

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：FOMC に向けて軟調な展開を予想	2
中国人民元(CNY)：固定資産投資の減速が鮮明に	3
インドルピー(INR)：RBI は新体制へ	4
インドネシアルピア(IDR)：政府は財政再建姿勢を強める	5
韓国ウォン(KRW)：補正予算案の承認が遅延	6
マレーシアリング(MYR)：引き続き汚職疑惑が MYR の重石に	7
フィリピンペソ(PHP)：ドゥテルテ政権は成長重視の政策を打ち出す	8
シンガポールドル(SGD)：厳しさを増すシンガポール経済	9
タイバーツ(THB)：民政移管決定により THB の堅調推移を見込む	10
ベトナムドン(VND)：VND を取り巻く需給環境は良好	11
ロシアルーブル(RUB)：当面は材料待ちの小動きを予想	12
南アフリカランド(ZAR)：潜在的な ZAR 売り要因を警戒	13
トルコリラ(TRY)：地政学的リスクの高まりで米利上げに対し脆弱に	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

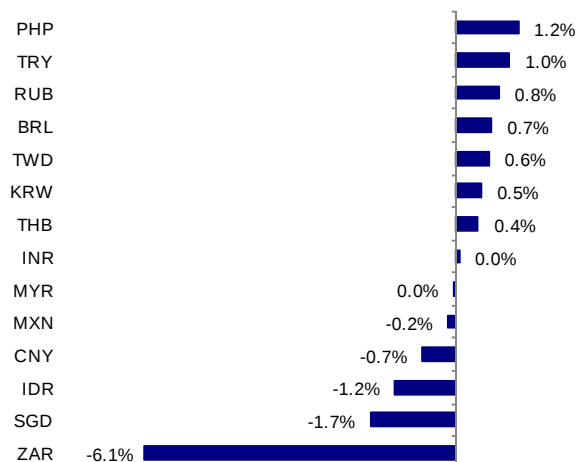
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：FOMC に向けて軟調な展開を予想

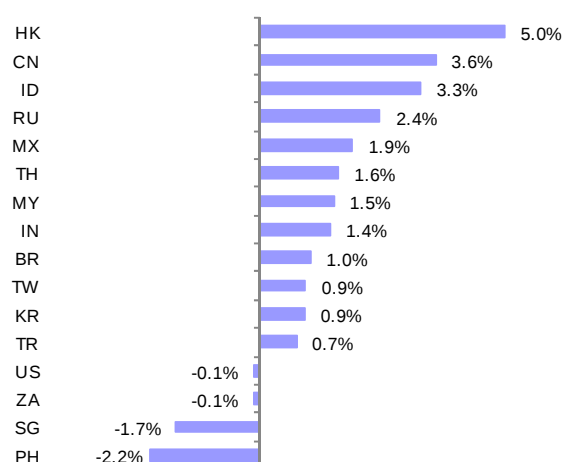
- 8 月の新興国通貨は、月初から月央にかけては米利上げ期待の後退を受けて堅調に推移した。また、7 月は急落した原油価格が反発したことも資源国通貨を中心に新興国通貨を下支えた。しかし、下旬には FRB 高官によるタカ派発言が相次ぎ、ジャクソンホール経済シンポジウムにおけるイエレン FRB 議長講演が市場予想より利上げに前向きな内容となったことで、米利上げ期待が高まり、新興国通貨は軟調な展開となった。
- 9 月については、日米欧で金融政策決定会合が予定されている。この中で、新興国通貨に大きな影響を与えるのは、やはり 9 月 20 日(火)～21 日(水)に開催される FOMC であろう。政策金利見通しが発表される FOMC にかけて、新興国通貨は売られるという傾向が 2013 年からあり、今回も会合に向けて新興国通貨は軟調になると見込む。
- もっとも、年内の残り日数が少なくなっていることを考慮すれば、2016 年末における政策金利の予想値(0.875%)は下がる可能性が高い。過去の FOMC では、見通しが引き下がった場合、会合後は新興国通貨が買い戻されるケースが多い。過去の例に従えば、新興国通貨は月末に向けて値を戻すと予想する。
- 原油価格は、レンジ内推移を見込む。米エネルギー省(EIA)の試算によれば、原油の需給は 2015 年 10～12 月期に日量 236 万バレルの供給超だったのが、2016 年 4～6 月期には 93 万バレルまで改善した。但し、2016 年 10～12 月期における供給超は 58 万バレルと、需給の改善速度の大幅な鈍化が見込まれている。そのため、原油価格は底堅いものの、一方で上値を切り上げるほどの材料はなく、資源国通貨の上値も限定的になると見ている。
- FRB は年内利上げの旗を降ろさず、原油の供給量調整は大きく進展せず、中国経済は緩やかに減速し続けるなど、新興国通貨を取り巻く環境の大きな改善は見込みがたくなっている。斯かる状況下、新興国通貨が今後も一段と上昇するか否かは、個別通貨要因によるところが大きくなるだろう。
- 具体的には、各国の政治イベントや実質実効為替レート of 長期平均からの乖離、対外債務の大小がより重要になると考えている。それぞれの要因については、各国によって大きく異なることから、今後は各通貨の騰落率もまちまちになっていく可能性が高い。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016 年 8 月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016 年 8 月)

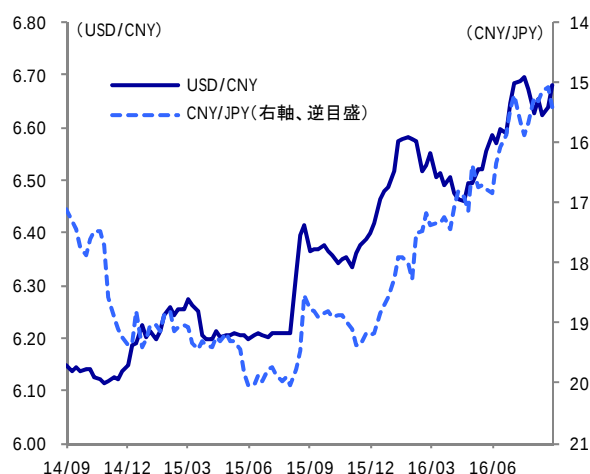


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：固定資産投資の減速が鮮明に

- ・ 8月のCNY相場は小幅に下落した。月初、米7月雇用統計の良好な結果を受け一時下落するも、その後は6.62～6.67の狭いレンジ内で推移した。その後、イエレンFRB議長の講演を背景にドルが強含み、6.68近辺まで売られるも、月末にかけては同水準でほぼ横這い推移となった。
- ・ 8月1日に発表された中国7月製造業PMIは49.9と、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を5か月振りに割り込んだ。もともと、景況感の悪化は、7月に長江流域を中心に発生した大洪水の影響で生産が落ち込んだことが主因であり、洪水からの復興と共に今後は持ち直すと考ええる。また、8日に発表された中国7月貿易統計では、輸出が前年比▲4.4%と6月(同▲4.8%)からマイナス幅が縮小した。
- ・ 一方、12日に発表された7月固定資産投資は年初来前年比+8.1%と1999年12月以来の低い伸び率となった。特に民間投資の減速が大きく、年初の2月は同+6.9%だったが(1月は指標発表がない)、7月は同+2.1%まで伸び幅が縮小した。
- ・ 従来であれば、中国人民銀行(PBoC)が利下げに踏み切り、固定資産投資の下支えを図ることが期待されるも、資本流出圧力の高まりと債務の積み上がりへの懸念から、実行できずにいる。特に中国の企業部門(非金融)が抱える債務は対名目GDP比で+171%程度(2015年12月時点、BIS算出)とリーマンショック前(2007年12月時点)の同+99%程度から急増し、バブル期の日本を超える水準となっており、更なる債務の積み上がりは経済の不安定性を高める懸念がある。
- ・ 利下げが出来ない以上、政府支出の拡大と輸出・生産の持ち直しが、中国经济を下支えをする上でより重要になると考える。斯かる状況下、PBoCは輸出の振興を図るために、人民元の実効レートを引き下げる為替政策を今後も維持するだろう。
- ・ 但し、対ドルで一方的な人民元安は避け、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と見る。
- ・ 年内は米利上げ期待が燃り、ドル高に振れやすい環境にあることから、引き続きCNY急落リスクが高い状態が続くと言えよう。

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

図表 4: 上海総合株価指数

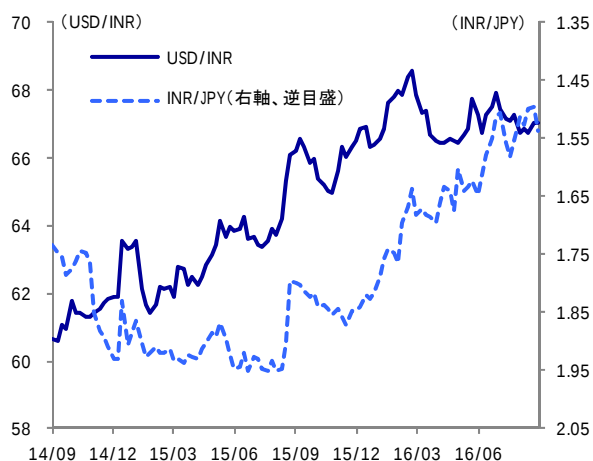


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR)：RBIは新体制へ

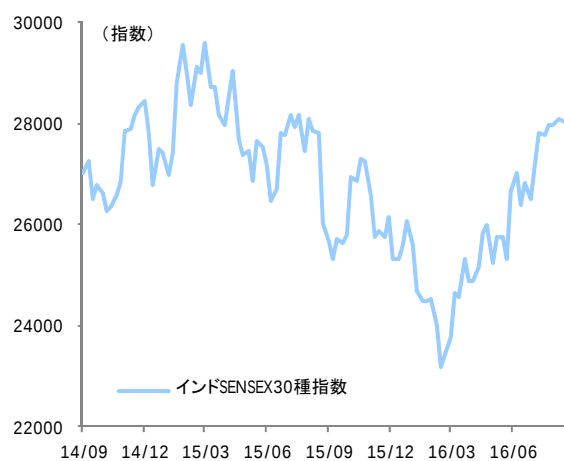
- ・ 8月のINR相場は月を通して狭いレンジ内での推移となった。月前半、良好な米雇用統計の結果を受けても、INRは66台後半でのレンジ内推移が続いた。月後半、FRB高官が米経済への強気な見方を示したことで、INRは67台前半まで売られるも、その後は67近辺まで買い戻された。
- ・ 8月3日、インド上院にて物品・サービス税(GST)導入に向けた憲法修正案が全会一致で可決した。GST導入は与野党間の対立から、与党インド人民党(BJP)が過半数を有していない上院で承認を得られずにいた。今回の修正案可決の背景には、複数回の協議によって双方の対立点が解消されたことがあった模様だ。
- ・ なお、市場では反対派の要求を盛り込んだことで、本来目指されてきた税制の簡素化が実現しなかったとの見方や、実際の導入は政府目標の2017年4月以降にずれ込むとの懸念、GST導入が大幅なインフレ圧力となるリスクへの警戒感から、修正案可決後はINR安の展開となった。
- ・ 9日に開催されたインド準備銀行(RBI、中央銀行)の金融政策決定会合では、政策金利の据え置きが決定された。声明文では、消費者物価指数(CPI)の高騰や公務員給与引き上げ、GST導入など、インフレ率が2017年3月までに政府目標の+5.0%から上振れるリスクが指摘された。もっとも、モンスーン期(雨期)における平年以上の降雨量がインフレの伸びを抑制すると予想されるため、引き続き緩和的な金融政策を維持するとした。
- ・ 但し、12日に発表された7月CPIは前年比+6.04%と引き続き2014年8月以来の高い上昇率となった。飲食料品の加速や燃料・光熱費などの伸び率の拡大が見られ、政府目標が達成されるかについては不透明感が大きい。
- ・ 20日に政府は、9月4日に退任するラジャン RBI総裁の後任にウルジット・パテル RBI副総裁を指名した。パテル氏はラジャン総裁と共に政策運営を行ってきたほか、RBIのインフレ目標や金融政策委員会の導入の指針となるレポートを執筆しており、これまでの金融政策の継承が期待されよう。
- ・ GST導入や公務員給与引き上げは、短期的にはインフレ懸念を高めてINRを下押しすると見られる一方、長い目で見れば経済成長に繋がることでINRの上昇要因になるだろう。RBIの新体制には不透明感が大きいですが、パテル氏が指名されたことは政策継続性の観点からポジティブな材料だ。米利上げ観測が後退する中で、年内にINRは値を切り返す展開になると予想する。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーク

図表 6: インド SENSEX30 種指数

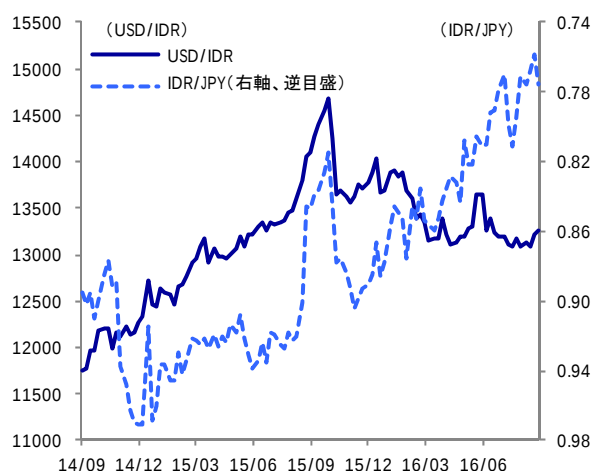


(資料)ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)： 政府は財政再建姿勢を強める

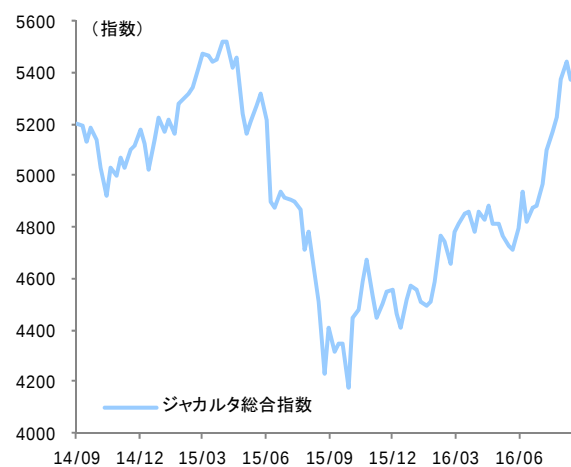
- ・ 8月のIDRは月後半に下落した。5日に発表されたインドネシア4～6月期GDPの良好な結果を背景に月央までは13100を中心としたレンジ内で推移。月後半は米利上げ期待が高まり、一時13280付近まで軟化するも、その後は同水準での値動きが続いた。
- ・ インドネシア経済は緩やかに回復している。8月5日発表の4～6月期GDPは前年比+5.2%と1～3月期(同+4.8%)から加速し、市場予想(同+5.0%)も上回る好調な結果になった。内訳を見ると、政府による予算執行の前倒しを背景に、政府消費支出の拡大が、家計消費支出や純輸出の減速を補った。
- ・ もっとも、3日にスリ・ムルヤニ財務相は、政府歳入が当初の見込みを下回る可能性が高まったことから、2016年の歳出を133兆8000億ルピア(2016年補正予算の歳出額である2082兆ルピアの6.4%)削減する方針を示しており、今後は政府支出による景気押し上げ効果が見込みにくくなる。
- ・ 16日に発表されたインドネシア2017年度予算案では、歳出が2070.5兆ルピアと2016年度(1次補正予算、以下同)の歳出(2082.9兆ルピア)比▲0.6%縮小し、歳入も1736.7兆ルピアと2016年度(1786.2兆ルピア)から▲2.7%減少している。2016年度の当初予算が2015年度補正予算から増額していたこととは対照的に保守的な予算編成が行われた。
- ・ もっとも、公共事業・国民住宅省の予算は2016年度比+8.8%と、政府が重視しているインフラ投資への重点配分は維持されている。そのため、今回の予算案は財政健全化が行われつつ、重要な支出を維持するなど、バランスのとれた予算内容になったと言える。
- ・ 19日のインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、この日から政策金利として適用された7日物リバースレポレートが5.25%に据え置かれた。BIは先行きの金融政策について追加緩和の余地があるとしている。そのため、景気減速への懸念が強まった場合にはBIが利下げに踏み切るとも考えられる。
- ・ 政府予算では歳出削減が行われたが、注目のインフラ投資額は維持されており先行きの景気下押し懸念は小さいだろう。もっとも、足許で景気には弱い動きも見られており、米利上げ期待剥落後にBIが追加緩和に踏み切り、IDRの一時的な下押し要因となる可能性も考えられる。但し、その後は経済の持ち直しと米利上げ期待の後退を背景にIDRは上昇すると予想する。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーク

図表 8: ジャカルタ総合指数

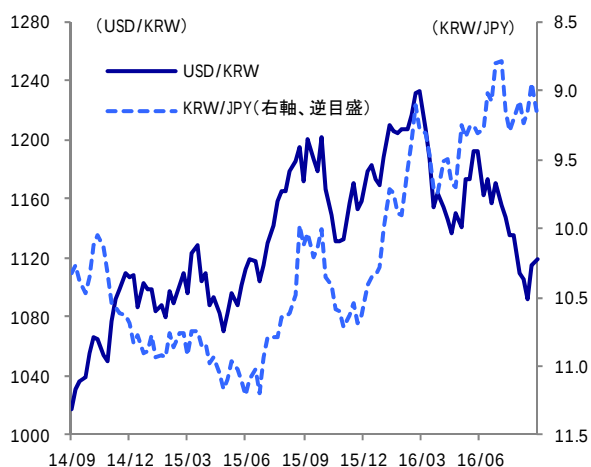


(資料)ブルームバーク

韓国ウォン(KRW): 補正予算案の承認が遅延

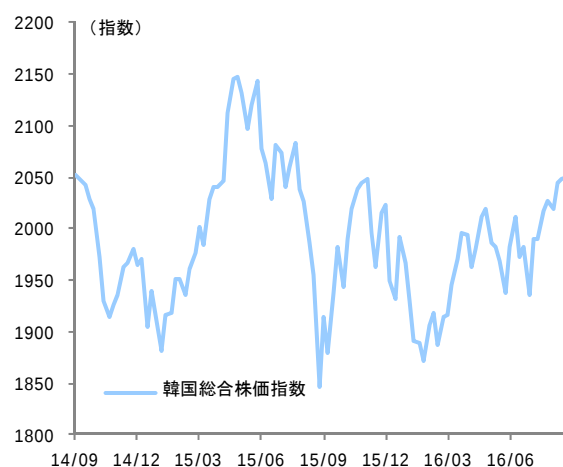
- ・ 8 月の KRW 相場は上下に激しい値動きとなった。月初、1110 近辺でオープンした KRW は、米利上げ期待の後退を背景に 1090 付近まで上昇。月後半、FRB 高官による発言を背景に米利上げ観測が再燃すると、1130 近辺まで売り込まれた。月末にかけてはやや値を戻し、1110 台で越月した。
- ・ 8 月 1 日に発表された 7 月貿易統計では、輸出が前年比▲10.2%と市場予想(同▲6.7%)を大きく下回る結果となった。もともと、石油化学工場の保守作業による稼働日数低下など、一時的要因が影響した模様だ。そのため、8 月の貿易統計では、輸出の反発が見込まれる。同日に発表された 7 月製造業 PMI は 50.1 と 6 月 (50.5) を下回るも、景気拡大/縮小の分かれ目である 50 を上回っている。韓国経済は依然として弱含んでいるものの、大きく減速する兆しも見せていない。
- ・ 11 日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、政策金利は 1.25%に据え置かれた。声明文における景気認識も前回会合とほぼ同様の内容となった。会合後の記者会見において、李 BOK 総裁は金融政策、財政政策ともに政策余地は残されているとコメントしており、経済情勢が更に悪化する場合には追加利下げの可能性が高いことを示唆している。
- ・ 補正予算案は 7 月 26 日に国会に提出され、政府は 8 月 22 日までの承認を見込んでいたものの、野党の反対により遅延している。4 月の総選挙で与党セヌリ党の議席数は全議席の過半数を割り込んでいるため、政府は野党に対する妥協を示しつつ、承認への道筋を探っている。
- ・ なお、財務省は 2017 年度予算案を発表した。歳出は 2016 年度予算から約 4%拡大し、400.7 兆ウォン(3550 億ドル相当)規模になると発表した。柳財務相は「財政政策は韓国経済を下支えするために、より積極的な役割を果たす」とコメントしている。
- ・ 補正予算の執行遅延などにより、年内の韓国経済は低迷を続ける可能性が高い。但し、2017 年以降は拡張的な財政政策が執行されることにより、底堅さを取り戻していくと考える。
- ・ 年内は景気後退懸念による資本流入の鈍化を受けて、KRW の上値は重くなると見るが、2017 年以降は景気持ち直しを背景に上昇するだろう。

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



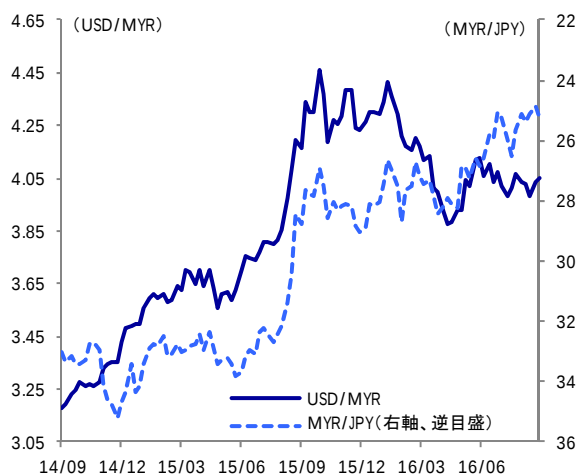
(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 引き続き汚職疑惑が MYR の重石に

8 月の MYR 相場は往って来いの展開。月初、4.04 近辺で寄り付いた MYR は、原油価格の軟調な動きに連れ、4.06 付近まで下落した。その後、原油価格が反発したことを背景に 3.98 近辺まで買い進められるも、米利上げ期待の高まりを受け、月末にかけては 4.08 近辺まで売り込まれる展開となった。

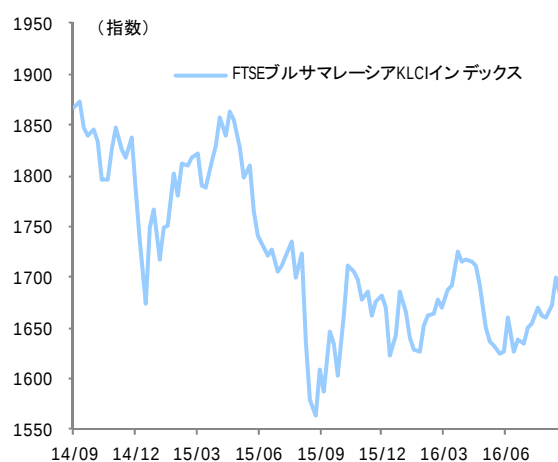
- 8 月 12 日に発表されたマレーシア 4～6 月期 GDP は前年比+4.0%と 1～3 月期(同+4.2%)から減速し、2009 年 7～9 月期以来の低い成長率となった。雇用拡大を背景に家計最終消費支出が堅調に推移し、政府最終消費支出の伸び率が拡大する一方、総固定資本形成が弱含んだほか、純輸出が 2 四半期連続でマイナス寄与となったことが低成長に繋がった。
- ムハマド・マレーシア中銀(BNM)総裁は「経済は内需に支えられ依然底堅い」と発言し、2016 年の成長率目標(+4.0～4.5%)を据え置いた。もっとも、BNM は世界経済に対する先行き不透明感が景気の下振れリスクになるとの見方も示しており、先行きのマレーシア経済は内需に支えられるも、外需を中心に力強さに欠ける推移となるだろう。
- 24 日に発表されたマレーシア 7 月 CPI は前年比+1.1%と 6 月(同+1.6%)から減速し、2015 年 3 月以来の弱い伸びとなった。原油価格の低迷を背景とした交通費の下落が CPI 減速の主因となった模様だ。BNM は 7 月 13 日の金融政策決定会合で、世界経済の先行き不透明感とインフレ上振れリスク低下を理由に利下げに踏み切った。国内経済が弱含む中、今後も低インフレが続けば BNM は再び利下げを行う公算が大きい。
- 27 日、マレーシア政府系投資会社(1MDB)問題に関する捜査や関係者の処罰を求めて、約 1500 人が参加するデモが実施された。デモは平和裏に進行したが、代表者は今後の活動継続を示唆している。また、海外では 1MDB 不正疑惑で、重要人物とされるアラブ首長国連邦(UAE)の政府当局者(クバイシ氏)が UAE アブダビ当局により逮捕された。こうした汚職問題の再燃を受け、海外投資家による政治不信の拡大が、資本流出に繋がることが懸念される。
- 1MDB を巡る汚職疑惑や BNM の追加利下げ期待を背景に、当面の MYR は軟調推移となるだろう。もっとも、年末に向けては原油価格の緩やかな上昇や、政治不信の後退を背景に MYR は買い戻されると予想する。

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

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

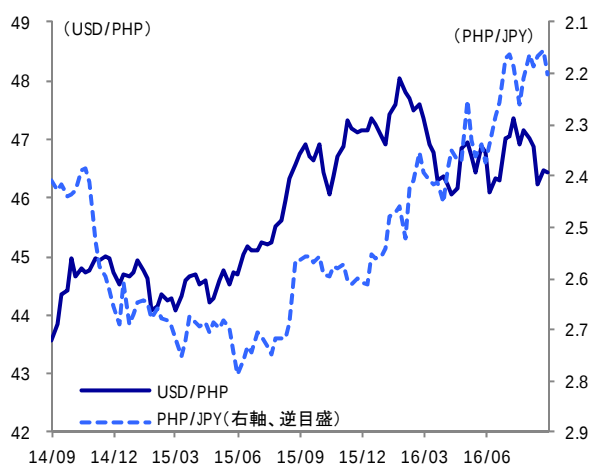


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：ドゥテルテ政権は成長重視の政策を打ち出す

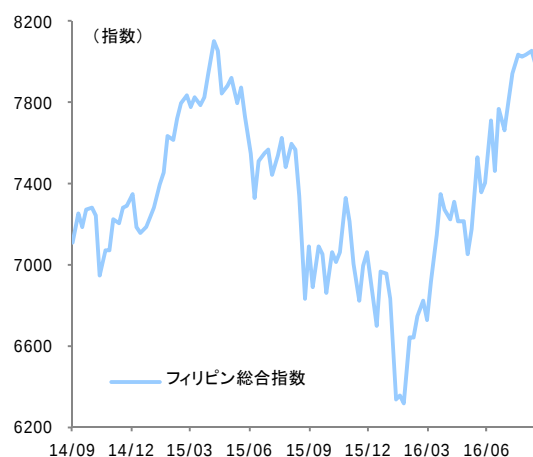
- ・ 8 月の PHP は小幅に上昇した。月初、米 7 月雇用統計の良好な結果を背景に、47 近辺でオープンした PHP は上値が重い展開となった。その後、フィリピン 4～6 月期 GDP が市場予想を上回ると、46.20 近辺まで上昇。月後半、米利上げ期待が高まりやや下押しされるも、46 台半ばで推移した。
- ・ フィリピン経済は堅調に推移している。18 日に発表されたフィリピン 4～6 月期 GDP は前年比+7.0%と 1～3 月期(同+6.8%)から加速し、2013 年 4～6 月期以来の高い成長率となった。内訳を見ると、世界経済の低迷を背景に純輸出が 6 四半期連続のマイナス寄与となる一方で、家計最終消費支出と政府最終消費支出が加速し経済を下支えた。
- ・ 4～6 月期における個人消費の力強い伸びは、5 月に実施された大統領選挙に伴う一時的な支出拡大が影響した模様だ。そのため、年内は反動から個人消費の減速が見られるだろう。もっとも、ドゥテルテ政権は経済のボトルネックとなっているインフラ整備を積極的に進めることを示唆しており、政府支出拡大などを背景に今後も高い成長率が続くと予想する。
- ・ ドゥテルテ政権が掲げる政策には、インフラ整備費を GDP 比+5～7%まで引き上げることや、憲法で定められた外資の出資比率規制の緩和がある。また、所得税、法人税の減税や関税の徴収漏れ抑制などの財政改革も打ち出している。汚職対策にも積極的に取り組み、汚職の温床となってきた支出促進計画(DAP)の即時停止を宣言した。これらの政策がフィリピン経済の高成長に繋がることが期待される。
- ・ 一方、治安の改善、特に麻薬の撲滅にも力をいれているが、超法規的な取り締まりを行っていることが国内外から懸念されている。ドゥテルテ大統領の犯罪者に対する強硬姿勢は治安安定に一定の効果をもたらすと期待されるものの、同氏が強硬姿勢を強めるようであれば、これまで以上に国内外からの批判を招き、政治的混乱を引き起こすリスクがあるだろう。政権がこれまで受けた批判へどのように対応していくかにも注意したい。
- ・ 年内は米利上げ期待が燃えるものの、PHP は堅調な国内経済を背景に底堅い動きとなるだろう。2017 年に入ると、ドゥテルテ政権による成長戦略の本格的な実行、及び米利上げ期待の後退を背景に PHP は上値を伸ばしていくと予想する。

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

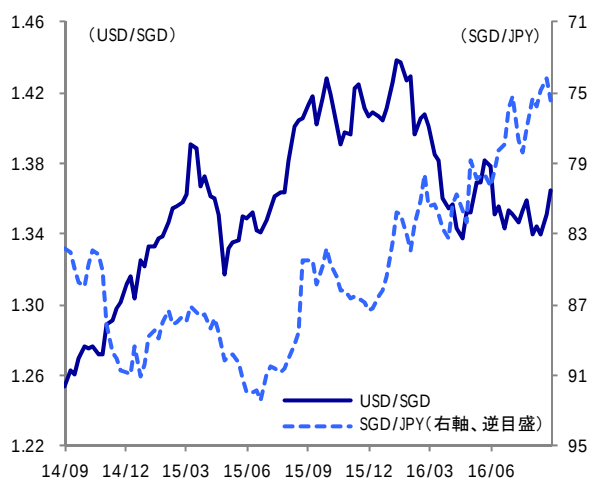


(資料)ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): 厳しさを増すシンガポール経済

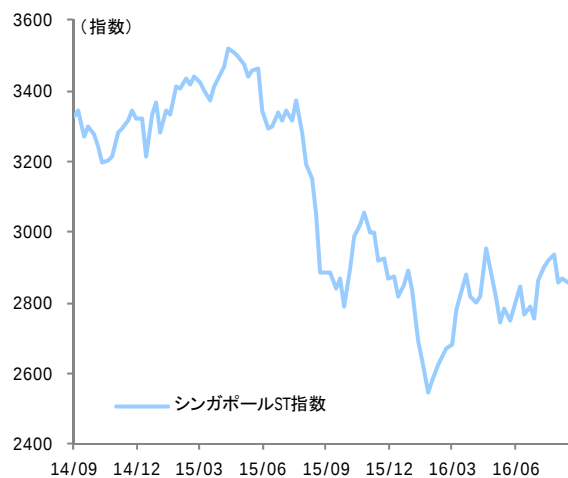
- 8月のSGD相場は下落した。月初、1.34 近辺でオープンしたSGDは、良好な米7月雇用統計を受けても、月央までは1.335~1.350のレンジ内で堅調に推移。月後半にFRB高官の発言やイエレンFRB議長の講演を背景に米利上げ期待が高まると、1.36 台まで売り込まれた。
- 8月11日に発表された4~6月期GDP(改定値)は速報値の前年比+2.2%から同+2.1%に下方修正された。この結果を受けて、シンガポール通商産業省(MIT)は2016年のGDP見通しを従来の+1~3%から+1~2%に引き下げている。2016年上半期のGDP成長率が前年比+2.1%だったことに鑑みれば、下半期に経済が減速することを、政府は見込んでいた模様だ。
- 17日に発表された7月石油を除く地場輸出は、前年比▲10.6%と6月(同▲2.4%)から大きく落ち込んだ。主要輸出品である電子機器の輸出も▲12.9%と2014年6月以来の大幅なマイナスの伸びとなるなど、輸出の減速が止まる兆しは見えない。
- 輸出が落ち込む中、今までシンガポール経済を下支えしてきた個人消費も弱含んでいる。6月小売売上高は、前年比+0.9%と3月に増加に転じて以来、最も低い伸び率となった。また、4~6月期の雇用統計では、シンガポール国民の失業率が3.0%と1~3月期(2.7%)から上昇し、2010年10~12月期来の高水準となるなど、個人消費を取り巻く環境は厳しさを増している。
- なお、シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)は、7月に公表された年次報告書で、世界経済が大きく落ち込むないしは物価見通しの大幅な修正がない限り、現在の金融政策は適切と評価している。
- 但し、英国のEU離脱(Brexit)問題などにより、シンガポール経済の下振れリスクは大きくなっている。そのため、10月の定例会合において、MASが政策目標であるSGDの名目実効為替レート(NEER)について、上下どちらにも誘導しない中立スタンスから、下落方向へと変更する可能性が高まりつつあると言えよう。
- SGDは軟調な経済情勢を背景に上値が重い展開が年内は続くと予想する。SGDが上昇基調に戻るのは、2017年に入り、世界経済の緩やかに持ち直しとともに、シンガポール経済の回復が見られてからだと考える。

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

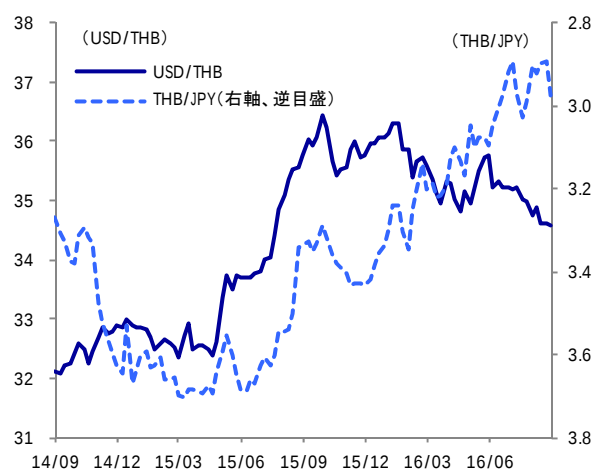


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB) : 民政移管決定により THB の堅調推移を見込む

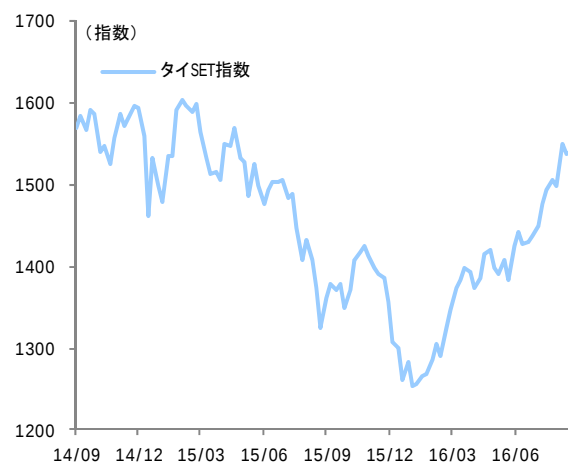
- 8月のTHB相場は小幅に上昇した。月初、米7月雇用統計の良好な結果を受け、35台前半まで下落。15日にタイ4～6月期GDPが市場予想を上回ると、34台半ば付近まで上昇した。その後は同水準で横ばい推移となった。
- 8月15日に発表されたタイ4～6月期GDPは前年比+3.5%と1～3月期(同+3.2%)から加速した。内訳を見ると、干ばつの収束に伴う農家の所得回復が家計最終消費支出を押し上げ、経済全体をけん引する一方、政府最終消費支出は減速し、輸出の低迷を背景に純輸出が縮小した。
- タイ政府観光庁のユタサック総裁は、11～12日にかけて発生した一連の爆破事件を背景に観光収入が減少する可能性を示唆した。英国のEU離脱(Brexit)問題を背景に欧州からの来訪者数の減少も懸念されており、タイの主要産業の一つである観光業が低迷する可能性が高まっている。そのため、タイ経済の加速ペースは徐々に鈍化するだろう。
- 3日、タイ中銀(BOT)は金融政策決定会合にて、政策金利の据え置きを決定した。声明文ではタイ経済が緩やかに回復しているとするも、世界経済の不確実性を背景に観光業や輸出が下押しされるとの懸念を示した。またTHB高を警戒する姿勢も見せるとともに、緩和余地を残して置く必要があると述べた。
- 7日、民政移管に向けた新憲法案の是非を問う国民投票が実施され、賛成多数で可決された。総選挙は来年の12月までに実施される予定だ。今回承認された予定の新憲法案は、事実上の軍による上院任命制などを通じて、軍の政治への介入が色濃く残る内容となっている。
- また、新憲法では下院議員でなくても首相に就任することが可能なため、現首相のプラユット氏が続投する可能性もあり、同氏もその可能性を全面的には否定しなかった。軍の新政権への影響力は強くなると考えられるが、民政移管によって政治的な不透明感は後退し、中期的には構造改革への期待や滞っていたインフラ投資の拡大などがタイ経済を下支えるだろう。但し、軍の政治的関与への反発を背景としたデモなどには注意したい。
- THBは新憲法案が可決されたことや、良好な4～6月期GDPの結果が好感され、堅調に推移している。今後も米利上げ期待の後退や、安定した経常黒字を背景に緩やかな上昇が続くと予想する。

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

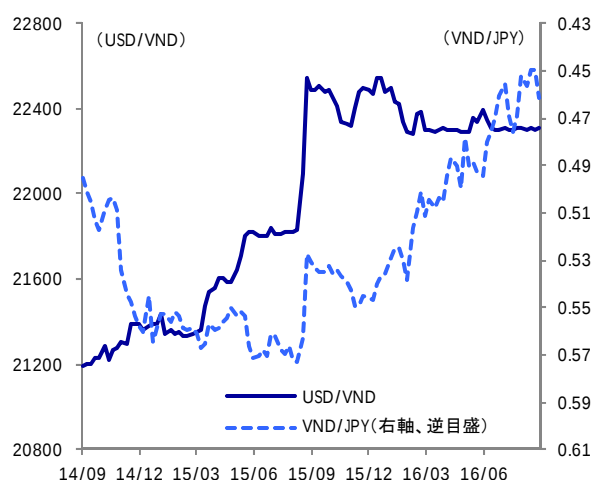


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)： VND を取り巻く需給環境は良好

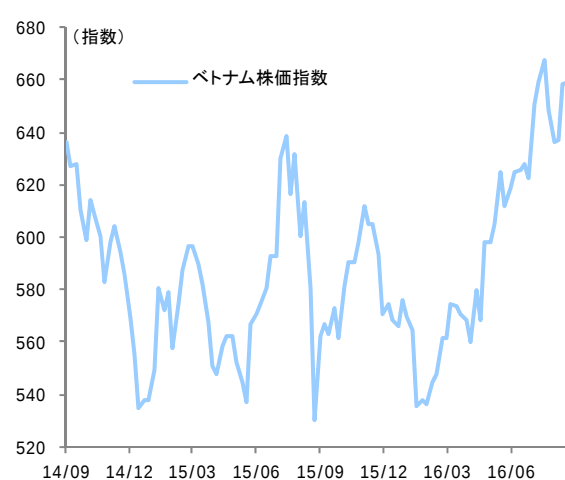
- 8月のVND相場はほぼ横ばい推移となった。公式レートは22200～22310の狭いレンジでの推移となり、非公式レートも米利上げ期待が高まったにも拘わらず、22300を中心とした小幅な値動きが続いた。
- 2016年上半期のGDP成長率が前年比+5.52%と2015年(同+6.68%)から減速が続くベトナム経済だが、大きく加速する兆しは見えていない。8月26日に発表された8月鉱工業生産指数は前年比+7.3%と7月(同+7.2%)から僅かな加速に止まり、4月(同+7.9%)をピークに伸び悩んでいる。
- 消費を取り巻く環境も良好とはいいがたい。4～6月期失業率は2.3%と2四半期連続で上昇し、また国家賃金評議会は2017年の最低賃金を月375ドンに設定した。最低賃金の伸び率は前年比+7.3%と最低賃金制度を導入した1997年来で伸び率は最も低くなった。
- 24日に発表された8月CPIは前年比+2.57%と2014年11月以来の高い伸び率となった。CPIは2016年に入り、干ばつを受けた食料品価格の上昇や、3月の医療費引き上げを受けて加速している。政府は8月に医療費を再度引き上げる方針を示しており、インフレ率の更なる急騰が懸念されていたものの、物価上昇に配慮し、全国一律の引き上げではなく、優先順位の高い州から順番に引き上げる方針に転換した。今後もベトナムのインフレ率は高止まりするものの、急騰する可能性は低いと見る。
- 26日に発表された貿易統計では、8月輸出が年初来前年比+5.5%と7月(同+5.3%)から僅かながら加速し、8月輸入も同▲0.3%と7月(同▲0.9%)からマイナス幅が縮小した。8月貿易収支は+2億ドルと2か月連続で黒字となった。引き続き輸入減少を背景に、年初来で貿易黒字を維持しており、VNDを取り巻く需給の改善に繋がっている。
- また、24日に国家証券委員会のブー・バン主席は、2016年上半期の外国人投資家による証券投資フローは7.72億ドル(前年比+350%)となり、外国人による証券保有額も160億ドルと過去最高を更新したと発表した。なお、対内直接投資も8月末時点で98億ドルと前年を上回るペースで実行されている。
- 経済こそ勢いを欠くものの、VNDを取り巻く需給は良好である。そのため、ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)は足許と同様に中央レートをほぼ横這いに設定し続け、VNDも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

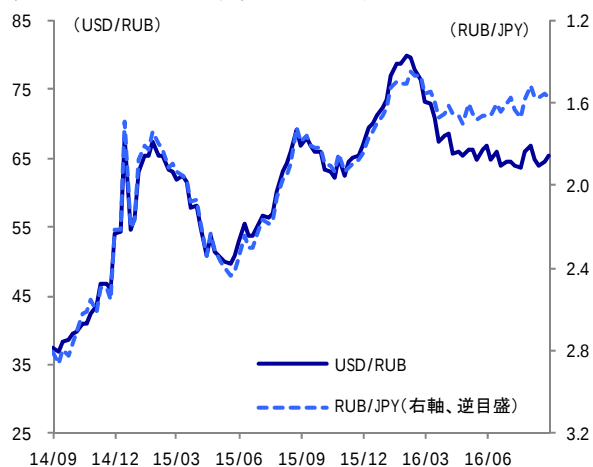


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：当面は材料待ちの小動きを予想

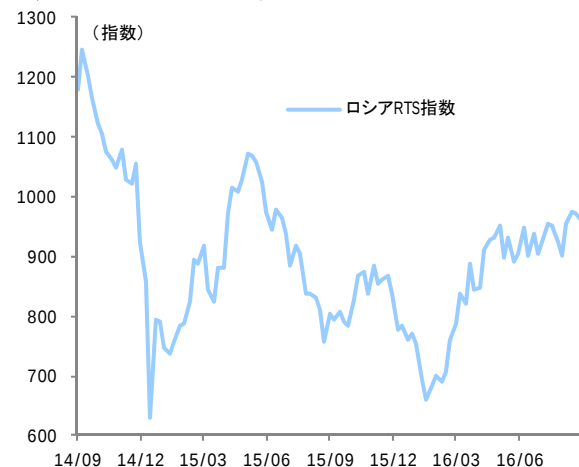
- ・ 8 月の RUB は原油価格上昇に連れた堅調推移先行後、高止まり。月央にかけては原油続騰にも拘わらず RUB が頭打ちとなった。原油上昇は、月初、7 月を通じたほぼ一方的な軟調からの調整的反発の色彩が強かった。10 日にはサウジアラビアが「7 月の原油生産量が史上最高を更新した」と発表し、同日に米燃料情報局(EIA)から発表された週次の米原油在庫統計が予想以上の増加を示したことで一旦は反落した。
- ・ 翌 11 日、サウジアラビアのファリハ燃料産業鉱物資源相が「(9 月にも)OPEC と OPEC 非加盟の主要燃料輸出国の閣僚会談で原油価格安定に必要な手段を検討する機会がある」と述べ、原油価格は再び上昇に転じた。
- ・ 原油価格続騰にも拘わらず RUB が頭打ちになった要因としては主に三点考えられた。一点目は、プーチン大統領周辺からの RUB 高牽制に対する警戒感が引き続き強かったこと。二点目はクリミア半島を巡り、ウクライナとロシアの緊張関係が高まったこと。三点目として、ロシア原油生産会社バシネフチの株式売却見送りが発表されたこと。とりわけ、16 日に伝えられた株式売却見送りは、ロシア経済政策の先行き予見の不確実性を確認する動きとして資本市場から嫌気された。
- ・ 目先の RUB は、軟調気味の横這いを予想。注目は米金融政策動向と、産油国の生産調整の動き、ロシア中銀(CBR)の金融政策動向の主に三点。米連銀については、9 月 2 日発表の米 8 月雇用統計の内容によっては 9 月追加利上げの可能性が高まり、USD を押し上げる可能性も考えられよう。
- ・ 原油生産調整については、その後も、「9 月 26～28 日開催の国際燃料討論会(IEF)の際に、主要産油国の非公式会談が開かれる」「イランのザンギャネ石油相が同会談に出席する」などといった観測が聞かれ、原油価格を押し上げる局面が見られたが、昨年 12 月や今年 6 月の OPEC 総会にむけての(生産量凍結/減産への)期待の高まりと、事後の失望とを振り返ると過度の期待は禁物と思われる。
- ・ 週次の物価統計などから、足許 CBR による利下げ余地の広がりを読み取れる。原油価格が復調し、インフレ期待も落ち着いた現状で利下げに踏み切れることは、物価や金融システムの安定に対する中央銀行の「自信の表れ」と好感され、RUB 下支え要因と読まれる可能性の方が高い。

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

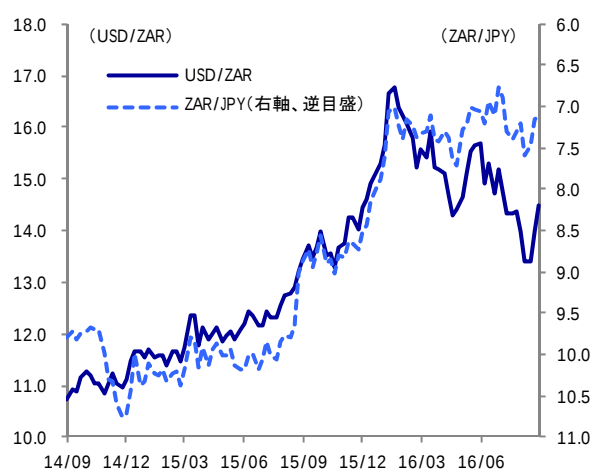


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：潜在的な ZAR 売り要因を警戒

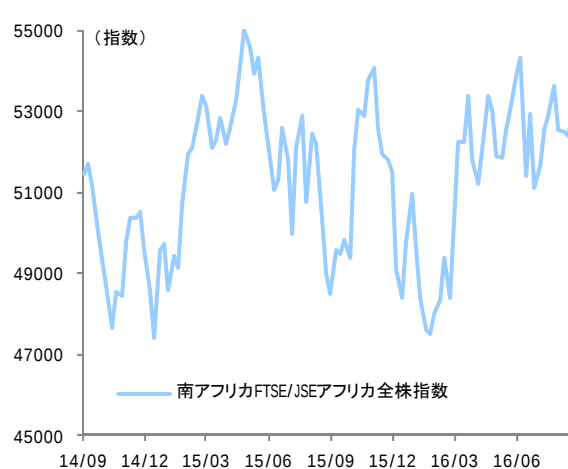
- ・ 8 月の ZAR は 6 月以来の続騰が先行。その後、値頃感から頭打ちとなり、月末に掛けては南ア政治要因を嫌気して反落した。
- ・ 月初の ZAR 堅調は資源価格の堅調を追い風としていた。南アの主要輸出産品のうち銅だけは軟調推移を続けていたが、金、プラチナなど貴金属、産業金属でもニッケルやアルミニウムなどは続伸した。
- ・ しかし、直接 ZAR を押し上げた要因は、3 日投票された南ア地方選が、投票作業の混乱や暴動などの問題なく終わったことと言えた。また、与党アフリカ民族会議(ANC)は前回地方選(2011 年)よりも大幅に支持率を落としたものの(62.0%→53.9%)、一部で警戒されたズマ大統領の責任問題への波及や与党分裂が回避されたことも、ZAR 反落への安心感を与えた。
- ・ 23 日、南アの特捜捜査部門がゴードン財務相に対し、事情聴取のための出頭を促す書簡を送りつけたとの現地報をきっかけに、ZAR は急反落した。同財務相が南ア歳入庁長官を務めた当時(1999～2009 年)、脱税容疑捜査のためのスパイ組織を立ち上げた容疑で今年 2 月、3 月、5 月にも似たような報道は聞かれ、ZAR 売りを誘っていた。
- ・ 目先の ZAR 相場は、足許軟調の継続を予想。ゴードン財務相の去就を巡る問題の背景には、ANC 内のズマ大統領派と反大統領派の確執という根深い問題がある(財務相は ANC と連立与党を組む南ア共産党に所属)。昨年 12 月のズマ大統領によるネネ財務相(当時)更迭後の混乱を収拾したのも、南ア国債の投機的等級への格下げを回避したのも、ゴードン財務相の功績によるところが大きく、同財務相の辞任/更迭ともなれば、南ア資産市場の混乱は避けられないであろう。
- ・ 物価の落ち着きにも拘わらず、南ア準備銀行(SARB、中銀)がインフレ警戒感を解いていないのも成長阻害要因。ANC が有権者の歓心を買うために歳出拡大に動く可能性や、原油価格上昇、ベース効果や足許の ZAR 安を反映して燃料物価が上振れする可能性も警戒されるだろう。
- ・ 南ア国債格下げリスクが燦る中、労使間の賃金交渉のもつれ(ストライキ)や国営企業民営化(合理化)の遅れ、及び原発調達などを巡る政治と財界の癒着など南ア固有の問題は山積しており、中期的に ZAR に対して強気になるのは極めて難しい。

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

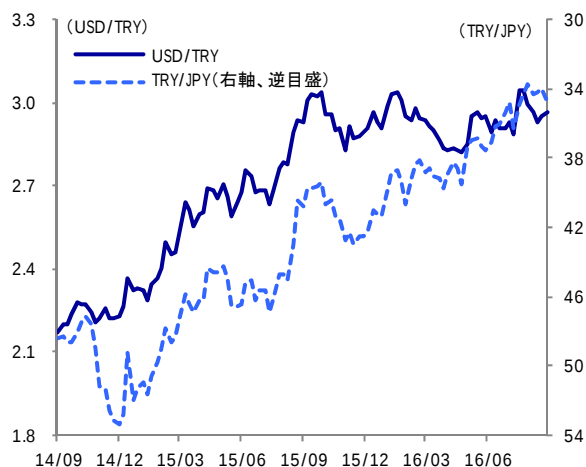
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



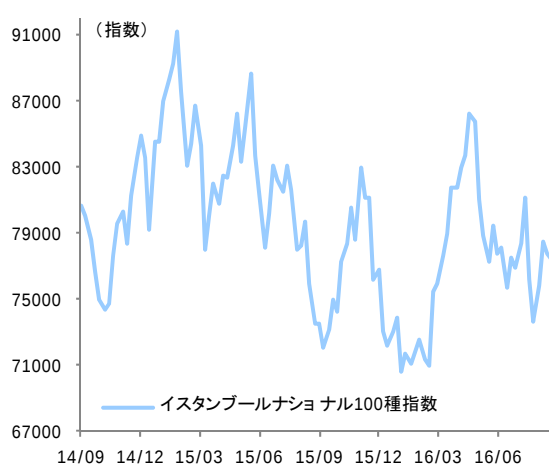
(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：地政学的リスクの高まりで米利上げに対し脆弱に

- ・ 8月のTRYは主な材料を欠いたまま、下押し先行から、月央にかけて一方的な上昇。月末に向けては頭打ちから軟調気味の横這いとなった。
- ・ 7月末以降発表されたトルコ経済指標は、6月外国人観光客の激減、6月貿易赤字の拡大、7月CPIの上振れ、6月鉱工業生産の下振れ、6月経常赤字の拡大、5月失業率の上振れと軒並み悪化した。もっとも、経済指標に表れたトルコ経済の悪化とTRYの反応には明確な時差があり、通貨市場がどこまで材料視したかは定かでなかった。
- ・ 5日、一部格付け会社は、トルコ国債格付け見直し結果発表を見送った。当社は7月19日にトルコ国債格付けを格下げ方向で見直す作業に入ったと発表したが、当初予定された期日での発表を見送った格好。その後のTRY堅調推移にこの格下げ見送りが影響していたと考えられた。
- ・ 9日には、エルドアン大統領がロシアのプーチン大統領と会談、ロシアからのチャーター便の復活が約束されるなど両国の関係改善が進んだこともTRYには押し上げ材料となったはず。
- ・ 一方で、12日に発表された米7月小売売上高・生産者物価指数が市場予想を明確に下振れたことは、米利上げ観測の後退につながり、USD全面安を招くことでTRYを押し上げる要因になった。
- ・ トルコ中銀(CBRT)は、9日、預金準備率の引き下げなどを発表、23日には翌日物貸出金利(上限金利)を25bp引き下げ、足許物価の急騰にも拘わらず、相変わらずの金融緩和を続けた。
- ・ TRY反落のきっかけは、19日にトルコ南東部の都市で発生した自爆テロだった。「イスラム国」が犯行声明しており、7月のクーデター未遂の首謀組織とされたギュレン運動、クルド人勢力に「イスラム国」が加わり、エルドアン大統領の強硬姿勢が三方面に敵を作る格好となったことの衝撃は大きい。
- ・ また、移民問題でもめるEU、ギュレン師の国外退去問題でもめる米との関係が悪化する一方で、同国がロシアに接近しているのも懸念材料。
- ・ 米追加利上げ観測が後退する局面で、トルコの高金利は魅力を集めたが、物価の上振れリスクとの兼ね合いで、十分に魅力的な実質金利を備えているか否かは議論の余地があろう。ましてや、仮に米利上げ観測が高まる局面があれば、その脆さを露呈する可能性は十分に警戒される。

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 1～8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	6.6669	6.70	6.70	6.69	6.67	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7568	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.424	68.5	67.5	65.8	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13063	13400	13200	12800	12500	12650
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ～ 1245.13	1092.60	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	4.0408	4.12	4.10	3.90	3.85	3.88
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ～ 48.069	46.837	47.0	46.4	46.2	45.3	44.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ～ 1.4444	1.3511	1.37	1.36	1.33	1.32	1.33
台湾ドル	(TWD)	31.006 ～ 33.791	31.285	32.20	31.90	31.60	31.30	31.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ～ 36.42	34.78	34.8	35.0	34.4	34.0	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ～ 22535	22295	22350	22380	22200	22150	22250
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ～ 85.9573	64.0332	66.00	64.50	63.00	63.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ～ 17.9169	14.1327	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ～ 3.0973	2.9535	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)	3.1141 ～ 4.1720	3.2143	3.26	3.35	3.41	3.44	3.47
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.5187	18.6781	18.80	18.50	17.90	17.50	17.10
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ～ 18.563	15.288	15.37	14.93	14.65	14.54	14.44
香港ドル	(HKD)	12.835 ～ 15.615	13.206	13.27	12.89	12.63	12.50	12.37
インドルピー	(INR)	1.468 ～ 1.823	1.539	1.50	1.48	1.49	1.50	1.50
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ～ 0.896	0.784	0.769	0.758	0.766	0.776	0.759
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ～ 10.267	9.321	9.12	8.93	8.83	8.82	8.81
マレーシアリンギ	(MYR)	24.246 ～ 29.357	25.137	25.00	24.39	25.13	25.19	24.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.127 ～ 2.570	2.165	2.19	2.16	2.12	2.14	2.14
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ～ 85.54	75.82	75.18	73.53	73.68	73.48	72.18
台湾ドル	(TWD)	3.077 ～ 3.671	3.274	3.20	3.13	3.10	3.10	3.10
タイバーツ	(THB)	2.814 ～ 3.412	2.945	2.96	2.86	2.85	2.85	2.85
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ～ 0.5482	0.4593	0.46	0.45	0.44	0.44	0.43
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.718	1.598	1.56	1.55	1.56	1.54	1.60
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ～ 7.805	7.247	6.65	6.06	5.76	5.71	5.82
トルコリラ	(TRY)	32.990 ～ 41.265	34.675	33.23	30.30	28.82	27.71	27.43
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 32.973	31.867	31.60	29.85	28.74	28.20	27.67
メキシコペソ	(MXN)	5.197 ～ 7.018	5.494	5.48	5.41	5.47	5.54	5.61

(注)1. 実績の欄は8月31日まで。SPOTは9月1日の8時10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	7.7	7.6	6.6	4.9	5.6	5.8	-1.4	-1.1	-1.5	-1.8
インドネシア	5.0	4.8	5.1	5.5	6.4	6.4	3.8	4.9	-3.0	-2.1	-2.4	-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	4.0	5.0	3.2	2.1	2.2	2.9	4.6	2.9	2.5	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.6	6.2	4.2	1.4	1.9	3.0	4.4	2.9	2.6	2.4
シンガポール	3.3	2.0	1.8	2.3	1.0	-0.5	-0.5	1.3	17.4	19.8	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.6	3.9	1.9	-0.9	0.3	2.0	3.5	8.1	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	5.7	6.9	1.8	0.6	2.5	3.7	4.9	1.4	1.0	0.6

(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	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
インドネシア	7日物リバースレボ金利	5.25	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	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00
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	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.00	6.00	6.00	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。