

2019 年 10 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米中協議への期待が先行か	2
中国: 米中に緊張緩和を模索する動き	3
インド: 法人減税は中期的に好影響	4
インドネシア: 3 会合連続で利下げ	5
韓国: BOK の追加利下げはあるのか	6
マレーシア: 主要債券指数に残留	7
フィリピン: 2 会合連続で利下げ	8
タイ: BOT は政策金利を据え置き	9
ロシア: 材料は希薄化、もしくは交錯で方向感欠く	10
南アフリカ: 市場の忍耐が尽きる前に成果を期待	11
トルコ: 目先の膠着と中期的な TRY 安	12
ブラジル: 中銀はさらなる利下げを示唆	13
メキシコ: 8 月に続き利下げに踏み切る	14
為替相場見通し	15

市場営業部

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

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@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

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：米中協議への期待が先行か

マーケット・エコノミスト

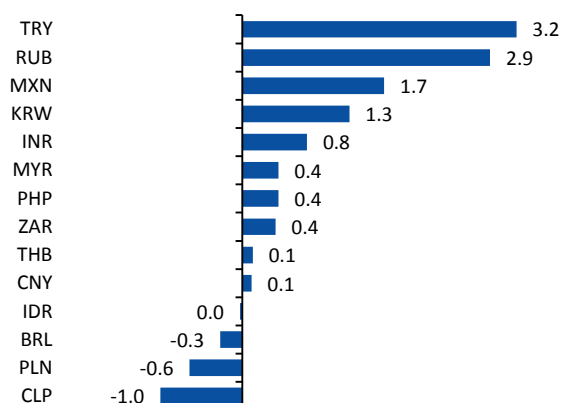
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

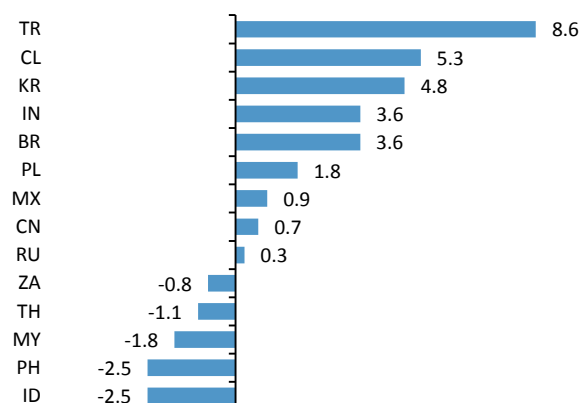
- 9 月の新興国通貨は中旬にかけて上昇後、上げ幅を縮小する展開。米経済指標の悪化などからドル売りが強まり新興国通貨は上昇。11 日には、トランプ米大統領が 10 月 1 日に予定していた対中関税引き上げを 10 月 15 日に延期すると発表し、13 日にかけて新興国通貨は一段高となった。しかし、14 日にサウジアラビアの石油関連施設が無人機による攻撃を受け、中東情勢が緊迫化するとリスク選好の後退とともに新興国通貨は上値を重くした。さらに、注目が集まっていた 17~18 日の FOMC では、予想通り利下げが発表されたものの、全体的なトーンはタカ派的であったことから新興国通貨は軟調となっている。
- FOMC では、FF 金利の誘導目標レンジが 1.75~2.00%へと 25bp 引き下げられたが、FOMC 参加者による政策金利見通し(ドットチャート)では、2019~2020 年の中央値は利下げ後の水準(1.875%)で横ばいとなり、2021~2022 年は長期見通しである 2.50%に向けて緩やかに上昇するとの見通しとなるなど、10 月ないし 12 月の利下げを織り込む市場に対してタカ派的な内容であった。
- パウエル FRB 議長は会見で追加利下げの可能性を示唆しつつも、7 月に続く「予防的な利下げ」との認識を示し、「現時点では」さらなる利下げを考えていないと発言するなど、追加利下げについては消極的な姿勢を示している。家計の活動を中心に米国全体としてみれば経済は堅調に推移する中、短期的には年内の利下げ織り込みが剥がされ、金利上昇とドル高を警戒する必要があるかもしれない。この場合、新興国通貨は対ドルで伸び悩む公算が大きい。
- 報道によれば、米中通商閣僚級会合は 10 月 10 日に再開する模様だ。トランプ大統領は 9 月 25 日に「中国は合意を切望しており、皆が考えているよりも早い時期に合意に至る可能性がある」と述べており、閣僚級会合の開催を前にして協議進展に対する期待からリスク選好が先行する可能性がある。他方、目先は 10 月 15 日の関税率引き上げをさらに先送りできるか否かが焦点だろうが、何ら進捗が見られない場合には揺り戻しが想定され、警戒しておきたい。
- また、10 月 29~30 日には FOMC がある。今後の利下げはデータ次第としており、発表される米経済指標の結果を確認していくことになるが、1 か月分の結果で大きく判断が変わるとは考え難いため、よほど予想を下回る結果が相次がない限りは 12 月 FOMC まで様子見となる可能性が高い。10 月の利下げ織り込みが後退する過程でやや新興国通貨売り圧力が強まるものの、FRB に対する利下げ期待が根強い中、新興国通貨の下値はサポートされよう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2019 年 8 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(2019 年 8 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 米中に緊張緩和を模索する動き

マーケット・エコノミスト

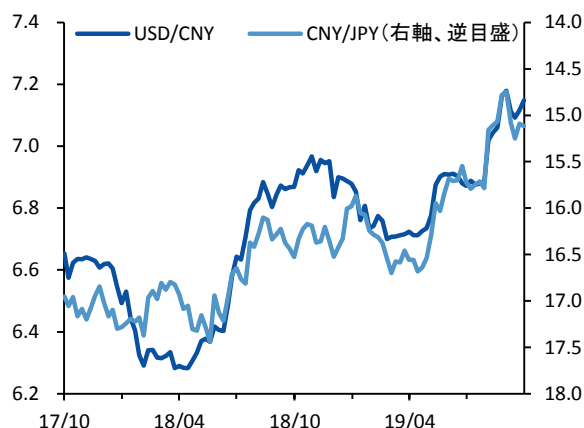
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

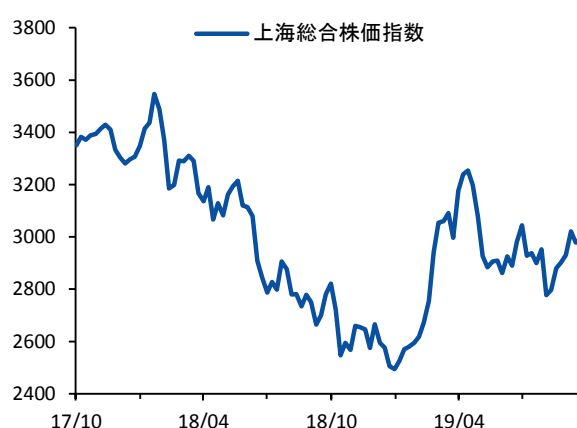
- 9 月の CNY は前月比で小幅上昇。米中の追加関税の応酬に CNY は一時 7.18 台をつけた後は、香港情勢や米中協議の 10 月再開、米中の緊張緩和模索(追加関税の一部先送りや農産物輸入の再開)もあり、月半ばには 7.06 台まで持ち直した。月後半は、中東情勢や FOMC 後のドルじり高、米国の対中批判もあり、再び人民元安の展開。CNY は 7.15 近くで月末を迎えた。
- 8 月の経済指標は軒並み市場予想を下回る内容となった。世界景気の減速と米国からの圧力により輸出が伸び悩み、生産および投資、さらには消費への波及も懸念される。金融・財政政策による追加対応での下支えが続いている。
- 1 日、米国は対中追加関税(1100 億ドル相当の品目に 15%)を実施、中国も追加関税(750 億ドル相当の品目に 5~10%の一部、原油や農産品等)で応じた。一転、11 日には、中国が対米追加関税の適用除外品目第 1 弾を発表。米国は対中追加関税第 1~3 弾の税率引き上げ(25%→30%)を 10 月 15 日へ 2 週間先送りした。また、米トランプ大統領が貿易面での暫定合意の可能性を示唆。中国は米国産農産物の輸入再開と追加関税適用免除を決めた。米中閣僚級協議については、中国の国慶節明けにも開催される見通しとなった。
- 中国人民銀行(PBoC)は 16 日、預金準備率を 50bp 引き下げた。地方銀行については、10 月と 11 月にそれぞれ 50bp ずつ追加で引き下げる。これらにより計 9000 億元が市中に供給される。政府が掲げる中小企業・民営企業への貸出強化に則した対応といえる。他方、PBoC が 17 日、市中銀行向け貸出金利(MLF)を据え置いた結果、事実上の政策金利となった 1 年物・最優遇貸出金利(LPR、毎月 20 日公表)は 4.20%と小幅低下にとどまった(8 月は 4.25%)。
- 国務院では 4 日、地域再開発に伴う住宅建設、鉄道・道路整備等のインフラ整備目的の特別地方債(专项債)について、9 月末までに 2019 年分の全額発行、10 月末までに全額交付を要求した。10 月以降は 2020 年分の一部前倒し発行(最大 1.3 兆元)を容認する見通し。また 10 日には、アフリカ豚コレラの対応策を打ち出した。価格(インフレ)抑制を通じ、家計負担の軽減を図る。
- 共産党中央委員会第 4 回全体会議(4 中全会)で中長期の経済方針が固まらない限り、米中協議の包括合意は難しいとみられる。ただし、足許でみられる貿易問題での歩み寄りは今後もありえよう。また、資本流出が懸念されるような状況では、金融・財政政策や PBoC の市場安定化措置での追加対応が予想される。かかる状況下、CNY は年内 7.00~7.30 のレンジ推移を想定する。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、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: 法人減税は中期的に好影響

マーケット・エコノミスト

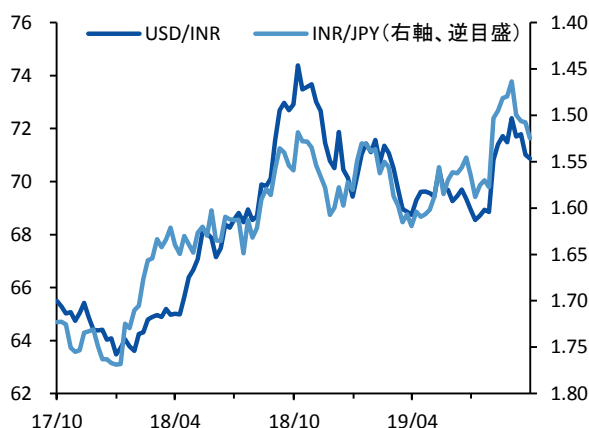
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の INR 相場は上昇する展開。月初は米中が互いに制裁関税を発動し、INR は 72 台前半の安値をつけたが、その後は米経済指標の下振れや米国が 10 月 1 日に予定していた対中関税引き上げを 10 月 15 日に延期すると発表したことなどを受けて、13 日にかけて 71 割れまで上昇。その後は、サウジアラビアの石油関連施設攻撃を背景とした原油高に 72 近辺まで下げたが、月末にかけては法人税減税や原油価格軟化を支援材料に 70 台前半まで上昇した。
- 8 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比+3.2%と 7 月の同+3.1%からやや加速した。野菜価格の上昇により、食料品が 7 月の同+2.4%から同+3.0%に加速した。他方、コア CPI (食料品および燃料を除く総合) 上昇率は同+4.2%と 7 月の同+4.2%から減速した。7 月は予想外に加速したものの、再び 2017 年半ば以来の低水準で推移している。
- 7 月の鉱工業生産指数 (IIP) は前年比+4.3%と、6 月の同+1.2% (同+2.0%から下方修正) を大きく上回る上昇となった。ただし、3 か月移動平均でみると、前年比+3.3%と 6 月の同+3.0%から上向いたものの、5 月 (同+3.5%) は下回っており、鉱工業生産は底入れしつつあるが力強さを欠いている。7 月の生産の内訳をみると、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財は同▲2.7% (6 月: 同▲10.2%) と減少し、投資動向を反映するとされる資本財も同▲7.1% (6 月: 同▲6.8%) と 7 か月連続で減少するなど弱い動きが続いた。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+8.3% (6 月: 同+7.2%) と増加し、中間財も同+13.9% (6 月: 12.6%) と相対的に高い伸びとなった。
- インド政府は 20 日、法人実効税率を 30%から約 25%に引き下げるとを発表した。また、10 月 1 日以降にインド国内に新規に設立される製造業については、2023 年 3 月 31 日までに生産を開始することを条件に、実効税率を約 17%とする。法人税制の見直しは長年先送りされてきた税制改革であり、税制の簡素化を通じてインドの競争力を高め、多国籍企業の誘致するうえで効果が期待される。短期的な景気の押し上げ効果は不透明なほか、今回の減税による財政悪化が懸念されているものの、中期的には製造業の成長と生産性の向上を通じて経済にポジティブな影響を及ぼすとみられる。
- 法人税減税による短期的な景気の押し上げは限定的にとどまるとみられるが、米国の利下げ観測はドル売りを促し、INR のサポート要因となろう。

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:3 会合連続で利下げ

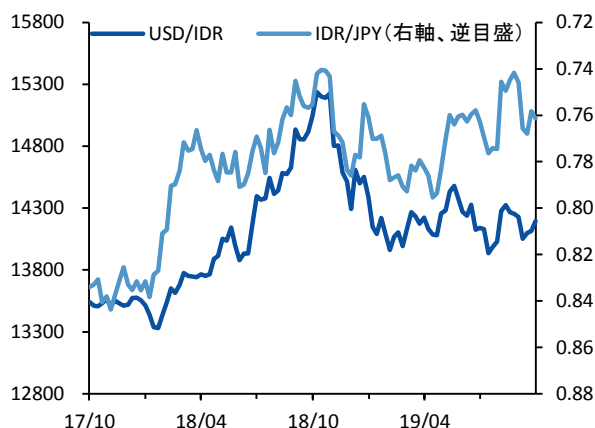
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

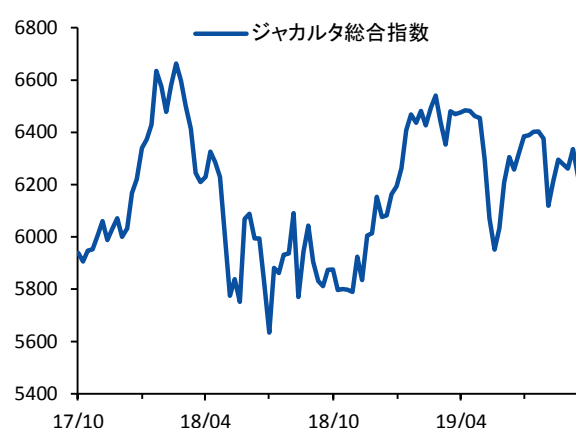
- 9 月の IDR は往って来いの展開。月初、14100 台後半で推移していたが、米中両政府が 10 月初旬にワシントンで通商協議を開催することで合意したと発表されたことを受けて上昇。13 日には一時、13900 台前半まで値を伸ばした。14 日にサウジアラビア石油施設が攻撃され原油価格が上昇したことを背景に軟化し、月末は 14100 台後半で取引を終えた。
- 8 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.5%と7月(同+3.3%)から加速し、2017 年 12 月以来の上昇率となった。内訳をみると、食料品価格の上昇が全体を押し上げた。インフレは引き続き目標(+2.5~4.5%)の範囲内に収まっている。インドネシア中央銀行(BI)が発表した 8 月消費者信頼感指数は 123.1 と 7 月(124.8)から低下しているが、楽観圏(指数 100 以上)は維持している。
- 8 月貿易統計は輸出が前年比▲10.0%と7月(同▲5.1%)からマイナス幅を拡大した。輸入も同▲15.6%と7月(同▲15.2%)から悪化した。この結果、貿易収支は+0.9 億ドルの黒字となった。2 か月ぶりに黒字に転じたが、輸出入共にマイナスの伸び率が続いている。
- BI は 18~19 日に金融政策会合を開催し、政策金利を 25bp 引き下げ 5.25% にすることを決定した。7 月から 3 回連続、合計 75bp の利下げを実施している。世界経済の不透明感が高まる中、インドネシア経済の下支えをする。BI のペリー総裁は記者会見で、「減速しつつある経済成長を支えるための予防的措置をとった」と述べた。
- BI はさらに貸出の伸びを支援するためにマクロプルーデンス措置を打ち出した。一部の貸出規制を緩和すると発表した。預金率の算出における預金の定義を変更し、銀行も貸出余地を拡大させる。BI は今後も IDR とインフレが安定した推移を続ければ、追加利下げを実施する可能性は高いだろう。
- 24 日に国会本会議は 2020 年度予算案を可決した。歳入、歳出ともに当初案から増額となったが、財政赤字は対 GDP 比 1.76%に据え置かれている。政府は財政赤字を 3%以内に抑制することを義務付けている。2019 年の財政赤字は 7 月には目標の 1.93%に抑えられるとの見通しを示していたが、26 日に経済成長を維持するためこれを上回ることを容認する可能性があるとして述べている。
- BI が追加利下げを実施する可能性はあるが、FRB も利下げをしていることや経常赤字縮小に向けた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:BOK の追加利下げはあるのか

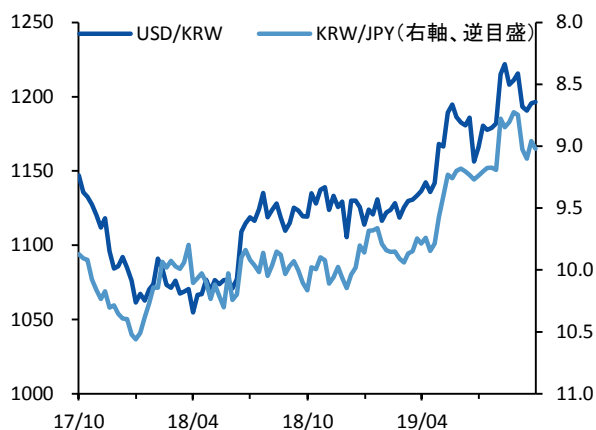
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

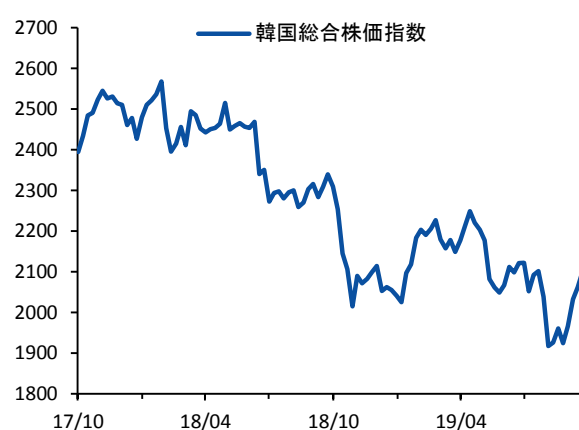
- 9 月の KRW は前月比で上昇した。上旬は米国の対中追加関税の発動や軟調な国内経済指標の発表を受けて一時月安値の 1217.00 をつけるも、その後は米中貿易問題の進展期待や堅調な米国経済指標を受けリスクオンの動きが高まる中、月半ばに 1182 台の月高値をつけた。後半はサウジアラビアの石油施設攻撃を契機にリスクオフの基調が高まり、加えて米国の FOMC の結果が市場見込みよりもタカ派であったこと、国内生産者物価指数(PPI)が約 3 年ぶりのマイナス幅であったことで徐々に KRW 安が進み、1190 台で取引を終えた。
- 景気動向も引き続き軟調で、今月初に 4-6 四半期の GDP 成長率確報値はそれぞれ前年対比+2.0%、前期対比+1.0%と、速報から 0.1 ポイントずつ下方修正された。特に主要産業の製造業の伸び悩みが顕著で、前四半期対比でそれぞれ、電子部品部門が▲17.2%、機械及び装置部門が▲6.6%と大きく悪化した。加えて、上述のとおり今月 24 日に発表された 8 月 PPI は前年同月対比▲0.6%で、これは 2016 年 9 月(▲1.1%)以来のマイナス幅で、国内の景気先行き不安を顕在化する結果となった。
- 上記要因は米中貿易摩擦の影響によるもの大きい、米中関係改善の糸口は未だ見えていない。また、日韓関係の悪化も顕著で、韓国が先月 11 日に日本を WTO へ提訴したことを皮切りに、翌週には日本を輸出優遇国リストから除外することを発表した。加えて、GSOMIA の破棄による米国との関係悪化も韓国の貿易環境および、韓国経済への更なる悪影響を及ぼす可能性もある。
- かかる状況下、韓国銀行(BOK)理事会内で消費者のインフレ心理の毀損を指摘し、更なる利下げ余地があると考えているメンバーもいる。8 月会合では利下げは見送られたが、米国の 9 月 FOMC での利下げ決定等を踏まえ、次回 10 月会合で政策金利を 25bp 引き下げ、過去最低に並ぶ 1.25%とみる市場参加者も少なくない。
- 今後の見通しについては、米中貿易摩擦が続く中、月初から発表される 7-9 月期の CPI や貿易収支などの主要経済指標の結果が大きな為替変動要因となる。加えて、国内外のイベントにも注意が必要で、国内については来月の BOK による追加の利下げの有無、国外については米国や日本との通商状況や、北朝鮮の非核化交渉の進展等がメインテーマとなる。上述の通り、直近の経済指標の悪化と BOK 今後の動向を鑑みると、KRW 高は期待しにくく、KRW は年内 1170 - 1240 のレンジでの推移を見込む。

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: 主要債券指数に残留

マーケット・エコノミスト

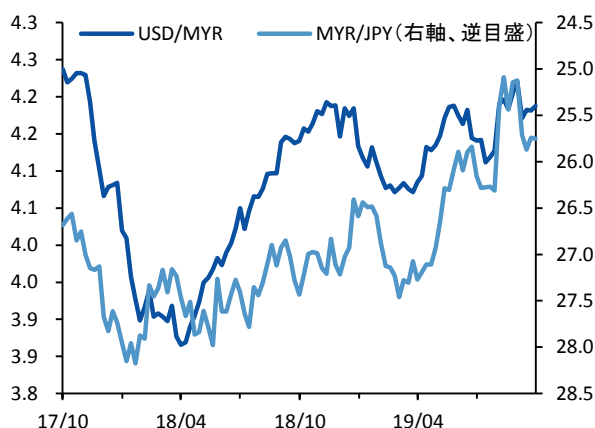
多田出 健太

+81 3 3242 7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

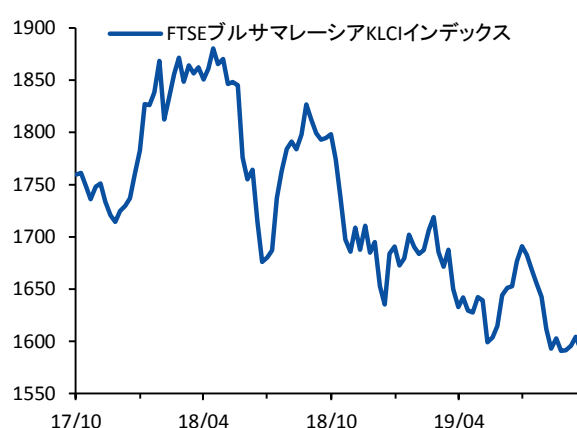
- 9月のMYRは上昇した。月上旬は、5日に米中両政府が10月初旬にワシントンで通商協議を開催することで合意したことなどからMYRは4.22台から4.17台まで上昇。さらに、11日に米国が10月1日に予定していた関税引き上げを10月15日に延期すると発表したことを好感し、13日にかけて4.16台前半まで値を上げた。その後は下旬にかけて、サウジアラビアの石油関連施設爆撃やタカ派な米FOMC結果などを背景に上げ幅を削り、4.18台まで値を下げている。
- 7月の輸出は前年比+1.7%（6月：同▲3.4%）と増加した。前月比でも+10.9%と大幅に増加したものの、2か月連続で減少していた反動が出たとみられる。主力の電気・電子機器や液化天然ガスが全体の伸びをけん引した。他方、輸入は前年比▲5.9%（6月：同▲9.0%）と2か月連続で減少した。資本財のほか、中間財や消費財も減少した。この結果、貿易収支は142.7億リンギの黒字と、前年同期（81.3億リンギ）から黒字幅が拡大した。
- 7月の鉱工業生産は前年比+1.2%（6月：同+3.9%）と伸びが鈍化し、前月比では▲0.4%（6月：同▲1.1%）と3か月連続で減少した。鉱業が前年比▲8.4%（6月：同+4.6%）と約1年ぶりの大幅な落ち込みとなったが、主要な油田のメンテナンス作業による一時的なものとみられる。製造業は同+4.0%（6月：同+3.8%）、電力も同+2.0%（6月：同+1.7%）とそれぞれ前月から加速した。
- 8月の消費者物価指数（CPI）上昇率は前年比+1.5%と7月の同+1.4%からやや加速した。変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率も同+1.7%と前月から横ばいとなった。9月は前年に売上サービス税（SST）の再導入されたベース効果で下押し圧力がかかる見込みである。
- マレーシア中央銀行（BNM）は12日の金融政策委員会（MPC）で、翌日物政策金利を3.00%に維持することを決定した。BNMは、世界経済が減速する中、内需が経済成長を支援するとの見解を示し、今年の経済成長見通しを+4.3～4.8%で据え置いた。ただし「貿易摩擦の悪化、世界・国内環境の不透明感、コモディティ関連セクターの低迷長期化に伴う一段の下振れリスクがある」と指摘した。
- FTSE ラッセルは26日、定例レビューの結果を公表した。マレーシアは世界国債インデックス（WGBI）の構成銘柄に残ったが、監視リスト入りは継続する。
- FRBのハト派傾斜がMYRのサポート材料となりそうだが、引き続き米中通商協議の行方や中国の景気減速懸念などがMYRの上値を抑制しよう。

図表 11: マレーシアリンギ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、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: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:2 会合連続で利下げ

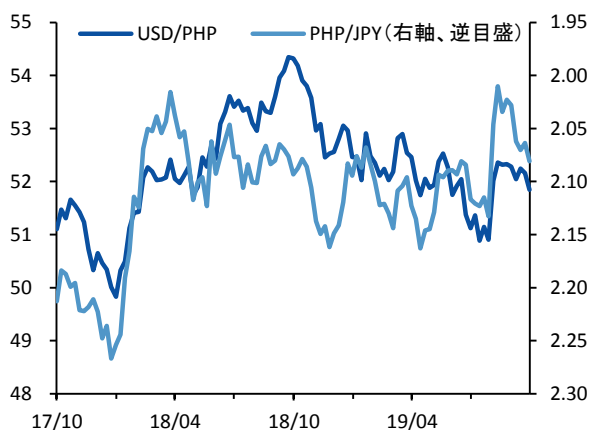
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の PHP は 51 台後半～52 台前半の間で推移した。月初、52.10 台で推移していたが、米中貿易摩擦への楽観的な見方がサポート材料となり、一時 51.70 台まで上昇した。月央、サウジアラビアの石油施設が攻撃されたことを受け、リスクセンチメントが悪化し 52.30 台まで下落した。26 日にフィリピン中央銀行 (BSP) が利下げを実施したが、市場予想通りで影響は限られ、その後は 51.70 台まで上昇し、51.80 台で越月した。
- 8 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+1.7%と 7 月 (同+2.4%) から大幅に伸び低下し、2016 年 8 月以来の低い伸びとなった。内訳を見ると、食料品価格の下落が CPI 全体を押し下げた。コメの輸入制限撤廃などで供給が安定し、価格が低下したことなどが背景にある。また、原油価格の下落を受け輸送・通信費も低下した。食料品価格は引き続き安定した推移が予想され、CPI は低水準を維持するだろう。リスクは台風による農業への影響が挙げられる。
- フィリピン中央銀行 (BSP) は 26 日に金融政策会合を開催し、市場予想通り政策金利を 25bp 引き下げ 4.00%にすることを決定した。2019 年 5 月から 3 回にわたり合計 75bp の利下げを実施した。声明文で BSP は今回も物価上昇圧力の緩和を利下げの理由として挙げた。2020 年の物価見通しについて従来は上下にほぼ均衡としていたが、今回の声明文では中東の地政学的な緊張により原油価格が上昇していること、アフリカ豚コレラの流行による食品価格への影響を背景に上振れリスクに挙げた。
- 成長見通しについては引き続き、世界経済のリスクに対し警戒姿勢を示しつつも、国内の堅調な支出と政策改革の進展が世界経済による逆風への緩衝材になるとした。BSP のジョクノ総裁は「物価見通しは落ち着いており、経済成長を支援し、市場でも信認を高めるため、一段の利下げ余地があると BSP は認識している」と述べた。
- 7 月の貿易統計は輸出が前年比+3.5%と 6 月 (同+1.5%) から加速した。輸入は同▲4.2%と 6 月 (同▲10.4%) から大幅に改善した。この結果、貿易収支は 33.9 億ドルの赤字となり、前年同月 (40.2 億ドルの赤字) から改善した。国家経済開発庁 (NEDA) は声明で、「米中貿易摩擦の中でも貿易は堅調に推移している」と説明した。
- FRB の利下げが PHP をサポートするだろう。しかし、経常収支の悪化が続いているため上値は限定的と考える。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

タイ: BOT は政策金利を据え置き

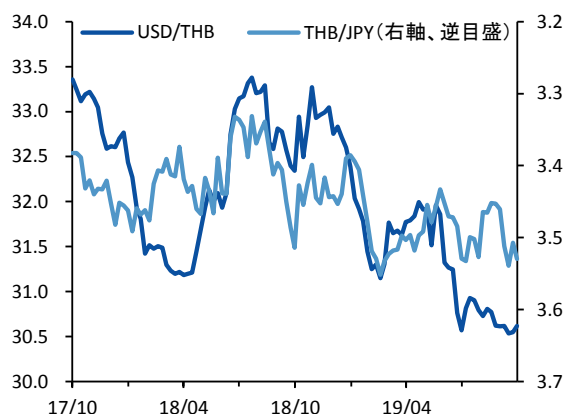
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

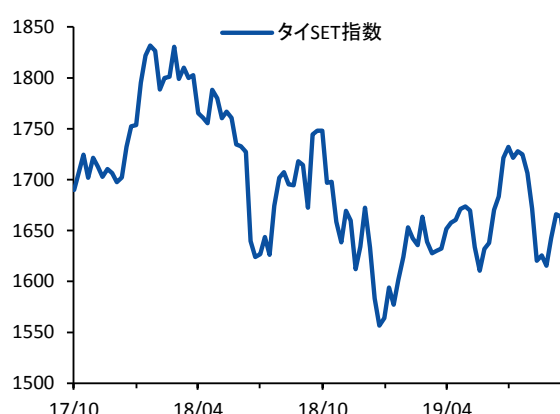
- 9 月の THB は一時 30.30 台まで上昇した。月初 30.60 台で推移していたが、12 日に米国が一部対中関税措置を延期するとの報道を受けリスクオンムードが広がり 30.30 台まで値を伸ばした。その後、サウジアラビア石油施設が攻撃され、リスクセンチメントが悪化し値を下げた。月末は 30.60 台で取引を終えた。
- 8 月消費者物価指数は前年比+0.5%と 7 月(同+1.0%)から伸びが低下し、インフレ目標(+1~4%)を下回る結果となった。内訳をみると、食品・飲料価格の上昇が全体を押し上げたが、原油価格の下落により輸送・通信料価格が下落したため、2019 年 1 月(同+0.3%)以来の緩やかな伸び率となった。
- 8 月消費者信頼感指数は 73.6 と 7 月(75.0)から低下し、6 か月連続で悪化している。タイ商工会議所大学(UTCC)は、政府が大規模な景気刺激策を打ち出したものの、消費者は現在と将来のタイ政治の安定性に不安を抱えていると指摘した。また、経済の回復の遅れと購買力の停滞、米中貿易摩擦の激化による世界経済の不透明感も指数を押し下げたと説明している。
- 8 月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲4.0%と 7 月(同+4.3%)からマイナスに転じた。輸入も同▲14.6%と 7 月(同+1.7%)から減少した。この結果貿易収支は+20.5 億ドルの黒字となった。米中貿易摩擦は引き続きタイの輸出の重しとなっている。
- タイ中央銀行(BOT)は 25 日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を 1.50%に据え置くことを全会一致で決定した。前回会合(8 月 7 日開催)では 25bp の利下げを実施していた。声明文ではタイ経済は輸出の減少が内需に影響を与えていることから、以前の見通しよりも低水準で成長しているとの見解を示した。現在の政策金利は緩和的で成長に寄与し、インフレ率の上昇を支援すると述べている。貿易相手国の通貨に対しての THB 高に懸念も示唆した。BOT は 2019 年と 2020 年の成長見通しをそれぞれ引き下げた。
- 政府は 10 日の経済閣僚会議で、米中貿易摩擦を背景にタイへの生産拠点の移転を促進する新政策パッケージ「タイランド・プラス」を正式に承認した。タイに移転する企業への税制上の優遇措置が柱となり、早期の投資決断を促し、ハイテク企業の移転を促進する内容となっている。
- FRB の利下げが THB を下支えするだろう。他方、米中貿易摩擦が激化し輸出への影響が大きくなれば、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:材料は希薄化、もしくは交錯で方向感欠く

シニア為替ストラテジスト

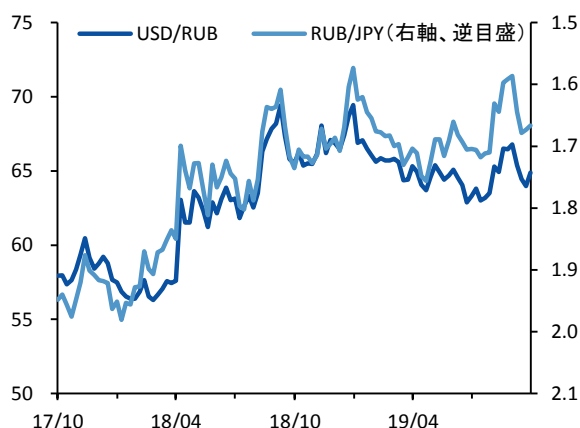
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

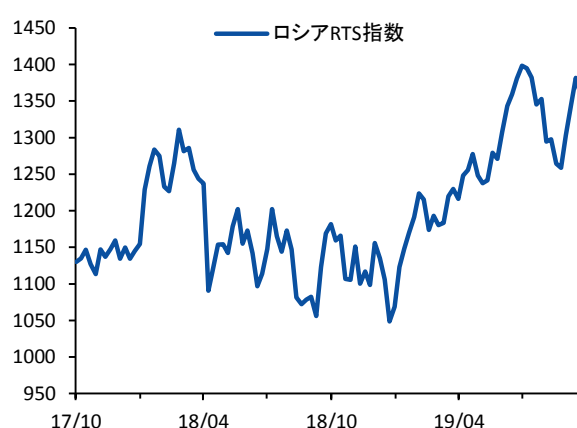
- 9 月の RUB は上昇。3 日につけたで 67.092 (対 USD) を安値に、月央までに 63.610 まで 5.5% の上昇を見せ、そのまま高値圏で引けた。
- 3 日、4 日、16 日、24/25 日など、この間、RUB は原油との連動を随所に見せたものの、月を振り返れば、原油の小幅上昇に対し RUB は明確な上昇で、引き続き、その相関は必ずしも高いとは言えなかった。
- 16 日の原油急騰は、14 日起きたサウジアラビア製油施設への攻撃を材料としたが、その後、同製油施設の復旧が思いの外迅速に進むとの思惑が広がり、原油価格は月末までに概ね事件前の水準まで戻ってしまった。
- 12 日の ECB 理事会は概ね市場予想に見合う金融緩和、18 日の FOMC の利下げは予想通りだったものの「追加緩和については期待した程積極的でない」といった評価がされた。名目高金利だけでなく、実質金利も厚く乗ったロシア国債 (OFZ) などキャリー取引の運用資産を持つ RUB にとって、調達通貨に属する EUR、USD の金利低下は明確な買い材料と言えただろう。
- 同じ文脈で、5 日のロシア 8 月 CPI の小幅下振れや週次 CPI の下振れ傾向は RUB 押し上げ要因になったし、6 日のロシア中銀 (CBR) による利下げも、市場予想に沿った結果ではあったものの、明確な RUB 高につながった。
- ただ、主要通貨や他の新興市場通貨が、この間も、米中貿易交渉を巡る思惑や主要中銀の金融政策動向などに神経質な反応を示したのと比較すると、RUB はどこか市場の関心外といった印象は否めなかった。
- ひとつには、大きな攪乱要因であった米による対ロシア経済制裁に関し、市場に「慣れ」が広がったのに加え、警戒感そのものが低下したことが影響したと考えられた。米政権が米中貿易交渉、(サウジアラビア製油所攻撃を契機とした) イランとの緊張、大統領弾劾など、他の政治課題に忙殺され、ロシア制裁まで手が回らないとの読みには、一定の説得力もあったのではない。
- ロシア要因では、昨年 1 月の付加価値税率引き上げのベース効果が年明けから払拭されること (物価押し下げ要因)、来年初にもその流動的資産 (現預金など) が GDP 比 7% を超える国家福祉基金を活用した財政出動などが中期的な注目要因となろう。ただし、物価押し下げによる利下げ期待と、財政出動による景気浮揚とは、いずれも RUB 押し上げ要因と読めるものの、本来、同時には成立し難い要因である点には留意が必要と思われる。

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: 市場の忍耐が尽きる前に成果を期待

シニア為替ストラテジスト

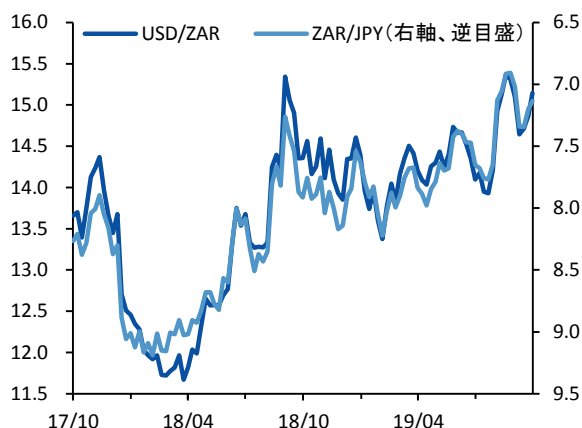
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

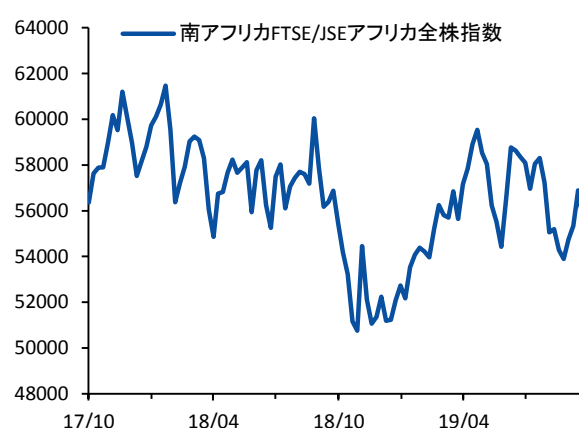
- 9 月の ZAR は、上昇先行後、反落。対 USD、対円共小幅水準を切り上げた。
- ZAR 高先行のきっかけは、南ア 4~6 月期 GDP (3 日)。消費の堅調などを背景に、2 四半期連続の前期比マイナス(景気後退)回避は確実視されていたが、発表(前期比年率+3.1%)は市場予想(同+2.5%)を明確に上振れた。
- ECB や FRB による積極的な金融緩和が期待されたことも、この間、ZAR には追い風になったものと考えられた。実際に ECB は、12 日、預金ファシリティ金利の引き下げ、資産購入策の再開など、一連の金融緩和策を発表した。
- しかし、18 日の FOMC 発表を前に ZAR は反落。14 日のサウジアラビア製油所攻撃を受け、週明け 16 日に原油価格が急騰。燃料純輸入国である南アの貿易/経常収支への影響が懸念されただけでなく、米やイランを巻き込んだ地政学的リスクの高まりも ZAR にとっては悪材料と考えられた。
- 攻撃を受けた製油施設の速やかな復旧が期待されたことで原油価格はほどなく反落したものの、ZAR の軟調推移はその後変わらなかった。18 日に発表された FOMC の結果は、市場予想に見合う内容と言えたが、理事の見通しが割れていた上、パウエル議長の発言が(7 月に続いて)追加利下げの可能性を示唆しなかったと読まれ、その後の USD 堅調を招いた。
- 19 日、南ア準備銀(SARB)は政策金利を 6.50% に据え置き。市場の一部に利下げを見込む声があったことに加え、短期金利市場は利下げの可能性を 50% ほど見込んでいたことから、これは「失望」を買う結果と言えた。前後して ZAR は、南ア国債の下落に連れる格好で軟調推移を続けた。
- 目先は 10 月末の中期予算政策声明(MTBPS)発表や 11 月 1 日に予定される大手格付会社による南ア国債格付見直し結果発表などの注目材料が相次ぐ。また、電力供給不安の核心にあり、南ア財政悪化の最大の懸念材料でもある南ア電力公社(Eskom)の経営再生計画の発表も期待されている。
- 5 月の総選挙では一定の「勝利」を収め、改革推進に向けた国民の信任を得たはずのラマポーザ大統領だが、その後、改革の進捗ははかばかしくない。
- 物価安定と SARB 利下げ観測は、ZAR にとって唯一明確な支援材料と言えようが、それも ZAR の安定あってこそ。市場の忍耐も尽きかけており、早晩にも Eskom 再建、財政再建、格下げ回避などの「成果」を示すことができれば、ZAR 安と(輸入)物価高騰の悪循環が、足下の安定を壊しかねない。

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：目先の膠着と中期的な TRY 安

シニア為替ストラテジスト

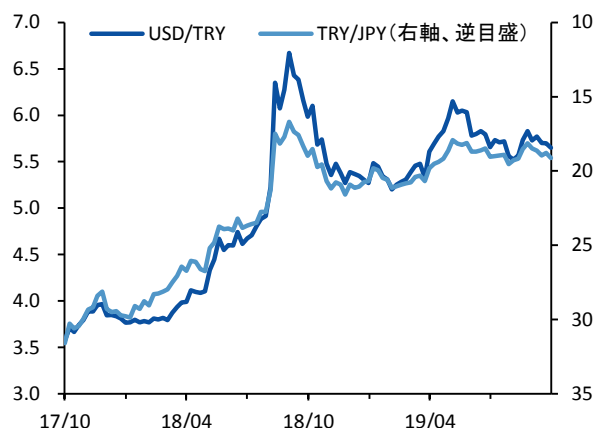
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

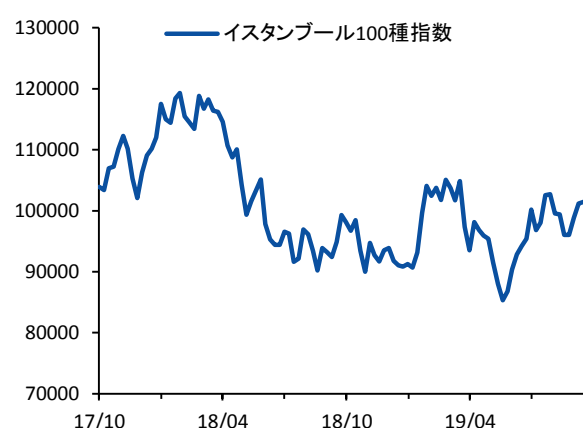
- 9月のTRYは、堅調な滑り出しから、対USDでは狭い値幅における膠着、対円では緩やかながらも堅調推移を支配的とした。
- 2日発表されたトルコ4～6月期GDPを好感してTRYは堅調な滑り出し。同指数は、季調済前期比年率+0.4%予想のところ、同+1.2%と発表された。
- 注目されたトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、12日、政策金利(1週間物レボ金利)を19.75%から16.50%に引き下げた。
- 足下物価の下振れ(8月CPIは7月の前年比+16.65%から同+15.01%に減速)、エルドアン大統領の相次ぐ「大幅利下げ要求発言」などを受け、大幅利下げは予想されたところであったが、325bp幅の利下げは、-275bpを中心に形成された市場予想を上回る大幅利下げと見做すことができた。
- ただし、「予想外の」大幅利下げが相応に予想されていたこともあり、国債利回り急落(価格は急騰)やTRY上昇を誘った7月利下げと異なり、今般の利下げが、トルコ国債やTRYに与えた影響は限定的にとどまった。
- 14日に起きたサウジアラビア製油所に対する無人機攻撃は、イランを中心とした中東の地政学的リスクの高まりという意味でも、原油価格高騰(トルコは燃料の純輸入国)という意味でも、TRYには悪材料と読めたものの、製油能力の速やかな回復が見込まれたこともあり、直後の一時的なTRY急落を除いて、TRYはその後比較的安定した値動きを続けている。
- ムニューシン米財務長官が、9日、トルコ向け経済制裁の導入を示唆した一方で、エルドアン大統領は「(ロシア製)Su-57戦闘機を購入する(8月29日)」「核弾頭を搭載できるミサイルを持つ(9月4日)」などと穏やかならぬ発言を繰り返していたが、21日には「引き続き(米製)パトリオットミサイル購入に関心はある」などと、その意図の読み難い、交錯した発言をしていた。
- 9月CBRT金融政策委員会の議事録(19日)が、追加利下げに慎重な姿勢を示した一方、エルドアン大統領が「物価と金利は近々ひと桁に下落(8日)」などと述べたのも、同大統領とCBRTの思惑の食い違いを示唆する。
- CBRTは外貨預金に対する預金準備率引き上げたり、TRY預金準備に対する付利を企業向け融資の伸びに紐付けたり、TRY安抑制、信用拡大(による景気浮揚)に必死の姿勢を見せるものの、上述、様々な不透明感の下で、国外からのトルコ向け投資が早晚活性化する可能性は見通し難い。

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 100 種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 中銀はさらなる利下げを示唆

マーケット・エコノミスト

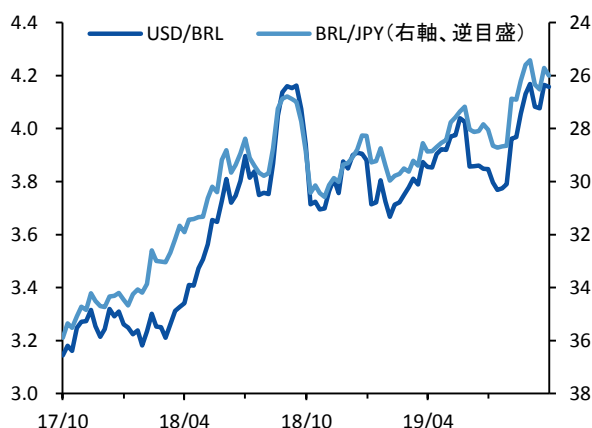
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の BRL は行って来いの展開。月初に米中間の緊張の高まりから BRL は 4.19 近くまで下落した後、米中に緊張緩和の動きがみられた中旬にかけて 4.02 台まで反発。ただ、下旬は中東情勢を受けたリスク回避や FOMC 後のドルじり高、ブラジルの追加利下げ観測、年金改革法案の採決の遅れ等から BRL は一時 4.19 台まで再び下落した。その後やや戻し、4.15 台で月末を迎えた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 18 日、政策金利(Selic)を 50bp 引き下げて過去最低となる 5.50%とした。景気減速を背景とする主要国の金融緩和と抑制されたインフレ環境に、国内の構造改革(年金改革)の進展が加わり、追加利下げに踏み切った。基本見通しの悪化リスクがやや和らいだとの 7 月会合の文言を削除、リスクは両方向と再確認。追加利下げを示唆した。BCB の市場サーベイ(27 日時点)によれば、2019 年末の政策金利は 5.00% (中央値)である。
- 7 月経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比▲0.16%と前月(同+0.34%)から減速。輸出の持ち直しが鈍く、鉱工業生産は 3 か月連続で前月比マイナスと、景気低迷が続く。一方、7 月小売売上高が前月比+1.0%と市場予想(同+0.2%)を大きく上回り、3 か月連続でプラスとなった。政府が各種積立基金(勤続年数補償基金や社会統合基金、公務員厚生年金)から一部引き出しを認めた効果が出てきた可能性がある。上述の BCB の市場サーベイによれば、2019 年の実質 GDP 見通し(中央値)は前年比+0.87%と 8 月 23 日時点(同+0.80%)から小幅に上方修正された(2020 年は同+2.10%→同+2.00%)。
- 年金改革法案は上院委員会が 4 日に可決し、本会議に送られた。上院は財政効果で 1.3 兆リアル規模の法案成立を目指しており、①下院での再審議を必要としない法案(同 0.9 兆リアル)と②追加案(同 0.4 兆リアル)に分けて審議し、①の法案を先行して成立させる方針。24 日に予定されていた 1 回目の採決は 10 月第 1 週に持ち越されたが可決される見通し。2 回目の採決(現状の予定:10 月 10 日)でも可決されれば 10 月中旬にも公布される見通しだ。
- 当面は、年金改革審議の進展と追加金融緩和による政策面での好循環が強化されてくるかがポイントになる。進展中の国営企業民営化や、税制改革(議会は 2020 年前半の法案成立を目指す)も追い風となる。一方、大統領の支持率低下や、アマゾンの火災問題を巡る欧米との対立の行方、燃料価格維持で生じる国営石油公社(Petrobras)の財務負担の影響等には注意したい。
- かかる状況下、BRL については年内 3.80~4.20 のレンジ推移を想定する。

図表 23: ブラジルリアル相場(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: 8 月に続き利下げに踏み切る

マーケット・エコノミスト

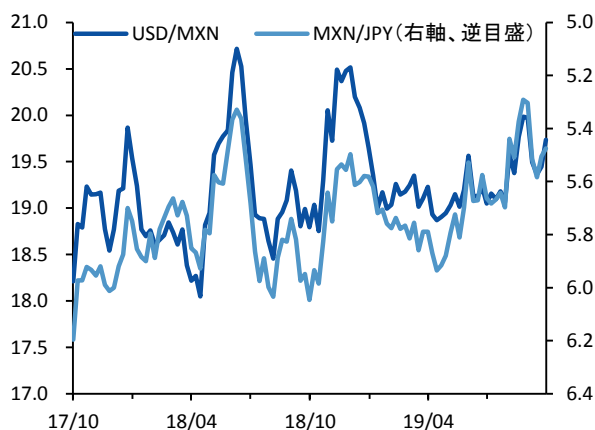
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

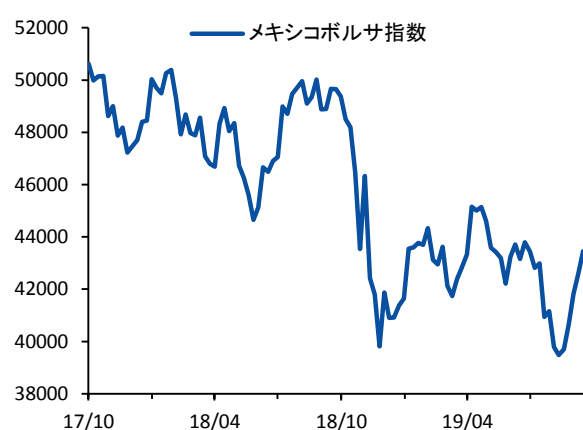
- 9 月の MXN は前月比で反発。20.0 台で取引を開始後、香港や英国の情勢改善期待と米中の緊張緩和の動きに、財政健全化路線の継続や不法移民問題を巡る緊張緩和といった国内要因が重なり、中旬にかけて一時 19.4 台まで MXN 高が進んだ。下旬は中東情勢を受けたリスク回避や FOMC 後のドル値高、追加利下げ実施でやや戻し、MXN は 19.7 台で月末を迎えた。
- 財務公債省は 8 日、2020 年度予算案を発表、基礎的財政収支は GDP 比 0.7% の黒字が目標とされた。暫定案の同 1.3% からは引き下げられており、財政面からの景気下支えが配慮されたとみられる。もともと、税収等の歳入が見通しを下回れば緊縮圧力がかけらる。前提となる成長率見通し(2019 年: 前年比 +0.6~1.2%、2020 年: 同 1.5~2.5%)等は楽観的との指摘もある。
- 7 月経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比 ▲0.14% と 4 月以来のマイナスに転じた。現政権の経済政策や対米関係(不法移民問題を巡る追加関税、新 NAFTA 批准)の不透明感が重しとなっている。メキシコ中銀(Banxico)の 8 月市場サーベイによれば、2019 年が前年比 +0.50%、2020 年は同 +1.39% と、7 月(それぞれ同 +0.79% と同 +1.47%)からさらに下方修正された。
- Banxico は 26 日、8 月に続き利下げを決定。政策金利(翌日物金利)を 25bp 引き下げて 7.75% とした。経済面の緩み、各国での利下げの動き、インフレ率とその見通しが目標レンジ(前年比 +3% を中心に ±1%) に収まっていることが、追加利下げを促したようだ。2 名の委員は 7.50% までの利下げを主張した。
- 政策の判断材料となるインフレ率について、上下両方向のリスクに警戒が必要で、通貨ペソの動向がカギを握るとの姿勢を維持した。市場でのリスク回避や財政面での信認低下等がペソ安につながればインフレ率は上昇、金融相場の強まりや米国との関税問題の後退等でペソ高となれば低下となりうる。
- 市場では 2019 年末にかけて 25bp の追加利下げが予想されているが、不透明要因も残る。国営石油公社(Pemex)の債務・格付問題については、政府による支援(資本注入や減税)のほか債務の長期化が図られる等、同問題の沈静化に向けた取り組みには市場も好反応を示している。ただ、同社の利払い負担は非常に大きく、生産拡大への投資不足も指摘される。「財務不安→追加支援」と「原油生産停滞→歳入不足」という経路で、国庫負担増(財政悪化)やペソ安(インフレ上昇圧力)が生じるシナリオには引き続き注意したい。
- かかる状況下、MXN については年内 19.0~20.5 のレンジ推移を想定する。

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

		2019年 1～9月（実績）	SPOT	2019年 12月	2020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)	6.6546 ～ 7.1876	7.1483	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8380	7.85	7.84	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.408	70.869	70.8	69.5	68.5	67.5	68.0
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14195	14300	14100	14050	14100	14000
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1196.38	1210	1190	1170	1170	1170
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1877	4.18	4.12	4.05	4.00	3.95
フィリピンペソ	(PHP)	50.789 ～ 53.025	51.844	52.5	52.5	52.3	51.5	50.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3822	1.39	1.36	1.35	1.34	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.526 ～ 31.731	31.041	31.25	31.00	30.75	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.36 ～ 32.51	30.60	31.5	31.2	30.9	30.5	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23203	23350	23280	23400	23300	23380
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.9172	64.00	65.00	66.00	65.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	15.1454	14.60	14.40	14.20	14.00	13.80
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.6508	6.00	6.20	6.40	6.60	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.1570	4.10	3.90	3.80	3.90	4.00
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.7392	19.50	19.25	19.25	19.50	19.75
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.114	14.58	14.44	14.41	14.37	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.788	13.38	13.27	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.525	1.48	1.50	1.50	1.51	1.47
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.761	0.734	0.738	0.733	0.723	0.714
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.019	8.68	8.74	8.80	8.72	8.55
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	25.751	25.12	25.24	25.43	25.50	25.32
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.081	2.00	1.98	1.97	1.98	1.97
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	78.18	75.54	76.47	76.30	76.12	74.63
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.482	3.36	3.35	3.35	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.569	3.532	3.33	3.33	3.33	3.34	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4657	0.45	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.665	1.64	1.60	1.56	1.57	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.135	7.19	7.22	7.25	7.29	7.25
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	19.118	17.50	16.77	16.09	15.45	15.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	25.999	25.61	26.67	27.11	26.15	25.00
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.475	5.38	5.40	5.35	5.23	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 1 日の 8 時 10 分頃。2.実績値はブルームバークの値。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(9 月 30 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーク、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。