

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：慎重姿勢を維持.....	2
中国人民元(CNY)：緩やかな CNY 安を容認	3
インドルピー(INR)：金融政策スタンスはタカ派にシフト.....	4
インドネシアルピア(IDR)：政策金利を 3 会合ぶりに据え置き	5
韓国ウォン(KRW)：底固めから徐々に持ち直しへ	6
マレーシアリング(MYR)：資本規制の可能性が浮上	7
フィリピンペソ(PHP)：年末に向けて OFW 送金への期待.....	8
ブラジルリアル(BRL)：新政権の政策期待の長期化は難しい	9
タイバーツ(THB)：総選挙に向けた動き	10
メキシコペソ(MXN)：新政権の政策運営に高まる不安	11
ロシアルーブル(RUB)：材料が交錯する環境で当面方向感はず	12
南アフリカランド(ZAR)：足許 ZAR は過小評価も反発には時期尚早	13
トルコリラ(TRY)：地合改善は明確だが経済改善は要経過観察	14
各種予想	15

国際為替部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田 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

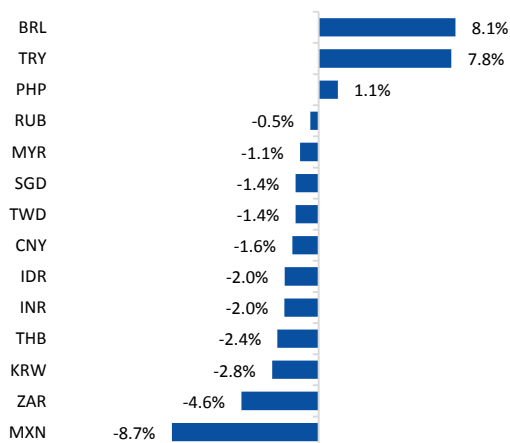
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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: 慎重姿勢を維持

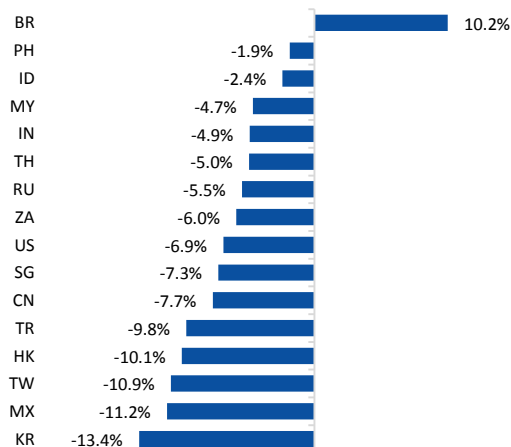
- 10月の新興国通貨は株式市場の動きに振られて大きく変動し、大半の通貨は株安に連れて値を下げた。月初は米金利上昇を受けたドル高の動きに新興国通貨は軟調に推移し、その後は世界同時株安により上値の重い展開。株価が一旦持ち直すと新興国通貨は大きく値を上げたものの、月後半に再び株式市場が急落する流れに新興国通貨は値を下げた。
- ここ1か月間、新興国市場は株式市場を睨んでの展開が続いている。世界同時株安の引き金となったのは米国株式市場の急落だ。米国株式市場が崩れた最大の要因は米長期金利の上昇とみられるが、月後半にも一部企業の決算や業績見通しへの失望などから再び急落を繰り返した。
- もっとも、市場ではこのまま米国株式市場が弱気相場に転じる局面変化と捉えている向きは多くない。確かに、株式市場は大荒れだが、例えばクレジット市場などは大きく崩れてはおらず、VIX指数も2月のVIXショックの水準には及んでいない。元より、米国株は年初から1人勝ちの様相を呈し、いわゆる「米国株プレミアム」が乗った状態で調整が入りやすかったとも言えるが、足許の株安を受けて相応に調整が進んだ印象である。
- 11月6日には米国の中間選挙が予定されており、金融市場の関心が集まっている。米中間選挙については、選挙前までは株価の上値が重く、選挙後は上昇するアノマリーが確認できる。今年もこのアノマリーに従うのならば、米国株式市場は再び持ち直していくと考えられる。
- ただし、米国株式市場の下落が調整の範囲で終わり反発したとしても、戻り余地は限られそうだ。中間選挙を巡っては、共和党は上院で過半数を維持するものの、下院は民主党が制し、「ねじれ議会」となる可能性が高まっている。この場合、過去の大半の中間選挙後の動きとは異なり、先行き1年以内に再び株価が調整を迫られるリスクがある。
- 新興国株式市場は2018年初から軟調に推移しており、相対的に割安感が強まっている。もっとも、FRBが金融政策の正常化にまい進する状況下で、新興国に資金が向かうかは相当に不確かである。また近年と同様に、新興国の中でも選別の動きが続く可能性が高く、ファンダメンタルズや政治情勢などに厳しい目が向けられるだろう。当面は新興国市場に関し、慎重な姿勢で臨みたいところである。(多田出健太)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年10月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年10月)

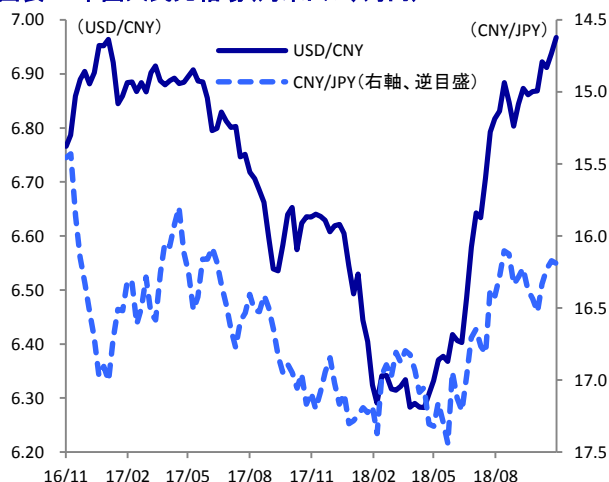


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): 緩やかな CNY 安を容認

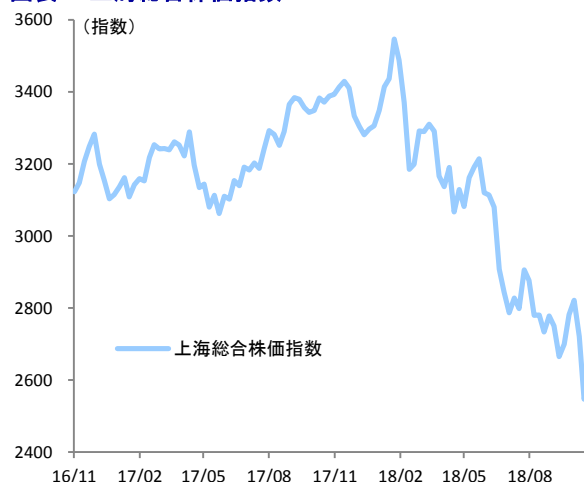
- 10月のCNYはドル高圧力が強まる中で2016年来の安値を更新する展開となった。米金利上昇のほか、中国の企業スパイ疑惑やペンス米副大統領の厳しい対中非難も重なり、国慶節中はオフショア人民元(CNH)がじりじり下落。国慶節明けとなる8日にCNYは6.90近辺でオープン。その後、米国に米中首脳会談を模索する動きがあるとの報道に、一時は6.88近辺まで反発したが、期待感は長続きしなかった。その後もCNY安のトレンドに変化をもたらす手掛かり材料に乏しく、月末にかけて6.97台まで軟化した。
- CNYが一種の節目として意識されてきた7.00に近づきつつあるなか、中国政府にそのラインを死守するという姿勢はあまり明確ではない。むしろ、能動的にCNY高へと誘導することには消極的にみえ、米政権を苛立たせている。また、一定の条件下では7.00台乗せすらも容認しているようにみえる。
- 中国にとって重要なのは、CNY安の背景と資本流出のリスクであろう。まず、足元でのCNY安が米中の経済環境の格差に基づくものであり、為替操作ではないとの対外的な説明も可能だ。中国としては、今後も拡充が予想される米国からの追加関税措置に備えて、CNY安という緩衝材を厚くしておきたい。米中覇権争いの構図の下、自国経済優先で守りを固めているかたちだ。
- 一方で、急速なCNY安(CNH安も同様)は資本流出懸念を市場に与えかねないため容認しないだろう。8月に中国人民銀行(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。また、香港市場ではCNHの流動性吸収オペも行うようになっており、CNY安のペース自体は緩やかである。このほか、金融市場の安定化という面では、10月に金融各当局のトップが揃って株式担保融資問題への対応策を呼び掛け、システム・リスク抑制への姿勢をあらためて示した。
- かかる状況下、中国は資本流出リスクに目配りしつつ、CNYのじり安トレンドを当面容認すると予想する。現状の下落ペースが続けば、年内にもCNYは7.00台まで下落が進む可能性はある。一方で、CNY安トレンドに変化があるとすれば、手掛かりはドル高の一巡となろう。他の新興国通貨が持ち直す中で、CNYのみが下落を続ければ、資本流出圧力が高まりかねないためだ。目先は、米中間選挙後のアノマリーでリスクオンが生じるかどうか。また、米中首脳会合の有無も含めてその行方が注目される。(堀内隆文)

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

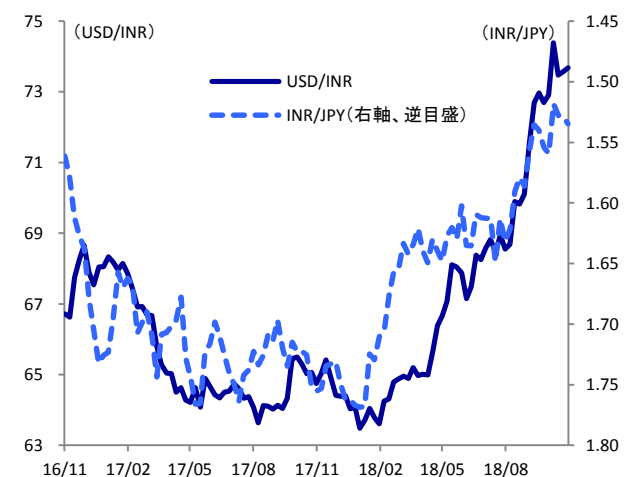


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR) : 金融政策スタンスはタカ派にシフト

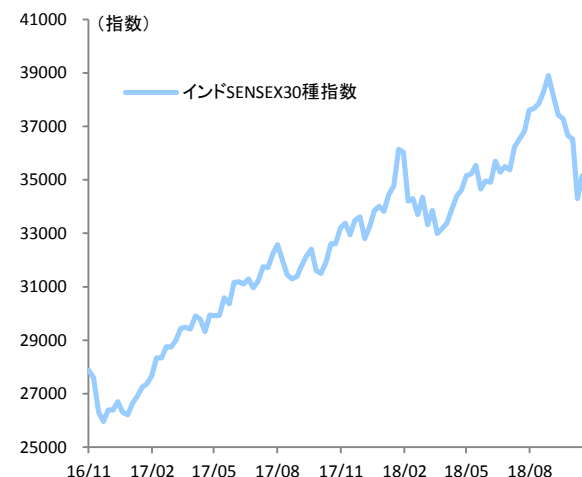
- 10月のINR相場は底堅い展開。月初は原油価格の上昇や米金利上昇を受けたドル買いに加え、インド準備銀行(RBI)が予想に反して金利を据え置いたことからINR安が進行した。11日には74.5近辺まで下落したが、インド政府が経常赤字に対する対策を検討していると報じられたことからINRは反発。月後半にかけては原油価格の下落に連れてINRは底堅く推移した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は10月3～5日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利のレポレートを6.50%に据え置くことを決定。MPCは5対1の賛成で政策金利を据え置くことを決定したが、外部委員のガート氏は25bpの利上げを主張し反対票を投じた。一方で、MPCは2017年2月以降「中立(neutral)」としてきた金融政策のスタンスを今回「調整された引き締め(calibrated tightening)」に変更した。スタンスの変更に関しては5対1の賛成で決定しており、外部委員のドラキア氏は「中立」の維持を主張した。
- RBIのパテル総裁は記者会見で「今回示した『調整された引き締め』とのスタンスは、現在のサイクルで利下げが検討事項になく、かつ、毎回の会合で利上げが決定されるわけではないことを基本的に示している」と指摘。「新たなデータの入手に伴い、中銀は政策を対応させていく」と述べた。RBIは既に実施した利上げの効果を慎重に見極めようとしている模様である。
- 9月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+3.8%(8月:同+3.7%)と小幅に加速した。これまで大幅に減速してきた食料品価格が8月の同+0.3%から同+0.5%へと伸びが加速したことが背景。他方、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は8月の同+5.7%から同+5.6%へとやや減速した。
- 8月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+4.3%と7月の同+6.5%からさらに減速した。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+5.2%(7月:同+14.3%)と減速したことが全体を押し下げた。他方、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+6.3%と7月(同+5.5%)から加速した。投資動向を反映するとされる資本財は同+5.0%(7月:同+2.8%)へ加速した一方、インフラ/建設材は同+7.8%(7月:同+9.2%)と減速するなどまちまちの結果となった。
- 原油価格の騰勢は一服しているものの、貿易収支の悪化やインフレの加速を招くリスクは残っており、INRは売り圧力が強まりやすい。RBIのパテル総裁辞任の可能性が浮上しており、今後の動向に注意が必要。(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

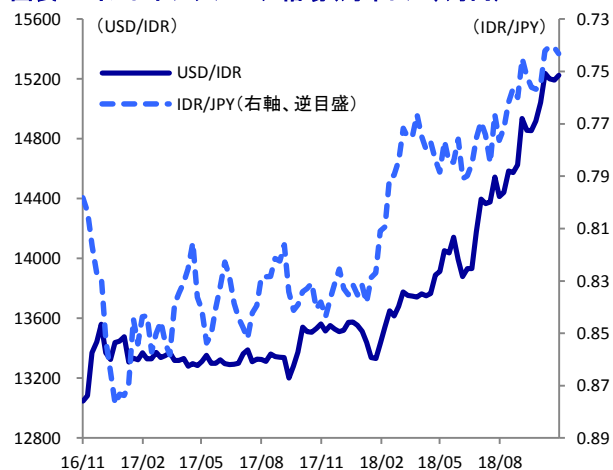


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR):政策金利を3会合ぶりに据え置き

- 10月のIDRは月上旬に下落し、その後は横ばい推移。2日に原油価格の上昇による経常赤字拡大の懸念から売られ1998年7月以来の15000を超えた。一時、15280台まで下落したが、15200付近での推移が続き、同水準で越月した。
- 10月1日に発表された9月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.9%と8月(同+3.2%)から減速し、3か月ぶりの鈍化となった。食料品が減速したことが全体を押し下げた。政府による食料価格の統制がCPIを目標(3.5±1%)の範囲内に安定させている模様だ。
- 9月貿易統計は輸出が前年比+1.7%と8月(同+4.5%)から減速し、輸入も同+14.2%と8月(同+24.5%)から大幅に減速した。その結果、貿易収支は+2.3億ドルと3か月ぶり黒字に転じたが、2017年9月(+17.9億ドル)からは減少した。
- インドネシア中央銀行(BI)は10月22~23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5.75%に据え置くことを決定。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6.50%と5.00%に据え置き、コリドーは1.50%ポイントに維持した。
- BIは声明文で、この決定は国内金融市場の魅力を維持しながら、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、その結果不透明感がグローバルに広がり続ける中でもインドネシアの海外への耐性が回復するとしている。引き続き経済指標や為替レートに注視していく意向を示した。
- 前回会合(9月27日開催)ではBIはスタンスを「タカ派的」としたが、今会合ではその表現は使用されなかった。26日にBIのペリー総裁は2018年の成長率が5.2%を下回る可能性が高いとの見通しを示し、7~9月期の成長率が予想に届かなかったことを理由に「数か月前から昨日まで我々の政策はタカ派だった。次回の会合で再調整する」と述べた。BIのタカ派姿勢は弱まった模様だ。しかし、IDRが再び軟調な動きとなれば追加利上げに踏み切る可能性はあるだろう。
- 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



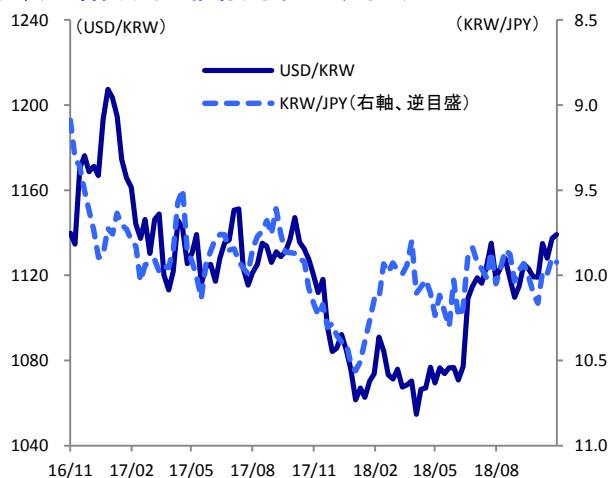
(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW):底固めから徐々に持ち直しへ

- 10月のKRWは年初来安値を更新するなど軟調な動きとなった。月初1110台半ばでオープン後、米金利上昇を背景とするドル高の動きや、米株式市場の急落にともなうリスク回避の動きが重なり、11日には節目とみられていた1140を突破。一時は1144.70まで下落し年初来安値を更新した。その後もKRW高の手掛かり材料に乏しく、一時的な反発を経て、月末にかけて再び1140台を試す動きがみられた。
- 韓国中央銀行(BOK)が、市場の想定よりもハト派的姿勢をみせたこともKRW安を促した。BOKは、10月18日に開催した金融通貨委員会において、海外不透明要因の増大を主な理由に政策金利を据え置いた。これ自体はほぼ市場の予想通りであったものの、2019年の実質GDP成長率やCPIの見通しを小幅に下方修正。BOKはかねてから、昨年11月に続く金利正常化(追加利上げ)の必要性を示唆してきただけに、次回11月会合を控えてその地ならしを想定していた向きには、やや意外感をもって受けとめられた。
- もっとも、米韓の金利差縮小によるKRW安が韓国の金融市場の不安定化を招きかねないことも、BOKが利上げの必要性を示唆してきた理由のひとつである。株安もあり、海外投資家の資金フローが流出超となるなか、KRWが1140台で推移しつつある。BOKが11月30日の会合で利上げするとの観測は再び高まりやすく、一段のKRW安をけん制するとみられる。
- また、米中間選挙後には政策期待から株価が上昇する、というのがアノマリー。米中間選挙(11月6日投開票)という一大イベントの通過後は、10月の世界的な株価下落の反動がみられそうだ。その場合、リスクオンの動きが強まろう。このことは上述のBOKによる利上げ先送りにつながりうるが、それを相殺して余りあるKRW高効果をもたらすと考ええる。
- かかる状況下、当面のKRWは、底固めから徐々に持ち直しに向かう展開を予想する。7~9月期実質GDPは前期比+0.6%と市場予想(同+0.8%)を下回ったものの、9月失業率は4.0%と市場予想(4.2%)を上回る改善をみせた。10月輸出額は前年比+22.7%と、9月(同▲8.2%)の落ち込みが中秋節要因であったことを示唆する。国内に大きなKRW安要因は見出しにくい。ただし、CNY安の進展といった外部要因には引き続き注意したい。

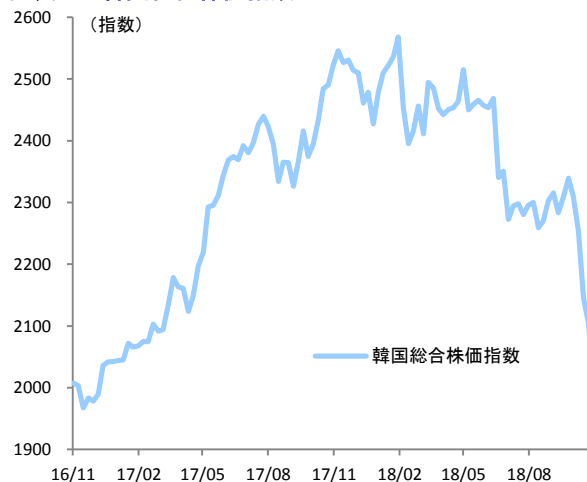
(堀内隆文)

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

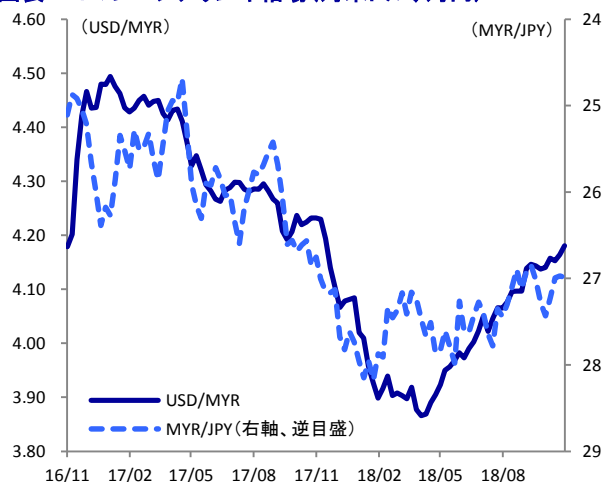


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 資本規制の可能性が浮上

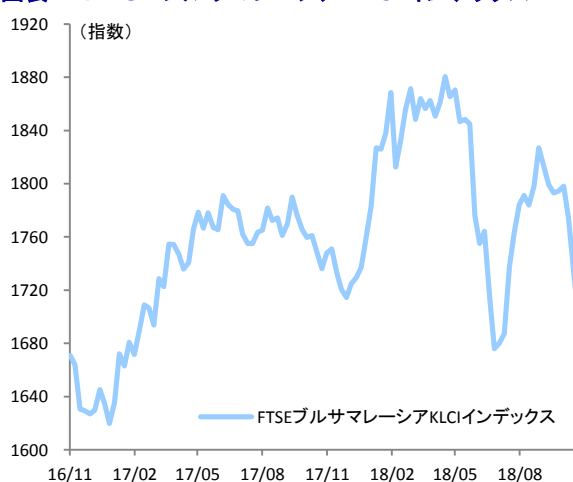
- 10月のMYRは軟調な展開。上旬は、米経済指標の上振れやパウエルFRB議長の米景気に対する強気な発言などを受けてドル買いが強まったことからMYRは4.15台まで下落。中旬は、16日にマレーシア中央銀行のシャムシア総裁が「中央銀行は資本規制も選択肢に入れている」と述べたことが報じられると翌17日にMYRは4.15割れまで上昇する動きがみられた。下旬は原油価格が軟調となる動きなどからMYRは4.18台まで売られた。
- 8月の輸出は前年比▲0.3% (7月:同+9.4%)と、2018年2月以来6か月ぶりの前年比マイナスとなった。前月比でも▲11.0%と大きく減少した。統計局はベース効果の影響を指摘しているものの、米国と中国の貿易摩擦拡大の影響を懸念する声も出ている。主力の電子・電気機器が前年比+3.2%と7月の同+23.6%から大幅に減速した。他方、輸入は同+11.2%と7月の同+10.3%から加速し、結果として貿易収支は16.1億リングの黒字と前年同期(99.1億リング)から黒字幅が大幅に減少した。
- 8月の鉱工業生産は前月比▲0.4% (7月:同+2.6%)と減少した。製造業は同▲2.4% (7月:同+3.1%)、電力は同▲3.0% (7月:同+3.9%)とそれぞれ大幅な減産となったものの、前月に大きめの伸びとなった反動の側面もある。鉱業は前月比+5.7%と前月(同+1.4%)に続き増産となった。7~8月の生産を4~6月期比でみると+1.8%となり、2四半期ぶりの増産となっている。
- 9月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+0.3%と8月の同+0.2%から小幅に加速したが、4か月連続で1%を下回った。6月に物品サービス税(GST)を撤廃したことが価格上昇を抑制しており、9月から売上サービス税(SST)が再導入されたものの、CPI上昇率の押し上げは限定的だった。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% (8月:同▲0.4%)と4か月ぶりにプラスとなった。
- 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。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: マレーシアリング相場(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



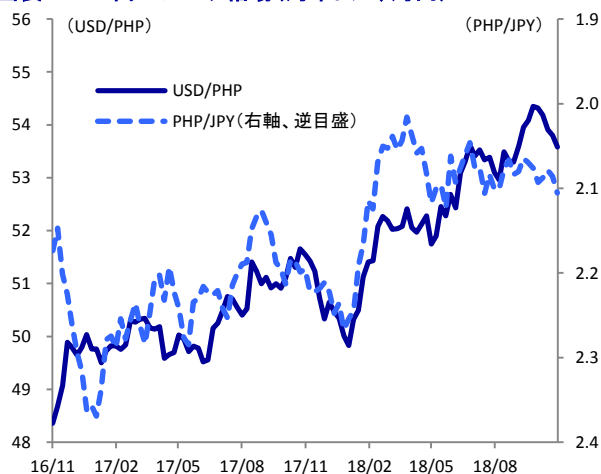
(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : 年末に向けて OFW 送金への期待

- 10月のPHPは上昇した。上旬は、米経済指標の上振れやパウエルFRB議長の米景気に対する強気な発言などを受けてドル買いが強まったことからPHPは54.4台まで下落。しかし、9月消費者物価指数(CPI)上昇率が予想を下回るとインフレ懸念が後退し、PHPは買い戻される展開に。中旬に54台を下抜け、月末にかけては実需筋とみられるドル売りが断続的に入る中で53台半ば近辺まで値を上げた。
- 9月のCPI上昇率は前年比+6.7%(8月:同+6.4%)と加速し、7か月連続でインフレ目標レンジ(+2~4%)の上限を上回った。もっとも、市場予想(同+6.8%)は下回ったことに加え、コアCPI上昇率は同+4.7%(8月:同+4.7%)と9か月ぶりに前月から減速した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は9月にかけて4会合連続で合計1.50%ポイントの利上げを行い、9月の声明文でも明確なタカ派姿勢を示している。他方、9月CPIの結果を受けてインフレ懸念は後退しつつあるとの見方もある。11月15日に予定される次回会合での利上げは不透明な状況となっており、11月6日に発表される10月CPIに注目が集まる。
- 個人消費の源泉となるOFW送金は、8月は前年比▲0.9%(7月:同+5.2%)と前年から減少した。中東からの送金が落ち込んだほか、フランスなど欧州からの送金も伸び悩んだ。2014年以降、OFW送金は振れが大きく基調が読み難くなっているが、足許では減速感が強まっている。年末にかけてはOFW送金の増加とそれに伴うPHP高が市場で注目されやすいこともあり、9月以降のデータも警戒が必要だろう。
- 8月の貿易統計では、輸出が前年比+3.1%(7月:同+0.3%)と伸びが加速し3か月連続で増加した一方で、輸入は同+11.0%(7月:同+31.6%)と大幅に減速したものの2桁の伸びが続き、貿易収支は▲35.1億ドルの赤字となった。輸出は主力の電子製品が伸びたほか、その他の製造品も下押し幅が縮小した。輸入は資本財や原材料・中間財の押し上げが緩和した。今後も輸入の増加傾向が続く中、貿易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ほか、年末にかけてはOFW送金によるPHP買いが意識されやすい。もっとも、足許ではOFW送金の伸び悩みが懸念されるほか、経常収支の悪化が続く中でPHPの上値は限られよう。

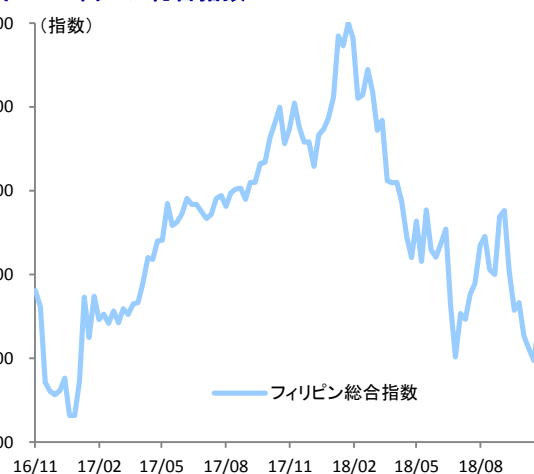
(多田出健太)

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

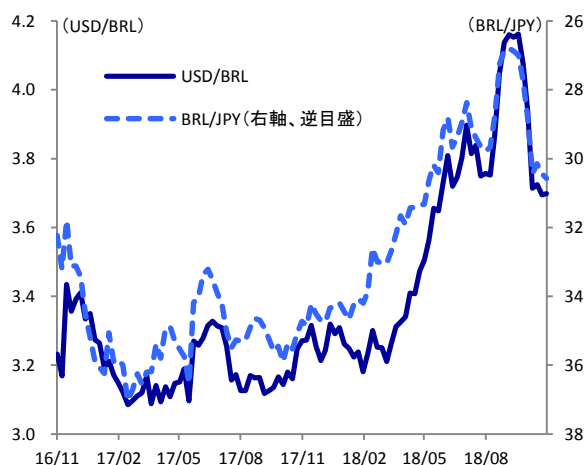


(資料)ブルームバーク

ブラジルリアル(BRL):新政権の政策期待の長期化は難しい

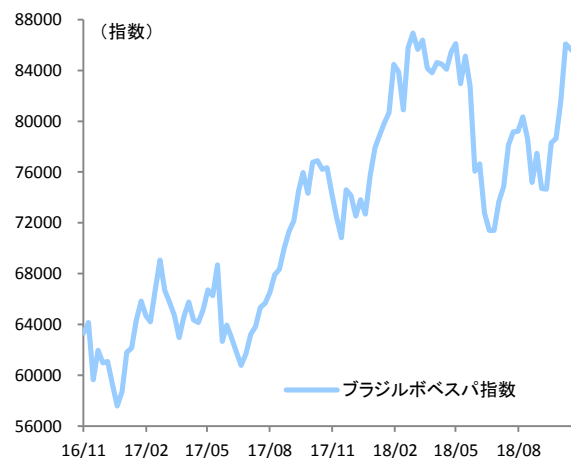
- 10月のBRLは前月比で9%弱上昇した。月初は4.04台でオープン後、市場寄りの経済政策が期待されるボルソナロ氏の大統領選における優勢が伝えられるにつれ、値を上げる展開。10月7日の投票日では、同氏の得票率が過半数に及ばず決選投票に持ち込まれたものの、同氏の優位は変わらないとの見方から、その後もじり高が続いた。10月28日の決選投票を経て、同氏の次期大統領選出が確認された直後には、およそ6か月ぶりとなる3.58台まで上昇。その後は3.70近辺で推移した。
- ブラジル中央銀行(BCB)は、10月30日～31日開催の金融政策決定会合において、大方の予想通り、政策金利を過去最低の6.50%で据え置くことを決定した。声明文では、経済改革の停滞がリスクプレミアム増加やインフレ率の上昇をもたらすリスクは前回会合時から低下したと示唆。大統領選の動向を反映したBRL高や財政再建期待の高まりが背景とみられる。
- 来年発足する次期ボルソナロ政権では、同氏の政策顧問である元投資銀行家のゲデス氏が経済政策の要となるポストに就き、自由主義的な政策が推進されると市場では期待されている。ただし、内容については、歳出削減や国有企業の民営化、中央銀行の独立性の法制化等、情報が限られている。
- また、ボルソナロ氏の所属する社会自由党(PSL)の議席数は、今回の選挙を経て大きく増加したとはいえ、下院52(総数513)、上院4(同81)にすぎない。右派から中道に至る広範な政党との連立の成否が、政策の実現性を占う目安になる。特に、財政再建には年金制度改革が不可欠。それに必要な憲法改正には上下両院で5分の3の賛成がそれぞれ求められる。
- かかる状況下、年内は、既存政治の一新と次期政権の政策に対する期待感もあり、BRLは3.70近辺での推移を続けると予想する。米中間選挙後の株高アノマリーでリスクオンの流れが生じれば、3.60の再トライもありえる。
- 一方で、新政権発足後は経済改革の実行といった政策面での課題が顕在化しやすい。他の新興国通貨対比で良好なパフォーマンスを支えてきた政策期待が剥落すれば、BRL安を促そう。さらに、通貨安によるインフレ懸念の高まりがBCBに利上げを迫り、景気・財政見通しを悪化させ、さらなるBRL安を促すという悪循環が生じるリスクには注意したい。(堀内隆文)

図表 15: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 16: ブラジル ボベスパ指数

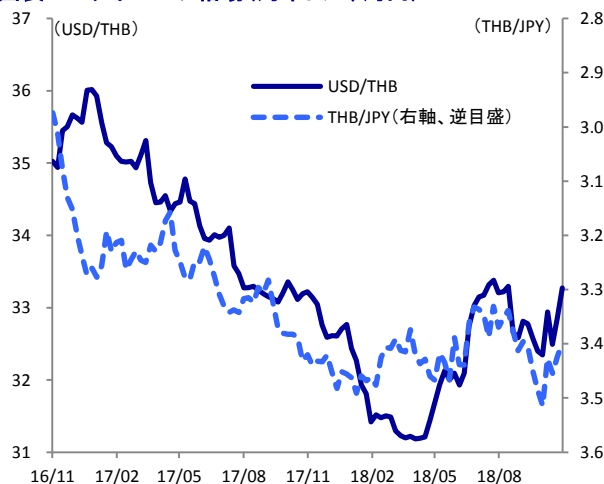


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):総選挙に向けた動き

- 10月のTHBは軟調な推移となった。月初32.30台近辺で推移していたが、FRBは想定される中立金利を上回る水準に政策金利を引き上げる可能性があるとしてパウエルFRB議長が発言したことを背景に33.10台まで下落。その後一時、32.40台まで値を戻すも、33.10台で越月となった。
- 10月1日に発表された9月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.3%と8月(同+1.6%)から減速したが、15か月連続でプラスの伸びを維持している。また6か月連続でインフレ目標(+1~4%)内に収まっている。
- 4日に発表された9月消費者信頼感指数は82.3と8月(83.2)から低下し、4か月ぶりに悪化した。タイ商工会議所大学(UTCC)は原油価格の上昇と多くの農作物価格の下落、中国人観光客の減少や米中貿易摩擦への懸念などが消費者の購買力と購買ムードを押し下げ、指数を悪化させたとの見方を示している。
- 22日に発表された9月貿易統計(通関ベース)では、輸出が前年比▲5.2%と8月(同+6.7%)からマイナスに転じ、予想(同+5.6%)を大幅に下回る結果となった。輸出の伸び率がマイナスに転じるのは19か月ぶりとなった。輸入は同+9.9%と8月(同+22.8%)から大幅に減速した。その結果、貿易収支は+4.9億ドルとなり、2017年9月(+34.4億ドル)から大幅に減少した。
- 政府は2019年も輸出目標を金額ベースで前年比+8%に設定するとした。目標に向けた懸念材料として、世界経済の減速、米中貿易摩擦の影響の拡大、原油価格の上昇、THB高を挙げた。ソムキット副首相は「官民が連携して影響を受けている品目を精査して対策を講じる必要がある」と指摘した。
- 2019年に実施される総選挙に向けて政党が動きを見せた。プラユット首相の続投を目指す親軍政の国民国家の力党が始動したほか、敵対するタクシン元首相を支持するタイ貢献党にタクシン氏の実質的な支配がないかの調査に選挙管理委員会が着手している。タクシン氏の支配が認定されれば解党に追い込まれる恐れもある。解党となれば、民政復帰への道筋に不透明感が生じる可能性もあるだろう。
- 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だが、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

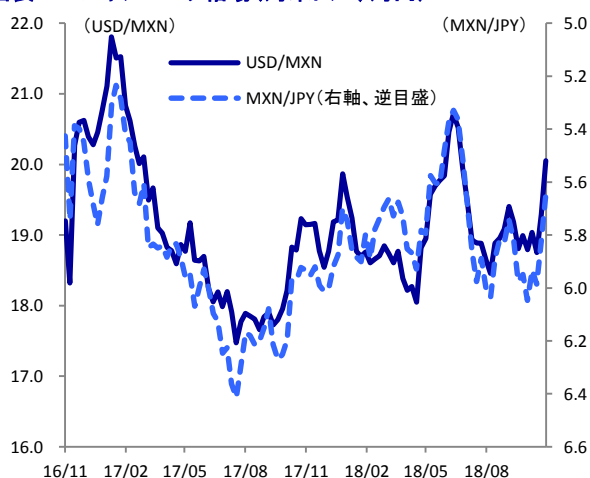


(資料)ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN) : 新政権の政策運営に高まる不安

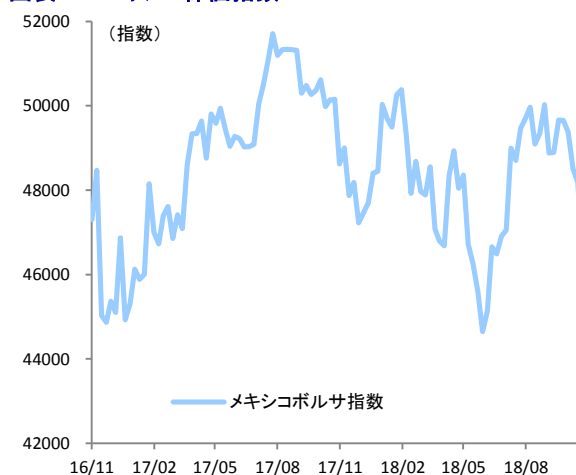
- 10月のMXNは軟調な推移となった。月初18.7近辺でオープン後、月前半は19.0前後での推移が続いたものの、世界的な株価下落等、市場でリスク回避が強まるにつれ、一時は19.6台まで下落した。新空港建設を巡り次期政権の政策不透明感が高まった29日には20.0台へと急落、月末にかけて一時は20.5をうかがう展開となった。
- オブラドール次期大統領(AMLO)の政権移行チームは29日、メキシコ市で建設中の新空港計画の撤回を表明。独自に実施した意見公募で、建設中止との回答が7割を占めたことを理由に挙げた。同氏はかねてより既存インフラ投資の見直しにより歳出余力を生み出し、財政負担を増やさずに社会保障の拡充が可能と主張してきた。
- ただ、同建設計画の進捗率は30%程度ともいわれる。債権者への補償も含めた関連コストを考慮し、どの程度の歳出削減効果があり、経済への影響をどの程度みているのかは不明。また、法的な拘束力がなく、中立性に欠けるとの指摘もある意見公募を用いた強引な手法を、経済団体等は厳しく非難しているほか、市場も次期政権の政策運営を再び不安視しつつある。
- 金融政策にも影響が出そうだ。メキシコ中銀(Banxico)は、10月4日に開催した金融政策会合で、8月会合に続いて政策金利を7.75%に据え置いた。もっとも、声明では0.25%ポイントの利上げを主張するメンバーがいたことや、3%の物価目標を念頭に金融政策の維持もしくは引き締めを用意があることも明らかにした。こうしたなかでのMXN急落は、次回11月15日会合においてBanxicoに利上げを迫る圧力となりそうだ。
- かかる状況下、次期政権の政策不透明感を背景にMXNは当面安値圏での推移を強いられると予想する。ただ、すでに急速な下落がみられており、ここからの下落幅は限定的とみられる。大きく下落した6月の局面と比較すると、NAFTA問題が改善しており、年初来安値の更新には至らないだろう。
- 米中間選挙後のアノマリーでリスクオンが生じれば、MXNの下支えも期待できる。また、メキシコ国債の高金利は依然魅力的である。7月の大統領選後には、外国人投資家からの大幅な資金流入がみられた。政治リスクの鎮静化の動きが見えてくるにつれ、MXNも底打ちに向かおう。(堀内隆文)

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

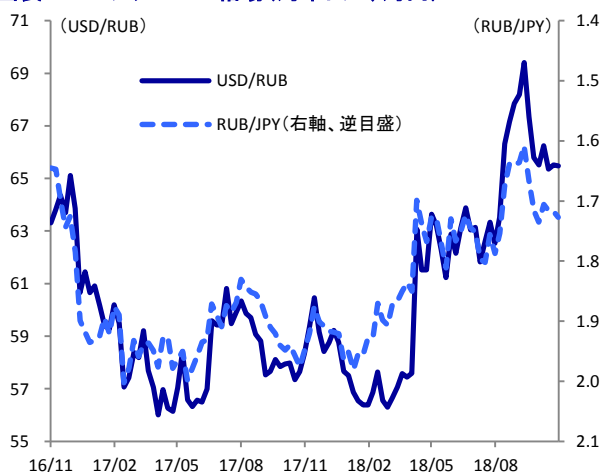


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 材料が交錯する環境で当面方向感はず

- 10月のRUBは、下落、反発を経て、月央以降は方向感のない膠着。原油価格続伸を好感して堅調な滑り出しを見せたRUBだったが、月初、早々に天井を打って反落。3日以降の急落は、同日、4週間ぶりに実施されたロシア国債入札の不調が要因視された。6年債入札は十分な需要を集められず、予定された100億ルーブル全額を売却することができなかった。続いて予定された3年債入札は取り止めになった。
- 原油とRUBとは、1日の原油急上昇とRUB急上昇、10日の原油急落とRUB急落など、局面的な連動は観察されなくもなかったが、この間も高いとは言えなかった。とりわけ11日以降、断続的な原油価格下落にも拘わらず、RUBがむしろ堅調気味の横這い推移を続けた経緯には違和感も強かった。
- トルコ政府が、16年7月のクーデター未遂以来拘束していた米人牧師を解放(12日)、TRYが一段水準を切り上げた値動きは、RUBを含む新興市場通貨全般の追い風になった。また、広く警戒された米議会による対ロ追加経済制裁が、「少なくとも11月の中間選挙以降までは具体化しない」との観測が広がったことが、RUB買い安心感につながった可能性も考えられた。
- ロシア中銀(CBR)は26日の金融政策委員会で政策金利を7.50%に据え置いたが、これは市場の大半の予想通りで、RUBへの影響は見られなかった。
- CBRは来年初から予定される付加価値税率引き上げの影響(物価押し上げ要因)を相当警戒しているものと見られており、当面は引き締め気味の金融政策姿勢を変える可能性はないだろう。
- 一方でCBRは「年内は財務省の為のRUB売りを再開することはない」と約束してきたが、来年以降の計画に関しては、現在までに明確な示唆はしていない。RUB売りを見送ってきた期間に積み上がった「想定を超える原油関連税収」分も合わせて売却する必要が生じるため、年明け以降のRUB売りは従前以上に多額に膨らむ可能性(RUB安要因)も考えられる。
- RUBとの連動が薄れて久しいものの、ロシア経済そのものに対する原油価格の決定的な影響は不変。11月5日に再発動される米のイラン向け経済制裁の原油価格に対する影響には注目が必要だろう。
- また、11月6日の米中間選挙以降、米議会における対ロ追加経済制裁導入を巡る議論が再燃するのはほぼ確実。内容(とりわけ新発ロシア国債購入制限)次第でRUBに対する下押し圧力の高まりが警戒されよう。(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

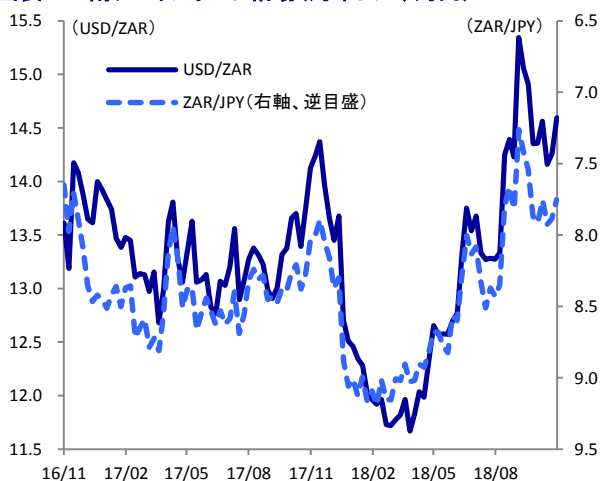


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 足許 ZAR は過小評価も反発には時期尚早

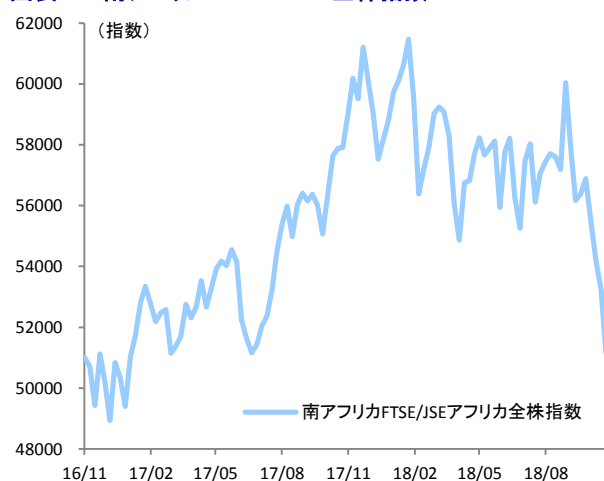
- 10月のZARは、下落先行から、反発、再び下押しと方向感を入れ替えながら、振り返って比較的狭い値幅を横這い。
- 月初、米連銀金融緩和の行き過ぎ、米中を中心とした貿易戦争の激化、伊予算を巡る伊政府とEU(欧州委員会)の確執などに対する警戒感が、引き続きZARを含む新興市場通貨全般は重石となる中、特にZARの下落を加速させたのは、ネネ財務相の去就に関する不透明感。
- 同相が偽証(ズマ前大統領との癒着が問題視されるグプター族の私邸で複数回の面談をした事実がありながら、「公の機会でしか会ったことはない」と証言していた)を認めたのは3日のこと。
- ZAR下落は、3日から、10月の安値となる15.0625(対USD)をつけた9日まで、ほぼ一方的に進んだが、9日、ネネ財務相辞任と、ムボウェニ元南ア準備銀総裁の財務相就任が相次いで発表されるとZARは急反発に転じた。
- 10日以降、中国株、米株の急落を主導に世界的な株安とリスク回避姿勢の高まりが続く中、ZARが堅調を維持した背景には、上述不透明感の払拭に加え、トルコと米の関係改善を好感したTRY反発に連れたこと、株安が金、パラジウムなど南ア主力輸出産品の価格を押し上げたことなども貢献した。
- しかし、24日、南ア9月CPIが僅かながら上振れたことに加え、ムボウェニ新財務相が発表した中期予算政策声明(MTBPS)の中で、2018/19年度財政赤字見通しが2月予算時のGDP比3.8%から同4.3%へと(市場予想の大方より)大幅に引き上げられると、ZARは明確な軟調基調に転じた。
- MTBPSの財政収支/債務見通しが市場予想よりも悪かったのは事実だが、赤字を予想外に膨らませた主因は付加価値税還付の遅延分整理(支払い)という一時的要因に求められた。敢えて「過去の膿を出し切った」と好意的に受け止めることもできた上、財政赤字拡大を見越した国債費の増加(長期金利上昇)まで勘案したのは極めて「保守的」な予算と評価することもできた。
- 9月CPIの上振れを受け、11月22日の南ア準備銀(SARB)による利上げ観測は相応に強まったものと考えられる。ただし、(向こう1年の間に2~3回の25bp利上げを織り込んだ)短期金利市場の利上げ予想は「行き過ぎ」との見方が強い模様。今後利上げ予想が後退すればZARは売られ易くなるだろうが、ZAR水準が切り下がれば再び利上げ予想が強まるという値動きを繰り返す膠着が当面支配的になるのではないかと。(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

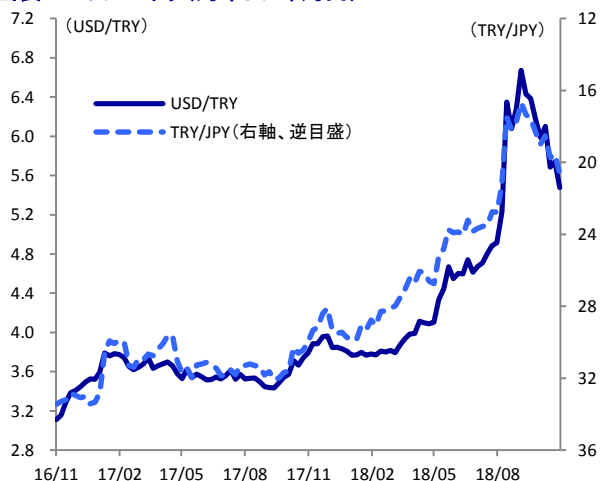


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY) : 地合改善は明確だが経済改善は要経過観察

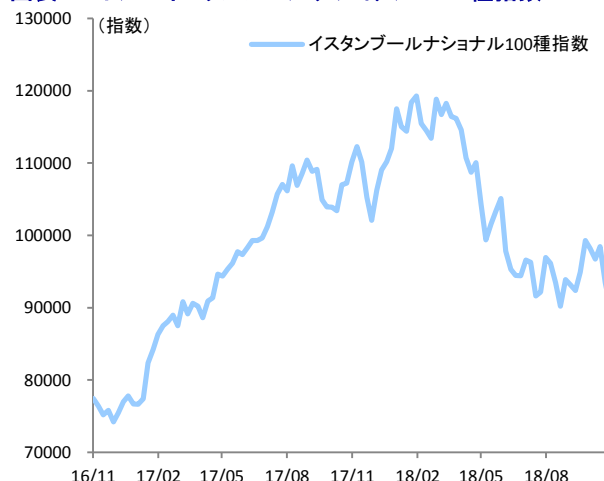
- 10月のTRYは、反落局面も見られたものの、基調は堅調だった。月初のTRY下押しは、3日発表されたトルコ9月CPIの大幅上振れ(8月の前年比+17.90%から、同+24.52%に急騰)がきっかけを与えた。政策金利は24.00%にまで引き上げられていたものの、予想外の大幅利上げ後、ひと月足らずで実質マイナス金利に落ち込んでしまったことが失望を買った。
- しかし、翌4日に対USDで月の安値となる6.2273まで下押しすると、TRYは早々に堅調気味の横這いに転じた。9日、アルバイラク国庫財務相が発表した物価抑制策は、「協賛企業」の値下げや、同企業製品の消費推奨など、努力目標を大きく超えない内容が大半を占めたものの、少なくとも目先の物価抑制には奏功する可能性が高いと評価することはできた。
- 加えて、その後TRY続伸が続いたのは、12日の控訴審に向け、16年7月のクーデター未遂以来トルコ国内で拘束されていた米人牧師の釈放に対する期待が高まったことが大きく貢献した。実際に釈放が発表されると、前後しての世界的な株価急落にもかかわらず、TRYは一段と水準を切り上げた。
- また、前後して発生したサウジアラビア出身のジャーナリスト殺害事件(事件そのものは2日に発生)の真相究明に関し、トルコ当局が主導的な役割を果たしたことも、対米関係の改善や対サウジ関係で優位を得たといった視点で、TRY上昇に少なからず貢献したものと考えられた。
- 一連の出来事がことごとく市場に好意的に評価された反応には、8月以降のTRY暴落がそもそも行き過ぎだったことも背景にあったであろう。
- こうした地合の変化を反映し、23日に発表され、インフラ投資などの歳出を極端に抑制することで財政赤字拡大を回避した来年度予算に関しては、「既に減速を始めた景気を一段と冷やす」といった否定的な受け止め方よりも、「財政健全化に本気の姿勢を示した」と好意的に評価する見方が優勢だった。来年3月の地方選まで、こうした健全化努力を継続できれば、トルコ財政に対する投資市場の信頼が回復する可能性も期待できるのではないかな。
- 同様に、25日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会による利上げ見送りも、金融市場からは好意的に評価され、前後してトルコ長期金利は続落、TRYも堅調に推移した。目先予想される物価低下が、期待インフレ率の低下などを通じた安定的な物価抑制につながれば、TRYがもう一段取引水準を切り上げる可能性も展望できるようになるだろう。(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 1～10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 ～ 6.9799	6.9233	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7930 ～ 7.8500	7.8345	7.84	7.83	7.83	7.82	7.82
インドルピー	(INR)	63.246 ～ 74.483	73.454	74.5	72.0	69.8	68.5	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ～ 15284	15128	15500	14900	14700	14500	14250
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ～ 1144.73	1138.28	1150	1140	1130	1130	1130
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8533 ～ 4.1858	4.1778	4.22	4.16	4.10	3.98	3.96
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ～ 54.480	53.213	54.5	54.9	54.7	54.5	54.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ～ 1.3873	1.3765	1.39	1.36	1.35	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	28.958 ～ 31.169	30.894	31.00	30.90	30.80	30.80	30.80
タイバーツ	(THB)	31.09 ～ 33.53	32.90	32.6	32.4	32.0	31.5	30.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ～ 23363	23338	23550	23400	23350	23200	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ～ 70.8422	65.6690	65.00	68.00	67.00	70.00	68.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ～ 15.6958	14.4186	14.00	14.50	14.00	13.70	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ～ 7.2362	5.5275	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)	3.1214 ～ 4.2133	3.7018	3.55	3.55	3.63	3.70	3.80
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ～ 20.9605	20.1706	20.50	20.00	19.50	19.00	19.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.925 ～ 17.543	16.281	15.94	15.91	15.62	15.44	15.15
香港ドル	(HKD)	13.326 ～ 14.615	14.380	14.03	13.92	13.67	13.43	13.17
インドルピー	(INR)	1.506 ～ 1.790	1.534	1.48	1.51	1.53	1.53	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.733 ～ 0.845	0.745	0.710	0.732	0.728	0.724	0.723
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ～ 10.681	9.970	9.57	9.56	9.47	9.29	9.12
マレーシアリンギ	(MYR)	26.449 ～ 28.395	27.001	26.07	26.20	26.10	26.38	26.01
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ～ 2.272	2.121	2.02	1.99	1.96	1.93	1.90
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ～ 85.50	81.84	79.14	80.15	79.26	77.78	77.44
台湾ドル	(TWD)	3.570 ～ 3.843	3.647	3.55	3.53	3.47	3.41	3.34
タイバーツ	(THB)	3.300 ～ 3.538	3.425	3.37	3.36	3.34	3.33	3.33
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ～ 0.4992	0.4827	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	1.715	1.69	1.60	1.60	1.50	1.51
南アフリカランド	(ZAR)	7.076 ～ 9.293	7.814	7.86	7.52	7.64	7.66	7.63
トルコリラ	(TRY)	15.463 ～ 30.311	20.369	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	30.437	30.99	30.70	29.48	28.38	27.11
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ～ 6.163	5.585	5.37	5.45	5.49	5.53	5.42

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 2 日の 8 時 30 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(10 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	6.2	7.6	7.2	4.9	3.3	4.2	4.4	-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	3.3	3.5	-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	1.2	2.5	2.1	2.9	2.3	2.1
フィリピン	6.9	6.7	6.1	6.4	1.9	3.2	5.2	3.8	0.2	0.0	0.2	-0.5
シンガポール	2.0	3.6	3.6	3.2	-0.5	0.6	0.5	1.7	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	4.5	4.4	0.2	0.7	1.2	1.4	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.8	7.1	6.9	2.7	3.5	3.7	4.2	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	翌日物レポ金利	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	5.75	6.00	6.25	6.50	6.50	6.50	
韓国	7日物レポ金利	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	3.25	3.25	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	4.50	4.75	5.00	5.25	5.25	5.25	
タイ	翌日物レポ金利	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	6.25	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。