

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：市況の大きな改善は見込めず	2
中国人民元 (CNY)：PBoC は CNY 安抑制策を実行	3
インドルピー (INR)：2 会合連続で利上げ	4
インドネシアルピア (IDR)：政策金利を 25bp 引き上げ	5
韓国ウォン (KRW)：文政権は財政拡大を志向	6
マレーシアリンギ (MYR)：コアインフレ率が 2 か月連続でマイナス	7
フィリピンペソ (PHP)：BSP はタカ派姿勢を継続	8
ブラジルリアル (BRL)：大統領選挙が公式に開始	9
タイバーツ (THB)：4～6 月期 GDP は小幅に減速	10
メキシコペソ (MXN)：NAFTA 再交渉が米国との間で大筋合意	11
ロシアルーブル (RUB)：米制裁を警戒も、当面は膠着予想が中心	12
南アフリカランド (ZAR)：TRY 連れ安後、中期的には上昇余地あり	13
トルコリラ (TRY)：当局対応は現実逃避、大幅利上げに一縷の望み	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

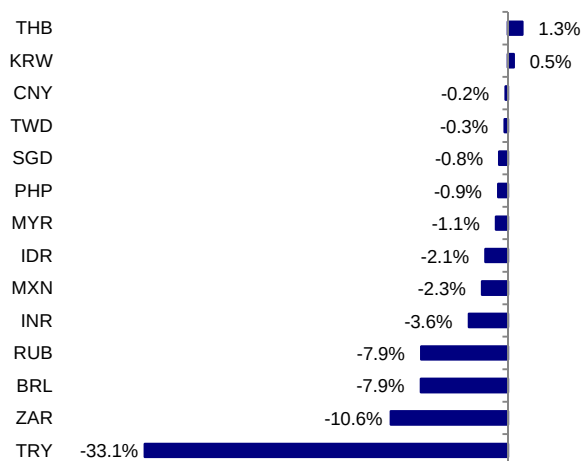
hidetoshi.honda@mhc.co.uk

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：市況の大きな改善は見込めず

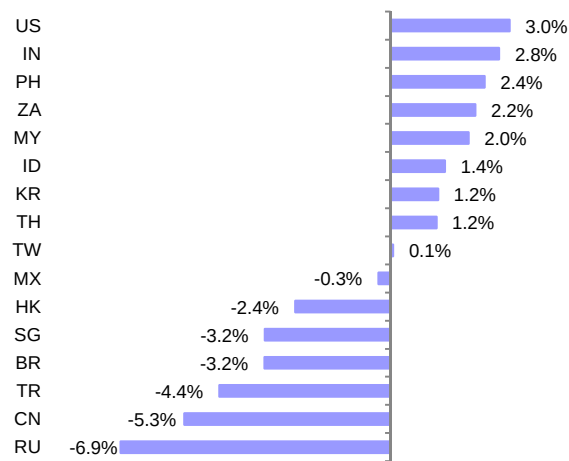
- 8月の新興国通貨は軟調な値動きとなった。月初は多くの通貨が堅調に推移していたが、10日にTRYが1日で2割近く急落する「トルコショック」の発生を受けて下落。トルコ当局が自国通貨安を抑制する政策を相次いで導入したことを受けてTRYが大きく反発すると、新興国通貨は全般的に落ち着きを取り戻した。その後はジャクソンホール会議におけるパウエルFRB議長の発言がハト派的と捉えられたことなどを背景にドル売り優勢地合いとなったことから、多くの通貨はレンジ内で安定した値動きとなった。
- 9月は日米欧の中央銀行が金融政策決定会合を開催する。ECBや日銀は現状の金融政策を維持する公算が大きい一方、25～26日に開かれるFOMCでは25bpの利上げが見込まれている。もっとも利上げは織込み済みのため、同会合ではメンバーによる政策金利見通し(ドットチャート)に注目が集まるだろう。2019年に政策金利が中立金利に達すると予想するメンバーが増える中、一部は利上げの休止を検討すべきだと発言している。こうした見方から2019年や2020年における政策金利の予測値(中央値)が若干引き下がる可能性がある。しかしながら、2018年の新興国市場を不安定化させた主因の1つであるバランスシート縮小の見直しを主張する機運が高まっている中、ドットチャートが若干引き下がっただけでは新興国通貨が大きく上昇で反応するとは想定しがたい。
- トランプ米政権は8月27日に北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関し、従前の要求を緩和することでメキシコから大筋合意を取り付けた。片や、米中通商交渉に関しては一向に妥結する気配がない。ムニューシン米財務長官およびロス米商務長官はNAFTA再交渉が優先と述べ、中国との交渉は棚上げする姿勢を示した。しかしながら、トランプ米大統領は中国が北朝鮮の非核化に対して協力的でないとは批判したほか、追加関税に関する公聴会が終了し次第、実行したいとの関係者談が報じられており、米中が相互に追加関税を新たにかけ合うリスクが大きくなっている。
- 米利上げ路線について見直しの機運が高まっているものの、バランスシート縮小については方針転換する兆しはない。かかる状況下、米中貿易戦争の先行き不透明感が強いことも踏まえれば、9月の新興国通貨は上値重く推移するだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2018 年 8 月)



(資料) ブルームバーク

図表 2: 新興国株式騰落率 (2018 年 8 月)

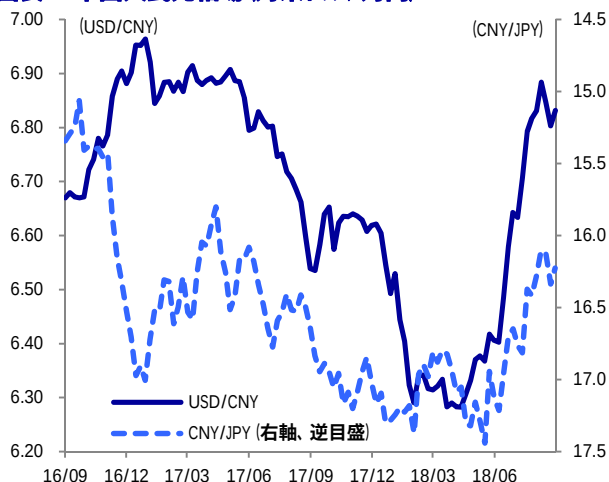


(資料) ブルームバーク

中国人民幣 (CNY) : PBoC は CNY 安抑制策を実行

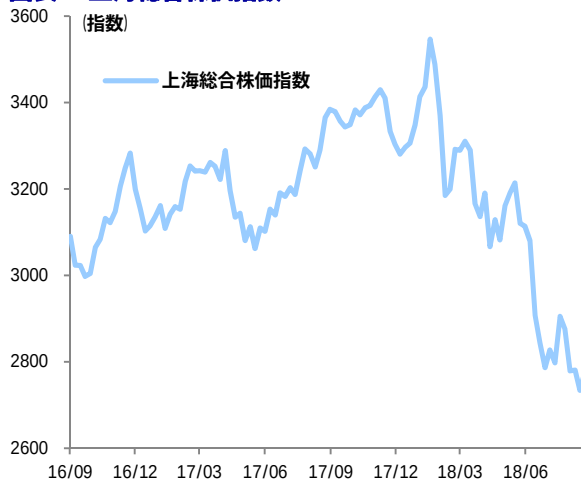
- 8月のCNYは上下に激しい値動きとなった。月初6.82台でオープン後、6.90近辺まで下落すると3日に中国人民銀行(PBoC)は外貨リスク準備金の引き上げを発表。同措置を受けて6.80近辺まで反発したが、トルコショックが発生すると6.9376と2017年1月以来の安値をつけた。月央にかけてドル売り優勢地合いとなり6.84近辺まで上昇した。その後は6.90近辺まで売り進まれたが、24日にPBoCが逆周期因子(カウンター・シクリカル・ファクター)を再導入していたことを発表すると6.80近辺まで上値を伸ばした。
- 8月3日にPBoCは、外貨買い人民元売りの予約取引を成約した際に必要とされる外貨リスク準備金を再導入した。外貨リスク準備金は2015年8月31日に導入され、金融機関の顧客が人民元売りの予約取引をした場合、成約した金融機関は契約金額の一定額をPBoCに預け入れることを求められていた。準備金は無利子の上、1年間預け入れる義務があるため、金融機関が人民元売り予約を顧客と成約するインセンティブを削ぐことから、CNY安を阻止することが目的とみられていた。その後、CNYが力強く反発したため2017年9月11日より準備金率が0%に引き下げられ実質的に撤廃されていたが、3日に準備金率は再び20%に引き上げられた。
- また、PBoCは24日に逆周期因子を再導入していたことを発表した。逆周期因子は、基準値が主要通貨におけるドル安の流れなど市場実勢を適切に反映していないとして2017年5月26日に導入された。当局が指摘したとおり、当時のCNYはドルインデックが下落する中でも横ばい基調となり、グローバルな為替市場の動きとは乖離していた。導入後に乖離は解消され2018年1月9日に逆周期因子の適用停止が発表された。しかしながら、6月中旬から両者の動きが再び乖離すると、7月19日に中国外貨管理局(SAFE)王春英報道官がCNYの不安定な値動きが続けば、マクロ・プルーデンス政策およびカウンター・シクリカル上の管理を強化する可能性を示唆。そして8月24日の発表内容によれば、PBoCは8月に入ってから逆周期因子を再導入しており基準値がCNY安方向に偏ることを防いだことを公表した。
- 中国経済指標は軟化する公算が大きく、また米中貿易戦争の先行き不透明感強いままだが、PBoCは通貨安を抑制する姿勢を強めていることから、当面のCNYは安値圏ながらもレンジ内での推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 3: 中国人民幣相場 (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

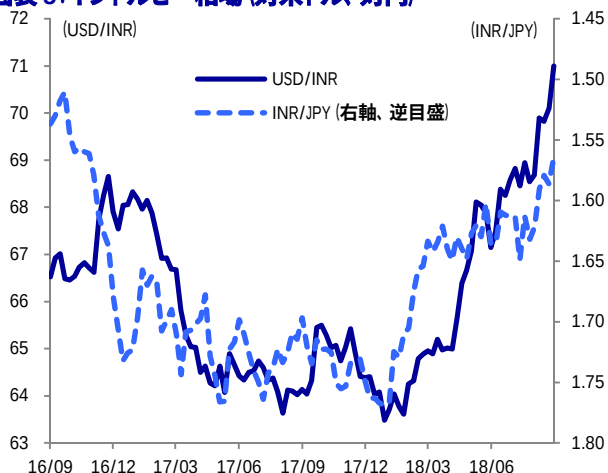


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 2 会合連続で利上げ

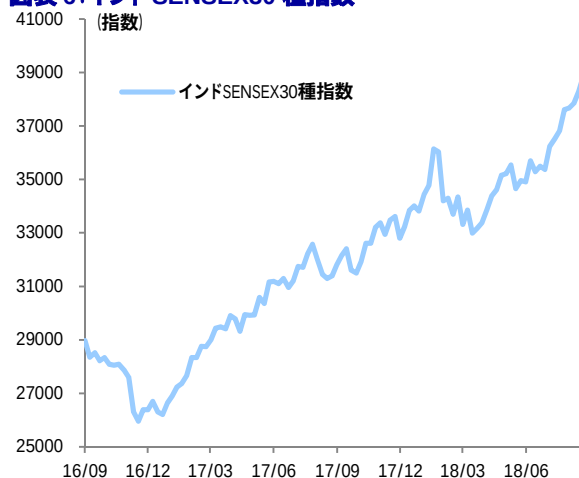
- 8 月の INR 相場は史上最安値を更新した。月初は、1 日にインド準備銀行（中央銀行、RBI）が 2 会合連続となる利上げを発表すると 68.2 台まで上昇。だが、中旬はトルコショックを受けて 70 台まで下落し、月後半は原油価格の上昇が嫌気されたことなどから 71 近辺まで値を下げた。
- RBI は 7 月 31 日～8 月 1 日に開催した金融政策委員会 (MPC) で、政策金利のレポレートに 25bp 引き上げて 6.50% にすることを決定。MPC は 5 対 1 の賛成で 25bp の利上げを決定し、外部委員のドラキア氏は据え置きを主張し反対票を投じた。RBI のパテル総裁は記者会見で「政策金利変更の主な理由は、中期的にインフレ目標の 4% に近づけ維持することを確実にするためである」と説明。「ここ数か月間、(インフレ率は) 4% から離れつつあり、そこに近づけるために 6 月と 8 月に 2 回利上げをした」と述べた。RBI は 2 会合連続で政策金利を引き上げる一方、政策スタンスは「中立」であるとの姿勢を維持した。今後については「データ次第」としているが、利上げの効果を見極める必要があること、今後はベース効果もあってインフレは緩やかに減速すると見込まれることから、年度内は様子見姿勢を続けると予想している。
- 7 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +4.2% (6 月: 同 +4.9%) と小幅な減速した。比較対象となる前年の CPI は、野菜価格の急騰や物品サービス税 (GST) の導入、中央政府職員の住宅手当の引き上げによって水準が高かったことが主因である。コア CPI (食料品および燃料を除く総合) 上昇率は 6 月の同 +6.1% から同 +5.8% へとやや減速した。
- 6 月の鉱工業生産指数 (IIP) は前年比 +7.0% と 5 月の同 +3.9% から加速し、5 か月ぶりの高い伸びとなった。内訳をみると、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財が同 +13.1% (5 月: 同 +6.4%) と加速し、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財も同 +2.6% (5 月: 同 ▲2.1%) と増加した。投資動向を反映するとされる資本財は同 +9.6% (5 月: 同 +6.9%)、インフラ/建設材は同 +8.5% (5 月: 同 +7.4%) とそれぞれ加速した。
- これまでの利上げは INR のサポート要因となりそうだが、もっとも、循環的な景気回復がピークを迎えつつあるほか、原油価格の高騰が貿易収支の悪化やインフレの加速を招くリスクが高まっており、INR は短期的には弱含みやすいと考える。(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

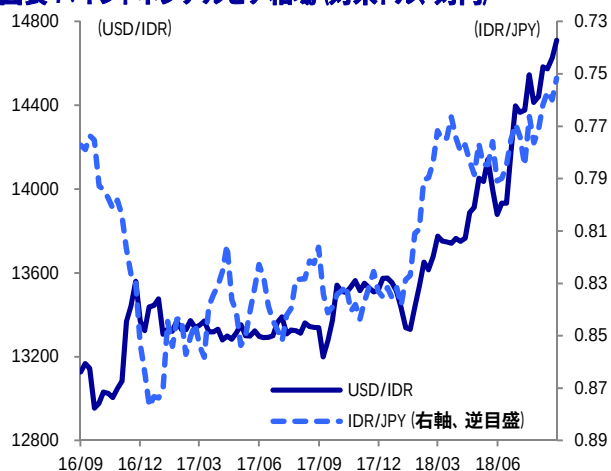


(資料) ブルームバーク

インドネシアルピア (IDR) : 政策金利を 25bp 引き上げ

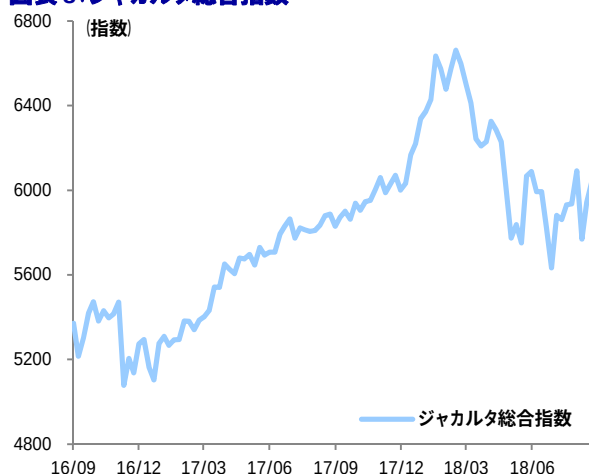
- 8月のIDRは月後半に軟化した。良好な4～6月期GDPの結果を受け一時14390付近まで上昇した。しかし、4～6月期経常収支の赤字幅が拡大したことなどが重石となり14630近辺まで下落し、14710台で越月した。
- 6日に発表された4～6月期実質GDPは前年比+5.3%と1～3月期(同+5.1%)から小幅に加速し、予想も上回る結果となった(ブルームバーグ調査の中央値:+5.1%)。
- 内訳をみると民間最終消費支出(1～3月期:前年比+5.0%→4～6月期:同+5.2%)はラマダン(イスラム教の断食月)とレバラン(断食明けの大祭)前後の長期休暇も貢献し加速した。また、政府最終消費支出(1～3月期:同+2.7%→4～6月期:同+5.3%)も伸びたことが全体をけん引した。一方、総固定資本形成(1～3月期:同+7.9%→4～6月期:同+5.9%)は鈍化したが、依然として高い伸び率となった。
- インドネシア中央銀行(BI)は14～15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を25bp引き上げ5.50%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ずつ引き上げ、それぞれ6.25%と4.75%とし、コリドーは1.50%ポイントに維持した。2018年に入って4回目の利上げであり、合計125bpの引き上げをしている。
- BIは声明文で、この決定は国内金融市場の魅力を維持し、経常赤字を許容できる範囲内に収めるための取り組みに即していると述べた。また、政府が輸出振興と大規模な輸入を必要とするプロジェクトの延期による輸入削減によって、経常赤字を縮小させる政策を決定したことを高く評価し支持すると表明した。BIのペリー総裁は記者会見で通貨防衛の姿勢も鮮明に打ち出した。今後もIDRが軟調となれば追加利上げに踏み切る可能性は残る。
- 2019年4月に実施される大統領選挙で再選を目指すジョコ大統領と野党第1党グリンドラ党のプラヴォ党首は10日、それぞれ指名した副大統領候補とともに選挙委員会(KPU)に立候補を届け出た。前回選挙(2014年)と同様、ジョコ大統領とプラヴォ氏の一騎打ちとなる。
- 先行き景気回復が続くと見込まれるものの、経常赤字が拡大していることや米国の利上げが重石となりIDRは上値重く推移するだろう。(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

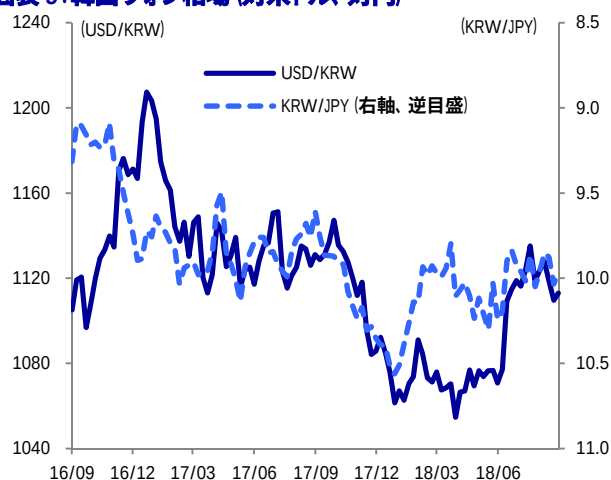


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン (KRW) : 文政権は財政拡大を志向

- 8月のKRWは月後半にかけて上昇。月初は1110台後半でオープン後、トルコショックを機に多くの新興国通貨が軟調となるのに連れて1140手前まで軟化。その後は、トランプ米大統領による米利上げけん制発言や、中国人民銀行(PBoC)による逆周期因子の再導入発表を受けてCNYが上昇する展開を横目に1100台後半まで買い戻された。
- 米朝交渉では、非核化の具体案を求める米国と経済制裁の緩和など見返りを要求する北朝鮮との溝は埋まりきらず、8月24日に北朝鮮の金書記と面談できる可能性が低いとしてポンペオ米 국무長官の訪朝が急遽中止された。30日には国連軍司令部(在韓米軍司令部が兼任)が韓国政府による南北鉄道の連結に向けた調査のための訪朝許可を却下。文政権は13日に南北首脳会談の開催に合意するなど南北融和を積極的に図ろうとしているが、態度を硬化させる米国に阻まれ思うように進展できない状況が続いている。
- 28日に韓国政府は2019年予算における歳出を前年比+9.7%と過去10年で最大の伸び率とすることを閣議決定し、9月上旬からの国会審議にかけるとした。大幅な歳出拡大に踏み切った背景として労働市場の悪化が挙げられる。7月の労働統計では新規雇用者数が前年比+5千人と2010年2月にプラスへ転じて以来では最低の増加幅になった。文政権による最低賃金の急速な引き上げが労働市場の悪化に繋がったとの指摘が多く、大統領の支持率は当選後で最低水準まで落ち込んでいた。文政権は今回の積極財政案で国内経済の持ち直しと支持率の回復を図りたいと考えている模様だ。
- 31日に韓国中央銀行(BOK)は金融通貨委員会(MPC)を開催し、政策金利を1.50%に据え置くことを決定した。声明文では米国の保護主義的な通用政策や韓国の労働市場の軟化に懸念を示したものの、韓国経済は7月に公表した景気見通しに沿って推移しているため、現時点では金融政策のスタンスを見直す必要はないとした。
- 政府による景気の下支えが期待されるものの、新興国全体から資本流出圧力が強まっているため、当面のKRWは上値重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) ブルームバーク

図表 10: 韓国総合株価指数

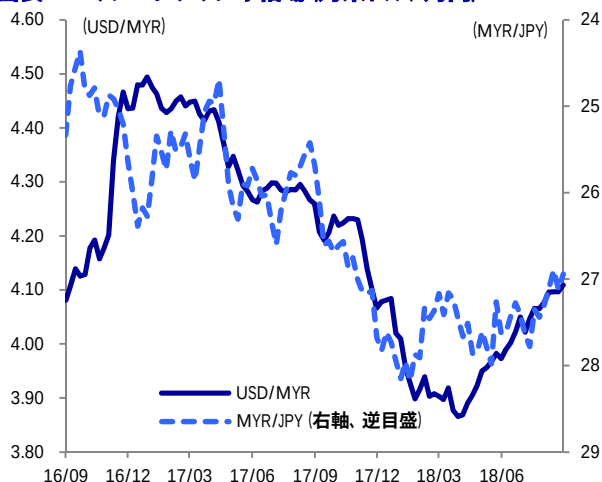


(資料) ブルームバーク

マレーシアリンギ (MYR) : コアインフレ率が2か月連続でマイナス

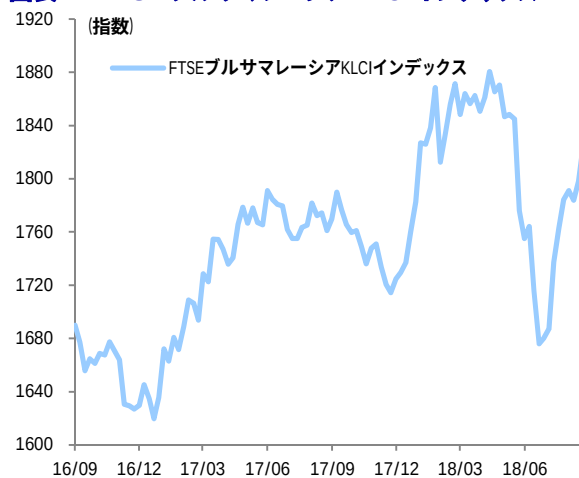
- 8月のMYRは下落する展開。上旬は、米中貿易戦争への懸念からCNYが下落する中で軟調に推移し、中旬にはトルコショックの影響が波及し4.1台まで値を下げた。月後半には、24日に発表された7月消費者物価指数(CPI)上昇率がコアベースで2か月連続のマイナスとなる中、MYRは4.11台まで下落している。
- 4～6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と1～3月期の同+1.4%から急減速した。財貨・サービス輸出は同▲1.6%(1～3月期:同+1.5%)と減少した一方、輸入は同+0.7%(1～3月期:同▲0.6%)と増加したため、純輸出の寄与度は▲1.6%pt(10～12月期:同▲+1.5%pt)と大幅なマイナス寄与となった。内需は堅調であり、特に個人消費は前期比+3.0%(1～3月期:同+2.0%)から加速し、2011年10～12月期以来の高い伸びとなった。6月1日から物品サービス税(GST)が廃止されたことなどが背景である。政府消費は同+1.4%(1～3月期:同+5.0%)から減速し、総固定資本形成は同▲1.7%(1～3月期:同▲1.1%)と2か月連続で減少した。総固定資本形成は公共投資の落ち込みが下押ししたとみられる。先行きを展望すると、7～9月期は一旦持ち直すだろうが、その後は緩やかに減速しそうだ。半導体サイクルがピークアウトしたほか、9月には売上サービス税(SST)が再導入されることから個人消費が減速すると予想される。
- 6月の鉱工業生産は前月比▲1.0%(5月:同+0.2%)と3か月ぶりに減少した。電力は同+0.4%と増加したものの、鉱業が同▲3.7%と2017年4月以来の大幅な落ち込みとなり、製造業も同▲0.3%と3か月ぶりに減少した。四半期でみると、4～6月の生産は前期比▲0.4%(1～3月期:同+1.1%)と2四半期ぶりのマイナスとなった。
- 7月のCPI上昇率は前年比+0.9%と6月の同+0.8%から加速したものの、2か月連続で1%を下回った。6月からGSTを撤廃したことが価格上昇を抑制しており、変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同▲0.3%(6月:同▲0.4%)と、2か月連続でマイナスとなった。
- 割安感が非常に強いMYRは徐々に反転上昇する展開を予想するが、短期的には米中貿易摩擦への懸念などが重石となりそうだ。(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

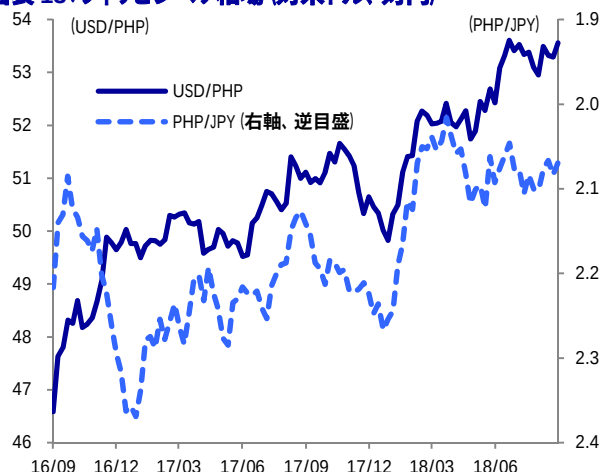


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ (PHP) :BSP はタカ派姿勢を継続

- 8月のPHPは月半ば以降に下落した。月初はドル売りの流れが続く中で52.8台まで買い進められた。中旬は、フィリピン中央銀行(BSP)は9日に利上げを決定したが、市場では概ね織り込み済みで目立った動きはなく、その後はトルコショックを受けて53.6台まで軟化した。月後半は、53台半ばではBSPによる為替介入が意識され、53台半ば近辺での横ばい推移となった。
- 4～6月期の実質GDP成長率は前年比+6.0%と1～3月期の同+6.6%から減速し、3年ぶりの低い伸びにとどまった。もっとも、内訳をみるとヘッドラインが示すほど悪い結果ではない。個人消費は、インフレによる購買力の低下にもかかわらず前年比+5.6%(1～3月期:同+5.7%)とほぼ横ばいの伸びを維持した。また、総固定資本形成は同+21.2%(1～3月期:同+8.8%)と大幅に増加し成長をけん引したことから、内需の寄与度は+10.7%ポイントと1～3月期の+8.1%ポイントから拡大した。成長の足かせとなったのは外需であり、投資の増加などに伴い輸入の伸びが大きく加速し、外需の寄与度は▲4.7%ポイント(1～3月期:▲3.0%ポイント)と全体を大きく押し下げた。
- BSPは8月9日の金融政策会合で、政策金利の翌日物借入金利(リバースレポレート)を50bp引き上げて4.00%にすることを決定した。BSPのエスペニャ総裁は記者会見で「インフレ期待を抑制するためには、より強力な金融政策が必要と金融委員会は考えている」と説明。声明文では「インフレ率が2019年の目標を超過する一定のリスクがある」と指摘し、「物価見通しには引き続き上振れリスクがある」とした。また、声明文の結びは「高インフレの脅威に対処し、物価の安定という最優先の責務を果たすために、必要なあらゆる措置を講じる強い決意と用意がある」と締め括った。声明文およびエスペニャ総裁の記者会見での発言は総じてタカ派的なトーンであり、追加利上げにも含みを持たせており、BSPは年内の会合(9月27日、11月15日、12月13日)で追加利上げに踏み切る可能性がある。
- 7月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.7%(6月:同+5.2%)と加速し、4か月連続でインフレ目標レンジ(+2～4%)の上限を上回った。コアCPI上昇率も同+4.5%(6月:同+4.3%)と2か月連続で目標レンジの上限を突破するなどインフレ圧力は強い。
- BSPの利上げは一定のサポートとなるが、経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含むと予想する。(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) ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

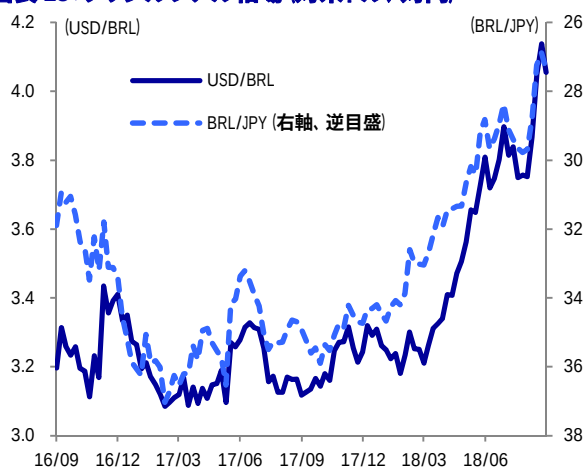


(資料) ブルームバーグ

ブラジルレアル (BRL)：大統領選挙が公式に開始

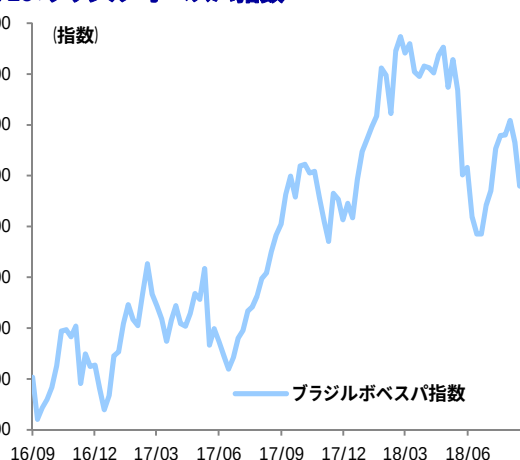
- 8月のBRLは大きく値を下げる展開となった。月初3.75台でオープン後、10日のトルコショックを契機に新興国からの資本流出圧力が強まると3.9台まで軟化。16日に市場関係者が高く評価するアルキミン大統領候補に汚職疑惑が浮上したことや、20日に発表されたブラジル運輸連盟(CNT)/MDAの世論調査でバラマキ政策を志向するルラ元大統領が優勢との結果が明らかになったことなどを背景に2016年3月以来となる4.0台まで続落。月末にかけては一時4.2台まで値を下げるなど軟調に推移した。
- ブラジル大統領選は8月15日に立候補の締め切り期限を迎えた。世論調査で優位に立つルラ元大統領は収監中にも拘らず、所属する労働党(PT)から出馬を表明した。その他の有力候補は、ポピュリストと言われるボウソナロ下院議員、やや左派寄りのシルバ元環境相、財政規律を重視するアルキミン元サンパウロ州知事にメイレス元財務相という顔ぶれとなっている。
- 大統領選挙における次の注目点は8月31日から開始される政見放送であろう。各候補の持ち時間は立候補届け時の支持政党の下院議員数に応じて配分されるため、多数派の中道連合を取り込んだアルキミン氏が他の候補よりも圧倒的に長い時間を確保した。同氏は各種世論調査で3〜4番手に甘んじているが、政見放送開始後は大きく巻き返す可能性がある。Datafolha社の調査によれば、過半数の有権者は最終的に投票する候補を決め切れておらず、長時間の政見放送を用いてアルキミン氏がこうした浮動票を取り込む余地が大きいからだ。
- 8月2日に発表された6月鉱工業生産指数は前月比+13.1%と5月(同▲10.9%)から大幅に回復し、10日発表の6月広義小売売上高も前月比+2.5%と5月(同▲5.1%)から持ち直した。一連の経済指標の結果に見られるように、5月下旬に発生した全国規模のトラック運転手によるストライキがブラジル経済に与える悪影響は一巡しつつある。
- 政見放送開始後にアルキミン氏が巻き返しに成功すれば、BRLは落ち着きを取り戻すだろう。もっとも、同氏はサンパウロ州知事時代に汚職に関与した疑惑で検察に起訴されるリスクもあることから、大統領選が終了するまでは上値は重いと予想する。(佐々木貴彦)

図表 15: ブラジルレアル相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 16: ブラジル ボベスバ指数

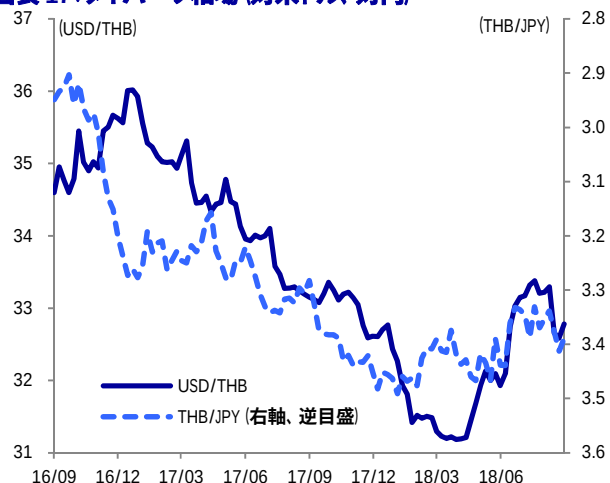


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ (THB) : 4~6 月期 GDP は小幅に減速

- 8月のTHBは月後半に上昇した。月初は33.2台で推移していたが、20日に4~6月期GDPが発表され、市場予想を上回る結果が好感されると32.9台まで上昇。その後は、トランプ大統領がFRBの利上げを批判したことなどを背景にドル売り地合いが続き、月末は32.7台で取引を終えた。
- 20日に発表された4~6月期実質GDPは前年比+4.6%と、上方修正された1~3月期の同+4.9%(修正前は同+4.8%)からは若干低下したもの、予想を上回った(ブルームバーグ調査の中央値:+4.4%)。
- 内訳をみると民間最終消費支出(1~3月期:前年比+3.7%→4~6月期:同+4.5%)が加速し、2013年1~3月期以来の高い伸びとなり、全体をけん引した。この背景には2011~12年に実施されたファーストコーススキームの影響が緩和した(5年間の転売禁止期間終了に伴い買い替えが可能となった)ことによる旺盛な自動車需要がある。一方、サービス輸出(1~3月期:同+9.5%→同+3.1%)の鈍化が成長を下押しした。
- 先行きの成長率は、減速するとみられる。これまで世界経済のけん引役となってきたIT貿易や中国経済の増勢がピークアウトすることで、輸出の回復ペースは鈍化するだろう。輸出減速に伴い所得も伸び悩み、民間消費も減速する見込みだ。公共投資の進捗は景気の下支え要因になるが、景気減速を相殺するまでには至らないだろう。
- タイ中央銀行(BOT)は8日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を26会合連続で1.50%に据え置くことを決定した。委員の1人は25bpの利上げに票を投じた。22日に公表された議事要旨でも、6月に続き、緩和的な政策を長く続けるリスクも懸念され、引き締め時期について討議したことが示された。年内にBOTが利上げに踏み切る可能性はあるだろう。
- プラユット首相は21日に「来年の2月24日に総選挙を希望している」と強調したが「できない場合は再検討する」と述べ、総選挙を再延期する可能性も示唆した。また、総選挙後も首相を継続する可能性を示した。
- THBは高水準の経常黒字を背景に底堅い推移が続きそうだ。他方、米中貿易摩擦への懸念に加え、総選挙が延期される可能性がある中、反軍政への声が一段と高まるなど政治情勢が不安定化すれば、THBを下押し要因となるだろう。(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

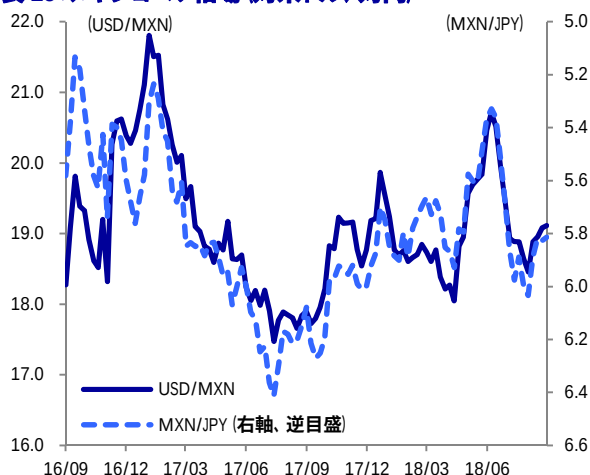


(資料) ブルームバーグ

メキシコペソ (MXN) : NAFTA 再交渉が米国との間で大筋合意

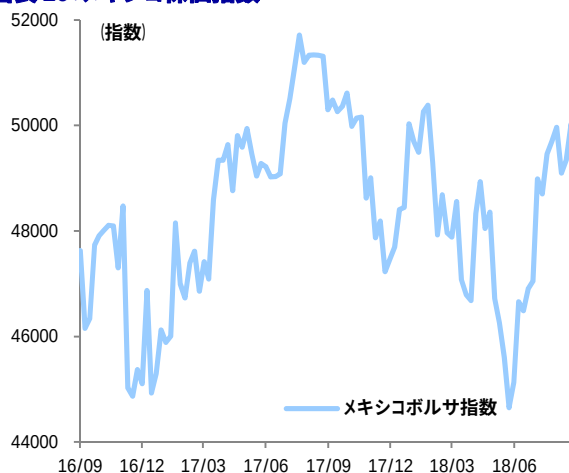
- 8月のMXNはレンジ内での値動きとなった。月初18.6近辺でオープン後、18.4近辺まで上昇したが、トルコショックが発生すると19.4手前まで急落。その後はTRYが買い戻される中、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉が進展との報道を受け18.8近辺まで反発した。27日に米国とメキシコがNAFTAの見直し内容に関して大筋合意したことが発表されると18.6近辺まで上昇したが、月末にかけては19.2近辺まで売り戻された。
- 8月27日に米国とメキシコはNAFTAの改定内容について合意した。最大の争点だった自動車に関する原産地規制では、両国における調達比率を現状の62.5%から75%に引き上げるとした。また、自動車製造に携わる労働者の40~45%は最低賃金が1時間当たり16ドル以上でなければならないとした。そのほか、参加国が協定更新で合意しない限り自動失効するというサンセット条項は緩和され、協定を6年後に見直すことで両政府は一致した。両国はカナダも同内容で合意することを望んでいるが、カナダではトランプ政権に対する反感が広がっており、同国のトルドー首相が無条件に首を縦に振る可能性は低い。カナダが参加しなければ米議会が協定の改定を承認する公算は小さいため、今回の合意内容が実効に移されるかどうかは不確実性が高い。
- オブラドール次期大統領(12月1日に就任予定)は17日に歳出削減策の目玉として挙げているメキシコシティ新空港の建設見直しについて、経済界などから強い反発があるため、10月下旬に実施予定の国民投票に判断を委ねる方針を明らかにした。
- 2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7.75%で据え置くことを決定した。声明文では、エネルギー価格の上昇を背景に消費者物価指数(CPI)がやや加速していることを警戒する一方、食品やエネルギーを除く総合指数(コアCPI)の伸び率が横ばい傾向となっていることから、当面は物価動向を見守る必要があるとした。
- 最終合意には至っていないもののNAFTA再交渉に関しては不透明感が大きく後退しており、以前のように交渉を巡るヘッドラインにMXNが振られる場面は少なくなるだろう。かかる状況下、当面のMXNはレンジ内での値動きにとどまると予想する。(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

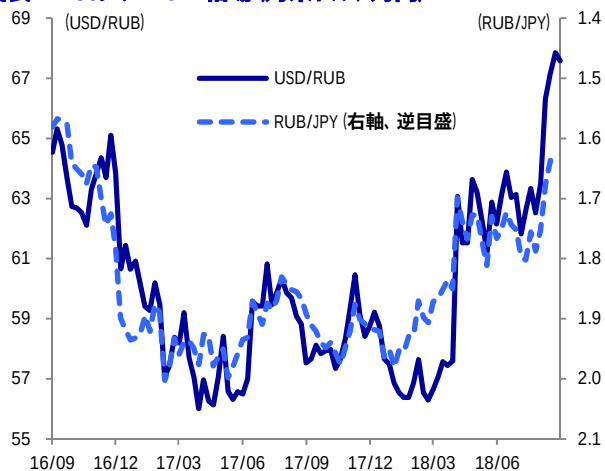


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル (RUB)：米制裁を警戒も、当面は膠着予想が中心

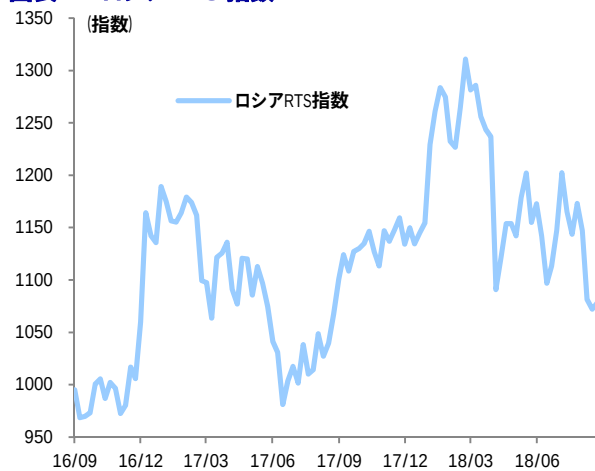
- ・ 8 月の RUB は下落。13 日までに、対 USD で(7 月終値から)▲9.5%に及ぶ急落を見せた後、一時、小幅反発したものの、月末に掛けて(同)▲8%前後の安値水準に膠着した。
- ・ 月前半の RUB 急落には、並行した TRY 急落が大きく影響した。TRY 急落の背景は、放漫財政、経常赤字、中銀独立性などに元々問題があったところ、(2016 年 7 月のクーデター未遂後)トルコ政府が拘束している米人宣教師の処遇を巡り、米がトルコに経済制裁を課したことが直接のきっかけを与えた。
- ・ 経常黒字国であるロシアの通貨が、経常赤字国であるトルコの通貨に連れ安する値動きには違和感もあったが、トルコとロシアとは、共に米による経済制裁が成長阻害要因として警戒されるという共通項があった。
- ・ 8 日以降の RUB 急落には、「新発ロシア国債の購入禁止」「ロシア公営金融機関の特定国籍業者 (SDN) 指定」など、超党派の米議員による新規経済制裁導入案の内容が広く認識されたことも大きく影響した。
- ・ 原油価格は、この間、軟調気味の滑り出しから、米在庫統計の予想外の増加 (15 日)などを要因に、一時 70 ドル/バレルを割り込み (ブレント)、RUB 上値を重くする一因となった。しかし、米による対イラン制裁による供給不安や、米在庫の取り崩しなどを背景に、原油価格がその後ほぼ一方的な上昇を続けたのを尻目に、RUB は安値圏で膠着。RUB と原油の連動は乏しかった
- ・ ロシア中銀 (CBR) が、RUB 反発を受け、9 日以降中断していた財務省のための RUB 売却を、17 日に再開したことの意味は重い。その後の RUB 下落を受け、23 日、CBR は RUB 売却を再び停止、9 月末まで見送るとしたが、67 水準 (対 USD) で再開した RUB 売却を、68 水準で停止したからと言って、「CBR は 67 前後の RUB 水準を許容する」とのメッセージを打ち消すことにはならないだろう。また、RUB 急落を受け、市場の一部では、CBR による利上げも観測されたが、17 日の RUB 売却再開は「RUB 安からくる物価押し上げ圧力は限定的」との宣言に等しく、現状では考え難いだろう。
- ・ 中期的には、米追加制裁が大きな鍵を握るはずだが、過去の経緯を振り返れば、上述のような厳しい制裁が実際に導入される可能性は高くない。RUB 安に対する CBR の鷹揚な姿勢を鑑みれば、反発余地は限定的だが、米制裁が骨抜きになれば、下落余地も大きくはないであろう。(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

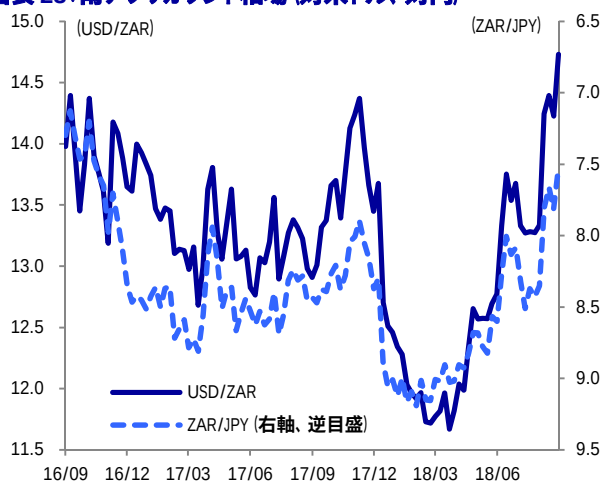


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド (ZAR) : TRY 連れ安後、中期的には上昇余地あり

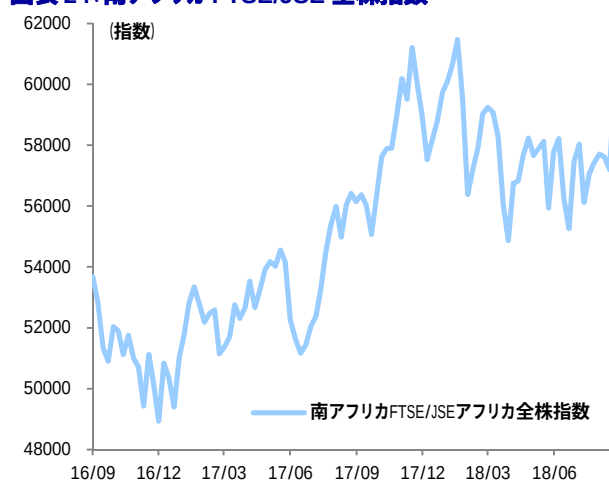
- 8月のZARは、対USDで2016年6月以来の安値を、対円で2016年9月以来の安値を、それぞれ更新する急落の先行から、一定の反発を見せた。
- 月央の急落は、前後してのTRYの急落に連れた値動き。TRY急落の背景は、放漫財政、経常赤字、中銀独立性などに元々問題があったところ、(2016年7月のクーデター未遂後)トルコ政府が拘束している米人宣教師の処遇を巡り、米がトルコに経済制裁を課したことが直接のきっかけを与えた。
- ただし、13日の急落後、14日に急反発したZARが15日から17日に掛けて再び下落した値動きは、並行してTRYが安値からの反発途上にあった事実を鑑みると、些か違和感のある値動きにも見えた。この点は、TRY反発局面で、貴金属、産業金属など、南ア主要輸出産品の価格が急落していたことが影響したものと考えられた。
- また、TRYの反発は、(7月の終値との比較で)最大で▲13%強(対USD)までだったが、並行してZARの下落は(同)最大で▲13%弱までだったことから、TRY下落にZARが遅れて追いついたと見做すこともできただろう。
- 南ア国内政治を巡っては、南ア憲法裁判所がラマポーザ大統領に南ア検察当局新長官の任命を命じたこと(13日)や、マンタシェ天然資源相が天然及び石油資源開発法(MPRDA)改訂を取り止める方針を決定したこと(22日)、統合資源計画(IRP)改訂が閣議承認(23日)を経て、60日間の公聴期間に入った(27日)ことなど、ラマポーザ新体制が、与党アフリカ民族会議(ANC)党内で、着実に地歩を固める動きとして好感することができたであろう。
- 並行して、市場の一部で、南ア準備銀(SARB)による利上げ観測の高まりが観察されたが、これはZAR急落(=輸入物価急騰の可能性)を受けた、多分に短視眼的な反応で、ZARの反発を受け、その後大きく後退した。
- 南アとトルコには、経常赤字や対外債務への依存、限定的な外貨準備など共通項は多いものの、**経常赤字の水準・足元動向、財政政策姿勢、中銀独立性など、同列に論じるには明らかな無理があるほど、現状は南アの方が優良な状態にある**。上述の通り、今年2月の政権交代以来、南ア国内政治も着実な改善を見せている。今後も、TRY動向の影響を一定受けるのはやむを得ないだろうが、資源価格の底打ちを前提に、中期的には、現行水準から、ZAR上昇余地の方が、下落余地よりは大きいものと見込む。(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

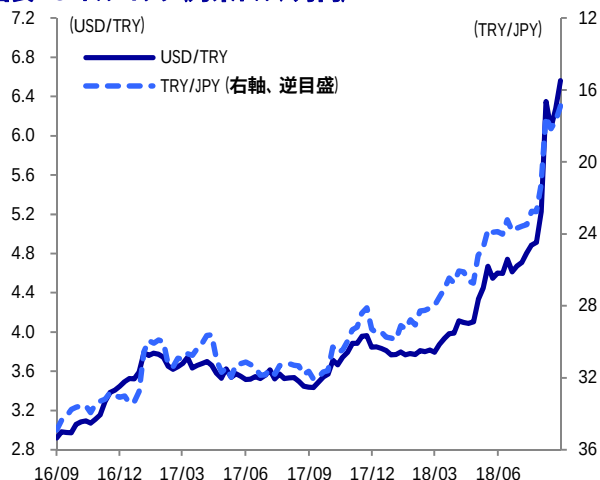
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : 当局対応は現実逃避、大幅利上げに一縷の望み

- ・ 8 月の TRY は下落。7 月末の終値から、13 日までに最大▲30%強に及んだ下落(対 USD)は、暴落と言っても過言ではなかっただろう。その後、一時、大きく反発したものの、月末に掛けては再び下落基調をたどった。
- ・ TRY 急落の根底には、複数年に及ぶ放漫財政が、消費過熱を通じて経常赤字拡大、物価上昇を招き、トルコ中銀(CBRT)金融政策への政治介入が、物価上昇と TRY 安の悪循環を加速させるという構造的な問題があった。
- ・ TRY 暴落に直接のきっかけを与えたのは、トルコ政府が拘束している米人宣教師の処遇を巡る米との確執の深刻化。1 日、米財務省は、トルコ 2 閣僚を特定国籍業者(SDN)に指定。10 日、トランプ米大統領は、「トルコからの鉄鋼・アルミ輸入関税率の倍増を指示した」とツイート。16 日には、ムニューシン米財務長官が、更なる追加制裁の可能性を示唆するなどした。
- ・ 一連の TRY 売りに、CBRT の対応は、選択的準備預金制度(ROM)の掛目変更による外貨資金供給(6 日)、1 週間物レポ操作(資金供給)停止=実質的な利上げ(13 日)など、いずれも「小手先」の策にとどまり、TRY 反発に貢献するどころか、むしろ失望に伴う TRY 売りを促しさえした。
- ・ トルコ銀行調整監視機構(BDDK)は、非居住者のリラ売りに伴う国内銀行との為替スワップ取引を、当初、銀行資本の 50%(13 日)、その後 25%(15 日)までに制限したが、TRY 安抑制には一時的な効果しか示さなかった。
- ・ エルドアン大統領、アルバイラク国庫財務相など政治当局者からは、「TRY 安は経済的に不合理」「一時的に過ぎない」といった、目の前の現実を否定する発言や、「米はトルコを闇討ちにしようとしている」「経済的クーデターが企てられている」といった他者に責任をなすりつける発言ばかりが目立った。
- ・ 年初来▲40%を超える TRY 安が経済実態から乖離しているのは事実かもしれないが、今後、もう一段の物価上昇が放置されれば、数年以内に、経済実態の方が相場の行き過ぎに追い付いてしまう可能性も否定できない。
- ・ 米宣教師解放や IMF 支援要請などはエルドアン大統領が言下に否定しており、早晚実現する可能性は低い。外準の乏しさや経常赤字の大きさを考慮すれば、資本規制なども自殺行為。TRY 安抑制に有効と思われる残る手段は、物価を明確に上回る水準への政策金利の大幅引き上げぐらいだが、CBRT が 5 月に見せた大胆さを、再び発揮できるかは不透明。(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

		2018年 1～8月 (実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.2431 ～ 6.9376	6.8315	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ～ 7.8509	7.8491	7.85	7.85	7.84	7.84	7.83
インドルピー	(INR)	63.246 ～ 71.001	70.995	69.8	68.8	67.5	66.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ～ 14710	14710	14500	14200	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ～ 1138.89	1113.07	1100	1110	1120	1130	1130
マレーシアリング	(MYR)	3.8533 ～ 4.1120	4.1090	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ～ 53.639	53.562	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ～ 1.3819	1.3727	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ～ 30.876	30.719	30.60	30.70	30.80	30.90	30.90
タイバーツ	(THB)	31.09 ～ 33.53	32.79	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ～ 23328	23299	23450	23350	23300	23150	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ～ 69.3573	67.7565	67.00	65.00	68.00	70.00	67.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ～ 15.5517	14.7250	14.00	13.00	14.00	14.50	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ～ 7.2362	6.5835	5.50	6.00	7.00	7.50	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ～ 4.2133	4.0551	3.77	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ～ 20.9605	19.1121	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ～ 17.543	16.225	16.30	15.74	15.82	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ～ 14.505	14.163	14.01	13.63	13.52	13.27	13.03
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.790	1.566	1.58	1.56	1.57	1.56	1.57
インドネシアルピア	(100IDR)	0.748 ～ 0.845	0.752	0.759	0.754	0.768	0.754	0.750
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ～ 10.681	9.959	10.00	9.64	9.46	9.20	9.03
マレーシアリング	(MYR)	26.449 ～ 28.395	26.941	26.51	26.62	27.32	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ～ 2.272	2.070	2.02	2.03	2.08	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ～ 85.50	80.98	79.71	78.68	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.570 ～ 3.843	3.619	3.59	3.49	3.44	3.37	3.30
タイバーツ	(THB)	3.300 ～ 3.525	3.391	3.28	3.24	3.25	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ～ 0.4992	0.4773	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.587 ～ 1.993	1.644	1.64	1.65	1.56	1.49	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ～ 9.293	7.546	7.86	8.23	7.57	7.17	7.56
トルコリラ	(TRY)	15.463 ～ 30.311	16.880	20.00	17.83	15.14	13.87	15.69
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ～ 35.131	27.414	29.18	27.86	27.39	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ～ 6.045	5.816	5.50	5.63	5.89	5.78	6.00

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 8 月 31 日まで。SPOT は 9 月 3 日の 7 時 44 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 (8 月 31 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%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
エマージングアジア												
中国	6.7	6.8	6.6	6.5	2.0	2.3	2.4	2.5	1.8	1.4	1.2	1.1
インド	7.4	6.3	7.4	7.4	4.9	3.3	4.3	3.9	-0.7	-1.3	-1.8	-2.4
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.2	3.5	3.8	3.5	3.6	-1.8	-1.8	-2.0	-1.9
韓国	2.7	3.0	3.0	2.9	1.0	2.0	1.8	2.0	7.0	5.6	5.4	5.3
マレーシア	4.2	5.9	4.6	4.7	2.1	3.8	1.5	3.1	2.1	2.9	2.3	2.1
フィリピン	6.9	6.7	6.2	6.4	1.9	3.2	4.3	3.3	0.2	0.0	0.2	-0.5
シンガポール	2.0	3.6	3.7	3.2	-0.5	0.6	0.6	2.0	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	4.5	4.5	0.2	0.7	1.1	1.5	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.8	6.6	7.4	2.7	3.5	3.6	4.0	0.4	0.5	0.9	1.2

(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 (%)	2018		2019		
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
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	6.50	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.50	5.50	5.50	5.75	5.75	6.00	
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25	
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50	

(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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。