

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：米利上げ期待の高まりを背景に軟調推移か	2
中国人民元(CNY)：PBoC は CNY 大幅安の回避を愛好か	3
インドルピー(INR)：モディ政権は州選挙で勝利	4
インドネシアルピア(IDR)：底堅い成長が続く.....	5
韓国ウォン(KRW)：企業再編の動きが金融政策にも影響か	6
マレーシアリング(MYR)：年後半にかけて景気加速を見込む	7
フィリピンペソ(PHP)：大統領選でドゥテルテ氏が当選	8
シンガポールドル(SGD)：冴えない経済指標も MAS は動かず	9
タイバーツ(THB)：タイ経済の低迷は続く見込み	10
ベトナムドン(VND)：秩序だった VND 安が進行	11
ロシアルーブル(RUB)：原油続騰でも、RUB 上昇余地は限定的か	12
南アフリカランド(ZAR)：ランド高を見込むのは難しい状態が継続	13
トルコリラ(TRY)：政局、金融政策とも、もう一段の混迷を警戒	14
各種予想.....	15

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

齋藤 周

03-3242-7065

amane.saito@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

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト

Cynthia Kalasopatan

cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

本多 秀俊

44-20-7012-5100

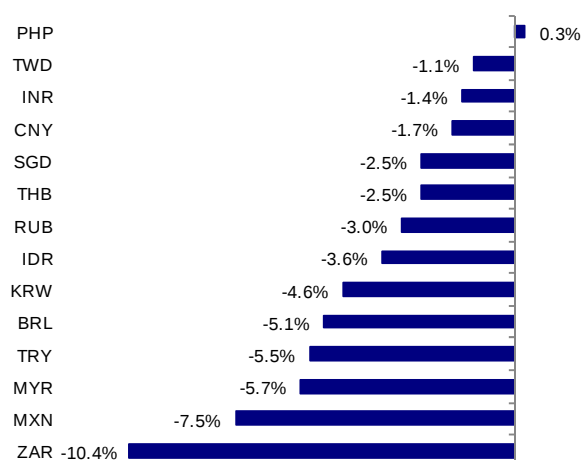
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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: 米利上げ期待の高まりを背景に軟調推移か

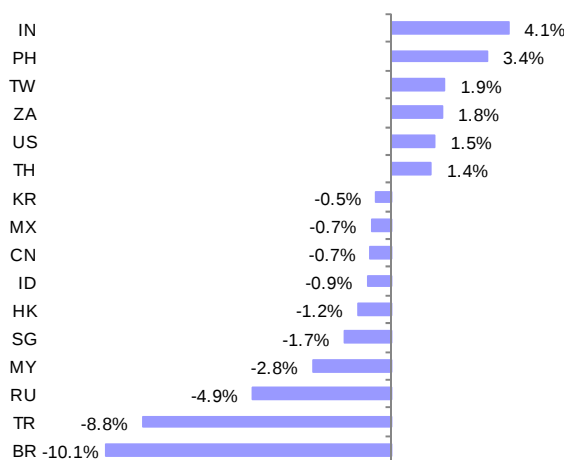
- 5月の新興国通貨は売られる展開となった。月初に発表された中国の経済指標が冴えない結果となったが、新興国通貨市場に与える影響は限定的に止まった。その後、原油価格が上昇基調を維持するも、FOMC 議事要旨の公表などをきっかけに米利上げ期待が高まると、新興国通貨は売り優勢の展開となり、そのまま越月した。
- 6月の新興国通貨に影響を与えそうなイベントは、ECB 理事会、FOMC、英のEU離脱を問う国民投票など多数あるものの、やはり注目は14日(火)～15日(水)にかけて開催されるFOMCだろう。
- 米5月雇用統計において、非農業部門雇用者数が雇用回復の目安(前月比+20万人)を下回る同+16万人になると市場では予想されているなど、利上げの決定打になるような米経済指標の結果は6月も見込みがたい。しかしながら、FOMC 議事要旨やFRB高官の発言から察するに、米経済指標が改善基調を示していることを理由に、今回の会合で利上げされる可能性も否定できず、月央にかけて新興国通貨は売り優勢の展開になると考える。
- また、原油価格については、上昇余地が限定的になるだろう。WTI 原油先物の売りポジション全体に占める投機筋の割合は、1月の約30%をピークに5月17日時点で約17%まで低下した。原油が急落する直前の2014年9月の水準が約14%だったことに鑑みれば、下落した所で投機筋の売りポジション解消が見られるも、積極的に上値を追う動きは見られないと予想する。
- そのほか、中国の経済指標に関しては再び急減速するとは考えづらく、6月の新興国通貨を大きく動かす要因にはならないと思われる。CNYについても引き続き、ドル高・ドル安に沿った値動きを続けており、中国人民銀行(PBoC)の為替政策に大きな変更の兆しは見られない。
- なお、新興国の各通貨オプションが示す予想変動率は、新興国通貨売りが最も進んだ今年の2月からは低下するも、昨年12月の米利上げ前とほぼ同水準を維持している。市場参加者が警戒姿勢を解いていないことを示唆しており、イベント前に新興国通貨が急速に売られる可能性は低いと言えよう。
- 米利上げ期待がFOMCにかけて高まると考えることから、6月前半の新興国通貨は概ね軟調な動きが予想される。FOMC後も、英のEU離脱を問う国民投票など先行き不透明感の高まりから、買い戻し幅は限定的となるだろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年5月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年5月)

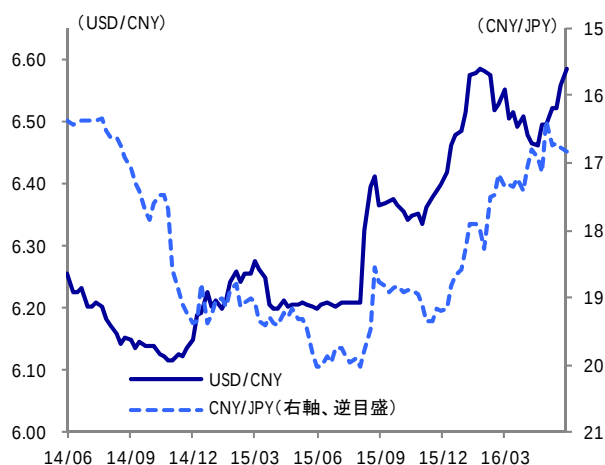


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): PBoC は CNY 大幅安の回避を选好か

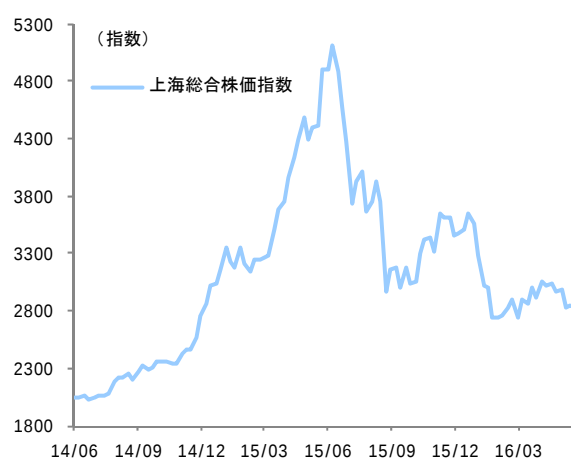
- 5月のCNY相場は下落した。月初は6.40台後半でオープンしたものの、貿易統計を始めとした中国の各種経済指標が冴えない結果となったことで、週央にかけて6.50台前半まで売り進まれた。また、FOMC議事要旨の発表後に米6月利上げ期待が再燃したことを受けて、更に売り込まれる展開となり、月末にかけては6.50台後半まで下落した。
- 5月8日に発表された中国4月貿易統計では、輸出が前年比▲1.8%（市場予想: 同+0.0%）と3月（同+11.5%）を大幅に下回る結果となった。もっとも、3月は2015年3月（同▲15.0%）が春節連休に関連した季節要因で大幅に落ち込んだ反動から大きく上昇しており、4月はその影響が剥落することから伸び率は急激に縮小することが事前に見込まれていた。
- また、1日に発表された4月製造業PMIは50.1と3月（50.2）に続いて景気拡大/縮小の分かれ目である50を上回っており、中国経済が減速基調から持ち直しつつあることを示唆している。
- 9日の人民日報において、習近平氏に近い人物と見られる「権威人士」のコメントが掲載された。同人物は、中国経済の基調は減速から横ばいへと変わりつつあるL字型であるとし、それでも成長より構造改革を優先すべきと述べた。「権威人士」が習近平氏の意見を代弁したとすれば、今後は国有企業の大規模再編など短期的に景気を下押しする政策が実行される可能性があり、政府の動向に注意が必要となる。
- PBoCがCNYの実効レートとして参照するCFETS人民元インデックスは年初より下がり続けていた。しかしながら、5月にドル高が継続的に進む局面で、初めて上昇基調に転じている。これは、PBoCは基本的にCNYの実効レート引き下げを选好するものの、ドル高局面では対ドルでのCNY安定を優先させる傾向があることを示唆している。
- 6月に向けて米利上げ期待の高まりが予想されるものの、5月のCFETS人民元インデックスの動きに鑑みると、PBoCはCNY急落を避けようとするだろう。よって、CNYは軟調推移となるも大崩れはしないと予想する。7～9月期以降については、FRBの利上げスタンスの後退とドル安の動きを受けて、PBoCはCNY高方向に基準値を設定していくと考える。

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

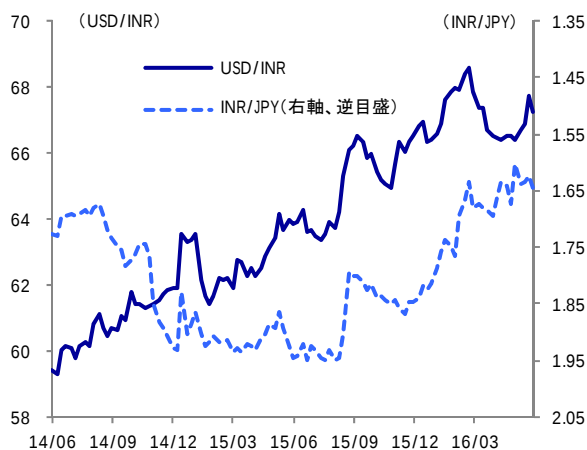


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR):モディ政権は州選挙で勝利

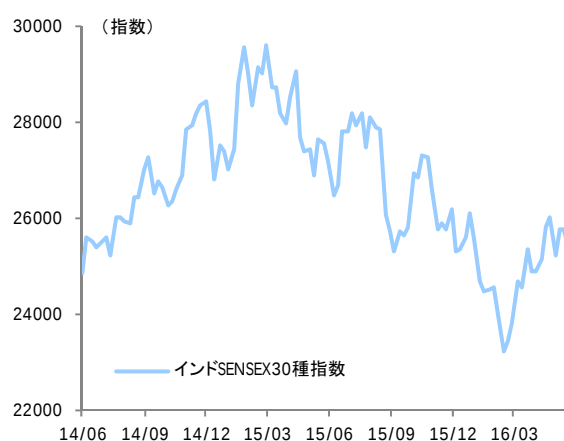
- 5月のINRは月後半に急落するも、月末付近でやや戻す展開。月前半は66台後半で推移したものの、18日発表されたFOMC議事要旨をきっかけに米利上げ期待が高まると、INRは67.7台まで一時急落する展開となった。月末にかけては67台前半まで値を戻した。
- インド経済は減速の動きが見られる。消費動向を示す自動車販売台数は4月に前年比+14.5%と3か月連続の2桁増加となったが、4月製造業PMIは50.5(3月:52.4)と低下したほか、3月鉱工業生産は前年比+0.5%と市場予想(同+2.5%)を明確に下回る結果となった。
- 4月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.4%と飲食料品を中心に3月(同+4.8%)から大幅に加速した。農作物生産を左右する6月からのモンスーン(雨期)は、季節外れのサイクロンの影響を受けて1週間程度遅れる可能性が指摘されている。但し、民間気象会社がモンスーン期の降雨量予測をこれまでの平年比+5%から+9%に引き上げており、農作物生産が堅調に推移することで、今後は食品価格の安定が予想される。
- 5月19日に開票が行われたインド地方選挙(アッサム州、西ベンガル州、ケララ州、タミルナドゥ州、ポンディチェリ連邦直轄領)では、注目されたアッサム州(126議席)においてモディ首相率いる国政与党のインド人民党(BJP)が、連携していた地元政党と合わせて過半数の86議席を獲得した。
- 2014年5月の総選挙(国会下院)で単独過半数を確保したBJPだったが、目玉改革である物品・サービス税(GST)の導入や土地収用法の改正が国会上院での劣勢を背景に頓挫し、BJPの改革実行力に陰りが見られていた。
- 州政権の獲得は国会上院の議席数増加にも繋がるため、今回の選挙を経済改革の試金石と見る向きも多く、特に政権奪取の可能性が見込まれたアッサム州選挙はその注目度が高かった。アッサム州におけるBJPの勝利により直ぐに経済改革が進むとは言えないが、中期的には国会上院での劣勢挽回などを経て、経済改革の進展が期待できる結果になった。
- 米6月利上げ観測が熾ぶる中でINRの下落基調も続くことが見込まれほか、予想される原油価格の回復は原油輸入国の通貨であるINRを下押しする見込みだ。もっとも、6月FOMC通過後はドル売りが進む中、好調なファンダメンタルズも相俟ってINRは上昇する見込み。

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

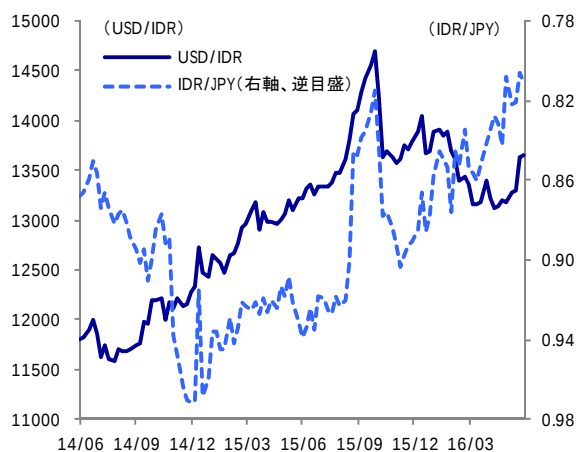


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR) : 底堅い成長が続く

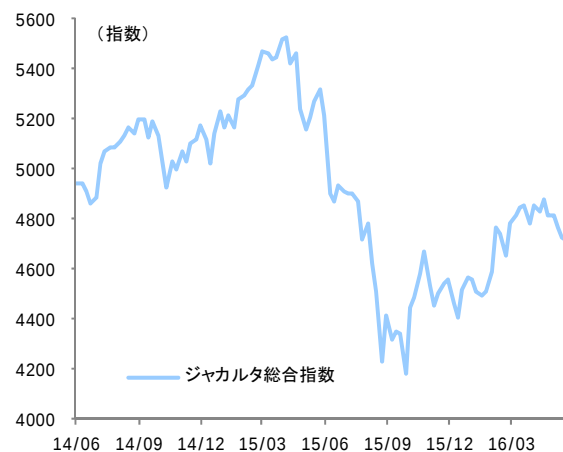
- 5月のIDR相場は月後半に急落した。月初から月央までは、13000台前半で推移していたものの、FOMC議事要旨の発表後、米利上げ期待が高まったことを背景に一時13700近辺まで急落。その後も上値重く、月末にかけて13600台での推移となった。
- 5月4日に発表された1～3月期GDPは前年比+4.92%と市場予想(同+5.07%)を下回り、10～12月期(同+5.04%)から小幅に減速した。内訳を見ると、民間消費が底堅い動きとなったものの、政府消費や建設投資のほか純輸出も大幅に減速した。業種別では、エルニーニョ現象を背景とした干ばつにより農林水産で弱い動きが目立った。
- もっとも、インドネシア統計局のスリヤミン長官は「2016年は昨年よりも良いスタートを切れている」と先行きに対して楽観的な見方を示しているほか、6月上旬からの断食月(ラマダン)やラマダン明けの大祭(レバラン)では個人消費が拡大するとの見方もあり、今後も+5%前後の成長が予想される。なお、足許の月次指標を見ても、4月製造業PMIが2か月連続で節目となる50を上回るなど改善の兆しを確認できる。
- 19日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、政策金利(レファレンスレート)が6.75%に据え置かれ、前回会合から新たな政策金利として発表された7日物リバースレポ金利も、5.50%に据え置かれた。
- 声明文では、インフレ率がBIの目標レンジ(+3～5%)内に止まっているほか、経常赤字の改善やルピア相場の安定を理由に、経済の安定性は維持されているとの楽観的な見方が示された。BIは経済成長実現のため、政府との政策連携を強めていくとしたほか、マルトワルドヨBI総裁は7日物リバースレポ金利導入(8月19日)までに金融緩和を行う可能性を示唆している。
- 政府は昨年9月から相次いで発表した経済対策パッケージ(全12弾)を評価するためのタスクフォースを立ち上げた。同パッケージは世界銀行のビジネス環境ランキング改善(109位→70位)を目指しており、実効性について産業界からも意見を集めることで、同国内での規制緩和が期待される。
- 米6月利上げ観測が熾ぶる中で、これまでの堅調な経済を背景に続いていた資金流入が流出に転じると見られ、6月にかけてIDRは13600まで下落するだろう。その後は米利上げ期待の後退とともに、緩やかにIDR高方向に切り返す見込み。

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

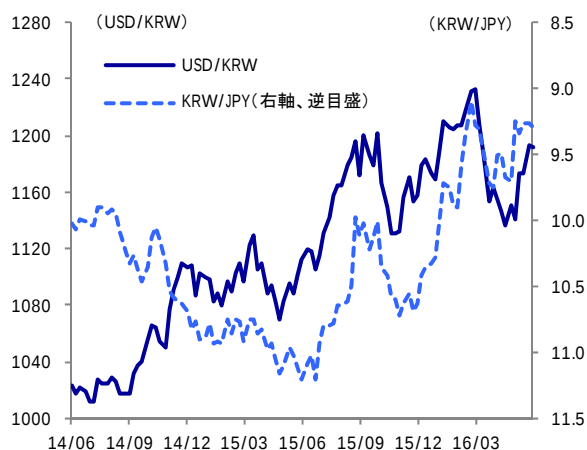


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW):企業再編の動きが金融政策にも影響か

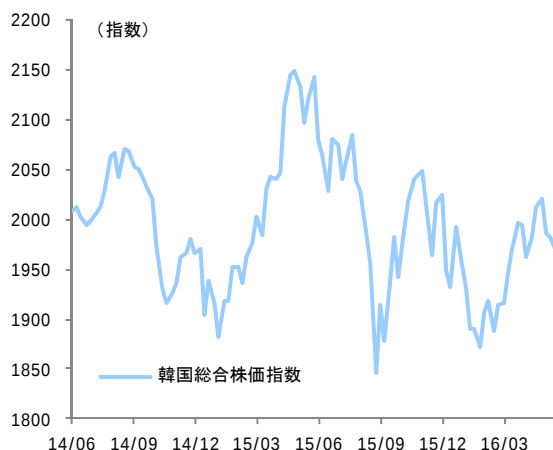
- 5月のKRWは下落した。月初は1130台でオープンするも、3日に豪州準備銀行(RBA)が利下げを実施したことを受け、韓国中銀(BOK)も利下げに踏み切るのではないかとと思惑が広がり、1170 近辺まで下落した。その後、米利上げ期待が再燃すると、更に押し下げられる展開となり、月末にかけては1190 近辺で推移した。
- 5月1日に発表された4月輸出は前年比▲11.2%と3月(同▲8.2%)から落ち込んだ。また、個人消費の先行指標となる5月消費者信頼感指数は99と、中東呼吸器症候群(MERS)が拡大した昨年6月の水準(98)近辺での推移が続いている。外需が落ち込む中、内需も減速する兆しが見られていることから、韓国経済の低迷は続く見込みだ。
- 13日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利が現状の1.50%に据え置かれた。今回の声明文は、前回対比で文言にほとんど変化が見られず、李BOK総裁は会合後の会見において「現在の政策金利は成長を下支えるのに不十分だとは思わない」と発言するなど、引き続き利下げに対して慎重な姿勢を見せている。
- しかしながら、足許では韓国政府による企業の大規模再編に向けた動きがBOKへの追加緩和圧力を高めている。再編が進めば長期的には韓国経済に大きなメリットをもたらすと考えられるものの、短期的にGDPを▲0.3%～▲0.6%下押しすると見られている。
- 企業再編に伴う景気下押し圧力の緩和や企業再編を主導する政府系金融機関の資金繰りを支えるために、政府金融機関債の買い取りも含めて、政府からBOKに対して支援するように要請がされている。今後、再編に向けた動きが本格化した場合、政府は補正予算を編成し景気の下ぶれを抑えつつ、BOKに対して更なる利下げ圧力をかけてくるだろう。我々はBOKが7～9月期にかけて利下げに踏み切る可能性が引き続き高いと考える。
- 米利上げが意識される中、BOKの追加利下げ期待も燃えることから、6月のKRWは軟調に推移するだろう。7～9月期にかけては、景気減速懸念の高まり及びBOKの追加利下げを背景に、KRW売り優勢の展開を予想する。年末にかけて米利上げ期待の後退とドル安の展開を見込むものの、KRW高のペースは非常に緩やかになると見ている。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 10: 韓国総合株価指数

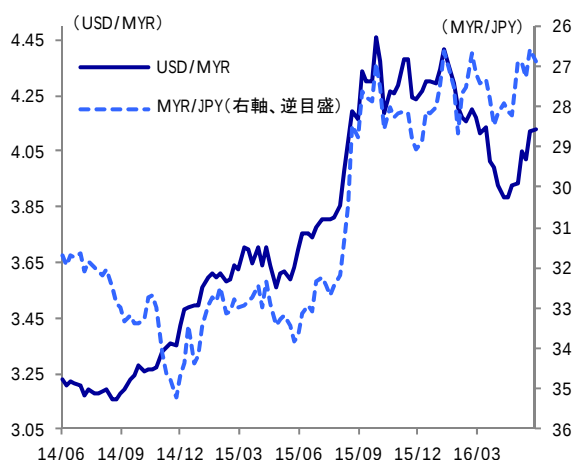


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR):年後半にかけて景気加速を見込む

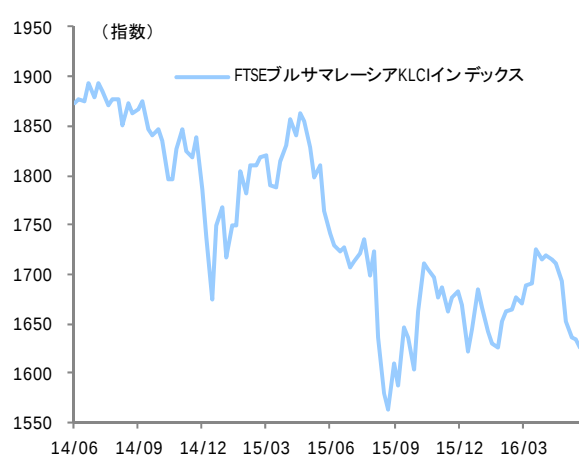
- 5月のMYRは値を下げた。月初は、商品価格の下落を受け、3.9台から4.0近辺まで連れ安となり、その後も、米利上げ期待の高まりを背景に軟調推移が続いた。月末にかけては、原油価格が上昇するも買い優勢の展開とはならず、4.1近辺でのほぼ横ばい推移となった。
- 5月13日に発表された1～3期GDPは前年比+4.2%と10～12月期(同+4.5%)から減速したが、市場予想(同+4.1%)を上回る結果になった。内訳を見ると、外需低迷により輸出が減速する一方、総資本形成が堅調に拡大したほか個人消費も予想外に加速し、昨年4月導入の物品・サービス税(GST)導入前の駆け込み需要によるベース効果は顕在化しなかった。
- 今回の結果を受けて、政府の2016年成長率見通しは+4.0～4.5%に据え置かれた。また、ムハマド・マレーシア中銀(BNM)総裁は、「製造業における生産能力の上昇を受けた増産、エルニーニョ現象収束による農業生産の回復、最低賃金上昇」を理由に「年後半から景気は回復する」と述べている。
- 19日に開催されたBNMの金融政策決定会合でも、政策金利が3.25%に据え置かれる中、声明文で景気の先行きに対する楽観的な見方が維持されており、BNMは金融政策を当面据え置く可能性が高いだろう。
- 20日に発表された4月CPIは前年比+2.1%とGST導入のベース効果を受けて3月(同+2.6%)から減速した。BNMの予測では今後のインフレ率は商品価格の低迷により1～3月期(同+3.4%)を下回る伸びが続く見込みだ。
- マレーシア財務相は4日に政府系投資会社(1MDB)の顧問会議メンバーを解任し、1MDBの主要資産を同省の投資会社(MoF)に移管することを決定した。6月以降1MDBはMoFの所有会社となり、業務は債務返却など限定的なものになる見込みで、政府による問題の幕引きが図られている。
- 但し、シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)は24日、1MDBの取引に絡む資金洗浄疑惑からスイスの銀行の商業銀行免許取り消しと店舗閉鎖を決定した。スイス当局も捜査を継続しており、海外当局の捜査がナジブ首相まで至る場合、政治的不透明感が再び高まる恐れもある。
- 6月にかけては米利上げが意識されるため、MYR売り優勢の展開が見込まれる。しかし、原油価格は安定しており、MYRが年初のような安値圏に戻る可能性は低いだろう。政治的な安定が続く中では、FOMC後は景気回復と低インフレを背景にMYRは値を切り返す展開が予測される。

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

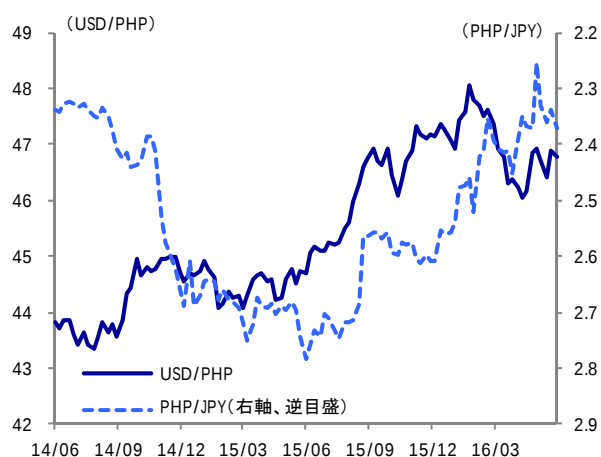


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):大統領選でドゥテルテ氏が当選

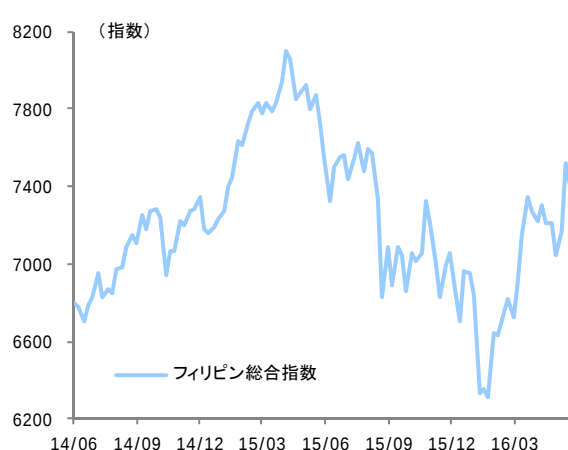
- 5月のPHPは、月後半にかけて底堅さを増す展開となった。月初こそ、大統領選挙を控え47.4近辺まで下落するも、9日にドゥテルテ氏の当選が確実になり、不透明感が後退すると上昇。その後、FOMC 議事要旨の公表を受けて、米利上げ期待が再燃するも、46台後半で底堅い推移が続いた。
- フィリピン経済は堅調に推移している。1～3月期GDPは前年比+6.9%と、2015年10～12月期(同+6.5%)から加速し、3四半期連続で+6%を超える高成長となった。世界経済の停滞を背景に純輸出が5四半期連続のマイナス寄与となる一方、個人消費と設備投資が全体をけん引した。
- なお、経済計画庁高官からは、「4～6月期の成長率は5月に行われた大統領選に伴う選挙キャンペーンの影響により1～3月期に比べて押し上げられる」との見方が出ている。
- 5月16日にフィリピン中銀(BSP)は金利コリドー(IRC)方式を6月3日から導入すると発表した。IRC導入発表と同時に、IRCの下限となる短期特別預金口座(SDA)金利は現状の2.50%に設定された。また、上限となる翌日物貸出(RP)金利はこれまでの6.00%から3.50%へ、政策金利であるリバースレポ(RRP)金利が4.00%から3.00%に引き下げられた。
- IRC導入とともに政策金利は100bp引き下げられた格好だが、タタンコBSP総裁は、「今回の決定は金融政策スタンスの変更ではない」としている。実際、市場金利の実勢はSDAと連動する傾向が強いが、今回の決定ではSDAが据え置かれており、利下げ効果はほとんど無いだろう。
- 9日に投開票が行われた大統領選挙ではドゥテルテ氏が当選した。同氏の強権的な政治スタイルによって、今後強引な政策変更が行われた場合、政治的混乱によって景気が下押しされるリスクが警戒されよう。
- もっとも、同氏は現政権の経済政策を概ね引き継ぐことを表明したほか、南シナ海を巡る中国との領有権争いに関しても事前の発言を覆し、日米と連携して対応する姿勢を示すなど、現実路線を強めている。
- 米6月利上げ期待を受けたドル高によりPHPは47を試す展開となるだろう。しかし、その後はドゥテルテ氏の大統領就任後にも現政権の経済政策が引き継がれるなかで、内需をけん引役とした好調な経済を背景にPHPは通貨高方向に切り返す展開を予想する。

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

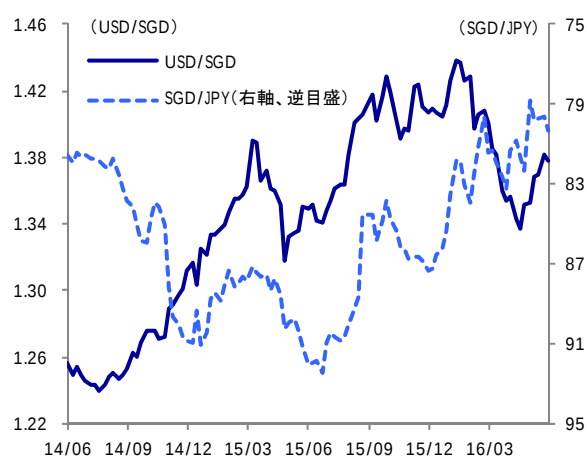


(資料)ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): 冴えない経済指標も MAS は動かず

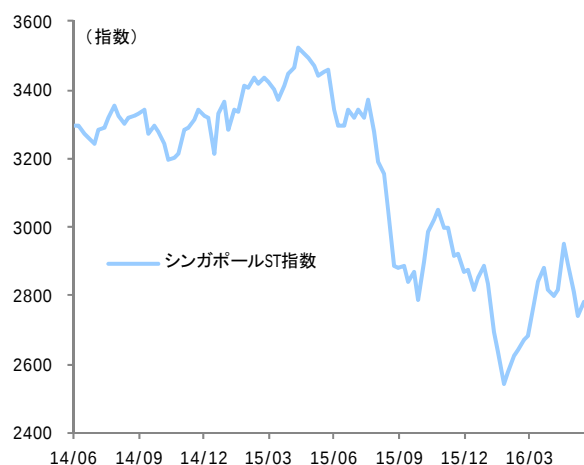
- 5月のSGDは下落した。月初は1.34近辺でオープンするも、RBAの利下げや冴えない中国経済指標の結果を受けてアジア・オセアニア通貨が軟調な展開になると、月央にかけて1.37台まで売り進められた。その後、FOMC議事要旨発表後に米利上げ期待が高まったことを受け、月末にかけては1.38近辺での推移となった。
- 5月17日に発表された4月石油を除く地場輸出は前年比▲7.9%と市場予想(▲8.4%)対比でマイナス幅は縮小し、3月(▲15.7%)から大きく改善した。しかしながら、持ち直しの主因は薬品類など振れ幅の大きい品目によるところが大きく、今後も輸出の改善が続くとの判断は早計と考える。
- 外需の持ち直し基調が明確とならない中、国内消費も加速する兆しを見せていない。13日発表の3月小売売上高は、前年比+5.1%と2月(同▲3.1%)から改善するも、2015年後半から基調としては横ばい推移が続いている。また、2016年1～3月期の新規雇用者数は+11.4千人と2015年10～12月期(+16.1千人)から減少しており、雇用環境も改善しているとはいえない。
- 23日に発表された4月CPIは前年比▲0.5%と3月(同▲1.0%)からマイナス幅が縮小した。4月コアCPIについても同+0.8%と5か月連続で加速し、シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)の2016年予想レンジ(+0.5%～1.5%)の中心値に近づきつつある。
- MASは前回の金融政策決定会合(4月14日)において、SGDの名目実効為替レート(NEER)を、緩やかなSGD高誘導から上下どちらの方向にも誘導しない中立スタンスへの移行を発表した。
- 金融政策の変更後、SGDのNEERは政策バンド下限で推移しているほか、物価も緩やかながら上昇基調にある。そのため、MASが10月に予定されている定例会合以前に金融政策を変更する可能性は低いと考える。
- MASの金融政策が変更されない以上、SGDは引き続きドル高・ドル安の流れに左右される展開が続くと見込まれる。6月のFOMCにかけては、ドル高の動きを背景にSGD安基調が続くだろう。しかしながら、7～9月期においては、米利上げ姿勢の後退とともにSGD相場も底堅さを取り戻すと予想する。その後も、ドル安の動きに合わせてSGD高が続くと見込む。

図表 15: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 16: シンガポール ST 指数

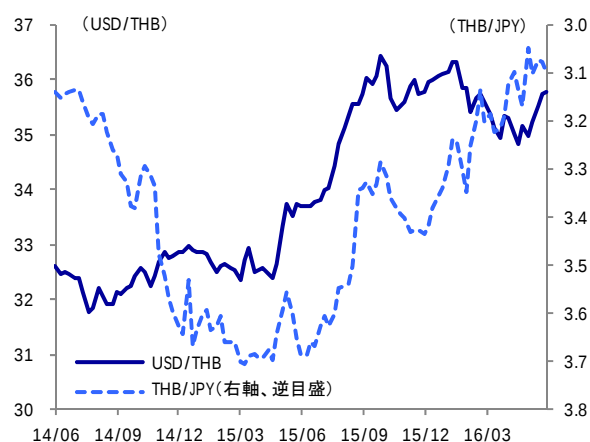


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):タイ経済の低迷は続く見込み

- 5月のTHBは下落した。月初は34台後半でオープンするも、月央にかけて35台半ばで売られた。その後、FOMC議事要旨の発表を受けて、米利上げ期待が高まると軟化。また、月後半に発表されたタイ4月貿易統計の冴えない結果も相俟って、月末にかけては35台後半で推移した。
- 5月16日に発表されたタイ1～3月期GDPは前年比+3.2%と2015年10～12月期(同+2.8%)から加速した。内訳を見ると、政府支出と輸出が大幅に加速し、経済をけん引した。特に観光業の回復を背景にサービス輸出が3四半期ぶりの高い伸び率を記録している。
- 一方、昨年末にタイ政府が打ち出した景気刺激策の効果が剥落したことを背景に民間消費は減速した。国内景気に対する懸念の高まりを受けて、2016年1月からタイ消費者信頼感指数は低下し続けており、消費が持ち直す兆しは見られない。また、今回加速した輸出も金輸出の増加という一時的な要因が影響している可能性が高く、タイ経済は低迷から脱却したとは言い切れない。
- 景気低迷の可能性が高まる中、タイ中銀(BOT)は12日の金融政策決定会合にて政策金利を据え置いた。声明文ではタイ経済は政府支出と観光業に支えられ緩やかに回復しているとする一方で、タイの経済下振れリスクは強まっているとの認識を示した。長引く干ばつによる個人消費の減速や、最近のTHB高は経済回復の下支えとはならない可能性があるとして述べた。
- 25日に公表された議事要旨では金融市場が不安定化するリスクは高まる一方、利下げをしても景気押し上げ効果は限られるとの認識から政策金利の据え置きを決定したことが記載された。これらを踏まえると次回6月22日の金融政策決定会合でも政策金利が据え置かれる可能性が高いだろう。
- 8月7日に行われる新憲法草案に関する国民投票についてプラウィット副首相兼国防相は「新憲法草案が否決されれば、総選挙の予定は延期される」と発言している。軍の政治関与を可能とする新憲法草案への国民の反発は強く、投票で否決される公算が大きい。そのため、軍事政権が継続することとなり、政治的な不透明感の高まりから、THBは6月だけでなく7～9月期にかけても上値が重い展開になると予想している。

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

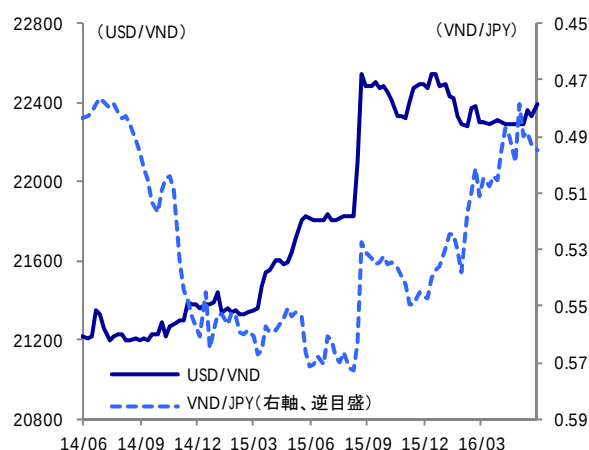


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：秩序だった VND 安が進行

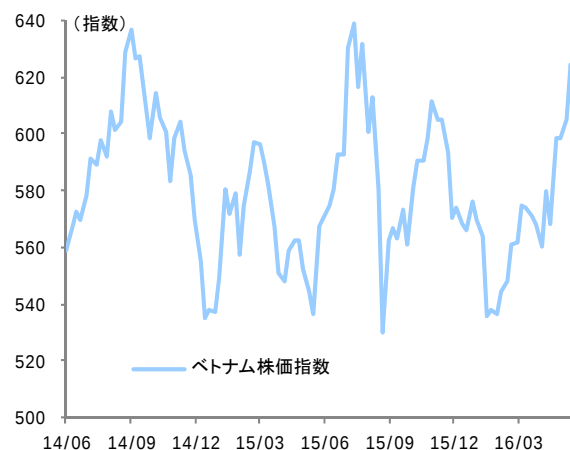
- 5 月の VND は月後半に下落する展開となった。月初から月央にかけては公式、非公式レートともに 22300 近辺で推移した。月後半は米利上げ期待の高まりを背景に、ドル高が進むに連れて 22400 台まで下落した。
- ベトナム経済は堅調な推移を続けている。5 月製造業 PMI は 52.3 と 2 月 (50.3) を底に 2 か月連続で上昇し、5 月の鉱工業生産についても前年比 +7.8% と年初の大幅な減速から改善しつつある。メコン川流域の塩害被害による悪影響が一巡したと考えられ、今後も生産の底堅い伸びが期待される。
- 5 月 22 日に投票が行われた国会議員選挙では、定数 500 に対し 870 人が立候補した。しかしながら、共産党ないし関連組織からの推薦を受けない独立系候補者は 11 人に止まっており、共産党の政権基盤は揺るがず、選挙結果はフック首相の政権運営に大きな影響を与えない見込み。
- フック首相は 23 日にオバマ大統領と面会し、同会合で米国は 1975 年以来となるベトナム向け武器禁輸の全面解除を発表した。欧米寄りと見られていたズン前首相が退任したことで、中国寄りになると一部で懸念されていたベトナム新政権だが、引き続き米国との良好な関係を保ち続けている。
- 5 月については、ドル高の流れが続いたことを受けて、対ドル中心レートは VND 安方向に設定され続けた。ベトナム国立銀行 (SBV、中央銀行) は、引き続き通貨バスケットを参照しながら、中心レートを決めている模様だ。
- 実勢レートは取引バンド上限近く (VND 安方向) で推移するも、人民元の基準値が大きく切り下げられた昨年 8 月のようにバンド上限に張り付くような展開とはなっていない。このことは、SBV が中心レートを急速に VND 安方向に設定する必要性が低いことを示している。
- 6 月においては、米利上げ期待の高まりからドル高の展開が想定される。斯かる状況下、SBV はドル高の動きに応じて VND 安方向へ中心レートを設定すると考えられることから、22600 近辺まで VND 安が進むと予想する。年後半にかけてアジア通貨の買い戻しを予想するも、国際競争力保持を重視する SBV は、他のアジア通貨対比で VND 高となることを避けると想定されることから、VND 高のペースは他通貨対比で緩やかになるだろう。

図表 19: ベトナムドン相場 (対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 20: ベトナム株価指数

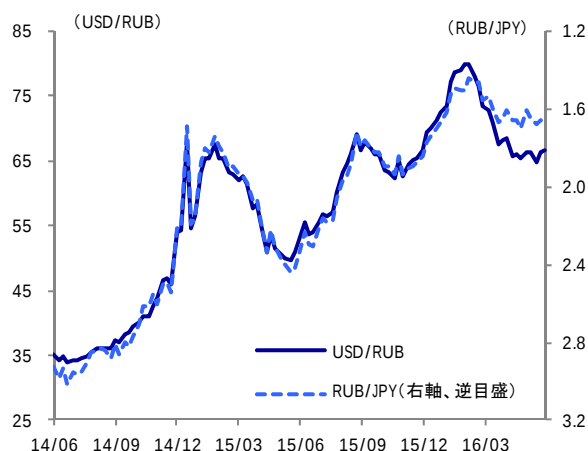


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：原油続騰でも、RUB 上昇余地は限定的か

- 5月のRUBは原油価格堅調に連れて高止まり。ただし、原油が昨年11月来の高値を切り上げて堅調に推移したのとは対照的に、RUBは年初来高値圏にはあったものの軟調気味の横ばい。RUB 建原油価格(ブレント直物)は昨年10月上旬来の高値となる3200ルーブル/バレル台半ばまで上昇した。
- 原油価格の堅調は、カナダの森林火災やナイジェリアの石油関連施設テロ、リビアの港湾封鎖など一時的な供給阻害要因を直接の材料とした値動きではあったものの、その背景として、米原油の減産基調(EIAによると5月20日週まで11週連続で減産)、中国を筆頭とした新興国経済に対する悲観の後退といった中期的な需給要因も後押ししていたものと考えられた。
- 4月29日の金融政策委員会でロシア中銀(CBR)は「向こう数回の金融政策委員会のいずれかで利下げに踏み切る」と予告したが、並行して、4月下旬から市場におけるロシア国債(OFZ)売却を進めていた(11日に公表)。これは、ロシア政府による財政出動(準備基金の取り崩し)によるRUB流動性の増加分を吸収するための操作で、CBRが引き続き強いインフレ警戒感を抱いている事実を再確認させた。
- 一方で、CBRのトゥリン副総裁は、16日、「外貨準備の再構築(RUB売り介入)は棚上げにした」と発言。市場の一部に、対USDで60といった節目となる水準を超えたRUB高が進めばCBRがRUB売り介入に動くとの警戒感が強かった事実を鑑みれば、これはRUBの上昇余地を拡げる要因と読めたはずだが、RUBの上値は重いままで、市場の反応は鈍かった。
- RUBの先行きは、引き続き原油価格動向が大きな鍵を握ろう。上述、構造的需給変化から、原油は上昇基調を続けると見込む。サウジアラビアとロシアを中心とした生産量凍結の失敗(4月)にもかかわらず、その後原油価格が堅調を維持している事実も、目先の原油価格に強気になれる要因と考える。
- 但し、原油価格の上昇基調に、RUBの連動が弱まる可能性は、今後、益々高まるものと見込む。ブレント=55ドル/バレルにUSD/RUB=64でRUB建原油価格3500台というのが、夏場の目処として現実的ではないか。
- CBRによるRUB流動性吸収は、インフレ抑止的政策には違いないが、見方を変えれば、「利下げに向けた地均しの一環」と捉えることもできる。今後はCBR利下げ観測も、RUB上値を押さえる要因と読まれるのではないか。

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

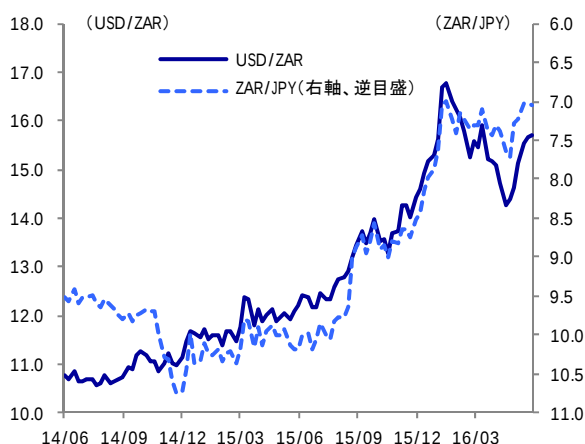


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：ランド高を見込むのは難しい状態が継続

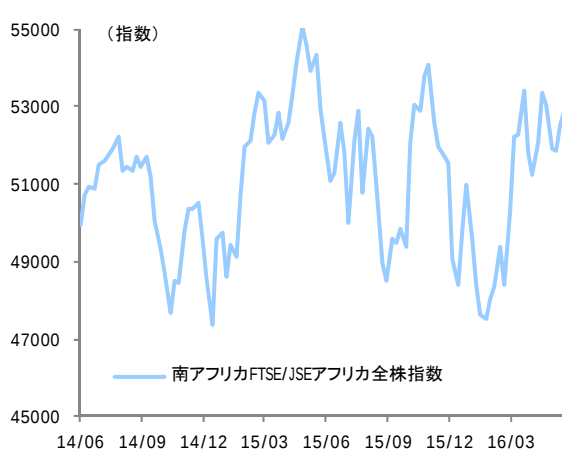
- 5月のZARは月初からほぼ一方的な軟調推移で、水準を切り下げた。
- この間発表された南アの主要経済指標は、1～3月期失業率の大幅な上振れ、3月鉱業生産の下振れ、同製造業生産の大幅下振れ、同小売売上高の下振れなど揃って明確な低迷を示した。一連の経済指標が1～3月期GDP予想の下方修正を促したのはZARの値動きに重石となったことであろう。
- 一方、6日、一部格付会社が南ア国債格付を据え置いたのは、好意的な意外感を持って受け止められたが、特段ZAR押し上げに寄与した様子は読み取れなかった。同社は南ア国債(外貨建長期)に他格付会社2社よりも1段階高い格付を付与していた上、3月にその格付見通しを「中立的」から「格下げ方向」に引き下げていたことから、格下げはほぼ確実と見られていた。
- 南ア政局を巡っては、2009年に無効とされたズマ大統領の汚職疑惑の再審請求がなされた(23日)一方で、ゴードン財務相がスパイ容疑で「逮捕間近」との報道も聞かれ(15日)、与党アフリカ民族会議(ANC)内部の権力抗争を反映した駆け引きが続いた。
- 南ア準備銀行(SARB)は19日、予想通り政策金利を据え置いたが、声明文では「金融引き締め局面の小休止」との表現で、近い将来の利上げを示唆。
- 当面の間ZARに強気になるのは難しく、ZARは売られ易く買われ難い非対称な値動きを続けるものと見込む。6月3日には大手格付会社が南ア国債格付を見直すが、当社に限らず、投機的格付への引き下げは現実的なリスク。6月15日にFRBが追加利上げに動く可能性は高まっており、仮に6月利上げが見送られても、7月27日利上げの確率は相応に高いだろう。また、可能性は高くないが、6月23日のEU残留の是非を問う英国民投票も、英がEU離脱となれば、ZARを含むリスク資産には悪影響が及ぼう。
- 夏場に向けても、南アプラチナ鉱山の労使交渉や南ア地方選(8月3日)の不透明要因が待ち受け、中期的にも、ズマ大統領の汚職疑惑やゴードン財務相へのスパイ容疑などがANC内の権力抗争にどのような影響を及ぼすか予測がつかない。
- 原油価格がこのまま堅調を続ければ、物価上昇と景気低迷の間で南ア準備銀(SARB)の舵取りはますます困難になるだけでなく、輸入額の増加(南アは燃料純輸入国)を通じて経常赤字の拡大要因にもなる。

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

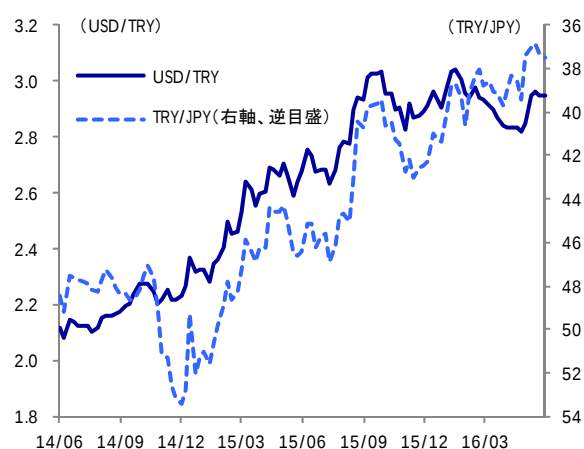


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY): 政局、金融政策とも、もう一段の混迷を警戒

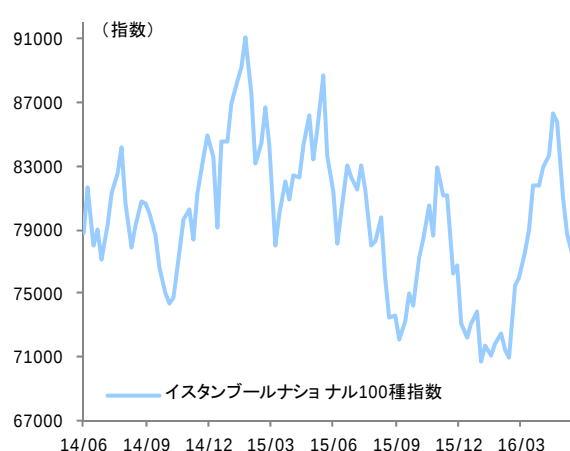
- 5月のTRYは月初から大幅に水準を切り下げ、24日までに対USDで4か月ぶりの安値となる3.0120まで下落。その後、一定の反発を見せた。
- 月初のTRY急落は、ダウトオール首相の辞任をきっかけとした。3日の時点で拡がった観測は、4日、正式に確認された。
- ダウトオール首相の辞任は、政局不透明感という漠然とした悪材料というだけでなく、クルド勢力と対決姿勢を深めるエルドアン大統領独走の可能性や、(移民政策などで)EUとの共同歩調を取ってきた同首相の退陣でEUとの関係がこじれる可能性など、具体的な意味でも悪材料視された。
- 並行して金融市場の注目を集めたのは、トルコ中銀(CBRT)の金融政策動向。3日に発表されたトルコ4月CPIが前年比+6.57%と市場予想を明確に下回ったこともあり、大統領周辺からの追加利下げ圧力は引き続き強かった。
- CBRTの追加利下げ見通しが根強いのは対照的に、4月FOMC議事録(18日)や高官の発言などでFRBによる6月(7月)利上げ観測が高まったのは、とりわけ対USDでのTRYの続落を促した。
- 与党公正発展党(AKP)は22日の臨時党大会で、ユルドゥルム交通相を後継首相に選出。同人事は予想の範囲内だったが、24日の組閣で、続投は難しいと見られていたシムシェキ(経済担当)副首相の続投が発表され、TRYは全面高に振れた。
- また、24日、CBRTは上限金利(翌日物貸出金利)を50bp引き下げた。この決定は市場の予想通りではあったものの、一部に▲25bpや金利据え置き予想もあったことから、TRY安要因と読まれても不思議ではなかったが、上述、シムシェキ副首相続投後のTRY買いの中、ほとんど材料視されなかった。
- TRYは早晩天井を打って下落基調を再開する可能性を予想。今後進むであろうエルドアン大統領への権力集中がトルコ経済に直接及ぼす影響は未知数ながら、クルド勢力との対立やEUとの緊張が経済に好影響するとは考え難い。また、テロの続発だけでなく、ロシア軍機撃墜を契機としたロシアとの断絶で観光収入が急減しているのも気掛かり。
- CBRTの金融政策の破綻も遠くない将来顕在化する可能性が高い。ベース効果剥落、原油価格上昇、TRY安などで物価上振れはほぼ確実な上、FRB利上げ観測の高まりで、金融市場のボラティリティも着実に上昇している。

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

		2016年 1～5月（実績）	SPOT	2016年 6月	9月	12月	2017年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.5962	6.5854	6.55	6.52	6.48	6.45	6.42
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7714	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	67.260	68.0	66.5	64.5	63.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ~ 14002	13648	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ~ 1245.13	1191.93	1190	1210	1190	1170	1150
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.1287	4.10	4.05	3.90	3.87	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ~ 48.069	46.777	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3352 ~ 1.4444	1.3776	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.150 ~ 33.791	32.619	32.70	33.10	32.70	32.30	31.90
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.77	35.9	35.6	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22563	22382	22400	22300	22300	22400	22150
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.9923 ~ 85.9573	66.6903	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ~ 17.9169	15.7171	16.00	16.50	16.50	17.00	17.00
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0614	2.9476	2.90	3.10	3.30	3.40	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.4294 ~ 4.1720	3.6116	3.55	3.64	3.70	3.71	3.74
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.4448	18.4675	18.40	18.40	18.20	17.90	17.60
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.308 ~ 18.563	16.850	16.79	16.56	16.36	16.12	15.89
香港ドル	(HKD)	13.604 ~ 15.615	14.247	14.18	13.92	13.66	13.40	13.14
インドルピー	(INR)	1.591 ~ 1.823	1.646	1.62	1.62	1.64	1.64	1.65
インドネシアルピア	(100IDR)	0.798 ~ 0.896	0.811	0.809	0.812	0.815	0.809	0.816
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ~ 10.267	9.300	9.24	8.93	8.91	8.89	8.87
マレーシアリンギ	(MYR)	26.326 ~ 29.357	26.870	26.83	26.67	27.18	26.87	26.49
フィリピンペソ	(PHP)	2.250 ~ 2.570	2.372	2.34	2.33	2.32	2.32	2.32
シンガポールドル	(SGD)	78.19 ~ 85.54	80.37	79.71	79.41	78.52	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.279 ~ 3.671	3.395	3.36	3.26	3.24	3.22	3.20
タイバーツ	(THB)	3.026 ~ 3.412	3.096	3.06	3.03	3.04	3.00	2.96
ベトナムドン	(100VND)	0.4737 ~ 0.5482	0.4945	0.49	0.48	0.48	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.718	1.660	1.69	1.71	1.77	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.044	6.88	6.55	6.42	6.12	6.00
トルコリラ	(TRY)	35.914 ~ 41.265	37.555	37.93	34.84	32.12	30.59	29.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 31.825	30.723	30.99	29.67	28.65	28.03	27.27
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ~ 7.018	5.995	5.98	5.87	5.82	5.81	5.80

(注) 1. 実績の欄は 5 月 31 日まで。SPOT は 6 月 1 日の 7 時 40 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。

(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%)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
エマージングアジア												
中国	7.2	6.9	6.9	6.9	2.0	1.4	2.4	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6
インド	7.0	7.3	7.2	7.6	6.6	4.9	4.7	5.3	-1.4	-1.1	-1.8	-2.0
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.4	6.4	6.4	4.2	5.2	-3.0	-2.1	-2.5	-2.7
韓国	3.3	2.6	2.8	3.3	1.3	0.7	1.3	2.1	6.3	7.0	6.5	6.6
マレーシア	6.0	5.0	4.3	5.1	3.2	2.1	2.7	2.8	4.6	3.0	2.6	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.1	5.9	4.2	1.4	1.9	3.3	4.4	2.9	3.3	3.5
シンガポール	3.3	2.0	1.9	2.8	1.0	-0.5	-0.3	1.3	17.4	19.7	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.1	4.1	1.9	-0.9	0.4	2.1	3.5	8.9	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	6.0	7.3	1.8	0.6	2.3	3.6	4.9	0.2	-0.5	-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 (%)	2016			2017			
				Q2	Q3	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	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10	
インド	翌日物レボ金利	6.50	6.50	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	
インドネシア	翌日物金利	6.75	6.75	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.75	
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.00	5.50	5.50	5.50	5.50	6.00	6.00	

(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。