

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：警戒モード継続.....	2
中国人民元 (CNY)：当局は人民元安を警戒	3
インドルピー (INR)：原油高で経常赤字拡大.....	4
インドネシアルピア (IDR)：今年 5 回目の利上げを実施	5
韓国ウォン (KRW)：文大統領が金融政策に関して発言	6
マレーシアリンギ (MYR)：2019 年度予算案に注目	7
フィリピンペソ (PHP)：インフレが 9 年ぶり水準へ加速	8
ブラジルリアル (BRL)：いよいよ大統領選が投票へ.....	9
タイバーツ (THB)： MPC では 5 対 2 で政策金利を据え置き	10
メキシコペソ (MXN)： キャリー収益の妙味が増す	11
ロシアルーブル (RUB)： 基調は堅調、米制裁や中銀独立性に懸念	12
南アフリカランド (ZAR)： ZAR 反発余地はまだ残っている	13
トルコリラ (TRY)： ひとまずはもう一段の TRY 反発が期待できる	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

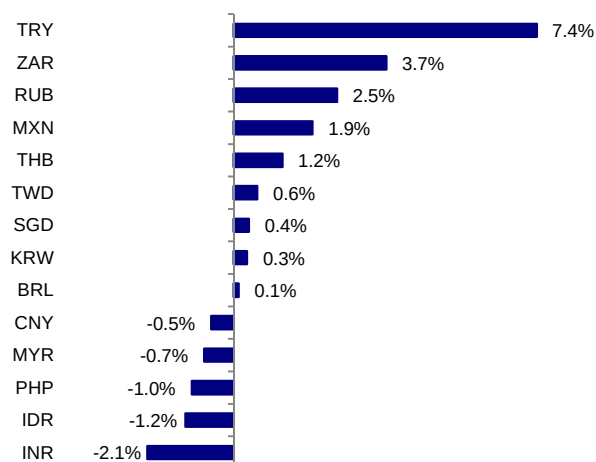
hidetoshi.honda@mhc.co.uk

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：警戒モード継続

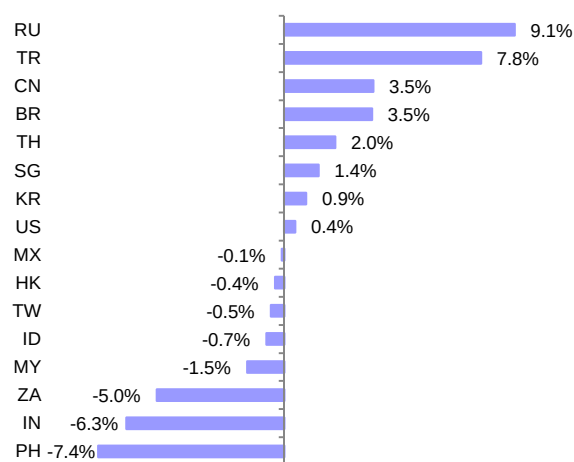
- 9月の新興国通貨は米中貿易摩擦の動向に振られながらも多くがレンジ内で推移した。月初から米国が中国に対して追加関税を発動するとの懸念が強まり下落。しかし、米国が中国との通商交渉再開を模索と報じられると反発した。17日にトランプ米大統領が中国からの輸入品 2000 億ドル相当に追加関税を賦課することを正式に発表した。当初適用される関税率が 10%と事前予想(25%)より低く設定されたためリスクオフムードが後退し、新興国通貨は多くが堅調に推移した。25～26日に開催されたFOMCの結果を受けて米金利が低下すると月末にかけて底堅さを増す展開となった。
- 新興国通貨に多大な影響を及ぼす米中通商交渉の先行きは依然として不透明感が強い。米国側はムニューシン米財務長官を中心に中国と通商交渉の再開を打診していると報じられているが、中国側が積極的に応じる様子はみられない。むしろ米国の制裁関税への対抗措置として米国からの輸入品 600 億ドル相当に対して追加関税を賦課するなど、態度を硬化させている。
- 17日に発表された米追加関税案では 2019 年に入ると追加関税率が 10%から 25%に引き上がるとしている。かかる状況下、年末が近づくと追加関税の増大に対する懸念を背景に中国経済に対する先行き不安が強まり、景況感に悪影響を及ぼすことが想定される。過去 5 年間をみると中国の製造業 PMI と MSCI 新興国通貨指数の相関は強いことから、中国経済の見通し悪化は新興国通貨全体の下押しに繋がると考える。
- また、年内における新興国通貨のリスクイベントとしてブレグジットを巡る交渉が挙げられる。10月18日のEU首脳会議で合意に向けた道筋をつけ、11月17～18日のEU臨時首脳会議で正式に合意と円滑に交渉が進めば問題ないが、メイ英首相がEUとの交渉が行き詰まりを迎えているとの認識を示すなど、英国とEUの溝が埋まらないまま合意なしの離脱(クリフエッジ)となるリスクが増大している。
- 米中貿易摩擦激化およびクリフエッジへの懸念が燃える中、年内の新興国通貨は冴えない値動きが続くと予想する。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2018 年 9 月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率 (2018 年 9 月)

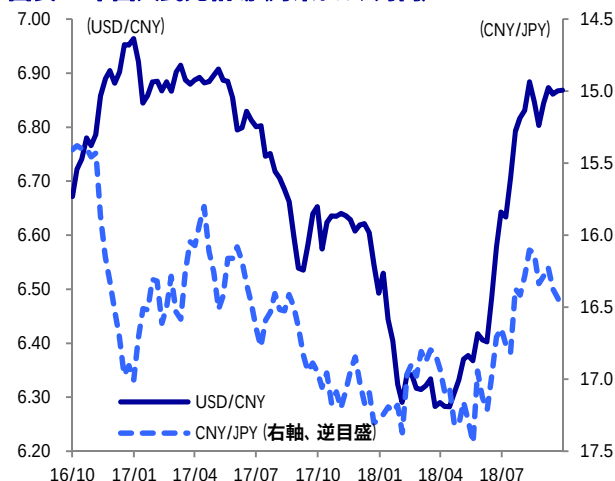


(資料) ブルームバーグ

中国人民元 (CNY) : 当局は人民元安を警戒

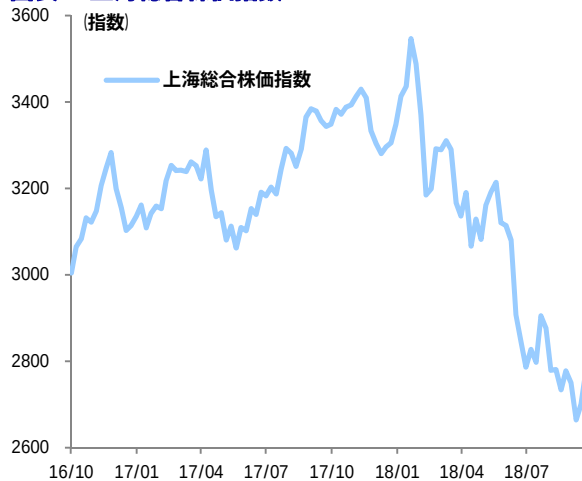
- 9月のCNYは米中貿易摩擦が激化する中でも小幅な下落にとどまった。月初は6.84 近辺でオープン後、トランプ米政権による中国への追加関税発動が懸念され6.88 近辺まで下落。その後は6.83 近辺まで反発する場面も見られたが、トランプ米大統領が追加関税の発動を正式に発表すると6.88 近辺まで再び軟化。李首相が輸出促進を企図した人民元安誘導の可能性を否定したことなどが好感され6.84 近辺まで上昇したが、月末にかけてはドル買い優勢地合いとなる中で6.89 近辺まで軟化した。
- スポット・レートはオンショア市場、オフショア市場ともに小動きとなる一方で、オフショア人民元 (CNH) 先物 (フォワード) 市場は大きく動いた。1 か月物の先物取引のプレミアム幅 (スポットとの価格差) は一時期ほぼゼロまで縮小していたが、9月に入ると急拡大し一時およそ200pipsと年初来高値を更新。一部の中国大手銀行がスワップ取引を用いたCNH調達を積極化したことが背景だとして報じられており、こうした取引が活発化するとCNHの短期資金市場における流動性が吸収されていくため、銀行間取引金利 (CNH Hibor) の翌日物は21日に年率4.56%と8月末(1.49%)から急上昇した。
- 報道を額面どおりに受け取れば、一部の市場参加者の動きにより一時的にCNH短期資金市場における流動性が逼迫しているだけとの見方も出来る。しかしながら、中国人民銀行 (PBoC) が意図的に短期金利を引き上げCNH売りポジションを維持するコストを増大させることで、売り圧力の後退を図った可能性があるとの思惑が市場では広がっている。
- PBoCはCNHが急落した後に短期金利の急上昇を誘導し市場の安定化を図ったことが過去に3回(2016年1月、2017年1月、2017年6月)ある。トランプ政権が中国への制裁関税の強化を示唆する中、米中通商交渉を巡るネガティブな報道を受けてCNHに対する売り圧力が強まりやすい環境となっていることも踏まえれば、先物市場における値動きの背景にPBoCの働きかけがあった蓋然性は高い。
- かかる状況下、トランプ大統領が中国製品に対する新たな追加関税を発動しCNHが急落するような事態になった場合、PBoCは躊躇なく短期金利の急上昇を誘導しCNH売りポジションの解消を促すと考えられる。
- 米中貿易摩擦激化への懸念は強いが、PBoCが通貨安を防衛する姿勢を維持しているため、当面のCNYは小幅安にとどまると予想する。(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

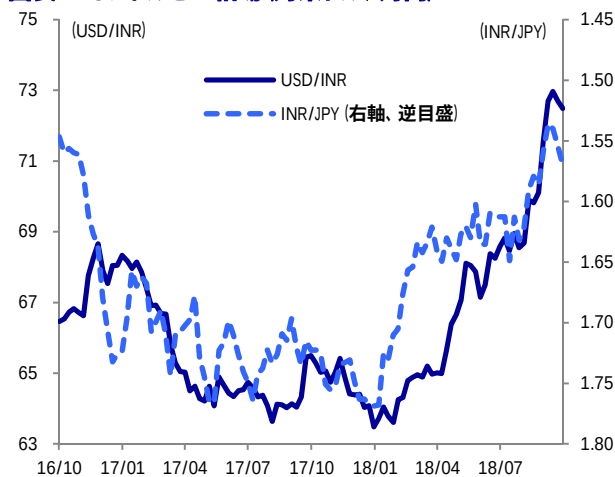


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : 原油高で経常赤字拡大

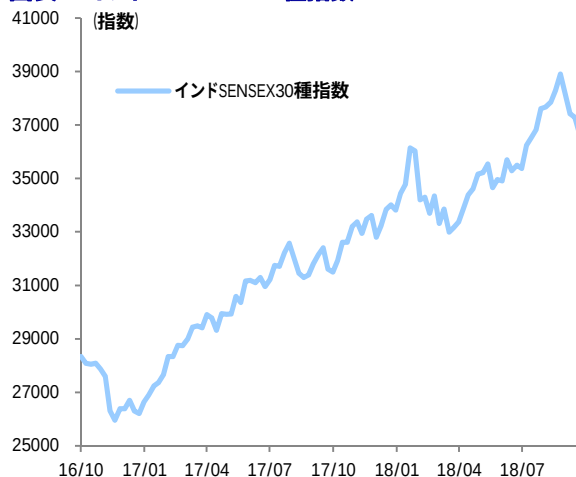
- 9月のINR相場は軟調推移。月初からINRはじりじりと値を下げたが、72近辺ではインド準備銀行(中央銀行、RBI)の為替介入とみられる動きにサポートされる展開。しかし、良好な米雇用統計の結果や米中貿易摩擦への懸念から10日に72を下抜け、その後はドル安地合いがサポートとなる一方、原油高による貿易赤字拡大懸念が重石となり、72台でのレンジ推移となった。
- 4～6月期の経常収支赤字は158億ドル(対GDP比2.4%)と、1～3月期の131億ドル(同1.9%)から拡大した。原油を中心に輸入の増加が続き、貿易赤字が1～3月期の416億ドルから457億ドルに拡大したことが主因である。ただし、ルピー安などをを受けてサービス収支や第2次所得収支は貿易赤字の一部を相殺した。
- 8月の貿易統計では、輸出は前年比+19.2%(7月:同+16.1%)と伸びが加速した。輸入は同+25.4%(7月:同+28.0%)と鈍化したものの、高めの伸びが続いた。金の輸入が同+92.6%(7月:同+40.3%)と急増したほか、原油価格の上昇を背景に原油の輸入額も同+51.5%(7月:同+61.2%)と大幅な伸びが続いており、貿易収支は▲174億ドルの赤字となった。
- 8月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.7%(7月:同+4.2%)と減速した。食料品価格が7月の同+1.3%から同+0.3%へと大幅に減速し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7月の同+5.9%から同+5.7%へとやや減速した。通貨安と原油価格上昇がコスト上昇圧力になっているものの、食料品インフレが鈍化することでインフレ率は目標レンジ(前年比+4±2%)内で推移するとみられる。
- 7月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+6.6%と6月の同+6.9%から減速した。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+14.4%(6月:同+13.4%)からさらに加速し、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財も同+5.6%(6月:同+0.2%)と加速した。他方、投資動向を反映するとされる資本財は同+3.0%(6月:同+9.8%)へ減速し、インフラ/建設材は同+8.4%(6月:同+8.2%)と小幅に加速した。
- 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は売り圧力が強まりやすい。インド政府は不必要な輸入の削減、製造業者による対外商業借入(ECB)規制の緩和などINR安定化策を発表しており、その効果などを見極めたいところである。(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

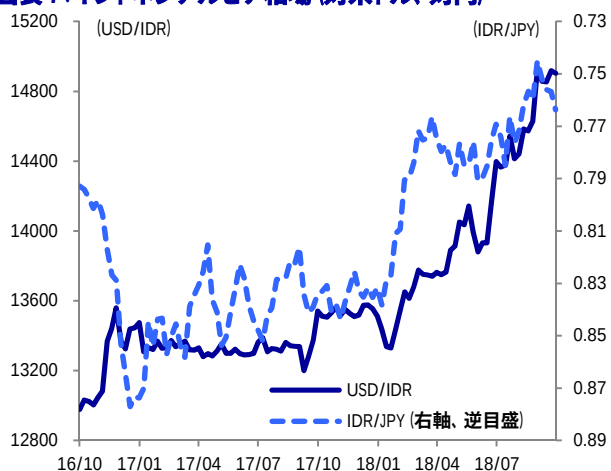


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : 今年 5 回目の利上げを実施

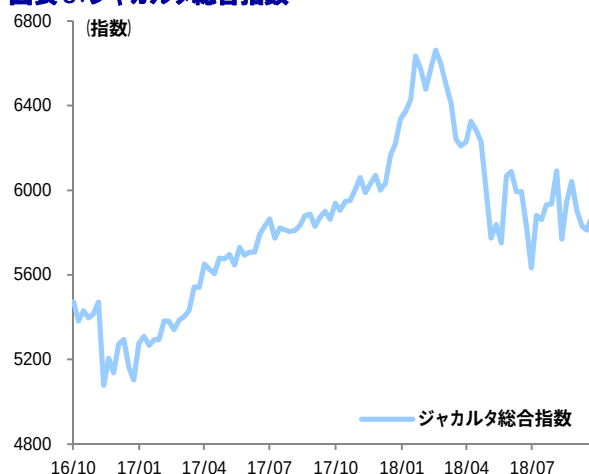
- 9 月の IDR は軟調な推移。4 日にアジア通貨危機以来 20 年ぶりの安値となる 14940 をつけた。28 日にインドネシア中央銀行 (BI) は金融政策会合で利上げを決定したが、大きなサポート材料とはならず 14900 台で越月した。
- 9 月 3 日に発表された 8 月製造業 PMI は 51.9 と 7 月 (50.5) から改善し、景気拡大/縮小の分かれ目である 50 を 7 か月連続で上回った。また BI が発表した 8 月消費者信頼感 は 121.6 と 7 月 (124.8) から悪化した。楽観圏 (指数 100 以上) を維持している。
- 8 月貿易統計では輸出が前年比 +4.2% と 7 月 (同 +19.7%) から大幅に減速した。輸入も前年比 +24.7% と 7 月 (同 +31.8%) から減速したが、依然として高い伸び率を維持した。この結果、8 月貿易収支は ▲10.2 億ドルと 7 月 (▲20.1 億ドル) から赤字幅が大幅に減少した。
- 政府は IDR 安に歯止めをかけるために経常赤字の縮小政策を打ち出している。輸入税の引き上げ、大規模なインフラプロジェクトの延期、バイオ燃料の利用拡大の義務化に加え、貿易省は企業が輸出事業で得た収益の 50% 以上を IDR に換金することを義務付ける方針を明らかにした。換金した IDR は 6 か月間銀行に預金するなどして運転資金に流用しないことも規定としている。
- BI は 27 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 5.75% 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 6.50% と 5.00% とし、コリドーは 150bp に維持した。2018 年に入って 5 回目の利上げであり、合計 150bp 引き上げしている。
- 声明文では政府が経常収支を改善するために講じている輸出振興や輸入削減のための政策を評価するとともに、今後とも、マクロ経済の安定性を維持するために政府との協力関係を強化していくと表明。BI のペリー総裁は「IDR 相場を守る措置を打ち出すことにためらいはない」と述べ、IDR を防衛していく姿勢を示した。BI のスタンスは引き続きタカ派とも述べた。IDR が今後も軟調な動きとなれば追加利上げに踏み切る可能性は高いだろう。
- 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しとなり IDR は軟調に推移するだろう。(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

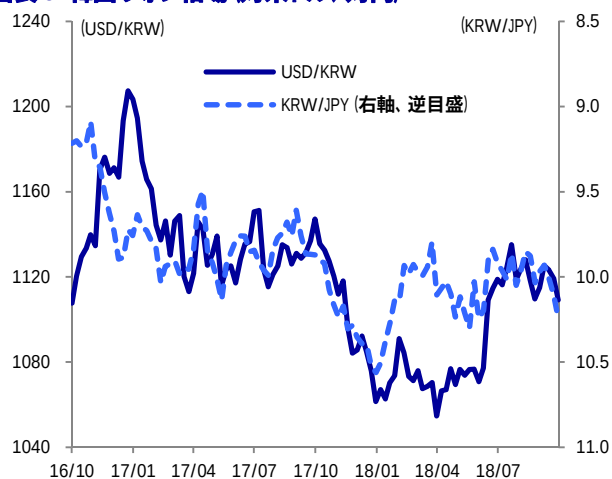


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン (KRW) : 文大統領が金融政策に関して発言

- 9月のKRWはレンジ内で推移した。月初1110台半ばでオープン後、米国の中国に対する追加関税発動への懸念が強まり1130近辺まで軟化。その後は1110台後半まで上昇する場面もあったが、トランプ米政権が2000億ドル相当の中国製品に対する追加関税を発動すると1130近辺まで再び下落。しかしながら、当初適用される関税率が予想(25%)より低い10%となったことが好感され、月末にかけては1110台近辺まで買い戻された。
- 9月18～20日に韓国の文大統領が平壤を訪れ北朝鮮の金正恩委員長と会談。米国が「相応の措置」を取ることを条件に北朝鮮が核施設などを廃棄することを盛り込んだ「9月平壤共同声明」に両首脳は署名した。26日に米国務省はポンペオ米国務長官が金正恩院長からの招待を受けて10月に平壤を訪れると発表。ポンペオ氏は訪朝時に第2回米朝首脳会談の具体的な開催時期や議題を北朝鮮側に打診するとみられる。もともと、米国は非核化の完了まで制裁を継続する姿勢を維持する一方、北朝鮮は非核化の見返りを要求しており、両者の溝は埋めるには相応の時間がかかる見込みだ。
- 13日に文大統領が「利上げについて真剣に考える時期が来た」と国会審議中に述べたとの報道を背景に韓国の金利は上昇した。文氏は利上げを支持する理由として低金利の維持が家計債務を増大させ、また米韓金利差が拡大することで韓国金融市場の安定が損なわれることを挙げた。発言内容は韓国中央銀行(BOK)の認識とほぼ一致しており特段目新しい要素はなかった。しかし、大統領が利上げを支持する姿勢を示したことでBOKが利上げしやすくなったとの思惑が金利上昇に繋がった模様だ。
- もともと、金利上昇後でも1年物スワップ金利が1.8%台と政策金利(1.50%)から30bp程度離れた水準で推移していることに鑑みれば、多くの市場参加者は今後1年間の利上げ回数は1回にとどまると予想しているようだ。利上げ期待が盛り上がらない背景には、冴えない物価や労働市場の情勢がある。8月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%と7月(同+1.5%)から減速し、8月失業率は4.2%と2010年1月以来の水準まで悪化した。
- 米韓金利差縮小を企図してBOKが利上げに踏み切る可能性はあるものの、物価や労働市場の状況を踏まえると連続利上げを行うとは考えがたい。かかる状況下、米中貿易摩擦が激化による下押し圧力から当面のKRWは上値が重い展開が続くと予想する。(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

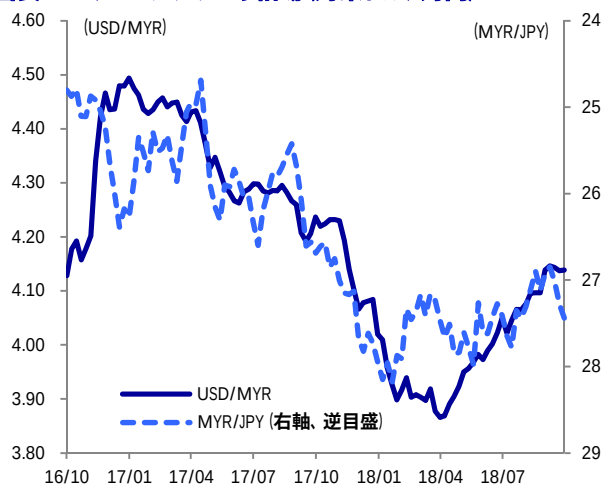


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ (MYR) :2019 年度予算案に注目

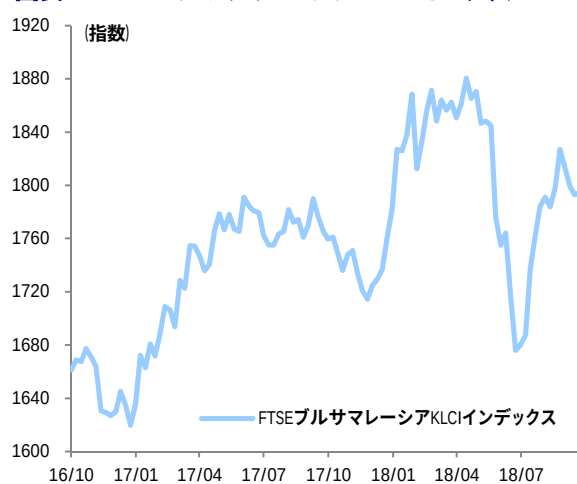
- 9 月の MYR は上旬に値を下げ、その後も横ばい圏で推移する展開。上旬は、原油価格の下落や米 8 月 ISM 製造業景気指数の強い結果を受けたドル高などを受けて 4.11 台から 4.14 台まで弱含んだ。中旬以降はドルがじり安となったことで下げ止まり、月後半には原油高にもサポートされて 4.12 手前まで反発する場面もみられた。
- マレーシア中央銀行 (BNM) は 9 月 5 日の金融政策委員会 (MPC) で、翌日物政策金利を 3.25% に据え置くことを決定した。BNM は財政再建を優先するマハティール政権の方針が景気を下押しする可能性を指摘。米中貿易摩擦も成長率の下押し要因として挙げたものの、輸出主導の民間の企業活動や個人消費は堅調であるとの景気認識を示した。
- 7 月の輸出は前年比 +9.4% と 6 月の同 +7.9% から伸びが加速した。前月比でも +11.8% と大きく増加しており、2 か月連続で減少していた反動を考慮しても堅調な結果であった。主力の電子・電気機器が前年比 +23.6% と大幅に伸びたものの、石油製品は同 ▲13.0% と減少した。輸入は同 +10.3% と 6 月の同 +15.9% から減速し、結果として貿易収支は 83.0 億リンギの黒字と前年同期 (81.6 億リンギ) と同程度の黒字幅となった。
- 7 月の鉱工業生産は前月比 +2.6% (6 月: 同 ▲1.0%) と大きく増加した。製造業も同 +3.1% と 2018 年 1 月以来の伸びとなり、電力は同 +3.9% と 2017 年 10 月以来の大幅な伸びとなった。鉱業は同 +1.4% と前月 (同 ▲3.7%) の大幅な落ち込みを踏まえると小幅な反発にとどまったが増加した。7 月の生産を 4～6 月期比でみると +2.0% となり、2 四半期ぶりの増産でスタートした。
- 8 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +0.2% と 7 月の同 +0.9% から大幅に減速し、3 か月連続で 1% を下回った。6 月から物品サービス税 (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 ▲0.4% (7 月: 同 ▲0.3%) と 3 か月連続でマイナスとなった。売上サービス税が導入される 9 月には再び CPI 上昇率が上向くとみられるものの、大幅な加速は想定されない。
- MYR は割安感が強い反発余地があるとみるものの、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。また、マレーシアでは 11 月 2 日に 2019 年度予算案発表が予定されており、潜在的な財政悪化リスクには警戒が必要だろう。(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

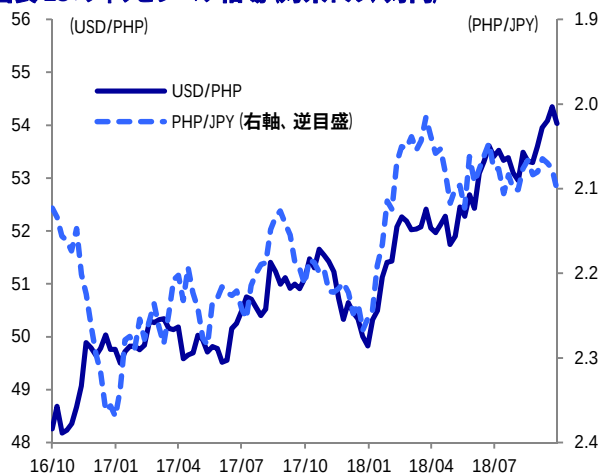


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ (PHP) : インフレが 9 年ぶり水準へ加速

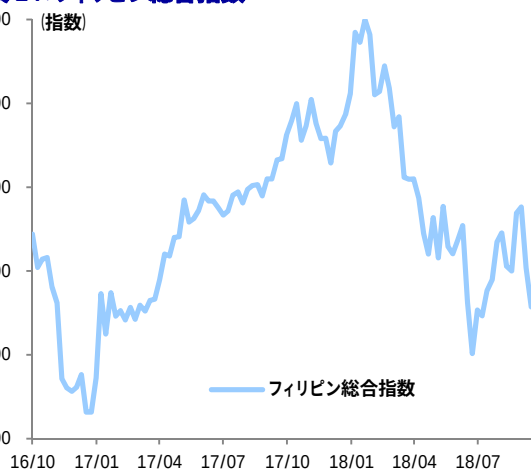
- 9 月の PHP は軟調に推移した。上旬は、8 月消費者物価指数 (CPI) が予想以上に上昇したことが嫌気され 54 近辺まで下落。中旬は 7 月貿易赤字が拡大したことなどをを受けて PHP 売りが強まり 54 台での推移が続き、月末にかけては米中貿易摩擦への根強い懸念や、米 FOMC を控えた警戒感などから一時 54.4 台まで値を下げた。
- フィリピン中央銀行 (BSP) は 9 月 27 日の金融政策会合で、政策金利の翌日物借入金利 (リバースレポレート) を 50bp 引き上げて 4.50% にすることを決定した。BSP は供給側の要因が今後数か月インフレを押し上げるとし、物価上昇が経済全体に波及 (second-round effects) する兆候がありインフレ期待は高止まりしていると指摘。2018 年のインフレ見通しを従来の 4.9% から 5.2%、2019 年についても 3.3% から 4.3% へと上方修正し、いずれもインフレ目標レンジを上回る見通しを示している。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がある」と締め括った。BSP は明確なタカ派姿勢を示しているうえ、2018 年だけでなく 2019 年についてもインフレ率が目標を上回ると予想していることを踏まえると、年内の会合 (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。
- 8 月の CPI 上昇率は前年比 +6.4% (7 月: 同 +5.7%) と加速し、6 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 +4.8% と 7 月から (同 +4.5%) 一段と加速し、3 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。
- 7 月の貿易統計では、輸出が前年比 +0.3% (6 月: 同 +2.8%) と小幅な増加にとどまる一方で、輸入は同 +31.6% (6 月: 同 +24.2%) と大幅に増加し、貿易収支は▲35.5 億ドルの赤字となった。輸出は主力の電子製品が伸びたものの、その他の製造品や農作物が下押しした。輸入は資本財に加え、原材料・中間財の増加が全体を押し上げている。また、足許では原油価格の上昇に伴い鉱物性燃料も増加している。今後も輸入の増加傾向が続く中、貿易赤字および経常赤字の拡大が続くとみられる。
- BSP の利上げは一定のサポートとなるが、インフレ懸念は根強い。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

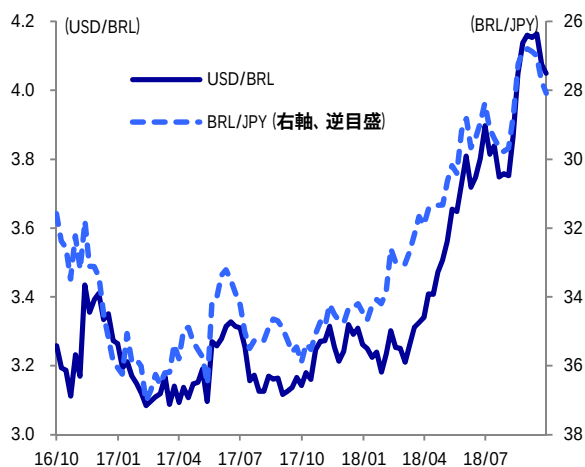


(資料) ブルームバーグ

ブラジルレアル (BRL) : いよいよ大統領選が投票へ

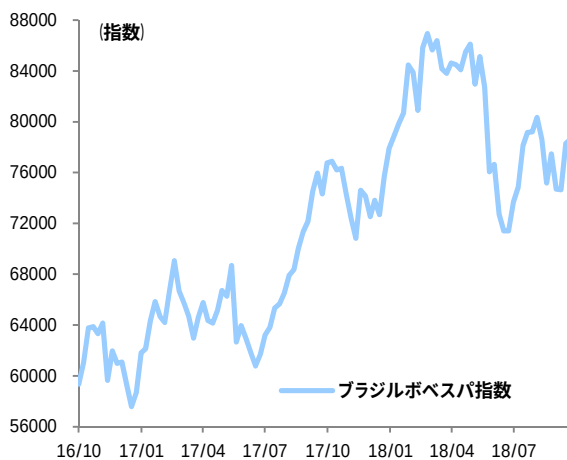
- 9月のBRLは月後半に上昇した。月初は4.08台でオープン後、8月31日に高等選挙裁判所(TSE)がルラ元大統領の出馬資格を認めない判決を下したことが好感され4.03台後半まで上昇。世論調査で財政再建路線の見直しを訴える左派候補が支持率を伸ばすと4.21近辺まで反落したが、月末にかけてはリスク資産が買い戻される流れの中で一時3.96台まで上昇した。
- ブラジル中央銀行(BCB)は9月19日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を現状の6.50%で据え置くことを決定した。声明文においてBCBは政策金利が中立金利を下回っていると、物価見通しが悪化するようであれば利上げに着手することを示唆した。
- ブラジル大統領選の投票日(10月7日)が迫っているものの誰が当選するのか見通しづらい状況となっている。世論調査(Ibope、9月24日時点)によれば、ボウソナロ氏の支持率は27%とトップの座を維持し、ルラ氏の後継者であるハダジ元サンパウロ市長が21%と2番手となった。財政拡張策を志向するゴメス氏は12%、財政再建を掲げるアルキミン氏は8%、選挙戦序盤はボウソナロ氏に次ぐ支持率を得ていたシルバ氏は6%となり、このままいけばボウソナロ氏とハダジ氏が決選投票(10月28日)に進むという結果が出た。同調査に基づけば両氏の決選投票ではハダジ氏が勝つ可能性が高いとの結果が得られている。
- もっとも、別の世論調査(Datafolha、9月19日時点)では2番手のハダジ氏の支持率が16%、3番手のゴメス氏が13%と僅差になっており、ハダジ氏が決選投票に進めるかは依然として不確実性が高い。なお、同調査では仮にボウソナロ氏とゴメス氏で決選投票となった場合は前者が勝つとの結果が出ている。
- 当選者を予測するのが困難となる中、決選投票を迎えるまでは世論調査の結果にBRLは振らされる展開となるだろう。ボウソナロ氏は経済政策に関しては財政規律の維持など市場寄りの指針を掲げており、同氏が勝利すればBRLは買い戻しの流れが強まると予想する。
- リスクはハダジ氏やゴメス氏など財政拡張路線を志向する候補が勝利する場合であり、その際は対ドルで史上最安値(4.2483)を更新する展開を見込む。(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 ボエスバ指数

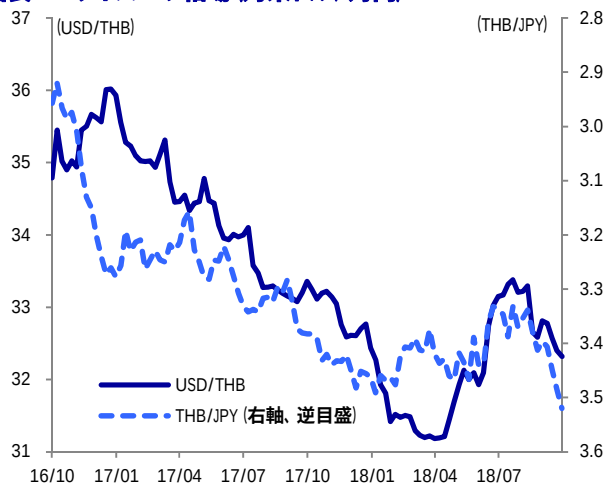


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ (THB) : MPC では 5 対 2 で政策金利を据え置き

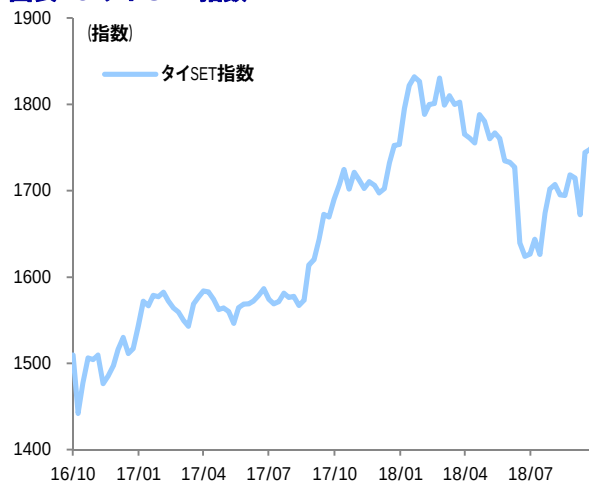
- 9月のTHBは月後半に上昇した。月初は32.80近辺で推移していたが、タイ中央銀行(BOT)による金融施策委員会(MPC)を控え、利上げ期待が高まる中、32.30台まで上昇した。MPCで政策金利は据え置きとなったことから一時32.5近辺まで軟化するも利上げ期待は継続し、32.30台で越月した。
- 9月4日に発表された8月消費者信頼感指数は83.2と7月(82.2)から改善し、2013年4月以来最高となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は好調な輸出と観光業がタイ経済の回復に繋がると消費者は考えていることに加え、多くの農作物の価格が回復し始めていることが指数上昇の要因になったとの見方を示した。
- 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+6.7%と7月(同+8.3%)から減速したが、18か月連続でプラスの伸びを維持している。輸入は同+22.8%と7月(同+10.5%)から大幅に加速した。原油価格の上昇を受け燃料が増加したことが輸入の高い伸びの背景にある。その結果、貿易収支は▲5.9億ドルの赤字となり、2017年8月(+23.3億ドル)から大幅に減少した。
- BOTは19日にMPCを開催し、政策金利を27会合連続で1.50%に据え置くことを決定した。しかし、2人の委員は25bpの利上げを主張し反対票を投じており、前回MPC(8月8日)から反対票が増えた格好である。2人の委員は、長期間金利を過度に低い水準にとどめると家計や企業が金融リスクを過小評価する恐れがあると主張している。
- BOTは声明文で金融政策は引き続き景気支援的であるものの、現在の緩和路線が緩やかに縮小される必要があると述べた。年内のMPC(11月14日、12月19日)で利上げの可能性はあるが、24日にBOTのウィラタイ総裁は、BOTの政策は中期的に引き続き緩和的になるとし、利上げを実施しても継続的には行わないと述べた。
- THBは高水準の経常黒字と利上げの可能性を背景に底堅い推移が続くそう。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高まる中で、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を下押しするリスクがある。(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

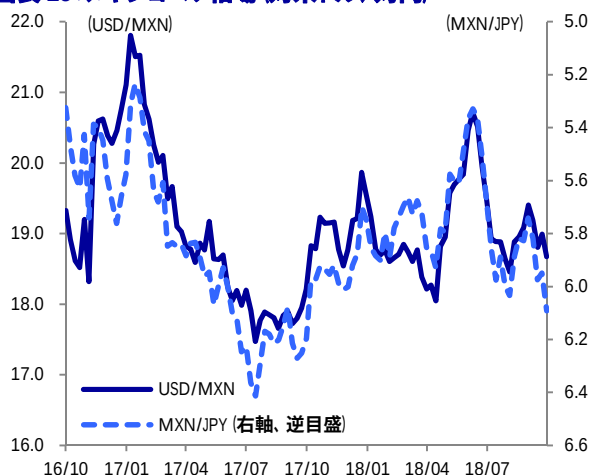


(資料) ブルームバーグ

メキシコペソ (MXN)：キャリー収益の妙味が増す

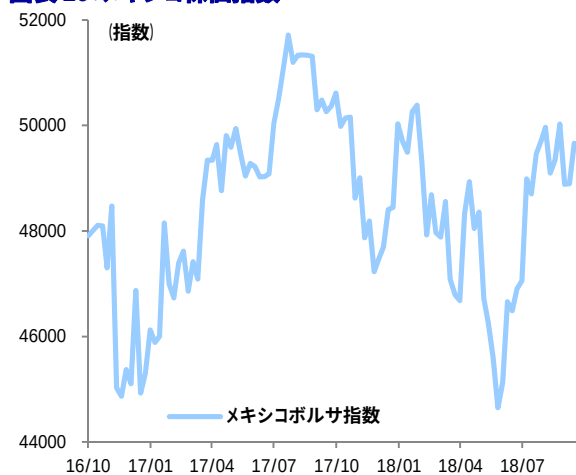
- 9月のMXNは底堅く推移した。月初19.0近辺でオープン後、月前半は米中貿易摩擦激化への懸念から新興国通貨全体が下落する中で一時19.7手前まで軟化。その後は多くの新興国通貨が買い戻される流れに18.6台まで連れ高となり、月末にかけては小幅なレンジ内で安定した値動きとなった。
- 9月18日にインドルピー(INR)が対ドルの史上最安値を更新するなど、経常赤字国の通貨は依然として軟調に推移している。こうした中、経常赤字(対GDP比▲1.9%、2017年末)を抱える国の通貨であるにも拘らず、メキシコペソ(MXN)は年初来でプラスを維持し、足許もレンジ内で安定推移している。
- 安定の理由は売り材料が出尽くしたからである。年初からメキシコ大統領選および北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉の先行きが懸念される中、4月に米長期金利が急騰する局面では18近辺から21近辺まで急落。しかしながら、大統領選挙においてオブラドール氏の勝利が確実な情勢となったほか、同氏が左派寄りの主張を修正し始めたことを好感すると大統領の投票日(7月1日)後は18.5近辺まで続伸した。12月1日にオブラドール氏は次期大統領として正式に就任するが、予算編成に注力するため政策が本格的な実行に移されるのは2019年に入ってからであり、当面は市場の材料とはならない。また、NAFTA再交渉についても8月27日にトランプ米政権と暫定合意に達したことで先行き不透明感は後退している。
- さらにリーマンショックの混乱が一巡した2010年以降では米国との金利差が最高水準となっていることもMXNの底堅さを増す要因となっている。とりわけ現在のように特段の材料がない場合は日々の値幅は小さくなり、その結果としてレートの差から得られる収益(スポット・リターン)の期待値が下がると、金利差損が無視できなくなるため短期筋はMXN売りポジションが構築しづらくなる。7月の大統領選終了後にメキシコ国債市場では外国人投資家の大幅な資金流入を記録しており、政治リスクさえなければ機関投資家もメキシコ国債の高金利に魅力を感じている模様だ。かかる状況下、年内のMXNは安定推移を予想する。(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

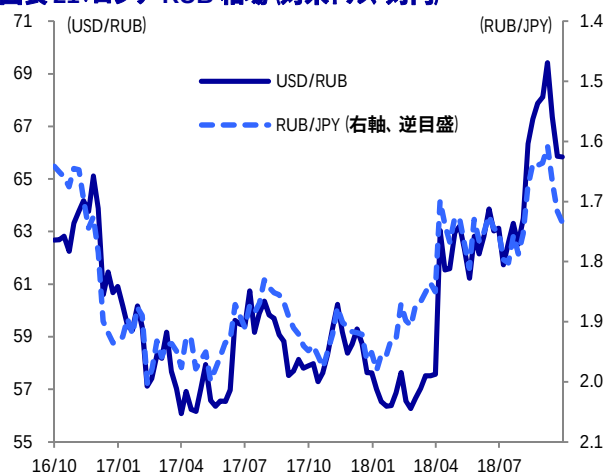
図表 20:メキシコ株価指数



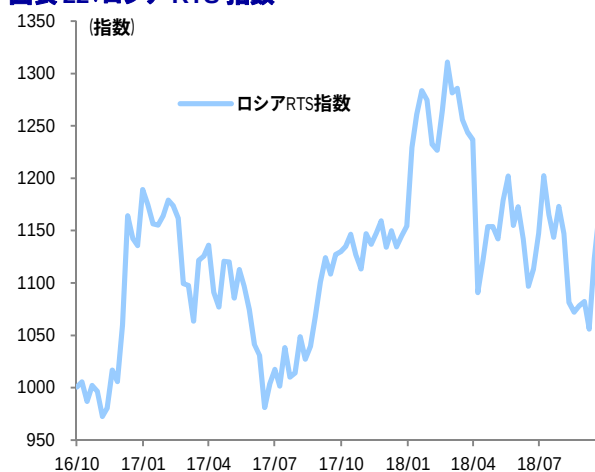
(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル (RUB) : 基調は堅調、米制裁や中銀独立性に懸念

- 9月のRUBは下押し後、反発。10日までに、16年3月来の安値(対ドル)となる70.535(欧州市場引け後の時間外で70.580)まで下落したが、その後、月末に掛けてはほぼ一方的な堅調推移を続けた。
- ロシア固有の要因では、ロシア中銀(CBR)の金融政策動向が注目を集めた。9月前半、RUBが特に水準を切り下げたのは、6日、メドベージェフ首相が利下げを促すかの発言(「金利は極めて高い」)をきっかけとした。
- 市場では、逆に利上げの有無が論じられていたが、参加者の概ねは、そのタイミングはまだ先と考えていた。果たして、14日、CBRは予想外の利上げに踏み切り、1週間物入札金利を7.50%に引き上げた(+25bp)。
- 先月23日にCBRが「年内は停止する」とした財務省のためのRUB売りに関し、シリアノフ財務相は、20日、「RUBが上昇すれば(年末を待たずに)再開する」と述べた。それに対し、CBRのユダエワ副総裁は、同日、「我々は約束を守る」と明確に年内のRUB売り再開の可能性を否定した。
- この間、米の対イラン経済制裁により同国からの供給が滞る可能性が警戒され、原油は堅調推移を基調とした。トランプ米大統領は、20日、OPECに増産を求めたが、23日に開かれたOPEC加盟/非加盟主要産油国の会合は増産を見送り、原油価格は4年ぶりの高値となる82ドル/バレル前後(ブレント)まで続騰した。この間も、原油とRUBの連動は必ずしも緊密ではなかったが、月後半のRUB堅調に原油堅調が少なからず貢献したのは間違いない。原油高止まりは、今後も重要なRUB下支え要因となろう。
- 8月以降、経常黒字国であるロシアの通貨が大きく売り込まれた背景には、米による対ロ追加制裁への警戒感があった。早ければ10月中にも発表される見込みの追加制裁が、ロシア新発国債購入禁止を含めば、RUBには大きな重石となろう。政府系金融機関の特定国籍業者(SDN)指定までは踏み込まないと見込むが、市場が織り込んでない分、万が一、制裁に盛り込まれた場合は、RUBが明確に水準を切り下げるきっかけになろう。
- ここもと政府/財務省とCBRとの間に、金融政策や(予算措置としての)RUB売りに関して意見の食い違いが散見されたのは気掛かり。針小棒大の感は拭えないものの、中銀の独立が政治から脅かされるようであれば、中期的にロシア国債やRUBに悪影響するのは避けられないであろう。(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

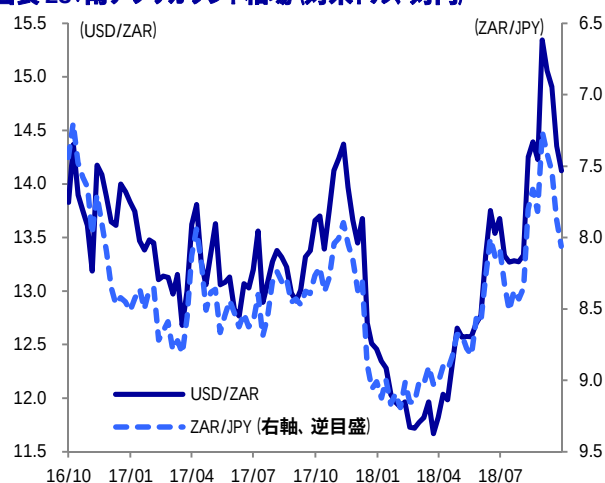
図表 22: ロシア RTS 指数

(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド (ZAR) : ZAR 反発余地はまだ残っている

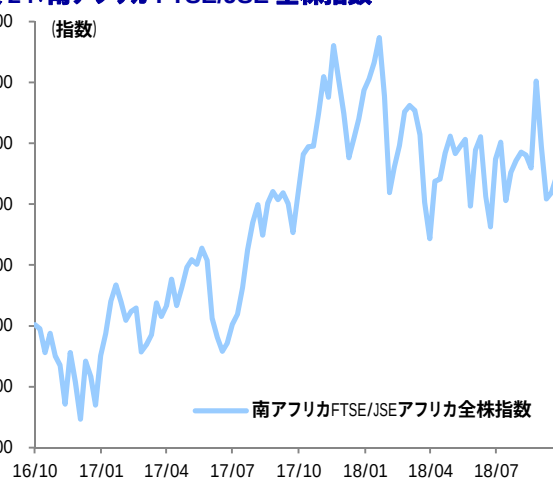
- 9月のZARは急落先行後、反発。5日には、先月13日につけた16年6月来の安値15.7000(対USD)に迫る15.6925まで下落したが、その後はほぼ一方的な上昇を続け、月を振り返って明確に水準を切り上げた。
- 金融市場全般の地合が先月来のリスク回避姿勢から変化したのは、17日に米、18日に中国が、それぞれ発表した新規関税の税率が、当初見込まれた25%ではなく、10%とされたことを転機とした。リスク許容量の高まりから、株価全般は騰勢に転じ(米主要株価指数は、20日、史上最高値を更新)、通貨市場では円安の他、ZARを含む新興市場通貨全般の反発が進んだ。
- 月初、新興市場通貨の中でもZARの急落が先行、突出した要因は。前後して発表された南ア経済指標に対する失望。7月貿易収支(31日)、8月製造業購買部指数(3日)、4~6月期GDP(4日)などが、軒並み市場予想を明確に下振れた。とりわけ、GDPは2四半期連続の前期比マイナスとなり、南ア経済が景気後退局面入りしていた事実は大きな失望を買った。
- その後のZAR反発の背景には、上述、金融市場全般のリスク許容量回復に加え、トルコ中銀(CBRT)による予想外の大幅利上げ(13日)を受けたTRYの反発に連れ高したという要素もあっただろう。
- 加えて、8月来の、TRY暴落に連れたZAR安がそもそも行き過ぎだったことの、調整的反発の色彩も強かった。南アはトルコ同様経常赤字国ではあるが、赤字の規模も、近年の増減傾向も大きく異なる。CBRTが政治介入に屈し、近年、物価抑制で常に後手に回ってきたのに対し、南ア準備銀(SARB)は世界で最も政治的干渉から独立した中央銀行のひとつでもある。
- ZAR続落を受け、一時はSARB利上げ観測が相応に広がったが、その後のZAR反発や8月CPI(19日)下振れを受け、20日、利上げは見送られた。
- ラマポーザ政権が景気後退を回避できなかったのは事実だが、2月に就任したばかりの大統領に、年前半の景気後退の責任を問うのは酷。徴税システムの非効率と財政悪化、燃料政策の行き詰まり、鉱業憲章を巡る混乱、補償なしの土地接収など、前政権の残した負の遺産に対し、新政権は予想以上に迅速に対処していると考え。その成否は、勿論、今後の経済動向が詳らかにするところであろうが、特に為替相場は過去よりも将来に重きを置く傾向が強い相場場で、ZAR調整反発の余地はまだあるものと見込む。(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

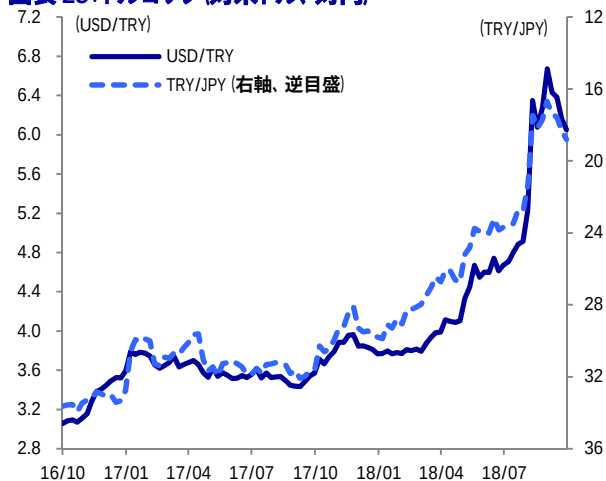


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY) : ひとまずはもう一段の TRY 反発が期待できる

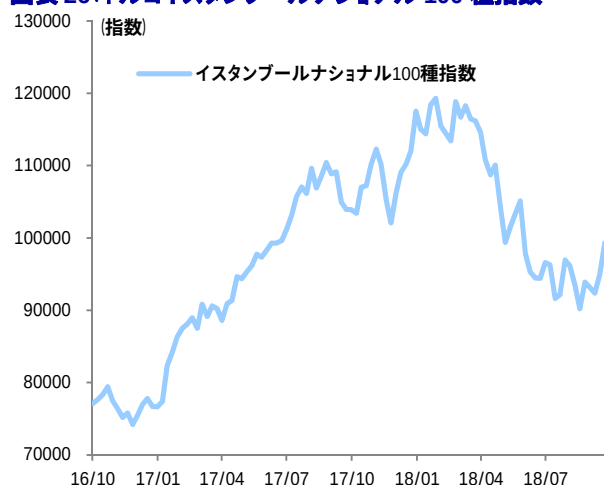
- 9月のTRYは概ね一貫した堅調。追い風になったのは、トルコ中銀(CBRT)による予想以上の大幅利上げ。同銀は、13日、市場予想の中心(+325bp)を大きく上回る+625bpの利上げを実施、1週間物レポ金利を24.00%とした。
- 前後しての一貫したTRY堅調推移の背景には、8月のTRY売りが行き過ぎだったことの反動も少なからずあっただろう。先月、TRY暴落の大きな要因となったのは対米関係の悪化だったが、対米関係悪化は数年来の問題であり、直接の引き鉄(トランプ米大統領が輸入関税の倍増を指示)となった鉄鋼・アルミの対米輸出は、同国の全輸出の僅か0.8%を占めるに過ぎない。
- 3営業日で最大-25%にも及んだTRY暴落が、仮に行き過ぎであったとしても、一方で、トルコ政治・経済が大きな問題を抱えているのは引き続き事実。この間のTRY暴落も、その問題が、きっかけを得て値動きに反映されたとの見方はできる。エルドアン大統領ら政治家による中央銀行金融政策への介入と物価抑制の失敗は、そうした問題のひとつで、今月も、同大統領は「金利は搾取の道具になっている(13日)」「高金利に対する忍耐には限度がある(14日)」などの口先介入を繰り返し、その度にTRY急落を招いた。
- 同国の財政政策がTRY安の一因なのも疑う余地は少ない。同国の財政赤字はGDP比1%台と決して高くはないが、近年、大統領選、総選挙、国民投票など多くの国政選挙を繰り返した同国では、与党公正発展党(AKP)によるばらまきが消費を刺激、経常赤字拡大や物価上昇の一因となってきた。
- 20日にアルバイラク国庫財務相が発表した中期経済計画が、来年3月に統一地方選を控えながら、財政健全化を明確に志向していた点は好感できた。勿論、「言うは易く、行うは難し」だが、エルドアン大統領自身も、公共投資抑制には言及しており(13日)、少なくとも、現段階で「口先に過ぎない」と断じてしまうより、今後の動静を見守るだけの価値はあるように思われる。
- 先月導入された為替スワップの総量規制に続き、今月、輸出業者に外貨売上の6ヵ月以内のTRY転を強制したり(4日)、国内商取引における外貨建て契約を禁止、3ヵ月以内のTRY建契約への転換を強制したり(14日)、資本規制まがいのTRY安抑制政策は、中期的なトルコ投資抑制要因にもなり得るが、エルドアン大統領自身が、「自由市場の原則を順守する(20日)」と断言した点は、ひとまずはの安心感も提供しよう。(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 1～9月 (実績)	SPOT	2018年 12月	2019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)	6.2431 ～ 6.9348	6.8688	6.80	6.70	6.65	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7930 ～ 7.8500	7.8285	7.82	7.82	7.82	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246 ～ 72.975	72.490	74.5	72.0	69.8	68.5	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13268 ～ 14946	14903	15500	14900	14700	14500	14250
韓国ウォン	(KRW)	1054.00 ～ 1138.85	1109.35	1120	1140	1130	1130	1130
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8533 ～ 4.1575	4.1380	4.22	4.16	4.10	3.98	3.96
フィリピンペソ	(PHP)	49.693 ～ 54.365	54.020	55.0	54.9	54.7	54.5	54.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ～ 1.3819	1.3670	1.39	1.36	1.35	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.024 ～ 30.874	30.543	30.70	30.90	30.80	30.80	30.80
タイバーツ	(THB)	31.11 ～ 33.52	32.34	32.6	32.4	32.0	31.5	30.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ～ 23350	23315	23550	23400	23350	23200	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5577 ～ 70.5925	65.8415	65.00	68.00	67.00	70.00	68.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ～ 15.6958	14.1336	13.00	13.50	13.30	13.80	13.60
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ～ 7.2362	6.0456	5.50	6.50	6.00	6.50	6.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1210 ～ 4.2146	4.0493	4.18	4.15	4.12	4.09	4.06
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ～ 20.9605	18.6794	19.00	19.50	19.50	19.00	18.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ～ 17.543	16.514	16.18	16.27	16.09	15.79	15.49
香港ドル	(HKD)	13.326 ～ 14.544	14.532	14.07	13.94	13.68	13.43	13.17
インドルピー	(INR)	1.527 ～ 1.790	1.569	1.48	1.51	1.53	1.53	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.741 ～ 0.845	0.764	0.710	0.732	0.728	0.724	0.723
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ～ 10.681	10.255	9.82	9.56	9.47	9.29	9.12
マレーシアリンギ	(MYR)	26.449 ～ 28.395	27.492	26.07	26.20	26.10	26.38	26.01
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ～ 2.272	2.101	2.00	1.99	1.96	1.93	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ～ 85.50	83.22	79.14	80.15	79.26	77.78	77.44
台湾ドル	(TWD)	3.570 ～ 3.843	3.726	3.58	3.53	3.47	3.41	3.34
タイバーツ	(THB)	3.300 ～ 3.525	3.521	3.37	3.36	3.34	3.33	3.33
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ～ 0.4992	0.4878	0.47	0.47	0.46	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.572 ～ 1.993	1.733	1.69	1.60	1.60	1.50	1.51
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ～ 9.293	8.050	8.46	8.07	8.05	7.61	7.57
トルコリラ	(TRY)	15.463 ～ 30.311	18.809	20.00	16.77	17.83	16.15	16.61
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	26.388 ～ 35.131	28.088	26.32	26.27	25.97	25.67	25.37
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ～ 6.097	6.091	5.79	5.59	5.49	5.53	5.48

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 1 日の 9 時 25 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 28 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	6.2	7.6	7.2	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	5.1	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	4.7	4.6	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	3.8	3.2	-0.5	0.6	0.6	2.0	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	4.6	4.6	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	7.3	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			
				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	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	6.75	
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.75	5.50	5.75	5.75	6.00	6.00	
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	4.50	4.50	4.75	4.75	4.25	4.25	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00	
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。