

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：米金利上昇を受けた新興国通貨安は一服	2
中国人民元 (CNY)：党大会で習総書記の権力基盤は拡大か	3
インドルピー (INR)：双子の赤字にネガティブな反応	4
インドネシアルピア (IDR)：経済政策パッケージ第 16 弾を発表	5
韓国ウォン (KRW)：北朝鮮情勢が市場に与える影響は後退	6
マレーシアリンギ (MYR)：輸出の好調が景気を下支え	7
フィリピンペソ (PHP)：景気は引き続き底堅く推移	8
シンガポールドル (SGD)：MAS は金融政策を維持する見込み	9
タイバーツ (THB)：19 会合連続で政策金利は据え置き	10
ベトナムドン (VND)：成長目標達成の可能性が高まる	11
ロシアルーブル (RUB)：新興市場通貨の中では死角の少ない RUB	12
南アフリカランド (ZAR)：まずは中期予算政策声明に注目	13
トルコリラ (TRY)：足元 TRY 反発要因を見出すのは困難	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

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@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

マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@mizuho-cb.com

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@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

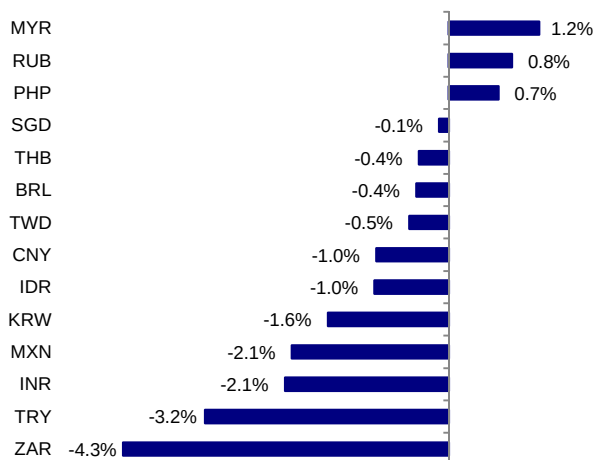
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：米金利上昇を受けた新興国通貨安は一服

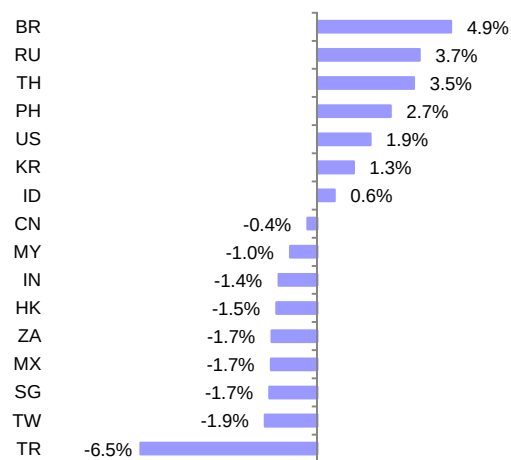
- 9月の新興国通貨は下落した。上旬は、フィッシャーFRB副議長が任期途中の10月中旬をもって退任することが公表されてドル売りが強まったことから新興国通貨は上昇。だが、中旬にかけてトランプ米政権による税制改革実現への期待感が高まったほか、米8月消費者物価指数(CPI)上昇率が上振れたことを受けてドル買いが強まり、新興国通貨は売り戻された。下旬には、FOMC後に12月利上げを織り込む動きが広がる中で米金利が上昇し、ドル買い地合いとなると新興国通貨は一段と値を下げた。
- 9月19～20日に開催されたFOMCでは、FF金利誘導目標を1.00～1.25%に据え置くと同時に、4兆5000億ドル規模のバランスシートの段階的縮小を10月に開始する方針を決定した。注目された政策メンバーによる金利見通し(ドットチャート)は年内あと1回、来年は3回の利上げを見込むシナリオが維持された。市場ではタカ派的と受け止められ、12月利上げを急速に織り込む動きがみられている。ただし、足許では12月利上げはほぼコンセンサスと化しているため、さらなる金利上昇余地は小さい。
- 北朝鮮の李容浩外相は9月25日、トランプ米大統領が「北朝鮮の体制は先が長くない」と発言したことについて、「明確な宣戦布告」だと批判する声明を発表した。その後、サンダース米大統領報道官は同日の記者会見で「北朝鮮に宣戦布告などしていない」、「そのような考えはばかげている」と一蹴するなど、軍事的対応を巡る米朝の応酬が過熱している。目先は、10月10日に朝鮮労働党創立記念日があり、北朝鮮リスクが意識されやすいだろう。
- 中国では10月18日に5年に1度の共産党大会が開催される。共産党大会までは景気の安定を図ると見られてきたが、権力固めが終わって、構造不況業種の整理など改革に本格的に着手するとの見方が広がり、景気減速リスクが意識される可能性がある。
- 米金利のさらなる上昇余地が乏しくなる中、新興国通貨の売りは一服するだろう。ただし、北朝鮮リスクや中国の共産党大会後の景気を巡る懸念は上値を押さえる可能性がある。また、10月26日にはECB政策理事会が予定されており、ユーロ相場の動きに新興国通貨も振られる時間もありそうだが、基本的には新興国通貨は堅調に推移するとみている。(多田出健太)

図表1: 新興国通貨騰落率 (2017年9月)



(資料) ブルームバーグ

図表2: 新興国株式騰落率 (2017年9月)



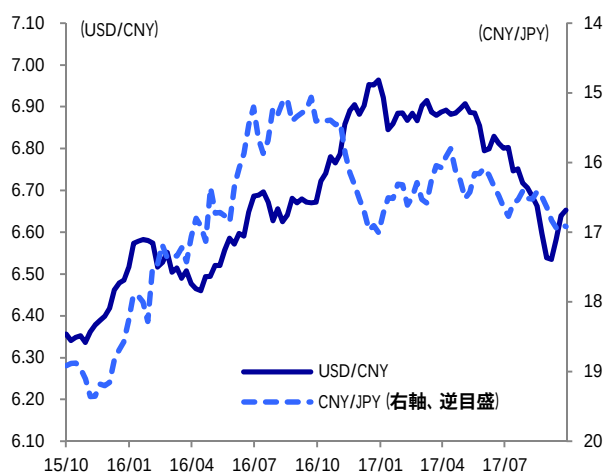
(資料) ブルームバーグ

中国人民元 (CNY) : 党大会で習総書記の権力基盤は拡大か

- 9月のCNYは上下に激しい展開となった。月初は6.58 台後半でオープンし、米金利が低下する中、8日には6.44を割り込み2015年12月以来の高値をつけた。しかし、中国人民銀行(PBoC)が定める基準値が市場予想値よりもCNY安方向に設定する場面が目立つと、当局はCNYの一段高を望んでいないとの思惑が広がり、6.54 近辺まで売り戻された。下旬はFOMCにおける政策メンバーの金利見通しが維持されたことを背景にドル買いが進むと6.60 近辺まで下落。月末にかけては一時6.67 台まで下落した。
- 9月14日に発表された中国の8月主要経済指標は悪化が目立つ結果となった。8月鉱工業生産指数は前年比+6.0%と7月(同+6.4%)から伸び幅が縮小し、2016年12月以来の低水準となった。環境規制強化を受けて鉱業(7月:同▲1.3%→8月:同▲3.4%)が大きく減少したことが全体を下押しした。政府は大気汚染が深刻化する冬場に向けて規制を強化する方針を示しており、鉱業の生産減少は今後も続くだろう。
- 8月小売売上高は前年比+10.1%と7月(+10.4%)から減速した。7月に大手携帯電話会社の販促キャンペーン終了を受けて大幅に減速した通信機器(7月:同+7.9%→8月:同+12.2%)が大きく持ち直した。一方、石油・石油関連製品や家電が減速したほか、建設資材(7月:同+13.1%→8月:同+8.8%)の伸び幅が大きく縮小したことが小売売上高の減速につながった。
- 1~8月期の固定資産投資は前年同期比+7.8%とインフラ投資の減速などを主因に1~7月期(同+8.3%)から伸び幅が縮小し、同時期としては1999年の統計開始以来で最低の伸びとなった。
- 10月18日に最高指導部の人事を決める中国共産党大会(党大会)が開催される。習近平総書記の再任はほぼ確実な情勢であり、同氏の権力がどこまで拡大するかに注目が集まろう。特に7人の政治局常務委員に習氏の腹心が何人選ばれるかが焦点となる。また、政治局常務委員の定年延長や中国共産党中央委員会主席(党主席)の復活が実現した場合、習氏が長期的に政権運営することが可能となるため、同氏の権力は強化されたと判断できる。
- 習近平総書記が続投し現状の経済政策が維持される公算が大きいと、党大会の結果がCNYに与える影響は限定的となるだろう。上がらない米金利を背景にドルが軟調推移となる中、当面のCNYは堅調な値動きを見込む。

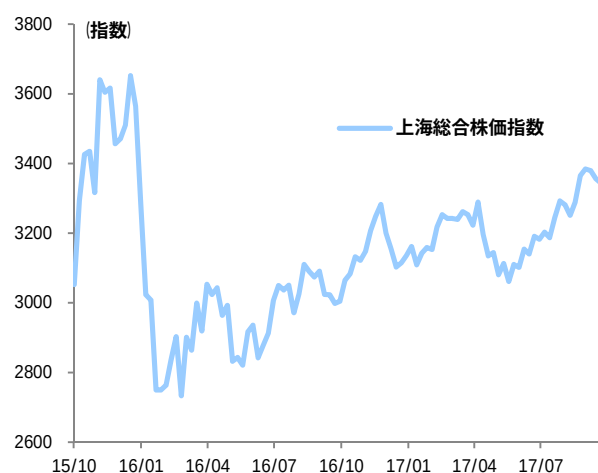
(佐々木貴彦)

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

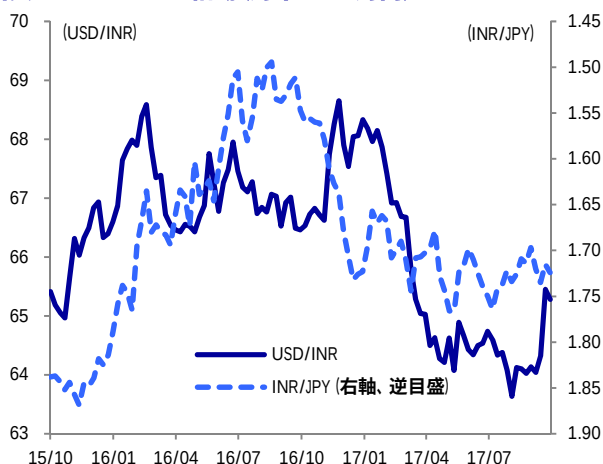


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 双子の赤字にネガティブな反応

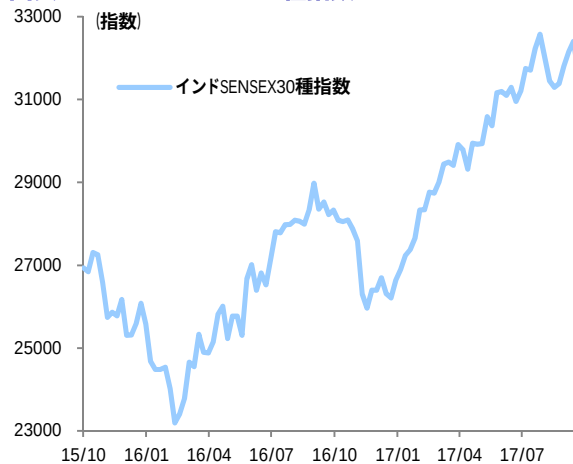
- 9月のINR相場は下落した。月前半は、北朝鮮情勢を巡る緊張感が高まる中でやや弱含む場面も見られたが、概ね64近辺で横ばい推移となった。しかし、19～20日に開催されたFOMC後に、12月米利上げを急速に織り込む動きからドル買いが強まったほか、モディ政権が従来の財政赤字目標を緩めて4000億ルピー規模の景気刺激策を検討していると報じられたことが嫌気され、月後半にかけてINRは再び65台後半まで弱含んだ。
- 7月の鉱工業生産は前年比+1.2%と、6月の同▲0.2% (同▲0.1%から下方修正) から持ち直したものの、比較対象となる前年同月の水準が低かったことが影響している。みずほ銀行による季節調整値でみると、7月は前月比▲0.7% (6月:同▲1.3%) と2か月連続で減少しており、生産活動は引き続き低調だったことがうかがえる。財別の内訳をみると、資本財は前年比▲1.0% (6月:同▲6.6%) と4か月連続のマイナスとなったほか、耐久消費財も同▲1.3% (6月:同▲2.4%) と2か月連続で減少した。また、非耐久消費財も同+3.4%と6月の同+4.7%から減速した。
- 8月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.4%と7月の同+2.4%から加速した。果物や野菜が大幅に上昇しており、食料品は同+1.5% (7月:同▲0.4%) と4か月ぶりにプラス圏を回復している。また、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+4.6%と7月の同+4.2%から加速した。ガソリン価格の上昇と公務員家賃手当の引き上げを反映したほか、7月から導入された物品サービス税(GST)が引き続き影響した可能性がある。
- 生産活動は低迷しているが、GST導入に伴う一時的な下振れであり、製造業PMIは8月に51.2と7月の47.9から大幅に上昇し、景気拡大と縮小の分かれ目となる50を上回っている。インフレ率も持ち直してきており、インド準備銀行(中央銀行、RBI)は10月4日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を据え置くとみられる。
- 12月米利上げ期待を背景としたINR安圧力は緩和するだろう。しかし、市場がインドの財政赤字および経常赤字に対してネガティブな反応を見せるようになってきたことは留意する必要がある。下値ではRBIがドル売り介入でサポートしている模様だが、INRの上値は重そうである。(多田出健太)

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

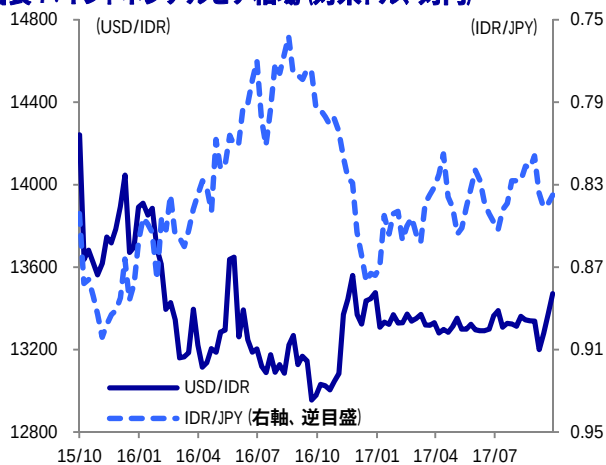


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : 経済政策パッケージ第 16 弾を発表

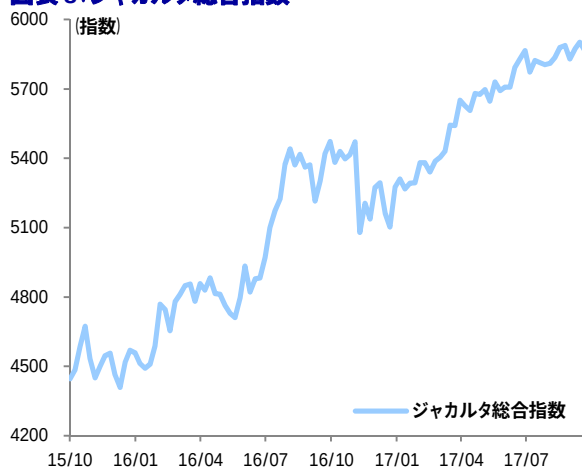
- 9 月の IDR は一時上昇するも後半に下落する展開。月初は 13340 付近だったが、13130 付近まで上昇した。26 日のイエレン FRB 議長のタカ派寄りの発言後に下押しされ、13400 台で越月した。
- 9 月 4 日に発表された 8 月製造業 PMI は 50.7 と 7 月 (48.6) から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目となる 50 を上回った。インドネシア中央銀行 (BI) が発表した 8 月消費者信頼感指数は 121.9 と 7 月 (123.4) から低下したが、引き続き高水準を維持し、経済に回復の兆しがみられる。
- 15 日に発表された 8 月貿易統計によると、貿易収支は +17.2 億ドルと 7 月の ▲2.7 億ドルの赤字から黒字に転じた。単月の黒字額としては 2017 年以降の最大を記録した。8 月輸出は前年比 +19.2% と 7 月 (同 +41.1%) から減速したが、7 月は祝日の影響で前年同月が低水準だったため割り引いて見る必要があり、均してみれば輸出は高い伸びを維持している。
- BI は 22 日に金融政策決定会合を開催し、前回会合 (8 月 22 日開催) に引き続き政策金利である 7 日物リバースレポレート を 25bp 引き下げ 4.25% とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も 25bp ずつ引き下げ、それぞれ 5.00% と 3.50% とし、コリドーは 1.50% ポイントに維持した。
- 声明文では利下げについて、2019 年までのインフレ率が目標範囲の中位以下で推移すると考えられることに加え、経常収支赤字が適切な水準で抑制されていることで、利下げの余地があったと言及。また、米国の利上げやバランスシート調整に伴うリスクが織り込まれているとも記された。「BI は、現在の政策金利の水準は、インフレ率やその他マクロ経済の予測と一致しているとみている」との一文も追加された。今後の追加緩和の可能性が低下したことを示唆しており、年内は金融政策を据え置く可能性が高いだろう。
- インドネシア政府は 8 月 31 日に経済政策パッケージ第 16 弾を発表した。事業許認可と投資に関する規制の簡素化と統合を目的としており、来年までに投資家向けの統合許認可制度のワンストップサービス構築を目指す。ジョコ大統領は厚い事業許認可制度の壁にメスを入れることに期待を示している。
- FRB の金融政策正常化が IDR の重石となり、年末までは軟調な動きが続くだろう。(大島由喜)

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

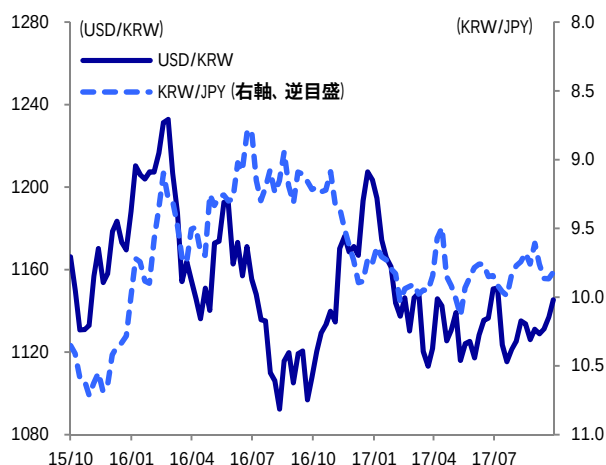


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン (KRW) : 北朝鮮情勢が市場に与える影響は後退

- 9月のKRWは軟調に推移した。月初に1120台前半でオープン後、3日に北朝鮮が水爆実験の成功を発表すると1130台後半まで売り込まれた。しかし、北朝鮮が9日の建国記念日に挑発行為を行わなかったことから懸念が後退し、1120台前半まで上昇。その後は1130を挟んで小幅な値動きとなったが、FOMCにおける政策メンバーの金利見通しで利上げシナリオが維持されたことがタカ派的と受け止められると1140近辺まで下落した。月末にかけては一時1150手前まで下落するなど軟調に推移した。
- 9月11日、国連安保理は北朝鮮に対する石油輸出に上限を課すなどの追加制裁決議を採択した。さらにトランプ米大統領は北朝鮮に強い警告を発するとともに、21日に米金融システムから排除する大統領令に署名した。
- 一連の措置に対し、22日に北朝鮮の金正恩委員長は「過去最高の超強硬な措置の断行を慎重に検討する」との声明を発表。また、同国の李容浩外相は25日に「米側の対応は宣戦布告と同様」と発言しており、北朝鮮の米国に対する挑発行為は今後も続く可能性が高い。
- もっとも、北朝鮮の挑発行為に対する市場の反応は薄くなっている。4月や8月に米朝関係の緊張が意識された際、KRWはいずれの局面でも1110台から1140台まで売り込まれたが、今回は1120台から1130台へ下落するにとどまった。かかる状況下、北朝鮮がミサイル発射や国内での水爆実験を継続する公算は大きいものの、KRWに与える影響は限定的となるだろう。
- なお、20日には注目の米韓自由貿易協定(FTA)の見直し交渉がワシントンにて行われ、交渉のスケジュールなどについて話し合われた。今後は有識者会議などを経て交渉項目を洗い出す予定だが、米韓FTAのメリットを享受している米国の農産業や航空業などの業界からの反対は強く、米国内の調整が難航する可能性が高いため、年内に交渉は本格化しないと考える。
- 8月輸出は前年比+17.4%と7月(同+19.5%)から減速したが、2012年以来の高い伸びを維持している。文政権は雇用創出を主な目的とした歳出の拡大を志向しており、今後は政府主導で内需の拡大が図られる見込みだ。
- 北朝鮮情勢が市場に与える影響が後退する中、好調な輸出や積極的な財政政策などを背景に韓国経済は底堅い伸びが続く公算が大きいと、当面のKRWは堅調推移を予想する。(佐々木貴彦)

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

図表 10: 韓国総合株価指数

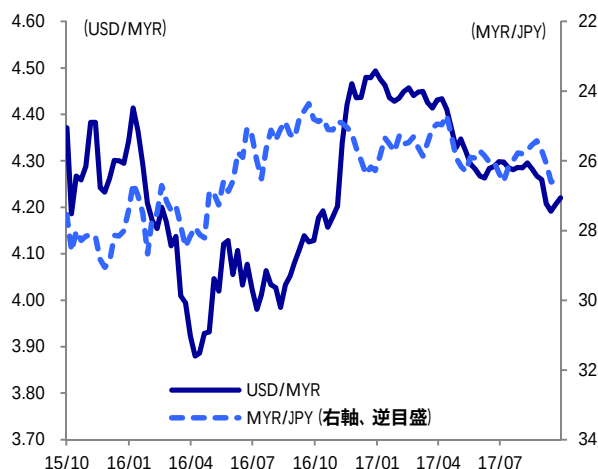


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ (MYR) : 輸出の好調が景気を下支え

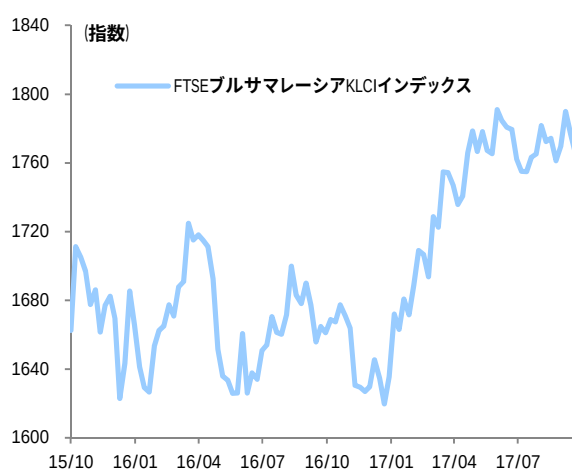
- 9月のMYRは月前半に上昇したが、その後軟化する展開。月初は4.27台だったが、一時4.18台まで上昇した。しかし、26日にイエレンFRB議長のタカ派寄りの発言を受け米利上げ観測の強まると軟調な動きとなり、月末は4.22台で取引を終えた。
- マレーシア経済は回復している。マレーシア統計局が9月6日に発表した7月貿易統計によると輸出は前年比+30.9%と6月(同+10.0%)から加速し、2016年12月以降2桁の伸び率が続いている。内訳をみると、電子・電気機器をはじめ、主力分野の多くが増加した。また輸入も同+21.8%と6月(同+3.7%)から加速している。
- その他の経済指標をみると、7月鉱工業生産は前年比+6.1%と6月(同+4.0%)から加速したほか、7月製造業基本売上高も前年比+22.2%と6月(同+11.5%)から伸び率を拡大している。
- マレーシア中央銀行(BNM)は7日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を3.00%に据え置いた。声明文では、世界経済の成長は定着しているとしたが、各国の政治や政策面での不安定要素、地政学的な動向をリスクとして挙げた。国内経済については4~6月期は強い内需と輸出の伸びにより好調だったとし、今後も世界経済の成長見通しは良好であり、強い外需によってマレーシア経済は恩恵を受けるとの見通しを示した。また、現在進行中のインフラ事業が建設業を中心に国内経済をけん引し、2017年は当初の想定以上の成長が見込めるとした。インフレについては「引き続き緩やかなトレンドにある」としている。
- 20日に発表された8月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%と7月(同+3.2%)から加速した。内訳をみると燃料価格の引き上げを背景に交通費が同+11.7%と7月(同+7.7%)から上昇し全体を押し上げた。もともと、CPIは2017年のインフレ目標(+3~4%)内で推移しており、BNMのムハンマド総裁は19日に力強い経済成長と管理可能なインフレによって金利政策の柔軟性が高まっているとの認識を示している。
- FRBの金融政策正常化に伴いMYRは一時的に軟化する局面もあろうが、国内経済の底堅さを背景に、来年にかけては堅調に推移すると予想する。
(大島由喜)

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

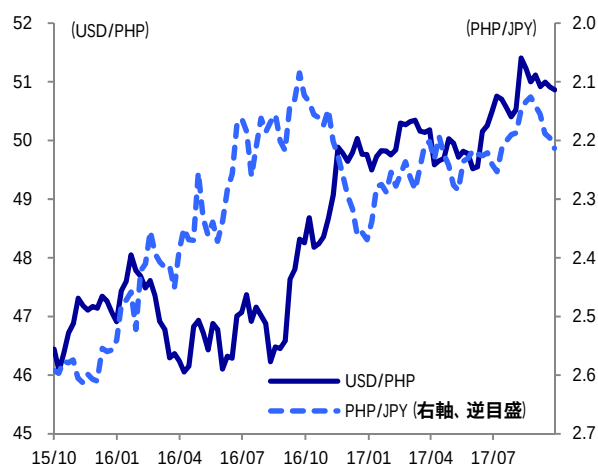


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ (PHP) : 景気は引き続き底堅く推移

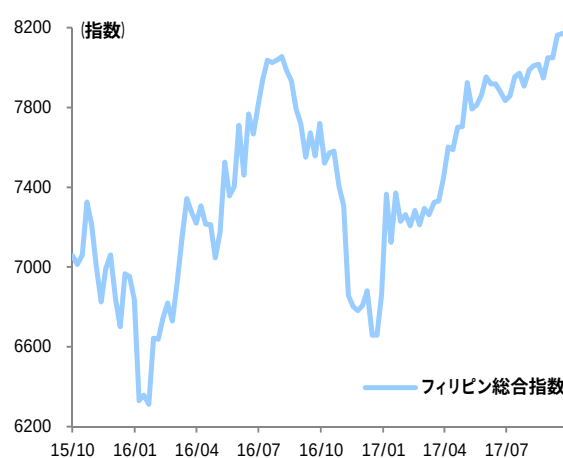
- 9月のPHPは一時上昇したが戻す展開。月初51.10台で推移していたが、一時50.50台まで強含んだ。しかし、26日にイエレンFRB議長がタカ派寄りの発言をすると軟化し50.8台で越月した。
- フィリピン経済は底堅く推移している。個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は、7月は前年比+7.1%と6月(同+5.7%)から加速した。世界経済の回復がOFW送金を下支えしている。また、7月の貿易統計では輸出が前年比+10.4%と6月(同+5.8%)から伸び率が拡大し、貿易収支は▲16.5億ドルと赤字額は今年最小となった。4半期ごとに実施される労働力調査で7月の失業率は5.6%と4月(5.7%)から改善した。ここ数年失業率は低下傾向にあり、引き続き堅調な経済成長が見込まれることを背景に失業率の改善も続く可能性が高い。
- 8月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と7月(同+2.8%)から加速した。昨年から続くPHP安や原油価格の上昇、世界経済の回復などを背景に2017年5月以来の3%台となった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は21日に開催した金融政策会合で現状維持を決定した。BSPはインフレ率が2017~2019年の目標(+2~4%)に収まる見通しであるため、金融政策を据え置いたとした。税制改革などが物価上昇の一時的な圧力になるが、中期的には社会福祉計画とそれに伴う生産性の向上が下押し圧力になると指摘。インフレ率を注意深く監視し、持続的な経済成長のために必要な政策をとって行く述べた。
- 26日にBSPのエスペニリヤ総裁はPHPの下落について、「PHP安は経済ファンダメンタルズに沿っている」と発言し、経常赤字は投資主導の好ましい赤字であるとした。PHP安のインフレ率への影響は限定的だとの見方を示し、経常収支が管理可能な状態であると述べている。
- ディオクノ予算管理相は26日に1340億ペソ(26億ドル)規模の財政改革が承認されることに自信を示した。第一弾の税制改革法案は5月に下院で可決され、現在は上院で審議されている。可決されればGDP対比+1%前後の税収増が見込まれている。
- 経常収支の赤字拡大を受けてPHPは一時弱含むも、税制改革可決への期待などを背景に緩やかに上昇するだろう。(大島由喜)

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

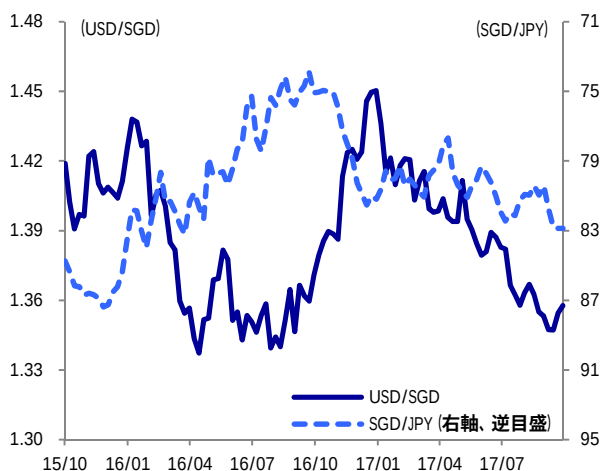


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル (SGD) : MAS は金融政策を維持する見込み

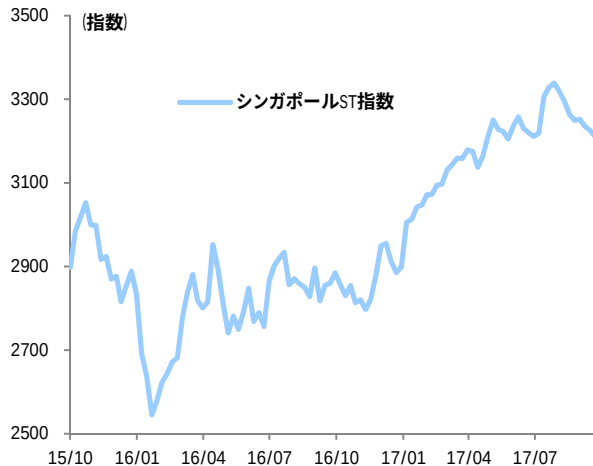
- 9月のSGDは下方方向に往って来いの展開。月初は1.35台半ばでオープンし、北朝鮮情勢が意識される中で上値重く推移。上旬はFRB高官のハト派発言など背景にドル売りが進み、SGDは1.33台半ばまで上昇した。しかし、米共和党幹部から税制改革の実現に向けて前向きなコメントが相次ぐとドル買い優勢となり1.35台前半まで反落。その後は1.34台前半まで上昇したが、20日のFOMCで政策メンバーの利上げ見通しが維持されるとドル買い優勢となり1.36台まで軟化した。月末にかけては1.35台後半まで値を戻した。
- 9月18日に発表された8月石油を除く地場輸出は前月比+4.5%と7月(同▲3.3%)から大きく持ち直した。内訳をみると、石油化学製品や医療品が5か月ぶりに前月比で増加に転じたほか、主な輸出製品である電子機器が2か月連続で増加した。9月に発表されたiPhone新型機の販売が軌道に乗れば、電子部品に対する需要は増加すると見込まれることから、シンガポールの輸出は堅調な伸びを維持する可能性が高い。
- 20日に発表された8月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と7月(同+0.6%)から減速した。また、シンガポール金融管理局(中央銀行、MAS)が注視しているコアCPI(宿泊費・運送費を除くCPI)は8月に前年比+1.4%とMASの目標(前年比+1.0%~2.0%)内で安定推移している。
- 10月13日までに半期に一度となるMASの金融政策決定会合が開催される。安定している物価や輸出の底堅さに鑑みれば、政策目標である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が維持され、中央値も変更されないと予想する。
- 但し、シンガポール経済が緩やかな加速基調にあることを踏まえ、昨年10月の声明文に導入された緩和姿勢を強める旨の文言を修正する可能性がある。具体的には「中立的な金融スタンスが相当期間は適切になると考える」の部分につき、「相当期間」が削除されると見込む。
- MASの金融政策が維持される公算が大きい中、SGDは主要通貨におけるドル高・ドル安の動きに左右されるだろう。米国の冴えない物価動向に鑑みれば米金利の上昇余地は乏しく、ドル買いが強まるとは考えがたいため、SGDは底堅い値動きを予想する。(佐々木貴彦)

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

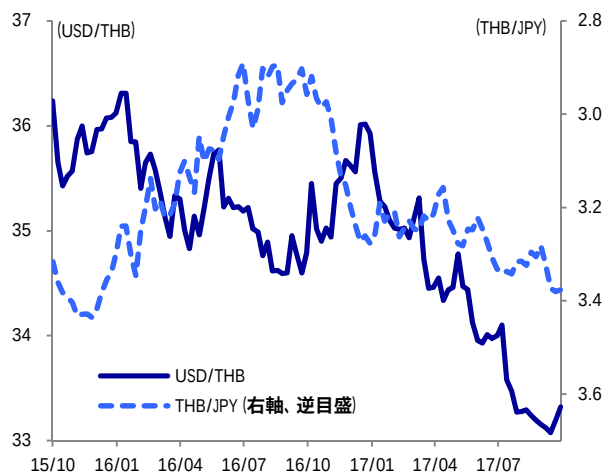


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ (THB) : 19 会合連続で政策金利は据え置き

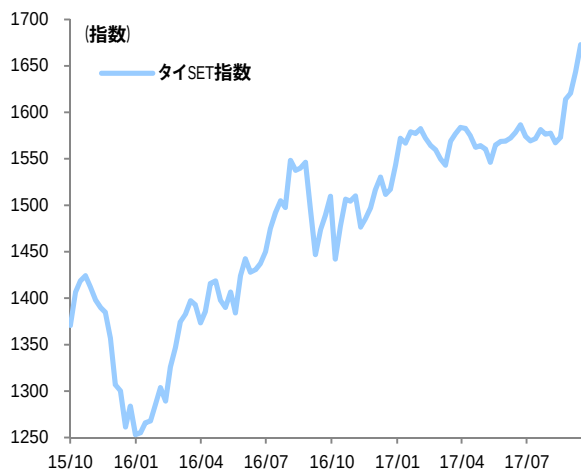
- 9月のTHBは月後半に下落した。月初は33.20台で推移し一時33.10台まで上昇したが、26日のイエレンFRB議長の発言後値を戻し、27日のタイ中央銀行(BOT)が政策金利を据え置くと33.40台まで下落した。
- タイ経済は引き続き緩やかに回復している。9月6日に発表された8月消費者信頼感指数は74.5(7月:73.9)と4か月ぶりに改善した。輸出の回復や観光業の成長に加え、政情が安定すると予想されることが指数の上昇に繋がった模様だ。
- 21日に発表された8月貿易統計(通関ベース)では輸出が前年比+13.2%と7月(同+10.5%)から加速し、2013年1月以来の高い伸びとなった。世界経済の回復を受けて需要が増加したことが背景にある。輸入は同+14.9%と7月(同+18.5%)から減速したが、依然として高めの伸びとなっている。
- タイ財務省のソムチャイ財務次官は「投機目的の資金流入でTHBが上昇しており、資金流入を防止するために金利の引き下げが必要」と指摘し、インフレ率が目標レンジ(+1~4%)を下回っているため、利下げをしても懸念はないと主張した。しかし、タイ中央銀行(BOT)のマティー副総裁は、政策金利の引き下げは金融安定のリスクとなるほか、物価上昇への寄与も限定的だとして、政策金利を据え置く考えを明らかにした。
- 27日にBOTは金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では現在の金利は景気回復を支援しており、国内の流動性は潤沢だとした。THBの動きは貿易主要相手国の通貨とほぼ同じとの見解を示した。一方、米国など主要国の金融政策の変更を巡る不透明感という外的要因により市場のボラティリティが上昇する可能性を警告した。2017年(前年比+3.5%→同+3.8%)と2018年(同+3.7%→同+3.8%)のGDP見通しと2017年の輸出(前年比+5.0%→同+8.0%)見通しを今会で合引き上げた。
- そうした中、8月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.3%と7月(同+0.2%)から加速し、2か月連続で上昇した。原油価格の上昇が加速の背景にある。しかし、依然としてBOTの目標レンジは下回っており、BOTには十分緩和余地があるものの、経済が緩やかに回復していることを背景に当面BOTは政策金利を据え置くだろう。
- タイ経済の緩やかな回復、安定した経常黒字と政治情勢を背景にTHBは堅調に推移するだろう。(大島由喜)

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

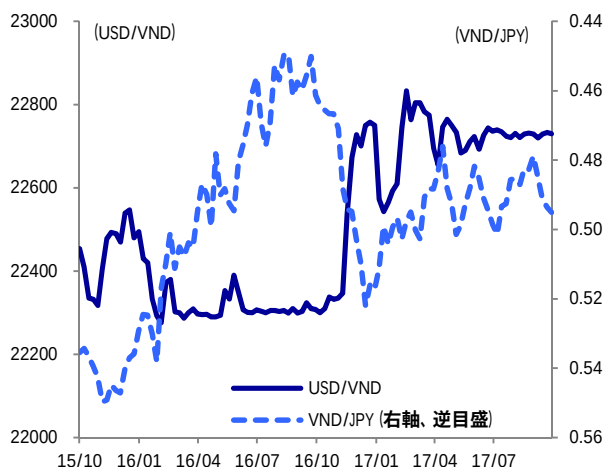


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン (VND) : 成長目標達成の可能性が高まる

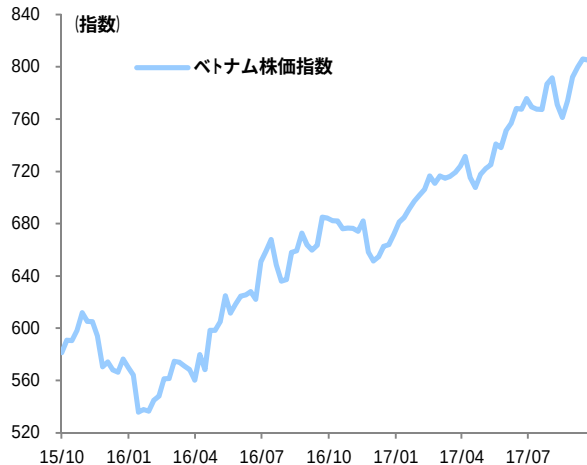
- ・ 9 月の VND は小幅なレンジ内で推移した。月初は 22730 近辺でオープン後、FRB 高官のハト派発言などを背景にドル売りの流れになると一時 22720 を割れた。しかし、米税制改革実現に対する期待の高まりや FOMC における政策メンバーの金利見通しで利上げシナリオが維持されたことを背景にドル買い優勢となり、VND は 22730 台後半まで軟化。月末にかけては 22730 近辺で推移。非公式レートは 22740 近辺でオープン後、一時 22720 台まで上昇した。しかし、その後は売り戻され月末にかけては 22740 近辺で推移した。
- ・ 9 月 29 日に発表された 1～9 月期 GDP は前年同期比 +6.4% と 1～6 月期 (同 +5.7%) から加速した。同日発表の 1～9 月期小売売上高は前年同期比 +10.5% と 1～6 月期 (同 +10.1%) から伸び幅が拡大しており、消費の持ち直しが経済全体を押し上げた模様だ。1～3 月期 GDP (前年同期比 +5.1%) 発表時点では政府目標 (+6.7%) の達成は難しいとみられていたが、現在は射程圏内に入りつつある。
- ・ 今年の実現目標達成の可能性が高まる中、フック首相は 2018 年の成長目標を前年比 +6.4～6.8% と 2017 年を上回る目標値の設定を指示したと報じられている。目標達成には積極的な財政政策が期待されるところだが、公的債務残高が政府の定めた上限 (GDP 比 65%) にほぼ達している状況にあるため、ベトナム政府はむしろ緊縮財政を強いられている。
- ・ 財務省は 8 月に財政健全化を図るため、付加価値税 (VAT) や特別消費税 (SCT) の引き上げを提案した。政府は年内の増税は回避する方針ではあるものの、中期の財政目標達成に向けて来年に国会で増税法案を審議し、可決された場合は 2019 年 1 月から適用を開始するとした。
- ・ 財政出動が封じられる中、ベトナム国家銀行 (中央銀行、SBV) が追加利下げに踏み切る可能性が高まっている。9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +3.4% と物価目標 (+4.0%) を下回り、VND が安定推移していることに鑑みれば、利下げはしやすい環境だと言えよう。
- ・ 米国の冴えない物価動向に鑑みれば米金利の上昇余地は乏しく、ドル買い地合いが継続するとは考えがたい。また、9 月貿易収支が +4 億ドルと 2 か月連続で黒字を計上するなど VND を取り巻く需給は改善しつつあるため、当面はレンジ内で安定推移を予想する。(佐々木貴彦)

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

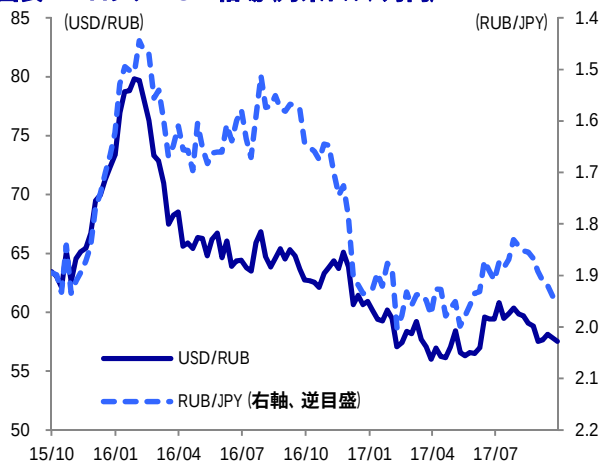


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル (RUB) : 新興市場通貨の中では死角の少ない RUB

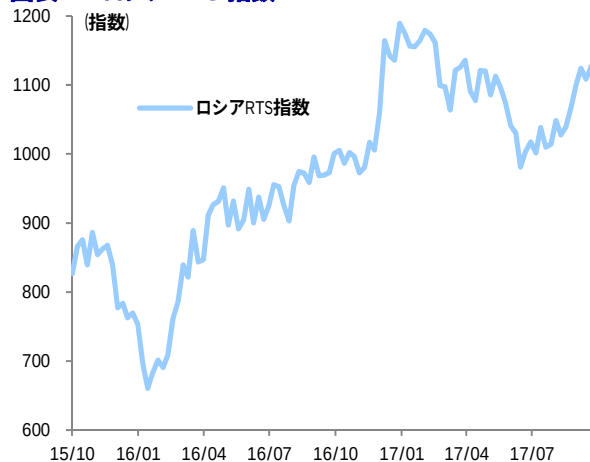
- ・ 9 月の RUB は対 USD で下落。原油価格の 15 年 7 月来の高値更新(25 日)に合わせて RUB が反発する局面も見られたが、引き続き原油と RUB の連動は弱く、月を通して、原油価格高騰にもかかわらず RUB は軟調だった。
- ・ 原油価格高騰は、ハリケーン被害によるメキシコ湾岸の供給遮断や OPEC 加盟国・非加盟国が年内にも協調減産の延長や拡大に踏み切るとの期待感、米シェール採掘リグ数の減少に加え、独立を問う国民投票(25 日)を強行したイラク北部クルド人自治政府からの供給が途絶えるとの懸念も影響した。
- ・ RUB 軟調の要因としては、8 月末のアトクリティエ銀破たん続き、大手行の B&N 銀もロシア中銀(CBR)に支援を要請(20 日)、ロシア金融システムに対する不安が高まったことも考えられなくはなかった。
- ・ 実のところ、RUB 軟調は USD 堅調の色彩の方が強かった。USD 堅調は、米税制改革に対する期待が 9 月半ばに掛けて強まったことや FOMC(20 日)、イエレン FRB 議長発言(26 日)などを通じて、8 月末に広がった米追加利上げ見送り観測が、一転、年内追加利上げ観測に変わったことが影響した。
- ・ 一方、大手格付会社の一部がロシアの発行体格付見通しを中立的から格上げ方向に引き上げた(26 日)のは、RUB 押し上げ要因と読まれても不思議ではなかったが、通貨市場が好意的に受け止めた様子は読み取れなかった。
- ・ ロシア中銀(CBR)は 15 日、政策金利(1 週間物入札金利)を 50bp 引き下げ 8.50%とした。週次統計、月次統計からは足元 CPI の低下基調は鮮明で、この決定は市場のほぼ一致した予想であり(一部に 25bp 利下げを予想した向きもあったものの)、発表後の RUB の反応も極めて限定的だった。
- ・ 目先の RUB は、原油価格の高止まりを前提に、横這いから堅調を予想。9 月を振り返って確かに RUB は対 USD で下落したものの、他の新興市場通貨との比較では明らかに「踏みとどまった」値動きと言えた。
- ・ 欧米の対ロ経済制裁に解除の糸口が見えないにもかかわらず、一部格付会社が格付見通しを引き上げたことや、大手銀が立て続けに破綻したにもかかわらず、RUB が目に見えた打撃を受けなかったことなどは、ロシア財政の健全性や CBR の支援能力に対する信頼感の高まりを示したと考えられる。
- ・ ロシア当局の RUB 安志向は気掛かりだが、原油価格が高止まっている限り、財政面から RUB 売り圧力が加わる可能性は低かろう。(本多秀俊)

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

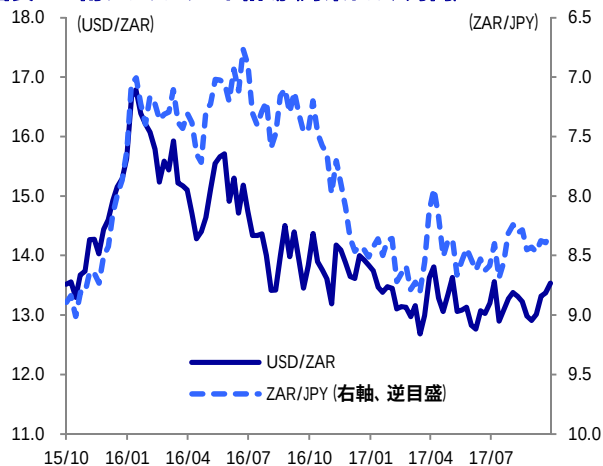


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド (ZAR)： まずは中期予算政策声明に注目

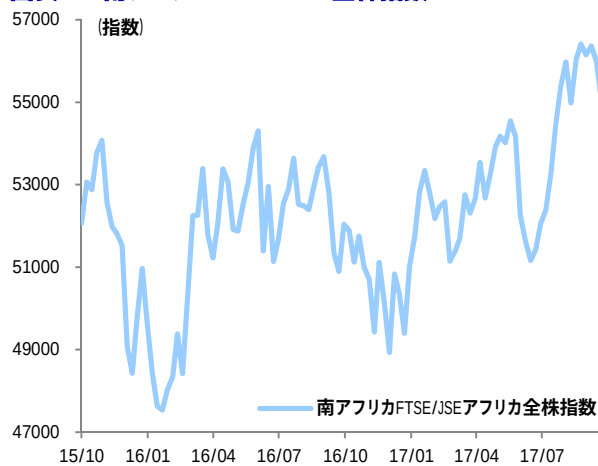
- 9月のZARは、対USDで上昇が先行したもの、その後大きく下落。対円でも水準を切り下げたが、その下げは小幅にとどまった。対USDでの値動きの概ねはUSD側の要因によるもので、USD/ZARの値動きはドルインデックス(ICE)の上下動とほぼ重なっていた。
- USDの下落、反発はFRBの追加利上げ観測の後退、再燃を背景に、9月半ば以降は米税制改革に対する期待感がUSDの上げ足を一段と強めた。
- 並行して、貴金属・産業金属の続伸、急反落もZARの値動きに影響した。貴金属・産業金属の値動き自体がUSDの上下動の影響を受けていたはずだが、資源通貨であるZARの値動きを増幅する効果はあったであろう。
- 他に南ア固有の要因としては、南ア準備銀(SARB)の金融政策を巡る思惑が挙げられた。南ア物価は足元減速基調を維持しており、特に20日発表された8月コアCPIは前年比+4.6%と2012年8月来の水準まで低下していた。7月に市場の予想を裏切り5年ぶりの利下げ(▲25bp)に踏み切ったSARBは、21日の金融政策委員会でも追加利下げするものと見込まれたが、結果は予想外の据え置き。ZARは小幅ではあったが一時反発した。
- 南ア政治を巡っては、クワズル・ナタール州のアフリカ民族会議(ANC)地方組織の首長選を無効とする地方高裁判決(12日)や最大手労働組合連合で与党連立の一角を占める南ア労働組合会議(Cosatu)がズマ大統領退陣などを求めて全国規模のストライキを打つ(27日)など、興味深いイベントは散見されたものの、ZARに明確な方向感を与えることはなかった。
- 目先、南ア要因では、**10月25日に発表される中期予算政策声明**に注目。景気低迷、歳入(税収)不足、財政収支悪化という逆境の中で、いかにして財政健全化にむけた指針を示せるのか(示せないのか)、南ア国債格付に対する影響という視点でも注意深く見守りたい。噂の絶えない、南ア航空など困窮する国営企業救済のために、公務員の年金基金である公的投資会社(PIC)の運用資金を転用するとの観測なども注意深く追っていききたい。
- 中期的には引き続き政局不透明感を嫌ったZAR安を中心に見込む。
- 現時点で、年内最後となる金融政策委員会(11月23日)では、格付各社の(南ア国債)格付見直しやANC党首選(12月)を目前に控え、SARBが利下げに踏み切れる可能性は低いと見る。ZAR急落や電力料金大幅引き上げなど物価上昇要因に対する懸念が払しょくできないためだ。(本多秀俊)

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

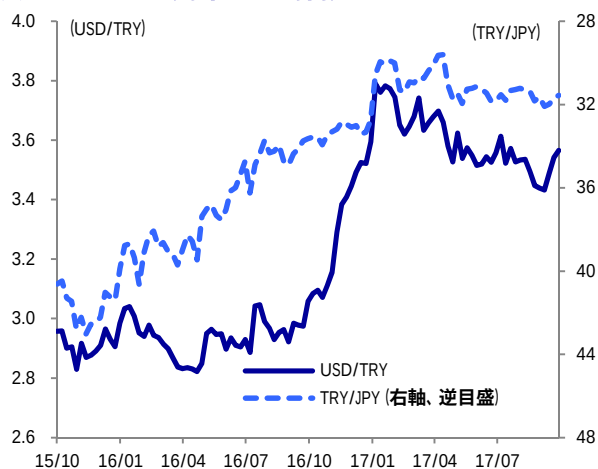


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : 足元 TRY 反発要因を見出すのは困難

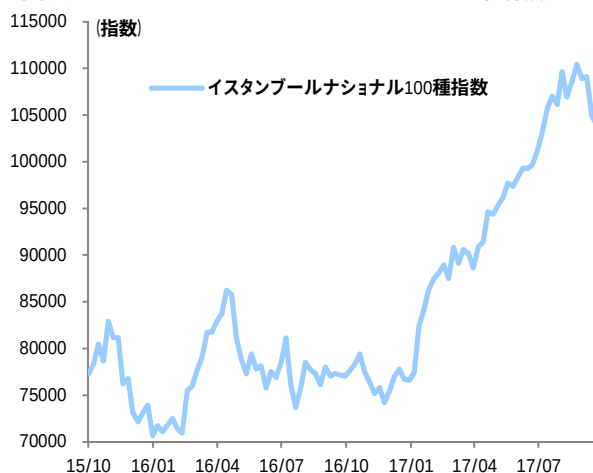
- ・ 9 月の TRY は対 USD、対バスケットでは続騰先行後、反落。対円では高値圏での横這いを支配的とし、月末に掛けて若干水準を切り下げた。
- ・ 月初の TRY 上昇は USD 安の色彩が濃く、8 月 25 日のイエレン FRB 議長講演 (於ジャクソンホール) が早期追加利上げを示唆しなかったことで広がった米利上げ観測の後退が引き続き影響したものと考えられた。11 日までに TRY は対 USD で昨年 12 月 8 日来的高値となる 3.3835 まで上昇した。
- ・ その後の TRY 反落も USD 反発の色彩が濃く、TRY 側の要因は乏しかった。USD 反発は、FOMC (20 日)、イエレン FRB 議長発言 (26 日) などを通じて、米追加利上げ観測が再燃したこと、米税制改革に対する期待感が高まったことなどが貢献したものと思われた。
- ・ 11 日にゲディクリ大統領補佐官が「トルコ中銀 (CBRT) は TRY 売り介入すべき」と発言したのは、今になって振り返ると TRY 反落の転機となったように見えるが、発言直後の TRY の反応は極めて緩慢だったし、実際に CBRT が TRY 売りを実施した事実は現在まで確認されていない。
- ・ 5 日発表されたトルコ 8 月 CPI は前年比 +10.68% と再び二桁に逆戻り。加えて同コア CPI は同 +10.16% と 2005 年 6 月来の二桁台に突入した。14 日の金融政策委員会で CBRT は市場の予想通り政策金利を全て据え置き、「必要とあれば追加利上げを実施する」とタカ派的姿勢を維持した。
- ・ 25 日に強行された北イラクのクルド人自治政府 (KRG) の国民投票は TRY 安現地株価の続落を招いた。違法とされながらも、KRG の (イラクからの) 独立が採択されることで、トルコを含む同域の地政学的リスクの高まりや対 KRG 経済制裁がトルコ経済にも悪影響を及ぼすと考えられたからだ。
- ・ 足元、TRY の反発を見込む要因を見つけるのは難しい。高止まりする物価、トルコ南東部のクルド住民との軋轢、膨らみ続ける財政赤字と国債発行増など国内要因に加え、米利上げ観測の再燃も TRY には逆境となろう。CBRT はかろうじてタカ派的姿勢を堅持しているものの、同銀の (政治的圧力からの) 独立性に対する市場の信頼は極めて乏しい。
- ・ 成長率 (GDP) の高止まりや経常赤字の抑制が効いているのは前向きな材料だが、足元トルコ長期金利の上昇基調は、財政出動による景気刺激の限界や、将来的な経常赤字ファイナンスの困難を示唆している。(本多秀俊)

図表 25: トルコリラ (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

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

		2017年 1～9月 (実績)	SPOT	2017年 12月	2018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)	6.4390 ～ 6.9640	6.6528	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8278	7.8107	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ～ 68.388	65.280	65.0	64.0	63.0	63.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ～ 13594	13472	13400	13100	12800	12600	12400
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1145.44	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	4.1825 ～ 4.5002	4.2205	4.28	4.03	3.95	3.70	3.45
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 51.610	50.865	51.0	49.6	48.0	47.0	46.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ～ 1.4547	1.3578	1.38	1.36	1.35	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ～ 32.447	30.324	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ～ 36.01	33.32	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22730	22750	22650	22400	22350	22300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	57.5359	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.5368	14.00	13.50	13.00	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ～ 3.9415	3.5660	3.70	3.80	3.90	3.80	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ～ 3.4109	3.1625	3.20	3.25	3.21	3.16	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ～ 22.0385	18.2499	19.00	19.00	18.50	18.00	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ～ 17.112	16.918	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ～ 15.291	14.403	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.783	1.724	1.69	1.69	1.71	1.69	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ～ 0.880	0.835	0.821	0.824	0.844	0.849	0.863
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.817	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ～ 26.871	26.653	25.70	26.80	27.34	28.92	31.01
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ～ 2.377	2.213	2.16	2.18	2.25	2.28	2.33
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 83.57	82.86	79.71	79.41	80.00	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.710	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.403	3.377	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ～ 0.5213	0.4950	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.809 ～ 2.024	1.956	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.314	7.86	8.00	8.31	8.23	7.93
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	31.551	29.73	28.42	27.69	28.16	27.44
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ～ 37.450	35.574	34.38	33.23	33.64	33.86	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.431	6.165	5.79	5.68	5.84	5.94	5.94

(注) 1. 実績の欄は 2017 年 9 月 29 日まで。SPOT は 10 月 2 日の 6 時 50 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。4. 対円の見通し値は『中期為替相場見通し (9 月 29 日発行)』に基づく

(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%)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
エマージングアジア												
中国	6.9	6.7	6.8	6.4	1.4	2.0	2.4	2.3	2.8	2.5	1.3	1.2
インド	7.2	7.4	6.3	7.2	4.9	4.9	3.4	4.7	-1.1	-0.7	-1.3	-1.8
インドネシア	4.8	5.0	5.1	5.3	3.5	3.5	4.0	4.1	-2.1	-1.8	-2.0	-2.2
韓国	2.6	2.7	2.8	2.7	0.7	1.0	1.8	1.9	7.0	7.3	6.2	6.1
マレーシア	5.0	4.2	5.2	4.6	2.1	2.1	3.6	2.4	2.9	2.1	2.3	2.2
フィリピン	6.3	6.9	6.5	6.7	1.4	1.9	3.4	3.2	2.6	0.2	0.4	0.4
シンガポール	2.0	2.0	2.6	2.9	-0.5	-0.5	0.9	1.8	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.8	3.2	3.3	3.4	-0.9	0.2	1.3	1.8	8.2	11.3	8.2	7.5
ベトナム	6.7	6.2	6.1	6.9	0.6	2.7	3.6	3.6	0.5	0.4	0.5	0.9

(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

			2017	2018				2019
			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	4.35	4.35	4.35
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.50	4.50
韓国	7日物レボ金利	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	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25

(注) インドネシア中銀は 2016 年 8 月 19 日に政策金利を B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。