

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：新興国通貨を取り巻く外部環境は悪化	2
中国人民元 (CNY)：来年も PBoC による通貨安政策は続くと予想	3
インドルピー (INR)：RBI 新体制は緩和を継続	4
インドネシアルピア (IDR)：タックス・アムネ스티後は改革に注目	5
韓国ウォン (KRW)：7～9 月期 GDP は予想通り減速	6
マレーシアリンギ (MYR)：2017 年度予算案は総花的な内容に	7
フィリピンペソ (PHP)：引き続きフィリピン経済は底堅く推移	8
シンガポールドル (SGD)：MAS は現状の金融政策を維持	9
タイバーツ (THB)：国王崩御に伴う影響が懸念される	10
ベトナムドン (VND)：年末にかけて緩やかに VND 安が進む見込み	11
ロシアルーブル (RUB)：手堅い金融政策が RUB 下支え要因に	12
南アフリカランド (ZAR)：国内政治の混乱に改善の兆し	13
トルコリラ (TRY)：トルコ中銀の独立性に決定的な打撃	14
各種予想	15

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

齋藤 周

03-3242-7065

amane.saito@mizuho-bk.co.jp

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

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatan@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

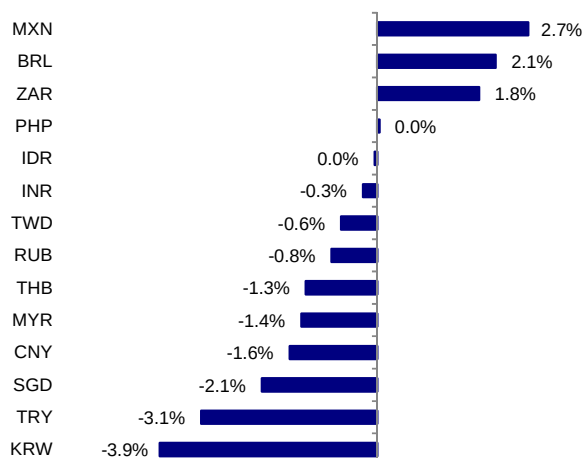
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

日本でのお問い合わせは、国際為替部までお願い致します。

新興国通貨：新興国通貨を取り巻く外部環境は悪化

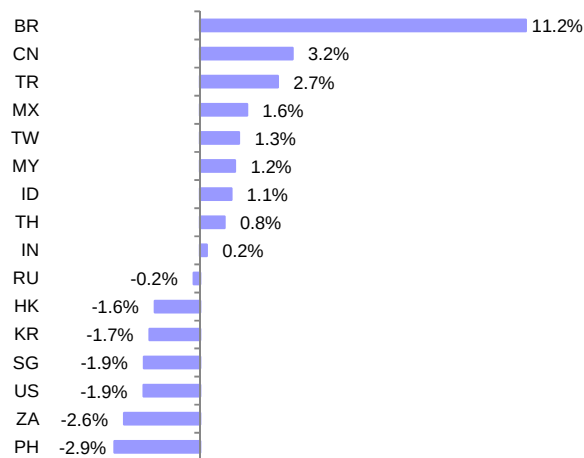
- 10月の新興国通貨は、概ね軟調な展開となった。EU 単一市場へのアクセスを伴わない英国の EU 離脱 (Hard Brexit) に対する懸念が強まり、GBP 安・EUR 安が進んだことや、多くの FRB 高官が年内利上げに前向きな発言を行ったことで、ドル高の流れとなり、多くの新興国通貨は売られた。一方で、BRL や MXN は政治リスクの後退を受けて上昇し、また原油価格の持ち直しを背景に、資源国通貨はレンジ内の値動きに止まった。
- 新興国を取り巻く外部環境は、厳しさを増している。中国経済こそ安定を保つものの、米利上げ期待は高まり、12月のFOMCにおける利上げの織込みは9月末の約60%から、足許は約80%まで上昇した。11月1日(火)～2日(水)にかけて開催されたFOMCでは利上げが見送られるも、会合後はFRB高官から年内利上げを示唆する発言が見られると予想されることから、米利上げ期待は後退せず、新興国通貨は上値が重い展開となるだろう。
- また、原油価格は11月30日のOPEC総会に向けて上値が重くなる可能性が高い。減産対象外となったイラン、リビア、ナイジェリアと、減産量の太宗を引き受けるサウジアラビアの間で、目標生産量について合意形勢に向けた大きな動きは見られない。ここにきて、イラクが自国の目標生産量について、OPEC 推計が下振れしていることを理由に引き上げを求めるなど、協調減産に向けた交渉は困難を増している。斯かる状況下、合意した生産目標量(日量 3250 万バレル～3300 万バレル)の上方修正や、合意自体が白紙になる懸念が強まり、原油価格は月末にかけて売り優勢になると考える。
- 更に Hard Brexit に対する懸念が新興国通貨の新たな売り要因となっている。GBP 安もさることながら、欧州経済の先行きに不透明感が高まることで、新興国資産を含むリスク資産に対する投資意欲の減退が危惧される。斯かる状況下、来月の新興国通貨は軟調推移を予想する。
- 但し、一部の通貨は動きを異にする見込みだ。特に MXN は、原油や米金融政策よりも、米大統領選(11月8日に投票)の結果に大きく左右されるだろう。足許は、FBI がクリントン民主党候補の私用メール問題に対する捜査を再開したことで、トランプ共和党候補が追い上げる展開となっている。もともと、選挙人獲得数の予測ではクリントン氏が優位に立っており、同氏が勝利することで、トランプ・リスクの消滅が好感され、MXN は買い進められると見込む。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2016 年 10 月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率 (2016 年 10 月)

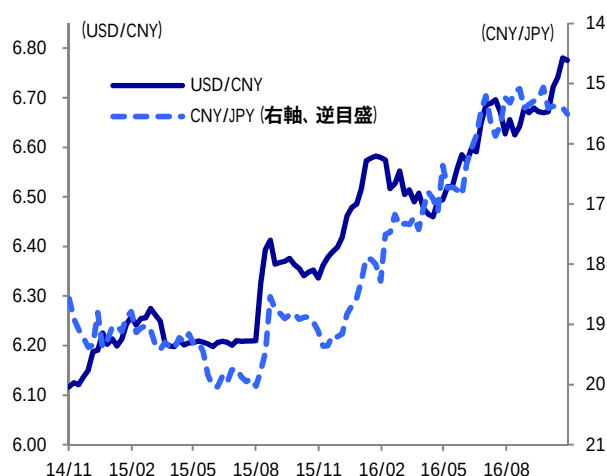


(資料) ブルームバーグ

中国人民元 (CNY) : 来年も PBoC による通貨安政策は続く予想

- 10 月の CNY は、下落する展開となった。月初は国慶節による長期祝日により休場。祝日中に Hard Brexit に対する懸念の強まりから、主要通貨市場でドル高となったことを受けて、祝日明けの CNY は 6.67 台から 6.70 台に急落した。その後も、ドル高基調は続き、CNY は軟調推移が継続。月末にかけては、6.78 台まで売り込まれるも、その後は値を戻し 6.77 台半ばで越月した。
- 10 月 19 日に発表された 7～9 月期 GDP は前年比+6.7%と、市場予想通り 4～6 月期から伸び率が横ばいとなった。成長率の内訳を前年比寄与度で見ると、最終消費支出(4～6 月期:+4.92%ポイント→7～9 月期:+4.76%ポイント)が減速した分を、純輸出(4～6 月期:▲0.70%ポイント→7～9 月期:▲0.52%ポイント)の改善が埋めている。
- 同日に発表された 1～9 月固定資産投資では、減速が懸念されていた民間部門の投資額が前年同期比+2.5%と 8 月(同+2.1%)から加速した。また、小型自動車に対する減税の駆け込み需要は引き続き強く、9 月小売売上高は前年比+10.7%と 2 か月連続で伸び率が拡大している。最終消費支出の加速や総資本形成が持ち直す兆しを見せており、2016 年の成長目標(+6.5%～7.0%)が達成される公算は大きいと言えよう。
- 13 日に発表された 9 月貿易統計では、外需の落ち込みを背景に輸出が前年比▲10.0%と市場予想(同▲3.3%)を大きく下回り、2016 年 2 月以来の低水準となった。
- 中国人民銀行(PBoC)による通貨安政策は来年も続くと考え。来年は自動車減税による一時的な押し上げ効果が剥落し、個人消費が減速するだろう。政府は引き続き積極財政を維持する方針を打ち出しているため、景気は底割れを免れるも、下振れリスクが大きい状態は続く見込みだ。
- 今までであれば、PBoC は基準貸出金利の引き下げなどで景気を下支えしてきたが、現状下で金融緩和を行うと、大幅な人民元売り圧力を生み出し、かつ過剰債務問題を深刻化させてしまう。
- そのため、PBoC は引き続き人民元安を容認し続けることで、輸出を下支えし、経済の減速ペース抑制に努めるだろう。こうした中、年内は米利上げ期待が高まり、来年前半は Hard Brexit に対する懸念の強まりを背景にドル高になりやすい環境が続くため、CNY は軟調推移の継続を予想する。

図表 3: 中国人民元相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 4: 上海総合株価指数

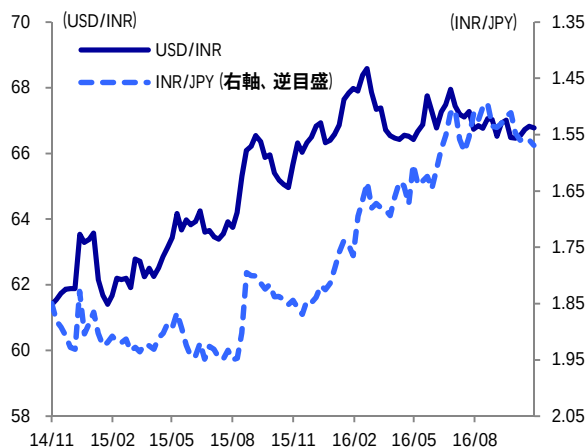


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : RBI 新体制は緩和を継続

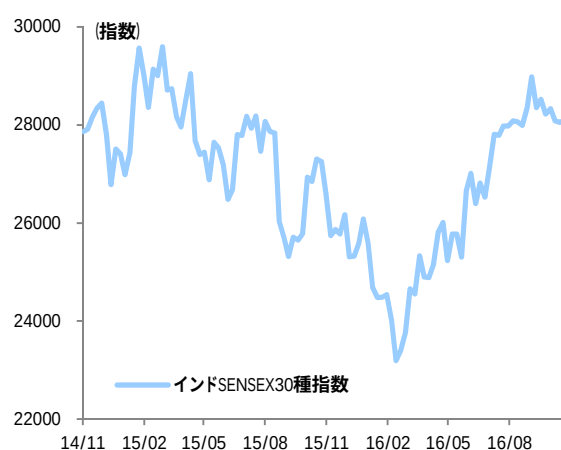
- 10 月の INR 相場は小幅に下落。4 日のインド準備銀行 (RBI、中央銀行) による利下げ、米金利上昇に伴うドル高、人民元主導の新興国通貨安を背景に INR は中旬にかけて一時 67 近辺まで下落。その後はドル高に一服感が見られたことで揉み合い推移となり、66.8 近くでの越月となった。
- 10 月 4 日開催のインド準備銀行 (RBI、中央銀行) の金融政策決定会合では、政策金利 (レポレート) が 6.25% に 25bp 引き下げられた。また、市場金利の上限となる限界貸出ファシリティ金利が 6.75%、下限となるリバースレポレートが 5.75% にそれぞれ 25bp 引き下げられ、上限金利と下限金利との差であるコリドーは 1.00% ポイントで維持された。
- 利下げ決定の背景には、インフレ率が 2017 年 3 月末に RBI 目標の +5% に到達し、中期的な目標 (+2~6%) に落ち着く見込みであることや、インフレ率の上振れリスク縮小がある模様だ。
- 実際に、9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +4.31% と 2 か月連続で減速し、2015 年 8 月以来の低水準となった。背景にはモンスーン期 (雨期) における平年並みの降水量を受けて、農業生産が順調なことがある。RBI によるとカリフ期 (作期) の作付けも昨年を上回っているとされ、今後も農業生産の拡大と食料品価格の抑制が期待される。
- そのため、RBI の目標は達成される可能性が高まっている。RBI は 2015 年 1 月以降、景気下支えを理由として断続的に利下げを行ってきたが、インフレ率の落ち着きを受けて、追加緩和に踏み切る可能性もあるだろう。
- 今年 8 月に法案が可決した物品・サービス税 (GST) に関して、GST 委員会では税率の議論が進められている。ジャイトリー財務相によると、GST の税率は 4 段階 (5%、12%、18%、28%) とされ、穀物など CPI 構成項目の約半数は非課税とすることや、大衆向け商品の税率は 5% に設定される見込みだ。政府試算によると、GST の導入は CPI を ▲0.6% ポイント押し下げるとも予測されている。
- 他国に比べて高い金利水準や外貨準備の積み上がりを背景に INR は安定推移が見込まれる。もともと、政府は製造業の輸出拡大策である「メイク・イン・インド」の下で INR の上昇を緩やかなものとする見込みだ。INR は 1~3 月期にかけて値を下げるものの、その後は徐々に切り返す展開を予想する。

図表 5: インドルピー相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 6: インド SENSEX30 種指数

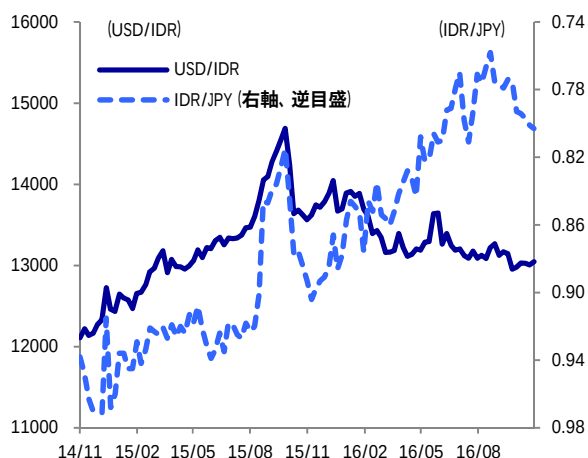


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : タックス・アムネ스티後は改革に注目

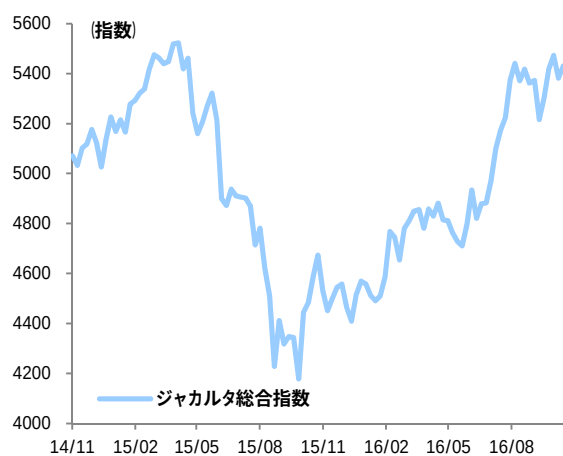
- 10月のIDRは12940近辺～13090での狭いレンジでの推移となった。中旬にかけては年内利上げ期待を背景としたドル高から一時13090まで下落したが、資金流入の動きもあり13000付近まで値を戻した。その後は、米利上げ期待の再燃などもある中で、IDRは小幅に下落して越月した。
- 20日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、政策金利(7日物リバースレポ金利)が25bp引き下げられ、4.75%に設定された。利下げは2016年に入って6回目となった。
- 声明文では、今回の利下げがマクロ経済の安定性に鑑みて整合性が取れていることが強調された。特に、2016年のインフレ率がBI目標(+3～5%)の下限近くで推移していること、経常赤字が予想よりも抑えられたこと、貿易黒字の拡大やルピア相場が安定していることが利下げの理由に挙げられた。
- 今後の金融政策においてもBIは緩和姿勢を維持する見込みだ。BI高官は会合後の会見で「追加緩和はよりダイナミックなものになる可能性がある」、「インフレ率や経常赤字、融資の成長率など月次指標をモニターしていく」との旨を発言している。そのため、インフレ率やルピア相場の安定が続く場合には、BIが追加緩和に踏み切る可能性が高いだろう。
- 今年7月に導入されたタックス・アムネ스티(租税恩赦)において、最も低い税率が適用される第1期が9月30日で終了した。この期間に申告された資産額は約3800兆ルピアで、来年3月までの税収目標となる165兆ルピアの約6割(97兆ルピア)が納付されている。
- タックス・アムネ스티導入は海外資産のインドネシア国内への還流に繋がることでルピア高になることが期待されていた。しかし、申告された資産に占める海外分は約26.2%に止まっており、事前期待通りのルピア買いに繋がるとは考えにくい。また、スリ・ムルヤニ財務相によれば、今年度は218兆ルピアの税収不足が見込まれるとしており、タックス・アムネ스티による増収にも拘わらず、財政状況の改善は限定的になりそうだ。
- 12月の米利上げ期待が高まるに連れて年末にかけてのIDRは13200を目指す展開が見込まれる。年明け後にはタックス・アムネ스티によるIDR買い圧力は徐々に縮小すると見られるが、ジョコ政権によって進められている構造改革を背景にIDRは反発し、来年末には12600まで上昇すると予想する。

図表 7: インドネシアルピア相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 8: ジャカルタ総合指数

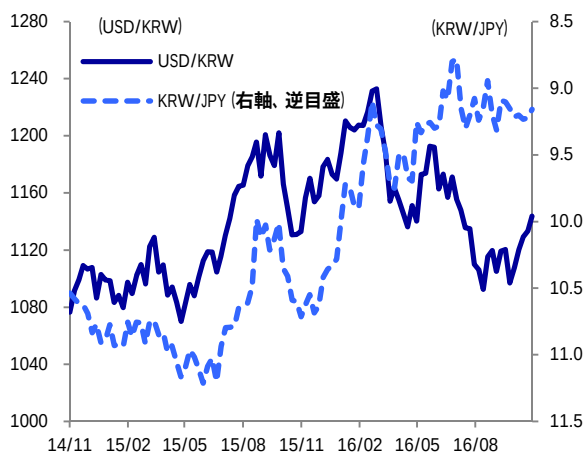


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン (KRW) : 7~9 月期 GDP は予想通り減速

- 10 月の KRW は、徐々に売り込まれる展開。月初こそ、冴えない米 9 月雇用統計の結果を背景に堅調に推移するも、Hard Brexit 懸念を背景にドル高の動きが強まり、KRW は 1140 近辺まで下落。更に月末にかけて、朴大統領が親友である崔氏に機密文章を渡していた問題が浮上すると、弱含んだ。
- 10 月 25 日に発表された 7~9 月期 GDP は前年比+2.7%と 4~6 月期(同+3.3%)から減速した。総固定資本形成(4~6 月期:同+5.3%→7~9 月期:同+5.4%)は建設投資の加速を背景に伸び幅を拡大したものの、最終消費支出(4~6 月期:同+3.4%→7~9 月期:同+2.9%)が減速したことで、経済全体の伸びが押さえられた模様だ。
- 最終消費支出の内訳を見ると、政府最終消費(4~6 月期:同+3.6%→7~9 月期:同+4.0%)が補正予算の執行を受けて加速する一方、民間最終消費(4~6 月期:同+3.3%→7~9 月期:同+2.6%)は減速した。6 月末の自動車減税終了や、汚職防止法の施行に伴う高額商品の買い控えなどを背景に、10~12 月期も民間消費は弱含む可能性が高い。
- また、7~9 月期の経済を下支えした建設投資について、陰りが見えつつある。政府は不動産価格の高騰を受けて、2 月及び 8 月にローン審査の強化を銀行に要請した。その結果、9 月住宅価格の伸びは前年比+1.74%と 9 か月連続で減速しており、住宅着工許可件数の伸びも徐々に鈍化しつつある。許可から建設されるまでに時間差があるため、建設投資が直ぐに減速する可能性は低いものの、来年にかけて伸び悩む公算が大きくなっている。
- 一方で、柳財務相が「低成長が予想よりも長期化する中、拡張的な財政政策を継続する必要がある」と述べており、積極的な財政政策が景気の底割れを防ぐだろう。
- 13 日に開催された金融政策決定会合にて韓国中銀(BOK)は市場予想通り、4 会合連続で政策金利を 1.25%に据え置いた。BOK は家計債務の積み上がりを引き続き懸念しており、今後も政策金利を据え置くと考える。
- 年内の韓国経済は拡張的な財政政策を背景に急減速は避けられるも、低迷する可能性が高く、株式投資フローの流出から、KRW は軟調推移を予想する。2017 年は、世界経済の回復とともに外需の持ち直しが見られるが、建設投資の伸び悩みなどを受けて、韓国経済は小幅な加速に止まる見込みだ。そのため、KRW は持ち直すも上昇速度は緩やかとなる可能性が高い。

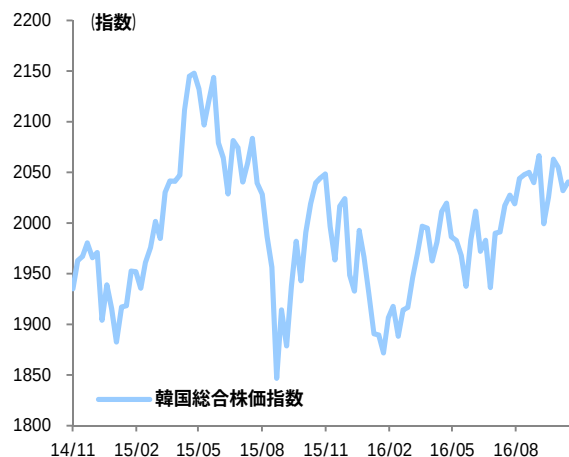
図表 9: 韓国ウォン相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

2016 年 11 月 4 日

図表 10: 韓国総合株価指数

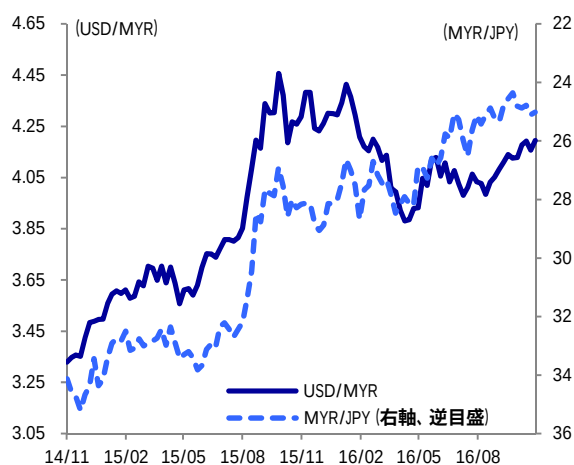


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ (MYR) : 2017 年度予算案は総花的な内容に

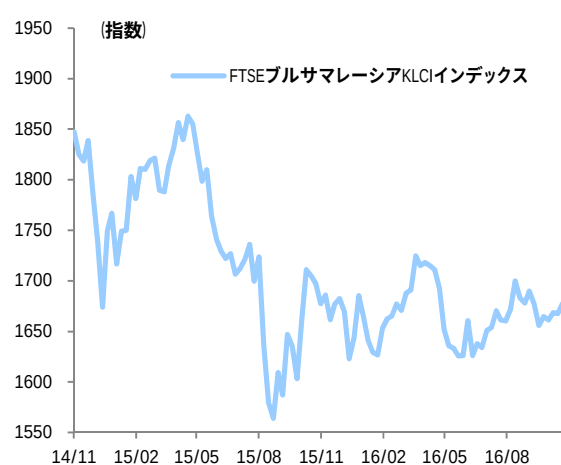
- 10 月の MYR 相場は軟化した。米利上げ期待の高まりを背景に月初から下押しされ、4.10 台から 4.20 台まで下落した。その後は堅調な原油価格や 21 日に発表された 2017 年度予算案が好感されたことで、4.10 台まで上昇。しかし、米利上げ期待が再び高まると、再び値を下げ、4.20 近辺で越月した。
- マレーシア経済は低迷している。9 月製造業 PMI は 48.6 と 2015 年 4 月以来、18 か月連続で景気回復/縮小の節目となる 50 を下回っている。また 8 月鉱工業生産も前年比 +4.9% と 7 月 (同 +4.1%) から僅かに加速したが、市場予想 (同 +5.4%) を下回った。
- 10 月 7 日に発表された 8 月貿易統計を見ると、輸出は前年比 +1.5% と 7 月 (同 ▲5.5%) からプラスに転じた。電気・電子製品が輸出全体をけん引したが、輸出がプラスに転じた背景には営業日数が昨年 8 月より多かったこともあった模様だ。6~8 月の 3 か月移動平均で見ると同 ▲0.2% であり、依然として弱い外需が輸出の重石となっている。
- 21 日に発表された 9 月 CPI は同 +1.5% と 8 月 (同 +1.5%) から伸び率が横ばいとなった。食品価格の下落 (8 月: 同 +3.5% → 9 月: 同 +3.0%) が交通費 (8 月: 同 ▲6.7% → 9 月: 同 ▲5.5%) のマイナス幅縮小を相殺する格好となった。今後は原油価格の上昇と燃料補助金撤廃を受けた 2015 年における交通費下落のベース効果を背景に、CPI は緩やかに加速する可能性が高い。
- 政府は 21 日、2017 年度予算案を発表した。歳入は 2197 億 MYR と 2016 年度補正後予算から +3.4% 増加し、支出も 2608 億 MYR と +3.4% 拡大している。もっとも、財政赤字は対 GDP 比で ▲3.0% と前年から赤字幅が 0.1% ポイント縮小するとされた。
- 2018 年までに次期総選挙を控える中、政府は景気低迷に配慮し、所得税率や物品・サービス税 (GST) の引き上げには踏み切らなかった。国民負担を増大させることなく、総花的な予算案にすることで選挙への基盤を固めたい思惑があったのだろう。
- 米利上げ圧力が掛かる中、堅調に推移する原油価格や財政懸念の緩和に支えられ、MYR は 2016 年末までに一時は 4.18 まで買い戻されると予想する。また 2017 年入り後も世界経済回復を背景に緩やかに上昇するだろう。

図表 11: マレーシアリンギ相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

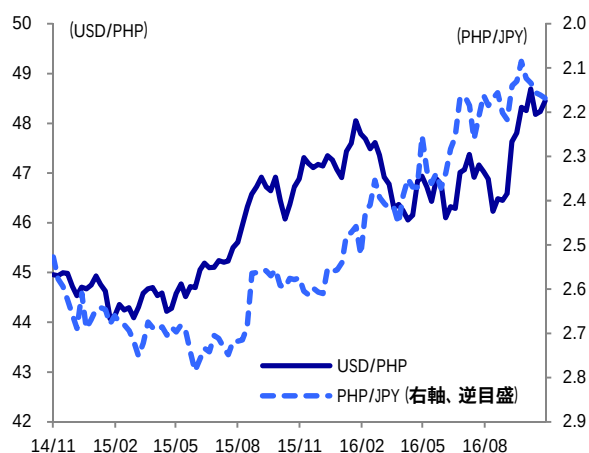


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ (PHP) : 引き続きフィリピン経済は底堅く推移

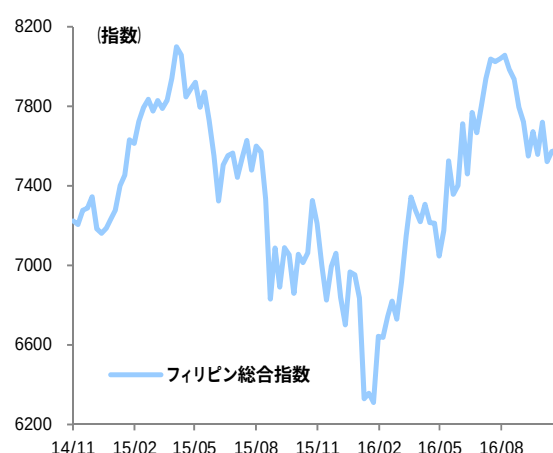
- 10月のPHP相場は横ばい推移。月初、ドゥテルテ大統領の暴言が米国との関係悪化を招くとの懸念から、48.20台から48.50台まで下落した。月央に、ドゥテルテ氏の外遊で中国から支援策を引き出したことが好感され、一時47.80台まで買われた。その後は、売りが優勢となり48.40付近で越月した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者 (OFW) 送金は、10月17日発表の8月分が前年比+16.3% (2016年1~7月平均: 同+3.3%) と、前年8月がマイナスとなった反動もあり、大幅に増加した。そのため、足許にかけてもフィリピンの個人消費は底堅い伸びが続いていると推測される。
- 5日に発表されたフィリピン9月CPIは前年比+2.3%と8月 (同+1.8%) から加速し、2015年3月以来の高水準となった。CPI上昇の背景には天候不順に伴う農作物の生産減少や、非食品価格でのベース効果がある。
- 9月CPIは加速したがフィリピン中銀 (BSP) のインフレ目標 (+2~4%) に収まっており、テタンコ BSP 総裁もこの結果を受け「現時点で我々が政策金利の変更を迫られるような理由はないことを示した」と述べている。インフレ率がBSPの目標内で推移する公算が大きい中、年内は政策金利が据え置かれると予想する。もっとも、来年以降もインフレ率とインフレ期待が上昇を続ければ、BSPが利上げに踏み切る可能性は高まっていくだろう。
- 19日に2017年度予算案が下院を通過した。ドゥテルテ政権の掲げるインフラ支出拡大が実現すれば、フィリピン経済の成長加速が見込まれる。また、政府は租税恩赦 (タックス・アムネ스티) を実施する意向を示した。滞納分の40%以上を徴収することを目指すとし、税収増にも期待がかかる。
- ドゥテルテ大統領の米大統領に対する暴言や、麻薬犯罪者の超法規的殺害を肯定する発言は国際社会との摩擦の強まりとともに、政情不安に繋がると見る向きもある。また、同大統領の政策決定が見通しにくくなったことを一因に、一部の格付け会社からは景気悪化時の格下げが示唆された。もっとも、我々はインフラ支出と個人消費を背景に景気が堅調に推移することから、同国の格下げリスクは小さいと考える。
- 政治的な懸念を背景に2016年内のPHPは48台を中心とした軟調な値動きになると予想する。もっとも、2017年半ば以降は世界経済の回復に連れ、緩やかに上昇するだろう。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

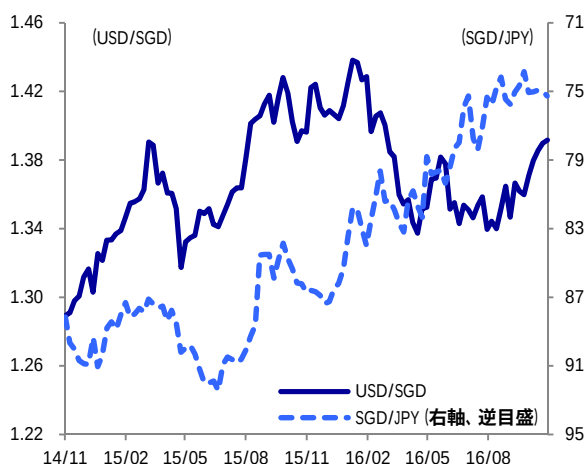


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル (SGD) : MAS は現状の金融政策を維持

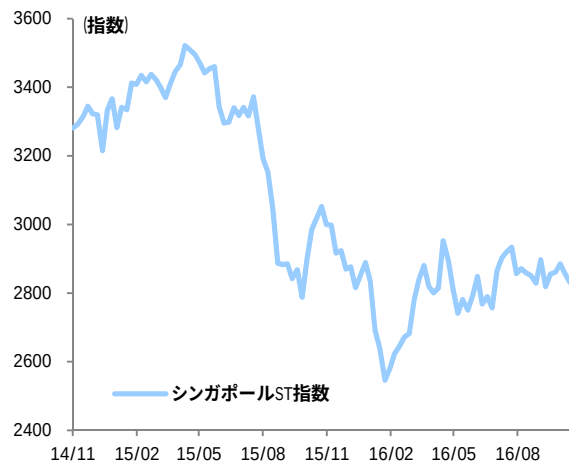
- 10 月の SGD は軟調に推移した。月初、1.36 台半ばでオープンも、Hard Brexit 懸念を背景に 1.37 台まで売られた。14 日のシンガポール通貨庁 (MAS、中央銀行) の金融政策決定会合で金融政策の現状維持が決定されるも、売り優勢の展開は続き、月末にかけては 1.39 台で推移した。
- 10 月 14 日に開催された MAS の金融政策決定会合では、政策の操作対象である SGD の名目実効為替レート (NEER) を上下どちらにも誘導しない中立スタンスの維持が決定された。なお、NEER の変動幅及び中心レートについても現状水準で据え置かれている。
- 声明文では、2016 年の GDP は予想 (+1.0%~2.0%) の下限に近い水準となり、2017 年の成長率は 2016 年から小幅にしか加速しないとした。
- インフレについては、年内のコア CPI は前年比+1.0%近辺と足許の水準でほぼ横ばい、2017 年に入っても+1.0%~2.0%のレンジ内に収まるとしている。低成長、低インフレが続くとの見方を示しながらも、金融政策を維持した理由として、現状の金融政策は十分緩和的であり、当面の景気弱含みには対処できるとした。
- もっとも、MAS は IT バブル崩壊やリーマンショックなど深刻な経済ショックが発生した際は、中心レートの切り下げを行ってきた。そのため、Brexit 問題が深刻化した場合など、想定外の経済ショックが発生した時は、中心レートを切り下げる可能性が高い。
- 同日に発表されたシンガポール 7~9 月期 GDP は、前期比年率▲4.1%と 4~6 月期 (同+0.3%) から大幅に減速した。外需の落ち込みを背景に製造業 (4~6 月期: 同+2.1%→7~9 月期: 同▲17.4%) が減速に転じたことが影響した模様だ。IMF の世界経済見通しでは、2016 年の世界貿易量は前年比+2.3%と 2015 年 (同+2.6%) から減速する見込みであり、シンガポール経済は冴えない外需を背景に 10~12 月期も低迷を続ける可能性が高い。
- 米利上げ期待が煽る中、2017 年 3 月の英国による EU 離脱の正式通知に向けて、欧州通貨が軟調となり、ドル高基調が続くことから、**SGD は 2017 年前半まで売り優勢の展開が続く**と見込む。SGD 高に切り返すのは、米利上げの頓挫が明らかとなる 2017 年後半となるだろう。

図表 15: シンガポールドル相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 16: シンガポール ST 指数

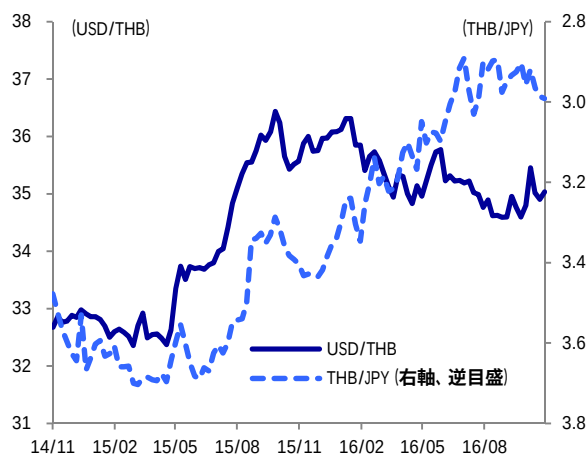


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ (THB)：国王崩御に伴う影響が懸念される

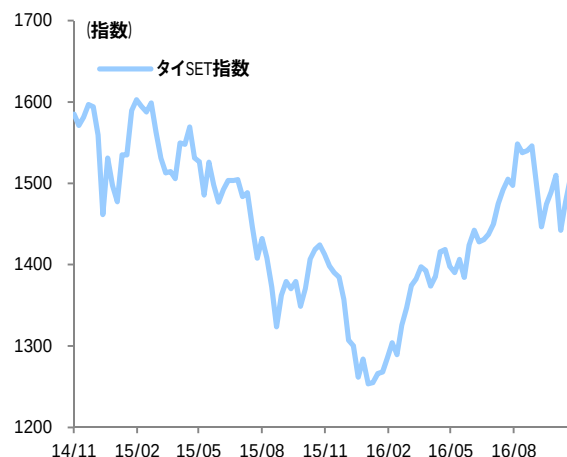
- 10月のTHB相場は往って来いの展開。9日、国王の容態が悪化との報道を受け、34.80台から35.90台まで急落した。13日に国王崩御が伝えられ、後継者が発表されると、値を取り戻し、月末は35.00近辺で取引を終えた。
- 10月13日にプミポン国王が亡くなった。国王は数々の政治対立を自ら収束させてきたほか、貧困対策を行ってきたことや、積極的な外資導入によりタイ経済を大きく発展させたことで、国民から絶大な尊敬と信頼を集めていた。
- タイ政府はワチラロンコン皇太子への王位継承を数か月以内に実施することを目指している模様だ。当初2017年10月頃とされていたワチラロンコン皇太子の即位が早まった背景には、民政化プロセスを予定通り行いたい軍政側の思惑も働いたと考えられる。しかし、プミポン国王の権威が属人的なものであったため、再び軍とタクシン派の対立が強まった場合に、新国王がすぐに求心力を発揮できるかは未知数であり、政治的対立を収められず事態が収束しないリスクもある。
- タイ経済は緩やかな回復を見せていたが、政府はプミポン国王の死去を受け、30日間の娯楽自粛、1年間の服喪期間とする方針を示した。政府方針以外にも消費自粛などの動きが広がると見られ、個人消費や観光業の下押しが懸念される。我々の試算によると、国王崩御に伴う10～12月期の個人消費の落ち込みはGDP比で▲0.4%程度となる見込みだ。
- 17日にタイ財務省のソムチャイ事務次官は服喪期間に入ったことを受けて、政府が観光業やサービス業に対する支援策を検討していると述べた。しかし、19日にソムキット副首相は、新たな景気刺激策は必要ないとの見解を示しており、政府による景気刺激策が行われるかは不透明である。
- また、ウィラタイ・タイ中銀(BOT)総裁は「タイ経済は徐々に回復しており、多くの国と比較しても底堅い」との認識を示している。もっとも、タイ10月CPIは前年比+0.3%と23か月連続でBOTのインフレ目標(+1～4%)を下回っているため、BOTには十分緩和余地があると言える。景気減速懸念が強まった場合に、BOTが利下げに踏み切る可能性は以前に比べて高くなっただろう。
- THBにおけるプミポン国王崩御の影響は一巡したが、政治が燦りを見せ、米利上げ期待が高まる中、年内は弱い動きとなるだろう。しかし、安定した経常黒字と、経済の回復を背景に2017年は緩やかに上昇すると予想する。

図表 17: タイバーツ相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

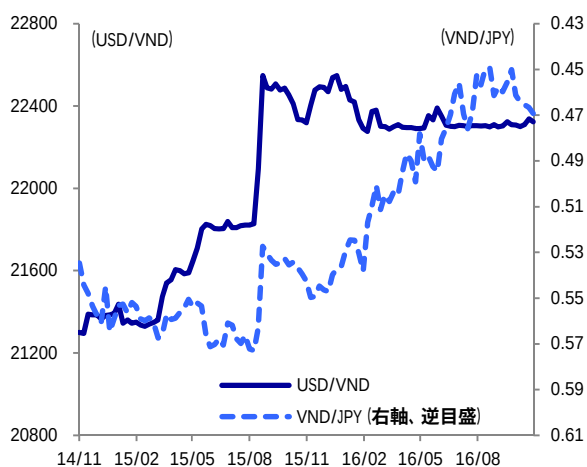
図表 18: タイ SET 指数



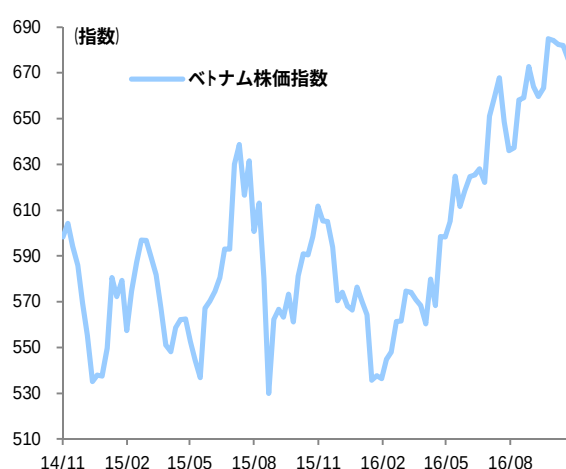
(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン (VND) : 年末にかけて緩やかに VND 安が進む見込み

- 10月のVND相場は、小幅に下落。Hard Brexit懸念を受けて、月初から他のアジア通貨が対ドルで下落すると、中心レートが VND 安方向に設定されるも、VND はレンジ内推移となった。しかしながら、月末にかけてドル高が進むと、VND は 22300 近辺から 22340 近辺まで値を下げた。
- 10月28日に発表された10月小売売上高は前年比+7.5%と9月(同+9.4%)から減速し、また10月鉱工業生産も同+6.0%と9月(同+7.6%)から伸び率が縮小し、2016年1月以来の低水準となった。
- 冴えない経済指標の背景には、高騰するインフレ率と低い貸出の伸びがあると見られる。同日に発表された10月CPIは医療費の引き上げなどを背景に前年比+4.09%と3か月連続で加速し、2014年8月以来の高水準となった。
- また、金融機関全体の貸出残高は9月22日時点で、前年比+10.46%と政府の年間目標(同+18%~20%)に対して半分程度に止まっている。主要各行とも貸出金利を引き下げることで増額を図っているが、2011年から深刻化した不良債権問題を受けて、審査基準は厳格化しており、思うように貸出を伸ばせていない模様だ。
- なお、フック首相はこうした経済情勢に鑑みて、2016年の成長目標を当初の+6.7%から+6.3%~6.5%に引き下げると発表した。その上で2017年については+6.7%と、2016年から小幅な加速を目指すとして述べている。
- 10月貿易統計において、輸出は前年比+8.3%と9月(同+12.0%)から減速する一方、輸入は同+13.4%と9月(同+5.8%)から伸び率が拡大したことで、貿易収支は▲2億ドルと5か月ぶりの赤字となった。もっとも、年初来で見ると約+35億ドルの黒字となっており、VNDを取り巻く需給は良好な状態が続いている。
- ベトナム国立銀行(SBV、中銀)は、9月から他のアジア通貨が対ドルで下落するのに合わせて、中心レートを VND 安方向に切り下げている。しかしながら、急速なVND安は輸入物価の上昇を通じて、インフレ率の高騰を招いてしまうため、SBVはVNDの下落ペースを非常に緩やかにしている。
- 年末にかけて米利上げ期待が高まる環境下、VND安基調が続くだろう。もっとも、需給環境は良好であり、またインフレ率の加速を限定的にするためにも、SBVはVND安の速度を抑制すると予想する。

図表 19: ベトナムドン相場 (対米ドル、対円)

(資料) ブルームバーグ

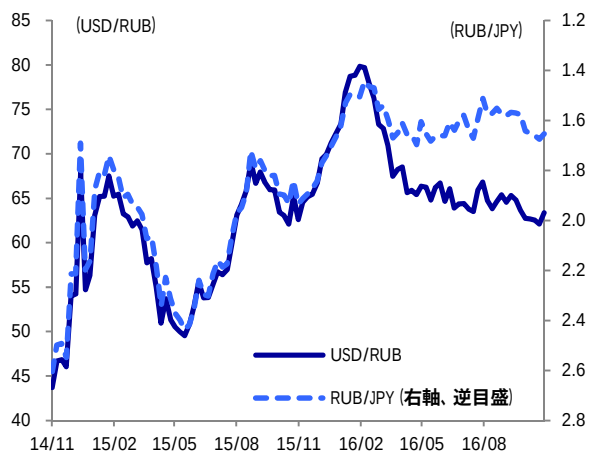
図表 20: ベトナム株価指数

(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル (RUB) : 手堅い金融政策が RUB 下支え要因に

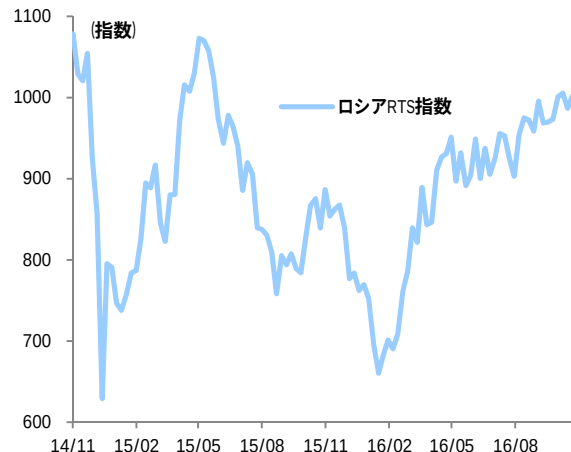
- 10 月の RUB は高止まり。散発的な上下動は見せたものの、月を振り返って見れば、比較的狭い値幅に膠着していた。原油価格動向と RUB の値動きに一定の連動は見られたが、10 日に前後しての原油価格上昇の割りに RUB の上げ足が鈍かったり、月末に掛けての原油調整安との比較で RUB が下げ渋ったりと、最近ではあまり見られなかったちぐはぐな値動きも目立った。
- 原油価格は、「11 月末の OPEC 総会で生産量の凍結・減産が合意される」との期待感に加え、この間発表された米国内原油在庫統計の予想比下振れが相次いだことなどが下支え要因となった。ただし、ブレント直物で 10 日までに 1 年ぶりの高値となる 52.36 ドル/バレル(参照値)をつけた後は、月末まで軟調気味の推移を支配的とした。
- 28 日、ロシア中銀 (CBR) は政策金利 (1 週間物入札金利) を 10.00% に据え置いた。CBR は 9 月 16 日の金融政策委員会後、物価抑制のため、年内は政策金利を据え置く方針を明確にしており、この決定は市場全体が予想していた。予想通りの決定に RUB の反応も極めて限定的だった。
- 目先の RUB は、堅調推移継続を予想。RUB 堅調を予想する理由としては、①少なくとも 11 月 30 日の OPEC 総会までは原油生産量凍結・減産に対する期待感が大幅に後退する可能性が低いこと ② CBR の強硬とも言える物価抑制姿勢を資本市場の概ねが「ロシア国債買い要因」と読んでいる感が強いこと、が挙げられる。近い将来、仮に CBR の思惑通りに物価が安定するのなら、10 年物で足元 8% を明確に超えるロシア国債の高利回りには大きな投資妙味があるものと考えられる。
- CBR は 2017 年末までに CPI を +4% に誘導することを「必達目標」としており、そのために、少なくとも当面は実質金利 (この場合、政策金利 - 足元の物価) を数% 以上プラスに維持する方針を明確にしている。
- 一方、とりわけ 2018 年に大統領選を控え、中期的には財務出動 (準備基金の取り崩し) がロシア金融システムに過剰な RUB 流動性を供給し、物価を押し上げる可能性を強く警戒している。
- 目先の材料として、ロシア石油最大手の株式売却に注目しておきたい。実施されれば、巨額の臨時歳入をロシア政府にもたらすものと見込まれ、その分ロシア財政改善、過剰流動性の縮小、CBR 利下げ余地拡大につながる RUB 押し上げ要因と読まれる可能性が考えられる。

図表 21: ロシア RUB 相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 22: ロシア RTS 指数

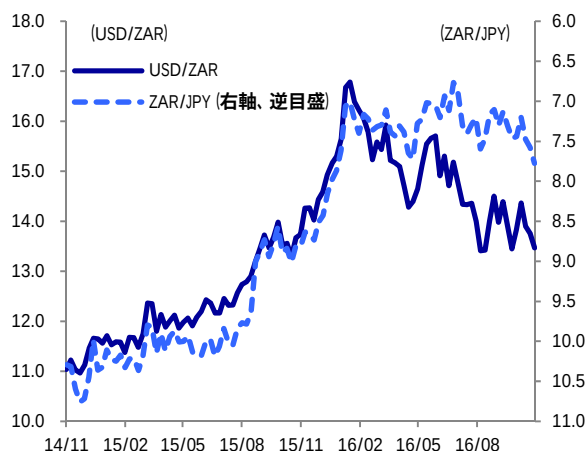


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド (ZAR)：国内政治の混乱に改善の兆し

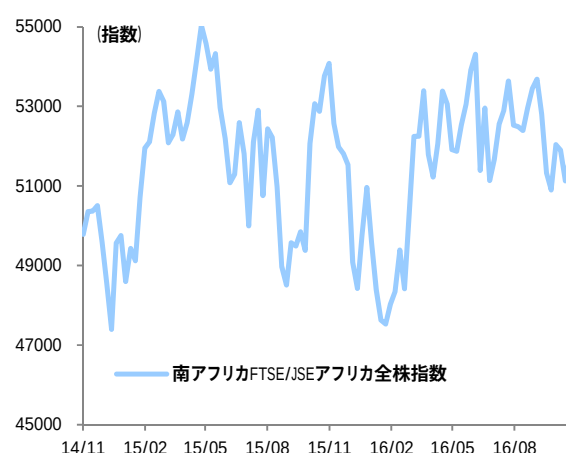
- 10月のZARは引き続き国内政治要因に大きく翻弄された。
- 月初、ZARは神経質な膠着。対USDでは軟調気味の滑り出しとなった。年内にも南ア国債が投機的等級に格下げされる可能性が警戒された。
- 11日、南ア検察当局は、ゴードン財務相を摘発したと発表し、ZARは急落した。摘発の容疑は、従来喧伝されてきた国税庁長官時代の「スパイ容疑」ではなく、(前回)財務相就任後の人事に関する汚職容疑とされた。
- しかし、12日の欧州時間午後になって、検察は一転、「摘発を再考したい」と豹変。ZARは対USDで、一時的に急反発した(その後、程なく再び下落)。
- 25日に前後して南アの主要輸出産品であるプラチナや各種産業金属(銅、ニッケル、亜鉛、アルミニウムなど)が軒並み上昇。並行して南ア現地株はむしろ軟調に推移したが、ZARは素直な堅調推移を見せた。
- 26日の中期予算政策声明(MTBPS)は、概ね市場の予想通りで、特段の驚きはないとの受け止め方が支配的だった。
- 南ア検察当局は、結局、31日になってゴードン財務相の汚職嫌疑を取り下げ、ZARの大幅上昇を誘った。
- 11月1日には、ズマ大統領の職権乱用疑惑に関する証言の差し止め要請審議が始まったが、大統領側は差し止めを求め持久戦に持ち込む姿勢。同問題は当面南ア政治の不透明感としてくすぶり続ける可能性が予想される。
- 年内のZAR相場は、①格付各社による南ア国債格付変更の是非 ②ズマ大統領の職権乱用疑惑の行方に注目。
- ①国債格付に関しては、一部の格下げや見通しの引き下げは十分に考えられるが、それでも投資適格級を失う可能性はそう高くないものと見込む。
- ②に関して、結局、今般の財務相摘発騒動は、大統領派対財務相派の政治力学に変化を生じさせるきっかけとなったのではないかと。この騒動を受けて、ハウテン州マクラ知事、マニユエル元財務相、パテル経済開発相、(ズマ大統領の後任党首/大統領の呼び声高い)ラマポーザ副大統領など与党アフリカ民族会議(ANC)の重鎮が、相次いで、財務相への支持を明確にした。
- 対照的に、ズマ大統領の方は、ANCが(大統領が嫌疑を掛けられ、公表差し止めを求めている)職権乱用疑惑に関する「調査報告の公表を待ち望んでいる」との声明を発表するなど、党内から見放されてきた感が拭えなかった。

図表 23: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

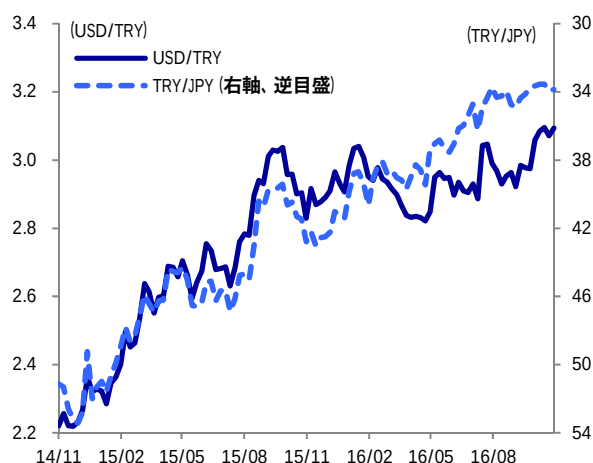


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : トルコ中銀の独立性に決定的な打撃

- 10月のTRYは下落。対USDでは3週に亘って次々と史上最安値を更新し、対バスケット(0.5 USD+0.5 EUR)でも史上最安値を更新した。
- TRY 軟調の背景には、9月29日に発表された8月外国人観光客数の大幅減、10月3日に発表された9月CPIの下振れ、12日に発表された8月経常収支の下振れ(赤字幅が予想よりも大きかった)など、トルコ経済指標の低迷があったものと考えられた。
- 従来、CPI下振れは、トルコ国債の押し上げ(利回り低下)要因で、TRY上昇要因だったはずだが、12月利上げ観測が強まる米金利との金利差拡大要因として、また、昨年7月以降にトルコ中銀(CBRT)が標榜してきた「金融政策簡素化」「政策金利一本化」とは辻褄の合わない政策決定(後述)を下す格好にもなり、この間、一貫してTRY安を促す一因になったものと考えられた。
- TRYが対USDで史上最安値を更新する局面で、エルテム主任大統領補佐官(14日)、ブルト主任大統領補佐官(18日)が相次いでCBRTによる利下げ見送りの可能性を示唆。従来の「利下げ強要」とは手のひらを返したような豹変振りに市場参加者も大いに戸惑った。
- 果たして、20日、CBRTは予想外に政策金利を全て据え置いた。前後してTRYは一時的に反発したが、この利下げ見送りも市場からは「中銀独立性の毀損」の確認と読まれ、その後月末まで続いたTRY安の主因となった。
- 27日の同中銀インフレ報告書も、その物価見通しは、4日にエルドゥラム首相が発表した中期(経済)計画を踏襲。一連の経緯は、同国の金融政策が実質的に政府や大統領府によって運営されている事実を印象付けた。
- TRYは当面本格的な上昇は見込めないのではないか。ひとつはCBRTの政治からの独立が完全に否定された現状から、物価上昇が警戒されるため。難民の流入でトルコの内需は堅調を維持しているが、今後は燃料(原油)価格のベース効果やTRY安による輸入物価上昇が本格的な物価上昇につながる可能性が警戒される。
- 並行して気掛かりなのは、野党の民族主義者行動党(MHP)が国民投票実施に協力する姿勢を示していること。大統領権限強化の是非を問う国民投票実施は、既に十分に強権的と言えるエルドアン大統領が、国民投票に向けて更に「強い大統領」をアピール、ギュレン運動、クルド人勢力、「イスラム国」など内外の敵対勢力との対決姿勢を強めるリスクが懸念される。

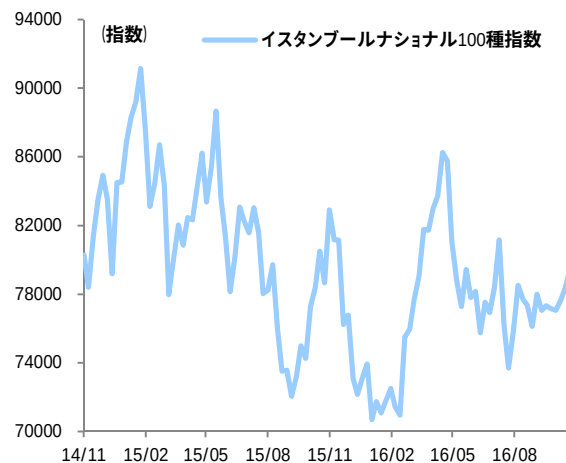
図表 25: トルコリラ (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

2016年11月4日

図表 26: トルコイスタンブールナショナル 100 種指数



(資料) ブルームバーグ

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2016年 1～10月 (実績)	SPOT	2016年 12月	2017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)	6.4528 ～ 6.7868	6.7650	6.73	6.77	6.80	6.83	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7550	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.751	67.5	68.5	67.0	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ～ 14002	13075	13200	13150	12850	12650	12600
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ～ 1245.13	1139.30	1160	1140	1120	1100	1080
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.1842	4.18	4.23	4.12	3.98	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.713	48.373	48.8	48.6	47.8	47.0	46.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3837	1.38	1.39	1.36	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ～ 33.791	31.481	31.90	31.70	31.40	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	34.49 ～ 36.42	34.97	35.5	34.4	34.3	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22325	22380	22350	22260	22210	22230
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ～ 85.9573	63.5890	64.50	63.00	63.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ～ 17.9169	13.4591	14.50	15.00	15.50	15.00	15.00
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.1273	3.1097	3.20	3.30	3.40	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ～ 4.1720	3.2420	3.20	3.22	3.25	3.27	3.30
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.9333	19.1735	19.00	18.80	18.50	18.50	18.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ～ 18.563	15.253	14.86	14.48	14.26	14.06	13.87
香港ドル	(HKD)	12.835 ～ 15.615	13.279	12.89	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.543	1.48	1.43	1.45	1.45	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.788	0.758	0.745	0.755	0.759	0.754
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	8.999	8.62	8.60	8.66	8.73	8.80
マレーシアリンギ	(MYR)	24.173 ～ 29.357	24.574	23.92	23.17	23.54	24.12	24.05
フィリピンペソ	(PHP)	2.072 ～ 2.570	2.127	2.05	2.02	2.03	2.04	2.03
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	74.43	72.46	70.50	71.32	71.11	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.271	3.13	3.09	3.09	3.09	3.07
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.945	2.82	2.85	2.83	2.84	2.79
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ～ 0.5482	0.4611	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)	1.359 ～ 1.718	1.619	1.55	1.56	1.54	1.60	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.806	7.651	6.90	6.53	6.26	6.40	6.33
トルコリラ	(TRY)	32.827 ～ 41.265	33.106	31.25	29.70	28.53	27.43	27.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 33.633	31.764	31.25	30.43	29.85	29.36	28.79
メキシコペソ	(MXN)	5.024 ～ 7.018	5.371	5.26	5.21	5.24	5.19	5.22

(注) 1. 実績の欄は 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 4 日の 6 時 30 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レベル。

(資料) みずほ銀行

図表 22: 経済見通し

	実質GDP (前年比%)				消費者物価 (前年比%)				経常収支 (対GDP比%)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
エマージングアジア												
中国	7.2	6.9	6.9	6.9	2.0	1.4	2.4	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6
インド	7.0	7.2	7.5	7.6	6.6	4.9	5.6	5.8	-1.4	-1.1	-1.5	-1.8
インドネシア	5.0	4.8	5.1	5.5	6.4	6.4	3.8	4.9	-3.0	-2.1	-2.4	-2.7
韓国	3.3	2.6	2.8	3.3	1.3	0.7	1.3	2.1	6.3	7.0	6.5	6.6
マレーシア	6.0	5.0	4.0	5.0	3.2	2.1	2.2	2.9	4.6	2.9	2.5	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.6	6.2	4.2	1.4	1.9	3.0	4.4	2.9	2.6	2.4
シンガポール	3.3	2.0	1.4	1.8	1.0	-0.5	-0.5	1.3	17.4	19.8	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.6	3.9	1.9	-0.9	0.3	2.0	3.5	8.1	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	5.7	6.9	1.8	0.6	2.5	3.7	4.9	1.4	1.0	0.6

(注) インドの実質 GDP 成長率は 2015 年から新基準

(資料) 各国統計、CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

			現在 (%)	2016	2017			2018	
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
エマージングアジア									
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00	5.00
韓国	7日物レボ金利	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
マレーシア	翌日物金利	3.00	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	3.00
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	5.50	5.50	5.50	5.50	6.00	6.00	6.00

(注) インドネシア中銀は 2016 年 8 月 19 日に政策金利を BLレートから 7 日物リバースレポレートに変更

(資料) 各国中央銀行、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。