

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国通貨：米金利上昇を背景に軟調推移 .....	2
中国人民元(CNY)：PBoCは預金準備率を引き下げ .....	3
インドルピー(INR)：原油高による貿易収支悪化リスク .....	4
インドネシアルピア(IDR)：燃料補助金が復活 .....	5
韓国ウォン(KRW)：北朝鮮を巡る交渉は道半ば .....	6
マレーシアリンギ(MYR)：総選挙に注目 .....	7
フィリピンペソ(PHP)：高まる利上げの可能性 .....	8
シンガポールドル(SGD)：MASは実効レートの上昇誘導を再開 .....	9
タイバーツ(THB)：為替操作国に認定されずも警戒感継続 .....	10
メキシコペソ(MXN)：近づくメキシコ大統領選挙 .....	11
ロシアルーブル(RUB)：追加制裁を警戒、だが、それ以外は好環境 .....	12
南アフリカランド(ZAR)：期待感払拭は現時点では考え難い .....	13
トルコリラ(TRY)：CBRTの決意を試す TRY 売りはまだ続く .....	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

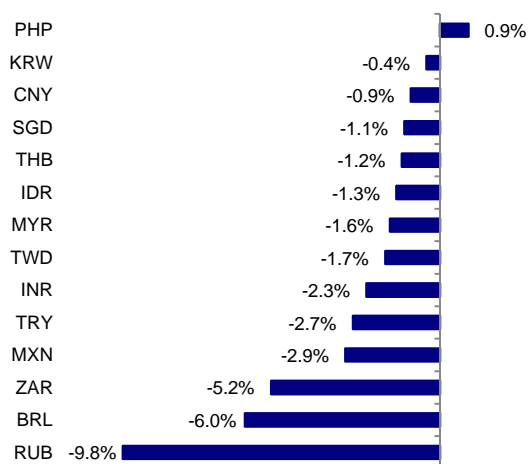
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：米金利上昇を背景に軟調推移

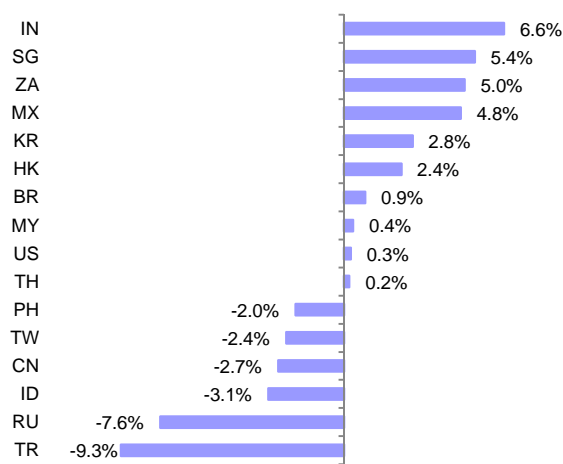
- 1～3 月期は堅調に推移していた新興国通貨だが、4 月は多くの通貨が大きく値を下げた。米国からロシア高官・企業への経済制裁を受けて RUB は 2016 年 11 月以来の水準まで急落し、ブラジル大統領選を巡る先行き不透明感の強まりから BRL も 2016 年 6 月以来の安値をつけた。また、シリア情勢の緊迫化を手掛かりに TRY は史上最安値を更新している。
- こうした個別に悪材料を抱えている通貨が値崩れするのは 1～3 月期も同様であったが、4 月の特徴として INR、IDR、ZAR といったさほど懸念されるような情勢にない通貨も年初来安値を更新、ないしは安値付近まで値を下げたことが挙げられる。
- 背景にあるのは米金利上昇だ。1～3 月期は米財務省による短期国債増発の影響などを受けて短期金利が大幅に上昇したが、4 月は米 10 年国債利回りが節目と見られる 3.0% を上抜けるなど長期金利も上昇した。長期金利上昇について様々な原因が想定し得るが、4 月に入り商品価格が騰勢を強める中で市場参加者のインフレ見通しを示すブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) が上昇していることから、商品価格上昇を受けたインフレ期待の高まりが米長期金利を押し上げたという解釈が可能であろう。
- 商品価格が騰勢を強めたきっかけは、4 月 6 日に米国がロシアに対して発動した経済制裁である。同制裁には世界のアルミ地金生産量の 1 割を占めると言われるロシアのアルミ大手も対象が含まれていたため、市場に出回るアルミ地金量が大きく減少するとの思惑からアルミ先物価格は急騰した。また、トランプ米政権がシリアのアサド政権やイランに対して強硬姿勢を示していることを背景に中東情勢の悪化とそれに伴う原油供給量の減少に対する懸念から原油価格が上昇したことも、商品価格全体を押し上げる要因となった。
- 4 月 23 日にムニューシン米財務長官がロシアのアルミ大手と米企業の取引に関しては制裁発動を 10 月 23 日まで遅らせると発表したことから、足許のアルミ先物価格は急落。また、米エネルギー情報局 (EIA) の予測に基づけば、米国を中心に今後は原油供給量が増えることから、需給バランスは供給超過に傾いていく見込みだ。かかる状況下、今後は商品価格が伸び悩むことにより米国のインフレ期待が後退し、米長期金利上昇には歯止めがかかることから、5 月の新興国通貨は下げ幅を縮小していくだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2018 年 4 月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率 (2018 年 4 月)

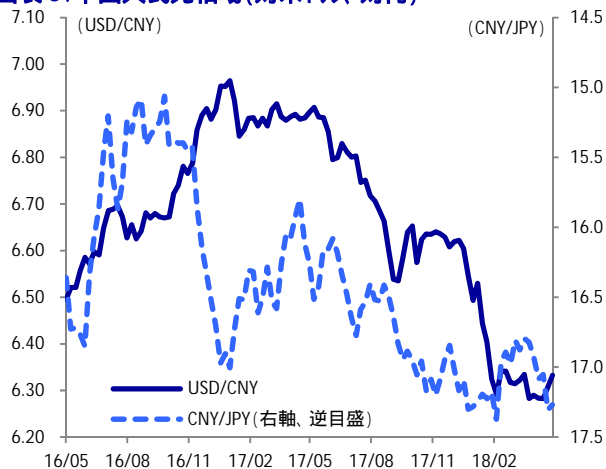


(資料) ブルームバーグ

## 中国人民元(CNY)： PBoC は預金準備率を引き下げ

- 4月のCNYは軟調に推移した。月初6.26台後半でオープン後、ドル買い優勢の展開に6.32近辺まで下落。その後は6.26～6.30のレンジ内で小動きとなったが、月末にかけては米金利上昇を背景に6.34台後半まで下落した。
- 4月17日に発表された1～3月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と2017年10～12月期から横ばいとなった。需要項目別の寄与度を見ると、純輸出(前年比寄与度+0.63%pt→▲0.62%pt)が大幅なマイナスに転じ、総資本形成(同+2.21%pt→同+2.13%pt)が減少する一方、最終消費支出(同+4.06%pt→同+5.29%pt)が大きく増大したことが経済全体を下支えした。
- 同日の夕刻に中国人民銀行(PBoC)は4月25日に中期貸出制度(MLF)を通じた金融機関に対する融資を返済させる一方で、預金準備率(RRR)を1%ポイント引き下げるとした。PBoCの声明文によれば、RRR引き下げによる市中への資金供給額の方が返済額より大きいと、ネットでは4000億円の資金供給になると推計している。
- PBoCは「穏健かつ中立」(やや引き締めの)の金融政策スタンスに変更はないとしているが、資金供給を増加させ企業の調達金利引き下げを企図している以上、今回の措置は実質的に金融緩和策である。
- PBoCがこのタイミングで緩和策を打ち出した主な理由として、米中貿易摩擦が考えられる。中国の巨大な対米貿易黒字額に注目は集まりがちだが、全体で見れば中国の貿易黒字は緩やかながらも縮小方向にある。人民元の実質実効為替レートは上昇し続けているほか、習近平・国家主席が関税引き下げや国内市場開放を示唆しているため、今後も貿易黒字は縮小傾向となる公算が大きい。この上、米国から貿易制裁が加われば、縮小ペースは加速するだろう。GDP統計でみれば純輸出の前年比寄与度のマイナス幅が急拡大することを意味しており、結果としてGDPの成長目標(+6.5%前後)の達成が危ぶまれる事態になりかねない。こうした下振れ圧力に予め備えるため、PBoCは今回の措置を実行したと推測される。
- 30日にムニューシンの米財務長官と米通商代表部(USTR)のライトハイザー代表が5月3～4日に訪中し通商問題を協議することが発表された。今回の会談で事態が大きく進展しなければ、米中貿易摩擦を巡る不透明感を背景にCNYの冴えない値動きは今後も続くだろう。(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

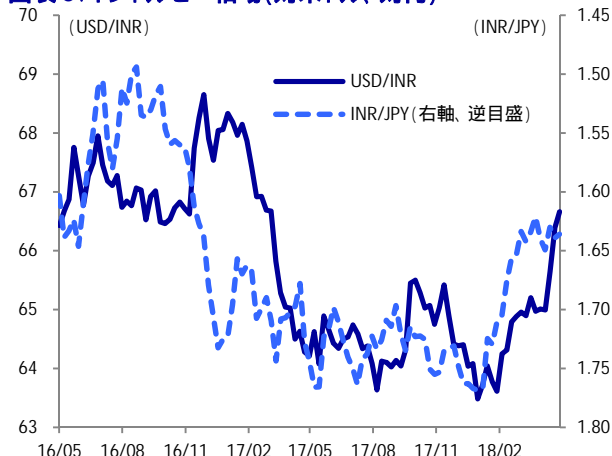


(資料) ブルームバーグ

## インドルピー (INR) : 原油高による貿易収支悪化リスク

- 4月のINR相場は月後半に下落した。月上旬は、インド準備銀行(中央銀行、RBI)の金融政策委員会(MPC)が開催されたが、目新しい内容はなく横ばい圏での推移が継続。中旬にはシリア情勢が緊迫化する中、原油価格の上昇を嫌気してINRは65台まで軟化した。下旬は米長期金利が上昇する動きに66台後半まで下落した。
- RBIは4月4～5日に開催したMPCにおいて、5対1で政策金利のレポレートを6.00%に据え置き、「中立」の政策スタンスを維持した。MPCメンバーの1名は0.25%ポイントの利上げを主張した。RBIは、2018/19年度(2018年4月～19年3月)の実質GDP成長率が前年比+7.4%(2017/18年度見込み:同+6.6%)に回復すると予想した一方、2018/19年度前半のインフレ見通しを前年比+4.7～5.1%(従来は同+5.1～5.6%)、後半を同+4.4%(従来は同+4.5～4.6%)にいずれも引き下げた。インフレ見通しについては複数の上振れリスクを指摘しているが、ハト派寄りの内容だったと言える。
- 3月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+4.3%と2月の同+4.4%からわずかに減速した。食料品価格が2月の同+3.3%から同+2.8%に減速したことが主因だが、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+5.2%と2月の同+5.0%から加速し、2016年2月以来の高水準となった。
- 2月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+7.1%と1月の同+7.4%から伸びが減速したもの、堅調な伸びを維持した。内訳をみると、投資動向を反映するとされる資本財が同+20.0%(1月:同+12.8%)と2015年10月以来となる力強い伸びとなった。また、インフラ/建設材も同+12.6%(1月:同+6.6%)と旺盛な伸びを示した。消費の代理変数である消費財の動向をみると、耐久消費財が同+7.9%(1月:同+7.8%)と1月に急回復した勢いを維持したもの、耐久消費財は同+7.4%(1月:同+11.0%)と鈍化した。
- 3月の貿易統計では、輸出は前年比▲0.6%(2月:同+4.5%)と5か月ぶりに減少したが、輸入は同+7.1%と2月の同+10.4%からは減速したもの増加が続き、結果として、貿易収支は▲137億ドルの赤字となった。
- 米金利上昇に伴う債券市場からの資金流出圧力や原油価格上昇を受けた貿易収支の悪化などを背景に、INRは短期的には弱含みやすい。しかし、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は年後半から上昇に転じると予想する。(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

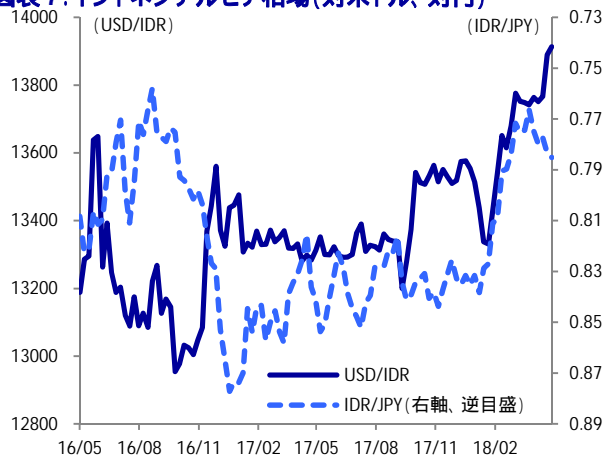


(資料)ブルームバーグ

## インドネシアルピア(IDR) : 燃料補助金が復活

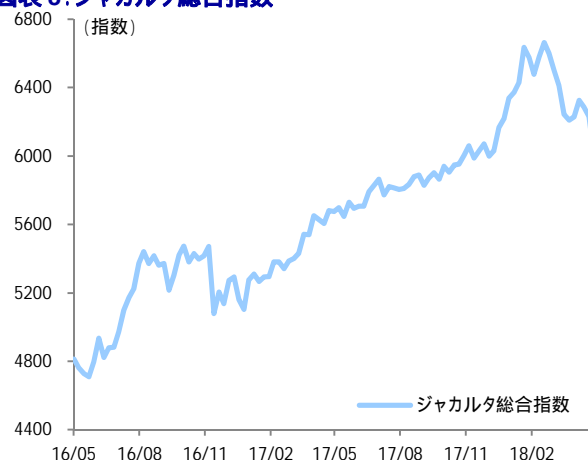
- 4月のIDRは月後半に下落した。米中貿易戦争への懸念が高まる中、月中旬まで13770台を中心に推移。その後、地政学リスクが後退するも、米金利上昇を背景に一時13980台をつけ、13910台で越月した。
- 4月2日に発表された3月製造業PMIは50.7と2月(51.4)から低下するも、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回った。また、インドネシア中央銀行(BI)が発表した3月消費者信頼感指数は121.6と2月(122.5)から低下したが、楽観圏(指数100以上)を維持している。
- 16日に発表された3月貿易統計では輸出が前年比+6.1%と2月(同+12.0%)から鈍化したが市場予想(同+3.0%)を上回る結果となった。一方、輸入は同+9.1%と2月(同+24.9%)から減速し市場予想(同+13.50%)を下回った。結果として貿易収支は+10.9億ドルとなり2017年3月(+14億ドル)から減少したが、4か月ぶりに黒字に転じた。
- BIは19日に金融政策会合を開催し、金融政策を据え置くことを決定した。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、原油価格の上昇、米中貿易戦争が続くリスクなどを注視していくとした。BIのアグス総裁は26日、IDR安が金融システムの安定を脅かした場合に政策金利を調整する可能性があることに言及した。IDRは2016年1月以来の安値をつけており、IDR安が今後も続くようであればBIは次回会合(5月17日)で利上げに踏み切る可能性もあるだろう。
- 4月に入り、政府は軽油などの燃料補助金を復活する方針を示した。2019年4月に控える大統領選を前にインフレの加速を抑制し高い支持率を維持する狙いがある。補助金の増加による財政悪化や、インフラ開発の遅れに対して懸念する声も聞かれる。
- 13日に大手格付会社のムーディーズ・インベスターズ・サービスはインドネシアのソブリン格付けをBaa3からBaa2に引き上げ、見通しは「安定的」とした。財政赤字の法定上限を厳格に遵守しているなど、外的ショックへの耐久性が高まっていることを評価しているとした。一方、2019年の大統領選挙が改革に滞りを与える可能性があるとの見方を示した。
- 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



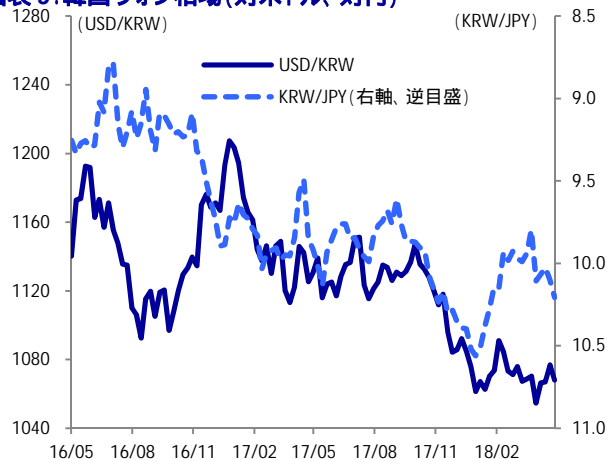
(資料) ブルームバーグ



## 韓国ウォン(KRW)：北朝鮮を巡る交渉は道半ば

- 4月のKRWは軟調な値動きとなった。月初は1060近辺でオープン後、米中貿易戦争は回避されとの思惑が拡がりドルが買い戻される展開に1070近辺まで下落。一時1060台半ばまで買い戻されたが、米国がロシアに対する経済制裁を発表するとリスク回避の動きが強まり1070台半ばまで反落。月末にかけては米金利上昇を背景に1080近辺まで一時下落した。
- 4月20日に北朝鮮の朝鮮労働党中央委員会総会で金正恩委員長は核実験と大陸間弾道ミサイル(ICBM)の開発中止を発表した。また、同日にポンペオ米中央情報局(CIA)長官がイースター期間中に金正恩氏と会談し、北朝鮮に拘束されている米国人の解放を同氏が約束したと報じられた。
- 北朝鮮は米国に対し譲歩する姿勢を見せているものの、6月上旬に予定されている米朝首脳会談が成功すると見込むのは早計だ。3月25～28日に金委員長は訪中し、習近平・国家主席に対して「非核化の実現に尽力する」と発言する一方、米韓に「段階的で歩調を合わせた措置」を要請すると述べたと報道されている。
- ボルトン米大統領補佐官(安全保障担当)は2003年にリビアのカダフィ政権が核兵器を含む大量破壊兵器を全面的に廃棄したのと同様の方法(リビア方式)を強く主張しており、北朝鮮が望む段階的な廃棄をトランプ米政権が認めない可能性がある。トランプ米大統領も22日に「この問題の結論にはまだ遠い」と北朝鮮が示した条件では合意に応じないことを示唆しており、米朝間の緊張は続く公算が大きい。
- 12日に韓国中央銀行(BOK)は金融通貨委員会を開催し、政策金利を1.50%で据え置いた。同時に経済物価見通しの最新値が公表され、2018年におけるGDPおよびインフレ率の予測値が前回(2018年1月)から僅かながら下方修正されると、利上げ期待の後退から韓国の国債利回りは一時低下した。
- 北朝鮮は米国の要求に応じる姿勢を見せていることから、ミサイル発射など強硬策を採る可能性は低下している。但し、米朝間の意見の隔たりは大きく、両国の緊張状態が続く公算が大きいと、交渉に関するヘッドラインに当面のKRWは振らされる展開が続くだろう。(佐々木貴彦)

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 10: 韓国総合株価指数

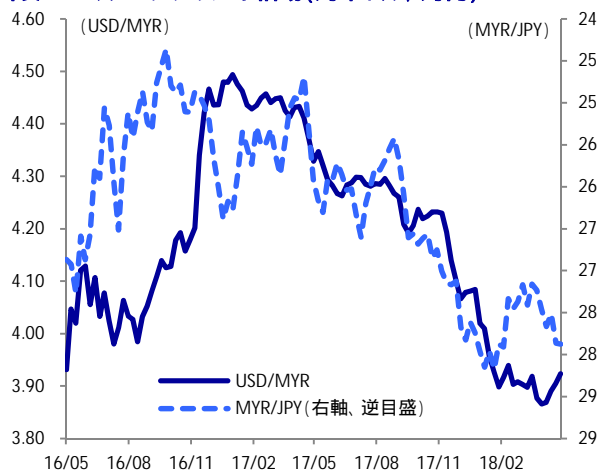


(資料) ブルームバーク

## マレーシアリンギ(MYR) : 総選挙に注目

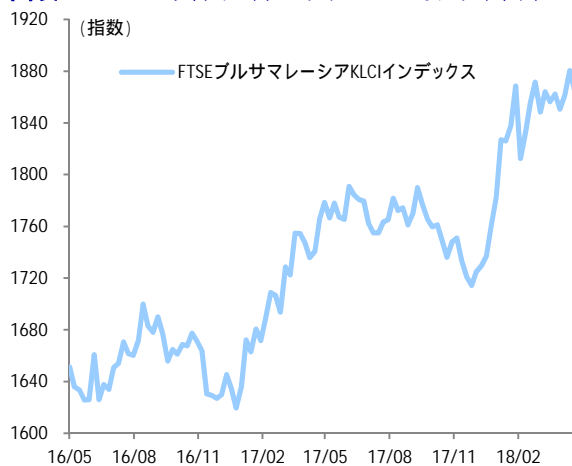
- 4月のMYRはじりじりと売られる展開。上旬は、米中貿易戦争への懸念から人民元が軟化する中でMYRは膠着状態が続いた。中旬には、シリア情勢の悪化からリスクセンチメントが後退する中でじりじりと軟化。下旬は、米長期金利が一時3%を上抜けるなど米金利が上昇する展開にMYRは3.92台まで下落した。
- 2月の輸出は前年比▲2.0% (1月:同+17.9%)と2016年10月以来の減少となった。また、輸入は同▲2.8% (1月:同+11.6%)と輸出以上に減少し、結果として貿易収支は+9.0億リンギの黒字と、前年同期の+8.7億リンギから黒字幅がわずかに拡大した。2月の輸出の減少は前年の水準が高かったことや旧正月により営業日数が前年と比べて少なかったことの影響が大きく、均してみれば高めの伸びを維持しているとみられる。
- 2月の鉱工業生産は前月比▲4.4% (1月:同+5.2%)と減少した。鉱業(同▲3.5%)、製造業(同▲1.4%)、電力(同▲0.7%)がそれぞれ減少した。ただし、1月分が上方修正されたほか、2月の減産の一部は旧正月の影響が出ているとみられ、1~2月の生産を10~12月期比でみると+1.9%と高めの伸びとなっている。
- 3月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+1.3%と、2月の同+1.4%から小幅に減速し、2016年7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マイナス幅が拡大したことが全体を押し下げた。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+1.0%と2月の同+0.9%から伸びが僅かに加速した。
- マレーシアの選挙管理委員会は4月10日、連邦議会下院(定員222、任期5年)の総選挙を5月9日行うことを発表した。ナジブ首相は独立した1957年から続く政権の維持を狙うが、国内では物価上昇や汚職問題で与党連合・国民戦線への批判が根強い。これに対し、ナジブ政権の汚職体質を批判し、22年にわたり首相を務めたマハティール氏が政権打倒を掲げて15年ぶりに政界復帰し、かつて敵対した野党と共闘する異例の構図となっている。マハティール氏率いる野党連合がどこまで与党連合に迫られるかが今回の選挙の焦点だ。
- 米金利の上昇が重石だが、割安感が非常に強いMYRは徐々に反転上昇する展開を予想する。(多田出健太)

図表 11: マレーシアリンギ相場(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

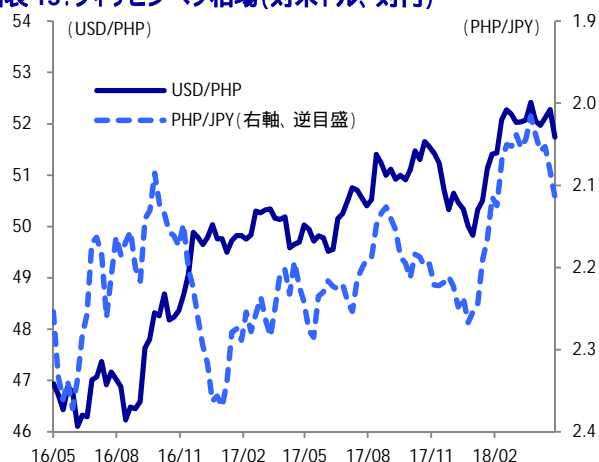


(資料) ブルームバーグ

## フィリピンペソ(PHP):高まる利上げの可能性

- 4月のPHPは月末に上昇した。月上旬は、貿易戦争懸念などが広がっていたが、PHPは買戻し圧力が強く底堅い展開。中旬に発表された2月海外フィリピン人労働者(OFW)送金の伸びが鈍化するとPHPは弱含み、下旬には米金利が上昇する動きにPHPは52.4手前まで値を下げた。その後、S&Pがフィリピンの格付けを据え置くと同時に、見通しを「ポジティブ」に引き上げたことが好感され、PHPは51.6台まで上昇する動きがみられた。
- 個人消費の源泉となるOFW送金は、2月は前年比+4.5%と1月の同+9.7%から減速した。もともと、2017年平均の同+4.4%を上回っているほか、3か月移動平均でみると同+7.1%と2月の同+6.3%から加速しており、相対的にみてOFW送金は良好な伸びを維持している。
- 3月の消費者物価指数(CPI)上昇率は、先月から公表された新基準を用いると前年比+4.3%と2月の同+3.8%から大幅に加速し、中央銀行が目標とする+2~4%を上抜けた。また、旧基準では同+4.8%と2月の同+4.5%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影響しているが、変動の大きい品目を除いたコアCPI上昇率も同+4.7%と2月の同+4.4%から加速しており、物価上昇圧力の高まりが確認できる。
- フィリピン中央銀行(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。だが、インフレ期待に関し「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」とするなど2月よりも声明文はややタカ派寄りにシフトした。ただし、年後半には物価は落ち着くとの楽観的な見方を維持するなど、利上げに消極的な姿勢も見せており、市場ではBSPが後手に回ることが懸念されている。3月のCPI上昇率が目標の上限を超過したことにより、5月10日に開催される金融政策会合においてBSPが利上げに踏み切るかどうか注目が集まる。BSPが利上げを見送る場合には、PHP相場は売り圧力が強まりそうだ。
- 米金利上昇が重石となるほか、経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含みも、フィリピン中央銀行が利上げに踏み切ることなどが下支えすると予想する。(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



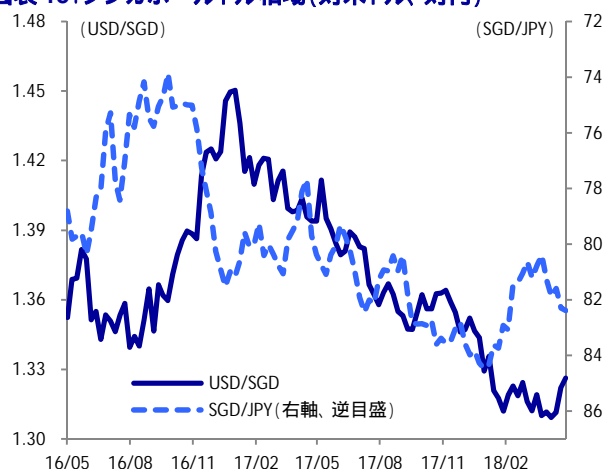
(資料) ブルームバーク



## シンガポールドル(SGD): MAS は実効レートの上昇誘導を再開

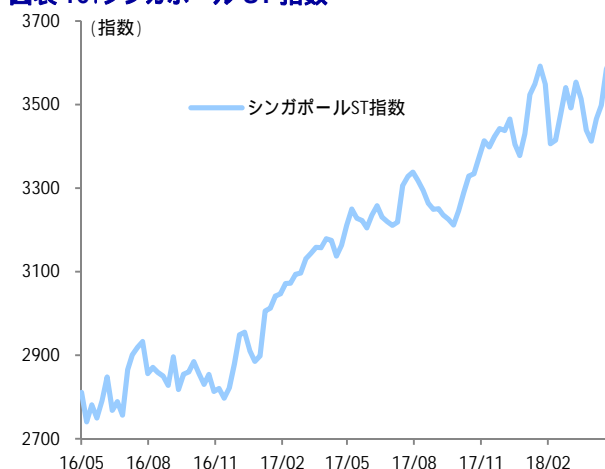
- 4月のSGDは軟調な値動きとなった。月初は1.31台前半でオープン後、米中貿易戦争に対する懸念の後退を背景にドルが買い戻される展開に1.32手前まで軟化。習近平・国家主席が中国国内市場の開放などを進める方針を発表するとアジア通貨が上昇し、SGDは1.30台後半まで反発した。13日のシンガポール金融管理局(MAS)の金融政策決定会合に対する反応は一時的にとどまり、その後は1.31を中心としたレンジ内で推移。月末にかけては軟調となり、1.33近辺まで値を下げる場面もみられた。
- 4月13日にMASは半期に一度の金融政策決定会合を開催し、SGDの名目実効為替レート(S\$NEER)を横ばいから緩やかな(slightly)ペースで上昇を誘導する方向に政策を転換した。なお、政策バンドの中心値、および幅については据え置かれた。
- MASは2016年4月の会合において、世界経済の先行き不透明感の強まりからシンガポール経済の下振れリスクが大きくなったため、S\$NEERを横ばいにする中立スタンスを採用した。しかしながら、景気は底堅さを増しインフレ率は徐々に上昇する中、中立スタンスを維持する必要性は低いとの判断から今回の会合で政策展開に踏み切った模様だ。
- 実際、同日に発表された1～3月期GDP成長率は前年比+4.3%と2017年通年の成長率(同+3.6%)を上回るなど、足許のシンガポール経済は堅調に推移している。また、シンガポールのコア消費者物価指数(宿泊費・運送費を除くCPI)上昇率は一時期0%近辺まで落ち込んだが、良好な経済情勢を背景に足許はMASの予測レンジ(+1.0～2.0%)の中央値(+1.5%)近辺まで回復した。
- 今会合の結果の発表直後は「S\$NEERを上昇する方向に政策転換」とのヘッドラインにSGD高で反応したものの、誘導ペースは「緩やか(slightly)」との続報を受け、コンセンサス通りの結果との受け止め方から元の水準まで売り戻された。
- MASの金融政策変更が相場に与える影響が限定的となる中、SGDは国外要因に振られる展開が続くだろう。とりわけ米中貿易摩擦の行方はアジアの貿易ハブであるシンガポールにとって非常に重要であり、同問題が解消するまでは上値の重い展開を予想する。(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

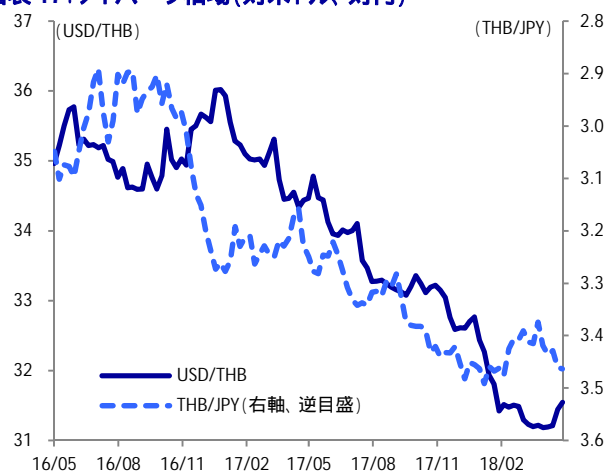


(資料) ブルームバーグ

## タイバーツ(THB)：為替操作国に認定されずも警戒感も継続

- 4月のTHBは月後半に下落した。月初は米中貿易戦争への懸念が高まる中31.10台で推移。その後は米中貿易戦争懸念が和らぎ、北朝鮮の弾道ミサイル実験停止など、地政学リスクは後退したが、米長期金利の上昇を背景に月後半に一時31.60台まで値を下げた。
- 4月2日に発表された3月製造業PMIは49.1と2月(50.9)から低下し、景気/縮小の分かれ目となる50を5か月ぶりに下回った。一方、5日に発表された3月消費者信頼感指数は79.9と2月(79.3)から拡大し、2か月ぶりの改善となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は、輸出と観光業が継続して拡大していることが経済回復への期待を高め指数を押し上げたと指摘する一方、国内の政治情勢や米中貿易戦争、農作物価格の低下への懸念などが指数の大幅な上昇の妨げとなっているとした。
- 23日に発表された3月貿易統計(通関ベース)では、輸出が前年比+7.1%と2月(同+10.3%)から減速したが、市場予想(同+6.0%)を上回る結果となった。主要工業品の拡大が輸出をけん引した。一方、輸入は同+9.5%と2月(同+16.0%)から減速し、市場予想(同+11.6%)を下回った。結果、貿易収支は+12.7億ドルの黒字と2017年3月(+16.2億ドル)から減少した。
- 13日に米財務省は為替政策報告書(Semiannual Report on International Economic and Exchange Rate Policies)を公表した。タイは米財務省が定めた①対米貿易黒字(200億ドル超)②経常黒字(対GDP比3%超)③外国為替市場での持続的かつ一方的な介入(ネット為替介入額がGDP比+2%超)の条件を満たしている可能性が高く、「為替操作国」に認定されることが懸念されていた。今回の報告書ではタイへの言及はなかったが、対象国を広げる姿勢が示されたため、タイ側の警戒感も継続している模様だ。
- 23日にタイ中央銀行(BOT)のウィラタイ総裁は、トランプ米政権の保護主義政策でタイの通貨政策が制約を受けることへの警戒感を示した。「貿易で優位に立つために為替介入することはない」と強調している。
- 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

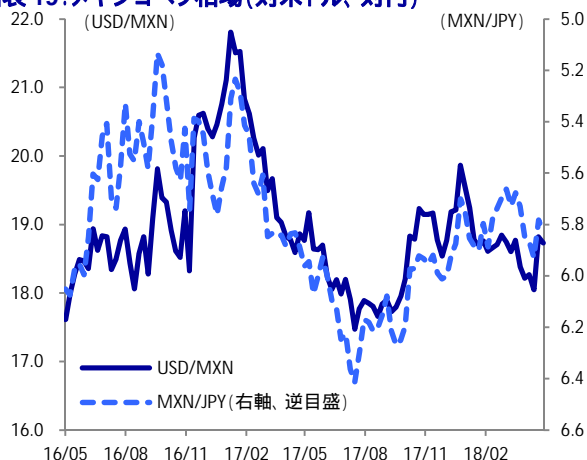


(資料) ブルームバーグ

## メキシコペソ(MXN)： 近づくメキシコ大統領選挙

- ・ 4 月の MXN は月後半に急落する展開となった。月初は 18.2 近辺でオープン後、北米自由貿易協定 (NAFTA) 再交渉が合意に向かっているとのヘッドラインを受け 17.9 台まで上昇した。しかし、月後半に米金利が上昇しドル買い優勢地合いに転じると 19.1 台まで急落する場面もみられた。
- ・ 4 月 12 日にメキシコ中央銀行 (Banxico) は金融政策会合を開催し政策金利を 7.50% に据え置く一方、声明文においてインフレ率は上振れリスクの方が大きいとし、必要であれば追加利上げも辞さない態度を維持した。NAFTA 再交渉がメキシコにとって大きく不利な方向に進むことでメキシコペソ (MXN) が急落するリスクが残るほか、商品価格の上昇に食料品価格やエネルギー価格が連れ高となることを具体的な上振れ要因として挙げた。
- ・ Banxico は警戒姿勢を解いていないが、足許の NAFTA 再交渉や物価動向に鑑みれば、追加利上げの必要性は低下している。NAFTA 再交渉に関しては、米州首脳会談 (14 日開催) においてペンス米副大統領、カナダのトルドー首相およびメキシコのペニャニエト大統領が今後数週間で合意に達する可能性を示唆しており、合意に向けて協議が大きく進展している模様だ。
- ・ また、2017 年初における燃料価格引き上げの効果剥落を主因にメキシコ 3 月消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +5.04% と 3 か月連続で減速し、Banxico の物価目標 (+4%) に近づいている。
- ・ こうした状況にも拘らず Banxico がタカ派姿勢を維持しているのは、メキシコ大統領選の投票日 (7 月 1 日) が近づく中で政治的不透明感から MXN が下落する恐れがあるためだろう。支持率でトップとなっているオブラドール氏は選挙公約にポピュリズムの色合いが出始めており、ペニャニエト政権が進めてきた財政再建路線の継続に疑義が生じている。
- ・ もっとも、同氏の出身母体である国民再生運動 (MORENA) は現政権の経済政策から極端な転換を行わない方針を示しているほか、同日に開催される総選挙 (上院・下院) における同党の支持率は 37% (El Financiero 調査) と法改正に必要な過半数には届いていない。
- ・ かかる状況下、メキシコ大統領選にかけては政治的不透明感から MXN は軟調に推移するものの、年初からのレンジ内で踏みとどまると予想する。(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

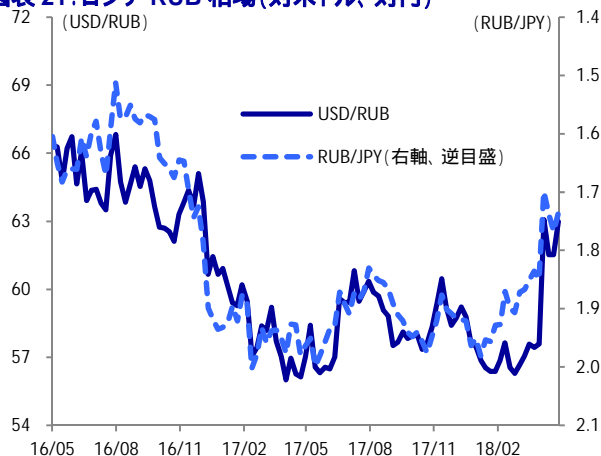
図表 20: メキシコ株価指数



(資料) ブルームバーグ

**ロシアルーブル(RUB) : 追加制裁を警戒、だが、それ以外は好環境**

- ・ 4月のRUBは急落。11日までに対USDで65.050と3月末の水準から12%以上下落し、16か月ぶりの安値を更新。19日には60.585まで7.4%反発、その後再び下落と、激しく乱高下しながら水準を切り下げた。
- ・ RUB下落のきっかけは、6日、米政府が発表した対ロ追加経済制裁。7人の財界人と彼らが経営に関与する12の企業、17人の政府要人などが新たに制裁対象に追加され、週明け9日からRUBは急落した。
- ・ 更に、13日、米英仏連合軍がシリア空爆を実施すると、米ロの直接交戦を警戒して一時緊張感が高まったが、週明け16日には、それ以上の戦闘拡大への警戒感は概ね払拭され、この局面のRUB下落は限定的にとどまった。
- ・ RUB急落を受け、10日にロシア財務省は、余剰原油収入の外貨購入(4月期は日額104.7億ルーブル相当を計画)を停止したが、その後、RUB相場の安定を受け、19日以降に再開した。
- ・ ロシア中銀(CBR)は、10日、ナビウリナ総裁が「為替介入の必要はない」と鷹揚な姿勢を示したが、同日中にシュベツォフ第一副総裁が「必要があれば介入する」と発言。19日にはユダエワ第一副総裁が「利下げの速度は従来想定されたよりも緩やかになる」と述べ、RUB安を牽制した。
- ・ 23日に米政府は6日に発表した対ロ制裁の適用を半年間延期。制裁の影響で急騰していたアルミニウム、パラジウムなどの資源価格は急反落したが、RUBの反応は限定的だった。引き続き、米による追加制裁、とりわけロシア国債購入を制限するような新規制裁の適用に対する警戒感がRUBの重石になったものと考えられた。
- ・ 10日のCBRナビウリナ総裁発言や、ロシア財務省による早々のRUB売却再開などから読み取れるように、対USDで60台前半といった水準は、元々、ロシア当局(財務省、経財相、CBRなど)が「適切」と見てきた水準。9～11日の下落が急速に過ぎた点是否めないものの、見方を変えれば、RUBは結果的に「居心地の良い」水準に落ち着いているとも言えるだろう。
- ・ この間のRUB急落ですっかり途切れたかに見えた原油価格とRUBの連動だが、70ドル/バレル台に定着した感のある原油価格(ブレント)が、引き続きロシアの財政安定、景気浮揚、外準積み上げなどを通じて、RUBの堅調/安定に寄与する可能性は十分に考慮する必要がある。(本多秀俊)

**図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)**

(資料) ブルームバーク

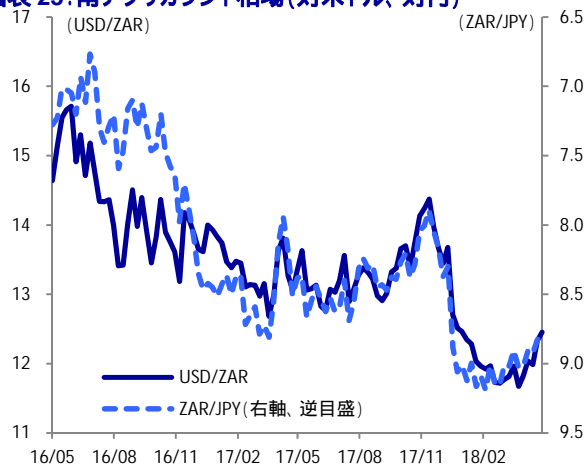
**図表 22: ロシア RTS 指数**

(資料) ブルームバーク

## 南アフリカランド(ZAR) : 期待感払拭は現時点では考え難い

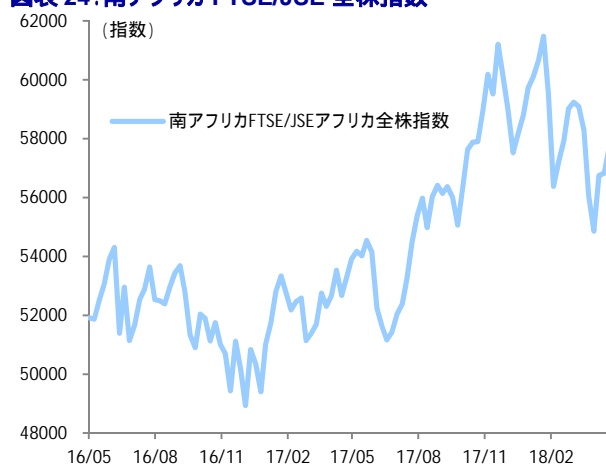
- ・ 4 月の ZAR は下落。対 USD での下落は、USD 高の裏返しでもあり、対円での ZAR 安などは比較的小幅にとどまったが、対 EUR での下落に表れたように、この間、ZAR 安の側面も確かに存在した。
- ・ 4 月の通貨金融市場は、「貿易戦争」の激化懸念で始まった。4 日に中国政府が 106 品目、500 億ドル相当の米からの輸入品に報復関税を適用する方針を表明。この発表は、米株や USD の下落を誘ったが、それ以上に、ZAR を含む多くの新興市場通貨が売り込まれた。
- ・ 資源輸出国である南アにとって、「貿易戦争」が世界全体の貿易量の減退を通して経済的打撃となるだけでなく、「貿易戦争」の渦中にある中国が南アの最大の輸出相手国である事実から、直接に大きな打撃になると考えられた。
- ・ 一方で、ラデベ燃料相が、総額 559.2 億ランド規模の再生可能燃料買取契約に調印(4 日)、マンタシェ天然資源相が黒人経済権限付与(BEE)に関する高裁判断の受け容れを表明(10 日)、ラマポーザ大統領が「向こう 5 年間で総額 1000 億ドルの新規投資を創出する計画」を発表(16 日)と、各方面での構造改革が本格稼働することへの期待感を高める出来事は相次いだ。
- ・ 月央以降の USD 高の背景には、米長短金利の急上昇があった。とりわけ、24 日に前後しては、米 10 年国債利回りが 3% に接近、一時上抜けする動きが、市場の注目を米金利上昇に集め、USD 全面高を誘った。
- ・ 並行して、バスの全国的ストライキ(18 日以降)や大手労組の 1 日ストライキ(25 日)など、公務員賃金や最低賃金引上げなどを巡る労働争議の激化が顕在化したことは、ZAR 売りに勢いをつける要因になったものと考えられた。
- ・ 昨年 12 月の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選直前の USD/ZAR は 13.5 近辺の水準にあった。12 月 18 日のラマポーザ党首選出後に急落し、年明け以降、1 月 10 日の戻り高値(12.5500)、2 月 14 日のズマ大統領辞任、2 月 26 日の安値(11.5100)、3 月 23 日の一部大手格付会社による南ア国債格付据え置き、見通し引き上げなどを経て、12 を中心に推移してきた。この先、13.5 を再び上抜けるような値動き(ZAR 安)は、新政権誕生の高揚感や新政権の構造改革への期待感の払拭を意味すると考えるが、目先、そうした展開は考え難い。11.5~12.5 を軸に推移してきた値幅をどちらに振り切れるかと問われれば、現時点で、11.5 割れ(ZAR 高)の確率の方が高いと考える。(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



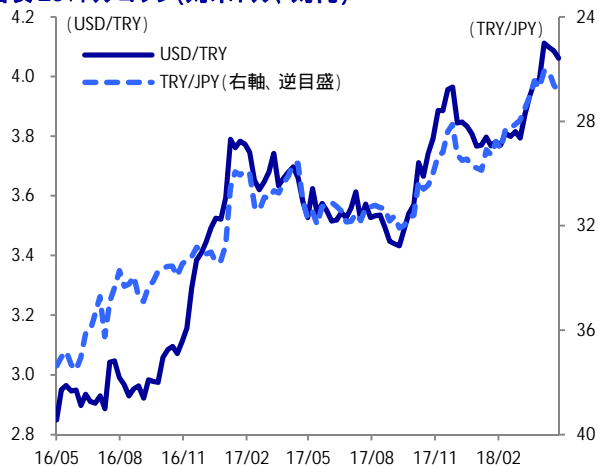
(資料) ブルームバーグ



## トルコリラ(TRY):CBRT の決意を試す TRY 売りはまだ続く

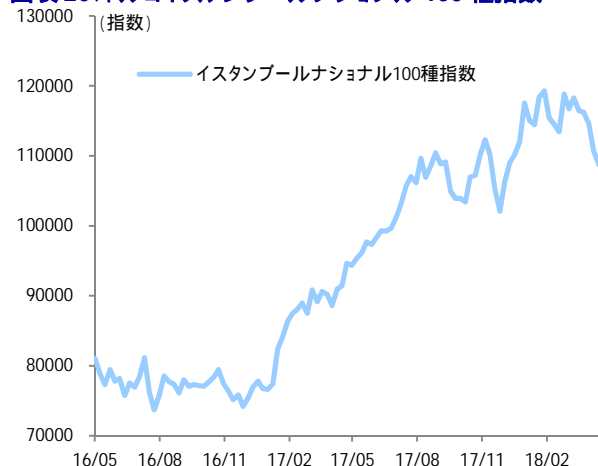
- 4月のTRYは続落後、反発。11日までに、対USDで4.1920、対円で25.47、対EURで5.1917、対バスケットで4.6915(それぞれ参照値)とそれぞれ史上最安値を更新したが、その後、明確な反発に転じた。
- TRY安の要因としては、3日に発表されたトルコ3月CPIの上振れ、5日に広がったシムシェキ副首相辞任観測(同日中に否定されたものの)、シリア情勢の混迷など地政学的リスクなどが考えられたものの、これといって決め手となるような要因(とそれに呼応した値動き)は観察されなかった。
- トルコ経済は、後手に回った金融引き締めが物価抑制に失敗し、TRY売りを促すことで更に(輸入)物価上昇を煽り、抑制の効かない物価が更にTRY売りを誘う悪循環に陥って久しいが、この間進んだTRY安も、こうした悪循環のもう一段の進行と位置付けることはできただろう。
- TRY安進行と並行してトルコ国債も売り込まれていた(利回りは上昇)ことから、トルコ国債などを運用資産としたキャリー取引の手仕舞いが、売りが売り呼ぶ値動きを促した可能性も考えられた。
- TRY急落を受け、市場の関心は25日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会に集まった。TRY安定のための利上げが期待されたが、18日、エルドアン大統領が来年11月までに予定された議会選挙、大統領選挙を今年6月24日に前倒し実施すると発表したことで、利上げ期待は一段と強まった。
- 選挙前のTRY安定を優先するために、従来、利上げに批判的だった大統領周辺が、利上げに一定の理解を示すとの期待感が、TRY反発に寄与した他、政治的不透明感の早期払拭や、(選挙が終わるまで続くと思込まれた)財政支出(財政ばらまき)が早期に収束するとの期待もTRYを押し上げた。
- CBRTは、25日、実質的な政策金利である後期流動性窓口貸出金利を75bp引き上げ、13.50%としたが、TRYの反発は鈍かった。
- 利上げ幅は市場予想の中心(+50bp)を小幅上回ったものの、(上限金利と下限金利を活用した)金利枠と日々の加重平均金利調整を活用した柔軟な金融政策への(昨年11月以来の)復帰が見送られたことに対しては、市場で期待されていたわけではないものの、やはり、失望が拭えない。
- 市場は、CBRTが引き続き政権に気兼ねして必要な利上げができないでいると読んでおり、6月の選挙前までに、CBRTの姿勢を確かめる意味で再度TRY売りが仕掛けられる可能性は高いものと見込む。(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 1～4月 (実績)	SPOT	2018年 6月	9月	12月	2019年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.5362	6.3468	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル	(HKD)	7.8136 ~ 7.8509	7.8494	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 66.939	66.870	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 13982	13962	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1098.59	1074.67	1075	1065	1055	1050	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.0660	3.9405	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 52.490	51.750	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3384	1.3323	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 29.754	29.692	29.50	29.30	29.10	29.00	29.20
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 32.62	31.74	31.4	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 22830	22770	22880	23000	22950	22800	22750
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 65.0446	62.7065	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 12.5461	12.4932	12.00	11.00	12.00	12.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 4.1934	4.2314	4.20	4.00	3.60	3.80	4.10
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 3.5146	3.5285	3.42	3.50	3.30	3.27	3.25
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 19.7361	19.2281	20.00	19.50	18.50	18.00	18.00
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	16.537 ~ 17.543	17.165	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.505	13.880	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー	(INR)	1.607 ~ 1.790	1.629	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ~ 0.845	0.780	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	10.137	9.95	9.77	9.48	9.52	9.25
マレーシアリンギ	(MYR)	26.449 ~ 28.395	27.646	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.105	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	81.77	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル	(TWD)	3.585 ~ 3.843	3.669	3.63	3.55	3.44	3.45	3.36
タイバーツ	(THB)	3.344 ~ 3.525	3.433	3.41	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4785	0.47	0.45	0.44	0.44	0.43
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ~ 1.993	1.737	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド	(ZAR)	8.710 ~ 9.293	8.721	8.92	9.45	8.33	8.00	7.54
トルコリラ	(TRY)	25.464 ~ 30.311	25.739	25.48	26.00	27.78	26.32	23.90
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	31.117 ~ 35.131	30.876	31.29	29.71	30.30	30.58	30.15
メキシコペソ	(MXN)	5.549 ~ 5.981	5.666	5.35	5.33	5.41	5.56	5.44

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 4 月 30 日まで。SPOT は 5 月 7 日の 12 時頃。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(5 月 7 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	6.6	6.5	2.0	2.3	2.4	2.5	1.8	1.4	1.2	1.1
インド	7.4	6.3	7.3	7.6	4.9	3.3	4.5	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	3.4	3.5	-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	2.2	2.9	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	3.3	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	1.1	2.1	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	3.2	3.6	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	3.25	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。