

2020 年 3 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 新型肺炎の新規感染者数の行方に注目	2
中国: 政策対応により CNY 相場は安定化へ	3
インド: 現行の財政・金融政策の手詰まり感	4
インドネシア: 周辺国に次いで予防的利下げの実施	5
韓国: 新型肺炎の感染拡大リスクが浮上	6
マレーシア: 早期收拾が望まれる政権交替問題	7
フィリピン: 新興国通貨の中では下げ幅が低い PHP	8
タイ: 新型肺炎による景気減速懸念は高まる	9
ロシア: 苦心して確立した安定を脅かす可能性	10
南アフリカ: いよいよ待ちに待った国債格付判断	11
トルコ: 混迷は深まるばかりで出口は見えない	12
ブラジル: BRL は史上最安値を更新	13
メキシコ: MXN 安で従来の構図に変化も	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：新型肺炎の新規感染者数の行方に注目

マーケット・エコノミスト

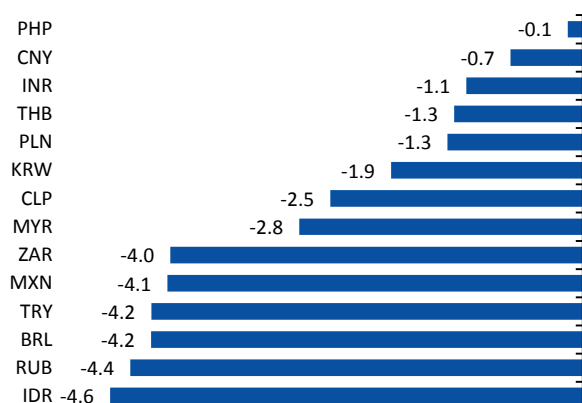
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

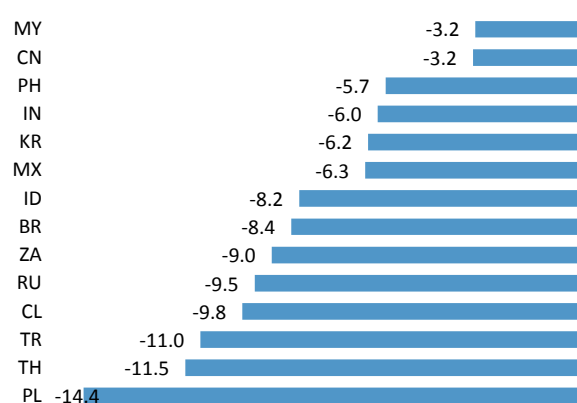
- 2月の新興国通貨は総じて下落した。新型肺炎の感染拡大が世界的な広がりをみせるにつれ、リスクオフの動きが再燃。米10年国債利回りが月末にかけて史上最低となる1.11%台まで低下するなか、世界的な株安が進展。MSCI新興国株指数は昨年末からの下落率が10%近くに達した。MSCI新興国通貨指数は2019年10月半ばの水準まで下落、前月末比では▲1.5%となった。
- 新型肺炎の感染拡大により中国をはじめ各国の成長率見通しの見直しが始まっている。みずほ総合研究所の試算によれば、中国での消費や投資の需要減退と、ヒト・モノの流れが滞ることによる供給途絶により、世界経済の2020年実質GDP成長率には0.17%ptの下押し圧力が生じる見通しだ。国別には、マレーシアやベトナム、シンガポール、フィリピン、台湾、タイ、香港で、中国(0.47%pt)を上回る影響がでる模様だ。業種別には、サプライチェーンを通じた電子・電気部品への影響が顕著である。
- なお、同試算を上回る下押し圧力が生じうる点には注意したい。同試算の前提は、需要下押しについて3月底入れ・6月終息、供給制約については2月底入れ・3月終息である。事態が長期化すれば下振れリスクだ。
- また、新型肺炎はもはや中国のみの問題ではない。アジア(韓国、日本)から中東(イラン)、欧州(イタリア)へと広がり、「米国内の感染拡大は不可避」(米疾病対策センター)という状況だ。各国発の経済的影響が追加で生じうる。強力な感染抑制策が採用されればなおさらだ。
- 一方で、新型肺炎の影響が顕在化するにつれ、各国で政策対応の動きが強まってきた。中国は厳しい感染封じ込め策を進めつつも、金融緩和と財政支出による景気下支えに着手した。新興国の金融当局も「予防的措置」に乗り出すケースが目立つ。一部では財政政策も併用され始めた。
- そして、「ドル化した世界」において最も重要な政策対応にも望みがでてきた。パウエルFRB議長は2月28日、新型肺炎を巡る経済的影響を注視し適切に行動するとの声明を発表、追加利下げを示唆した。
- 新型肺炎の経済的影響については、悲観一辺倒の状況でもなくなりつつある。また、感染拡大ペースが鈍化すれば、封じ込め策の緩和、経済面での負の循環の巻き戻しの起点になりうる。それは、新興国通貨相場の反転時期に一致していた。これが、為替市場におけるSARSの教訓である。中国以外での新規感染者数の動向に引き続き注目したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年2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(2020年2月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：政策対応により CNY 相場は安定化へ

マーケット・エコノミスト

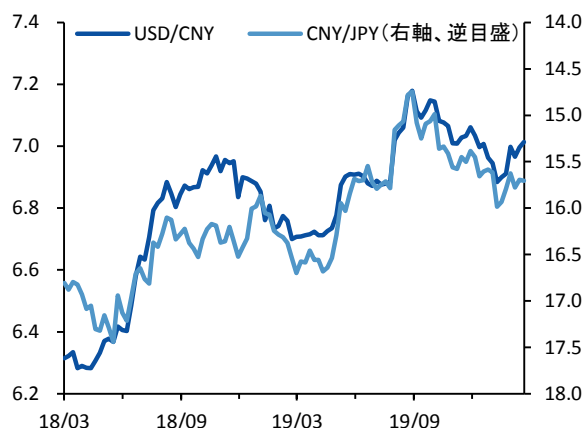
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

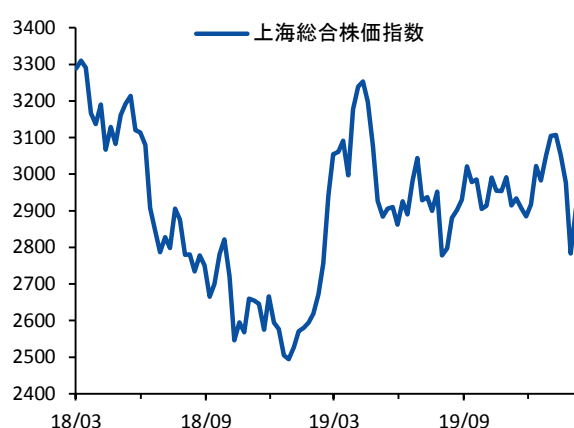
- 2月のCNYは6.95～7.05のレンジでもみ合いとなった。春節休暇明けで迎えた月初は6.98台で取引を開始。一旦7.02台までCNY安が進むも、人民銀行(PBoC)の大規模な資金供給等の市場安定化措置により、中旬にかけては一時6.95台を試す場面もみられた。その後はドル高に7.04台まで押し戻されたものの、下旬に中国外での新型コロナウイルスの感染拡大を受けて株式市場が大幅に調整。ドル高の巻き戻しでCNYは6.99台まで持ち直して月末を迎えた。
- 中国における新型コロナウイルスの感染者数は累計8万人におよぶ規模まで拡大しているものの、新規の感染者数の増加ペースは鈍化しつつある。感染拡大の抑制策が功を奏しているといえるが、それには経済的なコストを伴う。ヒトとモノの流れは著しく滞っており、需要・供給面での影響を考慮すると1～3月期の実質GDP成長率は前年比+5%割れとなる見込み(みずほ総合研究所)。企業マインドは下方屈折しており、製造業・非製造業ともに2月PMIは史上最低水準に急速に悪化した。依然として経済見通しには下振れリスクがつきまとう。
- こうした中、中国政府は各種の政策対応を重ねている。PBoCは春節休暇明けの金融市場の混乱を回避すべく、大規模な資金供給(2営業日で計1.7兆元)を実施。また、企業金融の緩和を目的には企業向け再貸出(3000億元)を実施、リバースレポ金利を引き下げたほか中期貸出制度(MLF)金利を10bp引き下げた。結果、最優遇貸出金利(LPR)も同水準低下した。金融規制面では、不良債権認定の厳格運用を当面見送る措置もとられ始めている。
- 財政面でも企業支援が中心となる。実質負担金利を1.6%以下にする利子補給措置のほか、地方によって小規模零細企業を対象とする社会保険料や増値税の納付延期・減免が打ち出されている。報道ベースとなるが、計8000億元規模の措置になるもようだ。このほか、雇用維持のための支援措置(失業保険の一部還付や労働者の斡旋等)や、インフラ投資拡充を目的とした地方債の前倒し発行額の追加(8000億元程度)が加わる。合計すると2兆元弱と、昨年(減税とインフラ投資で4兆元超)の半分弱の規模になる模様。
- これらにより、新型コロナウイルスの成長下押し圧力(2020年通期で0.47%pt)を緩和し、通期では前年比+5.7%成長となる見通しだ(みずほ総合研究所)。
- 新型コロナウイルスを巡る不透明感は根強いものの、PBoCが必要に応じて人民元相場安定化策を繰り出そう。今後3か月を展望すると、CNYは6.8～7.1のレンジ相場を続けようが、7.0割れの水準に落ち着いていくと想定する。

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: 現行の財政・金融政策の手詰まり感

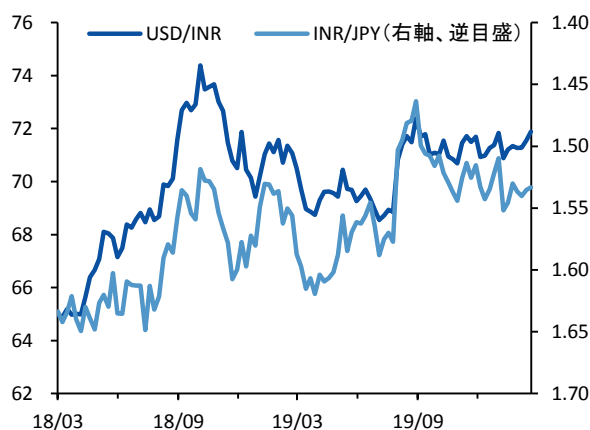
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月 INR は月末に安値をつける展開。月初、71.60 付近で取引を開始し、インド PMI の良好な結果と原油価格の下落を受けて月高値圏の 71.10 台まで上昇。その後、金融政策会合で政策金利の据え置きや、物価動向が高止まりする状況が続いたが相場への影響は限定的だった。下旬にかけては、新型コロナウイルス感染拡大懸念からじり安の展開で、原油価格が戻るにつれて、一時 72 台を上回り、月末にかけて月安値を更新した。
- 1 日に 20 年度の予算案が発表された。農業振興とインフラ投資向けの歳出の拡大や個人消費の喚起を意図した中間層向けの所得減税が目玉となったが、景気低迷が続くインド経済の起爆剤としての効果を期待する声は少なかった。政府にとって慢性的な財政赤字は課題となっており、財源確保が難しいなかで可能な限り財政赤字の抑制に動いた結果、インド経済の低迷を象徴する国内金融機関の不良債権処理やノンバンク信用問題に対する具体的な政策が予算に組み込まれず、予算案自体のインパクトを欠落させてしまった格好だ。
- 昨年 10~12 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.7%となり。前期の同+5.1%から悪化した。要因としては、主に米中協議の長期化による輸出の伸び悩みや、金融機関の不良債権処理やノンバンク信用問題が長期化する他、高止まりしている物価水準が消費者の消費意欲を減退させている点が挙げられる。
- 1 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比+7.6%となり、前月に続きインド準備銀行 (RBI) の目標レンジの+2.0~6.0%から上振れた。要因はタマネギなど農作物をはじめとした食料品価格の上昇のほか、食料飲料・燃料を除いたコア CPI も 12 月の同+3.4%から+4.2%まで上昇したことで、これを受け、市場参加者の中では CPI 上昇は一過性であるとの見込みも徐々に薄れつつある状況だ。
- 6 日に実施された金融政策委員会 (MPC) では政策金利のレポレートが 5.15%の据え置きとなった。経済が低迷する一方、CPI の上昇率が RBI の目標水準を突破している状況下、この時点での利下げは見送られた。今後も物価動向を注視しながらの政策運営は続く見込みである。
- 今後については、上述のように財政・金融方面からのサポートにも手詰まり感が出てきている中でも、RBI は輸出競争力確保のための自国通貨安誘導を継続しており、今後も INR 高には動きづらい展開が予想されそう。また、新型コロナウイルスの感染拡大も世界規模で加速しておりリスクオフの動きが強まる中、この点も INR の上値を重くすることが予想される。

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: 周辺国に次いで予防的利下げの実施

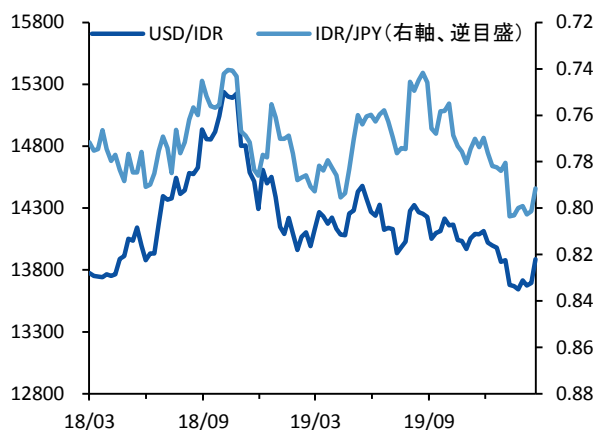
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のIDRは月末にかけて下落する展開。月初、13700台で取引を開始し、旧正月明けの新型コロナウイルス感染拡大が意識され小幅に下落。その後は、消費者物価指数、10～12月期GDPが発表されるも相場への影響は限定的で、感染拡大動向にかかる報道にIDRは方向感のない推移が続いた。下旬以降、新型コロナウイルス感染者数の増加を受け、リスクオフの動きが強まるとIDRは下落をはじめ、その後、世界的な株安と月末の実需のドル買いの影響でIDRは続落し、14000を下抜け、月末時点で14200台を推移した。
- 1月CPIは前年比+2.68%と昨年12月(同+2.72%)からほぼ横ばいの推移となった。今年の物価上昇目標について、物価上昇幅を▲0.5%pts引き下げ、+2.0～4.0%としているが、引き続き目標レンジ内に収まっている。
- 19年のGDP成長率は前年比+5.02%とほぼ例年並みの結果となった。10～12月期のGDP成長率は同+4.97%と5%を割り込み市場予想を下回った。詳細を見ると、個人消費が若干減退した一方、純輸出のGDP成長寄与度が上昇しているが、これは国内需要の減退により輸出以上に輸入が減ったことに起因しており、インドネシアの貿易環境が依然改善しない状況は続く。
- インドネシア中央銀行(BI)は20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4.75%に引き下げた。声明文では、新型コロナウイルス感染拡大のもと、国内経済の成長維持の観点から予防的利下げを実施したと総括しており、貿易の縮小や、リスクオフの動きによって投資が減速する可能性を指摘した。BIは20年度の経済成長率を前年比+5.1～5.5%と見込んでいたものの、会合後0.1%pt引き下げ、同+5.0～5.4%に下方修正した。
- インドネシアのほか周辺諸国も今年の早い段階で利下げ決定を下している。そして、その多くが新型コロナウイルスに対する予防的措置という表現を用いたが、中には既に追加緩和の検討をしている国もある。インドネシアについても、国内の景況感にはボトムアウトの兆しが見られつつも、上述した経済指標の結果が示唆するとおり国内経済が十分に回復したとはいえない状況が続く。また、政府が今年からインフレ上昇率目標を引き下げた経緯を踏まえれば、BIにとって、新型コロナウイルスの問題がなくても利下げに動く材料は存在していたと言えよう。故に、今回の決定が予防的措置ではなく、昨年から続く利下げ局面の延長である可能性も含んでおり、今後の景気動向とBIの政策決定はIDRの動向に影響を与えそうだ。

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: 新型肺炎の感染拡大リスクが浮上

マーケット・エコノミスト

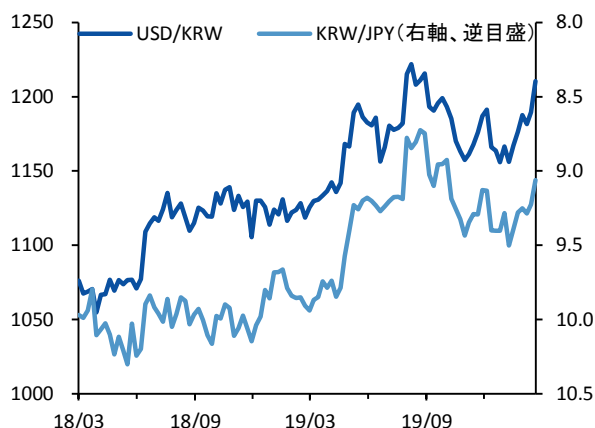
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

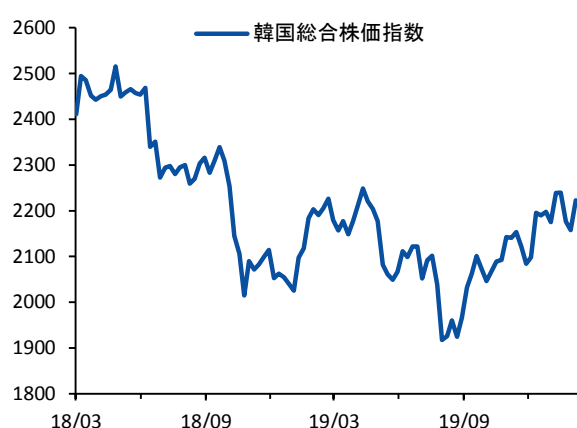
- 2月のKRWは前月末比で続落。1200手前の水準で取引を開始後、株価の持ち直しを支えに一時は1170台までKRW高が進んだ。しかしながら、月後半は世界的な新型肺炎の感染拡大が明らかとなるにつれリスクオフが台頭。KRWは一旦1220を試した後、月末にかけては1210台での推移が続いた。
- 最悪期を脱しつつあった韓国経済は、米中貿易摩擦の緩和や半導体市況の持ち直し、財政拡張によってさらなる持ち直しが期待されていた。しかし、新型肺炎の感染拡大は、中国需要(観光や財の輸出)の著しい減少のみならず、サプライチェーンの寸断を通じた韓国企業の供給問題を引き起こしている。
- 新型肺炎の感染拡大の影響を確認できる経済指標は未だ乏しいが、2月の中国向け輸出は前年比▲6.6%と前月(同▲10.7%)に続くマイナス。また、2月消費者マインドは4か月ぶりに悪化超に転じた。さらに、企業マインドの悪化はより顕著だ。韓国銀行(BOK)の調査による3月景況判断によれば、製造業と非製造業いずれも66(季節調整済み)と前月(それぞれ79と77)から急速に悪化。チャイナショック後の2016年3月以来の水準(それぞれ65と66)となった。
- 2月27日、BOKは3会合連続で政策金利(7日物レポレート)を1.25%に据え置いたものの、中小企業向けの与信支援措置を打ち出した。新型肺炎の感染拡大の影響を考慮し2020年の実質GDP成長率を下方修正(前年比+2.1%←同+2.3%)、成長見通しの不確実性は高いとした。ただ、家計債務や住宅価格の動向も踏まえ、利下げよりも絞った流動性供給がより効果的だという。新型肺炎や金融安定性の行方が今後の政策判断を左右するとまとめている。
- こうした中、次回会合(4月9日)での追加緩和は必至だろう。BOKは感染拡大が3月にピークを迎え、実質GDP成長率が1~3月期に前年比マイナスとなる可能性もあるが、その後は持ち直すとも見ている。半導体市況への影響も織り込んではいない。しかし、ハイテク機器の供給問題は既に発生している。国内の感染拡大はBOKが懸念する家計債務や住宅価格の抑制要因にもなる。
- ちなみに、今会合では7名中2名の委員が利下げを主張した。また、BOKの李総裁は非伝統的措置(現状、マイナス金利や量的緩和は検討していない模様)の余地に言及している。一方、政府が16兆ウォン(名目GDP比3%程度)規模の補正予算案を発表しており、追加利下げ観測は和らぐ可能性もあろう。
- いずれにせよ、KRWは新型肺炎の動向に当面振られやすいと考える。KRWの今後3か月程度の想定レンジは1150~1250とやや幅広にみておきたい。

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: 早期收拾が望まれる政権交替問題

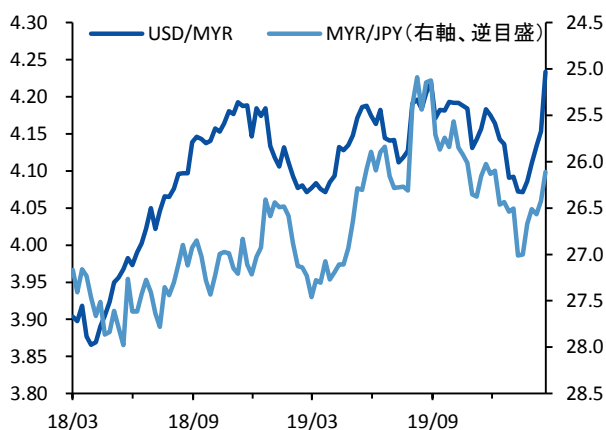
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

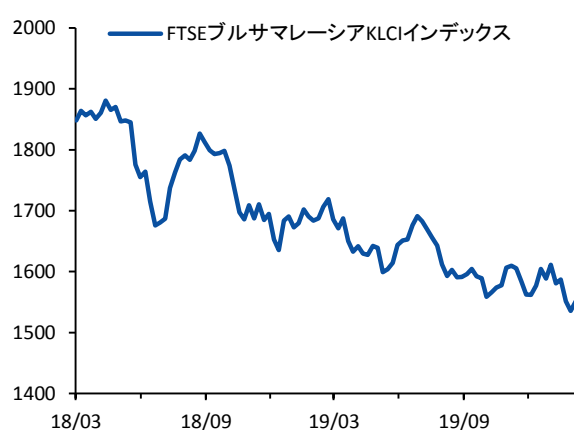
- 2月のMYRは昨年の安値を更新する展開。月初、4.10付近で取引を開始し、上旬は旧正月明けの新型コロナウイルス感染拡大と、予想を下回る10~12月期GDP成長率の結果が意識され、MYRは徐々に下落。下旬は、与党内での内紛が発生し、マハティール首相が辞任する事態に陥るとMYRの下落が加速し、昨年の安値を更新し、一時4.24台まで下落した。政府が景気刺激政策を発表すると下落は一服したが、その後も次期首相選定にかかる混乱は続き、月末時点で4.21台を推移した。
- 昨年12月の輸出は前年比+2.7%（11月：同▲5.5%）の推移となり、市場予想の同▲2.5%を上回った。製品別では主要輸出品である石油製品、パーム油の輸出が大幅に伸びた一方、電子・電気製品の輸出が落ち込んだ。また、輸入は同+0.9%（11月：同▲3.6%）とプラスに転じた。この結果、貿易収支は126億リンギの黒字と11月（65億リンギ）から黒字幅が拡大した。
- 昨年10~12月期GDPは前年比+3.6%と10年ぶりの低水準となった。また、年間のGDP成長率は同+4.3%で政府予想（同+4.3~4.8%）の下限値に留まった。なお、2020年については同+4.8%の成長を見込んでいる。
- マハティール首相が24日、国王に辞表を提出した。与党連合・希望連盟内で派閥同士の対立が表面化し、政界再編の動きが浮上したためだ。また、同氏が率いる与党・マレーシア統一プリブミ党は連立与党を離脱することを発表し、その後、各派閥や政党間で複数の次期首相候補が擁立された。29日、マハティール氏の再選が濃厚と報じられる中、国王は一転して主に野党連合が支援するムディヒン氏を次期首相に任命したが、早速マハティール氏によるムディヒン氏への不信任案提出の可能性が報じられ、政権を巡る混乱は続きそうだ。
- 今後も引き続き、新型コロナウイルス感染状況に注目が集まる。これに対し、政府はインフラ関連への投資や海外直接投資の受入優遇措置などの積極財政を維持し、27日には200億リンギ規模の景気刺激策を発表した。一方、金融政策方面では、BNMは1月に利下げ決定をしたが、早くにも追加緩和を実施するとの見方が強い。かかる中、上述の政権交替問題は早期に收拾すべき問題で、長期化すれば前マハティール政権が打ち出した政策や景気回復に支障が出る懸念も浮上する。また、3月はFTSE ラッセル世界国債インデックス組入れ国の見直しを控えており、政治の先行きリスクが急浮上し、かつ見直し対象リスト国のマレーシアにとっては重要イベントとなる。

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:新興国通貨の中では下げ幅が低い PHP

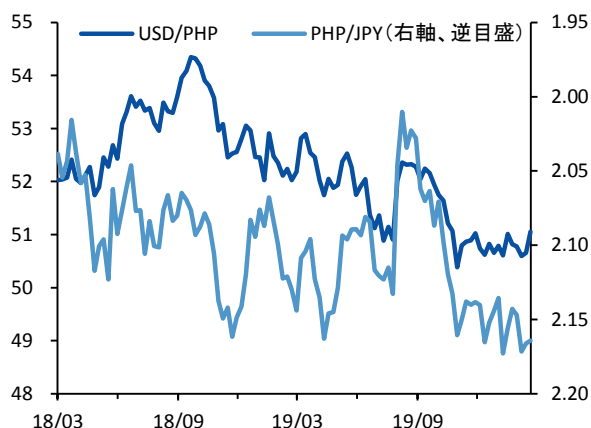
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のPHPは月半ばに高値をつける展開。月初、50.90台で取引を開始し、上旬は旧正月明けの新型コロナウイルス感染拡大が意識され、上値の重い状況が続く。その後、大手格付会社がフィリピンの格付を格上げしたことで月高値の50.40台まで上昇した。下旬は、新型コロナウイルス感染者が全世界で増加する中、リスクオフの動きが強まると、世界的な株安もあいまってPHPも下落し、一時51を上抜けた。月末時点では51付近で推移している。
- 1月CPIは前年比+2.9%と12月(同+2.5%)から改善し、市場予想(同+2.7%)を上回った。昨年下半年から続く食品、アルコール・タバコ類の価格上昇が主な要因で、CPIは4か月連続の上昇となり、フィリピン中銀(BSP)の設定する目標レンジ内(2.0~4.0%)に収まった。
- 個人消費のドライバーとなる海外フィリピン労働者(OFW)送金は、昨年12月は前年比+1.9%と市場予想の同+3.4%を下回り、11月(同+2.0%)から減速した。金額ベースでは29.0億ドルで前月の23.7億ドルを上回る結果となった。
- 昨年12月の貿易統計は輸出が前年比21.4%と11月(同▲0.4%)から大幅に改善した一方、輸入は同▲7.6%と前年比で9か月連続のマイナスとなった。しかしながら輸出の伸びは昨年の製造業の一時的な落ち込みによるもので、貿易収支は▲24.8億ドルと貿易赤字の状況は続く。
- BSPは6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従来から25bp引き下げて3.75%とした。今回の政策決定について声明文では、フィリピン経済は昨年の世界的な景気減速以降、順調に回復しているものの、新型コロナウイルスをはじめ、新たなリスク要因が浮上する中、引き続き経済が成長していく上で金融政策方面からのサポートが必要で、予防的観点から政策金利を引き下げたと述べた。
- 新型コロナウイルス感染拡大が本格化して以降、PHPは、中国との経済的な結びつきが周辺国と比較して弱いとの見方から、現状大きな下落を見せていない。しかし、BSPが金融政策会合で利下げ決定をし、ジョクノ BSP総裁は会合後、今年前半の経済成長を下方修正する見通しを示唆したほか、今年中の更なる利下げを視野に入れた発言を残した。この動きを市場が織り込めば、PHP高には動きにくい状況は続きそうだ。新型コロナウイルス感染拡大によるリスクオフの影響で新興国通貨が下落している状況下、本件が落ち着きを見せると予想される、早くとも春先まではPHP安方向へ相場が動きやすそうだ。

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: 新型コロナウイルスによる景気減速懸念は高まる

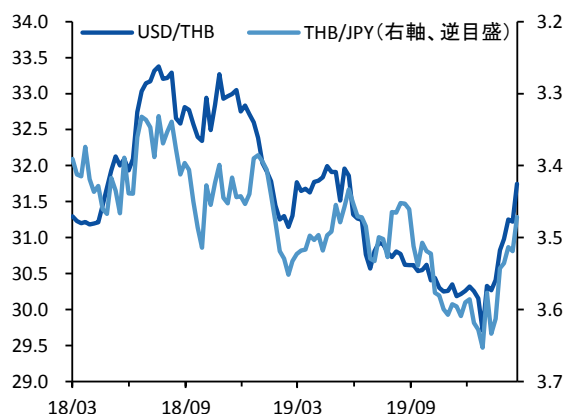
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

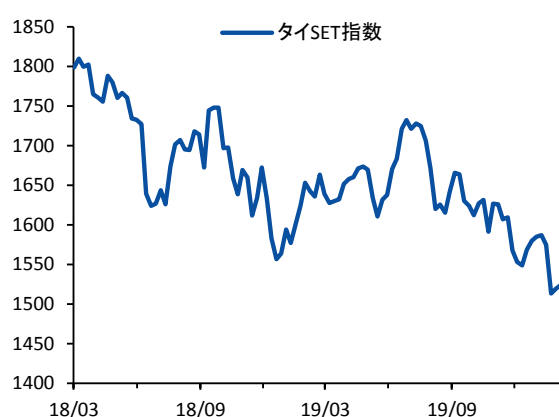
- 2月のTHBは下落する展開。月初、春節明けの動向が懸念されるも、月高値圏の30.90台を推移。5日の金融政策会合での利下げ決定や、20年度の予算成立が遅れる懸念が高まると、31台前半まで下落した。下旬は、新型コロナウイルス感染者拡大の影響で、リスクオフの動きが強まり、また、野党の不正融資疑惑が国内の政治不透明感を煽りTHBは一時32付近まで急落し、世界的な株安の動きが続く中、THBの上値は重く、月末時点で31台後半を推移した。
- 昨年10～12月期GDP成長率は、前年比+1.6%の成長に留まり、前期の同+2.6%から減速した。主要因は今年度(20/10～21/9月期)予算執行の遅れによる政府部門の投資の減速(同▲5.1%)で、前期(同+3.7%)から大幅に減速した。また、昨年のGDP成長率も同+2.4%と前年の同+4.2%から減速し、5年ぶりの低水準となった。こちらは米中貿易摩擦の長期化、パーツ高による輸出の低迷や、個人消費の減速感が強まったことなどが影響した格好となった。
- タイ中央銀行(BOT)は5日に金融政策委員会(MPC)を開催し、長期化する景気減速と物価水準の低迷を背景に、政策金利を25bp引き下げ、1.00%とすることを決定した。BOTは昨年に2度、合計50bp政策金利を引き下げており、政策金利は過去最低水準を更新した。利下げの糊代は縮小しており、今後は財政サイドからの景気刺激策が必要となりそうだ。
- 憲法裁判所は21日、親軍の現プラユット政権を強く批判する野党「新未来党」へ解散命令を出した。タナトーン党首の党内への融資が政党法違反に当たると判断したためだ。同氏は反軍政派のリーダー的存在で、若年層を中心に支持を広げていたが、軍の影響下にあるとされる憲法裁判所によって、同氏と党幹部は今後10年間政治活動を禁止された。この判決に、国内外でタイ政治の多元主義を後退させると批判の声が高まり、現政権への不透明感が強まった。
- 今後のTHBの動向については、新型コロナウイルスの感染拡大が一服するまでTHB安がメインシナリオとなりそうだ。新型コロナウイルス感染拡大は唯一堅調であった観光業にも打撃を与え、外国人旅行者が年間500万人程度減少し、観光収入の損失額は150億ドル程度に達するとの試算もある。また、タイ国家経済社会開発委員会は新型コロナウイルス感染拡大の影響を織り込み、今年の経済成長の予測を前年比+2.7～3.7%から同+1.5～2.5%に引き下げた。その他、今後発表される経済指標は新型コロナウイルスの影響で、一時的に改善を見せた貿易収支や物価動向をはじめ、悪化を招くことが懸念される。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア：苦心して確立した安定を脅かす可能性

シニア為替ストラテジスト

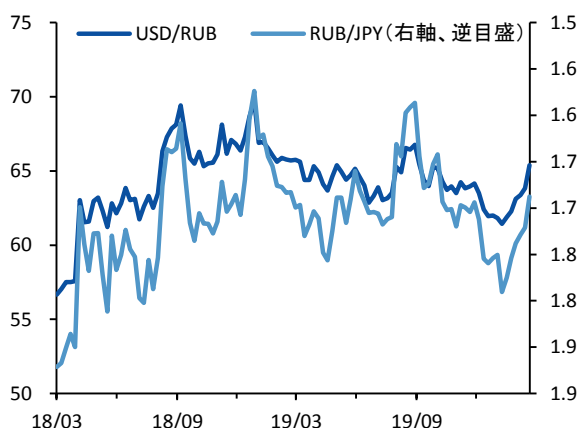
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

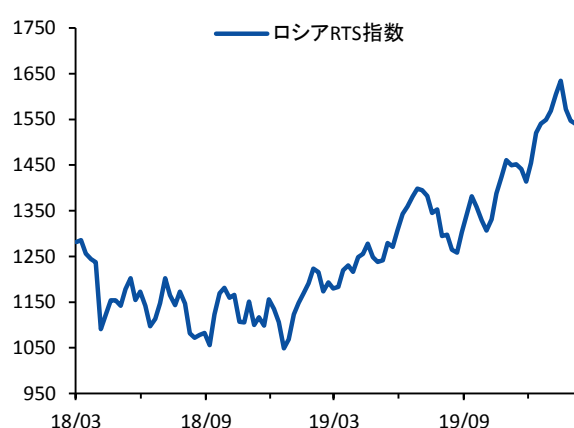
- 2月のRUBは下落。月後半には下落が加速し、28日には対USDで昨年9月の安値を割り込み、昨年1月来の安値を更新する67.655まで下落した。
- RUB安の背景に原油価格の下落が影響したのは間違いなかろう。引き続き、ロシア経済/輸出が燃料産業に大きく依存している事実は揺るがないからだ。足下原油価格下落の主因が、中国を発生源とする新型コロナウイルス蔓延と、中国の資源需要(輸入)減に対する警戒感であった点を振り返ると、RUB下落の遠因を新型コロナウイルスに求めることにも違和感はなかった。
- ただし、1月後半の原油価格急落に対するRUBの連れ安度合と、2月中のRUBの値動きとを比較すると、2月のRUB安には、新型コロナウイルスと原油安以外の、ロシア固有の売り要因の存在を疑わないわけにはいかない。
- それはおそらく、①閣議(5日) ②ロシア中銀(CBR)利下げとナビウリナ総裁発言(7日) ③銀株売却計画発表(11日)など一連の動きが、ロシア財政政策に対する懸念とCBRの独立性に対する疑念とを深めた結果と考えられた。
- 他に、対ベネズエラ制裁の一環で、米政府がロシア大手石油会社の子会社を特別指定したこと(18日)がRUB売りを誘う局面も見られたものの、程なく、本社事業に対する影響は軽微との見方が浸透し、RUBは元の水準を回復した。
- CBR金融政策委員会の25bp利下げは市場の過半が予想しており、利下げそのものには特段の驚きもなかった。しかし、①で「政府と中銀のより緊密な連携」が謳われた2日後に、②で「緩和的な財政政策を運営する余地すら生まれた」などと述べるのは、中銀総裁の発言としては尋常ならざるものと感じられた。
- 簿価が時価の3%にしか相当しないズベル銀株を、CBRから国民福祉基金に売却することで1.2~1.4兆ルーブルという巨額の非石油ガス歳入を国庫にもたらす③は、発表直後こそ、財政刺激=景気浮揚に対する期待からRUB買いを誘ったものの、①、②と同じ文脈に乗せると、抑制を欠いた財政バラマキと、それに対して適切な金融政策対応が取れない可能性を警戒させた。
- 見方を変えれば、ロシア当局によるこの間の一連の動きは、2017年に導入した「財政ルール」と「財務省のためのRUB為替操作」などによって苦心して確立したRUBの安定を少なからず脅かしかねない展開と読める。今後も、原油価格下落のような対外的要因に対してRUBを脆弱にする可能性が警戒される。
- ロシア政府が財政刺激に本腰を入れるのは、次期大統領選(2024年)直前と見込まれるものの、③のような出来事は現時点でも警戒が必要と思われる。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:いよいよ待ちに待った国債格付判断

シニア為替ストラテジスト

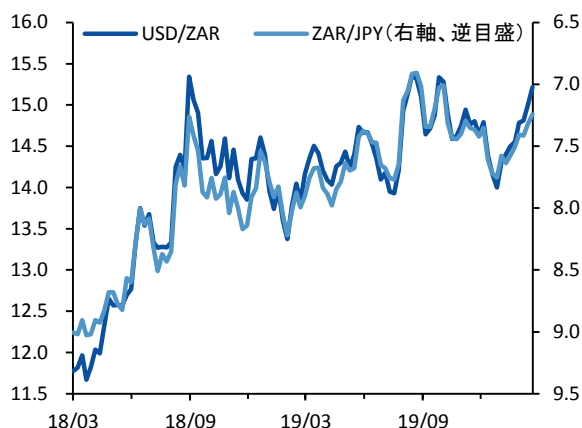
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

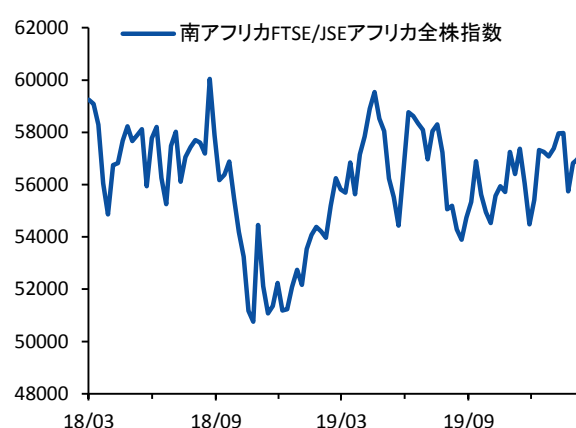
- 2月のZARは対USDでほぼ一方的な下落。予算発表(26日)を経て更に下落を加速させ、28日には16年5月来となる15.8240まで安値を更新した。
- もともと、27日以降のZAR安は、同予算に対する失望を要因とするより、新型コロナウイルス蔓延に対する警戒感の高まり、米株を主導とした世界的な株価急落を受けたリスク回避姿勢の強まりと新興市場通貨全面安の一環だった。
- 対USDで3年8か月ぶりの安値を更新したZARだが、月半ばまでは15前後の水準を底値に上下動を続けた。3日や10日の反発はRUB、PLNなど他の新興市場通貨の反発と並行しており、理由は定かでないものの、上記ウイルスに対する警戒感の低下、もしくは週明け前に同ウイルス蔓延に対する「保険」として売られた分が、週明けと共に買い戻された結果とも考えられた。
- ラマポーザ大統領による13日の一般教書演説は、相応の注目を集めたものの、終わって見れば、予想通り具体性に乏しい内容との評価が一般的だった。
- 19日に発表された南ア1月CPIは、12月の前年比+4.0%からは加速したものの、市場予想(同+4.6%)は下回る水準(同+4.5%)で、とりわけコアCPIも市場予想を小幅下振れたことなどは好感できた。ZARは若干の落ち着きを取り戻したようにも見えたが、その後は月末まで新型コロナウイルス蔓延に対する警戒感とリスク回避姿勢の高まりを要因とした新興市場通貨全般の下落に巻き込まれる格好で、ほぼ一方的な下落を続けた。
- 原油価格下落は、燃料純輸入国である南アにとっては好材料と読まれるのが一般的だが、その大元には上記ウイルスの発生源である中国の資源需要減があり、資源輸出国であり、対中輸出が大きな比重を占める南アにとっては、今後も、悪影響を反映する目安と受け止められることになるだろう。
- 注目された26日の予算発表は、公務員賃金の1600億ランド削減(向こう3年度で)を含む歳出削減策には予想以上に踏み込んだものの、増税(付加価値税、個人所得税)などの歳入強化策に乏しい内容。結局、今後の賃金交渉に全てが委ねられる格好になるが、市場の大勢に楽観的な評価は見られない。
- 3月の注目は27日の一部大手格付会社による南ア国債格付判断。当社が格下げに踏み切れれば、唯一残った投資適格級を失うことになる。市場の概ねは昨年10月の中期予算政策声明(MTBPS)以来、年内の格下げを織り込んでいるものの、一部に「3月の格下げは見送られる」との見方も根強くあり、仮に格下げがあれば、少なくとも当座は南ア国債/ZAR売りを見る可能性が警戒される。

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：混迷は深まるばかりで出口は見えない

シニア為替ストラテジスト

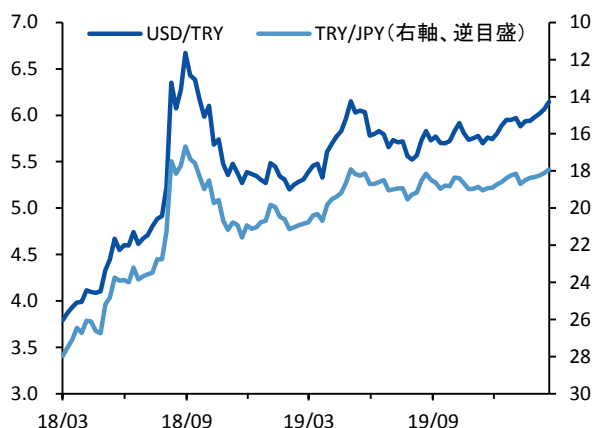
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

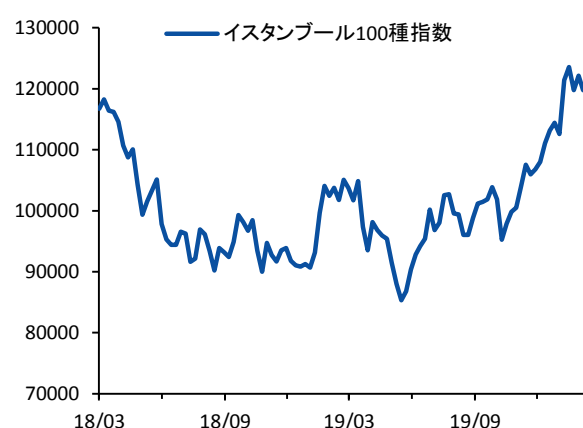
- 2月のTRYは日々の値幅こそ抑制されたものの、ほぼ一方的な下落を続け、28日には対USDで18年9月来の安値を更新する6.2640まで下落した。
- 3日未明、シリア北西部イドリブにおいて、ロシアの支援を受けたシリア政府軍がトルコ軍を攻撃。2011年のシリア内戦勃発以来、トルコ側に初めて軍事衝突による犠牲者が出た。また、同日発表されたトルコ1月CPIは前年比+12.15%と市場予想の中央値(同+11.90%)を明確に上振れた。いずれの要因も、TRYに取っては売り材料と読めたはずだが、TRYの反応は鈍かった。
- その後も、RUB、ZARなど同じ時間取引される新興市場高金利通貨が、新型コロナウイルス蔓延に対する警戒感とリスク回避の流れから売り込まれるのを他所にTRYは膠着。結局、TRYが6.00を割り込んで水準を一段切り下げたのは7日以降になったが、以降は下落に歯止めが効かなくなっただけに見える。
- 12日には、エルドアン大統領がイドリブからシリア政府軍を撤退させると発言し緊張感を高めた。その後、本格的な交戦の報は伝えられていないが、月末までトルコ側の犠牲者は増え続けている。トルコは既にロシア製ミサイルS-400の実践配備を始めているが、20日、トルコ(政府)が米(政府)に対し、北シリアを標的としたパトリオットミサイル配備を要請したと報じられたのは驚きを誘った。
- トルコ中銀(CBRT)は、19日、政策金利を50bp切り下げ、10.75%とした。物価上昇を他所に実質政策金利のマイナス幅を更に広げたわけだが、その点も含め市場の予想通り。市場の概ねは、年末の物価予想(+8.2%)を盾にCBRTが年内に政策金利をひと桁まで引き下げざるを得ないことを織り込んでいるが、物価抑制の失敗を恐れ、トルコ国債利回りは一方的な上昇(価格は下落)を続けている。
- この間、TRYに特徴的だったのは、他の新興市場通貨と平仄の合わない値動きの鈍さ。下落も緩やかな代わりに、反発もほとんど見られなかった。これは投機的な売り買いがほとんど見られない(投機筋が手を出せない)環境で、実需のTRY売りを国営銀行が吸収しきれない状況と考えられる。今後、内需回復と共に見込まれる経常赤字拡大が現実のものになれば、足下TRY安は、加速する可能性すらあれ、本格的な反発を見る可能性はほぼ見込めないだろう。
- シリア政府を支援するロシアからミサイルを買い、同時に米からもミサイルを買い、というエルドアン大統領の外交政策は破綻をきたしている。景気低迷を受けた支持率低迷も続き、ババジャン元経済相の新党結成などが少なくとも短期的には政局不透明感を深め、TRY売り要因と読まれるリスクは高まっている。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール100種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:BRL は史上最安値を更新

マーケット・エコノミスト

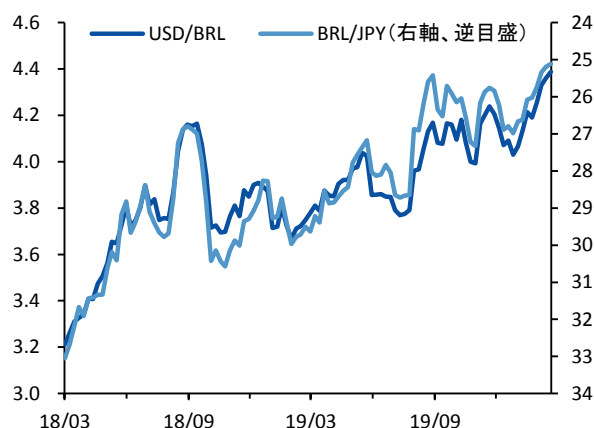
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 2月、BRLは前月末比で続落、史上最安値を更新した。BRLは4.2台後半で取引を開始、中旬には4.3台後半までBRL安が進んだ。新型コロナウイルスの感染拡大による中国輸出減速懸念や商品価格の下落のほか、ブラジル中銀(BCB)の追加利下げ観測や石油公社におけるストといった国内要因が重なった。中国外での感染拡大が確認された月後半は一段安となり、4.4を突破。国内での感染拡大も懸念されると月末にかけて4.5台までBRL安が進む場面もあった。
- ブラジル政府は2月3日、新型コロナウイルスに関して非常事態を宣言したが、現状のところ目立った感染は生じていない。しかしながら、経済への懸念は高まっている。中国をはじめとする世界景気の減速が輸出の減少をもたらし、大豆や鉄鉱石、原油といった商品価格の下落が重なるとの見立てだ。また、中国向け輸出は、米中の第一段階の合意の影響も考えられる。隣国アルゼンチンの債務再編問題は同国向け鉱業製品輸出の行方を考える上でマイナスだ。
- BCBは2月5日に25bpの追加利下げを実施。政策金利(Selic)は史上最安水準の4.25%となった。声明文には、「2019年7月に始まった金融緩和サイクルの効果が時差をもって顕在化することを考慮すると、委員会は、金融緩和プロセスを中断することが適切であると考え」との以下の一文を追加。利下げ一巡を示唆した。ただ、上述の新型コロナウイルスについて具体的な記述はなく、見通しへの織り込みはこれからとみられる。市場では追加利下げ観測が燃える。
- なお、BCBの市場サーベイ(2月21日時点)によれば、2020年の実質GDP成長率は前年比+2.2%、年末のSelicは4.00%が予想されている。いずれも、1月末時点(それぞれ同+2.30%、4.25%)から下方修正されている。
- こうした中、税制改革や国営企業の民営化といった構造改革に期待が寄せられるが、2月に再開した議会において特段の進展はみられない。むしろ、政府内や政府と議会、連邦政府と地方政府の間の軋轢も報じられている。一服したとはいえ、ペトロブラスで発生したストも民営化推進の遅延リスクとなりうる。
- 以上のように、2月は輸出減(経常収支悪化)と構造改革の停滞(外資誘致の遅れ)、金利低下・株価頭打ち(証券投資資金の流入減)と、BRLの実需を考える上での懸念材料が重なった。ゲジス経済相のBRL安容認発言もあり、急速なBRLが進んだという認識だ。ただ、3月以降は、先行した懸念材料の織り込みが事態の進展とともに和らぐ可能性がある。今後3か月程度のBRLの想定レンジは、4.0~4.6と持ち直しの余地を多めにみておきたい。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:MXN 安で従来の構図に変化も

マーケット・エコノミスト

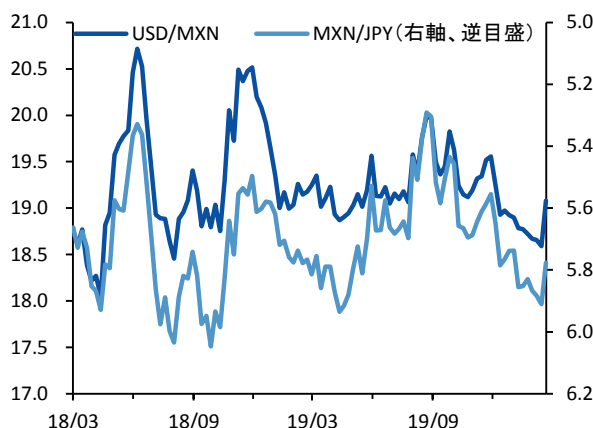
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

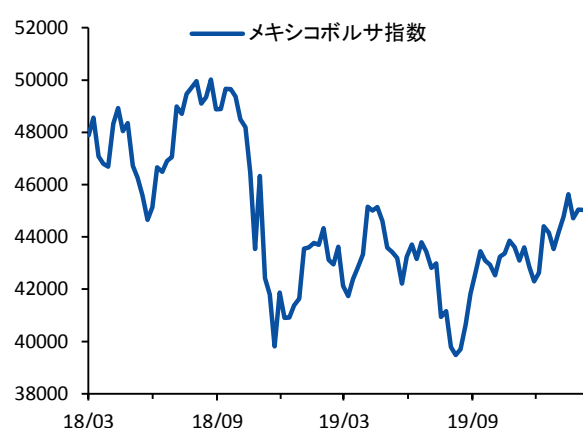
- 2月のMXNは前月末比で下落、昨年9月上旬の水準まで押し戻された。USMCA(新NAFTA)批准への期待感や高金利で投資適格級のメキシコ国債への資金流入を支えに、中旬には現政権発足以来初となる18.5台までMXN高が進んだ。しかし、下旬は中国外での新型コロナウイルスの感染拡大でリスクオフとなり、MXNは急反落。月末には一時20.0を試す場面もみられた。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は2月13日、政策金利(翌日物金利)を従来の7.25から7.00%へと25bp引き下げることと決定。2019年8月以降、5会合連続の利下げとなる。インフレ率とその見通しが目標レンジ(前年比+3%を中心に1%pt内に収まっており、景気低迷下では利下げが正当化されると判断したもようだ。また、ペソ高や内外金利の低下も利下げ判断を促したとみられる。
- 各種市場サーベイを参考にとすると、2020年のメキシコ経済は、実質GDP成長率で前年比+1.0%程度の低成長が続く、インフレ率は同+3.5%程度と目標レンジ内に抑制される見通しだ。市場では次回会合(3月26日)の追加利下げが見込まれている。ディアス中銀総裁はメディアで、メキシコ経済の持ち直しには「確実性(certainty)が必要」と発言。新型コロナウイルスをはじめ不確実性(uncertainty)が溢れる局面において、政策判断は緩和方向に傾きやすいといえる。
- ただし、足許のペソ安によるインフレ率上昇リスクには注意したい。ペソ高(=インフレ抑制)が追加利下げを可能にし、金利低下(=債券価格上昇)と景気下支え(=財政改善)を見越したメキシコ国債への資金流入を促し、さらなるペソ高に連なる好循環を生み出す、という構図を崩しかねない。既にメキシコ国債の対米金利差は大きく縮小、原油価格の下落が進む中で、国営石油公社(Pemex)の救済が国債の格付け問題に波及しうる点も懸念材料だ。
- 証券投資フローが鈍る場合に、輸出や対内直接投資のフローでどこまでMXNの実需は支えられるのか。この点、USMCAの批准に向けた動きで、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が一層和らぎつつある点はポジティブな変化だ。一方で、自動車・部品の原産地規則の厳格化や米国による自動車・部品の輸入制限、労働・環境規定の執行強化等、メキシコにとって厳しい内容も含まれる。また、メキシコ当局者によれば、発効は2020年夏になるもようだ。協定の効果を現時点で評価するのは実際のところ難しい。
- かかる状況下、MXNが2月の下落幅を急速に取り戻すとは期待しにくい。今後3か月程度については、19.0~20.5のレンジでの推移を想定する。

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

		2020年 2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 ~ 7.0429	6.9655	6.95	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7600 ~ 7.7989	7.7840	7.78	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 72.274	72.175	72.8	71.4	70.3	71.9	70.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 14318	14375	14050	13950	13850	14150	14100
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ~ 1220.10	1197.15	1210	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ~ 4.2435	4.1965	4.30	4.25	4.20	4.25	4.22
フィリピンペソ	(PHP)	50.321 ~ 51.308	50.823	51.2	51.1	51.0	51.3	51.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.4083	1.3899	1.41	1.39	1.36	1.38	1.37
台湾ドル	(TWD)	29.850 ~ 30.487	30.090	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 31.93	31.31	32.6	32.1	31.5	31.7	31.4
ベトナムドン	(VND)	23170 ~ 23279	23240	23600	23360	23200	23300	23200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 67.6460	66.7969	66.00	65.00	64.00	63.50	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 15.8249	15.6289	15.50	15.00	14.50	14.20	14.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 6.2568	6.2076	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 ~ 4.5138	4.4720	4.40	4.30	4.10	4.00	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 19.8942	19.6061	19.50	19.30	19.10	19.20	19.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.440 ~ 16.108	15.530	15.40	15.25	15.22	15.18	15.15
香港ドル	(HKD)	13.793 ~ 14.422	13.898	13.75	13.62	13.48	13.33	13.19
インドルピー	(INR)	1.490 ~ 1.566	1.499	1.47	1.48	1.49	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.750 ~ 0.817	0.756	0.762	0.760	0.758	0.735	0.730
韓国ウォン	(100KRW)	8.917 ~ 9.660	9.037	8.84	9.06	9.05	8.97	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	25.737 ~ 27.278	25.777	24.88	24.94	25.00	24.47	24.41
フィリピンペソ	(PHP)	2.104 ~ 2.213	2.129	2.09	2.07	2.06	2.03	2.02
シンガポールドル	(SGD)	77.17 ~ 81.92	77.84	75.89	76.26	77.21	75.36	75.18
台湾ドル	(TWD)	3.550 ~ 3.708	3.595	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.413 ~ 3.729	3.455	3.28	3.30	3.33	3.28	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4627 ~ 0.4829	0.4656	0.45	0.45	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.600 ~ 1.804	1.620	1.62	1.63	1.64	1.64	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	6.821 ~ 7.821	6.923	6.90	7.07	7.24	7.32	7.36
トルコリラ	(TRY)	17.229 ~ 18.875	17.418	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)	23.891 ~ 27.687	24.188	24.32	24.65	25.61	26.00	25.75
メキシコペソ	(MXN)	5.429 ~ 6.013	5.517	5.49	5.49	5.50	5.42	5.34

注:1.実績の欄は2020年2月29日まで。SPOTは3月2日の12時05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(3月2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。