

2019 年 7 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:先進国に金融緩和に追随	2
中国:米中協議再開も先行きは不透明	3
インド:3 会合連続で利下げ	4
インドネシア:ハト派な姿勢を示す BI	5
韓国:外部要因に振られる KRW	6
マレーシア:米中協議と原油市場に注視	7
フィリピン:政策金利は据え置き	8
タイ:プラユット首相が続投	9
ロシア:高値警戒感は強いが当面は高止まりか	10
南アフリカ:徐々にではあるが環境改善は進行中	11
トルコ:利下げ環境は整いつつあるが慎重さが必要	12
ブラジル:景気は減速も年金改革期待は続く	13
メキシコ:内外要因ともに不透明感が根強い	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：先進国に金融緩和に追随

マーケット・エコノミスト

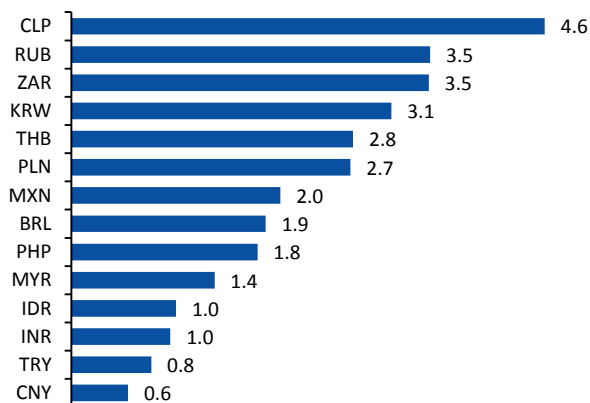
多田 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

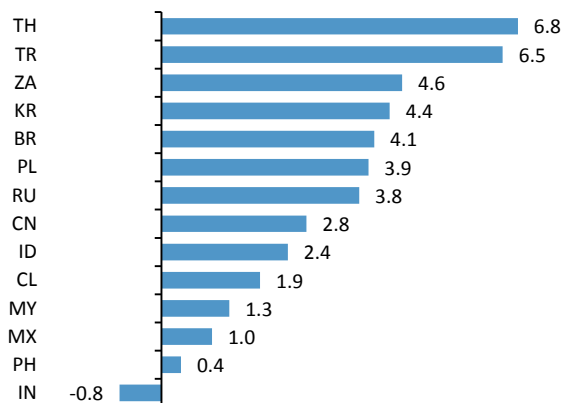
- 6月の新興国通貨は上昇した。月初から米利下げ期待が強まる中で新興国通貨は堅調となり、18～19日のFOMCで年内利下げの可能性が示唆されると一段高となった。
- 各国の中央銀行は利下げ競争を開始したような様相を呈している。ECBのドラギ総裁はECB年次フォーラムの冒頭演説で、見通しが改善せずインフレ圧力が強まらない場合は「追加の刺激策が必要になるだろう」と述べた。また、FRBは6月FOMCの声明文で、これまで掲載していた利上げに「忍耐強く」との文言が外し、新たに「見通しに対する不透明感が高まった」、「適切に行動する」との文言が加え、利下げ準備に入ったことを示した。政策メンバーの金利見通しでは17名中8名のFOMC参加者が年内の利下げを想定している。
- 欧米に加えて、豪州準備銀行（中央銀行、RBA）のロウ総裁は6月20日、アデレードでの経済会合で「利下げの可能性は依然テーブル上にある」と発言。ニュージーランド準備銀行（中央銀行、RBNZ）も6月理事会の声明文で「中銀が引き続き目標を達成するためにはいずれオフィシャルキャッシュレートの引き下げが必要になる可能性がある」とした。
- 先進国で金融緩和を競うような状況となるなか、新興国でも先んじて利下げに踏み切る動きがみられている。昨年は資金流出に見舞われて通貨が急落し、国内経済の混乱やインフレを招きかねない状況に利上げで対抗せざるを得ない状況に追い込まれた。しかし、今年1月にFRBが金利政策やバランスシート政策に関してハト派色を打ち出して以来、新興国は金融政策を緩和方向へ調整する余地が拡大している。5月にマレーシアが約3年ぶりとなる利下げに乗り出すと、昨年5回の利上げを断行したフィリピンも6年半ぶりの利下げを決定。インドはより早く政策を転換しており、2018年12月に総裁に就任したダス新総裁の下、2月に利下げして以降、3会合連続で利下げしている。
- 世界的な金融緩和の流れを受けて、S&P500種株価指数が過去最高値を更新するなどリスク資産の見通しは支えられ、新興国にもリスクマネーが回帰しており、ファンドを巡るフローは流入超に転じている。目先はFRBの保険的な利下げによって資産価格が上昇するほか、為替市場ではドル安が進むことが見込まれる。新興国にとっては、ドル安と金利低下で債務負担が軽減され、景気が刺激されやすいだろう。だが、再びFRBが利下げを模索する中で新興国の債務は一段と膨張するとみられ、次の新たな危機を生むリスクが増すことになる。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019年6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6月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：米中協議再開も先行きは不透明

マーケット・エコノミスト

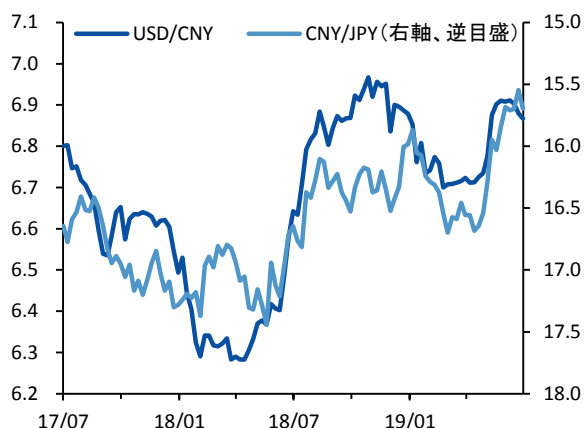
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

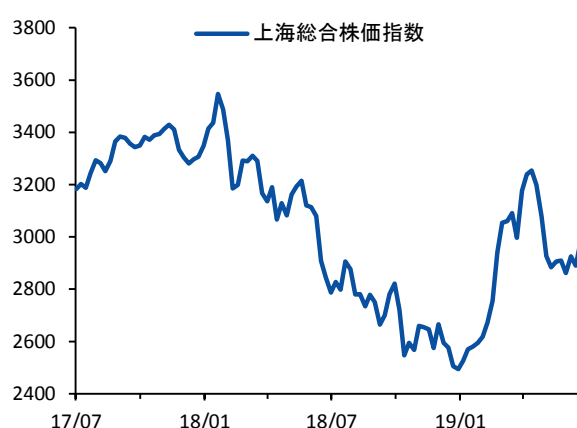
- 6月のCNYは前月比で反発。月前半はじり安の展開となり、人民銀行によるCNY防衛ラインを巡る思惑から、10日には昨年12月以来となる6.93台まで下落した。米国による追加関税引き上げ懸念も重しとなった。月後半は、米国の利下げ期待からCNY高が急速に進み、一時は6.83まで上昇。その後は米朝協議(29日)の行方を見守る動きから、6.86台にやや戻して月末を迎えた。
- 実現に漕ぎ着けた米中首脳会談(29日)では、米中協議の再開で合意したほか、米国が追加関税第4弾の延期を決定した。トランプ米大統領は中国の通信機器大手に対する米国製品の輸出規制を緩和する考えを示し、これが市場でポジティブ・サプライズと捉えられているものの、詳細は不明である。直後の米朝首脳会談の衝撃の陰に隠れ、米中首脳会談の成果は曖昧なままだ。
- 米中協議の再開で、追加関税措置や非関税措置の応酬は当面回避されそう。一方で、過去の経緯を踏まえれば、協議が進むもラスト・ワンマイルを詰められない展開には注意しておく必要がある。米国は協議の進捗次第で圧力を再び強めよう。段階的な追加関税第4弾の発動やエンティティリストの拡大のほか、検討中の為替操作に対する関税措置の発動の可能性があろう。
- 中国人民銀行(PBoC)の易総裁は7日、ブルームバーグ社からのインタビューで、人民元が超えてはならない一線はあるかとの質問に「特定の数字が他の数字よりも重要だとは思わない」と回答。PBoCがCNYの7.0回避を目指しているという見方は、市場の憶測にすぎないとの考えを示唆した。特定のラインを破られれば資本流出が再燃しかねず、これを牽制した発言とみられる。
- また、易総裁はCNY安の背景として「米国からの膨大な圧力」を指摘。米中対立の行方次第では7.0超えもありえるということのようだ。実際のところ、中国の経常収支黒字は大幅に縮小しており、従来のように潤沢な外貨準備を用いてCNY安の抑制は難しくなっている。国内経済に配慮し、波乱なくCNY相場水準を見直す上で、米中対立の過熱がPBoCに選択を迫る可能性はある。
- かかる状況下、CNYは年内6.80~7.00のレンジ推移を想定する。財政・金融政策の総動員により、中国景気の急減速は回避されよう。その意味で、上述のCNYで7.0超えをPBoCが容認するような状況は当面想定しづらい。一方で、中国固有のアップサイド要因に乏しいのも事実。米国による圧力が徐々に強まる中で、PBoCは市場に資本流出を警戒させる事象(CNYの7.00超え)をけん制しつつ、現状水準でのCNYの安定化を目指すと考えられる。

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:3 会合連続で利下げ

マーケット・エコノミスト

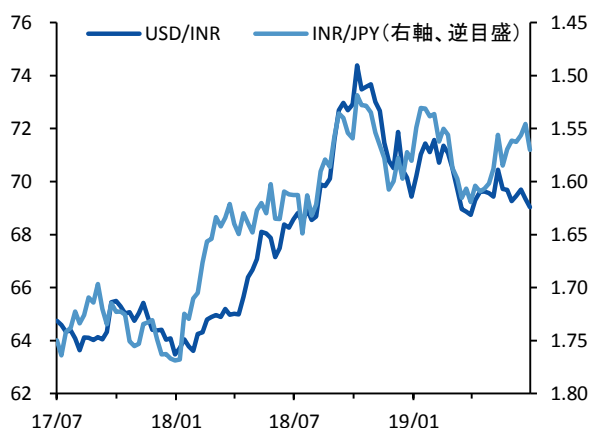
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

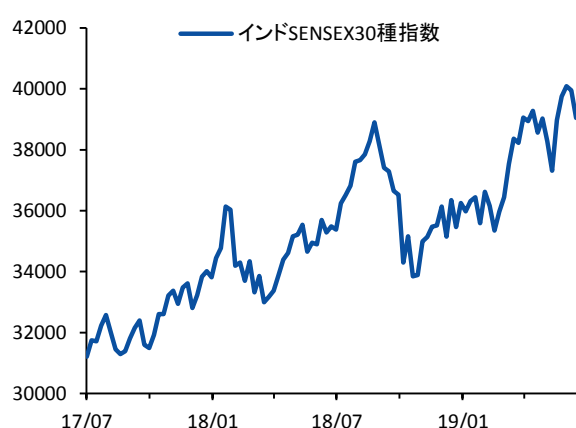
- 6月のINR相場は上昇する展開。月初3日、前月末に発表されたインド1〜3月期GDPの下振れを受けて金融緩和期待が強まり、株式市場が堅調に推移するとINRは上昇。米利下げ観測も高まると4日には69ちょうど近辺まで強含んだ。中旬は、イラン近海ホルムズ海峡付近でのタンカー襲撃を受けて原油価格が上昇したことからINRは69.9台後半まで下落。しかし、18〜19日に開催されたFOMCで年内利下げの可能性が示唆されると、INRは月末にかけて68.8台まで上昇した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は6月4〜6日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートに25bp引き下げて5.75%にすることを決定した。同時に、金融政策スタンスを「中立(neutral)」から「緩和的(accommodative)」に変更した。今回の利下げは2019年に入って3度目で、利下げ幅は計0.75%ポイントとなった。利下げおよび金融政策スタンスの変更についてはMPCメンバーの6人全員が支持した。
- 24日にRBIのアチャリヤ副総裁が「一身上の都合」を理由に2020年1月末まで6か月の任期を残して辞任することを発表した。中銀は詳細を明らかにしていないが、アチャリヤ氏と政府は中銀の独立性などを巡って対立していることから辞任は全くの予想外ということではない。アチャリヤ氏はどちらかといえばタカ派寄りであったため、MPCはややハト派寄りになるとの見方が多い。
- 4月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+3.4%と、3月の同+0.4%から大きく加速した。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は同+2.4%(3月:同▲3.1%)と増加し、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+5.2%(3月:同+1.%)と5か月連続のプラスとなった。投資動向を反映するとされる資本財は同+2.5%(3月:同▲8.4%)と4か月ぶりに増加した。
- 5月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.0%と4月から横ばいとなった。食料品が4月の同+1.1%から同+1.8%に加速したが、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+4.0%と4月の同+4.4%から鈍化し、2017年6月以来の低水準となった。
- RBIの追加利下げ観測によりインドへの資金流入が強まればINRは押し上げられるだろう。また、米国の利下げ観測はドル売りを促し、こちらもINRのサポート要因となる。7月は5日に発表される2019/20年度(2019年4月から2020年3月)予算案の内容に注目が集まる。

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:ハト派な姿勢を示す BI

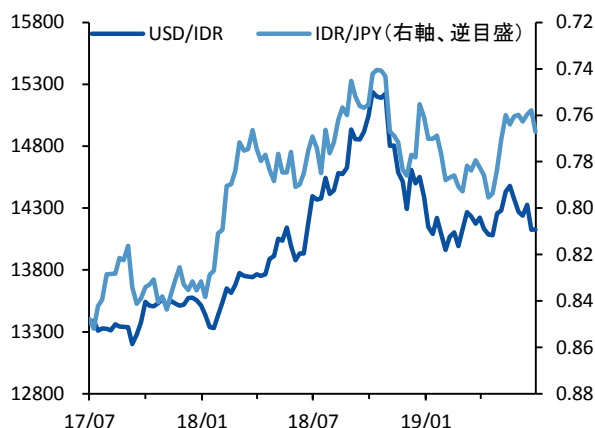
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 6月のIDRは下旬に上昇する展開。11日にインドネシア中央銀行(BI)のペリー総裁が利下げの可能性を示唆し、スリ財務相がこれに支持を表明したことから一時14350台まで下落。しかし、FRBがハト派な姿勢を示したことを受けて上昇し、月末は14100台で取引を終えた。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と4月(同+2.8%)から加速し、5か月ぶりに3%台となった。食品価格の上昇がCPI全体を押し上げた。BIが発表した5月消費者信頼感指数は128.2と4月(128.1)から僅かに改善し、楽観圏(指数100以上)を維持している。
- 5月貿易統計は輸出が前年比▲9.0%と4月(同▲9.5%)からマイナス幅が縮小したものの、7か月連続でマイナスが続いている。輸入は同▲17.7%と4月(同▲4.7%)から大幅にマイナス幅が拡大し、5か月連続でマイナスとなった。この結果、貿易収支は2.1億ドルと2か月ぶりの黒字となった。
- BIのペリー総裁は11日に「インフレ率が低く抑制されており、国内経済を刺激するために、金融緩和政策をとる余地がある」と述べ、政策金利の引き下げを示唆した。この発言を受けて、スリ財務相は12日に「多くの国が金融政策を転換している。景気後退の兆候がある中、中銀は緩和政策をとることになるだろう。中銀の政策を支持する」と述べた。
- BIは20日に金融政策会合を開催し、政策金利を6.00%に据え置くことを決定した。一方、流動性拡大に向け銀行預金準備率を50bp引き下げた。BIは利下げ余地を見極めるため、世界的な金融状況を注視する姿勢を示した。ペリー総裁は、利下げを検討するにあたって、国際金融市場の状況と対外収支の2つの点を注視しているとした。「利下げは将来我々が講じる措置であり、時期と規模の問題だ」と述べ、ハト派色を打ち出しており、今後利下げを実施する可能性が高まった。
- 憲法裁判所は27日に4月の大統領選挙で落選したグリンドラ党のプラボウォ党首陣営が選挙結果に不服申し立てをしていた訴訟の判決を言い渡した。憲法裁判所は、野党が主張した不正投票など複数の選挙違反について「証拠がない」として訴えを退けた。この判決を受けて、ジョコ大統領の再選が最終確定した。
- ジョコ大統領の再選によりこれまでの改革路線の継続が見込まれることや、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:外部要因に振られる KRW

マーケット・エコノミスト

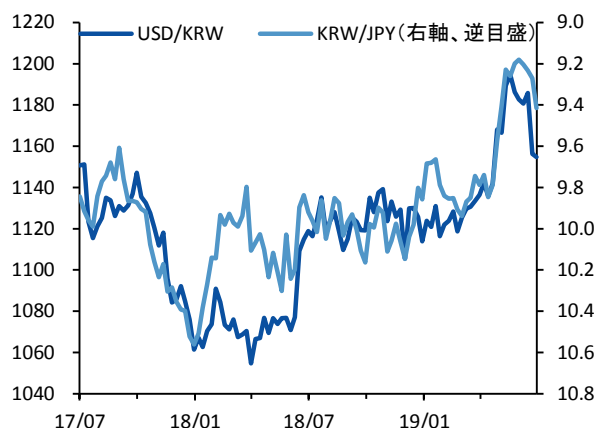
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

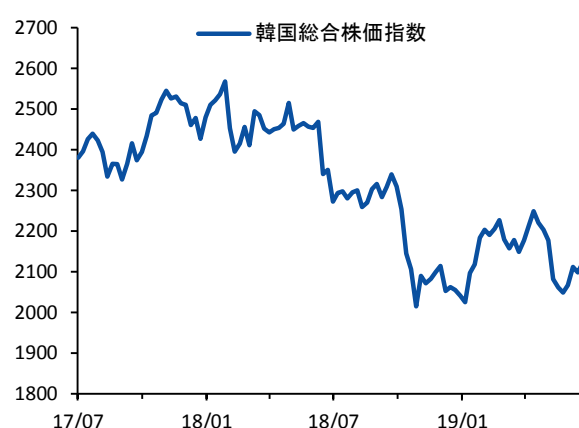
- 6月のKRWは前月比で反発、前月の下落幅をほぼ取り戻した。月前半は韓国銀行(BOK)の介入が警戒されつつも、経済指標の下振れなどが嫌気されKRWは1170~1190でもみ合う展開。ただ、月後半は米国の緩和期待等を追い風に上昇し、4月以来となる1150台で月末を迎えた。
- 景気面では厳しい環境が続く。4~6月期は前期比マイナス成長となった1~3月期の反動が予想されるが、成長率自体は低位にとどまりそうだ。けん引役を担ってきた輸出は4月が前年比▲2.0%、5月が同▲9.5%、6月は同▲13.5%と冴えない。輸出も落ち込みがみられるため、純輸出ベースではプラス寄与しようが、底打ちの兆しは未だみえない。米国による対中追加関税の対象品目について、韓国の対米輸出は恩恵を受けているものの、輸出需要そのものの低迷を相殺するには至っていない。
- 製造業PMIは4月に50.2と、拡大・縮小の節目となる50を6か月ぶりに回復していたものの、5月に48.4、6月は47.5と再び低下している。民間投資に景気の下支えを期待するのは難しそうだ。日本の経済産業省が7月1日に半導体材料の韓国向け輸出管理の厳格化方針を明らかにしたことも、主力のハイテク産業にとって逆風になりうる。
- 経済政策が注目される中、文大統領は大統領府の経済担当(政策室長と首席補佐官)の刷新に踏み切った。前任の金政策室長は「所得主導の成長」を主導してきただけに、政策転換のきっかけになりうる。その試金石となるのは、最低賃金の再引き上げ(2020年までに8350ウォン→10000ウォンが政府計画)の行方だ。「政策の一貫性」に拘るなら、市場は失望を示すことになるだろう。
- 金融政策への期待は残るものの、BOKは当面現状維持を続けよう。債務問題への配慮もさることながら、外部不透明要因が根強い中でKRWの安定化も求められる。経常収支が縮小、対外直接投資が拡大するなかKRWの実需はかつてほど大きな買い超ではない。KRW安を促す利下げには動きにくいだろう。
- かかる状況下、KRWは年内1140~1200のレンジ推移を想定する。年後半の半導体市況の底打ちや金融政策による景気下支えの可能性は後退した。固有の好材料に乏しい中で、外部要因に振られやすい展開が続くそう。米中協議の妥結や、にわかに動き出した米朝協議の進展により南北協力事業の再開が展望されればKRW高が進もうが、可能性は現状で限定的と考える。

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：米中協議と原油市場に注視

マーケット・エコノミスト

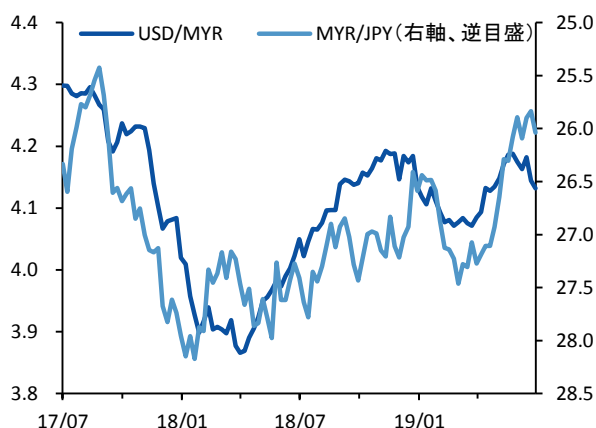
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 6月のMYRは上昇した。月初は米利下げ観測の高まりからMYRは買いが先行し、7日にかけて4.15台まで上昇。しばらく横ばい圏での推移が続いたが、米原油在庫の積み上がりによる原油価格の下落や、イラン近海ホルムズ海峡付近でのタンカー襲撃を受けたリスクオフの動きに圧迫され、MYRは17～18日にかけて4.18台まで反落した。しかし、18～19日のFOMCで年内利下げの可能性が示唆されるとMYRは4.14台まで上昇し、月末にかけてはG20首脳会議を控えて4.13台まで強含んだ。
- 4月の輸出は前年比+1.1%（3月：同▲0.5%）と3か月ぶりに増加した。前月比でも+9.5%（3月：同+7.4%）と2か月連続で大幅に増加した。製品別では、主力の電気・電子機器や石油精製品、化学品などが増加した。国・地域別では中国向けが減少したものの、ASEAN向けなどが増加した。輸出と同様に、輸入も前年比+4.4%（3月：同▲0.1%）と3か月ぶりにプラスへと持ち直した。資本財が8か月ぶりに増加したほか、中間財や消費財も2か月連続で増えた。この結果、貿易収支は108.6億リンギの黒字と、前年同期（130.2億リンギ）から黒字幅が縮小した。
- 4月の鉱工業生産は前年比+4.0%（3月：同+3.1%）と2か月連続で伸びが加速した。前月比でも+2.0%（3月：同+1.2%）と2か月連続で増加した。鉱業は前年比+2.3%（3月：同▲0.2%）と4か月ぶりに増加し、製造業は同+4.3%（3月：同+4.1%）と2か月連続で伸びが加速した。電力も同+5.8%（3月：同+4.8%）と増加した。4月の生産を1～3月期比で見ると+2.1%（1～3月期：前期比+0.4%）と、4～6月期は良好な滑り出しとなったが、5月以降の数字も確認してから基調判断したいところである。
- 4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った。CPI上昇率は年明けから2か月連続でマイナスとなった後、2か月連続でプラスとなっている。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同+0.3%（3月：同+0.4%）と伸びが鈍化した。
- 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:政策金利は据え置き

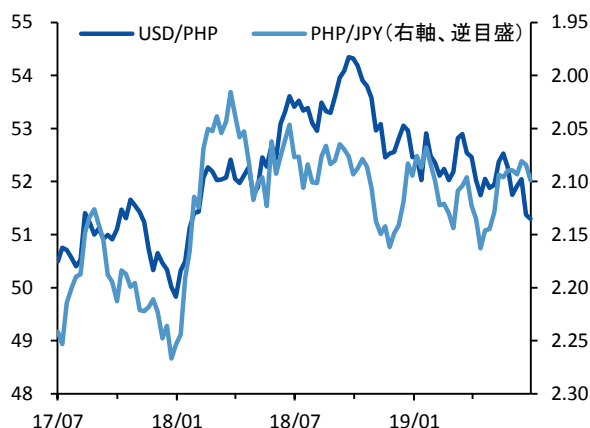
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 6月のPHPは月後半に上昇した。月初は52.10台で推移したが、FOMCでFRBがハト派な姿勢を示したことを受け一時51.10台まで上昇した。月末は51.20台で取引を終えた。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.2%と4月(同+3.0%)から加速し、インフレ目標(+2~4%)内に収まっているが、8か月ぶりに前月を上回った。食品・飲料が同+3.4%と4月(同+3.0%)から加速したことがCPI全体を押し上げた。国家経済開発庁(NEDA)のペルニャ長官は声明で、「食品・飲料の価格上昇によりインフレ率が加速した。エルニーニョ現象の影響で農作物の供給量が落ちたところに、中間選挙にからむ需要増で価格が押し上げられた」と述べた。物価変動が大きい食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+3.5%と4月(同+3.4%)から僅かに上昇した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は20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4.50%に据え置くことを決定し、翌日物貸出金利(OLF)を5.00%、翌日物預金金利(ODF)を4.00%にそれぞれ据え置いた。市場では25bpの利下げが予想されていた。声明文では2019年1~3月期の経済活動は安定していたものの、世界需要の伸び悩みや、貿易摩擦の悪化による景気下押し、エルニーニョ現象による食品価格の上昇などがインフレ圧力になる恐れがあるとの見通しを示した。5月CPIが加速したことを背景に政策金利を据え置いた模様だ。一方、BSPのギニングド副総裁は会見で、PHP高傾向と原油価格の下落を受け、インフレ見通しを2019年は2.9%から2.7%、2020年は3.1%から3.0%にそれぞれ引き下げたことを明らかにした。
- 4月貿易統計は輸出が前年比+0.4%と3月(同▲2.5%)からプラスに転じた。一方、輸入は同▲1.9%と3月(同+7.8%)から大幅に減速しマイナスに転じた。2019年度国家予算が2018年末に成立予定だったが、4月中旬まで遅れたため、インフラ向けを中心に輸入は減少した。この結果、貿易収支は35億ドルの赤字となった。
- 選挙でドゥテルテ政権が圧勝したことにより、ドゥテルテ大統領は指導力を維持し安定した政権運営が実施されることや、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: プラユット首相が続投

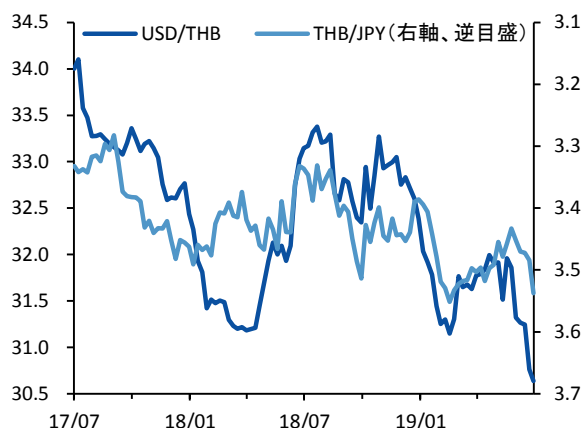
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

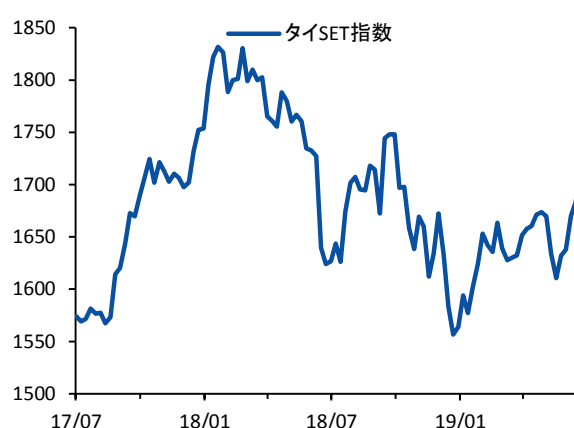
- 6月のTHBは中旬以降に上昇した。月初から中旬にかけては31.10~31.50の間で推移した。しかし、FOMCでのFRBの極めてハト派的な姿勢にドルが軟化したことを受け31.60台まで上昇し同水準で越月した。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.2%と4月(同+1.2%)から横ばいとなり、23か月連続でプラスを維持した。また、インフレ目標(+1~4%)の範囲に3か月連続で収まっている。一方、5月消費者信頼感指数は77.7と4月(79.2)から低下し、2017年10月以来の低水準となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は、政情の安定性や経済の回復の遅れ、購買力の回復の遅れに対する不安や米中貿易摩擦の拡大懸念が消費者心理に悪影響を与えたとの見方を示している。
- 5月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲5.8%と4月(同▲2.6%)から減速し、予想(同▲5.0%)を下回った。輸入は同▲0.6%と4月(同▲2.3%)からマイナス幅は縮小した。この結果、貿易収支は+1.8億ドルとなった。米中貿易摩擦が輸出の重しとなっている。
- タイ中央銀行(BOT)は26日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を全会一致で1.75%に据え置くことを決定した。声明文では、米中貿易摩擦の激化により輸出が従来の予想以上に押し下げられるとの見方を示した。また、個人消費についても、高水準の家計債務により抑制されると述べ、2019年と2020年の経済成長率の見通しを引き下げた。BOTはTHB高が経済のファンダメンタルズと一致していない可能性を指摘し、懸念を示している。
- 5日、3月24日に実施された総選挙を受けて、上下院議員による首相指名選挙が行われた。プラユット現首相が新首相に選出され、2014年のクーデター以降5年間軍政を率いた同氏が続投する形となった。11日にワチラロンコン国王の承認を得て正式に首相に就任した。任期は4年間となる。
- 民主党のアピシット前党首は5日に、首相指名選挙で党がプラユット氏を支持する決定をしたことに反対し、議員辞職することを発表した。アピシット氏は選挙前からプラユット首相の続投は支持しておらず、総選挙で同党が大敗したことを受けて党首も辞任していた。
- 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、政権運営が不安定となれば、THBを下押しのリスクがある。

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：高値警戒感は強いが当面は高止まりか

シニア為替ストラテジスト

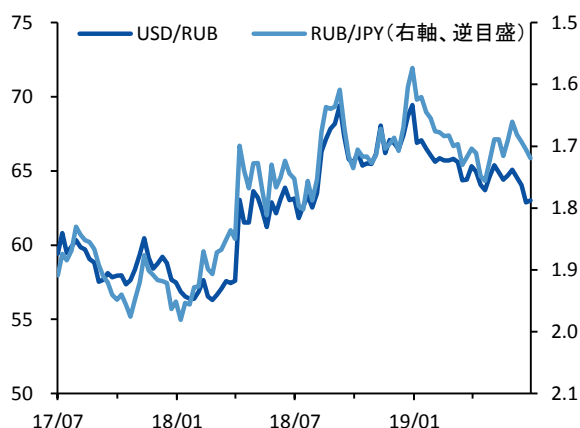
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

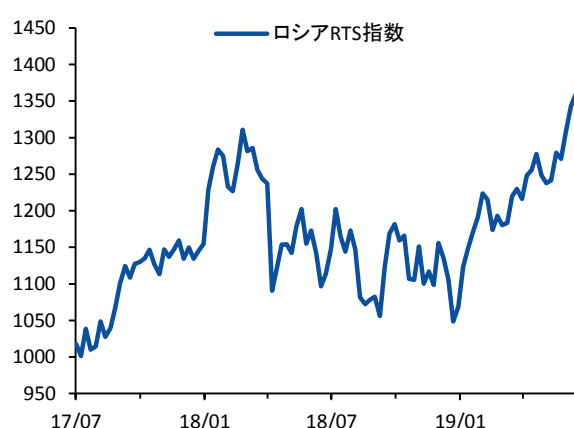
- 6月のRUBは上昇。RUB上昇は月初から月央に進み、月末に掛けては頭打ち、高止まりとなったが、こうした値動きはロシア株、ロシア国債にも共通した。
- ロシア資産のトリプル高は様々な好材料が重なった結果だったが、その最も大きな要因は主要国/経済による金融緩和観測の高まりだった。4日にはパウエルFRB議長が「利下げの可能性を除外しなかった」との読みがドル安を招いた。更に米5月雇用統計(7日)の低迷、18日のドラギECB総裁発言、19日のFOMCなどがいずれも「金融緩和の可能性が高まった」と読まれた。20日には、対USDでの年初来高値を更新したことでRUB買いに弾みがつき、その後24日までにRUBは62,500と10か月ぶりの高値まで上昇した。
- RUB建ロシア国債(OFZ)の価格を押し上げる(利回りは低下)ことでRUB上昇にも貢献したのは、ロシア中銀(CBR)による利下げ観測。同銀ナビウリナ総裁は6日、「14日の金融政策委員会で利下げに踏み切る可能性」に言及。実際、同委員会は政策金利(1週間物入札金利)を7.75%から7.50%に引き下げた。
- 並行して、ロシア株価押し上げの背景には、国家福祉基金を活用した財政出動に対する期待感の高まりがあったのではないかと。同基金(の流動的部分)は来年初にもGDP比7%を超える見込みで、当該超過部分は、財政出動として政府による国内支出などに回される可能性が観測されている。
- 同基金による財政出動期待は、皮肉なことに、それに対する警告(5月24日にIMF、6月14日にCBRがそれぞれ「支出を拡大させないよう」警告した)が脚光を集めさせる結果になった。本来、財政支出拡大による景気拡大期待(株高要因)と金融緩和期待(債券高要因)とは同時に両立し難いはずで、今後、株、債券いずれかの堅調にブレーキが掛かる可能性は警戒される。
- CBRの統計(27日)によると、5月末の時点で非居住者はOFZ残高の30%を保有。昨年4月の米による対ロ追加制裁発表前の水準を回復した。外国人投資家によるOFZ購入は、OFZだけでなくRUBの押し上げにも貢献しているはず。一方、米下院民主党の一部会派(21日)、米下院外交委員会(26日)などが引き続き対ロ追加制裁導入の動きを見せている事実には留意も必要。
- もう一段のRUB高には警戒感が強いものの、夏枯れ相場と言われる金融市場全般の動意低下を想定した場合、OFZの実質高金利が魅力的である点、米政権が米中貿易交渉やイラン情勢などに忙殺され、対ロ制裁まで手が回らない可能性が高い点などは、当面、RUBの下支え要因となるのではないかと。

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



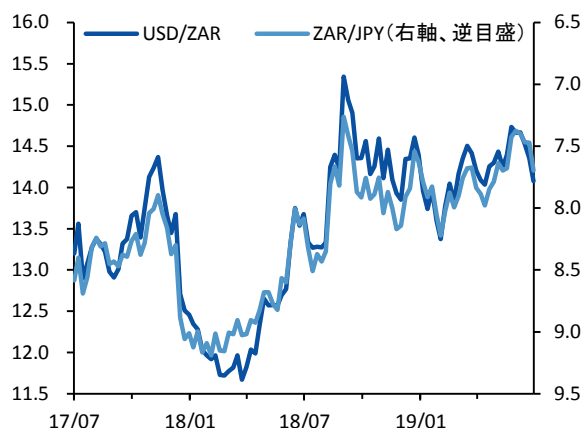
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 徐々にではあるが環境改善は進行中

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

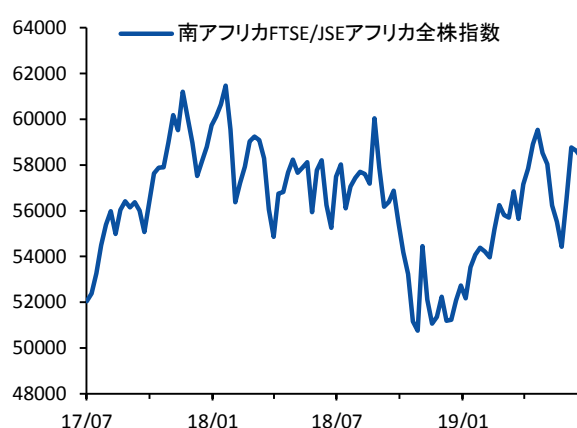
- 6月のZARは、月初の乱高下局面で、対USDで15.1750、対円で7.15(参照値)とそれぞれ昨年9月来の安値まで下落したものの、月央以降明確に水準を切り上げ、その後も月末までじり高推移を続けた。
- 月初ZARは堅調な滑り出し。これは、発表の遅れた組閣が5月29日に発表され、概ね好感されたことを引き続き追い風とした。
- しかし、その後発表された南ア経済指標は次々と下振れた。止めを刺すように、4日発表された南ア1~3月期GDPが、市場予想前期比年率-1.6%のところ、同-3.2%と発表されると、ZARは堰を切ったように急反落を始めた。
- 7日までに上述安値を対ドル、対円でそれぞれつけたZARが再び上昇に転じたのは、同日発表された米5月雇用統計(非農業部門雇用者数)の下振れというUSD側の要因。また、同日、米政府がメキシコに対する関税賦課開始を先延ばししたことも、リスク回避姿勢の後退という読みで、ZARを含む新興市場通貨全般の押し上げ要因と読まれた。
- その後、月央に掛けてZAR水準を大きく押し上げたのは、ECB金融緩和期待(18日)、FRB利下げ期待(19日)の高まりというEUR側、USD側の要因。主要中銀による金融緩和期待は、市場資金の流動性を高めるという意味でも、ZARを含む新興市場通貨全般の押し上げ要因と読めた。
- ラマポーザ大統領の一般教書演説(20日)は、その後のZARの膠着から判断して、可もなく不可もなくといった評価がされたと考えられた。確かに同大統領は、閣内や党の要職にズマ派の人材を据えるなど、引き続き党内の融合を重視する慎重な姿勢を見せている。一方で、改革関連の要職はラマポーザ派で固めるしたたかさも見せている。一般教書演説で南ア準備銀(SARB)の政策目標変更/国立化議論を一蹴したように、今後、雇用創出、汚職撲滅、国営企業財務改善などの懸案に対しても着実な改革を遂行していくことが期待される。
- 主要中銀の金融緩和期待の高まりに先駆けて、SARBによる利下げ期待が広がっていたことは、5月後半以降のZAR安の一因となったが、その織り込みも一巡した模様。6月上旬、一時は年内に25bp×2回の利下げまで織り込みを進めた南ア短期金利市場は、その後同1回半分の利下げを織り込んだ水準で安定推移している。一方で、ECB、FRBによる利下げ期待はこの間高まっており、対EUR、対USD(政策)金利差という目線で、5月後半以降縮まった金利差が再び開いた格好の現状はZAR堅調に貢献する要因と読めた。

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: 利下げ環境は整いつつあるが慎重さが必要

シニア為替ストラテジスト

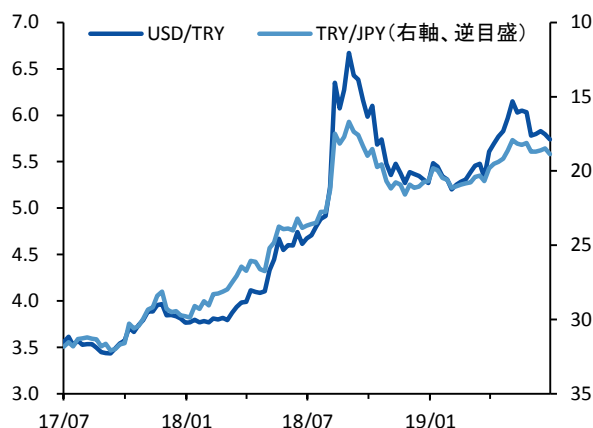
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

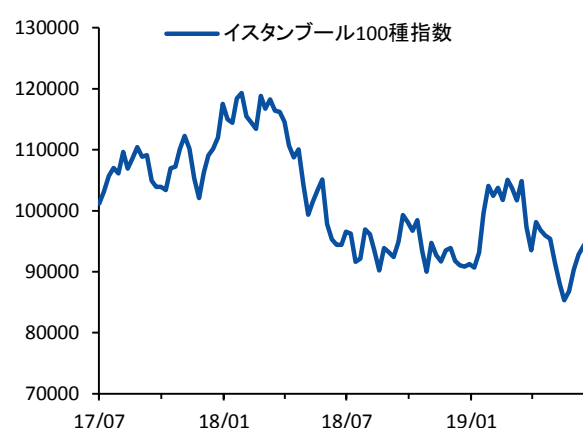
- 6月のTRYは小動きに終始し、月を振り返って対ドル、対円共概ね横這い。
- 3日発表されたトルコ5月CPIは、市場予想の前年比+19.25%を明確に下回る同+18.71%。3月の同+19.71%、4月の同+19.50%から2か月連続で減速し、市場の一部でトルコ中銀(CBRT)による利下げ観測を強めた。
- それでも、12日のCBRT金融政策委員会に向けては、現行24.00%の政策金利(1週間物レポ金利)据え置き予想が支配的だった。果たして同委員会は、政策金利を据え置いたものの、その声明から「金融引き締めを維持する」との文言を削除。前回(4月25日)の同委員会声明から「必要があれば追加引き締めを実施する」との文言を削除したのに続いて、利下げにむけた地均しを着々と進めたものと受け止められた。
- CBRT利下げ観測が、トルコ景気浮揚という文脈で、必ずしもTRY売り要因とは受け止められなかった一方、ロシア製ミサイルシステムS-400購入を巡る米との確執は純粋な悪材料と読めた。米が警告する経済制裁に、チャプシオール外相(14日)、エルドアン大統領(20日)は相次いで「対抗制裁」を警告した。
- 注目されたやり直しイスタンブール市長選(23日)は、予想外の大差で野党共和人民党(CHP)のイマモウル候補が当選。これだけの大差(54%対45%)がつけば、さしものエルドアン大統領も再々選挙実施は言い出せないだろうとの読みが当座の政情安定と翻訳され、その後のTRY安定推移に寄与した。
- トランプ米大統領は、29日、大阪でエルドアン大統領と対談。S-400購入に対する制裁に関し厳しい発言が警戒されたが、具体的言及はなく(むしろオバマ前大統領を批判)、対米関係の悪化に対する警戒感はいささか薄れた。
- 目先最大の注目材料はCBRTによる利下げ開始のタイミング。まずは7月3日に発表されるトルコ6月CPIに注目。仮に前月比+1%程度の物価上昇にとどまれば、前年比の数字はベース効果から+17%を割り込む水準までの急減速が見込め、24.00%という政策金利はいかにも「高過ぎる」ように感じられる。
- それでも近年、拙速な利下げや利上げの遅れがTRY安を助長し、(輸入)物価を押し上げることで、金融引き締めが後手に回る悪循環を繰り返してきた経緯を振り返れば、7月25日のCBRT金融政策委員会における利下げは微妙な判断と言える。何よりも重要なのは、市場との対話と言えるが、トルコの対米関係や世界景気動向(米中貿易交渉)、中東の地政学的リスク(特にイラン情勢)なども勘案しながらの慎重な判断を期待したい。

図表 21: トルコリラ(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 景気は減速も年金改革期待は続く

マーケット・エコノミスト

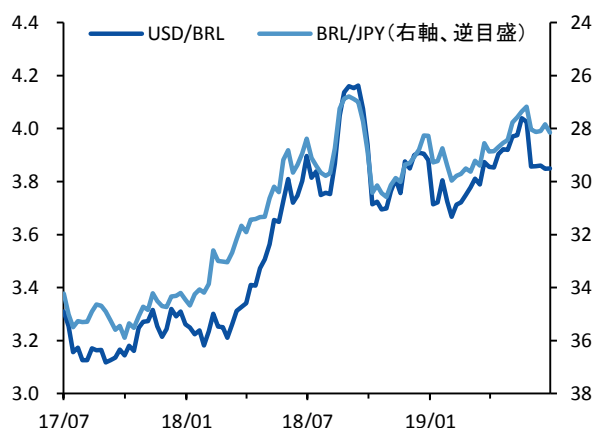
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 6月のBRLは前月比で小幅に上昇した。月前半は、経済指標が弱含みをみせるも政策期待も根強く、概ね3.83~3.93のレンジでもみ合う展開となった。その後、米中協議の継続期待と米欧の緩和観測を背景に、BRL高が進展。米イラン間の緊張の高まりが逆風となったものの、月下旬は3.80~3.86のレンジ推移に移行し、3.84台で月末を迎えた。
- 1~3月期GDPは前期比▲0.2%と9四半期ぶりのマイナス成長に陥ったが、4月経済活動指数(月次GDPに相当)も前月比▲0.47%と、国内経済の低迷が続いている。鉱工業と消費者の信頼感指数にそれぞれ6月に底打ちの兆しがみえる以外、5月以降のハードデータには改善が見出しにくい。年金改革を巡るストやアルゼンチンを中心とする大規模停電の影響も重しとなりそうだ。
- ブラジル中央銀行(BCB)の週次市場サーベイ(21日時点)によれば、2019年と2020年の実質GDP成長率見通し(中央値)はそれぞれ前年比+0.87%と同+2.20%で、5月24日時点(同+1.23%と同+2.50%)から下方修正が進んだ。
- こうした中、BCBは19日、政策金利を過去最低の6.50%で据え置くことを決定した。前回5月との比較では、声明文中でインフレリスクは「上下対称」としていた文言を削除、インフレ率見通しを下方修正した。市場に期待感が漂う利下げの可能性が示唆されたともいえる。ただし、世界景気の減速リスクに言及しつつも、足許で弱含むブラジル景気は緩やかな回復に向かうとの想定は維持。また、年金改革を巡るインフレリスクへの警戒感を示した。利下げに踏み切るには障害が残る(時間を要する)との姿勢がうかがえる。
- 年金改革を巡っては楽観と悲観が交錯する状況だ。ブルームバーグ社の集計(24日時点)によれば、7~9月期に当初案の6割強の財政削減効果が得られる法案が下院で可決される、というのが市場の平均的な見通しのようだ。一方で、上述の通り反対デモが発生しているほか法案採決の延期観測もある。
- かかる状況下、BRLは年内3.80~4.10のレンジ推移を想定する。短期的には、米中覇権争いをはじめとする外部要因の不透明感が重しになりそうだ。景気見通しに逆行するかたちで上昇した株価の調整も懸念材料となる。他方、利下げに慎重なBCBの姿勢はFRBとは対照的であり、BRLの下落も限定的だろう。中長期的には、年金改革をはじめ、民営化推進や外資誘致の進捗が評価される格好で、BRLは持ち直しに転じていくと考える。

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: 内外要因ともに不透明感が根強い

マーケット・エコノミスト

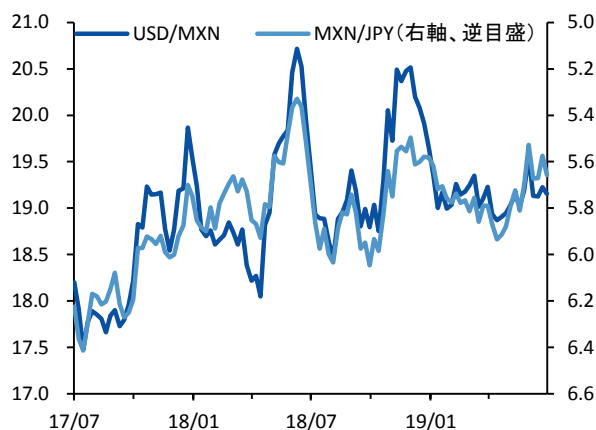
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 6月のMXNは前月比で反発。月上旬は移民問題を巡る米国からの追加関税賦課が懸念され、MXNは19.5～19.9でもみ合った。ただ、協議を経て米国が同措置の見送りを決定すると、MXNは大きく反発。米国の緩和期待も追い風に一時は18.8台まで上昇した。その後は景気低迷の継続懸念や中央銀行による緩和期待等を背景に、月末にかけては概ね19.1～19.3での推移となった。
- トランプ米大統領は7日、移民問題を巡る協議で米国とメキシコが合意に至り、メキシコからの輸入品への追加関税措置(6月10日から5%、段階的に引き上げ10月1日からは25%)を「無期限で延期する」と発表した。実施されれば、米国の対中追加関税に匹敵する関税負担やサプライチェーンへの影響が懸念されていただけに、市場で好感された。もっとも、合意が遵守されていないと米国に判断されれば、追加関税が賦課されうるといふ。判断基準に曖昧さが残るとの指摘もあり、両国の緊張が再び高まるリスクには注意しておきたい。
- 景気面では低迷が続いている。4月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比+0.12%と、3月の同▲0.57%からは加速しているものの、低い成長にとどまっている。前年比では▲1.41%とマイナスだ。需要項目別の1～3月期GDPで明らかとなったのは政府支出の落ち込みが足を引っ張る構図だが、基礎的財政収支の黒字目標掲げるなか、政府は財政拡張に動くとは考えにくい。
- 前政権からのエネルギー改革を事実上頓挫させようとの動きも懸念材料だ。政府は13日、陸上ガス田を中心とする7鉱区の入札を中止すると発表。民間企業とメキシコ石油公社(Pemex)の共同開発が予定されていたが、Pemex単独での事業推進が可能と判断したという。エネルギー生産の目標達成がますます危ぶまれるほか企業の投資マインドの悪影響も出てこよう。財政へも同様で、6月にはメキシコ国債の格下げ(BBB+→BBB)や見通しの下方修正(安定的→ネガティブ)がみられたが、現政権のエネルギー政策が問題視されている。
- こうしたなか、メキシコ中銀(Banxico)は27日、政策金利を8.25%で据え置いた。ただし、投票メンバーの1人は景気面に配慮し利下げを主張したという。インフレ率が抑制されていることもあり、市場の利下げ期待は維持された格好だ。
- MXNは年内19.0～20.0のレンジ推移を想定する。当面は、移民問題を巡る対米関係や米中協議といった外部要因と、低成長、財政、金融政策といった内部要因がMXN安要因となりうる。一方で、米FRBの政策スタンスの変化はMXN高要因であり、上述の不透明要因との綱引きが続くとみている。

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 1～6月（実績）	SPOT	2019年 9月	12月	2020年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 6.9383	6.8640	6.90	6.85	6.80	6.75	6.75
香港ドル	(HKD)	7.8025 ～ 7.8500	7.8060	7.83	7.82	7.81	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	68.349 ～ 71.825	68.950	69.0	69.8	68.0	68.5	66.0
インドネシアルピア	(IDR)	13895 ～ 14528	14129	14150	14350	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1196.67	1165.17	1180	1160	1140	1120	1100
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2028	4.1395	4.12	4.16	4.08	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	51.175 ～ 53.025	51.144	51.0	52.6	53.0	52.3	52.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3837	1.3566	1.35	1.37	1.36	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.641	31.008	31.25	31.00	30.75	30.50	30.25
タイバーツ	(THB)	30.62 ～ 32.51	30.76	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23265	23300	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	63.0205	65.00	67.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.1726	14.1453	14.10	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.2457	5.6534	6.20	6.50	6.80	6.60	6.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1208	3.8422	3.85	3.80	3.77	3.75	3.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 19.8799	19.0969	19.50	19.40	19.30	19.20	19.30
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	15.512 ～ 16.764	15.788	15.36	15.04	15.00	14.81	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.332	13.888	13.54	13.17	13.06	12.82	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ～ 1.631	1.572	1.54	1.48	1.50	1.46	1.52
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.767	0.749	0.718	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ～ 9.970	9.306	8.98	8.88	8.95	8.93	9.09
マレーシアリングギ	(MYR)	25.768 ～ 27.507	26.188	25.73	24.76	25.00	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.168	2.120	2.08	1.96	1.92	1.91	1.90
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ～ 82.87	79.91	78.52	75.18	75.00	74.63	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.410 ～ 3.641	3.496	3.39	3.32	3.32	3.28	3.31
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.525	3.42	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4839	0.4660	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.720	1.63	1.54	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ～ 8.243	7.663	7.52	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	17.513 ～ 21.187	19.156	17.10	15.85	15.00	15.15	14.49
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.677 ～ 30.075	28.225	27.53	27.11	27.06	26.67	26.32
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.977	5.677	5.44	5.31	5.28	5.21	5.18

注:1.実績の欄は2019年6月28日まで。SPOTは7月2日の11時25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(6月30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。