

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：来月の新興国通貨は安定推移を予想	2
中国人民元(CNY)：習近平体制は磐石なものに	3
インドルピー (INR)：ややタカ派に傾く RBI	4
インドネシアルピア(IDR)：引き続き輸出が好調	5
韓国ウォン(KRW)：BOK は利上げに傾く	6
マレーシアリンギ(MYR)：2018 年度予算案を発表	7
フィリピンペソ(PHP)：OFW 送金が景気を下支え	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)：2018 年 11 月に総選挙実施か	10
ベトナムドン(VND)：2018 年は今年並みの成長を目指す	11
ロシアルーブル(RUB)：材料難で当面は現行水準を維持か	12
南アフリカランド(ZAR)：財政健全化を放棄か、ZAR 安は新局面へ	13
トルコリラ(TRY)：対米・独関係悪化による経済への打撃が顕在化	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

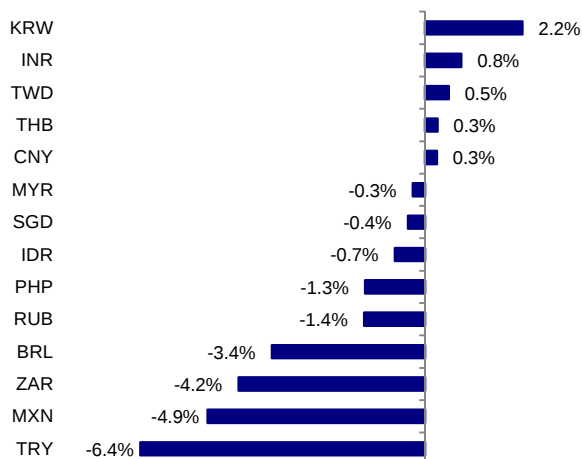
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：来月の新興国通貨は安定推移を予想

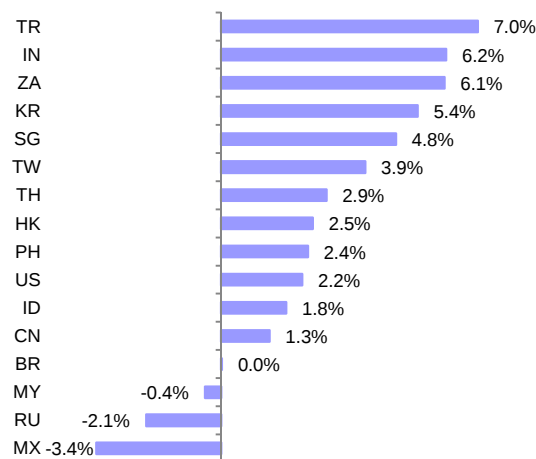
- 10月の新興国通貨は軟調に推移した。月初はスペイン・カタルーニャ州の独立を巡り混乱がみられると、リスクオフムードが広がり新興国通貨は値を下げた。その後は米金利低下を受けて買い戻されたが、タカ派とみられるテイラー氏が次期FRB議長になる可能性が報じられると米金利が上昇基調に転じ、新興国通貨は下落した。さらに米10年国債利回りが節目である2.4%を上回ると多くの通貨が値を崩し、月末にかけても安値圏での推移となった。
- 新興国通貨下落の主因となった米金利上昇だが、足許の水準よりさらに上昇する余地は小さいと考える。
- FF金利から試算される18年末までの利上げ織込みは2回程度であり、FRBが示す利上げ見込み回数(4回)を市場が徐々に織り込むとすれば、短期金利が水準を切り上げる可能性はある。
- もっとも、99年および04年の利上げサイクルを振り返ると、米国の長期金利はFRBの利上げの終着点が長期金利の上限となってきた。長期金利を代表する米10年国債金利は9月初旬の2.0%から一時2.4%台後半まで上昇してきたが、FRBが考える利上げの終着点(中央値)である2.75%に近づいており、これ以上に大きく上昇するとは考えがたい。
- 2018会計年度(2017年10月～2018年9月)予算の大枠が米国の上下院で可決したこと、税制改革も採決されるとの期待が高まり、10月の米金利上昇の要因となった。しかし、所得控除の見直しや財政均衡への道筋を巡って共和党内では議論が紛糾している模様だ。また、12月8日に凍結措置が終了する債務上限についても11月は審議を進める必要があることを踏まえると、市場の期待はやや前のめりに過ぎる感がある。
- かかる状況下、11月は米長期金利の上昇が一服し、多くの新興国通貨はレンジ内で安定推移を予想する。
- なお、トランプ米大統領は11月3～14日までアジア各国を訪問する予定である。とりわけ、韓国(7日)や中国(8～10日)訪問時に通商交渉について言及するかに注目が集まるだろう。もっとも、韓国とは10月4日に米韓自由貿易協定(FTA)見直し交渉開始で合意したばかりであるほか、中国とは北朝鮮情勢で連携をとる必要があることを考えれば、両国に対する強硬な発言は控えられると見込む。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年10月)



(資料) ブルームバーク

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年10月)

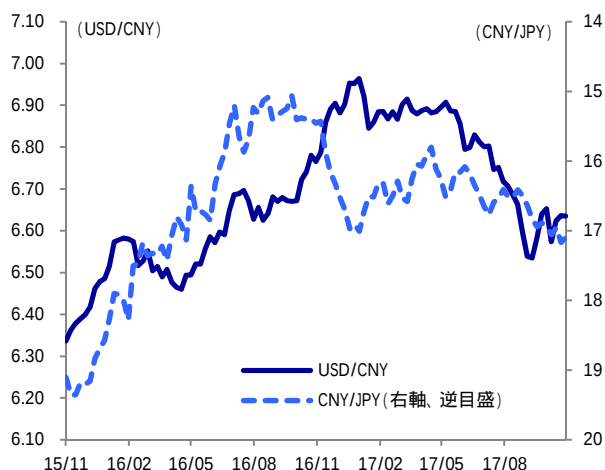


(資料) ブルームバーク

中国人民元(CNY)： 習近平体制は磐石なものに

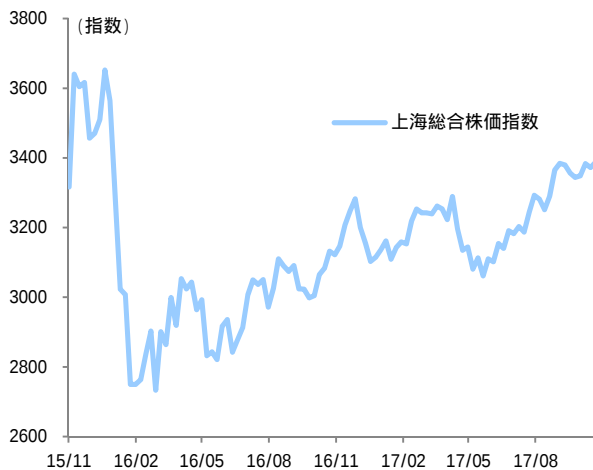
- 10月のCNYは上方向に往って来いの展開となった。月初は国慶節(10月1～8日)に伴い休場だったため、CNYは9日に6.65台前半でオープン。米金利低下を背景に6.57近辺まで上昇したが、米税制改革への期待などから米金利が上昇に転じると一時6.66台前半まで売り込まれた。月末はやや値を戻し、6.63台半ばで越月した。
- 10月19日に発表された7～9月期GDPは前年比+6.8%と4～6月期(同+6.9%)から僅かながら減速したが、市場予想と一致した。内訳をみると、純輸出の前年比寄与度が+0.27%ポイントから同+0.19%ポイントに縮小する一方、最終消費支出が同+4.37%ポイントから同+4.45%ポイントに拡大したことが経済全体を下支えした。
- 中国経済には「共産党大会が開催される年は景気が加速する」というアノマリー(経験則)が指摘されている。実際、アジア通貨危機に見舞われた97年を除き、中国の景気動向指数は概ね上昇している。7～9月期GDPの結果に鑑みれば、今年もこの経験則が当てはまり、2017年の成長率は2016年(+6.7%)を上回る公算が大きいと考える。
- 18～24日まで開催された中国共産党大会では、毛沢東や鄧小平と並び党規約に習近平・国家主席の名前を冠した政治思想が盛り込まれた。また、翌日に開催された中央委員会第1回会議(1中全会)では、最高指導部(政治局常務委員)の人事が決定され、習氏に近い人物が多数選出された。今大会を通じて同氏は磐石の政治基盤を築くことに成功したと言える。
- これにより習氏が進める過剰債務・設備の削減および環境規制強化といった構造改革が来年も推進される可能性が高い。新政権は2010年対比でGDPおよび可処分所得を2020年までに倍増させるという目標を負っている。2017年のGDP成長率は良好な結果になる公算が大きく、残り3年間で前年比+6.3%程度の成長が続けば目標は達成される見込みだ。
- 2017年の政府目標(同+6.5%前後)に比べれば成長率を低下させられる余地があり、構造改革を進めることで発生する景気の下押しは許容されると考える。
- 年内は中国経済の安定推移を背景にCNYはレンジ内の値動きとなるだろう。しかしながら、来年の景気減速が意識され、徐々に上値が重くなる展開を予想する。(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

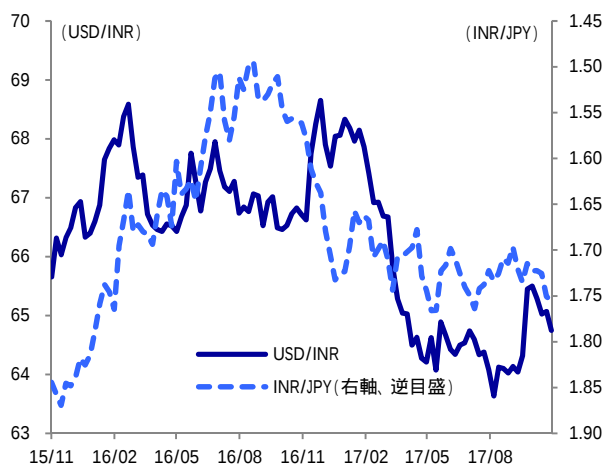


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : ややタカ派に傾く RBI

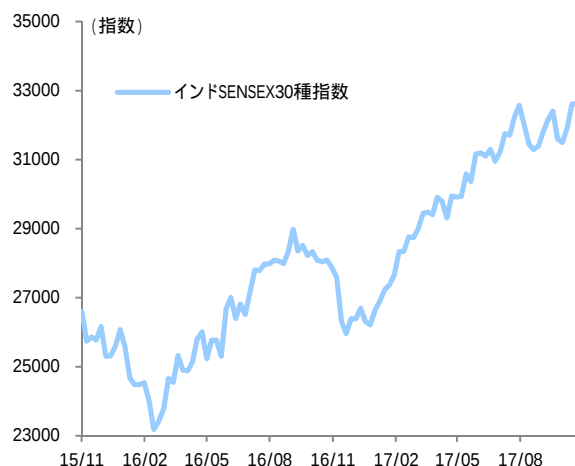
- 10 月の INR 相場は小幅に上昇した。月上旬はインド準備銀行(中央銀行、RBI) がややタカ派な姿勢を示したことで INR 高に振れる場面があったものの、ドル高地合いの中で上値重く推移。中旬は FOMC 議事要旨がハト派的と受け止められたことなどからドル売りが拡がり、INR は 64 台後半まで上昇した。月後半は次期 FRB 議長人事を睨んで 65 台まで弱含んだが、インド政府が国営銀行への資本注入などを発表すると底堅い展開となった。
- RBI は 10 月 3~4 日に開催した金融政策委員会 (MPC) で、市場予想通り政策金利を据え置くことを決定した。しかし、声明で消費者物価指数 (CPI) 上昇率が前回会合から 2%ポイント上昇したことに言及したほか、原油価格上昇や財政悪化によるインフレ加速への警戒感を示した。また、引き続き「中立的な政策スタンスを維持することを決定し、今後の経済指標を注視していく」、「MPC はインフレ率を持続可能なペースで 4%近くに維持するというコミットメントに引き続き注力する」と表明するなどややタカ派に傾斜した。
- 8 月の鉱工業生産は前年比+4.3%と、7 月の同+0.9%から持ち直した。財別の内訳をみると、耐久消費財が同+1.6%(7 月:同▲3.6%)と 3 か月ぶりに増加したほか、非耐久消費財は同+6.9%と 7 月の同+3.6%から加速した。また、資本財は同+5.4%(7 月:同▲1.3%)と 5 か月ぶりのプラスとなった。
- 9 月の CPI 上昇率は前年比+3.3%と 8 月と同率の伸びとなった。ガソリン価格の上昇や公務員家賃手当の引き上げなどを反映してコア CPI(食料品および燃料を除く総合) 上昇率が同+4.6%と 8 月の同+4.4%から加速したことで、食料品価格の減速が相殺された。
- インド政府は 24 日、インフラ建設や国営銀行への資本注入などを発表した。政府の発表によれば、全長 83,677 キロメートルに及ぶ高速道路を建設し、向こう 5 年間で 6.9 兆ルピーの投資になる見込みである。また、向こう 2 年間で総額 2.11 兆ルピーを国有銀行に資本注入すると発表した。このうち、1.35 兆ルピーは国債発行により調達し、1,814 億ルピーは政府予算の準備金から、残りの 5,800 億ルピーは銀行の資本調達によって賄うとしている。不良債権問題の深刻化によって金融緩和の効果が実際経済に波及し難くなっているため、国有銀行への大規模な資本注入は経済成長に対しプラスとなる。
 - 目先は FRB の利上げ期待などを背景としたドル高圧力に押されそうだが、RBI がドル売り介入でサポートすることで小動きとなりそうだ。(多田出健太)

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 6: インド SENSEX30 種指数

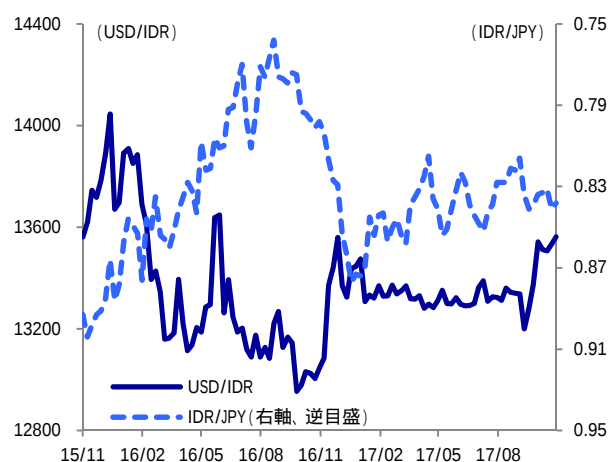


(資料) ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)：引き続き輸出が好調

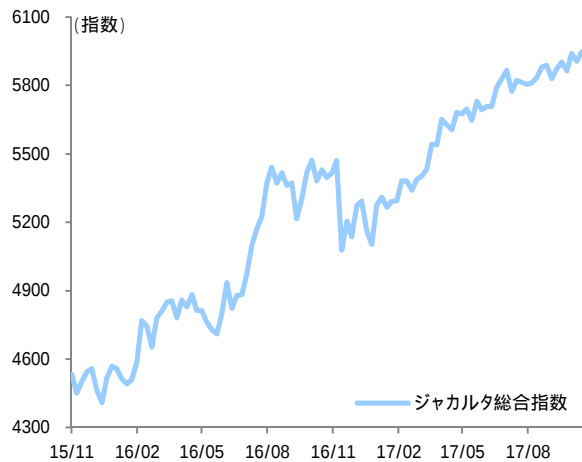
- 10月のIDRは狭いレンジでの推移。月上旬に13590台まで軟化したが、インドネシア中央銀行(BI)による介入観測もあり、13500付近での推移が続いた。月末は13560台で取引を終えた。
- 10月2日に発表された9月製造業PMIは50.4と8月(50.7)から低下したものの、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回っている。BIが発表した9月消費者信頼感指数は123.8と8月(121.9)から改善し、高水準を維持している。
- 9月貿易統計は、貿易収支が+17.6億ドルと8月の+17.2億ドルを上回った。単月の黒字額としては前月に引き続き2017年以降の最大を記録した。輸出は前年比+15.6%と8月(同+19.2%)から減速したが高い伸び率を維持し、輸入は同+13.1%と8月(同+8.9%)から加速している。
- BIは19日に金融政策決定会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートに4.25%に据え置いた。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、それぞれ5.00%と3.50%に据え置き、コリドーも1.50%ポイントに維持した。
- 声明文では7～9月期の成長率は財政拡大と金融緩和により当初の予想以上に順調に伸びるとの見通しを示した。BIは今回の決定について、インフレやIDR相場の安定を維持する姿勢に合致すると述べた。BIのスタンスは引き続き中立的であるとした。
- 9月の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%と8月(同+3.8%)から減速し、インフレ目標(+3～5%)内に収まっている。インフレが落ち着いている中、過去2回の利下げの効果もでているとしているため、BIは当面金融政策を据え置くだろう。
- 16日にジャカルタ特別州知事の就任式が行われ、アニス氏が就任した。同氏は就任演説で差別的意味合いがあるとして政府関係者らが公的に使用することを禁じられている言葉を発したため、波紋が広がっている。州知事選挙で生じたイスラム教に関わる宗教対立が懸念される中、新たな差別意識への懸念も高まっている。
- 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

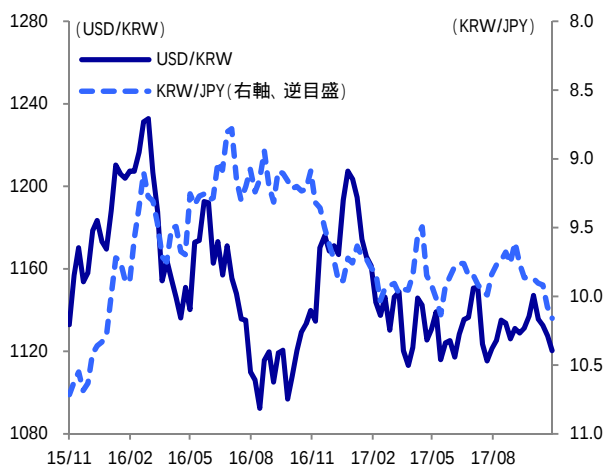


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW): BOK は利上げに傾く

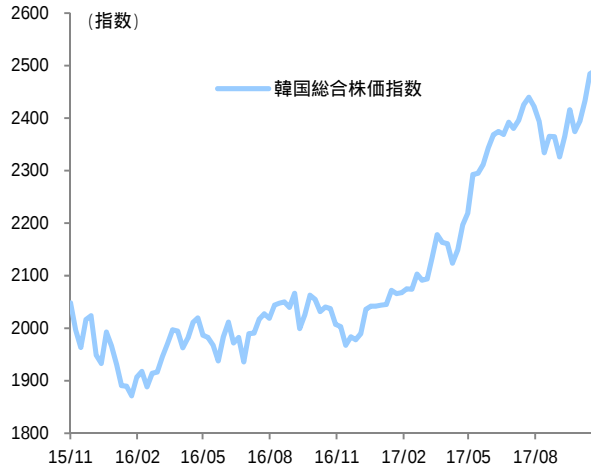
- 10月のKRWは底堅い値動きとなった。月初は1140台後半でオープン後、秋夕(チュソク、2～9日)の長期休暇中は国内市場参加者が不在となったため、動意が乏しい展開。連休明けに韓国総合株価指数(KOSPI)が大幅に上昇すると1120台後半まで値を上げた。その後は米金利上昇を受けて1130台後半で軟調推移。月末にかけては、中韓両政府が関係修復を進めることで合意したことなどが好感され1120近辺まで上昇した。
- 10月19日に韓国銀行(中央銀行、BOK)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を1.25%に据え置いた。もっとも、声明文はタカ派寄りの内容となっており、消費者物価指数(CPI)は食品とエネルギーを除くコアベースで、当面は1%台半ばで推移し「来年からは緩やかに加速する」と物価上昇を見込む文言が加わった。
- また、総合的な政策判断を示す箇所では、政策委員会は「景気および物価の先行きを慎重に見極めつつ」緩和的な金融政策スタンスを維持すると、付帯条件が追記された。さらに1人の委員が利上げを主張し、現状の金融政策維持に反対票を投じている。
- 今回の声明文に加え、会合後の記者会見においてBOKの李総裁が「金融緩和を解除する機は熟しつつある」と述べたことで、BOKは利上げサイクル入りするとの思惑が広がり、国債金利は急騰した。
- 李総裁は低金利政策を解除する理由として、家計債務の増加など金融システムリスク増大を挙げている。実際、銀行の家計向け貸出額は増加を続けており、対GDP比でも高水準を維持していることに鑑みれば、次回会合(11月30日)に利上げが行われる可能性は高い。
- もっとも、家計債務増加の主因となった不動産ローンについては規制が強化されており、24日には不動産ローンに関する厳格な総量規制を来年初導入すると発表された。こうした規制強化の動きを背景に家計債務増加には歯止めがかかる見込みであり、BOKが連続利上げを行う公算は小さい。
- 26日に発表された7～9月期GDPは前期比+1.4%と4～6月期(同+0.6%)から加速した。純輸出が前期比寄与度+0.9%ポイントと4～6月期(同▲1.0%ポイント)から押し上げに寄与したことが、景気加速の主因となった。
- 米金利の高止まりがドル高圧力として残存するものの、堅調な国内経済情勢を背景にKRWは底堅い値動きを予想する。(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

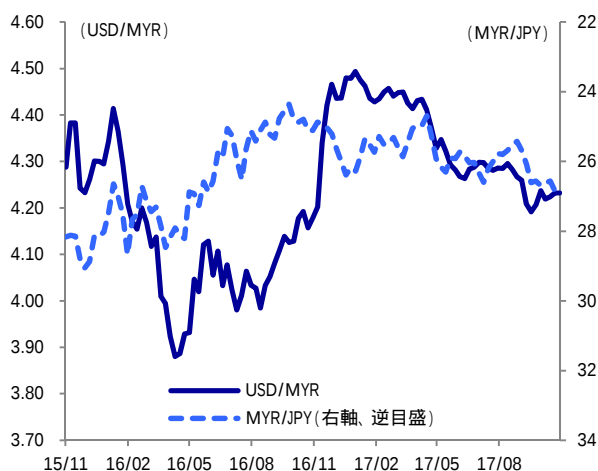


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：2018 年度予算案を発表

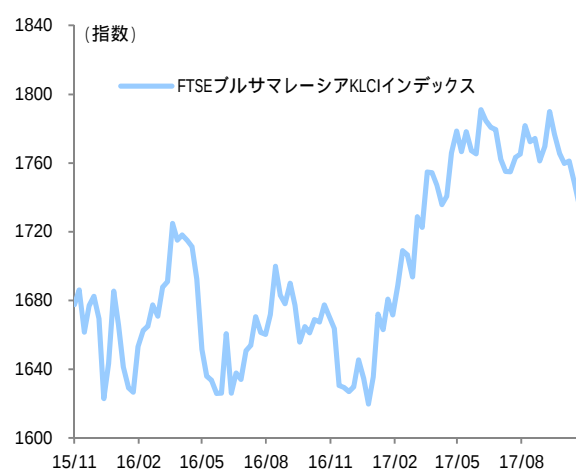
- 10 月の MYR は 4.21 から 4.24 の狭いレンジでの推移となった。米税制改革への不透明感を背景に一時 4.21 台まで上昇したが、次期 FRB 議長がタカ派とされるスタンフォード大教授のテイラー氏が有力との報道を背景に 4.22 台まで値を下げた。一時 4.24 台まで軟化し、4.23 台で越月した。
- マレーシア統計局が 10 月 6 日に発表した 8 月貿易統計によると、輸出は前年比+21.5%と 7 月 (+30.9%) から伸びは縮小したが、高い水準を維持している。電子・電気機器をはじめ主力分野の多くが増加した。輸入は同+22.6% (同+21.8%) から拡大し、3 か月連続で加速している。
- 8 月鉱工業生産も前年比+6.8%と 7 月 (同+6.1%) から加速し、市場予想 (同+5.8%) を上回った。また、8 月製造業売上高は前年比+16.5%と 7 月 (同+22.2%) から減速したが、9 か月連続で 2 桁の伸びを維持している。
- 9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.3%と 5 か月ぶりに加速した 8 月 (同+3.7%) からさらに伸びが高まった。燃料価格の引き上げによる交通費の上昇が、全体を押し上げている。インフレはマレーシア中央銀行 (BNM) の目標 (+3~4%) 内で推移しているが、今後インフレが加速を続け、かつ高成長が続くならば、BNM が利上げに踏み切る可能性もあるだろう。
- 27 日にナジブ首相は 2018 年度予算案を発表した。歳入は 2399 億 MYR と 2017 年予算から+6.4%増加し、支出も 2803 億 MYR と+7.5%と拡大している。2020 年の先進国入りに向けた課題である財政赤字については、2017 年は当初の目標である GDP 比▲3.0%まで圧縮できるとし、2018 年には同▲2.8%まで下げることが可能だとした。
- 2018 年に総選挙を控える中、2017 年同様に所得税や物品・サービス税 (GST) の引き上げなど国民に痛みが及ぶ施策は盛り込まれなかった。国民負担を増大させることなく、2017 年に引き続き総花的な予算案にすることで選挙への基盤を固めたいとの思惑がある模様だ。
- 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

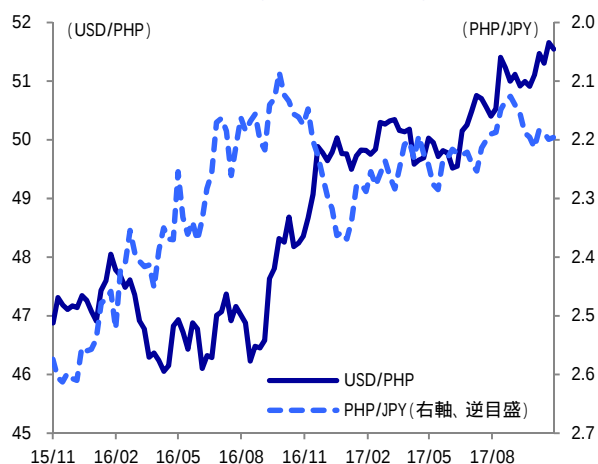


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)： OFW 送金が景気を下支え

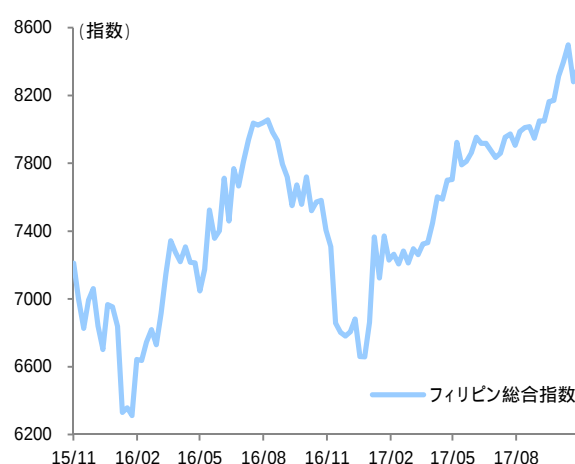
- 10月のPHPは下落した。月初は50.90台だったが、10日に発表されたフィリピン8月貿易収支が市場予想を上回る赤字だったことを受け、51.50台まで軟化した。その後も軟調に推移し月末は51.50台で取引を終えた。
- フィリピン経済は底堅く推移している。個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は、8月は前年比+7.8%と7月(同+7.1%)から加速し、4か月連続で伸びが高まっている。世界経済の回復が引き続きOFW送金を支えている。
- 8月の貿易統計では輸出が前年比+9.3%と7月(同+11.0%)から減速したが、高い伸び率を維持している。輸入は同+10.5%と7月(同▲3.2%)からプラスに転じ、貿易収支は▲24.1億ドルの赤字と7月(▲16.2億ドル)から拡大した。国家経済開発庁(NEDA)のトゥンパラン次官は声明で、政府が取り組む改革により貿易額が持続的に拡大していると指摘した。
- 9月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.4%と8月(同+3.1%)から加速した。燃料価格の値上がりを受けた運輸および家賃・光熱費の上昇がCPIを押し上げ、前月に引き続き3%台となった。
- 10月4日にフィリピン中央銀行(BSP)のエスペニラ総裁は、フィリピン政府が計画している税制改革がインフレに及ぼす影響は限定的なものにとどまるとの認識を示し、BSPが金融政策を調整する必要はないと述べた。他方、19日にBSPは経済成長を支えるため、金融システムの流動性を拡大することを狙いとし、預金準備率(RRR)を段階的に引き下げること検討しているとした。また、エスペニラ総裁は25日に相場の過度な変動を防ぐためBSPは為替市場に「戦略的介入」を行うと述べる一方で、PHPは中期的には安定するとの見通しを示した。
- 5月23日にイスラム過激派により占拠され、戦闘が続いていたミンダナオ島のマラウイ市はようやく解放され、戦闘終結が宣言された。しかし、依然として残党などイスラム過激派メンバーが潜伏しているとし、同市周辺部に布告された厳戒令はまた解除されていない。
- 経常収支の基調的な悪化を受けて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

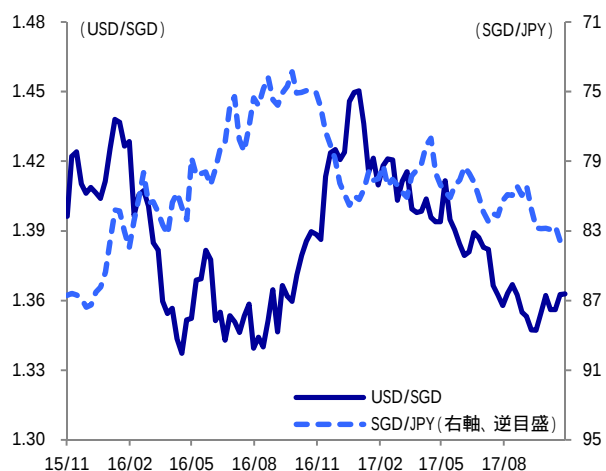


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD)：MAS は現状の金融政策を維持

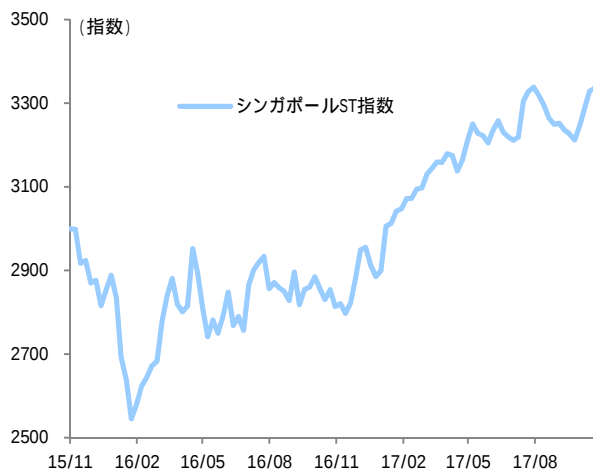
- 10月のSGDはレンジ内で推移した。月初に1.36近辺でオープン後、スペインのカタルーニャ自治州が独立を目指す動きに政治情勢の不安定化が意識され、対ユーロを中心にドル買いの流れになるとSGDは1.37手前まで値を下げた。中旬は米金利低下を受け1.35近辺まで上昇。しかし、下旬はカタルーニャ自治州を巡る政治情勢の緊迫化や米金利上昇を背景に1.37近辺まで下落。月末にかけては1.36近辺まで買い戻された。
- 10月13日に半期に一度となるシンガポール金融管理局(中央銀行、MAS)の金融政策決定会合が開催され、政策対象であるSGDの名目実効為替レート(NEER)について、上下どちらにも誘導しない中立スタンスの維持が決定された。
- なお、「長期間に亘る中立スタンスは適当」という文言につき、堅調な経済情勢に鑑みて「長期間」という表現が削除され、近い将来におけるSGD高(引き締め)方向へのスタンス変更が示唆されるかに市場の注目は集まっていた。
- 結果は、「2016年10月に長期間に亘る中立スタンスは適当と判断した」と事実が言及されるにとどまった。現在もこの認識が維持されているかは明示されず、SGDへの影響は限定的となった。
- MASが明確に政策スタンスの変更を示唆しなかったのは、前回の会合(4月13日)以降、SGDのNEERはバンド内の上限で推移しており、すでに実質的な引き締め効果があったことが考えられる。
- また、産業によっては未だに低迷し続けていることも影響した模様だ。同日に発表された7～9月期GDPは前年比+4.6%と2014年1～3月期以来の高い伸び率となった。内訳をみると、製造業が同+15.5%と2011年1～3月期以来となる高水準の伸び率を記録したが、建設業は同▲6.3%と5四半期連続でマイナス成長に陥っている。
- さらに4～6月期の失業率は2.2%と緩やかながらも上昇傾向が続き、2010年10～12月期以来の高水準となったことも、金融政策スタンスの変更を示唆しなかった理由として挙げられる。
- 米金利上昇圧力は熾るものの、シンガポール経済全体では好調を保っていることを背景に当面のSGDはレンジ内推移を予想する。(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

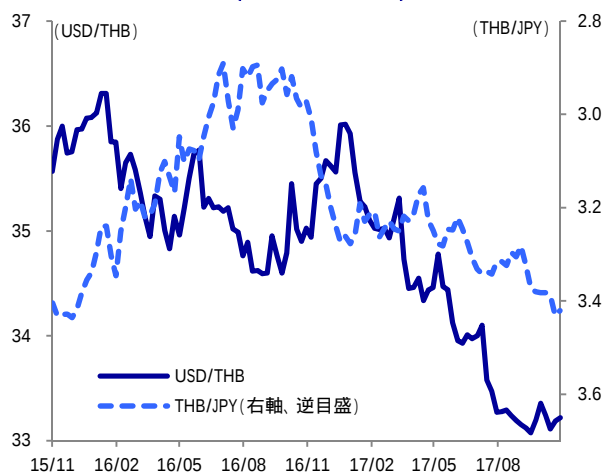


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：2018年11月に総選挙実施か

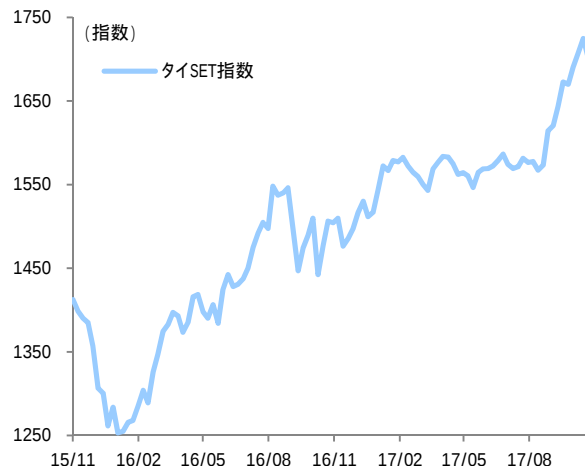
- 10月のTHBは一時上昇するも戻される展開。月上旬にスペイン・カタルーニャ州の独立問題を背景にリスクオンムードが広がり、一時33.50台まで下落。米税制改革の不透明感を受け、一時33.00付近まで上昇したが、33.20台で越月した。
- 10月2日に発表された9月製造業PMIは50.3と8月(49.5)から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を3か月ぶりに上回った。また、9月消費者信頼感も75.0と8月(74.5)を上回り2か月連続で上昇した。輸出と観光業が引き続き好調なことに加え、政情が安定するとの見通しが指数の改善に繋がった模様だ。
- 9月の貿易統計(通関ベース)では、輸出は前年比+12.2%と8月(同+13.2%)から減速したが依然として高い伸びとなっており、7か月連続でプラスの伸びとなっている。世界経済の回復を受けて引き続き需要が旺盛だったことが輸出の好調を支えている。輸入も同+9.7%と8月(同+14.9%)と減速したが拡大基調は続いている。
- タイ中央銀行(BOT)のウィラタイ総裁は19日、THB相場は引き続き経済のファンダメンタルズと地域他通貨の動きに沿って推移しているとの見解を示した。また、タイは米国の利上げに対応できる強さを十分にもっているとし、2018年のインフレ目標は+1~4%と変更はないとの見通しを示した。
- 2日に発表された9月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.9%と8月(同+0.3%)から加速した。原油価格の上昇や酒とたばこの物品税制改正で非食品部門が上昇したことが全体を押し上げた。依然としてCPIは目標レンジを下回っており緩和余地はあるが、経済は緩やかに回復していることを背景に11月8日に開催される金融政策委員会(MPC)では政策金利は据え置かれると予想する。
- プラユット首相は10日、予定されている総選挙について「来年の6月に日程を発表して、11月に選挙を行う」と述べた。総選挙の時期は度々延期されてきた。2018年の11月に実施されれば、2014年5月のクーデター以降続いている軍事政権から民政復帰となる。もっとも、新憲法では新政権への軍の影響は強く残ると考えられる。
- 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

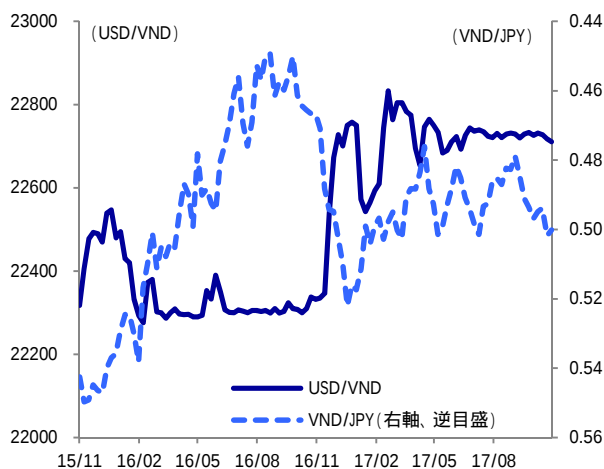


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：2018 年は今年並みの成長を目指す

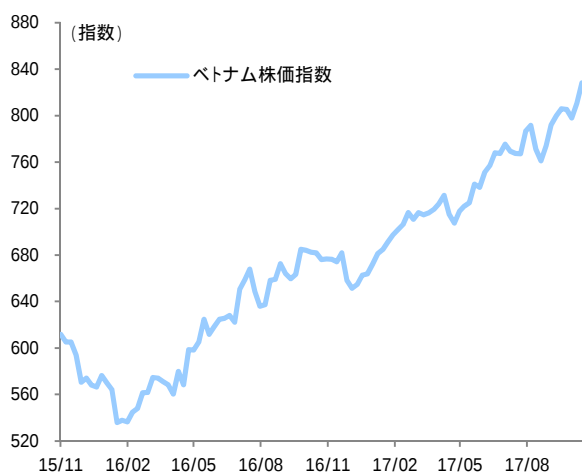
- 10 月の VND は小幅な値動きとなった。月初は 22730 近辺でオープン後、米金利低下を受けて 22700 近辺まで上昇。その後は米税制改革に対する期待の高まりを背景にドル買い優勢になると、22720 近辺で上値の重い値動きとなった。月末にかけては 22710 近辺まで上昇した。非公式レートは 22730 近辺でオープン後、じり安となり 22780 台まで値を下げた。
- 10 月 23 日にフック首相は国会演説において、2017 年の GDP 成長率は目標(+6.7%)に到達する見通しと述べたほか、2018 年の目標を+6.5~6.7%にするとし、来年も今年並みの成長率を維持する方針を発表した。
- 一方、2018 年の消費者物価指数(CPI)は+4%と今年の目標が据え置かれており、引き続きインフレの過熱には注意を払う姿勢をみせている。
- なお、政府はベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)に対し今後も貸出金利を低く抑えるとともに、与信の伸び率を 8 月の前年比+17.4%から同+21~22%まで引き上げるよう求めたと報じられている。従前に比べて目標達成に固執する姿勢が強まっており、市場では SBV が追加利下げに踏み切る可能性が指摘されている。
- もっとも、2017 年 1~9 月期の GDP は前年同期比+6.4%と目標に近く、またベトナム経済は年末にかけて加速する傾向にあることを踏まえれば、成長目標が達成される公算は大きい。
- また、29 日に発表された 10 月 CPI は前年比+3.0%と 9 月(同+3.4%)から減速し、物価目標(+4%)を下回った。しかし、減速に寄与したのは昨年に伸びが顕著だった食品価格や医療費であり、反動が一巡する来年以降も CPI が低い伸びにとどまるかについては不透明感が強い。以上を踏まえれば、SBV は政策金利を据え置き続けると見込む。
- 30 日に発表された 10 月の主要な経済指標は良好な結果となった。1~10 月期の小売売上高は前年同期比+10.7%と 3 か月連続で加速し、同時期では 2014 年以来の高い伸び率となった。また、1~10 月期の鉱工業生産は前年同期比+17.0%と 1~9 月期(同+13.2%)から大幅に加速している。
- 来年の米利上げ期待が VND への下押し圧力となるが、10 月貿易収支は+9 億ドルと 3 か月連続で黒字を計上するなど実需に伴う需給は良好であることから、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

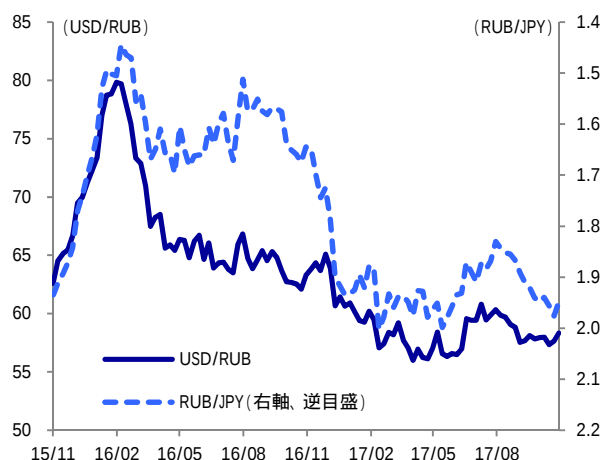


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 材料難で当面は現行水準を維持か

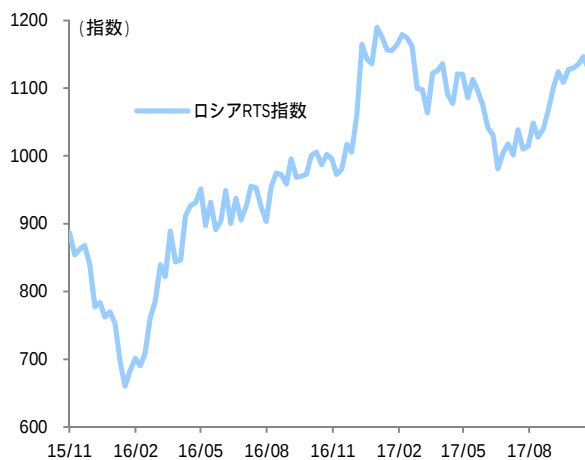
- 10月のRUBは、対USDで比較的狭い値幅を上下動し、振り返ってみれば横這い。並行して原油価格が明確に切り上がった事実を鑑みれば、上値の重い横這いと解釈することもできただろう。
- 原油価格の堅調は、サウジアラビア、ロシアといった主要産油国が供給過剰解消のために現行の減産体制延長に前向きな姿勢を示したことが大きく貢献した。ブレントは2015年央以来2年半ぶりに60ドル/バレルを突破した。
- ロシア要因では金融政策動向に対する関心が強かった。5日発表された9月CPIは総合指数/コア指数共に史上最低を更新。週次CPIも前年比+3%を割り込む水準(総合指数)まで下落しており、物価の安定は明らかであった。
- 27日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会に向けては、50bpの大幅利下げを見込む向きも相応にあったが、結局、25bpの利下げを決定。利下げが小幅にとどまった要因としては、今年の豊作を受けた食品価格の下振れが一時要因に過ぎないとの認識が示されたことに加え、9月の期待インフレ率が若干の上昇を示したことを殊更警戒したのではないかと考えられた。
- 同日のRUB急落はCBRの利下げ決定発表を契機としたように見えたが、概ね予想通りの決定がRUB急落を招いた値動きは不自然に感じられた。
- 前後してロシア財務省が発表した2018年予算案や2018~20年財政計画が、中期的な原油価格下落とRUB安とを見込んでいたことを敢えてRUB売り要因視できなくなかったものの、原油価格や成長率、RUBなどの予想は9月末に同経済省から発表されたものと完全に一致しており、新たにRUB安を引き起こす材料になるとは考えられなかった。
- 原油価格押し上げを目論んで原油供給量抑制に積極的な姿勢を示しながら、ロシア当局が中期的な原油安と(それに伴う)RUB安とを見込んでいる事実には、引き続き違和感が強い。来年の大統領選に向け「(予算からは)想定外の」財政出動余地を作るとの思惑はあろうが、実際に価格決定権の少なからぬ部分を握る同国だけに、「我々の知らない何かを目論んでいるのではないか」との漠然とした疑念は払拭できない。
- CBRの金融緩和姿勢についても、物価動向との比較で慎重に過ぎる感は拭えないが、既定路線である緩やかな金融緩和継続が維持される限り、金融政策を材料視してRUBが大きく変動する可能性は考え難い。(本多秀俊)

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 22: ロシア RTS 指数

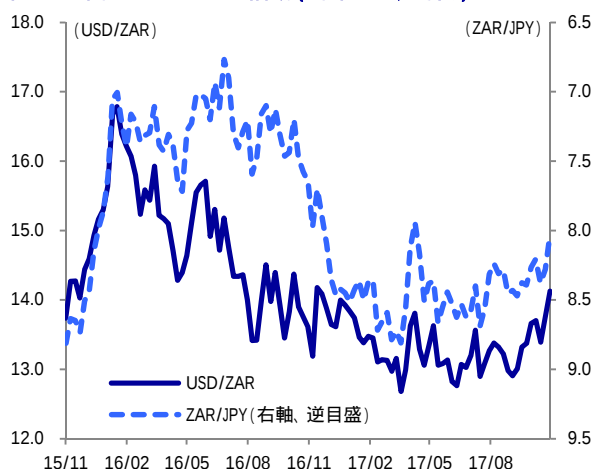


(資料) ブルームバーク

南アフリカランド(ZAR)：財政健全化を放棄か、ZAR 安は新局面へ

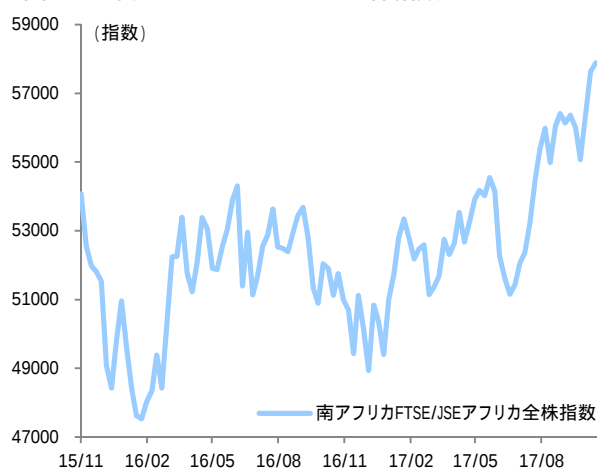
- 10 月の ZAR は下落。月前半には対 USD で上昇する局面も見られたが、その後月末に掛けては年初来安値(4 月 10 日の 13.9800)を割り込み、27 日までに 14.3575 まで下落した。
- 月央に掛けての ZAR 堅調や月末の ZAR 下落には、南ア主力輸出産品である貴金属・産業金属の値動きをある程度反映していただろう。
- 南ア政治情勢は、いくつかの興味深い展開を見せたものの、ZAR に直接影響を与えた様子はほとんど読み取れなかった。唯一、17 日発表された内閣改造だけはその後の ZAR 安の誘因となったものと考えられたが、東ケープ州の与党アフリカ民族会議(ANC)地方組織がラマポーザ副大統領支持派を州委員長に選出したこと(1 日)、南ア上級控訴裁判所が 2009 年に取り消されたズマ大統領の汚職嫌疑の再開を命じたこと(16 日)、12 月の ANC 党首選に向け、ムキゼ党財務部長が「第 3 の候補」としてその存在感を増してきたことなどはほとんど材料視されなかった。
- 月後半に向け ZAR が直近安値(対 USD で 10 月 9 日の 13.8650)を割り込み、大幅に水準を切り下げることになったきっかけは、25 日に発表された中期予算政策声明(MTBPS)。2017/18 年度財政赤字予想を予算の GDP 比 ▲3.1%から同 ▲4.3%に大幅に引き下げるなど、まるで財政健全化を放棄したかの内容に、格付各社による南ア国債格付引き下げが予想された。
- 仮に南ア国債格付が引き下げられることになれば、早ければ 11 月末にも、各種国債運用指数から南ア国債が除外されることになり、指数運用をしている機関投資家が大規模な南ア国債売り・ZAR 売りに動く可能性が予見される。
- 金融市場で ANC 党首選が注目されてきた背景には、財政健全化に尽力する財務省とそれを阻害するズマ大統領という構図があったことが大きかった。財務省自体が財政健全化を放棄してしまった今となっては、次期党首が誰になっても、財政健全化路線への復帰は容易でないと考えられる。勿論、党首選後、ズマ大統領の(南ア大統領としての)早期退陣、財務相交代、財政健全化路線復帰との道筋は想定できなくもないが、南ア国債格下げ回避に間に合う可能性は低いし、一度失われた信頼を取り戻すのは至難の業となろう。中期的に ZAR は 2015 年 12 月のネネ財務相(当時)更迭後の対 USD 安値(17.9950)を射程に入れていく可能性すら考えられる。(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

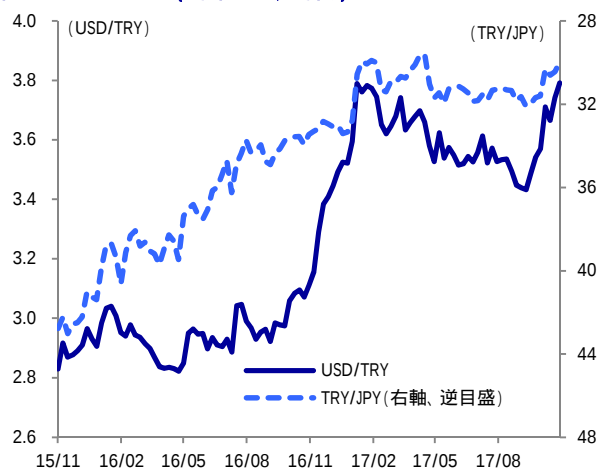
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



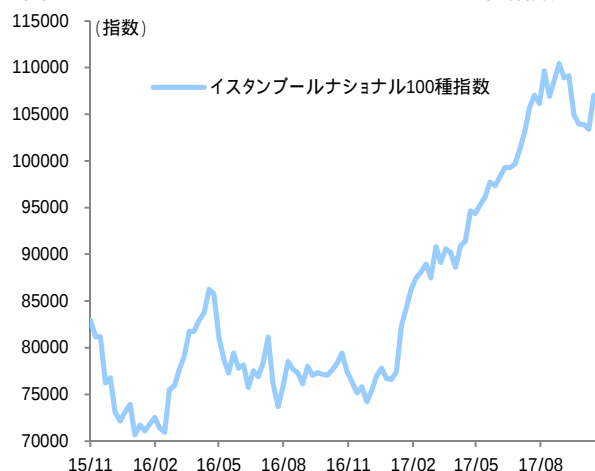
(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：対米・独関係悪化による経済への打撃が顕在化

- 10月のTRYは下落。9月につけた年初来高値(対USDで3.3835、ロイター参照値)から、27日までに3.8422と12%弱の急落を見せた。
- TRY下落は6日以降に顕著となったが、この日のTRY安は同日発表された米10月雇用統計の堅調を受けたUSD全面高の結果と受け止められた。もっとも、TRY下落は雇用統計発表前から進んでおり、堅調な雇用統計に対する警戒感が米金融引き締め、投資資金の流動性低下という連想を呼び、発表前からTRY売りを誘ったものと考えられた。
- 9日のTRY急落は、前日(8日)、米とトルコが相互のビザ発給を停止したことが発端となった。直在イスタンブール米領事館勤務のトルコ人職員の逮捕を理由に米がビザ発給を停止、報復としてトルコ側も同様の措置を取った。
- その後一服したTRY安が再び加速したのは25日、独(政府)が欧州投資銀行や欧州復興開発銀行に対しトルコ向け融資を絞るよう圧力をかけている、複数の独金融機関が実際にトルコ向け投資を減額しているなどといった報道を受け、TRYは直近安値を更新して再び急落した。
- 26日、トルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は政策金利を全て据え置き、引き続き金融引き締めを継続していく姿勢を明確にしたが、一連の決定は市場の予想通りで、TRYに与える影響はほとんど読み取れなかった。
- 関係の悪化した米、独に代わり、トルコがロシア、イランなどと関係を深めているのは興味深い。対内投資という視点でロシア、イランが米、独の代替になり得るとは考え難い。景気浮揚のために足元拡大する一方の財政赤字の穴埋めが順調に進む可能性は低く、当面TRY安基調は変わらないだろう。
- また、トルコ経済はCBRTの無作為が物価上昇を放置した状態にあり、「物価上昇→国債利回り上昇(価格は下落)と消費低迷による景気減速→TRY安→輸入物価押し上げによる更なる物価上昇」という悪循環に陥りつつある。
- CBRTの手足を縛っているのは政治家からの圧力だが、この間も、エルドアン大統領は「物価高は高金利が原因」などと発言(3日)しており、中銀非難の手を緩める様子は見られない。
- トルコ株価は小康を見せているものの、エルドアン大統領による強気一辺倒の対内・対外政策は、現実にトルコ金融資産に深刻な打撃を与えており、こうした状況を近々抜け出す目途は立たない。(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 1～10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	6.6020	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8001	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.595	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13580	13500	13350	12800	12600	12300
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1114.36	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	4.1825 ~ 4.5002	4.2315	4.30	4.15	4.02	3.95	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	51.609	51.5	49.6	48.0	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3608	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.897 ~ 32.447	30.150	30.30	30.10	30.00	29.90	29.80
タイバーツ	(THB)	33.04 ~ 36.01	33.15	33.4	33.3	33.0	32.8	32.6
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22718	22750	22650	22400	22350	22260
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.2199	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.3543	14.0682	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9415	3.8197	3.80	3.90	4.00	3.90	4.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2660	3.22	3.25	3.28	3.25	3.10
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	19.0922	19.00	19.50	19.00	18.50	18.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.208	17.261	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.632	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.767	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.840	0.815	0.809	0.844	0.849	0.870
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	10.270	9.73	9.64	9.73	9.73	9.82
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ~ 26.992	26.934	25.58	26.02	26.87	27.09	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.208	2.14	2.18	2.25	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 83.84	83.87	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.786	3.63	3.59	3.60	3.58	3.59
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.441	3.443	3.29	3.24	3.27	3.26	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.5028	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	1.961	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.112	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	29.860	28.95	27.69	27.00	27.44	26.75
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.941	34.16	33.23	32.93	32.92	34.52
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	5.978	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

(注) 1. 実績の欄は 2017 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 2 日の 7 時頃。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(11 月 1 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	6.5	1.4	2.0	2.3	2.4	2.8	1.8	1.4	1.2
インド	7.4	7.4	6.3	7.2	4.9	4.9	3.2	4.7	-1.1	-0.7	-1.3	-1.8
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.2	3.5	3.5	3.9	3.6	-2.1	-1.8	-2.0	-2.2
韓国	2.6	2.7	3.0	2.9	0.7	1.0	2.0	1.8	7.7	7.0	5.3	4.8
マレーシア	5.0	4.2	5.5	4.8	2.1	2.1	3.7	2.5	2.9	2.1	2.3	2.2
フィリピン	6.1	6.9	6.5	6.7	1.4	1.9	3.1	3.0	2.6	0.2	0.4	0.4
シンガポール	1.9	2.0	3.1	3.1	-0.5	-0.5	0.8	1.8	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.9	3.2	3.5	3.3	-0.9	0.2	0.9	1.9	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

			現在 (%)	2017	2018			2019
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
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	6.00	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	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
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/L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に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。