金融政策動向に強かったが、ZARの値動きを誘ったのは南ア政治情勢の急展開。月初、ズマ大統領の辞任を促す与党アフリカ民族会議(ANC)の工作は明確な進展を見せなかったが、6日以降に事態は急転。まず、ズマ大統領が8日に行う予定だった一般教書演説の延期が決定。12日にはANCの最高意思決定機関である全国執行委員会(NEC)が、ズマ大統領に「48時間以内の辞任か、ANC起案による大統領不信任投票」の選択を突きつけ、現地時間14日朝には大統領とつながりの深いとされるグプター族の屋敷に家宅捜索が入った。
- 結局、現地時間14日夜にズマ大統領は辞意を表明。15日にラマポーザ副大統領が新大統領に就任、16日には一般教書演説を執り行った。
- 続いて、金融市場の関心は21日に予定された予算発表に移っていった。予定通り発表された2018年度予算は、1993年以来初の付加価値税率引き上げ(14%→15%)など歳入強化面では高い評価を得たが、ズマ前大統領が約束した大学授業料無料化のための予算を確保するなど、歳入面での財政健全化努力は今一つ足りないとの声も聞かれた。それでも、押し並べて、「南ア国債格下げの可能性は、少なくとも当面回避されたのではないか」との好意的な評価が支配的だった。
- 更に、26日の内閣改造で、(2015年12月にズマ大統領に更迭された)ネネ元財務相が、財務相職に返り咲いたのは市場に好感されたが、27日、南ア議会が補償なしの土地接収に合意すると、反落した。
- 早ければ3月2日にも予想される、一部格付会社による南ア国債格付判断は、自国通貨建長期債格付格下げの是非に注目。投機的等級落ちを回避し、巨額の南ア国債売り・ZAR売りを招く可能性の高い、一部大手銀の国債運用指数落ちを回避することができれば、もう一段のZAR上昇も見込める。
- 財政緊縮と景気浮揚の綱渡りとなる、南ア財政健全化の道は極めて険しいが、ラマポーザ大統領、ネネ財務相の真価が問われるのは今後の政策運営次第ということになる。(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

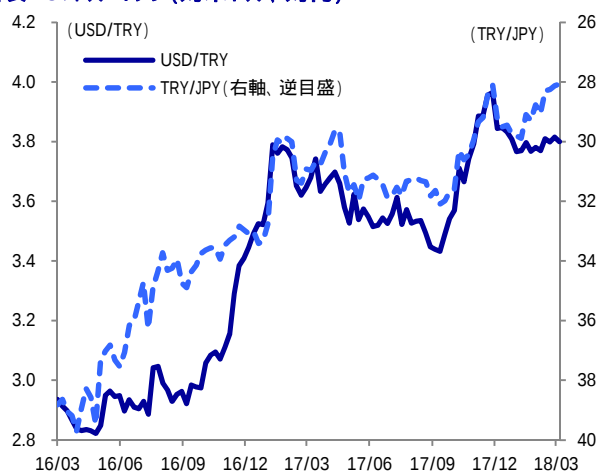


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : 対米独関係改善に光明も、高金利の魅力は減退

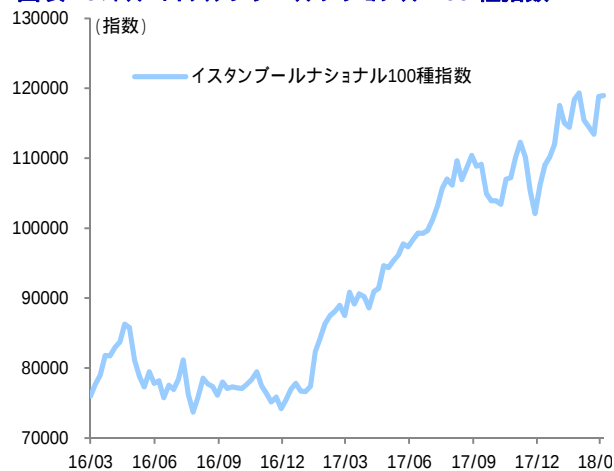
- 2月のTRYは対USD、対バスケット(USD 0.5+EUR 0.5)などで狭い値幅を横這い、対円では下押し先行後、史上最安値圏で膠着。
- 2月の金融市場は、2日以降進んだ米株価急落と、続く世界各地の株価急落で始まった。株価急落はリスク許容量の低下という意味でも、並行した米金利急上昇を受けた高金利通貨の相対的優位減退という意味でもTRYにとっては悪材料と読めただろう。また、この間の円の安定した堅調ぶりの背景にも、リスク回避の円買いという思惑が色濃く働いていたものと考えられた。
- 一方、TRYの下支え要因としては、対米、対独関係改善に対する期待感の高まりが挙げられた。15日、エルドアン大統領はアンカラでティラーソン米 국무長官と会談、同日、エルドゥルム首相はベルリンでメルケル独首相と会談した。翌16日には、チャプシオール外相とティラーソン 국무長官が共同会見を開き「両国関係の正常化を目指す方針で一致した」と発表。また、同日、昨年2月以降逮捕拘禁されており、独・トルコ関係悪化の引き鉄となった独・トルコ(二重)国籍ジャーナリストが釈放された。
- 対米、対独関係がこのまま改善を続けるのであれば、トルコ投資やTRY動向を巡る不透明感がひとつ後退し、TRY買い安心感を高める要因になる可能性もあろう。ただし、対米関係の正常化を謳いながら、引き続き、米の軍事支援を受けるシリア領内のクルド人武装組織(YPG)への攻撃の手を緩めない現状は、トルコ側の対米関係改善への本気度を測る上で気掛かり。
- 2日発表されたトルコ1月CPIは、前年比+10.35%と、昨年11月の天井(同+12.98%)からは明確な減速を見せた。それでも、トルコ中銀(CBRT)の政策誘導目標(同+5%)に倍する以上の高インフレには違いないが、CBRTはひと息つく余裕を与えられたということになろう。エルドアン大統領は、引き続き「インフレ抑制のための利下げ」圧力をCBRTに掛けており(7日)、利上げの手を縛られたCBRTが、早晚その苦境から抜け出す可能性は考え難い。
- 米株の頭打ちにもかかわらず、FRB側の議論は、程度の差こそあれ、「年内にあと何回利上げすべきか」という点に集まっており、政治的圧力で利上げできないCBRTとの差は歴然としている。経常赤字や財政赤字の拡大基調も気掛かりで、対米、対独関係に余程明確な改善でも確認されない限り、積極的にTRYを買えるような環境は当面期待薄ではないか。(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 1～2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								
中国人民元	(CNY)	6.2525 ~ 6.5362	6.3310	6.40	6.35	6.40	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8298	7.8255	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	65.175	65.0	64.0	65.5	63.8	62.8
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13751	13550	13300	13500	13000	12900
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1083.00	1080	1070	1065	1060	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8663 ~ 4.0660	3.9170	3.90	3.90	3.80	3.75	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.158	51.9	52.5	52.5	51.8	51.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3251	1.32	1.31	1.34	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.281	29.40	29.30	29.20	29.10	29.10
タイバーツ	(THB)	31.19 ~ 32.62	31.49	31.3	31.0	31.1	30.8	30.7
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22765	22759	22700	22650	22580	22450	22380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	56.3565	58.00	60.00	62.00	63.00	61.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.7970	11.50	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 3.8485	3.8050	3.90	4.00	4.10	4.05	3.95
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3172	3.2475	3.25	3.33	3.35	3.20	3.18
メキシコペソ	(MXN)	18.3046 ~ 19.7361	18.8438	19.50	20.00	19.50	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.643 ~ 17.543	16.902	16.56	16.54	16.25	15.97	15.81
香港ドル	(HKD)	13.495 ~ 14.505	13.634	13.52	13.39	13.28	13.17	13.06
インドルピー	(INR)	1.635 ~ 1.790	1.637	1.63	1.64	1.59	1.61	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ~ 0.845	0.776	0.782	0.789	0.770	0.792	0.791
韓国ウォン	(100KRW)	9.790 ~ 10.681	9.826	9.81	9.81	9.77	9.72	9.62
マレーシアリンギ	(MYR)	26.863 ~ 28.395	27.334	27.18	26.92	27.37	27.47	27.57
フィリピンペソ	(PHP)	2.021 ~ 2.272	2.055	2.04	2.00	1.98	1.99	2.00
シンガポールドル	(SGD)	80.12 ~ 85.50	80.51	80.30	80.15	77.61	78.03	78.46
台湾ドル	(TWD)	3.621 ~ 3.843	3.644	3.61	3.58	3.56	3.54	3.51
タイバーツ	(THB)	3.367 ~ 3.525	3.389	3.39	3.39	3.34	3.34	3.32
ベトナムドン	(100VND)	0.4650 ~ 0.4992	0.4691	0.47	0.46	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.839 ~ 1.993	1.893	1.83	1.75	1.68	1.63	1.67
南アフリカランド	(ZAR)	8.882 ~ 9.293	9.044	9.22	9.55	8.67	8.24	7.85
トルコリラ	(TRY)	27.820 ~ 30.311	28.016	27.18	26.25	25.37	25.43	25.82
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.319 ~ 35.131	32.860	32.62	31.53	31.04	32.19	32.08
メキシコペソ	(MXN)	5.616 ~ 5.981	5.662	5.44	5.25	5.33	5.57	5.67

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 2 月 28 日まで。SPOT は 3 月 1 日の 7 時 30 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 日発行)』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	6.5	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	5.3	5.3	3.5	3.8	3.4	3.6	-1.8	-1.8	-2.0	-1.9
韓国	2.7	3.0	3.0	2.9	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	5.1	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	6.6	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	4.0	3.9	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	4.35	
インド	翌日物レボ金利	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日物レボ金利	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	翌日物レボ金利	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。