

2019年4月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:FRB ハト派化は楽観ではなく悲観へ	2
中国:政府が金融・財政による景気対策を提示	3
インド:高まる追加利下げ期待	4
インドネシア:選挙運動が本格化.....	5
韓国:外部要因見合いが続く	6
マレーシア:5月会合での利下げが視野に	7
フィリピン:インフレが1年ぶりに目標範囲内に.....	8
タイ:政治的不透明感は継続か	9
ロシア:国債投資にリスクに見合う魅力を見出すか	10
南アフリカ:改革機運維持は総選挙(時間)との競争	11
トルコ:失われた信頼の回復には時間と根気を要す	12
ブラジル:年金改革に暗雲	13
メキシコ:インフレ率低下を好感	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

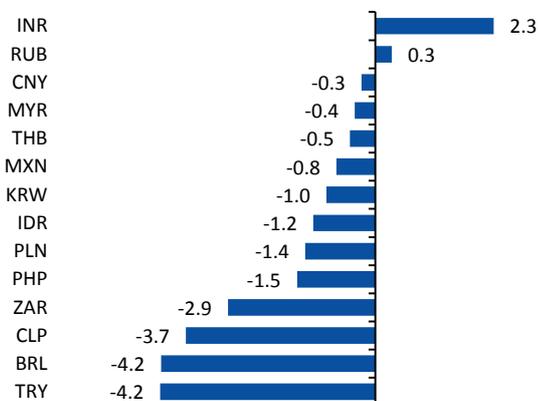
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:FRB ハト派化は楽観ではなく悲観へ

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

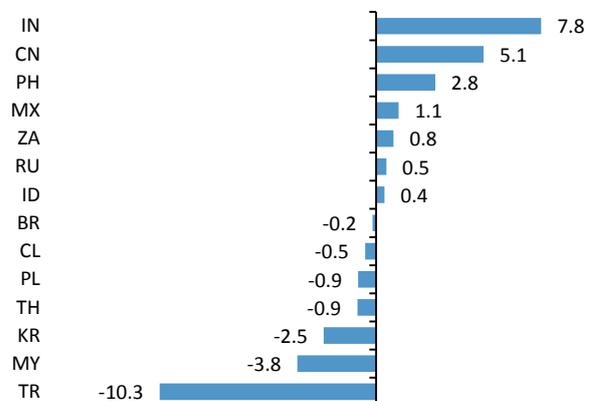
- 3月の新興国通貨は2月以降のレンジ内で推移した。7日のECB政策理事会を受けてユーロが売られる動きに連れて新興国通貨は月安値圏まで急落。その後はFOMCのハト派化に対する期待からじりじりと買い戻された。19～20日のFOMCでは予想以上にハト派な姿勢が示され、新興国通貨は月高値圏まで値を上げたが、景気減速への懸念から世界的に株安が拡がると一転、新興国通貨は急落。月末にかけてはトルコ市場の混乱も波及し、新興国通貨は月安値圏まで再び値を下げた。
- FRBは3月19～20日に開催したFOMCで、FF金利の誘導目標を2.25～2.50%に据え置くことを全会一致で決定した。声明文では今後のFF金利の調整に関し「忍耐強くなる(patient)」との姿勢を改めて表明。同時に公表されたFOMC参加者の政策金利見通し(ドットチャート)では、2019年の利上げはゼロ回へと大幅に引き下げられた。また、バランスシート政策については今年5月から縮小ペースを緩めるとし、米国債については最大300億ドルから最大150億ドルへ減少させ、9月末には縮小を停止することを決定した。
- 新興国市場は年初来、FRBのハト派転換を受けて堅調に推移してきた。3月FOMCの結果に対しても、市場は新興国資産の買いで反応したものの、22日以降は様相が変わりつつある。22日の金融市場では、米10年金利が低下し、遂に3か月物金利を下回った。このような逆イールドの発生は11年半ぶりであるが、これは不況のシグナルとして市場では意識されており、FRBのハト派化は米景気減速への懸念をもたらし、新興国市場の逆風へと変化した。
- 月末にはトルコ金融市場が混乱し、他の新興国市場へと波及する動きもみられるなど、新興国市場の活況は終了した可能性も否定できない状況だ。トルコ市場の不安定化は、3月31日の統一地方選を控えての一時的なものかもしれないが、市場参加者が新興国市場に対して改めて評価を考え直す契機となり得るだろう。
- 世界経済の減速が懸念される中、中国3月製造業PMIが改善したことは一定の安心感をもたらす結果であった。もともと、英EU離脱問題や米中貿易協議といった大きな課題の先行き不透明感が払拭されない状況下、新興国市場への投資が再び活発化するには、グローバルな景気の持ち直しを確認できる更なる材料が必要だろう。

図表 1:新興国通貨騰落率(2019年3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3月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：政府が金融・財政による景気対策を提示

マーケット・エコノミスト

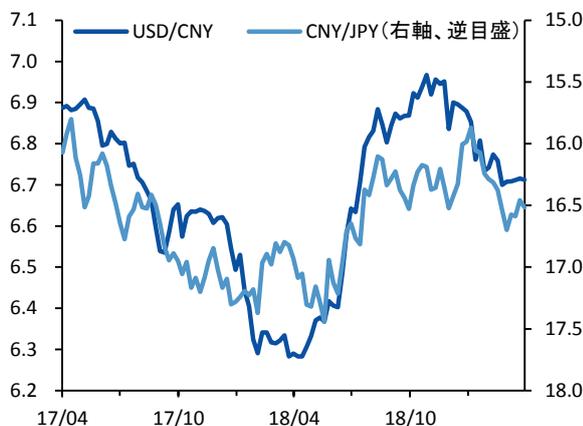
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

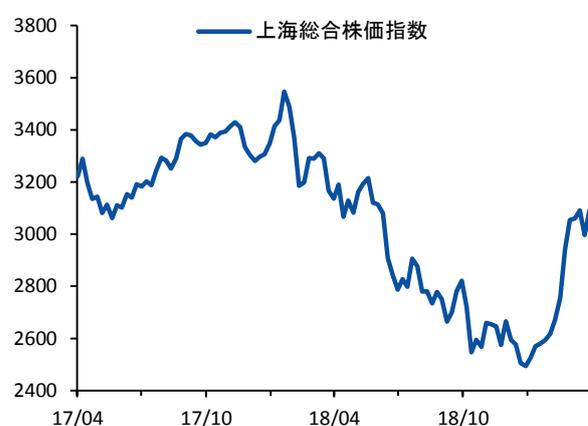
- 3月のCNYは前月比で小幅安。上旬には、米中協議での合意期待が高まり一時6.68台までCNY高が進行。その後、欧州景気の低迷等を背景にドル高となり、CNYは6.70～6.73でもみ合う展開に。FOMC後には一時6.66台を試すもすぐにドルが巻き戻し、6.74台までCNY安が進んだ。月末には、米中協議の進展をうかがわせる報道を頼りに6.71台まで持ち直して取引を終えた。
- 3月開催の全国人民代表大会では、2019年の実質GDP成長率目標は前年比+6.0～6.5%（2018年は同+6.5%程度、実績は同+6.6%）とされた。米中覇権争いの影響や中国景気の減速が確認される中、政策による景気下支えが図られる見通しだ。特に、雇用のカギを握る民間企業の支援が目指されている。
- 財政赤字はGDP比2.8%と前年（同2.6%）から拡大。財政政策として2兆元規模の減税が計画されており、付加価値税（VAT）の最高税率引き下げ、自動車や家電消費の喚起策等が含まれる。インフラ投資では鉄道（0.8兆元）、道路・水運（1.8兆元）、次世代通信（0.6兆元）等が目玉となる。資金調達に用いる地方政府専項債の発行予定額は2.15兆元（前年は1.35兆元）と増加する。
- 金融政策では、銀行の預金準備率引き下げ等が選択肢になる。政府はレバレッジ圧縮ペースや強さに注意を払うとしている。経済のレバレッジの安定維持を図るべく、総与信規模は名目成長率並みを維持する方針だ。
- 実体景気には厳しさが残る。1～2月累計の輸出や鉱工業生産等は市場予想を下回る内容となっている。ただ、景気対策への期待感もあってか、3月製造業PMIが4か月ぶりに50.0超となる等、マインド面には改善もうかがえる。
- 懸案の米中協議は、合意文書の細部のすり合わせ作業が進んでいるという報道があり、4月初旬の中国副首相の訪米で米中首脳会談の日取りを設定、一定の合意に至る可能性はある。一方で、合意を急がないとの姿勢は米国側に根強い。ライトハイザー-USTR代表は議会公聴会（13日）で合意の可能性について明言を避けた。クドロー国家経済会議委員長も28日、米国にプラスとなる合意まで「数週間、数か月かかるなら、かければよい」と発言している。
- かかる状況下、米中合意への期待感が市場で維持される限り、CNYの中心レンジは6.65～6.80と考える。景気対策と為替条項を巡る思惑がCNY安定の支えとなる一方、その他外部要因（Brexitや欧州景気、米国の輸入自動車追加関税等）はCNY安圧力になりうる。ただ、協議決裂が懸念されれば、CNY高要因は剥落、昨年秋のレンジ（6.80～6.95）への移行が想定される。

図表 3: 中国元相場(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: 高まる追加利下げ期待

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

- 3月のINR相場は堅調な展開。月初は、パキスタンとの緊張緩和を背景にINRに買いが入り、企業買収絡みの大口フローも噂される中で8日には70割れまでINRが上昇。中旬はブレグジットへの楽観的な見方や、15日に発表された2月貿易統計で赤字額が予想以上に縮小したことが好感され、19日には68.35と昨年8月以来の高値をつけた。その後は利益確定売りなどに押されたが、FOMC後のドル売りなどから68台後半を中心に底堅く推移した。
- 2月末に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緊迫化したが、3月1日にパキスタンが拘束したインド空軍のパイロットを解放したことで緊張は緩和した。また、このパキスタンとの軍事対立を受けて、国家安全保障問題が4~5月の総選挙を控えて重要テーマとして浮上。テロへの報復としてパキスタンを空爆するなど、強硬姿勢を示したモディ首相に対する有権者の評価は高まり、3月の世論調査では与党の勢いが盛り返している。もっとも、投票日までには有権者の関心が再び失業や農村部の困窮といった問題にシフトし与党にとって厳しい選挙戦になる可能性も残っている。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は4月2~4日に金融政策委員会(MPC)を開催する。RBIは2月のMPCで予想外に25bpの利下げを実施し、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。2月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.6%と1月の同+2.0%から上向いたものの引き続き低水準にとどまっており、4月会合での追加利下げが広く予想されている。6月会合でのさらなる利下げを見込む向きも増えており、利下げの可能性を示唆するかどうか注目である。
- 1月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+1.7%と、上方修正された12月の同+2.6%から減速した。内訳をみると、投資動向を反映するとされる資本財は同▲3.2%(12月:同+4.9%)と減少に転じた一方、インフラ/建設材は同+7.9%(12月:同+10.0%)と力強い伸びを維持した。都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財が同+1.8%(12月:同+3.9%)、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財も同+3.8%(12月:同+5.9%)とともに減速した。
- 利下げ期待による株式市場への資金流入などがINR高をもたらしているが、急激なINR高に対しRBIの為替介入も見込まれ上値を押さえられそう。また、4~5月の総選挙を控えたボラティリティの上昇にも注意したいところである。

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:選挙運動が本格化

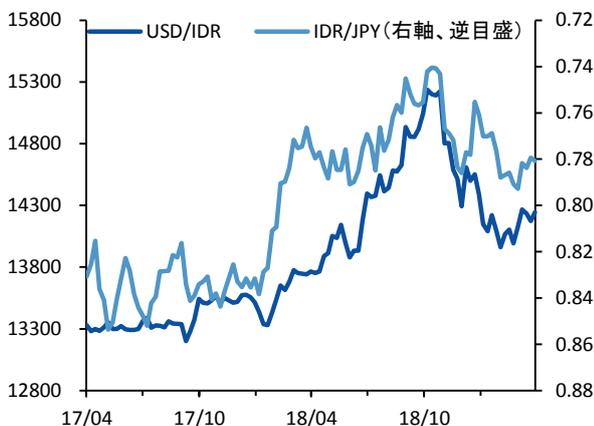
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

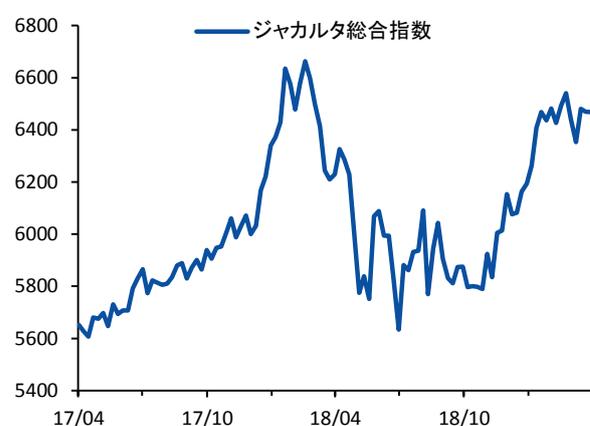
- 3月のIDRは14090~14340のレンジ内推移となった。月初、14100台前半で推移していたが、8日に中国2月貿易統計の冴えない結果を受けて14340付近まで下落した。20日のFOMCを背景に上昇し、14240台で越月した。
- 2月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.6%と1月(同+2.8%)から減速し、2か月連続で鈍化した。食料品の減速が全体を押し下げた。インドネシア中央銀行(BI)が発表した2月消費者信頼感指数は125.1と1月(125.5)から低下し、楽観圏(指数100以上)は維持したが、2か月連続での低下となった。2月貿易統計は輸出が前年比▲11.3%と1月(同▲4.3%)からマイナス幅が拡大した。輸入も同▲14.0%と1月(同▲2.1%)から大幅に減速した結果、貿易収支は+3.3億ドルと5か月ぶりに黒字に転じた。
- 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ートを4か月連続で6.00%に据え置くことを決定した。声明文では引き続き、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述べた。BIのワルジョ総裁は記者会見で、直近のFOMCを含む世界の動向が「インドネシアなど新興国への資本流入にとって、さらなるポジティブ要因になる」と述べた。BIは2018年に利上げを実施しているため、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の副大統領候補であるアマルフ・アミン氏とグリンドラ党のプラボウォ党首とペアを組むサンディアガ・ウノ氏が第3回テレビ討論会に参加した。副大統領候補同士による最初で最後の直接対決となった。両者は教育、健康保険、労働、文化などをテーマに議論を交わした。テレビ討論会はあと2回実施される予定だ。
- 大統領選挙に向けて24日に大規模集会が解禁され選挙運動は本格化した。同日にそれぞれジャワ島とスラウェシ島で運動を展開した。各種の世論調査では現職のジョコ大統領がプラボウォ氏を支持率で上回っている。また、議会選でも引き続き過半数を獲得する政党は不在となり、連立政権となる可能性が高いとみられている。
- 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。大統領選挙でプラボウォ氏が勝利した場合はIDRは下押されるリスクがある。

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



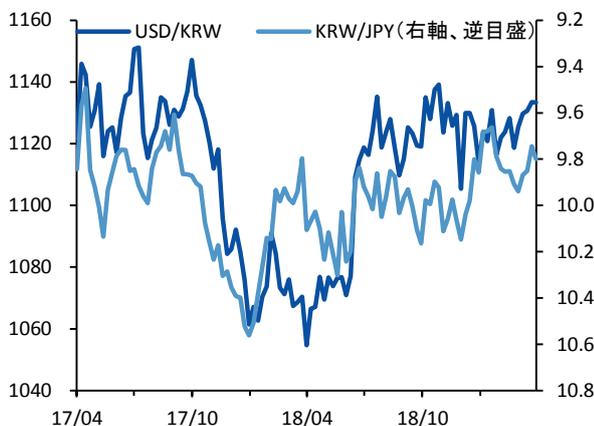
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国:外部要因見合いが続く

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

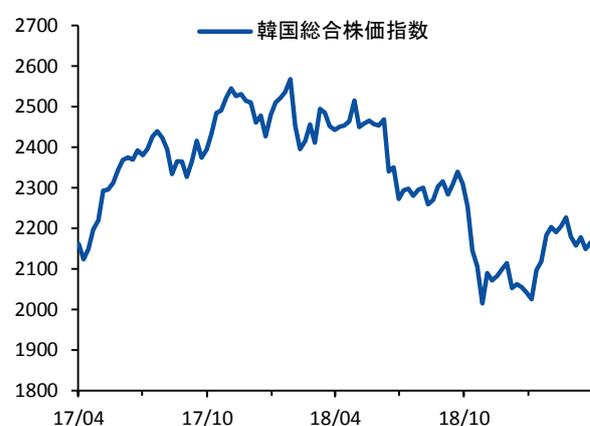
- 3月のKRWは前月比で続落。上旬は欧州景気低迷を背景とするドル高に押され、1124台から1136台へとKRW安が進んだ。その後、ドル高一巡でやや持ち直すも、北朝鮮のミサイル打ち上げ観測を受けて月半ばに1139台まで再び下落した。下旬はFOMCを経て一時1124台までKRW高が進むも、世界景気懸念やトルコ市場の混乱を受けて再び1140をうかがう動きもみられた。
- 実体経済は引き続き厳しい。2月鉱工業生産は前月比▲2.6%と再びマイナスに転じた(1月:同+0.5%、12月同▲0.8%:11月:同▲2.5%)。背景には、中国向けを中心とする輸出鈍化があろう。3月の輸出額は前年比▲8.2%と4か月連続で前年を下回った(2月:同▲11.1%、1月同▲5.9%:12月:同▲1.3%)。輸出や貿易収支の改善ペースは市場予想を下回る状況が続いている。
- 景気先行きにも慎重さが残る。4月企業景況判断は製造業が76、非製造業が76と、前月(それぞれ76、75)からほぼ横ばい。中立判断(100)を大きく下回る。2月消費者信頼感も99.8と前月(99.5)からほぼ横ばいで、中立判断(100)を6か月連続で下回った。前月との比較では、支出等の見通しがやや改善も、国内景気や貯蓄、貸金等の先行きについて慎重姿勢がやや強まった。
- こうしたなか、4月18日の政策会合を控えて、韓国銀行(BOK)の政策スタンスが変化してくるかが注目される。FRBをはじめ、世界各国の中央銀行が政策面でハト派色をすでに強めている。また、BOKが注視してきた家計債務の伸びは今年に入って鈍化が確認されつつある。なにより、李総裁は外部不透明要因が依然非常に強いと発言し、今後の利下げに含みを残してきた。
- 韓国にとって最重要な外部不透明要因は、引き続き米中協議の行方となる。早ければ4月にも米中で合意に至る可能性もあるものの、依然予断を許さない。また、従来同様、英国の合意なきEU離脱や欧州景気低迷は、世界景気の先行き懸念や欧州通貨安(ドル高、KRW安)要因になりうる。
- このほか、米朝協議の進展次第では、南北経済交流再開への期待感がKRW高につながる可能性がある。一方、米国による輸入自動車への追加関税問題は世界景気への影響という点で、KRWも無縁ではいられないだろう。
- かかる状況下、KRWの緩やかな持ち直しを想定しつつも、特に目先3か月程度は外部要因に振られやすいと考える。KRWが1150をトライする状況もありえる。なお、KRWが昨年後半以降の1100~1150のレンジを下方にブレイクしていくには、半導体市況の回復が展望される等の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



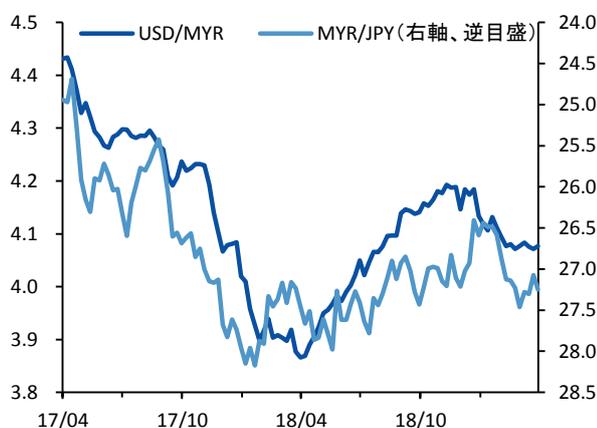
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:5月会合での利下げが視野に

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

- 3月のMYRは年初来高値圏でレンジ推移した。月初は米中通商協議への懸念や中国の経済成長目標引き下げなどからじりじりと下落。5日に開かれたマレーシア中央銀行(BNM)の金融政策委員会(MPC)の声明文がハト派的と受け止められると、翌6日にMYRは4.09台前半まで値を下げ、8日には中国2月貿易統計の低調な結果に4.10手前まで弱含んだ。その後は4.08台を中心とした推移が続いたが、18日は全般的なドル売りの流れに4.07台まで上昇し、20日のFOMC後にドル全面安となると、翌21日にMYRは4.05台半ばまで値を上げた。だが、その後は世界的な景気減速懸念から4.08台まで売られた。
- BNMは3月5日の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、貿易摩擦や不透明な国内外の経済環境および商品関連セクターの低迷がマレーシアの成長率を下押ししかねないと警戒感を示した。また現在の金融政策に関し、「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」として前回会合と同様の見解を示した一方、経済と金融環境にダウンサイドリスクが認められるとの文言を追加した。類似の文言は前回BNMが利下げを決定(2016年7月)した前の会合(2016年5月)でも使われており、次回5月の会合での利下げ観測が広がっている。
- 1月の輸出は前年比+3.1%と12月の同+5.1%から減速した。前月比で見ると+7.9%(12月:同▲0.4%)と3か月ぶりに増加した。製品別では、主力の電気・電子機器や液化天然ガス(LNG)などが伸びた一方、パーム油・関連製品が減少した。国・地域別では中国向けが伸びたものの、その他アジアや米国向けの伸びが鈍化した。輸入は前年比+1.0%と前月から伸びは変わらず、貿易収支は115.2億リンギの黒字と前年同期(96.7億リンギ)から黒字幅が拡大した。
- 2月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比▲0.4%(1月:同▲0.7%)と、2か月連続でマイナスとなった。政府の燃料価格抑制策によってガソリンなど交通が同▲6.8%と4か月の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+0.3%(1月:同+0.1%)とやや加速したものの、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、引き続き米中通商協議の行方や中国の景気減速懸念などがMYRの上値を抑制するとみられる。

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:インフレが1年ぶりに目標範囲内に

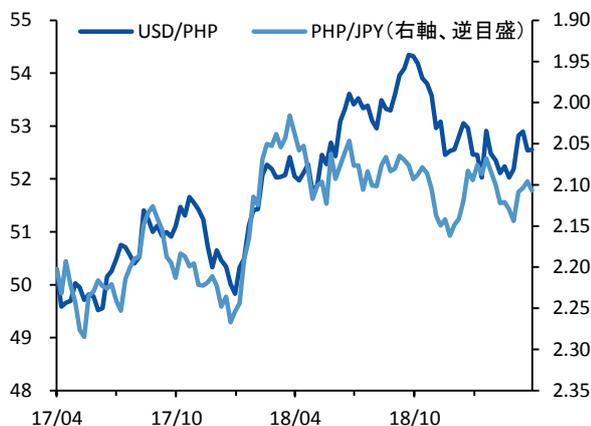
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 3月のPHPは下落した。月初、51.70台で推移していたが、2月消費者物価指数(CPI)が低下したことを受け金融緩和観測が浮上し、52台前半まで軟化した。12日フィリピン中央銀行(BSP)のジョクノ総裁が経済成長を巡り懸念を示したことを受けて52.90台まで下落し、52.50台で越月した。
- 2月CPIは前年比+3.8%と1月(同+4.4%)から鈍化し、4か月連続で前月を下回り、1年ぶりにインフレ目標(+2~4%)の範囲内に収まった。CPIに占める割合の大きい食品・飲料の伸び率の低下が全体を押し下げた。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+3.9%と1月(同+4.4%)から低下した。
- ドゥテルテ大統領は4日BSPの新総裁にジョクノ予算管理相を指名した。BSPは21日にジョクノ新総裁にとって初の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、3会合連続で現状維持とした。BSPは経済が好調を維持すると予想し、インフレ圧力は緩和しているとの認識を示したものの、予算を巡る議会の対立が早期に解消しなければ2019年の経済成長へのリスクとなると指摘した。8日にジョクノ総裁は、物価上昇の鈍化を考慮すれば金融緩和の余地はあるとした上で、緩和の時期は経済動向次第との見解を示している。
- 上下院が対立していた2019年度国家予算案は26日に大統領府に提出された。2月8日に上下院の合同委員会がまとめた法案が承認された後も、下院が分配を改変したことで対立を招いていた。ソット上院議長は改変部分の削除などを含めた修正を大統領に委ねるとの考えを示した。
- 1月貿易統計は輸出が前年比▲1.7%と12月(同▲12.3%)から改善したが、3か月連続でマイナスの伸び率となった。輸入は同+5.8%と1月(同▲9.0%)から内需の堅調さを受け大幅に改善し、プラスに転じた。その結果、貿易収支は▲37.6億ドルの赤字となった。政府は、国家予算の遅れや5月の中間選挙前の公共支出禁止で、今後は輸入成長が鈍る可能性があるほか、年内に妥結が期待される東アジア地域包括的経済連携が輸出増加に繋がり、貿易赤字の拡大を阻止するとの見方を示している。
- これまでのBSPの利上げや、FRBのハト派化が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: 政治的不透明感は継続か

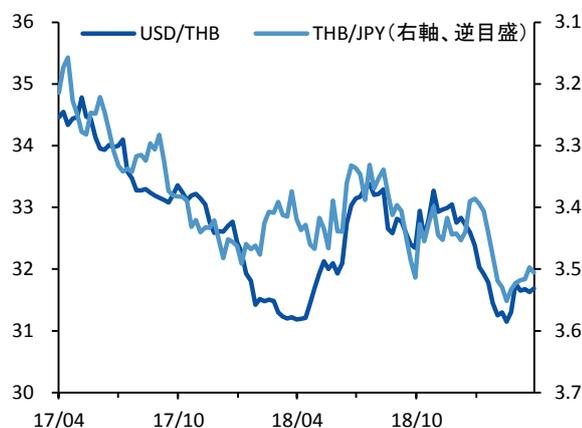
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

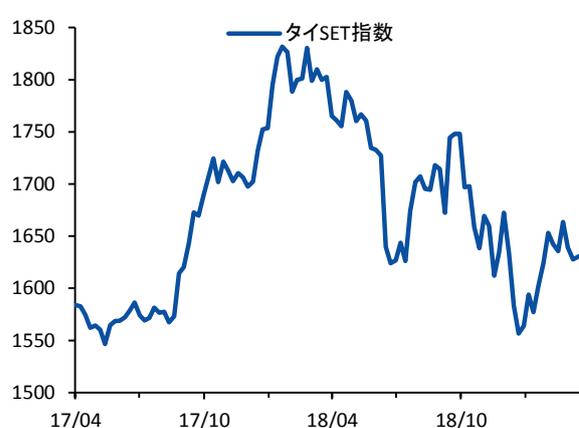
- 3月のTHBは31台後半での推移となった。月上旬に政治リスクを背景に一時31.90台まで軟化する場面も見られたが、その後緩やかに31.50台まで戻した。24日の総選挙後、政治的不透明感が継続するとの見方から31.90台まで下落し、31.70台で越月した。
- 2月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.7%と1月(同+0.3%)から加速した。インフレ目標(+1~4%)から下振れてはいるが、20か月連続でプラスを維持している。また、2月消費者信頼感指数は82.0と1月(80.7)から上昇した。タイ商工会議所大学(UTCC)は選挙活動が活発化して購入意欲が回復していることや、2018年度GDPが良好な結果となったことなどを指数の押し上げ要因として指摘した。
- 2月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比+5.9%と4か月ぶりにプラスの伸び率となった。米中貿易協議に対する懸念の緩和が輸出を押し上げた要因のひとつだろう。一方、輸入は同▲10.0%と2か月ぶりにマイナスの伸び率となった。その結果、貿易収支は+40.3億ドルの黒字となった。
- タイ中央銀行(BOT)は20日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.75%に据え置くことを全会一致で決定。BOTは輸出の減速を主因として2019年の経済成長率見通しを下方修正し、現在の緩和的な金融政策スタンスが引き続き適切になるとの認識を示した。
- 7日に選挙管理委員会はタイ国家維持党がウボンラット王女を、同党の首相候補に擁立しことが憲法違反だとして、同党に解党命令を出した。タイ国家維持党の解党はタクシン派に大きな痛手となる中、24日に民政移管へ向けた総選挙が実施された。タイ貢献党は事前の予想より伸び悩んだ模様で、単独過半数を獲得した政党はないとみられている。各党は政権樹立に向け、連立交渉に本格的に入り、27日にタイ貢献党は他の6政党と「民主戦線」を結成したと発表し、下院過半数の255議席を確保できるとしたが、首相選出に必要な議席数には届かない見通しとなっている。タイ貢献党などからは選挙に不正があったとの声も出ていると報じられており、政治混乱の継続が懸念される。なお、全ての公式開票結果が発表されるのは5月9日とされている。
- THBはFRBのハト派化を背景に底堅い推移が続くそう。他方、米中貿易摩擦への懸念に加え、政治的不透明感が継続すれば、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



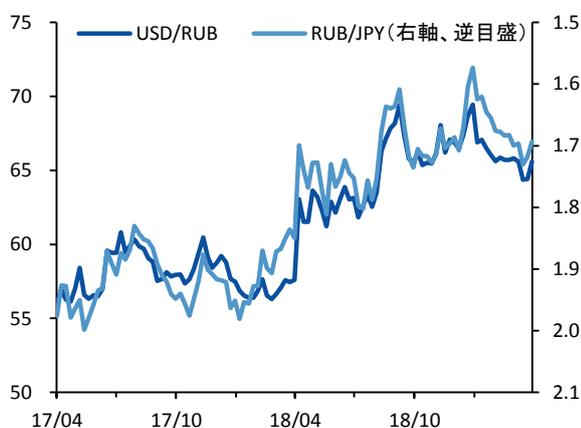
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 国債投資にリスクに見合う魅力を見出すか

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

- 3月のRUBは下押し先行後、月央に前後して大きく反発。対USDで65を割り込むと一段と上げ足を強め、21日には対USDで昨年8月来の高値となる63.64まで上昇。しかし、その後月末に掛けては再び下落基調をたどった。
- 原油価格とRUBの連動は引き続き限定的で、ロシア要因ではロシア中銀(CBR)金融政策動向、米の対ロ追加経済制裁を巡る思惑などが注目された。6日発表されたロシア2月CPIは前年比+5.2%と市場予想通りだったものの、年初の付加価値税率引き上げ(18%→20%)の影響は恐れたほど大きくないとの受け止め方が幅広くされた。11日にはCBRユダエワ副総裁が「物価動向は恐れた最悪の状況より抑制が効いている」と述べた。また、22日のCBR金融政策委員会が予想通り1週間物入札金利を7.75%に据え置くと同時に、ナビウリナ総裁は「12月に予想したよりも早期の利下げが可能になるかも知れない」と述べた。CBRによる追加利上げ観測の後退/早期利下げ期待の高まりはRUB売り要因とも読めたが、13日のロシア国債入札の「成功」に表れたように、国債価格上昇を通じたRUB買い要因と読むこともできた。
- この間も、モラー特別検査官の捜査結果(24日)が16年のトランプ陣営の選挙運動にロシアとの共謀はなかったと結論付けたことは、市場の一部で制裁圧力の後退につながると思惑を呼んだが、グラム米上院議員が改めて対ロ追加制裁導入を主張した(26日)ことでそうした楽観は後退した。大統領選干渉に関する対ロ追加制裁は、結局、1年近く迷走を続けるばかりだ。米中貿易交渉の行き詰まり、米朝会談の物別れ、メキシコ国境の壁問題の紛糾、ベネズエラ情勢の膠着など、米政権に優先すべき課題が山積している事実が、対ロ制裁が「あと回し」にされるとの思惑に一定の真実味を加えている。
- この間、金融市場全般では、ECBが想定以上に金融緩和に積極的と読まれたり(7日)、FRBが予想外に金融引き締めに消極的と読まれた(20日)点が注目を集めたが、RUBを含む新興市場通貨全般の方向感に決定的な(値幅でもその持続性でも)影響を与えた様子は読み取れなかった。
- 年末のロシアCPIが5%前後と見込まれる一方で、10年国債の利回りは8%を超える。米による経済制裁は引き続き気掛かりなもの、主要国の長期金利が一段と低迷する現状で、高い実質金利と利下げ見通し(国債価格上昇要因)を備えたロシア国債投資には相応の魅力を見出せるのではないかと。

図表 17: ロシアループ相場(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



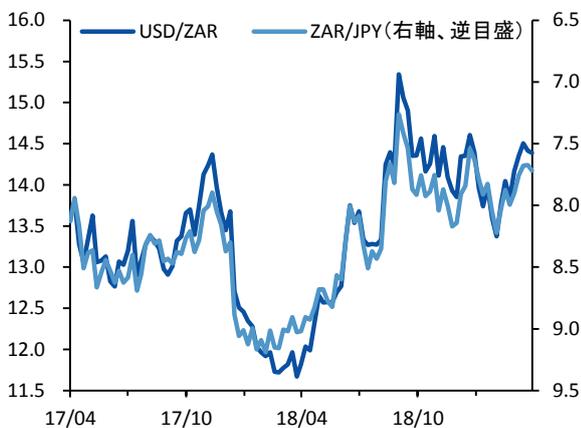
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 改革機運維持は総選挙(時間)との競争

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

- 3月のZARは、月初と月末の下押しを除けば、断続的な反発を挟みながら対ドル、対円共に横這いを支配的としたものの、月を振り返ると明確に下落。
- 南ア固有の要因でZAR売り圧力をもたらしたのは主にふたつ。ひとつは南ア電力公社(Eskom)による計画停電。昨年未から断続的に実施されてきた計画停電の悪影響は、14日発表された南ア1月鉱業生産、同製造業生産などの経済指標にもはっきりと読み取ることができた。
- もうひとつはラマポーザ大統領に対する構造改革期待の低下。具体的には、8日、南ア準備銀(SARB)の国営化方針が固められたこと、5月総選挙に向け13日に公表された与党アフリカ民族会議(ANC)の候補者名簿が、ズマ前大統領政権下で汚職の疑いをもたれた幹部を含んだことなどが嫌気された。
- 金融市場全般では、この間、FRBとECBの金融政策動向が大きく材料視された。結論としては、いずれの中銀も、従前からの金融政策姿勢と比較すると「より緩和的」な方向に舵を切ったと受け止められた。しかし、EUR/USDの値動きを振り返ると、ECB理事会のあった7日のEUR急落を最後にEURは反転上昇、FOMCの結果が発表された20日のUSD急落を最後にUSDは反転上昇と、典型的な「期待で売って、事実で買い戻す」値動きを見せた。
- 主要通貨の間では、消去法的に(金融緩和余地の限られる)円の堅調が際立つ格好となった。それが市場の一部でリスク回避の円高と読まれたことが、ZARを含む新興市場通貨全般の重石になった可能性は考えられた。
- 28日SARB金融政策委員会はレポ金利を6.75%に据え置き。金利据え置き自体は市場の予想通りだったが、同時に発表されたコアCPI見通し、成長見通しなどは予想以上に下方修正されたと見る向きが支配的だった。
- 29日、注目された一部大手格付会社の南ア国債格付見直しは公表が見送られた。延期の理由や次回の公表予定日は示されなかった。
- 上述国債格付判断を経て、南ア資産市場の注目はいよいよ5月8日の総選挙(大統領選挙)に集まる。与党アフリカ民族会議(ANC)の「勝利」は、昨年2月に発足したラマポーザ政権の基盤を強化し、より積極的な構造改革を可能にするはず。残念ながら現状は、新政権に対する期待感が維持できず、徐々に剥げ落ちることで、上述のような大衆主義的な政策への傾倒を強いられ、それが更に有権者の失望を買う悪循環に陥りつつあるように見える。

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



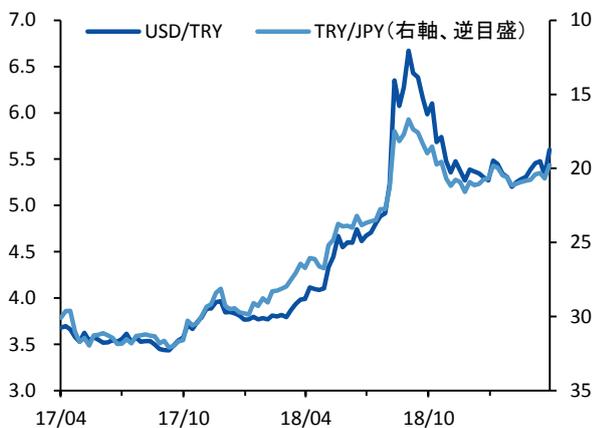
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:失われた信頼の回復には時間と根気を要す

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

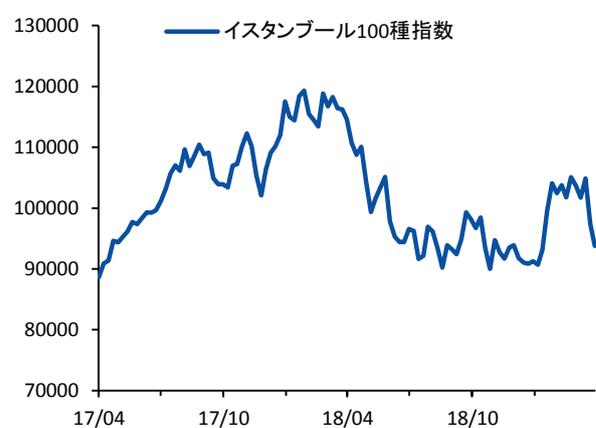
- 3月のTRYは、月央までじり安推移が先行したが、22日以降乱高下。
- 6日開催されたトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、市場の予想通り政策金利を据え置き。インフレに対する強い警戒感を示した点などはTRY高要因と読めたはずだが、一時的な上昇後TRYは反落。
- 翌7日のECB理事会は、成長見通しの大幅下方修正、年内の利上げ見送り、長期資金供給策の早期再開などが市場の想定よりも緩和的と読まれた。前後してTRYは続落したが、この値動きは対EURでのUSD高に連れた値動きとも、ユーロ圏景気に対する弱気を嫌気したTRY安とも考えられた。
- 8日発表の中国2月貿易収支で輸出が急減速したことも、世界景気(需要)減速の傍証と読まれ、TRYを含む新興市場通貨全般の下落に貢献した。
- 20日に発表されたFOMCの結果は、理事の金利推移予想が年内の金利据え置きを見込んだこと、資産縮小を9月末で停止するとしたことなどが、金融引き締めに対し予想以上に消極的と受け止められUSD全面安を招いた。小幅ながらTRYもこの局面对USDで水準を切り上げた。
- 22日以降TRYは乱高下。22日のTRY急落は、トルコ外貨準備の急減や「(31日の)地方選後、トルコ当局が外準減少やリラ安を放置する」との観測を材料視、TRY下落幅は対USDで一時6%超、対円で7%超に達した。
- 25日以降のTRY急反発は、CBRTが主要政策金利(1週間物レポ金利)による資金供給を停止したことに加え、トルコ当局が「地場銀行に対し非居住者へのTRY資金供給を禁じた」などと観測されたことが奏功したと考えられた。
- 一連の策は投機的なTRY売りを抑制しただけでなく、トルコ資産に対する投資家の信頼も著しく傷つけた(売りたい時に機動的に売れない資産はそもそも買えない)。トルコ株は売り込まれ、イスタンブール100種指数は27日までの4営業日で11%超下落。前後してTRYは再び大きく水準を切り下げた。
- 28日、エルドアン大統領は「金利が下がれば物価も下がる」と述べ、CBRTに利下げを促した。地方選直前という焦りもあったのだろうが、中銀に対する政治介入や上述資本規制とも取れる策はトルコに対する投資家の信頼を削ぐ可能性が警戒される。同国が今後の経常赤字ファイナンスに困窮し、TRY安と(輸入)物価高の悪循環に陥る危険性は高く、CBRTが単独で投資市場の信頼を回復するためには、長い時間と忍耐とを要するのではなかろうか。

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100種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 年金改革に暗雲

マーケット・エコノミスト

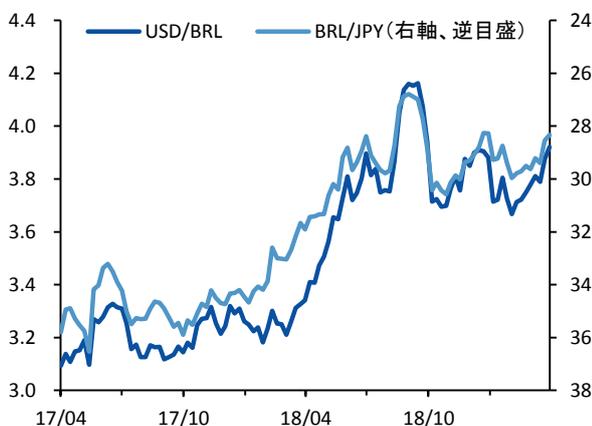
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月もBRLは前月比で下落。3.75台で取引を開始後、ドル高や成長率見通しの下方修正に押される格好で3.90台までBRL安が進んだ。その後はドル反落と原油価格上昇を支えに、BRLは下落幅を縮小。FOMCを経て一時は前月末比小幅高となった。ただ、前大統領逮捕に伴う政治混乱やトルコ市場の混乱が嫌気されBRLは再び4.00台まで下落。結局、3.90台で取引を終えた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は20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8会合連続。ロベルト・カンポス・ネト総裁をはじめ新メンバー就任後で初の会合となったが、政策方針に大きな変化はみられなかった。
- 声明文では、世界景気の減速に伴うリスクが増していると警戒感を表明。国内景気についてもやや慎重な見方となった。実際のところ、BCBの週次市場サーベイ(15日時点)では、ブラジルの2019年の実質GDP成長率は前年比+2.01%と、2月22日時点の同+2.48%からすでに下方修正が進んでいた。
- また、これまで上昇方向にあるとしてきたインフレリスクについて、均衡しているとの認識にあらためた。さらに、経済状況の評価には時間を要し、短期間には完了しないとの文言を追加し、当面Selicの変更を見送ることを示唆した。ちなみに、BCBの試算によると、現状横ばい(Selic:6.5%、BRL:3.85)のケースでは、2019年と2020年のインフレ率はそれぞれ前年比+4.1%と同+4.0%になるという。いずれも、目標値(2019年:4.25%、2020年:4.00%)近くに収まる。
- もっとも、インフレリスクの均衡が保たれるかは、BCBが注視する構造改革、具体的には年金改革の行方次第であろう。10年間で1.1兆レアルの財政負担軽減という目標は法案化の過程で妥協(後退)を余儀なくされるものの、改革は実現するというのが期待も込めた市場の見方であろう。それゆえ、法案化が困難という懸念が高まれば、BRL安とインフレ上昇圧力を伴う資金流出が生じうる。
- この点、汚職を巡るテメル前大統領の逮捕(21日)が、同氏の所属する民主運動党(MDB)の現政権に対する反発を招きかねない点には注意したい。法案化にはMDBをはじめ中道政党の協力が必須とみられるためだ。
- 年金改革に暗雲が立ち込めつつあるなか、BRLの3.60の再トライは遠のいたと考える。法案化作業は年内続くとの見立ての下、2019年はBRLが3.70~4.00のレンジ推移を想定する。特に、米中協議やBrexit、米国の輸入自動車関税等の動きが重なる今後3か月間は、BRLの上値は重くなりやすいだろう。一方、民営化推進や対米関係の改善は市場で前向きに評価されそうだ。

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: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: インフレ率低下を好感

マーケット・エコノミスト

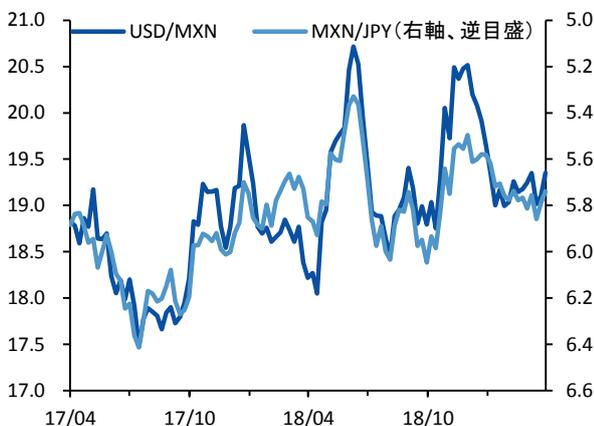
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のMXNは前月比で上昇して取引を終えた。上旬は19.2台からドル高や景気先行懸念に押されて一時19.5台まで下落も、中旬はドル反落と2月CPIの内容を受けて19.0台まで上昇した。下旬にはFOMC直後のドル安局面で18.8台まで上昇したが、米中協議や欧州情勢の不透明感もあってドルが持ち直すにつれ、MXNは月末にかけて19.1を上下する展開となった。
- 実体景気は勢いを欠く。2月製造業PMIは54.3と市場予想(50.0)を上回る改善をみせたものの、非製造業PMIが50を上下している状況を考慮すると、外需次第のところがある。現政権の政策への経済界の不安は根強い。また、年金や奨学金の拡充、最低賃金の大幅引き上げが奏功し、消費者信頼感は2001年8月以来の水準にあるものの、小売売上高の伸びは引き続き鈍い。
- メキシコ中央銀行(Banxico)の2月のエコノミストサーベイによれば、2019年の実質GDP成長率見通しは前年比+1.64%(平均)。これは2019年度予算の前提(同+2%)を下回る。大手金融機関のサーベイも参考にすると、足許でさらに悪化している可能性もある。6日公表のOECD見通しでは、同+1.5%(2018年11月時点の同+2.0%から下方修正)であった。
- 一方、2月CPIが前年比+3.9%と、2016年12月以来はじめてBanxicoのインフレ目標範囲(3%±1%)に収まったことは、金融政策の柔軟性を考える上で好材料だ。市場では利下げ観測が高まりつつある。大手金融機関のサーベイによれば年内1回(25bp)以上の利下げを予想する回答は過半数に上る。
- こうしたなか、Banxicoは28日、2会合連続で政策金利の据え置きを決定。まず、FRBのさらなるハト派化に言及。米金利低下が新興国への資金流入を促したことを好感する一方、世界景気の減速リスクには従来より警戒感を強めた。足許のインフレ率低下については経過を見極めようという姿勢で、インフレについては低下リスクが増しつつも、引き続き上昇リスクの方が大きいとした。
- 足許のペソ高はメキシコ国債への資金流入が加速させた面があると考えられる。インフレ率の低下が、利下げとそれに伴う景気刺激や税収増を期待させた格好だ。もっとも、市場は利下げを織り込みつつあり、さらなる資金流入(ペソ高)は限定的であろう。また、財政不安を払拭できるほどの政策効果が表れるのか疑問も残る。米中協議等の外部要因に振られつつも、MXNは2019年が18.5~19.5、2020年は19.0~20.0のレンジでおおむね推移すると想定する。

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 1～3月(実績)	SPOT	2019年 6月	9月	12月	2020年 3月	6月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.8832	6.7121	6.73	6.70	6.68	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8497	7.85	7.84	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	69.238 ~ 71.825	69.161	71.3	69.5	68.5	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14495	14225	14100	14000	13800	13800	13700
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1133.05	1133.40	1140	1120	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.0615 ~ 4.1545	4.0765	4.15	3.99	3.90	3.85	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	51.680 ~ 53.025	52.490	53.5	53.5	53.2	53.0	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3541	1.35	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.797	30.80	30.75	30.75	30.70	30.65
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	31.68	32.0	31.3	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23233	23189	23350	23250	23100	23000	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	65.1638 ~ 69.8032	65.6223	66.00	68.00	70.00	69.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7017	14.3802	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.8788	5.6017	6.20	6.50	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 3.8954	3.9210	3.85	3.80	3.75	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.8783 ~ 19.7732	19.3488	19.00	19.25	19.50	19.75	20.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.655	16.515	16.05	15.97	15.72	15.34	15.15
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.204	14.150	13.76	13.65	13.41	13.04	12.79
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.584	1.606	1.51	1.54	1.53	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.795	0.781	0.766	0.764	0.761	0.739	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.800	9.47	9.55	9.38	9.19	9.09
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 27.346	27.247	26.02	26.82	26.92	26.49	26.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.145	2.115	2.02	2.00	1.97	1.92	1.87
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.48	82.03	80.00	78.68	78.36	76.69	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.619	3.607	3.51	3.48	3.41	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.506	3.38	3.42	3.40	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4806	0.4788	0.46	0.46	0.45	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.699	1.694	1.64	1.57	1.50	1.48	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.722	7.66	7.33	7.00	6.89	6.90
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	19.780	17.42	16.46	15.44	14.57	14.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.707 ~ 30.075	28.328	28.05	28.16	28.00	26.84	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.823	5.740	5.68	5.56	5.38	5.16	5.00

注:1.実績の欄は2019年3月29日まで。SPOTは4月1日の10時10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(3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。