

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨: Brexit を受けて、新興国通貨は売り優勢の展開を予想.....	2
中国人民元(CNY): PBoC は CNY 安を容認	3
インドルピー(INR): 政権運営に対する懸念が高まる.....	4
インドネシアルピア(IDR): 税収増によりインフラ投資拡大へ	5
韓国ウォン(KRW): BOK は利下げ、政府は財政刺激策を発表	6
マレーシアリング(MYR): 景気低迷も、BNM は動かさず	7
フィリピンペソ(PHP): 次期政権は経済政策を継承	8
シンガポールドル(SGD): 冴えない経済情勢は続く.....	9
タイバーツ(THB): 経済は底堅く推移も、下振れリスクは高い	10
ベトナムドン(VND): ベトナム経済は伸び悩みが見られる	11
ロシアルーブル(RUB): 原油価格の上抜けが RUB 上昇の条件	12
南アフリカランド(ZAR): 中期的な ZAR 高要因は想定し難い	13
トルコリラ(TRY): 経済指標改善は一時的、中銀の独立が試される	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

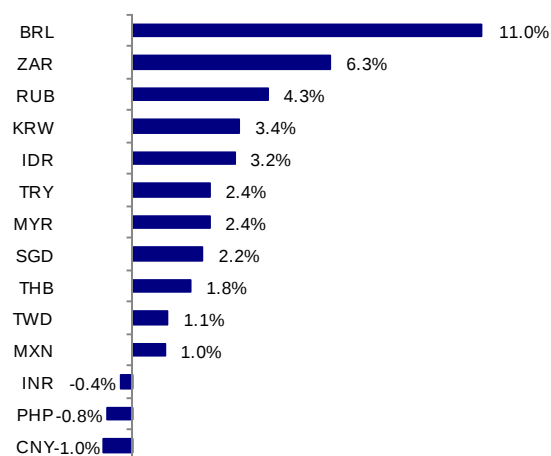
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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: Brexit を受けて、新興国通貨は売り優勢の展開を予想

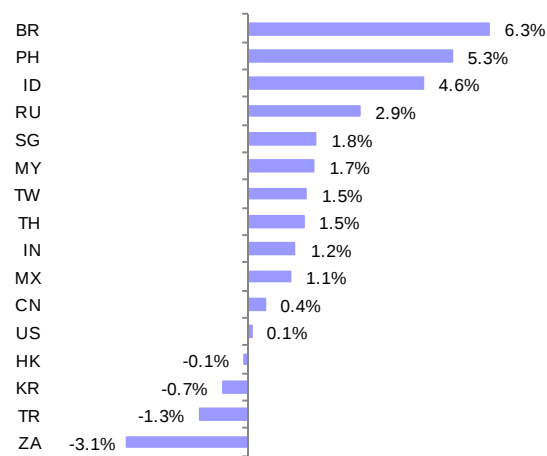
- 6 月の新興国通貨は、米 5 月非農業部門雇用者数変化が市場予想を大幅に下回る結果に、月初は堅調に推移した。月央から徐々に、英国の EU 離脱 (Brexit) を問う国民投票において、離脱派が優勢となる世論調査の結果が相次いだことで、売り優勢の展開となった。その後は、再び残留派が優勢となる調査結果が目立ち始めたことで、落ち着きを取り戻す通貨が目立った。しかし、6 月 24 日 (日本時間) に発表された国民投票の開票結果では、Brexit が多数派となり、市場にとっては予想外の展開となったことを受け、リスク資産は下落し、新興国通貨も売り優勢の展開となった。
- 7 月は、Brexit に伴う欧州経済の先行きに対する不透明感の高まりを受けて、新興国資産を含めたリスク資産への投資額を圧縮させる動きが目立つと予想する。そのため、新興国通貨は売り優勢の展開となるだろう。
- 原油価格は、軟調な値動きを見込む。Brexit によるリスク資産圧縮の動きに加え、欧州経済鈍化による原油需要の低下が、需給の悪化に繋がる懸念が広がり、原油価格の上値を重くすると考える。
- 中国経済では内需に低迷の兆しが見え始めている。小売売上高は 4 か月連続で減速しているほか、固定資産投資をけん引していた不動産投資について、不動産市況の先行きを示す新築不動産販売面積が 3 か月ぶりに減速しており、今後も固定資産投資を下支えできるか懸念が高まっている。斯かる状況下、外需の持ち直しがより重要となってくるため、7 月発表の中国 6 月輸出が大きく悪化する場合、再び中国経済への減速懸念が高まるだろう。
- 新興国通貨売りの流れを変えるのは、米国の金融政策だと考える。Brexit を受けて、各通貨が対ドルで下落している状況下、FRB が利上げに固執すれば、再び急激なドル高を招き、米経済を下押ししてしまう。少なくとも、年内に利上げをするのは現実的と言えない。7 月 26 日 (火) ~ 27 日 (水) の FOMC にて利上げが見送られ、9 月に発表される最新の政策金利見通し (ドットチャート) が引き下がる、という展開を経て、FRB は利上げが困難であることを徐々に認めていくと見込む。
- FRB の利上げ姿勢後退が顕在化するまで、新興国通貨は売り優勢となるだろう。しかしながら、9 月にかけて FRB がハト派色を強めるに連れ、落ち着きを取り戻していくと予想する。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2016 年 6 月)



(資料) ブルームバーク

図表 2: 新興国株式騰落率 (2016 年 6 月)

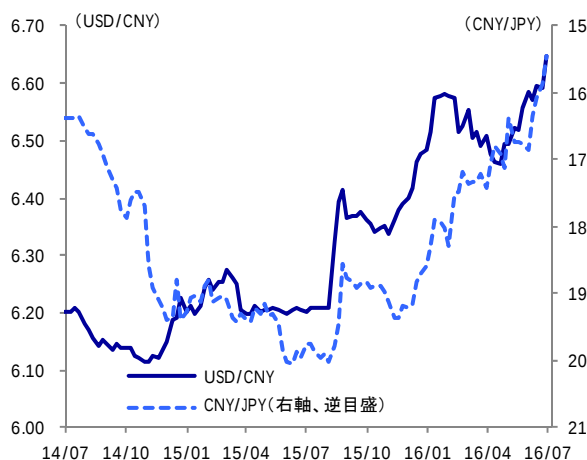


(資料) ブルームバーク

中国人民元(CNY): PBoC は CNY 安を容認

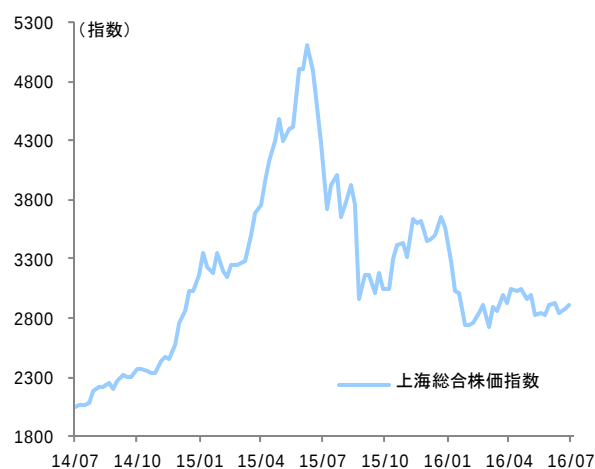
- 6月のCNY相場は月末に急落した。月初から月央までは6.50台後半で安定推移していたものの、24日の英国における国民投票でBrexitが決定されると6.60台後半まで一時売り込まれた。月末にかけては、主要通貨が値を取り戻したことで、CNYへの売り圧力が一巡し、6.6台半ば近辺での推移が続いた。
- 6月8日に発表された中国5月貿易統計は、輸出が前年比▲4.1%と4月(同▲1.8%)から減少幅が拡大し、2か月連続で前年比マイナスとなった。5月の結果は冴えないものとなったが、人民元の実効レート下落が続いていることを受けて、輸出の基調は年初の低下から横這いに転じつつあり、徐々に安定する兆しを見せている。
- 13日に発表された一連の経済指標では、5月小売売上高が前年比+10.0%と4か月連続で減速し、5月固定資産投資も年初来前年比で同+9.6%と2000年5月以来の低い伸びとなった。特に固定資産投資をけん引していた不動産投資が同+7.0%と4月(同+7.2%)から伸び率が縮小したことは気がかりである。不動産市況の先行きを示す新築不動産販売面積は、5月に前年比+22.0%と3か月ぶりに減速しており、今後も固定資産投資を下支えできるか懸念が高まっている。
- 同日に発表された5月鉱工業生産は前年比+6.0%と4月(同+6.0%)から横這いとなった。産業別内訳を見ると、過剰設備を抱える鉱業が大幅に減速するも、輸出の回復を背景に製造業を中心に伸び幅が大きく拡大した。
- これまでの中国経済は、外需が減速する中、内需が下支えするという構図が続いてきた。足許は、内需を支えてきた不動産投資が減速の兆しを見せているため、今後については外需と生産の持ち直しが続かない限り、中国経済に対する懸念は高まっていくと考える。
- 中国人民銀行(PBoC)は、人民元の名目実効レート下落を容認する一方、資本流出を抑制するためにCNYの安定を志向するという従来の為替政策を6月も継続した。Brexitは対ドルでユーロ安・他通貨安を通じて、人民元の実効レートを上昇させてしまう可能性が高い。内需に減速の兆しが見える中、持ち直してきた輸出を再減速させる余裕はPBoCに残されていない。そのため、PBoCはドル高が進む場合、CNY安を容認すると考える。

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

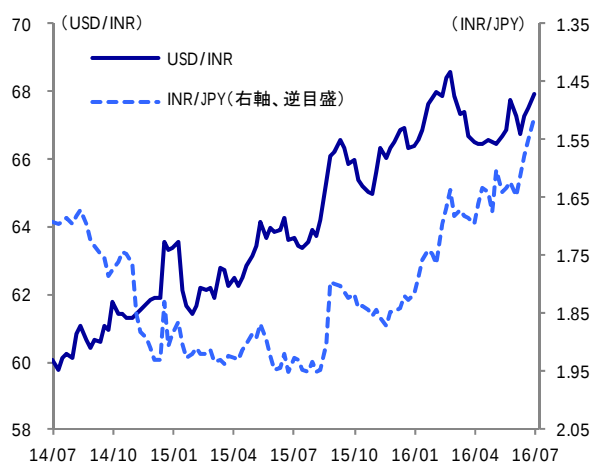


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR): 政権運営に対する懸念が高まる

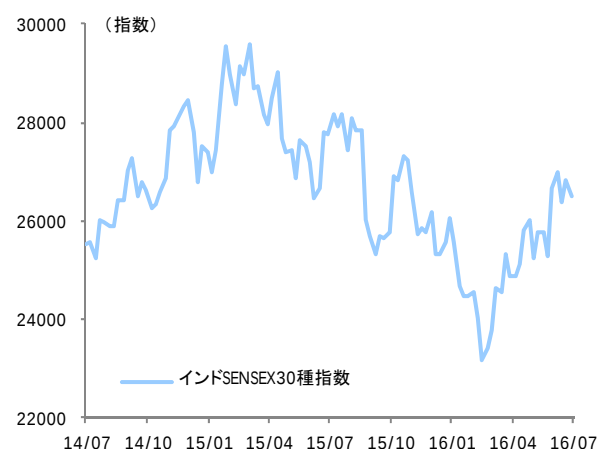
- 6月のINR相場は軟調な展開。月初、米5月雇用統計の冴えない結果を背景に米利上げ観測が後退し、66台半ばまで上昇するも、ラジャン・インド準備銀行(RBI)総裁が任期で退任するとの報道を受け下落。24日にBrexitが決定すると、更に売りが加速し、月末は67台後半で取引を終えた。
- 6月7日開催のインド準備銀行(RBI、中央銀行)金融政策決定会合では政策金利が据え置かれた。声明文では、足許で上昇しているインフレ率について、見通しは維持された。但し、商品価格底入れや公務員給与引き上げなどの上方リスクと、モンスーン期(雨期)に予想される例年以上の降雨量を受けた食品価格低下といった下方リスクの双方が指摘されている。
- 政策据え置き背景には、こうした物価見通しに対する不確実性の高まりがあったほか、Brexitなどの海外動向にも注意を払っていることが示された。RBIは引き続き緩和的な政策スタンスを維持するとし、追加利下げに前向きな姿勢を示したが、時期については経済・金融動向次第とした。
- なお、インド5月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.76%と食品価格を中心に2か月連続で伸び率が拡大した。足許ではモンスーンの到来が平年より1週間程度遅れており、これが農業生産減少に繋がった場合は食品価格の更なる上昇により、RBIの利下げ余地が大きく縮小する恐れがある。
- 18日にラジャン RBI 総裁が9月4日の任期満了による退任を表明した。背景にはインド人民党(BJP、与党)やその支持団体である民族義勇団(RSS)との政治・経済観の相違があった模様だ。後任は近く発表される予定だが、夏頃には新たにRBIに設置される金融政策委員(6名)の任命も控えており、ラジャン総裁退任後の金融政策の継続性について不透明感が高まっている。
- 11日に実施された国会上院の補欠選挙では、BJPが新たに5議席を確保し、74/245議席となった。もともと、依然として過半数には届いていないため、BJPが2017年4月に目指す物品・サービス税(GST)の導入に向けては地方政党との連携が成立するかどうか依存している。
- 年末にかけて、INRは米利上げ観測の後退により緩やかに上昇する見込み。もともと、これまでインドへの資金流入を後押ししてきた経済・金融改革への期待感が、RSSの政治介入と共に薄れる可能性もある。経済・金融改革において宗教色が強まることはルピーの下押しリスクとなるだろう。

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

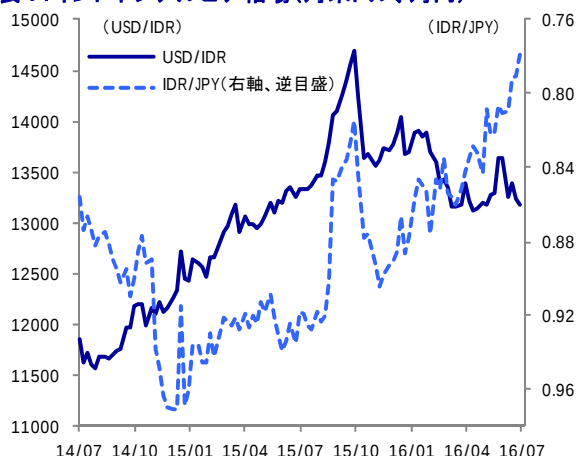


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)： 税収増によりインフラ投資拡大へ

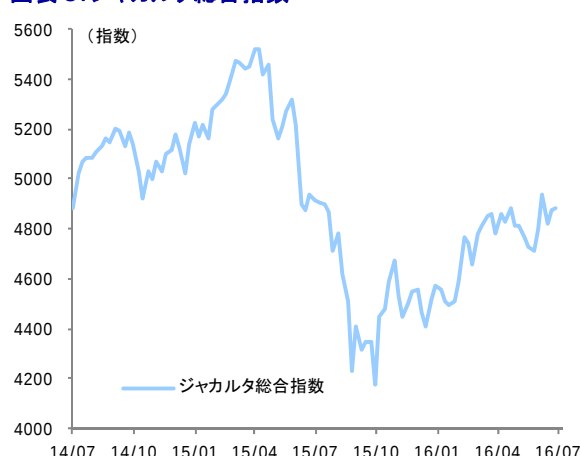
- 6月のIDR相場は一時急落するも月末にかけて急上昇する展開となった。月初、13600台で推移するも、冴えない米5月雇用統計を背景に米利上げ期待が後退し、13200台まで上昇。24日のBrexit決定後は、一時13500まで軟化するも、租税特赦法（タックス・アムネ스티）の可決が好感され、月末は買い優勢となり13100台まで上値を切り上げた。
- 6月16日開催のインドネシア中銀(BI)金融政策決定会合では、政策金利が6.50%と25bp引き下げられたほか、8月19日から新たな政策金利として適用される7日物リバースレポ金利も5.50%から5.25%に引き下げられている。このほか、不動産融資に際し、不動産価値に対する借入金(Loan To Value)比率の+5~15%引き上げや、預貸比率の引き上げも併せて発表されるなど、BIの積極的な緩和姿勢が示された。
- 声明文では、インフレ率がBIの目標(+3~5%)内で推移していることや、経常赤字の縮小傾向及びIDRが安定していることなど、インドネシア経済の安定性が増していることが指摘された。一方で、非建設投資が改善の兆しを見せず、輸出産業も伸びが限定的となっていることが懸念事項として指摘されており、BIは国内需要の拡大を確かなものにするべく、一連の緩和策を実行したと述べた。
- 1日に発表されたインドネシア5月CPIは前年比+3.33%と2か月連続で減速してBIの目標内に収まるなど、インフレ率に減速傾向が見られ始めている。また、米利上げ観測の後退に伴いIDRへの売り圧力は後退しつつある。こうした状況を受けて、BIは景気成長を下支えするために、引き続き利下げの機会をうかがっていくだろう。
- 28日にタックス・アムネスティが成立した。同法では、これまで正確に資産・所得を申告していなかった納税者が自主的に正しい申告を行った場合、追徴課税などが免除されることが定められた。
- 財務省の試算によると、同法により追加税収は165兆ルピア(125億ドル)となる見込みだ。これは2015年の税収(1060兆ルピア)比で+15.6%と大きな規模となり、今後のインフラ投資の財源として期待される。
- タックス・アムネスティの成立やインフラ投資、経済政策への期待感からIDRは、Brexitにも拘わらず底堅い値動きを予想する。9月以降に見込まれる米利上げプロセスの頓挫もIDR高要因となるだろう。

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

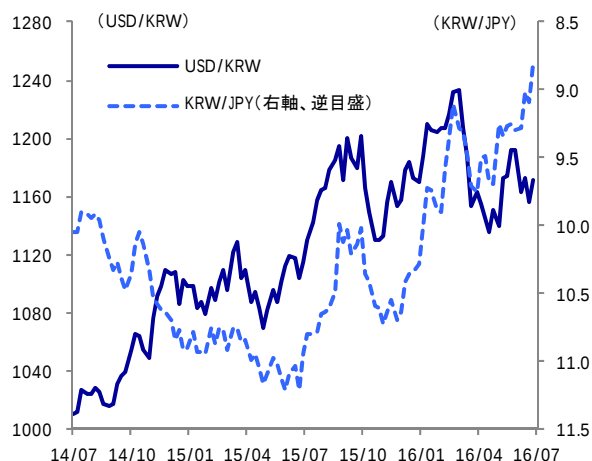


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW) : BOK は利下げ、政府は財政刺激策を発表

- 6月のKRW相場は一時下落するも月末にかけて値を戻す展開。月初は、米利上げ観測の後退を背景に上昇し、月央にかけては Brexit 懸念の後退を受け 1140 台まで強含んだ。しかし、24 日に Brexit が決定すると、1180 台まで売り込まれた。月末にかけて主要通貨が値を戻したことで、1160 近辺まで連れ高となった。
- 6月1日に発表された5月の貿易統計では、輸出が前年比▲6.0%と市場予想(同▲0.4%)を下回ったものの、4月(同▲11.2%)から大きく改善した。基調を見ても減速から横ばいに転じており、持ち直しの兆しを見せ始めている。
- 一方で、消費に先行する6月消費者信頼感指数は、99と前月(99)から横這いとなった。小売売上の伸び率は基調で見ると、加速から横ばいに転じており、内需は伸び悩みの様相を深めている。
- 9日に開催された金融政策決定会合において、韓国中銀(BOK)は政策金利を 25bp 引き下げ 1.25%とした。李 BOK 総裁は会合後の記者会見で「上半期に政府予算を前倒しで実行したことにより、下半期における景気下ぶれリスクは高まった」と述べるなど、景気認識の下方修正が利下げに繋がったことを示唆した。
- もっとも、利下げ決定の背景には、企業再編の動きが加速したことも影響した模様だ。8日に、企業再編を主導する政府系金融機関への資本注入を行うための SPC(特別目的会社)に対し、BOK が政府と共同で約 11 兆ウォンの融資を行うと発表した。企業再編は長期的に見れば韓国経済の成長力を高めるものの、短期的には雇用情勢の悪化などを引き起こし、GDP を下押しすると考えられる。よって、BOK は利下げにより、企業再編に伴う景気下押し圧力を和らげる狙いがあるのだろう。
- また、政府は 28 日に財政刺激策を発表した。総額は、補正予算を含めて総計 20 兆ウォン(名目 GDP 比 1.3%)になる見込み。上半期に政府予算が前倒しで実行されており、下半期に政府支出の大幅減から景気減速が懸念されていたが、今回の施策により、下期における韓国経済の失速を和らげることが期待される。
- Brexit により、7月のKRWは軟調となるだろう。もっとも、金融政策と財政政策が同時に実行されたことで、韓国経済の底割れは避けられる可能性が高く、年末にかけてはドル安の動きに合わせて KRW 高になると考える。

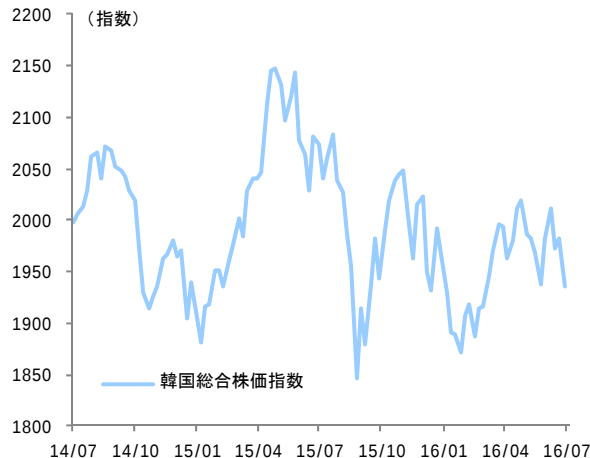
図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年7月1日

図表 10: 韓国総合株価指数

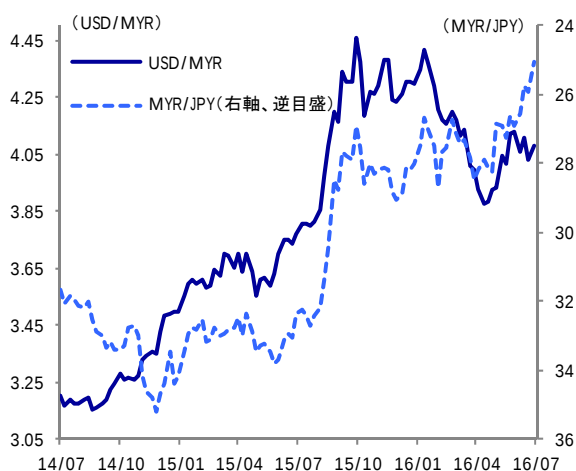


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR): 景気低迷も、BNM は動かず

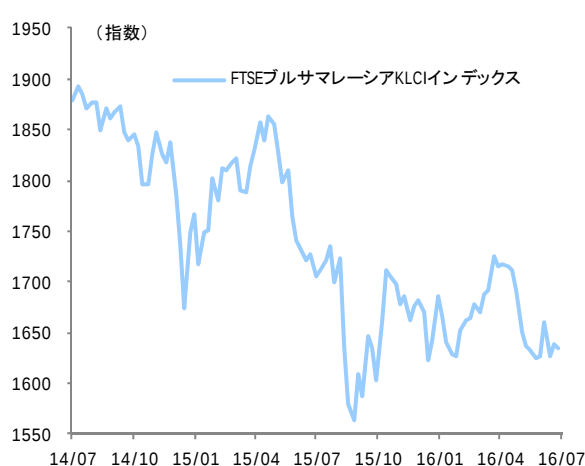
- 6月のMYR相場は、月を通しては底堅い値動きが目立った。月初は、米利上げ期待が後退したことを背景に4.15台から4.05台まで上昇し、月央には一時3.90台となるも、24日にBrexitが決定すると4.15台まで急落した。月末にかけては原油価格の反発に連れて、4.00近辺まで値を戻している。
- マレーシア経済は依然として弱い動きが続いている。5月PMIは47.2と2015年4月以来14か月連続で景気回復/縮小の節目となる50を下回った。また、4月鉱工業生産は前年比+3.0%と物品・サービス税(GST)導入前の駆け込み需要で生産活動が盛り上がった2014年4月～2015年3月の平均伸び率(同+5.6%)を下回って推移している。
- 4月輸出についても前年比+1.6%と3月(同+0.2%)から加速したが、2桁の伸びが珍しくなかった2014年に比べると減速感は否めず、外需をけん引役とした景気回復も見込みにくい状況が続いている。
- 15日発表の5月CPIは前年比+2.0%と4月(同+2.1%)から僅かに鈍化した。昨年4月導入のGST導入前の駆け込み需要によるベース効果剥落に伴い、CPIは2月(同+4.2%)から減速が続いている。
- 内訳を見ると、アルコール飲料・たばこが同+22.1%(4月:同+20.1%)と大幅に加速した。一方、原油価格の下落を背景に交通は同▲5.6%(4月:同▲5.5%)と伸び率が縮小した。インフレ圧力の後退が鮮明となっている一方、ムハンマド・マレーシア中銀(BNM)総裁は、「今年後半から景気は回復する」と経済成長の加速に自信を見せている。そのため、BNMは当面の間、政策金利を据え置き続ける公算が大きい。
- マレーシアの政府系投資会社(1MDB)との取引を巡って、米司法省は米大手投資銀行の捜査を行っている。焦点が当てられているのは1MDBによる30億ドルの起債で、投資銀行による違反行為があったかどうか注目されている。もっとも、同捜査がナジブ首相周辺まで及ぶとは見られず、マレーシアでの反政府活動がこれまで以上に盛り上がるとは考えにくい。
- Brexitを受けたリスク回避の動きから、MYR相場は軟調な推移となる見込み。もっとも、9月以降には米利上げプロセスの頓挫が明確化し、MYRは緩やかに上昇する地合いとなるだろう。

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

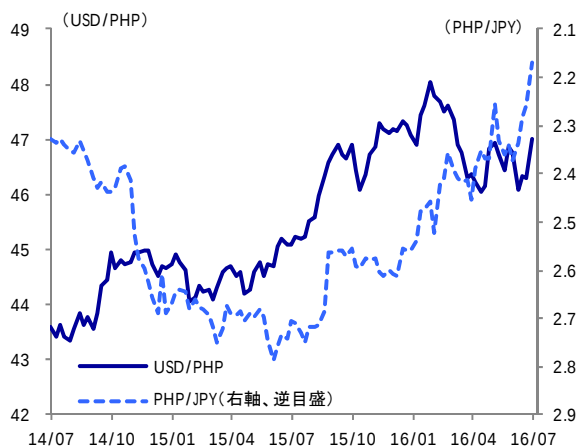


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):次期政権は経済政策を継承

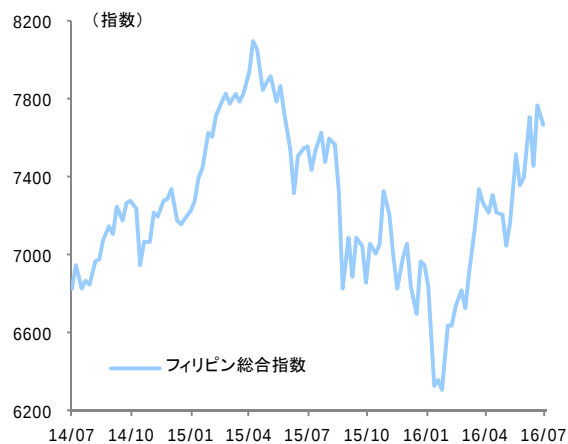
- 6月のPHPは下落した。米利上げ観測の後退を背景に一時45台後半まで値を伸ばすものの、Brexit決定を背景に急落し、47台前半まで売られた。月末はやや値は戻すものの、Brexitで売り込まれた分は取り戻せなかった。
- 6月20日にドゥテルテ政権は、①アキノ政権のマクロ経済政策の継承、②法人税引き下げなど税制改革、③外資出資制限緩和、地方活性化、④インフラ支出の増額など10項目の経済政策を発表した。
- 経済政策の狙いの一つに地方経済の活性化がある。フィリピン経済は地方を中心に産業発展が不十分で雇用創出力に乏しく、海外フィリピン人労働者(OFW)を生み出す原因となってきた。政府は外資導入を含めて産業の発展を目指す模様で、既に新たな工業団地建設も計画されている。そのため、経済政策によって今後フィリピン向けの直接投資が増大する可能性が高い。
- なお、これまで対中接近の可能性があった外交について、ドゥテルテ氏は南シナ海での領有権争いを念頭に米国との関係を重視する姿勢に転じており、政権交代に伴う東南アジアでのパワーバランスの変化は限定されよう。
- 4月のOFW送金は前年比+4.1%と2か月ぶりのプラスに転じた。欧州からは2桁前後のマイナスが続いたが、米国からは2か月連続で増加したほか、アジアからも増加に転じており、引き続き国内消費の原動力として期待される。
- 23日のフィリピン中銀(BSP)金融政策決定会合では、政策金利の翌日物借入(RRR)金利が3.00%に据え置かれた。また、金利コリドーの下限である特別預金(SDA)金利も2.50%に、上限である翌日物貸出(RP)金利も3.50%に据え置かれたため、コリドーは1.00%ポイントで維持された。
- 声明文では、政府の拡張的な財政支出などにより堅調な国内需要と、インフレの安定が据え置きとされている。また、物価見通しも発表され、2016年は前年比+2.0%、2017年は同+3.1%と、BSPのターゲット(+2.0%~4.0%)内に収まる見込みであることが示された。そのため、BSPは当面金融政策を維持し続ける見込みである。
- 引き続き堅調なOFW送金とサービス輸出がPHPの下支え材料となりそうだ。加えて、米利上げプロセスの頓挫が明らかになりそうな9月以降には、PHPが値を切り返す展開が続くだろう。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

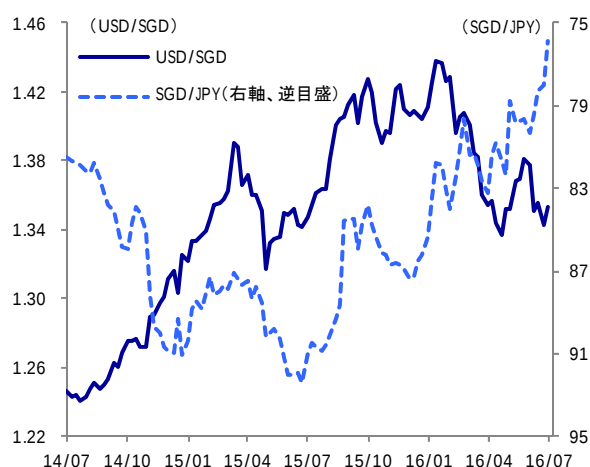


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): 冴えない経済情勢は続く

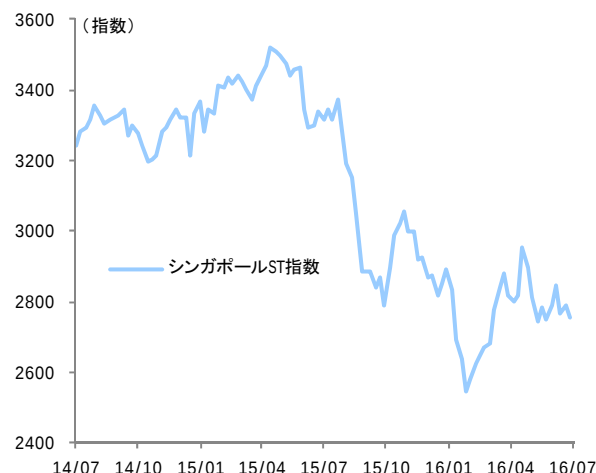
- 6月のSGDは上下に激しい展開となった。月初の冴えない米雇用統計の結果を受けた米利上げ観測の後退を背景に値を伸ばし、一時1.33台まで上昇した。24日にBrexit決定すると、一転して1.37台まで値を下げた。月末にかけては、主要通貨が落ち着きを取り戻す中、SGDも買い戻された。しかしながら、Brexitで売られた分を取り戻すまでには至らなかった。
- 6月17日に発表された5月石油を除く地場輸出は前年比+11.6%と4月(同▲7.9%)から大きく改善し、2015年3月以来の高水準となった。しかしながら、輸出の改善は金・貴金属の急激な伸びが主因であり、主力である電子機器の輸出は同▲6.0%と昨年初来の低水準に止まっている。よって、今回の輸出回復は一時的である可能性が高い。
- 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が見えない。15日発表の4月小売売上高は、前年比+3.8%と4月(同+5.2%)から減速し、2015年後半から基調としては横ばい推移が続いている。
- 23日に発表された5月CPIは前年比▲1.6%と4月(同▲0.5%)からマイナス幅が拡大し、1986年以来の低い伸び率に止まった。しかしながら、これは政府が住宅維持管理費に対する補助金を支払ったことによる一時的な要因であり、今後もマイナス幅が拡大していく可能性は低い。実際、5月コアCPIは同+1.0%と6か月連続で加速しており、インフレ圧力は着実に高まっている。なお、同水準はMASの2016年予想レンジ(+0.5%~1.5%)の中心値である。
- MASは、SGDの名目実効為替レート(NEER)を、上下どちらの方向にも誘導しない中立スタンスを6月も維持した。
- 6月についても、SGDのNEERは中心レート近辺で推移しているほか、物価も緩やかながら上昇基調が続いている。そのため、MASは10月に予定されている定例会合まで金融政策を維持するだろう。
- MASが金融政策を変更しないと予測される中、引き続き他のアジア通貨動向がSGDの動きを左右すると考える。そのアジア通貨については、Brexitを受けて7月は売り優勢の展開が見込まれることから、SGDも同様に売り地合いとなるだろう。SGDの売り圧力が後退するのは、FRBの利上げ姿勢の後退が顕著に見られると予想される、10~12月期に入ってからと予想する。

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

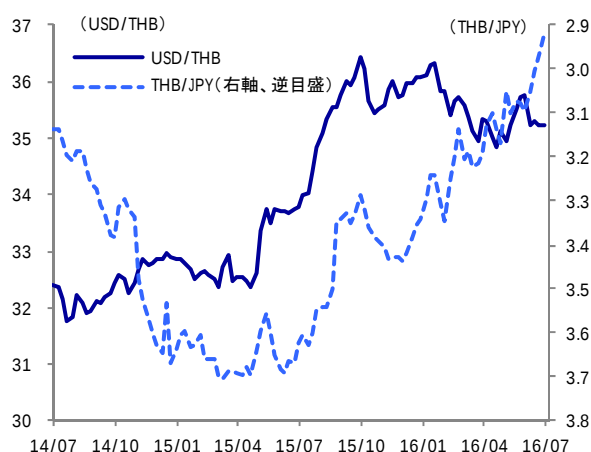


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB): 経済は底堅く推移も、下振れリスクは高い

- 6月のTHBは、他の新興国通貨が大きく上下する中、35台で比較的安定した値動きを見せた。月初、35.7台でスタートしたが、米利上げ観測の後退を背景に35.1台まで上昇した。Brexit決定後は、35.5台まで一時売られるも、月末にかけては買い戻され、35.2近辺での値動きが続いた。
- 6月22日に開催されたタイ中銀(BOT)の金融政策委決定会合にて、政策金利は9会合連続で1.50%に据え置かれた。声明文では、据え置き決定の理由に、景気が回復しインフレ率が年後半にはBOTの目標(+1%~4%)に収束していく見込みであることが挙げられた。
- また、緩和的な金融環境を維持する中で、4月民間消費が前年比+5.25%と3年ぶりの高い伸び率を記録するなど、国内経済は底堅く推移しており、BOTが政策を変更する必要性は乏しかった模様だ。
- 一方で、タイ経済の下振れリスクとして、貿易相手国の景気回復の遅れや、消費者信頼感の更なる低迷が指摘されている。実際、9日に発表された5月消費者信頼感指数は72.6と5か月連続で減速しており、消費の腰折れリスクは大きくなっている。
- 5月31日に発表されたタイ4月国際収支によると、経常収支は+31.5億ドルの黒字と3月(+49.5億ドルの黒字)から黒字幅が縮小した。経常収支の大宗を占める貿易収支が4月+24.5億ドルの黒字(3月:+46.9億ドルの黒字)と大幅に減少したことが背景にある。輸出の低迷を背景に経常収支の黒字幅は徐々に縮小する見込みだ。
- インフレについては、タイ5月CPIは前年比+0.5%(4月:同+0.1%)とエネルギーと生鮮食品価格の上昇を背景に加速した。CPIは2015年1月以降、原油安を受けて前年比マイナスが続いてきたが、今後はベース効果剥落により、上昇基調が徐々に強まるだろう。
- 8月7日に新憲法草案の是非を問う国民投票の実施が予定されているが、結果に関わらず軍政の影響は残ると見込まれる。可決されれば、2017年7月に総選挙が行われ、民政移管となる。しかし、軍部の影響が残る新憲法草案は否決される可能性が高く、政治的な停滞が当面は続くと思われる。
- THBは7~9月期にかけて政治的不透明感から上値の重い展開となるものの、米利上げ観測の後退から10~12月期にかけては徐々に値を切り返す展開を予想する。

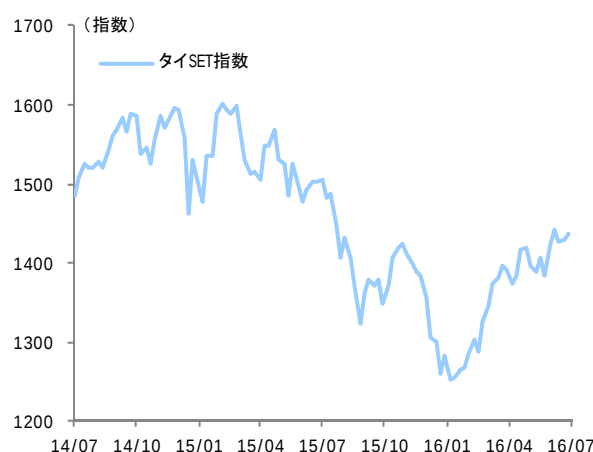
図表 17: タイバーツ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年7月1日

図表 18: タイ SET 指数

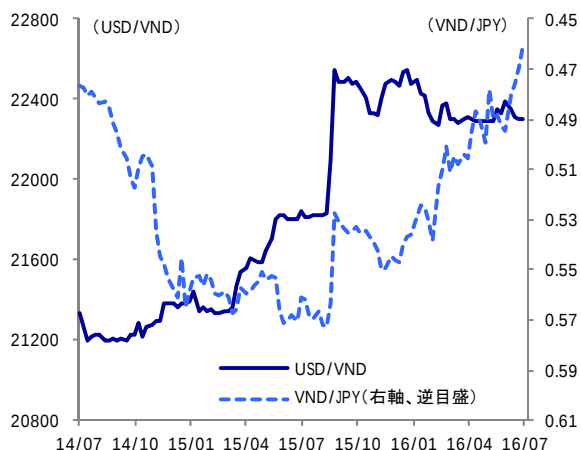


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：ベトナム経済は伸び悩みが見られる

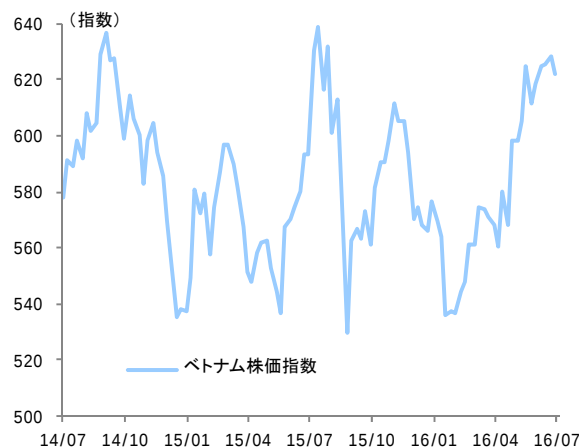
- 6月のVNDはほぼ横這いの値動きとなった。月初、米雇用統計の冴えない結果を背景に利上げ観測が後退したことで、22400台から22200台まで上昇。公式レートは月末まで22200台後半での値動きが続いた。非公式レートはBrexit派が世論調査にて優勢との報道を背景に、一時22600台まで下落するも、その後は22300台前半での推移となった。
- ベトナム経済は底堅いものの、伸び悩んでいる。28日に発表された1～6月期GDPは、年初来前年比で+5.52%と1～3月期(同+5.46%)から加速したが、政府の2016年成長目標(同+6.7%)を大きく下回る結果となった。内訳を寄与度(年初来前年比)で見ると、干ばつの影響により農林漁業が▲0.03%ポイントと2四半期連続でマイナス寄与となったことが、成長率の伸び悩みに繋がった模様だ。なお、製造業は+3.88%ポイントと前期(+3.49%ポイント)に続き、ベトナム経済を下支えした。
- また、外需も伸び悩んでおり、生産にも悪影響をもたらしている。6月輸出は前年比+3.3%と3か月連続で減速し、6月鉱工業生産も同+7.5%と2か月連続で伸び率が縮小した。
- もっとも、6月小売売上高は前年比+10.8%と4か月連続で加速し、昨年8月以来の高水準となるなど、内需は力強さを見せている。また、ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)は2016年における与信伸び率について、目標値を2015年実績(前年比+17.3%)よりも高い水準(同+18%～20%)に引き上げており、与信拡大余地が残されている。
- 今後は、政府が与信拡大を促進する政策を打ち出せば、内需の伸びやそれに伴う生産の回復により、ベトナム経済は加速していくと考える。
- SBVは引き続き、通貨バスケットを参照しながら日次で対ドル中心レートを決定する方針を維持した。そのため、VNDの値動きは概ねドル高・ドル安の動きに沿ったものとなった。
- 7月においては、Brexitを受けて他のアジア通貨が売り優勢の展開になると予想されることから、VNDも22500近辺まで売り込まれる展開を予想する。もっとも、資本規制やSBVの介入により、値動きは他アジア通貨対比で緩やかになるだろう。年末にかけては、米利上げ姿勢の後退を受けて、アジア通貨高の展開になり、VNDも緩やかながらも上昇していくと考える。

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



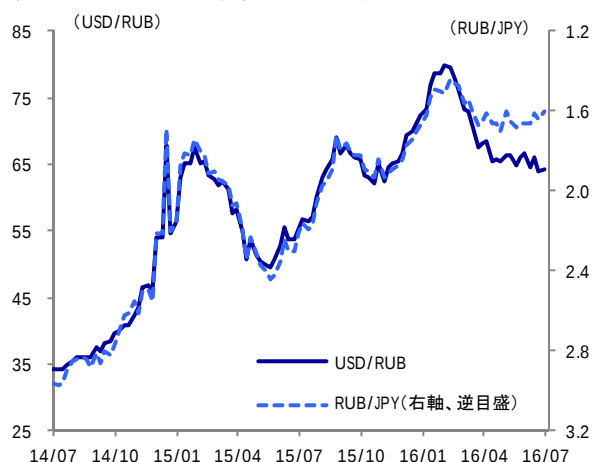
(資料)ブルームバーグ

2016年7月1日

ロシアルーブル(RUB) : 原油価格の上抜けが RUB 上昇の条件

- ・ 6 月の RUB は、英国民投票(23 日)直後の乱高下を除いて、年初来高値を更新しながらの、比較的狭い値幅での上下動に終始した。
- ・ 4 月以降、順調に上値を切り上げてきた原油価格(ブレント)との比較で上値の重さが目立った RUB だったが、6 月中旬以降は、原油が頭打ちから反落へと推移するのを他所に、逆に RUB 高止まりが目をつけた。
- ・ 2 日に開催された OPEC 総会は原油生産量凍結などの合意に失敗したが、原油価格への影響も RUB への影響も限定的にとどまった。
- ・ 翌 3 日発表された米 5 月雇用統計が市場の予想を大幅に下回ったことから、米利上げ観測が大幅に後退。この数字は、ドル安に加え、原油価格も押し上げ、二重の意味で(対 USD で)RUB を押し上げる要因となった。
- ・ 10 日、ロシア中銀(CBR)金融政策委員会は政策金利(1 週間物入札金利)を 50bp 引き下げ、10.50%とした。市場予想は 50bp 利下げと据え置き半々に割れていたが、RUB の反応は鈍かった。英の EU 離脱に伴う金融市場の混乱が収束するまで、CBR は追加利下げを見送るとの見方が強まっている。
- ・ 6 月中旬にサンクトペテルブルクで開催された経済フォーラムの前後には、EU による対ロシア経済制裁解除に対する話し合いの前進が期待されたが、結局進展はなく、21 日、ユンケル欧州委員会委員長は同制裁の 6 か月延長(16 年 7 月末→17 年 1 月末)を示唆した。
- ・ CBR は 27 日、財政出動のための準備基金取り崩しによって、ロシア金融システムに供給された過剰流動性の吸収を目的に預金準備率の引き上げを発表した(8 月 1 日適用)。RUB 建預金に対する準備率が引き上げ(4.25%→5.00%)られるのは 2011 年 4 月(適用)来初めてのことで。
- ・ RUB は当面上値の重い膠着を予想。4 月以降、原油価格(ブレント)が 36 ドル台から一時 51 ドル台まで水準を切り上げるのと並行して、RUB は対 USD で 68~64 を中心とした狭い値幅に膠着。RUB の安定は歓迎すべきことだが、原油価格との比較で RUB 上値が重くなってきている事実は否めない。
- ・ 金融市場は、当面、英の EU 離脱に伴う不透明感と FRB 利上げ観測後退の綱引きを続けることであろう。年内には考え難い展開だが、RUB が対 USD で 68~64 の膠着を抜け出してもう一段水準を切り上げるためには、原油価格が 55 ドル/バレルにしっかり乗ってこることが必要と見込まれる。

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

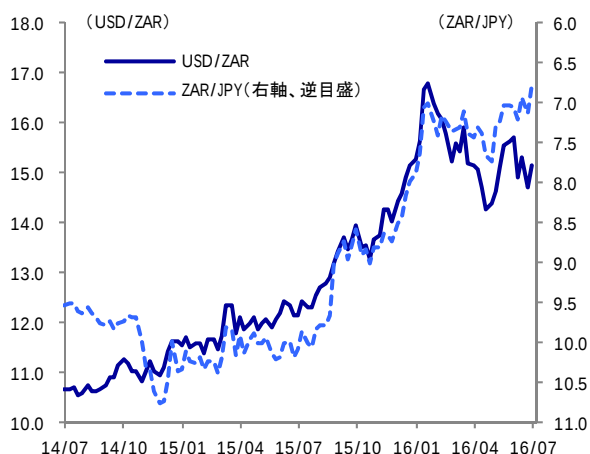


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR): 中期的な ZAR 高要因は想定し難い

- 6月のZARは堅調推移を支配的としながらも、英国投票(23日)後の急落で、対USDは小幅上昇にとどまり、対円では小幅下落となった。
- 月初のZAR上昇は、3日発表された米5月雇用統計の予想外の低迷がはずみをつけた。米労働市場の低迷は、直接ドル安要因となっただけでなく、FRB利上げ観測の後退に伴う「投資市場の流動性の高止まり=リスク許容量の高止まり」という経路を通してZAR押し上げ要因と読まれた。
- 8日、格付会社の一部が南ア国債格付を据え置いただけでなく、その格付見通しも「中立的」で据え置いたことは市場参加者の多くに予想外と受け止められた。ZARにとっては押し上げ要因と読めたはずだが、実際には同日を境にZARはじり安推移へと転じてしまった。
- この局面のZARじり安は、英国投票に向けて各種世論調査の結果が離脱派の優勢を伝えたことが要因視された。逆に、16日以降、ZARが堅調に転じたのは、残留派の英議員の暗殺事件が、残留に向けた機運を高めるとの思惑が、リスク許容量の反発を誘った結果と受け止められた。
- しかし、英国投票の締め切り直後まで上昇を続けたZARは、各選挙区の開票結果が次第に離脱優勢を伝えるようになると、一転、急反落。実際に離脱が過半数を占める結果となると、対USDでは月初からの上昇分をほとんど吹き飛ばし、対円では史上最安値を更新する下落を見せた。
- 当面のZAR相場は、売り買い材料が交錯した膠着を予想。中期的には夏場に予定される労使交渉の経緯、8月3日投票日の地方選の結果、物価動向と南ア準備銀(SARB)金融政策動向などの南ア要因を見極めながらの展開となるが、ZARを積極的に買えるような材料の出現は想定し難い。
- 目先の要因としては、英EU離脱の経緯に注目。離脱交渉を巡る不透明感や予想される英景気・世界景気への悪影響はZAR売り要因となろうが、FRB利上げ観測の後退や、金価格の上昇は逆にZAR買い要因と読める。
- SARBは金融政策が利上げ局面にあることを明確にしているが、GDP統計の家計消費や小売売上高などに表れる消費の減速、5月CPIの予想外の減速、比較的安定したZAR推移などを背景に、そもそも追加利上げ観測は後退しつつあった。英のEU離脱による不透明感の高まりで、利上げの可能性は更に遠退いたとの見方が支配的。7月21日の金融政策委員会における利上げ観測は概ね潰えたものと考えられる。

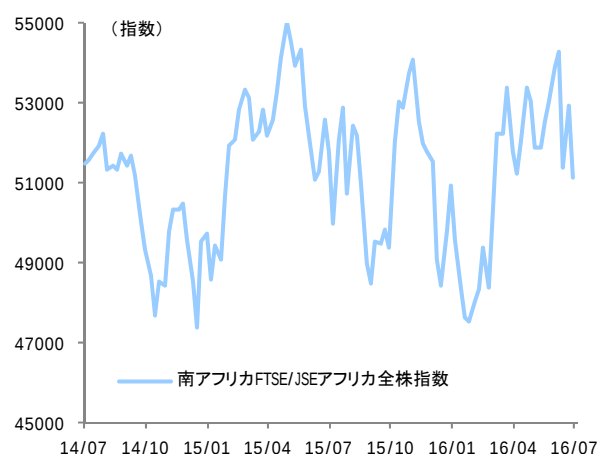
図表 23: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年7月1日

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

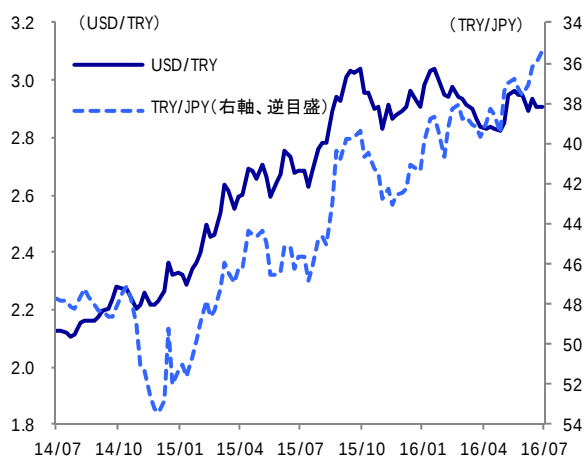


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：経済指標改善は一時的、中銀の独立が試される

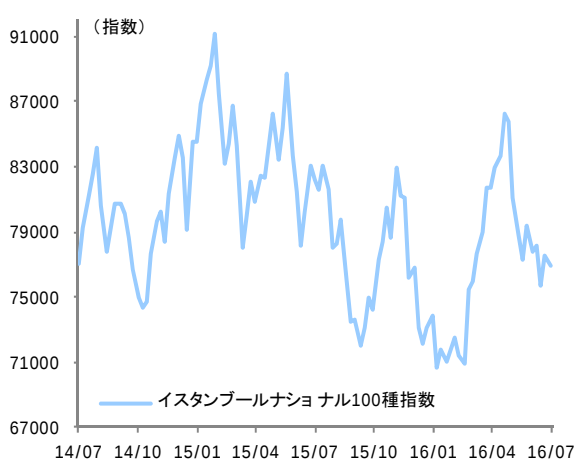
- 6月のTRYは、英国民投票(23日)に前後した乱高下を除き、対バスケット、対ドル共に比較的狭い値幅内で上下動。月を振り返って若干水準を切り上げた。対円では軟調推移を支配的とし、史上最安値を更新した。
- 月初、堅調気味のTRYの滑り出しは、3日発表された米5月雇用統計の低迷を反映したドル安の動きが背景にあった。米利上げ観測の後退は、TRYを含む新興市場通貨全般、株価全般、商品などリスク資産を押し上げた。
- もっとも、米労働市場の失速を理由にリスク許容の動きが高まるのも理不尽で、並行して円が一貫して堅調に推移していた経緯を鑑みるに、金融市場が示したのはリスク許容/回避という尺度だけでは測り切れない反応だった。
- 10日発表されたトルコ1～3月期GDPの上振れや、同4月経常収支の上振れ(赤字縮小)が、TRY反落のきっかけとなったのも、理に合わない反応。GDPの上振れは、最低賃金引き上げや大量に流入した移民による消費拡大が主因で一時的、経常収支改善は、観光収入の急減や今後予想される燃料輸入の急増で持続不能との読みがTRY売りを誘ったと解釈された。
- トルコ中銀(CBRT)は21日の金融政策委員会で上限金利(当日物貸出金利)を50bp引き下げた。3日発表されていたトルコ5月CPIの明確な下振れ、金融市場全般の落ち着き、足許TRYの安定などを背景に、この利下げは広く予想されており、市場の反応は限定的だった。
- しかし、23日に実施されたEU残留/離脱を問う英国民投票では離脱が選択された。結果が明らかになった24日は、他の通貨と同様にTRYは激しく乱高下した。
- TRYは引き続き中期的な下落局面にあるものと見込む。5月半ば以降の反発にもかかわらず、現在までにTRYはダウトオール前首相辞任(5月4日)前の水準を一度も回復できていない。また、実質実効水準(CBRT算出)で見ても、TRYは過去1年の高値圏にあり、トルコ当局は一定のTRY安を容認するどころか、むしろ積極的にTRY安を誘導する可能性まで見込める。
- 一方で、トルコ経済を巡る環境は必ずしも良好とは言えない。上述の通り、GDPの堅調や経常赤字の縮小傾向は遠からず頭打ちになることが見込まれている。CBRTは利下げ局面の終焉が近付いていることを示唆し始めたが、今年後半に向けて物価の上振れが警戒される中で、CBRTが迅速に的確な政策対応(金融引き締め)に動けるかは、大いに不安視される。

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 1～6月（実績）	SPOT	2016年 9月	12月	2017年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ～ 6.6634	6.6480	6.64	6.60	6.57	6.54	6.51
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7599	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	67.525	68.0	67.0	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13210	13100	12950	12850	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ～ 1245.13	1151.80	1160	1140	1130	1120	1110
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0288	4.05	3.90	3.87	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	47.162	46.4	45.7	44.8	43.9	44.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3472	1.36	1.35	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	32.031 ～ 33.791	32.258	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.16	35.6	34.9	34.7	34.5	34.3
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22304	22350	22300	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.3547 ～ 85.9573	63.8877	63.00	60.00	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ～ 17.9169	14.7681	16.00	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0614	2.8809	3.10	3.30	3.40	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1832 ～ 4.1720	3.2130	3.46	3.60	3.63	3.65	3.68
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.3028	19.40	19.10	18.70	18.30	17.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.040 ～ 18.563	15.448	15.06	14.85	14.76	14.68	14.59
香港ドル	(HKD)	12.880 ～ 15.615	13.297	12.89	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.528	1.47	1.46	1.47	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.781	0.763	0.757	0.755	0.768	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	8.942	8.62	8.60	8.58	8.57	8.56
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246 ～ 29.357	25.520	24.69	25.13	25.06	24.94	24.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.131 ～ 2.570	2.181	2.16	2.14	2.17	2.19	2.15
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	76.59	73.53	72.59	72.93	72.73	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.199	3.11	3.07	3.07	3.07	3.06
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.938	2.81	2.81	2.80	2.78	2.77
ベトナムドン	(100VND)	0.4475 ～ 0.5482	0.4626	0.45	0.44	0.44	0.43	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.718	1.614	1.59	1.63	1.54	1.52	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	6.991	6.25	5.94	5.71	5.65	5.76
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	35.815	32.26	29.70	28.53	27.43	27.14
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 32.407	32.108	28.90	27.22	26.72	26.30	25.82
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.637	5.15	5.13	5.19	5.25	5.37

(注)1. 実績の欄は6月30日まで。SPOTは7月1日の8時20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			2018	
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
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	4.10
インド	翌日物レポ金利	6.50	6.50	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50
インドネシア	翌日物金利	6.50	6.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.75	5.75
韓国	7日物レポ金利	1.25	1.25	1.25	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	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	3.25
タイ	翌日物レポ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	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	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。