

2020 年 2 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 新型肺炎を巡る不透明感が重し.....	2
中国: 短期的には新型肺炎の動向睨み	3
インド: CPI が RBI の目標レンジを上振れ	4
インドネシア: 年初も堅調に推移する IDR.....	5
韓国: 国内外に KRW の強弱要因が交錯.....	6
マレーシア: 早くも景気刺激策を打ちだした BNM.....	7
フィリピン: 金融政策会合を控え、PHP は小幅推移.....	8
タイ: コロナウイルスの影響で一転、通貨安へ.....	9
ロシア: 財政政策と金融政策のバランスに注目	10
南アフリカ: 南ア要因は当面様子見を示唆.....	11
トルコ: 実質的 TRY 買い介入が TRY を下支え	12
ブラジル: 追加利下げ観測で弱含む BRL.....	13
メキシコ: MXN 高で利下げ余地が増す	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.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@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

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@mhc.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：新型肺炎を巡る不透明感が重し

マーケット・エコノミスト

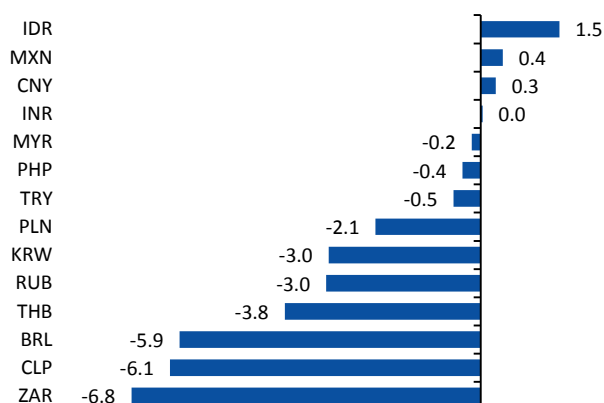
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

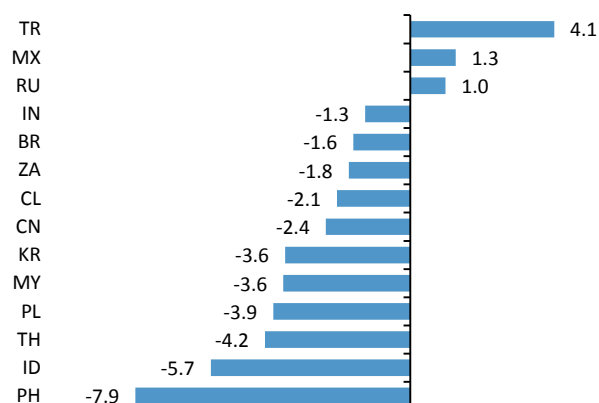
- 1月の新興国通貨は総じて軟調な展開となった。米国とイランの間での著しい緊張感の高まりに伴うリスクオフは一時的なものにとどまったが、新型肺炎の拡大による世界経済への影響を巡る不透明感が強まるにつれ、新興国通貨は調整幅を深めた。MSCI 新興国通貨指数は月半ばに2018年6月以来の高値となった後、昨年12月からみられた上昇幅の5割超を失った。
- 新型肺炎については、30日にWHOが「緊急事態」に該当すると宣言。1月には中国が移動制限措置を導入したが、類似の措置が各国で導入されれば、世界のヒトとモノの流れが大きく阻害されかねない。米中の第1段階の合意やシリコンサイクルの底入れの兆しに、市場ではリスクオンムードが昨年12月以降強まってきていたが、巻き戻しを強いられた格好だ。
- SARS（2002～2003年）のケースを参考にすれば、新型肺炎の感染は2月頃まで拡大が続き、半年程かけて沈静化に向かうということも期待できる。ただし、中国の経済成長（交通網の整備）や国際化（世界経済との結びつき）が当時と比較して著しく進んだことを考慮すれば、単純な比較も難しい。当面は新型肺炎を巡る不透明感は払拭できず、中国経済との結びつきの度合いにもよるが、新興国通貨には重しとなりやすいだろう。
- 一方で、新興国通貨安に歯止めをかける材料も見出せる。ひとつは、米国のドル高是正圧力だ。1月に公表された為替政策報告書には「自国通貨安（≡ドル高）の場合であっても、自国通貨高（≡ドル安）の場合と同様に、為替介入を対称的に運用するかどうかを米財務省は監視する」との一文がある。「ドル高で得をしている国が手を動かすべき」ということだ。再選を目指すトランプ大統領は、対中協議（関税や人民元安）に一区切りつけ、対ユーロ姿勢を硬化しつつあるが、ドル高是正と無縁ではない。
- もうひとつは、米国の追加緩和観測である。新興国通貨の更なる下落圧力は、新型肺炎の経済面での影響が拡大（中国→アジア・欧州→米国）する局面において想定される。そうした局面では世界の債務問題への懸念も再燃しよう。「ドル化した世界」という構図の下、FRBへの緩和期待は高まらざるをえない。2019年同様の「予防的な利下げ」が市場に織り込まれる過程で、新興国通貨が安定化を取り戻していく展開が考えられる。
- 新興国通貨市場は、昨年12月以降のリスクオンの巻き戻し局面にあるのであり、本格的な下落局面に入ったとするには時期尚早とみている。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年1月31日、%)



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(2020年1月31日、%)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:短期的には新型肺炎の動向睨み

マーケット・エコノミスト

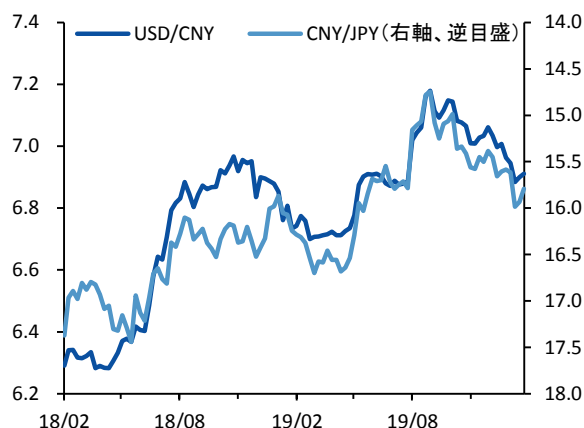
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

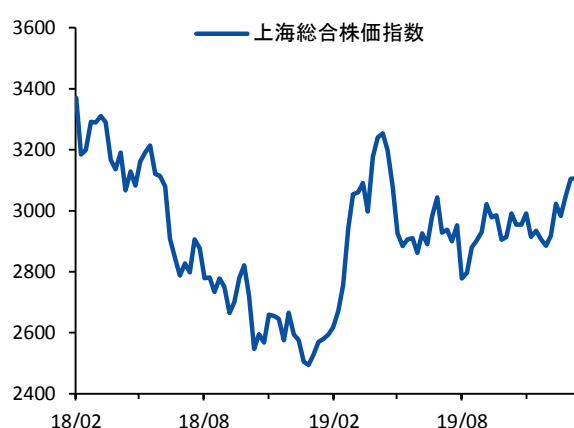
- 1月の人民元は往ってこいの展開となり、前月末比では小幅安となった。米中の第1段階の合意や為替操作国からの指定解除で CNY 高の思惑が強まり、月初の 6.97 台から 6.84 台まで上昇。しかし、新型肺炎を巡る不透明感が高まるにつれ、急速に上昇幅を縮小した。春節期間(24~31日)中もオフショア市場で CNH が下落。月末にかけては、7.0 台にのせる場面がみられた。
- 新型肺炎の感染拡大はかつての SARS(2002~2003年)を上回るペースで進んでいる。中国政府は感染拡大を抑制すべく、各種の移動制限措置を導入、春節期間の延長にも踏み切った。各国でも中国との往来を規制する動きが始まっている。また、31の省、直轄市、自治区の約8割で、春節明け後の休業延長や在宅勤務が指示されている模様だ。WHOによる「緊急事態」宣言(1月30日)もあり、ヒトとモノの流れの滞りが一層深刻化していく可能性が高い。
- 新型肺炎による経済面の影響は中国にとどまらない。「製造大国」となった中国でこうした動きが拡大すれば、世界のサプライチェーンへの影響が懸念される。中国におけるスマートフォンや PC の生産停滞は、生産に要する半導体や電子部品の調達にも影響が出てくる。ようやく底入れの兆しが見えてきた半導体市況には冷や水となる。IMFは、新型肺炎の影響分析を2月中にも公表する予定というが、SARS(世界経済で▲0.1%pt)を上回る可能性が高そう。
- かかる状況下、人民銀行(PBoC)は春節明けを控えた2月2日、本土市場が再開する翌3日に1.2兆元の資金供給を行う計画を明らかにした。人民元や株価の相場混乱をけん制し、資本流出懸念の高まりを抑制する狙いとみられる。また、春節明け(2月3日)の CNY の基準値(Fixing rate)を 6.9249 と実勢より強めに設定。市場再開後は 7.0 台まで CNY 安が進展したもの、オフショア相場(CNH)と比べて違和感なく、ひとまず相場混乱は回避された格好だ。さらに、カネの流れを円滑化する取り組みも続こう。1月1日にPBoCは預金準備率を50bpさらに引き下げると発表(実施は1月6日)。民間企業や中小企業の資金繰りに的を絞った「穏健な金融政策」で実体経済を支えたとみられる。
- 1~2月の経済指標の発表は3月になるだけに、新型肺炎と政策対応の行方が目先の判断材料となる。まずは2月中に感染拡大ペースがピークを迎えるか注目したい。他方、PBoCは人民元相場の不安定化を容認しない。今後3か月を展望すると、短期的には弱含む場面もあろうが、新型肺炎を巡る影響が見えてくるにつれ、CNYは6.8~7.1のレンジ相場に落ち着いてくると想定する。

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:CPIがRBIの目標レンジを上振れ

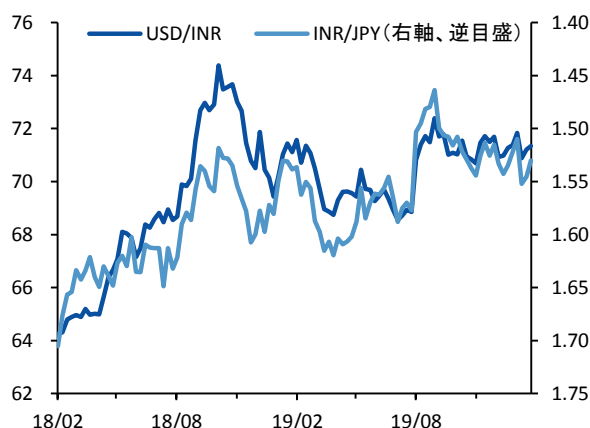
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月 INR は上下に値が動く展開。月初、71.30 付近で取引を開始し、イラン情勢の先行き不安から原油価格が上昇し、月安値圏の 72.10 台まで下落。その後イラン情勢が落ち着き、15日の米中間の1次合意署名に向けリスクオンの展開となり月高値の 70.70 台まで上昇したが、対中関税に関しては進展なく、INR の上昇は一服した。月後半はコロナウイルスの感染拡大懸念によりリスクオフムードとなる中、INR はじり安の展開で、月末は 71 台前半でクローズした。
- 昨年12月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.4%となり、8月以降4か月連続で上昇し、インド準備銀行(RBI)の目標レンジの+2.0~6.0%から上振れた。内訳は引き続きタマネギなど農作物をはじめとした食料品価格の上昇で、同+14.1%の上昇幅を記録した。一方、食料品および燃料を除いたコアCPIは11月の同+3.4%から横ばいで推移しており引き続き内需の冷え込みが示唆される結果が続いている。
- 昨年11月の鉱工業生産指数は前年比+1.8%と、前月の同▲4.0%から改善し、7月以来のプラスに転じた。主な内訳は、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財は同▲1.5%(10月:同▲18.8%)、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+2.0%(10月:▲1.8%)となった。また、投資動向を反映するとされる資本財は同▲8.6%(10月:同▲22.0%)の減速となった。
- 昨年12月の貿易収支は▲11.3億ドルの赤字と、市場予想の▲11.6億ドルを上回り、前月の▲12.1億ドルから縮小した。内訳を見ると、非石油製品の輸出入の落ち込みの影響が大きく、輸出は前年比▲1.8%の減少に留まったのに対し、輸入が同▲8.8%と大きく下落した。
- 31日、政府は19年の予想GDP成長率を6.8%から6.1%に引き下げた。また、IMFの見込みでも、同国の成長率を7.0%から5.8%へ下方修正された。
- 今後については、来月6日に控える金融政策会合に注目が集まる。上述の通り経済の再加速に時間を要している状況が続き、RBIとしては景気刺激策を実施したいところであるがCPIが中銀の目標以上の水準にあり、利下げ判断を下すにも慎重とならざるを得ない状況だ。市場参加者からはCPI上昇の主因が一過性の食料品価格上昇であることから、値が戻ると予測される4月までは利下げを見送るといった声もある。そのほか、インド国内では昨年末からの改正国籍法に関するデモが続いており、経済の不振以外にも現政権への不満が高まっている。昨年に続き政府と中銀にとって試練の日々は続きそうだ。

図表5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア: 年初も堅調に推移する IDR

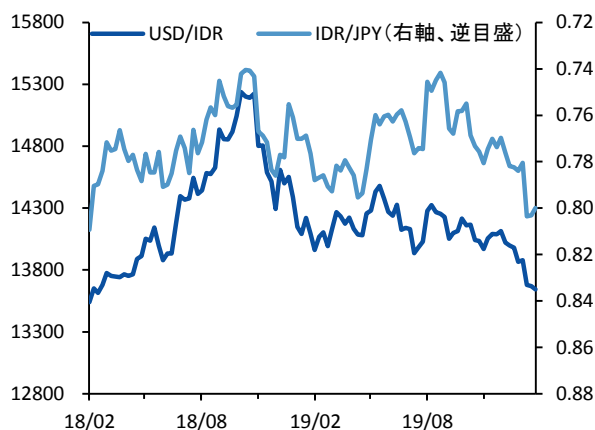
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

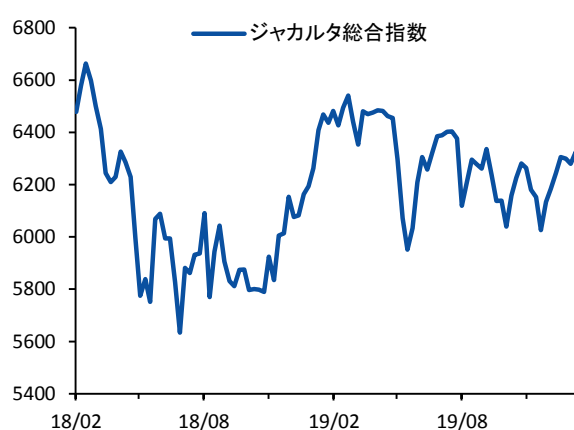
- 1月のIDRは上昇する展開。月初はイラン情勢悪化に伴い小幅に上昇し、13950台の月安値圏を推移したが、その後イラン情勢が落ち着き、15日の米中間の1次合意署名に向けリスクオフの展開となった。月後半も貿易収支をはじめファンダメンタルズの良化が好感されじりじりと値を上げ、23日の金融政策会合で政策の現状維持が決まると月高値の13500台後半をつけた。月末はコロナウイルス感染拡大への懸念とドル決済に向けたルピア売りから小幅に下落し、13600台半ばで推移している。
- 昨年12月CPIは前年比+2.7%と11月(同+3.0%)から減速したものの、年間を通じて概ね政府目標である+2.5~4.5%ptsでの推移となった。BIはこの結果を中銀主導の物価コントロールの成果と総括し、2020年については物価上昇幅を▲0.5%pts引き下げ、+2.0~4.0%ptsで推移する見通しを述べた。
- 昨年12月消費者信頼感指数は126.4と11月の124.2から2か月連続で改善した。内訳を見ると、状況の項目では、経常収入、雇用状況、耐久財購買意欲の全項目で改善し、消費者期待の項目については経常収入、雇用が改善し、企業動向が前月比で小幅に悪化した。
- インドネシア中央銀行(BI)は今年22~23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を5.00%に据え置くことを決定した。金融政策自体は3か月連続の現状維持ながら、貿易収支の改善が数字として現れ、消費者マインドも順調に回復しているなど、昨年実施した金融政策の効果が現れてきた状況となっている。今後も緩和的姿勢を維持し、自国経済の安定化に向け政府一体で政策運営を進めていく姿勢を表明した。
- IDRは昨年に対ドルで3%台後半の上昇幅を記録したほか、年初来で1%台後半の伸びを記録している。この点についてBIは、海外のリスクセンチメントが改善し国内への投資が回復してきたことで、ファンダメンタルズの改善が続いているとの見解を示し、今後も過剰な通貨高とならない限り、市場への介入は実施しない旨を表明した。そのほか、為替市場の運営効率化が進み、取引が円滑になっている点にも言及し、中銀と政府の政策の信頼性が反映された結果であるとの認識を示した。しかし一方で、世界中でコロナウイルスの感染拡大というリスク要因が急浮上している。今のところ実体経済へ影響度合いは定かでないが、状況に応じて自国や主要輸出相手国へのネガティブインパクトを想定した政策運営が求められる可能性も出てきそうである。

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：国内外に KRW の強弱要因が交錯

マーケット・エコノミスト

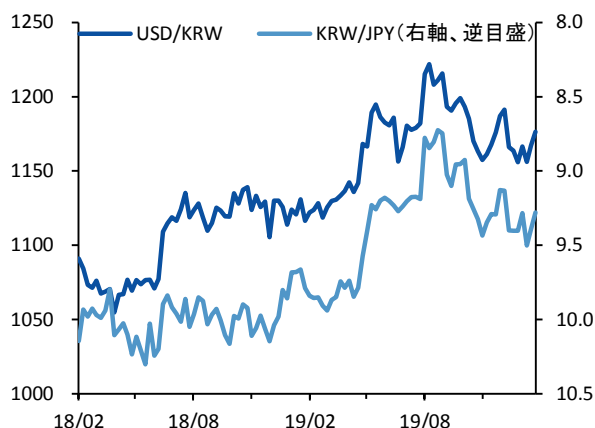
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

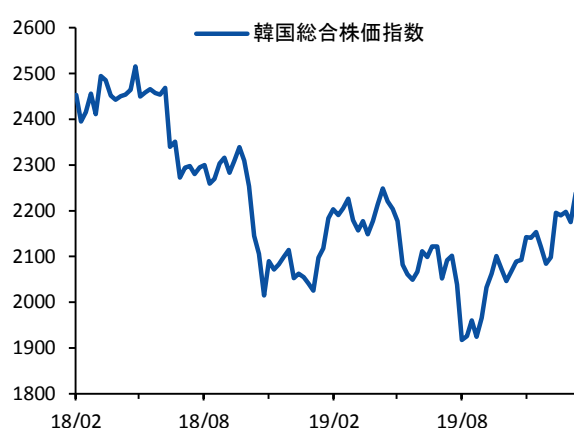
- 1月のKRWは前月末比で反落。1150台で取引を開始後、米国とイランの緊張の高まりに1180近くまでKRW安が進んだ。BOKによる追加利下げ観測の後退や景気持ち直し期待を支えに1160前後でのみ合いに移行。ただ、新型コロナウイルスを巡る不透明感が強まるにつれて1190台へと下落して月末を迎えた。
- 1月17日、韓国銀行(BOK)は2会合連続で政策金利(7日物レポレート)を1.25%に据え置いた。2名の委員は利下げを主張した模様だが、景気持ち直しの兆しも見られる中でBOKは様子見の姿勢を維持した。声明文では、設備投資や個人消費の改善や半導体市況の持ち直し期待のほか、家計債務の増加や住宅価格上昇に言及しており、追加利下げの必要性後退が示唆された。
- BOKの景気見通しでは、2020年の実質GDP成長率は前年比+2.4%と2019年(同+2.0%)から持ち直す見通しだ。米中の「第1段階の合意」により、米中対立に伴って懸念された更なる景気下押し圧力は和らごう。また、韓国経済にとって非常に重要な半導体市況の底入れ感も強まりつつある。次世代通信網(5G)の普及が進むにつれ、関連する半導体や通信機器の需要拡大が期待される。1月(1~20日時点)の半導体輸出額は前年比プラスに転じた。需要増を見込んだ生産拡大も進みつつあるという。ハイテク部材の国産化(外資誘致を含む)の動きと合わせて、設備投資を促す要因となりうる。
- 財政拡張の効果も見逃せない。2018年10~12月期は予想以上の成長率となったが、大きく寄与したのが政府支出である。輸出の落ち込みに伴う民間需要の低迷を補ったという説明だが、2020年4月の国会議員選挙を控えて経済面の失政を取り繕った側面も強い。実際、政府は2020年度予算を年前半に重点投下する方針だ。動機はともかく当面は景気下支えが行われる。
- かかる状況下、2月27日の会合でBOKが追加利下げを行う可能性は一旦低下した。ただし、新型コロナウイルス問題の行方は見通し難い。経済的な影響が顕在化するにつれて「予防的な利下げ」は模索されうる。半導体市況への影響は特に注意したい。また、1月の世論調査では文政権の支持率低下が見られた。経済面の失政に、腹心のスキャンダルに始まる検察当局との泥仕合が重なる。選挙を控えて政治面から金融緩和が求められる可能性も否定できない。
- KRWについては上述の強弱材料が交錯する展開が当面続くと考えられる。KRWの今後3か月程度の想定レンジは1140~1220とみておきたい。もともと、新型コロナウイルスの動向が下振れ(KRW安)リスクになる。

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: 早くも景気刺激策を打ち出した BNM

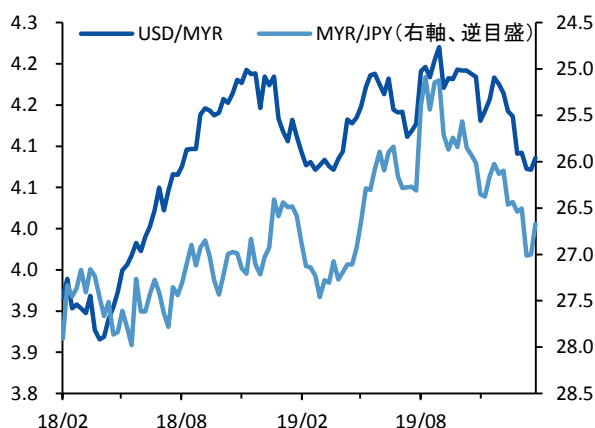
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMYRは月半ばに高値をつける展開。月初はイラン情勢悪化に伴い小幅に反発し、月安値の4.11台まで下落。その後、イラン情勢が落ち着き、15日の米中間の1次合意署名に向けリスクオンの展開となり、月半ばにかけて月高値の4.05台を推移。下旬にかけては、コロナウイルスの脅威と意表を突いたマレーシア中銀の利下げから、MYRは下落。月末時点で4.08付近を推移した。
- 昨年11月の輸出は前年比▲5.5%（10月：同▲6.7%）の推移となり、市場の前年横ばい予想を大きく下回った。製品別では主要輸出品である石油製品、電子・電気製品、パーム油の輸出が軒並み落ち込んだ。国別では中国・アメリカ向けの輸出が前年比増加した一方で、シンガポール・タイ・日本・香港向けの輸出が大幅に減速した。また、輸入は同▲3.6%（10月：同▲8.7%）と先月に続きマイナスを記録した。この結果、貿易収支は65億リンギの黒字と10月173億リンギから黒字幅が大幅に縮小した。
- マレーシアは米国が14日に発表した為替政策報告書にて、昨年5月初めて加わった監視リストに引き続き残ることとなった。高水準の対米貿易黒字と経常収支の黒字が依然大きい点が影響した格好となった。
- マレーシア中銀（BNM）は22日の金融政策委員会（MPC）で、翌日物政策金利を25bp引き下げて2.75%とし、同時に上限金利と下限金利もそれぞれ3.00%と2.50%に引き下げ、昨年5月以来の利下げを決定した。声明文では、穏やかに世界経済は拡大しているものの、物価安定の中で成長軌道の改善を確保するため、今回予防的な利下げ措置を施すことは適切であると述べた。
- 消費者物価指数（CPI）について、2019年は前年比+0.7%の結果で、BNMの予想レンジ（+0.7～1.7%pts）の下限値に留まった。その背景に原油などの資源価格の不安定性に端を発する国内主要産業のコモディティ部門の輸出が不振に陥り、需要の押し上げがなくなっている点を指摘した。なお、2020年について、BNMは昨年より高い水準での推移（同+2.0%）を見込んでいる。
- 今後については、中国を主要輸出先とするマレーシアにとって年初の米中間の1次合意署名はひとまずポジティブなニュースとなった。一方、BNMが指摘した地政学リスク、金融市場の不安定性、国内コモディティ部門の弱含みと主要輸出相手国における予想成長率の鈍化のほか、コロナウイルス感染拡大の動向も下方リスク要因として認識しておく必要があるようだ。

図表 11: マレーシアリンギ相場（対米ドル、対円）



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: 金融政策会合を控え、PHP は小幅推移

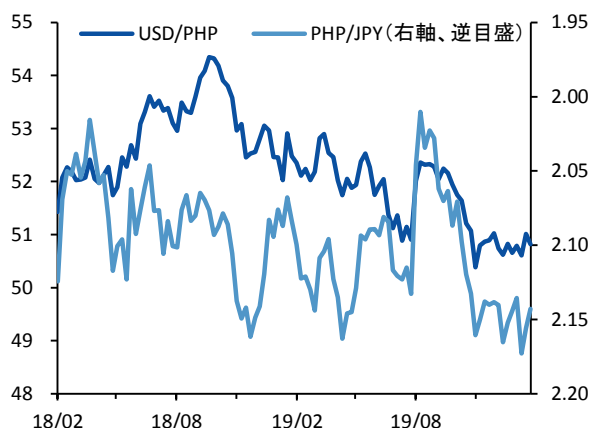
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

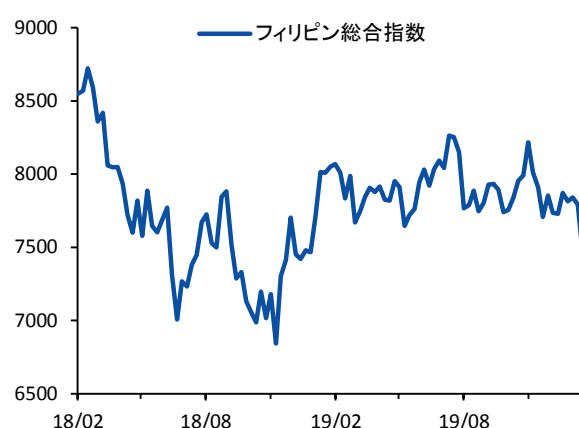
- 1月のPHPは月前半に値が動く展開。月初、50.60付近で取引を開始し、イラン情勢の先行き不安から原油価格が上昇したことで月安値圏の51.20台まで下落。その後イラン情勢が落ち着きをみせ、15日の米中間の1次合意署名に向けリスクオンの展開となり月高値の50.40台まで上昇したが、対中関税に関しては進展なく、PHPの上昇は一服した。月後半はGDPの発表もあったが市場予想の範囲内で相場への影響は薄く、またコロナウイルスの感染拡大懸念によりリスクオフムードとなる中、PHPは小幅に下落し上値の重い展開が続いた。月末時点では来月の中銀会合を控え、50台後半の狭いレンジで推移した。
- 昨年12月CPIは前年比+2.5%と11月(同+1.3%)から前月に続き改善し、市場予想(同+2.0%)を上回った。食品、アルコール・タバコ類と住宅・水道・電気関連の価格上昇が主な要因で、19年のCPI上昇は同+2.5%となり、フィリピン中銀の設定する目標レンジ内に収まった。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金は、昨年11月は前年比+2.0%と市場予想の同+4.6%を下回ったほか、10月(同+8.0%)から減速した。金額ベースでは23.7億ドルで前月の26.7億ドルを下回る結果となった。
- 昨年11月の貿易統計は輸出が前年比▲0.7%と10月(同+0.3%)から減速し、再度マイナスに落ち込んだ。一方、輸入は同▲8.0%と4月以降、前年比で8か月連続のマイナスとなった。貿易収支は▲33.4億ドルの赤字となり、前月(▲32.4億ドルの赤字)から悪化し、輸出の減退が足を引っ張る結果となった。
- 昨年10~12月期のGDP成長率は前年比+6.4%で7~9月期の同+6.0%から改善し、市場予想と一致する結果となった。また、19年のGDP成長率は同+5.9%となり、年内に下方修正が施されたもののこちらも市場予想と一致した。
- PHPの動向は、月初の金融政策会合の結果次第で相場の方向感が変わりそうだ。ジョクノ総裁は昨年末に20年は少なくとも50bpの利下げを実施すると述べ、年初に景気支援の観点で利下げに動く公算は高い。一方で、主要経済指標は概ね市場予想の範囲内の結果となっているのに加え、中銀が今年度の予算成立が遅れた分、成長の上積みも遅れて現れてくるものと判断すれば、様子見の現状維持となることも考えられる。その場合、他に大きなイベントの予定がない状況下、PHPの上昇要因ともなりそうだ。そのほか、フィリピンに限った話でないが、コロナウイルスの感染拡大動向については下方リスク要因となろう。

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:コロナウイルスの影響で一転、通貨安へ

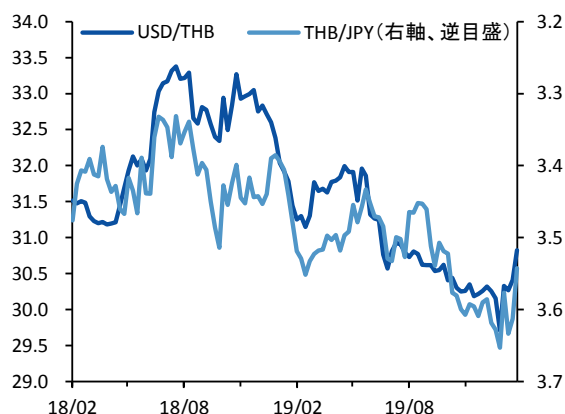
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

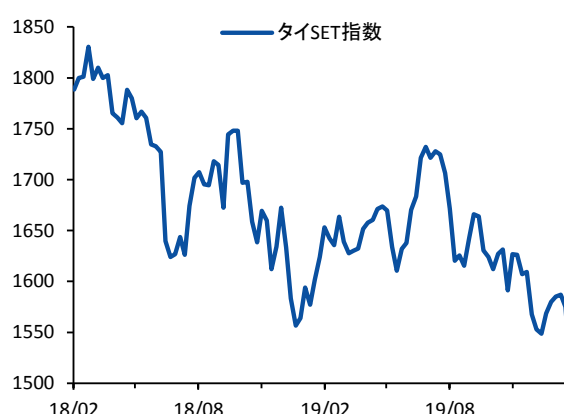
- 1月のTHBは後半に急落する展開となった。月初は年末の30台突破からイラン情勢悪化に伴い小幅に反発し、30.30台まで下落。その後、早期にイラン情勢が落ち着きを見せ、15日の米中間の1次合意署名に向けリスクオフの展開となったが、対中関税に関しては進展なく、THBの上昇は一服した。下旬は、小幅な推移が続いていたが、コロナウイルスの感染拡大から経済の先行き不安が懸念され、THBは急落し、月末時点で31.00台前半を推移した。
- 12月消費者物価指数は前年比+0.87%と11月(同+0.21%)から加速したが、7か月連続でインフレ目標(+1~3%pts)を下回った。野菜・果物類価格上昇や、前月に続きエネルギー価格の下落が抑えられた点が改善に繋がった。なお、タイ政府は2020年のインフレ目標上限を4%から3%に変更している。
- 12月消費者信頼感指数は68.3と11月(69.1)から低下し、10か月連続で悪化となった。引き続き世界経済の回復や政治の安定性に懸念が強く、足許のTHB高も消費者意識に対しマイナスに働いた。
- 12月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲1.7%と11月(同▲7.7%)からマイナス幅が縮小した。輸入も同+1.8%と11月(同▲13.9%)から拡大に転じた。貿易収支は+18.9億ドルと8か月連続で黒字を維持している。
- タイ中央銀行はTHB上昇を懸念し、今月上旬に数か月間にわたり資本流出規制を緩和する姿勢を示した。また、マティー副総裁は会見で政策が緩和姿勢であることを強調した。一方、タイは14日に米国の監視リスト入りをかわろうじて逃れた状況で、米国の存在を念頭に市場への介入には慎重になると予想される。また、政策金利も史上最低値(1.25%)となっており利下げの余地にも限りが出てきた中、政策余地が徐々に狭まっている点は留意したい。
- 今月前半まで、自国ファンダメンタルズに回復の兆しが見えない一方で、高水準の経常黒字を要因とする通貨高に政府と中銀は悩まされてきた。そんな中、コロナウイルスの感染拡大は状況を一変させ、経済の先行き不安から、月末時点で年初来3%台後半のパーツ安を引き起こした。短期的には引き続きTHB安がメインシナリオとなりそう。しかし、震源が中国であることを踏まえれば、将来的に景気減速懸念が世界的に波及するケースも想定しておきたい。その場合、昨年同様の世界的なリスクオフの動きから景気は後退するも、ASEAN域内の安全通貨という認識の下、THBは買われるといった、過剰なTHB高に回帰するシナリオも考えられそう。

図表 15:タイパーツ相場(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:財政政策と金融政策のバランスに注目

シニア為替ストラテジスト

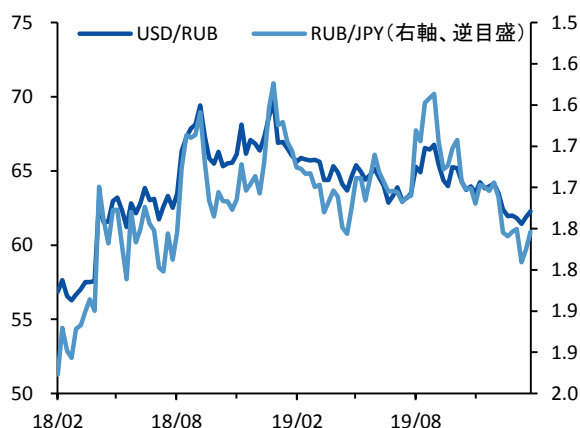
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のRUBは上昇先行後、大幅下落。10日までに6か月弱ぶりの高値となる60.885(対USD)まで上昇後、月末までに63.950(同)まで約4.8%反落した。
- 年明け直後、ロシア市場は9日まで連休だったが、その間、RUBは非常に買い気強い地合を見せた。3日、米軍がイラン革命防衛隊のスレイマニ司令官を爆殺すると、中東地政学的リスクの高騰を嫌気して原油価格が急騰、RUBは原油高に連れて上伸した。8日にはイランがイラク領内の米軍基地にミサイル攻撃を仕掛けたが、人的被害を出さなかったことで逆に「今般の紛争は一旦収束」と受け止められた。原油価格は反落したが、今度は地政学的リスクの低減を好感し、やはりRUBは買い上げられた。
- 13日、ロシア財務省が発表した1月期(1月15日～2月6日)の予算措置は、その後月末まで続くRUB軟調に先鞭をつけた。総額RUB 3,099億売却は日額にするとRUB 182.3億で2017年2月の同措置導入以来の最高だった。
- その後のRUB続落を演出したのは、新型コロナウイルス蔓延に対する警戒感だった。世界経済の減速懸念に基づくリスク回避姿勢の強まり、資源需要後退に伴う原油価格下落と、二重の意味でRUB売り要因と読まれた。
- メドベージェフ内閣が、15日、総辞職を発表したのは、突然のことだったが、戸惑いもあってか、市場の反応は限定的だった。その後、国家主導の大胆な財政出動を推進するペロウソフ大統領補佐官が第1副首相に昇格したこと、同職を兼務していたシルアノフ財務相が同職を解かれたこと(財務相としては続投)などが、国家計画(National Projects)のてこ入れによる歳出拡大の可能性を想起させたが、シルアノフ財務相同様、市場経済推進派のオレシュキン経済開発相が、大統領補佐官(ペロウソフ補佐官の後釜)に任命されるなど、現在までに、全体としてバランスの取れた布陣との見方が広がった。
- 財政政策の今後は、ロシア中銀(CBR)による金融政策動向(追加利下げの有無/幅)にも直接影響を及ぼすと考えられる。ルーブル建ロシア国債(OFZ)の先行き(上昇余地)を見定める上でも重要な判断材料となろう。去年は、国家計画に基づく歳出が計画の91.4%にとどまったことで、結果的に利下げが「遅れ」、過度の金融引き締めが継続した状態になった(物価は予想以上に減速)。
- 「クレムリンによる攻撃から米安全保障を防御する法(DASKA)」などに基づく厳しい米対ロ制裁導入の動きは、米大統領弾劾などのおかげで現在は死に体に近い。当面、ロシア金融資産の安定を脅かす材料にはなり難そうだ。

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:南ア要因は当面様子見を示唆

シニア為替ストラテジスト

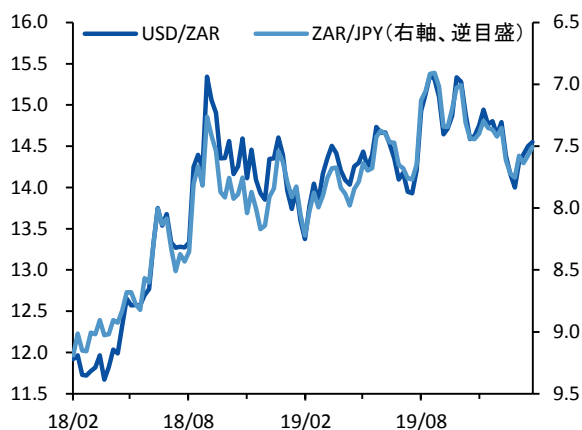
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

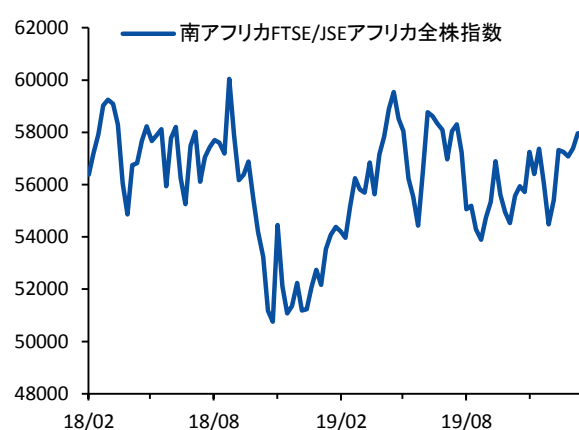
- 1月のZARは、断続的な反発局面も織り交ぜながら、基調としては下落。ZAR安の主因は、世界的なリスク回避姿勢の強まりで、RUB、BRL、HUFなど他の新興市場通貨と共通した。
- 3日、米軍が、イラン革命防衛隊スレイマニ司令官を殺害すると、米/イラン交戦への警戒感が一気に高まった。こうした緊張感は、8日、イランがイラク領内の米軍基地にミサイル攻撃を仕掛けるまで（結果的に人的被害はなし）続いた。
- 23日には、中国当局が新型コロナウイルスの震源地と見られる武漢の公共交通機関を閉鎖。同ウイルス蔓延への警戒感を物語る象徴的な出来事として、金融市場のリスク回避を加速させた。
- 南ア固有の要因では、5日以降、石炭を運ぶベルトコンベアの故障が原因で、南ア電力公社(Eskom)が計画停電を再開。その責任を取る形で、10日、同社マブザ会長が辞任。これは、与党アフリカ民族会議(ANC)内の反ラマポーザ大統領派の圧力に屈したもので、反大統領派はゴードン公的企業相の辞任まで要求したと伝えられ、大統領の権力基盤を脅かす悪材料と読まれた。
- 16日には南ア準備銀(SARB)が政策金利を6.50%から6.25%に引き下げた。SARBの利下げは時間の問題と見られていた一方、その時期については一部大手格付会社による3月の南ア国債格付見直し後との見方が大勢を占めていた。想定外の利下げはZAR売り要因と読むこともできたが、その後南ア国債が上昇(利回りは低下)したことから、ZARは明確な方向感を出さなかった。
- 2月上旬のラマポーザ大統領による一般教書演説、2月26日のムボウェニ財務相による南ア予算、3月27日の上述格付会社による南ア国債格付見直しと、目先、南ア発の注目材料が続く。仮に南ア国債が格下げされ、投資適格級を失えば、同時にそれは世界国債指数からの除外、指数運用による同国債投資の大幅引き揚げを意味する。ただし、既に格下げの織り込みは大きく進んでいるものと見られ、実際に格下げされたとしても、新たな南ア国債売り、ZAR売りは限定的との見方が支配的になっている。
- 南ア国債が例え予想通り投機的等級に転落したとしても、高い実質金利(現状10年物国債名目利回りは9%超、12月CPIは前年比+4.0%)は、とりわけ追加利下げ観測が燃える環境下、投資対象として十分魅力的との見方も強い。
- こうした状況を所与として、当面は、様子見気分の強い中、世界的なリスク許容量の多寡の影響を色濃く受けた展開が支配的になるのではないかと。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:実質的 TRY 買い介入が TRY を下支え

シニア為替ストラテジスト

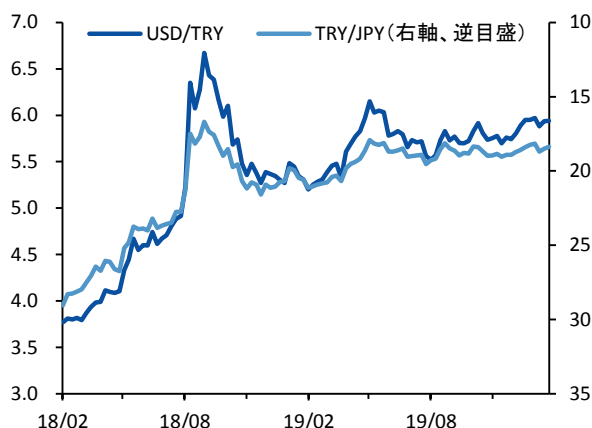
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

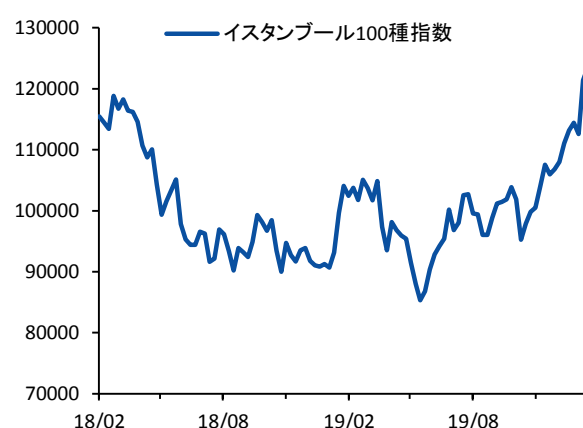
- 1月のTRYは、過去8か月の安値圏と言える水準で、近年のTRYの値動きとしては不自然なほど限られた値幅に膠着した。
- 年明け早々のTRYの値動きにまず影響したのは、特に中東における地政学的リスクの高まりとその沈静化。年末年始を挟んで、トルコがシリア政府(GNA)を軍事的に「支援」するとの観測が広がるのと並行し、3日には米軍がイラン革命防衛隊のスレイマニ司令官を殺害したことで、米/イラン交戦に対する警戒感が一気に高まった。TRYは下落圧力に晒され、昨年末の5.95水準(対USD)から5.9790まで下押ししたが(8日のアジア市場(時間外)では5.9885まで)、TRYの値動きとしては極めて限定的な下落幅と言えた。
- 8日、イランがイラク国内の米軍基地をミサイル攻撃したものの、人的被害を出さなかったことで「米/イランの応酬はこれで一服」との安心感を生んだ。水準を一段切り上げたTRYは16日には月の高値となる5.8400まで上昇。更に19日、リビア内戦を巡り、エルドアン大統領、(反政府組織(LNA)を支援する)ロシアのプーチン大統領などを交えた和平協議がベルリンで開かれ、関係国が干渉自粛に合意すると、中東地政学的リスクへの警戒感は一段と低下した。
- トルコ固有の要因では、3日発表されたトルコ12月CPIが前年比+11.84%と市場予想(同+11.46%)を上振れたにもかかわらず、トルコ中銀(CBRT)は16日、政策金利を75bp切り下げ、11.25%とした。
- 1年前の物価減速のベース効果で、2月CPIが+12%台に上振れるリスクは高い。CBRTは中期的なインフレ減速を前提に利下げを強行したと言えるが、そんな状況にもかかわらず、20日、アルバイラク国庫財務相が「より競争力のある」TRYを望むと述べたのは、あからさまなTRY安誘導と読めた。僅か4日後(24日)、同相は「(現行)TRYは競争力のある水準」と自らの発言を修正。同相の影響力を反映してか、いずれにせよ前後してのTRYの反応は鈍かった。
- 新型コロナウイルスの蔓延に対する警戒感の高まりは、世界経済(通商)の停滞、リスク回避の強まりという意味ではTRYを含む新興市場通貨全般の重石となったが、原油価格急落を伴ったことは、燃料純輸入国のトルコ(の経常収支動向)には好材料と読むこともできた。
- 年初の5.98水準、1月末に掛けての5.95水準などでは、国営銀行のTRY買いをうかがわせる不自然な値動きが観察されたが、TRY売り要因が優勢な環境で、TRY下落を止めていたのは、実質的な為替介入と考えられた。

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: 追加利下げ観測で弱含む BRL

マーケット・エコノミスト

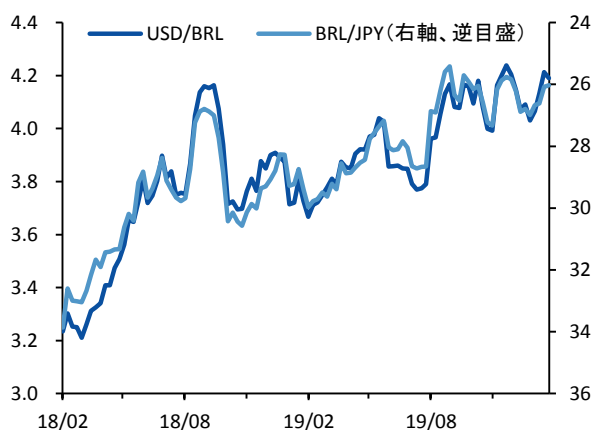
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1月、BRLは前月末比で大きく反落、2019年12月の上昇幅を失った。BRLは4.0台で取引を開始後、米国とイランとの緊張の高まりや原油価格の下落等を嫌気してじりじり下落。冴えない経済指標の内容を受けた追加緩和観測も重しとなった。新型肺炎を巡る不透明感が強まるにつれ、月後半には一段安となり、月末には4.28台へと下落。史上最安値を更新した。
- 低迷が続いた成長率(2019年は1%台前半の見通し)は持ち直しが期待される。1月24日時点のブラジル中銀(BCB)の市場サーベイでは、2020年が前年比+2.31%、2021年は同+2.50%へと加速が予想されている。雇用環境の改善や金融・財政政策による消費の下支え、一時的要因(鉱山問題)の剥落が主な要因となる。IMFは最新の世界経済見通しで同国の2020年の実質GDP成長率を前年比+2.2%と2019年10月時点の予想(同+2.0%)から上方修正した。
- もともと、1月に発表された11月の鉱工業生産と小売売上高が予想比下振れたことや、新型肺炎を巡る懸念の高まりもあり、成長率見通しには揺らぎも生じている。こうした中、上述の市場サーベイによれば、2020年のインフレ率予想は前年比+3.47%となっており、BCBの目標レンジ(2020年:同+4.00%、目標値から±1.5%ptがレンジ)に収まる見通しだ。BCBが2月4~5日の会合で追加利下げ(25bp)に踏み切る可能性は高まりつつある。
- 金融緩和の糊しろを早々に消費しかねない中で、構造改革の行方は一層重要になる。現政権は2019年に年金改革を成立させ財政面での進展をみせたが、2020年は経済の活性化に挑む。具体的には、非常に複雑で企業活動を阻害していると批判されている税制の改革が目玉となる。上下両院の議長はそれぞれ、2020年内にも成立を目指す姿勢だ。2019年には低調に終わった深海油田入札の仕切り直し等も進めば、外資誘致という面でも期待できそうだ。
- この点、政治動向には注意したい。まず、ボウソナロ大統領は内紛問題から新党立ち上げを予定していると報じられている。他政党との連立の枠組みに亀裂が生じれば、法案審議が膠着する可能性がある。また、10月に予定される市長・市議会選挙を見据えて、審議の先送りムードが高まることも懸念される。
- 足許にかけてのBRL安の一部は追加利下げ観測にあるとみており、イベント通過で徐々に落ち着きを取り戻そう。構造改革の動きもあり、BRLは徐々に持ち直しに向かうと考える。ただ、新型肺炎の影響は見通しにくい。今後3か月程度の想定レンジは、3.9~4.4と短期的な下振れ余地もみておきたい。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:MXN 高で利下げ余地が増す

マーケット・エコノミスト

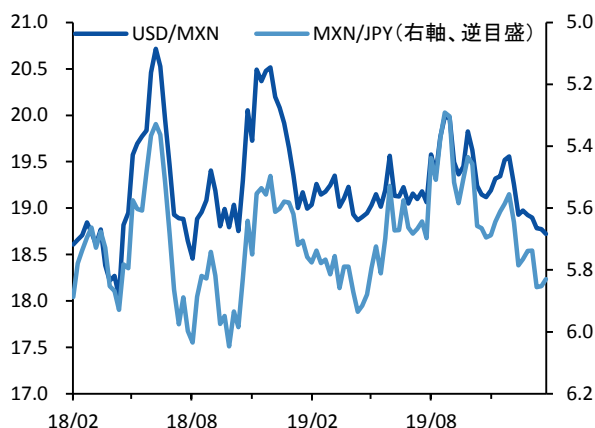
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

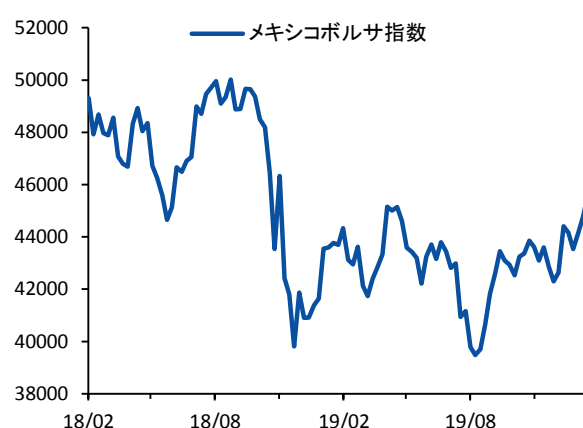
- 1月のMXNは小幅に上昇した。USMCA(新NAFTA)の批准に向けた動きが支えとなった。MXNは18.9付近で取引を開始した後、米上院が法案を承認した1月中旬には、2018年10月以来となる18.6台までMXN高が進んだ。もっとも、月後半は新型コロナウイルスを巡る不透明感のほか、同国の低成長の長期化懸念も重なり、19.0を窺う場面もみられた。月末にかけては18.8前後で推移した。
- 1月29日、トランプ大統領は議会が承認していたUSMCA(新NAFTA)法案に署名した。メキシコは2019年12月に批准済みで、あとはカナダでの批准待ちということになる(1月29日に法案がカナダ議会に提出された)。対米輸出拠点としてのメキシコの位置付けを巡る不透明感は一層和らぎつつある。ただ、自動車分野等で詰め切れていない細則も残り、メキシコ当局者によれば、2020年夏までは発効が先送りされる模様だ。引き続き協議の行方が注目される。
- 2019年10～12月期の実質GDP成長率は前期比▲0.02%と再びマイナス成長に陥った。2019年通期でも前年比▲0.1%と2009年(同▲4.7%)以来のマイナス成長となった。現政権の経済政策を巡る混乱が続いており、鉱工業生産の前年比マイナスが13か月続いている。新空港建設中止やエネルギー政策の後退の影響が目立つ。特に原油生産は2019年度予算策定時の見通しを10%弱下回る。国有石油公社(Pemex)の救済問題に伴う財政負担が増しており、景気対策の足かせとなっている面もみられる。
- なお、IMFは最新の世界経済見通しで、メキシコの実質GDP成長率を2020年が前年比+1.0%、2021年を同+1.6%とした。2018年10月時点の見通しとの比較ではそれぞれ0.3%ptずつ下方修正したが、投資低迷を理由に挙げた。
- かかる状況下、メキシコ中銀(Banxico)は2月に5会合連続となる25bpの追加利下げに踏み切る可能性が高い。インフレ率とその見通しが目標レンジ(前年比+3%を中心に±1%pt)に収まっているほか、足許にかけてのMXN高がBanxicoに追加利下げを促すことになりそう。前回会合では、5名のボードメンバーのうち1名が50bpの利下げを主張していた。
- 前回会合の時点で、Banxicoは国内景気の低迷があと数四半期続くとみていた。対米金利差やMXN高という糊しを費やしながら緩和の度合いを強めていくことになりそう。緩やかなMXN安が進みやすいとみられ、今後3か月程度は、MXNが18.6～19.6のレンジで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

		2020年 1月（実績）	SPOT	2020年 3月	6月	9月	12月	2021年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ~ 6.9855	6.9109	6.95	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7624 ~ 7.7957	7.7662	7.78	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 72.118	71.355	72.8	71.4	70.3	71.9	70.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 13966	13655	13950	13850	13920	14100	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ~ 1198.11	1196.12	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ~ 4.1128	4.1030	4.20	4.15	4.11	4.17	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	50.321 ~ 51.308	50.886	51.2	50.4	50.2	50.6	49.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.3671	1.3647	1.38	1.36	1.35	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.850 ~ 30.333	30.241	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 31.28	31.19	32.5	31.3	30.5	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23170 ~ 23223	23223	23350	23250	23100	23160	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 64.0625	63.9629	62.00	64.00	65.00	63.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 15.0366	14.9867	14.50	15.00	14.50	14.20	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 6.0064	5.9787	6.30	6.60	6.80	7.00	6.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 4.2892	4.2828	4.08	4.01	4.00	4.00	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.6459 ~ 19.0274	18.8693	18.90	19.00	19.10	19.20	19.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.473 ~ 16.108	15.728	15.40	15.25	15.22	15.18	15.15
香港ドル	(HKD)	13.844 ~ 14.190	13.958	13.75	13.62	13.48	13.33	13.19
インドルピー	(INR)	1.497 ~ 1.556	1.519	1.47	1.48	1.49	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.771 ~ 0.809	0.792	0.767	0.765	0.754	0.738	0.733
韓国ウォン	(100KRW)	9.042 ~ 9.660	9.063	9.07	9.06	9.05	8.97	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	26.185 ~ 27.278	26.420	25.48	25.54	25.55	24.94	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.104 ~ 2.187	2.142	2.09	2.10	2.09	2.06	2.06
シンガポールドル	(SGD)	79.35 ~ 81.92	79.43	77.54	77.94	77.78	75.91	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.581 ~ 3.690	3.585	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.468 ~ 3.729	3.476	3.29	3.39	3.44	3.37	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4645 ~ 0.4815	0.4669	0.46	0.46	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.691 ~ 1.804	1.695	1.73	1.66	1.62	1.65	1.66
南アフリカランド	(ZAR)	7.206 ~ 7.821	7.234	7.38	7.07	7.24	7.32	7.36
トルコリラ	(TRY)	17.991 ~ 18.875	18.126	16.98	16.06	15.44	14.86	15.15
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.262 ~ 27.687	25.311	26.23	26.43	26.25	26.00	25.75
メキシコペソ	(MXN)	5.668 ~ 5.909	5.745	5.66	5.58	5.50	5.42	5.34

注: 1. 実績の欄は2020年1月31日まで。SPOTは2月3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(1月31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。