

2019 年 12 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

| | |
|----------------------------------|----|
| 新興国: 求められる財政政策へのパトンタッチ | 2 |
| 中国: 米中協議の進展睨みが続く | 3 |
| インド: 景気減速感強く、INR は一時年安値に迫る | 4 |
| インドネシア: 5 か月ぶりに政策金利を据え置き | 5 |
| 韓国: 一旦様子見姿勢に転じた BOK | 6 |
| マレーシア: 政策金利は据え置きも経済は軟調 | 7 |
| フィリピン: BSP は政策金利を据え置き | 8 |
| タイ: 政策金利は過去最低水準に | 9 |
| ロシア: RUB 安定と OFZ 堅調の好循環継続か | 10 |
| 南アフリカ: 悪材料の織り込みは相応に進んだか | 11 |
| トルコ: 「嵐の前の静けさ」の可能性も除外できない | 12 |
| ブラジル: 悪材料が重なり BRL が最安値更新 | 13 |
| メキシコ: 追加利下げによる景気下支えが続く | 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：求められる財政政策へのバトンタッチ

マーケット・エコノミスト

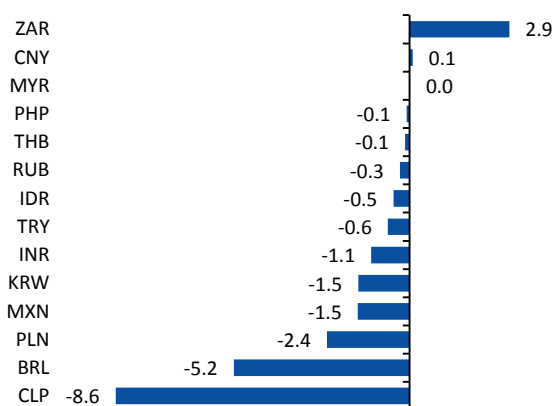
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

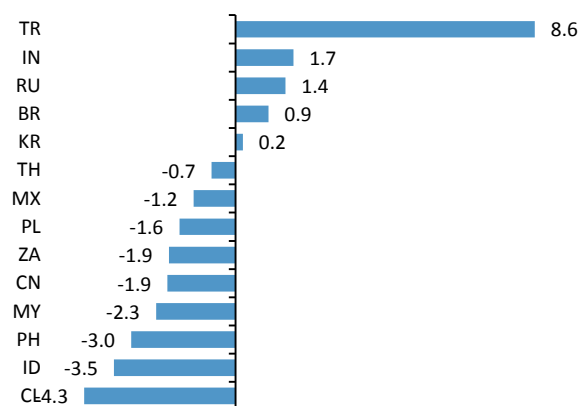
- 11月の新興国通貨は総じて軟調な展開となった。月初こそ米中協議の進展期待を支えに前月からの上昇基調を維持、MSCI 新興国通貨指数は8月の急落前の水準を一時取り戻した。ただ、関税撤回に同意していないとのトランプ米大統領の発言を受けて、米中協議の行方を巡り楽観が後退。中旬にかけて、新興国市場は反落となった。また、政情不安による南米通貨安も重しとなった。月後半は米中両国から合意に取り組む姿勢が繰り返されたものの、香港情勢が米中協議を難しくするとの見方もあり、市場は様子見姿勢を強めた。結局、MSCI 新興国通貨指数は前月末の水準を下回って月末を迎えた。
- 新興国市場は、米中協議を巡るヘッドラインに振られやすい展開が続くと考え。市場は既に第1段階の合意やそれに伴って追加関税（12月15日開始予定分）が撤回されること等は織り込み済み。それだけに、米中の強硬姿勢が高まる展開は短期的に波乱要因となる。米国で成立した香港人権法案に対する中国の報復措置等には注意したい。一方で、追加関税措置の段階的な撤回で合意できればポジティブ・サプライズとなろう。
- また、仮に12月の英総選挙を経ても「合意あるEU離脱」にめどがつかなければ、欧州通貨安→ドル高→新興国通貨安という流れも警戒される。
- 南米の政情不安もしばらく市場で売り材料視とされそうだ。南米諸国においては過去に左派政権の成立やポピュリズムの高まりが、経済に悪循環をもたらしてきた経緯がある。2000年以降は抑制されているが、金融不安に至ったケースも少なくない。情勢が安定化に向かわず、経済の悪循環が強まるだけならば、市場はそのリスクを無視できなくなると懸念される。
- もっとも、各国の事情を考慮する必要はあるものの、新興国においてより積極的な財政出動が今後求められてくる可能性は高そうだ。2019年はFRBの「正常化停止→予防的利下げ」のおかげで、多くの新興国で金融緩和による景気下支えが可能となった。しかし、FRBは利下げ一服から、12月10～11日のFOMCでは政策金利据え置きが予想される。いわゆる「ドル化した世界」において、新興国は再び一段の金融緩和には慎重にならざるを得ない。経済政策においては、金融政策から財政政策のバトンタッチが迫られそうだ。
- なお、12月24日のラガルド新体制下で初となるECB会合では、財政出動の必要性が確認されると考える。ドイツ等で財政出動を模索する動きにつながれば、欧州金利上昇・ユーロ高→ドル安→新興国通貨高の展開も期待できよう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019年11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11月、%)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：米中協議の進展睨みが続く

マーケット・エコノミスト

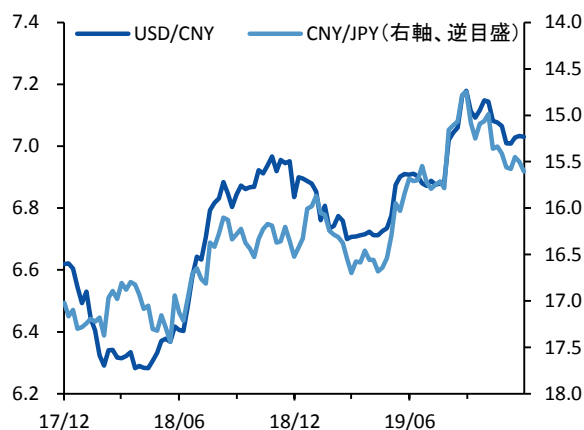
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11月のCNYは前月比でほぼ横ばい。7.04台で取引を開始した後、米中協議の進展期待を受けてCNY高が進展、8月の急落以降は初めて6.96台をつけた。もともと、第1段階の合意を巡り不透明感が高まるにつれCNYは反落、中旬にかけて7.02台まで戻した。さらに、香港情勢を受けて米中合意の不透明感がさらに高まった下旬は7.03台での推移となり、月末を迎えた。
- 経済指標には依然減速感が漂う。10月の輸出は前年比▲0.9%と市場予想(同▲3.9%)ほどの落ち込みではなかったものの、3か月連続でマイナスとなった。1～10月の鉱工業生産は前年比+5.6%と1～9月から横ばい、1～10月の固定資産投資は同+5.2%と1～9月(同+5.4%)から減速した。1～10月の小売売上高も前年比+8.1%と1～9月(同+8.2%)からやや減速。豚肉価格上昇もあり、10月の消費者物価(CPI)は前年比+3.8%と前月(+3.0%)から加速した。
- 政府は「積極的な財政政策と穏健な金融政策」を続ける姿勢だ。中国人民銀行(PBoC)は20日、事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)を発表。1年物(企業向け貸出の目安)と5年物(住宅ローンの目安)の金利はそれぞれ5bpずつ低下した。PBoCが市中の調達コスト抑制に取り組んだ結果といえる。引き続き、インフレ環境に目配りしながら、企業の金融環境改善を目指す。
- 米中協議は「第1段階の合意」を巡る調整が続くも、何を求めるかに依然溝があるようだ。香港情勢を巡って米中の緊張が高まる兆しがあり、踏み込んだ合意内容には至らないのではないかと。場合によっては、年内は協議継続とし合意は先送りされる可能性もある。米国にしてみれば、協議を通じて農産物の輸出再開期待だけでなく、人民元高(ドル安)と株高(S&P500の高値更新)等という一定の成果はすでに得られた。いずれにせよ、12月15日に予定されている追加関税第4弾の後半(9月1日に先行適用された1100億ドル相当の輸入品に続き、1700億ドル相当の輸入品が追加対象)の扱いが当面の注目点となる。
- 米中間での追加関税措置の応酬は両国景気にとってマイナスであり、両国ともにこれを漸次撤回していくインセンティブは働きやすいと考える。一方で、いわゆる構造問題を巡る協議は難航が予想される。中国がどこまで妥協できるのかを判断するには、来年初とみられる共産党中央委員会第5回全体会議(5中全会)で次期5か年計画の骨格が定まるのを待つことになるかもしれない。
- かかる状況下、今後3か月程度については、CNYが6.85～7.15のレンジで推移すると想定する。

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: 景気減速感強く、INR は一時年安値に迫る

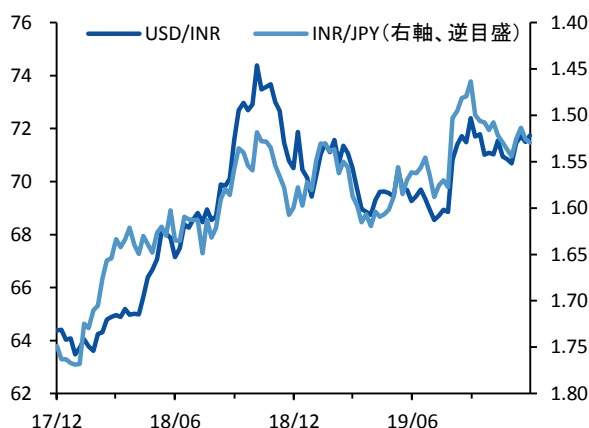
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11月のINRは下落する展開。月初、71付近で取引を開始し、上旬は米中協議への期待感から、当月安値となる70台半ばまで上昇。その後、インド中央銀行(RBI)の為替介入が見られ、8日に大手格付け会社がインドの格付け見通しを引き下げるとルピー安が進行。香港のデモの激化やインド鉱工業生産の軟調な結果を受け、13日には年安値圏の72台前半まで下落した。その後、71台後半での小幅推移が続き、下旬以降は米中協議に関して楽観的な見方が強まり、71台半ばから後半を推移した。
- 10月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.6%と9月の同+4.0%から上昇した。結果としては3か月連続での上昇となり、RBIが中期目標で掲げる4.0%を達成した形となったが、内訳を見てみると必ずしも楽観できる状況にはなさそうだ。CPI上昇の主因は野菜価格(同+26.1%)をはじめとする、季節的要因が大きい飲食品であり(同+6.9%)、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)を見てみると、10月は同+3.4%と9月の同+4.0%から鈍化した。特に家庭・生活用品やヘルスケア用品はこの半年間下降トレンドが続いている。
- 10月の貿易収支は▲11.0億ドルの赤字と、市場予想の▲11.9億ドル上回る結果となった。内訳を見ると、輸出は前年比▲1.1%の減少に留まったのに対し、輸入が同▲13.9%と大幅下落となった。特に、原油の輸入が同▲31.7%となっており、この点からも内需の減退が垣間見えるほか、米中協議の長期化による外需の回復についても先行きが見えない状況が続いている。
- ノンバンクの信用問題も景気の足かせになっている。昨年のインフラ金融大手の経営悪化を契機にノンバンク業界全体の資金繰り問題へと発展。流動性の悪化により融資を絞った結果、国内消費が冷え込む状況が続いている。RBIは公開市場操作を通じた資金供給サポートを主流としてきたが、20日には初めて大手ノンバンクの破産処理に乗り出すことを発表。インド金融の長年の課題である不良債権処理と健全化に向けた新たな取り組みを開始した格好だ。
- 今後の見通しについては、国内の景気減速感から年内のルピー安は続くものと見られる。RBIは5日(木)に年内最後の政策会合を予定しているが、市場では追加緩和の見通しが大勢で、利下げ決定の場合も為替への影響は限定的と予想される。一方、米中協議の動向や12日(木)に控える英国総選挙後のBrexit交渉に大きな進展があった場合、ないし政策会合にてRBIが利下げを見送る場合に、ルピー高に振れるリスクがある点は認識しておきたい。

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:5 か月ぶりに政策金利を据え置き

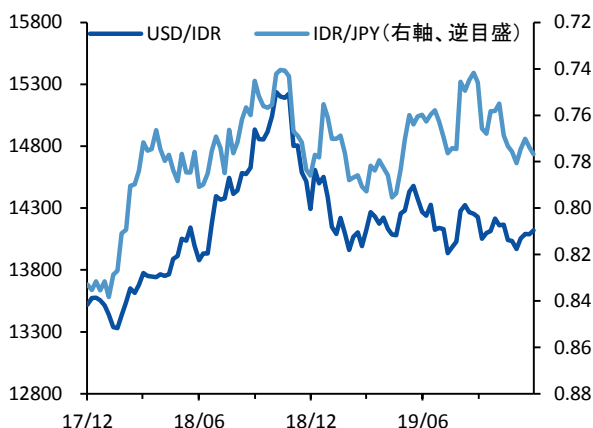
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

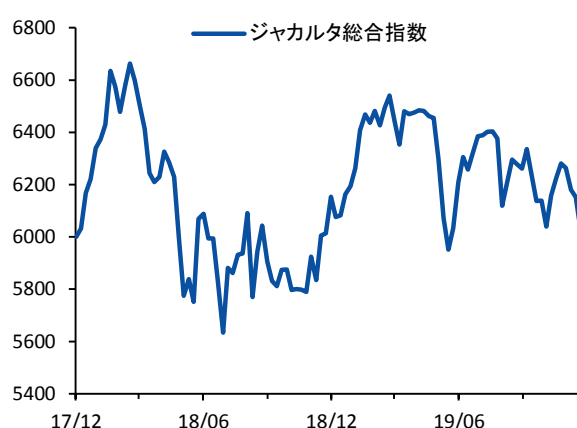
- 11月のIDRは13900～14100台の推移となった。月初は14000台前半で推移していたが、5日に米中貿易協議への期待が高まり一時13900台をつけた。その後米中貿易協議を巡る不透明感が続き、月末は14100台で取引を終えた。
- 4日に発表されたインドネシア7～9月期実質GDPは前年比+5.0%と4～6月期(同+5.1%)から僅かに減速した。内訳をみると家計最終消費支出(4～6月期:同+5.4%→7～9月期:同+5.1%)、政府最終消費支出(4～6月期:同+8.3%→7～9月期:同+1.0%)と総固定資本形成(4～6月期:同+5.0%→7～9月期:同+4.3%)が減速したことが全体を押し下げた。民間最終消費支出と政府最終消費支出は選挙終了を背景に減速した。
- 10月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と9月(同+3.4%)から減速し、4月以来の低水準となった。内訳をみると、食料品価格の低下が全体を押し下げた。中央当局のスハリヤント長官は政府の通年のインフレ目標(+2.5～4.5%)は達成できるとの見通しを示した。10月消費者信頼感指数は118.4と9月(121.8)から悪化し、5か月連続で低下しているが、楽観圏(指数100以上)を維持している。
- インドネシア中央銀行(BI)は20～21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。BIは今年に入り7月から4か月連続で利下げを実施しており、5か月ぶりに据え置いた。一方、預金準備率については50bp引き下げ、5.5%とし2020年1月2日から適用すると発表した。預金準備率の引き下げは6月以来となり、流動性拡大により経済成長を支えるのが狙いだ。
- 今回の据え置きについてBIは声明文で、金融政策は引き続き緩和的で、インフレ率が抑制され、対外収支の安定性を維持すると同時に世界経済が鈍化する中で国内経済の勢いを保つ取り組みに即していると述べた。BIは緩和的なポリシーミックスを維持し、物価の安定、対外収支の安定性を保ち、国内経済成長を支えることを強調している。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が追加利下げを実施する可能性は依然としてあるだろう。
- BIが追加利下げを実施する可能性があり、米中貿易摩擦への不透明感も2020年1～3月期までIDRの重しとなるだろう。しかし、経常赤字縮小に向けた政策が実施されていることがIDRをその後下支えするだろう。

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:一旦様子見姿勢に転じた BOK

マーケット・エコノミスト

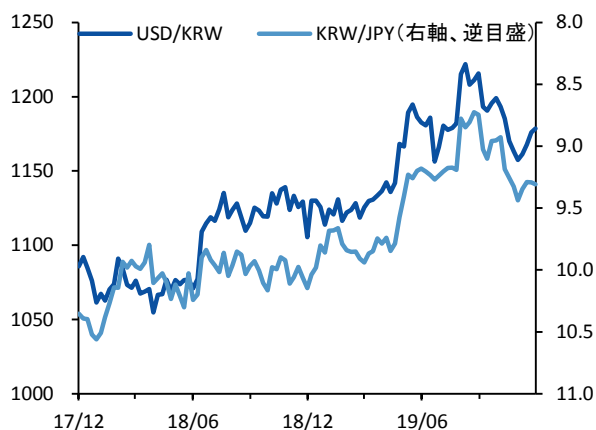
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

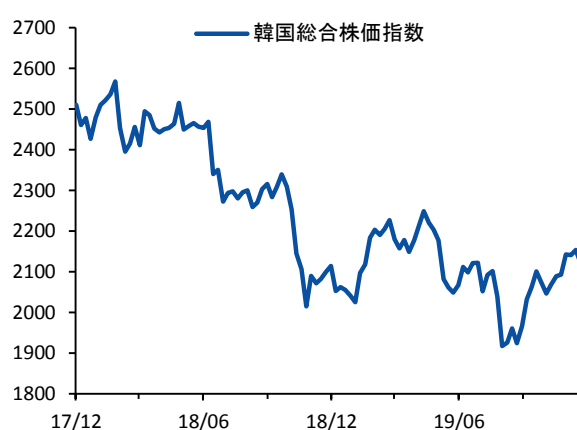
- 11月のKRWは前月比で反落。上旬は米中協議の進展期待を追い風に、1170台から1150台までKRW高が進んだものの、その進展期待が後退し始めると、中旬にかけて再び1170台まで押し戻された。その後、一旦は1160台をつける場面があったものの、香港情勢を巡る米中間の緊張の高まりが警戒されるにつれ1180近くまでKRW安が進展。1181台で月末を迎えた。
- 韓国銀行(BOK)は29日、金融通貨委員会において政策金利(7日物レポレート)を1.25%に据え置くことを決定した。委員1名は利下げを主張した模様。李総裁は会見で「政策余地(room for monetary policy)」に言及、内外リスク要因を見極めながら政策判断を続ける姿勢を維持した。当面据え置きが続こうが、BOKが想定している米中問題の改善や半導体市況の持ち直し等で、想定の見直しの必要性が生じてくれば、追加利下げ観測も高まることもありそうだ。
- また、李総裁は国内景気について「最悪期は脱しつつある(passing through the bottom)」との認識を示したが、楽観視しているわけでもない。同日に公表された最新の実質GDP見通しは、2019年が前年比+2.0%、2020年は同+2.3%(従来予想はそれぞれ同+2.2%と同+2.5%)へと下方修正された。消費・投資・輸出のいずれも落ち込みが想定以上に長期化していることが背景にある。
- 実際、11月の輸出は前年比▲14.3%と前月(同▲14.8%)からほぼ横ばい、市場予想(同▲9.7%)を下回る内容となった。11月製造業PMIは49.4と前月(48.4)から改善したとはいえ、依然として50を下回る。12月の製造業景況判断は71と前月からさらに低下した。また、消費も弱い。10月の百貨店等の小売統計も前年比マイナスが続く。12月の非製造業景況判断が74と前月(72)から改善も低迷していることは懸念材料だ。さらに、デフレ懸念も燃る。10月PPIが前年比▲0.6%と4か月連続で前年を下回ったほか、11月CPIは同+0.2%と前月(同+0.0%)からやや加速も市場予想(同+0.7%)は下回った。
- かかる状況下、KRWの実需動向には注意したい。経常収支については、輸出以上に輸入が落ち込むなかで貿易収支は改善しており、黒字を維持すると考えられるものの、縮小の方向にあらう。一方で、国内景気が低迷する中で直接投資は流出超、金利低下で証券投資も流出超という構図が強まれば、KRWの基礎的収支は悪化する。10~12月期は3四半期ぶりの赤字もあり得る。
- 今後3か月程度を展望すると、KRWは1140~1210のレンジで推移し、半導体市況が回復するにつれて、その後は強含む展開を想定する。

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：政策金利は据え置きも経済は軟調

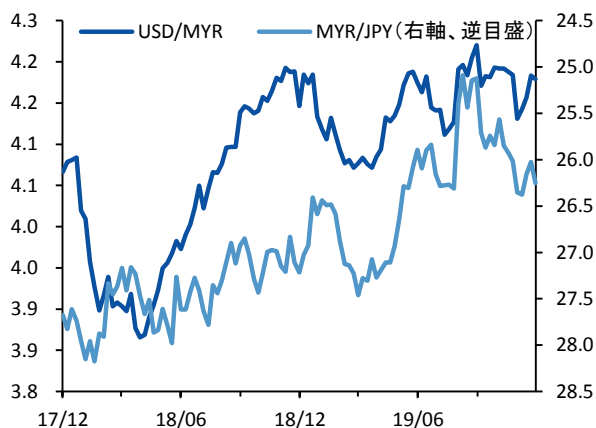
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11月のMYRは上に往ってこいの展開。月初、4.18付近で取引を開始し、米中協議進展への期待感から値を上げ、マレーシア国立銀行(BNM)が政策金利の据え置きを発表すると、月高値の4.12台まで上昇した。その後、農作物購入を巡り米中協議の不透明感が増すと、リスクオフの展開となりじり安の展開。中旬以降、7~9月期GDPや10月CPIの発表があり、ほぼ市場の予想の範囲内であったものの、軟調な結果となり下げは続いた。その後も原油価格の下落や香港人権法案可決を巡る米中間の緊張の高まりに、一時月安値の4.18台をつけた。その後は原油価格が戻り、月末は4.17台を推移した。
- 9月の輸出は前年比▲6.8%(8月：同▲0.8%)と市場予想の同▲0.1%を大きく下回った。主力の電気・電子機器は前年比▲12.2%(8月：同▲7.4%)と伸び悩みが続き、パーム油の輸出も同▲9.3%となった。国・地域別では、東南アジア諸国・中国・日本向けの輸出が減少し、中国向けは前年比▲3.0%の減少となった一方で、米国向けは同+6.6%と増加した。輸入は前年比+2.4%(8月：同▲12.5%)と3か月ぶりに増加した。この結果、貿易収支は83億リンギの黒字と、(8月：109億リンギ)から黒字幅が縮小した。
- 7~9月期GDPは前年比+4.4%で、前四半期の同+4.9%に対し、伸びが鈍化した。上述した鉱業・建設部門の不振や米中協議の長期化による輸出環境の悪化が逆風となった。これに対しユヌスBNM総裁は、国内経済の先行きは国際情勢と無縁でないとしながらも、内需は、民間部門の支出が底堅い上、安定した雇用のもと、家計支出が伸びると発言した。これを踏まえて、BNMは19年の成長率を4.3~4.8%に据え置き、目標達成は可能というスタンスを維持した。
- 10月の消費者物価指数(CPI)は前年比+1.1%と横ばいの推移で、生鮮食品を除いたコアCPIは同+1.4%(8月：同+1.5%)と僅かに減速した。食料・非アルコール飲料部門の同+2.2%、交通部門の同▲2.3%の変化が目立った。
- BNMは5日の金融政策会合で、政策金利となる翌日物政策金利(OPR)を現行の3.00%とし、3会合連続で金利を据え置いた。声明では、7~9月期の各種経済指標が予想の範囲内で緩やかに拡大しているとの見解を示し、20年のインフレ率についても、今年を上回る水準で緩やかに推移すると言及した。
- 今後の見通しについては、引き続き米中貿易協議の進展および、経常収支(特に輸出)の回復度合いが鍵となりそうだ。世界的なリスクオンムードが続けば年内早い段階でBNMは追加利下げに着手する可能性も考慮したい。

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 は政策金利を据え置き

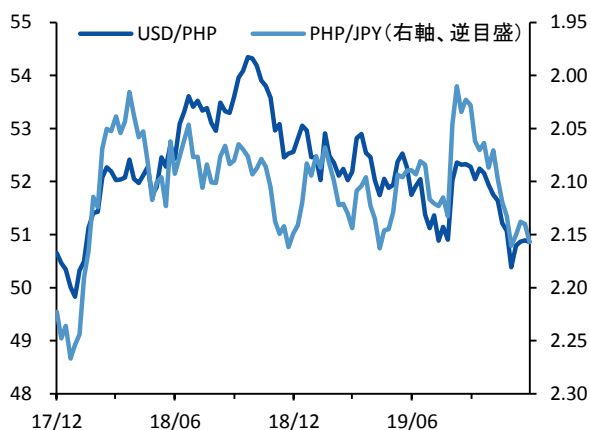
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の PHP は小幅に下落した。月初、50.50 台で取引を開始し、米中協議進展への期待感から、一時月高値の 50.40 台を推移した。その後、上旬に発表された貿易収支や消費者物価指数(CPI)の軟調な結果を受け反落するも、7~9 月期 GDP の結果が好感されると再び高値圏を推移。その後、農作物購入を巡り米中協議の不透明感が増すと、リスクオフとなり 50.90 台まで下落したが、14 日に金融政策会合で政策金利の据え置きが決まると下げは一服した。中旬以降は香港デモの激化と、米国の香港人権法案の可決を巡って再度リスクオフの機運が高まり、51 を抜けて月安値を記録した。その後は、米中協議の見通しが改善し、50 台後半まで戻し小幅に推移した。
- 10 月 CPI は前年比+0.8%と 9 月(同+0.9%)からさらに鈍化した。内訳をみると食品・飲料価格が前月に続きマイナスで推移したほか、輸送部門は同▲1.7%となり、前月からの(同▲0.7%)下げが目立った。食料品に関しては 18 年に、台風等の悪天候による食料品の供給不足を主因に CPI が急上昇しており、今年度はその反動を受ける格好となっている。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金は、9 月は前年比+6.3%と 8 月(同+4.6%)から増加し、市場予想も上回った。年初来からの合計では同+4.2%の伸びとなっており、金額ベースでは 22.2 億ドルとなっている。
- 9 月の貿易統計は輸出が前年比▲2.6%と 8 月(同+0.6%)から減少し、プラス成長は連続 5 か月で止まった。一方、輸入は同▲10.5%と 7 月(同▲11.8%)からマイナス幅は縮小したが、6 か月連続でマイナスとなった。貿易収支は 31.2 億ドルの赤字となり、前年同月(24.1 億ドルの赤字)から悪化した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 14 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート据え置き 4.00%とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートも現行の 4.50%と 3.50%の据え置きとした。BSP は今年 5 月から 3 度(計▲75bp)の利下げを実施していたが、今回は市場の予想通り、一旦追加利下げを見送った格好となった。今後 BSP は、CPI や GDP などの経済指標を世界的な経済停滞のもと引き続き注視し、将来的に各指標が目標圏を下回る推移が続く場合、改めて追加利下げを模索するものと見込まれる。
- 現在の貿易環境とインフラ支出の拡大に鑑みれば、財政赤字かつ経常赤字の状態が続き、当面のペソ安要因となる格好で、PHP は軟調に推移する見込み。

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：政策金利は過去最低水準に

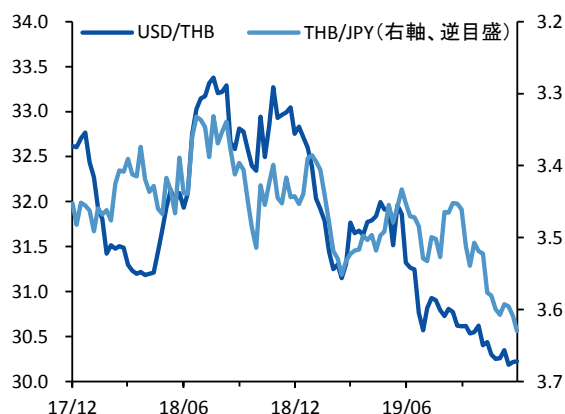
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 11月のTHBは往って来いの展開。月初は30.10台で推移していたが、6日にタイ中央銀行(BOT)が利下げを実施したことを受け一時30.40台まで下落した。しかし、利下げによる下落は続かず値を戻し、30.20台で越月した。
- 18日に発表された7~9月期実質GDPは前年比+2.4%と4~6月期(同+2.3%)から小幅ながら3四半期ぶりに加速したが、市場予想(同+2.7%)を下回る結果となった。タイ国家経済社会開発委員会は2019年の通年の実質GDP成長率の見通しを+2.6%と8月時点での+2.7~3.2%から下方修正した。
- 内訳をみると純輸出が前年比寄与度+4.3%ptと4~6月期(同▲4.4%pt)から改善したことが全体を支えた。輸出の伸び率は同▲1.0%と4~6月期(同▲7.9%)から改善したが、3四半期連続で前年比マイナス成長が続いている。しかし、輸入が更に減速したため純輸出が改善した。
- 政府最終消費支出(4~6月期:前年比+1.1%→7~9月期:同+1.8%)や総固定資本形成(4~6月期:同+1.9%→7~9月期:同+2.8%)が加速したことも全体を支えた。一方、民間最終消費支出(4~6月期:同4.6%→7~9月期:同+4.2%)は減速した。
- タイ中央銀行(BOT)は6日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%から1.25%に25bp引き下げることを決定し、政策金利は、2010年6月以来の過去最低水準となった。声明文では、成長率が従前予想されていたより低い伸び率になること、また潜在成長率を大幅に下回っていることに加え、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た。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が目標に向かって上昇するのを支えてくれると判断して利下げを決定したと述べた。
- MPC後、BOTはTHB高抑制のため8日から実施する資本流出規制の緩和策を発表した。一定の金額を限度に、輸出業者が海外で得た外貨建ての収益の保持や、個人投資家がタイの仲介機関を経由せず外国証券に投資できるようにすることや、企業や個人が自由に海外に送金できること、金を外国通貨で取引することを認めるなどの措置を講じるとした。BOTは利下げと資本流出規制の緩和策の効果を見極めるため、当面は政策金利を据え置くとだろう。
- 米中貿易摩擦への不透明感も重しとなり、2020年1~3月期までTHBは軟調推移を予想する。他方、中長期的に高水準の経常黒字を背景にTHBは上昇するだろう。

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: RUB 安定と OFZ 堅調の好循環継続か

シニア為替ストラテジスト

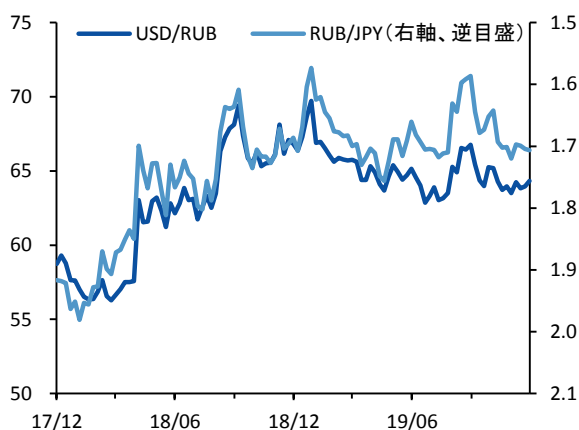
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

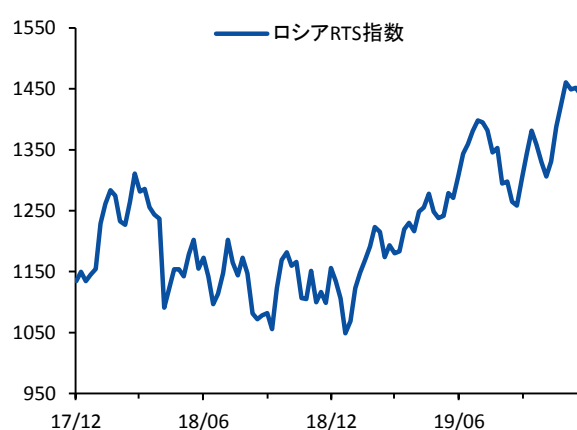
- 11月のRUBは月初の上押しから反落、その後横這いと推移し、振り返って小動き。並行して原油価格は堅調推移を支配的としながらも、断続的な急反落を織り交ぜ、月を振り返って小幅上昇。原油価格にはOPEC+の減産維持姿勢、米原油在庫、米中通商交渉などが引き続き材料視されたが、原油価格動向とRUBの連動はこの間も特段高いとは言えなかった。
- 原油に代わってRUBの値動きに影響したのはRUB建ロシア国債(OFZ)の動向。月初のRUB上昇はOFZ上昇と並行したし、7日以降のRUB反落、13日以降のRUB底打ち、反発も、OFZの反落、底打ち、反発と一致した。
- OFZの値動き(長期国債利回り)に影響したと思われる出来事としては、6日発表されたロシア10月CPIは前年比+3.8%とロシア中銀(CBR)の誘導目標水準である+4%を割り込んだものの、市場予想に沿った内容。材料出尽くし感に加え、翌7日、CBRナビウリナ総裁が「徒に利下げを急ぐつもりはない」などと述べたこともOFZの反落(利回り上昇)を招いたものと考えられた。
- 13日以降のOFZ反発、RUB反発は、同日発表された週次のロシアCPIが前週比横ばいと弱めの内容だったことを好感した可能性が考えられた。20日にはプーチン大統領が物価の急減速を警戒しているとの趣旨の発言をし、追加利下げ期待を一段と高めたものの、その後はOFZもRUBも頭打ちが続いた。
- その後、米がロシアから北海経由でEUに天然ガスを供給するパイプライン事業(ノルドストリーム)に関する経済制裁を国防予算案に盛り込んだこと(22日)や、ロシア政府が来夏からにも予想される国民福祉基金を活用した財政出動を3か年で最大1兆ルーブルに抑制するとしたこと(25日)などは目を引いたが、OFZやRUBが明確な反応を示した形跡は認められなかった。
- 12月13日のCBR金融政策委員会に向け、25bp利下げを織り込む動きが進んでいる。加えて、今年1月の付加価値税率引き上げのベース効果で年明け以降CPIが前年比+3%を割り込む可能性が高いこと、国民福祉基金を活用した財政出動は抑制が効いたものになる見通しが強いことで、来年以降もCBRは追加利下げを継続する可能性が高い。
- 仮に12月に政策金利が予想通り6.25%に引き下げられた場合、物価誘導目標や中立金利(現行6~7%)を見直す議論が出てくる可能性は考えられる。
- RUBの安定推移が高(実質)利回りのOFZへの投資資金流入を促し、OFZへの資金流入がRUBの安定を促す好循環が、どこまで続くか見極めたい。

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: 悪材料の織り込みは相応に進んだか

シニア為替ストラテジスト

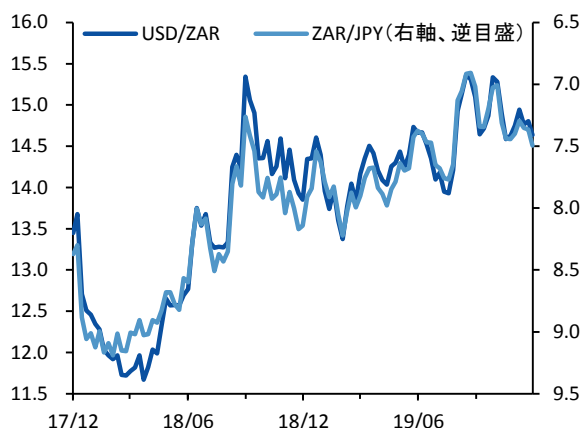
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

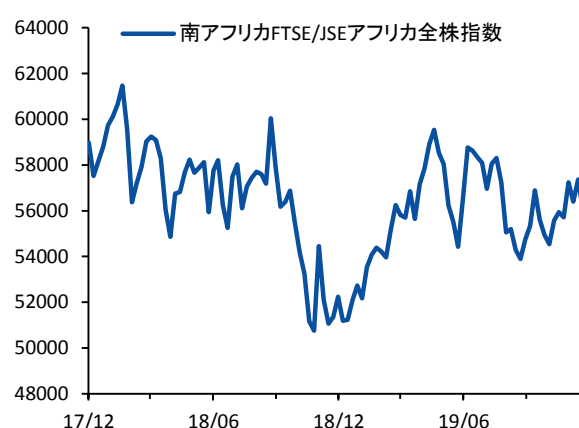
- 11月のZARは月初の一段高から概ね横這い。ただし、月初の上昇は前月末の南ア電力公社(Eskom)再建策発表(29日)、中期予算政策声明(MTBPS)発表(30日)に対する失望を要因とした急落からの反発に過ぎない。11月を通して、南アからは、その景気の先行きを楽観できる材料は聞かれなかった。
- 5日以降、13日に掛けてのZAR軟調の背景は主にふたつ。ひとつ目はEskomが7日から突如実施した計画停電。今般の計画停電は7日、8日の一両日で終わったものの、今年1~3月期に相次いだ計画停電が同国GDPを大幅に押し下げた記憶も新しく、電力不足が南ア経済成長を阻害する可能性に対する警戒感が高まった。もうひとつは、南ア9月製造業生産(7日)、同小売売上高(13日)といった主要月次経済指標が相次いで大幅に下振れし、7~9月期GDPの予想以上の低迷を警戒させたこと。
- 14日に発表された南ア9月鉱業生産が予想を明確に上振れたことで、ZARは小幅水準を切り上げたが、その後市場の関心は21日の南ア準備銀(SARB)金融政策委員会に集まり、ZARは様子見気分の強い膠着を続けた。
- 20日に発表された南ア10月CPIは前年比+3.7%とSARBの誘導目標(+3~6%)の中心値を明確に下回り、上述景況感の悪化など経済情勢だけに鑑みれば、利下げに踏み切る環境は十分に整っていたと考えることができた。
- それでも、SARB金融政策委員会は3対2の僅差(2票は25bp利下げ)で利下げを見送った。その背景には、近い将来、南ア国債が投資適格級から外れ、投資資金の国外流出、それに伴うZAR急落と(輸入)物価高騰に対する強い警戒感があつたものと考えられた。
- SARBに対する利下げ期待は根強いものの、利下げするとしても、来年2月の予算発表、その後3月にも予想される(南ア国債を投資適格級に格付けている)一部格付会社の格付け判断を待ってからとの見方が広く共有されている。
- 18日、南ア政府はEskomの新CEOを発表した。延び延びになっていた新CEOが指名されたことは、当社再建に向けた第一歩を位置付けることができるものの、その進捗の鈍さには引き続き失望せざるを得ない。
- 南ア国債の投機的等級落ちの織り込みは現在までに相当進んでいると考えられる。一方で、26日の南ア長期債入札の成功(高倍率)が示したように、適切な利回りさえ乗れば、格付(見通し)にかかわらず、財政ファイナンス資金が集められる事実は、ZARにとっては明るい要因と受け止めることもできただろう。

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:「嵐の前の静けさ」の可能性も除外できない

シニア為替ストラテジスト

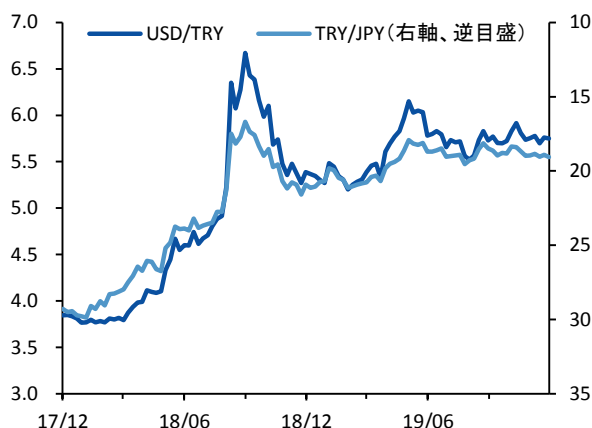
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11月のTRYは、近年では極めて狭い値幅の中を、方向感なく横這い。
- 4日発表されたトルコ10月CPIは前年比+8.55%と16年12月来の水準にまで減速した。10月末のトルコ中銀(CBRT)大幅利下げ(16.50%→14.00%)を正当化する数字と言えただろう。その後、現地株価指数(イスタンブール100種指数)は上昇を続けたが、並行して、トルコ10年物国債の利回りは小幅ながらむしろ上昇(国債価格は下落)してしまった。
- トルコ物価が9月、10月と(前年比で)急減速したのは、昨年9月、10月の物価高騰のベース効果が大きく、前月比で見ると10月物価は+2.00%と昨年10月来の高水準まで加速していた。トルコ国債が、CBRTの大幅利下げや物価の減速に対して極めて鈍い反応しか示さなくなってしまう背景には、ベース効果の剥落が今後(前年比で見た)物価を着実に押し上げ、来年2月にも+12%台後半まで上昇する可能性が警戒されているからではなかろうか。
- 物価動向と並んで今月注目を集めたのは対米関係。エルドアン大統領は13日訪米、トランプ米大統領と会談した。同会談が友好的に終わったことで、対米関係の改善に対する期待感が高まったことは、その後のTRY堅調にも一定の貢献を果たしたものと考えられた。しかし、そうした楽観は25日以降反転、TRYは一転軟調推移に転じた。トルコ政府が、ロシアから購入したS-400ミサイル配備に向け、F-15(米製)を使ったレーダー実験を開始したことが嫌気された。
- 訪米後、エルドアン大統領は、米からパトリオットミサイルを購入したり、米製最新鋭戦闘機F-35の生産プログラムに復帰する可能性を示唆したりしたもの、ことはお金(支払代金)の問題だけではない。S-400の実験にはロシア軍からもアドバイザーが参加しており、最新鋭戦闘機のステルス技術がロシア側に筒抜けになってしまうリスクがあるからだ。
- トランプ大統領との友好的な関係の演出に成功したエルドアン大統領だが、米議会からは、引き続き、トルコのS-400購入/配備やシリアにおける軍事行動に強硬な制裁を課するという動きが強い。
- また、足下物価との比較では十分な実質金利が乗っている(10年物国債の名目利回りは12%前後)トルコ国債だが、今後予想される物価上振れ(上述)を考慮すれば、投資家にとって「魅力的」な投資対象とは必ずしも言えない。何らかの外部要因(米制裁など)がTRY安を引き起こせば、昨夏経験したような、通貨安と(輸入)物価高騰、実質金利低下といった悪循環に陥りかねない。

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: 悪材料が重なり BRL が最安値更新

マーケット・エコノミスト

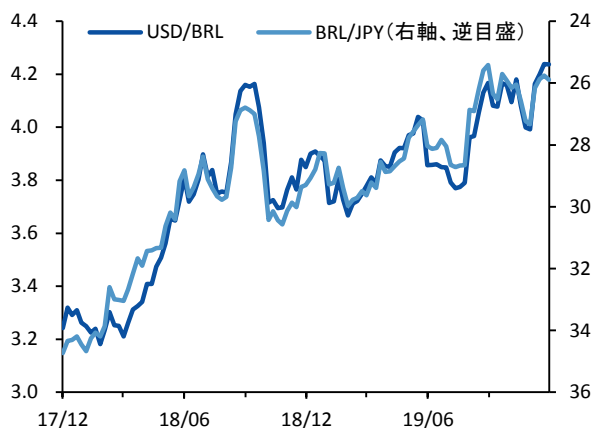
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11月のBRLは前月比で一時5%超下落。月初こそ米中協議の進展期待が支えとなったが、大規模深海油田の入札不調に4.1台までBRL安が進んだ。米中協議の進展期待が後退、中南米諸国で政情不安が高まるにつれ、下旬には4.2を突破。その後、最安値を更新して4.3をうかがう動きに、ブラジル中央銀行(BCB)が市場介入で対抗し、4.23台にやや戻して月末を迎えた。
- 7~9月期は4~6月期(前期比+0.4%)に続き前期比プラス成長となったとみられる。9月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比+0.44%と前月(同+0.22%)から加速した。輸出は前年比での落ち込みが続くものの、鉱工業生産には底入れ感、小売売上高には持ち直しが見えつつある。11月22日時点のBCBの市場サーベイによれば、市場の成長率見通しは2019年が前年比+0.99%、2020年は同+2.20%と10月25日時点(それぞれ同+0.90%、同+2.00%)からやや上方修正された。
- 他方、インフレ率は抑制されており、11月のCPIは前年比+2.67%と前月(同+2.72%)に続き、BCBの目標レンジ下限(同+2.75%)を下回った。BCBは50bpの利下げを決定した10月会合の声明文において、「インフレ見通しで良好なシナリオが強まっており、同程度の追加調整が許容されうる」と言及していた。12月11月の会合での追加利下げの可能性は依然高いとみられる。
- もともと、11月のようなBRL安が続くようなら、インフレ見通しの変化を通じて、追加緩和が見送られる可能性もある。この点、南米で拡大する政情不安、特に財政再建反対の動きの高まりが懸念材料となる。当該国の経済混乱はブラジルからの輸出減退となりうる。ブラジルの国別輸出シェア(2018年)は、南米諸国計で15%程度にのぼり、中国の27%に次ぎ、米国の12%を上回る。
- また、隣国の影響で構造改革路線の不透明感が高まるリスクにも注意したい。11日、かつて左派政権を率い、汚職疑惑で裁判中のルラ元大統領が釈放された。反改革運動を支援する姿勢を見せている。議会における構造改革の動きが阻害されるようなら、他の南米諸国同様に通貨安圧力が高まろう。
- なお、低調に終わった大規模深海油田の入札について、ゲデス経済相は契約内容に問題があったとの見解を示し、見直しを進めているようだ。民営化推進の方針は変わっていない。引き続き、構造改革の進展と金融緩和による政策面での好循環が強化されてくるかが、ブラジル景気およびBRL相場のポイントになる。今後3か月程度については、4.0~4.4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: 追加利下げによる景気下支えが続く

マーケット・エコノミスト

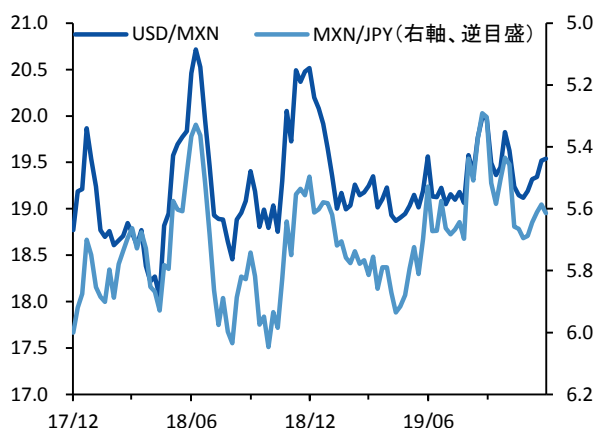
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

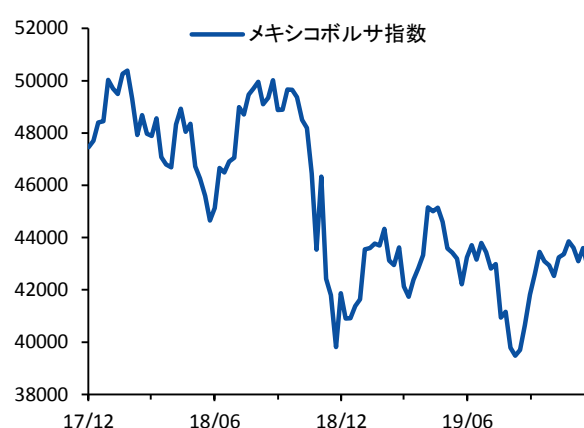
- 11月のMXNは前月比で反落。米中協議の進展期待が高まった上旬こそ、19.0～19.3で底堅く推移したものの、進展期待が後退し始めた中旬は、中南米諸国で高まる政情不安の影響も重なり、一時19.5台までMXN安が進展。一旦19.2割れまで戻すも、香港情勢が米中協議の先行き不透明感を増大させるとの懸念から、下旬に再び19.5台をつけ、ほぼ横ばいで月末を迎えた。
- 7～9月期の実質GDP(確報)は前期比+0.01%と速報(同+0.06%)から小幅に下方修正された。また、4～6月期が前期比▲0.06に下方修正された結果、2018年10～12月期から3四半期連続でマイナス成長に陥っていたことが明らかとなった。経済政策を巡る混乱や、対米輸出拠点としての位置づけを巡る不透明感(移民問題を巡る追加関税、新NAFTA批准の遅れ)が背景にある。
- 10月の経済指標については、財務行政機構(IMEF)のPMI調査では製造業(46.7)と非製造業(48.1)ともに6か月連続で中立水準(50)を下回った。特に製造業は2017年4月以来の水準に低下した。貿易収支は輸出の持ち直しが鈍く前月比やや拡大。雇用面では、失業率がやや改善も、名目賃金の伸びは鈍化した。CPIについては、前年比+3%程度での推移が続いている。
- メキシコ中銀(Banxico)は14日、9月に続き25bpの追加利下げを決定した。国内外経済のリスクは下振れ方向にあり、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)に収まっていることが利下げを正当化した。
- また、今回も5名のボードメンバーのうち2名が50bpの利下げを主張。市場では12月19日の会合でも25bpの追加利下げが予想されている。実際のところ、政府には経済政策が乏しく、早期の国内景気改善は期待しにくい。ペソ相場に波乱がなければ、急激なインフレ率の変動も回避できよう。この点、メキシコ国債のCDSや国営石油公社(Pemex)の対米国債スプレッドの足許の推移を見る限り、現状のところ債務問題からペソ安という流れにはない。スプレッド縮小でメキシコ国債の利回り低下(買い)は一服、ペソ高の動きも限られそうだ。
- ただし、対米関係を起因とするペソ安リスクには注意したい。米国におけるUSMCA批准について、年内の議会採決は微妙な状況だ。トランプ政権とは、「無期延期」となっている移民問題を巡る追加関税や、南米の反米左派政権との相反する対応等、火種を抱えている点も懸念材料だ。
- かかる状況下、今後3か月程度については、MXNは18.5～20.0のレンジ推移を続けると想定する。

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

| | | 2019年 1～11月(実績) | SPOT | 2019年 12月 | 2020年 3月 | 6月 | 9月 | 12月 |
|------------------|----------|--------------------|---------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| 対ドル | | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 6.6691 ~ 7.1847 | 7.0304 | 7.05 | 7.00 | 7.00 | 6.95 | 6.90 |
| 香港ドル | (HKD) | 7.7827 ~ 7.8500 | 7.8291 | 7.83 | 7.83 | 7.83 | 7.83 | 7.83 |
| インドルピー | (INR) | 68.293 ~ 72.408 | 71.694 | 71.2 | 72.4 | 70.3 | 69.4 | 68.5 |
| インドネシアルピア | (IDR) | 13893 ~ 14528 | 14125 | 14100 | 14300 | 14050 | 13950 | 14050 |
| 韓国ウォン | (KRW) | 1108.70 ~ 1223.10 | 1182.40 | 1180 | 1180 | 1170 | 1160 | 1160 |
| マレーシアリングギ | (MYR) | 4.0545 ~ 4.2297 | 4.1792 | 4.18 | 4.23 | 4.16 | 4.08 | 4.04 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 50.400 ~ 53.040 | 50.849 | 51.5 | 53.0 | 51.5 | 50.3 | 49.5 |
| シンガポールドル | (SGD) | 1.3443 ~ 1.3942 | 1.3684 | 1.36 | 1.38 | 1.37 | 1.35 | 1.35 |
| 台湾ドル | (TWD) | 30.325 ~ 31.730 | 30.490 | 30.60 | 30.80 | 30.70 | 30.60 | 30.50 |
| タイバーツ | (THB) | 30.16 ~ 32.60 | 30.24 | 30.3 | 31.2 | 30.4 | 29.8 | 30.3 |
| ベトナムドン | (VND) | 23175 ~ 23422 | 23173 | 23200 | 23350 | 23180 | 22980 | 22880 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル | (RUB) | 62.4987 ~ 69.7779 | 64.3690 | 64.00 | 63.00 | 65.00 | 63.00 | 64.00 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 13.2362 ~ 15.4995 | 14.6477 | 15.00 | 15.30 | 15.50 | 15.00 | 14.50 |
| トルコリラ | (TRY) | 5.1621 ~ 6.3961 | 5.7539 | 6.00 | 6.30 | 6.60 | 6.40 | 6.50 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル | (BRL) | 3.6374 ~ 4.2770 | 4.2372 | 4.25 | 4.22 | 4.18 | 4.14 | 4.10 |
| メキシコペソ | (MXN) | 18.7480 ~ 20.2580 | 19.5409 | 19.50 | 19.75 | 19.50 | 19.50 | 19.50 |
| 対円 | | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 | (CNY) | 14.714 ~ 16.764 | 15.600 | 15.32 | 15.29 | 15.14 | 15.11 | 14.93 |
| 香港ドル | (HKD) | 13.319 ~ 14.332 | 14.002 | 13.79 | 13.67 | 13.54 | 13.41 | 13.15 |
| インドルピー | (INR) | 1.457 ~ 1.631 | 1.529 | 1.52 | 1.48 | 1.51 | 1.51 | 1.50 |
| インドネシアルピア | (100IDR) | 0.726 ~ 0.800 | 0.776 | 0.766 | 0.748 | 0.754 | 0.753 | 0.733 |
| 韓国ウォン | (100KRW) | 8.588 ~ 9.970 | 9.271 | 9.15 | 9.07 | 9.06 | 9.05 | 8.88 |
| マレーシアリングギ | (MYR) | 24.862 ~ 27.507 | 26.228 | 25.84 | 25.30 | 25.48 | 25.74 | 25.50 |
| フィリピンペソ | (PHP) | 2.002 ~ 2.168 | 2.154 | 2.10 | 2.02 | 2.06 | 2.09 | 2.08 |
| シンガポールドル | (SGD) | 75.04 ~ 82.87 | 80.11 | 79.41 | 77.54 | 77.37 | 77.78 | 76.30 |
| 台湾ドル | (TWD) | 3.331 ~ 3.641 | 3.594 | 3.53 | 3.47 | 3.45 | 3.43 | 3.38 |
| タイバーツ | (THB) | 3.260 ~ 3.628 | 3.625 | 3.56 | 3.43 | 3.49 | 3.52 | 3.40 |
| ベトナムドン | (100VND) | 0.4503 ~ 0.4839 | 0.4730 | 0.47 | 0.46 | 0.46 | 0.46 | 0.45 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル | (RUB) | 1.518 ~ 1.758 | 1.704 | 1.69 | 1.70 | 1.63 | 1.67 | 1.61 |
| 南アフリカランド | (ZAR) | 6.780 ~ 8.243 | 7.485 | 7.20 | 6.99 | 6.84 | 7.00 | 7.10 |
| トルコリラ | (TRY) | 16.509 ~ 21.187 | 19.050 | 18.00 | 16.98 | 16.06 | 16.41 | 15.85 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル | (BRL) | 25.219 ~ 30.075 | 25.873 | 25.41 | 25.36 | 25.36 | 25.36 | 25.12 |
| メキシコペソ | (MXN) | 5.193 ~ 5.977 | 5.610 | 5.54 | 5.42 | 5.44 | 5.38 | 5.28 |

注: 1.実績の欄は 2019 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 2 日の 14 時 55 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(11 月 29 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。