

PRAEVIDENTIA WEEKLY (2月1日)

新興国通貨：夜明け前が一番暗い？

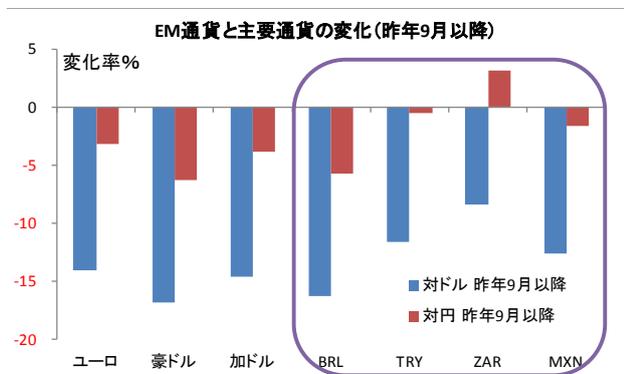
<要約>

ユーロ、豪ドル、カナダドルなどの主要通貨が大きく下落している一方、南アランドやブラジルリアルなどの新興国通貨は比較的小幅な下落に留まっている。南アやブラジルでは中銀はタカ派姿勢を維持していることが背景にある模様だが、年前半は売り圧力が続きそうだ。反発に向かう機運は、米利上げペースが緩慢であることの確認、原油価格の底入れ、トルコ統一地方選通過、日銀の再ハト派化、の可能性が出てくる年央以降となりそうだ。

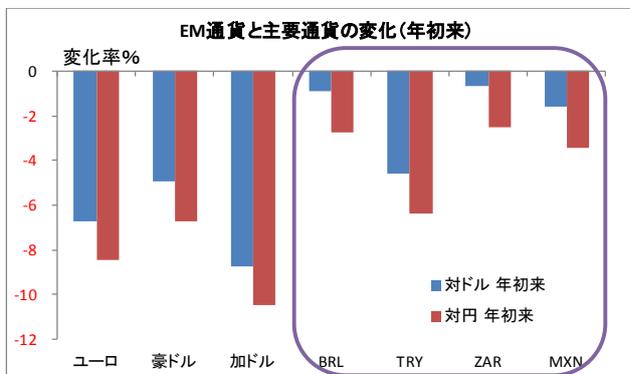
新興国通貨は一部の主要通貨ほどは売られず

ブラジルリアル、トルコリラ、南アランド、メキシコペソなどの日本の個人投資家にも馴染みのある新興国通貨は、昨年9月以降の米国の利上げ開始早期化期待からくるドル高、原油安および原油安を背景とした米株安などの金融市場の不安定化などに各国の政治・経済要因が重なり、下落基調が続いている。ギリシャ懸念も、直接的ではないものの、投資家のリスク回避傾向を強めてこれらの通貨の追加的な圧迫要因となっているようだ。但し、下落率はユーロ、豪ドル、カナダドルなど主要通貨の中でもアンダーパフォームしている通貨と比べると小幅に留まっており、特に今年入り後はブラジルや南アの中銀がタカ派姿勢を続けている（ハト派化していない）こともあって、下落幅が相対的に限定的だ（図表1、2）。

図表1：新興国通貨の昨年9月以降の変化率



図表2：新興国通貨の年初来の変化率



(出所) トムソン・ロイターよりプレビデンティア・ストラテジー作成

共通の下落要因：米・油・希・日

新興国通貨は、各国の個別要因が焦点となって売られることがあり、また個別要因が他の新興国にも共通の要因である場合に通貨安が他国へ伝染・飛び火することがしばしば起こり、全面安となることがある。但しそれだけでなく、金融市場に共通のテーマを受けて全般的に売り圧力がかかることもある。新興国通貨全般に共通の下落要因を抽出してみると、①米利上げを受けた資金流出懸念、②原油安からくる金融市場のボラティリティ上昇を受けたリスク回避、③ギリシャのデフォルト・EU 離脱リスクからくる金融市場の混乱懸念、④日銀の追加緩和期待の後退を受けた円買戻し、などがあり、売り圧力が続いている。

米利上げからくる資金流出懸念 (①) については、確かに昨年9月以降の米利上げ開始早期化期待は、原油安を受けた米インフレ低迷や賃金上昇率の低さを受けて一旦後退している。もっとも、年央のFOMC利上げ開始シナリオは大きく崩れておらず、潜在的な米株安や金融市場の混乱リスク、および米利上げを受けた新興国から米国への資金シフト懸念はテーマとして残っている。とは言い、利上げが開始されてもゆっくりとした利上げ、例えば前回2004年の際のような毎回のFOMCでの利上げではなく、2回に一回程度の利上げペースに留

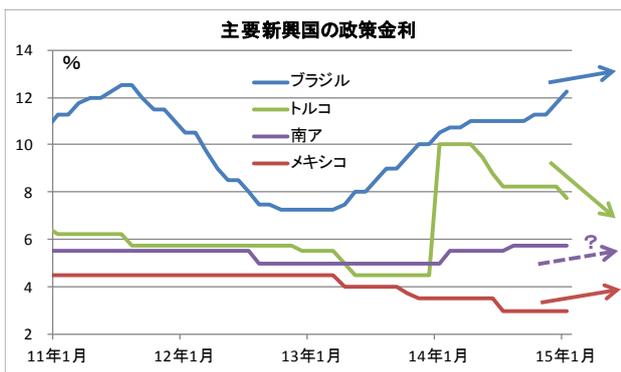
まる可能性が高い。それが事前に十分織り込まれたかたちで行われれば、利上げからくる実体経済や米株価等への悪影響は限定的となる。それが確認されれば、新興国通貨は逆に買い戻される可能性が出てくる。

原油安 (②) については、特に産油国であるメキシコやブラジルに対する直接的な悪影響もあるが、いつ明確に底入れするのか非常に不透明で、20 バレル/ドルへの更なる下落のリスクも残っている。但し、原油安により各国の総合インフレが低下し、利下げ余地を生む点は、金利低下は通貨安要因ではあるものの、長い目で見て景気下支え要因となることから、必ずしも悪いことではない。

ギリシャ懸念 (③) については、特に財政緊縮反対派の急進左派政権主導の連立政権が発足直後に債務削減に向けた強硬路線を取ってきているだけに、当面は悪材料として意識し続けられそうだ。但し当社は、最終的にはギリシャ国民がユーロ離脱を望んでいないことから、2 月末の債務交渉期限ぎりぎり、新政権が何らかの合意を取り付け、デフォルトやユーロ離脱を回避するとみている。

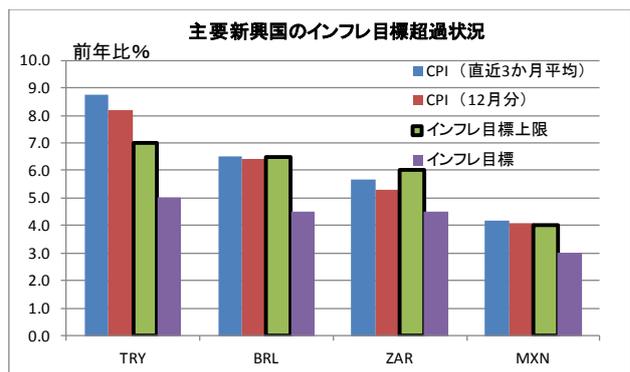
日銀 (④) については、確かに年 80 兆円ペースでのマネタリーベース拡大は続けており、ECB 量的緩和開始と合わせて部分的な流動性相場を演出し、特に高利回りを追求する日欧投資家の新興国投資を下支えする要因となっている面もある。もっとも、原油安を受けて本邦でもコアインフレ（消費増税除く）が前年比+0.5%へ鈍化し、2015 年度中の 2%インフレ目標達成が更に遠ざかっている。それにも拘らず政府・日銀は、2%達成が 2016 年度にずれ込む可能性を指摘するだけで、積極的な追加緩和姿勢を示しておらず、追加緩和期待の後退が円高要因となっている。これは、前回昨年 11 月に当社が想定していた、新興国通貨の対円での強含みシナリオに修正を迫るものだ（14 年 11 月 16 日付週次レポート「[新興国通貨：救世主降臨](#)」を参照）。とは言い、他国中銀（米国を除く）がどんどんハト派化する中で、これらの国の通貨に対する円高により受動的な引締めと同じ状況に陥ることから、早ければ 4 月、遅くとも 7 月には日銀が追加緩和に踏み切らざるを得なくなり、再び円安圧力が高まるとみている。

図表 3：主要新興国の政策金利動向



(出所) 各国中銀、トムソン・ロイターよりプレビデント・ストラテジー作成

図表 4：主要新興国のインフレ目標達成状況



各国の個別要因：金融政策スタンスの違いが重要に

南ア：昨年 9 月以降の米ドル高局面、および 11 月末から 12 月前半にかけての原油安・米株安の際は確かに下落圧力を受けたが、これまでにかなり下落しており、**実質実効相場でもランドは歴史的な割安水準**にあることもあってか、昨年 9 月以降の下落幅は比較的小さかった（図表 1）。今年入り後も、原油安を背景にインフレ率が直近+5.3%とインフレ目標上限（+6.0%）を大きく下回ってきたことから（図表 4）、南ア準銀（SARB）による利下げ期待すら高まっていた。もっとも、直近 1 月 29 日会合では利下げを行わずインフレ警戒姿勢を続けたことも、ランド高・他の新興国通貨対比での相対的堅調維持に繋がっている。

南アでは賃金高騰からくる高インフレ、スト多発や電力供給問題からくる経常赤字や低成長といった慢性的な問題が残る。但しランドが既に歴史的割安水準であり、市場もこれらの問題はかなり織り込み済みの状況下、原油安により賃金やインフレ上昇圧力が低下し、利下げにより景気を下支えできれば、これまでの悪循環に終止符を打つ可能性が出てきている点は、ランドにとってもポジティブだろう。

ブラジル：今年 1 月末には下落したものの、今年入り後は比較的堅調に推移していた。低成長、経常赤字、高インフレ、財政赤字といった問題が大きく改善している訳ではないが、**金融政策面でタカ派姿勢を強く示し**、昨年 10 月 26 日の大統領選におけるルセフ大統領再選直後から 3 回利上げを行い、1 月 21 日には政策金利を 12.25%へ引き上げたことから、リアル安を何とか食い止めているとみられる。また、再選以降ルセフ大統領が

財政健全化策を進めており、財政赤字が縮小の見通しにあることも好材料と言える。

但し、利上げにも拘らず、財政緊縮策の一環として行われている公共料金の引上げが、インフレ率を押し上げる効果があるほか、ルセフ大統領への支持率低下や 2013 年に起きたような反政府デモの拡大に繋がるリスクがあり、海外投資家からの資金流入が細るリスクが残っている。また、金利水準はかなり高くなってきており、ブラジル中銀についても次回 3 月の理事会で追加利上げが予想されているものの、利上げ幅は 25bps 程度と過去 2 回の 50bps よりも小幅となる可能性が高まっており、通貨防衛が困難となるリスクがある。

メキシコ：メキシコについては、米景気回復の恩恵を受け易いほか、改革派のペニャニエト大統領が昨年中にエネルギー産業や通信業に関する改革を進展させるなど、海外投資家の間で期待感が非常に強い点がポジティブだ。もっとも、産油国であるメキシコに昨年 11 月以降の原油安が直撃し、通貨ペソは急落し始めた。更に、昨年 11 月には学生デモ参加者 43 名が、癒着した地方警察と犯罪組織により誘拐される事件が発生し、その対応について大統領への批判が高まるなど、国内では社会不安の高まりと政府の対応のまずさへの批判の高まりも潜在的な悪材料となり得る。金融政策は、政策金利水準が現在 3.00% と他の新興市場国対比で低く見劣りすることから（NZ の 3.50% より低い）、中銀がペソ安懸念等を背景に今後の利上げ姿勢を示しているものの、海外からの投資資金を集めるには金利面では苦戦しそうだ。

今後については、**原油価格の反発が鍵**となるほか、**直近第 4 四半期成長率が 2% 台へ急速に鈍化した米景気の動向も注意が必要な情勢**となっている。

トルコ：トルコは主要新興国の中でもインフレ率が大きく中銀のインフレ目標上限（7.0%）を 2% ポイント以上も上回って推移してきたにも拘らずエルドアン大統領からのあからさまな利下げ要求があるなど、国際投資家の信認を得るのに必要とされてきた中銀の独立性が実質的に保証されていないこともあって、トルコ経済の将来性の高さにも拘らずリラへの売り圧力が続いていた。トルコは原油輸入国であり、原油安から恩恵を大きく受けるはずであるが、そうしたメリットはこれまで殆ど評価されてこなかった。むしろ、原油安によるインフレ率低下を眺め、政治サイドからの利下げ要求が更に強まるという事態になっており、直近 1 月末にはロシアの利下げもトルコの利下げ期待を高めリラ安に繋がる有様だ。

今後も、今年 6 月に予定されている統一地方選に向けて政治的圧力を受けて利下げが続くそう。実際、2 月 3 日発表のトルコ 1 月総合 CPI 前年比が 1% ポイント以上前月（+8.17%）から低下する場合、2 月 24 日に予定されていたトルコ中銀金融政策決定を CPI 発表翌日の 4 日に前倒しで開催することがほぼ決まっており、その際には 50~75bps の利下げが予想されている。低成長に甘んじてきたトルコ経済にとって利下げは本来ポジティブだが、政治的圧力を受けての利下げでは海外投資家の信認を得にくく、利下げ＝リラ安といった展開が続くそう。またエルドアン大統領ないし与党 AKP による、報道の自由や民主主義の妨げになるような政敵への攻撃も、将来的な EU 加盟に向けた交渉を遅れさせることになるほか、「アラブの春」のようなかたちで国民の間に不満が蓄積し再び政局不安リスクに繋がるリスクをはらんでいる。トルコ中銀が実質的な独立性を再獲得するのは、少なくとも 6 月の統一地方選後まで待たねばならないだろう。

新興国通貨見通し：年央に向けた反発機運を見逃さない

多くの新興国通貨に共通の要因に加え、各国個別の悪材料もあることから、目先は売り圧力が続くそう。ブラジルや南アは中銀がタカ派を維持できる範囲で相対的な堅調が維持されそうだが、タカ派姿勢をいつまで続けられるか不確実だ。但し、ギリシャが 2 月末にユーロ圏離脱を回避したり、年央に向けて米国が実際に利上げを開始しても米株価や実体経済への影響が軽微であることが確認できたり、原油価格が明確に底入れしたり、日銀が再びハト派化したりすれば、新興国通貨は全般的に反発のチャンスを得ることになる。またトルコについては、6 月の統一地方選を超えると、中銀に対する利下げ要求がトーンダウンする可能性が出てくる。

図表 5：当社の新興国通貨見通し（対ドル）

通貨ペア	直近	15年3月末	15年6月末	15年9月末	15年12月末
ドル/円	117.4	123	125	127	127
ドル/ランド	11.64	11.7	11.8	11.9	12.0
ドル/トルコリラ	2.45	2.47	2.49	2.47	2.45
ドル/リアル	2.68	2.68	2.70	2.70	2.70
ドル/メキシコペソ	14.98	15.0	15.2	15.0	14.8

図表 6：当社の新興国通貨見通し（対円）

通貨ペア	直近	15年3月末	15年6月末	15年9月末	15年12月末
ドル/円	117.4	123	125	127	127
ランド/円	10.1	10.5	10.6	10.7	10.6
リラ/円	48.0	49.8	50.2	51.4	51.8
リアル/円	43.8	45.9	46.3	47.0	47.0
メキシコペソ/円	7.8	8.2	8.2	8.5	8.6

（出所）プレビデンティア・ストラテジー作成

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧 (14年7月以降)
円	「GPIF：円売りの先導役はいつまで？」(14年12月21日) 「JPY：限界を試す」(14年11月9日) 「JPY：パーフェクトストーム」(14年11月2日) 「ドル/円：デジャヴュかジャメヴュか」(14年9月21日) 「円安牽制：敵は己の内にあり？」(14年9月13日) 「ドル/円：少し行き過ぎた愛情の記録」(14年9月8日) 「円：GPIFパラドックス」(14年8月10日)
ドル	「USD：FedのBoE化リスク」(14年9月27日)
ユーロ	「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを②」(15年1月18日) 「EUR：分裂ある所に和合を、デフレある所にQEを①」(15年1月11日) 「EUR：他力本願から脱せるか」(14年10月26日) 「EUR：テルトロ、トロトロ」(14年7月26日)
ポンド	「GBP：明るくなるまで待つ」(14年1月25日) 「GBP：パラノからスキゾへ」(14年8月23日) 「GBP：スコッチお油割りは微妙なテイスト」(14年7月19日) 「GBP：タカ派の多寡」(14年7月5日)
豪ドル	「AUD：Vorsprung durch Politik? 反発は金融政策待ち？」(14年12月27日) 「AUDとNZD：反発は似て非なるものに」(14年10月11日)
NZドル	「NZD：覆水お盆後も返らず」(14年8月2日)
スウェーデンクローナ	「SEK：リクスバンク・リスク」(14年12月6日)
主要通貨	「来年の主要通貨戦略：四字熟語で勝負」(14年11月24日) 「G4通貨：年内のカタリスト・リスト」(14年8月16日)
新興国通貨	「新興国通貨：救世主降臨」(14年11月16日) 「ブラジル大統領選：僅差に芽生える光明」(14年10月4日)
テーマ	「原油と為替：バレルに順バレルのは？」(14年11月29日) 「投資戦略再考：悲観の先にあるもの」(14年10月18日) 「リスクオフ」の解体新書」(14年8月31日) 「米株価(S&P)とポンド(Sterling Pound)」(14年7月12日)

ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデントティア・ストラテジー株式会社

金融商品取引業者（投資助言・代理業）関東財務局長（金商）第2733号 一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641