

2019 年 3 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 政治睨みながら底堅い	2
中国: 米中協議睨みの展開が続く	3
インド: サプライズ利下げ	4
インドネシア: 堅調な成長を維持	5
韓国: 外部要因に改善期待も景気低迷が重し	6
マレーシア: 勢いを欠く内需	7
フィリピン: 2018 年の貿易赤字は過去最大に	8
タイ: 輸出は引き続き勢いを欠く	9
ロシア: 売り要因が目立つが下落余地は限定的	10
南アフリカ: 不透明感払拭なら高実質金利は魅力的	11
トルコ: 引き続き懸念材料には事欠かない	12
ブラジル: 新政権が年金改革に動き出す	13
メキシコ: 拭えない財政の不透明感	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: 政治睨みながら底堅い

マーケット・エコノミスト

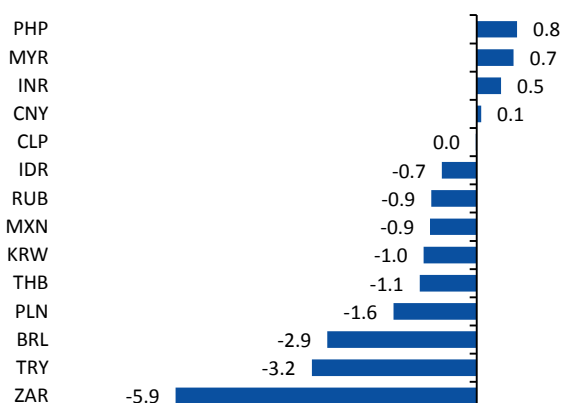
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

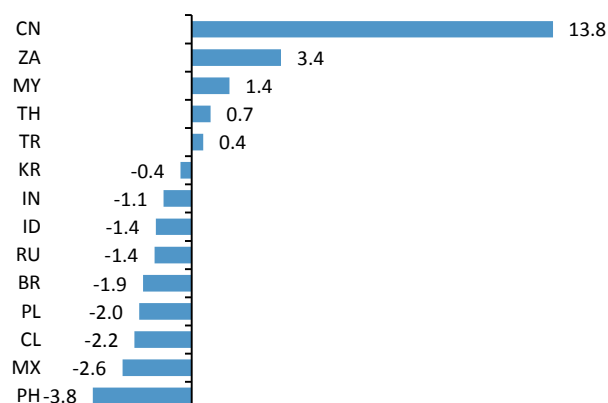
- 2 月の新興国通貨は高値圏で底堅く推移した。月初から中旬にかけては、世界経済の見通しや米中貿易協議への懸念から新興国通貨は軟化したが、米国が 3 月 1 日に予定していた中国への追加関税の引き上げを見送ったことなどから反発した。
- 年初からの新興国市場の堅調は保たれており、MSCI 新興国株指数の年初来上昇率は+10%超となっているほか、MSCI 新興国通貨指数も年明け以降+2%超の上昇を見せている。新興国ファンドへの投資フローを確認すると、2019 年に入ってから株式・債券ファンドともに資金が流入しており、株式ファンドについては 2018 年 10 月半ばから 18 週連続で資金流入を記録した。資金流出が続いていた債券ファンドにも年明けからは資金が戻ってきている。こうした新興国市場への資金回帰は、①FRB が正常化プロセスを停止したことに加えて、②米中貿易協議への楽観的な見方がもたらしている。
- 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、声明文では利上げに関する「幾分か追加の緩やかな利上げ (some further gradual increase)」との文言が削除され、さらなる FF 金利の調整に関しは「忍耐強くなる (patient)」と明記された。また、バランスシート政策については別途メモを用意して言及。2 月 20 日に公表された FOMC 議事要旨 (1 月 29~30 日開催分) では「ほぼ全ての参加者 (almost all participants)」がバランスシート縮小について今年後半 (later this year) の停止を支持したことが明らかとなった。FRB の正常化プロセスが停止されたことで、新興国市場からの資金流出圧力は大きく緩和している。
- FRB が様子見姿勢を取ったことで、新興国市場に対するセンチメントは米中貿易協議に左右される展開が続いている。米中は 3 回にわたって閣僚級協議を開催し、2 月 24 日にトランプ米大統領は 3 月 1 日に予定していた追加関税の引き上げを見送り、「次に習近平・中国国家主席と会うことが出来るまで」交渉期限を延期すると発表した。米中貿易協議に明確な進展がみられているわけではないが、ひとまず期限が延期されて金融市場には安堵が広がっている。
- もともと、米中貿易協議は覚書やこれに付随する共同声明などは公表されず、延期後の交渉期限についても言及されていないため、米中貿易協議の不透明感が市場から払拭されたわけではない。また、米朝首脳会談も合意に至らなかった。今後もしばらくは政治睨みの展開が続きそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2019 年 2 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 2 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：米中協議睨みの展開が続く

マーケット・エコノミスト

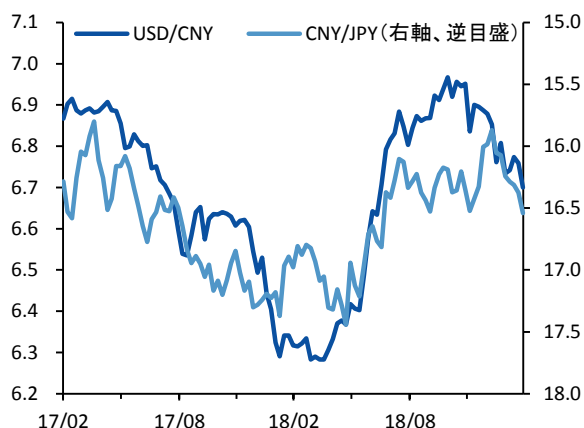
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

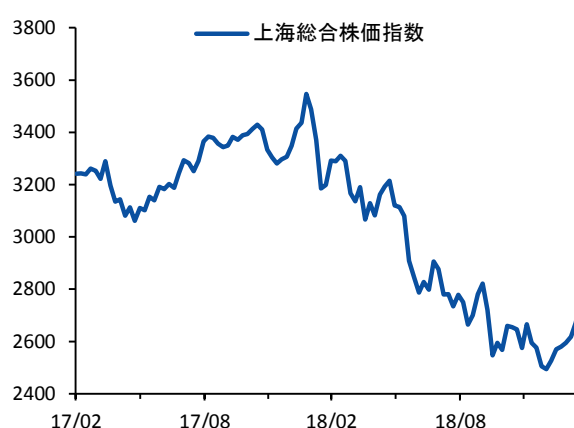
- 2月のCNYは、6.71台で取引を開始。ドル高を受けて、春節明けに一時6.80を窺う場面も見られた。その後は米中閣僚級協議の行方を睨み6.75～6.79でもみ合い。為替条項を巡る報道で一時6.69台へとCNY高が進んだ。さらに、追加関税適用の先送りにトランプ米大統領が言及すると、2018年7月17日以来の6.67台まで上昇。月末にかけてやや押し戻され6.69台で取引を終えた。
- 米通商代表部(USTR)は28日、3月1日に予定していた対中追加関税を延期するとの声明を発表。これに先立ち、トランプ大統領は24日、知的財産権と技術移転、農業、サービス、通貨等を含めた構造問題で米中協議がかなり前進していると発言していた。3月中の米中首脳会談開催を模索中との報道もある。
- ただ、ライトハイザーUSTR代表は議会公聴会(27日)で、米中で協議中の構造改革は輸入拡大で解決できるものでなく、合意遵守を監視する仕組みも必要で、やるべきことはまだ多いと証言。トランプ大統領が追加関税適用を60日延長することを検討中、との2月半ばの報道も参考にすると、4月中の首脳会談実現に向け、緩やかながら前向きに米中協議が進められると想定する。
- 景気減速には引き続き注意したい。1月貿易統計は市場予想を上回る内容も、追加関税賦課を控えた駆け込みとみられる。その反動は今後顕在化しよう。また、2月製造業/非製造業PMIはいずれも市場予想を下回り、企業マインド低迷が継続中だ。株価上昇により民間企業の債務不安の後退やポジティブも、株価上昇の背景にはテクニカルな要因(MSCI指数の銘柄入れ替え)がある点には留意。また、融資プラットフォームのドル建て債務のデフォルトも伝えられている。
- 米中協議の進展期待から、リスクテイクと為替条項を巡る思惑がCNY高を促す状況は続こう。過去3年程度のドルインデックスとの対比では、6.60程度までCNY高が進む余地も見出せる。ただ、雇用を支える民間企業にとってCNY高は関税同様に逆風となる。また、米中協議が進む一方、輸入自動車への追加関税賦課を巡る米国と各国との協議はこれからだ。判断期限(5月中旬)にかけてリスクオフ要因となりうる。当面のCNYの中心レンジは6.70～6.80と考える。
- 一方で、中国政府が構造改革の先送りを図る、もしくは協議決裂で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しよう。当局が為替管理を強めたとみられる昨年秋のレンジ(6.80～6.95)が想定される。また、CNYが7.00を再び目指すとすれば、上述のCNY高が景気減速をさらに促し、債務問題を要因とする資本流出(CNY安)が生じるケースが考えられる。

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: サプライズ利下げ

マーケット・エコノミスト

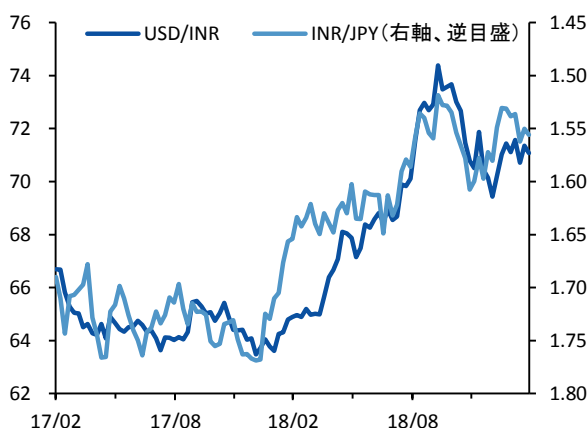
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 2月のINR相場はもみ合う展開。月初は、米1月雇用統計の良好な結果を受けたドル買いにINRは71.8近辺まで下落。7日にインド準備銀行(中央銀行、RBI)が利下げを発表し株価が上昇したことからINRにも買いが入り、13日にかけて70.4近辺まで値を上げた。しかし、このレベルでは実需のドル買いが持ち込まれたほか、原油価格の上昇もあってINRは71台前半まで反落。月末はパキスタンとの緊張の高まりからやや振られている。
- RBIは2月5~7日、2018年12月に総裁に就任したダス新総裁の下で初めてとなる金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを25bp引き下げて6.25%にすることを決定した。同時に、金融政策スタンスを「調整された引き締め(calibrated tightening)」から「中立(neutral)」に変更した。ダス総裁は同日の記者会見で「インフレ率は目標である4%前後を今後も下回るとみられ、金融政策の自由度が高まった」と強調した。2月12日に発表された1月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.0%と12月の同+2.1%から一段と低下し、20か月ぶりの低水準となった。この結果を受けて市場ではさらなる利下げを予想する声が増えており、次回4月会合での追加利下げが視野に入る。
- 10~12月期の実質GDP成長率は前年比+6.6%と、7~9月期の同+7.0%から減速した。個人消費が同+8.4%と7~9月期の同+9.8%から減速したことが全体を押し下げた。原油価格の上昇やシャドーバンキング規制の強化による金融環境のタイト化により消費が下押しされたようだ。政府消費も同+6.5%と7~9月期の同+9.8%から減速した。他方、総固定資本形成は7~9月期の同+10.2%から同+10.6%へ小幅に加速。外需については、輸出が同+14.6%と7~9月期(同+13.9%)から一段と加速した一方、輸入は同+14.7%と7~9月期の同+21.4%から減速した。全体として、純輸出の成長寄与度は7~9月期の▲2.2%ポイントから、10~12月期は▲0.6%ポイントにマイナス幅が縮小し成長率を押し上げた。
- 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。また、インドとパキスタンが領有権を争うカシミール地方で、両国の軍による攻撃が続き、軍事行動のエスカレートが懸念されている。パキスタンが拘束したインド空軍のパイロットを釈放する意向を示したものの、両国の緊張緩和に向かうかは不透明であり警戒が必要だ。

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: 堅調な成長を維持

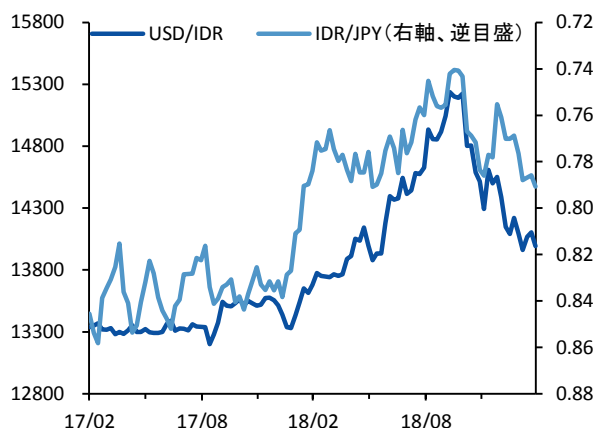
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

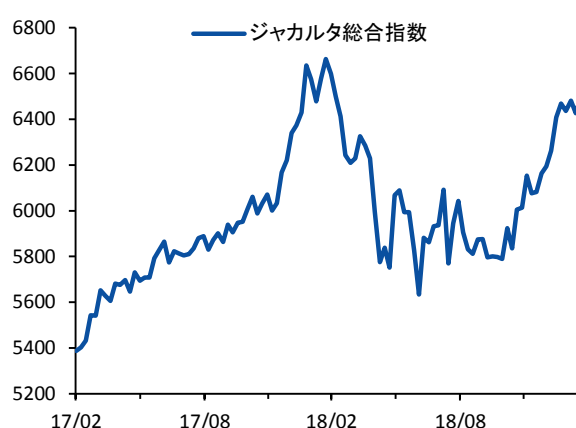
- 2月のIDRは13890～14160の間での推移となった。月初、13900台で推移していたが、1月のFOMCでFRBがハト派な姿勢を示したことを背景に、一時13890台まで上昇した。米中通商協議への不透明感から14160台まで下落するも、月末は14000台で取引を終えた。
- 6日に発表された10～12月期実質GDP成長率は前年比+5.2%と7～9月期(同+5.2%)から横ばいとなった。内訳をみると、民間最終消費支出(7～9月期:前年比+5.1%→10～12月期:同+5.2%)が引き続き堅調を維持し、成長率をけん引している。
- 一方、最終政府消費支出(7～9月期:同+6.3%→10～12月期:同+4.6%)と総固定資本形成(7～9月期:同+7.0%→10～12月期:同+4.6%)は減速した。輸出(7～9月期:同+8.1%→10～12月期:同+4.3%)と輸入(7～9月期:同+14.0%→10～12月期:同+7.1%)は減速したが純輸出(7～9月期:前年比寄与度▲1.0%ポイント→10～12月期:同▲0.6%ポイント)はマイナス幅が縮小した。
- 先行きの成長率は減速するとみられる。自国通貨防衛ため2018年にインドネシア中央銀行(BI)は利上げを実施しており、政府は経常赤字抑制のため、2018年9月から一部製品の輸入にかかる税率を引き上げている。これらの政策の実施が個人消費を中心に内需の伸びを抑制し、今後の景気減速につながる可能性があるだろう。
- BIは21日に開催した金融政策会合で政策金利であるリバースレポレートに3か月連続で6.00%に据え置くことを決定した。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、国内資産の魅力維持する取り組みと一致していると述べた。2019年に入ってからIDRが上昇していること、2018年に利上げを実施しているため、BIは当面政策金利を据え置くことと予想する。
- 4月17日に実施される大統領選で再選を目指すジョコ大統領とグリンドラ党のプラボウォ党首が第2回テレビ討論会に参加し、インフラ開発について激論を交わした。ジョコ氏は高速道路や都市鉄道を整備してきた実績を強調し、プラボウォ氏は政策の問題点を指摘しながら理想論を力説した。テレビ討論会はあと3回実施される予定だ。
- 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: 外部要因に改善期待も景気低迷が重し

マーケット・エコノミスト

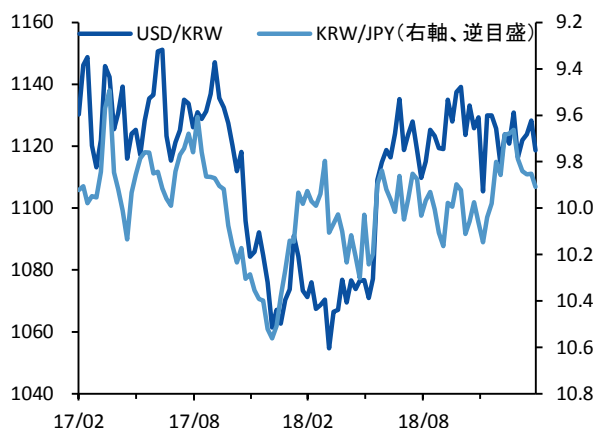
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

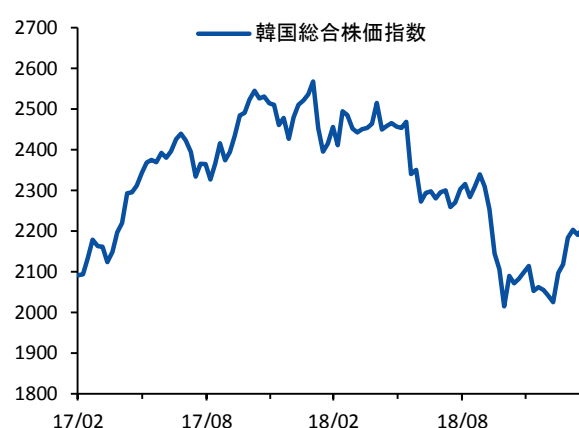
- 2月のKRWは前月比で小幅に下落した。春節で商いが乏しい中、ドル高に押される格好で1112から1127まで一旦下落。米朝首脳会談の行方が注目される中、その後は1125前後でもみ合う展開となった。下旬以降は、米国が対中追加関税の賦課を先送りするとの発表でリスクテイクの動きが生じ、KRWは月初からの下落幅を縮小。ただ、米朝首脳会談の結果にはKRW安で反応した。
- 実体経済は依然厳しい。1月貿易収支は12.9億ドルと前月(43.4億ドル)から大幅に縮小。中国向けを中心に輸出が落ち込んだ。2月も輸出額の落ち込みは加速した(12月:前年比▲1.3%、1月:同▲5.9%、2月:同▲11.1%)。また、1月鉱工業生産は前月比+0.5%と、3か月連続のマイナス(11月▲0.8%、12月▲1.6%)は回避も、勢いを欠く。そして、1月失業率は4.4%と前月(3.8%)から上昇。米金融危機以降で最悪の2010年1月(4.7%)以来の水準となった。
- 景気先行きにも慎重さが残る。3月企業景況判断は製造業が76、非製造業が65と、前月(それぞれ65、70)から持ち直すも、中立判断(100)を大きく下回る。2月消費者信頼感も99.5と前月(97.5)からやや改善も、中立判断(100)を5か月連続で下回った。家計収入や支出、貯蓄等の見通しは依然慎重である。
- BOKは28日、政策金利(7日物レポ金利)を1.75%で据え置くことを決定。声明文では、外部環境がやや改善、成長率は潜在成長率から大きく乖離していない中、物価は抑制されており、緩和的な金融政策の継続が適当とした。他方、李総裁は会見で、前月同様に「利下げの時ではない」としつつ、外部不透明要因は依然非常に強いと発言。今後の利下げに含みを残した。
- 米朝首脳会談(27~28日)は具体的な合意に至らず終了、共同声明も見送られた。一部には、金剛山観光や開城工業団地といった南北経済交流再開への期待感もあった。もともと、対話の扉が閉ざされたわけではなく、協議は継続しよう。北朝鮮との経済連携を深め新たな経済圏を創り出す「朝鮮半島新経済地図構想」を掲げる文政権としても、前向きな関与を続けていくことになる。
- KRWの持ち直しペースは当面緩やかと考える。米中協議の進展や南北経済交流の行方等への期待感もKRW高要因となろう。一方で、厳しい経済環境やKRWの実需(経常収支から証券投資と直接投資を差し引いた基礎的収支は2018年10~12月期が▲43.9億ドル、2019年1~3月期も輸出減速でマイナスの可能性)等はKRW安要因である。KRWの持ち直し本格化には、半導体市況の回復が展望される等、新たな手掛かり材料が必要だろう。

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: 勢いを欠く内需

マーケット・エコノミスト

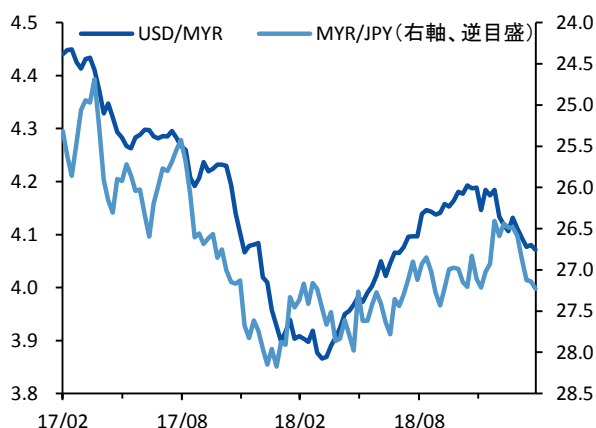
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

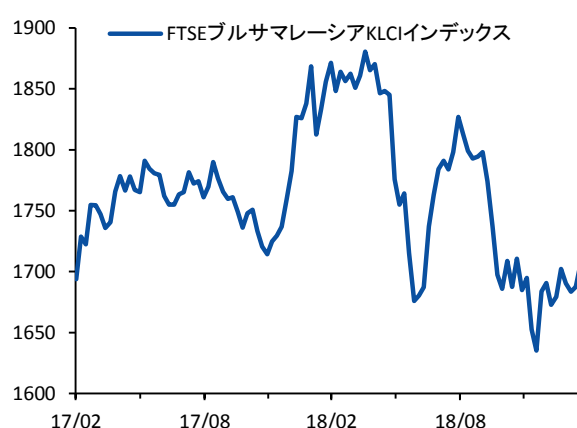
- 2月のMYRは上昇した。月初はFRBのハト派化や米中通商協議への楽観などから、旧正月休暇明けの7日にMYR買いが先行し、8日には4.06手前まで上昇。中旬は発表された2018年通年の実質GDP成長率の前年からの減速などを材料に4.09台まで軟化した。しかし月末にかけては、米国が中国との貿易戦争を終結させる条件として、人民元相場の安定維持の確約を中国側に求めていると報じられCNYが上昇する動きにMYRも堅調に推移した。
- 10~12月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%と7~9月期の同+1.6%からやや減速した。財貨・サービス輸出は同+0.6% (7~9月期: 同+0.8%)と小幅に増加し、輸入は同▲1.4% (7~9月期: 同+1.4%)と急減したため、純輸出の寄与度は+1.3%pt (7~9月期: 同▲0.3%pt)と大幅なプラス寄与となった。内需は勢いを欠いており、個人消費は前期比+0.9% (7~9月期: 同+2.5%)と2四半期連続で減速し、2015年4~6月期以来の低い伸びとなった。政府消費は同▲3.1% (7~9月期: 同+0.9%)と4四半期ぶりのマイナスとなり、総固定資本形成も同▲0.1% (7~9月期: 同+4.4%)と2四半期ぶりに減少した。先行きを展望すると、ITサイクルのピークアウトにより輸出は減速する見通しであり、投資の冴えない伸びも続くだろう。輸出や投資の減速が波及することで個人消費も伸びが抑制される可能性が高い。
- 12月の輸出は前年比+4.8%と11月の同+1.6%から加速した。前月比で見ると▲2.2% (11月: 同▲12.8%)と2か月連続で減少した。国別に見ると、10月に前年比+33.0%と急増した中国向けが同▲0.5%と3か月ぶりにマイナスとなったものの、インドや米国向けが増加した。輸入は前年比+1.0%と11月の同+4.7%から伸びが一段と鈍化し、結果として貿易収支は104.3億リンギの黒字と前年同期(73.7億リンギ)から黒字幅が拡大した。
- 1月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比▲0.7% (12月: 同+0.2%)と、2009年11月以来のマイナスとなった。原油価格の下落を受けて交通が同▲7.8% 2016年7月以来となる大幅なマイナスとなったことが押し下げた。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同+0.1% (12月: 同+0.4%)と3か月ぶりに減速し、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:2018年の貿易赤字は過去最大に

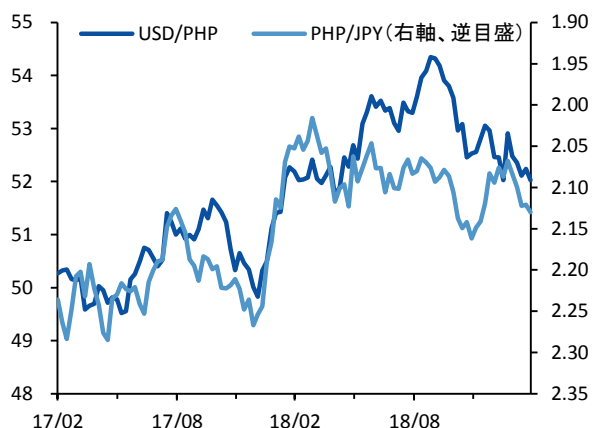
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

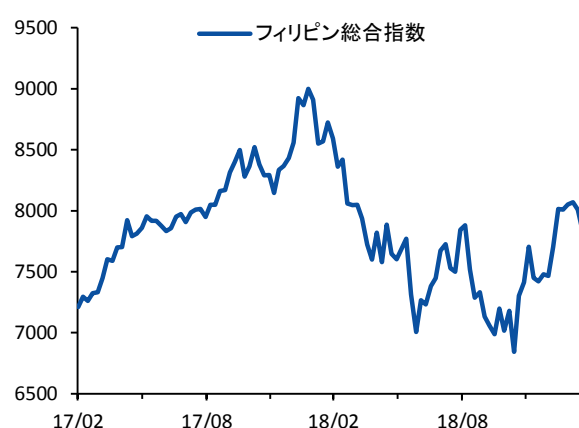
- 2月のPHPは51～52台のレンジ内での推移となった。米1月雇用統計が良好な結果となったことから一時52.59まで下落した。しかし、5日に発表された1月消費者物価指数(CPI)が鈍化したことを受け値を戻し51.60台で越月した。
- 1月CPIは前年比+4.4%と12月(同+5.1%)から鈍化し、3か月連続で前月を下回った。CPIの割合を大きく占める食品・飲料価格が4か月連続して低下していることが全体を押し下げている。また、原油価格が下落していることもCPIの上昇を抑制し、2019年の目標(+2～4%)の上限に近づいている。また、物価変動が大きい食品とエネルギーの一部を除くコアCPIも前年比+4.4%と12月(同+4.7%)から低下した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は7日に金融政策会合を開催し、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、2回連続の据え置きとなった。声明文では、直近のインフレ率は原油価格の下落や、食料品価格が抑制され、2019年と2020年のインフレ見通しは目標範囲内に収まるとの見方を示した。現在の金融政策が適切であるとし、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。再び物価が上昇圧力に晒されれば、追加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の効果を見極めつつ政策金利を維持するだろう。なお、23日にBSPのエスペニリヤ総裁ががんのため死去した。総裁就任期間は約1年8か月と歴代総裁の中で最も短かった。ドゥテルテ大統領が新総裁を任命するまではアマドル副総裁が総裁代行を務める。
- 12月貿易統計では輸出は前年比▲12.3%と11月から引き続きマイナスの伸び率となった。輸入も同▲9.4%と2017年7月以来の前年比割れとなり、結果として貿易収支は▲37.5億ドルだった。また、2018年通年の貿易収支は▲414.4億ドルと統計開始以来、過去最大の赤字幅を記録した。インフラ投資などを背景とする資本財の輸入が増加する一方、主力の電子部品の需要が世界的に減速基調であり、今後も輸出が伸び悩むと見られる。
- 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:輸出は引き続き勢いを欠く

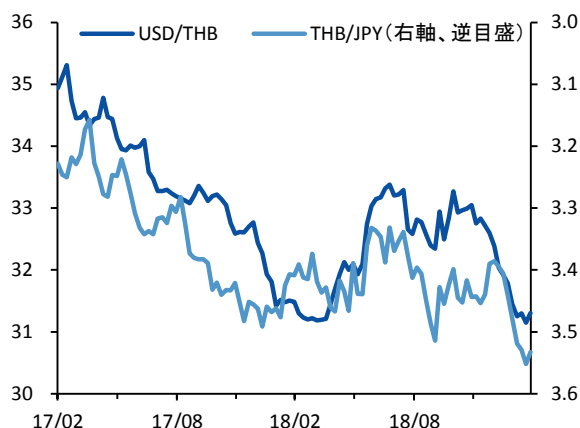
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

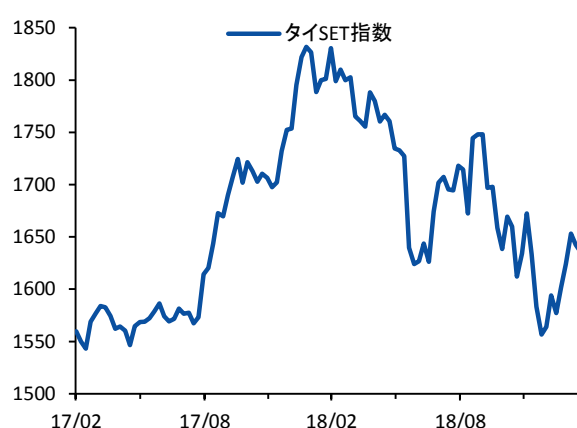
- 2月のTHBは31台での推移となった。月初31.20台で推移していたが、8日にタイ国家維持党がウボンラット王女を首相候補に届け出すことが発表され、政治懸念から一時31.62まで下落した。ワチラロンコン国王が王女の政治参加に反対したことから、最終的には届出は取り下げられた。その後は緩やかに値を戻し、一時31.20台をつけるも、月末は31.50台で取引を終えた。
- 18日に発表された10～12月期実質GDP成長率は前年比+3.7%と7～9月期(同+3.2%)から加速し、市場予想(同+3.6%)を上回った。内訳をみると、民間最終消費支出(7～9月期:前年比+5.2%→10～12月期:同+5.3%)は堅調を維持し、総固定資本形成(7～9月期:同+3.9%→10～12月:同+4.2%)が加速したことが全体を押し上げた。
- 一方、政府最終消費支出(7～9月期:同+1.9%→10～12月期:同+1.4%)は減速した。輸出(7～9月期:同▲0.9%→10～12月期:同+0.9%)はマイナスからプラスに転じ、輸入(7～9月期:同+11.0%→10～12月期:同+5.6%)は減速したことから、純輸出(7～9月期:前年比寄与度▲8.4%ポイント→10～12月期:同▲3.4%ポイント)のマイナス幅は縮小したものの、依然として外需が低迷していることが窺える。なお、2018年の成長率は前年比+4.1%と2017年(同+4.0%)から小幅に加速した。
- 先行きの成長率は減速するとみられる。外需にさらなる鈍化が見込まれるため、輸出関連セクターを中心に雇用や所得が伸び悩み、民間消費にも影響するだろう。引き続き公共投資の進捗は景気の下支え要因になるが、景気減速を相殺するまでには至らないだろう。
- タイ中央銀行(BOT)は2月6日に金融政策委員会(MPC)を開催し、4対2で政策金利の据え置きを決定した。声明文では、タイ経済の成長継続が前回(12月19日)から引き続き強調された。一方、金融安定に対する将来的なリスクに注視が必要と述べた。MPCは現在の緩和的な金融スタンスが経済の成長継続に貢献し、インフレ目標にも適しているとし、大半のメンバーは政策金利の据え置きに賛成票を投じた。
- 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: 売り要因が目立つが下落余地は限定的

シニア為替ストラテジスト

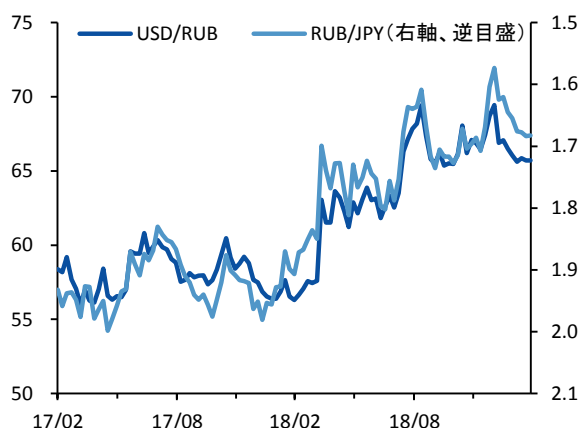
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

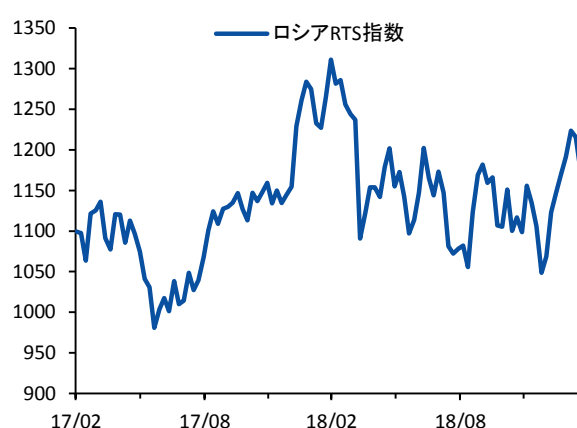
- 2月のRUBは、対ドルで、月央に掛け下押し、その後反発。比較的狭い値幅を上下に往復し、月を振り返ってほぼ横ばいに終わった。
- 月央のRUB下押しは、米による対ロ追加経済制裁を主因とした。5日、米上院がシリア問題に絡む制裁を導入した際にもRUBは小幅下押ししたが、この時点でRUBの下落は限定的。13日、米の超党派議員団が16年米大統領選干渉とウクライナ問題に関する追加制裁導入を発表したことで、RUBは本格的に下落。14日には月の安値となる67.17(対USD)まで下落した。
- 前後して、サウジアラビアによる追加減産期待やベネズエラ、シリアなどからの供給懸念など主に供給側の要因で、原油価格は一本調子の上伸を続けていたが、下落局面にあってRUBはほとんど連動を見せなかった。
- それでも、その後RUBが反発に転じた際には、原油続伸、高止まりはRUB反発の要因として一定の材料視をされた。
- 前後してFRBによる金融引き締め姿勢後退が材料視されたことも、RUBを含む新興市場通貨全般の押し上げに寄与した。米金融引き締め姿勢後退に対する期待感とそれに呼応したリスク許容の高まりとは、とりあえず、20日公表された1月FOMC議事録をもって、概ね一巡したものと考えられた。
- 6日発表された1月CPIは前年比+5.0%とロシア中銀(CBR)の誘導目標(+4%)を明確に上振れた。ただし、これは年初からの付加価値税率引き上げから想定された範囲内であり、12月に既に予防的な利上げに踏み切ったとの認識で、CBRは当面政策金利を据え置くことが見込まれている。
- 13日発表された米の対ロ追加制裁案には、ルーブル建新発ロシア国債の購入禁止が盛り込まれていたが、同案は昨年4月以降再三浮上し、RUBの「最大のリスク」として都度材料視されてきた。現在までにロシア資産市場の側に「制裁慣れ」とでも言うべき一定の無関心が定着しつつある感は否めず、一方で米は米中貿易交渉やベネズエラ情勢などを優先課題としている。制裁具体化が本格的なRUB売りを誘う可能性は早晚考え難いのではないかな。
- CBRは、当月の予算措置分に上乗せして、昨年8月～12月に中断していた分のRUB売りを2月初から粛々と実施してきた。額が小さいこと(日額28億ルーブル)もあるが、それが特段RUBの地合を緩くしている様子が読み取れないのは、逆に足元RUBの安定ぶりを示す証左と言えるのではないかな。

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: 不透明感払拭なら高実質金利は魅力的

シニア為替ストラテジスト

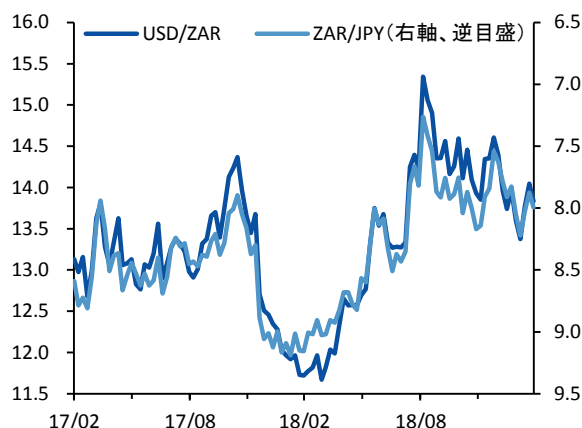
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

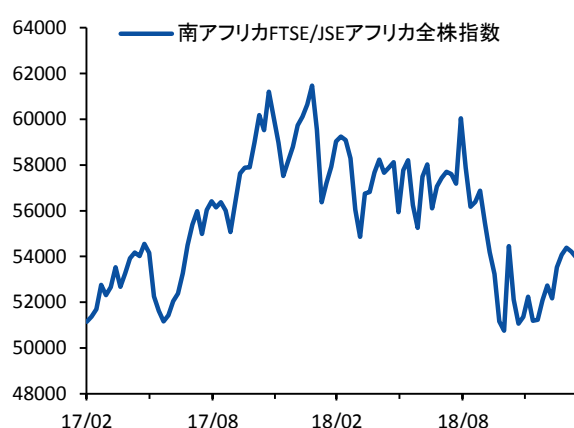
- 2月のZARは、一方的な下落先行から、月央に掛け底打ち、小幅反発と推移。2月だけを見れば、対USD、対円とも明確に水準を切り下げたが、月初のZAR安先行は、年初来進んだZAR急騰の調整安の色合いも濃く、年初来・ここ半年余りで見れば、まだまだZAR堅調と言える水準にとどまった。
- ZAR下落の要因に、この間発表された南ア経済指標の下振れを挙げることはできただろう。12日発表された12月製造業生産、13日の12月小売売上高、14日の鉱業生産などは、軒並み市場予想を明確に下振れた。
- 前後して(10日～14日)南ア電力公社(Eskom)の計画停電が続いたことも、鉱業・製造業生産への悪影響などを通じて、ZARには大きな重石となった。
- ただ、上述南ア経済指標や計画停電は、月初から一方的に進んだZAR安局面の終盤の出来事で、月初のZAR安に関しては、1月の急上昇に対する調整的な売りという解釈以上に説得力のある要因は見当たらなかった。
- 月央以降のZAR反発に、並行して進んだ、プラチナ、パラジウムなど貴金属、銅、ニッケル、亜鉛など産業金属の堅調を材料視することは可能だった。
- 南ア要因で、今月最大の注目材料であった20日の予算発表は、歳出、財政赤字、債務などあらゆる尺度で市場が警戒した増加を上回る増加を見せた。
- 予算発表直後、ZARは一旦急落したが、ほどなく急反発。予想外の歳出増の主因となったEskom救済のための歳出690億ランドが、当社が要請した債務肩代わりではなく、あくまでも、条件付貸付とされた点が好感された。
- また、大手格付3社のうち、唯一、南ア長期国債を投資適格級に残す1社が、21日、「財政政策運営に対する信頼は揺らいでいない」と述べたことは、3月29日の格付判断における格下げの見送り=世界国債指数からの南ア国債除外回避を予見させ、その後のZAR堅調を支える要因となった。
- 当社による格下げ回避(見通しが下方修正される可能性は相応に高い)を前提に、次の大きな注目材料は5月8日の総選挙(大統領選挙)だが、こちらも大きな波乱を呼ぶ可能性は現時点で高いとは考えられない。
- 南ア1月CPI、PPIは予想外の大幅減速を示したが、南ア準備銀(SARB)政策金利は6.75%、ランド建10年国債利回りは9%台で、南アの実質金利は新興国の中でも高め。足元ZAR為替の予想変動率低下と併せ、キャリー取引の運用通貨としてのZARの魅力は着実に高まっているのではないかと。

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:引き続き懸念材料には事欠かない

シニア為替ストラテジスト

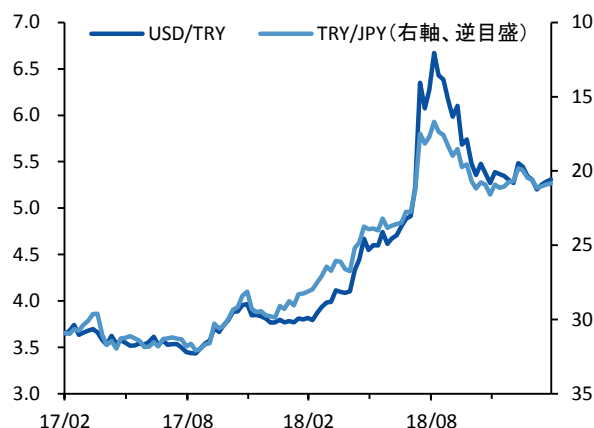
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

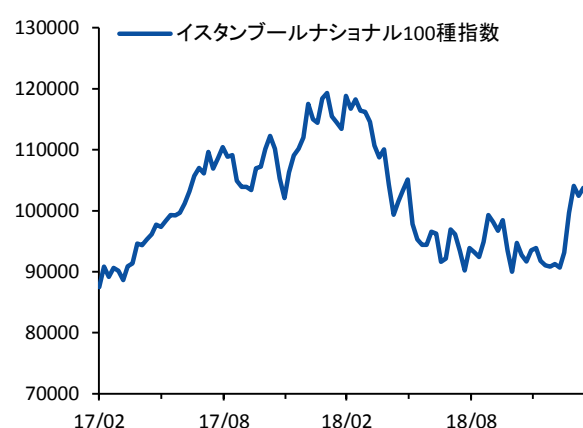
- 2月のTRYは、対USD、対円共に、近年の値動きとしては極めて狭い値幅を軟調気味に横這い。金融市場全般の関心は、米中貿易交渉や英のEU離脱交渉の行方、FRBの金融政策動向などに集まっており、トルコ固有の要因やTRY動向に対する関心は極めて低いように見えた。
- 14日発表された12月経常収支は、-14.4億ドルと、市場の予想に沿った水準だったものの、4か月ぶりの赤字に転落。8月のTRY暴落以来、主に(商品)貿易収支の改善を通して黒字に転じていた経常収支が早々に赤字に回帰したのは、予想されたこととは言え、トルコ経済・TRYには残念な要因と言えた。
- また、14日にはトルコ中銀(CBRT)チェティンカヤ総裁が流動性支援策導入を示唆、16日には預金準備率引き下げを発表した。同総裁は、同策は金融システム安定が目的で、金融緩和を予告するものではないと説明したものの、15日にはアルバイラク国庫財務相から利下げ要求とも読める発言が聞かれており、金融緩和に慎重な姿勢を標榜している同銀が、政治当局から金融緩和に向けた強い圧力に晒されている可能性を示唆した。
- 一方で、3月31日の地方選を目前に、懸念された財政バラマキ策の発動が見られない事実には意外感も感じられた。同選挙に向け有権者の歓心を買いたいのであれば、逆算して、現在までに既に手遅れな可能性が高く、仮にバラマキが見送られるのなら、財政健全化に真摯な証として好感できよう。
- もっとも、イスタンブール、アンカラなどの大都市で、政府が設置した食品直売所は、小規模ではあっても、財政出動の一環と言えた。また、同策は、劣勢が伝えられる大都市での選挙結果に、与党公正発展党(AKP)が強い執着を示している証と読むこともできた。
- 5日、トルコ最大(資産規模)のイシュ銀行国営化の可能性が突然降って湧いたのは、最大野党共和人民党(CHP)が保有する同銀の持ち株(28%)の実質的接収になりかねず、資本主義の原則から逸脱しかねない懸念材料。地方選挙後に予定されるという法制化議論には注目が必要。
- TRYにとっては、高インフレとCBRTの拙速な利下げが、引き続き、最大の懸念材料だが、シリア領内の安全地帯設置を巡って米、ロシア、ベネズエラ情勢を巡って米、移民問題を巡って欧州と、各方面と対立の火種を抱えている現状は、投資家にとって好ましい状況からは程遠いと言えよう。

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:新政権が年金改革に動き出す

マーケット・エコノミスト

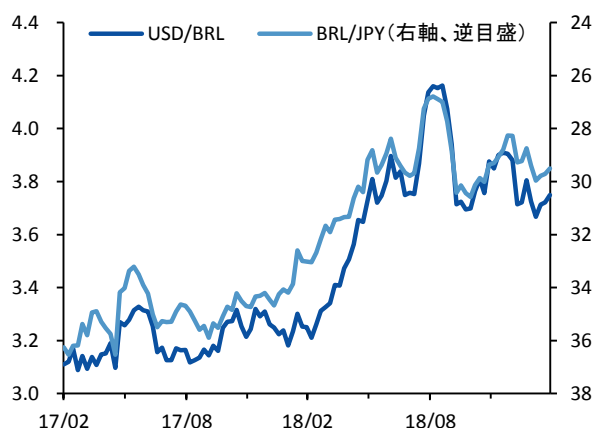
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

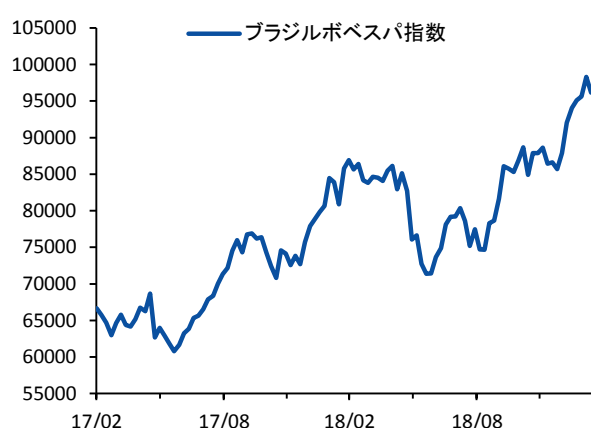
- 2月のBRLは前月比で下落。3.65台で取引を開始後、ドル高の流れや高値更新を続けてきた株価指数の調整もあり、月半ばには一時3.80を窺う水準までBRL安が進んだ。その後、米中協議の進展期待が高まるにつれ、BRLは月前半の下落幅を縮小する動きが見られた。ただ、鉄鉱石価格の調整や年金改革の行方を巡る懸念のほか、米金利上昇もあり3.75台で取引を終えた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は6日、政策金利(Selic)を過去最低の6.50%に据え置いた。据え置きは7会合連続。インフレ率が目標値(2019年:4.25%、2020年:4.00%)近くで推移し続けるとの判断による。ただし、インフレリスクが上昇方向にあるとの認識は維持、構造改革の遅れによるBRL進展とインフレ加速に警戒を示した。また、BCBの使命が物価安定であると再確認する文言を声明文に追加。政権に構造改革を促すとともに、安易な利下げ期待を牽制した。
- なお、上院は26日、ロベルト・カンボス・ネット氏の次期総裁就任を承認。公聴会で同氏は、経済発展には政府の非効率性見直しと歳出抑制が必要と述べた。
- ボウソナロ大統領は20日、年金改革法案を議会に提出。年金支給開始年齢を12年かけて女性62歳/男性65歳(従来、55歳/60歳)に引き上げ、満額給付には40年間(従来、30年間)の納付を求める。10年間で1.1兆レアルの財政負担軽減を見込む。議会は年金改革に総論賛成も各論で支持は割れる状況。法案化に必要な上下両院で5分の3の賛成を得るには、当初案からの後退は不可避か。一方で、今後、積立方式の活用(現状は賦課方式のみ)も議論されてくれば、財政再建につながる改革の実現性も高まるだけに注目したい。
- 28日に発表された2018年10~12月期実質GDPは前期比+0.1%と、7~9月期(同+0.5%)から減速。2018年通期では前年比+1.1%で2017年(同+1.1%)比横ばいとなった。ただ、BCBの市場サーベイ(25日時点)によれば、2019年は前年比+2.48%、2020年は同+2.65%と、成長加速が予想されている。
- かかる状況下、米中協議の進展や国内景気の改善期待を追い風に再び3.60台をトライする動きもありえる。一方で、年金改革は紆余曲折が懸念され、既に高まった政策期待の後退はBRLには逆風となる。中長期的には3.70~4.00のレンジ推移を想定する。なお、リスクシナリオは、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ケース。2018年の安値(4.20台)更新が予想される。

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: 拭えない財政の不透明感

マーケット・エコノミスト

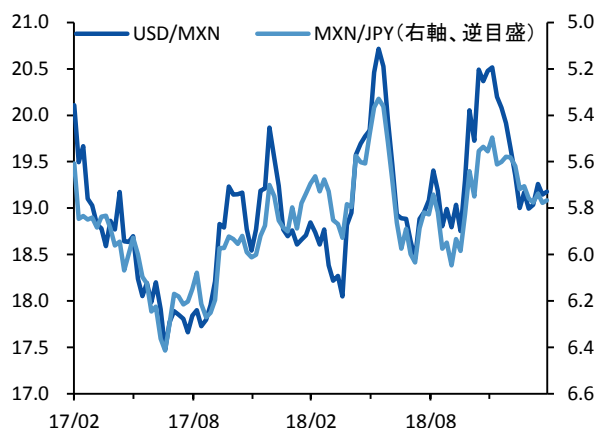
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

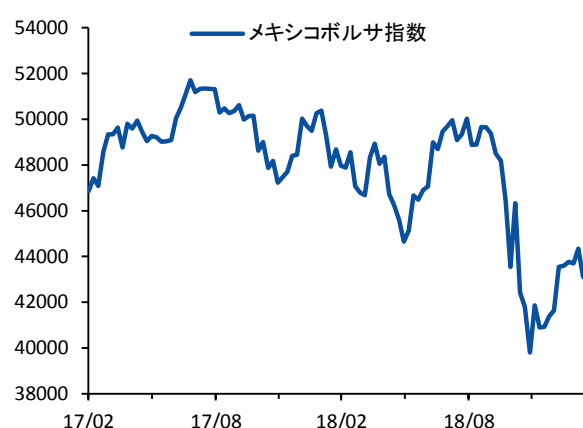
- 2月のMXNは前月比ほぼ横ばいの水準で取引を終えた。上旬の19.0～19.2のレンジ推移を経て、月半ばにかけては19.4台へと下落。大統領が既存のパイプライン契約に疑義を呈したことが嫌気されたほか、国営石油公社(Pemex)救済に伴う財政負担が懸念された。月後半は、米中協議の進展期待を追い風に下落幅を縮小も、米金利上昇で月末にかけて19.3を再びトライした。
- メキシコ中央銀行は7日、3会合ぶりに政策金利の据え置きを決定。世界景気の鈍化やペソ高で、インフレ圧力が従来比和らいだと判断した。ここ2会合の声明にあった、ロペス・オブラドール(AMRO)政権の政策に伴うインフレリスクに関する表現を一部和らげ、ペソ高の要因のひとつに挙げる等、副議長2名の入れ替えの影響もみられた。一方で、インフレリスクは引き続き上方向にある点は変わらず。CPI見通しもターゲット(前年比+3%)を依然上回る。
- ただ、会合要旨(21日公表)によれば、ボードメンバー全員が景気リスクは下方向にあることで一致。実際、1～3月期は、エネルギー供給制約で物流や生産が停滞、成長率はさらに減速する可能性がある。また、Pemexのさらなる格下げリスクとその財政や経済成長への影響に関する議論に、多くの時間が割かれたことも明らかとなった。政権から緩和催促が強まるリスク等には注意したい。
- こうしたなか、AMRO政権は15日、Pemex救済策を発表。本年の支援規模は1070億ペソ(およそ56億ドル)にのぼる。これによりPemexは10年ぶりに債務増加を回避し、当初計画を上回る2880億ペソの投資が可能になるという。ただ、社債市場の動きを見る限り、救済策の効果や実現性に市場は懐疑的で、いずれ追加支援(財政負担)が必要になると見ているようだ。
- なお、Pemex問題は、海外からのファイナンスへの依存度という点で、メキシコの抱える脆弱性を露呈させる。IMF資料によれば、海外投資家が保有するローン・債券の規模は、国内の機関投資家(投資信託、保険、年金)の資産規模に匹敵するほか、社債における外貨建て比率も高い。海外への資金流出が生じる場合、国内投資家がカバーする負担は重く、政府の出番となりやすい。
- 実体経済は勢いを欠き、新政権の政策不安も残る中、財政の不透明感が拭えない。MXNの上昇余地は限定的と考える。米中協議の進展期待はMXN高要因となろうが、時間が経過するほどにMXN安の圧力は増そう。年後半は19.0～19.5のレンジ推移に移行すると想定する。景気低迷と財政懸念が、通貨安と物価上昇、金融引き締めを促す負の循環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

		2019年 1～2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)	6.6546 ～ 6.8832	6.6941	6.75	6.73	6.70	6.68	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8274 ～ 7.8500	7.8498	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ～ 71.825	70.746	71.5	70.8	69.5	68.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ～ 14495	14069	14200	14100	14000	13800	13800
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1133.05	1124.44	1120	1120	1100	1080	1060
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0615 ～ 4.1545	4.0658	4.12	4.15	3.90	3.85	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ～ 53.025	51.696	52.0	53.5	53.5	53.2	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3680	1.3519	1.36	1.35	1.35	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 30.938	30.803	30.75	30.70	30.65	30.60	30.60
タイバーツ	(THB)	31.06 ～ 32.51	31.57	31.5	32.0	31.3	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23233	23199	23250	23350	23250	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1638 ～ 69.8032	65.9066	68.00	69.00	70.00	69.00	71.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 14.7017	14.0774	14.00	13.50	14.00	14.50	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 5.8788	5.3429	5.60	5.90	6.00	6.20	6.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 3.8954	3.7564	3.70	3.65	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ～ 19.7732	19.2814	19.20	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ～ 16.655	16.640	16.15	16.05	15.97	15.72	15.19
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.204	14.191	13.90	13.79	13.67	13.43	12.92
インドルピー	(INR)	1.497 ～ 1.584	1.575	1.52	1.53	1.54	1.53	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.795	0.792	0.768	0.766	0.764	0.761	0.732
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ～ 9.970	9.898	9.73	9.64	9.73	9.72	9.53
マレーシアリングギ	(MYR)	25.772 ～ 27.346	27.232	26.46	26.02	27.44	27.27	26.23
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.145	2.143	2.10	2.02	2.00	1.97	1.91
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ～ 82.48	82.40	80.15	80.00	79.26	78.95	75.94
台湾ドル	(TWD)	3.410 ～ 3.619	3.616	3.54	3.52	3.49	3.43	3.30
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.528	3.46	3.38	3.42	3.40	3.31
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4806	0.4802	0.47	0.46	0.46	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.699	1.690	1.60	1.57	1.53	1.52	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ～ 8.243	7.912	7.79	8.00	7.64	7.24	7.21
トルコリラ	(TRY)	18.274 ～ 21.187	20.833	19.46	18.31	17.83	16.94	15.78
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ～ 30.075	29.653	29.46	29.59	29.72	28.77	27.30
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.823	5.777	5.68	5.68	5.60	5.47	5.23

注:1.実績の欄は2019年2月28日まで。SPOTは3月1日の8時40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(2月28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。