

2019 年 11 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 引き続き米中協議の行方睨み	2
中国: ひとまず特定分野で暫定合意	3
インド: 5 会合連続利下げ実施も緩和姿勢は継続	4
インドネシア: BI はハト派姿勢を維持	5
韓国: BOK が追加利下げを実施	6
マレーシア: アジア諸国向け輸出が減速	7
フィリピン: インフレが 3 年 4 か月ぶりの低水準に	8
タイ: 景気は減速	9
ロシア: 当面は CBR 利下げ期待で RUB 堅	10
南アフリカ: 瀬戸際の Eskom 再編、財政再建に注目	11
トルコ: 数ある悪材料のひとつが(一時)消えただけ	12
ブラジル: 議会が年金改革法を可決	13
メキシコ: ほぼゼロ成長が続く	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

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：引き続き米中協議の行方睨み

マーケット・エコノミスト

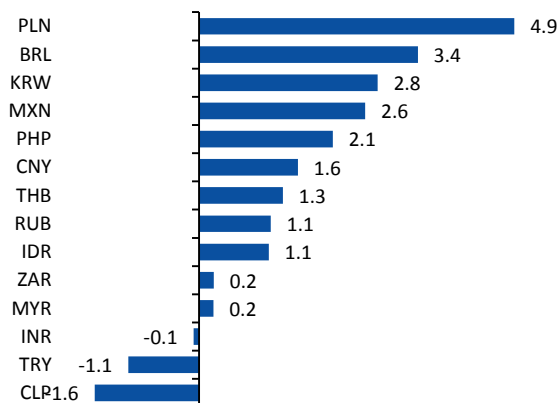
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

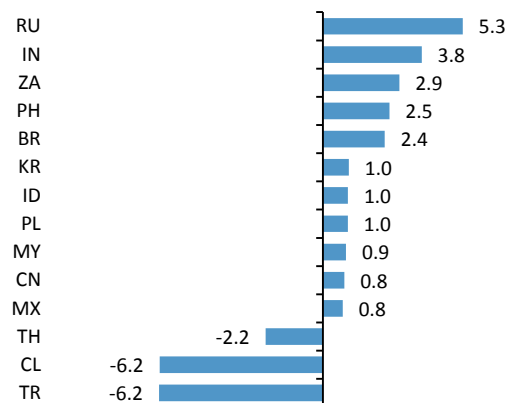
- 11 月の新興国通貨は上昇した。上旬は弱い米経済指標を手掛かりとする米追加利下げ期待がドル安を促した。中旬は、米中協議の進展期待からリスクオンの流れが徐々に強まり、新興国通貨は上昇幅を拡大。下旬は英国の合意なき EU 離脱回避への期待感も高まった。注目された FOMC も懸念されたような打ち止め感を強調するものにはならず、月末にかけても新興国通貨は総じて上昇した。MSCI 新興国通貨指数は 8 月の急落前の水準も間近となっている。
- 米中協議が再開され、11 日に通商問題における特定分野で暫定合意に至った。これに伴い 15 日に予定されていた米国の対中追加関税第 1～3 弾の追加関税率引き上げ (25%→30%) は一旦見送られた。IMF の試算によれば、米中貿易戦争が悪化すれば 2020 年の世界の成長率 (前年比+3.6%) を 0.8%pt 下押しするという。米中の歩み寄りはこの下振れリスクを後退させるものとして市場は好感した。また、英国が EU と離脱案で合意、合意なき離脱が少なくとも 2020 年 1 月末まで先送りされたことも注目された。合意なき離脱が実現すれば、2021 年の世界の成長率を 0.2%pt 押し下げるとの試算を IMF はまとめていた。
- 29～30 日に開催された FOMC では 25bp の利下げが決定され、FF 金利の誘導目標レンジは 1.50～1.75% に引き下げられた。今回の利下げも「保険」的位置づけとされた。ただ、声明文に「従来あった「景気拡大を支えるべく適切に行動する」という文言は削除され、「適切な政策金利のパスを評価していく」に替わった。パウエル FRB 議長は会見で「金融政策はちょうど良い状態」と述べた。利上げの打ち止めが示唆された格好で、市場では一時、警戒感が漂った。
- もともと、同議長は会見で「見通しを大きく変更せざる得ない場合は政策対応する」と述べ、追加緩和の可能性は否定しない姿勢をみせた。また、過去の予防的利下げ局面 (1995 年～と 1998 年～) ではその後に利上げが続いた点について、当時はインフレ率の急上昇が利上げ理由であったと説明。インフレ期待が低迷している点に触れながら、「現時点で利上げは考えていない」とした。利上げはないが利下げは否定しない、という FRB の姿勢は市場や新興国通貨にとっても「ちょうど良い」といえそうだ。
- FRB の金融政策スタンスが当面は現状維持とされそうなか、新興国通貨市場の変動要因は、引き続き米中協議の行方となる。「第 1 段階」の合意は「第 2、第 3」の合意を巡るより厳しい交渉の始まりを意味する。11 月後半以降は、そうした厳しい現実により市場が向き合わなければならない局面になりやすいと考える。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2019 年 10 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 10 月、%)



出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:ひとまず特定分野で暫定合意

マーケット・エコノミスト

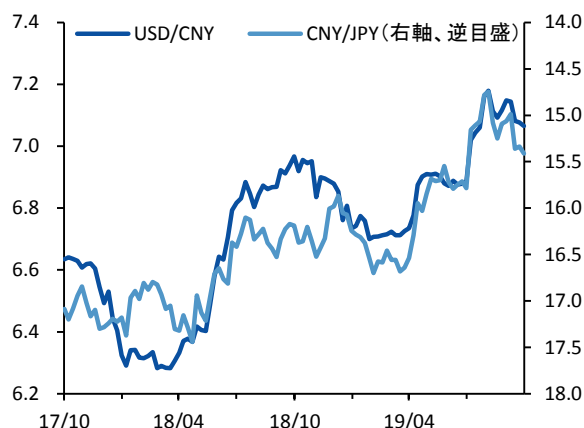
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

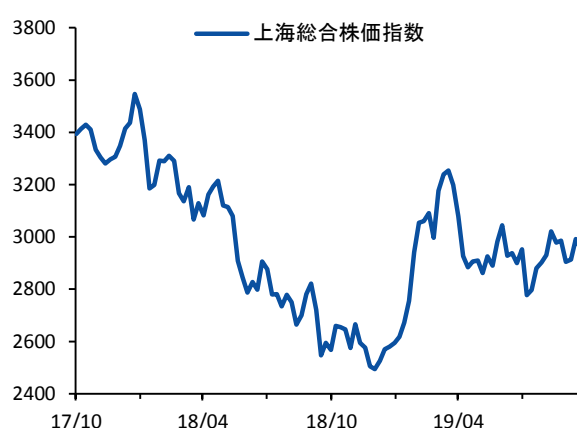
- 10 月の CNY は前月比で上昇。上旬は米国の対中規制強化の動きに CNH はやや軟調に推移。ただ、国慶節明け以降は、米中協議再開や特定分野での暫定合意、米国の追加関税率引き上げの先送り等が好感されて CNY 高が進んだ。FRB の追加利下げも追い風に、7.03 台まで上昇して月末を迎えた。
- 7~9 月期実質 GDP は前年比+6.0%と 4~6 月期の同+6.2%から減速、市場予想(同+6.1%)も下回った。1~9 月期では前年比+6.2%と、1~6 月期(同+6.3%)、1~3 月期(同+6.4%)から成長率が鈍化している。寄与度でみると、最終消費支出(1~9 月期:+3.75%pt)と純輸出(同:+1.22%pt)の低下を、総資本形成(同:+1.23%pt)の伸びで相殺しきれない状況が確認できる。1~3 月期時点ではそれぞれ、+4.17%pt、+1.46%pt、+0.77%pt、であった。
- IMF の最新の世界経済見通しでは、実質 GDP 成長率の見通しが 2019 年は前年比+6.1%、2020 年を同+5.8%と、7 月時点(それぞれ同+6.2%、同+6.0%)から下方修正された。ただ、実際のところ下振れ含みといえる。IMF によれば、米中間での追加関税措置の応酬が既に明らかにされている通りに実現すれば、中国の実質 GDP が 2020 年で 2.0%程度下振れするという。
- 10 月に再開された閣僚級協議の結果、通商問題においては特定分野で暫定合意に至り、10 月 15 日に予定されていた米国による対中追加関税第 1~3 弾の追加関税率引き上げ(25%→30%)は一旦見送られた。ただ、11 月中と見られる合意文書への署名に向けて詰めの作業が残っており、予断を許さない状況だ。包括合意間近で決裂に至った 5 月のケースも思い出される。
- 「第 1 段階の合意」は米国産農産物の輸入拡大など、両国にとって恩恵のある分野に限られそうだ。米中景気にとって重要なのは、12 月 15 日に予定されている追加関税第 4 弾の後半(9 月 1 日に先行適用された 1100 億ドル相当の輸入品に続き、1700 億ドル相当の輸入品が追加対象)の先送りだが、これには追加協議が必要だろう。実際、トランプ大統領は「第 2、第 3」の合意を目指している。
- 中国が米国の求める構造改革にどこまで譲歩するかは、中国自身の中長期的な経済政策の方針次第だ。しかし、10 月に開催された共産党中央委員会第 4 回全体会議(4 中全会)では具体的な方針決定は見送られたようだ。妥協が困難な通商分野(補助金や国有企業優遇など)や安全保障分野(エンティティリストなど)を巡る協議難航が予想され、米国が再び圧力を強めることも懸念される。
- かかる状況下、CNY は年内 7.00~7.30 のレンジ想定を維持する。

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: 5 会合連続利下げ実施も緩和姿勢は継続

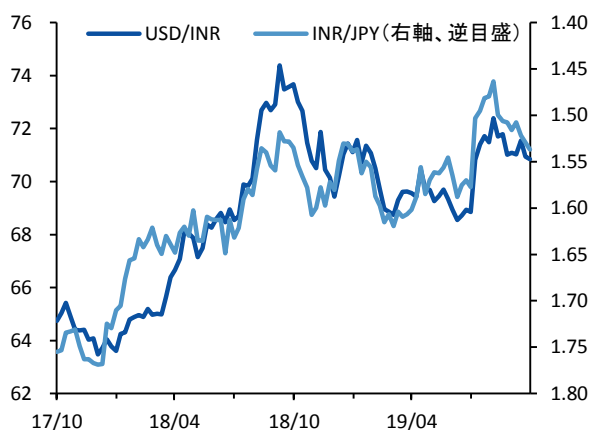
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の INR は往ってこいの展開。上旬は法人実効税率の引き下げによる通貨高が一服し、71 を上抜けるも、米国の軟調な 9 月主要経済指標の結果を受け、FRB の金融緩和期待が高まると反発し、71 割れまで上昇。中旬に国際通貨基金が世界経済見通し(WEO)で、2019 年経済成長率は 08-09 年の金融危機以来の低い伸び率になるとの予想や、米中通商合意に関する先行き不安によるリスクオフの動きが高まり、一時 71 後半まで下落したが、米中間の緊張が一服し、欧州でも英国・EU 間での早期のブレクジット合意への期待感が高まると 71 割れまで反発した後は小幅推移が続いた。
- インド準備銀行(RBI)は 4 日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利レポレートを▲25bp 引き下げて 5.15%にすることを決定し、メンバー全会一致でハト派姿勢を維持した。MPCは前回会合で「過去の利下げの効果は緩やかに实体经济に波及しているが、物価見通しが抑制されており、マイナスの需給ギャップを解消するための政策行動の余地がある」と表明するも、今回会合後は「利下げの効果が实体经济に波及するには時間を要し、既に実施した利下げの効果をみる必要がある」と表明しており、5 会合連続の利下げの効果を様子見する可能性も示唆した。しかし、足許の軟調な経済指標の結果や、MPC メンバーが全会一致での緩和スタンスを維持している以上、一定期間において(或いは6会合続いて)利下げを実施する可能性は十分に考えられよう。
- 9 月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+4.0%と 8 月の+3.3%から上昇した。内訳は食料品が 8 月の同+3.0%から同+5.1%に加速し、全体の CPI 上昇に大きく寄与したが、コア CPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は同+4.2%と 8 月の同+4.3%から鈍化した。
- 8 月の鉱工業生産指数(INIP)は前年比▲1.1%と、7 月の同+4.6%(修正後)から大きく減速し、2012 年 11 月以降最悪の結果となった。内訳は、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財は同▲9.1%(7 月:同▲2.7%)、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同+4.1%(7 月:同+8.9%)となり、投資動向を反映するとされる資本財は同▲21.0%(7 月:同▲7.2%)の減速となった。
- 今後の見通しについては、足許の軟調な経済指標や RBI が連続利下げを実施した経緯を踏まえれば、国内の景気減速感は払拭できないが、米中交渉や Brexit 巡る交渉進展によってはリスクオフの展開となる可能性があり、新興国通貨全体が上昇するリスクは引き続き注視すべきだろう。

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:BI はハト派姿勢を維持

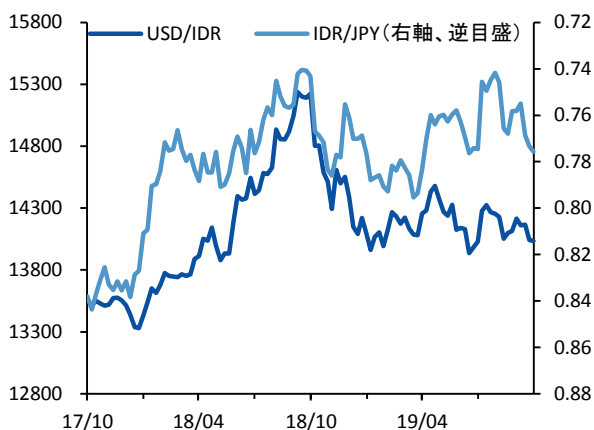
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

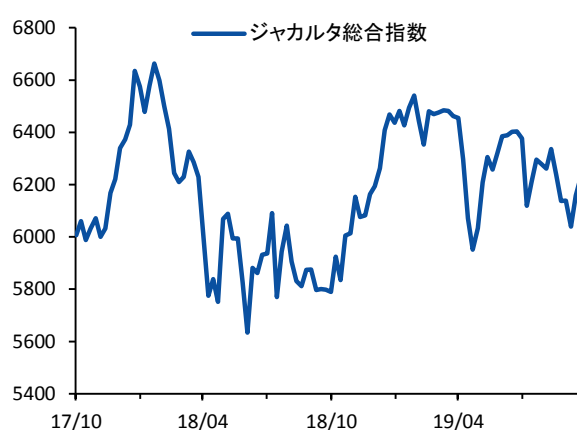
- 10 月の IDR は月後半に上昇した。月初から中旬にかけては 14100~14200 台で推移していた。しかし、22 日にスリ財務相の留任が明らかとなったことが好感され、一時 14000 を割れた。24 日にインドネシア中央銀行 (BI) は利下げを実施したが相場への影響は限定的。月末は 14000 台で取引を終えた。
- 9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +3.4% と 8 月 (同 +3.5%) から僅かに鈍化した。内訳をみると食料品価格が 8 月 (同 +5.8%) から同 +5.4% に低下したことが全体を押し下げた。インフレ率は目標 (+2.5~4.5%) の範囲内に引き続き収まっている。9 月消費者信頼感指数は 121.8 と 8 月 (123.1) から悪化した。4 か月連続で低下しているが、楽観圏 (指数 100 以上) は維持している。
- 9 月貿易統計は輸出が前年比 ▲5.8% と 8 月 (同 ▲10.0%) からマイナス幅を縮小した。また、輸入も同 ▲2.4% と 8 月 (同 ▲15.8%) から改善したが、輸出入共にマイナスの伸び率が続いている。貿易収支は ▲1.6 億ドルの赤字となった。
- BI は 10 月 23~24 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に 25bp 引き下げ 5.00% とした。BI は今年に入り 7 月から 4 か月連続、合計 100bp の利下げを実施している。今回の利下げについて BI は声明文で、インフレ率が抑制され、国内金融資産のリターンは魅力的な水準にあるなかで正当化されるとし、世界経済が鈍化する中で国内経済を刺激する予防的な措置だと述べた。
- BI のペリー総裁は先行きも金融緩和を継続する姿勢を示し、緩やかなポリシーミックスの余地はまだあると述べた。国内の経済情勢を見つつ、適正な政策を活用して規模とタイミングを決めるとし、前回会合と同様、ハト派な姿勢を維持している。インフレが低水準に収まり、引き続き IDR 相場の安定した動きが続けば、BI が年内に追加利下げを実施する可能性はあるだろう。
- 20 日にジョコ大統領とアミン副大統領の就任式が行われた。任期は 5 年となる。23 日に第 2 期ジョコ政権は発足し、経済政策を担当する主要な閣僚は留任または横滑りした格好となった。改革派として評価の高い、スリ財務相は留任となった。一方、大統領選を争った最大野党の党首プラボウォ氏を国防相に据えた。
- BI が追加利下げを実施する可能性があり、米中貿易摩擦への不透明感で 2020 年 1~3 月期まで IDR の重しとなるだろう。しかし、経常赤字縮小に向けた政策が実施されていることが IDR をその後下支えすると予想する。

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 が追加利下げを実施

マーケット・エコノミスト

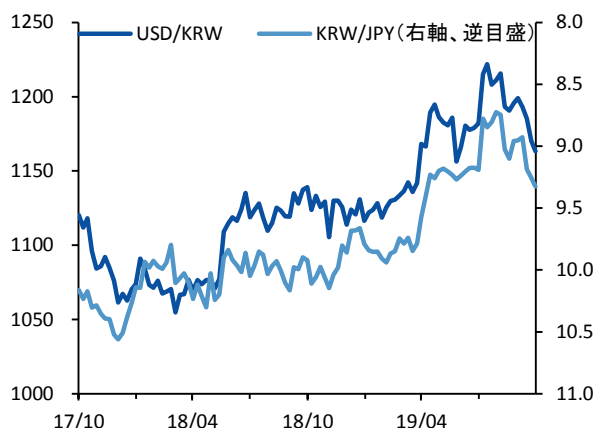
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

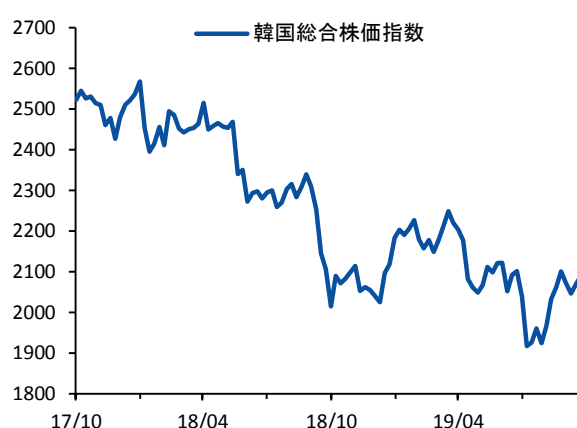
- 10 月の KRW は前月比で反発。上旬に一時 1200 台まで KRW 安が進展したもの、米中協議や英国の EU 離脱、米企業決算等を巡る懸念が和らぐにつれ、リスクオンの流れが強まった。懸案の半導体市況に底入れの兆しがあるほか、9 韓国銀行(BOK)が利下げ決定とともに追加緩和の可能性を示唆したことも支援材料。KRW 高が進み、7 月上旬以来の 1160 台後半で月末を迎えた。
- 景気は鈍い成長が続いている。7~9 月期の実質 GDP は前期比+0.4%と 4~6 月期から鈍化、市場予想(同+0.5%)も下回った。輸出の加速(前期比+4.1%←同+2.0%)は好材料だった一方、消費が鈍化(同+0.4%←同+1.0%)。公共投資の息切れが指摘される建設投資の落ち込み(前期比▲5.2%)が顕著で、投資は全体で再びマイナス成長(同▲2.3%←同+1.6%)に陥った。
- また、9 月には CPI と PPI がともに前年比マイナスとなり、デフレ懸念も一部に指摘される。韓国銀行(BOK)の実質 GDP 見通し(7 月時点、2019 年:前年比+2.2%、2020 年:同+2.5%)は下方修正含みといえる。IMF は最新の見通しで、韓国の実質 GDP について 2019 年が前年比+2.0%、2020 年は同+2.2%と下方修正した。4 月時点ではそれぞれ、同+2.6%、同+2.8%であった。
- かかる状況下、BOK は 16 日、金融通貨委員会において政策金利(7 日物レポレート)を 1.50%から 1.25%へ引き下げた。李総裁は会見で追加利下げの可能性を示唆したほか、利下げ余地が縮小した場合の「非伝統的措置」の研究にも言及し、市場に量的緩和の憶測を呼んだ。アナウンス効果も活用しながら資金流出を牽制し、追加利下げのタイミングを探るといふ姿勢がうかがえる。
- 金融緩和による景気下支えが続くというのが基本シナリオとなるが、景気のアップサイド・リスクにも注意しておきたい。まず、米中覇権争いについては、10 月に通商問題の一部で暫定合意に至った。予断は許さないものの、貿易問題での歩み寄りが今後も重ねられる可能性が出てきた。また、半導体市況に底入れの兆しが見えつつある。米国の対中制裁を巡る駆け込み需要もあろうが、次世代通信規格(5G)の商用化に関連した需要持ち直しという指摘もある。半導体大手が先行きに強気な姿勢を見せ始めた点は注目されよう。
- なお、足元の KRW 相場をみると、ひとまずセンチメントの改善を反映しつつあるようだ。もっとも、早期に期待通りの結果に至らないケースでは反動もありえる。KRW については、年内は 1140~1210 のレンジで推移し、半導体市況が回復するにつれて強含む展開を想定する。

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: アジア諸国向け輸出が減速

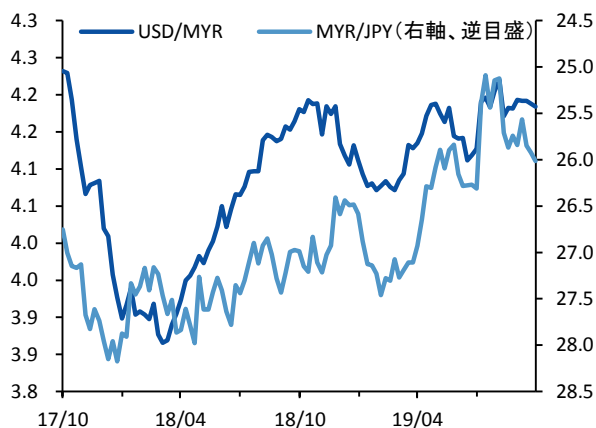
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の MYR はボックス圏での推移。上旬は前月の米国の軟調な主要経済指標の結果を受け上昇したが、自国の 8 月輸出の減少を受け反落した。その後は米中間での部分的通商合意の報道を受けてリスクオンの動きが進み、景気刺激的な 2020 年度の政府予算案が好感されると 4.18 割れまで上昇したが、国際通貨基金 (IMF) が世界経済見通し (WEO) で、2019 年の経済成長率は 08~09 年の金融危機以来の低い伸び率になると予想したことや、インドがマレーシアからの輸入抑制のため関税引き上げを講じる懸念が高まり、4.19 半ばまで反落した。その後は、英国・EU 間での早期のブレクジット合意への期待感から、月高値圏まで上昇するも、小幅推移が続いた。月末には FOMC の結果を受け、上昇し、一時月高値の 4.17 前半まで上昇した。
- 8 月の輸出は前年比▲0.8% (7 月: 同+1.7%) と市場予想の同+2.5% を大きく下回った。主力の電気・電子機器は前年比▲7.4% 減で、東南アジア諸国・中国・日本向けの輸出が伸び悩んだ。国・地域別では、中国向けは前年比▲2.8% の減少した一方で、米国向けは同+6.8% と増加した。輸入も前年比▲8.0% (8 月: 同▲5.9%) と減速した。内訳として、中間財、資本財、消費財の順でそれぞれ減速した。この結果、貿易収支 109 億リンギの黒字と、(8 月: 143 億リンギ) から黒字幅が縮小した。
- 9 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比+1.1% と 8 月の同+1.5% から減速し、生鮮食品などを除いたコア CPI 上昇率も同+1.5% (8 月: 同+2.0%) と減速した。変化が大きかった部門は食料・非アルコール飲料部門で同+2.2%、交通部門で▲2.2% となった。
- マレーシアにとって最大のパーム油輸出先であるインドがマレーシアからのパーム油輸入を制限する可能性を示唆した。マハティール首相が先月の国連総会で、インドが北部ジャム・カシミール州に特別な自治権を与える憲法を廃止したことを「侵攻、占領」と表現したことが発端で、両国間の緊張がリスク要因となり、MYR も一時下落した。パーム油はマレーシアの主要製品の 1 つであり、関税引き上げ措置が決定される場合、輸出が伸び悩むマレーシアにとって痛手となる。
- 今後の見通しについては、世界的な景気減速と米中貿易交渉が長期化する状況下、輸出依存度の高いマレーシアにとっては逆風が続く。引き続き国内景気減速感は拭えず、上値は重くなりそうで、米中交渉進展期待によるリスクオンの展開や 20 年度政府予算案の積極財政が MYR の押し上げ材料となる。

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:インフレが3年4か月ぶりの低水準に

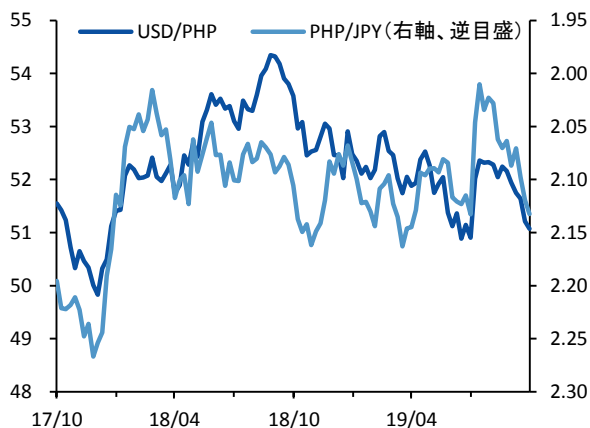
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

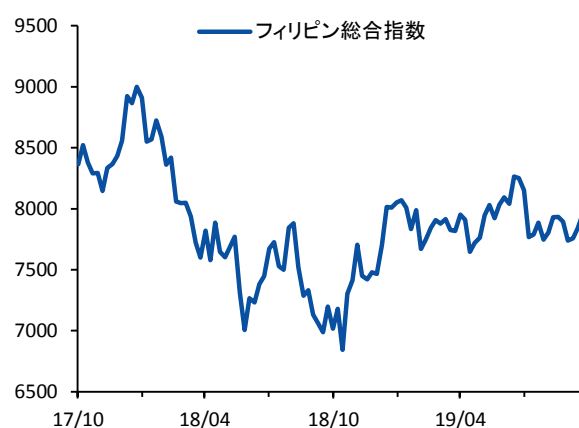
- 10月のPHPは小幅に上昇した。月初、51.80台で取引を開始し、米中閣僚級通商協議への期待から緩やかに上昇した。11日に米中閣僚級協議で部分的な合意に達したことが好感され51.40台まで上昇。その後も英国のEU離脱に関する進展や、地政学リスクの後退を受け50.90台まで値を伸ばした。30日のFOMCで市場予想通り利下げが実施され、月末は50.70台で取引を終えた。
- 9月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.9%と8月(同+1.7%)から大幅に伸びが低下し、2016年5月以来の低い伸びとなった。内訳をみると食品・飲料価格が8月(同+0.6%)から同▲0.9%とマイナスに転じた。食品の中で比率が高いコメの輸入制限撤廃による価格の下落が背景にある。一方、農業省は輸入米の関税の引き上げを計画しているため今後は物価上昇圧力が高まることを見込まれている。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金は、8月は前年比+4.6%と7月(同+7.5%)から減少したが2か月連続で前年を上回っている。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るが、世界経済の減速がOFW送金に影響を及ぼす可能性もあるため、9月以降のデータにも注目したい。
- 8月の貿易統計は輸出が前年比+0.6%と7月(同+3.5%)から減少したが、5か月連続でプラスの伸びを維持している。一方、輸入は同▲11.8%と7月(同▲4.2%)からマイナス幅を拡大、5か月連続でマイナスの伸び率となった。貿易収支は24.9億ドルの赤字となり、前年同月(36億ドルの赤字)から改善したが、国家経済開発庁(NEDA)は声明で、「貿易拡大のためには、競争力のある製品の輸出支援を強化する必要がある」と述べた。また、「貿易赤字が縮小する一方、製造業の部品輸入が減少していることは懸念材料」と指摘した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は24日に、預金準備率を100bp引き下げ14%にする と発表した。流動性拡大と経済成長支援を狙い、12月第1週から実施する。ジョクノBSP総裁は自身の任期が終わる2023年までに預金準備率を1桁台に引き下げると繰り返し主張している。
- FRBの利下げが一時的にはPHPをサポートするだろう。しかし、インフラ支出の拡大を背景に経常収支の悪化が続くと予想され、2020年1~3月期まではPHPは軟調となる見込みだ。

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: 景気は減速

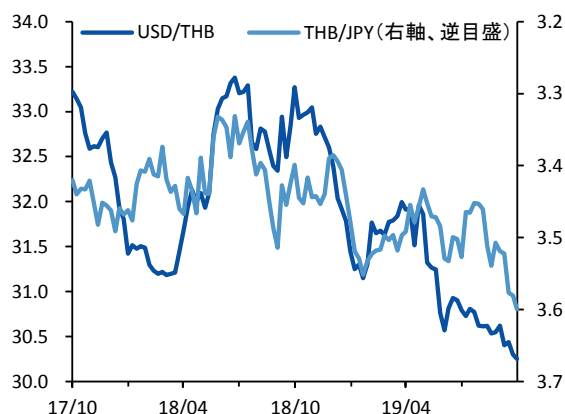
大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

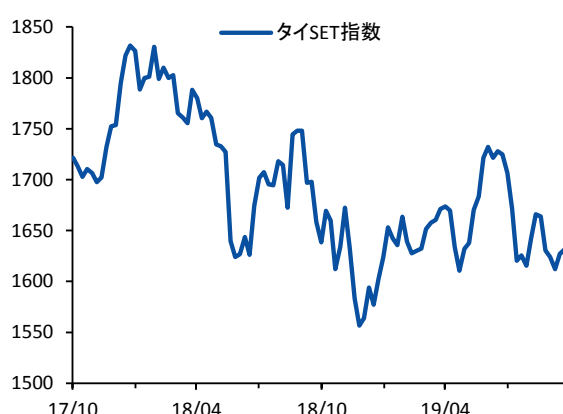
- 10月のTHBは上昇した。月初、30.60台で推移していたが米経済指標の冴えない結果や、米中閣僚級通商協議への期待を背景に底堅く推移した。その後も英国のEU離脱に関する進展などがサポート材料となり、30.10で越月した。
- 9月消費者物価指数は前年比+0.3%と8月(同+0.5%)から伸びが低下し、2か月連続での鈍化となった。内訳をみると、8月に引き続き食品・飲料価格の上昇が全体を押し上げたが、輸送・通信価格が鈍化したため、緩やかな伸び率となり、インフレ目標(+1~4%)を4か月連続で下回っている。
- 9月消費者信頼感指数は72.2と8月(73.6)から低下した。7か月連続で悪化しており、2016年6月以来の最低水準となった。タイ商工会議所大学(UTCC)は、政府が多く景気刺激策を打ち出しているものの、消費者がタイ政治の安定性や、タイ経済と消費者の購買力の回復遅れ、米中貿易摩擦や英国のEU離脱などを巡る世界経済の不安定化に懸念を抱えていることが指数を押し下げたと指摘した。
- 米中貿易摩擦への懸念は引き続きタイの輸出の重しとなっている。9月貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲1.4%と8月(同▲4.0%)からマイナス幅は縮小したが2か月連続でマイナスの伸び率となった。輸入も同▲4.2%と8月(同▲14.6%)からマイナス幅は縮小したが依然として冴えない動きとなっている。貿易収支は12.8億ドルの黒字となり、黒字を維持した。
- タイ中央銀行(BOT)のウィラタイ総裁は10日に、タイは景気後退に突入しているわけではなく、成長ペースが遅く、潜在成長率を下回っているだけとの見解を示した。同総裁は金融政策委員会(MPC)がTHB高を非常に懸念しているとし、THB高の抑制に向けた追加対策の計画をしていることを明らかにした。
- 米通商代表部(USTR)は25日、タイの労働者の権利保護が適切に行われていないとして、電子部品や水産物など13億ドル分の一般特惠関税制度(GSP)を2020年4月25日から停止すると発表した。タイの景気は減速しており、対米輸出が困難になれば打撃となる。また、米国の対中制裁関税を受けて日系企業などが中国からタイに生産移管する動きへの影響も懸念される。
- USTRによるGSPの一部停止は短期的にTHB安要因となる可能性がある。また米中貿易摩擦への不透明感も重しとなり、2020年1~3月期まで軟調推移を予想する。他方、中長期的にはFRBの利下げに伴うドル高修正や、高水準の経常黒字を背景にTHBは上昇するだろう。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア:当面は CBR 利下げ期待で RUB 堅

シニア為替ストラテジスト

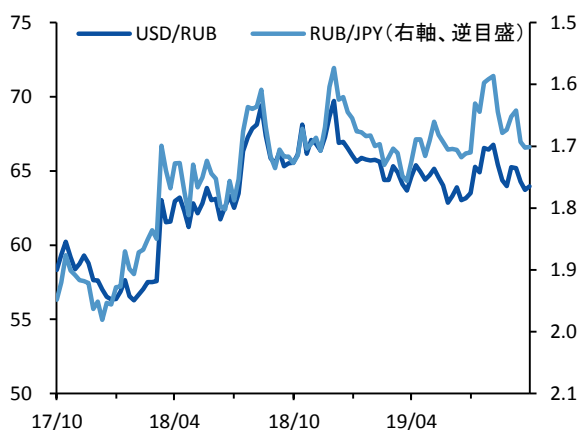
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

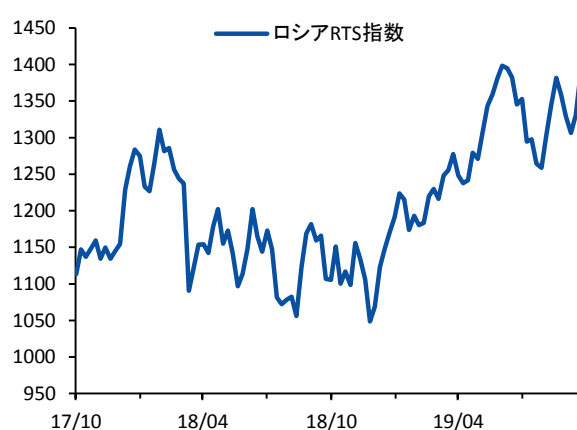
- 10 月の RUB はロシア中央銀行 (CBR) 利下げ観測を主要因に堅調を支配的とし、月後半は 3 か月振りの高値圏と言える水準で横這い推移した。
- ①主要中銀による流動性供給が過剰流動性を生み、投資市場の金利選好を強めたこと ②ロシア国債が投資適格級にあること ③投資適格級としては名目金利が高いこと ④足下物価の減速で実質金利も十分に乘っていることなどの条件が揃ったことで、CBR の利下げ観測は通貨買い要因と読まれた。
- 市場予想は 25bp 利下げと 50bp 利下げが概ね拮抗したが、25 日、CBR は政策金利を 50bp 引き下げ 6.50%とした。RUB 建ロシア国債 (OFZ) の利回りは 10 月中に最大 60bp (10 年物) も低下 (国債価格は上昇) した。
- ▲50bp は市場予想の平均を上回る大幅利下げと言えたが、足下物価の減速 (週次 CPI は 10 月 CPI の明確な前年比+4%割れを示唆)、今年 1 月の付加価値税率引き上げのベース効果の剥落期待、CBR が警戒した拡張的な財政政策運営を財務省が自制する姿勢を示すなど、後講釈ではあるが、大幅利下げを実施する条件は整っていたと考えられた。
- 並行して CBR 高官も、ユダエワ第 1 副総裁 (4 日)、ナビウリナ総裁 (10 日) が利下げに積極的な姿勢を発信していた。ユダエワ副総裁は「金利据え置きも選択のひとつ」と利下げ期待を牽制する発言もしたが (17 日)、ナビウリナ総裁は「より大胆な行動も取れる」と大幅利下げを示唆した (18 日)。
- 一方で、低金利通貨 (調達通貨) のひとつである USD (FRB) の追加利下げ観測が根強くあったこと (実際 30 日に▲25bp) は高金利の魅力を実際立たせる RUB 押し上げ要因と読むことができた。
- 併せて英国の EU 離脱交渉 (合意なき離脱回避) や米中通商交渉 (「第 1 段階」合意) を巡る楽観の強まりも、リスク許容容量の高まりを通じ、RUB を含む新興市場通貨全般の押し上げ材料と読めた。
- CBR は物価+4%を前提に、6~7%を政策金利の中立水準としており、目先、少なくとももう 50bp の追加利下げは期待できる。物価が+4%を明確に割り込む可能性を考慮すれば、更なる政策金利引き下げも想定できるだろう。
- 足下、原油価格動向が RUB に与える影響は著しく低下しており、米国による対露制裁への警戒感も薄れている。少なくとも当面は CBR の追加利下げ期待が RUB 下支え/押し上げの基調を維持する可能性が高いものと見込む。

図表 17: ロシアルーブル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ: 瀬戸際の Eskom 再編、財政再建に注目

シニア為替ストラテジスト

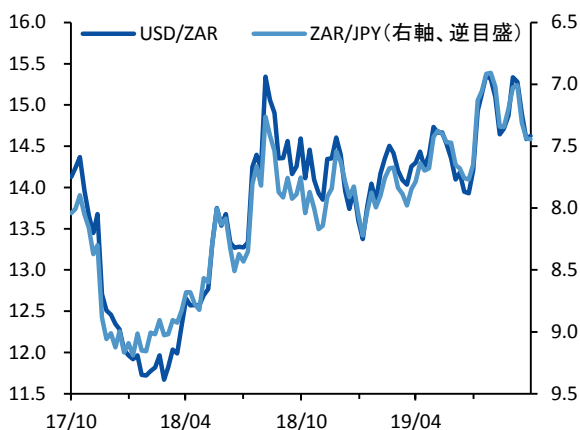
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

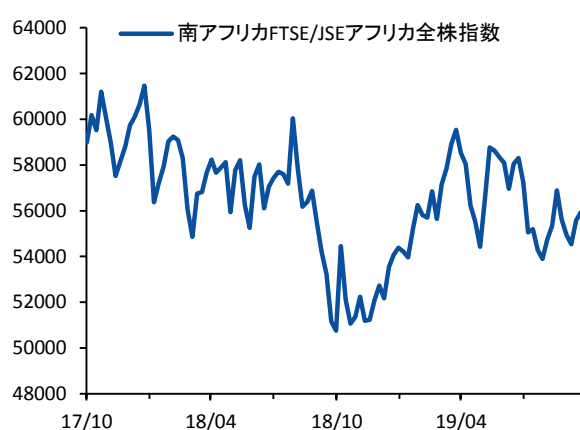
- 10 月の ZAR は、上昇後、反落。月初、9 月 ABSA 製造業 PMI の下振れなどを
受け下押しした ZAR は、2 日につけた 15.4000 (対 USD) を安値に反発。
- ZAR 堅調の要因ははっきりしなかったものの、世界経済に目を向ければ、英国
の EU 離脱交渉 (合意なき離脱回避) や米中通商交渉 (「第 1 段階」合意) に関す
る楽観、国内的には南ア電力公社 (Eskom) 再建策や中期予算政策声明
(MTBPS) に対する漠然とした期待感などに支えられたリスク許容量の高まりに
背中を押され、28 日までに 15.5150 (同) まで上昇した。
- 並行して 8 月鉱業生産 (10 日)、同小売売上高 (16 日)、第 3 四半期失業率 (29
日) など南ア経済指標は軒並み市場予想を下振れた。9 月 CPI (23 日) も前年比
+4.1% と市場予想 (同 +4.3%) を下振れ、一連の南ア経済指標は、前後した ZAR
堅調も併せて、南アフリカ準備銀行 (SARB) 利下げ期待を高めた。
- 前後して南ア 10 年国債利回りは 8.9% 前後を推移しており、+4% 超という実質金
利は、主要中銀の積極的な流動性供給が過剰流動性を醸成した結果、金利選
好を強めた市場環境で、投資対象として極めて魅力的に映ったはず。SARB 利
下げ観測は、景気浮揚期待だけでなく、長期金利低下 (債券価格上昇) 要因とし
ても、ZAR 押し上げ要因と読むことができただろう。
- 29 日、ゴードン公共企業相が発表した Eskom 再建策をきっかけに ZAR は急反
落。同策は支援額や時期などの具体策を一切盛り込めなかった。
- 翌 30 日にムボウェニ財務相が発表した MTBPS も、Eskom 再建に関しては「合
理化が先決」と突き放した。加えて、財政見通しは今年 2 月の予算を大幅に下方
修正し、大胆な (1500 億ランド規模の) 健全化策なしでは、累積総債務は
2022/23 年度までに GDP 比 71.3% まで膨れ上がるとの内容だった。
- MTBPS は Eskom など国営企業の再編や財政改革などを加速させるための「シ
ョック療法」を狙ったと、敢えて好意的に読むこともできなくはなかった。
- しかし、僅か 2 営業日で南ア 10 年物国債の利回りが一時 40bp も急上昇し、ZAR
が対 USD で 3.9% も急落した (15.1900 まで) 事実重い。
- まずは唯一南ア国債を投資適格とする格付会社の判断 (11 月 1 日) に注目
- 仮に今般格下げが見送られたとしても、来年 2 月の来年度予算発表までに与え
られた時間は少ない。格付会社よりも先に、市場に見放されれば、長期金利急
騰や ZAR 暴落が南ア財政立て直しの阻害要因になりかねない。

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: 数ある悪材料のひとつが(一時)消えただけ

シニア為替ストラテジスト

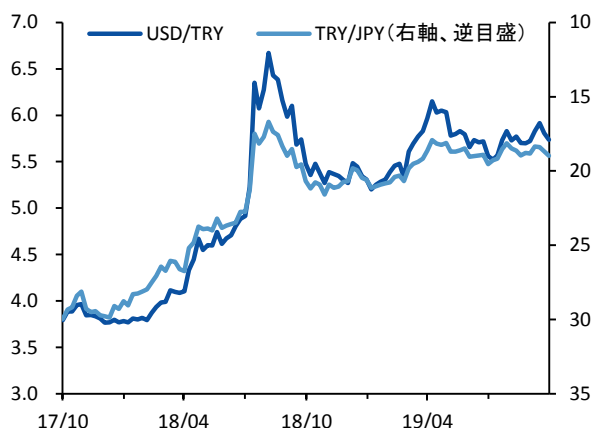
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 10 月の TRY は下押し後、反発。月初の TRY 軟調は、トルコ現地株価指数、トルコ国債の頭打ち、軟調(国債利回りは底打ち上昇)と並行した。
- 9 月 25 日のトルコ中央銀行(CBRT)ウイサル総裁発言(「残された利下げ余地は限定的」)を材料視したよりも、株価は年初来高値水準、10 年物国債の実質利回りは+100bp を割り込む水準にあつて(9 月期待インフレ率(12 ヶ月後)は+12.21% だった)、調整的な売り圧力の方が重石になったのではないかと。
- その後も TRY は現地株価、トルコ国債に連れ安したが、この局面のトルコ資産のトリプル安は、米軍のシリア撤退(6 日)、トルコ軍のシリア侵攻(9 日)、米によるトルコ制裁導入(14 日)といった一連の出来事を嫌気した動きだった。
- こうした状況は、17 日、ペンズ米副大統領がトルコを訪問、120 時間の停戦合意を引き出したのをきっかけに好転した。更に 22 日にはエルドアン大統領とプーチン露大統領がシリア領内の「安全地帯」設置に合意、アサド政権を支持するロシア軍と反アサド勢力と共闘するトルコ軍の衝突が回避された。
- 加えて 22 日には、トランプ米大統領が 14 日に導入された制裁を解除。
- TRY 急落を受けて急速に萎んでいた利下げ観測は、TRY 急反発を受けて再燃。24 日、CBRT は政策金利を 16.50% から 14.00% へと大幅に引き下げた。
- 250bp の利下げは、7 月 25 日、9 月 12 日に続いて市場予想を大幅に上回る利下げ幅と言えたが、7 月、9 月の利下げ後に観察された国債利回り低下(価格は上昇)や TRY 上昇は、今回、ほとんど観察されなかった。
- トルコ当局は、外貨預金に対する預金準備率引き上げ・課税強化、国営銀行を通じた TRY 売りなどの他、非居住者に対する流動性提供制限「指導」など TRY 安防止に全力を注いでいるが、流動性供給制限は実質的な資本規制と言え、将来的な経常赤字ファイナンスを困難にするリスクが高い。
- 景気低迷脱出のために、財政出動や利下げ、貸出支援策なども投入しているが、そうした策は、財政悪化やインフレ再燃と背中合わせとも言える。
- シリア情勢は一旦の落ち着きを見せたものの、ロシアからのミサイル購入・配備などに対する米制裁リスクは厳然と存在し、年末にかけてはババジャン元副首相らによる新党設立という政治的リスクも大きい。
- ひとつ歯車が狂えば、実質金利という防波堤を失った TRY が、通貨安と(輸入)物価高騰の悪循環に陥っていくリスクは引き続き現実的であり、大きい。

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: 議会在年金改革法を可決

マーケット・エコノミスト

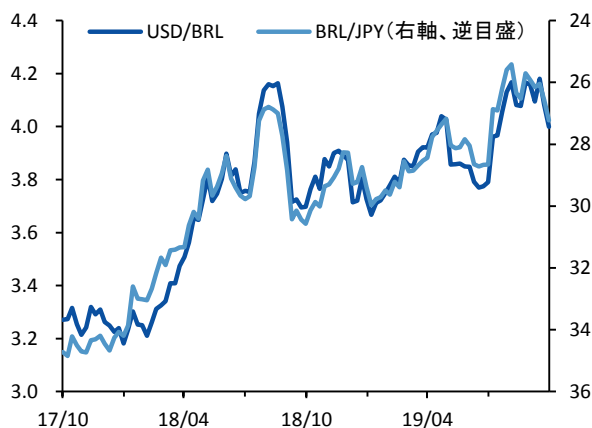
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の BRL は前月比で上昇。月初に 4.05 台まで BRL 高が進むも、ゲデス経済相の辞任の憶測や農産品や鉄鉱石の対中輸出需要の減退懸念から、月半ばには 4.18 台まで BRL 安が進んだ。悪材料一巡後は市場のリスクオンや年金改革法の成立期待を追い風に、一時は 3.97 台前半まで反発した。アルゼンチンの大統領選の結果を受けて、月末にかけて 4.03 台まで押し戻されるも、FRB の追加利下げに伴うドル安から持ち直し、3.99 台で月末を迎えた。
- 年金改革法案が 22 日、議会上院で可決された。最低受給開始要件を「男性:65 歳、女性:62 歳、保険料拠出期間:20 年」へ段階的に改める。従来は「男性:65 歳、女性:60 歳、保険料拠出期間 15 年」であった。また、最短で 40 歳代での受給を可能としていた「保険料拠出期間が男性:35 年、女性:30 年」という受給要件は廃止する。政府の試算によれば、これらの改革により今後 10 年間で約 8000 億リアル (2000 億ドル) の財政負担軽減効果が見込まれる。なお、軍人や地方公務員の年金改革については、今後も審議が続く予定である。
- ブラジル中央銀行 (BCB) は 30 日、政策金利 (Selic) を 50bp 引き下げて過去最低となる 5.00% とした。構造改革 (年金改革) の進展等により、9 月会合以降はリアル高が進展。低成長もあり 10 月 CPI は前年比 +2.72% と BCB の目標レンジ下限 (同 +2.75%) も下回った。声明では「インフレ見通しで良好なシナリオが強まっており、同程度の追加調整が許容されうる」と、追加利下げを示唆した。
- BCB の市場サーベイ (25 日時点、中央値) によれば、2019 年末の政策金利は 4.50%、CPI は前年比 +3.29%、実質 GDP は同 +0.91%。9 月 27 日時点では、それぞれ 4.75%、前年比 +3.43%、同 +0.87%、が予想されていた。
- 引き続き、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、ブラジル景気および BRL 相場のポイントになる。今後は、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) の行方がより注目される。海外からの投資誘致では、中伯首脳会談 (25 日) を経て広範な分野での経済協力で合意した。OPEC 加盟の見返りとなりそうだが、サウジアラビアの政府系ファンドは 100 億ドル規模の投資を検討中だ。
- 一方、大統領の求心力低下は、さらなる構造改革を実現する上で波乱要因となりうる。左派政権の成立が確定した隣国アルゼンチンでは経済の混乱も予想され、ブラジルへの波及も懸念材料だ。好悪材料が交錯する状況下、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: ほぼゼロ成長が続く

マーケット・エコノミスト

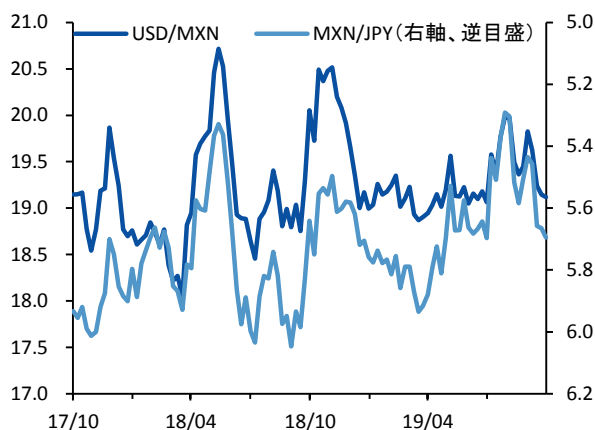
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

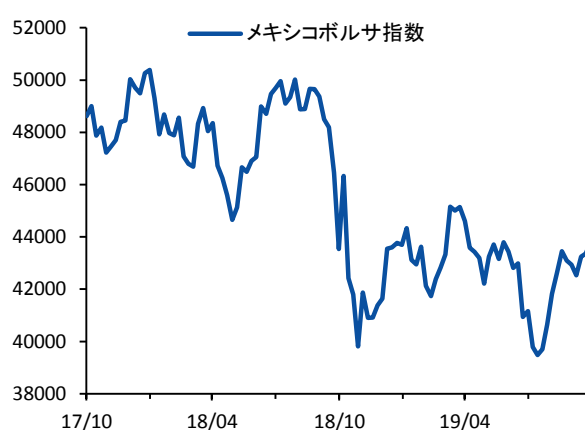
- 10 月の MXN は前月比で反発。上旬に一時 19.8 台まで MXN 安が進んだものの、その後は反発。米中協議や英国の EU 離脱、米企業決算等を巡る懸念が和らぐにつれ、リスクオンの流れが強まった。下旬に 19.0 近くまで MXN 高が進展。GDP 統計を受けて一時は弱含んだものの、FRB の追加利下げを経てすぐに持ち直し、7 月末以来の 19.0 台で月末を迎えた。
- 景気後退手前の成長が続いている。7～9 月期の実質 GDP(速報)は前期比 +0.06%と、4～6 月期(同+0.02%)や 1～3 月期(同▲0.26%)に続きほぼゼロ成長となった。鉱工業の落ち込みが響いており、エネルギー政策や公共投資の見直し等、経済政策を巡る混乱や、対米輸出拠点としての位置づけを巡る不透明感(移民問題を巡る追加関税、新 NAFTA 批准の遅れ)が背景にある。
- 公共投資については、2020 年予算による橋・道路の補修工事の入札前倒しが打ち出され、今後は建設機械・資材の調達や雇用の前倒しが期待される。とはいえ、政府の実質 GDP 見通し(2019 年:前年比+0.6～1.2%、2020 年:同 1.5～2.5%)の下方修正は必至だろう。IMF は最新見通しで 2019 年を同+0.4%、2020 年を同+1.3%とし、7 月時点から▲0.5%pt、▲0.6%pt ずつ見直した。
- メキシコ中銀(Banxico)は 11 月 14 日の金融政策決定会合で、9 月に続く追加利下げに踏み切るとみられる。国内景気の低迷は明白で、政府の経済政策への期待感は乏しい。リスクオンを追い風に 9 月会合以降もペソ高が進んだ。インフレ率とその見通しは目標レンジ(前年比+3%を中心に±1%pt)に収まろう。また、FRB が 3 回目となる追加利下げに至ったことも追加材料となる。
- 国営石油公社(Pemex)の債務・格付問題は、Banxico に追加金融緩和を可能とさせている MXN 相場の強さにとって大きなリスクとなりうる。政府の支援が続いているものの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。現在は、格付大手 3 社中 2 社が投資適格としているものの、見通しはネガティブである。いずれかが投資不適格(ジャンク級)とすれば、同社債からの資金流出が懸念される。「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)が生じうるシナリオには引き続き注意したい。
- 内外金利格差の面からは引き続き MXN は選好されやすいだろう。一方で、市場でのリスクオン一巡やリスクオフ再燃、Pemex の債務懸念は売り要因となる。かかる状況下、MXN については年内 18.5～20.0 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 1～10月（実績）	SPOT	2019年 12月	2020年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6546 ～ 7.1876	7.0391	7.20	7.20	7.15	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7827 ～ 7.8500	7.8370	7.85	7.84	7.85	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	68.290 ～ 72.408	70.929	71.0	71.8	69.4	69.0	68.5
インドネシアルピア	(IDR)	13890 ～ 14528	14043	14100	14300	14050	13950	14050
韓国ウォン	(KRW)	1108.68 ～ 1222.75	1163.72	1180	1180	1170	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0545 ～ 4.2280	4.1782	4.18	4.23	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	50.702 ～ 53.025	50.735	51.5	53.0	51.5	50.3	49.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3443 ～ 1.3942	1.3607	1.36	1.38	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	30.381 ～ 31.731	30.445	31.25	31.00	30.75	30.50	30.50
タイバーツ	(THB)	30.13 ～ 32.51	30.17	30.3	31.2	30.4	29.8	30.3
ベトナムドン	(VND)	23175 ～ 23422	23202	23200	23350	23180	22980	22880
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.4990 ～ 69.8032	64.1324	64.00	63.00	65.00	63.00	64.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2362 ～ 15.4995	15.1066	15.20	15.40	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	5.1621 ～ 6.3961	5.7106	6.00	6.30	6.60	6.40	6.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.6376 ～ 4.1939	4.0195	4.00	3.95	3.90	3.90	3.95
メキシコペソ	(MXN)	18.7480 ～ 20.2580	19.2364	19.25	19.25	19.25	19.50	19.75
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.714 ～ 16.764	15.360	14.72	14.44	14.41	14.37	14.08
香港ドル	(HKD)	13.319 ～ 14.332	13.781	13.50	13.27	13.12	12.99	12.74
インドルピー	(INR)	1.457 ～ 1.631	1.523	1.49	1.45	1.48	1.48	1.46
インドネシアルピア	(100IDR)	0.726 ～ 0.800	0.768	0.752	0.727	0.733	0.731	0.712
韓国ウォン	(100KRW)	8.588 ～ 9.970	9.235	8.98	8.81	8.80	8.79	8.62
マレーシアリングギ	(MYR)	24.862 ～ 27.507	26.018	25.36	24.59	24.76	25.00	24.75
フィリピンペソ	(PHP)	2.002 ～ 2.168	2.140	2.06	1.96	2.00	2.03	2.02
シンガポールドル	(SGD)	75.04 ～ 82.87	79.37	77.94	75.36	75.18	75.56	74.07
台湾ドル	(TWD)	3.331 ～ 3.641	3.548	3.39	3.35	3.35	3.34	3.28
タイバーツ	(THB)	3.260 ～ 3.613	3.580	3.50	3.33	3.39	3.42	3.30
ベトナムドン	(100VND)	0.4503 ～ 0.4839	0.4655	0.46	0.45	0.44	0.44	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.518 ～ 1.758	1.684	1.66	1.65	1.58	1.62	1.56
南アフリカランド	(ZAR)	6.780 ～ 8.243	7.148	6.97	6.75	6.65	6.80	6.90
トルコリラ	(TRY)	16.509 ～ 21.187	18.902	17.67	16.51	15.61	15.94	15.38
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	25.219 ～ 30.075	26.882	26.50	26.33	26.41	26.15	25.32
メキシコペソ	(MXN)	5.193 ～ 5.977	5.614	5.51	5.40	5.35	5.23	5.06

注:1.実績の欄は 2019 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 1 日の 8 時 35 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。