

2018 年 12 月 3 日

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 新興国：米利上げスタンス変更と原油相場の変調 .....    | 2  |
| 中国：首脳会談で CNY 安基調は変わらず .....     | 3  |
| インド：景気のピークアウトが鮮明に .....         | 4  |
| インドネシア：2018 年 6 回目の利上げを実施 ..... | 5  |
| 韓国：外部要因落ち着けば KRW 高へ .....       | 6  |
| マレーシア：原油相場の変調に注意 .....          | 7  |
| フィリピン：7～9 月期 GDP は小幅に減速 .....   | 8  |
| タイ：7～9 月期 GDP は減速 .....         | 9  |
| ロシア：目先は安定、中期的には対口制裁次第 .....     | 10 |
| 南アフリカ：地合は想定以上に早い改善が進む .....     | 11 |
| トルコ：売られ過ぎた夏からの反発余地は残り僅か .....   | 12 |
| ブラジル：政策期待残るも鉄鉱石価格下落が重い .....    | 13 |
| メキシコ：注目は新政権の政策運営、移民問題 .....     | 14 |
| 為替相場見通し .....                   | 15 |

#### 国際為替部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト

多田 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

#### 香港資金部

シニアアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

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

ブラジルみずほ銀行

チーフストラテジスト

Luciano Rostagno

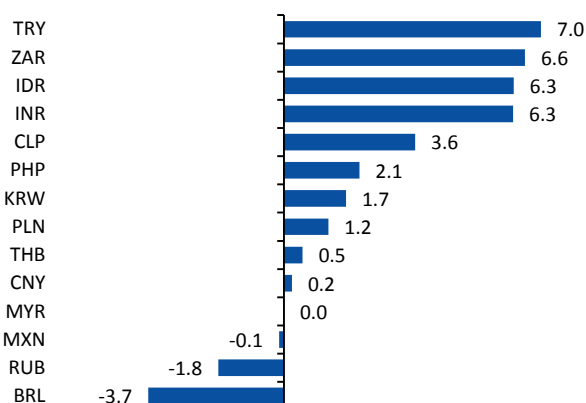
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

## 新興国：米利上げスタンス変更と原油相場の変調

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

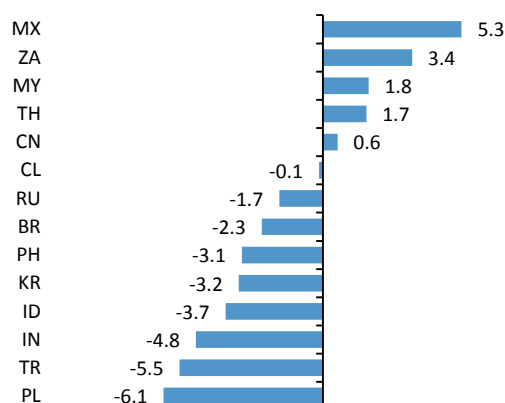
- 11 月の新興国通貨は上昇した。月初は米中貿易摩擦への懸念が和らいだほか、米中間選挙後のリスクオン地合いに買いが先行。中旬は、イタリアと欧州委員会の対立や英国の EU 離脱（ブレグジット）を巡る懸念が重くなったが、月後半は米金利が低下する動きに新興国通貨は値を上げた。
- 10 月に大きな調整局面を迎えた世界の株式市場は、11 月に入ってから、ボラティリティは上昇しつつも、株価は何とか持ち堪えている。史上初めてアジア太平洋経済協力会議（APEC）で首脳宣言の採択が断念されたことに象徴されるように（後に 5 日遅れで公表）、米中対立が改めて浮き彫りとなる中で、株式市場では上げ幅を削る場面もみられたが、底堅く推移している。
- 最近では FRB の金融政策スタンスにも変化がみられている。11 月 21 日に FRB 関係者らの発言として、12 月の利上げは確定的であるものの、来年 3 月会合は利上げ休止に関して活発な議論が交わされる可能性が高く、6 月会合では確実に議論が交わされると報じられた。また、29 日に公表された FOMC 議事要旨（11 月 7～8 日開催分）も利上げ休止時期を巡る議論が始まったことが伺える内容であった。こうした FRB の情報発信の変化を受けて、市場では FRB の利上げ休止を織り込む動きがみられている。
- 新興国市場はこれまで、米金利上昇による資本流出と米中貿易戦争に対する懸念にさらされ下押しされてきた。しかし、最近では米国の金融政策正常化の休止が意識されるようになり、新興国市場への圧力は一部緩和している。また、2018 年のドル高はドル建て債務残高を多く抱える新興国にとって大きな逆風となってきたが、FRB の利上げ休止はドル安をもたらす可能性が高く、これはドル建て債務国に正反対の効果をもたらす。米中貿易戦争の行方は依然として予断を許さず、イタリア財政やブレグジットなど欧州情勢も不透明な状況が続いているが、米金利上昇とドル高という最大のネガティブ要因が緩和する中、新興国通貨は反発している。
- FRB の金融政策正常化が休止するとの見方が増える中で、これまで売られてきた高金利通貨の戻りが大きくなっている。また、原油価格が続落する中で、インドなどの原油輸入国の通貨が上昇する一方、ロシアやマレーシアなどの産油国の通貨安圧力となっている。今後も、FRB の政策方針と金利相場を睨みつつ、原油相場の動向にも注意を払いたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率（2018 年 11 月、％）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率（2018 年 11 月、％）



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:首脳会談で CNY 安基調は変わらず

マーケット・エコノミスト

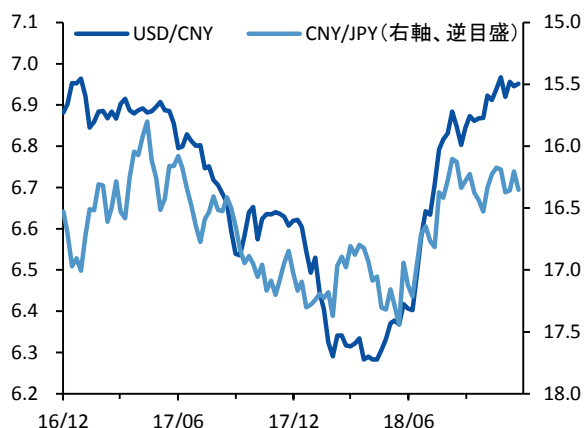
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の CNY はおおむね安値圏で推移した。月初こそ英国の EU 離脱問題や米中貿易紛争について改善期待が高まり、CNY は 6.86 台へ上昇して 10 月の下落分を一時取り戻した。ただ、株安や原油安を受けたドル高が再び強まると、CNY は 10 月末以来の 6.97 台まで下落。その後やや持ち直すも、月後半は米中首脳会談の行方睨みで 6.92~6.96 のレンジでもみ合う展開となった。
- 12 月 1 日に行われた米中首脳会談では、中国の構造改革を条件に 2019 年 1 月から予定していた追加関税措置の発動を見送ることで合意した。構造改革についての協議は 90 日間を予定しており、技術移転、知的財産、非関税障壁、サイバー攻撃、市場開放(サービス、農業)の 5 分野が対象となる。首脳会談を経ての 12 月 3 日アジア市場では CNY 高と、おおむね好意的な反応。
- もっとも、実際に追加関税発動が撤回されるかどうかは、両国間での協議次第であり、状況が大きく変わったわけではない。協議対象のうち、市場開放は早期に実現可能であろうが、技術移転等の問題で中国が譲歩するとは考え難い。米国の姿勢に変化が生じない限り、追加関税発動は時間の問題といえる。
- かかる状況下、CNY の緩やかな下落基調は変わりそうにない。いずれ 7.00 を試そうが、資本流出懸念が高まらない限り、中国は容認すると考える。貿易紛争による中国経済への影響は今後より顕在化してこよう。その相殺には検討中の財政政策のみでは不十分かもしれない。緩衝材は厚くしておきたい。債務問題を通じたシステムリスクを抑制する観点からも、景気下支えは重要だ。
- 当然、資本流出リスクの管理も引き続き必要になろう。既存規制(外貨リスク準備金など)の強化のほか、対外直接投資や輸入代金の支払い等、関連した指導が対外資金流出を抑制すべく行われる可能性もある。また、対内直接投資等の資本流入促すべく、一層の市場開放が行われそう。中心レートの設定を含めて、CNY の下落ペースを緩やかにする取り組みが続こう。
- この点、米国の利上げ見通しに変化が出てきていることは支援材料になりうる。パウエル FRB 議長は、政策金利が中立金利を「わずかに下回る」と発言、「長い道のりがある」としてきた姿勢を変化させた。IMF によれば、近年の新興国への資金流入の大部分は米国の金融緩和で説明できるという。米国の金融引き締めでその巻き戻しが生じているとすれば、引き締め停止は新興国からの資金流出圧力を和らげよう。これは中国にも当てはまると考える。

図表 3: 中国人民元相場(対ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## インド：景気のピークアウトが鮮明に

マーケット・エコノミスト

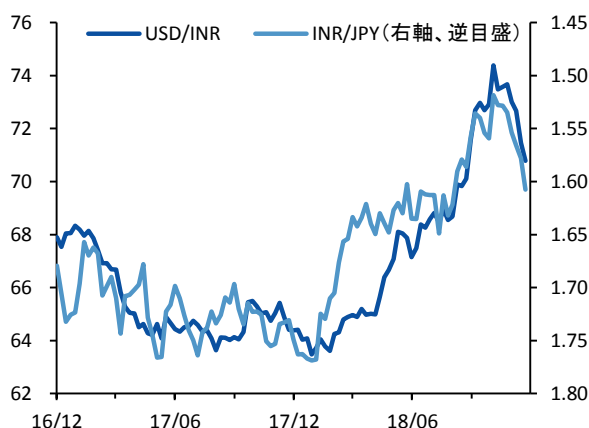
多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

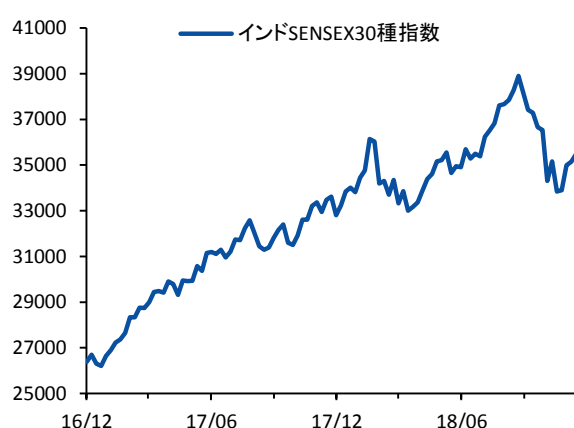
- 11 月の INR 相場は上昇。原油価格がほぼ一貫して下落する中、INR は月初から買いが先行。12 日に発表された消費者物価指数 (CPI) 上昇率は予想を下回り、金利市場では低下する動きがみられたものの、為替市場では INR の堅調が続いた月後半にかけても原油睨みで INR は上値を伸ばした。
- 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.1%と、4～6 月期の同+8.2%から急減速した。ベース効果による成長率の押し上げがはく落した影響もあるが、インド経済は 4～6 月期でピークアウトしたようだ。GDP 統計で 7～9 月期は個人消費の伸びが鈍化し、4～6 月期の前年比+8.6%から同+7.0%に減速した。食品価格の下落で農村部の所得が弱含んでいるほか、シャドーバンキング規制の強化も消費を下押ししたようだ。他方、政府支出は 7～9 月期に同+12.7%へ、4～6 月期の同+7.6%から大幅に加速し、政府のインフラ支出などから総固定資本形成も 4～6 月期の同+10.0%から同+12.5%に加速した。外需については、輸出は同+13.4%と 4～6 月期 (同+12.7%) に続き 2 桁増となったものの、輸入が同+25.6%と 4～6 月期の同+12.5%から一段と加速した。全体として、純輸出の成長寄与度は 4～6 月期の▲0.4%ポイントから、7～9 月期は▲3.0%ポイントにマイナス幅が拡大し成長率を押し下げた。
- なお、インド統計局は 11 月 28 日に 2004～2011 年度の GDP 統計の改定値を公表した。9%超の高成長を記録した 2005～2007 年度を中心に全体的に大幅に下方修正された。今回の改定で、シン前政権と 2014 年発足のモディ政権下の経済成長格差が縮まっており、政治的な意図があるとの見方も出ている。
- 10 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比+3.3%と、9 月の同+3.7%から低下した。食料品価格が 9 月の同+0.5%から同▲0.9%と 2017 年 7 月以来のマイナスに転じたことが背景である。他方、コア CPI (食料品および燃料を除く総合) 上昇率は 9 月の同+5.5%から同+5.8%へと加速した。コア CPI の加速をけん引したのはヘルスケアで、通貨安を受けた輸入原料のコスト上昇などが影響したようだ。また、家庭用品・サービスとパーソナルケアでも価格上昇圧力は強まった。
- 原油価格が反落しており、貿易収支の悪化やインフレの加速を招くリスクが後退している。もっとも、石油輸出国機構 (OPEC) の減産次第では再び原油価格が上昇する可能性があり予断を許さない。

図表 5: インドルピー相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## インドネシア:2018 年 6 回目の利上げを実施

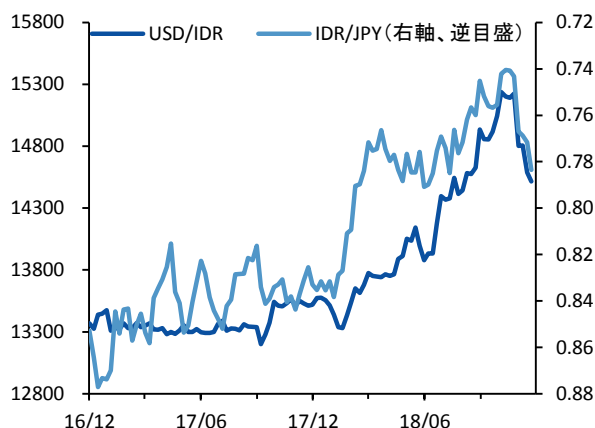
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の IDR は上昇した。月初は 15190 台で推移していたが、米中貿易摩擦への懸念が和らぎ、米中間選挙も予想通りの結果となったことを背景に一時 14470 台まで上昇した。7～9 月期の経常収支が赤字幅を拡大したことを受け 14930 台まで下落したが、15 日にインドネシア中央銀行 (BI) が利上げを決定すると 14600 台まで上昇し、14300 台で越月した。
- 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+5.2%と 4～6 月期 (同+5.3%) から小幅に減速した。内訳をみると、政府最終消費支出 (4～6 月期: 前年比+5.2%→7～9 月期: 同+6.3%) と総固定資本形成 (4～6 月期: 同+5.9%→7～9 月期: 同+7.0%) が加速し全体を支えた。一方、民間最終消費支出 (4～6 月期: 同+5.3%→7～9 月期: 同+5.2%) と在庫投資 (4～6 月期: 前年比寄与度+1.0%ポイント→7～9 月期: 同+0.6%ポイント) の減速が成長率を押し下げた。
- BI は 14～15 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレートを 25bp 引き上げ 6.00%にすることを決定した。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それぞれ 25bp ずつ引き上げ 6.75%と 5.25 %とし、コリドーは 1.50%ポイントに維持した。市場では据え置きを見る向きが多く、利上げはサプライズとなった。
- BI は声明文で、今回の政策金利引き上げについて「経常赤字を管理可能な水準に抑えるため」としたうえで、「今後数か月以内に予想される世界的な利上げに対応した」と述べた。インフレ率が低位で安定する中、今年軟調が続く IDR 相場も 11 月に入ってから安定していたため、市場では政策金利を据え置くと見る向きが多かった。しかし、FRB が 12 月に利上げすることが確実視される中で、先手を打つことで通貨の一層の安定を狙ったものとみられる。
- 政府は 16 日に経済政策パッケージ第 16 弾を発表した。2017 年 6 月に発表した第 15 弾から約 1 年半ぶりの政策パッケージの発表となった。第 16 弾は①ネガティブリストを緩和する②タックスホリデーの条件を見直すと同時に、法人税減税の枠組みを拡大する③資源輸出による利益を国内の特定口座に預け入れる企業に対して優遇策を提供する、の主要 3 点から成り立っている。しかし、①については 23 日にダルミン経済調整相が関係方面と協議することを明らかにしている。
- 2018 年 5 月～11 月の間に BI による 6 回、合計 175bp の利上げと、経常赤字縮小に向け政策が実施されていることが IDR を下支えするだろう。

図表 7: インドネシアルピア相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 韓国:外部要因落ち着けば KRW 高へ

マーケット・エコノミスト

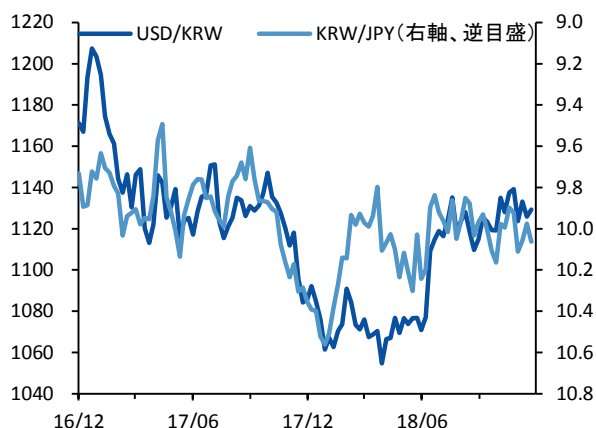
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW はおおむね 1120～1140 のレンジ推移となった。月初は 1140 台で取引を開始。米中貿易紛争の改善期待や株高を追い風に、一時 1110 台後半まで上昇した。その後、ドル高が再び強まるなかで 1140 まで下落したものの、月後半は堅調な韓国株を支えに KRW も強含みの動き。パウエル FRB 議長の見通しによるドル安もあり、月末にかけて再び 1110 台後半を試した。
- 韓国中央銀行(BOK)は 10 月 30 日、市場の大方の予想通り、政策金利である 7 日物レポ金利を従来の 1.50%から 1.75%へ引き上げた。引き上げは 2017 年 11 月の会合から 1 年ぶり。声明では、10 月に家計債務の増加額が拡大したことを指摘。李総裁は会見で、利上げにより金融不均衡が和らぐと発言した。
- 実際のところ、家計債務を除けば声明内容のトーンは慎重といえ、現状の見通しでは、依然として緩和的な金融政策の見直しを急ぐ姿勢は見受けられない。ただし、李総裁は会見で、急速な資金流出は想定していないとしつつも、米韓金利差の拡大にともなう圧力にも言及している。金融市場の安定性に目配りしながら利上げの必要性を判断していく姿勢に変化はなさそうだ。
- 実需の面では、KRW の需要超の状態が続くそう。経常収支から証券投資(ネット)と直接投資(同)を差し引いた基礎的収支は、1～3 月期の 30 億ドルの流出超から、4～6 月期は 55 億ドルの流入超に転じ、7～9 月期は流入超の水準が 118 億ドルに拡大。輸出が堅調な一方、輸入が低迷気味であることが主な要因だが、国内経済政策の行き詰まりが背景にあるだけに、早期にこのトレンドに変化が出てくるとは考えにくい。
- また、KRW 安を促してきた要因のひとつである米国の金融政策について、利上げペースの見直しや利上げ停止時期の前倒しの議論が高まってきそう。米韓金利差の拡大や株価下落を背景とする資金流出圧力は和らいでよう。
- かかる状況下、KRW は底固めから持ち直しに向かう展開を予想する。いわば自然体では KRW 高となりやすい韓国のファンダメンタルズが再確認されよう。もっとも、米中貿易紛争の行方は引き続きリスク要因となる。まず、CNY の低迷は他の新興国アジア通貨の重しとなりうる。また、同紛争が悪化に向かうことで市場にリスクオフの状況が生じれば、KRW をはじめ新興国通貨には逆風だ。そして、世界景気の減速は外需依存の強い韓国への影響が大きい。貿易収支の悪化を通じて KRW 需給には影響しうる点等には注意したい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## マレーシア:原油相場の変調に注意

マーケット・エコノミスト

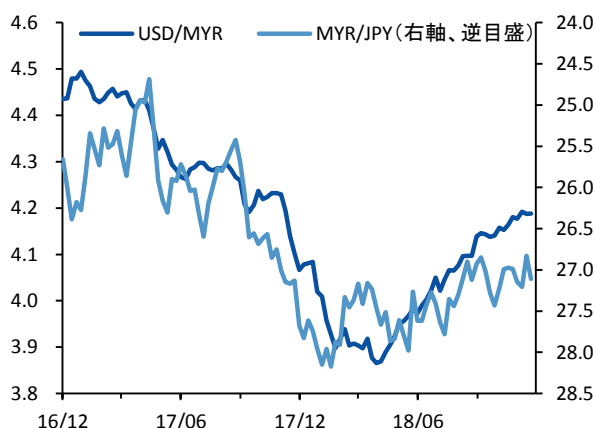
多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MYR は軟調な展開。上旬は、米中貿易摩擦への懸念が和らいだほか、米中間選挙後のリスクオン地合いに MYR は 4.15 台まで上昇。だが中旬は、トランプ米大統領が石油輸出国機構 (OPEC) に減産回避を要請と報じられ原油価格が急落すると MYR は 4.19 台まで軟化し、下旬にかけて原油続落と相まって一時 4.20 台をつけた。
- マレーシア中央銀行 (BNM) は 11 月 8 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 は声明文で米中の貿易戦争に懸念を示したほか、米国など先進国の金融政策の正常化が、新興国からの資本流出を招く可能性があるとの指摘。結びは「MPC は国内成長とインフレの見通しを取り巻くリスクバランスを引き続き評価する」と従来通りの文言で締め括っており、当面政策金利を据え置くことを予想している。
- 7～9 月期の実質 GDP 成長率は前期比 +0.3% と 4～6 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。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。
- 10 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +0.6% と 9 月の同 +0.3% から加速したが、5 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 +0.1% (9 月: 同 +0.3%) と 2 か月連続でプラスとなったものの、抑制された状況が続いている。
- MYR は米中貿易摩擦への懸念などが重石となりそうなほか、原油相場が変調をきたしており、OPEC の減産動向などに注意が必要だ。

図表 11: マレーシアリング相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

## フィリピン:7~9 月期 GDP は小幅に減速

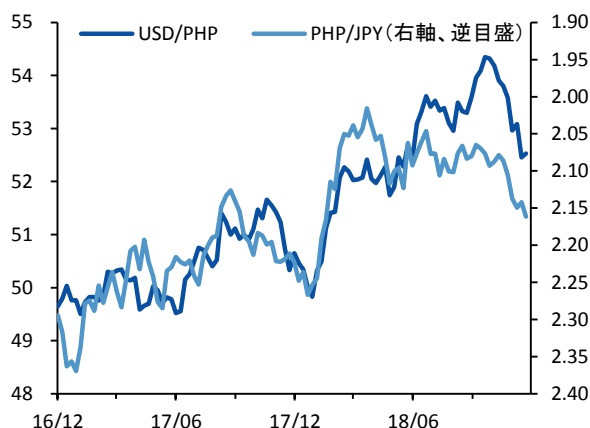
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の PHP は上昇した。月初は 53.30 台で推移していたが、米中間選挙の結果が市場予想通りとなり不透明感が払拭されたことを背景に 52.40 台まで上昇。その後、月初の水準に押し戻されたが、フィリピン中央銀行 (BSP) が利上げを決定したことが好感され値を伸ばした。月末は 52.40 台で取引を終えた。
- 8 日に発表された 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.1%と 4~6 月期 (同+6.2%) から小幅に減速した。内訳をみると、政府最終消費支出 (4~6 月期: 前年比+11.9%→7~9 月期: 同+14.3%) は加速した。一方、総固定資本形成 (4~6 月期: 同+21.2%→7~9 月期: 同+16.5%) は高い伸び率を維持しながらも鈍化し、民間最終消費支出 (4~6 月期: 同+5.9%→7~9 月期: 同+5.2%) も減速したことが、成長率を押し下げた。
- 10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+6.7%と 9 月 (同+6.7%) から横ばいとなり、8 か月連続でインフレ目標 (+2~4%) を上回った。コア CPI 上昇率は前年比+4.9%と 9 月 (同+4.7%) から小幅に加速した。
- BSP は 11 月 15 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 25bp 引き上げて 4.75% にすることを決定した。また、翌日物リバースレポレートの引き上げに併せて、上限金利の翌日物貸出ファシリティ (OLF) レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ (ODF) レートも 25bp ずつ引き上げ、それぞれ 5.25%、4.25% とした。
- BSP は 2019 年と 2020 年のインフレ見通しに関し、目標の範囲内で収まると予想する一方で、インフレ率が 8 か月連続で目標の上限を上回る中、賃金上昇圧力などの影響で物価が高止まりするリスクを警戒して利上げに踏み切ったようだ。声明文では「物価と金融市場の安定を維持するために、必要に応じて適正な政策を取る用意がある」と締め括り、今後の追加利上げに含みを残したが、前回会合 (9 月 27 日開催) からタカ派姿勢はややトーンダウンした印象だ。過去 2 会合では一気に 50bp の利上げに踏み切っていたが、今会合では 25bp の引き上げにとどめており、利上げの休止も視野に入れ始めている様子が伺える。
- 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。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## タイ:7~9 月期 GDP は減速

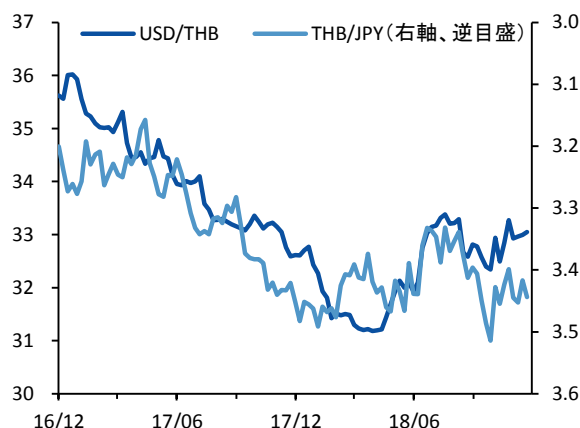
大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の THB は狭いレンジでの推移となった。月初は 33.10 台だったが、米中貿易摩擦への懸念が和らぎ一時、32.70 台をつけた。しかし、FRB が引き続きタカ派姿勢を示したことを背景に 33.10 台に再び軟化。その後は 33 近辺の推移となり、32.90 台で越月した。
- 11 月 19 日に発表された 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+3.3%と 4~6 月期(同+4.6%)から大きく低下し、予想(ブルームバーグ調査の中央値:同+4.2%)も下回る結果となった。
- 内訳をみると、民間最終消費支出(4~6 月期:前年比+4.5%→7~9 月期:同+5.0%)、政府最終消費支出(4~6 月期:同+2.0%→7~9 月期:同+2.1%)と総固定資本形成(4~6 月期:同+3.7%→7~9 月期:同+3.9%)は加速し、内需が引き続き堅調であることを示した。また、在庫投資(4~6 月期:前年比寄与度+1.4%ポイント→7~9 月期:同+5.8%ポイント)が全体を支えた。
- 一方、輸出(4~6 月期:同+6.8%→7~9 月期:同▲0.1%)はマイナスに転じ、輸入(4~6 月期:同+8.3%→7~9 月期:同+10.7%)が加速した結果、純輸出(4~6 月期:前年比寄与度▲0.5%ポイント→7~9 月期:同▲7.6%ポイント)はマイナス幅が拡大し、7~9 月期の減速の主因は外需の悪化に伴うものである。
- 先行きの成長率は減速するとみられる。外需にさらなる鈍化が見込まれるため、輸出関連セクターを中心に雇用や所得が伸び悩み、民間消費にも影響するだろう。引き続き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 14 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を 4 対 3 で 1.50%に据え置くことを決定した。3 人は 25bp の利上げを主張した。前回会合(9 月 19 日開催)では 2 人が利上げに投票しており、利上げ票が徐々に増えている。次回会合(12 月 19 日開催予定)で BOT が利上げに踏み切る可能性は高いだろう。
- ウィサヌ副首相は政治日程が閣議提出され、2019 年 2 月 24 日に総選挙を行うことを確認したと述べた。政治活動の前面解禁については 12 月 7 日に政党を集めて協議するとプラユット首相は述べた。
- THB は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、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。

図表 15:タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16:タイ SET 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ロシア：目先は安定、中期的には対ロ制裁次第

シニア為替ストラテジスト

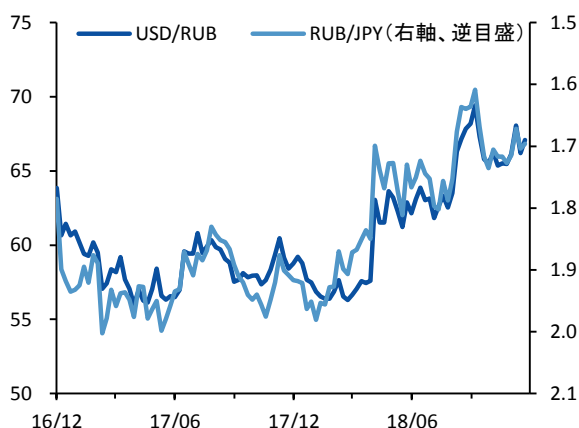
本多 秀俊

+44-20-7786-2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11 月の RUB は、値幅は限定的ながら、下落、反発、反落と上下動した。
- この間、原油価格は、トランプ米大統領による減産牽制発言や、景気減速予想に基づく需要減予想などを材料に、ほぼ一方的な下落基調をたどった。にもかかわらず、RUB が一定の値幅を踏み外すことなく、月を振り返って小幅下落にとどまった事実には意外感も強かった。
- 一方、14 日以降、RUB が明確な反発を見せた要因として、米議会による対ロ追加経済制裁導入の先送りが材料視されたのにも、強い違和感があった。制裁の見送りや骨抜きが好感されたならまだしも、その導入が僅かばかり先送りされることが、中期的な RUB 安定に資するとは考え難かったからだ。
- 実際、25 日にケルチ海峡で起きたロシアによるウクライナ艦艇銃撃・拿捕事件は、欧米による対ロ制裁が、引き続き現実的なリスクである事実を浮き彫りにし、RUB 反落のきっかけとなった。
- また、16 日、ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁が、外務省のための外貨購入再開の条件に「RUB の安定」を示したことが、RUB の値動きにほとんど影響を与えなかった経緯にも違和感はある。同発言は、8 月末以降中断していた同外貨購入を、年明け以降、この間購入を見送ってきた分も合わせ、大規模に再開する可能性を改めて想起させたはずだが、RUB の動きはせいぜい頭打ちといったところで、明確な RUB 売りにはつながらなかった。
- 悪材料を看過したり、その場限りの好材料を殊更好感したりする一連の値動きは、8 月以降進んだ RUB 安の「売り疲れ」を示唆するのではないかと。
- 12 月 14 日の CBR 金融政策委員会にむけては、金利据え置きが予想の中心を占めるが、25bp 利上げを見込む向きも相応にある。CBR は年明け以降の付加価値税率引き上げの(物価への)影響に強い警戒感を抱いているし、足元原油価格の一方的な下落も、産油国であるロシアにとっては(RUB 安の連想から)期待インフレ率を押し上げる要因。12 月利上げの有無にかかわらず、CBR が当面利上げに前のめりのタカ派的姿勢を維持する可能性は高い。
- 中期的には、やはり、欧米による対ロ経済制裁の動向が決定的な鍵を握る。とりわけ、米議会による検討が伝えられた新発ロシア国債購入禁止やロシア国営銀行の特定国籍業者(SDN)指定が現実味を帯びることがあれば、RUB が相応の打撃を被るのは避けられないであろう。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 南アフリカ: 地合は想定以上に早い改善が進む

シニア為替ストラテジスト

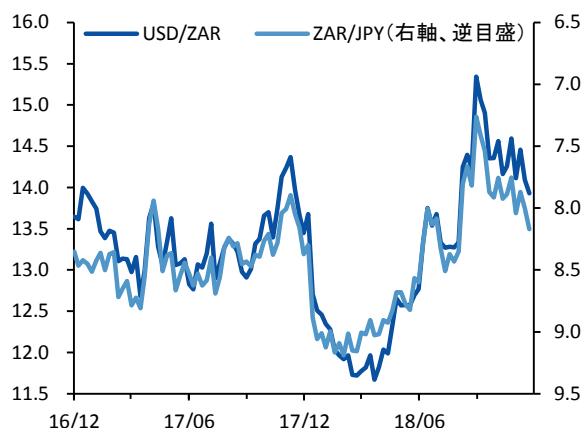
本多 秀俊

+44-20-7786-2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11 月の ZAR は、月央に掛けて反落局面も見たが、月を振り返って上昇。
- ZAR 上昇の背景には、原油価格の継続的な下押しが少なからず貢献した。原油下落は、物価安定を通じて消費を刺激するだけでなく、燃料輸入国である南アにとっては貿易/経常収支改善要因。並行して、金、銅などの南ア主力輸出産品が底堅い値動きを見せたのも、ランドには好影響したはず。
- 一方、月央に掛けてのランド反落は、6 日の米中間選挙の影響と考えられた。共和党が下院過半数を失ったことで、中間所得層減税など、トランプ大統領の経済政策運営が、従来ほどスムーズには運ばなくなる可能性を嫌気して、7 日を天井に米株が下落。世界的な株安は米株を火元としたにもかかわらず、USD は全面高に転じた。とりわけ、株安=リスク許容量低下の思惑で、ZAR を含む新興市場通貨に対する USD の堅調は鮮明となった。
- 22 日の南ア準備銀 (SARB) 金融政策委員会に向け、市場の思惑は交錯した。前回 (9 月) 委員会が 4 対 3 の僅差で据え置きを決定していた上、9 月末に退任したカーン委員が利下げ票を投じていたのは確実で、11 月委員会は 3 対 3 が票読みの出発点となった。果たして、SARB は 25bp の利上げを決定。市場予想が割れていた分、前後して ZAR は、素直に水準を切り上げた。
- 15 日、南ア憲法再検討委員会は、憲法第 25 条改訂を支持した。同改憲は、「補償抜きの土地接収」実施への道を拓き、少なくとも当座の反応として ZAR 売りが警戒されたが、通貨市場はほとんど反応を示さなかった。土地制度の改革はいずれにせよ不可欠で、徒に警戒心を長引かせるよりも、明確な制度を設計することで警戒心を解く方が投資環境の改善につながるの深読みもできたが、ZAR の無関心は、ラマポーザ政権による各種改革の「遅れ」を過度に咎める金融市場の姿勢の変化を、むしろ示唆したのではないかと。
- SARB による 22 日の利上げは、同銀が、期待インフレ率抑制の為に予防的利上げに踏み切ったとの見方が共有されている。足元原油価格水準や ZAR 水準が基調として維持されるのであれば、これ以上の追加利上げは不要になるとの判断も広く好感されている模様。
- 原油価格下落は、南アにとっては経常赤字改善要因でもあり、とりわけ、南ア主要輸出産品である貴金属、産業金属が (原油との比較で) 明確に底堅い推移を見せていることも、南ア経済・ZAR には好材料となろう。

図表 19: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

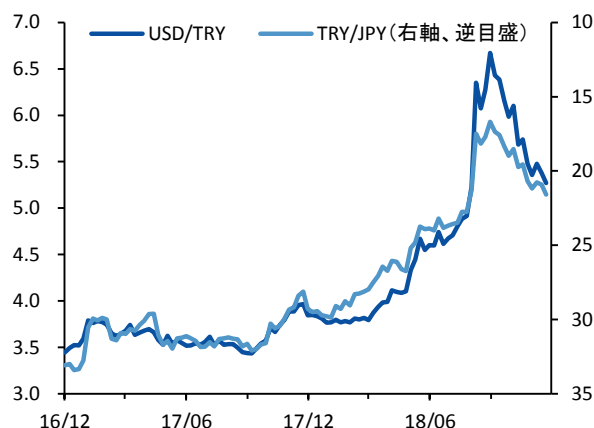
## トルコ: 売られ過ぎた夏からの反発余地は残り僅か

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

- 11 月の TRY は、断続的な反落も織り交ぜながら、振り返って、狭い値幅で堅調を維持。8 月 10 日のトランプ大統領発言に前後した下落分を払拭した。
- TRY 堅調が支配的になったのは、10 月 12 日の米牧師解放や 10 月 2 日にイスタンブールを舞台に起きたサウジ人記者殺害事件に絡む米との協力など、対米関係の改善が、引き続き追い風になったものと考えられた。
- 9 日、トルコ財務省は、予定された国債入札を中止し、TRY 下押しを招いた。23 日には、アルバイラク国庫財務相が、「年末まではリラ建国債発行 (= 資金調達) の必要はない」と述べたが、同時に、「好機があれば (国債発行を) 必要とするかもしれない」とも述べ、国債発行見送りが、財政的な余裕よりも、むしろ、金利上昇による調達コスト高騰に理由とする可能性を示唆した。
- この間発表されたトルコ経済指標は、9 月経常収支 (12 日) の黒字 (2 か月連続) など改善を示すものも見られたが、9 月鉱工業生産 (16 日)、同小売売上高 (19 日) などには、明確な景気後退の兆候が読み取れた。こうした兆候を勘案して、トルコ中銀 (CBRT) の金融政策に対しては、「当面は様子見か」といった「寛容な」見方が支配的と思われる。
- 物価監視・指導、協賛企業を募った値下げキャンペーン、自動車・白物家電に時限 (年内) 減税などの相次ぐ物価抑制策に負うよりも、足元原油価格低迷や、リラ反発、既に顕在化したトルコ経済減速の影響で、目先、経済指標の一部に改善が期待できるのは確か。ただ、一定のインフレ減速、経常収支改善は、アルバイラク国庫経済相の「11 月物価は改善を示す」「10 月経常収支は史上最大の黒字になる」などといった発言 (20 日) で、既に相応に織り込みが進んでしまったと考えられる。実際の数字に改善が確認されたとしても、TRY 押し上げ余地は限定的となるだろうし、仮に目先の改善が早々と失速するようなことがあれば、TRY 下落再燃は容易に想定できる。
- また、需要 (消費) を刺激し、物価上昇や経常赤字拡大の温床を作ってきた財政ばらまきに対しては、アルバイラク国庫財務相の「財政規律こそがトルコ (経済) の拠り所」といった発言 (22 日) にもかかわらず、引き続き警戒感が強い。来年 3 月の地方選に向けて、「一定のばらまきは不可避」との諦観が根強い上、結局のところ、財政政策に関しても、鍵を握るのはエルドアン大統領との認識が広く共有されているためだ。

図表 21: トルコリラ (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブールナショナル 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## ブラジル:政策期待残るも鉄鉱石価格下落が重い

マーケット・エコノミスト

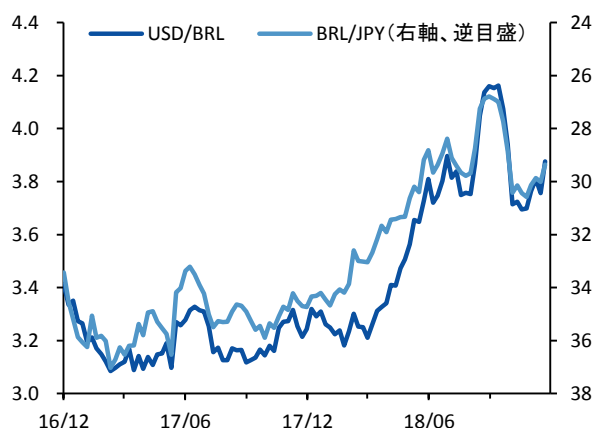
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の BRL は上値の重い展開となった。月初は 3.70 近辺で取引を開始も、鉄鉱石価格の下落やドル高進展が重なり、月半ばにかけて 3.80 台まで下落。その後も鉄鉱石価格に振られる状況は続き、同価格の大幅下落がみられた月下旬には BRL は 10 月 4 日以来となる 3.90 台まで一時下落した。月末にかけては、米国発のドル安と高金利通貨選好もあり、やや持ち直した。
- BRL の水準は 10 月の大統領選後の上昇幅を失う格好となっているものの、次期政権に対する期待感が剥落したようには見受けられない。主要閣僚人事では、経済改革に前向きな外部人材の登用を進め、市場の期待感をつなぎとめている。経済相に就任予定の元投資銀行家のゲデス氏のほか、大手銀幹部のネット氏をブラジル中央銀行(BCB)総裁、世界銀行専務理事のレヴィ氏を経済社会開発銀行総裁に指名する予定である。
- ボルソナロ次期大統領は、国内の石油鉱床について入札での売却を推進する方針を表明、中央銀行の独立性にも言及した。また、財政再建に不可欠となる年金制度改革の取り組みを約束。同改革は憲法改正(上下両院で 5 分の 3 の賛成が必要)を伴う。広範な政党から協力を得るべく、同氏が掲げてきた政策の一部見直しの余地に言及した点も、政策実現への前向きな動きといえる。
- 次期政権が財政規律重視の姿勢にあり、BCB への利上げ圧力は高まっていない。BCB は 10 月会合時に、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低下したと示唆。11 月の BRL 大幅下落時にはクレジットラインの提供による対応もみせた。米金融政策の見通しに変化が見えつつある点も追加材料。次回会合(12 月 12 日)は現状維持になると考える。
- かかる状況下、ドル安・高金利通貨選好を追い風に短期的には 3.70 台への持ち直しを想定する。その後は、次期政権の政策に対する期待感と鉄鉱石価格の綱引きとなる。足元での価格持ち直しで 10 月以降の急落分を埋めるのであれば、BRL は再び 3.60 台をトライすると考える。もっとも、米中首脳会談の結果、米国による追加関税発動はしばらく見送られたにすぎず、そのリスクが払しょくされた訳ではない。世界経済の先行き不透明感が残る。
- 2019 年 1 月の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。政策期待の剥落には注意したい。特に、通貨安からの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、さらなる BRL 安を促すという悪循環は、ブラジルで典型的なリスクシナリオである。

図表 23:ブラジルレアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボエスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## メキシコ: 注目は新政権の政策運営、移民問題

マーケット・エコノミスト

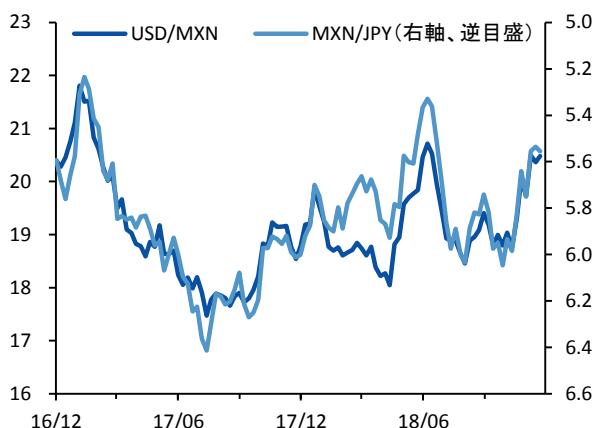
堀内 隆文

03-3242-7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MXN はおおむね年初来安値圏でのみみ合いとなった。月上旬には、米中貿易紛争の改善期待や株高を追い風に、一時 19.5 台まで上昇。その後は、ドル高の動きにオブラドル次期大統領 (AMLO) の政権の政策不安が重なり、6 月以来となる 20.5 台まで下落した。政策不安がさらに高まった月下旬には株価指数が急落、MXN が 20.6 台を試した。ただ、米国発のドル安と高金利通貨選好もあり、月末にかけてはやや持ち直した。
- 上院・与党が進める銀行手数料削減のための法改正を巡る動きが、市場の政策不安を一段と高めている。AMLO 氏は早期実現を否定するも、上院は意に介していないようだ。公正取引委員会が中央銀行に徹底分析を依頼すべきと上院に伝えた書簡内容が明らかとなり、一部実現のリスクも意識されている。金融機関の収益悪化が金融環境のタイト化を促す展開が懸念される。
- メキシコ中銀 (Banxico) は 10 月 15 日、政策金利である翌日物レガ金利を従来の 7.75% から 8.00% へと引き上げた。ここでも注目されたのは、AMLO 政権の政策運営に対する不安がペソ安を促しインフレリスクを高めたことと示唆したことである。追加利上げの可能性にも含みを持たせており、AMLO 政権の政策運営が間接的に金融政策に影響を与えることになりそうな点には注意したい。
- かかる状況下、MXN の方向感 AMLO 政権の政策運営に左右されることになりそう。ただ、同政権に対する市場の不安感には十分に高まっており、小さな前進も好意的に捉えられやすい状況にあると考える。パウエル米 FRB 議長のハト派発言以降、高金利通貨は買い戻されつつある。方向感としては年初来安値圏での横ばいながら安値更新には至らないという展開になりそう。
- 目先の注目点は、2018 年度予算の行方になる。財政規律を重視するという同政権の姿勢が問われよう。優先政策を実現すべくどのように財源を確保するのか。中止方針を表明済みの新空港建設計画についても、さらなる説明が行われるとみられる。こうした点に関する市場の不安感が和らぐにつれ、MXN が本格的に持ち直しに向かう環境も整ってこよう。
- もともと、持ち直しは緩やかなペースに留まる可能性が高いと考える。財政規律を維持すべく歳出見直しを行うことは国内問題といえ、同政権が得意とする国民投票によって可能なのかもしれない。しかし、移民問題は異なる。トランプ米大統領は米墨国境閉鎖の可能性に言及。貿易面での懸念は、景気や財政にも波及しよう。MXN にとって逆風となる海外要因が残る点には注意したい。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 為替相場見通し

|                  |          | 2018年<br>1～11月（実績） | SPOT    | 2018年<br>12月 | 2019年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   |
|------------------|----------|--------------------|---------|--------------|-------------|-------|-------|-------|
| <b>対ドル</b>       |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 6.2431 ～ 6.9799    | 6.9044  | 6.90         | 6.85        | 6.85  | 6.80  | 6.80  |
| 香港ドル             | (HKD)    | 7.7930 ～ 7.8500    | 7.8205  | 7.84         | 7.83        | 7.83  | 7.82  | 7.82  |
| インドルピー           | (INR)    | 63.246 ～ 74.483    | 70.019  | 74.5         | 73.0        | 70.8  | 69.5  | 68.5  |
| インドネシアルピア        | (IDR)    | 13263 ～ 15284      | 14232   | 15000        | 14900       | 14700 | 14500 | 14250 |
| 韓国ウォン            | (KRW)    | 1054.18 ～ 1144.73  | 1111.60 | 1130         | 1120        | 1110  | 1110  | 1110  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 3.8533 ～ 4.2020    | 4.1715  | 4.22         | 4.16        | 4.10  | 3.98  | 3.96  |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 49.705 ～ 54.480    | 52.269  | 53.5         | 54.9        | 54.7  | 54.5  | 54.1  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 1.3009 ～ 1.3873    | 1.3675  | 1.39         | 1.36        | 1.35  | 1.35  | 1.33  |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 28.958 ～ 31.169    | 30.744  | 30.80        | 30.70       | 30.60 | 30.60 | 30.60 |
| タイバーツ            | (THB)    | 31.09 ～ 33.53      | 32.80   | 32.6         | 32.4        | 32.0  | 31.5  | 30.9  |
| ベトナムドン           | (VND)    | 22680 ～ 23363      | 23309   | 23550        | 23400       | 23350 | 23200 | 23000 |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 55.5563 ～ 70.8422  | 66.5467 | 65.00        | 67.00       | 67.00 | 70.00 | 68.00 |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 11.5078 ～ 15.6958  | 13.7564 | 14.00        | 14.50       | 14.00 | 13.70 | 13.50 |
| トルコリラ            | (TRY)    | 3.7163 ～ 7.2362    | 5.1828  | 5.50         | 6.50        | 6.00  | 6.50  | 6.20  |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 3.1214 ～ 4.2133    | 3.8671  | 3.82         | 3.77        | 3.77  | 3.83  | 3.90  |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 17.9401 ～ 20.9605  | 20.1091 | 20.50        | 20.00       | 19.50 | 19.00 | 19.00 |
| <b>対円</b>        |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| <b>エマージングアジア</b> |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| 中国人民元            | (CNY)    | 15.925 ～ 17.543    | 16.438  | 15.94        | 15.91       | 15.62 | 15.44 | 15.15 |
| 香港ドル             | (HKD)    | 13.326 ～ 14.615    | 14.512  | 14.03        | 13.92       | 13.67 | 13.43 | 13.17 |
| インドルピー           | (INR)    | 1.506 ～ 1.790      | 1.621   | 1.48         | 1.49        | 1.51  | 1.51  | 1.50  |
| インドネシアルピア        | (100IDR) | 0.733 ～ 0.845      | 0.798   | 0.733        | 0.732       | 0.728 | 0.724 | 0.723 |
| 韓国ウォン            | (100KRW) | 9.634 ～ 10.681     | 10.212  | 9.73         | 9.73        | 9.64  | 9.46  | 9.28  |
| マレーシアリングギ        | (MYR)    | 26.449 ～ 28.395    | 27.202  | 26.07        | 26.20       | 26.10 | 26.38 | 26.01 |
| フィリピンペソ          | (PHP)    | 1.999 ～ 2.272      | 2.171   | 2.06         | 1.99        | 1.96  | 1.93  | 1.90  |
| シンガポールドル         | (SGD)    | 79.19 ～ 85.50      | 82.99   | 79.14        | 80.15       | 79.26 | 77.78 | 77.44 |
| 台湾ドル             | (TWD)    | 3.570 ～ 3.843      | 3.692   | 3.57         | 3.55        | 3.50  | 3.43  | 3.37  |
| タイバーツ            | (THB)    | 3.300 ～ 3.538      | 3.460   | 3.37         | 3.36        | 3.34  | 3.33  | 3.33  |
| ベトナムドン           | (100VND) | 0.4590 ～ 0.4992    | 0.4873  | 0.47         | 0.47        | 0.46  | 0.45  | 0.45  |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ロシアルーブル          | (RUB)    | 1.572 ～ 1.993      | 1.706   | 1.69         | 1.63        | 1.60  | 1.50  | 1.51  |
| 南アフリカランド         | (ZAR)    | 7.076 ～ 9.293      | 8.251   | 7.86         | 7.52        | 7.64  | 7.66  | 7.63  |
| トルコリラ            | (TRY)    | 15.463 ～ 30.311    | 21.890  | 20.00        | 16.77       | 17.83 | 16.15 | 16.61 |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |          |                    |         |              |             |       |       |       |
| ブラジルレアル          | (BRL)    | 26.388 ～ 35.131    | 29.349  | 28.80        | 28.91       | 28.38 | 27.42 | 26.41 |
| メキシコペソ           | (MXN)    | 5.270 ～ 6.163      | 5.644   | 5.37         | 5.45        | 5.49  | 5.53  | 5.42  |

注:1.実績の欄は 2018 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 3 日の 15 時頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。

4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(11 月 30 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、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。