

2019 年 2 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国：一段と追い風が吹く	2
中国：思惑も伴って進む CNY 高	3
インド：中銀はハト派色を強める公算大	4
インドネシア：2 会合連続で政策金利据え置き	5
韓国：輸出低迷で KRW の実需減少のおそれ	6
マレーシア：米中貿易戦争の影響じわり	7
フィリピン：10～12 月期 GDP は小幅に加速	8
タイ：総選挙は 3 月 24 日に実施が決定	9
ロシア：表面的平穏の裏に、大きな不安要因	10
南アフリカ：目先は堅調地合い、その先は材料次第	11
トルコ：改善点は評価できるが不安材料は山積	12
ブラジル：政策期待維持に努める新政権	13
メキシコ：左派政権への政策不安が残る	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

多田出 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：一段と追い風が吹く

マーケット・エコノミスト

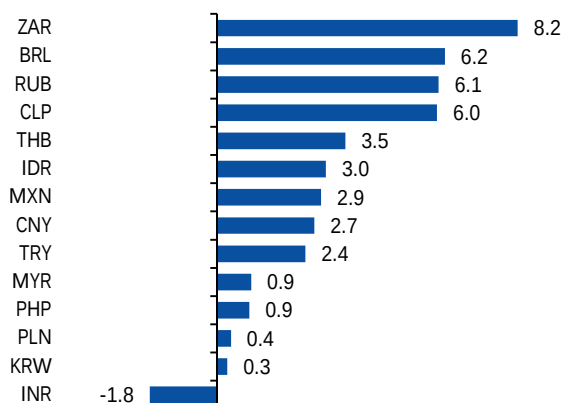
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

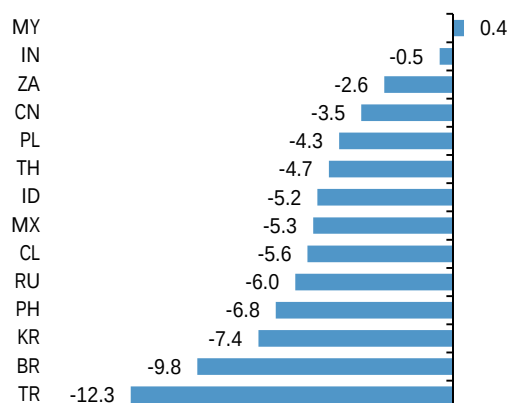
- 1月の新興国通貨は堅調に推移した。月初は、パウエル FRB 議長のハト派な講演によりドル売りが強まったことで新興国通貨は上昇。中旬は中国の経済指標に下振れを受けて中国の景気減速が懸念されたことなどから上値重い展開となった。しかし、月末にかけては ECB や FRB がハト派色を強める中、米中貿易協議の進展に対する期待も相まって、新興国通貨は買い進められた。
- 2019年の新興国市場は良好な滑り出しとなった。昨年10月半ばから一足先に株式市場へと投資資金が回帰し始めていたが、年明けからは債券市場にも資金が戻ってくるなど、新興国回帰の動きが鮮明だ。2018年の新興国市場は、株式、債券ともに動揺し通貨が急落する厳しい年となったが、その最大の理由は、FRBの進める金融政策の正常化を受けた米金利上昇とドル高である。しかし、2019年はこの最大のネガティブ要因が取り除かれたと言って良さそうだ。
- 1月29～30日に開催された FOMC では、金融政策の現状維持を決定した上で、声明文では政策見通しにおいて「緩やかな利上げ」との文言が削除され、「将来の政策金利をいかに調節することが適切であるか決定することに忍耐強くなる」との表現を挿入。また、パウエル FRB 議長はバランスシート政策について記者会見で「当初想定したよりも早期に終了するだろう」と明言しており、FRBの正常化プロセスは停止ではなく終了した可能性がある。
- 新興国市場にとって、米中貿易戦争は米金融政策と並ぶネガティブ要因の双壁である。12月の米中首脳会談を受けて「停戦」となったが、米中両国は1月30～31日の2日間にわたって閣僚級貿易協議を行った。中国の構造改革を伴う課題などを巡る隔たりはなお大きいものの、トランプ米大統領はムニューシン米財務長官とライトハイザー米通商代表部 (USTR) 代表が訪中し次回の貿易協議を行うと表明。また、「中国と最終合意するとすれば、習氏との合意になる」と述べ、米 WSJ 紙は中国側が首脳会談を2月後半に予定されている米朝首脳会談後に、中国・海南島で開くことを提案したと報じている。
- ハト派色を強めた FOMC の声明文やパウエル議長の会見は、さらなる新興国市場への資金流入をもたらすだろう。また、米中閣僚級協議では溝が埋まらず協議継続となったものの、米中首脳会談がセットされ、貿易協議の最終合意に向けて動き出す兆しが見えてきた。内容が内容だけに合意に達するのは容易ではないとみられるが、当面は貿易戦争「終戦」に対する期待感がリスクセンチメントを下支えし、新興国市場は堅調を維持するだろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2019年1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 (2019年1月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：思惑も伴って進む CNY 高

マーケット・エコノミスト

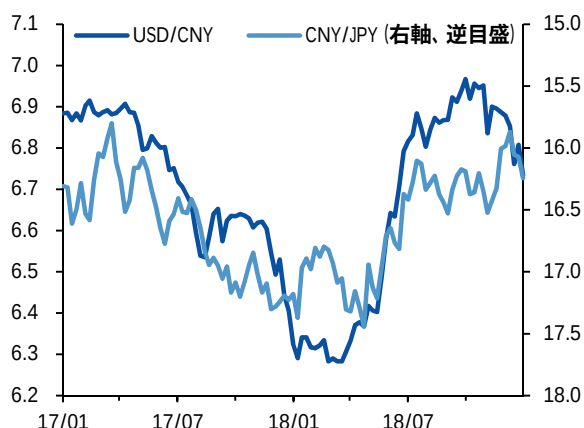
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

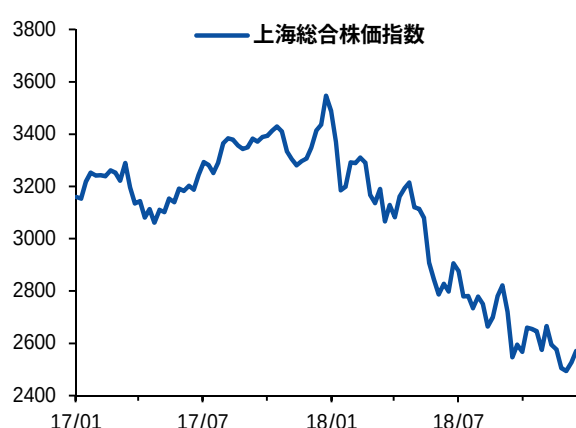
- 1月、6.86 台で取引を開始した CNY は、月末には約半年ぶりに 6.69 台を試すに至った。米金融政策の正常化ペース減速期待のほか、米中協議に関連した思惑が大きく作用したとみられる。構造問題で妥協が困難な中国が、対米貿易黒字の解消に加えて人民元の水準訂正 (CNY 高誘導) を求められるとの観測が高まった。一方、GDP 統計等が示す景気減速はあまり材料視されなかった。
- 1 月上旬に開催された米中次官級協議では、中国が対米貿易黒字の解消案を提示。しかし、知的財産や技術移転に関する構造問題で進展はなかったようだ。中国の通信機器大手への包囲網が世界的に広がるにつれ、米中協議の進展にも不透明感が漂う中、注目されたのが為替問題での中国の妥協余地である。米財務相も同問題が協議対象と認めたほか、トランプ大統領は中国に CNY 安誘導の口実を与えた FRB の金融政策正常化を批判してきた。米中覇権争いを優位に進める重要な手段のひとつと捉えているのだろう。
- 1 月末にかけて開催された閣僚級会議と、トランプ大統領と劉副首相の会談で構造問題協議が進む可能性は低い。もともと、2 月末までの協議継続と米国による追加関税賦課の先送りに道を開く可能性はある。貿易と為替に関する中国側の提案を米国は協議の成果とする一方、提案内容の進捗確認と構造問題協議を続ける時間が必要との姿勢を示すのではないかと。
- ドル高の巻き戻しに、米中協議に関連して CNY 高が進むとの思惑が重なる構図はしばらく続きそうだ。過去 3 年程度のドルインデックスとの対比では、CNY 高は 6.60 程度まで進む余地が見出せる。もちろん、中国は急速な CNY 高を望んでいるわけではないと考えており、米中協議の行方をにらみながら、今後は緩やかなペースで CNY 高は進むだろう。一方で、中国が協議継続に消極的な姿勢をみせる、もしくは協議が頓挫し米国による追加関税が賦課される事態となれば、CNY は年初以降の上昇幅を縮小することになりそうだ。
- なお、過度な CNY 高はその後大きな反動を伴う点に注意したい。中国景気は減速しつつあり、政府は財政・金融政策による景気下支えを進めている。なかでも雇用を支える民間企業の支援を重要視しているが、過度な CNY 高は追加関税同様にこうした企業の競争力を阻害しよう。景気減速がさらに加速する結果、債務問題を要因とする資本流出 (CNY 安) が生じる、というのがリスクシナリオだろう。この場合、CNY が 7.00 を再び目指すことも想定される。

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：中銀はハト派色を強める公算大

マーケット・エコノミスト

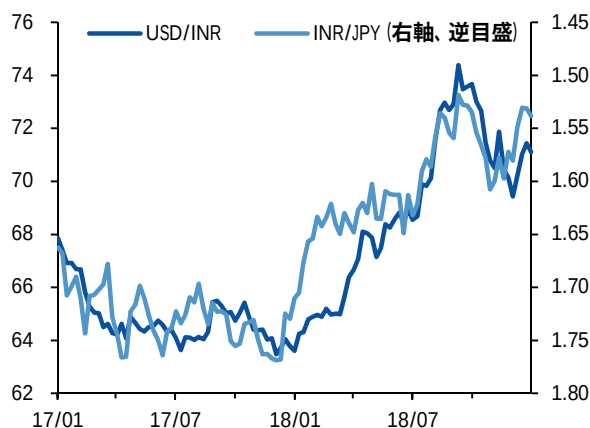
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 1月のINR相場は軟調な展開。月初は、パウエルFRB議長のハト派な講演によりドル売りが強まったことでINRは69台前半まで上昇した。しかし、その後は原油価格の上昇やインド与党が拡張的な財政政策を支持する可能性があるとの報道が嫌気されて71台まで軟化。21日には71台半ばまで値を下げ、月末にかけても71台前半で上値重く推移した。
- 11月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+0.5%と10月の同+8.4%から大幅に減速し、2017年6月以来となる低い伸びとなった。10~11月の生産は大きく振れているが、これはヒンドゥー教の祝日(ディワリ)の日程(昨年は10月だったが今年は11月)の影響だ。10~11月平均でみると同+4.4%であり、8~9月平均の同+4.7%からやや減速した格好にとどまる。11月の生産の内訳をみると、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財が同▲0.9%(10月:同+18.0%)、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財も同▲0.6%(10月:同+8.8%)とそれぞれ減少した。投資動向を反映するとされる資本財は同+3.4%(10月:同+17.0%)と減少した一方で、インフラ/建設材は同+5.0%(10月:同+8.9%)と増加しており、まちまちの結果となった。
- 12月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.2%と11月の同+2.3%から低下し、18か月ぶりの低水準となった。食料品が同▲2.5%と11月の同▲2.6%に続き大きく前年割れとなったことが全体を大きく押し下げた。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+2.9%と11月から横ばいとなった。燃料や住宅がコアCPIの伸びを抑制した一方で、ヘルスケアや教育、パーソナルケアが価格上昇圧力となった。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は2018年10月の金融政策委員会(MPC)で採用した「調整された引き締め」という政策スタンスを維持しているものの、インフレの下振れを受けて修正する余地が生じつつある。既に12月MPCで外部委員のドラキア氏は「中立」を主張しているが、2月5~7日もしくは4月のMPCでスタンスを「中立」に戻し、利下げするタイミングを窺う可能性が高まっている。12月にRBI新総裁に就任したダス氏は、パテル前総裁よりもハト派色を強める可能性が高いが、デビュー戦となる2月MPCに注目したい。
- ドル安地合いの中でINRが上昇する展開をメインシナリオとするものの、RBIのハト派化や4~5月の総選挙の不透明感といった国内要因を材料にINR売りが強まる可能性は注意したい。

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:2 会合連続で政策金利据え置き

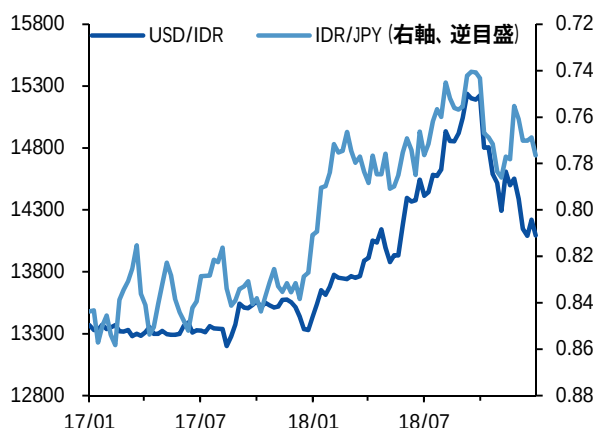
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 1月のIDRは上昇した。月初、14400台後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受け、14000台前半まで上昇。月中旬に冴えない中国経済指標の結果を背景に14200台前半まで下落し、13900台後半で越月。
- 1月2日に発表された12月製造業PMIは51.2と11月(50.4)を上回り、景気拡大/縮小の分かれ目である50を上回った。同日に発表された12月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と11月(同+3.2%)から僅かに鈍化した。2018年通年のCPIは同+3.2%とインフレ目標(3.5±1%)範囲内に収まった。
- インドネシア中央銀行(BI)が発表した12月消費者信頼感指数は127.00と11月(122.7)から上昇し、楽観圏(指数100以上)を上回り、2か月連続で上昇した。12月貿易統計は輸出が前年比▲4.6%と11月(同▲2.8%)からマイナス幅を拡大し、輸入は前年比+1.2%と11月(同+11.8%)から大幅に減少した。貿易収支は▲11億ドルとなり3か月連続で赤字となった。結果として2018年通年の貿易収支は▲85.7億ドルと4年ぶりに赤字に転落し、赤字額は統計開始以来、最大となった。
- BIは16~17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、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。前回に引き続き、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。
- 4月17日に実施される大統領選挙に立候補しているジョコ大統領とマアルフ・アミン議長のペアと、グリンドラ党のプラボウォ党首とサンディアガ・ウノ前ジャカルタ特別州副知事のペアによる大統領・副大統領候補者の第1回公開討論会が17日に行われた。討論会は計5回開かれる予定となっている。現時点ではジョコ陣営が優勢とみられている。
- 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：輸出低迷で KRW の実需減少のおそれ

マーケット・エコノミスト

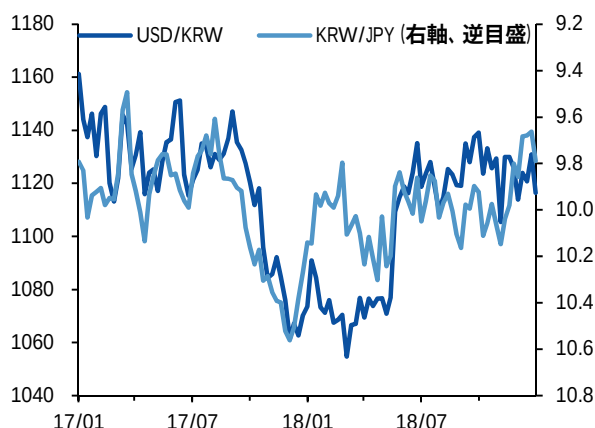
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1月のKRWはおおむね1115～1135のレンジでもみ合う展開。米金融政策の正常化ペース減速や米中協議進展への期待感、株高がKRW高要因となる一方、国内外景気の減速懸念は重しとなった。月初に1114台まで上昇した後、1130台まで押し戻される動きが何度かみられたものの、月末にかけてはハト派的なFOMC声明を手掛かりに再び1110を試す動きとなった。
- 10～12月期実質GDP成長率は前期比+1.0%と市場予想(同+0.6%)を上回る伸びとなった。輸出が4四半期ぶりに前期比マイナスに転じるなか、公共投資の執行が選挙の関係で当該期間に集中したことや政府支出拡大、在庫増が寄与した。ただ、国内外景気減速の影響がうかがえ、予想からの上振れも一時的とみられる。2018年通期では前年比+2.7%と前年(同+3.1%)から減速した。
- 韓国銀行(BOK)は1月24日に経済見通しを発表。2019年の実質GDP成長率は前年比+2.6%となる見通しで、10月時点の見通しから0.1%pt下方修正された。輸出や建設投資に慎重な見方を示す一方、政府の所得支援政策が消費を支え、半導体需要の回復が設備投資を促すなど楽観的な見通しも含まれており、さらなる下方修正の可能性が残る。
- BOKは1月24日、政策金利である7日物レポ金利を1.75%で据え置くことを決定した。据え置きは市場の予想通り。李総裁は会見で市場の一部にある利下げ観測に触れ、「利下げを検討する時期が今だとは考えていない」と否定。もっとも、景気減速のリスクは依然高いと認識しており、米金融政策の正常化ペース鈍化も考慮すれば、家計債務の伸びが鈍化すれば利下げもありえよう。
- 足元での輸出低迷はKRWの実需面でも影響が大きい。10～12月期の経常収支黒字は7～9月期と比べて大きく落ち込む見込み。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、7～9月期に2015年4～6月期以来の水準まで拡大したが、2018年10～12月期はマイナスに転じそう。10～12月期の対内直接投資は前年比▲18%弱と減速が続いている。証券投資は株式が流入超に持ち直す一方、高利回り選好のなか債券は流出超とさえない。マイナスの基礎的収支が1～3月期も続く可能性がある。
- かかる状況下、KRWの持ち直しは続くものの、そのペースは緩やかと考える。ドル高の巻き戻しと人民元高がKRW高の追い風となろうが、景気減速やそれに伴うKRW実需の後退懸念がそれを一定程度相殺するとみられる。

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：米中貿易戦争の影響じわり

マーケット・エコノミスト

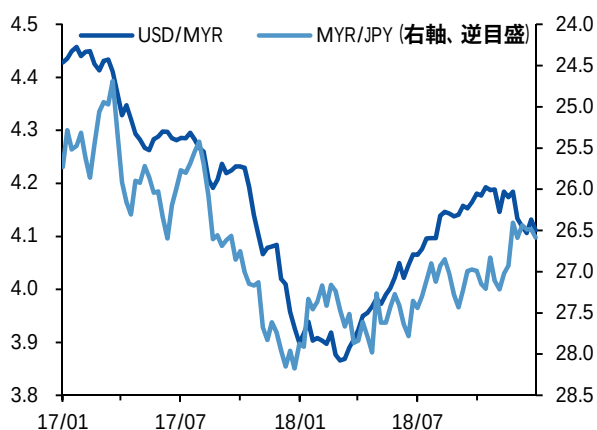
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMYRは上昇した。年初は中国製造業PMIの下振れやアップルショックなどからリスクオフの展開にMYRは4.15手前まで下落した。しかし、パウエルFRB議長のハト派な発言に反発し、米中通商協議への楽観的な見方なども相まって10日に4.10割れまで上昇。月後半はIMFが世界経済見通しを下方修正したことなどから弱含む場面もみられたが、米中閣僚級会議を控え、月末は4.11近辺で底堅く推移した。
- BNMは1月24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。BNMは声明文で、国内経済のリスク要因として、米中貿易摩擦の激化や商品市場の急変を挙げたものの、個人消費や民間企業の投資がけん引役となり、持続的な経済成長が続くとの見方を示した。また、民間部門の持続的な成長により、財政再建を目的とした公的支出の削減を打ち消すことが期待されるとした。現在の金融政策に関しては、「金融緩和の程度は意図した政策スタンスと一致している」として前回会合同様の見解を示した。
- 11月の輸出は前年比+1.6%(10月：同+17.7%)と急減速した。前月比でみても▲12.9%(10月：同+15.1%)と2008年12月以来の大幅減となった。国別に見ると、前月に前年比+33.0%と急増した中国向けが同+3.9%と大幅に減速したことが全体の伸びを抑制しており、米中貿易戦争の影響で振れが大きくなっているとみられる。輸入は前年比+1.2%と10月の同+13.7%から伸びが大幅に鈍化したものの、2か月連続でプラスとなり、結果として貿易収支は75.5億リンギの黒字と前年同期(99.3億リンギ)から黒字幅が縮小した。
- 11月の鉱工業生産は前月比+0.1%(10月：同+1.7%)と2か月連続で増加した。鉱業は同▲2.5%(10月：同+8.3%)と、前月の大幅増の反動の側面もあって減少した。他方、製造業は同+1.2%と前月(同+0.2%)に続き増産となり、電力は同+1.3%(10月：同+0.1%)と3か月連続で増加した。10～11月の生産を7～9月期比でみると+1.4%となり、2四半期連続の増産となっている。
- 12月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+0.2%と前月から横ばいとなり、7か月連続で1%を下回った。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同+0.4%(11月：同+0.2%)と2か月連続で加速したものの、インフレ圧力は抑制された状況が続いている。
- 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:10~12月期 GDP は小幅に加速

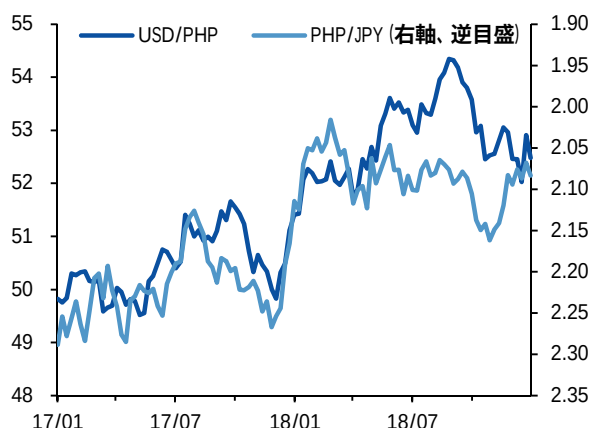
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 1月のPHPは52~53台のレンジ内での推移となった。月前半は米中貿易摩擦に対する懸念が和らいだことを背景に52台前半で推移。しかし、英国のEU離脱問題や、冴えない中国の10~12月期GDPの結果を受け一時53.00まで下落。月末は52.1台で取引を終えた。
- 24日に発表された10~12月期実質GDP成長率は前年比+6.1%と7~9月期(同+6.0%)から僅かに加速した。内訳をみると、民間最終消費支出(7~9月期:同+5.2%→10~12月期:同+5.4%)が加速したほか、純輸出(7~9月期:前年比寄与度▲4.0%ポイント→10~12月期:同▲0.4%ポイント)が改善したことが成長率を押し上げた。また、政府最終消費支出(7~9月期:前年比+14.3%→10~12月期:同+11.9%)は減速したが引き続き高水準を維持している。一方、総固定資本形成(7~9月期:同+17.4%→10~12月期:同+9.8%)に鈍化した。
- 2018年の実質GDP成長率は前年比+6.2%と7年連続で6%以上の伸び率を維持したが、2017年(同+6.7%)から鈍化し、7~8%の成長を掲げた政府目標を下回る結果となった。インフレ圧力による消費の頭打ちや輸出が伸び悩んだことが成長率を押し下げた。先行きについては、2018年にフィリピン中央銀行(BSP)が合計175bpの利上げをしている影響で内需が下押しされることに加え、エレクトロニクス製品の世界的な需要低迷で輸出の減速が続くと予想され、2019年の実質GDP成長率はさらに低下する見通し。
- 12月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.1%と(11月:同+6.0%)と、2か月連続で伸びが鈍化した。2018年5月以来の低水準となったが、依然としてインフレ目標(+2~4%)を上回っている。2018年通年で前年比+5.2%と食品を中心に物価が高騰したため2017年(同+2.9%)から大幅に加速した。政府はコメの輸入制限を撤廃するなどの対策を講じ、2019年はインフレ目標範囲内にとどまるとの見方を示している。
- 11月の貿易統計では輸出が前年比▲0.3%と6か月ぶりにマイナスに転じた。他方、輸入は同+6.8%と16か月プラスを維持している。結果、貿易収支は▲39億ドルとなった。輸出の伸び悩みは続くと予想され、貿易赤字は拡大していく可能性は高いだろう。
- 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：総選挙は3月24日に実施が決定

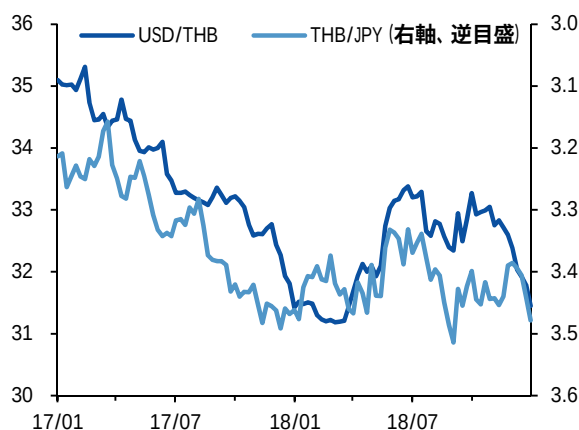
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 1月のTHBは上昇した。月初、32.4台で推移していたが、米中通商交渉への楽観的な見方が広がり、FOMCの議事要旨もハト派寄りだったことを背景に31.9台まで上昇した。その後もドルの冴えない動きを受けて堅調に推移し、31.2台で越月した。
- 1月2日に発表された12月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と11月(同+0.9%)から低下するも、18か月連続でプラスを維持している。2018年通年のCPIは同+1.1%と4年ぶりの伸び率となった。商務省はエネルギー価格や住宅賃貸料、主要な農作物価格、一部の消費財の価格上昇が寄与したとの見解を示した。
- 4日に発表された12月消費者信頼感指数は79.4と11月(80.5)から低下し、9か月ぶりに80を割れた。タイ商工会議所大学は、原油価格の上昇のほか、多くの農作物の価格が停滞したこと、中国人旅行者の減少、米中貿易摩擦が指数の悪化に繋がったと指摘している。
- 12月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲1.7%(11月:同▲1.0)と米中貿易摩擦の影響を受けマイナス幅を拡大し、輸入は同▲8.2%と11月(同+14.7%)からマイナスに転じた。その結果、貿易収支も+10.7億ドルと前年同期(▲2.2億ドル)から黒字に転じている。
- ワチラロンコン国王は23日に下院選挙の実施を指示する勅令を發布し、同日に発効した。選挙管理委員はこれを受け、3月24日に総選挙を実施することを発表した。延期が繰り返されていた総選挙は2月24日の実施が確実視されていたが、5月4～6日に国王戴冠式と関連行事が催すことになったため、政治日程と重ならないよう再調整が行われていた。
- 新軍政勢力は「国民国家の力党」を発足した。それに対し、2014年のクーデターで与党の座を追われたタクシン元首相派「タイ貢献党」は反軍政を掲げている。また、タイ貢献党の長年のライバル「民主党」が第三極の中心となり、事実上この3党で選挙戦は戦われることとなる。
- 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：表面的平穩の裏に、大きな不安要因

シニア為替ストラテジスト

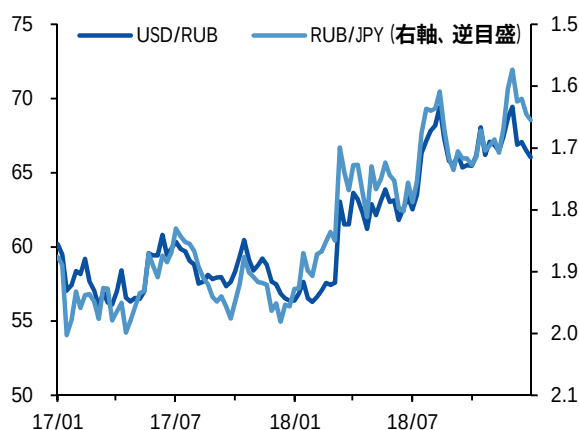
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のRUBは、年初、ロシア連休中に上昇。連休明けは方向感を欠いた膠着が続いたが、その後再び堅調に転じ、月末までじり高に推移した。
- 1月の値動きだけを切り取れば、原油価格とRUBとは極めて強い連動を見せたと言える。ただ、昨年4月以降、とりわけ顕著になった原油とRUBの乖離が、今年1月になって突然再び緊密になったと言われても、その連動が、何をきっかけに、どこまで復活したのか、はっきりしたことはわからなかった。
- ロシア物価は、10日発表された12月CPI確報値が、前年比+4.3%に上方修正され(同+4.2%から)、週次CPIも、年初来の4週間で合計+1.0%の上昇を見せた。ロシア中銀(CBR)による昨年12月の予想外の利上げを正当化する内容と読むこともできたが、年初の物価上振れは、付加価値税率引き上げ(18%→20%)に負うところが大きく、プーチン大統領が16日に述べたように、「予想できたこと」と受け止めることもできた。
- ロシア財務省が11日発表した、1月期分のRUB売却額は2650億ルーブルで、日額平均156億ルーブルは、足元原油価格との比較で「予想外に大規模」と感じたが、RUBの反応は鈍かった。しかし、25日、昨年8月から年末まで中断した分のRUB売却を、2月1日から向こう3年に亘り実施すると発表した際には、原油価格の下押しも手伝って、RUBは一時下押しした。
- 引き続き、ロシア資産市場の先行きを巡る最大の不透明感、米による追加経済制裁の行方にあった。しかし、米政局は、メキシコの壁建設予算を巡る大統領と民主党の対立や政府機関一部閉鎖などの国内問題に忙しく、対ロ制裁を巡る議論に進展は見られなかった。進展がないこと自体が、不透明感の長期化を意味し、今後も、RUBにとっては重石となろう。一方で、米財務省は、27日、ロシアのアルミ最大手ルサル社を含む3社に対する経済制裁を正式に解除したが、RUBの反応は鈍かった。
- もうひとつ気掛かりなのは、ベネズエラ情勢。米、EUなど西側諸国の多くが、グアイド国民議会議長を大統領代行と認定する一方、ロシア、中国、トルコなどはマドゥロ大統領への支持を明確にしている。ベネズエラの混乱は、原油価格押し上げ要因という側面もあるが、事態はそれだけにとどまらない。あくまでも最悪の展開だが、現在の緊張関係が万が一武力行使に発展すれば、シリア以上に深刻な、米ロの代理戦争の泥沼に発展しかねない。

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:目先は堅調地合い、その先は材料次第

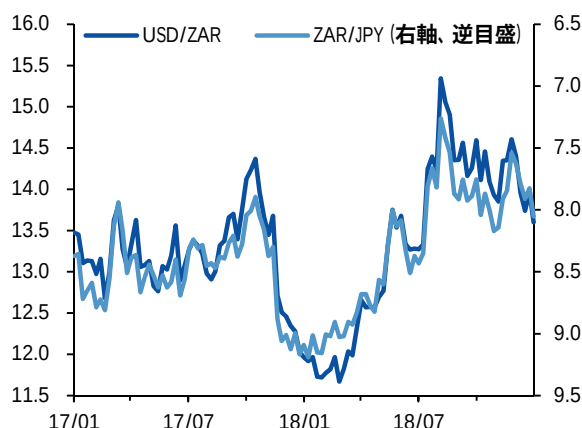
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

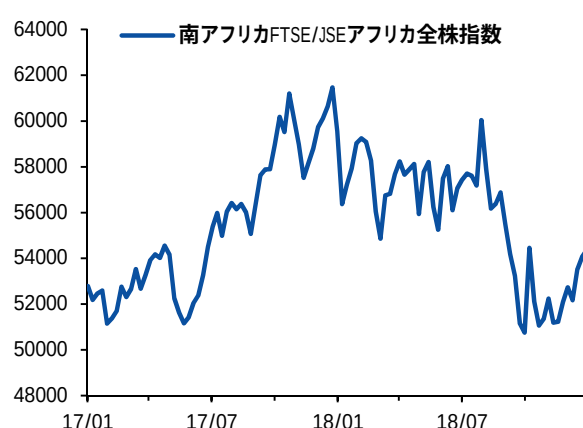
- 1月のZARは上昇。対ドルで8%前後、対円でも7%超上昇し、年初来、世界で最も上昇した通貨となった。
- この間、南アの交易条件の改善がZAR上昇の追い風になったのは間違いない。昨年10月央以降の原油価格急落が、燃料輸入国である南アの交易条件を改善しただけでなく、金、パラジウムなど貴金属、銅、ニッケル、亜鉛など産業金属の価格が持ち直したのも、南ア交易条件の改善につながった。
- 31日に発表された南ア12月貿易収支は、+172億ランドと、ZAR実額では史上最大の黒字を計上。南ア交易条件の改善を裏付ける数字となった。
- もともと、月を通して、ZARが一方向的な上昇を続けてきたわけではない。2日には米大手通信機器製造業社が売り上げ予想を下方修正。株安、リスク回避の思惑から、アジア時間の早朝に円が暴騰。ZARも対円で急落し、対円、対USDでそれぞれ月の安値となる7.19(参照値)、14.8975をつけた。
- 14日以上ZAR安は、同日発表された中国12月貿易収支の低迷、とりわけ輸入の大幅減速を嫌気した値動き。中国は南アの最大の輸出相手国で、米中貿易戦争などがその内需減退につながれば、南アの資源輸出にも大きな痛手となるとの恐れが具現化した形になった。
- 一方、30日、米連銀公開市場委員会(FOMC)が、追加金融引き締めに慎重な姿勢を示したことは、USD全面安を招いただけでなく、世界需要の底上げやリスク許容率の高まりといった思惑から、新興市場通貨全般も押し上げ、対USDで5か月ぶりの高値を更新するZAR続騰も促した。
- 足許ZAR堅調には、南ア交易条件の改善といった好材料に支えられた部分もさることながら、昨夏以降のアルゼンチン・ペソ、トルコ・リラ暴落に連れ安した分の調整的反発も大きく寄与していると考ええる。対USDで5か月ぶりの高値を更新したことで、当面、ZAR堅調が支配的になる可能性は高いと見る。
- しかし、ラマポーザ大統領の真価が問われ、ZARの次の中期的方向感が確立されるのは、5月までに予定される南ア総選挙(大統領選挙)以降になるのではないかと。それまでに、ラマポーザ大統領による2月7日の施政方針演説、ムボウェニ財務相による2月20日の予算発表、(南ア国債を唯一投資適格級にしている)一部大手格付会社による3月29日の格付発表などが、留意すべき注目材料として、時々材料を提供するであろう。

図表 19: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:改善点は評価できるが不安材料は山積

シニア為替ストラテジスト

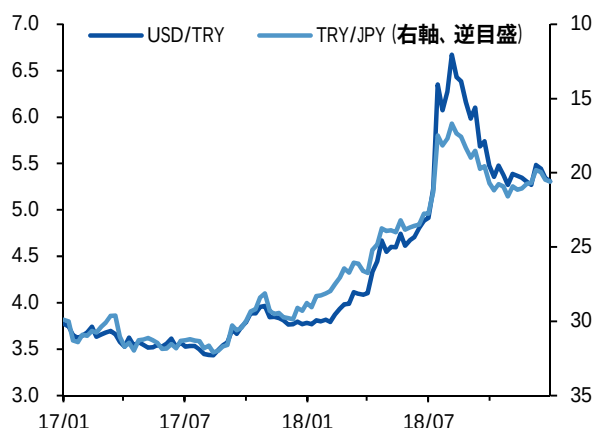
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

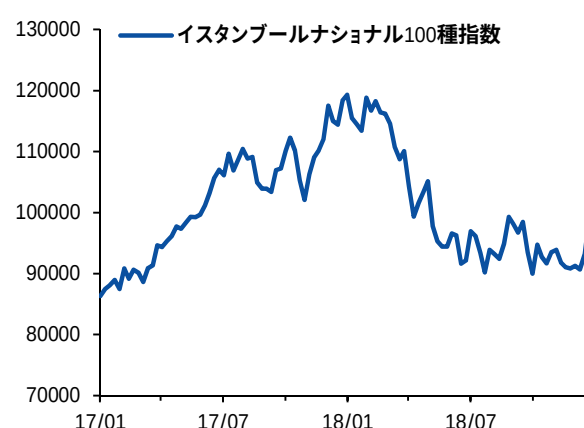
- 1月のTRYは、3日の乱高下を除くと小動き。月初軟調、月央以降堅調推移を支配的とし、振り返って対USDでは小幅上昇、対円では概ね横這い。
- 3日の乱高下は、米大手通信機器製造業社の売り上げ下方修正をきっかけとした。株安、リスク回避の連想から、急激な円高が進んだが、北米市場引け後、かつ本邦連休中という極端に流動性(市場参加者)に乏しい環境が、値動きを増幅させた。また、TRY、ZARといった本邦個人投資家の対円の買い持ち高が積み上がっていたと見られた通貨の損失確定売りが狙い撃ちされたことも、値動きを増幅させた要因になったものと考えられた。
- 8日、エルドアン大統領は、予定されたボルトン米大統領補佐官(国家安全保障担当)との面談を一方向的に拒絶。同補佐官が、「クルド人勢力の安全が保障されない限り米軍はシリアから撤退しない」と述べたことが原因だった。
- 11日発表されたトルコ11月経常収支は、4か月連続の黒字を計上、前後してTRYは小幅水準を切り上げたが、年初来の軟調基調は変わらなかった。
- TRYが本格的に堅調に転じたのは、16日以降。同日、トルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、政策金利(1週間物レポ金利)を24.00%に据え置き。この決定自体は市場の概ねの予想したところだったが、その声明が「必要があれば更なる金融引き締めに踏み切る」とした点には相応の意外感もあった。
- 前後して、中国政策当局が、減税などの景気支援策を示唆、16日には中国人民銀行が史上最大規模の流動性供給を実施したことも、世界景気底上げ期待の高まりを通じ、TRYを含む新興市場通貨全般の追い風となった。
- 市場は大きく材料視しなかったが、対米関係が再び悪化する可能性(上述)や、北西シリアにおける軍事的覇権を巡るロシアとの緊張の高まりは、潜在的なTRY安要因と言える。トルコの孤立そのものがTRY安要因と読めるだけでなく、3月31日の地方選前に北西シリアで軍事的攻勢を掛けることで、有権者の歓心を買おうというエルドアン大統領の目論みに狂いが生じるからだ。
- 昨年9月の大幅利上げ以来、CBRTに対する市場の信頼は大幅に改善したと言えるが、全幅の信頼と言うにはまだまだ程遠い。昨年10月以降導入された一連の時限的(年内)物価抑制策が失効したところで、まずは1月以降の物価動向に注目。CBRTが拙速な利下げに動いたと読まれるようなことがあれば、TRY安と物価高の悪循環を再燃させるのは、いとも簡単であろう。

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:政策期待維持に努める新政権

マーケット・エコノミスト

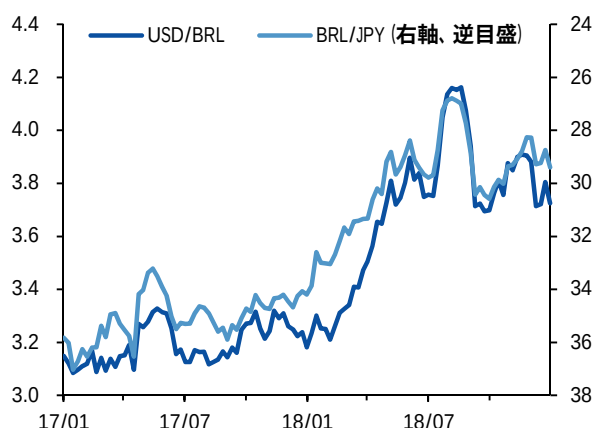
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1月のBRLは上昇。米金融政策の正常化ペース鈍化の期待からドル高の巻き戻しと高利回り通貨選好が強まったほか、原油価格上昇も追い風となった。BRLは前月末比+5%超、約2か月ぶりに3.67台まで一時上昇。その後、ドルの持ち直しに伴い3.81台まで押し戻されたものの、新政権の政策期待やハト派的なFOMC声明を手掛かりに、月末にかけて再び3.64台まで上昇した。
- ボルソナロ大統領は22日、世界経済フォーラム(ダボス会議)で演説し、経済を立て直すべく構造改革を進めると強調。税負担の軽減や規制の簡素化、汚職撲滅などを行い、外資企業を積極的に誘致する方針を示した。また、翌23日付のインタビュー記事では、同氏が年金改革の進展に自信を示したほか、ゲジス経済相が国営企業民営化の推進を強調したことが伝えられた。実務家中心に「小さな政府」を志向する姿勢は、市場に好意的に受け止められている。
- 一方で、各政策を議会で法案化できるかは依然不透明である。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。ただ、前例はないものの、超党派の議員団体との関係構築が突破口になりうるとの指摘もある。大統領の政策方針の一部は、キリスト教福音派や農畜産系、銃規制緩和派に配慮した内容といわれる。こうした超党派議員団体が議会運営をサポートする可能性がある。
- ブラジル中央銀行(BCB)は12月、政策金利を過去最低の6.50%に据え置いたほか、インフレ見通しを下方修正しBRL安への警戒色も弱めた。こうした姿勢は新中銀総裁を迎えても変化はないとみられ、景気を下支えしよう。また、中銀の独立性改革法案が成立すれば、市場で前向きに評価されそう。
- かかる状況下、ドル高巻き戻しと政策期待の追い風に再び3.60台をトライする動きも予想される。一方で、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。2月1日より新議会がスタートするが、法案化の停滞や骨抜きで政策期待が剥落すれば、BRLには重しとなろう。BCBがハト派的な姿勢を続けるとみられる中、中長期的には3.70~4.00のレンジ推移を想定する。
- なお、ブラジルで典型的な展開がリスクシナリオとなる。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場合、2018年の安値(4.20台)を更新することになる。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 左派政権への政策不安が残る

マーケット・エコノミスト

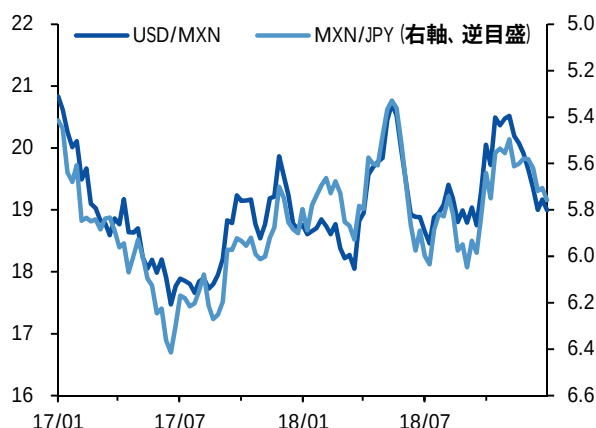
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

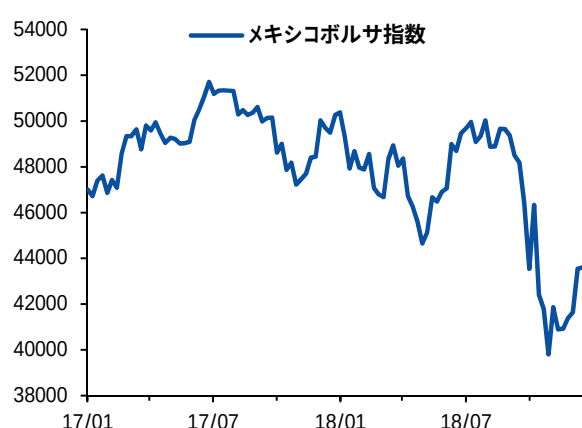
- 1月のMXNは上昇。中旬にかけては、米金融政策の正常化ペース減速の期待感が高まったほか、原油価格の反発が追い風となった。一時は前月末比4%超上昇し、3か月ぶりに18.8台をつけた。もともと、こうした手掛かり材料が一服すると、19.0を挟んで揉み合う展開。月末にかけては、ハト派的なFOMC声明を受けて新興国通貨が上昇するなか、MXNは景気減速が窺えるGDP統計や国営石油公社の長期信用格付け引き下げ(BBB+→BBB-、見通しはネガティブ継続)が嫌気され、軟調に推移した。
- 10～12月期の実質GDP成長率は前年比+1.8%と前期(同+2.5%)から減速、市場予想(同+2.0%)も下回った。産業別には、農林水産業やサービス業が堅調な一方、工業(鉱業、建設業、製造業)が前年比マイナスになるなど低迷。この1～3月期も、新政権によるエネルギー供給調整の影響が物流や生産現場に及び始めているとみられ、成長率がさらに減速する可能性がある。
- 景気の先行きについては、新政権による左派的な政策が成長を阻害するリスクが引き続き懸念される。IMFは最新の経済見通しで、投資減退を理由にメキシコの実質GDP成長率を大きく下方修正した(2019年:2.5%→2.1%、2020年:2.7%→2.2%)。実際、エネルギー政策をはじめ、既存の市場開放の取り組みが巻き戻されるとの懸念から民間企業の投資意欲は減退しつつある。公務員給与の大幅削減や最低賃金の大幅引き上げなども悪影響をもたらしそうだ。
- 金融政策による景気支援は当面期待しづらい。メキシコ中央銀行(Banxico)は、新政権の政策運営がインフレリスクを高めるとの認識で、追加利上げに含みを残す。他方、インフラ投資や減税等の財政政策の効果も注目されようが、財源の問題が残る。例えば、財政規律維持を掲げた予算案の前提は2%成長だが、上述の状況を考慮するとリスクは下振れ方向にあり、徴税効率の改善も容易ではない。また、エネルギー収入も生産拡大の進捗次第のところがある。
- MXNは2018年12月以降大きく上昇し、同10月以降の下落幅をほぼ取り戻した。ただ、新政権の政策不安が残る中でさらなる上昇余地は限定的になりつつあると考える。引き続き、米金融政策の正常化ペース減速の期待感がMXN高要因となろうが、左派的な経済政策の影響が確認されるに連れMXN安の圧力が増していこう。年後半は19.0～19.5のレンジ推移に移行すると想定する。財政規律の維持が困難となれば、さらなるMXN安もありえる。

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

		2019年 1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)	6.6920 ~ 6.8832	6.7316	6.80	6.78	6.75	6.73	6.70
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8474	7.8453	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.529	71.188	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13945 ~ 14495	13955	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1117.88	1110	1100	1090	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0855 ~ 4.1545	4.0953	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.978 ~ 53.025	52.256	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3486	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.766	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.18 ~ 32.51	31.37	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23201	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1652 ~ 69.8032	65.4909	69.00	68.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	13.2950	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.1899	6.00	5.70	6.20	6.00	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6378 ~ 3.8954	3.6471	3.70	3.65	3.60	3.55	3.60
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	19.1347	19.00	18.90	19.00	19.10	19.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.347	16.159	15.74	15.93	15.56	15.30	15.07
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.048	13.876	13.65	13.79	13.41	13.17	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.530	1.50	1.53	1.51	1.50	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.781	0.781	0.754	0.766	0.750	0.746	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.887	9.741	9.64	9.82	9.63	9.54	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ~ 26.677	26.583	25.97	26.02	26.92	26.75	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.095	2.083	2.06	2.02	1.96	1.94	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 81.24	80.73	78.68	80.00	77.78	77.44	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.601	3.537	3.48	3.52	3.43	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.499	3.471	3.40	3.38	3.35	3.33	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4743	0.4694	0.46	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.673	1.663	1.55	1.59	1.50	1.49	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.226	8.190	7.64	8.00	7.50	7.10	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.090	20.966	17.83	18.95	16.94	17.17	15.54
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ~ 29.903	29.866	28.92	29.59	29.17	29.01	28.06
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.819	5.691	5.63	5.71	5.53	5.39	5.26

注:1.実績の欄は2019年1月31日まで。SPOTは2月1日の14時35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。