

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：通貨によって値動きが異なる展開を予想	2
中国人民元(CNY)：トランプ大統領の訪中を無難に乗り切る	3
インドルピー(INR)：格上げのサプライズ	4
インドネシアルピア(IDR)：7～9 月期 GDP は良好な内容	5
韓国ウォン(KRW)：トランプ大統領は米韓 FTA 見直しを念押し	6
マレーシアリンギ(MYR)：利上げの可能性が浮上	7
フィリピンペソ(PHP)：アジア主要国で最も高成長	8
シンガポールドル(SGD)：2017 年の成長率は上振れ	9
タイバーツ(THB)：7～9 月期 GDP は加速	10
メキシコペソ(MXN)：進まない NAFTA 再交渉	11
ロシアルーブル(RUB)：大統領選までは RUB 上昇余地は限定的	12
南アフリカランド(ZAR)：まずは ANC 党首選に注目	13
トルコリラ(TRY)：大統領補佐官の発言にひと筋の光明	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

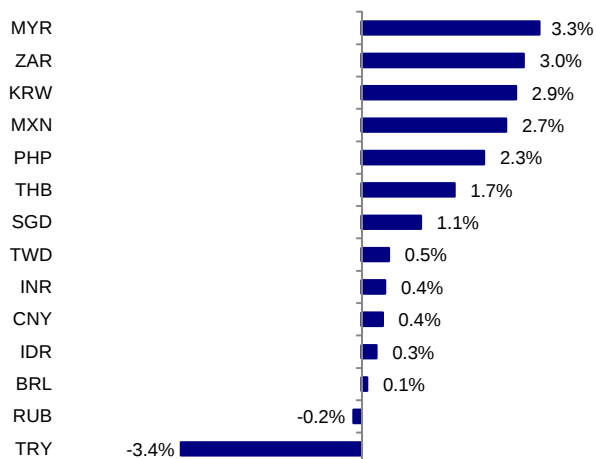
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：通貨によって値動きが異なる展開を予想

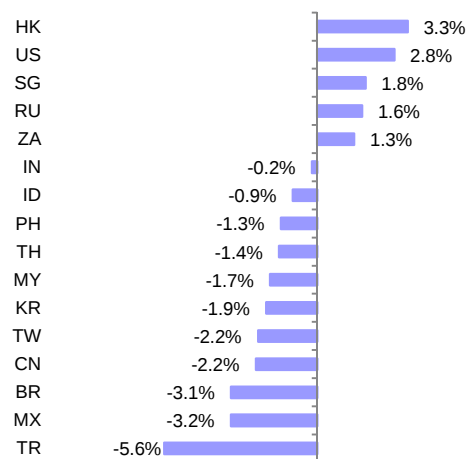
- 11月の新興国通貨は堅調に推移した。上旬は主要通貨が安定推移となる中、多くの新興国通貨は小幅なレンジ内での値動きとなった。しかし、22日公表のFOMC議事要旨(10月31日～11月1日)の内容がハト派的と捉えられたことを手掛かりにドル売りが強まると、新興国通貨は上昇。月末にかけても多くの通貨が堅調に推移した。
- もっとも、ZARが一時2016年11月以来の安値をつけるなど、政治リスクが高いとみなされていた通貨は他の新興国通貨よりもパフォーマンスで劣後する局面が目立った。最たる例はTRYで、ドル安地合いとなる中で22日に史上最高値(3.9826)を更新した。
- トルコの米国領事館の職員が逮捕されたことを受け、双方が相手国のビザの発給を一時停止する事態になるなど、米国との緊張感の高まりがTRY売りに繋がった。さらに北大西洋条約機構(NATO)軍の演習からトルコ軍が離脱したことで、欧州との関係悪化に対する懸念が強まったことも影響した。
- 一方、経常黒字国の通貨は多くは上昇した。KRWは韓国中央銀行(BOK)による利上げ期待も相俟って、月末にかけて1080を割れ2015年5月以来の高値をつけた。11月はTHBも2015年4月以来の高水準を記録し、TWDは一時2014年9月以来の高値圏まで上昇した。
- FRBメンバーが考える長期の政策金利(中立金利)が引き上がらない以上、米長期金利が上昇する公算は小さく、今後もドル買いが進む展開は想定しがたい。また、低ボラティリティや潤沢な流動性を背景に米金融市場が引き続き緩和的となっていることも踏まえれば、今月の新興国通貨は底堅い値動きが続くと予想する。
- 但し、投資家は不透明な政治情勢や経常赤字など下落リスクが大きい通貨を避ける傾向を強めており、政治リスクが高い通貨や経常赤字幅が大きい国の通貨は冴えない値動きになると考える。
- なお、11月は石油輸出国機構(OPEC)とロシアが協調減産の期間を延長するとの思惑からWTI原油先物が年初来高値圏まで上昇し、資源国通貨は強含んだ。しかし、延長でほぼ合意と報じられた後は、好材料出尽くしとの見方から原油価格は上値が重くなっている。12月に原油価格が一段高となるのは難しく、資源国通貨の上昇余地も限られるだろう。(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)

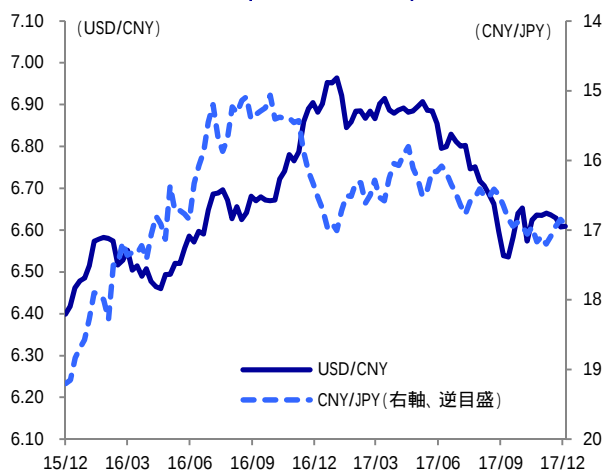


(資料) ブルームバーク

中国人民元(CNY)：トランプ大統領の訪中を無難に乗り切る

- 11月のCNYは上下に激しい値動きとなった。月初は6.63台でオープン後、前月末からのドル売りの流れが続き6.58台まで上昇。しかし、米10月非製造業ISM景気指数の良好な結果をきっかけにドル買い優勢になると6.65台まで反落した。下旬はFOMC議事要旨の内容がハト派的となったことなどを手掛かりに6.57台まで急上昇。月末はやや売り戻され6.61近辺で推移した。
- 11月8～10日にトランプ米大統領が訪中した。9日の米中首脳会談がつつがなく終わる中、米中企業間において総額2535億ドルの商談成立が注目を集めた。但し、液化天然ガス(LNG)開発プロジェクトなど着手するまでに少なくとも数年は交渉に時間を要する案件が多く含まれていたほか、ほとんどの案件が法的拘束力を持たない覚書(MOU)の締結だったため、案件が実現するとしても当分先となる模様だ。
- 10日に朱光耀財務次官は先物、証券、ファンド市場に関連する合弁会社における外貨出資比率の上限を49%から51%に引き上げ、3年後には外資出資比率規制を撤廃すると発表した。米国が求める金融市場開放に応じた格好であり、トランプ大統領訪中の成果と言えよう。もっとも、外貨出資比率規制の撤廃は数年先となるため、目先の資金流出入への影響は小さいと考える。
- 14日に発表された中国の10月主要経済指標は冴えない結果となった。10月鉱工業生産は前年比+6.2%と9月(同+6.6%)から減速した。昨年よりも10月における長期休暇の日数が1日多かったことによる下振れ効果や環境規制強化を受けた鉱業の低迷が全体を押し下げた。
- 10月小売売上高は前年比+10.0%と9月(同+10.3%)から減速し、2016年10月以来の低い伸びとなった。家具など住宅関連の消費財の売上が落ち込んだほか、11月の大手電子商取引サイトによる大型セールを前にした買い控えなどが減速の主因とみられる。その大型セールの売上高は前年を約4割上回ったとされていることから、11月は反動増となる公算が大きい。
- 1～10月期の固定資産投資は前年同期比+7.3%と4か月連続で減速した。インフラ投資(同+19.8%→同+19.6%)や不動産投資(同+8.1%→同+7.8%)の伸び幅が縮小したことが全体の減速に繋がった。
- 中国経済は成長ペースが鈍化しているものの、米長期金利が上がらない中ではドル買いが強まるとは考えがたいため、CNY売り圧力は強まらず、レンジ内での安定推移を予想する。(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

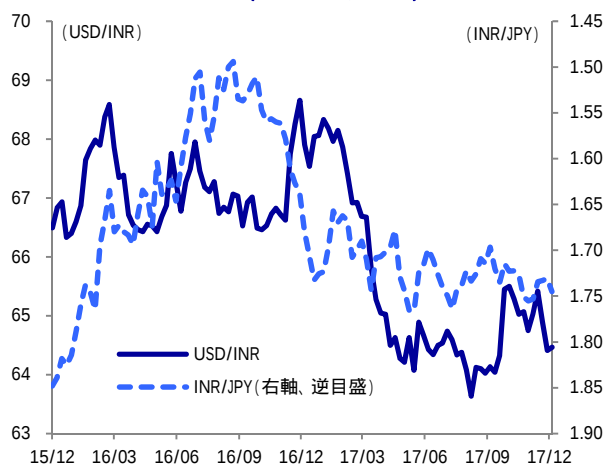


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 格上げのサプライズ

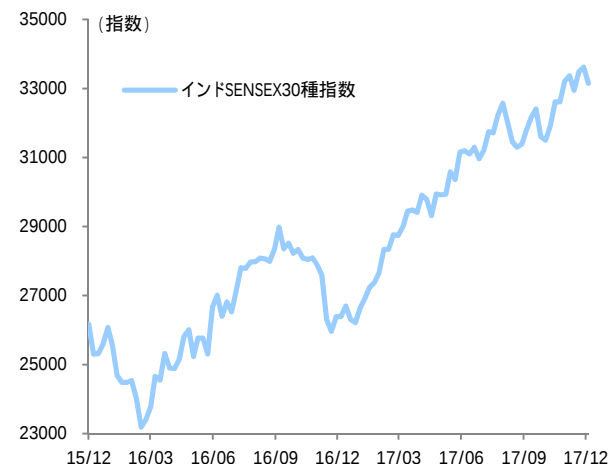
- 11月のINR相場は往って来いの展開。月上旬は原油価格の上昇を受けて輸入企業によるドル買いなどからINRは軟調に推移。中旬には65台半ばまで下げたが、格付け会社がインドの格上げを発表したことなどからINRは反発した。月後半はFOMC議事要旨がハト派的な内容となったことでドル売りが強まり、INRは64台前半まで上伸した。
- 2017年7～9月期の実質GDPは前年比+6.3%と4～6月期の同+5.7%から加速したものの、市場予想の同+6.4%は小幅に下回った。もっとも、1年近くに亘って減速してきたインド経済は4～6月期を底にボトムアウトしたとみられる。需要項目別にみると、総固定資本形成が同+4.7%と4～6月期の同+1.6%から加速し、2016年4～6月期以来の高い伸びとなったことが全体を押し上げた。また、輸出は同+1.2%と4～6月期から横ばいとなったが、輸入が同+7.5%と4～6月期(同+13.4%)から鈍化したことで、純輸出の前年比寄与度は▲1.3%ptと4～6月期(▲2.6%pt)からマイナス幅が縮小したことも成長に寄与した。4～6月期に急増した貴重品は鈍化し、政府消費も減速したものの、個人消費は同+6.5%(4～6月期:同+6.7%)と底堅い伸びを続けており、成長を下支えした。
- 格付け会社ムーディーズ・インベスターズ・サービスは11月16日、インドの発行体格付け(自国通貨建ておよび外貨建て)を「Baa3(BBB-に相当)」から「Baa2(BBBに相当)」へ引き上げ、格付け見通しを「ポジティブ」から「安定的」に変更した。ムーディーズが最も重要と指摘しているのは物品・サービス税(GST)の導入である。市場ではGSTの効果が確認できるのを待って2018年以降に格付けを引き上げると予想されていたため、ポジティブ・サプライズと捉える向きが多い。今後は他の格付け会社が今回の格上げに同調するかどうか注目されよう。
- 10月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.6%と9月の同+3.3%から加速した。野菜を中心とする食料品価格の上昇が主因であり、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+4.5%と9月の同+4.6%からわずかながら鈍化している。
- コアCPI上昇率は安定しているとはいえ、ヘッドラインでインフレ率が持ち直してくる中で利下げ期待は後退している。また、景気も徐々に回復してくると見込まれる状況下、INRは底堅い展開が見込まれる。(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

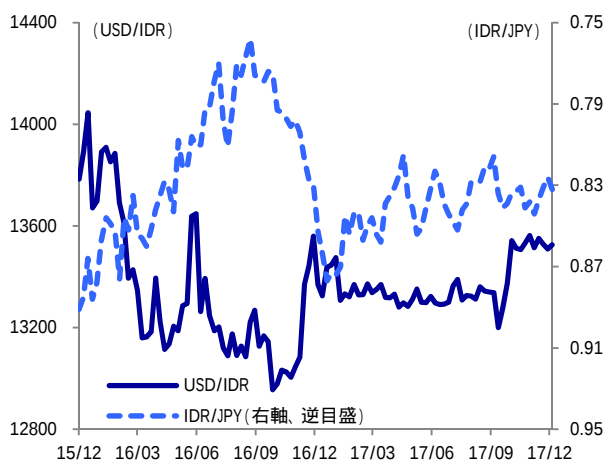


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：7～9月期 GDP は良好な内容

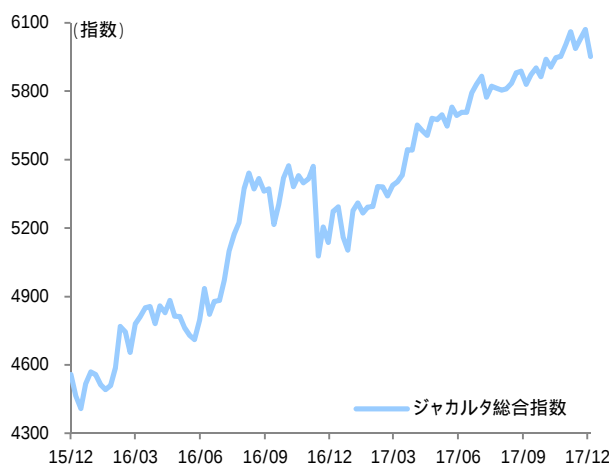
- 11月のIDRは狭いレンジでの推移。月初は13580近辺だったが、次期FRB議長にパウエルFRB理事が指名されたことを背景に3日に一時月高値となる13498をつけた。その後は特段大きな材料も無く、13520台で越月した。
- 11月6日に発表されたインドネシア7～9月期GDPは前年比+5.1%と4～6月期の同+5.0%から小幅に加速した。内訳をみると、在庫投資が前年比寄与度▲1.3%ptと成長率を下押しした。一方、総固定資本形成(4～6月期:同+5.3%→7～9月期:同+7.1%)は伸び率が拡大し、政府最終消費支出(4～6月期:同▲1.9%→7～9月期:同+3.5%)がプラスに転じたことが経済全体を下支えした。
- 家計最終消費支出は同+5.0%で横ばいと消費の伸びは安定している。輸出は同+17.5%と大幅に増加したが、輸入も同+15.1%と増加したため、外需の前年比寄与度は+0.7%ptと4～6月期と変わらなかった。先行きについては、世界経済の回復基調が続く中で、輸出は引き続き堅調に推移することが予想される。また、インドネシア中央銀行(BI)が8月と9月に実施した、金融緩和の効果が徐々に浸透することで、消費と投資が緩やかに上向くことが期待される。
- BIは16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、コリドーは1.50%ポイントに維持された。
- 声明文では、政策金利の現水準は、インフレ率を目標(+3～5%)以内に収め、経常赤字を健全な水準(GDP比+1.65%)にとどめる上では十分な水準であるとした。国内経済については、バランスの取れた構造の下で7～9月期は成長したとの認識を示した。BIは8月と9月に実施した金融緩和の効果を見極めるため年内は金融政策を維持するだろう。
- インドネシア特別捜査機関である汚職撲滅委員会は20日にノバント国会議長を汚職容疑で逮捕した。ノバント氏は与党第2党ゴルカル党の党首であり、政界に大きな影響力を持つとされている。同氏の逮捕は2019年の大統領選挙で再選を目指すジョコ大統領の政治基盤に影響する可能性がある。
- 7～9月期GDPの結果を受け、緩やかな経済回復が見込まれる中、IDRは2018年初から緩やかに上昇するだろう。(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) ブルームバーク

図表 8: ジャカルタ総合指数

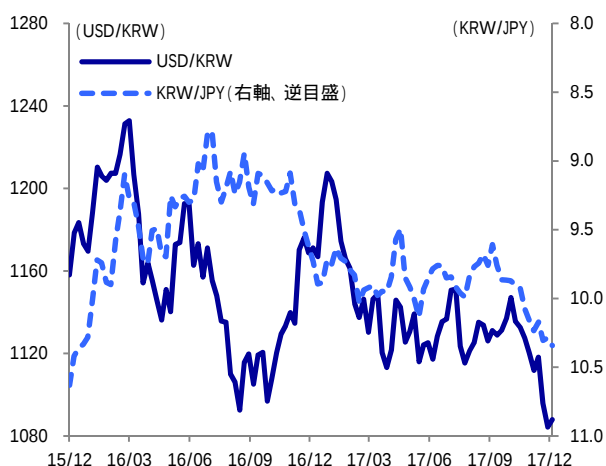


(資料) ブルームバーク

韓国ウォン(KRW): トランプ大統領は米韓 FTA 見直しを念押し

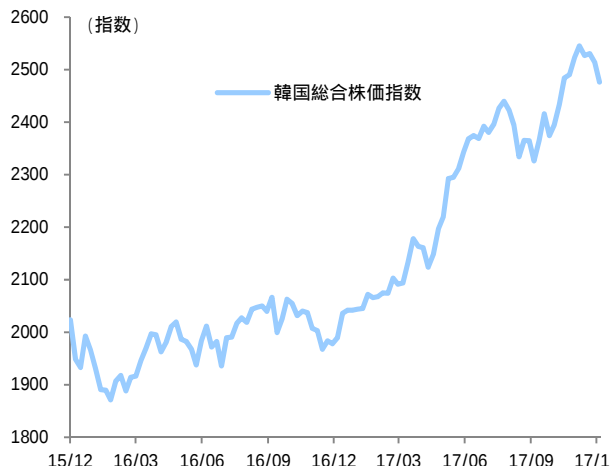
- 11月のKRWは堅調に推移した。月初は1110台後半でオープンし、中旬までは1110～1120台前半の小幅なレンジ内で推移。その後はFOMC議事要旨の内容がハト派的と捉えられる中、ドル売りの流れが強まり1100を割れた。月末にかけても一時1070台半ばまで続伸するなど堅調な動きとなった。
- 11月7日にトランプ米大統領が訪韓し、文大統領との会談で米韓自由貿易協定(FTA)見直し交渉の早期妥結を改めて要求した。しかしながら、韓国側が最も警戒していたFTA破棄の可能性については言及しなかった。トランプ大統領が破棄について触れなかったのは、韓国側が米国からの武器輸入の拡大や米国における資源開発案件への投資を決定したこともさることながら、米国内の反発に配慮したためだと推察される。
- 米国内では米農畜産業がFTA見直しに反対している。その理由として、米食料輸出において韓国はトップ5に入る輸出先となっていることが挙げられる。ただでさえ北米自由貿易協定(NAFTA)見直しによりカナダやメキシコへの食料輸出に対する悪影響が懸念される中、韓国向け輸出も減少することは米農畜産業界としては看過できなかったのだろう。こうした背景事情から、トランプ大統領は米韓首脳会談において米韓FTA見直しを念押しするにとどまったと考えられる。
- 24日に発表の11月消費者信頼感指数は112.3と2010年12月以来の高水準となった。経済全体への見通しが明るくなる中、10月失業率が3.2%と2か月連続で低下するなど良好な雇用環境が消費者マインド改善に繋がった。
- 一方、10月輸出は前年比+7.1%と9月(同+35.0%)から大幅に減速した。もっとも秋夕(チュンソク)の長期休暇が例年より長かったことが主な要因であり、11月は加速すると見込む。
- 30日に韓国中央銀行(BOK)は金融政策決定会合を開催し、市場予想どおり政策金利を1.25%から1.50%に引き上げた。記者会見でBOKの李総裁は金融システムリスクの抑制が利上げの主な理由と述べた。また、追加利上げについては物価や経済動向を見極めつつ、慎重に判断するとした。
- 米長期金利が上がらず、また米税制改革成立の遅延が懸念される中、ドル買いが強まる展開は想定しづらい。一方、韓国経済は今後も堅調に推移する可能性が高いため、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

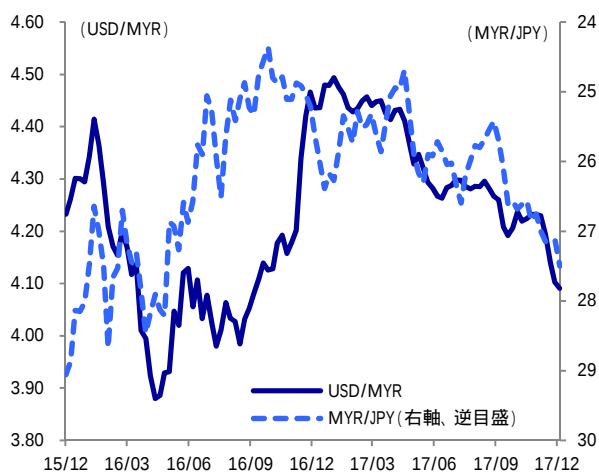


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR) : 利上げの可能性が浮上

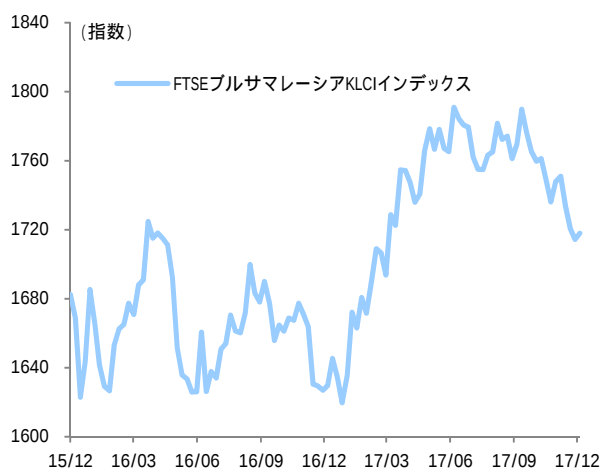
- 11月のMYRは大きく上昇した。月上旬は横ばい圏での推移が続いたが、マレーシア中央銀行(BNM)が9日に開催した金融政策委員会(MPC)の声明文を受けて利上げ期待が強まるとMYRは買いが優勢に。その後も予想を上回る7~9月期GDPの結果や、FOMC議事要旨のハト派な内容を背景としたドル売りなどからMYRは4.08台まで上昇した。
- BNMは9日に開催したMPCで政策金利を据え置いたが、声明文では「国内外のマクロ経済の強さを考慮すると、MPCは金融緩和の度合いを見直す可能性がある。これはマレーシア経済の持続可能な成長を確実にするだろう」と表明した。声明文を受けて利上げの可能性が高まったと受け止める向きが多く、2018年前半にも利上げするとの予想が目立つ。
- 7~9月期の実質GDPは前期比+1.8%と4~6月期の同+1.3%から加速した。総固定資本形成が同+3.4%(4~6月期:同▲4.8%)と持ち直したことがけん引役で、民間設備投資と公共投資ともに伸びたようだ。また、財貨・サービス輸出も同+3.9%と大幅に増加したが、輸入も同+3.6%と大きく伸びたため、純輸出の寄与度は+0.5%ptと4~6月期の同+2.2%ptから縮小した。個人消費は前期比+0.7%(4~6月期:同+1.5%)にとどまったが、雇用・所得環境の改善は続いており、低い伸びは一時的とみられる。全体としては、トレンドを大きく上回る高い成長になったと評価できる。
- 10月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.7%と、4月以来の高水準となった9月(同+4.3%)から減速した。燃料価格の引き上げによる交通費の上昇が一服したことが押し下げ、インフレ率はBNMの目標とする+3~4%内に戻った。コアCPI上昇率も同+2.3%と9月から0.1%pt低下し、2017年はほぼ横ばい圏での推移が続いている。
- BNMがタカ派に傾斜したことに加え、7~9月期の実質GDPが高めの成長率となるなど、2018年前半にかけて利上げ期待が高まりやすい状況である。原油価格の上昇が一服していることや、12月はFRBが利上げする可能性が高い中、足許のMYR高に一旦調整が入る可能性があるが、国内経済の底堅さを背景に2018年にかけては堅調に推移すると予想する。(多田出健太)

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

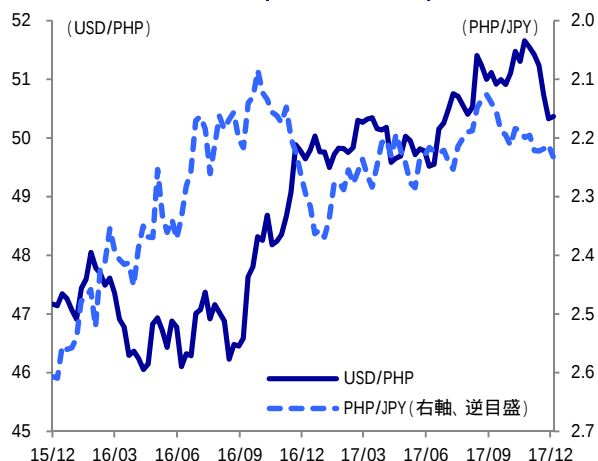


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):アジア主要国で最も高成長

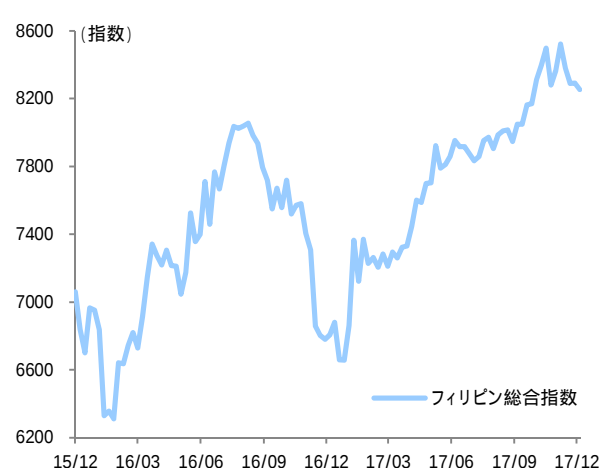
- 11月のPHPは堅調。月上旬は、季節的に海外フィリピン人労働者(OFW)送金が増えやすいことが意識されてじりじりと上昇。月半ばの16日に発表された7~9月期GDPが予想を上回るとさらに値を伸ばした。月後半にかけても、FOMC議事要旨のハト派な内容を背景としたドル売りなどからPHPは続伸し、50手前まで上昇している。
- 7~9月期の実質GDP成長率は前年比+6.9%と、4~6月期の同+6.7%(同+6.5%から上方修正)から加速した。季節調整済み前期比でみても+1.3%と、上方修正された4~6月期の同+2.0%に続いて景気が堅調な勢いを維持していることがうかがえる。成長をけん引したのは外需で、半導体など電子・電機関連の需要が拡大する中、財貨・サービス輸出は前年比+17.2%と4~6月期(同+20.4%)と同程度の高い伸びとなった。他方、財貨・サービス輸入は後述するように内需の鈍化に伴い同+13.9%と4~6月期の同+18.7%から減速し、純輸出の寄与度は+1.2%ptと前期の▲0.1%ptから高まった。総固定資本形成は同+7.1%と4~6月期の同+9.4%から減速した。また、個人消費は同+4.5%(4~6月期:同+5.9%)と2010年7~9月期以来の低い伸びとなり、季節調整済み前期比では+0.1%と(4~6月期:同+1.7%)急減速した。これは、4~6月期が高めの伸びとなった反動や後述するように特殊要因によって海外フィリピン人労働者(OFW)が減少した影響とみられる。
- 月次の指標を確認すると、個人消費の源泉となるOFW送金は、9月は前年比▲8.3%と8月の同+7.8%から5か月ぶりのマイナスに転じた。これは、サウジアラビアにおける恩赦プログラム(4月、9月に実施)によって不法移住労働者のフィリピン人が帰国した影響とみられる。OFW送金の伸び悩みは気がかりではあるものの、4月の減少時も翌月以降は再び持ち直したことなどを踏まえると、今後も緩やかな伸びが続くとみている。
- 10月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.5%と9月の同+3.4%から加速した、2014年11月以来の高水準となった。燃料価格の値上がりを受けた家賃・光熱費の上昇が押し上げたが、変動の大きい品目を除いたコアCPI上昇率は同+3.2%と9月の同+3.3%から小幅に低下した。
- 経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含むも、ドゥテルテ政権が進める税制改革可決への期待などを背景に緩やかな上昇基調へ転じると予想する。(多田出健太)

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル, 対円)



(資料) ブルームバーク

図表 14: フィリピン総合指数

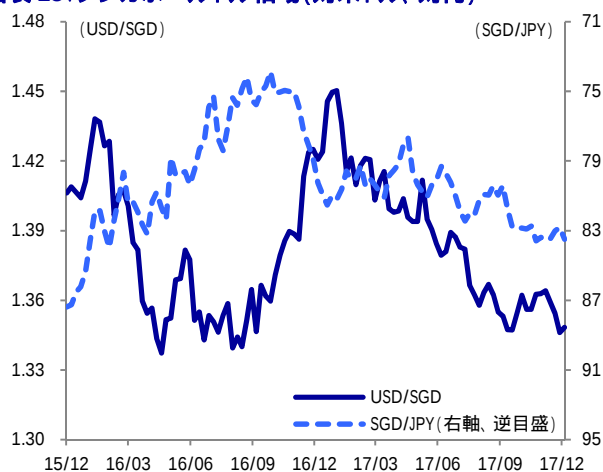


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD)：2017年の成長率は上振れ

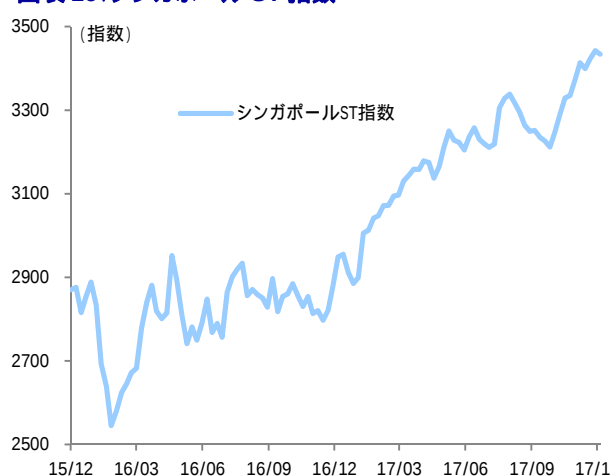
- 11月のSGDは堅調に推移。月初1.36台前半でオープン後、米10月非製造業ISM景気指数の良好な結果を受けて1.36台後半まで下落。しかし、米上院共和党の税制改革案が下院案と異なることが報じられると、ドル売りの流れが強まりSGDは1.34台半ばまで上昇。月末にかけては主要通貨や株式市場が落ち着いた値動きとなる中、1.34台後半で小動きとなった。
- 11月23日に発表された7～9月期GDPの改定値は前期比年率+8.8%と速報値(同+6.3%)から大きく上方修正された。とりわけ製造業(同+23.1%→同+34.6%)の伸び率が拡大方向へ大幅に改定されている。
- 同結果を受けてシンガポール通産省(MTI)は2017年GDP成長率の見通しを+2.0～3.0%から+3.0～3.5%に引き上げた。世界貿易の持ち直しが電子製品を中心とした製造業の追い風となっているほか、サービス業など内需関連産業も回復の兆しがあるとした。
- 一方、2018年の見通しは+1.5～3.5%と2017年対比で緩やかな伸びにとどまるとしている。MITは主な理由として中国や欧州経済の成長速度が鈍化することにより、シンガポールの輸出の伸び幅が縮小することを挙げた。もっとも、主要な輸出品である電子部品や精密機器に対する需要は底堅いため、北朝鮮問題の深刻化など下振れリスクが顕在化しない限り、+2.5%程度の成長が予想されるとした。
- 17日に発表された10月石油を除く地場輸出は前年比+20.9%と9月(同▲1.1%)から回復した。国別にみると中国向け輸出(前年比+53.3%)が31億ドルと史上最高水準を記録したほか、ユーロ圏向け(同+26.1%)やマレーシア向け(同+22.0%)の輸出が大きく伸びたことが全体を押し上げた。
- 23日に発表された10月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と9月から横ばいとなり、シンガポール金融管理局(中央銀行、MAS)が注目するコアCPI(宿泊費・運送費を除くCPI)も前年比+1.5%と9月から伸び幅が横ばいとなった。経済や物価情勢に大きな変化はないため、MASは現状の金融政策を維持するだろう。
- 12月の米利上げはほぼ織り込まれる中、トランプ政権が目標とするクリスマスまでの税制改革実現のハードルは高く、ドル買いが進みづらい情勢となっている。かかる状況下、SGDはレンジ内での推移を予想する。(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

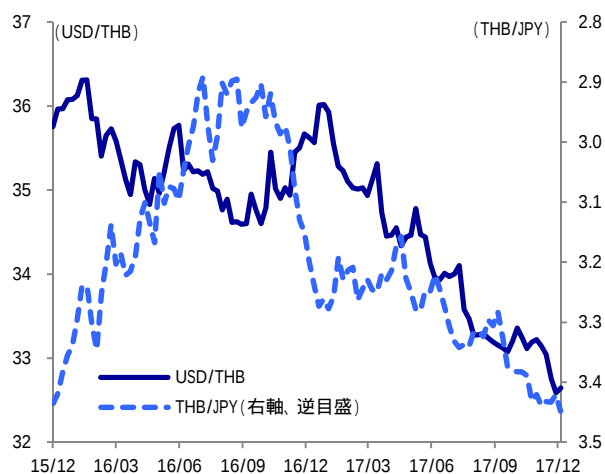


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：7～9月期 GDP は加速

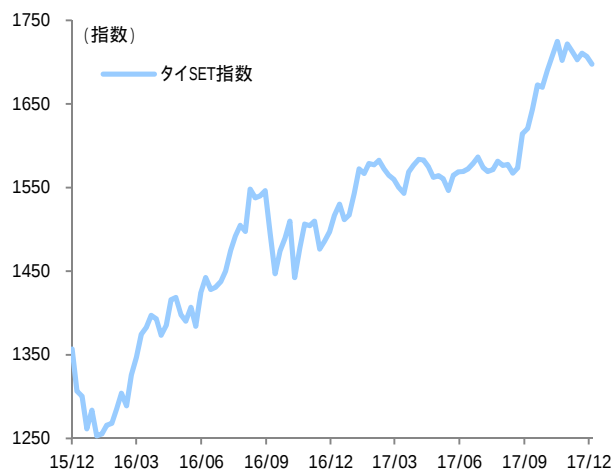
- 11月のTHBは堅調な推移となった。月初は33.20付近で推移していたが、月中に発表された米経済指標の冴えない結果を背景に33.00を突破。7～9月期GDPが良好だったこともサポート材料となり32.60台で越月した。
- 11月20日に発表されたタイ7～9月期GDPは前年比+4.3%と市場予想(同+3.8%)に反して4～6月期(同+3.8%)から加速し、2013年1～3月期以来4年半ぶりの高成長となった。
- 内訳を見ると、世界経済の回復と観光業の堅調を背景に輸出(4～6月期:同+6.0%→7～9月期:同+7.4%)が加速した。また、総固定資本形成(4～6月期:同+0.4%→7～9月期:同+1.2%)の伸び幅も拡大しGDPを押し上げる一方、家計最終消費支出と政府最終消費支出はほぼ横ばいの伸び率となった。輸入(4～6月期:同+8.2%→7～9月期:同+7.4%)は内需の弱さを反映し減速した。
- 先行きについては、世界経済の回復が輸出を下支えするほか、計画されているインフラ投資が執行されることにより、タイ経済は緩やかに回復するだろう。もっとも、家計債務が積み上がっていることを踏まえると個人消費の力強い成長は期待しづらい。
- タイ中央銀行(BOT)は8日に開催した金融政策委員会(MPC)で政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では輸出の伸びや内需の改善を背景に、前回示唆した見通しよりも速いペースで成長する可能性が高いとした。インフレについては緩やかに上昇していくと述べた。為替相場については対ドルでTHBは安定的に推移しており、貿易相手国の通貨と比較してもほぼ変わらないとの認識を示した。タイ経済は安定した成長が見込まれるため、当面BOTは政策金利を据え置くだろう。
- 16日にBOTのウィラタイ総裁はTHBの上昇について、ドル安を要因とするもので、他のアジア地域の通貨の動きと一致しているとの認識を示した。為替相場は引き続きボラティルな動きとなるため、企業はリスクをヘッジすることが重要だとした。また、「THBが特定の水準を超えるかどうかは注目するべきではない。水準は上下する」と述べた。
- タイ経済の緩やかな回復する中、高水準の経常黒字と安定した政治情勢を背景に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

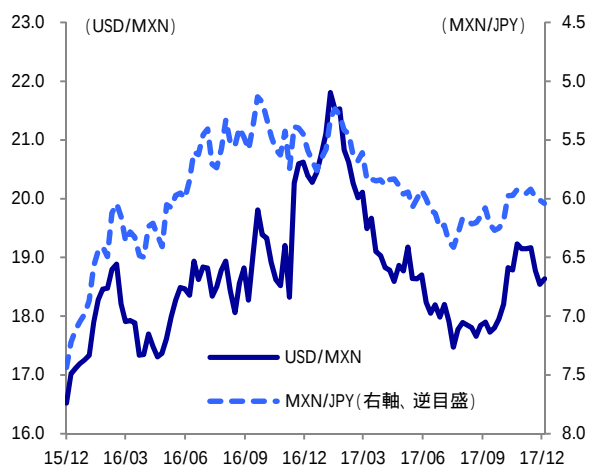


(資料) ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN)：進まない NAFTA 再交渉

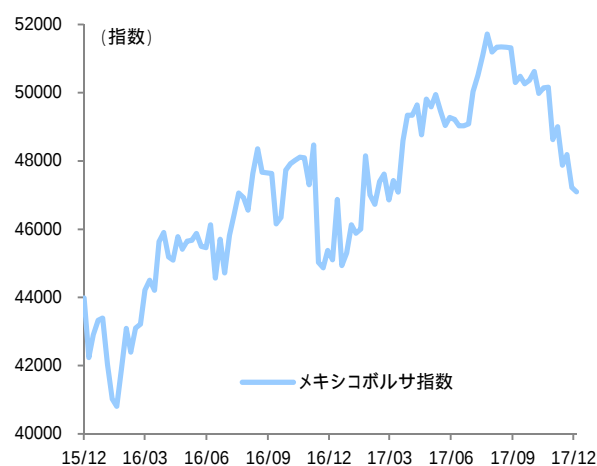
- 11月のMXNは月後半にかけて上昇する展開。月初は19.2近辺でオープン後、主要通貨が方向感無く推移する中、MXNは対ドルで19.0～19.2の小幅なレンジ内での値動きが続いた。北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の第5回会合が開始された15日に一時19.4手前まで下落したが、一部の分野で合意が近いと伝えられ19.0近辺まで反発。その後はドル売りの流れとなったことも相俟って、月末にかけて18.5近辺まで上値を切り上げた。
- 11月17～21日にメキシコのメキシコ市にてNAFTA再交渉の第5回会合が開催された。同会合に参加したメキシコの交渉担当者が通信、エネルギーおよび電子商取引の分野で合意が近いことを示唆したが、同分野はいずれも争点が少ない項目であり、今回の結果をもって再交渉自体の先行きが明るくなったとは言いがたい。
- 実際、会合後にカナダ・メキシコは米国の提案する協定の定期的見直し案について、合意がなければ自動的に失効するとの条項追加に反対を表明したと報じられた。一方、米国通商代表部(USTR)のライトハイザー代表はメキシコ・カナダが米国の提案を真剣に検討していないと不満を述べたほか、貿易フローを米国に有利な方向にシフトさせない限り合意しないと明言した。
- 今回の会合を経ても米国とカナダ・メキシコ間の意見の隔たりは大きく、目処とされる2018年3月末までの交渉妥結は厳しい情勢となっている。
- 9日にメキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を7.00%に据え置く一方、声明文では物価見通しについて上振れリスクが増大しているとし、前回会合(9月28日)よりタカ派的な姿勢を示した。
- Banxicoは上振れリスクとして、労働市場の緩みがなくなる中、最低賃金が引き上げられること、およびNAFTA再交渉の先行き不透明感の強まりなどを背景としたMXNの下落を挙げた。
- MXNが安定していた前々回会合(8月10日)時点では2018年上半期における利下げを市場は織り込んでいたが、MXN軟化を受けて利下げ期待は剥落。NAFTA再交渉の先行き不透明感が強まる中、足許は2018年上半期における利上げを織り込むに至っている。
- 上がらない米長期金利を背景にドルは弱含む展開が想定される。しかし、NAFTA再交渉の先行きが懸念される中、MXNを積極的に買う動きは限定的と考えられるため、上値の重い展開を予想する。(佐々木貴彦)

図表 19:メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 20:メキシコ株価指数



(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 大統領選までは RUB 上昇余地は限定的

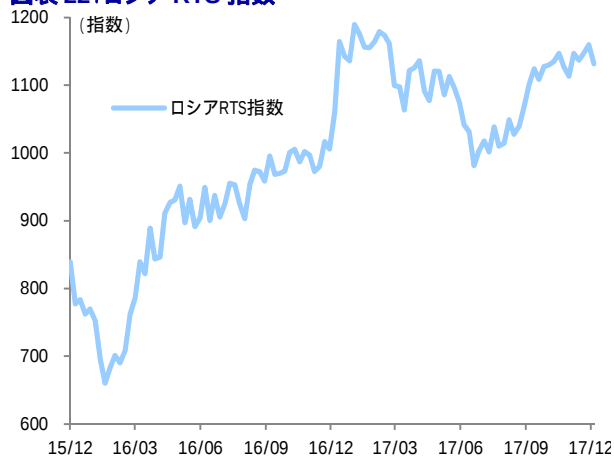
- 11 月の RUB は下落後、反発。対 USD は月初の下落分の大半を取り戻したが、対 EUR、対円などでは月を通して明確に水準を切り下げた。
- 並行して原油価格は明確に水準を切り上げており、この間も引き続き、原油と RUB の相関は低かった。とりわけ、月初、原油が 29 か月ぶりの高値を更新し 64 ドル/バレルまで上昇(ブレント)すると並行して RUB が急落を続けたのは意外な値動きだったが、背景には 2 つの要因が挙げられた。
- ひとつはロシア財務省が、3 日、発表した 11 月分のルーブル売却計画。総額 1228 億ルーブルは 2 月の同計画再開以来最大(営業日の日割りベースでは 2 月の方が大きかったものの)で、RUB 安を促す要因と読まれた。もうひとつは米による対ロシア経済制裁強化の可能性で、とりわけ、クドリン元財務相が警鐘を鳴らしたロシア国債に対する投資制限の可能性が警戒された。
- 月央以降の RUB 反発は、リスク許容の広がりに伴う新興市場通貨全般の堅調の一環との見方もあったが、実のところその要因ははっきりしなかった。その後、22 日にロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁が「現行 RUB 水準は基本的な価値から推移していない」と表現したことは、はっきりと RUB 押し上げ要因と読めただろう。中銀を含むロシア当局(他に財務省、経済発展省)は、これまで RUB 高を牽制する姿勢を明確にしてきたからだ。
- もっとも、元々物価を抑制する要因として RUB 高を好む志向が強かった CBR と、財務省・経済発展省とでは立場も違えば RUB に対する志向も違う。来年 3 月に大統領選を控え、ロシア政府が財政健全化を優先している現状は、過去の経緯を振り返れば驚異的とすら言えるが、その実態は大幅な原油安を前提に予算を組み、財政出動余地を温存しているに過ぎないのではないか。RUB 安もロシア財政という尺度だけで見れば僥倖のひとつと言え、**現行 RUB 水準を容認することで、万が一 RUB が大幅に上昇し、財政出動余地を削るような真似は、両省にとっては絶対回避したい事態と思われる。**
- 足元原油価格の堅調推移が早晚大きく崩れる要因は見当たらないものの、そろそろ上昇余地が限られてきているようにも感じられる。減産期限延長期待が原油堅調の地合を支えてきた OPEC 総会が終わったことで、目先はむしろ調整的な反落が警戒される。RUB との相関が低下したとはいえ、仮に原油が反落するなら RUB にとっては上値を重くする要因となろう。(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

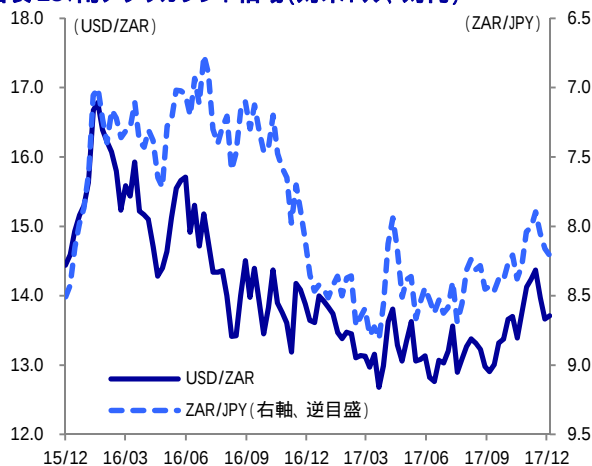


(資料) ブルームバーク

南アフリカランド(ZAR)：まずは ANC 党首選に注目

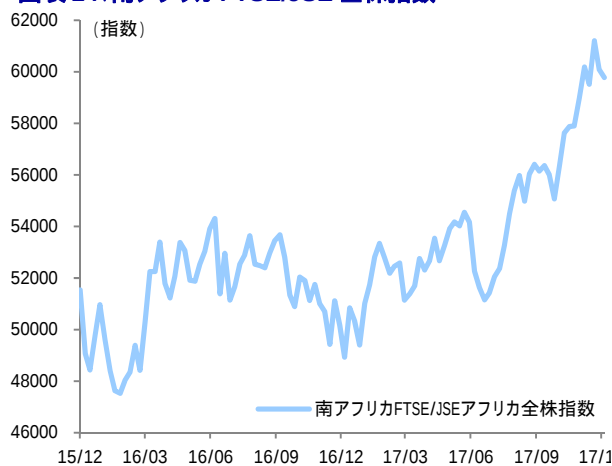
- 11 月の ZAR は上下に激しい値動きとなった。13 日までに対 USD、対円共 1 年ぶりの安値を更新した。その後は反発に転じたが、大手格付会社による自国通貨建の長期国債の格付け引き下げをきっかけに一時急落。しかしながら、月末にかけては買い戻される展開となった。
- ZAR が月中に下落した背景には、引き続き 10 月 25 日に発表の中期予算計画声明 (MTBPS) に対する失望が大きく影を落としていた。加えて、ズマ大統領が原発開発に拘泥する姿勢を示したり (2 日)、ズマ大統領による大学授業料無料化宣言が観測されたり (9 日)、南ア電力公社 (Eskom) の資金難が伝えられたり (13 日) と、南ア財政の不安を煽る要因は引きも切らなかった。
- 15 日に、隣国ジンバブエで「ムガベ大統領が軍により自宅軟禁させられた」との報には、一時、南ア政局への飛び火や、南アへの難民流入などが懸念されたものの、結局、21 日までにムガベ大統領は辞任を発表。平和裏に政権交代が行われたことで ZAR に一定の買い安心感をもたらした。
- その後、ZAR 市場の関心は、24 日に予定された大手格付 2 社による南ア国債格付見直し結果発表に集まっていた。向こう 1 年という期間で見れば、格下げはほぼ不可避との見方が大勢を占める一方で、24 日の格下げについては、「12 月の与党アフリカ民族会議 (ANC) 党首選の結果を見るまで見送るのではないか」「来年 2 月の予算発表を待って判断するのではないか」との意見も相応にあったが、結局、1 社は投資適格級から投機的等級への格下げを断行 (自国通貨建長期)、もう 1 社は格下こそ見送ったものの格付見直しは「中立的」から「格下げ方向」に引き下げた。
- 目先最大の注目は 12 月 16~20 日に予定される ANC 党大会 (党首選)。現地では、11 月に入ってラムポーザ副大統領の優位を伝える観測報道が相次いだ。こればかりは蓋を開けてみるまで結果はわからない。仮に同副大統領が当選すれば、少なくとも当座の反応として、ZAR はそれを歓迎して上昇するだろう。ズマ大統領が (大統領としての) 任期を 1 年半残して辞任に追い込まれるような展開になれば、更に上昇余地は広がるものと見込まれる。
- ただし、中期的には、財務相人事や 2 月予算への注目は外せない。誰が党首・大統領になっても、実のある経済成長戦略、財政健全化政策が実施されなければ、南ア経済成長の復活は覚束ないし、南ア国債格下げ (主要国債運用指数からの除外) のリスクも消えないからだ。 (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

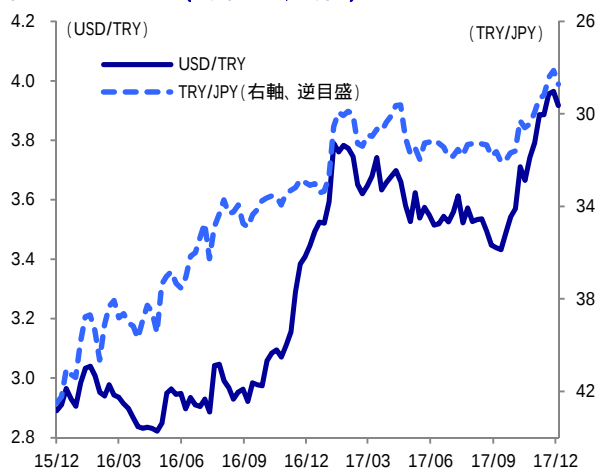


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY) : 大統領補佐官の発言にひと筋の光明

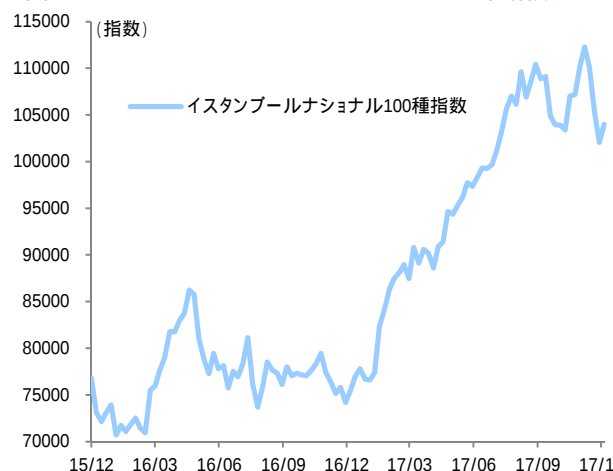
- 11 月の TRY は下落。比較的落ち着いた値動きながら、ほぼ一貫した下落で、対 USD、対バスケット(USD 0.5 + EUR 0.5) 共に史上最安値を更新した。
- 史上最安値を更新したものの、この間、TRY を売り込む決定的な新規材料が浮上したというわけではなかった。史上最安値を更新するほどの TRY 安は、独(EU)、米など貿易相手としても、投資資金源としても重要な国との対立関係が引き続き懸念されたことと、トルコ中銀(CBRT)が高騰する物価の抑制に腰が引けたままになっていることが嫌気された結果の積み重ねと考えられた。
- 対米関係については、エルドゥラム首相の訪米、9 日に予定されたペンス米副大統領との会談を前に、ビザ供給の復活などの関係改善が期待され、一時 TRY も反発を見せたが、結局、会談は物別れに終わった。
- この間、CBRT も、6 日には今年 2 月に導入され TRY 安けん制に一定の成果を挙げた輸出債権再割引オペの TRY 返済受け入れ再開を発表。同時に選択的準備預金機構(ROM)の外貨受け入れ枠を縮小・掛目を低減した。更に 13 日には、トルコ企業の外貨返済負担軽減を目的に差金決済為替先物取引(NDF)の実施を発表するなどの TRY 安牽制策を矢継ぎ早に導入した。
- それでも TRY 安が止まらなかったのは、一連の手法は小手先の目くらまし、政治家からの圧力で物価抑制にも通貨防衛にも最も有効なはずの利上げに踏み切れない、外貨準備の枯渇を恐れて為替介入も実施できないなど、CBRT の意思も能力も、足元を見られていたということであろう。
- 21 日になって漸く、CBRT は実質的な利上げに踏み切ったが、それも翌日物貸出金利(9.25%)による資金供給を取り止め、後期流動性窓口金利(12.25%)における資金供給に一本化することで、12%割れ水準に定着していた加重平均金利を 12.25%に引き上げただけ。政策金利には手をつけず、しかも僅か 25bp の利上げにとどまったことで、逆に市場の失望を買った。
- 今後も、本格的な TRY 反発を見込むような展開は期待薄。足元 TRY 安や原油価格上昇が期待されていた物価の落ち着きを阻害したり、実質所得の目減りが消費を鈍らせたりすれば、安値の目途も立てられないだろう。
- 一方で、エルテム(9 日)、カラハン(23 日)など大統領補佐官が利上げに寛容と読める姿勢を初めて示したことは、勿論今後の展開次第だが(過度の期待は禁物)、微かな光明と位置付けられるかもしれない。(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 1～11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	6.6091	6.65	6.70	6.75	6.80	6.85
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8098	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.464	65.6	64.5	63.0	63.5	62.5
インドネシアルピア	(IDR)	13126 ~ 13651	13526	13600	13400	13100	12900	12700
韓国ウォン	(KRW)	1076.32 ~ 1211.78	1087.97	1100	1090	1080	1070	1060
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0815 ~ 4.5002	4.0910	4.22	4.15	4.00	3.90	3.80
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.899	50.368	51.5	50.2	49.6	49.1	48.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3346 ~ 1.4547	1.3478	1.36	1.35	1.34	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.883 ~ 32.447	30.010	30.10	30.00	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	32.50 ~ 36.01	32.65	32.9	32.6	32.4	32.1	31.9
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	58.4837	58.00	60.00	62.00	64.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 14.5742	13.6910	14.50	15.50	16.00	15.50	16.50
トルコリラ	(TRY)	3.3889 ~ 3.9826	3.9189	3.90	4.00	4.10	4.00	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2681	3.25	3.31	3.38	3.30	3.15
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	18.6281	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 ~ 17.295	16.925	16.54	16.12	16.00	15.74	15.62
香港ドル	(HKD)	13.746 ~ 15.291	14.410	14.10	13.88	13.92	13.79	13.79
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.745	1.68	1.67	1.71	1.69	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.832	0.809	0.806	0.824	0.829	0.843
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.382	10.345	10.00	9.91	10.00	10.00	10.09
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ~ 27.503	27.502	26.07	26.02	27.00	27.44	28.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.114 ~ 2.377	2.232	2.14	2.15	2.18	2.18	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 84.01	83.50	80.88	80.00	80.60	79.85	80.45
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.798	3.750	3.65	3.60	3.61	3.59	3.60
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.457	3.447	3.34	3.31	3.33	3.33	3.35
ベトナムドン	(100VND)	0.4723 ~ 0.5213	0.4954	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	1.925	1.90	1.80	1.74	1.67	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.774 ~ 8.978	8.217	7.59	6.97	6.75	6.90	6.48
トルコリラ	(TRY)	28.019 ~ 33.476	28.710	28.21	27.00	26.34	26.75	27.44
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.389	33.85	32.63	31.95	32.42	33.97
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.042	5.79	5.54	5.68	5.78	5.78

(注) 1. 実績の欄は2017年11月30日まで。SPOTは12月1日の7時5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(11月30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	7.2	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	5.2	3.5	3.5	3.8	3.4	-2.1	-1.8	-1.8	-2.0
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	5.9	5.3	2.1	2.1	3.8	2.9	2.9	2.1	2.9	2.3
フィリピン	6.3	6.9	6.7	6.7	1.4	1.9	3.2	3.3	2.6	0.2	0.0	0.2
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	3.8	3.7	-0.9	0.2	0.7	1.7	8.2	11.3	9.0	7.5
ベトナム	6.7	6.2	6.9	7.1	0.6	2.7	3.6	3.5	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			
				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	
インド	翌日物レボ金利	6.00	6.00	6.00	6.00	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	
韓国	7日物レボ金利	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	3.25	3.25	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.25	3.25	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	
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.25	6.25	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。