

2019 年 8 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 夏枯れ相場での調整売りを警戒	2
中国: 下期も景気下支え政策を継続	3
インド: 利下げサイクルの打ち止めを示唆するか	4
インドネシア: 政策金利を 25bp 引き下げ	5
韓国: 景気の先行き懸念が拭えない	6
マレーシア: BNM は様子見	7
フィリピン: 6 月 CPI は低下	8
タイ: BOT が THB 高対応策を発表	9
ロシア: 新規材料を欠き当面は上値の重い膠着か	10
南アフリカ: 悪材料の織り込み一巡、好材料に着目	11
トルコ: 今後の悪材料表面化に実質低金利は脆弱	12
ブラジル: 年金改革の審議が進展	13
メキシコ: 経済政策面で不安が残る	14
為替相場見通し	15

市場営業部

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：夏枯れ相場での調整売りを警戒

マーケット・エコノミスト

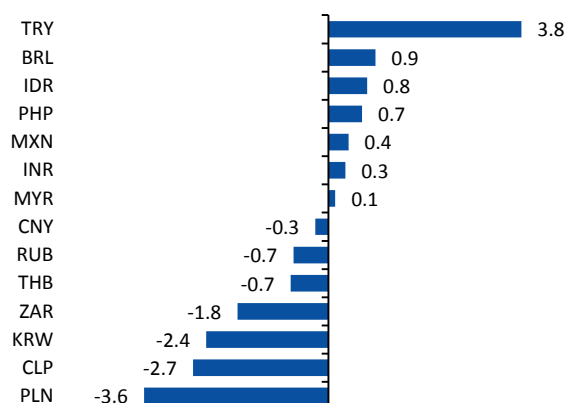
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

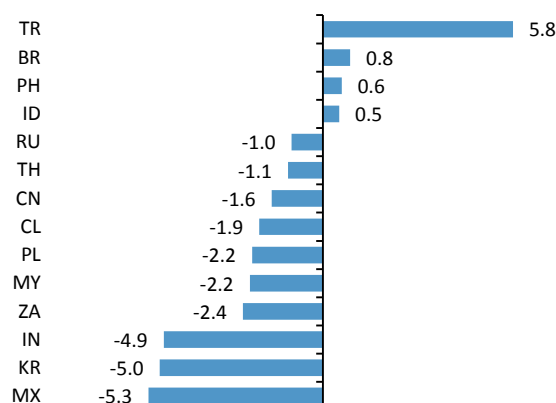
- 7 月の新興国通貨は下落した。6 月 29 日の米中首脳会談において協議再開で合意したことを手掛かりに月初は買いが先行したが、7 月 5 日発表の米 6 月雇用統計の強い結果を受けたドル買いに反落。10 日のパウエル FRB 議長の議会証言を背景に 7 月 FOMC での利下げ期待が拡がると中旬は堅調に推移したものの、月末にかけては FOMC を控えてドルが買い戻され、注目の FOMC は予想ほどハト派ではなく新興国通貨は約 1 か月半ぶりの安値まで急落した。
- 7 月は日米欧の中央銀行が金融政策会合を開催した。ECB は 25 日の政策理事会で、政策金利を据え置く一方でフォワードガイダンスを微修正した。その上で、次の行動に関し「専門委員会に作業を指示する」とし、9 月に大規模な緩和策を発表する可能性を示唆した。日本銀行は 29～30 日の金融政策決定会合において、金融政策の現状維持を決定した。他方、「先行き、『物価安定の目標』に向けたモメンタムが損なわれる恐れが高まる場合には、躊躇なく、追加的な金融緩和措置を講じる」としており、黒田日銀総裁は会見で「従来より金融緩和にかなり前向きになった」と説明している。
- 最注目の FRB については、30～31 日に開催した FOMC で FF 金利誘導目標を 25bp 引き下げ 2.00～2.25% にすることを決定。また、バランスシートの縮小を従来計画より 2 か月前倒して 8 月 1 日に終了すると発表した。ただし、一部で期待されていた 50bp ではなく 25bp の利下げにとどめた。また、パウエル FRB 議長は記者会見で「利下げは緩和サイクル開始を必ずしも意味しない」と述べ、あくまで「保険的な利下げ」であることを示唆したが、金融市場はこれに大きく反応し、株価は大幅安となり、為替はドル高となった。
- 7 月 FOMC を受けて 9 月の追加利下げ観測が後退しているほか、利下げが 1 回で終わる可能性があるとの見方も強まるなど、短期的には市場の過剰な期待が修正される調整局面となるかもしれない。また、8 月は多くの海外投資家が夏季休暇に入り、国内投資家もお盆休みに入るなど市場参加者が極端に少なく、いわゆる「夏枯れ相場」となる。この時期は株式市場が軟調となりやすく、MSCI 新興国株価指数も下落する傾向がある。株安地合いもあつてか、為替市場では高金利通貨が売られやすい季節性が認められる。過去の動きをみると、アジアでは INR や IDR、中東欧アフリカでは RUB、TRY、ZAR、中南米では BRL や MXN などの下落率が大きく、これらの通貨は昨年売り込まれた反動もあり、今年は相対的に買われてきたこともあって、8 月の調整には警戒したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019 年 7 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 7 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:下期も景気下支え政策を継続

マーケット・エコノミスト

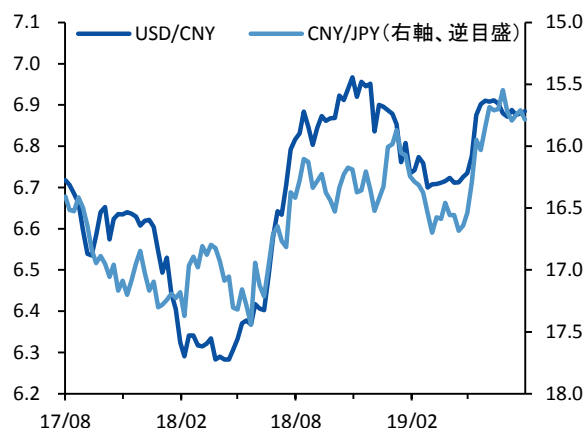
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

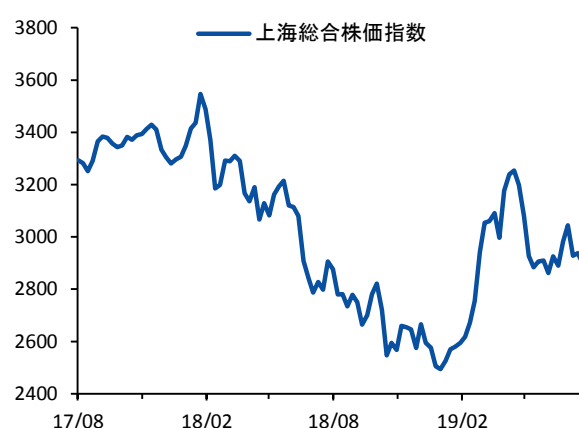
- 7月のCNYは前月比で小幅反落。米中首脳会談(6月29日)において協議再開で合意したことを手掛かりに、月初こそCNYは6.83台まで上昇。ただし、ドル高の動きに、その後は6.90を窺う水準まで押し戻された。米中高官の電話会談が報じられると再び6.86をトライしたが長続きせず、米中協議の進捗を見守ろうとの市場の姿勢から、CNYは6.87~6.90でもみ合いで月末を迎えた。
- 米中協議は膠着気味だ。9日の電話会談により協議を再開、30~31日には上海で閣僚級会議が開催されたものの、特段の進展は確認されていない。首脳会談後に期待が高まった中国の通信機器大手に対する禁輸措置緩和についても、依然めどは立っていない。同社による北朝鮮での通信インフラ構築疑惑も緩和の障害だ。米中ともに妥結を急いでいない姿勢がうかがえる。
- 4~6月期実質GDPは前年比+6.2%と、1~3月期の同+6.4%からやや減速。1~6月期でみれば同+6.3%であり、政府目標である同+6.0~6.5%のペースは維持している。寄与度別には、最終消費支出が同+3.8%pt(1~3月期は同+4.2%pt)、総資本形成は同+1.2%pt(同+0.8%pt)、純輸出は同+1.3%pt(同+1.5%pt)。政府の投資でこ入れの効果が徐々に顕在化しつつあるようだ。
- もっとも、4~6月期の個人消費は排ガス規制強化を控えての在庫処分でかさ上げされており、今後は反動減が予想される。豚肉等の物価上昇の影響や家計の債務負担も懸念材料だ。輸出にも先行き警戒感が残る。生産拠点の海外シフト等、サプライチェーン見直しも進んでいる。こうしたなか、7月の製造業PMIは49.7と拡大・縮小の目安となる50を3か月連続で下回った。
- 30日の中央政治局会議では、下半期も積極的な財政政策と穏健な金融政策による景気下支え継続の方針を確認した。「新たなリスクと試練に直面し、下押し圧力が増した」との現状判断に基づく。いわゆる「北戴河会議」を経て8月にも追加財政政策が出てくる可能性がある。金融政策では、不動産バブルを警戒する一方、債務削減を棚上げして企業の資金繰り改善を続ける。
- なお、22日には「科创板」が取引を開始した。「中国製造2025」を念頭に政府が選抜した企業25社が上場し、成長に必要な資金調達手段を広げた。
- 中国政府は成長目標の未達を容認せず、景気の急減速回避が基本シナリオ。中国人民銀行(PBoC)は市場に資本流出を警戒させうる事象(CNYの7.00超え)をけん制しつつ、為替相場の安定化を目指すと考え。ドルのピークアウトもその支援材料となろう。CNYは年内6.80~7.00のレンジ推移を想定する。

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：利下げサイクルの打ち止めを示唆するか

マーケット・エコノミスト

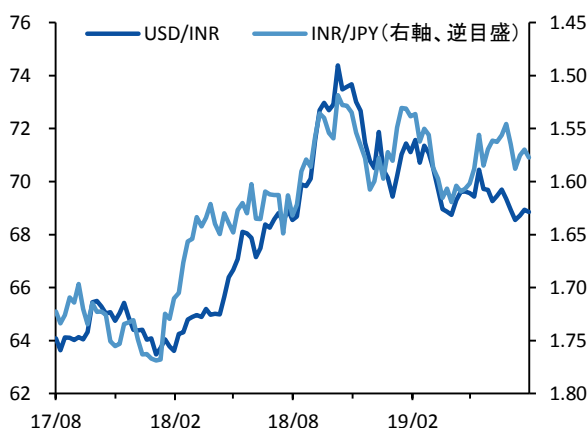
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 7月のINR相場は上昇する展開。月初はM&A絡みの大口のINR買いの噂が聞かれたほか、インド政府が外貨建て債券の発行を表明したことなどからINRは堅調に推移。10日のパウエルFRB議長の議会証言は、7月FOMCでの利下げに向けた地均しと受け止められ、11日にINRは68.3近辺まで上昇し、年初来高値を更新した。その後はドル買戻しの流れにINRも上昇分を吐き出す展開となり69台前半まで弱含んだものの、月末は再びインド政府の外貨建て債券の発行が話題となる中でINRは68台後半まで値を戻した。
- 6月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.2%と5月の同+3.0%から小幅に上昇した。食料品が5月の同+1.8%から同+2.2%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%と前月から横ばいとなり、2017年6月以来の低水準で推移している。
- 5月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+3.1%と、4月の同+4.3%(同+3.4から上方修正)を下回ったが、一部は4月が大幅に増加した反動だと思われる。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▲0.1%(4月：同+2.2%)と減少した一方、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+7.7%(4月：同+5.9%)と6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+0.8%(4月：同+1.2%)と小幅な伸びにとどまった。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は8月5~7日に金融政策委員会(MPC)を開催する。6月MPCでは3会合連続となる利下げを決定し、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。インフレが抑制される中、8月MPCでも25bpの利下げを決定する見通しであり、市場でも利下げが織り込まれている。市場では次回利下げ後は据え置きを見込む向きが多く、利下げの打ち止めが示唆されるかどうか焦点となりそうだ。
- インドのシタラムン財務相は予算説明の中で、海外市場における外貨建て債券の発行による借入を開始すると表明した。インドの政府対外債務は対GDP比で5%弱と世界最低水準であること、国内の国債市場の需要に良い影響を及ぼすことの2点を理由に挙げている。もともと、外貨建て債務の規模が膨らむと対外バランスが脆弱となるため懸念を表明する声も少なくない。市場は今のところ、外貨建て債券の発行によるINR転の需要を期待しINR高で反応しているが、大幅な経常赤字を抱え従来から対外バランスが懸念されている中、長期的には一層脆弱になりかねないリスクとして動向を注視する必要があるだろう。

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:政策金利を 25bp 引き下げ

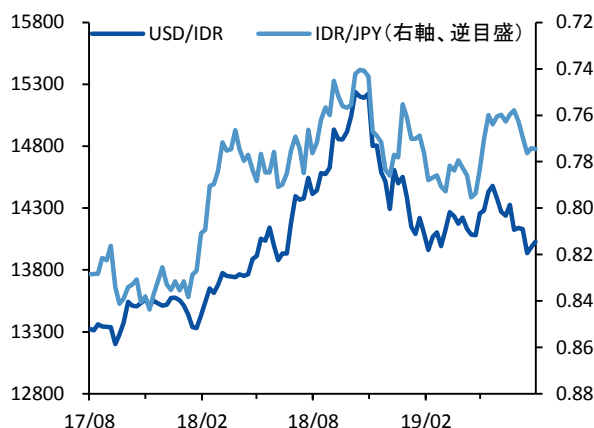
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

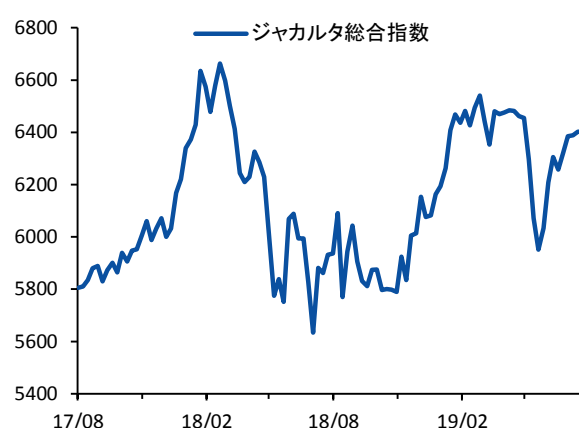
- 7月のIDRは堅調な推移となった。月初は14100台で推移したが、ジョコ大統領が、インフラ投資を加速し経済開発を優先する政策を示したことが好感され、15日には13790台まで上昇した。インドネシア中央銀行(BI)は18日に金融政策会合を開催し、政策金利を25bp引き下げたが影響は限定的。月末は14000台で取引を終えた。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と5月(同+3.3%)から横ばいとなり、2か月連続で3%台を維持し、インフレ目標(+2.5~4.5%)範囲内に収まっている。BIが発表した6月消費者信頼感指数は126.4と5月(128.2)から低下したが、楽観圏(指数100以上)を維持している。
- 6月貿易統計は輸出が前年比▲9.0%と5月(同▲8.5%)からマイナス幅を拡大し、8か月連続でマイナスが続いている。輸入は同+2.8%と5月の同▲17.3%から大幅に改善し、6か月ぶりにプラスの伸び率に転じた。この結果、貿易収支は2.0億ドルと2か月連続で黒字となった。
- BIは7月17~18日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに25bp引き下げ5.75%とすることを決定した。今回の利下げについてBIは声明文で、低インフレや不確実な国際金融市場が緩和する中で一段と経済を成長させる必要性に即していると述べた。現状の貿易摩擦は世界の貿易量を抑え、世界経済を弱体化させていると警戒感を示した。今後利下げを実施すると見られているFRBを含め先進国、新興国の幾つかの中央銀行は悪化している経済に対応し、金融政策を緩和した。これらの緩和政策により、金融市場の不確実性は和らぎ、新興国経済に資金流入を促したとしている。
- ペリー総裁は「低インフレが予想されており、経済成長を一段と下支えするために、将来、緩やかな金融政策の余地がある」と発言し、利下げを通じて米中貿易摩擦の影響を緩和することを期待していると述べた。また、「緩やかな金融政策」については、流動性の拡大や追加利下げを意味する可能性があるとして述べている。BIは先行きも金融緩和を継続する姿勢を示し、緩やかな金融政策により流動性の拡大を図っていくと表明するなど、前回会合と同様ハト派な姿勢を維持している。インフレが低水準に収まり、引き続きIDR相場の安定した動きが続けば、BIが年内に追加利下げを実施する可能性は高いだろう。
- BIが追加利下げを実施する可能性はあるが、FRBが利下げを実施した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:景気の先行き懸念が拭えない

マーケット・エコノミスト

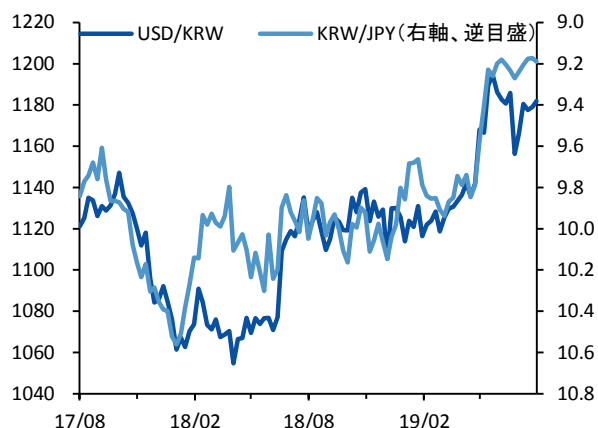
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

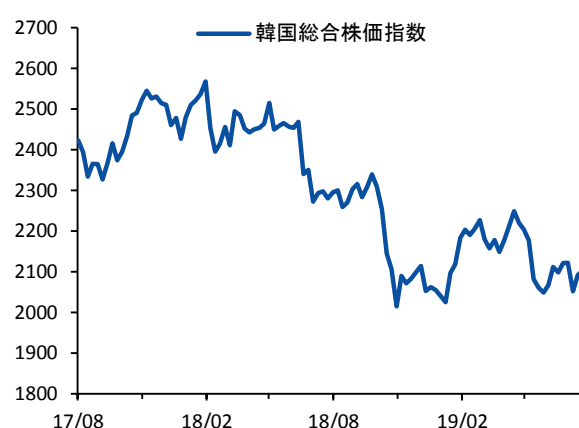
- 7月のKRWは前月比で反落。月初こそ4月以来となる1140台もみられたが、その後はドル高の動きに日本の輸出管理見直しへの警戒感が重なり、1180台までKRW安が進んだ。韓国銀行(BOK)の利下げ決定を受けて一時1185を窺った以降は、1180を挟んでのもみ合いに移行。企業決算等を手掛かりに、月末にかけては概ね1180~1185のレンジでもみ合いとなった。
- 25日に発表された4~6月期の実質GDPは前期比+1.1%と市場予想(同+0.9%)を上回った。最終消費が加速、固定資産投資や輸出の持ち直しが寄与した。もともと、前期比マイナスとなった1~3月期の反動という面は否めない。建設投資や設備投資は前期比プラスに転じたものの、前年比でみればマイナスのままである。財の輸出に関しても同様のことが言える。
- 景気先行きには不透明感が残る。BOKは18日公表の経済見通しで、実質GDP成長率を2019年が前年比+2.2%、2020年は同+2.5%とし4月時点の見通し(それぞれ同+2.5%と同+2.6%)から下方修正。主要要因に輸出減速を挙げた。米中の貿易紛争や半導体市況に加えて、日本による「ハイテク素材の輸出規制(restrictions on exports of techmaterials)」をリスクに挙げた。
- 日本の輸出管理の運用見直し方針について、韓国では恣意的な制度運用による事実上の禁輸措置が警戒されている。半導体素材が30%不足すれば、実質GDPは2.2%pt押し下げられる、との韓国系シンクタンクの試算もある。韓国政府は半導体産業の支援策を検討中のほか、2020年の最低賃金を8590ウォン(目標は10000ウォンだった)にとどめるなど、景気への配慮を強めている。
- 債務問題やKRW安定化への配慮から景気支援(利下げ)をためらってきたBOKも動いた。18日、政策金利(7日物レポ金利)を1.75%から1.50%に引き下げた。2018年11月の利上げからの政策転換である。李総裁は会見で、日本の輸出規制(export restrictions)が経済見通しに反映されたと述べた。
- なお、日本の輸出管理見直しは禁輸措置ではない。輸出にともなう事務手続きが繁雑になろうが、生産活動への影響は事実上限定的だろう。一方で、それを判断するには今後数か月の輸出実績を確認する必要があるかもしれない。
- かかる状況下、韓国の半導体産業を巡る不透明感に残り、景気先行き懸念は拭えない。方向感としてKRW高は期待しにくい。KRWは1160~1200のレンジでややボラタイルな動きを想定する。日韓の対立が深まり1200をトライする場面があれば、BOKの対応にも注意したい。

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:BNM は様子見

マーケット・エコノミスト

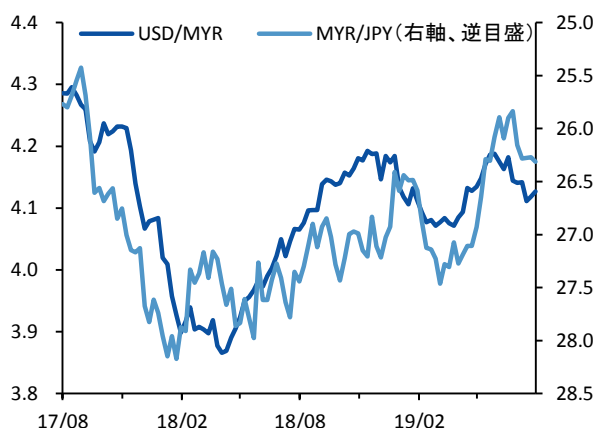
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

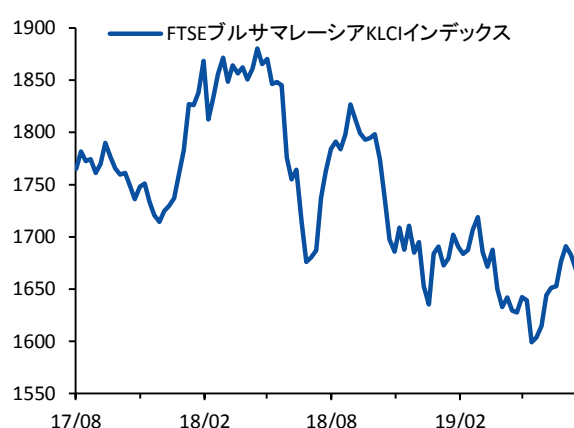
- 7月のMYRは往って来いの展開。月初は4.13~4.14台半ばで横ばい推移が続いたが、10日のパウエルFRB議長の議会証言を受けて7月FOMCでの利下げ期待が強まると、翌11日4.11近辺まで上昇。19日はFRBの50bp利下げに対する期待が広がる中で4.10台前半まで強含むも、月末にかけては良好な米経済指標やFOMCを控えたドル買戻しに4.13近辺までじり安となった。
- マレーシア中央銀行(BNM)は7月9日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を3.00%に据え置くことを決定した。BNMは5月のMPCにおいて、米中貿易戦争の影響などから世界経済に減速の兆しが見える中、約3年ぶりの利下げに踏み切っており、今会合では大半の市場参加者が据え置きを予想していた。BNMは声明文で「主要国の金融緩和観測が世界の金融の状況を幾分緩和させたが、政策を巡る高度の不確実性が金融市場に過度なボラティリティをもたらす可能性がある」と指摘したうえで、現行の政策スタンスは経済活動にとって依然「緩和的」と述べた。今のところBNMは政策金利を当面据え置く見通しだが、成長減速リスクが高まれば、FRBがハト派傾斜していることもあって、追加利下げに踏み切る可能性がある。
- 5月の輸出は前年比+2.5%(4月:同+1.1%)と2か月連続で増加した。一方、前月比では▲1.2%と前月まで2か月連続で大幅増(3月:同+7.4%、4月:同+9.4%)となっていた反動もあって減少した。主力の電気・電子機器は減速したものの、パーム油など農作物が1年4か月ぶりに増加した。国・地域別では、中国向けは減少が続いたものの、ASEANやその他アジア向けが増加したほか、米国向けは同+11.7%と急増した。輸入は前年比+1.4%(4月:同+4.4%)と2か月連続で増加したものの減速した。資本財が減少したほか、中間財や消費財も伸びが鈍化した。この結果、貿易収支は90.8億リンギの黒字と、前年同期(81.2億リンギ)から黒字幅が拡大した。
- 6月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+1.5%と5月の同+0.2%から大幅に加速した。2018年6月に物品サービス税(GST)が廃止されたことで、前年同月の水準が低かったことが主因である。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率も同+1.9%(5月:同+0.3%)と伸びが大きく加速した。
- FRBのハト派傾斜が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:6月CPIは低下

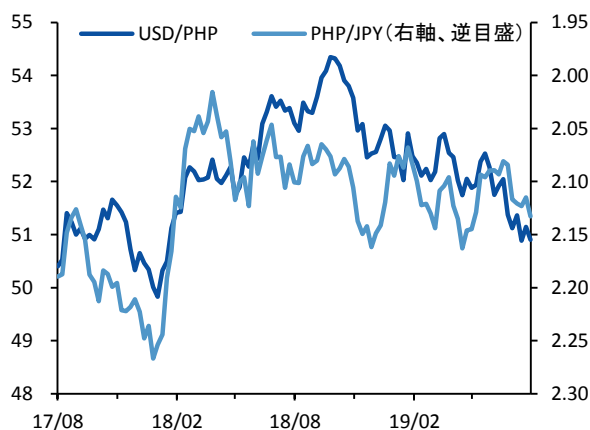
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

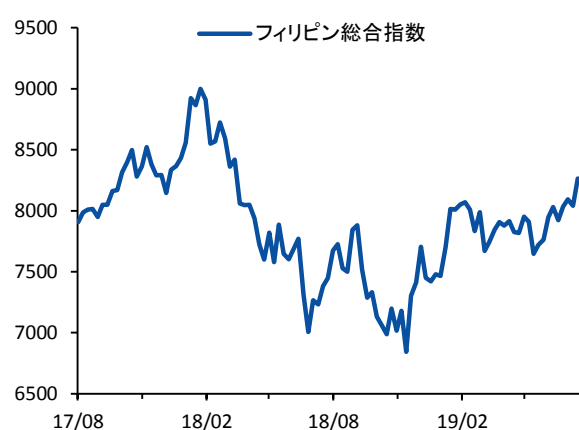
- 7月のPHPは小幅に上昇した。月初は51.10台で推移していたが、米6月雇用統計の良好な結果を受けドルが上昇し、一時51.50台まで下落した。その後、パウエルFRB議長の議会証言で利下げが示唆されたため50.80台まで値を伸ばし、同水準で越月した。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と5月(同+3.2%)から低下し、2017年8月以来の低水準となった。インフレ目標(+2~4%)の範囲内に5か月連続で収まっている。3月に施行された改正農業関税化法により、米の輸入制限が撤廃され、食料品価格が大幅に低下したことがCPI全体を押し下げた。変動が大きい食品とエネルギーの一部を除くコアCPIも前年比+2.6%と5月(同+2.8%)から低下した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は5月金融政策会合で政策金利を25bp引き下げ、4.50%にすることを決定した。しかし、6月の会合では5月CPIが加速したことを受けて、政策金利は据え置かれた。6月CPIが減速したことや、BSPのジョクノ総裁が7月に入ってから公の場で「年末までに一段の金融緩和の余地がある」と述べ、繰り返し利下げに言及していると報じられている。BSPの次回会合は8月8日に予定されており、市場では利下げを実施すると見る向きも増えている。
- 5月貿易統計は輸出が前年比+1.0%と4月(同+1.0%)から横ばいとなった。一方、輸入は同▲5.4%と4月(同▲1.9%)からマイナス幅が拡大した。その結果貿易収支は▲32.8億ドルと4月(▲34.7億ドル)から赤字幅が縮小した。国家経済開発庁(NEDA)は声明で、ドゥテルテ大統領が署名した「2018~22年フィリピン輸出振興計画(PEDP)」により、貿易障壁の撤廃、貿易の円滑化、サプライチェーンの拡大などが今後期待できると指摘した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は、5月は前年比+5.7%と4月(同+4.0%)から加速した。2018年9月から9か月連続でプラスの伸びを維持し、経済を支えている。
- FRBの利下げが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: BOT が THB 高対応策を発表

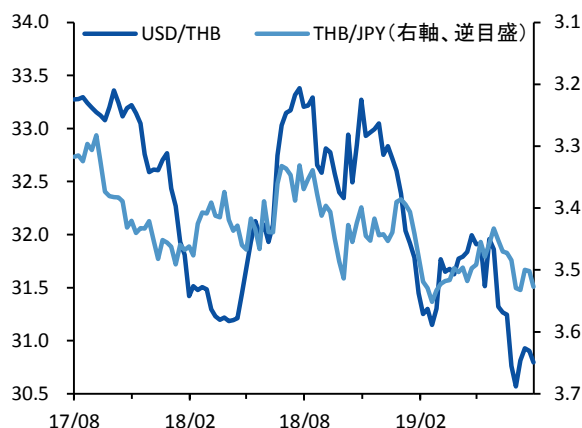
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

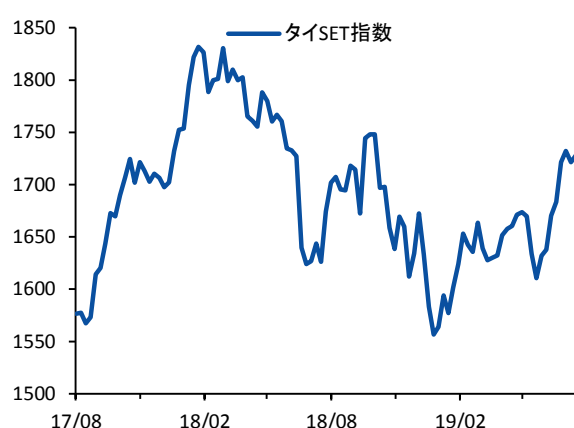
- 7月のTHBは小幅に下落した。月初、30.60台後半で推移していたが、10日パウエルFRB議長による議会証言が利下げを示唆する内容であったことからドルが軟化し、一時30.50台をつけた。しかし、タイ中央銀行(BOT)がTHB高対応策を発表したとを受け軟調となり、30.90台で越月した。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.9%と5月(同+1.2%)から低下したが、24か月連続でプラスを維持した。しかし、インフレ目標(+1~4%)を4か月ぶりに下回る結果となった。原油価格が下落したことを受け、輸送・通信料がマイナスに転じたことがCPI全体を押し下げた。
- 6月消費者信頼感指数は76.4と5月(77.7)から低下し、2017年9月以来の低水準となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は、消費者がタイ政治の安定性に不安を感じていること、タイ経済回復の遅れ、米中貿易摩擦の激化に伴う世界経済の先行き不透明感が指数を押し下げたとの見方を示した。
- 6月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲2.2%と5月(同▲5.8%)からマイナス幅が縮小した。輸入は同▲9.4%と5月(同▲0.6%)から大幅にマイナス幅が拡大した。この結果、貿易収支は+32.1億ドルとなった。タイ商務省は2019年の輸出成長目標を5月末に3%に引き下げた。しかし、上半期時点で輸出はマイナス成長と厳しい状況にあり、ピムチャノック事務局長は通年で1~2%にとどまり、目標を下回る可能性があるとした。
- BOTのウィラタイ総裁は、経済の減速傾向を背景に年内の利下げ観測が浮上していることを受けて、早急な金融政策変更は必要ないとの見解を示した。「今年の下半期は、輸出の持ち直しや政府も経済政策効果で改善に向かうだろう」と述べ、当面は経済統計を見守る立場を強調した。8月7日に開催される金融政策委員会(MPC)では政策金利を据え置くだらう。
- 一方、THB高については「ホットマネーの流入でTHBが急騰し、貿易に負の影響を及ぼすことは好ましくない」とも述べた。
- BOTは12日に短期的な投機資金の流入を和らげ、THB高に歯止めをかけることを目的とした対応策を発表した。BOTは7月22日から非居住者のバーツ口座と証券口座の残高上限を一人当たり2億バーツ(約7億円)とし、従来の3億バーツから引き下げることを選定した。
- FRBの利下げがTHBを下支えするだろう。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を下押しするリスクがある。

図表 15: タイバーツ相場(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:新規材料を欠き当面は上値の重い膠着か

シニア為替ストラテジスト

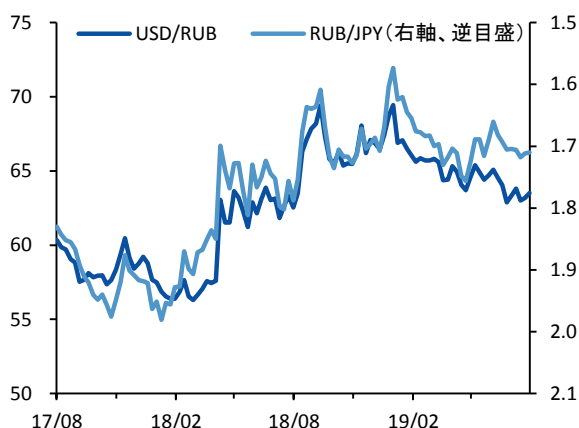
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

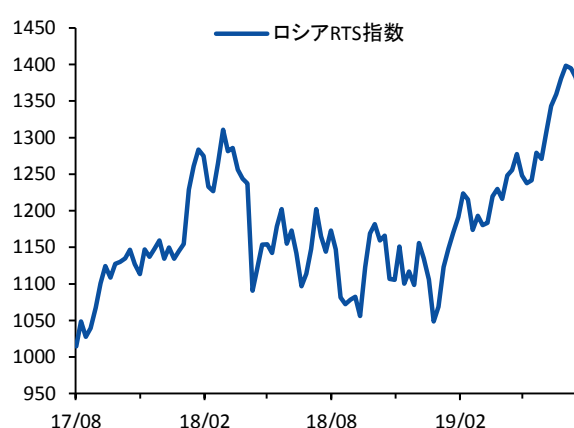
- 7月のRUBは、対USDで、軟調推移先行から、月央に掛けて反発。その後は月末までほぼ一方的な軟調推移で、振り返って小幅水準を切り下げた。
- 前月29日の米中首脳会談が世界景気の先行きに関する楽観を強め、新興市場通貨全般を押し上げる中、RUBは何故か軟調に推移。
- それでも、5日発表された米6月雇用統計の上振れ(FRB利下げ観測の後退)や10日のFRBパウエル議長発言(50bp利下げ観測の再燃)など米金融政策に関する思惑に対しては、RUBは新興市場通貨全般の値動き(前者に対し下落、後者を受けて上昇)に沿った反応を見せた。
- 12日、米下院は2020年国防予算修正案を可決。同案に新発ロシア国債購入禁止が盛り込まれたことは、潜在的なRUB売り要因と読むこともできたが、RUBはむしろ堅調気味に推移。後講釈ではあるが、同案が上院審議や大統領署名を無修正で通過する可能性は低いとの認識を市場が再確認したことで、「追加経済制裁が導入される可能性は後退した」と読まれた模様。
- 主要国/経済の金融政策動向が市場の関心を集める中、ロシア中銀(CBR)金融政策委員会も相応の注目を集めた。足下物価下振れやナビウリナ総裁発言(3日、4日と25bp利下げの可能性を示唆)などを背景に、市場の概ねは25bp利下げを予想。実際、26日、CBRは25bpの利下げに踏み切った。
- 前後して、RUBはほぼ一方的な軟調推移。同決定に先駆け、南ア(18日)やトルコ(25日)など他の新興市場における利下げが、景気浮揚期待や自国国債への投資資金流入などを通してそれぞれ通貨高に寄与していた状況を踏まえれば、RUB軟調には違和感もあったが、その違いは、2か月続けての追加利下げだったロシアと、それぞれ16か月振り、34か月振りの利下げだった南ア、トルコとの「市場の織り込み」の差と考えられた。
- 6月に市場を賑わした「国家福祉基金による財政出動が物価を押し上げ、金融緩和の妨げる」との議論はすっかり下火になり、足下市場では、「20年央までに政策金利は中立金利(6~7%)まで引き下げられる」との見方が支配的。ただ、7月利下げに対するRUBの緩慢な反応は、引き続き堅調を維持するロシア国債(特に短期債)とは裏腹に、RUB上昇余地の乏しさを示唆する。
- 対USDの62.50水準で二番底を打ち、対EURで心理的な天井となる70.0水準が目前といったテクニカル要因も、目先のRUBの重石になり得る。

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: 悪材料の織り込み一巡、好材料に着目

シニア為替ストラテジスト

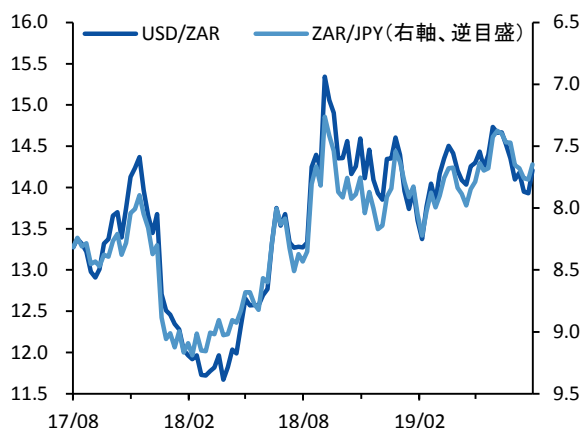
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 7月のZARは、下押しの先行から反発、19日には対USDで5か月ぶりの高値を更新する13.8150をつけたものの、月末に掛けて再び下落。振り返って比較的狭い値幅における横這い推移にとどまった。
- 月初のZAR堅調、反落は、それぞれ、前月29日の米中首脳会談(世界景気全般に対する楽観)、5日の米6月雇用統計上振れ(FRB利下げ観測の後退)を受けた、グローバルな金融環境を材料視した値動きと考えられた。
- 10日以降のZAR反発、堅調も、同日のFRBパウエル議長発言を「50bpの利下げもあり得る」などと読んだ外部要因をきっかけとしたが、その後発表された各種南ア経済指標(11日の5月鉱工業生産や17日の5月小売売上高など)の堅調を好感したこともZARの押し上げ要因と読まれた。
- 18日、南ア準備銀(SARB)金融政策委員会は政策金利を25bp切り下げ、6.50%とした。この利下げは広く予想されたところであったものの、景気浮揚効果に対する期待や南ア国債に対する投資資金流入などを追い風にZARはもう一段上昇。翌19日には上述高値(対USD)をつけた。
- 25日、ZARが再び下落に転じたのは、南ア長期国債格付を唯一投資適格級としている大手格付会社が、同格付に否定的な見解を示したのがきっかけ。同社は、22日にムボウェニ財務相が発表した南ア電力公社(Eskom)追加救済策(向こう2年間で590億ランドの資金援助)を「南ア国債格付に悪影響」と評した。翌26日、南ア国債格付を既に投機的等級としている別の大手格付会社が、同格付の見通しを「中立的」から「格下げ方向」に引き下げたことも、ZAR続落を促す要因と読まれた。
- 南アが景気低迷に根差す国債格下げ懸念や、労働市場低迷(特に若年失業率高止まり)などの深刻な問題を抱えているのは事実だが、そうした問題の解決を阻む政治の膠着に僅かずつではあるが改善が見られるのは前向きに評価できる。ラマポーザ大統領の目指す各種改革を阻む最大の障害は、突き詰めれば、与党アフリカ民族会議(ANC)内のズマ前大統領派による妨害工作。その視点で、土地改革/農業に関する大統領諮問委員会が発表した、補償なき土地接収(EWC)を含む提言(28日)や、ズマ前大統領寄りのムクウェバネ護民官の収賄疑惑に関する現地報(30日)などは、ラマポーザ大統領派の前進/反撃として前向きに評価できるものと考ええる。

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:今後の悪材料表面化に実質低金利は脆弱

シニア為替ストラテジスト

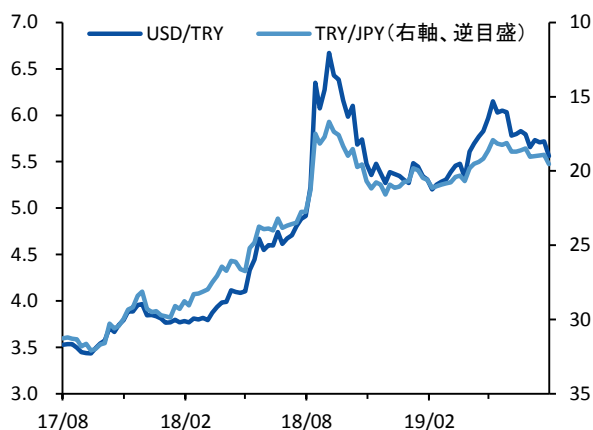
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

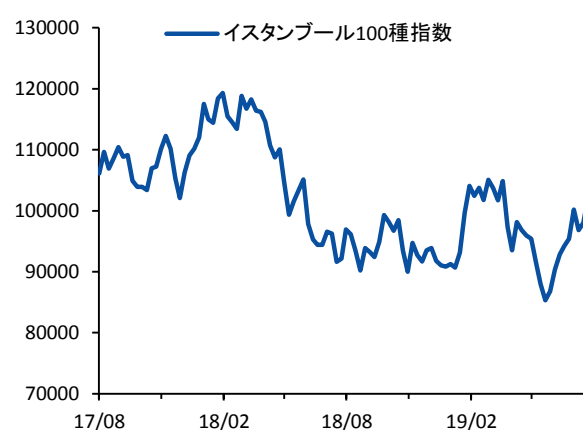
- 7月のTRYは堅調な滑り出しから急反落、その後、材料待ちの膠着を経て上昇と推移。振り返って対USDで5%弱、対円で6%弱水準を切り上げ、それぞれ3か月半ぶりの高値をつけた。
- 月初のTRY堅調は、前月29日の米中首脳会談を受けた世界景気全般に対する楽観を材料視した新興市場通貨全般の堅調の一環と考えられた。
- 5日発表された米6月雇用統計の堅調は、逆にFRBによる金融緩和期待を後退させることで新興市場通貨全般の押し下げ要因となったが、週明け8日以降、本格的なTRY続落を誘ったのは、エルドアン大統領によるトルコ中銀(CBRT)チェイェンカヤ総裁の突然の解雇(6日)というトルコ固有の要因。
- 足下物価/TRY相場などの落ち着きから、7月25日のCBRT金融政策委員会では、100~150bpの利下げが見込まれていたが、同総裁が「指示した通りに利下げをしない」ことを理由に更迭された以上、後任のウイサル新総裁が大幅利下げに踏み切るのはほぼ確実と考えられた。
- しかし、8日に対USDで4.8245まで売り込まれたTRYは、結局、同水準を月の安値に、その後はむしろ堅調気味の推移を続けた。
- 17日にはロシア製ミサイルシステムS-400配備を理由に、米国防省が「F-35計画からトルコを排除する」と発表したがTRYはほぼ無反応。一方、翌18日にトランプ米大統領が「追加制裁は検討していない」と述べると、(米議会による追加制裁導入が引き続き警戒される中)TRYは素直に水準を切り上げた。
- こうした非対称性はTRYの底堅さを感じさせたものの、25日に向けては、大幅利下げ警戒感を背景に、TRYはじわじわと水準を切り下げた。果たして同委員会は-425bp(利下げ後19.75%)と大方の利下げ予想を更に上回る大幅利下げに踏み切ったものの、一時的な下押しを経てTRYは上昇。
- 31日、CBRTは19年末のインフレ率予想を従来の+14.6%から+13.9%に切り下げた。25日以降のTRY堅調を振り返れば、追加利下げ余地の拡大はTRY続騰を促す要因と読めたはずだが、前後してTRYは頭打ち。
- 25日以降のTRY上昇は、主にトルコ国債(とりわけ短期国債)への資金流入が演出したと考えられたが、こうした投資資金は、米議会による追加経済制裁、ババジャン元副首相らの新党設立と政局不透明感、トルコ経常赤字再拡大などの悪材料が表面化した時、最も逃げ足の速い不安定な資金と考える。

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:年金改革の審議が進展

マーケット・エコノミスト

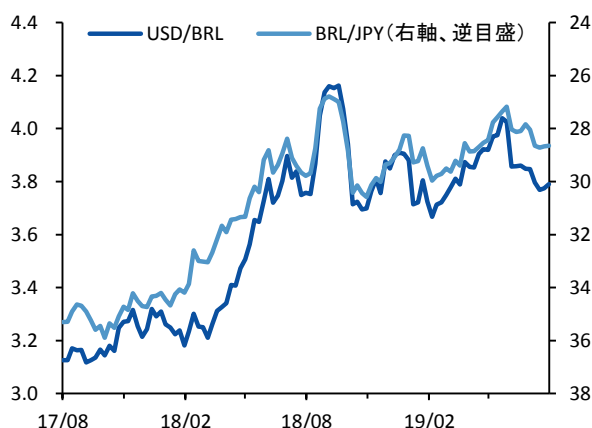
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月のBRLは前月比で続伸。月前半は、経済指標は弱含むも年金改革の審議進展を確認するにつれBRL高が進み、一時は2月末以来となる3.71台まで上昇した。ただ、月後半はドル高の動きもあり、BRLは3.77台まで押し戻される展開。月末には3.82を一時トライし、3.81台で取引を終えた。利下げサイクル入りを否定する米FRB議長の発言に市場はドル高で反応した。
- 景気は弱含みが続く。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(26日時点)によれば、実質GDP成長率見通し(中央値)は2019年が前年比+0.82%、2020年は同+2.10%と、6月28日時点(それぞれ同+0.85%と同+2.20%)からやや下方修正。IMFも23日公表の世界経済見通しで、年金改革の不透明感や景況感悪化を理由に、同成長率見通しを4月比で大きく下方修正した。
- 一方、懸案の年金改革の審議は一段と進んだ。下院特別委員会は4日、10年間で1兆レアル超の財政改善を目指す年金改革案を承認。10日、下院本会議における1回目の採決でも承認(賛成379、反対131)された。承認に必要な308票(議員の60%)を大きく上回る支持を得た格好だ。財政改善幅はいくらか縮小しようが、当初の市場予想(6000億レアル)は上回ると期待されつつある。
- 年金改革については、議会が再開する8月以降にも下院本会議で2回目の採決が行われ承認される見通しだ。その後、上院の委員会採決を経て、上院本会議の2回の採決で承認(49票、議員の60%)が必要になる。法案化されれば、財政の改善により景気刺激の余地(財源)を見出すことも可能になる。
- 年金改革審議が進展すれば、その行方を注視してきたBCBにとっても、景気に配慮した政策判断(利下げ)に動く環境が整ってくる。実際、BCBは31日、政策金利を6.00%へと50bp引き下げることを選定した(市場予想は25bpの引き下げだった)。BCBは年金改革の進捗に言及。インフレが抑制される見通しを考慮すれば、一層の利下げがありうることも示唆した。
- このほか、下院で税制改革の動きが始まった(政府は税制改革案を8月に提出する見込み)ことや、ペトロブラス傘下の流通小売部門の政府持分削減といった国営企業の民営化の取り組みも注目される。
- かかる状況下、ブラジル景気の先行きについては、これまでの下方修正の動きが巻き戻される可能性があるだろう。株価指数(ボブスバ指数)の高値更新の動きは象徴的だ。ドルのピークアウトのほか、海外からの投資資金流入が、一段のBRL高を支える。BRLは年内3.65~4.00のレンジ推移を想定する。

図表 23:ブラジルレアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボブスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 経済政策面で不安が残る

マーケット・エコノミスト

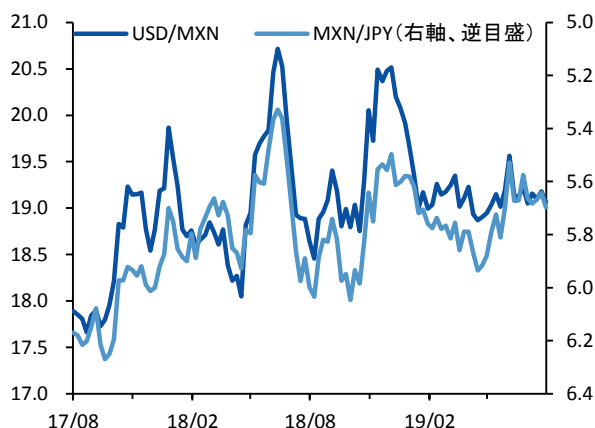
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

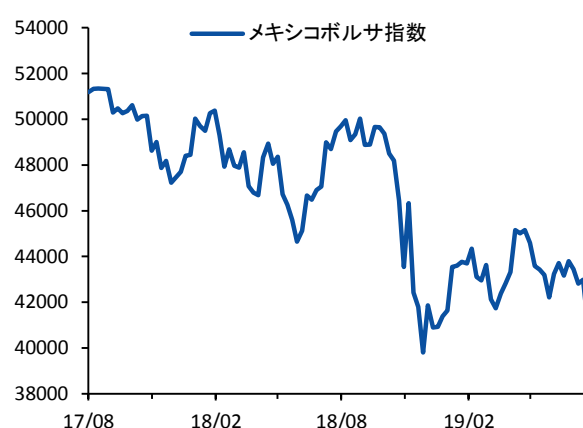
- 7月のMXNは前月比で小幅続伸。月上旬は、6月後半の下落を巻き戻す動きから一時18.8台までMXN高が進んだ。大統領と近い閣僚の突然の辞任に19.3台まで急落も、後任人事を受けて落ち着きを取り戻すと、その後はおおむね18.9~19.2のレンジでのみ合いに転じた。月末は、利下げサイクル入りを否定する米FRB議長の発言でドル高が進み、MXNは19.1台へ下落した。
- 31日発表の4~6月期実質GDPは前期比+0.1%と、1~3月期(同▲0.2%)に続くマイナス成長は回避された。もっとも、景気の低迷に大きな変化はない。メキシコ中銀(Banxico)の最新の月次市場サーベイでも、2019年の実質GDPは前年比+1.13%となり、前回(同+1.32%)比での下方修正が継続中だ。IMFは最新の経済見通しで、政策不安や借入コスト上昇で設備投資が低迷、個人消費が減速しているとして、同国の成長率見通しを大きく下方修正した。
- 景気対策が求められるところだが、現政権の政策運営には不安が付きまとう。9日、大統領の腹心とみられてきたウルスア財務公債相が辞任を表明。経済分野において現政権が十分な根拠もなく政策決定をしていると批判した。後任に市場からの信頼があるエレーラ次官が昇格したことが救いだが、「政府内で最も優秀な人物のひとり」(メキシコ紙)の離脱は政策不透明感を強めた。
- エネルギー政策の行方も不安材料だ。電力庁は1日、民間企業と締結していたパイプライン建設・運営計画の一部条項破棄を国際仲裁裁判所に申し立てたことを明らかにした。大統領は「不平等で破壊的な契約」としたが、合法的に締結された契約を軽視する同政権の姿勢に国内外で批判が高まっている。
- 懸案の国営石油公社(Pemex)については大統領が16日、支援計画を発表。同社の税負担軽減(一部免除と税率引き下げ)と資本注入が柱だ。ただ、同計画における原油生産量見通しには甘さも指摘されている。支援策による歳入減少だけでなく、国庫からの追加負担もありうる。基礎的財政収支の黒字目標を掲げる政府にとって、政策余地が一層制約されることが警戒される。
- 移民問題を巡っては、ポンペオ米 국무長官が21日に前向きな評価を行い、制裁関税のリスクは抑制されているものの、解消されたわけでもない。
- かかる状況下、期待は金融政策に向かいやすい。大統領はBanxicoの独立性を尊重するとしつつも金利は現状高すぎると発言している。ただ、利下げにより内外金利差が縮小するようなら、対内資金流入(ペソ需要)が弱まる可能性にも注意したい。MXNについては年内18.8~19.6のレンジ推移を想定する。

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 1～7月（実績）	SPOT	2019年 9月	12月	2020年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 6.9383	6.8988	6.90	6.85	6.80	6.75	6.75
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8273	7.83	7.82	7.81	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 71.825	69.078	69.0	70.8	68.5	67.0	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14097	14050	14350	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1196.67	1187.40	1180	1195	1180	1160	1150
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2028	4.1440	4.12	4.16	4.08	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	51.080	51.0	52.6	53.0	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3837	1.3751	1.36	1.38	1.36	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.641	31.145	31.00	31.25	31.00	30.75	30.50
タイバーツ	(THB)	30.51 ～ 32.51	30.84	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23203	23300	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	63.5844	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.1726	14.3515	14.10	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.2457	5.5754	6.00	6.40	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	3.8115	3.85	3.70	3.65	3.70	3.75
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 19.8799	19.1778	19.25	19.20	19.15	19.30	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.512 ～ 16.764	15.825	15.36	15.04	15.00	14.81	14.81
香港ドル	(HKD)	13.398 ～ 14.332	13.948	13.54	13.17	13.06	12.82	12.82
インドルピー	(INR)	1.497 ～ 1.631	1.580	1.54	1.45	1.49	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.775	0.754	0.718	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	9.047 ～ 9.970	9.195	8.98	8.62	8.64	8.62	8.70
マレーシアリングギ	(MYR)	25.768 ～ 27.507	26.345	25.73	24.76	25.00	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.024 ～ 2.168	2.137	2.08	1.96	1.92	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	76.71 ～ 82.87	79.39	77.94	74.64	75.00	74.63	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.410 ～ 3.641	3.505	3.42	3.30	3.29	3.25	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.540	3.42	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4530 ～ 0.4839	0.4705	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	1.718	1.63	1.56	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	7.088 ～ 8.243	7.607	7.52	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	17.513 ～ 21.187	19.559	17.67	16.09	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	28.638	27.53	27.84	27.95	27.03	26.67
メキシコペソ	(MXN)	5.348 ～ 5.977	5.693	5.51	5.36	5.33	5.18	5.13

注:1.実績の欄は2019年7月31日まで。SPOTは8月1日の14時15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(8月1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。