

2019 年 9 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米中対立激化で新興国売り	2
中国: 7.0 超えで居所探る CNY	3
インド: 6 年ぶりの低成長	4
インドネシア: 2 会合連続で利下げ	5
韓国: BOK は追加利下げを模索	6
マレーシア: 主要債券指数からの除外は波乱材料	7
フィリピン: BSP は追加緩和を示唆	8
タイ: BOT は 4 年 4 か月ぶりに利下げ	9
ロシア: 材料は好悪交錯も予見不能性が重石に	10
南アフリカ: 各種改革待ちだが過度の期待は禁物	11
トルコ: 引き続きリスクは TRY 安とインフレの悪循環	12
ブラジル: 国内経済に好循環の兆し	13
メキシコ: 5 年ぶりの利下げに踏み切る	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 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

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: 米中対立激化で新興国売り

マーケット・エコノミスト

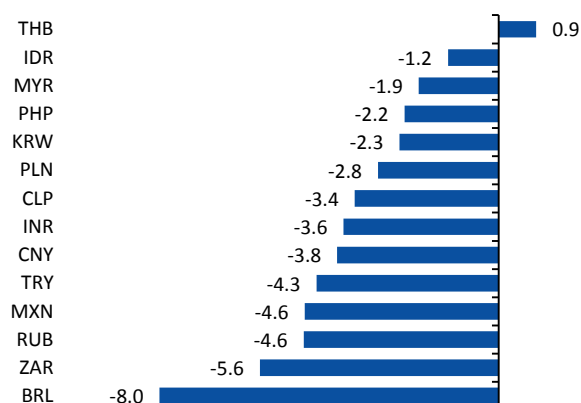
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

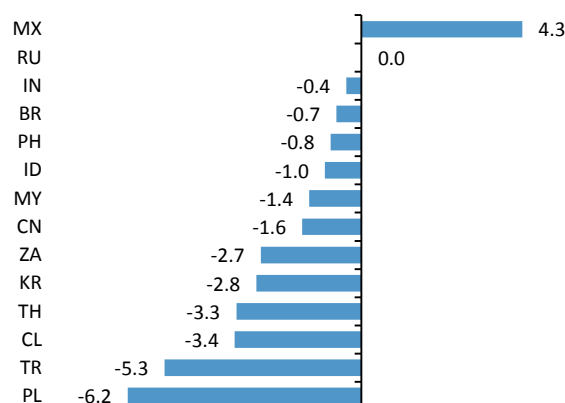
- 8月の新興国通貨は2段階で下落した。月初は米国が対中制裁関税や為替操作国認定を発表したことを受けて、新興国通貨は5日にかけて大きく下落。その後は中旬にかけて概ね横ばい圏での推移が続いたが、23日に米中が報復関税をそれぞれ発表し、対立激化が懸念される状況となると、新興国通貨はもう1段値を下げる展開となった。
- トランプ米大統領は8月1日、対中制裁関税第4弾を9月1日に発動し、約3,000億ドル分の品目に当初10%の関税を賦課すると発表した。その後、13日に米通商代表部(USTR)は第4弾の関税自体は予定通り9月1日に発動する一方、スマートフォンやノートパソコン、玩具など、代表的な消費財の発動を12月15日に先送りするとした。これに対し、中国政府は23日、米国の対中制裁関税第4弾への報復措置として、原油や農産物など約750億ドル分の米国製品に5~10%の追加関税を課すことを発表した。また、2019年1月から停止していた米国製の車や車部品にかかる最大25%の追加関税を12月15日から復活するとした。米国は直ちに約2,500億ドル分への制裁関税(第1~3弾)の税率を10月1日に25%から30%に引き上げるほか、第4弾の税率についても当初予定の10%から15%に見直すとした。
- 9月1日、米国と中国は予定通り追加関税を発動した。報道によれば、9月に米中は協議を行う方針のようだが、現状はまだ確定していない。米中協議以外にも、9月11~12日には香港で一带一路サミットが行われる予定で、激化する香港デモを巡っては一つの山場になるとみられている。10月1日に米国は既に制裁関税の対象となっている約2,500億ドル相当の品目について関税率を25%から30%に引き上げるほか、同日は中国の建国70周年に併せて習近平国家主席が演説する予定だ。先行きも米中摩擦や中国関連の政治イベントが立て続けにあるため、各ヘッドラインに市場は一喜一憂することになるだろう。
- 米中摩擦のほか、9月17~18日に予定されるFOMCにも関心が集まりそうだ。最近の米中間の緊張の高まりを踏まえると利下げはほぼ確実という印象であるが、より重要なのは今後の金融緩和の方針である。FOMC内で大きな意見の隔たりがあることから、より積極的な金融緩和姿勢を打ち出すことに難しさはあるかもしれないが、金融市場はかなり積極的に利下げを織り込んでいることもあり、7月と同様、またしても市場の期待に届かないリスクには警戒しておきたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019年8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8月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:7.0 超えで居所探る CNY

マーケット・エコノミスト

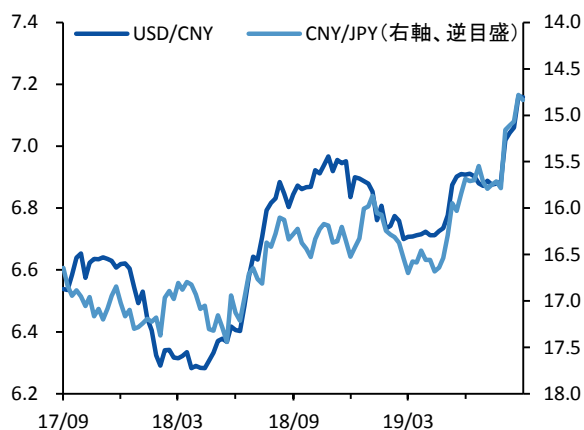
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

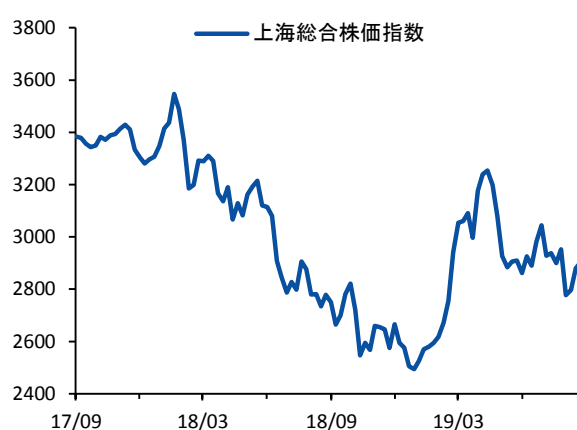
- 8月のCNYは前月比で大きく下落。米国が対中追加関税第4弾の実施方針を示したことで、中国景気の減速懸念とリスク回避の動きが高まった。CNYは月初から下落を始め、5日には2008年以来となる7.0台へシフト。当局が通貨安を容認しているとの見方からじりじり下落する展開となった。対抗措置の応酬で下旬にCNYは一時7.17まで下落した後、7.15台で月末を迎えた。
- 貿易問題はさらに悪化した。トランプ米大統領は1日、対中追加関税第4弾(3000億ドル相当の品目に10%)を9月1日から実施すると表明。13日、一部品目は12月15日からの実施に改めた。23日、中国が報復追加関税措置(750億ドル相当の品目に5~10%)を公表すると、米国は対中追加関税第1~3弾と第4弾の税率引き上げ(それぞれ25%→30%、10%→15%)で応じた。
- 非関税措置も続いた。中国は6日、米国からの農産物輸入の停止措置を発表。他方、米国は5日、中国を為替操作国に認定した。13日には、中国のハイテク企業5社を政府調達から排除する措置を発効。さらに19日、中国の通信機器大手の関連46社をエンティティリスト(輸出管理対象)に追加した。
- 市場にはCNY安も中国による対抗措置と見る向きが根強い。関税負担は通貨安で軽減できるからだ。ただ、大幅な通貨安は資本流出につながりかねない。実際、外貨管理局は海外への資金流出を抑制する新規制を導入した。中国人民銀行(PBoC)としては、基準値の設定等を通じてCNYの下落ペースを抑制(7.0台は容認)しつつ、落ち着きどころを探っている段階と考えられる。
- また、中国の輸出額に占める米国のシェアは20%弱だ。追加関税負担と同等の通貨安となれば、残りの貿易相手国(80%)からの利益は相当な規模になりかねない。輸出全体で追加関税負担を相殺できるCNYの水準について、発表済みの追加関税スケジュールを前提にすると、7.20程度と推計される。
- 中国景気への圧力が強まる中、景気対策も追加されつつある。PBoCは20日、新たな最優遇貸出金利(LPR)を導入、実質的な利下げが行われた。自動車の登録規制緩和等の消費拡大策も27日に発表された。インフラ投資向けの地方債発行枠が増額される可能性もあるようだ。建国70周年記念(10月1日)の前後にも追加パッケージが出揃ってくれば、CNYにとっては追い風となろう。
- なお、年内とみられる共産党中央委員会第4回全体会議(4中全会)で中長期の経済方針が固まらない限り、米中協議の進展は難しいとみられる。かかる状況下、CNYは年内7.00~7.30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:6年ぶりの低成長

マーケット・エコノミスト

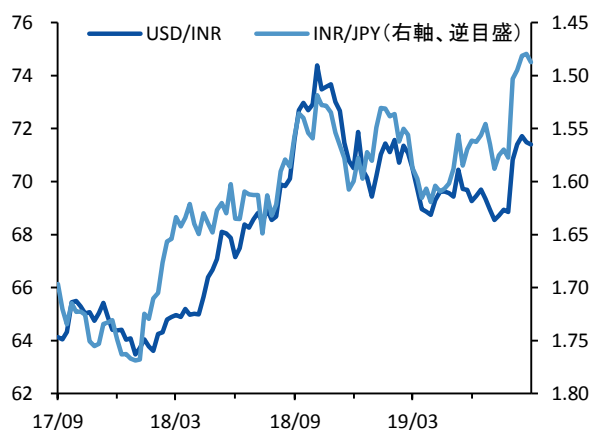
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 8月のINR相場は下落する展開。月初は米国が対中制裁関税や為替操作国認定を発表したことを受けてINRは69台から71近辺まで下落。この水準では為替介入と思われるフローもみられたようだが、中旬も71台後半までじり安となった。23日には米中が報復関税をそれぞれ発表し、対立激化が懸念される中、INRは72台前半まで売られる動きがみられた。
- RBIは8月5～7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を通常とは異なる35bp幅で引き下げて5.40%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全会一致で「緩和的」を維持した。MPCは「過去の利下げの効果は緩やかに実体経済に波及しているが、物価見通しが抑制されており、マイナスの需給ギャップを解消するための政策行動の余地がある」と表明。「物価面の責務を果たしつつ、総需要の拡大、特に民間投資の拡大を通じて経済成長の懸念に対処することが、現時点で最優先課題だ」と述べた。RBIのダス総裁は記者会見で、異例の利下げ幅に関し「国内外のマクロ経済状況の変化を踏まえれば25bpでは不適切」とする一方で、これまでの中銀の行動に基づけば50bpでは「過大だ」と説明した。言葉通りに解釈すれば、RBIは現状の政策金利が適正であると判断しているとみられる。次回10月MPCで15bp程度の利下げを行う可能性は排除しないが、今年の利下げ幅が累計で既に110bpに及ぶことから、その後は据え置き期間に入りそうだ。
- 1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5.0%と、10～12月期の同+5.8%から減速し、2013年1～3月期以来、6年ぶりの低成長となった。個人消費が同+3.1%と10～12月期の同+7.2%からさらに減速し、2014年10～12月期以来の低い伸びとなったことが全体を押し下げた。自動車販売が大きく落ち込んでおり、金融機関が貸し出しに慎重であることが景気低迷の一因とみて、政府は公営銀行を統合すると発表した。外需については、輸出が同+5.7%と10～12月期(同+10.6%)から一段と減速したが、輸入も内需不振もあって同+4.2%と10～12月期の同+13.3%から大きく減速したことから、純輸出の成長寄与度は+0.1%ポイント(10～12月期:▲0.9%ポイント)と成長率を押し上げた。
- 政府が打ち出した銀行再編案によりこれまで実施した利下げとの相乗効果が段階的に表れることが期待されるが、当面は緩やかな景気回復にとどまりそうだ。米国の利下げ観測はドル売りを促し、INRのサポート要因となるが、INRの上値は重いだろう。

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:2 会合連続で利下げ

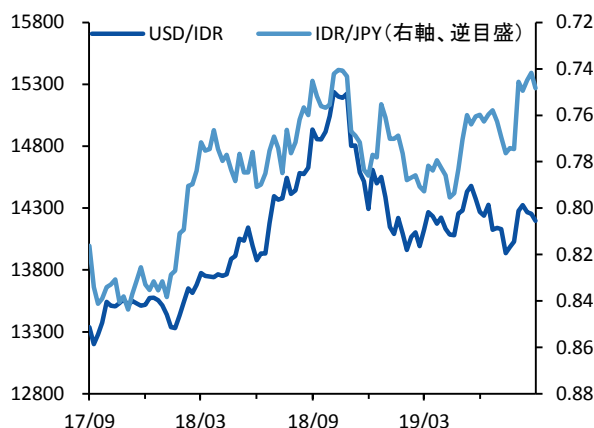
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

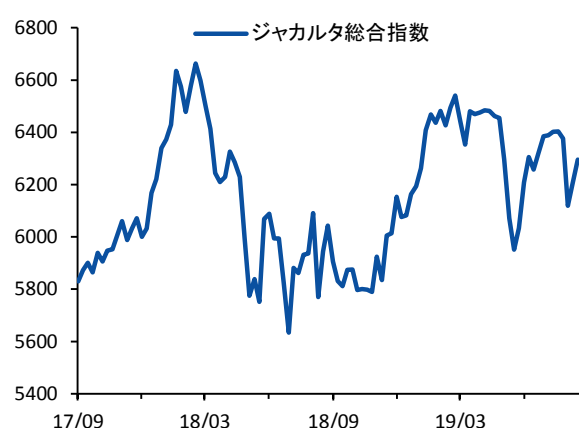
- 8月のIDRは軟調となった。月初、14000台で推移していたが、CNYが7.0台まで下落したことに連れ、一時14300台をつけた。米中貿易摩擦の激化への懸念が高まる中、14200台で推移を続け、月末も同水準で取引を終えた。
- 5日にインドネシア中央統計局(BSP)が発表した4~6月期GDPは前年比+5.0%と1~3月期(同+5.1%)から小幅に減速したが、引き続き底堅い成長を維持している。内訳をみると、民間最終消費支出(1~3月期:同+5.3%→4~6月期:同+5.4%)と政府最終消費支出(1~3月期:同+5.2%→4~6月期:同+8.2%)が全体を支えた。一方、純輸出(1~3月期:前年比寄与度+1.1%ポイント→4~6月期:同+1.0%ポイント)が減速の主因となった。
- 政府の2019年の実質GDP通年目標は前年比+5.3%だが、2019年上期は同+5.1%となった。スリ財務相は5月に、米中貿易摩擦や世界経済の低迷を受けて、「2019年の成長率目標を達成するのは困難かもしれない」と述べ、また8月28日にも目標について下方リスクが増大しているとの見解を示した。ジョコ大統領が第2次政権で改革を進め、インフラ開発プロジェクトを着実に進展させることができれば、景気を下支えするだろう。
- インドネシア中央銀行(BI)は21~22日に金融政策会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートを5.75%から5.50%に25bp引き下げることを決定した。前回会合(7月17~18日開催)に続き、2か月連続での利下げとなった。声明文ではインフレ率が引き続き低水準で推移する見通しであること、世界経済が減速すると予測されることから、予防的な措置として利下げを実施したと述べた。米中貿易摩擦の激化や他の中央銀行の利下げ発表もBIの利下げを後押しした模様だ。
- ジョコ大統領は26日に首都の移転先にボルネオ(カリマンタン)島を選んだと発表した。人口の過密、交通渋滞や環境汚染、地震・洪水リスクが多いジャカルタから2024年の移転開始を目指す。国家開発企画庁が試算する費用は466兆ルピア(約3.5兆円)となっており、国家予算からの支出は2割弱にとどまり、残りは官民パートナーシップ方式や国営企業や民間からの直接投資でまかなうとのことだが、資金手当ては目処がたっており、実現に不透明感がある。
- BIが追加利下げを実施する可能性はあるが、FRBも利下げをしてい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:BOK は追加利下げを模索

マーケット・エコノミスト

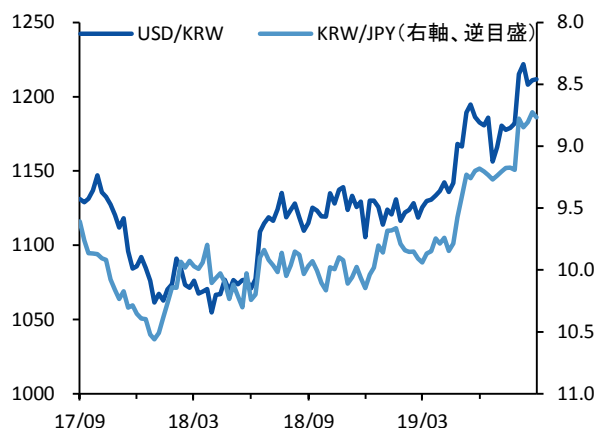
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

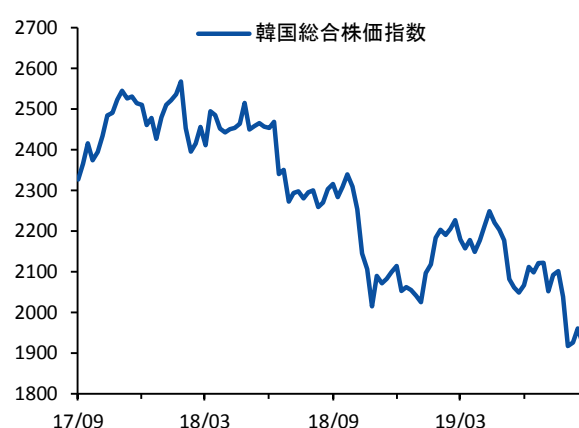
- 7月のKRWは前月比で反落。上旬は米国の対中追加関税や日本の対韓輸出管理見直し、人民元安といった動きが重なり、KRWは1180台から1220台まで急落。その後、対中追加関税や対韓輸出管理を巡る懸念がやや和らぐ格好で、一時1190台を回復した。ただ、月末にかけては、米中で制裁措置の応酬が再燃、日韓対立も手掛かりに弱含み、1210台で取引を終えた。
- 景気は鈍い成長が続いている。牽引役の輸出は8月が前年比▲13.6%と9か月連続のマイナス。前月(同▲11.0%)から再び減速感を強めた。最大の輸出先である中国向けが同▲21.3%と落ち込んだままのほか、品目別には半導体(同▲30.7%)の低迷が続いた。7月鉱工業生産は前月比+2.6%と市場予想(同+0.5%)から上振れたものの、一時的な回復にとどまる可能性がある。
- 製造業、サービス業ともに景況感に暗さが漂う。8月製造業PMIは49.0と前月(47.3)から改善も、4か月連続で50を下回る水準にある。また、8月消費者信頼感指数は92.5と直近最低水準を更新した。9月景況判断も製造業および非製造業ともに72と前月(いずれも71)からほぼ横ばい。依然、低水準にとどまる。
- 米中覇権争いは激しさを増しつつあり、通信機器大手を巡る問題も然りだ。取引のある韓国企業にも業績面で影響が生じうる。米国による対中追加関税第4弾については、駆け込み需要の恩恵が一時的に期待できるものの、中長期的には逆風となる。また、日本の輸出管理見直しの影響も不透明だ。政府は脱日本依存を掲げて100の戦略品目を指定、研究開発支援に7年間で7.8兆ウォンを投じるという。内需面では、反日不買運動の影響が懸念される。
- 文政権の政策プライオリティは引き続き南北協力による経済発展にあるとみられるが、具体的な動きはいまだ乏しい。2020年度予算は今年度から9.3%増額し、過去最高の513.5兆ウォンになるというが、その効果は来年以降となる。
- 当面は、金融緩和による景気下支えが続こう。韓国銀行(BOK)は30日、政策金利(7日物レポ金利)を1.50%で据え置くと決定したが、李総裁は会見で2人の委員が利下げを求めたことを明らかにした。声明文では、景気見通しの不透明感増大やインフレ率の下振れリスクを指摘、追加利下げに含みを残した。
- 実需面では、輸出低迷や企業の海外流出、証券投資フローの軟化等がKRW安圧力となりうる。かかる状況下、方向感としてKRW高は期待しにくい。KRWは年内1180~1250のレンジでややボラタイルな動きを想定する。

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: 主要債券指数からの除外は波乱材料

マーケット・エコノミスト

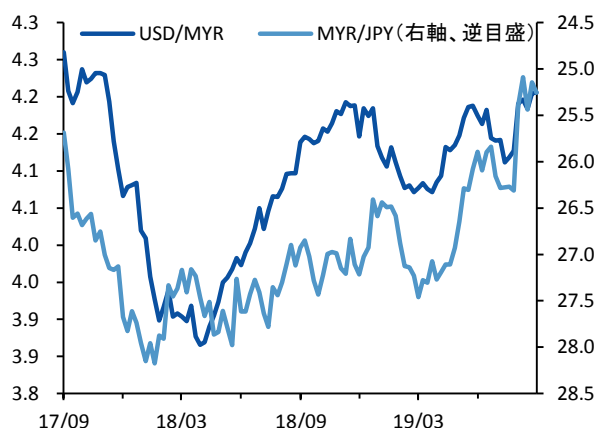
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

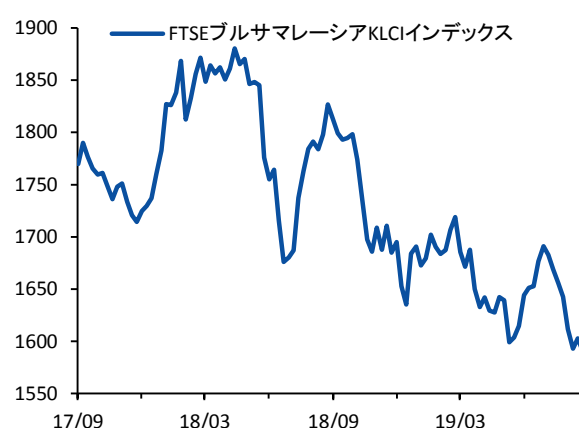
- 8月のMYRは下落した。月初は米国が対中制裁関税や為替操作国認定を発表したことを受けて4.12台から4.20手前まで大幅に下落。中旬は横ばい圏での推移となったが、下旬は23日に米中が報復関税をかけ合う中で4.20を突破し、4.22台まで値を下げる動きとなった。
- 4～6月期の実質GDP成長率は前年比+4.9%と1～3月期の同+4.5%から加速した。他方、季節調整済み前期比では+1.0%と1～3月期の同+1.1%から減速し、3四半期連続で成長の勢いが鈍化している。需要項目別にみると、個人消費は同+7.8%（1～3月期:同+7.6%）と3四半期ぶりに加速し成長を下支えた。他方、総固定資本形成は同▲0.6%（1～3月期:同▲3.5%）と2四半期連続で減少した。民間投資が同+1.8%と1～3月期の同+0.4%から加速した一方、公共投資は同▲9.0%（1～3月期:同▲13.2%）と減少が続いた。政府消費も同+0.3%（1～3月期:同+6.3%）から減速しており、財政再建の動きが成長の重しとなっていることが見て取れる。外需については、財・サービス輸出は前年比+0.1%と1～3月期と同じ伸びとなったが、財・サービス輸入は同▲2.1%（1～3月期:同▲1.4%）とさらに減速した。輸入の落ち込みが純輸出を押し上げ、純輸出の寄与度は+1.4%ptと1～3月期の同+0.9%ptから上昇した。先行きについては、ITセクターの不振や米中貿易摩擦の影響などから輸出がさらに悪化するとみられる。輸出の低迷は投資の減速をもたらし、その影響が波及することで個人消費も伸びが抑制される可能性が高い。
- 指数算出会社の英FTSE ラッセルは4月15日、市場整備の遅れなどを背景に、代表的な国債指標であるFTSE 世界国債指数(WGBI)の構成からマレーシア国債を除外することを検討中であると発表した。次回の評価見直しは今年の9月の予定であり、早ければ9月にも除外が決定される可能性がある。これに対し、マレーシア中央銀行は8月16日に外国為替管理規制の緩和を発表し、債券流通市場の流動性を向上させる措置やレボ債券を拡充する方針も併せて示した。今のところこのタイミングでの除外は見送られるとの見方が多い印象であるが、除外となった場合には急激な資本流出に見舞われるリスクがあり注意しておきたい。
- 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:BSP は追加緩和を示唆

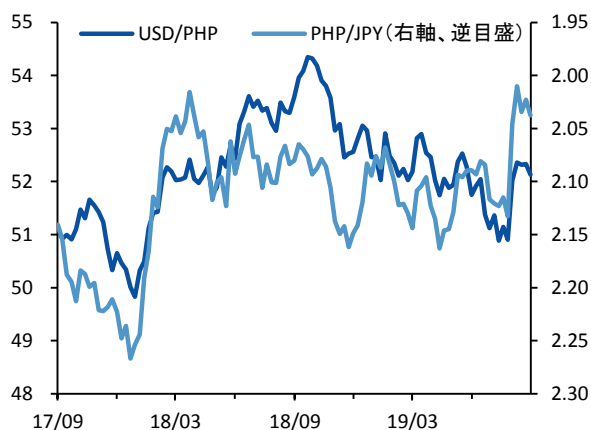
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 8月のPHPは下落した。月初、51.10台で推移していたが、5日にCNYが7.0台まで値を下げたことを受け、PHPも軟調となり52.30台をつけた。米中貿易摩擦への懸念が高まる中、一時52.60台まで下落し、52.08で越月した。
- フィリピン統計庁(PSA)が19日に発表した4～6月期実質GDPは前年比+5.5%と1～3月期(同+5.6%)から小幅に減速し、2015年1～3月期以来の低い伸び率となった。幅広い項目で減速がみられたが、特に民間最終消費支出(1～3月期:同+6.1%→4～6月期:同+5.6%)と総固定資本形成(1～3月期:同+6.4%→4～6月期:同▲8.5%)の鈍化が全体を押し下げた。
- 国家経済開発庁(NEDA)のアーネスト・ペルニャ長官は成長鈍化の理由として、エルニーニョ現象による農業への打撃、米中貿易摩擦による世界的な経済成長の減速、2019年度予算の成立が遅れたことや、今年5月の中間選挙期間中のインフラプロジェクトの工事中断を挙げた。年後半はインフラプロジェクトの実行加速が期待され、景気を下支えするだろう。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.4%と6月(同+2.7%)から鈍化した。米の輸入制限撤廃などにより供給が安定し、価格が下がったことなどがCPIを押し下げた。インフレ目標(+2～4%)範囲内に6か月連続で収まっている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は8日に金融政策会合を開催し、政策金利を4.50%から4.25%に25bp引き下げることを選定した。BSPのジョクノ総裁は記者会見で、インフレ上昇圧力が和らいだことが利下げの理由とし、大国間の貿易摩擦により世界経済が弱含む状態が続くことに留意したと述べた。また、インフレ見通しに鑑みれば、まだ引き下げ余地があるとも述べている。27日にジョクノ総裁は、世界的な金融緩和の流れが長期化することを見込み、2019年末までに政策金利をさらに25bp引き下げる意向を明らかにした。
- フィリピン予算管理省は20日、2020年度政府予算案を議会に提出した。歳出総額は4.1兆ペソ(約8.3兆円)と過去最大規模になる。大規模なインフラ整備計画や社会保障に重点的に配分し、景気の底上げを図る。2019年度予算案は議会の紛糾により成立が4か月半も遅れ、GDP成長率減速の一因となった。議会は同様の事態を避けるため2020年度予算案の審議を迅速に進めていく方針だ。
- 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 は 4 年 4 か月ぶりに利下げ

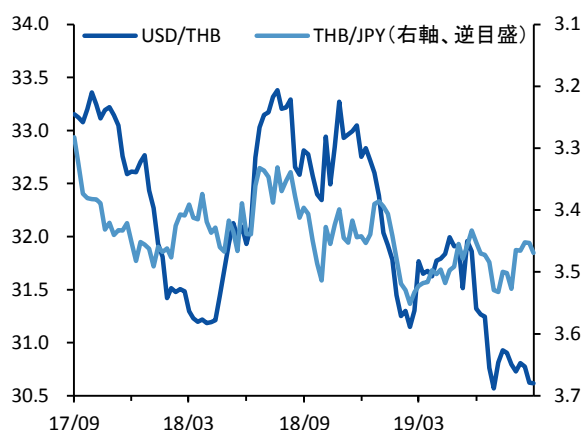
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

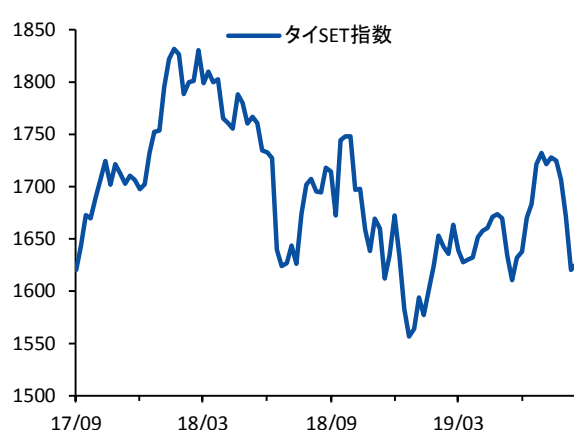
- 8月のTHBは下旬に小幅に上昇した。月初にCNYが7.0を突破し、他の新興国通貨が下落する中、値動きは限定的だった。月後半、米中貿易摩擦の激化が懸念される中でも30.50台まで小幅に上昇し、30.60台で越月した。
- 19日にタイ国家経済社会開発委員会(NESDC)が発表した、4～6月期実質GDPは前年比+2.3%と1～3期(同+2.8%)から鈍化した。2期連続で成長率が減速し、2014年7～9月期以来の低水準となった。成長鈍化は幅広い項目で見られたが、輸出が1～3月期と同水準の落ち込みとなったことが全体を押し下げた。
- 外需の鈍化は内需にも影響し、民間最終消費支出(1～3月期:同+4.9%→4～6月期:同+4.4%)も減速した。また、総固定資本形成(1～3月期:同+3.2%→4～6月期:同+4.4%)、政府最終消費支出(1～3月期:同+3.4%→4～6月期:同+1.1%)も鈍化した。NESDCは4～6月期の成長率の鈍化を受けて、2019年の実質GDP見通しを従来の前年比+3.3～3.8%から同+2.7～3.3%に下方修正した。米中貿易摩擦の激化の影響が懸念される中、外需が悪化し景気は減速が続くとみられる。
- タイ中央銀行(BOT)は7日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.75%から1.50%に25bp引き下げることを選定した。BOTが利下げを実施するのは2015年4月以来4年4か月ぶりである。声明文では、タイ経済は内需に影響を及ぼし始めた財輸出の低迷を受け、従前予想されていた成長率を下回るとの見方を示した。また、インフレについても目標の下限を下回るとの見通しを示している。かかる状況下、より緩和的な金融政策は経済成長に貢献し、ヘッドラインのインフレを目標に向け上昇するのを支えると判断し、利下げの理由とした。
- BOTは為替相場については前回、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、懸念を示していた。今回は貿易摩擦が激化するなか貿易相手国の通貨に対してのTHB高が景気への影響を強めかねないと述べている。更なる米中貿易摩擦の激化やTHB高が続けばBOTは追加利下げを実施する可能性があるだろう。
- 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:材料は好悪交錯も予見不能性が重石に

シニア為替ストラテジスト

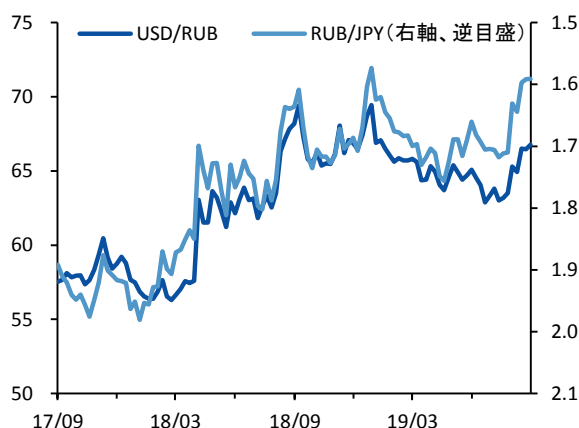
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

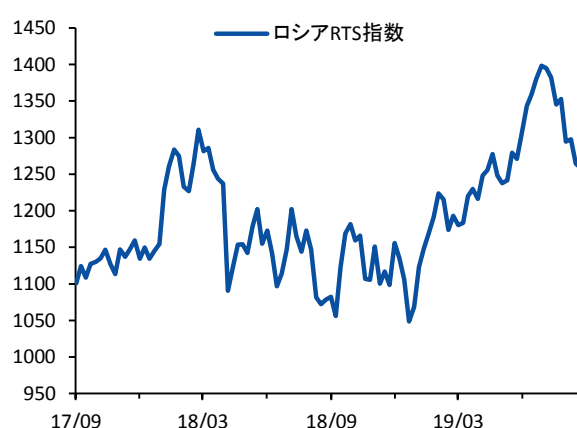
- 8月のRUBは月初から急落、20日までに対USDで5.5%弱下落した。一旦急反発したが、その後は再び6か月ぶりの安値圏まで値を下げた。
- 月初のRUB急落は、①前月末(7月27日)の反政府デモで1,300人もの逮捕者を出したロシア国内の政情不安、②トランプ米大統領が1日に「中国からの輸入品3,000億ドル相当に10%の追加関税を賦課」と述べたことをきっかけとした米中貿易戦争の激化、③米当局が2日に対ロ追加経済制裁を発表したなどの悪材料が重なったことが招いた。
- ①は9月8日に予定されるモスクワ市議会選に向け、野党候補の大半が立候補を受理されなかったことを発端とした。しかし、プーチン大統領の中央政界における権力基盤にはほとんど影響しないとの見方が一般的だった。
- ②は13日に米政府が、当初9月1日からとした関税賦課を、一部物品を対象に12月15日まで延期したことで、一定の収拾を見た。
- ③は米金融機関による外貨建ロシア国債の購入禁止が盛り込まれた点に意外感があったものの、RUB建国債が除外されたこと、発行市場における購入禁止に限定されたこと、国営企業などの起債が制裁対象から除外されたことから「ロシア財政/経済に与える影響は限定的」と読まれた。
- RUB急落は、一時、ロシア中銀(CBR)による追加利下げ観測を後退させたが、足下CPI(月次/週次)の下振れに加え、RUBが反発を見せたことで、9月6日のCBR金融政策委員会では25bpの利下げを見込む動きが強まった。
- 20日の電話会談で仏米首脳が、対ロ関係の正常化とロシアのG7(G8)復帰を支持した点は興味深かった(ただし、英独首脳はG7(G8)復帰に反対)。
- 一方、液化天然ガス(LNG)の歴史的な価格低迷で、ルーマニア、ギリシャ、リトアニアなどといったEU加盟国がLNG輸入に積極姿勢を示している点はロシアにとって懸念材料。港湾を持つ上述国だけでなく、隣接する内陸の国(それぞれハンガリー、ブルガリア、ラトビアなど)も、従来パイプライン経由で輸入していたロシア産天然ガスのLNGへの代替化を進めているという。
- トランプ大統領は、23日、注目されたFRBパウエル議長の講演を「何もしなかった」と酷評、同日中国が発表した対米報復追加関税に対して「反応(反撃)する」などと述べ、株安、円高などリスク回避の動きを誘った。同大統領の在任中は、こうした不測の事態は今後も頻発する恐れが強く、その予見不能性はRUBを含む新興市場通貨全般の重石になるだろう。

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: 各種改革待ちだが過度の期待は禁物

シニア為替ストラテジスト

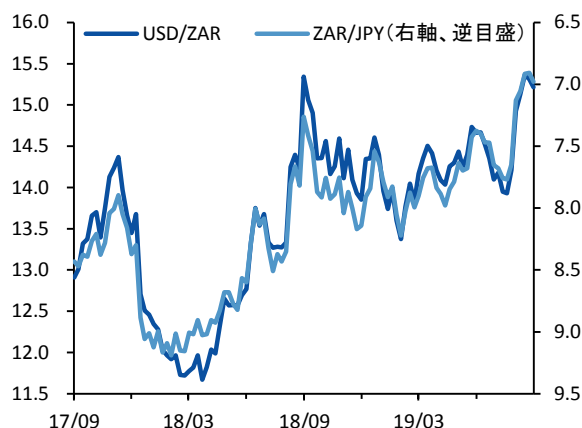
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

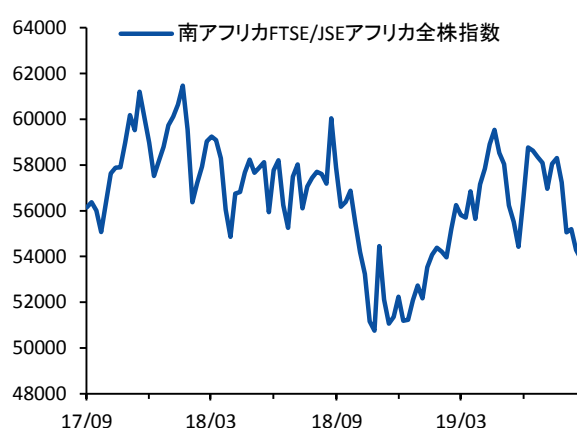
- 8月のZARは急落。7月末の下落から更に下げ足を強め、対USDで1年弱ぶり、対円で3年超ぶりの安値まで続落した。
- 南ア電力公社(Eskom)への財政支援や景気低迷による税収減を要因とした南ア財政に対する不安や、FRBが市場の期待ほど金融緩和に積極的でないと読まれたことなどが引き続き重石となった上、1日、トランプ米大統領が、中国からの輸入品3,000億ドル相当に10%の追加関税を賦課すると発表したことが株価全般の急落を誘い、ZAR安を加速させた。
- 13日、米政府が、当初9月1日からとした上述対中関税賦課を、12月15日まで延期したことは、逆に、株の反発とZAR反発を促したが、株もZARも反発は一時的で、月初からの下落分を回復するには至らなかった。
- 南ア固有の要因で目を引いたのは、7日、南ア準備銀(SARB)のクガニャホ総裁が唐突に「IMFに支援を要請する必要はない」と述べたこと。Eskom支援による財政負担増や南ア国債格下げ懸念などが背景にあったと考えられた。15日にはIMFの駐南ア代表部が「南アは(現時点で)IMFに支援を要請していないし、支援を必要としていない」と述べ、こうした懸念を一蹴した。
- 7月半ばには「ほぼ確実」と見込まれたSARBによる年内の追加利下げ観測は、7月後半以降のZAR急落を受けて大幅に後退。しかし、21日発表された南ア7月CPIは前年比+4.0%と市場予想を大幅に下振れた。単月の数字で判断はつかないが、物価の安定が続き、ZARがこれ以上の下落を回避できれば、年内の追加利下げ観測が再浮上する可能性は考えられよう。
- ZARは、とりわけ今年6月以降、南ア国債と密接な連動を見せており(利回り低下=価格上昇にZAR買い、利回り上昇=価格低下にZAR売り)、SARB利下げ観測の再燃と長期金利低下観測の高まりは、景気浮揚期待の高まりと合わせて、ZAR押し上げ要因と読まれる可能性が高いのではないかと。
- 製造業生産、鉱業生産、小売売上高などの月次経済指標は、9月3日発表予定の4~6月期GDPが前期比プラスになることを示唆しており、2四半期連続の前期比マイナス(景気後退)は回避される見込み。
- 目先、政府からは経済再建策、総合資源計画(IRP)、Eskomからは債務再編策などが発表される見込みだが、金融市場が好感できるような具体的、かつ実現性の高い方針が示されることが期待される。

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: 引き続きリスクはTRY 安とインフレの悪循環

シニア為替ストラテジスト

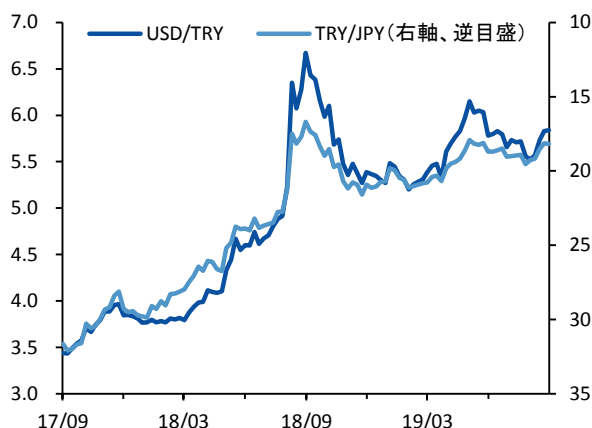
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

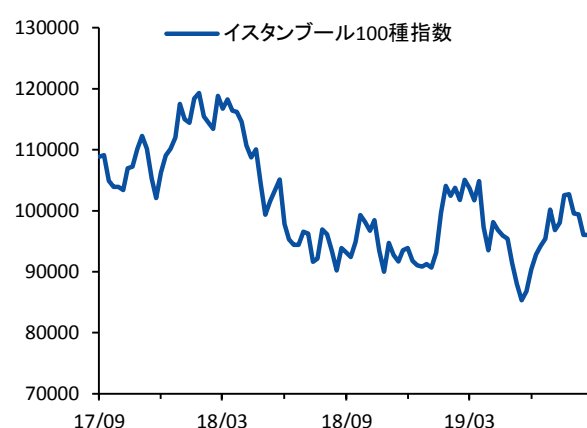
- 8月のTRYは堅調推移先行から、頭打ち、反落と推移。
- 1日、トランプ米大統領は、中国からの輸入品3,000億ドル相当に10%の追加関税を賦課すると発言。金融市場は株安、円高、新興市場通貨安などリスク回避一色となった。しかし、並行した長期金利低下が、トルコ中銀(CBRT)による7月25日の大幅利下げを契機としたトルコ国債高/リラ高の流れを引き継ぐ形で、新興市場通貨の中では例外的にリラの続騰を促すことになった。
- ただし、並行した円全面高を受け、対円では、TRYは堅調を維持しながらも、7月後半につけた高値を下回る水準での推移を続けた。
- トルコ10年物国債利回りは、9日に5か月半ぶりの水準まで低下したが、その後は大きく上昇(価格は下落)。前後してTRYも、8日につけた5.4515(対USD)を高値に反落に転じた。
- 13日、米政府が当初9月1日からとした上述対中追加関税の賦課を12月15日まで延期するとしたことは、一時、株高、円安などリスク許容の動きを誘ったが、10~14日がトルコ連休であったことからTRYの反応は鈍かった。
- 5日発表されたトルコ7月CPIは前年比+16.65%へと上伸したものの、市場予想は若干下回る水準となった。昨夏のTRY急落と輸入物価高騰を受けた強いベース効果で、8月以降の物価は更に減速することが見込まれている。
- 仮に目先の物価が前月比+0.9%程度の水準(年初来の平均)で推移すれば、単純な試算でCPIは10月までに前年比+7%台前半までの減速を見込むことができる。そうなれば現状19.75%の政策金利に一定の追加利下げ余地が生まれるのは間違いなからう。
- ただし、物価減速が見込まれるのはそこまでで、12月以降、CPIは再び前年比+11%を超えた水準に定着する可能性が高い。CBRTの政策誘導目標は現行+5%であり、金融投資市場が、同銀は「一時的な物価下振れを言い訳に拙速な利下げに動いた」と受け止めるようなことがあれば、TRY安と(輸入)物価上振れという悪循環が再燃するリスクは現実的と言える。
- とりわけ、今秋にも予想されるババジャン元経済相/副首相やダウトオール元首相による新党結成と政局流動化、ロシア製ミサイルシステム配備に対する米(議会)による経済制裁、景気回復と経常収支改善の二律背反など、具体的なTRY売りのきっかけを複数想定できる現状には不安を禁じ得ない。

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:国内経済に好循環の兆し

マーケット・エコノミスト

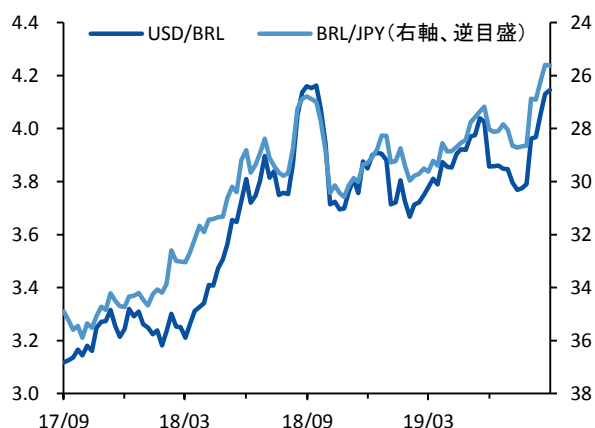
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 8月のBRLは前月比で大きく下落。上旬は、米国の対中追加関税や人民元安を手掛かりに、BRLは3.81台から3.99台まで下落。その後、対中追加関税の一部先送りから3.94台まで戻す場面もみられたものの、アルゼンチン情勢が重しとなり4.0台に移行した。下旬は米中対立の再燃やアマゾンの火災問題を巡る欧米との対立も重なり、BRLはさらに下落。4.14台で月末を迎えた。
- 4～6月期実質GDPは前期比+0.4%と前期(同▲0.2%)に続くマイナス成長は回避、市場予想(同+0.2%)もやや上回った。輸出の減速(同▲1.6%)を投資の伸び(同+3.2%)が補った。また、ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(23日時点)によれば、実質GDP見通し(中央値)は2019年が前年比+0.80%、2020年は同+2.10%。7月26日時点(それぞれ同+0.82%と同+2.10%)からはほぼ横ばいで、これまでの下方修正の動きに一服感がみえる。
- 政策面でも好循環の兆しもある。年金改革審議の進展により、財政の先行き不安が和らぎ、BRL安圧力は後退。インフレ圧力の低下につながっており、FRBの利下げも追い風に、BCBは7月末に利下げに踏み切った。従来の左派政権下では、財政不安の根強さが通貨安圧力となり、インフレ率上昇と金融引き締めを促し、それが景気低迷とさらなる財政不安を呼ぶ構図だった。
- 年金改革法案については、議会下院が7日、2回目の採決を実施し可決した。9月以降、上院の委員会審議を経て、上院本会議で2回の投票が行われ、可決(全議席81の5分の3超の賛成が必要)されれば法案成立となる。10月にも成立する可能性がある。さらなる金融緩和が可能になるとの見方から、市場ではBCBが年内に100bpの追加利下げを行うとみられつつある。
- また、現政権は海外資本の活用にも積極的であり、税制改革や国営企業の民営化、貿易自由化推進といった経済改革が進展中だ。これらによる景気下支え効果も上述の成長率見通しに影響を与えたとみられる。
- ブラジル景気の先行きについては、上述の好循環を支えに徐々に改善していく可能性がある。海外からの資金流入が一段のBRL高を支えることが期待される。一方で、世界景気の減速懸念や人民元安、アルゼンチン情勢がBRL安要因となりうる。また、ボルソナロ大統領の求心力低下は上院における年金改革審議に悪影響をもたらしうる。この点では、同氏の奔放な発言やアマゾンの火災問題を巡る欧米社会との対立の行方にも注意したい。
- かかる状況下、BRLについては年内3.80～4.20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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:5年ぶりの利下げに踏み切る

マーケット・エコノミスト

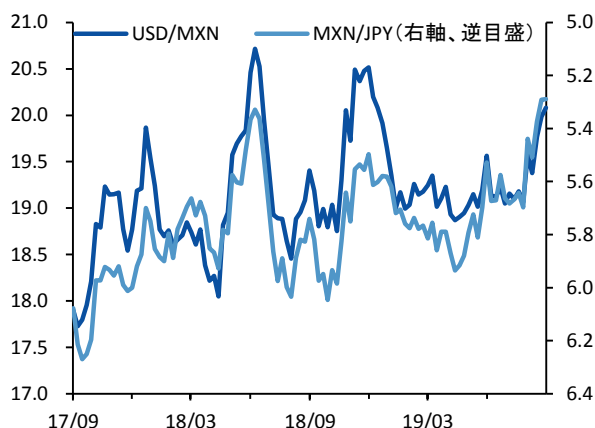
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

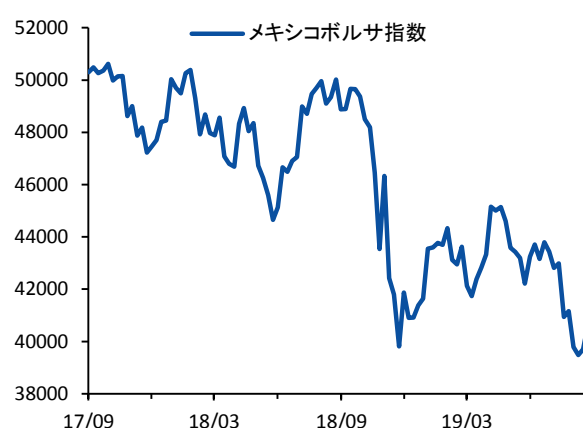
- 8月のMXNは前月比で大きく下落。上旬は、米国の対中追加関税や人民元安を受けて、MXNは19.1台から19.7台まで下落した。中旬には、アルゼンチン情勢や対中追加関税の一部先送り等を受けて乱高下もみられた。その後、米中対立の再燃からリスク回避の動きが強まるにつれ再び弱含み、一時は8か月ぶりとなる21.1台まで下落した後、20.0台で月末を迎えた。
- 4～6月期実質GDP(確報)は前期比+0.02%と、1～3月期(同▲0.2%)に続くマイナス成長は回避されたが低迷が続く。鉱業や建設の落ち込みからは経済政策の混迷がうかがえる。メキシコ中銀(Banxico)は28日、実質GDP見通しを2019年が前年比+0.2～0.7%、2020年は同+1.5～2.5%とした。なお、同行の7月市場サーベイによれば、2019年が前年比+0.79%、2020年は同+1.47%と、6月(それぞれ、同+1.13%と同+1.66%)からさらに下方修正された。
- こうしたなか、Banxicoは15日、政策金利(翌日物金利)を従来の8.25%から8.00%へと25bp引き下げることを選んだ。政策金利の変更は2018年12月の利上げ以来となるほか、利下げは2014年6月以来で5年ぶりとなる。
- 経済面の緩みが想定以上に拡大、各国で利下げの動きが続く中、インフレ率は抑制されており、かつインフレ率見通しも目標レンジ(前年比+3%を中心に±1%pt)に収まっていることが、利下げ判断を促したとみられる。声明文では、7月のコア・インフレ率は前年比+3.64%と6月(同+4.19%)から低下、インフレ率見通しも3%台で比較的落ち着いた状況が続いているとした。
- なお、インフレ率については、上下両方向のリスクに警戒が必要という姿勢だ。なかでも通貨ペソの動向がカギを握りそうだ。市場でのリスク回避や財政面での信認低下等がペソ安につながればインフレ率は上昇、金融相場の強まりや米国との関税問題の後退等でペソ高となればインフレ率は低下となりうる。
- また、Banxicoは政策判断上、ペソ相場のほか、米国と対比した政策スタンスや経済面の緩み、賃金動向等も注視していく方針だ。インフレを重視しつつ、景気面での配慮もみせた格好だ。実際のところ、FRBには追加利下げの可能性が見出せるほか、メキシコは経済政策に伴う混乱や債務問題を抱えている。
- Banxicoはペソ相場への影響を抑制しながら、景気下支えを目的とした利下げを続けよう。FRBに歩調を合わせる可能性が高いと考える。ちなみに市場では、2019年末にかけて、25～50bpの追加利下げが予想されている。かかる状況下、MXNについては年内19.0～20.5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 1～8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 ～ 7.1736	7.1602	7.10	7.20	7.20	7.15	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8419	7.84	7.85	7.84	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.254	71.406	71.5	70.8	69.5	68.5	67.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14188	14450	14300	14100	13800	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1210.47	1200	1210	1190	1170	1170
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.2055	4.22	4.18	4.12	4.05	4.00
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	52.102	53.0	52.5	52.5	52.3	51.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3925	1.3889	1.39	1.38	1.36	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.731	31.346	31.50	31.75	31.25	31.00	30.75
タイバーツ	(THB)	30.50 ～ 32.51	30.62	31.0	31.5	31.2	30.9	30.5
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23196	23500	23550	23400	23350	23300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	66.7688	65.00	66.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	15.2237	14.60	14.40	14.10	13.80	13.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.8388	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 ～ 4.1939	4.1455	4.10	4.00	3.80	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	20.0920	20.00	19.75	19.50	19.50	19.75
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	14.834	14.79	14.31	14.17	13.99	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.545	13.39	13.12	13.01	12.74	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.488	1.47	1.45	1.47	1.46	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.749	0.727	0.720	0.723	0.725	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	8.774	8.75	8.51	8.57	8.55	8.55
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	25.256	24.88	24.64	24.76	24.69	25.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.039	1.98	1.96	1.94	1.91	1.94
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	76.47	75.54	74.64	75.00	74.07	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.388	3.33	3.24	3.26	3.23	3.25
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.468	3.39	3.27	3.27	3.24	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4578	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	1.591	1.62	1.56	1.55	1.54	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	6.977	7.19	7.15	7.23	7.25	7.41
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.181	17.50	16.09	15.00	15.15	14.49
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	25.623	25.61	25.75	26.84	27.03	26.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.286	5.25	5.22	5.23	5.13	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 8 月 30 日まで。SPOT は 9 月 2 日の 11 時 20 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 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。