

2019 年 1 月 8 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 株式市場へと資金が戻る	2
中国: 政策対応を積極化	3
インド: 高まる中銀の独立性に対する懸念	4
インドネシア: 政策金利の据え置きを決定	5
韓国: 経済政策の一部見直しに期待	6
マレーシア: 原油安による税収減	7
フィリピン: 6 会合ぶりに政策金利を据え置き	8
タイ: BOT が 7 年 4 か月振りに利上げを実施	9
ロシア: 米制裁次第だが、前提は軟調	10
南アフリカ: 景気上振れを挫かない政治運営に期待	11
トルコ: 景気底割れを長引かせる政治運営を警戒	12
ブラジル: 新政権が発足、議会運営に課題	13
メキシコ: 予算案提出は無難に通過	14
為替相場見通し	15

国際為替部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchiki@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

香港資金部

シニアアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

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

ブラジルみずほ銀行

チーフストラテジスト

Luciano Rostagno

luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国：株式市場へと資金が戻る

マーケット・エコノミスト

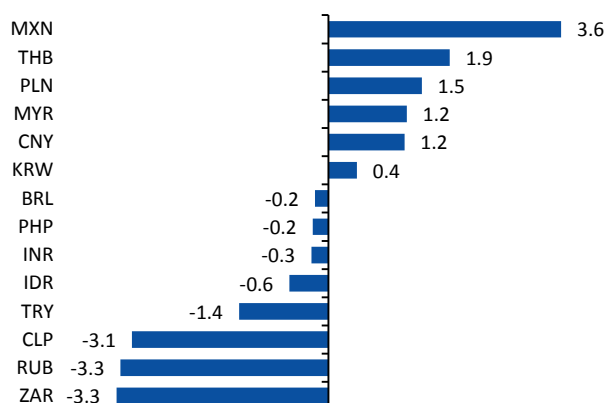
多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

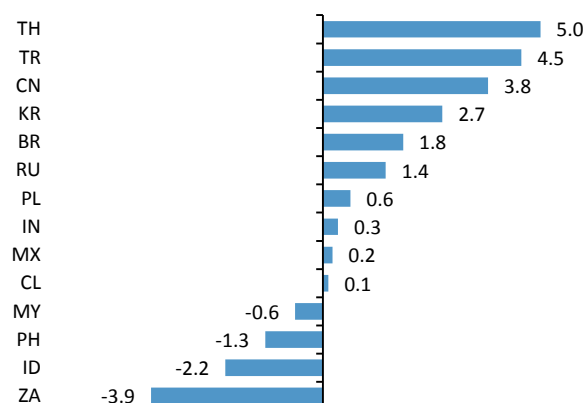
- 12 月の新興国通貨は底堅く推移した。月初、米中首脳会談において 90 日間を期限に構造改革を協議することで合意。米国が 2019 年 1 月から予定していた追加関税措置の発動を留保したことを好感し、新興国通貨は上昇した。しかし、世界的に株価が大幅安となる中で中旬にかけて新興国通貨は下押しされた。その後も株安地合いは継続したものの、月末には中国人民銀行が CNY の安定維持を表明したことなどから新興国通貨は上昇して越年した。
- 2018 年を簡単に振り返ると、5 月のアルゼンチンショックに続き、8 月にもトルコショックが起きるなど、夏場にかけて新興国は苦境に立たされた。その主因は米国の利上げと米長期金利の上昇であり、経常赤字国や対外債務が高水準の国を中心に通貨が軟調となった。
- もともと、10 月以降はそれまでの総悲観という局面に変化がみられている。10 月に急落した米株式市場は 12 月にも大きく崩れ、足許では激しい上下動を繰り返しているが、新興国の株価や通貨は底割れすることなく、底堅い展開となっている。新興国株式ファンドへの資金フローを確認すると、5 月から資金流出傾向が続いてきたが、10 月後半からは 12 週連続の流入超となっており、明確にトレンドが変わっている。他方、新興国債券ファンドからは資金流出が続いており、新興国市場に対する懸念が完全に払拭されたわけではないことには留意する必要がある。
- 新興国市場に対して再び資金が戻ってきた背景には、米国の金融政策正常化の休止が意識されるようになったことがある。11 月以降、FRB 高官からハト派な情報発信が見られ始め、12 月 FOMC では 2019 年の利上げ想定ペースが従来の 3 回から 2 回に引き下げられた。年明け 4 日の講演では、パウエル FRB 議長が「市場は世界景気を不安視しており、金融政策も柔軟に見直す用意がある」と述べており、金利先物市場では年内の利下げを織り込む動きすら見られている。米金利上昇とドル高という最大のネガティブ要因が緩和する中、新興国通貨は反発している。
- FRB の金融政策正常化が休止するとの見方が増える中で、新興国からの資金流出圧力は低下している。ただし、FRB がハト派化するのには世界景気の減速を懸念するからであり、そうした状況において手放しで新興国へと投資資金が向かう展開は考え難いため、慎重な姿勢を崩さずに望みたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018 年 12 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2018 年 12 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:政策対応を積極化

マーケット・エコノミスト

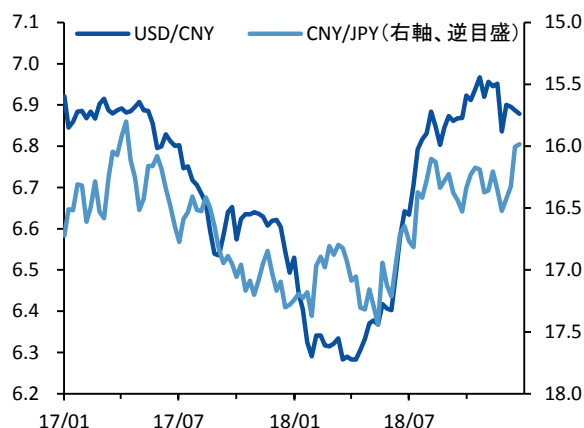
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の CNY は上昇、10 月以降の下落を取り戻した。月初は米中首脳会談の結果を受けて、11 月末の 6.96 台から 6.83 台へと急速に CNY 高が進んだ。もっとも、米通信機器大手の幹部がカナダで逮捕されたことが伝わると、CNY 安に転じ、月半ばにかけて 6.91 台を再びトライする場面もみられた。月後半は米金融政策の正常化ペース減速期待や中央経済工作会議で示された景気テコ入れ方針を手掛かりに CNY 高基調となり、6.87 台で取引を終えた。
- 12 月 1 日の米中首脳会談を経ての両国間の協議に大きな進展はみられていない。貿易面で中国は譲歩可能とみられ、米国からの輸入自動車関税引き下げなどが表明されている。一方で、構造改革(技術移転、知的財産、非関税障壁、サイバー攻撃、市場開放の 5 分野)のハードルは相当高い。中国では技術移転の強要を禁止する法案が審議中の模様だが、米国からの評価は乏しい。米中覇権争いの影響が景気面で確認されるなか、構造改革協議の期限(3 月 1 日)が近づくとつれ、CNY 安の圧力も強まっていくと考えられる。
- もっとも、12 月 FOMC や 1 月 4 日のパウエル議長講演を経て、米金融政策の正常化ペース減速はより現実味を増しており、これまで進んできたドル高は巻き戻される方向にある。これは CNY 安圧力を一定程度相殺しよう。
- 中央経済工作会議(12 月 19~21 日開催)では、財政・金融政策を積極的に活用する方針が示された。財政政策については「積極的財政政策の度合いを強めて効率を上げる」とし「積極的な方向性は不変」との従来方針から踏み込んだ。減税やインフラ投資拡大が示唆されている。また、金融面では「緩和と引き締めのバランスがとれた穏健な金融政策」が掲げられた。従来あった「中立」の文言が削除されたことは、景気下支えが念頭にある。実際、12 月 19 日には市中銀行向貸出(MLF)の金利引き下げ、1 月 4 日には市中銀行の預金準備率引き下げを発表。民間企業向けの流動性供給の拡大を促している。
- かかる状況下、米中協議の行方を睨みながら CNY は上下に振れやすい状況が続こう。7.00 を試すこともありえる。もっとも、ドル高の巻き戻しが CNY 高にはたらくほか、中国政府が積極化する政策対応の効果が顕在化すれば一段の CNY 高要因となる。特に、2019 年後半は CNY 高の動きが強まると想定する。
- リスクシナリオとしては、引き続き米中覇権争いの激化がまず挙げられる。また、財政金融政策が拡張的となるなかで、債務問題とのバランスも問われる。システムリスクを抑制できるだけの景気効果が確保されるかが注目されよう。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド：高まる中銀の独立性に対する懸念

マーケット・エコノミスト

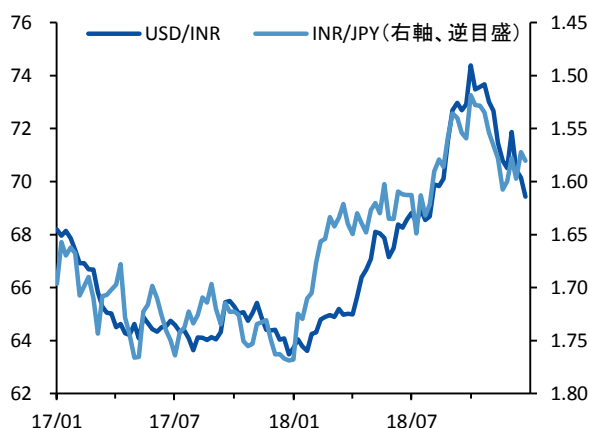
多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

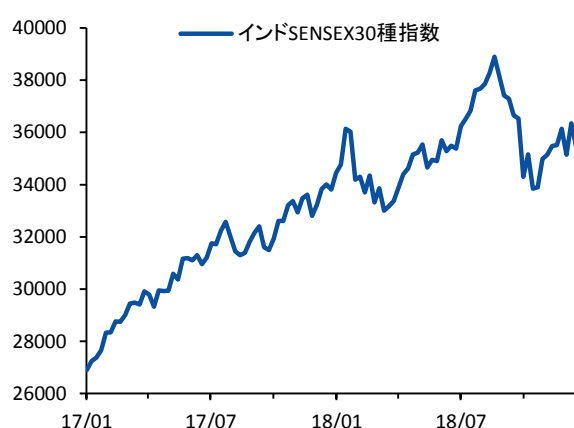
- 12月のINR相場は往って来いの展開。地方選挙で与党が敗北したことなどからINRは軟調に推移し、RBIのパテル総裁が10日に辞任を発表したことで翌11日には72台半ば近辺まで値を下げた。だが月後半にかけては原油安や米FOMC後のドル売りなどを受けて69台まで反発した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は12月3～5日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利のレポレート(レポレート)を6.50%に据え置くことを決定。MPCは政策委員6人の全会一致で政策金利を据え置くことを決定した。他方、金融政策スタンスに関しては、前回MPCで採用した「調整された引き締め(calibrated tightening)」を維持したものの、外部委員のドラキア氏は前回同様「中立(neutral)」を主張し反対票を投じている。また、パテル総裁は記者会見で「RBIが指摘してきたインフレ上振れリスクが実現しない、もしくは今後の指標への影響がほとんどない場合、それに見合った対応が必要になる可能性がある」と述べている。政策スタンスは「調整された引き締め」を維持したものの、RBIは明らかにハト派寄りに傾斜した印象だ。次回2月会合では政策スタンスを再び「中立」に戻し、フリーハンドを確保しようとするだろう。
- なお、パテル総裁は12月10日、「一身上の都合」を理由に、突如辞任を表明した。辞任の詳細な理由は公表されていないが、RBIと政府の対立が原因とみられ、10月末に辞任観測が報じられていた。翌日にという異例の早さで後任に任命されたダス元財務次官はモディ首相に近い人物であり、政府との対立は緩和する可能性がある。他方、金融政策や規制監督において政府に歩み寄った判断をする可能性が高く、中銀の独立性に対する懸念が高まる恐れがある。
- 11月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.3%と10月の同+3.4%から低下し、17か月ぶりの低水準となった。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も10月の同+5.9%から同+5.4%へと鈍化した。
- 10月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+8.1%と9月の同+4.5%から大幅に加速した。もっとも、これはヒンドゥー教の祝日(ディワリ)の日程(去年は10月だったが今年は11月)が大きく影響しており、先行きについては慎重な見方を維持したいところである。
- 原油安や米金利低下を受けたドル安などはINRのサポート材料となりそうだ。他方、地方選での苦戦を受けて4～5月の総選挙の不透明感が高まっており、INRの上値は限定的だろう。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:政策金利の据え置きを決定

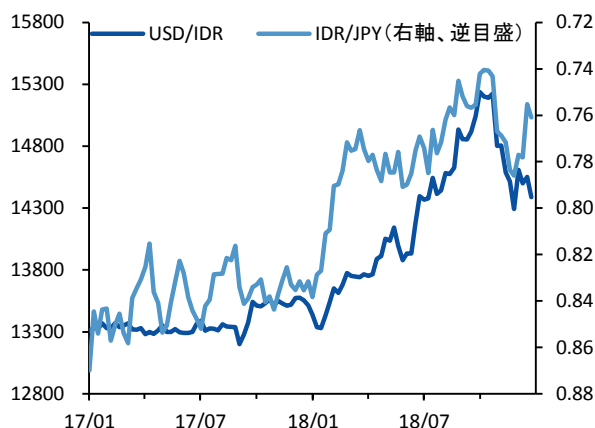
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 12月のIDRは小幅に下落した。月初、一時14210台をつけたが、米中の通商問題への懸念が高まり11日に一時14650台まで軟化した。原油価格の下落や、インドネシア中央銀行(BI)による介入への警戒感から、14350台まで値を戻し、月末は14390で越月した。
- 12月3日に発表された11月製造業PMIは50.4と10月(50.5)から低下したが、景気拡大/縮小の分かれ目である50を10か月連続で上回った。また、BIが発表した、11月消費者信頼感指数は122.7と10月(119.2)から改善し、楽観圏(指数100以上)を引き続き維持している。
- 11月の貿易統計は、輸出が前年比▲3.3%と10月(同+3.6%)から減少し、2017年6月以来のマイナスとなった。輸入は同+11.7%と10月(同+23.7%)から減速したが、高い伸び率を維持している。その結果、貿易収支は▲20.5億ドル(10月:▲18.2億ドル)と2か月連続で赤字となり、赤字幅は今年最大となった。
- BIは19~20日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレートを6.00%に据え置くことを決定した。同時に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6.75%と5.25%に据え置き、コリドーは1.50%ポイントを維持した。市場では大半が据え置きを予想していた。
- BIは声明文で、現在の金利水準は、来年に経常赤字をより健全な水準に引き下げ、国内資産の魅力を維持する取り組みと一致しているとした。政策金利はFRBが2019年の利上げ回数の見通しを3回から2回に引き下げたことを含め、世界の金利動向も踏まえて決定した。BIのペリー総裁は「米国債券利回りは当初予定されていたほど上昇しない」との見方を示し、「先進経済諸国から新興国へのポートフォリオ投資の再配分」を促すだろうと述べた。一方、必要に応じてIDRを防衛する方針が改めて示された。当面は政策金利を維持する可能性が高いが、IDRが大幅に下落することがあれば、追加利上げに踏み切るだろう。
- 2018年5~11月の間に決定されたBIによる6回、合計175bpの利上げと、経常赤字縮小に向けた政策が実施されていることがIDRを下支えするだろう。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国: 経済政策の一部見直しに期待

マーケット・エコノミスト

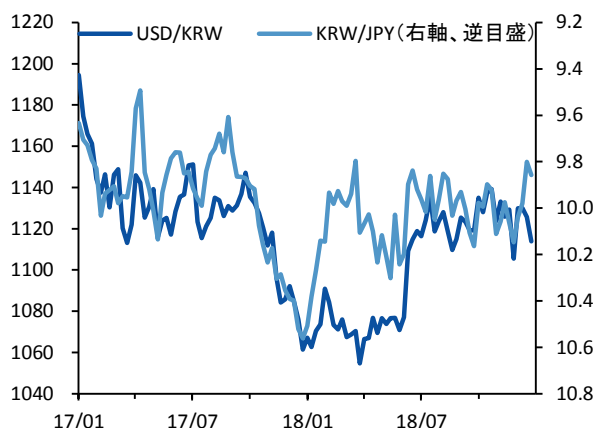
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月のKRWは外部要因から上下に振れる展開となった。月初は米中首脳会談の結果を受けて、一時は6月以来となる1104台までKRW高が進んだ。しかし、米金利の逆イールド形成による株価下落に加えて、中国大手通信企業幹部がカナダで逮捕されたことが重なり、月半ばにかけてはKRW安に転じた。その後、米金融政策の正常化ペース減速期待が高まると、KRWは月末にかけて下落幅を縮小。前月末比で小幅高となる1115台で取引を終えた。
- 経済環境については、内憂外患という状況が続いている。経済成長における外需依存度が高い同国(2011~2015年の平均で50%強)にとって、世界景気のピークアウトが指摘される状況は厳しい。対中依存度が高いだけに、米中覇権争いの影響も大きくなる。また、主力の半導体産業が回復局面入りするのは2020年以降になりそうだ。
- 内需面では、現政権の分配重視政策の副作用が深刻だ。最低賃金の大幅引き上げは、コスト抑制のための人員削減を促し、雇用と個人消費の落ち込みを招いている。産業界を中心に規制緩和などを通じた成長重視の政策への見直しを求める声強いが、文大統領は意に介していないようだ。12月10日には、分配重視政策をさらに進めるべく閣僚人事を実施した。
- もともと、経済政策での失敗を外務的成果で補う政策運営は限界に近い。各種世論調査によれば、政権の支持/不支持が拮抗し始めており、経済政策面での不満が目立つ。政権としては内需のテコ入れが必要となろう。政府が経済成長見通しの下方修正を発表した12月17日、文大統領は就任(2017年5月)後初めて経済閣僚会議を招集、景気対策の強化に言及した。成長重視に転じないまでも、現状の分配重視政策の見直しとなれば好感されよう。
- 内需の拡大は貿易黒字の縮小をもたらす一方、対内直接投資を促す可能性もある。他方、米金融政策の正常化ペース減速により、米韓金利差拡大に伴う資金流出圧力は和らごう。経常収支から証券投資(ネット)と直接投資(同)を差し引いた基礎的収支はプラスを維持し、自然体ではKRW高になりやすい状況が続きそうだ。ドル高の巻き戻しとともに、KRWの緩やかな上昇を支えよう。
- なお、米中覇権争いの長期化は引き続きリスク要因となる。CNYの低迷とリスクオフの流れが生じれば、経済的結びつきの強いKRWをはじめとするアジア新興国通貨には重しとなりやすい。また、ハイテク株の一段安にも注意したい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:原油安による税収減

マーケット・エコノミスト

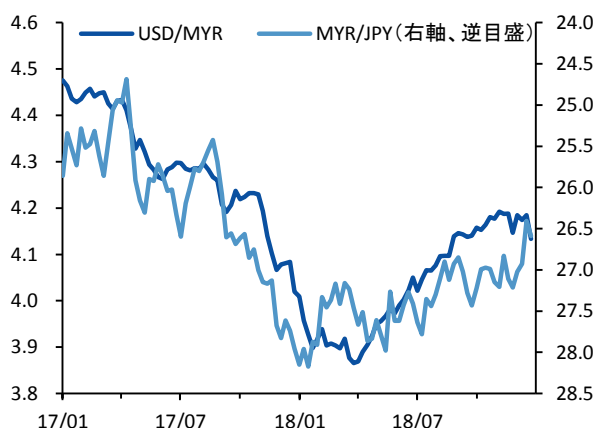
多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

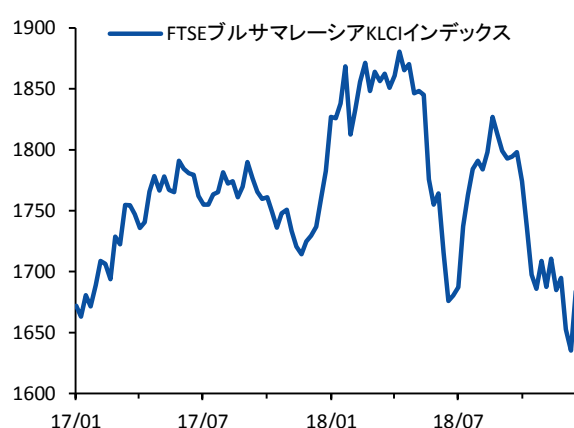
- 12 月の MYR は上昇した。上旬は、米中貿易摩擦への懸念が和らいだほか、石油輸出国機構(OPEC)と非加盟国産油国での減産合意を受けて 4 日にかけて 4.14 台まで上昇。その後は 4.18 台を中心とした値動きが続いたが、月末に中国人民銀行が CNY の安定維持を表明したことなどから MYR は 4.13 台まで値を上げた。
- 10 月の輸出は前年比+17.7%(9 月:同+6.5%)と、2017 年 10 月以来 1 年ぶりの高い伸びとなった。前月比でも+15.1%と 2008 年 4 月以来の大幅増となった。国別に見ると、中国向けが前年比+33.0%と大きく増えたことが全体を押し上げており、米中の貿易戦争が長引く可能性が懸念される中、輸出を前倒しする動きが広がっているとみられる。製品別では、主力の電子・電気機器やエネルギー関連が伸びた。他方、輸入は前年比+11.4%と 9 月の同▲2.8%からプラスに転じ、結果として貿易収支は 163.9 億リンギの黒字と前年同期(102.3 億リンギ)から黒字幅が大幅に拡大した。
- 10 月の鉱工業生産は前月比+1.7%(9 月:同▲0.4%)と 3 か月ぶりに増加した。鉱業は同+8.3%(9 月:同▲6.0%)と、前月の大幅減の反動の側面もあるものの大きく持ち直した。製造業は同+0.2%と前月(同+1.5%)に続き増産となった一方、電力は同▲1.6%(9 月:同+1.4%)と減少した。輸出の増加と整合的な動きであり、10 月の生産を 7~9 月期比でみると+1.3%となり、2 四半期連続の増産となっている。
- 11 月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+0.2%と 10 月の同+0.6%から減速したが、6 か月連続で 1%を下回った。6 月に物品サービス税(GST)を撤廃したことが価格上昇を抑制しており、9 月に売上サービス税(SST)が再導入されたものの、CPI 上昇率の押し上げは限定的となっている。変動の大きい生鮮食品などを除いたコア CPI 上昇率は同+0.2%(10 月:同+0.1%)とわずかに持ち直し 3 か月連続でプラスとなったものの、抑制された状況が続いている。
- マレーシアは歳入の 3 割が石油関連企業からの税収や配当収入であり、原油相場の下落を受けた税収減などを通じて財政健全化の遅れが懸念される。米 FRB の利上げ路線の修正は MYR のサポート材料となりそうだが、中国の景気減速懸念などから MYR の上値は限られそうだ。

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:6 会合ぶりに政策金利を据え置き

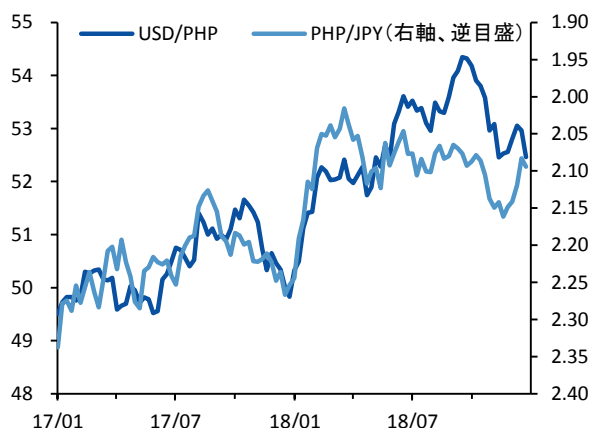
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の PHP は小幅に下落。月初、一時 52.20 台をつけたが、13 日に開催されたフィリピン中央銀行 (BSP) の金融政策会合で政策金利の据え置きが決定されると、53.10 台まで下落。19 日の FOMC を受け、一時 53.20 台まで軟化した。その後、クリスマス休暇や年末年始前の調整も入り 52.50 台で越月した。
- 5 日に発表された 11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+6.0%と 10 月 (同+6.7%) から鈍化した。政府によるインフレ抑制策や原油価格の下落が CPI を押し下げた模様だ。11 月 CPI 上昇率は BSP の予想 (+5.8~6.6%) の範囲に収まった。
- 10 月の貿易統計をみると、輸出は前年比+3.3%と 9 月 (同+0.8%) から加速し、輸入は同+21.4%と 10 月 (同+26.1%) から鈍化するも高い伸び率を維持している。その結果、貿易収支は▲42.1 億ドルと統計開始以来の最大の赤字幅となった。インフレ整備に向けた、中間財と資本財の輸入が増加したとが赤字幅拡大の背景にあり、今後も貿易赤字は続くと思われる。
- BSP は 13 日の金融政策会合で、政策金利の翌日物借入金利 (リバースレポレート) を 4.75% に据え置くことを決定した。また、翌日物リバースレポレートの据え置きに併せて、上限金利の翌日物貸出ファシリティ (OLF) レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ (ODF) レートも、それぞれ 5.25%、4.25% に据え置いた。今回の据え置きは市場予想通りであった。
- BSP は声明文で直近のインフレ率は食料品価格が抑制され、2019 年と 2020 年のインフレ見通しは物価目標の範囲内に収まるとの見通しを示した。BSP は、当面は金融政策を維持することにより、これまでの金融政策の対応を引き続き経済に波及させることが賢明だと判断したと述べている。インフレ見通しおよび金融の安定に影響を及ぼす事象には引き続き慎重な姿勢を維持すると強調した。声明文の結びは「物価安定の使命を果たすために適切であれば、一段の政策を取る用意がある」と締め括り、今後の追加利上げに含みを残した。先行きに関しては再びインフレ率が加速すれば利上げに踏み切る可能性は残るが、当面は今まで実施してきた利上げ効果を見極めつつ政策金利を維持するだろう。
- BSP の利上げや、米利上げペースが緩やかになることが PHP をサポートするだろう。しかし、経常収支の悪化が続いているため上値は限定的と考える。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ:BOT が 7 年 4 か月振りに利上げを実施

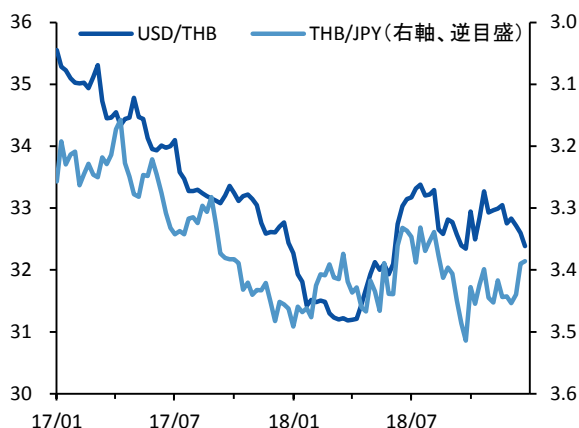
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の THB は下旬に小幅上昇した。月初 32.80 台で推移し、ほぼ横ばいで推移を続けた。下旬に米株式市場が軟調となり、ドルが売られたことを背景に 32.60 台まで値を上げた。月末には 32.30 台まで上昇し取引を終えた。
- 11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.9%と 10 月 (同+1.0%) から鈍化し、インフレ目標 (+1~4%) を下回る結果となった。11 月貿易統計 (通関ベース) では、輸出が前年比▲1.0%と 10 月 (同+8.7%) からマイナスに転じた。米中貿易摩擦の影響で中国向け輸出が減少していることが背景にある。一方、輸入は同 +14.7%と堅調を維持した結果、貿易収支は▲11.8 億ドルの赤字となった。
- タイ中央銀行 (BOT) は 12 月 19 日に金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利を 1.50%から 1.75%に 25bp 引き上げることを選定した。BOT が利上げを実施するのは 2011 年 8 月以来 7 年 4 か月振りである。
- 声明文では、タイ経済の成長継続が強調され、大半の委員は緩和政策を続ける必要性は減少したとの判断を示した。また、低金利の長期化に伴う金融安定に対するリスクを抑制することや、世界経済が悪化した場合の利下げ余地をつくることが利上げの狙いだとした。緩和的な金融政策が適切だと表明していることに加え、GDP とインフレ見通しを下方修正していることから、いわゆる「ハト派的な利上げ (dovish hike)」となった印象だ。会合後の記者会見でも追加利上げについては、経済成長、インフレや金融安定などに関するデータ次第としている。12 月 22 日に BOT のウィラタイ総裁は、経済成長の支援に緩和的な金融政策が引き続き必要だとし、利上げを継続しない方針を明らかにしているため、当面政策金利は据え置きとなるだろう。
- プラユット首相は 12 月 4 日に、総選挙は「国王の戴冠式の前に行われる」と述べ、これまで戴冠式後になるとしていた発言を翻した。今回のプラユット首相の発言で 2 月 24 日に実施されるとの見方が強まった。しかし、1 月 3 日にウィサヌ副首相はワチラロンコン国王の戴冠式と関連式典が 5 月 4~6 日に行われることが決定したため、2 月の総選挙のその後の政治日程が戴冠式関連行事の妨げにならないよう延期する可能性に言及した。2 月 24 日に代わり、3 月 24 日もしくは 31 日が候補になったと報じられている。
- THB は米利上げペースが緩やかになることを背景に底堅い推移が続きそうだ。他方、米中貿易摩擦への懸念に加え、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。

図表 15:タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16:タイ SET 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：米制裁次第だが、前提は軟調

シニア為替ストラテジスト

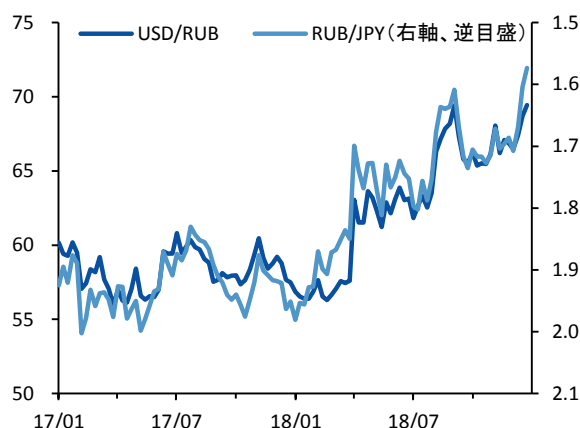
本多 秀俊

+44-20-7786-2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 12月のRUBは横這い先行から下落。昨年9月に掛けRUBが急落した時点に比べると、原油価格(ブレント)は30%以上下落したが、対USD、対EURなどでRUBは9月の安値を割り込むことはなかった。
- 主要通貨の中でも、円に対してRUBが年初来安値を更新した(16年11月来となる1.6円割れ)のは、原油価格下落と並行して進んだ世界的な株安を受けたリスク回避の円高(安全資産としての円買い)の結果と考えられた。
- 原油価格は主に米シェールの増産基調や米原油在庫の積み上がりといった供給側の要因、主に米中貿易戦争を要因した景気後退=需要減退懸念という需要側の要因に、15か月ぶりの安値更新というテクニカル要因が重なって急速な続落につながった。
- 5日から開催された主要産油国による会議(OPEC+)は、早い段階から減産方針を示唆していたが、具体的な減産量(日量12百万バレル)が発表されたのは7日になってからで、それも市場予想を上回る規模とは言えなかった。
- その後市場の関心はロシア中銀(CBR)の金融政策に移っていった。6日発表されたロシア11月CPIが前年比+3.8%と予想の範囲にとどまっていたこともあり、参加者の大勢は金利据え置きを見込んでいたが、発表は政策金利(1週間物レポ金利)の7.75%への25bp利上げ。ただし、予想外の利上げにもかかわらず市場の反応は鈍く、RUBの値動きは極めて限定的だった。
- CBRの利上げは、とりわけ、1月からの付加価値税率引き上げ(18%→20%)の物価への影響を懸念した結果と考えられたが、同時に、米による追加経済制裁がRUB押し下げを通じて物価を押し上げる可能性に対しても「予防的」な利上げの必要性を具体的な行動に表したと受け止めることもできた。
- 引き続き、(2016年米大統領選への干渉に対する)米経済制裁の内容(特にロシア新発国債への購入制限)は、2019年のRUBの最大の攪乱要因と言える。これまでに制裁導入の悪影響を相応に織り込まれていると考えるが、実際の内容次第で、RUBには上振れ余地も下振れ余地もあると見込む。
- RUBと原油価格の連動は、特に2018年4月以降、低下してはいるものの、引き続きロシア経済、ひいてはRUBに決定的な影響を与えるものとする。80ドル/バレル(ブレント)を超えるような水準は明らかな「買われ過ぎ」だったとの認識に立ち、当面は上値の重い展開を中心に予想する。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 景気上振れを挫かない政治運営に期待

シニア為替ストラテジスト

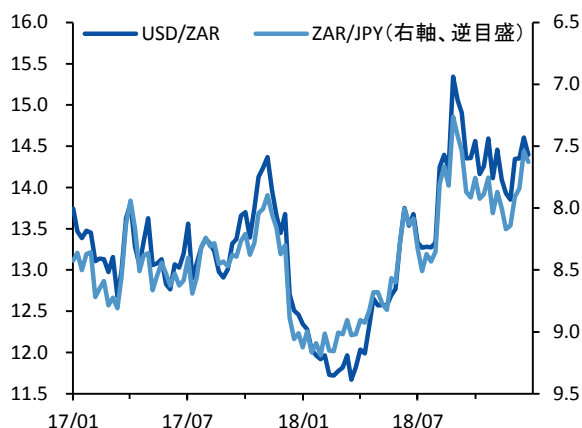
本多 秀俊

+44-20-7786-2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 12 月の ZAR は、下落。月初、対 USD で 13.5425 (4 日)、対円で 8.35 (参照値 /3 日) と 8 月来の高値を更新したものの、クリスマス前後にそれぞれ月の安値となる 14.6975 (24 日)、7.48 (同/25 日) まで、局地的な反発を見ながらも、軟調推移を支配的とした。
- 月初の ZAR 上昇の背景には、1 日に予定された米中首脳会談に対する期待感の高まりがあった。米中貿易摩擦の打開が期待され、実際、同会談は「一時休戦 (米関税率引き上げの 3 か月延期)」をもたらしたと評価され、金、パラジウムなど貴金属、銅、ニッケル、亜鉛など産業金属の上昇を促した。
- しかし、そうした楽観は長続きせず、経済の先行きに対する悲観は、とりわけ米株を主導とした世界的な株安という形で表れた。金はリスク回避の安全資産買いという文脈でその後も上昇を続けたが、銅など産業金属は軒並み反落。ZAR も軟調を支配的とすることになった。
- 一方、この間発表された南ア経済指標は、7~9 月期 GDP (4 日) の上振れなど、必ずしも ZAR 軟調の裏付けとはならなかった。とりわけ鉱業生産 (11 日)、製造業生産 (11 日)、小売売上高 (12 日) など 10 月指数の予想外の上振れは、10~12 月期 GDP の続伸を期待させる力強い内容と読めた。
- 南ア発で ZAR の重石になった要因としては、南ア電力公社 (Eskom) による債務肩代わり要請が考えられた。当社は 11 月 29 日から計画停電を実施していたが、5 日、南ア政府に対して債務 1000 億ランドの肩代わりを要請した。
- ZAR にとって当面の懸念は南ア国債格下げ回避で、とりわけ同国債を唯一投資適格級としている 1 社の格下げは、主要国債指数からの除外、銘柄入れ替えの同国債/ZAR 売りに直結し、決定的に重要。その意味でも、Eskom の債務を政府が肩代わりする可能性は大きな懸念材料と言えた。
- 逆に南ア経済指標の上振れは、(歳入増を通して) 財政懸念をも一挙に解消する好材料足り得、今後も注目が必要。同時に、ムボウェニ財務相による初の予算発表 (2 月) も、南ア財政の先行きを占う上で大いに注目される。
- 2019 年は南アにとって政治の年でもある。5 月までに予定される総選挙/大統領選挙は、未だ国政選挙による信任を得ていないラマポーザ大統領が、その政治的基盤を固め、大衆迎合的な政策と投資市場からの信認の均整の取れた政策を押し進める好機になり得ると位置付ける。

図表 19: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ:景気底割れを長引かせる政治運営を警戒

シニア為替ストラテジスト

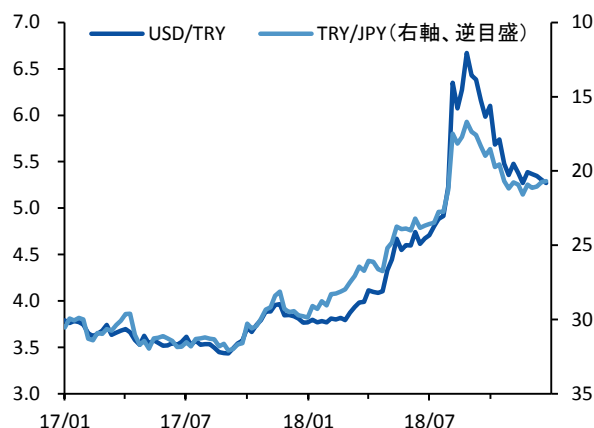
本多 秀俊

+44-20-7786-2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

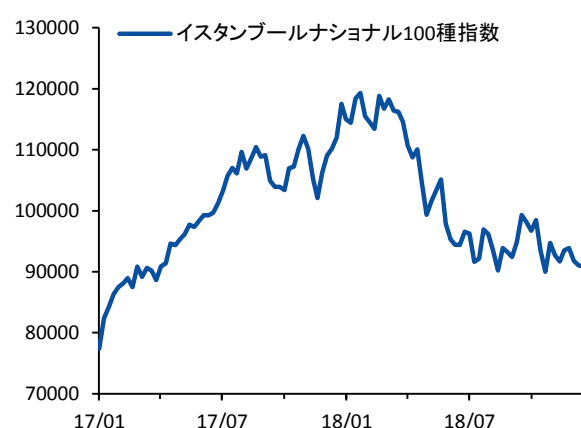
- 12月のTRYは、月初、水準を小幅切り下げたものの、その後は一貫して方向感を欠いた横這い(TRY急落は年明け以降)。
- 月初のTRY軟調は、典型的な「噂(期待)で買って、事実で売る」値動きと考えられた。11月30日に発表されたトルコ10月貿易収支(赤字縮小)、3日に発表された同11月CPI(予想以上の減速)は、いずれも良好な数字と読めたが、その発表に先立ち、アルバイラク国庫財務相を中心とした当局者から経常収支と物価の「大幅改善」が盛んに喧伝されていたことで、実際にはむしろ積み上がったTRY買いの解消(=TRY売り)を招く結果となった。
- それでも、その後TRYが膠着したのは、昨年8月のTRY急落直前の水準で、夏場以降の相場の中では「高止まり」と言える値動きと言えた。
- 仮に12月の値動きを「TRY堅調」と位置付けるのなら、その要因は、やはり、トルコ経済指標の改善に求めるのが妥当と言えよう。TRY安の主因のひとつであった経常収支赤字は8月以降3ヵ月連続で黒字に転じている。ただし、経常収支の改善は、TRY安を受けた輸入減少=トルコ消費者の購買力低下に負う部分が大きく、単純に対外競争力の改善によるわけではない。
- 同じくTRY安の主因であった高インフレも、足元改善は一部物品に対する消費税免除など短期的政策(消費税免除は18年末で終了)に負うところが大きく、今後の持続性に対しては楽観を許さない。また、下落に転じたとは言え、他経済との比較でトルコ物価が大幅に上振れている事実が変わりない。
- 中期的に見て、トルコ消費減速が、インフレ抑制や対外不均衡の是正に貢献する可能性は十分期待できる。ただし、そうした効果が定着/好感される前に、トルコの景気減速に対する注目が殊更高まり、TRY売り要因と読まれる展開が先行する可能性は大いに警戒される。
- そうした段階で、トルコ政策当局が判断を誤れば、短期的なTRY安が(輸入)物価を押し上げ、TRY安とインフレの悪循環が再燃したり、財政バラマキが経常収支悪化を招いたりする危険性は、現実的に警戒される。
- トルコ中銀(CBRT)による拙速な利下げ(2月4日に発表予定の1月CPIの見極めは、最低限必要と思われる)何よりもまず避けられるべきだろう。
- また、3月の地方選を前に、トルコ政府によるバラマキ(過度の財政出動)に対する警戒感も解けない。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブールナショナル 100 種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:新政権が発足、議会運営に課題

マーケット・エコノミスト

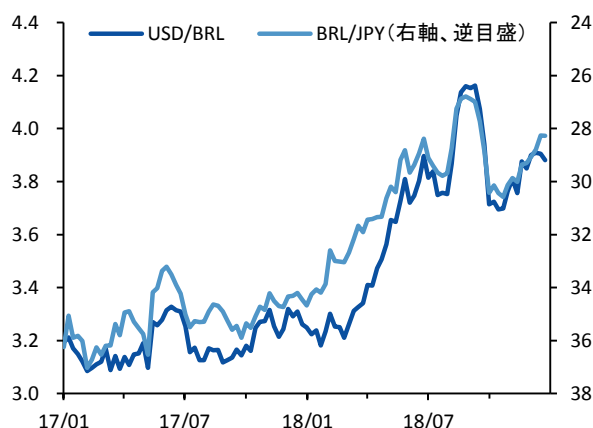
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の BRL は 3.81~3.95 のレンジでのみ合いとなった。原油価格や株価の下落が重しとなる一方、鉄鉱石価格に持ち直しの動きがみられたほか、特に月後半は米金融政策の正常化ペース減速期待からドル安の動きとなったことが BRL の支えとなった。
- 2019 年 1 月 1 日、ボルソナロ大統領が正式に就任、新政権が発足した。新政権は、前テメル政権の構造改革を引き継ぐ。元投資銀行家のパウロ・ゲデス経済相のほか、大手銀行出身のロベルト・カンボス次期中央銀行総裁、元財務相のホアキン・レビ国営経済社会開発銀行総裁らが中心となりそうだ。年金改革や国営石油公社の不採算部門売却、国営企業の民営化等に取り組む。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 12 月 11~12 日の通貨政策委員会で、政策金利を過去最低の 6.50%に据え置くことを全会一致で決定した。据え置きは 6 会合連続。声明文ではインフレ見通しを下方修正し、BRL 安への警戒色も弱めた。また「インフレ見通しやリスクバランスが悪化すれば、金融緩和は段階的に解除され始める」との利上げを示唆する文言を削除。ハト派姿勢を強めた。
- 経済の構造改革を緩和的な金融政策がサポートする構図を、市場は好意的にとらえている模様だが、各政策を議会で法案化できるかは依然不透明である。新大統領が率いる社会自由党は議会では少数派であり、法案化には他党からの協力が欠かせない。特に、年金改革は憲法改正(上下両院で 5 分の 3 の賛成が必要)を伴う。ブラジルでは他党からの協力を得るべく閣僚ポストを分配してきた。ところが、新大統領は閣僚ポストを削減、専門家や軍出身者を重用し、そうした手法には消極的である。法案化の停滞や骨抜きも懸念されよう。
- かかる状況下、ドル安と鉄鉱石価格の持ち直しを追い風に、短期的には 3.60 台をトライする動きもありそうだ。もっとも、新政権が正式に発足、今後は経済改革の実行といった政策面での課題が顕在化しやすい。年金改革の実現は短期的には難しいとみられ、政策期待が剥落するにつれ BRL の重しとなろう。BCB はハト派的な姿勢を強め、新大統領も低金利を望んでいるといわれる。中長期的には 3.70~4.00 のレンジで推移していくと予想する。
- なお、通貨安からのインフレ懸念の高まりが BCB に利上げを迫り、景気・財政見通しが悪化、さらなる BRL 安を促す悪循環に陥るという、ブラジルに典型的な展開をリスクシナリオとして引き続き考えている。

図表 23:ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボエスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 予算案提出は無難に通過

マーケット・エコノミスト

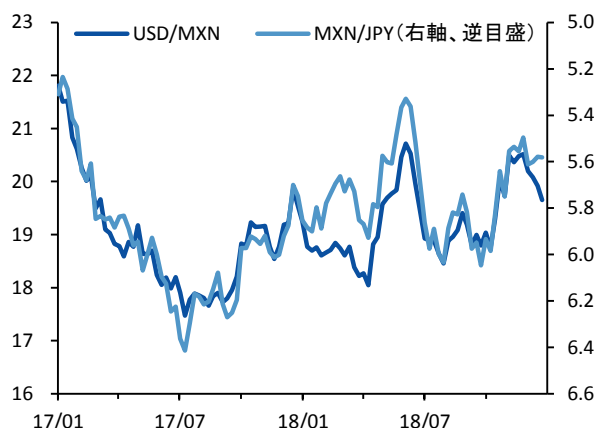
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の MXN は年初来安値圏から持ち直す動きとなった。ロペス・オブラドール大統領 (AMLO) 政権の発足後も政策不安は根強く、月上旬には 11 月安値 (20.63) を一時下回った。ただ、米金融政策の正常化ペース減速期待が高まるにつれ、MXN は月末にかけて上昇。注目された 2019 年度予算案が財政規律に配慮した内容であったことも追加材料となり、19.6 台まで MXN 高が進んだ。
- 12 月 1 日、AMLO 政権が正式に発足した。主要経済閣僚では、大蔵公債相に元メキシコ市財務長官のウルスア・マシアス氏、経済相にハーバード大学で経済学博士号を取得したマルケス・コリン氏、エネルギー相に石油公社出身のナレ・ガルシア氏が就任した。
- 新政権は 12 月 15 日、2019 年度予算案を議会に提出した。基礎的財政収支は GDP 比 1% の黒字を達成する内容となっており、大蔵公債相は「財政規律の維持をまず考慮した」と述べた。前提となる経済見通しについては、2019 年の GDP 成長率は 2.0%、インフレ率は 3.4%、対ドル平均レートは 20.0 ペソと、おおむね市場予想に則した内容で、市場の懸念に配慮した格好である。ただ、歳入面で徴税効率の改善やエネルギー関連での増収を見込んでおり、財政規律維持を巡る市場の警戒感はやや和らいだとはいえ払拭には至っていない。
- 個別の経済政策について、市場の懸念はより根強い。銀行手数料削減のための法改正を巡る議会の動きは見通し難い状況にある。また、新政権は 12 月 3 日、新空港建設計画を目的に発行した債券の一部 (発行済み 60 億ドルのうち 18 億ドル相当) を早期償還すると発表。財源は調達資金の未使用分の模様だが、残り 42 億ドル相当の扱いを巡り市場に不安感が高まった。さらに、2019 年 2 月に予定されていた石油鉦区入札を中止したことも懸念材料となる。
- 12 月 20 日、メキシコ中銀 (Banxico) は政策金利である翌日物レポ金利を従来の 8.00% から 8.25% へと引き上げた。前回に続き、新政権の政策運営がペソ安を促しインフレ率を高めるリスクに言及。財政や最低賃金 (2019 年 1 月 1 日から 16.2% 引き上げ) を巡る動きに触れ、追加利上げに含みを持たせた。
- かかる状況下、MXN は米金融政策の正常化ペース減速期待を背景とするドル高一巡の流れから、持ち直しの動き継続を予想する。ただし、新政権の政策運営を巡る市場の懸念は根強く、持ち直しペースは緩やかとなろう。また、財政規律や対米関係を巡る不安感が高まるケースが、リスクシナリオとなる。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2018年 1～12月(実績)	SPOT	2019年 3月	6月	9月	12月	2020年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ~ 6.9799	6.8510	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7930 ~ 7.8500	7.8358	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246 ~ 74.483	69.683	72.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ~ 15284	14083	14900	14600	14500	14200	14000
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ~ 1144.73	1118.30	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	3.8533 ~ 4.2020	4.1088	4.16	4.10	3.98	3.96	3.92
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ~ 54.480	52.480	54.0	54.7	54.5	54.1	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ~ 1.3873	1.3556	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	28.958 ~ 31.169	30.807	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.09 ~ 33.53	31.93	32.4	32.0	31.5	31.0	31.0
ベトナムドン	(VND)	22680 ~ 23363	23197	23400	23350	23200	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ~ 70.8422	66.8421	71.00	69.00	70.00	68.00	70.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ~ 15.6958	13.8795	14.50	14.00	13.70	13.50	13.80
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ~ 7.2362	5.3848	6.50	6.00	6.50	6.20	6.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ~ 4.2133	3.7333	3.77	3.77	3.83	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ~ 20.9605	19.3640	20.50	20.00	19.80	19.60	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ~ 17.543	15.824	15.80	15.62	15.33	15.15	14.85
香港ドル	(HKD)	13.326 ~ 14.615	13.873	13.90	13.67	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.506 ~ 1.790	1.560	1.50	1.51	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.733 ~ 0.845	0.772	0.732	0.733	0.724	0.725	0.721
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ~ 10.681	9.720	9.82	9.73	9.63	9.54	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	26.319 ~ 28.395	26.462	26.20	26.10	26.38	26.01	25.77
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ~ 2.272	2.062	2.02	1.96	1.93	1.90	1.89
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ~ 85.50	80.19	80.15	79.26	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.566 ~ 3.843	3.529	3.54	3.49	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ~ 3.538	3.404	3.36	3.34	3.33	3.32	3.26
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ~ 0.4992	0.4683	0.47	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.567 ~ 1.993	1.628	1.54	1.55	1.50	1.51	1.44
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ~ 9.293	7.831	7.52	7.64	7.66	7.63	7.32
トルコリラ	(TRY)	15.463 ~ 30.311	20.182	16.77	17.83	16.15	16.61	15.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ~ 35.131	29.115	28.91	28.38	27.42	26.41	25.57
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ~ 6.163	5.614	5.32	5.35	5.30	5.26	5.18

注:1.実績の欄は 2018 年 12 月 31 日まで。SPOT は 1 月 8 日の 9 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。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(12 月 26 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、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。