

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：米通商政策に右往左往	2
中国人民元(CNY)：米中貿易戦争への突入は避けられる模様	3
インドルピー (INR)：景気回復の継続	4
インドネシアルピア(IDR)：金融政策は 6 会合連続で据え置き	5
韓国ウォン(KRW)：妥結へ向かう米韓通商交渉	6
マレーシアリンギ(MYR)：BNM は当面金利据え置きの公算	7
フィリピンペソ(PHP)：BSP は次回会合で利上げの可能性	8
シンガポールドル(SGD)：MAS は通貨政策を変更か	9
タイバーツ(THB)：浮上した総選挙再延期の可能性	10
メキシコペソ(MXN)：依然不透明な NAFTA 再交渉の先行き	11
ロシアルーブル(RUB)：当面は硬軟材料の様子見て膠着か	12
南アフリカランド(ZAR)：国内好要因と対外悪要因のせめぎ合い	13
トルコリラ(TRY)：懸念材料の払拭は当面見込み難い	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

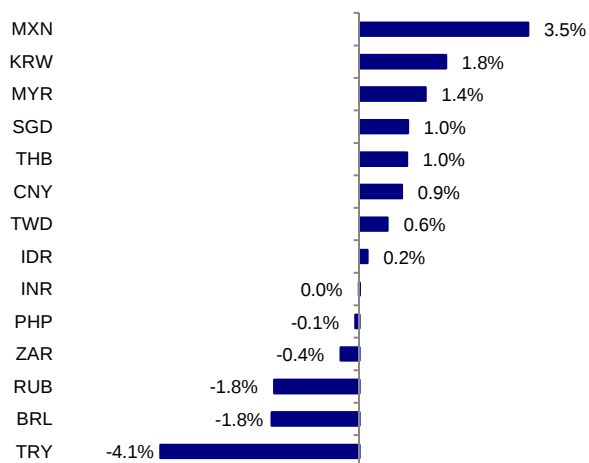
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：米通商政策に右往左往

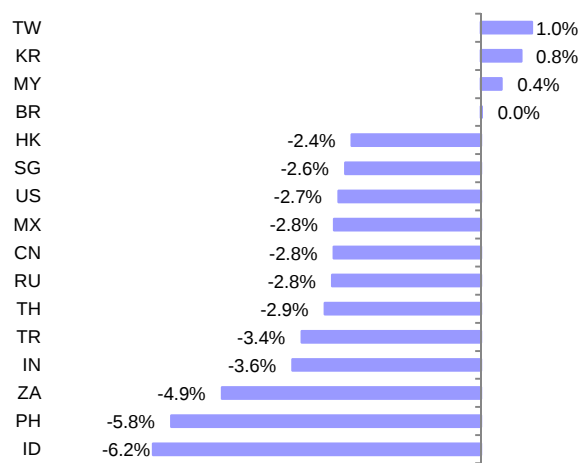
- 3月の新興国通貨はトランプ米政権の通商政策に振られる展開となった。月初にトランプ米大統領から発表された鉄鋼・アルミニウムの輸入に対する追加関税の賦課を受けて、貿易摩擦およびこれに付随する通貨安戦争を連想する向きが増え、ドル安・新興国通貨高の展開となった。しかしながら、22日に中国への追加関税措置をトランプ大統領が発表すると、貿易摩擦から戦争に発展する恐れからリスクオフムードが拡がり新興国通貨は下落した。
- その後は中国の李首相が国内市場の開放に言及する中、ナバロ国家通商会議(NTC)委員長の米中間で通商交渉が行われていることを示唆する発言を受け、米中貿易戦争への警戒感が後退し新興国通貨は上昇した。
- 中国以外の国でも米国との通商交渉に進展がみられた。韓国は米国に有利な条件で米韓自由貿易協定(FTA)改定に合意し、米国は鉄鋼輸入に対する追加関税の賦課の対象から韓国を除外した。
- 北米自由貿易協定(NAFTA)の再交渉では、自動車の原産地規制を巡る議論が進展し、4月8日からワシントンにて開催される第8回会合にて本ルールについて決着がつくとの観測が浮上している。
- また、2018年入り後は米金融市場の引き締めも新興国通貨の重石となっていた。年初から2月上旬まではVIX指数の上昇に代表されるボラティリティの増大が引き締まりの主因であった。その後、VIX指数は低下したものの、入れ替わるようにLIBORが急騰したことで金融市場の引き締めが続き、新興国通貨を下押ししていた。
- 2月上旬に米債務上限問題が解決したことを受けて米財務省がT-Bill(米短期国債)の発行額を急増させる中、MMFなど主要なT-Bill投資家は、資金市場に滞留させていた資金を急速に引き揚げて応じた。その結果、流動性が低下したことでLIBORが急騰した。
- しかしながら、米財務省の四半期ごとの調達計画に基づけば、4~6月期の調達額(1760億ドル)は1~3月期(4410億ドル)から大幅に減少する見込みであることから、米資金市場の流動性は改善に向かう公算が大きい。
- 米国の保護主義的な通商政策が各地で貿易摩擦を激化させるとの懸念が後退し、また米資金市場の流動性が改善することで4月の新興国通貨は底堅い推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年3月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年3月)

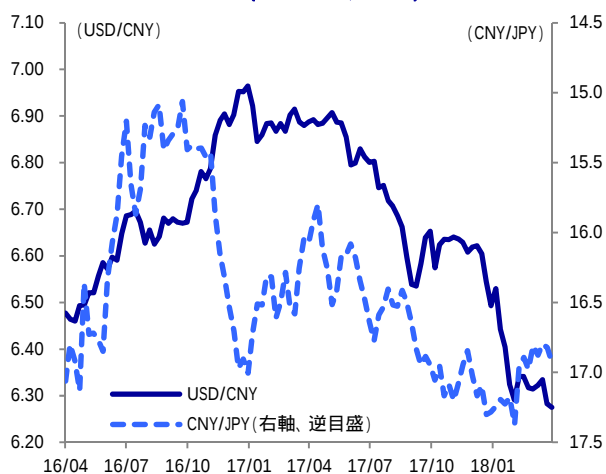


(資料) ブルームバーグ

中国人民幣(CNY)：米中貿易戦争への突入は避けられる模様

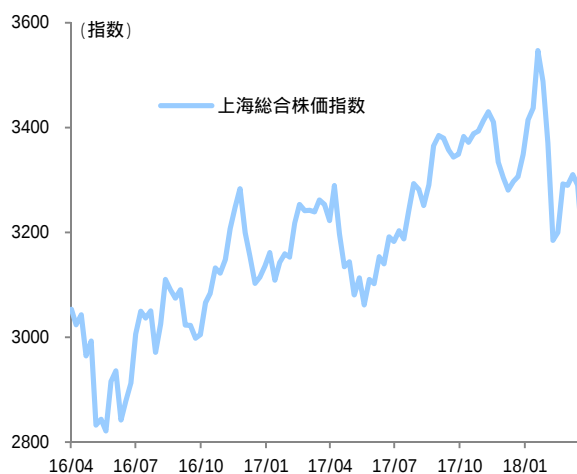
- 3月のCNYは米中間の貿易摩擦が懸念される中でも堅調に推移した。月初6.34近辺でオープン後、1日にトランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムの輸入に追加関税を賦課する方針を示すと、保護主義的な通商政策への警戒感からドル売り地合いとなり6.30台まで上昇。22日にトランプ大統領が知的財産権の侵害を理由に500～600億ドル相当の中国製品に高関税を課す措置を発表すると6.34手前まで軟化。しかし、米中貿易戦争までには発展しないとの見方が広がり、月末にかけては一時6.24台まで上昇した。
- 3月5日より全国人民代表大会(全人代)が開催された。李首相は冒頭演説で2018年の各種経済目標に言及し、経済成長率目標については「+6.5%前後」と2017年から据え置くことを発表した。但し、2017年には「実際の取り組みによってよりよい結果を得るよう努める」との付帯文言があったが、今回は削除された。また、物価目標(+3%)は2017年から据え置かれた。
- 全人代閉幕前日の19日に中国人民銀行(PBoC)の次期総裁が発表され、易副総裁が昇格することとなった。同氏は周前総裁の片腕として長年働いてきた人物であり、金融政策の継続性が確保される公算が大きい。
- 20日の閉幕後の記者会見で李首相は一部の商品につき大幅に関税を下げると述べたほか、外資製造業が中国で投資する際には「技術移転の強要を禁止する」とも語った。
- ロス米商務長官は22日に「足許は米中間で制裁の応酬という格好になっているが、最後は交渉で決着がつくと思う」と述べ、26日にはナバロ国家通商会議(NTC)委員長が中国との交渉のテーブルについていると発言した。
- 一連の米中高官発言に鑑みれば、目先は相互に貿易制裁を示唆することで緊張感が高い状態が続くものの、最後は交渉にて決着が着く可能性が高い。実際、25日にFT紙は中国側が国内金融機関に対する外資出資比率上限引き上げに関する法整備の加速や米国からの半導体輸入増額をトランプ政権側に提案したと報じている。
- かかる状況下、米中間の貿易摩擦が懸念される状態は継続するものの、貿易戦争に発展する公算は今のところ小さく、当面のCNYは安定推移を予想する。(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

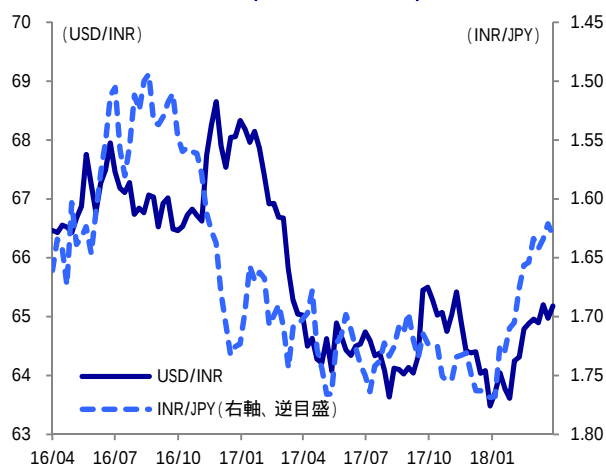


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 景気回復の継続

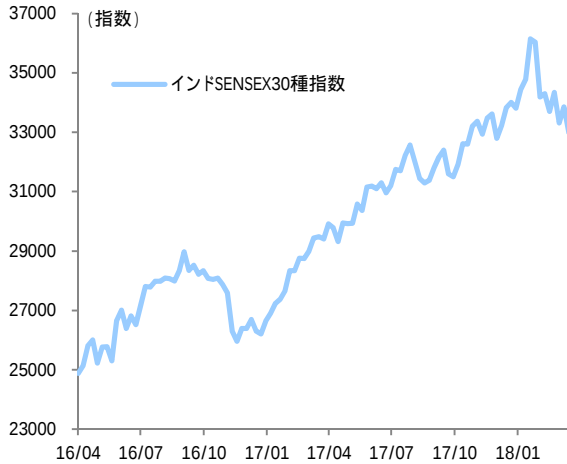
- 3 月の INR 相場は狭いレンジで推移した。月上旬は、トランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムの輸入に対する追加関税を賦課することを発表し、貿易摩擦懸念からドル売りが強まると INR はじりじりと上昇。中旬には、補助金を用いて自国製品の競争力を不当に高めているとして米国がインドを世界貿易機関(WTO)に提訴したことを受けて 64.80 近辺まで値を上げた。月下旬は貿易戦争懸念に振らされたが、月末は株式市場からの資金流出に INR は 65 台前半まで軟化した。
- 2 月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+4.4%と 1 月の同+5.1%から大きく減速した。野菜価格の伸びが大幅に縮小したことを背景に、食料品価格が 1 月の同+4.7%から同+3.3%に減速したことが主因である。食料品の CPI 上昇率に対する寄与度は+1.3%ポイントと 1 月の+1.9%ポイントから一段と低下し、総合 CPI の伸びを大きく押し下げた。他方、コア CPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+5.0%と前月から横ばいとなった。
- 1 月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+7.5%と 12 月の同+7.1%から伸びが加速した。2017 年 11 月に同+8.8%と 2 年 1 か月ぶりの高水準になったが、その後も高い伸びを維持している。3 か月移動平均でみると、1 月は同+7.8%と、現行統計基準で取得可能なデータ(2012 年 4 月以降)では最大の伸びとなった。内訳をみると、過去 1 年以上にわたって低迷していた耐久消費財が前年比+8.0%(12 月:同+1.5%)と急回復し、2016 年 9 月以来の高い伸びとなった。耐久消費財は都市部の消費の代理変数とみなされることが多いが、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財も同+10.5%(12 月:同+16.6%)と引き続き 2 桁の伸びが続いている。また、投資動向を反映するとされる資本財は同+14.6%(12 月:同+14.4%)と力強い伸びが続き、6 か月連続のプラスとなったほか、インフラ/建設材も同+6.8%(12 月:同+6.6%)と回復が続いている。
- 2 月の貿易統計では、輸出は前年比+4.5%と 1 月の同+11.6%から伸びが鈍化した。輸入は前年比+10.4%と 1 月の同+26.0%から大幅に減速し、結果として、貿易収支は▲120 億ドルの赤字となり、2013 年 5 月以来の大幅な赤字を計上した 1 月からは赤字幅が縮小した。
- 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

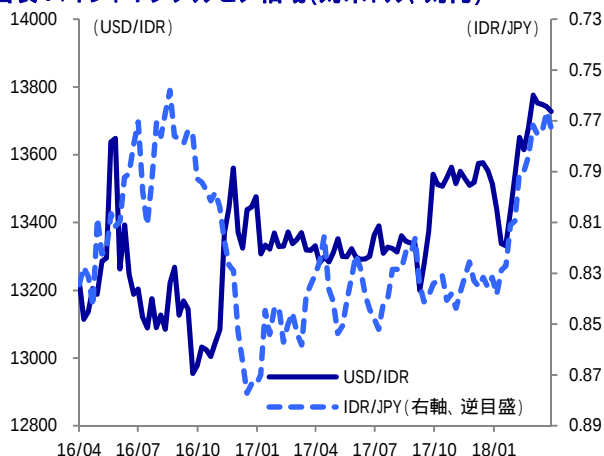


(資料) ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)：金融政策は6会合連続で据え置き

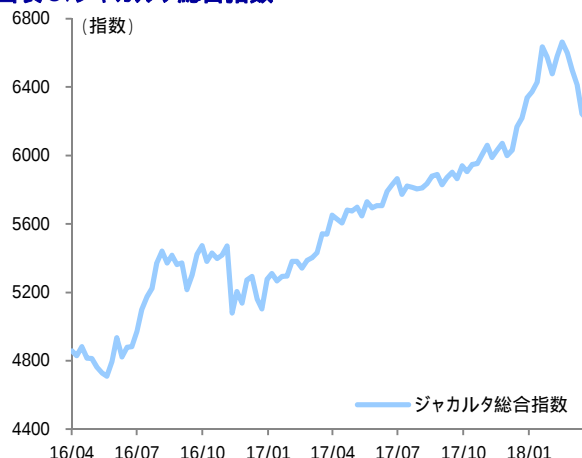
- 3月のIDRは狭いレンジでの横ばい推移となった。月初は13700台後半で推移していたが、一時13800台をつけた。13800近辺ではインドネシア中央銀行(BI)による介入観測もあり、下値はサポートされた。13700台後半での値動きを中心とし、13700台前半で越月した。
- 3月1日に発表された2月製造業PMIは51.4と1月(49.9)から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を3か月ぶりに上回った。他方、インドネシア中央銀行(BI)が6日に発表した2月消費者信頼感指数は122.5と1月(126.1)から低下したが、楽観圏(100以上)を維持している。
- 15日に発表された2月貿易統計では、輸出は前年比+11.8%と1月(同+7.9%)から伸び率が拡大した。輸入は同+25.2%と1月(同+27.9%)から減速したが、投資や消費の需要改善を背景に依然として高い水準を維持している。結果として貿易収支は▲1.2億ドルと1月の▲6.8億ドルから赤字幅を縮小したものの、23か月連続の赤字となった。
- BIは22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、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、世界的な金融市場の不透明性の高まりや、数か国による内向き志向な通商政策の傾向、国内のインフレを背景としたリスクなどを注視していくとした。2月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.2%と1月(同+3.3%)から小幅に減速し、BIの目標(+1.5~4.5%)内に収まる一方、IDR安が進んでいるため次回4月19日に開催される金融政策会合でもBIは政策金利を据え置くだろう。
- 8日にIDRは2016年ぶりの安値となる13816をつけた。BIのアグス総裁は「IDRの下落は、特に米政府の拡張的財政政策とFRBが利上げ容認の姿勢をとっていることが大きい」と述べた。BIは先般IDRの対ドル為替レート安定維持のために積極的に外国為替市場に介入する方針を示していた。
- 先行き景気回復が続くと見込まれるものの、経常収支の悪化や米国の利上げが重石となりIDRの上値重く推移するだろう。(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



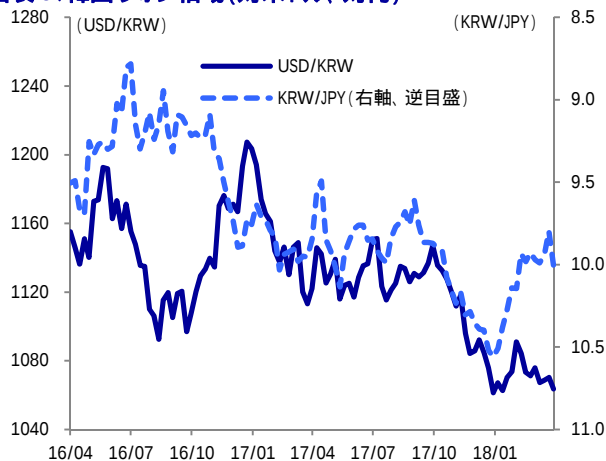
(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：妥結へ向かう米韓通商交渉

- 3月のKRWはレンジ内で推移した。月初に1080台後半でオープン後、米通商政策の保護主義化に対する懸念からドル売りの流れとなり1060台前半まで上昇した。その後、トランプ米大統領が中国製品に対する追加関税を賦課する方針を発表すると米中貿易摩擦への思惑が強まり1080台前半まで急落。しかしながら、米中高官から歩み寄りの発言がみられたことや、米韓自由貿易協定(FTA)の再交渉が妥結したことで1060台まで買い戻された。
- 3月6日に訪朝を終えた韓国特使団が4月に南北首脳会談を実施することで両国は合意したことを発表した。10日にはトランプ大統領が北朝鮮の金正恩委員長への要請を受け5月までに首脳会談に応じることを表明するなど、北朝鮮半島の緊張緩和に向けた取り組みは前進したかに思われた。
- しかし、会談の下準備を進めてきたティラーソン米 국무長官が13日に解任され、対北朝鮮政策は強硬派とみられるポンペオ元 CIA 長官が指名されたことで先行き不透明感が強まっている。22日にはティラーソン氏とともに外交・安全保障政策を取り仕切ってきたマクマスター米大統領補佐官も辞任し、後任として対外強硬派で有名なボルトン元国連大使が指名された。
- そのボルトン氏は19日のインタビューで、北朝鮮が核兵器の放棄を明言しなければ交渉以外の方策を検討すると発言しており、米朝交渉の進展次第では両国の緊張が再び高まる公算が大きくなっている。
- 25日に米国が鉄鋼輸入に対する追加関税の対象から韓国を外す代わりに、韓国は米国向けの鉄鋼輸出に数量枠を設けることで合意したと両政府が発表した。また、27日には米国の安全基準に基づいて製造した自動車をそのまま韓国で販売できる台数を引き上げるなど、米国に有利な条件で米韓FTAを改定することで両国が合意したと発表された。
- 4月12日に韓国中央銀行(BOK)の金融通貨委員会が開催される。3月の米利上げを受けて、市場では米韓金利差縮小を企図してBOKが利上げに向けた地ならしを始めるとの思惑がある。しかし、3月22日の記者会見でBOKの李総裁は「(米利上げは)市場の予想範囲内で国内金融市場への影響はないと予想している」と述べており、タカ派化する可能性は低いとみる。
- 米朝関係の緊張がKRWの重石になる恐れがあるものの、米韓貿易摩擦への懸念が後退したことを受けて、当面は堅調に推移するだろう。

(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

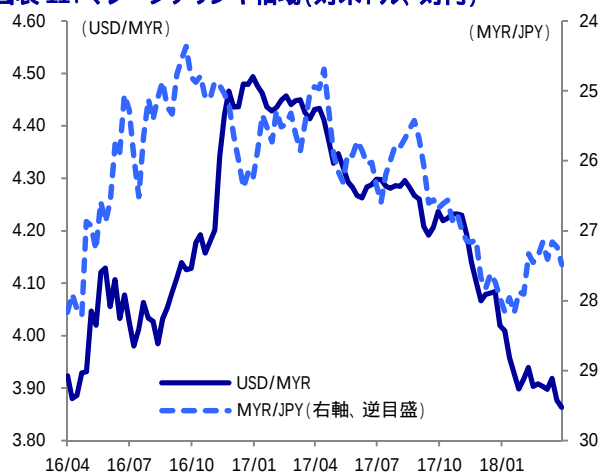


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : BNM は当面金利据え置きの方針

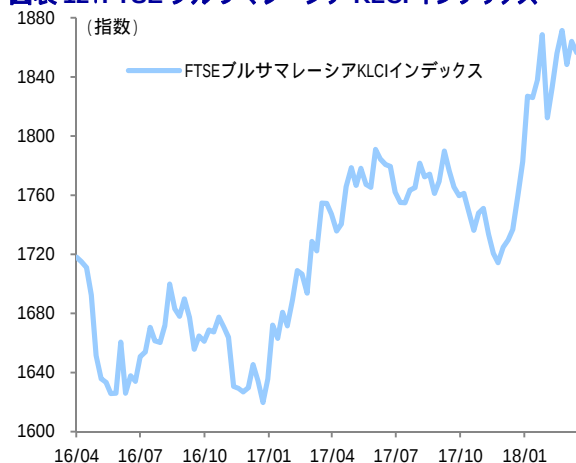
- 3月のMYRは月末にかけて上昇した。上中旬は、トランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムの輸入に対する追加関税を賦課することを発表し、貿易摩擦が激化することへの懸念からもみ合う展開。だが、下旬は米中間の貿易戦争懸念が和らぐ中でCNYが上昇した動きなどに連れ3.85台まで上昇する動きがみられた。
- マレーシア中央銀行(BNM)は3月7日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を3.25%に据え置くことを決定した。声明文ではインフレに関し、総合インフレ率を大きく作用する原油価格の見通しは非常に不透明だとしつつも、2018年はこれまでよりも鈍化するとの見通しを示した。また基調的なインフレ率は、労働生産性の改善や生産能力拡張に向けた設備投資により鈍化するとした。声明文の結びの段落では、現在の金利水準は、安定した国内経済の安定した成長と低インフレを目指す政策スタンスと一致すると述べており、当面は現在の金融政策を維持する公算が大きい。
- 1月の輸出は前年比+17.9%と12月の同+4.7%から伸びが大幅に加速した。主力の電子・電気機器の伸びが加速したほか、パーム油関連輸出が増加した。輸入は同+11.6%と12月の同+7.9%から伸びが加速し、結果として貿易収支は97.1億リングの黒字と、前年同期の47.4億リングから黒字幅が拡大した。
- 1月の鉱工業生産は前月比▲1.0%(12月:同▲0.2%)と2か月連続で減少した。鉱業が同+2.3%と増加した一方、製造業(同▲1.4%)と電力(同▲0.7%)がそれぞれ減少した。1月の生産を10~12月期比でみると▲1.1%と減少した。もっとも、1~2月分のデータは中国の春節の影響で大きく振れるため、2月以降の結果も踏まえて基調判断をする必要がある。
- 2月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+1.4%と、1月の同+2.7%から減速し、2016年10月以来の低水準となった。原油価格上昇による押し上げ圧力が弱まったことで交通費の寄与度がマイナスに転じたことが全体を押し下げた。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率も同+0.9%と1月の同+1.3%から伸びが鈍化した。
- 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

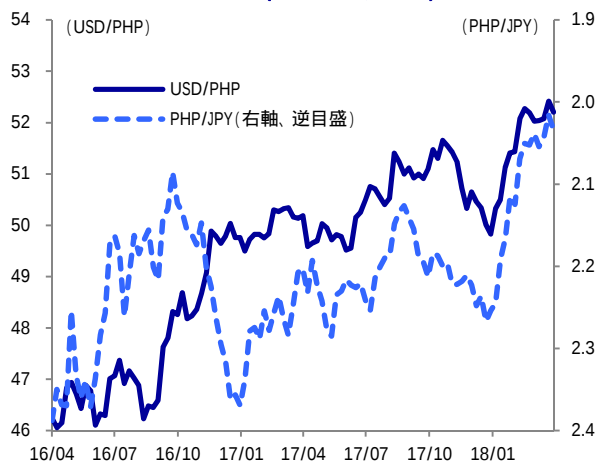


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : BSP は次回会合で利上げの可能性

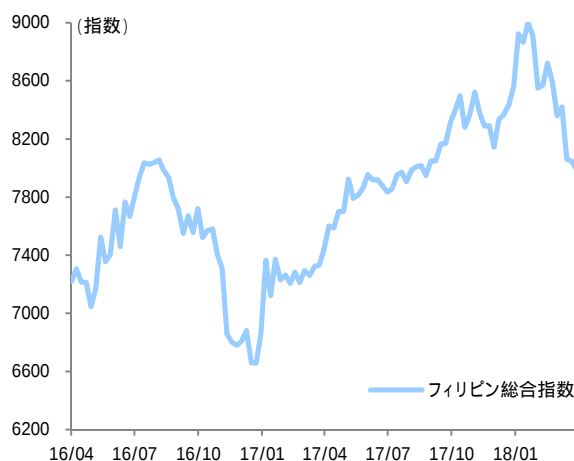
- 3月のPHPは軟調に推移した。月上旬は、貿易戦争懸念を背景としたリスク回避の動きや2月消費者物価指数(CPI)の結果を受けてPHPは売りが優勢となり52台へと軟化。中旬は横ばい圏での推移が続いたが、下旬はフィリピン中央銀行(BSP)が金融政策会合で現状維持を決定したことなどからPHPは値を下げた。
- BSPは3月22日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポ金利を3.00%に据え置くことを決定した。金利コリドーの上限となる翌日物貸出ファシリティ金利と、下限となる翌日物預金ファシリティ金利もそれぞれ3.50%と2.50%に据え置いた。しかし、声明文は2月よりもややタカ派寄りにシフトしたとみられる。例えばインフレ期待に関し、2月の声明では「予測期間にわたって目標範囲内に収まっている」とされていたが、今回の声明では「インフレ期待は上昇し始めており、したがって向こう数か月は注意深く監視する必要がある」とした。先行きもインフレが加速していくとみられることから、早ければ5月10日の次回会合でBSPが利上げに踏み切る可能性がある。
- 個人消費の源泉となるOFW送金は、1月は前年比+9.7%と12月の同+7.1%から加速し、2017年3月以来の高い伸びとなった。もっとも、先行きについては伸びが鈍化する可能性がある。ドゥテルテ大統領は2月にクウェートへの労働者派遣を禁止すると発表した。フィリピン人出稼ぎ労働者に対する虐待などの問題に対処するためであり、既に同国への出稼ぎ労働者に対し、無償での帰国便の提供を始めている。2月以降、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。
- 2月のCPI上昇率は前年比+4.5%と1月の同+4.0%から一段と加速し、2014年8月以来の高水準となった。1月の税制改正の影響などから食品・飲料が値上がりしたことが背景である。変動の大きい品目を除いたコアCPI上昇率も同+4.4%と1月の同+3.9%から加速した。また、フィリピン統計庁は統計の基準年を従来の2006年から2012年に変更すると発表した。新基準では、2月のCPI上昇率は前年比+3.9%と1月の同+3.4%から加速したが、目標の+2~4%内に収まった。
- 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

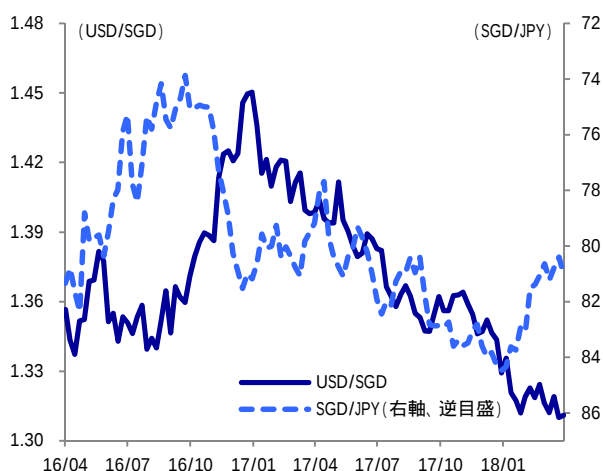


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD)：MASは通貨政策を変更か

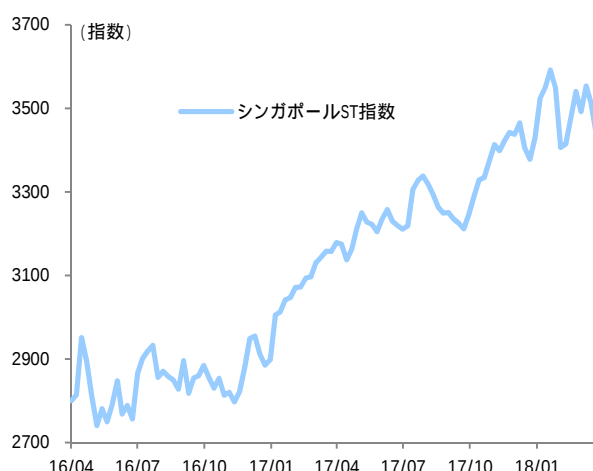
- 3月のSGDは堅調に推移した。月初1.32台半ばでオープン後、1日にトランプ米大統領が鉄鋼・アルミニウムの輸入に追加関税を賦課する方針を示すと貿易戦争への懸念を背景にドル売り地合いとなり、SGDは1.30台後半まで上昇。月央に良好な米経済指標を背景に1.32手前まで売り戻されたが、21日に公表されたFRBメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)で2018年における利上げ見込み回数が3回に維持されると、利上げ加速期待の後退を受けて1.30台後半まで反発した。
- シンガポール金融管理局(MAS)は4月13日までに半期に一度の金融政策決定会合を開催する。MASが注目するシンガポールのコア消費者物価(宿泊費・運送費を除くCPI)上昇率は2017年からMASの想定値(前年比+1.0～2.0%)内で安定推移している。一方、2017年10～12月期の実質GDP成長率は前年比+3.6%となり、2017年通年では同+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。
- シンガポール経済の低迷を受けてMASは2016年4月にSGDの名目実効為替レート(S\$NEER)を上下どちらにも誘導しない政策を採用したが、足許の景気が堅調に推移していることを理由としてS\$NEER上昇方向へ誘導する政策に転換するだろう。
- 但し、MTIが指摘するとおり2018年は中国経済が減速する可能性が高まる中、シンガポール経済をけん引してきた外需が伸び悩み、2018年のGDP成長率は2017年から低下する恐れがある。そのため、S\$NEER上昇ペースは非常に緩やか(a modest and gradual appreciation)に設定されるほか、中央値およびバンド幅は据え置かれる公算が大きい。
- なお、2018年に入りS\$NEERは中央値を上回って推移していると推測され、また多くの市場参加者が今回の会合でS\$NEER上昇方向への政策転換を予想しているため、今回の決定がSGDに与える影響は限定的となるだろう。
- トランプ政権の保護主義的な通商政策への懸念などを背景としたドル相場の軟調な値動きは続く想定される中、当面のSGDは底堅い推移を予想する。(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

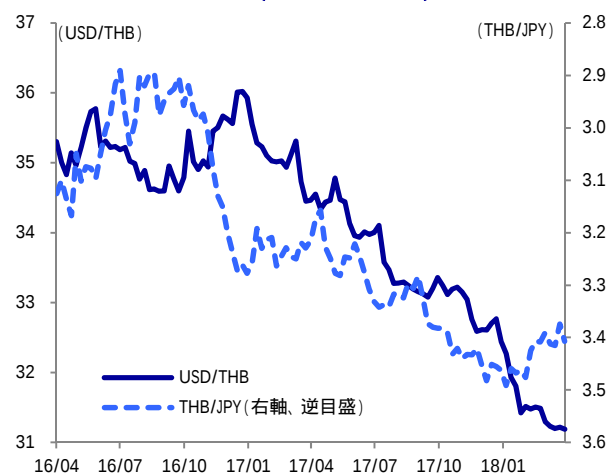


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)： 浮上した総選挙再延期の可能性

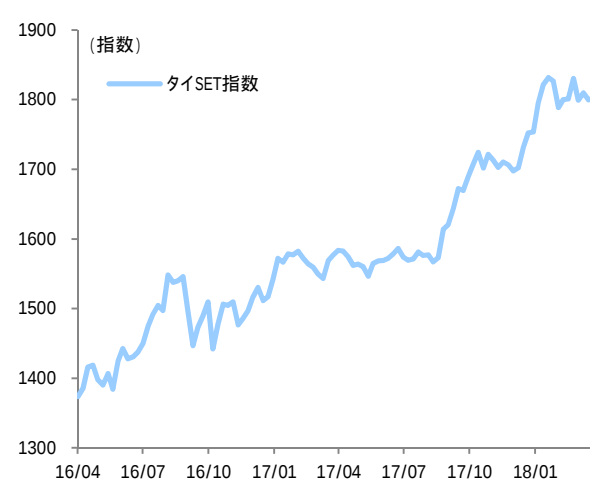
- 3月のTHBは小幅に上昇した。月初は31.50近辺で推移していたが、トランプ米大統領は鉄鋼とアルミニウムに関税を課す方針を発表したことを背景に貿易戦争への懸念が拡がりドルが下落すると、THBは一時31.08台をつけ、31.20近辺で越月した。
- 3月2日に発表された2月製造業PMIは50.9と1月(50.6)から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回り、4か月連続で改善した。一方、8日に発表された2月消費者信頼感指数は79.3となり1月(80.0)から低下、7か月ぶりの悪化となった。タイ商工会議所大学(UTCC)によると、政情に加え、農作物価格や地方における購買力の低迷、THB高の影響などへの懸念を背景に指数を押し下げた。
- 2日に発表された2月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と1月(同+0.7%)から減速したが、8か月連続でプラスとなっている。依然としてインフレ目標(+1~4%)を下回っているが、4月には最低賃金引き上げとタイ正月(ソンクラーン)連休が控えており、更なる上昇が見込まれる。
- タイ中央銀行(BOT)は28日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%に23会合連続で据え置いた。政策金利の据え置きは6対1で決定され、1人は25bpの利上げを主張した。声明文では、現在の緩和的な金融政策が経済成長の持続に貢献し、時間はかかるものの、総合インフレ率の目標回帰を促すと多くの委員は見ていると述べた。一方、1人の委員は、利上げが今後の経済成長を阻害することは無く、金融緩和の長期化は家計や企業が金融環境の潜在的変化を過小評価する可能性があるとの見方を示した。物価上昇圧力が弱い中、利上げを急ぐ必要はないだろうが、今後MPC内で正常化路線に賛同する委員が現れるか注目したい。
- 24日の軍事政権に反発する学生デモを受け、翌25日に政府報道官は反政府デモがさらに拡大すれば、来年2月に予定している選挙を再延期される可能性があるとして述べた。同日、プラユット首相は治安当局に政治活動の監視強化を命じている。
- 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、総選挙が延期される可能性が高まっており、反軍政への声が一段と高まるなど政治情勢が不安定化すれば、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

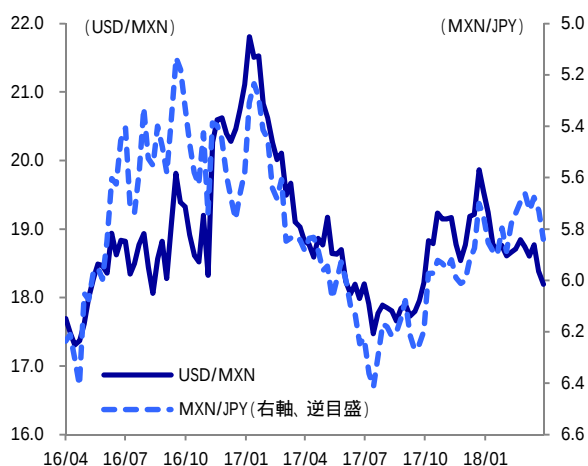


(資料) ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN)：依然不透明な NAFTA 再交渉の先行き

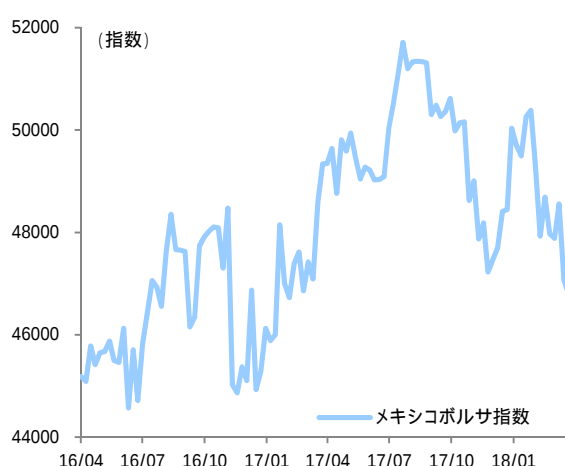
- 3月のMXNは月後半にかけて上昇する展開。月初は18.9近辺でオープン後、トランプ米政権の保護主義的な通商政策に対する懸念からドル売りの流れとなり18.5近辺まで上昇。一時18.8台まで軟化したが、21日に公表されたFRBメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)で2018年における利上げ見込み回数が3回に維持されたことを材料に18.4台まで反発した。その後、ナパロ国家通商会議(NEC)議長が北米自由貿易協定(NAFTA)について楽観的な見通しを示すと18.1台まで強含む場面がみられた。
- 3月20日に自動車の原産地規制に米国製部材を50%以上使う条項について、カナダの駐米大使であるマクノートン氏は米国側の態度が軟化したと発言。また、22日には4月8日から始まる第8回交渉では原産地規制について合意する可能性があるとの関係者談が報じられている。
- もっとも、再交渉の主な争点は原産地規制だけでなく、貿易紛争解決手続きの変更や為替操作の回避を確保するメカニズム(為替条項)などがある。これらの論点については議論が進展しておらず、メキシコ大統領選の投票日(7月1日)までの約2か月で交渉をまとめ切るのはかなり厳しい状況と言える。
- メキシコ大統領選挙では、オブラドール氏の支持率が徐々に上昇し、直近の調査(El Financiero紙)では42%と他の有力候補であるミード元財務公債相(24%)やアナヤ氏(23%)に明確な差をつけている。
- 同氏はNAFTA再交渉について友好的に議論を進めていく方針を示す一方、妥結を急ぐことはメキシコにとって不利に働く可能性があり避けるべきだと発言している。同氏が当選すれば再交渉が長期化する公算が大きく、足許の楽観ムードが変化する恐れがある。
- 23日にGDPの目安として参照される1月経済活動指数が発表され、前月比▲0.7%と12月(同+0.9%)から減少した。第3次産業(同▲0.4%)の落ち込みが主因であり、内需の弱含みを示唆している。
- NAFTA再交渉に対する楽観的な見方が広がっていることを背景に当面のMXNは堅調に推移するだろう。しかしながら、メキシコ大統領選が近づくに連れ妥結が間に合わない可能性や選挙後も交渉が長期化するとの思惑から徐々に上値が重くなる展開を予想する。(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

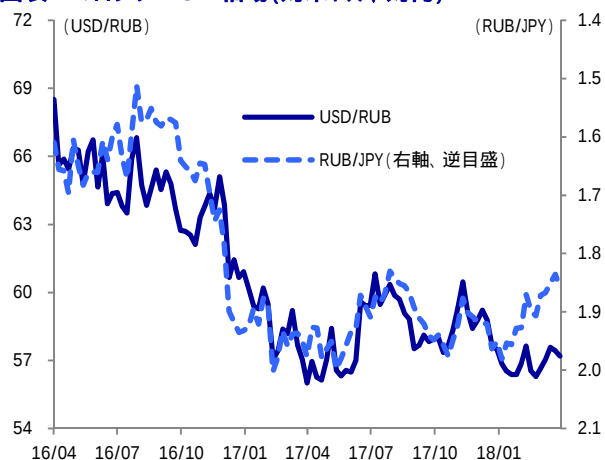


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 当面は硬軟材料の様子見て膠着か

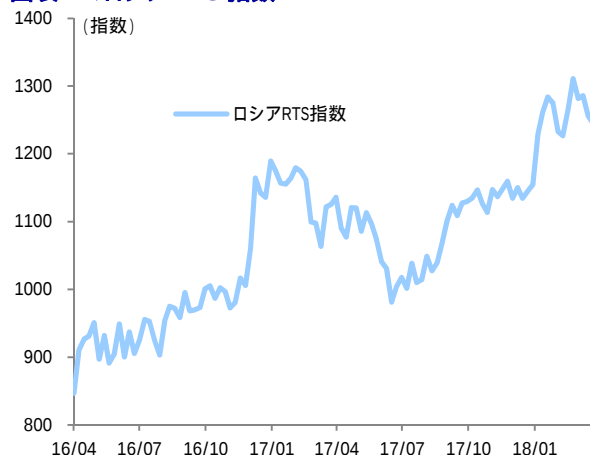
- 3月のRUBは、断続的な反発を織り交ぜながらも、徐々に水準を切り下げ。
- 3月の金融市場は「貿易戦争」に対する懸念で揺れた。世界的な株安を引き起こした他、「リスク回避」の円高を招き、新興市場通貨全般の重石となったが、経常黒字国であるロシアの通貨に与えた打撃は限定的に見えた。
- ロシアに特に打撃を与えたのは、英南部で起きた元ロシア二重スパイ毒殺未遂事件(4日)。ロシア政府の関与を理由に、英政府がロシア外交官の国外退去を命じると(15日)、対抗措置としてロシアも英外交官を追放。NATO加盟国を中心に20を超える国が、27日までに、100名を超えるロシア外交官を国外退去に処した。こうした緊張感の高まりは、ロシア金融資産およびRUBへの重石になったものと考えられた。
- 一方で、特に月後半、原油価格が明確に水準を切り上げたことは、必ずしも密接な連動は見せなかったものの、RUBの下支え要因になったものと考えられた。月初、1バレル=63~66ドルを中心とした狭い値幅に膠着した原油価格(ブレント直物)は、20日以降、急速に水準を切り上げ、今年1月につけた2014年12月来の高値に迫る1バレル=70ドル台の水準まで上昇した。
- ただし、原油高騰の要因は、中東情勢の不透明感や、米在庫統計に対する一喜一憂、OPEC加盟国・非加盟国の減産維持期待など散発的で、「貿易戦争」懸念が広がる現状で、些か不自然。水準的にも、このまま年初来高値を更新し、RUB下支え圧力の供給を続けるのは難しいのではないかと。
- 18日のロシア大統領選挙は、注目材料ではあったものの、プーチン大統領の続投は衆目の一致した結果。今後の組閣で、改革派(クドリン元財務相など)が守旧派(ショイグ国防相など)よりも重用され、構造改革、年金改革、民営化などに対する期待感が強まれば、RUBも好感するのではないかと。
- ロシア中銀(CBR)金融政策委員会の25bp利下げ(23日)も、広く予想された通りの結果。CBRは、政策金利を年内に6~7%の「中立水準」に誘導する方針を明確にしているが、現行水準(7.25%)からの(25bp)利下げが1回だけなのか、5回になるかは大きな違い。市場の見立ては、あと2~3回を中心に形成されているが、ここまで一貫して物価が予想を下振れてきている経緯を踏まえると、今次利下げサイクルにおける利下げ回数が増える可能性の高まりが、RUB売り要因と読まれる展開は相応に警戒されよう。(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

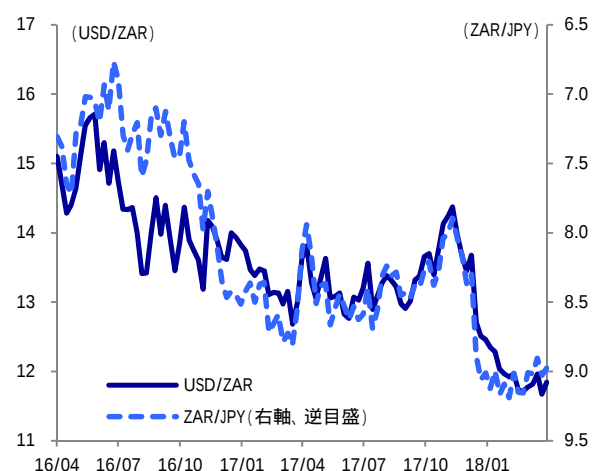


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 国内好要因と対外悪要因のせめぎ合い

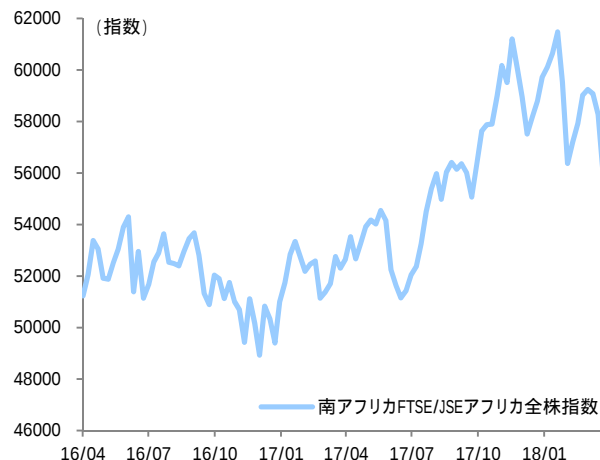
- ・ 3 月の ZAR は、過去 3 年余りを振り返れば、高値圏と言える水準で膠着。
- ・ 3 月の金融市場は「貿易戦争」に対する懸念で揺れた。1 日、トランプ米大統領は、鉄鋼・アルミに輸入関税を課す方針を発表。その後も、(保護主義台頭への防波堤と見られていた)コーン米国家経済会議(NEC)委員長の辞任(6 日)、トランプ大統領が中国への知的財産侵害関税適用を命じる大統領に署名(22 日)と同懸念はエスカレートしていった。
- ・ 「貿易戦争」懸念は、資源輸出に大きく依存する南ア経済と ZAR には、直接に大きな重石と言えた。加えて、それが米と中国の確執を中心とした事実は、中国を最大の輸出相手国とする南アには重ねて打撃となった。
- ・ 一方で、昨年 12 月の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選、今年 2 月の大統領交代などを受けた高揚感は、一定の裏付けを持って、この間も ZAR の押し上げ要因となったものと考えられた。
- ・ その後先送りされたものの、再生可能燃料独立系生産者計画(REIPP)の早期調印が期待されたこと(8 日)や、ズマ前大統領に近いとされる南ア歳入庁(SARS)のモヤネ長官の職務停止(20 日)などは、こうした高揚感を維持する一因になったものと考えられた。
- ・ しかし、その最たる要因は、一部大手格付会社による南ア国債格下げ判断見送り期待感の高まりであろう。大統領交代による景況感改善、付加価値税率引き上げ、各種公的機関からのズマ前大統領の影響排除などに加え、格付会社との面談や投資家説明会などを機に、財務省関係者からの楽観が伝えられたことで、格下げ回避期待は事前に大きく膨らんだ。実際に格下げが回避された(23 日)だけでなく、その格付見通しまで引き上げられた(格下げ方向→中立的)事実には、更に好感できる意外感もあった。
- ・ 南ア準備銀(SARB)は、28 日、政策金利を 25bp 引き下げ。これは市場の過半が予想するところであったが、その決定は 4 対 3 の僅差だった。当面、追加利下げには慎重な姿勢を維持することが予想されるのではないかと。
- ・ ラマポーザ大統領率いる新政権の行く手には、補償なしの土地接收、鉱業憲章など、一筋縄ではいかない難しい課題が山積している。仮に、いずれ新政権に対する期待感が剥落する局面が来るとしても、少なくとも今夏までは現在の高揚感が維持される可能性の方が高いものと見込む。(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

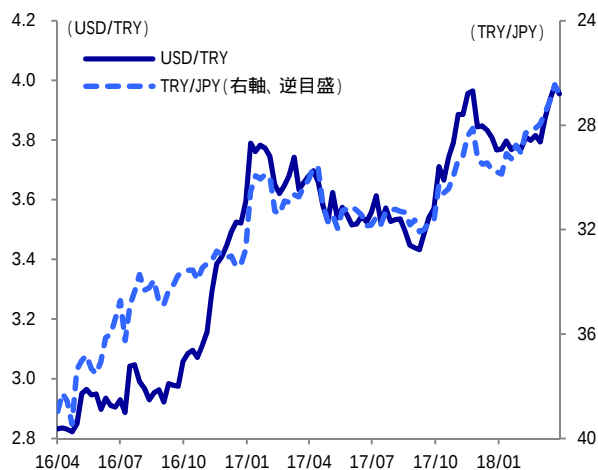


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : 懸念材料の払拭は当面見込み難い

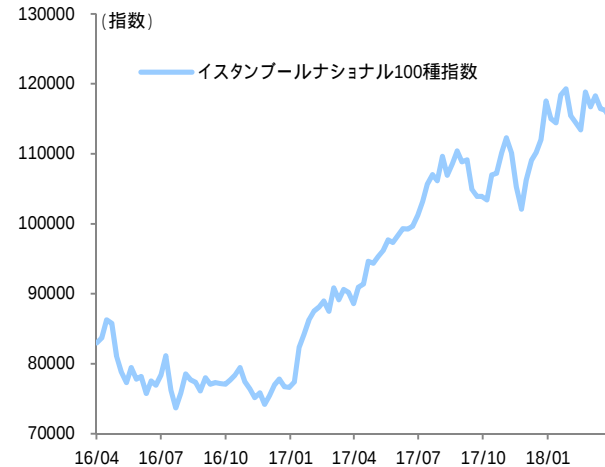
- 3月のTRYは下落。対円、対EUR、対USD、対バスケットなどで次々と史上最安値を更新した。
- この間、TRY安を促すような決定的な要因や、そうした要因を受けたTRY急落局面があったかと言うと、そうでもなく、様々な不安材料を背景に、TRYは、小幅ながらもほぼ一方的な下落を繰り返した。
- 不安材料の中でも、米・中間を焦点とした「貿易戦争」に対する警戒感、資源も持たず、貿易に大きく依存する「開かれた」経済であるトルコには大きな痛手となった。1日、トランプ大統領は鉄鋼・アルミ輸入に対する関税導入を発表。更に22日には、中国への知的財産侵害関税を命じる大統領に署名した。後者は、アジア時間朝の流動性に乏しい時間帯に(対USDで4.0、対円で26といった大台割れの)損失確定売りで見られるTRY急落を招いた。
- 他にも、5日に発表されたトルコ2月CPIの上振れや、12日に発表された同1月経常収支の下振れ(赤字額が予想を上回った)といったトルコ経済指標が嫌気されたり、大手格付会社の一部が、トルコ国債格付を引き下げたりしたこと(7日)などが、TRYの重石になったものと考えられた。
- TRYの今後を見通す上では、①「貿易戦争」の行方 ②トルコ中銀(CBRT)金融政策 ③NATO加盟国としてのトルコの立ち位置などが目先の注目点となるが、いずれの要因からもTRYの反発を見込むのは難しい。
- 米・中が話し合う姿勢を示したことで(3月26日)、急激な関係悪化の可能性は後退したものの、近い将来、懸念そのものが払拭される展開は考え難い。
- トルコ物価は、TRY安が(輸入)物価を押し上げ、高インフレがTRYを押し下げる悪循環に陥りつつある。CBRTが市場に供給する資金の加重平均金利は昨年11月末以降、上限金利(後期流動性貸出金利)に張り付いたままで、(利上げによる)金融引き締めのためには同金利を引き上げる他ないが、同中銀がエルドアン大統領ら政治当局からの重圧を跳ね除け、機動的な金融引き締めに動く可能性は、引き続き高いとは言えない。
- 英南部で起きた元ロシア二重スパイ毒殺未遂事件(3月4日)を受け、NATO加盟国を中心とした20以上の国が、現在までにロシア外交官の国外退去を命じたが、トルコは同事件を巡る姿勢を明確にしていない。ロシアとの関係を重視するあまり、トルコがNATOの中で孤立するようなことになれば、投資市場にもその悪影響が現れる可能性は考えられよう。(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 1～3月 (実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.2755	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8494	7.8487	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 65.314	65.178	64.0	65.5	63.8	62.8	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13817	13728	13650	13850	13300	13100	13100
韓国ウォン	(KRW)	1057.88 ~ 1098.59	1063.63	1070	1060	1050	1050	1055
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8563 ~ 4.0660	3.8635	3.90	4.08	3.85	3.78	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	52.200	52.5	53.3	51.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3112	1.32	1.34	1.32	1.30	1.29
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.110	29.30	29.00	28.70	28.70	28.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.19	31.0	31.1	30.8	30.7	30.6
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22826	22794	22850	23000	22900	22780	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 58.7668	57.2591	60.00	62.00	63.00	61.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	11.8328	11.00	12.00	12.50	13.00	12.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.0361	3.9560	4.00	3.90	4.00	4.10	4.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.3446	3.3063	3.33	3.35	3.20	3.19	3.17
メキシコペソ	(MXN)	18.1598 ~ 19.7361	18.1981	18.50	19.00	18.50	17.50	17.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	16.924	16.38	15.94	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.551	13.27	13.01	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.631	1.63	1.56	1.57	1.59	1.58
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.774	0.762	0.736	0.752	0.763	0.748
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.018	9.72	9.62	9.52	9.52	9.29
マレーシアリンギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.485	26.67	25.00	25.97	26.46	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.034	1.98	1.91	1.93	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.11	78.79	76.12	75.76	76.92	75.97
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.653	3.55	3.52	3.48	3.48	3.40
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.411	3.35	3.28	3.25	3.26	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4670	0.46	0.44	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.825 ~ 1.993	1.856	1.73	1.65	1.59	1.64	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	8.762 ~ 9.293	8.989	9.45	8.50	8.00	7.69	7.84
トルコリラ	(TRY)	25.926 ~ 30.311	26.884	26.00	26.15	25.00	24.39	23.33
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	31.550 ~ 35.131	32.167	31.23	30.45	31.25	31.35	30.91
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.844	5.62	5.37	5.41	5.71	5.60

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 2 日の 7 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(3 月 29 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	6.6	6.5	2.0	2.3	2.4	2.5	1.8	1.4	1.2	0.9
インド	7.4	6.3	7.3	7.6	4.9	3.3	4.8	4.3	-0.7	-1.3	-1.8	-2.4
インドネシア	5.0	5.1	5.3	5.2	3.5	3.8	3.3	3.4	-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	5.0	2.1	3.8	2.6	2.8	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	4.2	3.4	0.2	0.0	0.2	-0.5
シンガポール	2.0	3.6	2.5	3.2	-0.5	0.6	1.6	2.2	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	3.8	3.9	0.2	0.7	1.2	1.6	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.8	7.2	7.0	2.7	3.5	3.5	3.7	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	
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
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	6.25	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	4.50	4.50	4.50	
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	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	3.50	3.50	3.75	3.75	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	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。