

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：やや軟調な推移を予想	2
中国人民元(CNY)：不透明感を増す PBoC の為替政策	3
インドルピー(INR)：俄かに高まる GST 法案の成立期待	4
インドネシアルピア(IDR)：各種政策への期待感を背景に上昇	5
韓国ウォン(KRW)：BOK 及び政府は景気の下支えに注力	6
マレーシアリング(MYR)：汚職疑惑再燃が重石に	7
フィリピンペソ(PHP)：ドゥテルテ政権はインフラ整備の加速を示唆	8
シンガポールドル(SGD)：4～6 月期 GDP は堅調な結果に	9
タイバーツ(THB)：タイ経済は引き続き弱含み	10
ベトナムドン(VND)：経済の減速が続く	11
ロシアルーブル(RUB)：天井は見えたが引き続き原油価格次第	12
南アフリカランド(ZAR)：潜在的な悪材料は枚挙に暇がない	13
トルコリラ(TRY)：表面的な平静に投資家心理改善は期待薄	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

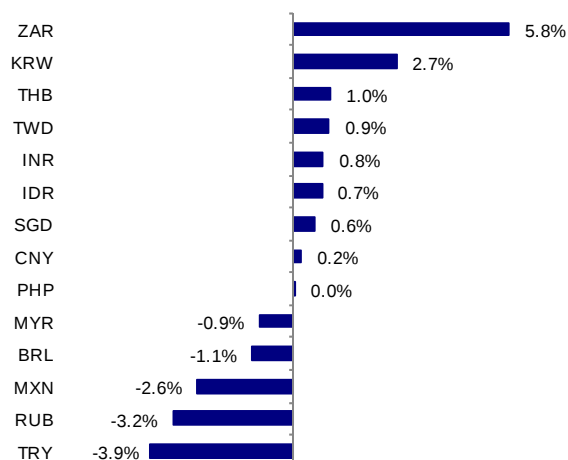
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7012-5100
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：やや軟調な推移を予想

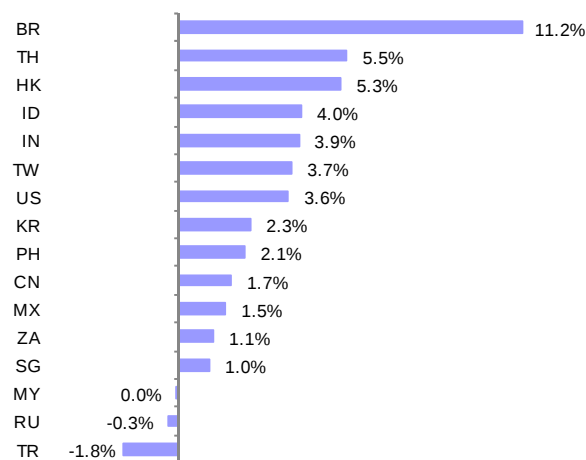
- 7月の新興国通貨は、まちまちの展開となった。月初は、英国のEU離脱(Brexit)問題の影響を受けて軟調推移となるも、米6月雇用統計が予想を大きく上回る結果となったことで、世界経済の先行きに対する懸念が後退し、新興国通貨は値を戻した。月後半では、原油価格が続落した影響を受けて、資源国通貨が値を下げた。26日～27日に開催されたFOMCでは、米国及び世界経済の先行きに対して慎重姿勢が示されたことで、ドル高の動きが一服し、月末にかけてはレンジ内推移を続ける通貨が目立った。
- 8月の新興国通貨は、やや軟調な推移を予想する。Brexit問題を受けて欧州経済の減速が懸念されるものの、8月に入ってもハードデータの発表は限定的であることから、市場では強く意識されないと考える。また、主要国の金融政策に動きはなく、中国経済は低迷するも再減速の様相を見せていない。斯かる状況下、世界経済の先行きに対する不透明感を背景に、新興国通貨の上値は重くなったとしても、積極的に売る材料は今のところ見当たらない。
- 但し、原油価格は軟調推移が継続する可能性が高く、資源国通貨は下押しされると見る。米原油在庫の基調が減少から横這いに転じたことで、供給過剰懸念が強まり、原油価格は6月から軟調推移を続けている。夏場は米国においてエネルギー消費が活発になり、原油在庫が上昇する傾向があるため、8月についても供給過剰懸念が残存し、原油価格を押し下げると予想する。
- リスクとして、8月17日(水)に公表されるFOMC議事要旨が挙げられる。5月18日に公開された4月会合の議事要旨では、経済情勢次第では6月利上げが適切になるとの意見が見られ、米利上げ期待が高まり、ドル高・新興国通貨安の展開となった。7月のFOMCでは、4月会合と同じくジョージ・ガンザスシティ連銀総裁が利上げを主張し、反対票を投じていることから、再び利上げ時期について議論された可能性が高い。仮に9月利上げが適切となる可能性が示されれば、再びドル高・新興国通貨安の展開となるだろう。
- なお、8月は新興国においてイベントが多数控える。8月3日(水)に南ア地方政府選挙が予定されているほか、7日(日)にタイの新憲法制定に向けた国民投票、ブラジルのルセフ大統領弾劾の最終決議が中旬に予定されている。7月に発生したトルコのクーデター未遂もあり、政治リスク・地政学リスクが意識されていることから、イベント前には各通貨が軟調になると考える。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年7月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年7月)

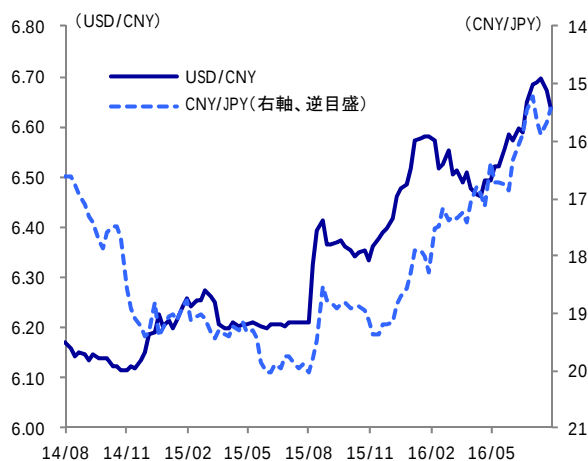


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY):不透明感を増す PBoC の為替政策

- 7月のCNY相場は、月前半に下落するも後半に戻す展開。月前半は当局がCNY安を容認との憶測が拡がり一時6.70近辺まで下落した。月後半に基準値が人民元高方向に設定され続けると、月末に6.63台まで値を戻した。
- 15日に発表された中国4～6月期GDPは、前年比+6.7%と1～3月期(同+6.7%)から伸び率は横這いとなった。内訳を見ると、今まで経済を支えてきた最終消費が減速する一方、純輸出が改善したことで1～3月期と変わらぬ成長率を確保した模様だ。
- 4～6月期の成長を押し上げた純輸出の改善だが、今後はBrexit問題を受けて欧州向け輸出が伸び悩むことで、回復ペースが鈍化する可能性がある。更に固定資産投資を支えてきた不動産市況に減速の兆しが見られるなど、中国経済の下振れリスクは高まっている。
- 7月において、中国人民銀行(PBoC)は基準値の設定方針を度々変更したように見受けられた。通常は、ドルインデックスが上昇(下落)すれば、基準値を人民元安(人民元高)方向に設定する。しかし、月初はドルインデックスが横這い推移となる中、人民元安方向に基準値を設定し続けた。月中旬は、通常の設定方法に戻るも、23日～24日に開催された成都G20財務相・中央銀行総裁会議を前に、ドルインデックスが上昇する中、人民元高方向に基準値を設定した。
- 24日に周PBoC総裁が「通貨バスケットで見た人民元の安定化を図る」と述べ、人民元の安定を選好すると表明した。但し、同総裁の発言後に通貨バスケットで見た人民元は下落しており、PBoCが人民元の安定を最優先しているとは信じがたい。
- むしろ、経済が下振れ圧力に晒されていることを踏まえれば、PBoCは今後も人民元安政策を志向する可能性が高い。但し、対ドルで一方的な人民元安は避け、上半期で見られたように、ドルインデックスが上昇する局面では基準値を人民元安方向に設定し、ドルインデックスが下落する局面では基準値は小幅に人民元高方向へ設定するという方針を継続する可能性が高い。
- PBoCが過去の例に従うのであれば、輸出が落ち込む前の水準に戻るまで、通貨安政策を採用し続けるだろう。旧正月以降のペースで輸出が回復したとしても、年内はこれまでの落ち込みを取り戻せない可能性が高い。そのため、人民元は下落リスクが高い状態がしばらく続くと言えよう。

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

2016年8月2日

図表 4: 上海総合株価指数

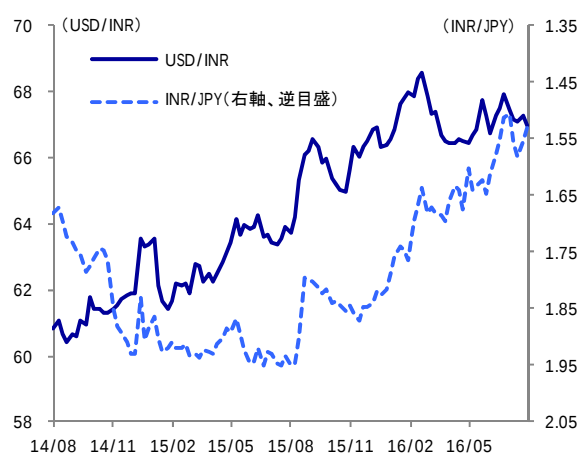


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR): 俄かに高まる GST 法案の成立期待

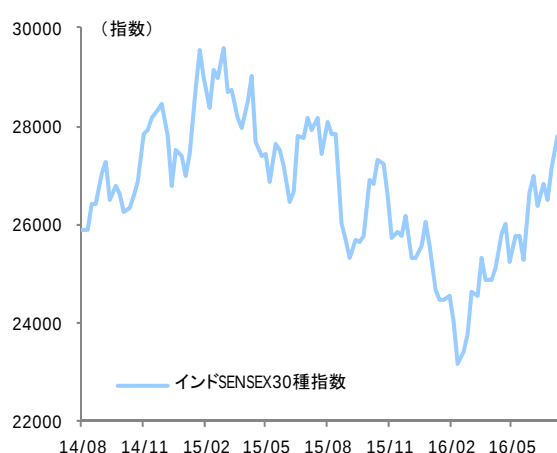
- 7月のINR相場はほぼ横ばい。Brexitが決定し、市場にリスクオフムードが漂う中、上旬は67.50付近で上値重く推移。しかし、米6月雇用統計をきっかけに、リスクセンチメントが改善すると小幅に買い戻され、その後は67台前半でのレンジ内推移が続いた。
- 7月12日発表の5月鉱工業生産は前年比+1.2%と4月(同▲1.3%)からプラスに転じたものの、四半期で見ると、4~5月平均は同▲0.1%と1~3月期(同+0.2%)から減速している。生産は持ち直しつつあるが、低い伸び率に止まっており、景気には弱い動きが見られる。
- 同日発表の6月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.77%と5月(同+5.76%)から小幅に加速し、2014年8月以来の高い伸びとなった。食品・飲料・タバコが同+7.79%と5月(同+7.47%)から伸び率を拡大しており、天候不順による農業生産の押し下げが価格上昇に繋がった模様だ。
- インド準備銀行(RBI)は来年3月までにCPIを前年比+5%未満にすることを目標にしているが、最近3か月はCPIが目標を上回っている。そのため、8月9日の金融政策決定会合では、市場で期待されてきた利下げを見送る公算が大きい。次回利下げのタイミングは、平年以上の降水量が見込まれるモンスーン(雨期)によって食品価格の安定する秋頃になるだろう。
- 7月18日よりインド夏季国会が開会した。インド人民党(BJP、与党)は8月上旬に物品・サービス税(GST)法案を提出する意向を示しており、同法案への反対を示している最大野党の国民会議派との事前会談を行っている。同法案は憲法改正が必要なため、BJPが劣勢な上院でも3分の2の賛成が必要となるが、BJPの多数派工作によって法案成立の可能性が高まっている。
- また、当初は15日までに行われる予定だったRBI次期総裁の発表はまだ行われていない。背景にはGST法案の成立可能性を高めるために、その他の問題を棚上げしたいとのBJPの意向が働いていると考えられる。
- RBI総裁人事を巡る不透明感はINRにとって下押し要因となろうが、GST法案が上院を通過すればそれ以上にINRは上昇する可能性が高い。そのため、当面はGST法案の動向がINR相場へ強い影響を与えるだろう。中期的に見れば、米利上げ期待の後退が見込まれる9月以降に、INRは緩やかに上昇する展開を見込む。

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

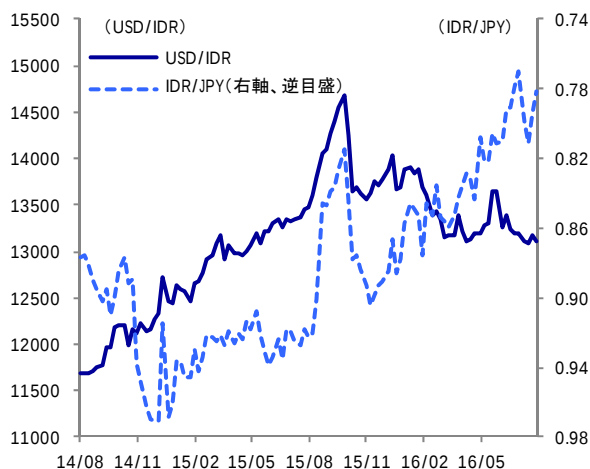


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：各種政策への期待感を背景に上昇

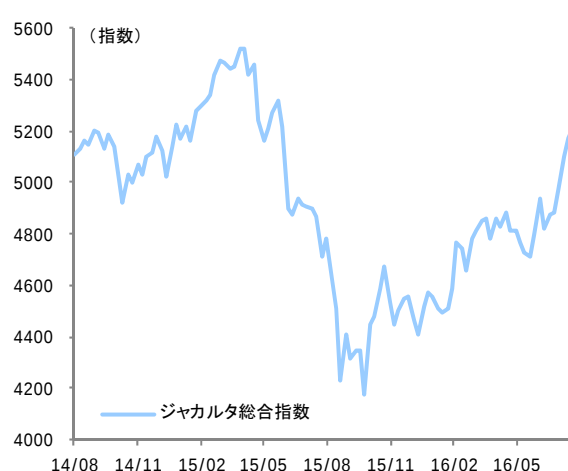
- 7月のIDRは堅調に推移した。6月末に租税恩赦法(タックス・アムネ스티)が可決し好感されたものの、月初におけるIDR市場の反応は限定的。その後も、FOMCなど各種イベントに対し目立った反応を示さず、月を通して13100を中心とした小動きとなった。
- インドネシア経済は緩やかに回復している。6月輸出は前年比▲4.4%と4か月連続で減少幅が縮小し、6月製造業PMIは4か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回った。内需を見ると、6月消費者信頼感2か月連続で上昇しており、6月自動車販売台数も3か月連続で前年比増加した。
- 7月21日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、政策金利であるBIレートが6.50%、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%に据え置かれた。
- 声明文では、Brexit 決定後の不透明感から世界経済の成長率鈍化が見込まれるが、足許ではインフレ率がBI の目標(+3~5%)内で推移していることに加え、経常収支の改善やIDR 相場の安定など、前回会合(6月16日)と同様にインドネシア経済が安定していることが指摘された。
- また、2016年通年の成長率見通しは+5.0~5.4%に据え置かれたほか、4~6月期の成長率は1~3月期(前年比+4.92%)から小幅に加速するとの見方が示された。なお、BI高官は引き続き金融政策には追加緩和余地があるとしており、景気の先行きに対して懸念が高まる場合にはBIが再び利下げを行う可能性は高いだろう。
- 25日、税務当局はタックス・アムネ스티の開始1週目に3044万ドルの資産が申請されたと公表した。タックス・アムネスティにより、資金流入と政府歳入増加が期待されるが、足許の流入額は政府予想及び中銀予想を下回っている模様で、先行きの政府支出が下押しされる可能性もある。
- 26日には政府は内閣を改造し、新財務相に改革推進で高い評価を得ているインドラワティ氏を指名した。これにより今後の政府支出の効率化がなど財政構造の改革が期待されよう。
- タックス・アムネスティによる歳入増加やそれに伴う政府投資の拡大期待感から IDR は底堅い値動になると予想する。9 月以降に見込まれる米利上げ期待の後退も 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)ブルームバーク

図表 8: ジャカルタ総合指数

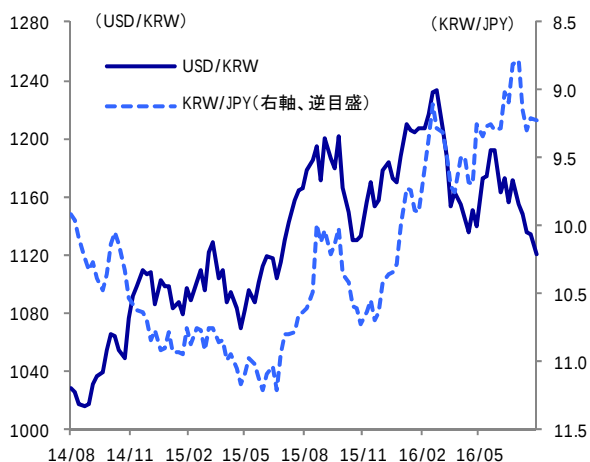


(資料)ブルームバーク

韓国ウォン(KRW):BOK 及び政府は景気の下支えに注力

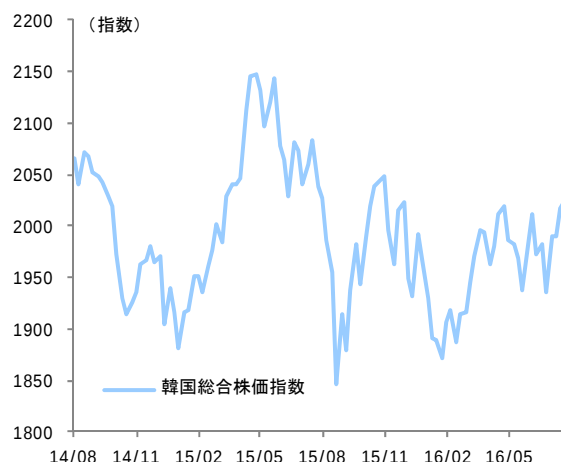
- 7月のKRWは底堅い動き。米6月雇用統計後に、リスクセンチメントが改善すると1170近辺から1150近辺まで上昇。14日、韓国中銀(BOK)が政策金利を据え置いたことが好感され、1130近辺まで続伸した。また、27日に公表されたFOMC声明文において、次回利上げ時期に対する言及がなかったことなどを背景に更に堅調さを増し、1120台で越月した。
- 7月26日に発表された韓国4～6月期GDPは前期比年率+2.9%と1～3月期(同+2.1%)から加速した。自動車減税などを背景に個人消費が(1～3月期:同▲0.8%→4～6月期:同+3.7%)回復したほか、政府の予算執行前倒しを受けて建設需要が伸び、総固定資本形成が同+10.6%と1～3月期(同+4.9%)から加速したことが、経済の下支えとなった。
- 今後は、自動車減税の終了に伴い個人消費の伸び悩みが予想されることや、外需の持ち直しが依然弱いことに鑑みれば、景気が低迷する可能性は高い。もっとも、6月に韓国中銀(BOK)が25bpの利下げを行ったほか、政府も総計28兆ウォン(名目GDP比1.8%)の財政刺激策を策定しており、韓国経済の急減速は避けられる見込みだ。
- なお、Brexit問題を受けた欧州経済の低迷により、輸出が再び減速することが懸念されるが、韓国のEU向け輸出が占める割合は約9%と他の新興国と比較しても低く、直接的な悪影響は軽微に止まると予想される。
- 14日に開催されたBOKの金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利1.25%の据え置きが決定された。声明文では、Brexit問題に伴う欧州発の不確実性や主要国の金融政策などを注視する文言が盛り込まれたほか、景気認識については、前回同様に外需の低迷が指摘され、個人消費は「弱まっている」から「改善しつつある」に上昇修正された。
- また、BOKは、下半期における緩やかな景気減速を見込む中、下振れリスク抑制するために前回会合で利下げを行ったと説明した。そのため、経済指標が急速に悪化しない限り、BOKは追加利下げを行わない可能性が高い。
- 年内に韓国経済が急減速する可能性が低下したことで、KRWが国内要因で売り込まれる可能性は低くなっている。今後については、FRBが利上げ姿勢を弱めるに従い、KRWは徐々に底堅さを増していくと考える。

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

図表 10:韓国総合株価指数

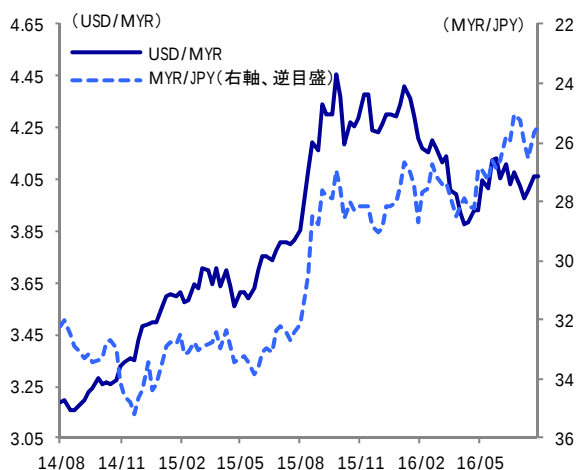


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 汚職疑惑再燃が重石に

- ・ 7 月の MYR は、月前半こそ上昇するも、月後半は下落する展開。Brexit 決定後のリスクオフムードの後退から、月前半は 4.05 付近から 3.95 付近まで上昇した。しかし、原油価格の下落や、マレーシア政府系投資会社(1MDB)に対する懸念が高まり、月後半は一時 4.09 台まで下落した。月末にかけても軟調推移が続き、4.06 台で取引を終えた。
- ・ 7 月 12 日発表の 5 月鉱工業生産指数は前年比+2.7%と、市場予想(同+2.5%)を上回ったが、4 月(同+3.0%)から減速した。5 月は鉱物・燃料の輸出が同▲23.6%と低迷したことで鉱業生産が伸び悩んだ模様だ。
- ・ 13 日に開催されたマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合では、市場予想に反し、政策金利が 3.25%から 3.00%に引き下げられた。利下げは 2009 年 2 月以来の 7 年 5 か月ぶりとなった。
- ・ 声明文では Brexit 問題に伴う外部環境の悪化が指摘されたほか、商品価格の低位安定などを背景にインフレ率の見通しが従来の+2.5~3.5%から+2.0~3.0%に下方修正されており、景気やインフレ率の下振れリスクが今回の利下げに繋がった模様だ。今後も世界経済が悪化するようであれば、国内景気を下支えするために、BNM は利下げに踏み切る公算が大きいだろう。
- ・ 20 日に米司法省はマレーシアの政府系投資会社(1MDB)から 35 億ドル以上の資金が不正流用されたとして、関係資産の差し押さえを求める訴えを起こした。また、米司法省は訴訟の関係者としてナジブ首相の義理の息子(アジズ氏)やアラブ首長国連邦の政府当局者(クバイシ氏)のほか、「マレーシア当局者 1」と名付けられた、ナジブ首相を暗に示す人物を挙げた。
- ・ 報道によると、差し押さえる対象となるのは米国不動産や米金融機関への預金の合計約 10 億ドルとなる模様だ。また、シンガポール当局も 1MDB に関連して約 3.3 億ドルの資産を差し押さえたと発表している。
- ・ 1MDB を巡るナジブ首相周辺の汚職疑惑について、国内では報道規制もあるため反政府活動は盛り上がっていないが、今回の訴訟を発端に海外投資家からの政権への不信感が拡大し・資金流出が進めば、景気停滞と共にナジブ首相への反対活動が活発化するリスクへの注意が必要となるだろう。
- ・ 1MDB を巡る汚職疑惑の再燃により、MYR 相場は軟調な推移となる見通しだ。もともと、9 月以降には米利上げ期待の後退が明確化し、MYR は反転・緩やかに上昇する地合いとなるだろう。

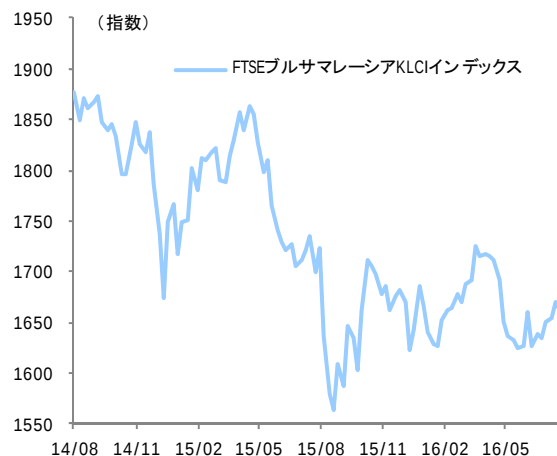
図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016 年 8 月 2 日

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

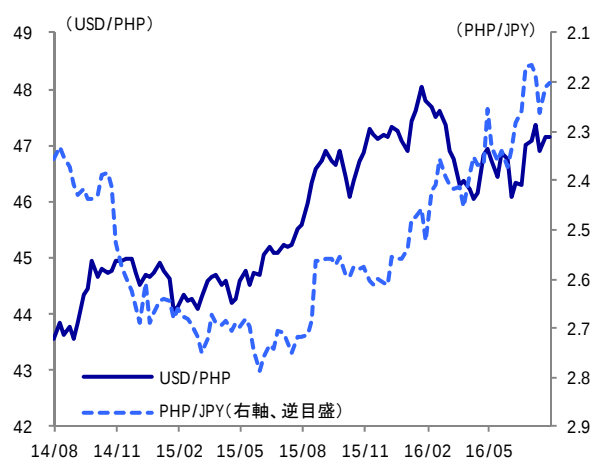


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP): ドゥテルテ政権はインフラ整備の加速を示唆

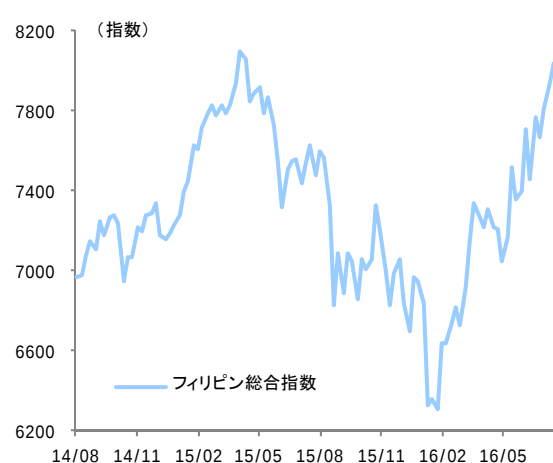
- 7月のPHP相場は横ばい。月上旬はドゥテルテ新政権への期待から、47.0近辺から46.8近辺まで小幅に上昇。その後、輸入企業のドル買いと見られるフローに押されて、一時47.5台まで売り込まれた。フロー一巡後は、市場全体のリスクオフムードの後退も相俟って、46.60台まで上昇した。月末にかけては、良好な米経済指標の結果を背景にドルが強含み、PHPは小幅に売り戻され47.1台で推移した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は前年比+1.9%と4月(同+4.1%)から減速した。しかし、4~5月平均の伸び率は同+3.0%と1~3月期平均(同+3.1%)からほぼ横ばいとなっている。また、業務アウトソーシング(BPO)関連サービス輸出は、足許にかけても増加が続いている模様で、フィリピンの個人消費は底堅い伸びが続いていると推測される。
- 7月5日に発表された6月CPIは前年比+1.9%と5月(同+1.6%)から加速し、2015年4月以来の高水準となった。エルニーニョ現象による農作物の生産不振が食料品価格を押し上げたほか、原油価格の上昇がCPI加速の主因となった。しかし、インフレ率は政府目標(+2~4%)を下回っており、引き続き物価は安定している。
- フィリピン中銀(BSP)は22日に、2016年4~6月期インフレ・レポートを発表した。4~6月期のインフレ率は前年比+1.5%と1~3月期(同+1.1%)を上回るも、政府目標を下回る水準で推移しているため、現状の金融政策スタンスを維持する方針を示した。次回8月11日の金融政策決定会合では、堅調な国内経済とインフレ率の安定を背景に政策金利は据え置かれるだろう。
- 7日に、フィリピン政府は輸出の伸び悩みや、エルニーニョ現象の悪影響を考慮し、2016年と2017年の成長率見通しを小幅に引き下げた。しかしながら、ドゥテルテ大統領は25日の就任後初となる施政方針演説で、経済のボトルネックとなっているインフラ整備関連の支出を2017年予算ではGDP比5%とし、今後6年間で同7%に増やすと発言し、インフラ整備に関して積極的姿勢を示している。そのため、今後は成長率見通しの上方修正が期待される。
- 引き続き堅調なOFW送金とサービス輸出を背景に、PHPは底堅い展開が続くと予想する。年末にかけては、米利上げ期待の後退を背景に、PHPの底堅さは増していくだろう。

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

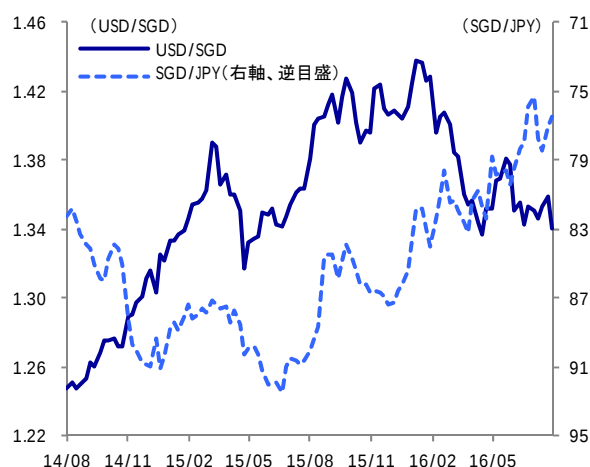


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): 4~6 月期 GDP は堅調な結果に

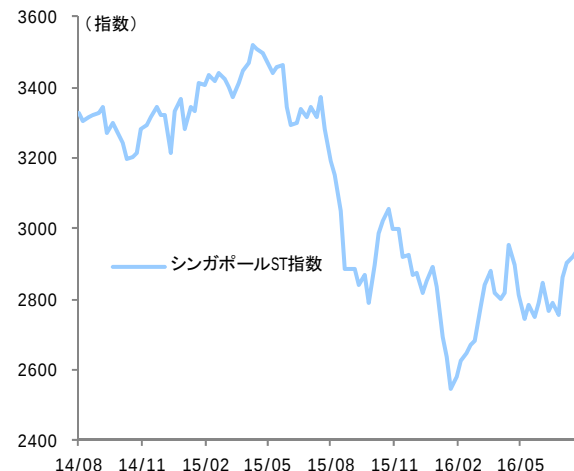
- 7 月の SGD はレンジ内の値動きとなった。月初から月央にかけては、リスクオフムードが和らいだため堅調に推移するも、月後半は良好な米経済指標を背景としたドル高の動きに 1.34 台から 1.36 台まで下落した。月末にかけては、FOMC で米経済や世界経済に対し慎重な姿勢が維持されたほか、日銀の発表した追加緩和策が予想を大きく下回る規模だったことを受けて、ドル安や円を始めとしたアジア通貨高の動きに連れ、1.34 近辺まで急伸した。
- 7 月 14 日に発表されたシンガポール 4~6 月期 GDP は前年比+2.2%と、市場予想通りの結果となった。バイオ産業や電子産業の持ち直しを背景に、製造業(1~3 月期:同▲0.5%→4~6 月期:同+0.8%)がプラス成長に転じたことで、景気を下支えた模様だ。なお、1~3 月期の GDP は同+1.8%から同+2.1%に上方修正されている。
- しかしながら、シンガポール経済の先行きについては不透明感が強い。今まで民間消費をけん引してきた自動車販売は、5 月にシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)が自動車ローン規制を緩和するも、6 月に入り販売の伸び悩みを示唆するデータが出始めている。
- また、18 日に発表された 6 月貿易統計では、主力輸出製品である電子機器輸出が前年比▲1.7%と 3 か月連続で改善したものの、石油を除く地場輸出全体では同▲2.3%と5月(同+11.6%)から大きく減速し、2か月ぶりに前年比マイナスに陥った。
- Brexit 問題がシンガポール経済に与える影響について、ターマン副首相は、「直接的な悪影響は限定的となるも、欧州を始めとした主要国経済が落ち込んだ場合は相応の下押し圧力となる」と述べており、成長率の下振れリスクが大きくなっている可能性を示唆した。
- もっとも、シンガポール政府の 2016 年成長目標は+1.0%~3.0%であり、GDP が目標レンジのほぼ中位で推移していることに鑑みれば、10 月の金融政策決定会合で MAS が追加緩和策を打ち出すとは考えにくい。
- Brexit 問題を受けて、シンガポール経済の先行きに不透明感が強まる中、SGD は上値が重い展開が続くと予想される。しかしながら、他のアジア通貨が米利上げ期待の後退と共に徐々に上昇する中、来年初からは SGD も緩やかな上昇基調に転じると見込む。

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

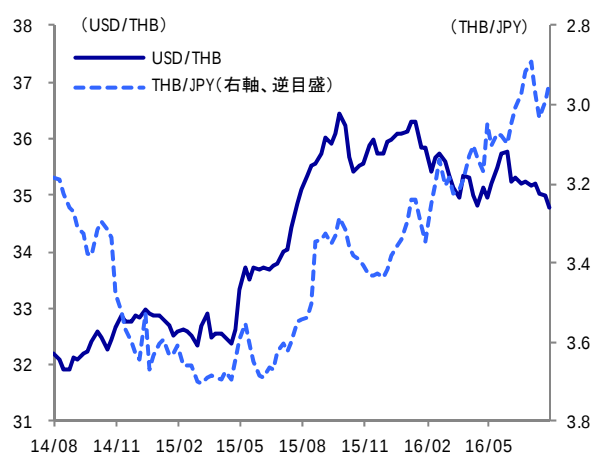


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：タイ経済は引き続き弱含み

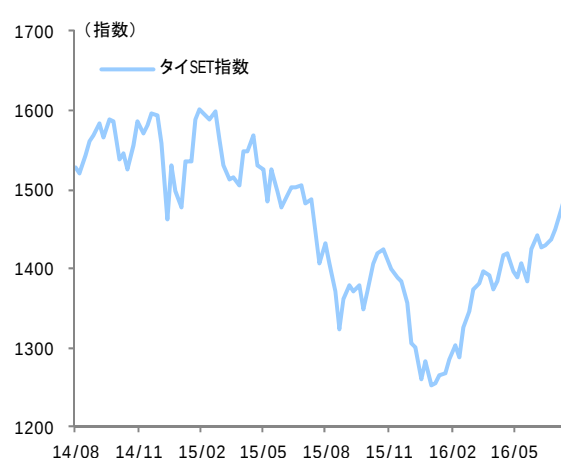
- 7月のTHBは底堅く推移。Brexit決定後のリスクオフムードが後退し、上旬は35近辺での堅調推移となった。月央、市場にはリスクオンムードが広がり、35を割り込んで、年初来高値付近の34.7近辺まで上昇。その後も同水準で安定的な推移を見せ、そのまま越月した。
- 7月27日発表の6月輸出(通関ベース)は前年比▲0.1%と5月(同▲4.4%)から減少幅は縮小したが、3か月連続で前年比マイナスとなった。また、6月製造業生産は前年比+0.8%と5月(同+2.7%)から大幅に減速し、6月の消費者信頼感指数はBrexit問題を受けた景気減速や国内インフレ加速に伴う支出増への懸念を背景に71.6となり、6か月連続で低下した。タイ経済は大幅減速こそしていないものの、低迷が続いている。
- インフレについては、6月CPIが前年比+0.4%と5月(同+0.5%)から僅かながら減速したものの、3か月連続で前年比プラスとなった。干ばつにより農作物の収穫が減少し、生鮮食品価格が上昇したことが影響した。原油安を受けて2016年3月まで15か月連続で前年比マイナスの伸びが続いてきたCPIだが、今後はベース効果剥落により徐々に上昇し、タイ中銀(BOT)の目標レンジ(+1~4%)に収束する見込みだ。
- 8月3日(水)にBOTは金融政策決定会合を開催する。前回会合(6月22日)の議事要旨では、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景気下押しリスクとして指摘された。低インフレなどを踏まえるとBOTには十分緩和余地はあるが、8月7日(日)に新憲法案の是非を問う国民投票も控えているため、今回は政策金利を据え置くだろう。
- 7日に実施予定の国民投票では、依然として新憲法案が可決されるか、否決されるかは不透明な情勢である。直近の世論調査によると国民の過半数は未だに判断を保留している。軍による投票前活動への締め付けが強まっているほか、投票結果に拘わらず軍による政治への関与が続くと見込まれることが、国民投票での判断保留に繋がっているのだろう。
- THBは国民投票の結果で一時的に大きな動きを見せる可能性はあるが、結果に拘わらず、9月以降は米利上げ期待の剥落や安定的な経常黒字を背景に緩やかに上昇する展開を予想する。

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

図表 18: タイ SET 指数

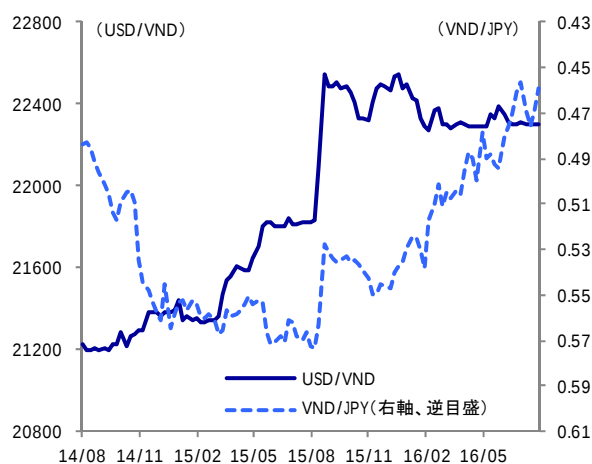


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：経済の減速が続く

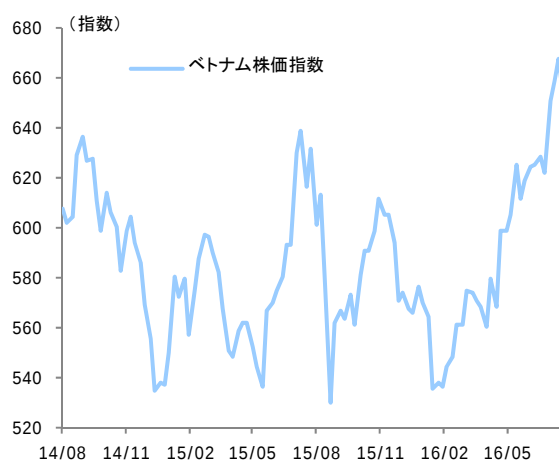
- 7月のVNDは、22300近辺でのほぼ横這い推移となった。月初、Brexit問題の影響を受けて、他のアジア通貨が軟調となる中、22300を中心とした小幅なレンジ内での推移が継続した。中旬から月末にかけて、他のアジア通貨が切り返す中でも、傾向は変わらず横這い推移を続けた。非公式レートについても同様に22300近辺で横這い推移となった。
- 7月27日発表の7月貿易統計では、輸出が前年比+2.8%と2016年2月に前年比プラスに転じて以来、最も低い伸びとなった。また、輸出の伸び悩みは生産にも影響し、7月鉱工業生産指数は同+7.2%と4か月連続で減速している。
- 同日に発表された7月小売売上高も、同+8.8%と2016年3月以来の低い伸び率に止まった。個人消費が伸び悩んでいる背景として、過去30年で最悪と言われるほどの大規模な干ばつの影響で、農業従事者の所得が大きく押し下げられたことが挙げられる。農業がベトナムのGDPに占める割合は約16%と小さい。しかし、就労人口の約46%は農業従事者であるため、天候不良により農業生産が落ち込むと、個人消費が減速する傾向にある。
- また、干ばつに伴う食料品価格の上昇と、3月に実行された医療費の引き上げも影響したと考えられる。7月CPIは同+2.39%と6月(同+2.40%)から僅かながら減速したものの、1月(同+0.80%)と比べて大きく伸び率が拡大している。ベトナム政府は今後も医療費を引き上げる意向を示しており、インフレ率の上昇により個人消費の伸びが抑制される可能性が高い。
- ベトナムの上半期GDPは前年比+5.52%と、政府の2016年目標(同+6.7%)を大きく下回っている。しかしながら、原油価格の下落に伴い政府収入も落ち込んでいるため、拡張的な財政政策で下支えをすることは難しい。
- 一部では、ベトナム国立銀行(SBV、中銀)がVND安政策を採用し、輸出振興を図ることで景気を下支えするとの意見も聞かれる。しかしながら、20日、フック首相が成長目標の達成が困難になりつつあると発言していることから、目標達成のために追加施策を打つことよりも、目標の下方修正が優先される可能性が高い。
- SBVの為替政策が変わらない以上、VNDは他のアジア通貨と同様に、高まらない米利上げ期待を背景に、安定推移を続けると予想する。

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

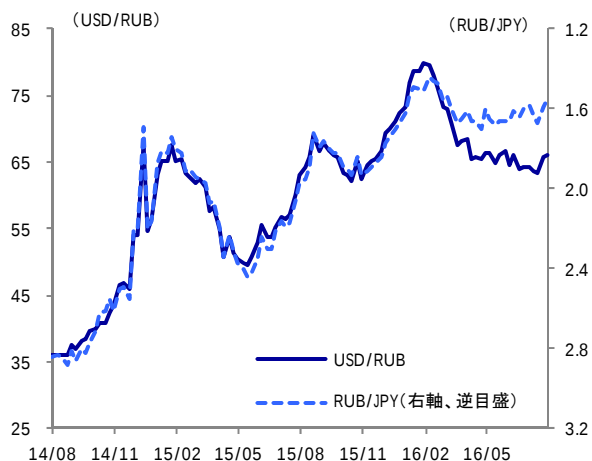


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：天井は見たが引き続き原油価格次第

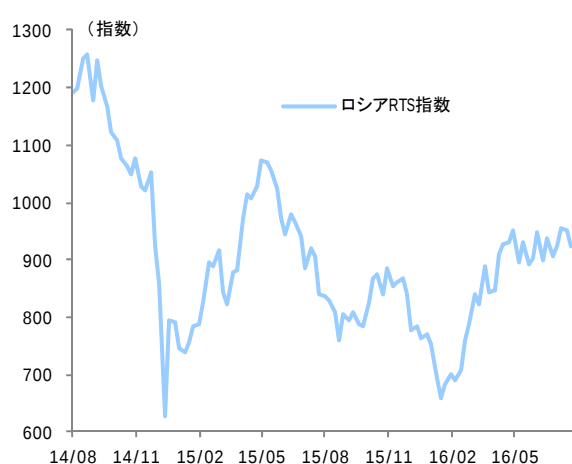
- 7月のRUBは原油価格の軟調推移にも拘わらず、8か月ぶりの高値圏におけるじり高推移が先行。19日以降、プーチン大統領のRUB高けん制発言を受けて天井を打ち、原油続落と並行して一方的な軟調推移を続けた。
- 原油軟調の一因には、先月末実施された英国国民投票におけるEU離脱選択で生じた、世界経済、とりわけ(英を含む)欧州経済の減速懸念があった。
- 一方で、ウクライナ紛争を理由に2014年7月以降本格的に適用された欧米による対ロシア経済制裁の影響で、ロシア経済が「予想される欧州経済減速の打撃を最も受け難い」との認識がRUBを押し上げたとも考えられた。
- また、5日発表されたロシア6月CPIは前年比+7.5%と市場予想を上振れたものの、政策金利、短期金利、国債利回りなど、様々な尺度で高い実質金利は投資家の関心を集めたはず。こうした環境を追い風にRUBは、原油価格の続騰なしに上抜けは難しいと見込んでいた64(対USD)をあっさり突破し、14日までに62.73まで上昇、その後も高止まりした。
- RUB高基調に転機が訪れたのは上述の通り19日。プーチン大統領が「RUB高に対処しなければならない」と発言。更に、21日にはベロウソフ大統領補佐官が「(RUB高)は歳入を減らし、ロシア農産物、ロシア産業の競争力を奪う」などにより踏み込んだRUB高けん制発言をした。
- 29日、ロシア中銀(CBR)は、政策金利(1週間物入札金利)を10.50%に据え置いた。市場の概ねは「高止まりする物価、賃金上昇、(プーチン発言を受けた)RUB安進行に追加利下げまでが加われば、物価抑制が困難になる」と金利据え置きを見込んでいたが、一部には「プーチン大統領発言を受けて高過ぎる実質金利を引き下げる」と追加利下げを見込む向きもあった。この決定は、CBRが前者の判断を選んだということであろう。
- 英のEU離脱投票は、原油価格の均衡水準を少なからず引き下げたはずだが、足許下落はあくまでも健全な調整安の域を出ていないと考える。こうした調整安は、米シェールなど採掘費用の高い原油の拙速な生産再開を今後もけん制する要因になるだろう。ブレント直物価格で40ドル/バレルを本格的に割り込むような続落の可能性は高くないと見込んでいる。
- プーチン大統領周辺が、3000ルーブル/バレルを維持したいと考えていると仮定するなら、例えば50ドル/バレルなら1USD=60RUBまでのRUB反発、40ドル/バレルなら1USD=75RUBまでのRUB続落が目安にできる。

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

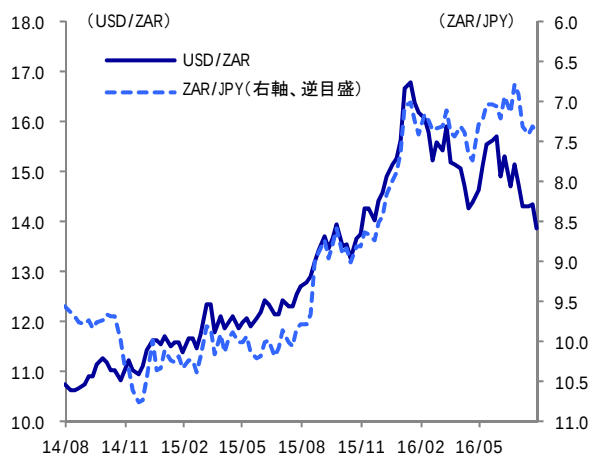


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 潜在的な悪材料は枚挙に暇がない

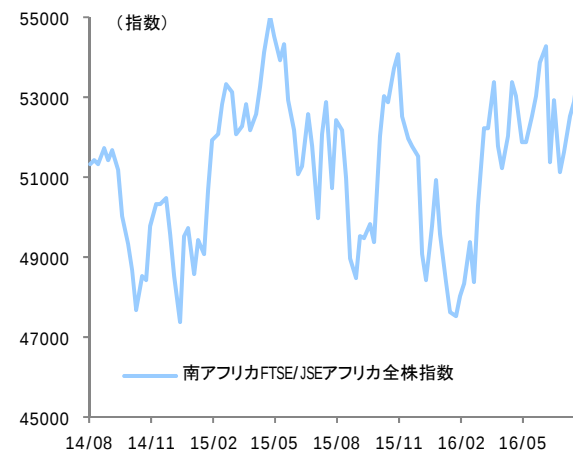
- ・ 7 月の ZAR は、月初、下押しが先行したものの、その後は対 USD、対円とも徐々に水準を切り上げ、足許の値動きからは「高値圏」と呼べる水準で安定。
- ・ 月初の下押しは、「複数の英不動産ファンドが殺到する解約請求に応じきれず、解約を停止した」との報が届いたことを直接のきっかけに、投資市場全般のリスク回避姿勢が強まったことが要因に挙げられた。
- ・ その後はしかし、米 6 月雇用統計の改善(8 日)、英後継首相の予想外の早期選出(11 日)などが好感され、リスク許容量は回復、ZAR も反発した。
- ・ 前後して、金、プラチナなどの貴金属、アルミなどの産業金属が堅調推移したことも、ZAR 押し上げには寄与したものと考えられた。ただし、パラジウム、亜鉛など一部を除いて、ほとんどの金属が月央に前後して頭打ち/反落に転じたにも拘わらず、その後 ZAR 高止まりが続いた経緯には違和感もあった。
- ・ 20 日発表された南ア 6 月 CPI は市場予想に沿った水準であったが、同 5 月指数が市場予想を明確に下回っていた事実を考慮すると、これは「低位安定」と評して良い数字。足許 ZAR 堅調と併せ、南ア準備銀(SARB)追加利上げ観測は急速に後退。実際、翌 21 日、SARB は政策金利を据え置いた。
- ・ 足許 ZAR 安定は、「悪材料がないのが唯一最大の好材料」といった状態で、南ア経済の先行きを能動的に楽観するのは難しい。南ア政治・経済の課題としては、①政府(ゴードン財務相)が財政健全化と成長促進の両立を成し遂げ ②SARB が物価抑制と景気浮揚を上手く舵取りし ③各所で指摘される一部財界人とズマ大統領との癒着を断ち切り ④労働組合の運営方式をより民主的に改革し(ストライキ実施投票の無記名化など) ⑤鉱物石油資源開発法を改定し(「黒人優遇制度」の運営の効率化など)た上で ⑥南ア国債の格下げを回避するなど枚挙に暇がない。どれひとつとっても楽観はできず、この全てはおろか、一部でも実現するのは至難の業だろう。
- ・ 目先の課題としては、8 月 3 日投票の地方政府選が、与党アフリカ民族会議(ANC)の分裂につながる可能性が警戒される。ヨハネスブルクなど都市部における支持率の低下が、仮に ANC の過半数割れ・第一党からの転落につながれば、ズマ大統領の責任問題が浮上する可能性は否定できない。
- ・ 並行して、現在進行中のプラチナ鉱山における労使交渉からも、「悪い」報が聞かれる可能性は常に警戒される。

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

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

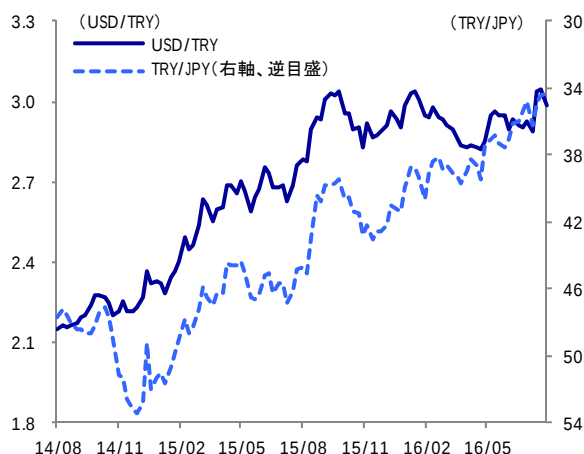


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY): 表面的な平静に投資家心理改善は期待薄

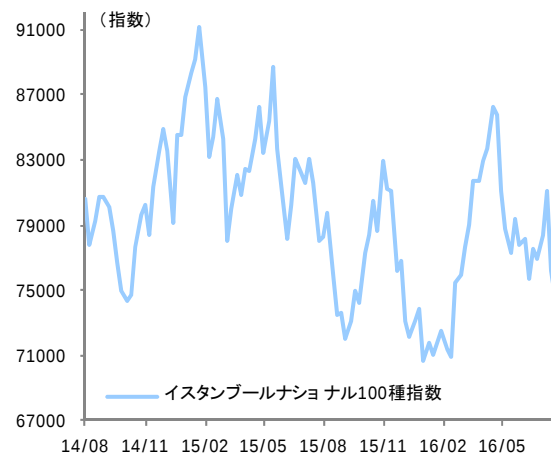
- ・ 7 月の TRY は 15 日に発生したクーデター未遂を受け水準を切り下げた。
- ・ トルコ市場連休中(7 月 2 日～7 日)に TRY は水準を切り下げたが、背景としては漠然としたリスク回避の動きが考えられた。引き続き国民投票の EU 離脱選択に揺れる英から、「複数の不動産ファンドが殺到する解約請求に応じきれず、解約を停止した」との報が届いたことが直接のきっかけとなった。
- ・ 逆に 8 日以降の TRY 反発は、同日発表された米 6 月雇用統計の堅調が、直接 USD を押し上げる以上に、リスク許容量を高めたと読まれたことがきっかけに。11 日、予想外に早期に英次期首相が選出されたことや、前後して日財政出動や英金融緩和が観測されたことも、リスク許容量の高まりに貢献した。
- ・ しかし、15 日、トルコ軍の一部が反乱を企てて蜂起、一時「国を掌握した」と宣言し、TRY 暴落を誘った。反乱は数時間で鎮圧され、週明け 18 日に TRY は急反発したが、現地株、現地債券は低迷を続けた。19 日以降、TRY も再び急落に転じ、20 日までに対 USD で 3.0955(欧州市場引後/参照値)まで下落、史上最安値を更新した。
- ・ トルコ中銀(CBRT)は 19 日、上限金利を 25bp 引き下げ。これは、従来、50bp の利下げが予想されていたところ、クーデター未遂を受けて 25bp に留まったとの認識で、市場の大方の予想通り。TRY への影響も限定的だった。
- ・ 今般のクーデター未遂を受け、トルコ政局に関しては、「当面反体制勢力は封殺される」「大統領への権限集中が加速する」と近い将来の安定を見込む声もあるが、捉え方が逆ではないか。今般の事件は、エルドアン大統領一派が、対立する勢力(クルド人やギュレン運動)を強権で抑えつけようとした無理が表出したもので、仮に表面的に沈静化したように見えても、今後も水面下で燦り続ける可能性が高い。投資家の目線で、このような不安を抱えた国に積極的に資産を積み上げられるとは考え難いのではないかな。
- ・ これまでのテロ頻発に加え、今般のクーデター未遂で、同国の観光産業が当面壊滅的な打撃を被るのはほぼ確実。CBRT は 26 日の四半期インフレ報告書で「燃料価格の上昇や TRY 安の影響を食品価格の下落が相殺する」として、物価予想を据え置いたが、もし年後半にかけ物価が上振れた場合、「政策金利の一本化」という名目で利下げを推し進めてきた同銀が、外貨収入減少と実質金利低下という苦境に迅速に対応できる可能性は見込み難い。

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 1～7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 ～ 6.7047	6.6439	6.68	6.68	6.66	6.64	6.62
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7608	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.744	68.0	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13047	13000	12800	12700	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1120.15 ～ 1245.13	1108.20	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0245	4.10	3.90	3.87	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	46.925	46.9	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3421	1.36	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.845 ～ 33.791	31.558	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.77	35.1	34.5	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22291	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ～ 85.9573	66.9910	63.00	60.00	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.8303 ～ 17.9169	13.9173	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0973	2.9901	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	3.2655	3.30	3.40	3.46	3.52	3.56
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.8664	19.00	18.70	18.30	17.70	17.30
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ～ 18.563	15.404	15.12	14.67	14.56	14.46	14.35
香港ドル	(HKD)	12.880 ～ 15.615	13.202	13.02	12.63	12.50	12.37	12.24
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.535	1.49	1.45	1.47	1.49	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.785	0.777	0.766	0.764	0.768	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.242	8.94	8.75	8.74	8.73	8.72
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246 ～ 29.357	25.444	24.63	25.13	25.06	24.94	24.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ～ 2.570	2.179	2.15	2.11	2.10	2.12	2.12
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	76.34	74.26	72.06	72.93	72.73	71.43
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.247	3.14	3.07	3.07	3.07	3.06
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.947	2.88	2.84	2.82	2.82	2.82
ベトナムドン	(100VND)	0.4475 ～ 0.5482	0.4595	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	1.530	1.60	1.63	1.54	1.52	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.362	6.52	5.94	5.71	5.65	5.76
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	34.256	32.58	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 ～ 32.973	31.376	30.61	28.82	28.03	27.27	26.69
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.431	5.32	5.24	5.30	5.42	5.49

(注)1. 実績の欄は7月29日まで。SPOTは8月2日の7時30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	5.0	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	2.2	2.9	4.6	3.0	2.6	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.3	6.3	4.2	1.4	2.0	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	3.2	4.1	1.9	-0.9	0.3	2.0	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
				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	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
インド	翌日物レボ金利	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	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.25	5.25
韓国	7日物レボ金利	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	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25
タイ	翌日物レボ金利	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	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。