

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

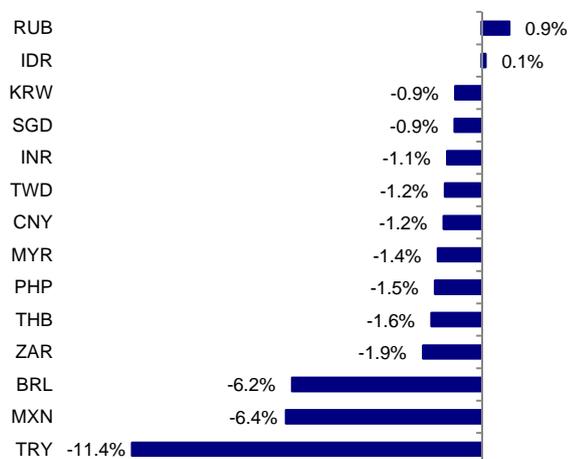
### 目次

新興国通貨：苦境深まる新興国通貨の市況.....	2	国際為替部 マーケット・エコノミスト 佐々木 貴彦 03-3242-7065 takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp
中国人民元(CNY)：米中通商交渉の妥結は未だ遠く.....	3	マーケット・エコノミスト 多田出 健太 03-3242-7065 kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp
インドルピー (INR)：インフレ加速で RBI がタカ派に転じる可能性.....	4	
インドネシアルピア (IDR)：政策金利を 2 回引き上げ.....	5	大島 由喜 03-3242-7065 yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp
韓国ウォン (KRW)：米朝首脳会談を巡る情勢は二転三転.....	6	アジア・オセアニア資金部 シニアエコノミスト Vishnu Varathan vishnu.varathan@mizuho-cb.com
マレーシアリング (MYR)：史上初となる政権交代と財政不安.....	7	
フィリピンペソ (PHP)：後手に回る金融政策.....	8	マーケット・エコノミスト Huani Zhu huani.zhu@mizuho-cb.com
ブラジルリアル (BRL)：レアル安を受けて BCB は変心.....	9	
タイバーツ (THB)：1～3 月期 GDP は加速.....	10	FX ストラテジスト Chang Wei Liang weiliang.chang@mizuho-cb.com
メキシコペソ (MXN)：不安が拭えない MXN の先行き.....	11	欧州資金部 シニア為替ストラテジスト 本多 秀俊 44-20-7786-2505 hidetoshi.honda@mhcb.co.uk
ロシアルーブル (RUB)：安定した低空飛行が最善のシナリオ.....	12	
南アフリカランド (ZAR)：新大統領による構造改革への期待継続.....	13	
トルコリラ (TRY)：金融政策に光明、安定政権樹立が期待される.....	14	日本でのお問い合わせは、国 際為替部までお願い致します。
各種予想.....	15	

### 新興国通貨：苦境深まる新興国通貨の市況

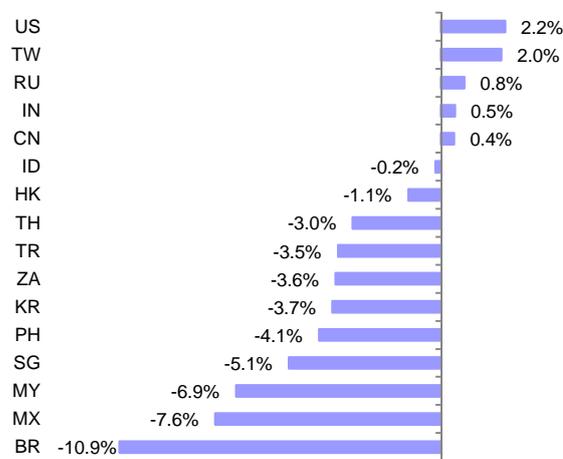
- 5月の新興国通貨は軟調に推移。月前半から半ばまでは米長期金利上昇が重石となり、月末にかけてはイタリアの政治不安を背景に売り優勢の展開となった。各通貨の月初来の下落率を見ると、多くの通貨は小幅となる一方でTRYやBRLなど経常赤字や政治リスクを抱える国の通貨が顕著な下げ幅を記録するなど、新興国通貨内でも優劣にはっきりと差が出た。
- もともと、こうした傾向は2017年後半から見られていた。2016年当初はどの国の通貨も似たような値動きをしていたが、2017年後半からはアジアや中東欧の通貨が堅調に推移する中、経常赤字幅が大きく、政治リスクが意識されていたZARやTRYなどは値崩れする場面が目立つようになった。2018年2月以降の下落局面では、その傾向がより強くなっている。
- 背景として、FRBのB/S縮小開始(2017年10月)を受けて、投資家が新興国の金融資産に対する慎重姿勢が強めたことが考えられる。B/S縮小を開始する時点で、MSCI新興国株式指数は2014年9月以来の高水準まで上昇し、新興国の社債スプレッド(対米国債)は2007年8月以来の低水準まで縮小するなど、新興国の金融資産は歴史的な高水準にあった。片や、新興国経済は堅調を維持していたものの、勢いは主要な先進国と比べて見劣りしていた。
- かかる状況下、新興国の金融資産価格の押し上げに貢献してきたFRBのB/S政策が縮小へ転じるとなれば価格調整が起きる可能性が高いとの判断から、下落リスクが大きいと思われる国、具体的には経常赤字や政治不安が強い国の金融資産から投資家は積極的に資金を退避させたと推察される。
- 新興国通貨市場の変調の主因となった米金融政策の正常化につき、FRBが方針を変える兆しはない。5月23日に公表されたFOMC議事要旨(5月1~2日開催分)では、全てのメンバーが緩やかな利上げ路線の継続を確認したとしており、6月12~13日に開催予定のFOMCで政策の方向性が変わる公算は小さい。
- FRBがB/Sを縮小し続ける中、7月以降は米国債が増発される可能性が高く、米資金市場の流動性は一層引き締まりやすくなる状況が想定される。こうした中、経常赤字国や政治不安を抱える国の通貨を中心に新興国通貨は冴えない値動きが続くだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年5月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年5月)

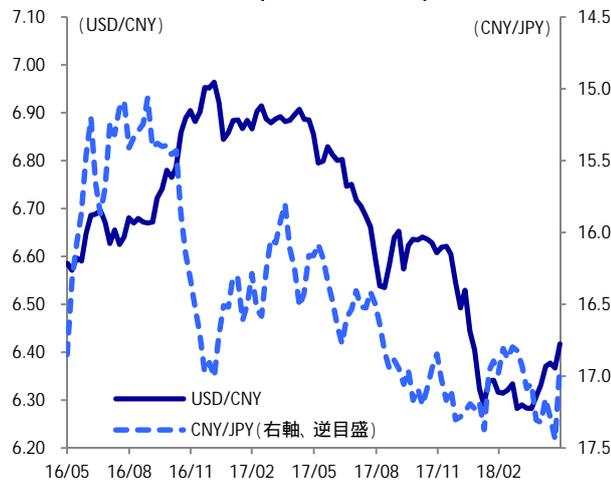


(資料)ブルームバーグ

### 中国人民元(CNY)：米中通商交渉の妥結は未だ遠く

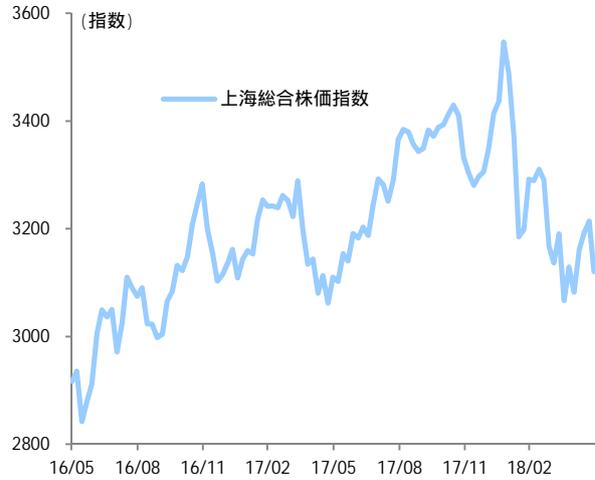
- 5月のCNYは軟調に推移。月初6.35台でオープン後、6.38台まで値を下げたが、月央にかけてドル売り優勢の展開となり6.32台まで反発。しかし、米長期金利上昇する中で6.40近辺まで下落。その後もイタリアの政局不安を受けたドル高の流れを背景に6.43台まで軟化する場面が見られた。
- 5月17～18日にワシントンで米中通商協議が開催され、翌19日に中国が米国製品やサービス購入を大幅に増やすことなどを記した共同声明文が発表された。これを受けて20日にムニューシン米財務長官は「関税措置を一旦保留にすることで合意した」と述べ、制裁関税の発動は先送りとした。
- もっとも、米中が互いに制裁関税を賦課するリスクは依然として大きい。トランプ米政権は29日に中国の知的財産侵害に対する制裁関税の最終案を6月15日までに発表し、「その後すぐに」発動することを発表した。米国の求める2020年末までに2000億ドルの対米貿易黒字縮小という数値目標に中国が難色を示す中、具体策を引き出すために圧力を強めたと見られる。こうした中、6月も米中通商交渉に対する市場の警戒感は強いままだろう。
- 11日に中国人民銀行(PBoC)は2018年1～3月期の金融政策報告書を公表し、「穏健かつ中立」(やや引き締めの)な金融政策は成果を出しており、今後も維持していくとした。もっとも、2017年9月および2018年4月に条件付で預金準備率(RRR)を引き下げており、実際は引き締め姿勢が弱まっている。一連の引き下げを受けて、金融機関の調達金利のベンチマークである上海銀行間取引金利(Shibor、3か月物)は2017年末(4.913%)をピークに足許は4.0%近辺と2017年2月以来の低水準まで低下した。
- 今後はShiborの低下などを受けて、消費や投資が回復するかがPBoCの金融政策スタンスを決める大きな要因になると考える。15日に発表された4月小売売上高は前年比+9.7%、4月固定資産投資は前年同期比+7.0%とそれぞれ3月から減速した。もっとも、同日発表の4月鉱工業生産は前年比+7.0%と3月(同+6.0%)から加速するなど堅調な結果となる経済指標があるほか、金融政策の効果はラグを伴って表れる傾向があることを踏まえれば、現時点で追加緩和を見込むことは難しい。
- 米中貿易摩擦に関する不透明感は残存し、中国経済指標は強弱入り混じる結果となっていることから、当面のCNYは冴えない値動きとなるだろう。(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) : インフレ加速で RBI がタカ派に転じる可能性

- 5月のINR相場は軟調に推移した。4月27日にインド準備銀行(中央銀行、RBI)が債券投資に関する規制緩和を発表したことを受けて、月初はINR買いが先行。だが、米国がイラン核合意破棄と報じられると原油高が進み、INRは売られた。さらに、南部カルナタカ州の議会選挙でインド人民党(BJP)が勝利したものの、過半数に届かなかったことが嫌気されてINRは一段安。月後半には原油高が加速する動きに68台半ば近辺まで下落したが、主要産油国が減産見直しを検討と報じされると原油価格が調整する展開にINRに買い戻しが入った。
- 4月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+4.6%と3月の同+4.3%から加速した。これまでデフインフレを促してきた食料品価格は同+2.8%と3月から横ばいとなる一方、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+5.8%と3月の同+5.2%から加速し、2014年8月以来の高水準となった。
- 3月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+4.0%と2月の同+7.0%から伸びが大幅に減速した。投資動向を反映するとされる資本財が同▲1.8%と2月の同+19.5%から急減速し、2017年7月以来の低水準となった。また、インフラ/建設材も同+8.8%(2月:同+12.6%)と減速し、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+2.9%(2月:同+7.5%)と大幅に伸びが鈍化した一方、非耐久消費財は同+10.9%(2月:同+7.3%)から加速した。3月の急減速は前年同月の伸びが高かったベース効果が影響しているほか、均してみれば高めの伸びを維持しているとみられる。
- 4月の貿易統計では、輸出は前年比+5.2%(2月:同▲0.7%)と伸びが加速する一方、輸入は同+4.6%(3月:同+7.1%)と16か月ぶりの低い伸びにとどまった。貿易収支は▲137億ドルの赤字と3月から横ばいとなった。
- 循環的な景気回復が続く中、コアインフレ率の加速を受けてRBIが金融政策スタンスをタカ派にシフトする可能性が高まってきた。短期的には、原油価格の高騰が貿易収支の悪化やインフレの加速を招くリスクが高まっており、INRは短期的には弱含みやすい。(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) : 政策金利を 2 回引き上げ

- 5月のIDRは狭いレンジでの推移となった。月初は13900台前半で推移していたが、米中貿易摩擦への懸念が和らいだことを背景としたドル高の流れに14200台まで軟化した。インドネシア中央銀行(BI)の2回の利上げは予想通りだったため、相場への影響は限定的だった。
- 5月7日に発表されたインドネシア1~3月期実質GDPは前年比+5.1%と2017年10~12月期(同+5.2%)から小幅に減速した。内訳をみると、総固定資本形成(10~12月期:同+7.3%→1~3月期:同+7.9%)が加速した。また、民間最終消費支出(10~12月期:同+5.0%→1~3月期:同+4.9%)は前期とほぼ同程度の伸びとなった。
- 片や、政府最終消費支出(10~12月期:同+3.8%→1~3月期:同+2.7%)は減速した。輸出(10~12月期:同+8.5%→1~3月期:同+6.2%)の伸びが減速する一方、輸入(10~12月期:同+11.8%→1~3月期:同+12.7%)は加速した。この結果、純輸出(10~12月期:前年比寄与度▲0.6%ポイント→1~3月期:同▲1.1%ポイント)のマイナス幅が拡大し、全体を押し下げた。
- 17日にBIは金融政策会合を開催し、政策金利の7日物リバースレポレートを25bp引き上げ4.50%とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利(LF)と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利(DF)も25bpずつ引き上げ、それぞれ5.25%と3.75%とし、コリドーは1.50%ポイントに維持した。
- BIは声明で、今回の利上げは世界的な金融市場のリスクが増大し、流動性が低下する中で経済の安定を維持するための措置だとした。また、BIは構造改革を強化すると同時に、マクロ経済と金融システムの安定を維持するため政府や関連機関と協調していくと述べた。今後の経済活動に引き続き注視し、経済の安定を維持するため、より強力な措置をとる用意があると述べ、タカ派寄りの姿勢を示していた。なお、BIは30日に臨時会合を開催し政策金利を25bp引き上げ4.75%とした。同時にLFとDFも25bpずつ引き上げ5.50%と4.00%とし、17日に続き月内2回目の利上げとなった。BIは今回の政策は、米国の利上げやグローバルな金融市場におけるリスクの高まりに対し、ルピアの安定性を維持するための予防的な措置とした。今後もIDR相場を睨みつつ、必要に応じて追加利上げが実施される可能性もあるだろう。
- 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は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

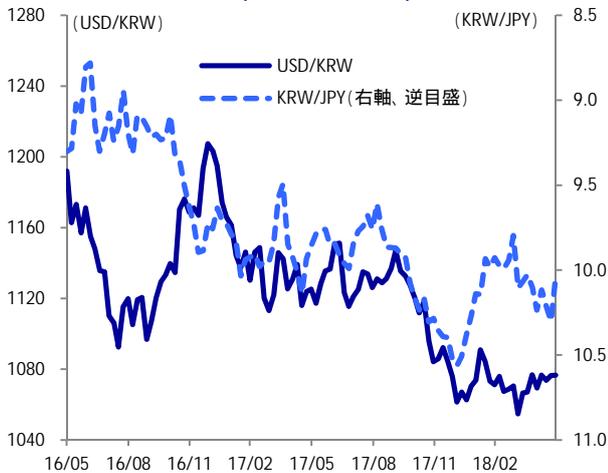


(資料)ブルームバーグ

### 韓国ウォン(KRW)：米朝首脳会談を巡る情勢は二転三転

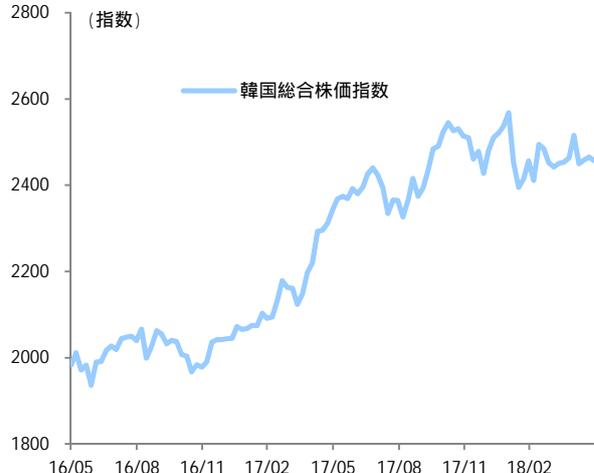
- 5月のKRWは軟調に推移した。月初1070近辺でオープン後、ドル相場が騰勢を強める展開に1080台前半まで軟化。一時1060台半ばまで反発する場面も見られたが、米長期金利上昇を背景にドル買いの圧力が強まったことに加え、15日に北朝鮮が米韓軍事演習を理由に南北閣僚級会談を中止したことが嫌気され1080台半ばまで下落した。月末にかけては米朝首脳会談を巡るヘッドラインに振らされたが、結局は1080近辺で越月した。
- 5月24日にトランプ米大統領は水面下で行われている米朝交渉の不調を理由に、米朝首脳会談(6月12日)を中止する可能性を示唆した。この発言に北朝鮮はすぐに反応し、25日に金桂官・第1外務次官は「米国と向き合う用意はある」と述べた。また、26日には北朝鮮側の要望で第2回南北首脳会談が開催され、改めて非核化の意志を韓国に伝えるなど、北朝鮮は米朝首脳会談開催を実現すべく譲歩する姿勢を見せている。
- こうした対応の変化を受けて、トランプ大統領は首脳会談の開催に前向きな態度を示しているが、短期間での核放棄を求める米国と段階的な非核化を望む北朝鮮との意見の溝は深いと報じられており、未だ首脳会談が開催される確証はない。もっとも、北朝鮮の対応から察するにミサイル発射など強硬手段に打って出る公算は小さい。5月のKRWのインプライド・ボラティリティ(IV)は横ばいで推移しており、市場参加者も北朝鮮情勢が強硬姿勢に転じる可能性は低いと見ている模様だ。
- 24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%に据え置いた。李BOK総裁は国内外で不透明性が強まっているため、金融政策の現状維持を決定したと述べている。李総裁の言う国外の不透明要因とは、新興国からの資本流出や、米朝交渉の不調などを示していると考えられる。国内要因は、労働参加率が上昇する中で失業率が高止まっていることから、労働市場における緩みが予想以上に残っていることを指しているのだろう。こうした国内外の不透明要因がすぐに解消される公算は小さく、当面は政策金利が据え置かれ続ける可能性が高い。
- 北朝鮮情勢が市場に与える影響は限定的となる一方、新興国全体で資金流出圧力が強まっていることはKRWの重石となるだろう。但し、経常黒字国であるKRWが大崩れする可能性は低く、当面はレンジ内で安定推移を見込む。(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

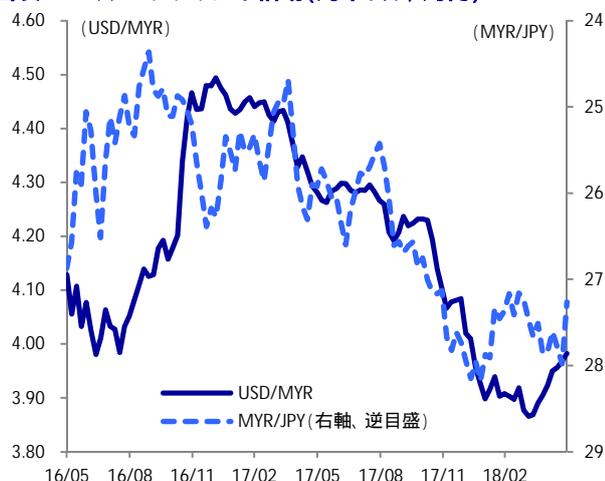


(資料)ブルームバーグ

### マレーシアリング(MYR) : 史上初となる政権交代と財政不安

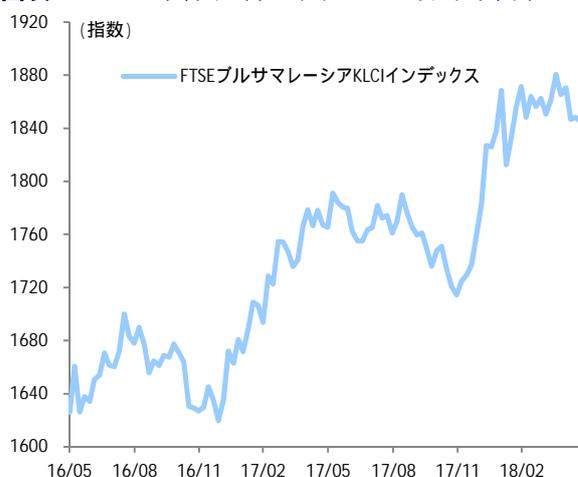
- 5月のMYRは月を通して軟調な展開。上旬は、米金利上昇を受けたドル高地合いにMYRはじり安。9日投開票のマレーシア総選挙での野党連合勝利を受けて、マレーシア市場休場明けの14日はMYRが急落してオープン。その後は前営業日終値を上回る水準まで回復したが、新政権が国の債務額が従来の公表値を大幅に上回ることを明らかにする中、月末にはMYRは3.99台まで値を下げた場面が見られた。
- 5月9日投開票のマレーシア連邦下院選挙(定数222)では、マハティール元首相率いる野党連合パカタン・ハラパン(希望連盟、PH)が歴史的勝利を収め、1957年の独立以来、マレーシアで初の政権交代が実現した。だが、今回の選挙結果は、特に同国の財政見通しの不確実性を高めることとなった。PHは政権公約(マニフェスト)で、既存のインフラ事業の見直しとともに、物品・サービス税(GST)の撤廃と売上げ・サービス税(SST)の再導入、燃料補助金の復活などを掲げている。既に政府は6月1日からGSTの税率を0%にする事実上の廃止措置を発表しているが、別の増税や歳出抑制措置が採られなければ財政悪化につながるため、今後の動向に注意が必要だ。
- 1~3月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%と10~12月期の同+1.0%から加速した。個人消費は同+1.1%(10~12月期:同+0.7%)から加速し、4四半期ぶりの高い伸びとなったほか、政府消費も同+5.0%(10~12月期:同▲2.1%)と4四半期ぶりに増加した。また、財貨・サービス輸出は同+1.5%と増加した一方、輸入は同▲0.6%と2四半期連続で減少したため、純輸出の寄与度は+1.5%ptと10~12月期の同▲0.2%ptからプラスに転じた。他方、総固定資本形成が同▲1.1%(10~12月期:同+1.5%)と減少したほか、在庫投資が大幅にマイナス寄与(前期比寄与度▲1.5%pt)となったことが下押しした。先行きを展望すると、輸出の増加基調が続く中、設備投資や雇用・所得環境の改善によって今後も景気は堅調な拡大が続くとみられる。
- 4月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+1.4%と、3月の同+1.3%から4か月ぶりに加速した。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+1.5%と3月の同+1.7%から伸びが鈍化した。
- 新政権による財政政策の行方は気掛かりだが、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

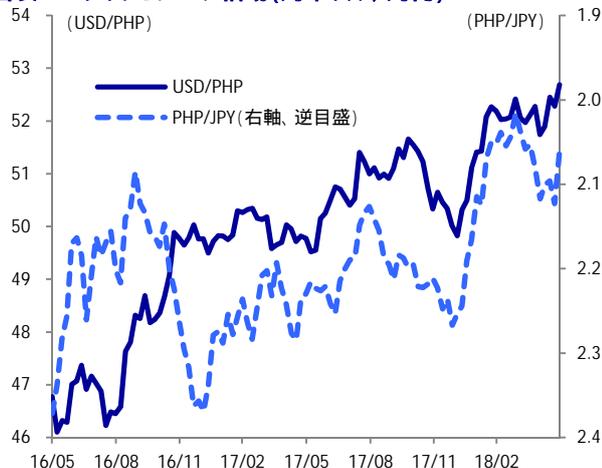


(資料)ブルームバーグ

### フィリピンペソ(PHP):後手に回る金融政策

- 5月のPHPは軟調に推移した。4日に発表されたフィリピン4月消費者物価指数(CPI)が加速すると利上げ観測が強まり、3か月ぶりのPHP高水準まで上昇した。だが、10日に利上げが決定されるとその後は再びPHP安が進み、月末にかけては米朝首脳会談の不透明感やイタリア政局不安を受けてPHPは52.7台まで下落した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は5月10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0.25%ポイント引き上げて3.25%にすることを決定した。利上げは2014年9月以来となる。BSPは利上げの背景として、足許で進行するインフレ率上昇に対応した措置としている。後述するように景気は堅調であり、インフレ率は3月、4月と2か月連続でインフレターゲット(前年比+2~4%)の上限を上回った。インフレ加速の背景には財政健全化に向けた物品税引き上げや原油価格などの上昇も影響しているとみられる。また、通貨安の抑制も意図しているとみられるものの、利上げ後はPHPが軟調に推移しており、市場はBSPの対応が後手に回っていると見る向きが多いように見受けられる。BSPは、現在のインフレ加速は税制改革に伴う一時的なものであるとの見方を示しており、追加利上げについては慎重な姿勢とみられるが、追加利上げを迫られる可能性が高そうだ。
- 上述したように、1~3月期の実質GDP成長率は前年比+6.8%と、10~12月期の同+6.5%から減速した。季節調整済み前期比は+1.5%と10~12月期から横ばいとなった。需要項目別にみると、政府消費が前年比+13.6%(10~12月期:同+12.2%)と加速し、総固定資本形成は同+8.9%(10~12月期:同+9.4%)は鈍化したものの高めの伸びを維持した。個人消費は同+5.6%と10~12月期の同+6.2%から減速したが、2018年1月から実施された税制改革前にした駆け込み需要の反動もあるとみられる。他方、輸入は同+9.3%(10~12月期:同+18.1%)と減速したが、輸出が同+6.2%(10~12月期:同+20.6%)と大幅に減速したことから、純輸出の前年比寄与度はマイナス幅が拡大した。在庫投資も前年比寄与度は+1.2%ptと大きく押し上げに寄与した。ドゥテルテ政権下での積極的なインフラ投資などを受け、緩やかな景気拡大が続く見通しである。
- BSPの利上げは一定のサポートとなるが、経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含むと予想する。(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

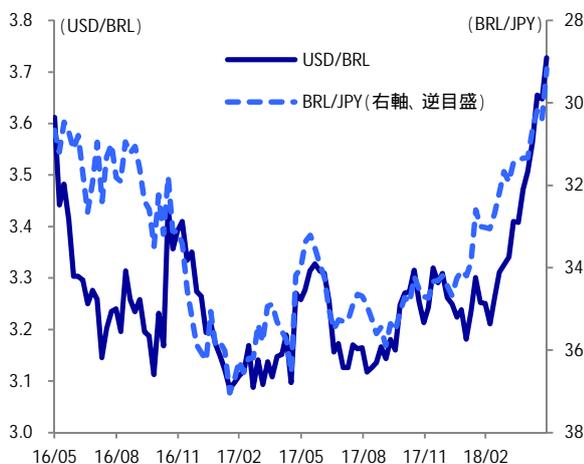


(資料)ブルームバーグ

### ブラジルリアル(BRL)： レアル安を受けて BCB は変心

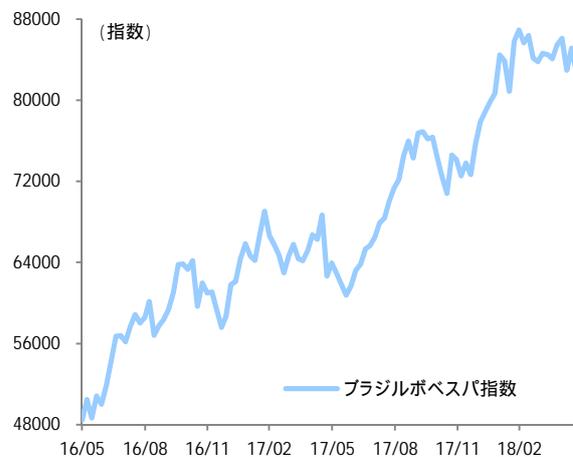
- 5月のBRLは軟調に推移。月初は3.52 台後半でオープン後、米長期金利上昇を背景に3.73 台後半まで下落。その後はブラジル中央銀行(BCB)が通貨スワップを用いた介入規模を3倍に増やすと公表したことをきっかけに3.62 台後半まで反発した。但し、月末にかけてはイタリアの政治不安を背景としたドル買いの流れが強まり、一時3.76 台まで値を下げる展開となった。
- 5月15日にBCBは金融政策決定会合(COPOM)を開催し、政策金利であるSelicレートを6.50%に据え置いた。BCBは前回の会合(3月21日)で利下げを示唆していたほか、BRLが下落する中でもゴールドファインBCB総裁は「緩和スタンスを維持する」と発言していたため、ほとんどの市場参加者は25bpの利下げを予想していた。
- 声明文において、BCBは世界情勢がブラジルにとって厳しくなりつつあるとし、具体的には先進国における金融政策の正常化を背景に新興国の金融資産に対する選好度が低下していることを挙げた。また、こうした状況が続けば物価の上振れリスクが増大するとし、資本流出に伴うBRLの大幅な下落が前回の会合から大きくスタンスを変える要因になったことを示した。
- 今後の金融政策について、BCBは追加緩和こそ不要としたが、一方で金融引き締めの可能性には言及しなかった。物価見通しを述べる段落では、BRLが足許に近い水準(3.6)で推移し、政策金利を2019年まで据え置いた場合、インフレ率は前年比+4.0%と物価目標レンジ(+3~6%)内に収まるとの予測を示していることから、現在の市況に基づけば利上げの必要はないと判断している模様だ。
- BRLを取り巻く環境は引き続き厳しい。米金利高止まりを背景に新興国全体に対する資金流出圧力が強まる中、大統領選に伴う政治的不透明感は一方向に後退する気配がない。むしろ財政再建路線の維持を掲げるアルキミン前サンパウロ州知事の苦戦が報じられるなど、選挙情勢は市場参加者の不安を掻き立てる方向で推移している。
- 過去の危機時に比べてブラジルの経常赤字額は低水準であり、また対外債務の水準も高くないため、BRLが急落するリスクは小さい。しかし、大統領選挙に伴う政治的リスクの大きさが嫌気され、当面は軟調推移になると予想する。(佐々木貴彦)

図表 15: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 16: ブラジル ボベスバ指数

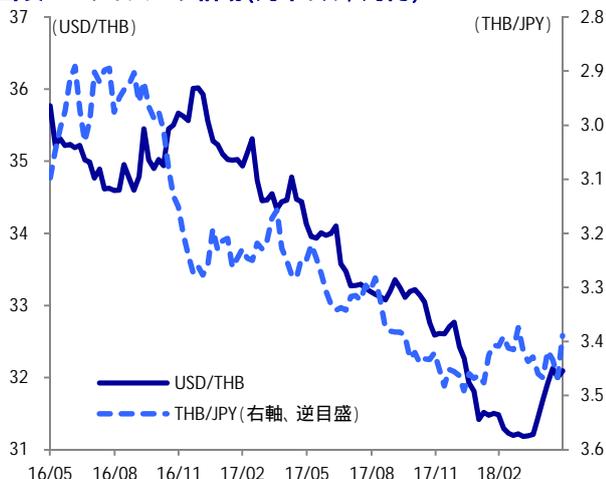


(資料)ブルームバーグ

### タイバーツ(THB)：1～3月期 GDP は加速

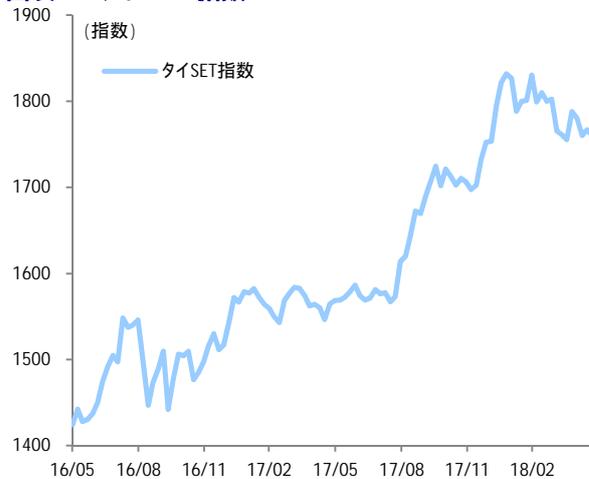
- 5月のTHBは小幅に軟化した。月初は31.5台で推移していたが、米中貿易摩擦懸念が後退する中、32.1台まで下落。その後も32.0を挟んだ動きが続き、32.0台で越月した。
- 5月21日に発表されたタイ1～3月期実質GDPは前年比+4.3%と2017年10～12月期(同+4.0%)から加速し、市場予想(同+4.0%)を上回る結果となった。内訳をみると、総固定資本形成(10～12月期:同+0.3%→1～3月期:同+3.4%)が大幅に加速したことが全体を押し上げ、民間最終消費支出も政府最終消費支出も改善した。一方、輸出(10～12月期:同+7.4%→1～3月期:同+6.0)が減速し、輸入(10～12月期:同+7.5%→1～3月期:同+9.0%)が加速した結果、純輸出の前年比寄与度は▲1.1%とマイナスに転じた。
- 先行きの景気については、IT貿易や中国経済のピークアウトにこれまでのような増勢は一服するとはいえ、輸出は欧米向けに支えられ引き続き堅調を維持するだろう。また、良好な所得環境を背景に個人消費も緩やかな回復が見込まれ、景気回復基調が続くとみられる。なお、1～3月期GDPの上振れを受けて、タイ国家経済社会開発委員会(NESDB)は2018年の実質GDP予想を前年比+4.1%から同+4.5%に上方修正した。
- 16日にタイ中央銀行(BOT)は金融政策委員会(MPC)を開催し政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では、緩和的な金融政策スタンスは経済成長に貢献し続けており、時間はかかると予測するも総合インフレ率が目標に向かって上昇することを持続的にサポートしているとした。対ドルでTHBは下落しているが、貿易相手国の動きと同様であるとし、特段の懸念を示さなかった。
- タイ軍政が発足して4年を迎えた22日に、市民約200人が長期化する軍政に抗議し、首相府に向けてデモ行進をしたが途中で警察がデモの前進を阻止した。デモ隊は11月に総選挙実施を求めるなどしていた。総選挙は2019年2月に予定されているが、再度延期になる懸念も広がっている。
- タイ経済の緩やかな回復、高水準の経常黒字を背景にTHBは底堅い推移が続きそうだ。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

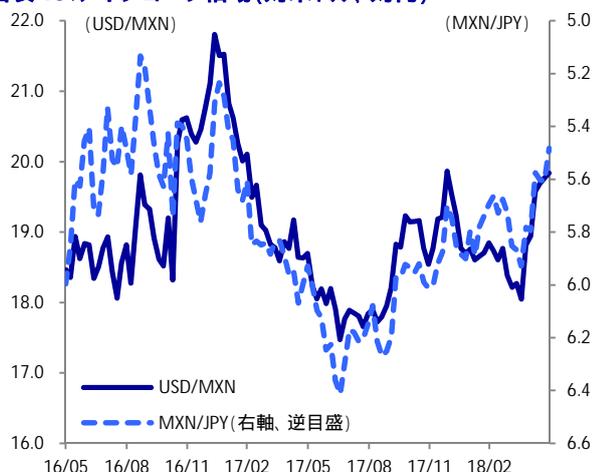


(資料)ブルームバーグ

### メキシコペソ(MXN)：不安が拭えないMXNの先行き

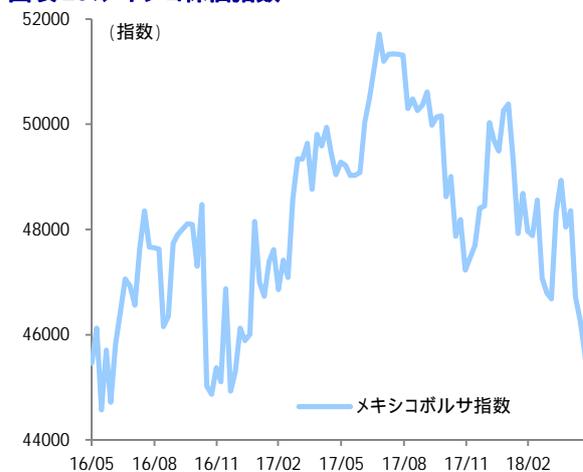
- 5月のMXNは軟調な値動きとなった。月初は18.7台でオープン後、米長期金利上昇や北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の妥結が遅れるとの報道を背景に20.0近辺まで下落した。しかし、月後半に入り米長期金利が低下する展開に一時19.4台まで反発。月末にかけてはイタリアの政治不安を背景としたドル買いの流れに一時20.0台まで下落した。
- 5月17日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を7.50%に据え置いた。声明文では、インフレの上振れリスクが下振れリスクより大きいとし、具体的な上振れ要因の筆頭としてMXN安の進行を挙げた。このほか、農作物価格やエネルギー価格の上昇、および景気回復に伴う単位労働コスト増加にも注視が必要だとしている。
- メキシコの金融政策に大きな影響を及ぼすMXNは4月中旬から大きく値を下げた。主因として米金利上昇のほか、メキシコ大統領選(7月1日に投票日)の結果に対する投資家の懸念の強まりを指摘する向きが増えている。
- そのメキシコ大統領選では新興左派政党を率いるオブラドール氏が引き続き優勢となっている。同氏は最低賃金の引き上げや教育の無償化など拡張的な財政政策を掲げているほか、ペニャニエト現政権が進めるエネルギー改革の見直しを訴えている。とりわけ後者はメキシコの産油量減少を食い止めるために重要な政策であり、同氏が当選後に現在行われている外資を含む民間企業向けの石油鉱区入札の停止などを発表すれば、メキシコ経済に対する先行き不安からMXNを大きく下押しする恐れが強い。
- 現政権の経済政策の維持を表明するアナヤ氏(国民行動党、PAN)は2番手につけ、当選の望みをつないでいる。16日には元PAN所属で独立候補として立候補していたサバラ氏が選挙戦からの撤退を表明したため、同氏の支持票がアナヤ氏に流れる可能性がある。こうした状況を踏まえれば、オブラドール氏がこのまま逃げ切れると決まったわけではない。
- もっとも、投票日まで新政権の政策に対する先行き不透明感が強い状況は続くと思込まれることから、当面のMXNは軟調に推移するだろう。  
(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

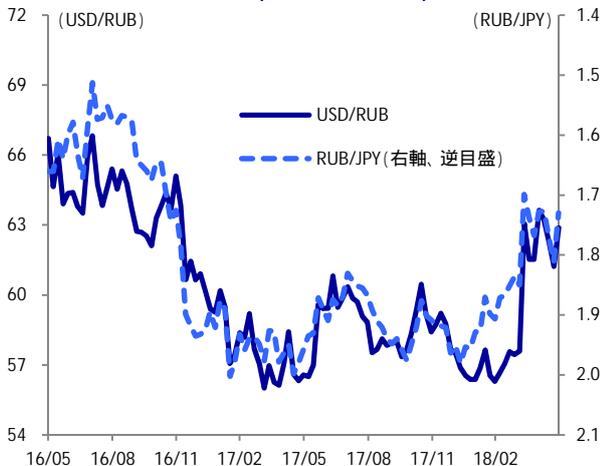


(資料)ブルームバーグ

### ロシアルーブル(RUB) : 安定した低空飛行が最善のシナリオ

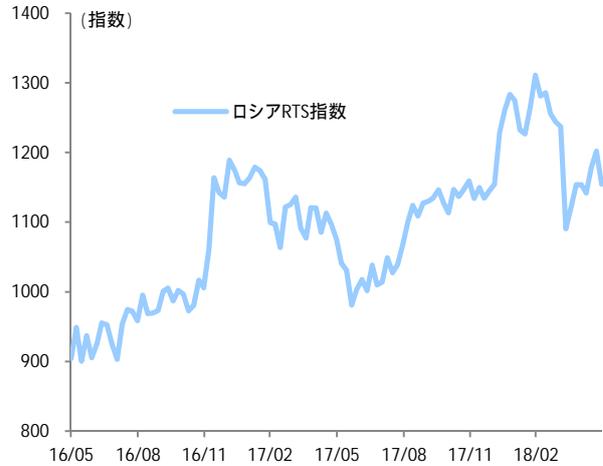
- 5月のRUBは下押しの先行から、月央に掛けて上昇、月後半に再び下落と上下動。日々の値動きを追っていると、原油との緊密な連動は読み取り難いが、こうして月の値動きを振り返ると、原油価格の高騰・反落が、ルーブルの上昇、下落にも大きく影響したと考えることができた。
- 原油価格高騰は、トランプ米大統領によるイラン核合意撤退発表(8日)や、(シリア領内の)イラン軍とイスラエル軍のミサイルの応酬(9日)で、中東の地政学リスクの高まりやイラン産原油の供給不安、ベネズエラ大統領選に伴う同国産原油の供給不安などが大きく影を落とした。
- 月末に掛けての原油反落は、サウジアラビアのファリハ燃料産業鉱物資源相とロシアのノバク燃料相が、イラン・ベネズエラからの供給減を補う意味で、他のOPEC加盟国・非加盟国の生産制限を緩和する可能性を示唆した(25日)ことがきっかけとなった。
- 7日、プーチン大統領はメドベージェフ首相の続投を発表した。市場の一部では、改革派のクドリン元財務相の首相就任を期待する向きもあったが、その期待は裏切られた格好。結局、同元財務相は、政界には復帰したものの、経済政策を主導するとは考え難い監査局長に就任した(14日)。
- 8日、ロシア財務省は5月期のルーブル売却額を、昨年2月の同策導入以来の最大規模となる総額3230億ルーブルと発表。クドリン元財務相の去就とロシア財務省によるルーブル売却の報は、ルーブル売りを誘ったものの、折からの原油高騰を受け、ルーブル安は小幅、かつ一時的にとどまった。
- 中長期的な視点に立つなら、クドリン元財務相の処遇は、やはり失望を買う結果と言えよう。プーチン大統領が、外資取り込みや民営化などの構造改革よりも、足元経済の安定を優先する姿勢を示したと受け止められるからだ。
- もっとも、米による締め付け(経済制裁)が強まる現状で、外貨の取り込みを狙っても、そもそもが困難な話だし、原油価格の高止まりが、リスクを冒してまで改革を断行する機運を削いでしまうのも、「やむを得ない」と言えば言える。
- 米による経済制裁や原油価格の動向(6月22日のOPEC総会)などは、引き続き重要な要因だが、ロシア当局自身が、高成長やルーブル上昇を志向していない以上、巡航速度の低空飛行が、今のルーブルに期待できる最善のパフォーマンスということになるのではないかと。(本多秀俊)

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 22: ロシア RTS 指数

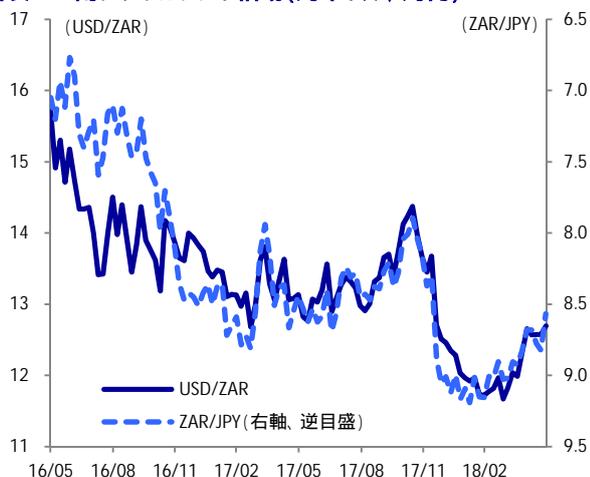


(資料)ブルームバーグ

### 南アフリカランド(ZAR) : 新大統領による構造改革への期待継続

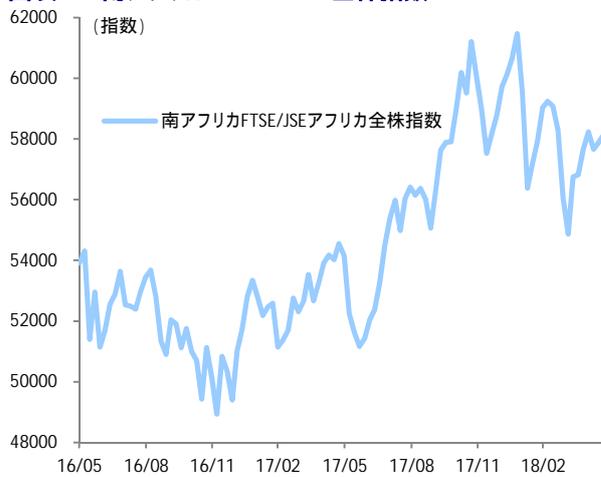
- 5月のZARは横這い。細かい上下動は観察されたものの、明確な方向感を打ち出すには至らなかった。ただし、対ドル、対円共、年初来安値圏における横這いで、そのことはラマポーザ新大統領誕生(2月)の高揚感が引き続き色濃く残る中では、失望を買う値動き(伸び悩み)と位置付けることもできた。
- もっとも、5月のランド下押しは、米長期金利上昇に伴うドル全面高や、ランドを含む新興市場通貨全般への売り圧力の反映であった部分も大きく、必ずしも南ア固有の売り材料があつての値動きとも思われなかった。
- 23日に発表された南ア4月CPIは前年比+4.5%と、ちょうど南ア準備銀(SARB)の誘導目標と合致した。市場予想との比較では若干の下振れと言えた。南ア物価は既に局面の底を打ち、今後、緩やかな上昇を続けるとの見方が、市場では広く共有されるようになった。SARBの金融政策動向が、通貨市場で材料視されるような展開は、当面考え難くなっただろう。
- 汚職摘発の他、財政の重石となってきた南ア電力公社など国営企業の役員人事更改、検察庁・歳入庁など独立性の弱かった公的機関のトップ人事更改、鉱業憲章・補償無し土地接収など前政権(ズマ大統領)の残した賛否の分かれる問題への真摯な取り組み、最低賃金・(労働組合の)匿名投票の制限など労働問題への取り組みなど、ラマポーザ大統領は、期待以上に迅速に、広範な改革を推し進めている。
- その成否は、勿論、時間を掛けて見極める必要があろうが、現在の南ア新政権は、**政権発足直後の単純な「蜜月期間」である以上に、「南アが良くなる」期待感を南ア経済にもたらしているものと考えられる。**
- トランプ米大統領の仕掛けた鉄鋼・アルミ関税導入など貿易戦争は、銅、亜鉛など産業金属全般の価格押し下げ要因となることで、ランドにとっては悪材料。イラン核合意撤退による原油価格押し上げや、米調首脳会談に対する期待感が金価格を押し下げる動きなども、南アにとっては逆風になっている。
- 目先の注目材料としては、財政や物価に与える影響という視点で、賃金苦笑(とりわけ公務員賃金)が挙げられる。中期的には、やはり、ラマポーザ大統領の進める構造改革の進捗に注目で、とりわけ、**鉱業憲章や補償無し土地接収の落としどころは、南アへの投資を検討している投資家の目線で、非常に強い関心を集める問題となろう。**(本多秀俊)

図表 23: 南アフリカ相場(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

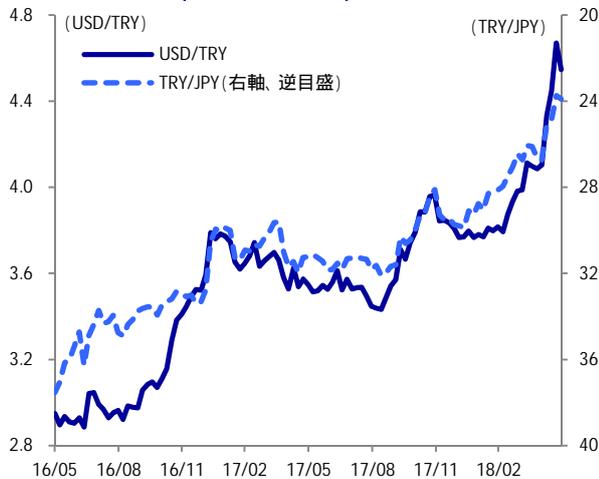


(資料) ブルームバーグ

### トルコリラ (TRY) : 金融政策に光明、安定政権樹立が期待される

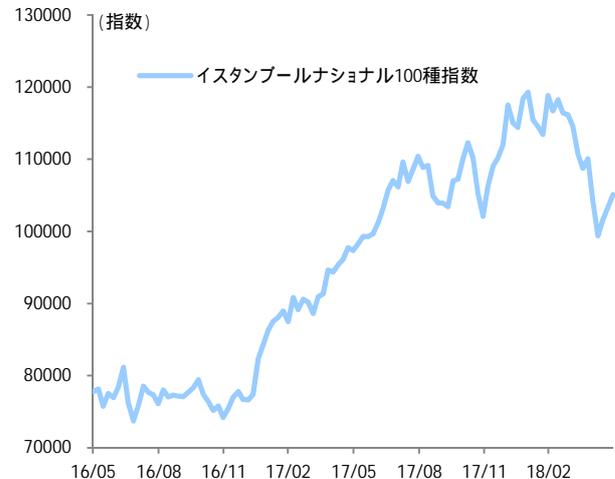
- 5月のTRYは暴落後、急反発。23日までに対USDで4.9221(参照値)、対円で22.29(同)と、それぞれ史上最安値を大幅に更新した。
- 6月24日の実施が発表された前倒し総選挙・大統領選挙にむけて財政出動(ばらまき)が警戒されたことや、政治家からの圧力で、トルコ中銀(CBRT)の金融引き締めが大幅に後手に回っていることなどが嫌気された。
- エルドアン大統領は、15日、「(大統領に再任されたら)利下げをする」と断言、リラ安を更に加速させた。
- しかし、23日、CBRTは緊急金融政策委員会を開いて、実質的な政策金利となっていた後期流動性窓口貸出金利を13.50%から16.50%に引き上げた。
- 更に、28日、CBRTは、「金融政策の簡素化」の名の下、形骸化していた1週間物レポ金利を8.00%から16.50%に引き上げ、今後は、後期流動性窓口貸出金利に代わって政策金利として活用すると発表した。当日物貸出・借入金利をそれぞれ18.00%・15.00%に、後期流動性窓口金利は19.50%に、それぞれ引き上げられた。
- 主要政策金利を中心に上下対称(同じ幅)の政策金利枠の導入は、CBRTが2015年の夏から掲げる「金融政策の簡素化」が、この危機の最中に漸く実現されたことを意味する。今後は金融政策委員会を経ずとも、日々の金融調整の範囲内で、金利枠を活用した柔軟で機動的な金利調整が可能になる。
- こうした政策変更は、遅きに失したとはいえ、CBRTが物価抑制のために「正しい方向」に踏み出したことを意味する。
- とりわけ、こうした決定が、エルドアン大統領の「利下げ宣言」直後に実施されたことの意味は重い。同大統領の了承なしに、CBRTが一連の政策を実施できたとは考えられないからだ。
- こうなると、6月24日の総選挙・大統領選挙の結果は、現状維持が資本市場にとって最も望ましい結果となるだろうか。ただし、現在までに、世論調査の結果は交錯しており、ハングパーラメントや大統領選が2回目投票に持ち込まれる可能性などが観測されている。
- 仮に現行政権が維持されたとしても、薄氷の勝利となれば、来年3月の地方選に向け、大統領の強権化の加速や、財政ばらまきなどが警戒される状況が続くであろう。(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 1~5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>								
中国人民幣元 (CNY)		6.2431 ~ 6.5362	6.4106	6.35	6.40	6.45	6.45	6.45
香港ドル (HKD)		7.8136 ~ 7.8509	7.8447	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー (INR)		63.246 ~ 68.458	67.410	68.0	69.5	68.2	65.0	64.0
インドネシアルピア (IDR)		13263 ~ 14213	13896	13950	13950	13800	13500	13400
韓国ウォン (KRW)		1054.18 ~ 1098.59	1077.24	1070	1070	1075	1080	1080
マレーシアリング (MYR)		3.8533 ~ 4.0660	3.9798	4.02	4.12	3.98	3.85	3.72
フィリピンペソ (PHP)		49.705 ~ 52.758	52.529	53.3	54.5	52.8	51.0	51.5
シンガポールドル (SGD)		1.3009 ~ 1.3490	1.3386	1.34	1.36	1.33	1.32	1.30
台湾ドル (TWD)		28.958 ~ 30.082	29.962	29.90	29.90	30.00	30.10	30.10
タイバーツ (THB)		31.09 ~ 32.62	32.07	31.8	31.6	31.2	31.0	30.8
ベトナムドン (VND)		22680 ~ 22855	22804	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	62.2325	63.00	64.00	62.00	63.00	64.00
南アフリカランド (ZAR)		11.5078 ~ 12.8934	12.6958	12.20	12.40	12.20	12.00	11.80
トルコリラ (TRY)		3.7163 ~ 4.9253	4.5274	4.30	4.10	3.90	4.00	4.10
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		3.1214 ~ 3.7712	3.7239	3.60	3.69	3.69	3.68	3.67
メキシコペソ (MXN)		17.9401 ~ 20.0481	19.9177	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>								
中国人民幣元 (CNY)		16.537 ~ 17.543	16.965	16.85	16.25	15.50	15.50	15.19
香港ドル (HKD)		13.326 ~ 14.505	13.871	13.65	13.27	12.77	12.79	12.55
インドルピー (INR)		1.593 ~ 1.790	1.614	1.57	1.50	1.47	1.54	1.53
インドネシアルピア (100IDR)		0.759 ~ 0.845	0.782	0.767	0.746	0.725	0.741	0.731
韓国ウォン (100KRW)		9.634 ~ 10.681	10.063	10.00	9.72	9.30	9.26	9.07
マレーシアリング (MYR)		26.449 ~ 28.395	27.378	26.62	25.24	25.13	25.97	26.34
フィリピンペソ (PHP)		1.999 ~ 2.272	2.074	2.01	1.91	1.89	1.96	1.90
シンガポールドル (SGD)		79.19 ~ 85.50	81.29	79.85	76.47	75.19	75.76	75.38
台湾ドル (TWD)		3.585 ~ 3.843	3.632	3.58	3.48	3.33	3.32	3.26
タイバーツ (THB)		3.344 ~ 3.525	3.393	3.36	3.29	3.21	3.23	3.18
ベトナムドン (100VND)		0.4590 ~ 0.4992	0.4773	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	1.744	1.70	1.63	1.61	1.59	1.53
南アフリカランド (ZAR)		8.515 ~ 9.293	8.568	8.77	8.39	8.20	8.33	8.31
トルコリラ (TRY)		22.295 ~ 30.311	24.029	24.88	25.37	25.64	25.00	23.90
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		28.872 ~ 35.131	29.220	29.72	28.18	27.10	27.17	26.70
メキシコペソ (MXN)		5.413 ~ 5.981	5.463	5.35	5.33	5.41	5.56	5.44

(注) 1. 実績の欄は2018年5月31日まで。SPOTは6月1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(5月31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
<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	7.2	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	5.2	5.3	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	5.2	5.2	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	6.5	6.6	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	3.2	3.3	-0.5	0.6	1.0	2.1	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	4.3	4.2	0.2	0.7	1.2	1.6	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.8	6.8	7.4	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
<b>エマージングアジア</b>						
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
インド	翌日物レボ金利	6.00	6.00	6.25	6.25	6.50
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50
フィリピン	翌日物金利	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	1.75	2.00
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25

(資料) 各国中央銀行、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。