

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨： 外部環境の改善を受け上昇を予想、リスクは政治	2
中国人民元(CNY)： 景気は持ち直し、実効レート調整は進展	3
インドルピー(INR)： 資金流入がルピーを下支え	4
インドネシアルピア(IDR)： 引き続き政策効果に期待	5
韓国ウォン(KRW)： 景気減速の可能性が高まる	6
マレーシアリング(MYR)： 景気は引き続き弱い動き	7
フィリピンペソ(PHP)： インフラ支出拡大により景気を下支え	8
シンガポールドル(SGD)： MAS は現状の金融政策を維持か	9
タイバーツ(THB)： タイ経済は緩やかな回復が続く	10
ベトナムドン(VND)： 景気は回復、VND の需給も良好	11
ロシアルーブル(RUB)： 死角は政権の RUB 高けん制のみか	12
南アフリカランド(ZAR)： 悪材料を警戒しながら、当面は現状維持か	13
トルコリラ(TRY)： 引き続き悪材料には事欠かない	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

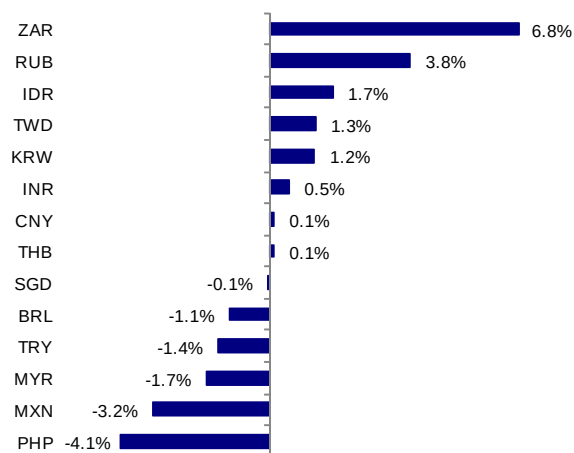
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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： 外部環境の改善を受け上昇を予想、リスクは政治

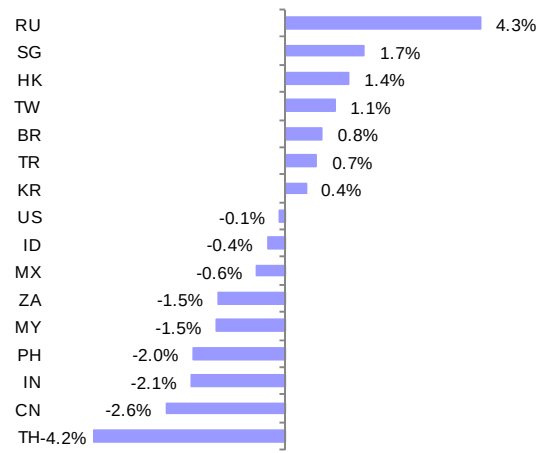
- 9月の新興国通貨は、米利上げ期待の後退・高まりに大きく振られた。月前半は冴えない米経済指標の結果を受けて、ドル安・新興国通貨高となるも、その後は多くのFRB高官からタカ派的な発言が見られたことで、売り戻される展開となった。注目されたFOMCでは利上げが見送られたほか、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が引き下がったことで、月末にかけて新興国通貨は値を戻した。
- 新興国通貨を取り巻く外部環境は、引き続き改善している。FRBの金利引き締め姿勢は軟化し、原油相場は底割れせず、中国経済も安定の兆しを見せている。斯かる状況下、来月の新興国通貨は上昇すると予想する。
- また、FRBの利上げ姿勢の後退は、新興国資産を含むリスク資産への投資意欲を促進し、新興国通貨を下支えすると考える。英国のEU離脱(Brexit)問題による懸念が一巡した8月以降は、各国株式市場と各通貨の相関が高まっている。これは株式市場への資金流入が新興国通貨に与える影響が大きくなっており、今後は株価の上昇に来月の新興国通貨が連れ高になることを示唆している。
- なお、株式投資を含む証券投資フローは、2017年に入っても新興国通貨を下支えすると考える。世界銀行によれば、2016年から2017年にかけて先進国と新興国の成長格差は+2.3%ポイントから+2.7%に拡大する見込みである。過去の傾向に基づけば、成長格差の拡大に伴い、新興国への証券投資フローは増大すると予想する。
- 但し、引き続き投資家はリスクに敏感になっており、特に政治不安が高まる局面では、先進国対比で金利や成長率が高水準だったとしても、一時的に売り込まれる可能性が高い。実際、FOMC直後のドル安局面でも、対メキシコで強硬策を打ち出すトランプ氏の大統領当選リスクが意識されたMXNは軟調となり、PHPはドゥテルテ大統領がオバマ大統領の発言に反駁するなど、外交リスクが嫌気されたことで売り進められている。
- 来月は、ブラジルにおいて大型地方選挙が予定され、中国でも党中央委員会第6回全体会議(6中全会)が開催されるなど、BRLやCNYは政治リスクが意識されることで一時的に軟調となるだろう。なお、MXNは引き続き米大統領選の動向に大きく振られる展開を予想する。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年9月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年9月)

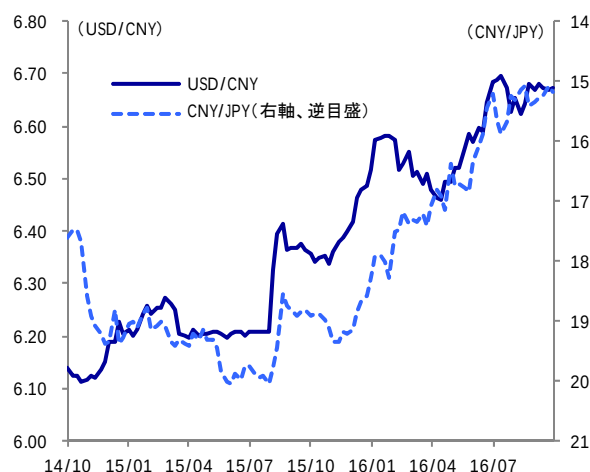


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：景気は持ち直し、実効レートの調整は進展

- 9月のCNYは安定的に推移。米8月ISM製造業景気指数の冴えない結果を背景に一時6.66台まで上昇したが、その後は6.67台を中心としたレンジ内の値動きとなった。10月1日からのSDR(IMF特別引き出し権)構成通貨入りを控え、月末にかけても6.67近辺で推移した。
- 9月1日に発表された中国8月製造業PMIは50.4と、景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回り、2014年10月以来の高水準となった。詳細項目を見ても、7月まで4か月連続で下落していた新規受注指数が、8月は51.3と2016年3月以来の高水準まで上昇するなど、良好な内容となっている。
- 13日発表の8月鉱工業生産は前年比+6.3%と7月(同+6.0%)から伸び幅が拡大した。7月の長江水域で発生した洪水被害からの復興に加え、8日に発表された8月輸出が前年比▲2.8%(7月:同▲4.4%)と2か月連続で改善するなど、外需の持ち直しが生産の回復に寄与した模様だ。
- 8月小売売上高も同+10.6%と7月(同+10.2%)から加速している。小型車を対象にした減税により、8月自動車販売が同+26.5%と2013年1月以来の高い伸び率となったことが、小売売上高を下支えした。
- 8月固定資産投資は、4か月連続で伸び率が縮小し続けていたものの、民間投資や不動産投資の下げ止まりを受けて、年初来前年比+8.1%と7月(同+8.1%)から伸び率が横這いとなった。今月に発表された経済指標は、内需・外需ともに改善が見られ、中国経済が安定しつつあることを示した。
- オフショア人民元(CNH)市場では、翌日物金利が中秋節の連休前に急騰した。背景には、休暇前の人民元調達圧力の高まりのほか、中国人民銀行(PBoC)が人民元売りポジションの維持を困難にしているとの指摘も一部から聞かれた。なお、FOMC後に、翌日物金利は平常時の水準に戻っている。
- ドルは金融正常化を背景に、人民元は急激な資本流出を防ぐことなどを背景に、実質実効為替レート(以下、実効レート)が上昇してきた。しかしながら、ドルの実効レートが2015年後半から高止まる中、人民元は年初より実効レート下落が進み、2014年初の水準まで低下している。
- 年内は米利上げ期待から、人民元は対ドルで弱含むだろう。但し、来年に入り米利上げ期待の剥落とともに、ドルの実効レートは下落基調に転じる可能性が高い。そうなれば先んじて実効レートの調整が進んだ人民元にも、国内経済の安定も相俟って、対ドルで上昇する余地が生まれると考える。

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

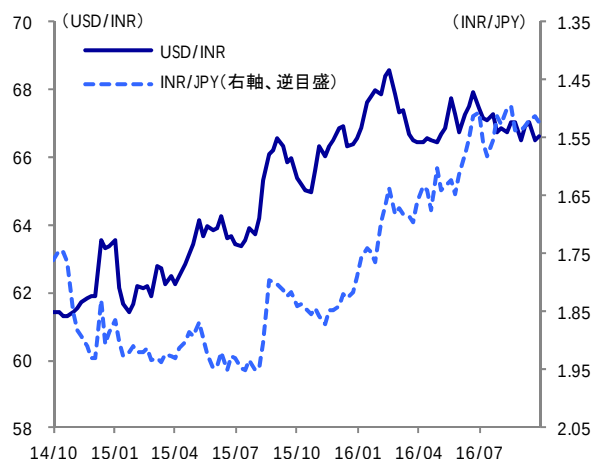


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR)：資金流入がルピーを下支え

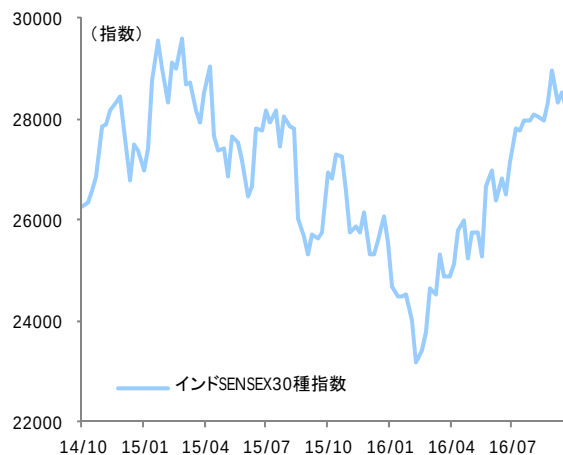
- ・ 9 月の INR は上下に激しい値動きとなった。月上旬は冴えない米経済指標の結果を受け、一時 66.20 台まで上昇。その後、FRB 高官によるタカ派な発言を背景に下落したが、FOMC で利上げが見送られると 66.4 台まで買い戻された。月末にかけては、インド軍がパキスタンのテロリスト拠点を攻撃したとの報道を受けて、一時 66.90 近辺まで売り込まれた。
- ・ 8 月 31 日に発表されたインド 4～6 月期 GDP は前年比+7.1%と 1～3 月期(同+7.9%)から減速した。政府最終消費や純輸出がプラスに寄与したが、家計最終消費及び総固定資本形成の減速が成長鈍化の要因になっている。
- ・ 今後は、モンスーン期(雨期)の降雨量増加を受けた農業生産の拡大と農業従事者の所得回復や、公務員給与の増額を背景に個人消費は拡大する見通しだ。但し、過剰設備を背景に民間設備投資は弱い動きが続くと考えられ、GDP 成長率は伸び悩むだろう。
- ・ 9 月 12 日に発表されたインド 8 月消費者物価指数(CPI) は前年比+5.05%と 7 月(同+6.07%)から減速し、今年 3 月以来の低い伸び率となった。飲食物品・タバコが大幅に減速したことがインフレ率の低下に寄与している。
- ・ 6～8 月にかけてのモンスーン期では 7 月以降に多くの州で例年を上回る雨量が確認されており、十分な降水量による農業生産増加が 8 月の食品価格低下に繋がった模様だ。農業生産の増加は当面のインフレ率の安定推移に寄与すると予想する。
- ・ 22 日に政府はインド準備銀行(RBI)の金融政策委員会(MPC)の外部委員に、インド統計研究所のチェタン・ガーテ教授、デリー・スクール・オブ・エコノミクスのディレクターであるパミ・デュア氏、インド経営研究所のラビンドラ・ドラキア教授の 3 名を指名した。任期は 4 年で、短縮される場合もある。
- ・ 今回指名された委員はインドに拠点を置いており、決して世界的に名が知られているとは言えない。しかし、金融政策に対してバランスの取れた見解を持っているとされ、MPC 設置後も RBI の金融政策運営が政治的な影響を受けにくい体制が維持されるだろう。
- ・ 年末にかけての INR は米利上げ期待の高まりや、それを背景にした資金流出を受けて 70 近くまで下落する可能性がある。もっとも、その後は世界的なリスクオフ要因が見当たらない中で、内外金利差などによる資金流入を受けて 2017 年 9 月末までに対ドルで 64.0 を目指して上昇すると予想する。

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

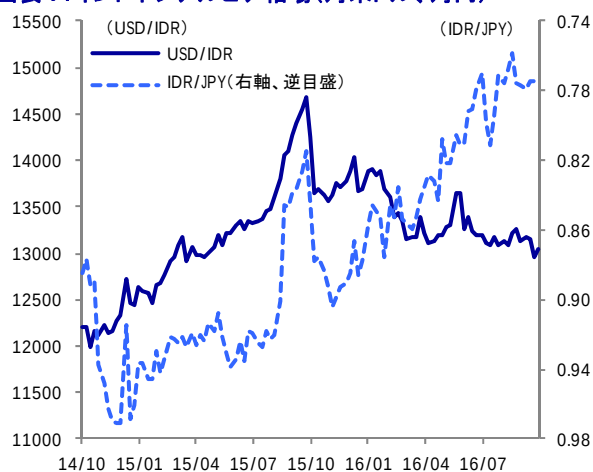


(資料)ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)：引き続き政策効果に期待

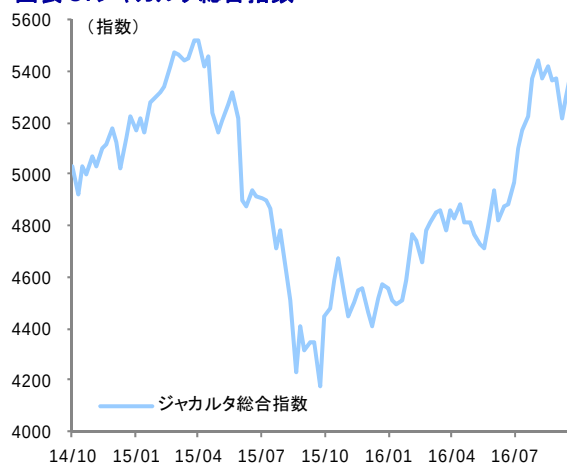
- 9月のIDRは上昇した。月初、13260台で推移するも、FOMCで利上げが実施されなかったことを受け、13100近辺まで上昇。月末付近には租税特赦(タックス・アムネ스티)関連の資金流入により一時12900近辺まで上伸する展開となった。
- インドネシア経済は緩やかな回復が続いている。9月1日に発表されたインドネシア8月製造業PMIは50.4と2か月ぶりに景気拡大/縮小の分かれ目となる50を上回った。また、8月輸出は前年比▲0.7%と市場予想(同▲10.6%)を大幅に上回っている。
- 一方、8月CPIは前年比+2.79%と2か月連続で減速し、2009年12月以来の低水準となり、インドネシア中銀(BI)のインフレ目標(+3~6%)を下回った。資源価格の低迷や、ラマダン明けの大祭(レバラン)が明けた反動で内需が縮小し、食品や運輸・通信・金融を中心に物価は下押しされている。
- 22日に開催されたBIの金融政策決定会合では、政策金利が25bp引き下げられ、5.00%に設定された。同時に、金利コリドーの上限金利となる貸出ファシリティ金利は5.75%、下限となる預金ファシリティ金利も4.25%とそれぞれ25bp引き下げられ、金利コリドーは150bpポイントで維持された。
- BIは利下げを実施した理由に、インフレ率が低下しIDRも安定していること、景気が弱含んでいることを挙げている。また、景気減速への対応として、今後の追加利下げの必要性も示唆した。もっとも、2016年の成長率見通しは従前の水準(+4.9%~5.3%)を維持しており、利下げを行うかどうかは今後の経済指標の結果次第だろう。
- 23日に財務省はタックス・アムネスティに関して、最優遇条件が適用される1回目の申告について、申告時の条件を緩和することを決定した。22日時点でのタックス・アムネスティにおける税収額は35兆1000億ルピアと、事前目標の21%にとどまっており、政府は税収増のテコ入れを図っている。また、石油・ガス開発税を廃止するなど、直接投資増加の施策も行われており、今後もインドネシアへの資金流入増加が期待される。
- 米利上げ観測が熾ぶる年末にかけてIDRは弱含む可能性が高い。その後は、政府による構造改革への期待やタックス・アムネスティが資金流入に繋がり、IDRは緩やかに上昇する展開を予想する。

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

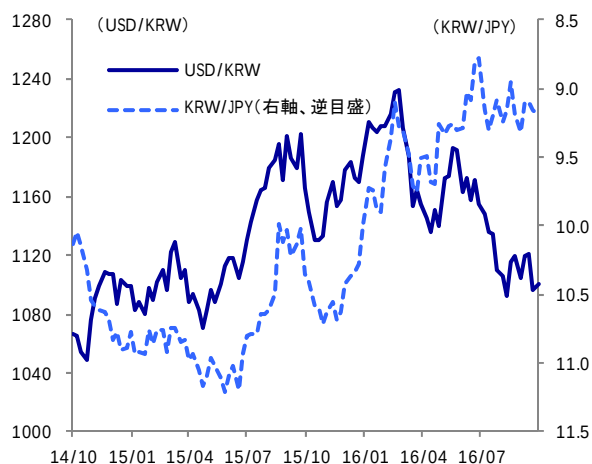


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)： 景気減速の可能性が高まる

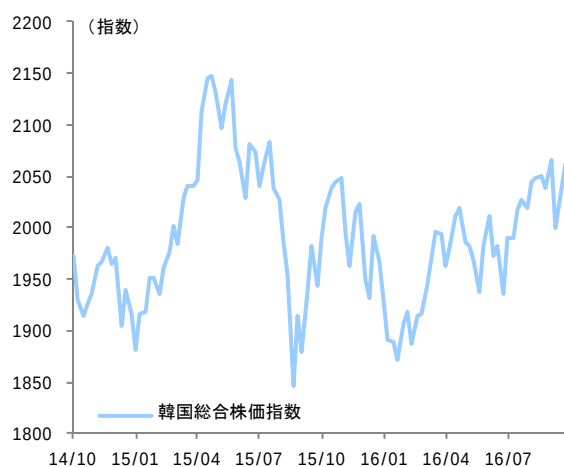
- 9月のKRWは一時下落するも、徐々に値を戻す展開。FRB高官の相次ぐタカ派発言を背景に米利上げ観測が熾り、1090近辺から1130近辺まで軟化した。FOMCにて利上げが見送られると、その後は切り返し、月末にかけては1100近辺で推移した。
- 9月1日に発表された8月貿易統計では、輸出が前年比+2.6%と18か月振りに前年比プラスを記録した。7月に下振れした分が戻った影響があるものの、それを加味しても基調としては改善を続けており、外需は持ち直しつつあると言えよう。
- もっとも、韓国経済は年内に減速する可能性が高い。8月に策定された家計債務対策を受けて、2016年前半に成長率を支えた建設投資の低迷が予想されるためである。2月にローン審査強化策が実行された際は、住宅着工件数は減速し(2月:同+19.3%→3月:同+13.5%)、4月(同▲4.9%)には一時前年比マイナスに陥った。そのため、今回も住宅投資への悪影響が顕在化すると見る。
- また、韓国の家計債務は対可処分所得比で、141.7%(2016年6月末時点)と過去最高水準を更新しており、利払い負担の増大が消費に悪影響を及ぼすと考える。2日に成立した11兆ウォンの補正予算が下押し圧力を緩和したとしても、こうした内需の減速を補うまでには至らないだろう。
- 9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1.25%に据え置かれた。声明文も前回会合(8月11日)とほとんど変化は見られず、今後については世界経済の回復などにより、緩やかな経済成長が実現するとした。一方、家計債務の積み上がりに対する懸念を示しており、また政府の拡張的な財政政策が景気を下支えすると想定されるため、BOKは当面の間、政策金利を維持すると予想する。
- 年内は韓国経済が減速することで、株式投資フローの流入が細り、KRWの上値を押さえるだろう。もっとも、外需の改善が今後も続くと思込まれる中、政府は来年も拡張的な財政政策の執行を予定していることから、2017年に韓国経済は持ち直すと考えられる。そのため、来年にかけては証券投資フローの流入が再度見られることで、KRWは上昇基調になると予想する。

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

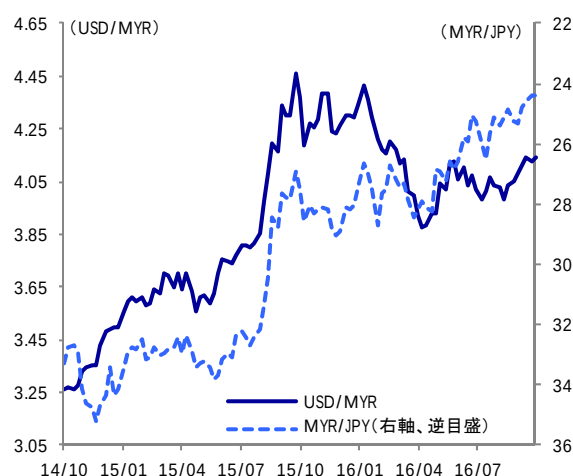


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR): 景気は引き続き弱い動き

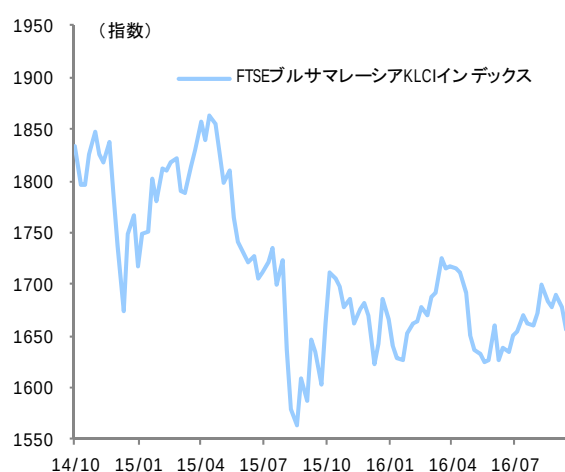
- 9月のMYRは軟化した。月初、米経済指標の冴えない結果を受け、4.08 近辺から4.04 近辺まで上昇。しかし、FRB高官のタカ派発言を背景に、4.16 近辺まで売り進められた。その後も上値が重い原油価格の影響を受けて、FOMC後の買い戻しの動きも鈍く、月末は4.13 近辺で推移した。
- マレーシア経済は依然として弱い動きが続いている。8月製造業PMIは47.4と2015年4月以来、17か月連続で景気回復/縮小の節目となる50を下回っている。また、7月鉱工業生産は前年比+4.1%と6月(同+5.3%)から減速し、市場予想(同+4.5%)を下回った。
- 9月7日に発表された7月輸出も前年比▲5.3%と6月(同+3.4%)から大幅に減速し、2015年5月以来の低水準となった。電子製品やエレクトロニクス機器、石油製品や天然ゴム輸出の減少が引き続き全体を押下げた。国別で見ると、米国向けが同+4.1%と6月(同+21.3%)から大幅に減速している。
- 21日に発表された8月CPIは前年比+1.5%と7月(同+1.1%)から加速した。交通費が同▲6.7%と7月(同▲9.9%)からマイナス幅が縮小し、加速の主因となった。今後、CPIは2014年末の燃料補助金撤廃を受けた2015年における交通費下落のベース効果と、原油価格の上昇を背景に緩やかに加速する可能性が高い。
- 7日に開催されたマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合にて、BNMは政策金利の据え置きを決定した。声明文では世界経済の下振れリスクは引き続き高いとする一方、マレーシア経済は内需を中心に底堅く推移するとの見方が示された。また、BNMは10月21日に政府が公表する2017年度予算案に、追加の景気刺激策が盛り込まれるかを見極める姿勢を見せた。
- 同予算案では追加刺激策として、低所得層に対する物価上昇と景気低迷の影響を緩和するための救済策や、若年層のマイホーム取得を支援する新たな融資支援策が盛り込まれる予定だ。BNMは今後の金融政策決定に際してこれらの追加刺激策の効果も考慮すると見込まれる。
- 10~12月期においてMYRは米利上げ観測や、BNMによる利下げの可能性が重石となり、一時4.20 台まで弱含むと予想する。しかし2017年は、原油価格の上昇と世界経済の回復を背景に底堅く推移するだろう。

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

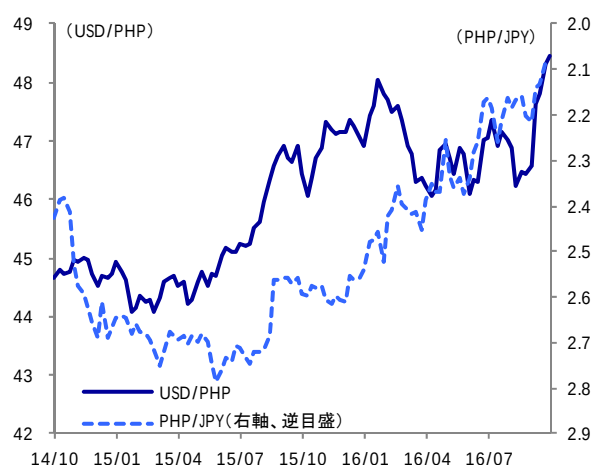


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP): インフラ支出拡大により景気を下支え

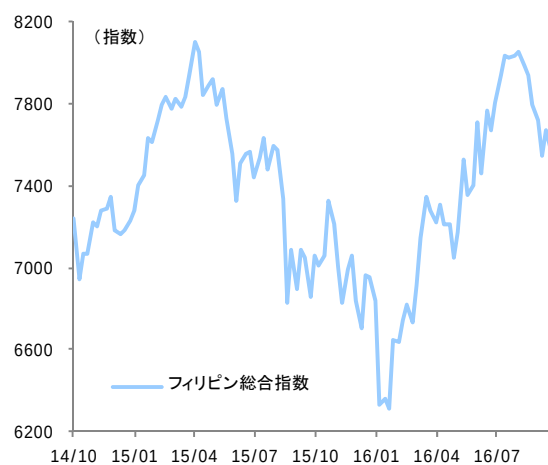
- 9月のPHPは下落した。月初、46.50台で推移していたが、ダバオ市での爆破事件を受けて、軟調地合いとなった。また、ドゥテルテ大統領の政治手法への懸念も浮上し、株式市場からの資金流出が続いたことで48近辺まで下落した。月末も売り優勢の展開は変わらず、48.50付近での値動きとなった。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は7月に前年比▲5.4%と6月(同+4.8%)から減速し、4か月ぶりのマイナスとなった。国・地域別に見ると、送金シェアの大きい米国からが同▲5.9%(6月:同+5.1%)、中東諸国からが同▲3.3%(6月:同+23.0%)と、それぞれ減少に転じている。
- 背景には米国の景気拡大が緩やかなものに止まっていることや、原油価格の低迷が中東諸国経済の重石になっていることがあるだろう。また、OFWの減少も送金額のマイナスに影響している模様だ。但し、業務アウトソーシング(BPO)関連輸出は足許にかけて増勢を維持しているほか、7月失業率は5.4%と2005年4月以来の低水準となった。海外送金は伸び悩むも、国内の雇用・所得環境の改善を受けて、個人消費は底堅い伸びが続いている。
- 9月22日に開催されたフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合にて、政策金利は据え置かれた。8月CPIは+1.8%と7月(同+1.9%)から食料品価格の低下を主因に減速しており、BSPは先行きのインフレ率が目標(+2~4%)内に長期的に収まるとの見方を示した。今後も、堅調な景気とインフレ率の安定を背景にBSPは現状の金融政策を維持すると予想する。
- 8月15日に提出された2017年度予算案では、歳出を前年比+11.6%とし、公共インフラの改善、農業近代化、平和と治安、人材投資の4分野への支出を優先している。歳出の4割は、教育、医療、社会福祉に、3割をインフラに充てるとした。これを受けてインフラ支出はGDP比5.4%と2016年度(5.1%)から拡大する。なお、予算案は10月までに下院の可決、年内に上院の可決を経て大統領による法案署名が目指されている。
- ドゥテルテ政権の麻薬犯罪者に対する超法規的な取り締まりなどの政治手法に国際的な批判が高まっており、PHPの重石になることが懸念される。また、10~12月期は米利上げ観測も加わりPHPは一時48台後半まで下落すると予想する。しかし、2017年はフィリピン経済の堅調な伸びを背景にPHPは緩やかに上昇するだろう。

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

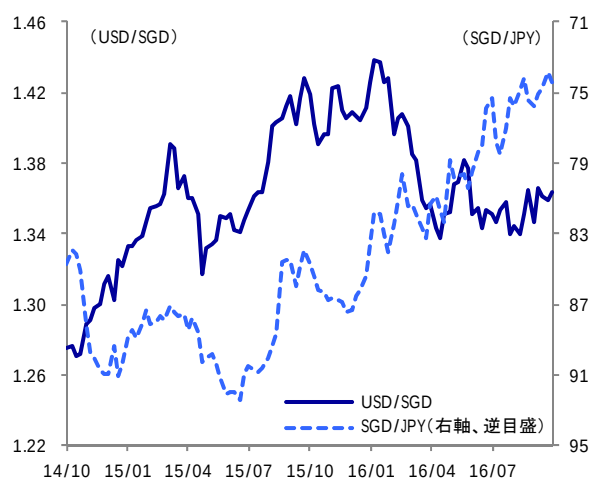


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): MAS は現状の金融政策を維持か

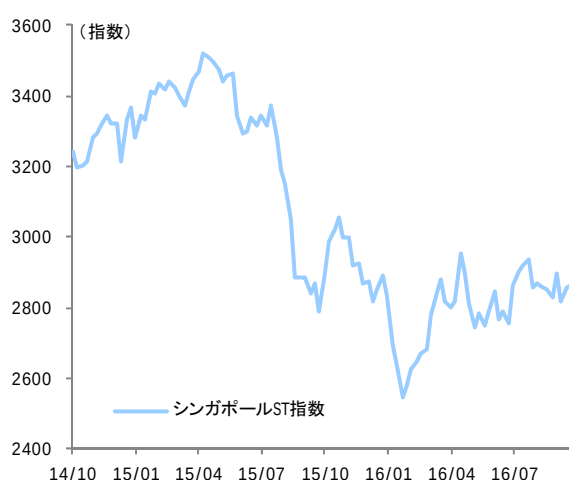
- 9月のSGDは1.34台前半から1.37近辺でのレンジ内推移となった。月上旬、冴えない米経済指標の結果を背景に米利上げ期待が後退し、1.36近辺から一時1.34台前半まで上昇。その後、相次ぐFRB高官のタカ派な発言を受け弱含み、1.37近辺まで売り込まれた。月末にかけても、戻りは鈍く、1.36台での推移が続いた。
- シンガポール経済は引き続き低迷しているものの、持ち直しの兆しも見られ始めている。7月小売売上高は前年比+2.8%となり、減速基調にあるが、6月(同+1.3%)からは改善した。また、8月石油除く地場輸出は同▲0.0%と3か月連続でマイナスの伸びとなるも、7月(同▲10.6%)からはマイナス幅が大きく縮小している。
- 14日までに半期に一度となるシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)の金融政策決定会合が開催される予定となっている。今回の会合では政策目標であるSGDの名目実効為替レート(NEER)を上下どちらにも誘導しない中立スタンスが維持され、中心値も変更されないと予想する。
- 一部では冴えない経済情勢を背景に、中心値をSGD安方向に切り下げるとの予想も聞かれるが、MASが切り下げを実行するのは大きな外部ショックがあった時のみである。2000年以降を見ると、ITバブル崩壊の影響が深刻化した2002年、重症急性呼吸器症候群(SARS)が拡大した2003年、リーマンショック直後の2009年において中心値の切り下げを実行した。
- 今回は、英国のEU離脱(Brexit)問題がそうした危機に発展する可能性もあったが、悪影響は拡大せず、シンガポール経済も底割れを免れている。斯かる状況下、MASが敢えて歴史的な決断をする可能性は低い。
- なお、SGDのNEERはBrexitが決定されて以降、バンド上限(SGD高方向)で推移していると推測される(MASは公式にNEERの値を公表していない)。背景には、金利差を求める債券投資フローがある模様だ。
- 年末にかけては米利上げ期待が高まり、債券投資フローの流出を背景にSGDは軟調に推移すると予想する。もっとも、FRBが年内利上げを見送り、債券投資フローが戻れば、アジア主要国の中でも高水準の経常黒字も相俟って、SGDは緩やかな上昇基調に戻るだろう。

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

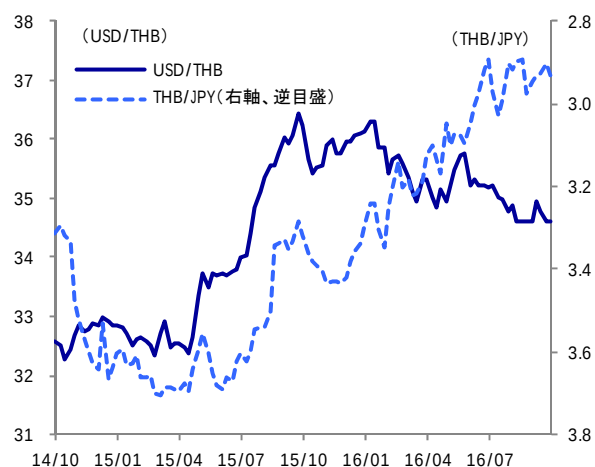


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):タイ経済は緩やかな回復が続く

- 9月のTHBは34.50 近辺から35 近辺での狭いレンジでの推移となった。月初は米利上げ期待の後退を背景に34.50 近辺で底堅い動きが続いた。その後、FRB 高官のタカ派な発言を受け34.90 台まで下落するも、FOMC 後は34.60 近辺まで買い戻された。
- 9月14日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀(BOT)は11 会合連続で政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では引き続きタイ経済は緩やかな回復基調にあるとする一方、世界経済の脆弱な回復や、海外の政治情勢などの下振れリスクに直面していると述べた。また、THB 高を警戒する文言や、緩和余地を残して置く必要があるとの文言は維持された。
- なお、BOT は4~6 月期 GDP について、財政刺激策などを背景に予想を上回る結果だったとした。その上で、2016 年の GDP 見通しを+3.1%から+3.2%に上昇修正している。なお、2016 年のインフレ率は+0.6%から+0.3%に、2017 年は+2.2%から+2.0%に下方修正した。
- 月次の指標でもタイ経済の緩やかな回復が確認できる。民間消費は政府の消費刺激策の効果が剥落した7 月も前年比+3.28%と堅調に推移している。また、8 月上旬に新憲法草案が国民投票で承認されたことに加え、干ばつ被害の緩和により農家を中心に所得が回復したことで、8 月消費者信頼感も73.2と7月(72.5)から2か月連続で改善した。
- インフレ動向を見ると、8 月 CPI は前年比+0.3%と食料品価格の上昇を主因に7 月(同+0.1%)から加速した。今後も原油価格の上昇を背景に CPI は加速する見込みだが、年内に BOT のインフレ目標(+1~4%)に到達はする可能性は低い。そのため BOT には十分な緩和余地があると言えるが、緩やかな景気回復が続いており、政策金利は今後も据え置かれるだろう。
- タイ政府は13 日の閣議で財務省が提案した付加価値税(VAT)の税率引き上げの1 年先送りを承認した。VAT は1992 年に税率10%で導入されたが、1999 年以降は時限措置として税率が7%に据え置かれていた。国税局長は「今回の先送りや個人所得税の改正に伴い減収が予測されるも、国内経済が回復傾向にあるため、来年度の税収目標は達成可能」との見解を示した。
- 10~12 月期の THB は米利上げ観測を背景に一時35 台まで軟化すると予想する。しかし、2017 年には世界経済の回復と安定した経常黒字を背景に THB は堅調に推移するだろう。

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 10 月 3 日

図表 18: タイ SET 指数

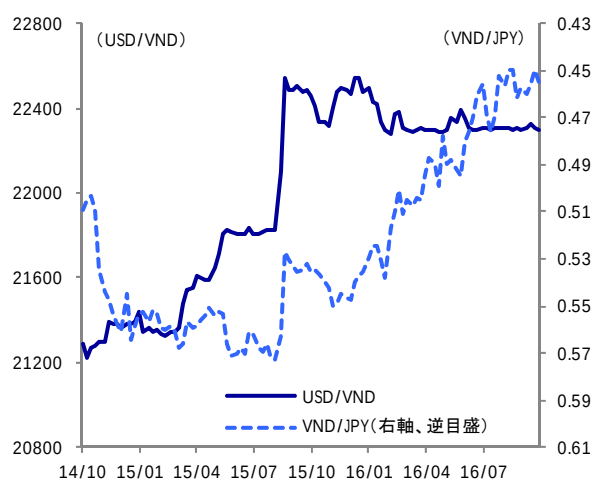


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：景気は回復、VND の需給も良好

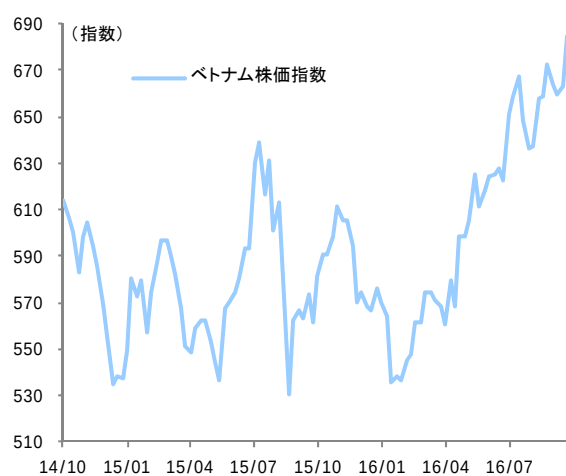
- 9月のVND相場は横ばい。公式レートは22270から22340内の狭いレンジでの推移となった。非公式レートは、FRB高官のタカ派発言を受けて一時弱含むも、月を通して23000付近を中心の値動きとなった。
- 9月29日に発表された1～9月期GDPは前年同期比+5.93%と1～6月期(同+5.52%)から加速した。内訳を見ると、干ばつにより落ち込みが続いていた農林漁業が同+0.66%と3四半期振りにプラス成長となり、製造業も同+11.2%と2四半期連続で加速したことが、成長回復に繋がった模様だ。
- 同日に発表された9月輸出が同+6.7%と2015年12月以来の高水準となり、9月鉱工業生産が前年比+7.6%と2か月連続で加速していることから、良好な外需が製造業をけん引していると考えられる。また、9月小売売上高も前年同期比+9.5%と2か月連続で加速した。上半期は天候要因によって下振れていたベトナム経済は、内需・外需ともに持ち直しつつあると言えよう。
- 24日に発表された9月CPIは前年比+3.34%と、8月(同+2.57%)から加速し、2014年10月以来の高水準となった。医療費の引き上げが一部の省市で実行されたほか、新学年が始まったことに伴い教育が同+10.30%と8月(同+4.18%)から大きく加速したことが影響した模様だ。教育費の高騰は一時的に止まる見込みだが、医療費の引き上げは今後も行われていく予定であるため、引き続きインフレ率は加速するリスクが大きい。
- ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)が発表した4～6月期の経常収支は+22.4億ドルと1～3月期(+26.3億ドル)から縮小したものの、5四半期連続で黒字を計上した。消費の伸び悩みなどを背景に輸入の伸びが押さえられたことで、貿易黒字が続いていることが影響した。
- また、金融収支も直接投資を中心に3四半期連続の黒字を計上した。月次で発表される直接投資の実行額は、1～9月期で+110.2億ドルと前年同期比+14.2%と堅調に伸びており、VNDの需給は引き続き良好と言えよう。
- もっとも、国際競争力の保持を重視するSBVがVND高を容認するとは考えがたい。そのため、米利上げ期待の後退に伴い、他のアジア通貨が対ドルで上昇しても、SBVはVNDをほぼ横這い推移させると予想する。

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

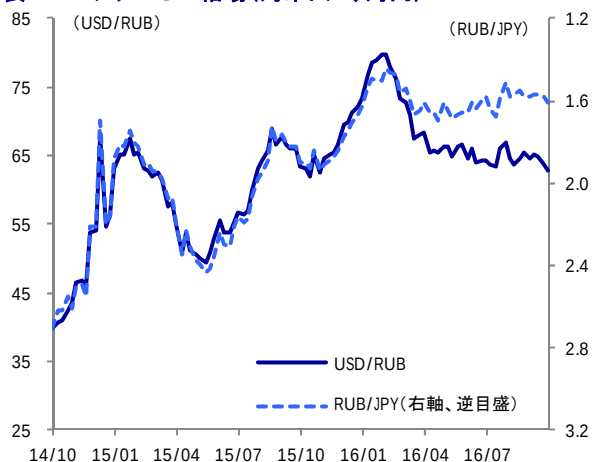


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：死角は政権の RUB 高けん制のみか

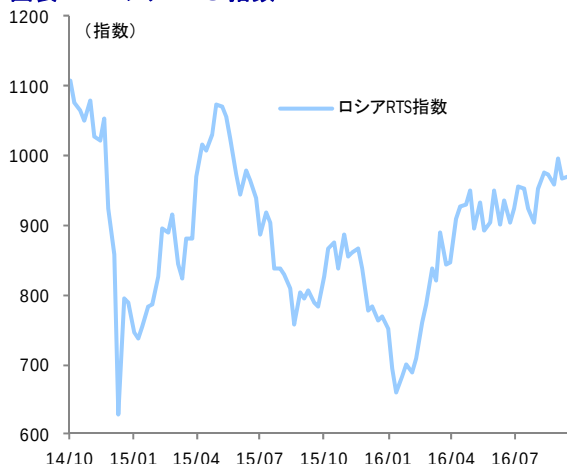
- ・ 9 月の RUB は、対 USD で細かい上下動を繰り返しながら、徐々に水準を切り上げた。局面局面の値動きは、明確に原油価格動向の影響を反映していたものの、原油価格との比較で、全般に RUB は堅調気味に推移した。
- ・ 原油動向は主要産油国非公式会合に向けた思惑が中心的な材料となった。
- ・ 例えば、4 日、プーチン大統領とサウジアラビアのムハンマド副皇太子が G20 のために訪れた杭州で会談、「原油価格安定で合意」との報が原油価格を押し上げたものの、翌 5 日にはサウジアラビアのファリハ燃料鉱物資源相が「現行水準で産油量と凍結必要はない」と述べ、原油急反落を招いた。
- ・ 注目された 27 日の非公式会合は具体的な進展をもたらさず、原油失望売りを招いたが、翌 28 日になって、一転、11 月の石油輸出国機構(OPEC)会合で産油量制限に合意するとの報が聞かれ、原油は急反発した。
- ・ 他にも、原油価格は在庫統計や受給予想などに神経質な上下動を見せた。
- ・ 米金融政策動向も引き続き RUB の値動きに少なからぬ影響を与えた。2 日発表された米 8 月雇用統計の低迷や、21 日の FOMC における利上げ見送りなどは特に対 USD で RUB が上昇するきっかけを与えた。
- ・ 16 日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会に向け、市場の過半は政策金利(1 週間物入札金利)の 50bp 引き下げを予想していたが、9 日、ナビウリナ総裁が「実質金利を高めに維持する」と述べ、利下げ期待を動揺させた。
- ・ CBR は予想通り利下げに踏み切ったものの、年内は金利を据え置き、来年以降の利下げにも慎重な姿勢を示した。CBR の物価押し下げに向けた強い決意は、その後 RUB が原油との比較で堅調に推移した一因となったようだ。
- ・ 18 日はロシア下院議員選の投票日だったが、与党統一ロシアが議席数を伸ばし、圧勝。穏当な選挙結果に RUB はほとんど反応を示さなかった。
- ・ 他の多くの新興市場通貨との比較で、恒常的な経常黒字を上げるロシアの通貨に、米金融政策の与える影響は小さい。CBR の金融政策は既に手の内を明かしてしまっているし、プーチン大統領・メドベージェフ首相体制が磐石な現状から政治的動揺が金融市場に影響する可能性も考え難い。
- ・ 少なくとも 11 月の OPEC 会合までは原油価格も安定推移し、連れて RUB も安定推移する可能性が高いだろう。ただし、今年 7 月のプーチン大統領発言のようような RUB 高けん制が、上値を限定する可能性は常に警戒される。

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

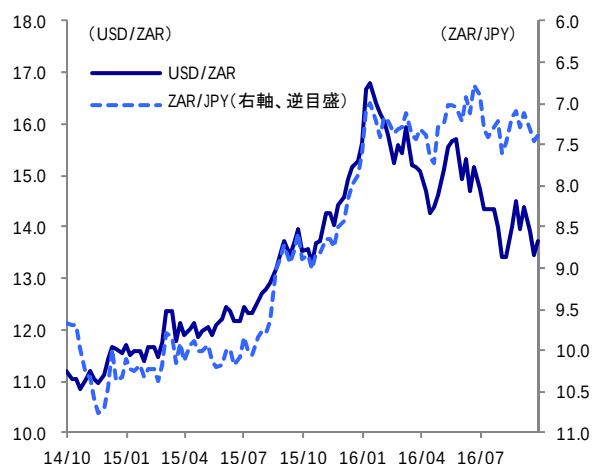
図表 22: ロシア RTS 指数



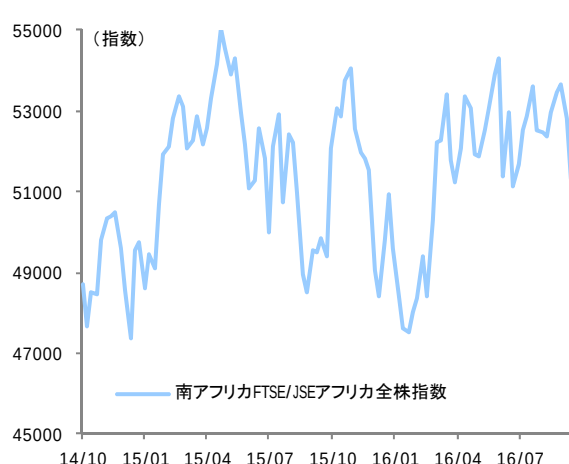
(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：悪材料を警戒しながら、当面は現状維持か

- ・ 9 月の ZAR は予想外に堅調推移を支配的とした。ただし、対 USD、対円とも 8 月の高値を上抜けるには至らなかった。
- ・ ZAR の方向感には、米金融政策動向が大きく影響した。米利上げ観測の後退は USD 安の裏返しとして ZAR を押し上げただけでなく、南アの経常赤字ファイナンスを容易にするとの読みで直接 ZAR 押し上げ要因と読まれた。
- ・ 例えば、2 日発表された米 8 月雇用統計への失望や、12 日のブレイナード FRB 理事の利上げに慎重な発言、21 日の FOMC 利上げ見送りなどは ZAR 上昇のきっかけを与えた。逆に 28 日の議会証言でイエレン FRB 議長が年内利上げの可能性を示唆したことは ZAR 反落を誘う要因となった。
- ・ 一方、南ア経済指標にも、ZAR は素直な反応を示した。6 日発表された南ア 4～6 月期 GDP の上振れは ZAR の続伸を促したものの、その後、8 日発表された南ア 7 月鉱業生産、同製造業生産が立て続けに市場予想を明確に下回ったことは、7～9 月期 GDP の失速を予見させ ZAR 反落を促した。
- ・ 南ア政治からは、引き続き様々な雑音が聞かれたものの、振り返って 9 月は、なんの好転もなかったが、一段の悪化も避けられたと評価できた。注目されたゴードン財務相の「汚職」摘発は、くすぶったまま進展を見せなかった。
- ・ 南ア準備銀行(SARB)は、22 日、予想通り政策金利を据え置いた。ただ、その声明からは従来の物価上昇に警戒感の強い姿勢の変化が読み取れ、物価見通しの明確な下方修正と併せて、追加利上げ観測の後退を招いた。
- ・ 目先の注目要因としては、10 月 26 日の中期予算政策声明(MTBPS)の内容(財政健全化に対する姿勢)や、年末までに相次いで予定される格付各社の南ア国債格付見直しの結果などが挙げられる。
- ・ 政局の混乱や財政政策に対する信頼の毀損などは南ア国債格下げの可能性に直結し、ZAR 売り圧力を強める結果になるだろう。
- ・ 産業界(金融、鉱業)からの圧力や、与党アフリカ民族会議(ANC)内からの批判など、ズマ大統領に対する政権内外からの包囲網は確実に狭まっているものの、未だ同大統領の辞任などは現実的に想定されていない。ズマ大統領周辺の「既得権益」への執着が南ア政治・経済の非効率の象徴とみなされる現状から、万が一の大統領失脚は中期的には ZAR 買い材料と読めるはずだが、少なくとも短期的には政局不透明感を招くことになるだろう。

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

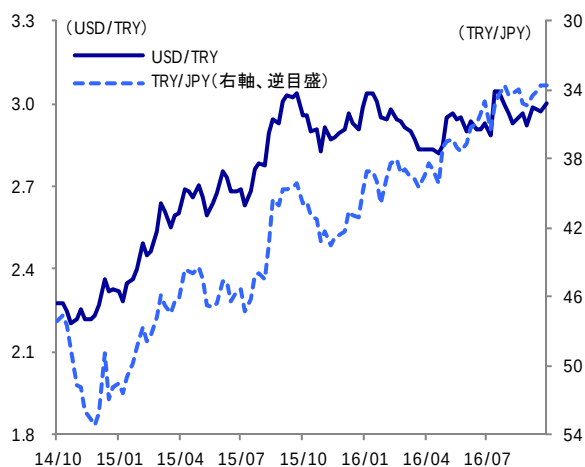
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：引き続き悪材料には事欠かない

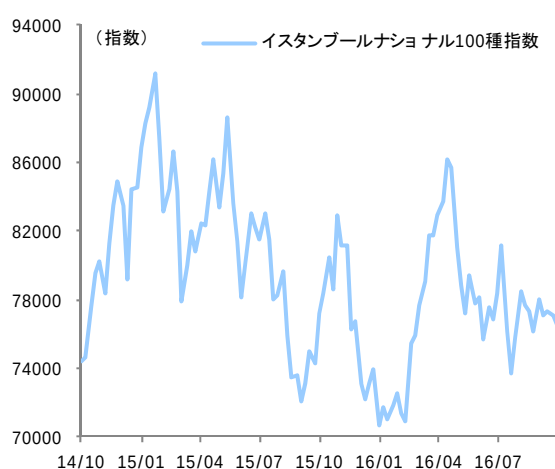
- ・ 9 月の TRY は、鈍い値動きながら、対 USD、対円とも着実に水準を切り下げた。トルコ固有の要因のほとんどが TRY には悪材料と読めた経緯からすると、TRY の値動きは予想外に安定的と受け止めることもできただろう。
- ・ 経常赤字ファイナンスを国外からの投資資金流入に依存するトルコの通貨にとって米金融政策動向は、直接 USD の強弱という経路だけでなく、投資資金の流動性(リスク許容量)への影響という意味でも少なからぬインパクトを持つ。この間も、米 8 月雇用統計の下振れ(2 日)や FOMC における利上げ見送り(21 日)が TRY 上昇を招いたり、イエレン FRB 議長の年内利上げの可能性を示唆する発言(29 日)が TRY 下落を誘ったりする値動きが観察された。
- ・ 5 日に発表されたトルコ 8 月 CPI が市場予想を明確に下振れた事実は、追加金融緩和にまい進するトルコ中銀(CBRT)には朗報と言えただろう。CBRT は 6 日の預金準備率再引き下げ、選択的預金準備機構(ROM)の係数引き下げなど流動性強化策に加え、22 日には上限金利(翌日物貸出金利)を引き下げ、「金融政策の簡素化」「政策金利の一本化」の大義名分の下、上限金利引き下げはこれで 7 か月連続計 250bp となった。
- ・ CBRT が市場に供給する資金の加重平均金利は足元 7.8%を割り込む水準まで低下しており、7 月以降、実質金利はマイナスが定着している。にもかかわらず、この間発表された 7 月鉱工業生産(8 日)、4~6 月期 GDP(9 日)、6 月失業率(19 日)などのトルコ経済指標が軒並み市場予想よりも下振れてしまったのは、CBRT にとってはもどかしい現実と言えよう。
- ・ 23 日には、一部格付会社がトルコ長期国債(自国通貨建・外貨建)を格下げ。このタイミングでの格下げは「驚き」というわけではなかったものの、これで大手 3 社のうち 2 社が同国債を投機的等級に格付けすることになったわりに、TRY への打撃は驚くほど限定的に見えた。
- ・ 引き続きトルコ経済の先行きに明るい材料は見当たらない。一方でギュレン運動排斥の動きが CBRT にまで広がった事実(7 日に検察当局が起訴)や、今後燃料価格のベース効果が CPI 総合指数を同コア指数(8 月は前年比 +8.41%)よりも上に押し上げていく可能性などは懸念材料。他にも、米利上げによる経常赤字ファイナンスの困窮、近隣にクルド人勢力や「イスラム国」を抱える地政学的リスクなど、悪材料には事欠かない。

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 1～9月(実績)	SPOT	2016年 12月	2017年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.7047	6.6718	6.70	6.69	6.67	6.65	6.63
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7557	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.789	66.611	68.8	66.8	65.0	64.0	63.0
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13042	13200	12800	12500	12650	12600
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1101.13	1120	1110	1100	1090	1080
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ~ 4.4415	4.1385	4.10	3.90	3.85	3.88	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 48.515	48.467	47.5	46.9	46.2	45.9	45.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.3636	1.36	1.35	1.33	1.32	1.31
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.355	31.90	31.70	31.40	31.10	30.90
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	34.59	35.0	34.4	34.0	33.7	33.7
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22535	22296	22380	22200	22150	22250	22230
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	62.6107 ~ 85.9573	62.9213	64.50	63.00	63.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.2008 ~ 17.9169	13.7353	15.50	16.50	17.00	17.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.0973	3.0014	3.20	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	3.2624	3.35	3.41	3.44	3.47	3.50
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 19.9333	19.3833	19.50	18.90	18.50	18.10	17.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	15.177	14.63	14.50	14.39	14.29	14.18
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	13.072	12.63	12.50	12.37	12.24	12.11
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.523	1.42	1.45	1.48	1.48	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.777	0.742	0.758	0.768	0.751	0.746
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.200	8.75	8.74	8.73	8.72	8.70
マレーシアリンギ	(MYR)	24.173 ~ 29.357	24.419	23.90	24.87	24.94	24.48	24.42
フィリピンペソ	(PHP)	2.072 ~ 2.570	2.085	2.06	2.07	2.08	2.07	2.07
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	74.35	72.06	71.85	72.18	71.97	71.76
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.233	3.07	3.06	3.06	3.05	3.04
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	2.936	2.80	2.82	2.82	2.82	2.79
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.4547	0.44	0.44	0.43	0.43	0.42
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.718	1.609	1.52	1.54	1.52	1.58	1.57
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 7.805	7.381	6.32	5.88	5.65	5.59	5.70
トルコリラ	(TRY)	32.990 ~ 41.265	33.779	30.63	29.39	28.24	27.14	26.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 32.973	31.076	29.25	28.45	27.91	27.38	26.86
メキシコペソ	(MXN)	5.024 ~ 7.018	5.230	5.03	5.13	5.19	5.25	5.31

(注)1. 実績の欄は9月30日まで。SPOTは10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	7.2	7.5	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	4.35	4.35	4.35	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	6.25
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.00	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00
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	6.00	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。