

2019年12月27日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

| | |
|---------------------------------|----|
| 新興国:外部環境改善を支えに堅調推移が続く | 2 |
| 中国:CNYは7.0前後での値固めを継続..... | 3 |
| インド:予想に反し政策金利据え置いた RBI..... | 4 |
| インドネシア:年初来で対ドル3%上昇した IDR | 5 |
| 韓国:ようやく経済に改善の兆し | 6 |
| マレーシア:米中協議の進展期待から MYR は上昇 | 7 |
| フィリピン:景気減速に底打ちの兆し..... | 8 |
| タイ: BOT は政策金利を据え置き | 9 |
| ロシア:静かに着実に積み上がる好材料..... | 10 |
| 南アフリカ:悪材料は出尽くし、好材料に身構える | 11 |
| トルコ:不安要素山積な中、不自然にも映る底堅さ..... | 12 |
| ブラジル:構造改革支えに BRL は持ち直しへ | 13 |
| メキシコ:USMCA 批准への期待高まる | 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.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@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：外部環境改善を支えに堅調推移が続く

マーケット・エコノミスト

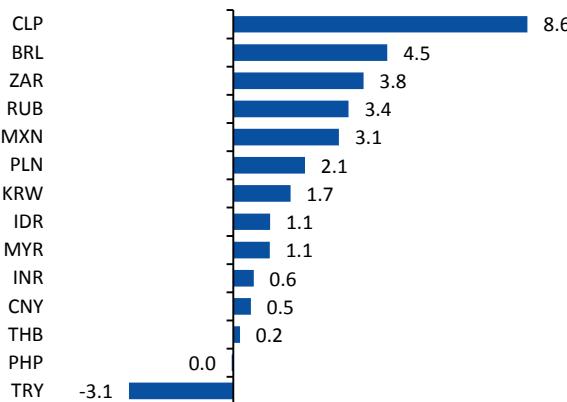
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

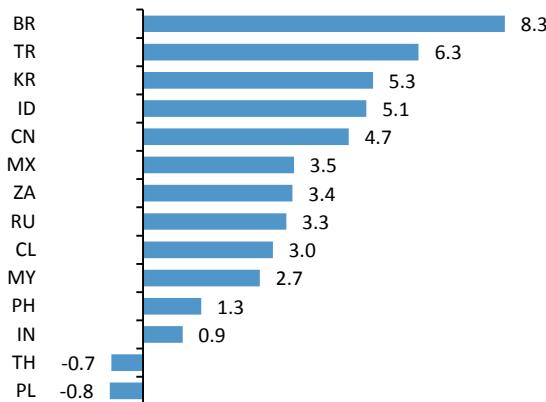
- 12月の新興国通貨は総じて堅調な展開となった。南米通貨で11月の大幅下落の反動がみられたほか、米中協議進展や英国の「合意なき離脱」回避を好感したリスクオンが追い風となった。CLP、COP、RUB、ZAR、BRL、MXN等の上昇が目立つ。MSCI 新興国通貨指数は8月の急落前の水準を取り戻したほか、MSCI 新興国株価指数は年初来高値を更新した(12月26日時点)。
- 米中の第1段階の合意により、米国が8月に表明した対中追加関税措置の多くが見送られた(次頁参照)。トランプ大統領は2020年11月の大統領選を見据えて通商政策を微調整した格好だ。2020年前半は直近の追加利下げの効果がラグをもって表れようが、2017年に成立した減税措置による景気浮揚効果は剥落する。追加関税の適用除外措置も重ねながら、事実上の減税効果を2020年後半にも創出したいところだろう。
- また、再選には米国の農家や企業(労働者)の支持固めが重要となるため、同大統領はドル安を志向する可能性が高い。12月初めに突如浮上しその後に撤回されたブラジルに対する追加関税案は、同大統領が2020年にどのような行動をとり得るかを示唆する。2019年は人民元とユーロの下落が、ドルの予想外の強さを支えていた。対中協議で進展をみた中、2020年は「安過ぎるユーロ」がメインターゲットになるのではないか。
- 緩和的な金融環境は2020年も続こう。FRBは金利据え置き(利上げはしないが、必要なら利下げも)の方針を明確にしている。ECBや日銀も同様だ。こうした環境は「ドル化した世界」には悪くない。ドル安が重なるなら概ね歓迎だろう。もっとも、このことは新興国の追加緩和を抑制しうる。通貨安(インフレ率上昇要因)のリスクを伴うからだ。したがって、2020年は財政出動(金利上昇要因)の余地が問われる。RUBの良好な年初来パフォーマンスは、この観点を先取りしているとも言える。
- かかる想定の下、今後3か月程度は新興国通貨が総じて堅調に推移するとみている。リスク要因としては、債務問題の再燃を挙げたい。特に、トルコ情勢は今後一層悪化する展開に注意したい。政府主導の追加利下げはTRY安を促し、同国の債務問題を蒸し返しやすい。2018年同様、対米関係の悪化もTRY安のトリガーになり得る。また、米中協議が再び混迷する可能性も残る。第1段階の合意の署名・発効に時間を要する場合、新興国通貨は足許にかけて上昇を続けてきたこともあり、反動が懸念される。

図表1:新興国通貨騰落率(2019年12月26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(2019年12月26日、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:CNYは7.0前後での値固めを継続

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

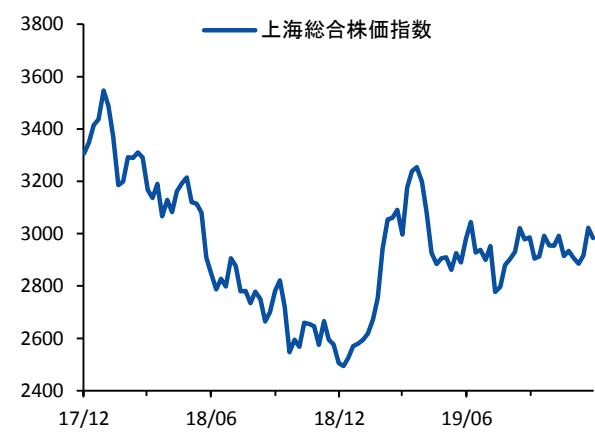
- 12月のCNYは米中協議を巡る報道に上下しつつも、前月比で小幅に上昇した。上旬はトランプ大統領の「合意は1年後でも構わない」との発言を受けて、10月以来となる7.07台までCNY安が進んだ。その後は、7.04前後での推移を経て、第1段階の合意に至ったとの報道に6.96まで急上昇。8月の急落以来の高値を更新した。もっとも、合意内容を確認しようとの向きもあり、7.00割れは長期化せず、7.01前後での推移となっている(12月26日時点)。
- 13日、米中両政府は通商問題において第1段階の合意に至ったと発表した。12月15日に予定されている追加関税第4弾B(9月1日に先行適用された1100億ド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)が見送られ、適用済みの追加関税第4弾Aの追加税率は半減(15%→7.5%)、第1~3段の追加税率(25%)も維持される見通しだ。すなわち、8月にトランプ政権が打ち出した追加関税措置の大部分が見送られる格好だ。
- この合意で、2020年に予想された中国景気の逆風は大きく和らごう。IMFは世界経済見通し(2019年10月)で、8月に米国が表明した措置が、2020年の中国の成長率を0.5%強、企業マインドや金融環境、生産性を通じた副作用を含むると同0.9%程度下押しすると推計していた。実際、IMFは米中合意を踏まえて、10月時点の見通し(5.8%成長)を上方修正する方針を示した。
- また、同合意をきっかけとして、中国政府は冷凍豚肉や自動車製造向けロボット等、859品目の関税を引き下げ(2020年1月から)に踏み切った。豚肉価格高騰が直撃している家計や、追加関税の応酬でコスト増に見舞われている製造業への配慮とみられ、事実上の減税効果が生じると期待される。
- 他方、不透明感も残る。今回の合意の詳細は最終文書を待つ必要があり、米中で認識の異なる点も指摘されている。2020年1~3月期中とみられる署名、発効までに米国が態度を硬化させる可能性はある。これは、構造問題を含むであろう「第2段階の合意」を巡る協議についても同様だ。次期5か年計画の骨格を定める5中全会は2020年秋頃となる。少なくともそのあたりまでは合意は難しいだろう。その間、覇権争いの様相が再び強まりやすいとみられる。
- 懸念されたほどではないにせよ、2020年も中国景気への逆風は残る。先日の中央経済工作会议で確認された通り、インフラ投資拡大や企業金融の緩和等を通じて、政府は経済の安定運営を目指すとみられる。かかる状況下、今後3か月程度については、CNYが7.0前後での値固めを続けると想定する。

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:予想に反し政策金利据え置いた RBI

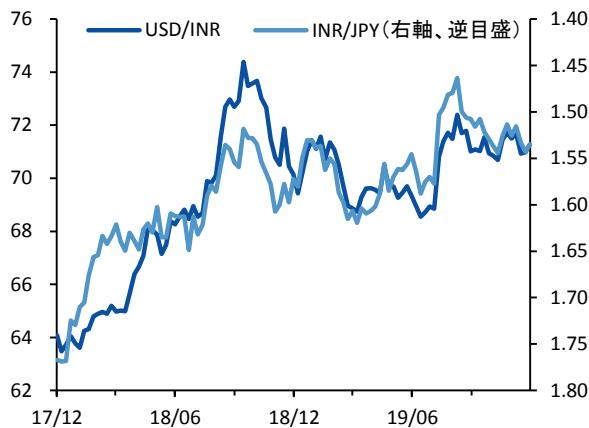
堀 勇大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のINRは上に向ってございの展開。月初、71後半で取引を開始し、上旬はインド準備銀行(中央銀行、RBI)の予想外の政策金利据え置きを受け上昇し、11日にFOMCで現状政策維持が発表され、翌12日夜中、米中協議の1次合意と対中関税発動の延期が発表されるとリスクオンの基調が高まり、月高値となる70台半ばまで上昇。中旬以降は、国内で非イスラム教徒優遇の改正国籍法が可決されたことに対する抗議デモが本格化し、政治リスクが上昇し徐々にルピー安が進んだ。19日にはRBIが長期金利引き下げを意図する公開市場操作の実施を発表し、じり安の展開が続いた。年末にかけて市場の動きが次第に乏しくなり、月末は71前半を推移した。
- 11月の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.5%と8月以降3か月連続で上昇した。タマネギなど農作物をはじめ食料品価格上昇が止まらず、前年比+10.0%(9月:同+7.9%)と家計を圧迫する状況は続いている。また、食料品および燃料を除いたコアCPIは、11月は同+3.4%と10月の同+3.2%から上昇し、7月から続いていたコアCPIの下落は一服した。
- RBIは5日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを5.15%に据え置いた。また、上限金利の限界貸出ファシリティ(MSF)レートおよび下限金利のリバースレポレートも据え置き、それぞれ4.90%、5.40%とした。
- 2019年に入り世界的な景気減速感が顕在化する中、RBIは、2月以降5回にわたり計135bpの利下げを実施し、途中6月には金融政策姿勢を「中立」から「緩和的」に変更した。下期も金利引き下げ予測が強かったが、RBIは利下げの効果が実体経済に波及するには時間を要し、実施済みの利下げの効果をみる必要があると表明し、追加緩和を中断した。しかし、現状で金融緩和効果は薄く、来年初にも追加利下げに踏み切る予測が市場で強まっている。
- 2019年は政府・RBIともさまざまなカードを切ったが景気刺激につながらず、政策効果の実現を我慢する苦しい1年となった。モディ首相は今年5月に再選された後も、労働法や土地法の全面改訂への取組みや法人税減税を実施してきた。景気刺激が本年の政策のテーマとなったが、今後は根強い課題となっている不良債権問題への着手にも期待がかかる。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し、国内消費が冷え込む状況が続いている。政府にとって、ノンバンクの信用問題が景気の足かせとなっている点も無視できない課題として対応を迫られている。

図表5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表6: インドSENSEX30種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア：年初来で対ドル3%上昇したIDR

堀 勇大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

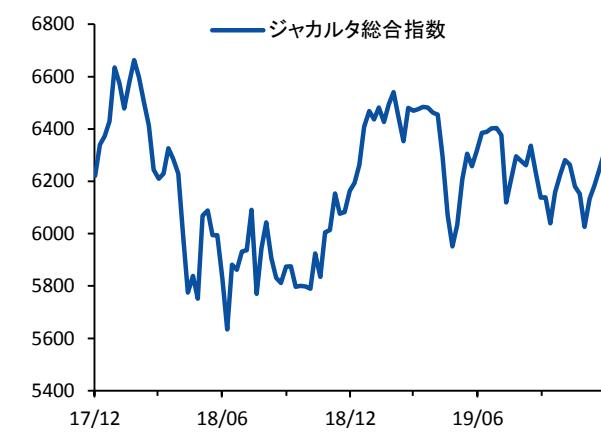
- 12月のIDRは上昇する展開。月初は製造業PMIや消費者物価指数(CPI)が軟調な結果に終わり、14100台前半の月安値圏を推移したが、5日に消費者信頼感指数が大幅に改善したことを契機に次第にルピア高が進んだ。12日夜中、米中協議の1次合意と対中関税発動の延期が発表されると、一時13900台をつけた。19日にインドネシア中央銀行(BI)が政策金利の据え置きを発表するも為替への影響は限定的で、イベント終了後は、クリスマス、年末シーズンの到来に伴い市場の動きが乏しくなり、月末は13900台後半で推移した。
- 11月CPIは前年比+3.0%と10月(同+3.1%)から減速した。通年のインフレ率に関して、目標(+2.5~4.5%)に対し、BIは+3.1%前後と予測し、目標レンジ内の推移となる見解を示した。来年についてBIは+2.0%~+4.0%と今年より穏やかな上昇となるとし、政府と一緒にインフレ率を統制していく方針を表明した。
- 11月消費者信頼感指数は124.2と10月の118.4から上昇し、5月以来続いた悪化に歯止めがかかった。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も経常収入、雇用、企業動向の指標全て前月比で改善した。
- BIは19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前月に続き5.00%に据え置くことを決定した。BIは本年において、7月の利下げを皮切りに4会合連続で合計100bpの利下げを実施していた。
- 声明文では前回会合に続き、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た。経済成長の源泉は足許堅調に推移している内需が中心となるものの、米中貿易協議にて1次合意があった点に言及し、世界経済の不確実性は和らぎつつあり、徐々に輸出や民間の投資活動も活性化していく見通しを述べた。
- IDRは対ドルで年初来約3%の上昇幅を記録した。インドネシアは経常赤字国で、慢性的な経常赤字はルピア安要因としてしばしば指摘されるが、今年は新興国内で相対的に強い通貨であった。その理由は世界的な景気不安の下でも、ASEAN最大の内需への影響が限定的であったこと、数年間続いた経常赤字の悪化が抑えられつつある点が大きいと思われる。後者についてBIによれば、季節要因で増加した輸入が一服し、外部環境が改善し輸出が回復すれば、国際収支フローが改善し、ルピア高に向かうシナリオを想定している。かかる中、年初以降発表される国際収支には注目しておきたい。

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：ようやく経済に改善の兆し

マーケット・エコノミスト

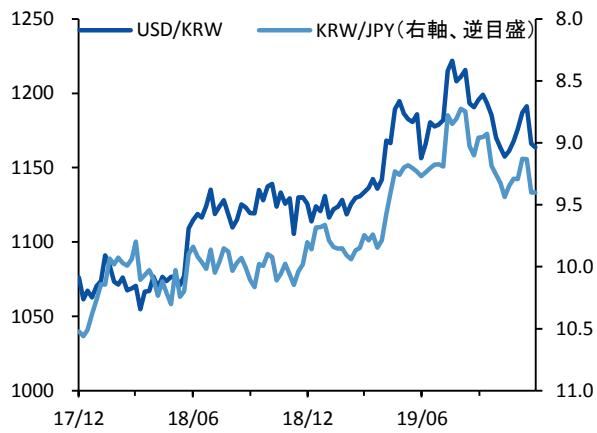
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

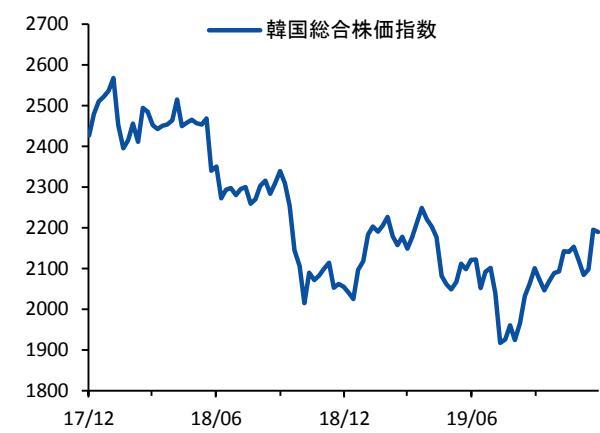
- 12月のKRWは前月比で反発。上旬は米中協議に不透明感が漂う中で、一時1195台までKRW安が進む等、1190前後での推移が続いた。しかし、米中が第1段階の合意に至ったとの報道をきっかけに、大きくKRW高に転じた。その後は、1160台に居所を変えて堅調な推移となっている(12月26日時点)。
- 米中合意観測が高まる中、米中両国は13日、第1段階の暫定合意に至ったことを発表した。2020年に中国と米国で顕在化することが懸念されていた、新たな景気下押し圧力の多くが解消される見込みとなった。韓国経済にとっても大きなリスクが後退することになる。すなわち、最大の輸出相手国の需要が懸念されたほど落ち込まず、主要輸出品目であるハイテク製品市況への影響も限定的となる可能性が出てきた。
- 韓国銀行(BOK)にとっても米中協議の進展は朗報だ。11月の金融通貨委員会においては、政策金利(7日物レポレート)を1.25%に据え置いた。李総裁は会見で「政策余地(room for monetary policy)はある」との認識だが、利下げ余地は限られてきていた。国内景気は「最悪期は脱しつつある(passing through the bottom)」も、景気見通しは下方修正が続いている、下振れ含みと言える。実際、委員1名は利下げを主張した模様だ。ちなみに、11月まで輸出の前年比2桁マイナスは6か月連続、PPIの前年比マイナスも5か月続いている。
- 2020年4月の議会選挙を控えて、政府の経済政策にも動きが見られる。文大統領は17日、経済界出身の稳健派で産業資源相や国会議長を務めた経験のある丁世均氏を次期首相に指名した。現在の李首相が党勢回復を目指し選挙に出馬することも理由のようだが、政策面での閉塞感が漂う中では前向きな変化と捉えたい。
- また、24日には2020年度予算の最終案がまとまった。8月に公表された当初案では、昨年時点での財政見通しと比較して、税収が下方修正された一方、歳出は上方修正され、財政拡張の姿勢が明確となっていた。最終案では、歳出の7割強が2020年1~6月期に集中投下されるようだ。こうした動きも、BOKに様子見姿勢を正当化させることになりそうだ。
- 以上のように、ようやく韓国経済には改善の兆しも出てきた。米朝問題等、予断を許さない問題も抱えつつも、KRWは持ち直しの方向にあるようだ。本格的なKRW高局面は半導体市況の底入れを待つことになろうが、今後3か月程度を展望すると、KRWは1140~1210のレンジでの推移を想定したい。

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：米中協議の進展期待からMYRは上昇

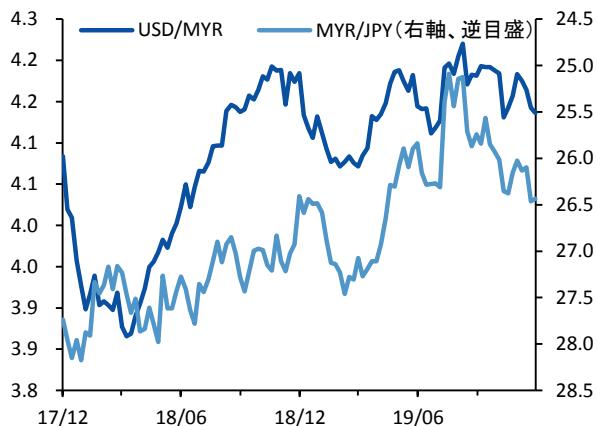
堀 勇大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のMYRは上昇する展開。月初、4.18付近で取引を開始し、10月輸出は軟調ながら予想を上回り、原油価格の上昇も相まって次第にリソル高が進んだ。12日夜中、米中協議の1次合意と対中関税発動の延期が発表されると、4.16台半ばから4.14付近まで急伸した。後半は世界で大きなイベントを終え、クリスマス、年末シーズンの到来に伴い取引は閑散だったが、米中協議の進展期待からリソル高となり、月末は4.13台前半まで上昇し、月高値を更新した。
- 10月の輸出は前年比▲6.7%（9月：同▲6.8%）の推移となつたが、市場予想の同▲12.3%を大きく上回った。製品別では石油製品の輸出の落ち込みが影響した。国別ではタイ・中国・インド向けの輸出が減少した一方で、シンガポール・米国向けの輸出は堅調に推移した。また、輸入は前年比▲8.7%（9月：同+2.4%）と減少に転じた。この結果、貿易収支は173億リソルの黒字と9月の83億リソルから黒字幅が大幅に拡大した。
- 11月の消費者物価指数（CPI）は前年比+0.9%（10月：同+1.1%）と僅かに減速し、食料品やエネルギーを除いたコアCPIは同+1.4%（10月：同+1.4%）と横ばいとなった。食料・非アルコール飲料部門の上昇が同+0.4%と一服（10月：同+2.2%）し、交通部門は▲2.4%（10月：同▲2.3%）と下落トレンドが続く。
- マレーシア中央銀行（BNM）の動向としては、前年の25bpの利上げから今年は5月に25bpの利下げを実施し、その後は政策金利を据え置いた。結果として周辺諸国と同様、FRBが昨年の利上げから今年の利下げへと政策転換する流れに呼応する形となった。周辺国と比較して利下げ幅が小幅に留まった理由は、そもそも前年の利上げ幅が小さかったことや、他国対比でCPIの変動が直近2年間、穏やかであったためと考えられる。来年は足許の軟調な景気動向を踏まえれば、利下げの可能性は十分にあるが、今年5月にマレーシアは米国により為替操作国監視リストに追加されており、元々割安感のあるMYRを更に通貨安へ向かわせる政策決定はBNMにとって慎重なものとなるだろう。
- 今後の見通しについては、国内経済の回復にはまだ相応の時間がかかりそうで、インフレ率も軟調に推移する見込みの下、年明け以降徐々にMYR安に動く可能性がありそうだ。短期的要因としては、予測は困難であるものの米中協議の動向は年明け以降も相場動向を左右するほか、3月にはFTSE世界国債インデックスの構成見直しを控える。こちらも外国人投資家による債券保有割合が高いマレーシアにとっては重要なイベントとなりそうだ。

図表 11: マレーシアリソル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 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：景気減速に底打ちの兆し

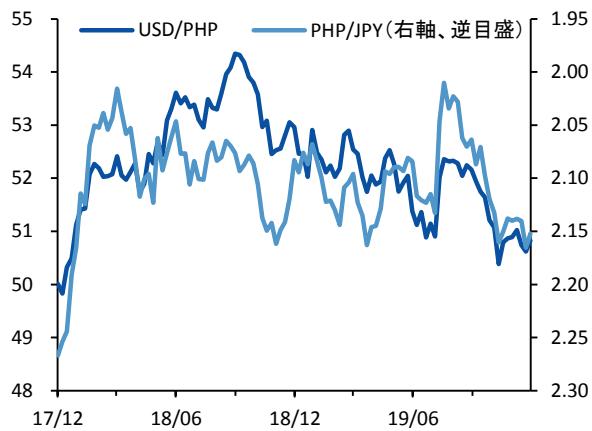
堀 勇大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

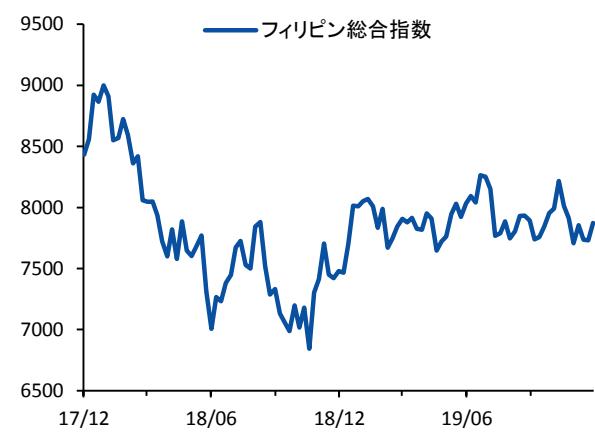
- 12月のPHPは上に向ってよい展開。月初、50.80付近で取引を開始し、米中協議進展懸念から、一時月安値の51.10台を推移したが、上旬に発表された消費者物価指数(CPI)や失業率の結果が好感され上昇に転じた。12日にフィリピン中央銀行(BSP)が政策金利の据え置きを発表し、その後米中協議の1次合意と対中関税発動の延期が発表されると、月高値の50.40まで上昇した。下旬は値を下げる展開で、20日の国内株式市場下落の影響と23日に発表された財政収支の悪化を受けて50.90台まで反落した。その後、年末にかけては50台後半の推移が続いた。
- 11月CPIは前年比+1.3%と10月(同+0.8%)から改善した。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となった。年度でのCPI上昇は同+2.4%の予想で、BSPの設定する目標インフレ内に収まる見込み。20年、21年は同+2.9%と、来年以降も緩やかな物価上昇を見込んでいる。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金は、10月は前年比+8.0%と9月(同+6.3%)から増加し、市場予想を大きく上回った。クリスマスシーズンに向けてのペソ需要と内需の高まりに期待がかかる結果となった。
- 10月の貿易統計は輸出が前年比+0.1%と9月(同▲2.6%)から増加し、前月のマイナス成長から回復した。一方、輸入は同▲10.8%と4月以降、前年比で7か月連続のマイナスとなった。貿易収支は30.3億ドルの赤字となり、前月(31.2億ドルの赤字)から改善した。
- BSPは12日に開催した金融政策会合で前回会合に続き、政策金利の翌日物リバースレポレートを据え置きの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。今年5月から9月にかけ予算成立の遅れや外部環境の悪化により、経済成長が減速し複数回にわたり利下げを実施したが、7~9月期のGDP成長率の回復やCPIが順調に抑制されたことで、年後半は政策金利が据え置かれた。しかし、ジョクノBSP総裁は12月会合後、早ければ2月の会合で50bpの利下げの可能性があることを示唆した。
- PHPの動向については、年末から年初にかけて米中協議進展のヘッドラインを受けたリスクオンの基調や足許好調な海外労働者(OFW)送金を背景に国内消費が過熱し、ペソ高となる可能性は十分あるものの、年明けから2月の金融政策会合にかけ、徐々にペソ安に転じる展開を予想する。

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は政策金利を据え置き

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 12月のTHBは30.10～30.30台での狭いレンジでの推移となった。月上旬は米中通商協議の行方への懸念から30.30台まで軟化した。しかし、11日にFRBが今後の利上げに慎重な姿勢を示したことを背景に30.10台まで上昇し、現在も同水準で推移している(12月26日時点)。
- 11月消費者物価指数は前年比+0.2%と10月(同+0.1%)から加速したが、6か月連続でインフレ目標(1～4%)を下回る結果となった。エネルギー価格と輸送・通信費の下落が緩やかになったことが加速につながった。なお、タイ政府は24日に2020年のインフレ目標を1～3%に変更することを発表した。
- 11月消費者信頼感指数は69.1と10月(70.7)から低下した。9か月連続で経化しており、2014年4月以来の60台となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は政府が各種景気刺激策を打ち出している一方、消費者は政治の安定や経済の回復、購買力の回復の遅れに不安を抱えていると指摘した。また、輸出と観光の競争力に影響を与える米中貿易摩擦やTHB高なども指数を押し下げたとの見方を示している。
- 米中貿易摩擦への懸念は引き続き輸出の重しとなった。11月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲7.4%と10月(同▲4.5%)からマイナス幅が拡大し、今年最大の下げ幅となった。輸入も同▲13.8%と10月(同▲8.1%)からマイナス幅を拡大した。貿易収支は+5.5億ドルと7か月連続で黒字を維持している。商務省貿易政策・戦略事務局のピムチャノック事務局長は記者会見で、来年の輸出見通しについては、米中貿易摩擦が緩和方向に向かうとみられる上、タイの輸出事業会社が米中貿易摩擦に対応してきていることから、対ドルのTHB相場が現状で推移した場合は前年比で2～3%伸びるとの見方を示した。
- タイ中央銀行(BOT)は12月18日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.25%に据え置くことを決定した。MPCは最近の緩和的な金融政策は経済成長に寄与し、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するとし、政策金利を据え置くことを決定したとしている。ただし、引き続き、経済成長とインフレがBOTの期待を下回る状況が続くようであれば、BOTは追加利下げを実施する可能性はあるだろう。
- 米中貿易摩擦への懸念が和らいだことや、高水準の経常黒字を背景にTHBは緩やかに上昇するだろう。ただし、追加利下げの可能性や、対外資金フローを促す措置がとられているためTHBの上昇余地は限定的と考える。

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



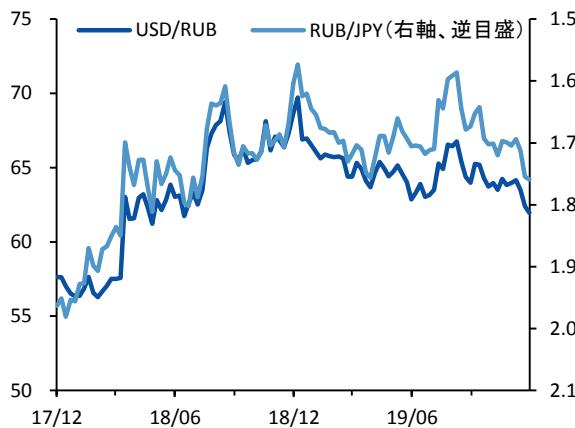
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：静かに着実に積み上がる好材料

シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
+44 20 7786 2505
hidetoshi.honda@mhcbs.co.uk

- 12月のRUBはほぼ一貫した上昇を続け、対USDで17か月ぶり、対EURで21か月ぶりの高値を更新。RUB堅調は、ロシア国債（OFZ）、ロシア株（MOEXロシア指数）などのRUB建金融資産や原油価格の堅調を追い風にした。
- OFZ、ロシア株の堅調には、ロシア中銀（CBR）による利下げ（13日）/追加利下げ観測が貢献したものと考えられた。6日発表されたロシア11月CPIは前年比+3.5%に減速。その後発表された週次CPIは12月CPIの一段の減速を示唆したし、19年初に実施された付加価値税率引き上げのベース効果剥落で、年明け以降の物価は更なる減速が確実視されている。ここにきてCBRが（7月以来見込まれる国民福祉基金を活用した）財政出動による物価押し上げに対する警戒感を明確に緩めている事実も、追加利下げ観測を補強している。
- 一方で、米による対ロシア制裁強化に対する警戒感は明確に低下している。米上院外交委員会は、18日、新規OFZ取引禁止などを含む「対ロシア安全保障防衛法（DASKAA）」を起案した。18年8月に初めて起案されて以来、浮かんでは消えを繰り返してきた同法案は、今般も、下院における採決はおろか、上院採決も危ぶまれており、ましてやトランプ大統領が署名する可能性は極めて低いと見られている。今般の同法案改訂版の再起案は、米による実効的な対ロシア追加制裁導入の難しさをかえって浮き彫りにしてしまった感が強い。
- また、ロシア政府とウクライナ政府の間に「歩み寄り」の姿勢が見え始めたこともEUとロシアの関係、ひいては米とロシアの関係にも（改善方向での）微妙な影響を与えるのではないか。19日、ロシア/ウクライナ両国は、向こう5年間のEU向けガス供給（ウクライナ国内のパイプライン経由）で原則合意に至った。
- OPEC総会（5日）、OPEC+会合（6日）は日量2.1百万バレルの追加減産を決定し、原油価格を押し上げた。米による対中関税引き上げ期限が15日に迫る中、12日に前後して米中は交渉の「第1段階」で合意、関税引き上げは回避され、原油価格はもう一段水準を切り上げた。米中通商交渉を巡る不透明感の一身は、原油価格押し上げを介してだけでなく、金融市場全般のリスク許容量を高めることでも、RUB（を含む新興市場通貨全般）の押し上げに寄与した。
- 10年物OFZは引き続き6.4%前後の名目高利回りを維持している（12月24日現在）。物価のもう一段の減速が見込まれる中（20年第1四半期には+2.5%程度への減速も見込まれる）、投資適格級でこの高実質利回りは、引き続き、投資対象として、「保有せざるを得ない」ほど魅力的に映るのではないか。

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



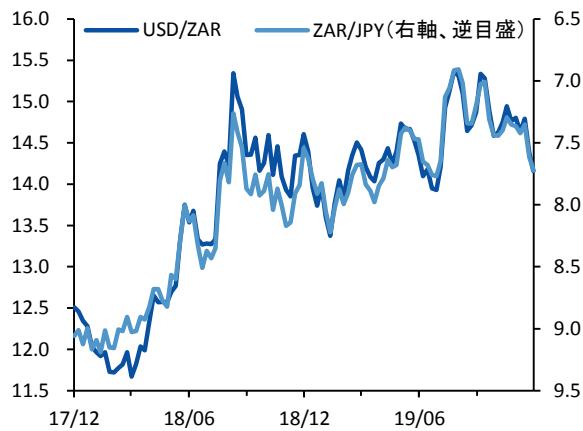
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ：悪材料は出尽くし、好材料に身構える

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

- 12月のZARは上昇。10日に前後して一時下押しする局面も見られたが、その後ほぼ一方的な上昇を続け、対USD、対円共に5か月ぶりの高値をつけた。
- この間、金融市场全般では貿易戦争に係る動きが引き続き注目された。ただ、リスク許容が強まる局面(15日に警戒された米の対中関税率引き上げは、12日までに、回避される見通しが強まり、結局回避された)でZARが買い上げられたのはともかく、リスク回避が強まる局面(トランプ米大統領が、2日、ブラジル、アルゼンチンに対する鉄鋼・アルミ関税賦課再開を示唆したり、3日、中国との通商交渉第一段階の合意が来年11月の米大統領選以降にずれ込む可能性を示唆したりした)でも堅調気味に推移したのは、「USDが売られたから」との解釈もあったものの筋の通らない値動きと感じられた。
- 結局、リスク許容量の多寡にかかわらずZARに対する需要が強かったということであろうが、その需要は南ア国債に対する需要を供給源とした模様。南ア国債に対しては、投資適格級の喪失=大手国債指数からの除外が最大のリスクとして意識されていたが、10月末の中期予算政策声明(MTBPS)発表以降、同国債を投資適格級とする唯一の大手格付会社による「格下げは時間の問題」との見方が強まった。この間の南ア国債の堅調は、格下げを前提とした売りが一巡し、調整的な反発を見た値動きと考えられた。
- 5日に再発した計画停電が、9日夜には史上最大規模となる6000MW規模に拡大したこと、10日以降、ZARは一時、大きく水準を切り下げるが、11日以降、南ア国債もZARもあっさりと底打ち反発し、上げ足を強めた。こうした値動きは、とりわけ南ア国債、ZARへの需要の大きさ(地合の強さ)を感じさせた。
- 南ア当局が、5日に南ア航空(SAA)、9日に南ア旅客鉄道局(Prasa)をそれぞれ救済、破綻処理したこと、地合が悪ければ素直に南ア国債、ZAR売り要因と読めたはずだが、国債もZARも下落は小幅、かつ一時的にとどまった。こうした反応も、「最悪期は脱しつつある」との見方を裏付ける要因と読めた。
- 並行して、11日に発表された南ア11月CPIが、市場予想に沿った水準ながら、前年比+3.6%と一段と減速したことは、南ア準備銀(SARB)による利下げ期待を高め、南ア経済、同国債、ひいてはZARに好材料と受け止められた。
- SARBによる利下げは、来年2月の予算発表、3月の上述格付会社による判断とそれらに対するZARの安定を確認してからとの見方が支配的だが、仮に利下げに踏み切れるようなら、ZARには押し上げ要因と受け止められるだろう。

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



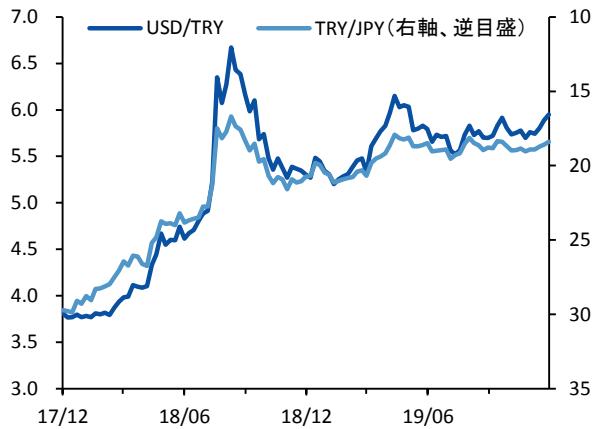
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ：不安要素山積な中、不自然にも映る底堅さ

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

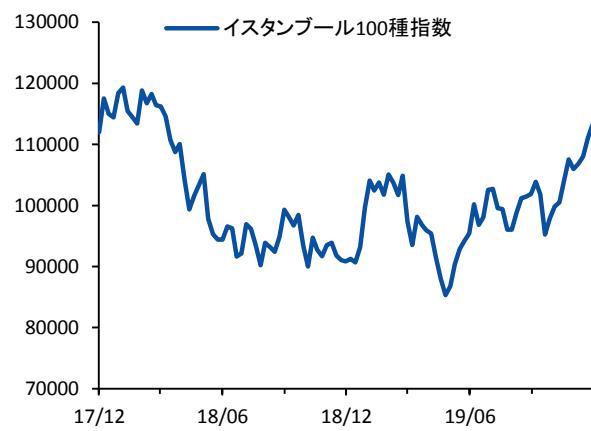
- 12月のTRYはじり安推移先行後、月央の急落を経て、一段安値水準で膠着。
- この間、TRY安を招いた主因は、米とトルコの関係悪化懸念。6日に前後して、シリア領内のトルコ軍事作戦、ロシア製ミサイル購入などに対する米制裁観測が広がった9日には下院が、17日には上院が、米戦闘機F-35プログラムからの除外、ガスパイプライン敷設のための船舶使用制限などの対トルコ制裁案を含んだ国家防衛法を可決、21日にトランプ大統領の署名が確認された。こうした米の措置に、トルコ側がトルコ国内のNATO軍事拠点閉鎖などの報復制裁を示唆したこと、両国間の関係悪化懸念の火に油を注ぐ結果となった。
- この間、トルコ要因で注目されたのは、12日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会。3日発表されていたトルコ11月CPIが前年比+10.56%にとどまったこともあり、市場予想は-150bpを中心-50bp~-200bp幅の利下げを見込んでいたが、同銀は-200bpと予想の範囲内ながら、最大幅の利下げに踏み切った。
- 他にも、9日には、CBRTが8月に導入した貸出促進策を修正、準備預金率引き下げ条件を、貸出総額前年比+10~20%上昇から、長期貸出額+5~15%に変更。18日には、トルコ銀行規制監督局(BDDK)が、国内銀行に対し、非居住者に対する期限7日以内のリラ売り方向の為替フォワード(TRYの売って/買ひ)取引の残高を、自己資本の10%までに制限する規制を発表した。
- 今年最後のFOMC(11日)、ラガルド総裁の下初のECB理事会(12日)、英総選挙(12日)、米による対中関税引き上げ期限(15日)などの注目材料が集中したこともあり、月央までは様子見気分の強いじり安推移を続けたTRYは、16日以降明確に下落、19日には対USDの直近安値(10月14日の5.9375)を割り込み、5月末来7か月ぶりの安値(8月26日のアジア時間朝(時間外)に記録した乱高下=6.4700までの暴落を除く)を更新した。
- トルコCPIは、早ければ12月にも、遅くとも来年2月、3月には前年比+12%台に乗る可能性がある。政策金利(現状12.00%)は実質マイナスになるが、万が一、居住者の外貨選好の広がりなどがTRY安を誘うことになれば、輸入物価高騰とTRY安の悪循環に陥る可能性も現実的に警戒される。
- 上述対米関係悪化、実質マイナス金利などに加え、中東における存在感強化を狙うトルコがリビア領内で軍事行動を展開する可能性も大きな不安材料。近い将来、トルコ経済が消費主導の成長軌道に復活する可能性は、同時に、輸入拡大=経常収支悪化を予見させる要因である点にも留意は必要。

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：構造改革支えに BRL は持ち直しへ

マーケット・エコノミスト

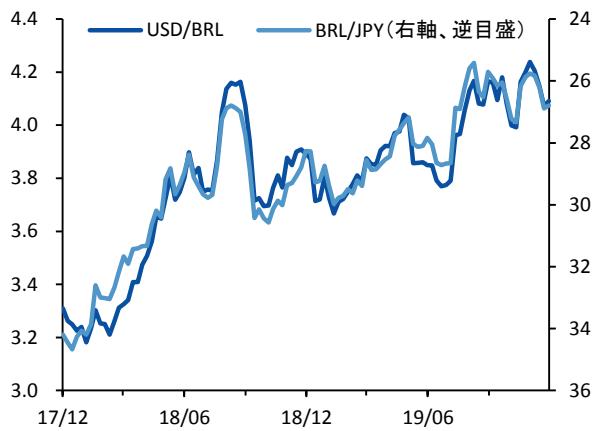
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月、BRLは前月末比で大きく反発。ブラジル中銀（BCB）の介入効果もあるが、南米諸国の政情不安がやや和らいだほか、米中通商協議の進展期待による市場のリスクオンが主な背景とみられる。月初こそ4.25台までBRL安が進むも、その後は4.05割れの水準までBRL高基調が続いた。月下旬にはやや押し戻され、4.08前後で推移している（12月26日時点）。
- 7～9月期の実質GDPは前期比+0.6%と4～6月期（前期比+0.5%）からやや加速。10月の経済活動指数（いわゆる月次GDP）は前月比+0.17%と前月（同+0.48%）から減速も、3か月連続のプラス成長となった。景気底打ちが確認されつつある。12月20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+1.16%、2020年は同+2.28%と11月22日時点（それぞれ同+0.99%、同+2.20%）からやや上方修正された。
- 他方、インフレ率はBCBの目標レンジ（2019年：前年比+4.25%、2020年：同+4.00%、目標値から±1.5%ptがレンジ）に収まる見通しで、BCBは12日、50bpの利下げに踏み切った。ただ、声明文からは利下げ一巡を模索しつつあることがうかがえる。政策金利（Selic）は2020年初（at the beginning of 2020）に4.25%まで低下した後、2020年末に4.50%、さらに2021年には6.25%に至る、との市場サーベイの結果を声明文内で引用した。
- また、声明文では、現状の景気循環局面では金融政策に慎重さも求められるとの見解を残しつつ、次の一手は経済環境次第という点を強調する文言を追加した。政権側からの追加緩和要請をけん制する意味合いも含まれていそうだ。実際、FRBが金利据え置きを続ける姿勢を示す中で、BCBが利下げを続けていけば、BRL安リスク（インフレ率上振れ、緩和停止の要因）を伴う。
- こうしたなか、現政権下で続く構造改革の行方が一層重要になる。2019年に実施された計200bpの利下げ効果がラグを伴って景気を支える間に、税制改革の実現や低調に終わった深海油田入札の仕切り直し等を通じて、政策面から景気に好循環をもたらすことが期待される。幸い、現在の議会構成は中道から右派寄りとみられる。左派による構造改革の抵抗はかつての左派政権時と異なる。隣国アルゼンチンでのポピュリズム進展の影響は懸念されるものの、ブラジルにおいては景気の持ち直しが反構造改革の圧力を抑制しよう。
- かかる状況下、固有の好材料が評価される格好で、BRLは持ち直しの動きを継続するとみている。今後3か月程度の想定レンジは、3.9～4.3としたい。

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: ブラジルボベスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ：USMCA 批准への期待高まる

マーケット・エコノミスト

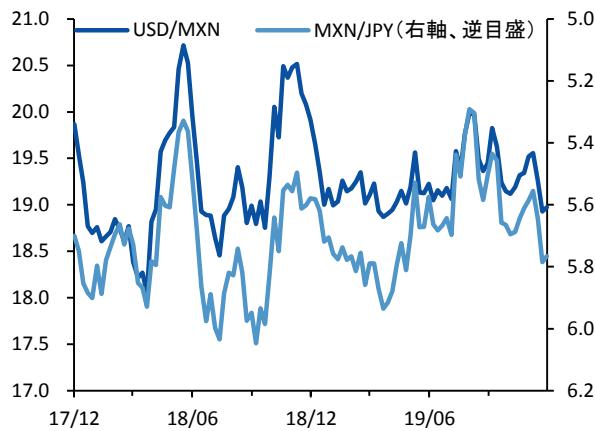
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

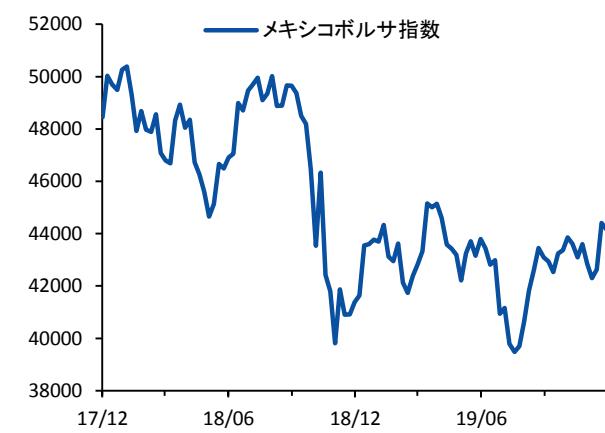
- 12月のMXNは前月比で大きく反発。USMCA(新NAFTA)の批准に向けた動きが好感されたほか、米中通商協議の暫定合意を背景に市場のリスクオン進展が追い風となった。月初の19.6前後の水準から、下旬には一時18.8台までMXN高が進んだ。ドルインデックスが反発した下旬も、MXNは堅調に推移。4年ぶりに19.0割れの水準での越年がみえつつある(12月26日時点)。
- 10日、メキシコは米国、カナダとUSMCAの一部修正で合意した。メキシコ議会上院は12日、批准を承認。米国とカナダで批准されれば新協定が発効する。メキシコ経済の重しとなってきた、対米輸出拠点としての位置づけを巡る不透明感が和らぐと期待される。米国では下院が19日に法案を可決、来年にも上院で可決の見通し。ただし、下院が大統領弾劾決議の上院送付を留保しており、上院でのUSMCA法案の採決時期が見通し難くなっている点には留意。
- 10~12月期も国内経済は鈍い出足となっている。10月経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比▲0.46%とマイナス成長に転じた(9月:同+0.30%)。10月小売売上高は前月比▲2.3%と9月(同+1.1%)から反転、減速。10月鉱工業生産は前月比▲1.12%と9月(同▲0.64%)から2か月連続でマイナスとなった。財務行政機構(IMEF)の11月PMI調査では、製造業(46.0)と非製造業(48.6)ともに前月から低下、7か月連続で中立水準(50)を下回った。
- 20日、Banxicoは4会合連続となる25bpの追加利下げに踏み切った。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今回も利下げを正当化した。5名のボードメンバーのうち1名は50bpの利下げを主張した(前回は2名)。
- ペソ相場に波乱(MXN安)がなければ、追加緩和の可能性は高そうだ。Banxicoは国内景気の低迷があと数四半期続くとの見立てだ。市場も2020年3月末までに50bpの追加利下げが予想している(ブルームバーグ社調べ)。
- ペソ相場の波乱要因として、Banxicoも警戒する大幅な最低賃金引き上げ(2020年:前年比+20%)の影響に当面注意したい。賃上げ自体は消費を促そうが、急速な賃上げは雇用抑制も促しうる。インフレ率上昇と景気低迷の長期化につながれば、信用格付けや財政問題に飛び火しかねない。
- FRBが様子見の中、Banxicoの利下げが進む過程では、足許のMXN高の反動も警戒される。かかる状況下、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18.7~19.8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

| | 2019年 1~12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) | 6.6691 | ~ 7.1847 | 6.9965 | 7.00 | 7.00 | 6.95 | 6.90 | 6.85 |
| 香港ドル (HKD) | 7.7827 | ~ 7.8500 | 7.7892 | 7.81 | 7.82 | 7.83 | 7.83 | 7.83 |
| インドルピー (INR) | 68.293 | ~ 72.408 | 71.314 | 72.6 | 71.4 | 70.3 | 71.9 | 70.8 |
| インドネシアルピア (IDR) | 13893 | ~ 14528 | 13958 | 14250 | 14090 | 13920 | 14220 | 14050 |
| 韓国ウォン (KRW) | 1108.70 | ~ 1223.10 | 1161.15 | 1180 | 1170 | 1160 | 1160 | 1160 |
| マレーシアリンギ (MYR) | 4.0545 | ~ 4.2297 | 4.1325 | 4.20 | 4.15 | 4.11 | 4.17 | 4.12 |
| フィリピンペソ (PHP) | 50.400 | ~ 53.040 | 50.834 | 51.2 | 50.4 | 50.2 | 50.6 | 49.9 |
| シンガポールドル (SGD) | 1.3443 | ~ 1.3942 | 1.3541 | 1.37 | 1.36 | 1.35 | 1.37 | 1.35 |
| 台湾ドル (TWD) | 30.085 | ~ 31.730 | 30.152 | 30.3 | 30.2 | 30.1 | 30.0 | 30.0 |
| タイバーツ (THB) | 30.15 | ~ 32.60 | 30.17 | 30.4 | 30.2 | 30.0 | 30.2 | 30.0 |
| ベトナムドン (VND) | 23170 | ~ 23422 | 23173 | 23200 | 23110 | 23060 | 23140 | 23160 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル (RUB) | 61.5247 | ~ 69.7779 | 62.2125 | 60.00 | 62.00 | 61.00 | 63.00 | 62.00 |
| 南アフリカランド (ZAR) | 13.2362 | ~ 15.4995 | 14.1390 | 14.00 | 14.50 | 13.80 | 14.20 | 14.00 |
| トルコリラ (TRY) | 5.1621 | ~ 6.3961 | 5.9333 | 6.30 | 6.60 | 6.40 | 6.80 | 7.00 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル (BRL) | 3.6374 | ~ 4.2770 | 4.0538 | 4.07 | 4.05 | 4.03 | 4.00 | 3.98 |
| メキシコペソ (MXN) | 18.7480 | ~ 20.2580 | 18.9450 | 19.10 | 19.25 | 19.40 | 19.50 | 19.60 |
| 対円 | | | | | | | | |
| エマージングアジア | | | | | | | | |
| 中国人民元 (CNY) | 14.714 | ~ 16.764 | 15.669 | 15.29 | 15.14 | 15.11 | 15.07 | 15.04 |
| 香港ドル (HKD) | 13.319 | ~ 14.332 | 14.050 | 13.70 | 13.55 | 13.41 | 13.28 | 13.15 |
| インドルピー (INR) | 1.457 | ~ 1.631 | 1.535 | 1.47 | 1.48 | 1.49 | 1.45 | 1.45 |
| インドネシアルピア (100IDR) | 0.726 | ~ 0.800 | 0.784 | 0.751 | 0.752 | 0.754 | 0.731 | 0.733 |
| 韓国ウォン (100KRW) | 8.588 | ~ 9.970 | 9.430 | 9.07 | 9.06 | 9.05 | 8.97 | 8.88 |
| マレーシアリンギ (MYR) | 24.862 | ~ 27.507 | 26.493 | 25.48 | 25.54 | 25.55 | 24.94 | 25.00 |
| フィリピンペソ (PHP) | 2.002 | ~ 2.171 | 2.155 | 2.09 | 2.10 | 2.09 | 2.06 | 2.06 |
| シンガポールドル (SGD) | 75.04 | ~ 82.87 | 80.86 | 78.10 | 77.94 | 77.78 | 75.91 | 76.30 |
| 台湾ドル (TWD) | 3.331 | ~ 3.662 | 3.636 | 3.53 | 3.51 | 3.49 | 3.47 | 3.43 |
| タイバーツ (THB) | 3.260 | ~ 3.656 | 3.630 | 3.52 | 3.51 | 3.50 | 3.44 | 3.43 |
| ベトナムドン (100VND) | 0.4503 | ~ 0.4839 | 0.4725 | 0.46 | 0.46 | 0.46 | 0.45 | 0.44 |
| 中東欧・アフリカ | | | | | | | | |
| ロシアルーブル (RUB) | 1.518 | ~ 1.783 | 1.760 | 1.78 | 1.71 | 1.72 | 1.65 | 1.66 |
| 南アフリカランド (ZAR) | 6.780 | ~ 8.243 | 7.738 | 7.64 | 7.31 | 7.61 | 7.32 | 7.36 |
| トルコリラ (TRY) | 16.509 | ~ 21.187 | 18.425 | 16.98 | 16.06 | 16.41 | 15.29 | 14.71 |
| ラテンアメリカ | | | | | | | | |
| ブラジルレアル (BRL) | 25.219 | ~ 30.075 | 27.011 | 26.29 | 26.17 | 26.09 | 26.00 | 25.88 |
| メキシコペソ (MXN) | 5.193 | ~ 5.977 | 5.777 | 5.60 | 5.51 | 5.41 | 5.33 | 5.26 |

注: 1. 実績の欄は 2019 年 12 月 26 日まで。SPOT は 12 月 27 日の 9 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(12 月 27 日発刊)』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。