

2019年4月26日

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国：追い風が強まる.....	2
中国：景気に底打ちの兆し.....	3
インド：2 会合連続利下げもスタンスは中立.....	4
インドネシア：ジョコ大統領が勝利.....	5
韓国：国内外に改善の動きも.....	6
マレーシア：債券インデックスからの除外リスク.....	7
フィリピン：5 月会合で利下げか.....	8
タイ：総選挙後も混迷が続く.....	9
ロシア：USD 堅調も RUB 堅調も当面継続か.....	10
南アフリカ：総選挙の結果が今後の鍵を握る.....	11
トルコ：不透明感・不足・不信感に払拭の兆し見えず.....	12
ブラジル：年金改革での躓きを引きずる.....	13
メキシコ：ポジション巻き戻しには注意.....	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

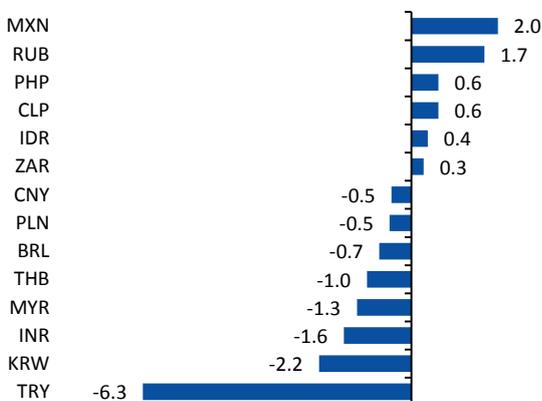
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

## 新興国: 追い風が強まる

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

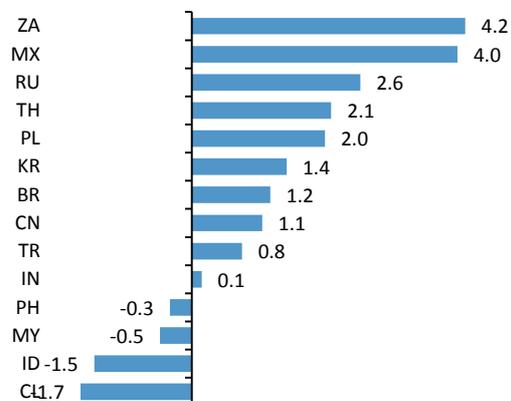
- 4月の新興国通貨は月末に反落する展開となった。上旬は中国経済指標の良好な結果や米中通商協議進展への期待から堅調に推移。中旬も、中国経済指標が上振れ、MSCI 新興国株指数が年初来高値を更新するなどリスクオンモードが広がる中で新興国通貨は高値圏で安定した時間が続いた。しかし、下旬はユーロ圏の景気不安からユーロ売りが強まり、全般的なドル高の流れになると新興国通貨は上昇分を全て吐き出し下落に転じた。
- 2018年に新興国が苦難に直面した最大の理由は、FRBが金融政策の正常化を押し進め、米金利上昇とドル高が進行したことである。しかし周知の通り、年明けからFRBは引き締め姿勢を転換しており、2019年の利上げ見通しはゼロ回へと大幅に引き下げ、バランスシート政策についても今年5月から縮小ペースを緩め、9月末には縮小を停止することを決定している。ECBもフォワードガイダンスで金利据え置きの日処を2019年末まで先延ばしし、ターゲット型長期流動性供給第三弾の導入も発表。さらに、足許ではマイナス金利の副作用緩和を検討している。日銀も4月の金融政策決定会合でフォワードガイダンスをも2020年春頃まで伸ばすなど主要国中銀の政策転換が鮮明である。
- 世界経済が減速する中で新興国経済に持ち直しの動きがみられることも、新興国市場に対する強気の見方につながっている。3月の先進国製造業PMIが50割れ寸前となる一方、新興国製造業PMIは51.0と2月の50.6から上昇し、2018年7月以来の水準まで回復した。新興国の回復を主導している中国経済は、政府の積極的な景気対策の効果で底入れの兆しが現れており、3月の製造業PMIは国有企業の多い政府版、中小企業の動向を反映する傾向がある財新版ともに50を超えた。中国の指標は春節(旧正月)休暇による季節要因でかく乱されている可能性があるため、回復を慎重に見る必要はある。それでも、中国経済減速の一因となっている米中貿易戦争の悪化に関し、米中閣僚級の通商協議が継続して行われ、合意が近づいていることは良い兆候だろう。
- これまでのところ、新興国債券市場への資金流入は、主に主要通貨建て債券への流入が大半を占めるが、新興国への資金流入が本格化し、現地通貨建て債券まで拡がりをみせるのであれば、新興国通貨は一段と上昇することになりそうだ。もっとも、苦境にあえぐトルコやアルゼンチンは元より、財政収支や経常収支の不均衡が際立つ新興国はこれまで通り脆弱であり、経済・通貨ともに慎重な見方を維持すべきだと考える。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019年4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4月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:景気に底打ちの兆し

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

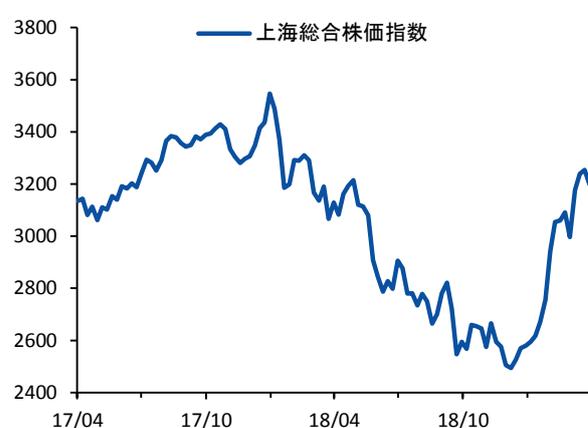
- 4月のCNYは前月比で下落。ただ、為替条項を巡る思惑からCNYは年初来高値圏(6.68~6.73)を概ね維持した。6.70台で取引を開始。経済指標は市場予想を上回るもCNY高は限定的で、GDP統計発表後に一時的に6.68台まで上昇したにとどまった。他方、ドル高には追従し6.75手前までCNY安が進展。米中合意なしに一段のCNY高には懐疑的な動きをみせた(25日時点)。
- 1~3月期の実質GDP成長率は前期比+1.4%と前期(同+1.5%)からやや減速、1~3月期としては2016年(同+1.2%)以来の低水準となった。もともと、前年比では+6.4%と市場予想(同+6.3%)を上回った。2018年は1~3月期の前年比+6.8%から10~12月期の同+6.4%へと減速が続いたが一服した格好だ。
- 実際、3月分の経済指標には市場予想から上振れるものが少なくなく、中国景気の底打ちの兆し(いわゆる green shoots)が指摘されつつあった。製造業PMIが4か月ぶりに50超を回復、輸出は1~3月期ベースで前年比プラスに転じた。工業生産や固定資産投資も前年比伸び率が加速。当局による企業金融の改善の取り組みが功を奏してきた可能性がある。株価指数も一段高となった。
- また、今後は財政政策の効果が期待される。インフラ投資の拡大(2.15兆元)、減税と社会保険料の削減(2兆元超)、耐久財の購入支援策等がそれだ。みずほ総合研究所の試算によれば、成長率押し上げ効果は+1.1%pt(1.0兆元)にのぼる。4月には増値税削減が始まった。5月以降は社会保険料削減が実施される。その政策効果は2019年後半にも表れてきそうだ。
- このほか、政府は戸籍規制の緩和を発表した。定職など一定条件を満たす大都市居住者が戸籍を当該都市に移すことを認めるという(中規模都市までは規制緩和済み)。住宅取得が促されれば不動産市場に追い風となる。
- 米中協議については、あと2回の高官協議が予定されている。報道によれば、5月中に米中合意と署名のための首脳会談の詳細公表を目指すという。首脳会談のタイミングとしてはG20サミットが開催される6月が有力視されている。少なくとも、米国が先送り中の追加関税を実施するような状況にはなさそうだ。
- 以上を考慮すれば、中国景気には底打ちの兆しがあるといえる。ただし、陽炎のように底打ちに至れないリスクも残る。経済活動ではサプライチェーン混乱の影響が根強い。米中合意が関税の即時撤廃を意味するかも疑問だ。景気対策では債務問題が障壁になりうる。かかる状況下、CNYの中心レンジは当面6.65~6.80と想定する。CNY高のペースはドル(米国)見合いの状況が続こう。

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:2 会合連続利下げもスタンスは中立

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

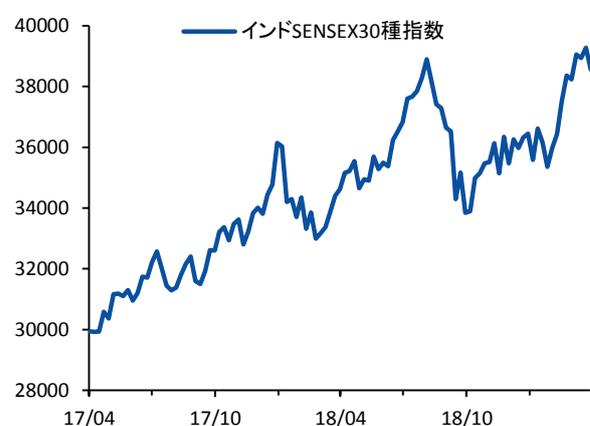
- 4月のINR相場は小幅に売られた。月初は、株式・債券市場への資金流入により68.5割れまでINRが上昇。しかし、インド準備銀行(中央銀行、RBI)が利下げを発表したものの、金融政策スタンスは「中立」を維持したことから株式市場がネガティブな反応を示す中でINRは反落。月後半にかけては米国がイラン産原油の全面禁輸を発表し油価が上昇するとINRは70近辺まで下落した。
- RBIは4月2~4日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利のレポレートに25bp引き下げて6.00%にすることを決定した。利下げの決定は4対2で、金融政策スタンスは「中立」を維持した。MPCは利下げの理由について、「GDPギャップが引き続きマイナスであり、国内経済は対外経済を始めとする逆風に直面している。民間投資を刺激し、国内の成長の勢いを高める必要がある」と説明。市場では政策スタンスを「中立」から「緩和」に変更するとの期待が一部であったため、市場では金利上昇の反応がみられたが、成長・物価見通しの下方修正したことなどを踏まえると、次回6月会合での追加利下げも否定できない。
- 2月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+0.1%と、1月の同+1.4%(同+1.7%から下方修正)から一段と減速した。内訳をみると、投資動向を反映するとされる資本財は同▲8.8%(1月:同▲3.4%)と減少し、インフラ/建設材は同+2.4%(1月:同+6.8%)と2017年9月以来となる低い伸びとなった。都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財は同+1.2%(1月:同+2.3%)と鈍化した一方、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+4.3%(1月:同+3.3%)と加速した。
- 3月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.9%と2月の同+2.6%から加速した。5か月連続で前年割れしていた食料品が2月の同▲0.7%から同+0.3%に上昇したことが全体を押し上げた。他方、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+4.7%と2月の同+5.1%から鈍化した。家庭用品・サービスや教育、パーソナルケアの伸びが低下したことが抑制した。
- 原油価格が上昇しており、経常収支悪化への懸念からINRを圧迫している。4月の利下げに対する株式市場の反応はネガティブなものであったが、6月の追加利下げ期待が高まれば資金流入によるINR高もあり得るだろう。投票が始まった4~5月の総選挙の結果によるボラティリティの上昇には注意が必要。

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: ジョコ大統領が勝利

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 4月のIDRは往って来い。月初、14200台で推移していたが、良好な中国経済指標の結果がサポートとなり月中には14060台をつけた。大統領選挙は事前予想通りジョコ大統領が再選したとみられ一時14000台近辺まで上昇したが、その後は14180付近で推移している。
- 3月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.5%(2月:同+2.6%)と3か月連続で鈍化した。2月に引き続き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3月消費者信頼感指数は124.5と2月(125.1)から低下し、楽観圏(指数100以上)は維持したが、3か月連続での低下となった。
- 3月貿易統計は輸出が前年比▲10.0%と2月(同▲11.3%)からマイナス幅が縮小した。鉱業品が前月から改善したことが寄与した。輸入も同▲6.8%と2月(同▲14.0%)から改善した結果、貿易収支は+5.4億ドルと2月に続き黒字となった。
- BIは25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5か月連続で6.00%に据え置くことを決定した。声明文で今回の決定は国内経済の対外的な安定を強化する努力に則しているとした。BIは引き続き政府と協力することにより、インフレを管理し、経常赤字を削減すると述べた。BIは市場の流動性拡大も目指しており、国内のノンデリバラブル・フォワード市場の規制緩和を表明している。BIは2018年に複数回の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。
- 5年に1度の大統領選挙と総選挙が17日に開催された。再選を目指すジョコ大統領と最大野党グリンドラ党のプラボウォ党首による一騎打ちとなり、事前の世論調査ではジョコ氏は50%台超の支持率を常に保ち優勢とされていた。プラボウォ氏の支持率は30%台だった。18日にジョコ大統領は「科学的根拠がある正確な民間調査機関での集計でわが陣営は54.5%、プラボウォ陣営は45.5%だった」と述べ勝利宣言をした。しかし、プラボウォ氏は60%超の支持率を得たとして敗北を認めず、大規模な不正があったと訴えた。選挙管理委員会公表している日程によると、5月22日までに集計を終えることとなっているが、結果発表日はまだ決定していない。
- 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



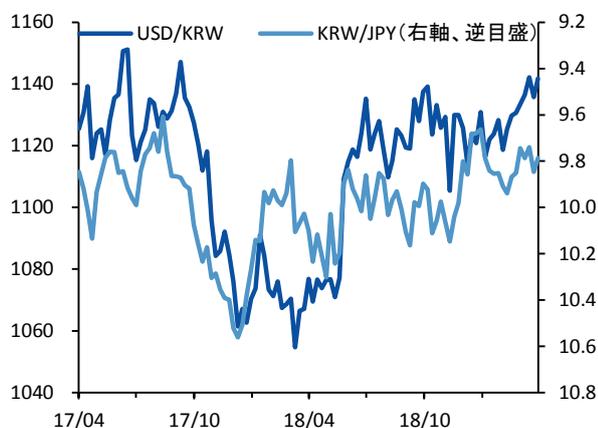
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 韓国:国内外に改善の動きも

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

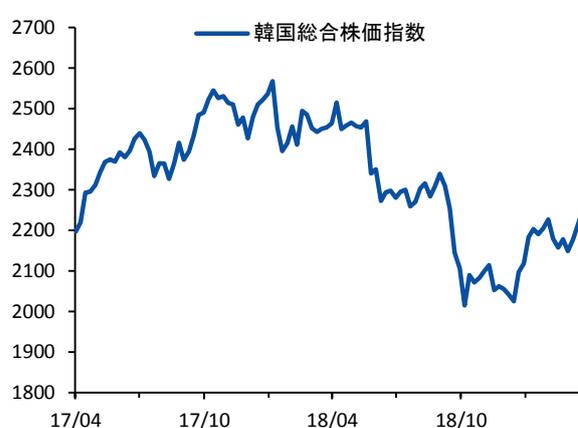
- 4月のKRWは前月比で続落。月初は中国の製造業PMIの持ち直し等を手掛かりに1350前後でしっかりも、補正予算規模が期待を下回るとの見方から8日には1150手前まで下落した。その後、UAEとの通貨スワップ協定締結等を手掛かりに一時は1132台まで上昇。ただ月後半は、成長率見通しの下方修正、1~3月期マイナス成長を嫌気し、2年ぶりに1161をトライした(25日時点)。
- 1~3月期実質GDP成長率は前期比▲0.3%と、市場予想(同+0.3%)を裏切り2017年10~12月期(同▲0.2%)以来のマイナス成長となった。寄与度別には、投資のうち特に設備投資(寄与度:▲0.9%pt)の落ち込みが目立つ。政府部門の投資反動減(前期:+0.8%pt、今期:▲0.7%pt)の影響とみられる。消費(前期:+1.0%pt、今期:+0.1%pt)も減速した。輸出以上に輸入が落ち込んだ結果、純輸出はプラス寄与に転じた(前期:▲1.1%pt、今期:+0.2%pt)。
- 足許の景気低迷を受けて、韓国銀行(BOK)は18日公表の最新の経済見通しで、2019年の実質GDP成長率を前年比+2.5%、消費者物価を同+1.1%と1月時点見通し(それぞれ同+2.6%、同+1.4%)から下方修正した。もともと、年後半持ち直しの想定は維持。同日開催された金融通貨委員会においては、政策金利(7日物レポ金利)を1.75%に据え置いた。
- 実際、景気見通しに追い風となる材料も出始めている。中国景気に底打ちの兆しがみえつつある点は、韓国経済にも好材料だ。米中協議の進展も伝えられる。英国の合意なきEU離脱のリスクは、事実上10月頃まで先送りされた。フィラデルフィア半導体株指数が高値を更新中であることは、年後半にも半導体市況が底打ちする可能性の高まりを示唆しているようにもみえる。
- 国内でも、政府が7兆ウォン弱の補正予算を検討中だ。報道によれば、景気対策向けはうち1兆ウォンと実質GDP成長率への影響は+0.1%程度にとどまる可能性がある。市場には10兆ウォン程度を期待する向きもあっただけに失望感が一部にみられるものの、短期的には景気下支え効果が期待できよう。
- マイナス成長を受けたショック(KRW安)は一時的であり、市場の視線は再び先に向かう。国内外に改善点がみられつつあるなか、KRWのさらなる下落リスクは限定的と考える。米中協議は6月にも合意するとの観測があるほか、年後半にも半導体市況の底打ちの可能性もある。かかる状況下、KRWの持ち直しは当面緩やかとなるも、年後半には徐々にペースを上げていくと想定する。年後半には1100~1160のレンジを下方にブレイクすることもありえる。

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



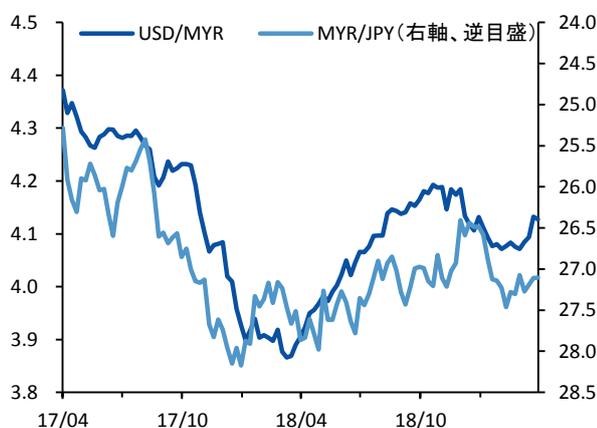
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## マレーシア:債券インデックスからの除外リスク

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

- 4月のMYRは軟調に推移した。月初は4.08近辺で横ばい推移が続いたが、5日にノルウェー政府系ファンドの債券ポートフォリオからマレーシアを含む新興国債券が除外されると報じられると、週明け8日にMYRは4.10台まで下落。翌11日には2月鉱工業生産の下振れもあって4.12台まで値を下げた。さらに、15日にFTSEが世界国債インデックス(GWBI)からマレーシアを除外する可能性に言及すると、17日にかけて4.14台まで売られる展開となった。
- 2月の輸出は前年比▲5.3%(1月:同+3.1%)と減少し、2018年8月以来の前年比マイナスとなった。前月比で見ても▲15.3%(1月:同+7.9%)と大幅に減少した。製品別では、主力の電気・電子機器は増加したものの、パーム油・関連製品や石油精製品が減少した。国・地域別では中国やASEAN、その他アジア向けが減少した。輸入も前年比▲9.4%(1月:同+1.0%)と減少し、貿易収支は110.6億リンギの黒字と前年同期(90.2億リンギ)から黒字幅が拡大した。
- 2月の鉱工業生産は前月比▲2.0%(1月:同+1.2%)と6か月ぶりに減少した。鉱業は同▲6.8%(1月:同+0.3%)と大幅に減少した。また、製造業は同▲0.3%(1月:同+1.3%)と4か月連続で減少し、電力も同▲3.1%(1月:同+4.0%)とそれぞれ減少した。1~2月の生産を10~12月期比で見ると+0.4%(10~12月期:前期比+0.6%)となり、緩やかに減速している。
- 3月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+0.2%(2月:同▲0.4%)と3か月ぶりにプラスの伸びとなった。政府の燃料価格抑制策によって交通が全体を押し下げているが、3月は前年の水準が低いこともありマイナス幅が縮小した。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%(2月:同+0.3%)と2か月連続で加速している。
- マレーシア中央銀行(BNM)は5月7日に金融政策委員会(MPC)を開催する。3月MPCでは翌日物政策金利を3.25%に据え置いたが、声明文で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、5月会合で利下げに踏み切る可能性がある。
- FRBのハト派化が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の上値を抑制しよう。

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:5月会合で利下げか

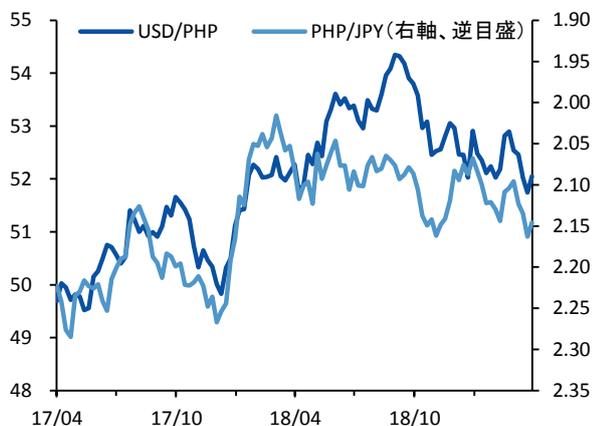
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

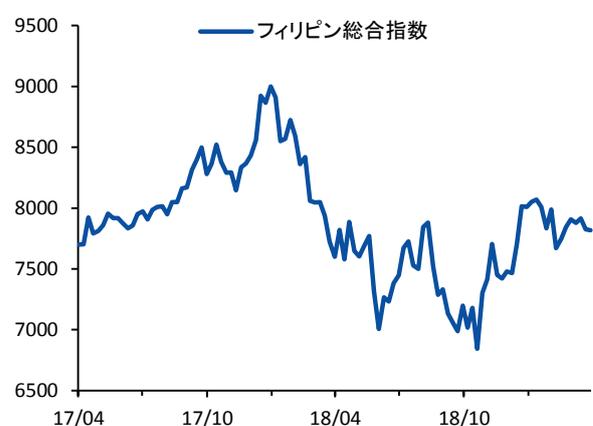
- 4月のPHPは小幅に上昇した。月初は52.50台で推移していたが、中国の堅調な経済指標の結果を背景に52.00台まで上昇。その後、一時51.60台をつけ、52.20台まで押し戻され、同レベルで推移している。
- 3月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%(2月:同+3.8%)と5か月連続で鈍化した。2017年12月以来の低水準となり、インフレ目標(+2~4%)の範囲内に収まった。CPIに占める割合の大きい食品・飲料価格が落ち着きを取り戻している。また変動が大きい食品とエネルギーの一部を除くコアCPIも前年比+3.5%と2月(同+3.9%)から低下した。国家経済開発庁(NEDA)は物価上昇リスクとして、エルニーニョ現象、電気代と水道代金の上昇、世界的原油価格の上昇を挙げた。
- フィリピン中央銀行(BSP)のジョクノ総裁は12日、メディアのインタビューで次回会合(5月9日)にも利下げを決定する可能性に言及。利下げは時間の問題との認識を示した。インフレが落ち着いているため、緩和余地ができたとの考えを示すとともに、インフレ上昇リスクには原油価格の上昇や、エルニーニョによる干ばつが食品価格に与える影響を挙げた。
- 2月貿易統計は輸出が前年比▲0.9%と1月(同▲1.7%)から改善したが、4か月連続でマイナスとなった。世界的な景気減速の懸念を受け、主力の電子部品を中心に伸び悩んだ。輸入は同+2.6%と2月(同+5.8%)から減速したが、プラスを維持した。その結果、貿易収支は▲27.9億ドルの赤字となった。
- ドゥテルテ大統領は15日に2019年度国家予算に署名した。同予算は2018年末に成立する予定だったが、執行や配分方法を巡って上下院が対立していたため遅れていた。法案の歳出額3兆7570億ペソのうち、公共事業道路省の予算953億ペソについては、優先事業が含まれていないため拒否権が発動された。政府はこれまで暫定予算を執行してきたが、暫定予算では新規事業が認められないために、インフラ整備や干ばつ対策などへの影響が懸念される。また、5月13日の中間選挙を控え、選挙前45日間の公共事業の工事が禁止されていることも、経済成長の鈍化につながる可能性が指摘されている。
- 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: 総選挙後も混迷が続く

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

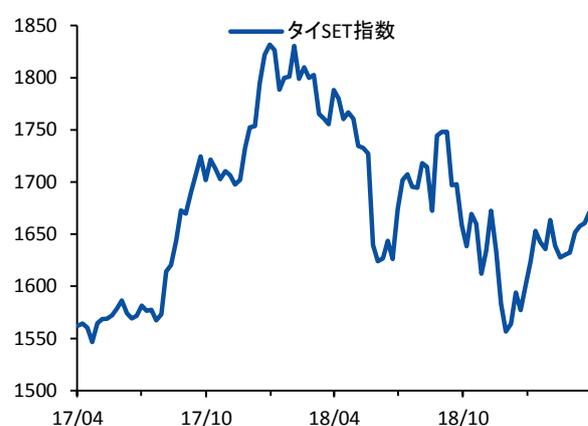
- 4月のTHBは31.65~32.10台での推移となった。月初は31.60台で推移していたが、2019年の経済成長率が低迷するとの懸念や、消費者センチメントが軟化したことを受けて31.90台まで下落。その後値を戻すも、下旬に原油価格が上昇したことを背景に32.00台まで売られた。
- 3月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.2%と2月(同+0.7%)から加速し、21か月連続でプラスを維持している。4か月連続でインフレ目標(+1~4%)を下振れていたが、3月は目標の下限に収まった。一方、3月消費者信頼感指数は80.6と2月(82.0)から低下した。タイ商工会議所大学(UTCC)は総選挙後の国内の政情の不安定化やタイ経済の回復の遅れ、米中貿易摩擦、英国のEU離脱による世界経済の先行きへの不透明感などが指数を押し下げたと指摘した。
- 3月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲4.9%と2月(同+5.9%)から大幅に減速し、予想(同▲3.3%)も下回る結果となった。輸入は同▲7.6%と2月(同▲10.0%)からマイナス幅を縮小したが、予想(同▲2.3%)を下回った。この結果、貿易収支は+20.1億ドルとなった。
- タイ中央銀行(BOT)のウイラタイ総裁は19日に、政権発足の遅れが経済に与える影響への懸念を示した。同氏は6月までに政権が発足すれば問題なく、今年の経済成長率は従来の予想通り+3.8%になるとの見通しを示した。しかし、8月、あるいは9月までずれ込んだ場合、2020年度(2019年10月~2020年9月)予算執行が遅れ、経済全般に影響するとの見方を示した。
- 3月24日に総選挙が実施されたが、その後混迷が続いている。タイ貢献党と連立を組んだ新未来党のタナトーン党首は煽動罪の容疑で4月6日に警察への出頭を命じられた。さらに23日に選挙管理委員会は同氏が選挙関連法に違反した疑いが濃厚だとして審理することを決定した。新未来党は下院選挙で得票数3位と躍進している。違反と判断された場合、同氏は議席獲得の権利を失う。また、18日には投票所の1箇所再集計、もう1箇所再投票を実施することが決定した。さらに、21日には2箇所の投票所の結果が再集計され、6箇所の投票場では再投票が実施されている。総選挙実施から1か月も経過しているにも拘わらず、比例代表(150席)についての配分も発表されていない。
- THBはFRBのハト派化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、政治的混乱が継続すれば、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:USD 堅調も RUB 堅調も当面継続か

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

- 4月のRUBは、月初の横這いから、8日以降対USDでほぼ一方的な上昇を続け、23日までに年初来高値に迫る63.695(欧州市場引け後に63.655)まで上昇したものの、その後月末に掛けて急反落を見せた。
- RUB堅調は原油価格高止まりとほぼ並行しており、原油堅調を好感した可能性は考えられた。原油は、イラン、ベネズエラ、シリアからの供給不安という従来からの材料に、リビア内戦激化(8日に前後して以降)、米政府によるイラン産原油輸入禁止適用除外の完全撤廃予告(22日)などがそれぞれ一段の水準切り上げを促し、約6か月ぶりの高値更新(プレント)につながった。
- ただし、24日以降、原油が高止まり、高値更新を続けた一方で、RUBが急反落した事実は、必ずしも、RUBが原油と密接に連動していたわけでもない可能性を示唆した。
- RUBを押し上げた要因には、加えて、通貨市場全般のボラティリティの低下が挙げられた。米金融政策の方向感が概ね定まった状況に、英のEU離脱というかく乱要因の延期が決まった(10日)ことで、ボラティリティが低下、RUBの高い実質金利が運用通貨としての人気を高めたものと考えられた。
- ロシア物価は、年初の付加価値税率引き上げ(18%→20%)にもかかわらず、ロシア中銀(CBR)の想定を下回る安定ぶりを見せており(3月CPIは前年比+5.3%)、高い名目利回り(RUB建10年国債利回りは8.20~8.25%を中心に推移)と利下げ前倒し観測(利回り低下/国債価格上昇要因)の組み合わせは、今後もRUB下支え/押し上げ要因になるものと予想される。
- 一方で、24日以降のRUB急反落到ロシア側の要因は乏しく、USD全面高の一環と考えられた。IFOの独4月景況感指数の下振れが、EUR/USDの22か月ぶりの安値更新を促したのをきっかけに、欧州通貨、RUB含む新興市場通貨などに対してUSDの全面高が進んだ。
- USD堅調の背景には、米企業決算の全般的な好調と米株の上昇があろう。昨年末以降一気に広がった米経済に対する悲観が見直されており、足元のUSD堅調が早々に失速する可能性は考え難い。並行して、米による対ロシア追加経済制裁への警戒感が薄れてきたのは、ボラティリティの低下、CBRの早期利下げ観測などと併せ、ロシア金融資産(特に国債)の魅力を高め、RUBの安定に寄与する環境で、それが早晩崩れる可能性も考え難い。

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:総選挙の結果が今後の鍵を握る

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

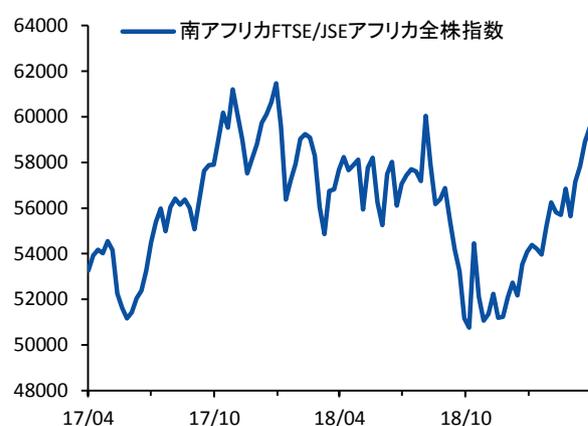
- 4月のZARは、上昇後、高止まり、急落と往復し、振り返って対USDで下落、対円では概ね横這いとなった(25日現在)。
- 月初ZAR上昇の主因は、3月29日の一部大手格付会社による南ア国債格下げ(見通し引き下げ)の見送り。同社による格下げは主要国債指数からの脱落を意味し、大規模な南ア国債、ZAR売りに直結すると警戒されていた。
- その後月央まで続いたZARのじり高、高止まりの背景に、金、プラチナなど貴金属、銅、ニッケルなど産業金属の堅調が影響した可能性は考えられた。また、月末に掛けてのZAR反落の背景に、逆に、こうした資源価格の下落が影響した可能性も高かった。月末に掛けては、原油価格の続騰、年初来高値更新も、ZAR下落に寄与したものと考えられた(南アは燃料輸入国)。
- しかし、月末に掛けてのZAR急反落を誘った最大の要因は、19日に南ア政府が発表した南ア電力公社(Eskom)に対する50億ランドの緊急追加支援だった。同社が巨額の債務超過に陥る危険があるとの認識は広く共有されており、ムボウェニ財務相は2月20日の予算で総額690億ランドの資金支援(形式上は貸付)を発表したばかりだった。その後原油価格高騰という逆風に煽られたものの、僅か2か月足らずで追加支援を強いられた現実に強い失望感が漂うことになった。
- ZARの先行きを握る最大の鍵は、5月8日の南ア総選挙。第1党の党首が大統領に就任する、実質的な大統領選挙でもあり、昨年2月にズマ前大統領の辞任を受けて就任したラマポーザ大統領にとっては、政権基盤強化のための絶好の機会となり得るはず。ズマ政権下で行われた14年総選挙の与党アフリカ民族会議(ANC)の得票率62.1%、16年地方選の同54.0%などを考慮すると、その「勝敗ライン」は、60%前後と考えられる。
- 仮にANCが「勝利」すれば、マガシューレ幹事長などズマ派残党の影響力排除と並行して、鉱業憲章、補償なしの土地接収など、困難を伴うものの必要な改革に目途をつけ、景気浮揚のために必要な改革(電力不足解消、労働市場改革など)に注力できる環境が整うものと期待される。
- 南ア景気は低迷を続けており、物価も落ち着いているが、短期金利市場における南ア準備銀(SARB)の利下げ見通しは払拭されつつある。ZARがSARBの金融政策を材料視する展開は当面見込めないものと思われる。

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: 不透明感・不足・不信感に払拭の兆し見えず

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

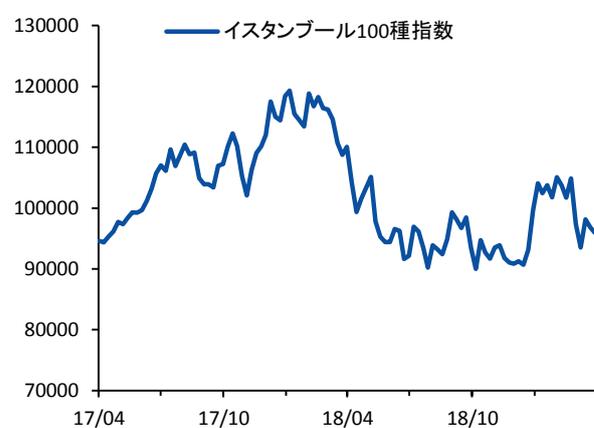
- 4月のTRYは、対USD、対円共、月を通してほぼ一方的な下落。
- 3月31日に投票されたトルコ統一地方選の結果は、与党公正発展党(AKP)が、得票率(全国)こそ44.4%と健闘したものの、主要都市の市長選では、野党共和人民党(CHP)の牙城イズミールだけでなく、接戦が予想された首都アンカラ、辛勝が予想されたイスタンブールでも敗北した。月初のTRY乱高下は、こうした選挙結果の交錯を反映した値動きと考えられた。
- 主要都市での敗北をエルドアン大統領の弱体化と読み、教育投資や規制統一/簡素化など必要な改革よりも、有権者の歓心を高めるための大衆主義的政策(減税、政府信用保証など)への傾倒が継続する可能性への警戒感を強めたことが、この間のTRY安の背景にあったはず。
- 加えて、3日発表されたトルコ3月CPIが前年比+19.71%と僅かながら市場予想を上振れたことや、16日、選挙管理委員会に対し、イスタンブール市長選のやり直しを、AKPが正式に依頼したことなども嫌気された(不透明感)。
- 10日、アルバイラク国庫財務相が発表した経済改革計画は、公的金融機関への総額280億リラの資本注入(国債供与)や不良債権処理のためのファンド設立など、漸く金融システムの安定に本腰を入れる姿勢を示したことは好感できたものの、相変わらず期限や具体策を欠く漠然とした内容と評され、TRY安の方向感を変える力にはならなかった(不足)。
- 更に25日、トルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、予想通り政策金利(1週間物レポ金利)を24.00%に据え置いたものの、声明から「必要があれば追加引き締めを行う」との文言を削除。エルドアン大統領周辺からの政治的圧力に屈したと受け止められ、一段とTRY安進行を加速させた。
- 足許トルコ経済は、16年末から昨年9月まで観察された、CBRTに対する政治介入が物価安定への信頼感を毀損し、中銀に対する信頼の毀損がTRY安を招き、TRY安が(輸入)物価上昇を招くことで更に中銀に対する信頼が傷つく悪循環に再び陥ろうとしているように見える(不信感)。
- 株価復調が世界的に鮮明になる中でトルコ株式市場は低迷を続ける数少ない市場のひとつ。その背景にも、3月27日に観測された、地場銀行に対する「非居住者へのTRY貸出禁止指導(実質的な資本規制)」に加え、TRY安による(外貨で評価した際の)資産価値毀損の悪循環があろう。

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:年金改革での躓きを引きずる

マーケット・エコノミスト

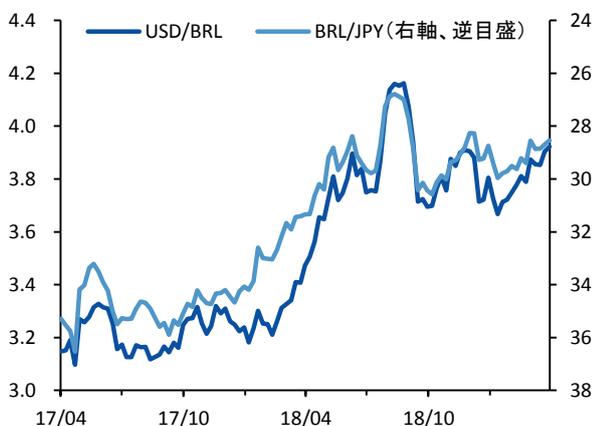
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

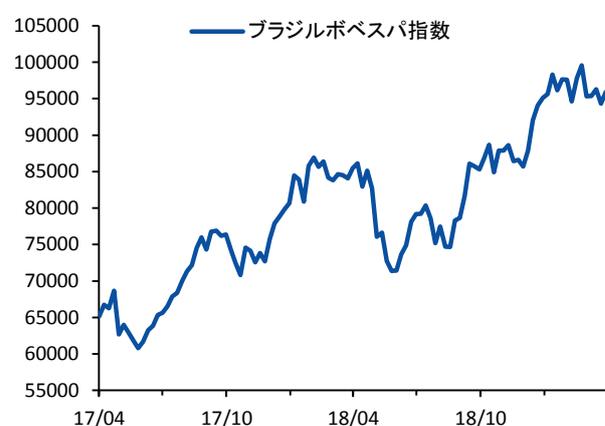
- 4月もBRLは前月比で下落。3.89台で取引を開始後、中国景気の底打ちの兆しや原油高を手掛かりに、一時は3.81台までBRL高が進んだ。ただ、年金改革の先行きに不透明感が高まるにつれて下落基調を強め、3.95を試す動きに転じた。その後は、年金改革を巡る下院委員会の採決はひとまず通過も、ドル高の進展に押される格好で、一時は4.00まで売られた(25日時点)。
- 足許ではBRL高要因が散見される。中国景気に底打ちの兆しがみえつつあるなか、原油価格や鉄鉱石価格の上昇がみられる。米国によるイラン産原油禁輸措置や、イランがホルムズ海峡封鎖を示唆したことを受けて、原油価格はさらに上昇しそうだ。また、米中協議は6月にも合意に至る可能性があるほか、英国の合意なきEU離脱のリスクは事実上10月までは先送りされた格好である。
- 他方、国内経済の停滞は続いている。2月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)が2か月連続出のマイナスとなっており、1~3月期GDPは10~12月期に続いて前期比マイナスの可能性がある。ブラジル中央銀行(BCB)の週次市場サーベイ(18日時点)では、2019年の実質GDP成長率見通し(中央値)は前年比+1.71%と、3月29日時点の同+1.98%からさらに下方修正が進んだ。
- 失業率の上昇もあり、ボルソナロ大統領への支持は低下している。就任100日を経ての世論調査によれば、大統領への肯定的な回答と否定的な回答はいずれも3割程度。年初の時点では肯定的な回答が6割を超えていた。支持率低下による経済政策の停滞リスクも、GDP見通し下方修正の背景にありそうだ。
- 現政権が、12か所の空港、港湾、鉄道などで民営化の入札を実行し、今後も同様の入札が継続される見通しではあることは市場も評価していよう。米国との関係改善や、省庁再編も同様かもしれない。しかしながら、年金改革の躓きに市場は失望を隠せなかった。改革案の見直しに伴う財政効果の下方修正はともかく、審議自体が危ぶまれたためだ。下院委員会の採決は予定から遅れて可決に至ったものの、改革法案成立までには議会であと6回の採決が必要だ。
- 海外の改善はBRLに追い風も、上述の国内環境が障壁となる。年金改革を巡る不透明感はいずれもBRLの重しとなりそうだ。トラック運転手のスト再開観測も気がかりだ。ポジティブサプライズがあるとすれば、BCBの利下げだろう。ただ、インフレが抑制されているとはいえ、BCBは時間をかけて経済状況の評価するとの姿勢を示したばかり。5月会合で方針を転換する可能性は低そうだ。かかる状況下、BRLが3.70~4.00のレンジ上限を試す動きには当面注意したい。

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:ポジション巻き戻しには注意

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

- 4月のMXNは前月比で上昇。19.3台で取引を開始後は上昇、18.7台で推移する場面もみられた。中国景気の底打ち期待や原油価格上昇等が追い風となった。経済指標は市場予想を下回るものが少なくないものの、インフレ率が抑制されており金融政策への期待感は継続。メキシコ資産が海外資金の受け皿になった。ただ、月後半はドル高から一時19.2手前まで戻された(25日時点)。
- 外部環境はまちまちの状況だ。中国景気に底打ちの兆しがみえつつあることに加えて、米中協議には進展がみられる。また、米国によるイラン産原油禁輸措置とイランがホルムズ海峡封鎖を示唆したことで原油価格はさらに上昇しそうだ。英国の合意なきEU離脱のリスクも事実上10月までは先送りされた。一方、米国はメキシコ国境の管理を見直し、物流に遅延が始めている。民主党が過半を占める米下院は、新貿易協定であるUSMCAの承認を拒んでいる。カナダでも協定承認にめどが立っていない。同協定の行方は混沌としてきた。
- 国内景気は低成長が続く見通しだ。3月製造業PMIが再び50を下回り、3月消費者信頼感もピークから反落と、3月の経済指標は大きな改善が期待しづらい。経済活動指数(いわゆる月次GDP)の1月実績と2月予想値も参考にすると、1~3月期実質GDP成長率は前期比+0.4%前後になりそうだ。10~12月期(同+0.2%)からは加速するものの伸びは鈍い。
- メキシコ中央銀行(Banxico)の3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+1.56%(平均)と2月(同+1.64%)からさらに低下した。メキシコ大蔵公債省が公表した最新の経済見通しでも、2019年の実質GDP成長率見通しは前年比+1.6%に下方修正された。同省の従来見通し(同+2.0%)は2019年度予算の前提となっていたが、早くも修正された格好だ。
- 一方、3月CPIは前年比+4.00%と2月(同+3.94%)からやや加速も、引き続きBanxicoのインフレ目標範囲(3%±1%)に収まった。市場の利下げ期待を維持することにつながっており、そうした期待感がメキシコの株式や債券への海外からの資金流入を支えているとみられる。
- MXNを取り巻く環境は強弱まちまちとみており、現状は好材料が先行して織り込まれていると考える。上述の弱気材料のほか、AMLO政権の政策面での不安も残る。IMM通貨先物のポジションは、投機筋のMXNの買い持ち高が2013年以来の水準にある。2019年のMXNの想定レンジ(18.5~19.5)に変更はないものの、ポジション巻き戻しで一時的に19.5をトライすることもありそうだ。

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:メキシコボロサ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 為替相場見通し

		2019年 1～4月(実績)	SPOT	2019年 6月	9月	12月	2020年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ~ 6.8832	6.7435	6.73	6.70	6.68	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.8274 ~ 7.8500	7.8438	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	68.349 ~ 71.825	70.261	71.3	69.5	68.5	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ~ 14495	14186	14100	14000	13800	13800	13700
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ~ 1161.40	1159.43	1140	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.0545 ~ 4.1545	4.1340	4.15	3.99	3.90	3.85	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	51.617 ~ 53.025	52.232	53.5	53.5	53.2	53.0	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ~ 1.3680	1.3628	1.35	1.36	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.526 ~ 30.938	30.927	30.80	30.75	30.75	30.70	30.65
タイバーツ	(THB)	31.06 ~ 32.51	32.06	32.0	31.3	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ~ 23250	23238	23350	23250	23100	23000	23000
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	63.5713 ~ 69.8032	64.6488	65.00	67.00	69.00	68.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ~ 14.7483	14.4267	14.10	14.60	15.00	14.80	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ~ 5.9801	5.9616	6.20	6.50	6.80	7.00	6.80
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ~ 4.0092	3.9516	3.90	3.85	3.80	3.80	3.85
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ~ 19.7732	19.0293	19.00	19.25	19.50	19.75	20.00
<b>対円</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	15.519 ~ 16.764	16.533	16.20	16.12	15.72	15.34	15.15
香港ドル	(HKD)	13.398 ~ 14.332	14.216	13.90	13.79	13.43	13.06	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.631	1.587	1.53	1.55	1.53	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ~ 0.800	0.785	0.773	0.771	0.761	0.739	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	9.366 ~ 9.970	9.617	9.56	9.64	9.46	9.27	9.17
マレーシアリング	(MYR)	25.772 ~ 27.507	26.968	26.27	27.07	26.92	26.49	26.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ~ 2.168	2.141	2.04	2.02	1.97	1.92	1.87
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ~ 82.87	81.83	80.74	79.41	78.36	76.69	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.410 ~ 3.641	3.605	3.54	3.51	3.41	3.32	3.26
タイバーツ	(THB)	3.260 ~ 3.569	3.476	3.41	3.45	3.40	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ~ 0.4839	0.4793	0.47	0.46	0.45	0.44	0.43
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ~ 1.758	1.724	1.68	1.61	1.52	1.50	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ~ 8.243	7.722	7.73	7.40	7.00	6.89	6.90
トルコリラ	(TRY)	18.274 ~ 21.187	18.617	17.58	16.62	15.44	14.57	14.71
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	27.530 ~ 30.075	28.212	27.95	28.05	27.63	26.84	25.97
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ~ 5.977	5.853	5.74	5.61	5.38	5.16	5.00

注:1.実績の欄は2019年4月25日まで。SPOTは4月26日の9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(4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。