

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：緩やかな上昇を予想.....	2
中国人民元(CNY)：米中通商交渉の本格化は来年になる見込み	3
インドルピー (INR)：雨季の降雨量に注目	4
インドネシアルピア(IDR)：格上げにより投資拡大が	5
韓国ウォン(KRW)：新大統領が誕生	6
マレーシアリンギ(MYR)：1～3 月期 GDP は加速	7
フィリピンペソ(PHP)：1～3 月期 GDP は減速	8
シンガポールドル(SGD)：経済成長の勢いは鈍化か	9
タイバーツ(THB)：緩やかな成長は続く	10
ベトナムドン(VND)：貿易赤字は縮小する見込み	11
ロシアルーブル(RUB)：原油も RUB も当面は様子見が支配的	12
南アフリカランド(ZAR)：政局に注目した神経質な上下動を予想	13
トルコリラ(TRY)：国民投票に期待した TRY 堅調の反転は近い	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

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@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

マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@mizuho-cb.com

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@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

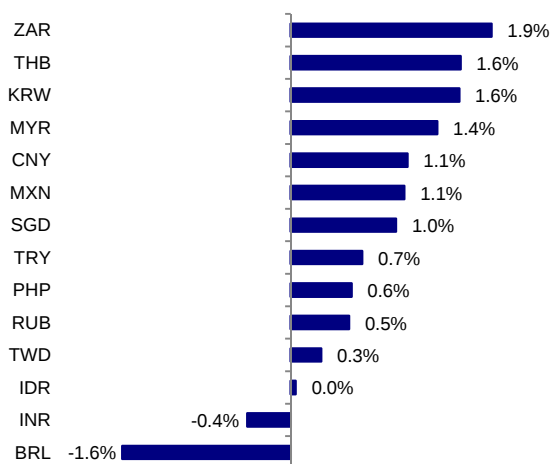
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：緩やかな上昇を予想

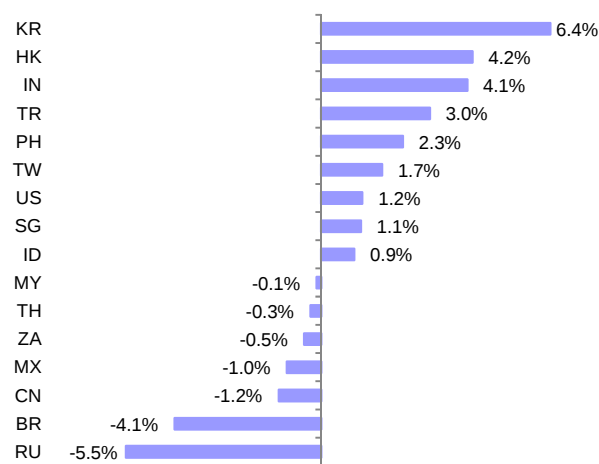
- 5月の新興国通貨は上下に激しい値動きとなった。月前半は、社債の大規模な発行を受けて米金利が上昇すると、多くの新興国通貨は値を下げた。その後は、米経済指標の軟化を受けてドル売り優勢地合いになると、新興国通貨は大きく上昇。しかしながら、トランプ米大統領がロシアに対して機密情報を漏洩したとの疑惑からリスクオフの動きが強まり下落。下旬にかけては再び米金利低下を受けて、新興国通貨は底堅さを取り戻す展開となった。
- 新興国経済は輸出の力強い伸びに支えられてきた。しかしながら、中国向け輸出の減速を背景に台湾やタイなど一部の国では上昇ペースが鈍化した。中国では政府が経済の安定を重視する姿勢を打ち出しており、引き締めの金融政策やインフラ投資の増加ペースの抑制などを受け、景気の軟化と輸入の伸び悩みが続く公算が大きくなっている。
- かかる状況下、新興国経済の加速ペースも鈍化するだろう。実際、新興国 4 月 PMI 総合は 52.0 と景況判断の分かれ目である 50 を上回るも、3 か月ぶりに低下した。こうした経済情勢を受けて、6 月の新興国通貨は底堅さを保つも、1~5 月と比べて上昇ペースは緩やかになると見込む。
- 6 月 13~14 日にかけて FOMC が開催される。大部分の市場参加者は利上げを確実視しており、焦点はバランスシート(B/S)縮小に対するコメントとなる。24 日に発表された FOMC 議事要旨(5 月 2~3 日開催分)は B/S 縮小について前向きな記述が見られた。しかし、足許は FRB 高官から経済活動に対して慎重な意見も相次いでいるため、今回の会合では B/S 縮小について正式な発表はなく、新興国通貨に与える影響も限定的になると見込む。
- 24 日、ロス米商務長官は安全保障を理由とした鉄鋼およびアルミニウムの輸入制限措置について、6 月末までに検討結果を報告すると述べた。仮に制限が適当との判断が出れば、カナダ、ブラジル、韓国など米国に対してこれらの財を多く輸出している国の通貨は下押し圧力に晒される可能性がある。
- 25 日、石油輸出国機構(OPEC)総会では、昨年合意した OPEC 加盟国と一部非加盟国による減産を 9 か月(2018 年 3 月末まで)延長することを決定した。もっとも、米国などの生産量が減少しない以上、原油の需給見通しが大きく改善したとは言えず、原油価格の上昇余地は限られ、資源国通貨も上値重く推移するだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017 年 5 月)



(資料) ブルームバーク

図表 2: 新興国株式騰落率(2017 年 5 月)

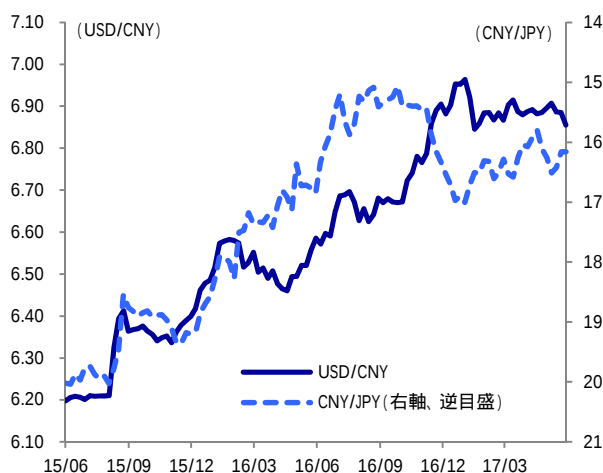


(資料) ブルームバーク

中国人民元(CNY)：米中通商交渉の本格化は来年になる見込み

- 5月のCNYは月末にかけて上昇。6.89 台半ばでオープン後、米金利上昇に伴いドル買いの動きが強まるに連れ、6.90 台半ばまで下落した。その後は、トランプ政権に対する政策期待の後退などを背景にドル売り優勢の展開になると、6.88 近辺まで値を戻した。月末にはオフショア人民元(CNH)市場における短期金利の上昇などを背景に CNH が対ドルで 6.83 台から 6.74 台まで急騰する動きに連れ、CNY は 6.81 台まで買い進まれた。
- 5月11日、ロス米商務長官は貿易不均衡を是正すべく米中首脳会談で策定が決定された「100 日計画」について、具体案が合意に達したと述べた。同案では、中国が牛肉など一部農産品や金融サービスの市場開放を進めるとしている。ロス商務長官は「次の段階は 1 年計画」と述べ、中国に対して更なる市場開放を求めるものの、結論は翌年になることを示唆した。
- 年内の米中通商交渉は決着の様相を呈しており、トランプ政権の動向が中国経済や CNY の先行きに与える影響は小さくなったと考える。
- 15日に発表された4月の主要経済指標では消費・生産・固定資産投資いずれも減速した。小売売上高は前年比+10.7%と3月(同+10.9%)から伸び率が鈍化した。自動車取得税の引き上げを受けて自動車販売台数は同▲1.8%と2016年2月以来の前年比マイナスとなったことが影響した模様だ。
- また、鉱工業生産も前年比+6.5%と、非鉄金属や自動車産業における生産鈍化を受けて3月(同+7.6%)から伸び幅が縮小した。このほか、1~4月期の固定資産投資は前年同期比+8.9%と1~3月期(同+9.2%)から減速した。引き続き2017年目標(+9.0%)近辺で推移するも、固定資産投資の伸びをけん引してきたインフラ部門の伸びが鈍化しているのは気がかりである。
- 中国政府は経済に底堅さが戻ったことを受けて、昨年末から景気の下支えよりも経済の安定性を高めることに重点を置いている。同方針に基づく金融引き締め策などを背景に、今後も景気の軟化が続く可能性が高い。
- なお、24日に大手格付け会社が政府債務の増加を理由に中国のソブリン格付けを引き下げても、中国政府の構造改革を評価し、見通しを弱含み(ネガティブ)から安定的に変更したことで CNY への影響は限定的だった。
- 中国経済指標の伸びは鈍化する公算が大きいものの、米中通商交渉の妥結により CNY の先行き不透明感は大きく後退した。かかる状況下、当面の CNY はレンジ内で安定推移を予想する。(佐々木貴彦)

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

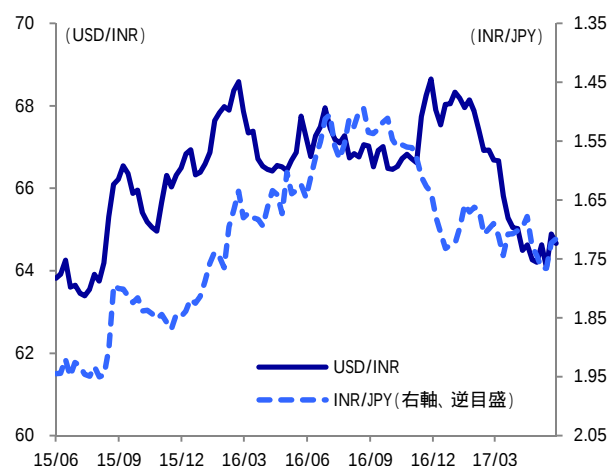


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR)：雨季の降雨量に注目

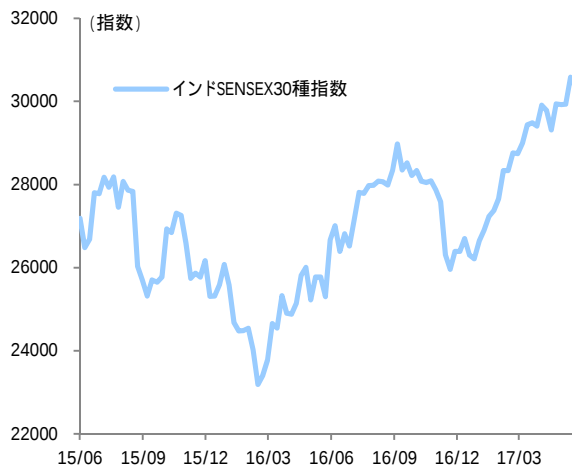
- 5月のINR相場は上昇した。月初は石油関連企業のドル買いが入ったほか、月半ば以降はトランプ米大統領の機密情報漏えい疑惑を受けてリスク回避姿勢が強まったことから一時65台までINRは売られた。月末には米FOMC議事要旨を受けたドル売りにやや上昇したものの、64台後半で上値重く推移した。
- 5月31日に発表されたインド2017年1～3月期実質GDP成長率は前年比+6.1%と、2016年10～12月期の同+7.0%から減速した。個人消費は同+7.3%と10～12月期の同+11.1%から伸びが鈍化したほか、2四半期連続で減速していた総固定資本形成は同+1.7%から同▲2.1%へと減少に転じた。
- インドでは5月に卸売物価指数と鉱工業生産指数の基準年を変更した。それに伴い、今回のGDP統計も合わせて改定されており、前年同期の水準が上方改定されたことも1～3月期の減速の一因である。
- 4月製造業PMIは52.5と3月から横ばいとなり、4月非製造業PMIは50.2と3月の51.5から低下したものの、景気拡大/縮小の節目となる50を上回った。また、4月自動車販売は前年比+17.4%と3月の同+8.2%から大幅に加速し、2015年10月以来の高い伸びとなった。
- 4月の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.0%と、3月の同+3.9%(同+3.8%から上方修正)から大幅に減速した。食料品・飲料が大幅に減速したことが主因であり、食料品インフレの鈍化だけでCPIは0.6%ポイント押し下げられている。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)も同+4.4%と、3月の同+5.1%から減速し、2015年2月以来の低い伸びとなった。もっとも、コアCPIは2015年以降、概ね+4.5～5.0%での推移が続いており、そのレンジ内から大きく逸脱した動きとは言い切れず、基調的なインフレの減速基調が継続するかは不確かである。
- 6月の米FOMCを控えて、ポジション調整の動きなどからINRの上値は重くなりそうだ。また、RBIがスモーキング介入を実施しているとみられることもINRの上昇を押さえるだろう。インド気象庁(IMD)は5月30日に南部のケララ州がモンスーン入りしたを発表した。今年の雨量が例年よりも高水準になるとの見通しが強まってくれば、インドのインフレ鈍化と景気加速への期待からINRへの資金流入が増加する可能性がある。(多田出健太)

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

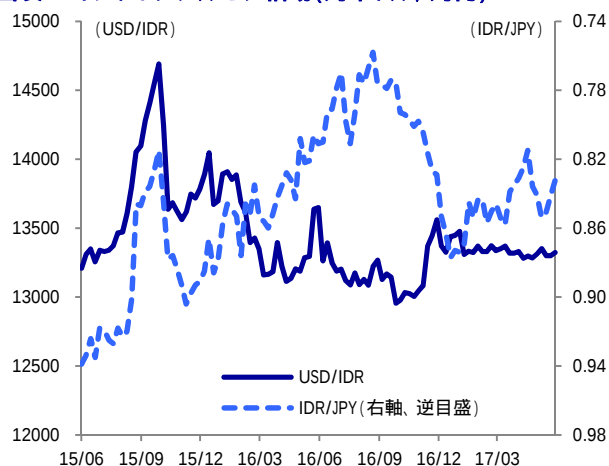


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：格上げにより投資拡大か

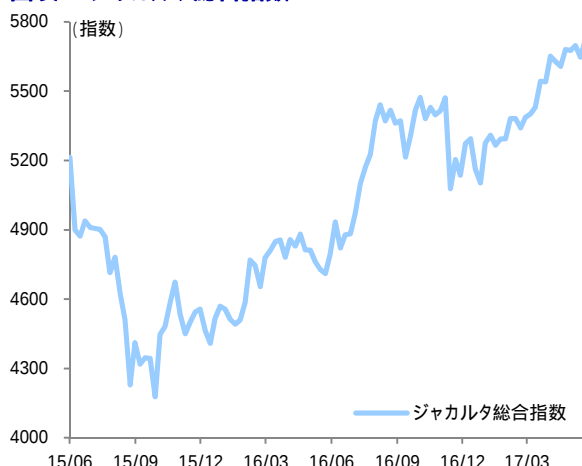
- 5月のIDRは13290～13420のレンジでの取引となった。月半ばにジャカルタ州知事のバスキ氏に重い刑が科せられたことを背景に一時13420台まで下落するも、19日に格付けの引き上げを受け13290台まで上昇した。
- 5月5日に発表されたインドネシア1～3月期実質GDPは前年比+5.0%と、2016年10～12月期(同+4.9%)から加速した。内訳を見ると、世界的な景気の回復や商品価格の上昇を背景に輸出が加速し、純輸出の前年比寄与度は10～12月期から拡大した。また、政府最終消費支出がプラスに転じたことも、成長率を押し上げた。
- なお、家計最終消費支出や総固定資本形成は高い伸び率を維持した。先行きについては、世界的な景気の持ち直しを背景に輸出の緩やかな回復が続くと見込まれるほか、投資関連指標にも持ち直しの兆しが見られている。政府のインフラ投資計画も実行に移されることで、緩やかな成長が続くだろう。
- インドネシア中央銀行(BI)は18日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を据え置いた。声明文では米国の金融政策の方向性、朝鮮半島を巡る地政学リスクなどの海外リスクに注視するとした。また、国内においては、引き続き管理価格の引き上げや6月上旬からの断食月(ラマダン)、ラマダン明けの大祭(レバラン)によるインフレ圧力の上昇リスクを指摘し、インフレの抑制に注力を注ぐとした。米国の利上げが見込まれ、インフレ加速の懸念もあるため、BIは当面政策金利を据え置くだろう。
- 19日に大手格付け会社はインドネシアのソブリン格付けを投機的等級のBBプラスから投資適格級では最低となるBBBマイナスに引き上げた。同国が効率的な財政支出・歳入政策に取り組んでいると評価し、財務リスクが低下したとした。今回のポジティブな評価により今後海外からの投資の拡大が見込まれる。
- 4月に行われたジャカルタ特別州知事選挙の決選投票の最終開票結果が発表され、アニエス候補が57.96%、現職のバスキ候補は42.04%となった。バスキ氏はイスラム教を侮蔑した宗教冒涜罪で禁錮2年の実刑判決を受けることになり、10月に知事を退任する。この判決は衝撃を持って受け止められ、国内に宗教的不寛容が広がっているとの懸念を引き起こしている。
- 6月の米利上げを背景に一時上値の重い展開となるも、海外からの投資拡大が期待されIDRは緩やかに上昇していくだろう。(大島由喜)

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



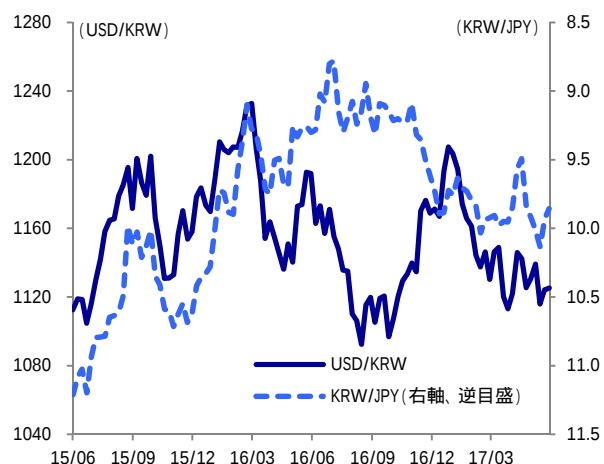
(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：新大統領が誕生

- 5月のKRWは月後半に上昇した。月初は9日に大統領選の投票を控えて、1126～1142のレンジ内で推移。9日の投票では予想通り文在寅氏が当選すると、政治的不透明感の後退から1110台半ばまで上昇した。その後は売り戻されるも、月末にかけては1120近辺で推移した。
- 大統領選では、最大野党である「共に民主党」の文在寅氏が当選した。文氏は雇用創出のために積極的な財政政策を主張しており、現在は補正予算案の策定を行っている。規模は10.2兆ウォン(対GDP比+0.6%)で、予算案の提出は6月7日(水)になる見込みだ。
- 韓国では外需の改善が続いているほか、消費者マインドの急速な回復を受けて消費の持ち直しが期待されている。かかる状況下、政府支出も拡大すれば、韓国経済は底堅さを増すだろう。
- 既に株式市場では年初から韓国経済の加速に対する期待感が広がっており、4日には総合株価指数(KOSPI)が史上最高値を更新し、その後も続伸している。外国人投資家による韓国株式の買い越し額も増加しており、2017年1～4月期は+57億ドルと昨年の同時期(+26億ドル)の倍以上の金額となった。5月も+19億ドル(29日時点)と買い越されており、こうした資本流入が年初からのKRW高要因となっている模様だ。
- 但し、補正予算以外の政策において、新政権が市場の失望を招くリスクがある。文氏が所属する「共に民主党」は最大政党ではあるものの、国会における議席数は過半数(151議席)に満たない。補正予算は他の政党も必要性を主張していたため、合意を得るのは容易と思われる。しかしながら、その他の政策では各党で意見の隔たりがあり、政策の実現は困難が伴うだろう。
- 北朝鮮は「条件があれば対話する」と交渉開始に向けて前向きな姿勢を示す一方、核放棄には強く反対しており、周辺国との議論は平行線をたどっている。北朝鮮は日本海に向けて弾道ミサイルを度々発射するなど威嚇行為を継続しており、北朝鮮情勢が再び緊迫化する可能性がある。
- 北朝鮮情勢が緊張するリスクはあるものの、経済が底堅さを増す中、海外からの資本流入を背景にKRWは堅調な値動きとなるだろう。

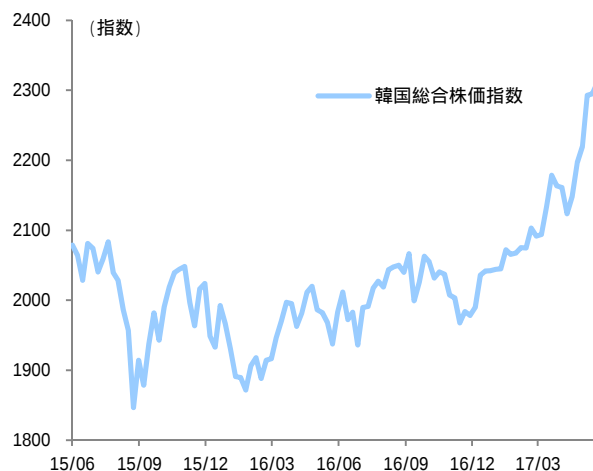
(佐々木貴彦)

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

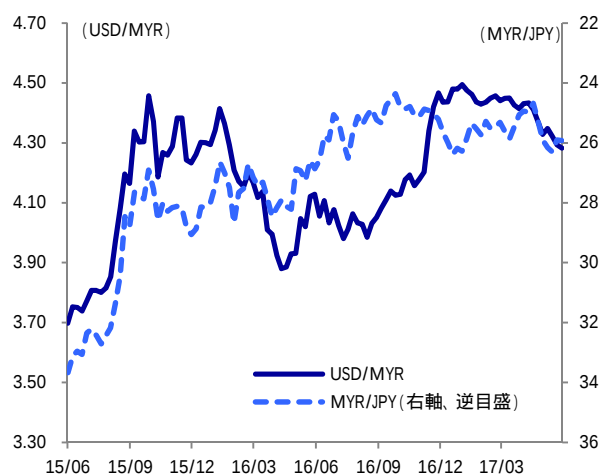


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：1～3 月期 GDP は加速

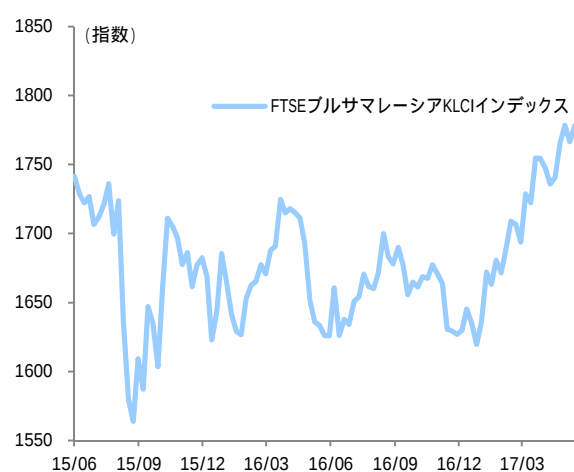
- 5 月の MYR は月後半に上昇。月前半は 6 月の米利上げ期待が強まり一時 4.34 台まで下落した。しかし、原油価格の上昇と 1～3 月期 GDP が加速したことを背景に 4.26 台まで上昇した。月末は 4.28 近辺で推移した。
- 5 月 19 日に発表されたマレーシア 1～3 月期実質 GDP は前年比+5.6%と 2016 年 10～12 月期（同+3.5%）から大幅に加速し、2015 年 1～3 月期以来の高い成長率となった。内訳を見ると、雇用・所得環境が安定したことを背景に家計最終消費支出は加速した。また、総固定資本形成、政府最終消費支出も加速し内需が好調であることを示した。
- 先行きについては、引き続き雇用・所得環境の安定から家計最終消費支出の堅調な伸びが続き、マレーシア経済は緩やかな回復が続くだろう。なお、マレーシア中央銀行（BNM）のムハンマド総裁は記者会見で「成長が維持されると予想している」と述べ、内需と輸出が順調に伸びれば、目標を超える成長も十分に達成できると指摘した。
- BNM は 12 日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を据え置いた。声明文では、新興国経済は、国内経済活動の維持と強い外需に支えられ堅調だと述べた。一方、リスクとして保護貿易主義の台頭や地政学的動向、商品価格の変動を挙げ、金融市場にも悪影響を与える可能性があると指摘した。インフレについては年後半に落ち着くとしており、BNM は当面政策金利を据え置くだろう。
- マレーシアとシンガポールを結ぶ高速鉄道のマレーシア側の発着駅周辺開発事業が振り出しに戻った。マレーシアの開発業者は 3 日、マレーシアと中国の合弁会社と結んでいた同事業の権益 60%の売却合意を代金の支払い不履行を理由に破棄したと発表した。負債返済を急ぐ政府系投資会社（1MDB）にとって同事業売却益の速やかな確保は重要だったが合意破棄によって 1MDB の負債返済が滞るなど、1MDB 問題の再燃が懸念される。
- 6 月の米利上げを背景に MYR は一時下押しされる可能性はあるが、マレーシア経済は緩やかに回復しており、規制緩和により海外投資家による投資も再開しているため MYR は底堅く推移するだろう。（大島由喜）

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

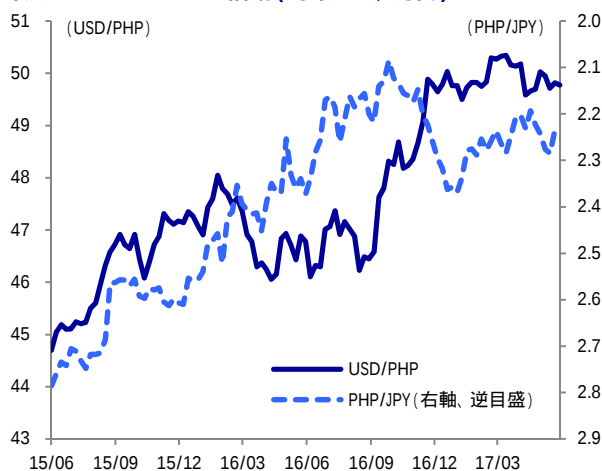


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：1～3 月期 GDP は減速

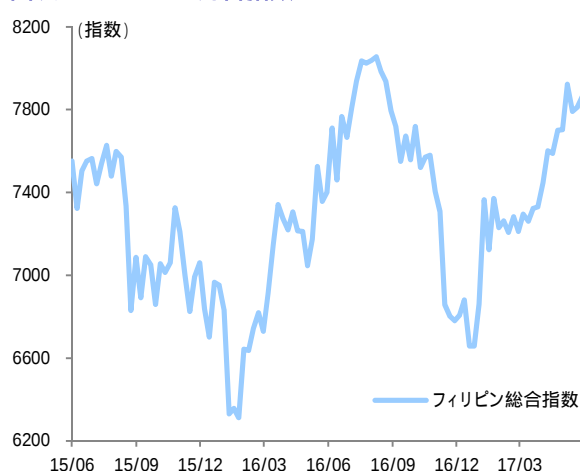
- 5 月の PHP は狭いレンジでの推移となった。月中旬は一時 49.50 台まで上昇したが、その後値を戻し、49.80 台で越月した。
- フィリピンの 2017 年 1～3 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.4%と 2016 年 10～12 月期の同+6.6%から小幅に減速し、市場予想を下回った。成長率は 2015 年 7～9 月期以来の低い伸びにとどまった。内需の減速が続いていることが成長鈍化の背景であり、成長を下支えしたのは堅調な輸出だった。
- 1～3 月期は冴えない結果となったが、先行きの景気は底堅く推移するとみられる。ドゥテルテ政権がインフラ整備を加速しようとしており、これに伴い民間投資や消費も拡大することが期待される。また、世界的な IT サイクルの改善を背景に輸出の高い伸びが続くとみられ、フィリピン経済は底堅い成長が続くだろう。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 11 日に開催した金融政策決定会合で政策金利の据え置きを決めた。声明文では厳しい外部環境にも拘わらず個人消費や民間投資は底堅さを維持し、政府支出も拡大が見込まれるため国内経済は堅調推移するとした。インフレについては、一時的に上振れするリスク指摘したが、インフレ予測値は据え置き物価の安定に自信を見せた。
- BSP のテタンコ総裁の後任が 8 日に発表され、エスペニラ副総裁が昇格することとなった。テタンコ総裁は「中銀当局者を選ぶことで政策と思考プロセスの連続性が保たれることになる」と指摘した。テタンコ総裁は 7 月に 2 期 12 年の任期が満了となり、後任人事が懸念されていたが、エスペニラ氏に決定したことで BSP の政策スタンスは継続されると安堵感が広がった。
- 23 日、フィリピン政府はミンダナオ島に 60 日間の戒厳令を出した。イスラム過激派集団「マウテ」が同市内の病院や市役所、拘置所などを占拠したこともあり、イスラム過激派の排除へ踏み込んだ。戒厳令下においては、令状なしで国軍による身柄の拘束が可能となり、ドゥテルテ大統領の強権的な治安対策に拍車がかかる可能性が懸念される。
- FRB が 6 月利上げに踏み切れれば PHP は一時軟化するも、ドゥテルテ政権の経済政策(ドゥテルテノミクス)への期待の高まりから緩やかに上昇するだろう。(大島由喜)

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

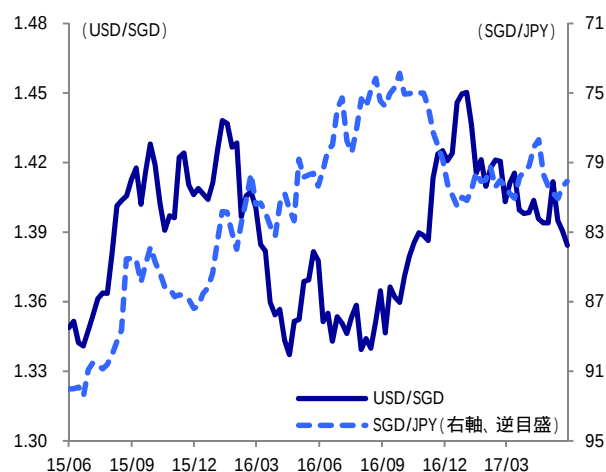


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD)：経済成長の勢いは鈍化か

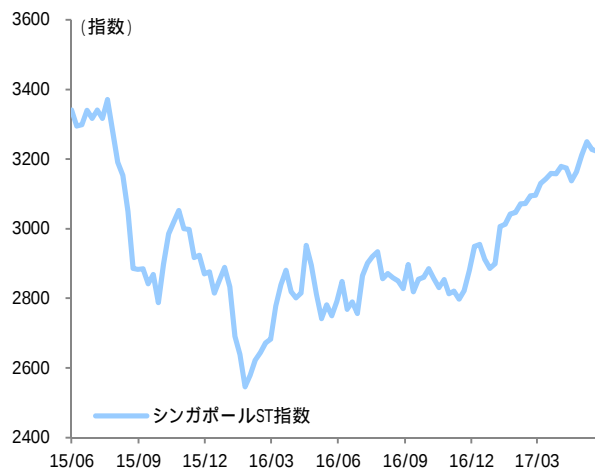
- 5月のSGDは中旬から上昇する展開。1.3970でオープン後、月前半はドル買いが優勢となる中1.41台前半まで売り込まれた。その後は、ドイツ地方選挙におけるメルケル陣営の勝利や、トランプ大統領に対する情報漏えいの疑惑が強まったことを受け、ドル売りの流れが強まると1.38台半ばまで上昇した。月末にかけては1.38台で底堅い推移となった。
- 5月17日に発表された4月石油を除く地場輸出は前年比▲0.7%と3月(同+16.5%)から急減速し、2016年12月以来の低水準となった。もっとも、振れ幅が大きい医薬品(3月:同+17.7%→同▲39.9%)や石油化学製品(3月:同+39.1%→同+6.6%)の下振れが主因である。これらの品目を除いた輸出は増加基調を維持しているため、5月は持ち直すと考えられる。
- 1～3月期の輸出は2012年以来となる高水準の伸びを記録したものの、今後は伸び幅が小さくなるだろう。主要な輸出先である中国では、景気過熱への懸念からインフラ投資の伸びが抑制されている模様であり、中国向けの輸出が伸び悩む公算が大きくなっているためだ。実際、中国の4月輸入は前年比+11.9%と3月(同+20.4%)から大きく減速した。
- 25日に発表された1～3月期GDP(確報値)は前年比+2.7%と速報値(同+2.5%)から上方修正された。外需の急速な回復を受けて、2016年10～12月期から加速してきたシンガポール経済だが、今後は中国向け輸出の伸び悩みなどを背景に成長ペースは鈍化する見込みだ。
- シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)が注視するコアCPI(宿泊費・運送費を除くCPI)は4月に前年比+1.7%と目標(同+1.0～2.0%)に引き続き収まった。また、金融政策の政策対象であるSGDの名目実効為替レート(NEER)はバンドの中央値付近で推移している。
- SGDのNEERが安定推移する中、インフレ圧力も高まらず、GDPも目標(同+1.0～3.0%)を超える兆しが見られないため、次回の会合(10月予定)では現状の金融政策が維持される可能性が高い。
- MASの金融政策について変更がない以上、SGDは国内要因よりも国外要因、特に米国要因を主因に動くだろう。今後は米経済指標の軟化やトランプ政権に対する失望感からドル売り優勢の展開が続くことから、SGDは緩やかな上昇を予想する。(佐々木貴彦)

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

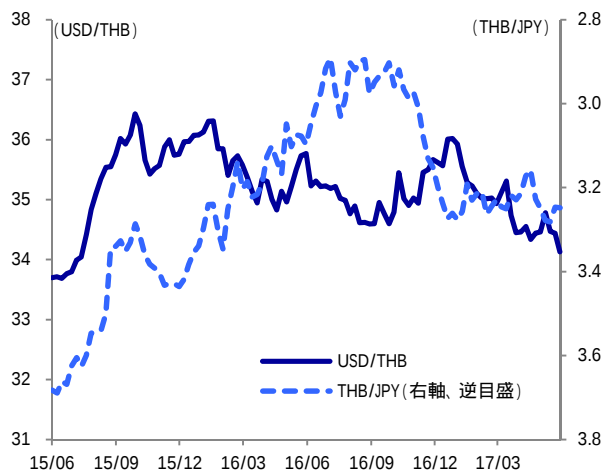


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：緩やかな成長は続く

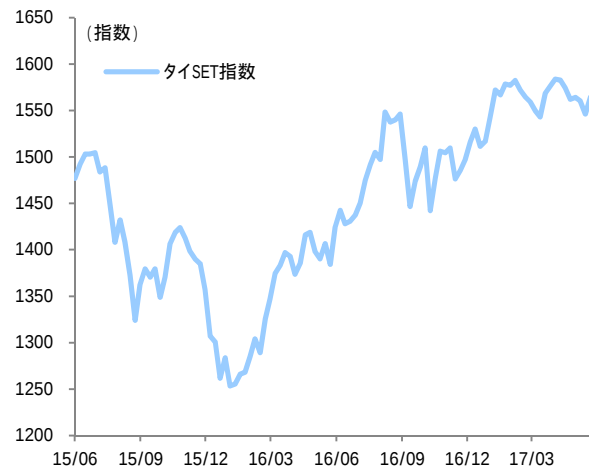
- 5月のTHBは上昇した。月上旬に一時34.80台まで軟化したのが、月半ばにトランプ政権への不透明感が高まり、34.20台まで上昇。24日のタイ中央銀行(BOT)金融政策決定会合の声明文を受け34を割れる水準まで強含んだ。
- 5月15日に発表されたタイ1～3月期実質GDPは前年比+3.3%と2016年10～12月期(同+3.0%)から加速した。内訳をみると、外国人旅行者の回復や世界経済の持ち直しを受け輸出が加速した。また、昨年10月にプミポン前国王の崩御に伴う自粛が緩和したことを背景に家計最終消費支出が改善したことが成長率を押し上げた。
- 一方、政府最終消費支出は減速した。先行きについては、世界経済の回復が輸出を下支えすると見られるほか、計画されているインフラ投資が執行されることも成長率を押し上げ、タイ経済は緩やかな成長が続くだろう。
- BOTは24日に開催した金融政策決定会合で政策金利を1.50%に据え置いた。声明文では世界的な先行き不透明感にもかかわらず、タイの成長見通しは一段と改善しているが、米国の経済・通商政策、中国の構造改革、地政学リスクなどの下振れリスクにさらされているとした。
- 為替相場については前回会合(3月29日)の声明文に記載されたTHB高を懸念する文言は削除され、THBはアジア地域の通貨に沿った動きをしていると指摘した。しかし、29日にウィラタイBOT総裁は、その声明文でBOTはTHB高を懸念していないと解釈されたことに対し、それは誤りであると指摘。「我々は依然、THB高や短期資金の流入を懸念している」と述べた。
- 4月CPIは前年比+0.4%と3月(同+0.8%)から減速し、インフレ目標(+1～4%)を下回っているが、BOTは年後半にインフレは加速する見込みだとしている。また、1～3月期GDPが10～12月期から加速するなど、経済が緩やかに回復していることを背景にBOTは当面政策金利を据え置くだろう。
- 22日に首都バンコクの軍病院で爆破事件があり、負傷者もでた。22日は2014年のクーデターで軍事政権が発足して3年の節目であり、軍に反対する人物の可能性もあるとされている。2018年に総選挙を控えているが、このような事件が起きることにより再び政治的対立が深まることも懸念される。また、回復していた観光業も下押しされる可能性もあるだろう。
- 6月の米利上げを受け一時THBは軟化するだろうが、タイ経済の緩やかに回復と、安定した経常黒字を背景に堅調に推移するだろう。(大島由喜)

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



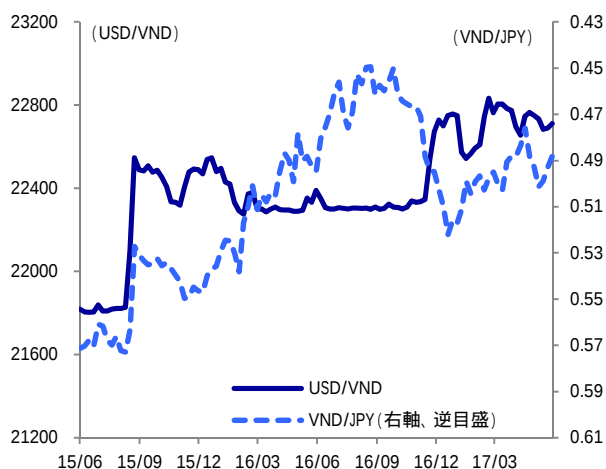
(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：貿易赤字は縮小する見込み

- 5月のVND相場はレンジ内での値動きとなった。22700台半ばでオープンしたVNDは上値が重く推移したが、中旬は米金利低下を背景にドル売り優勢地合いとなり、22600台後半まで値を上げた。月末にかけては売り戻され22700台前半での値動きとなった。非公式レートは上旬こそ22700台後半で推移するも、下旬は一時22700を下回る展開となった。月末においては22700台前半で推移した。
- 2016年の貿易収支は+18億ドルの黒字だったが、2017年は赤字基調に転じている。5月29日に発表された5月貿易収支は▲8億ドルの赤字を計上し、年初来の貿易収支は▲26億ドルの赤字となった。
- 背景には商品価格の持ち直しもあるが、韓国との貿易赤字拡大も指摘されている。計画投資省の発表によれば、1～4月期における韓国との貿易収支は▲99億ドルと前年同期比で約6割増加し、中国(▲90億ドル)を上回り相手国別では最大の貿易赤字を記録した。
- 韓国との貿易収支が急速に悪化しているのは、韓国企業による携帯の新機種販売(4月末)に向けて部品調達額が膨らんだためだと思われる。実際、1～5月期における機械部品の輸入は前年同期比+39.2%と急増している。
- 新機種が販売を開始し、今後は出荷も伸びる可能性が高いため、年内の貿易赤字は縮小する見込みだ。しかしながら、ベトナム国内で最終製品の組み立てだけでなく、部品製造まで行う体制が整わない限り、今回のように製品の出荷時期により貿易収支が大きく振れる状況が続くだろう。
- ベトナムでは貿易収支は赤字基調となるも、対内直接投資の流入額がそれを上回る状況が続いている。1～5月期の対内直接投資額も+56億ドルと貿易赤字額を上回り、VNDの需給は良好だったことを示唆した。
- また、1～5月期小売売上高が前年同期比+10.2%と3か月連続で改善するなど、低迷していた消費に回復の兆しが見られることから、景気持ち直しへの期待を背景に証券投資フローの流入が期待される。
- 米利上げ期待が燃る中、当面のVNDはレンジ内の値動きを予想する。しかし、年後半はベトナム経済の回復基調が鮮明となるほか、米経済の軟化に伴うFRBのハト派化を背景にVNDの緩やかな上昇を予想する。

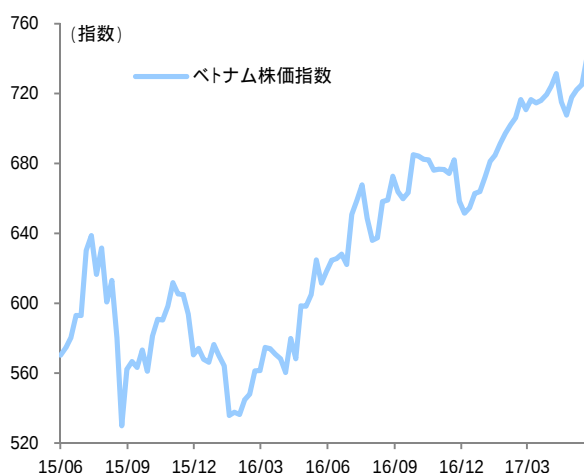
(佐々木貴彦)

図表 19: ベトナムドン相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 20: ベトナム株価指数

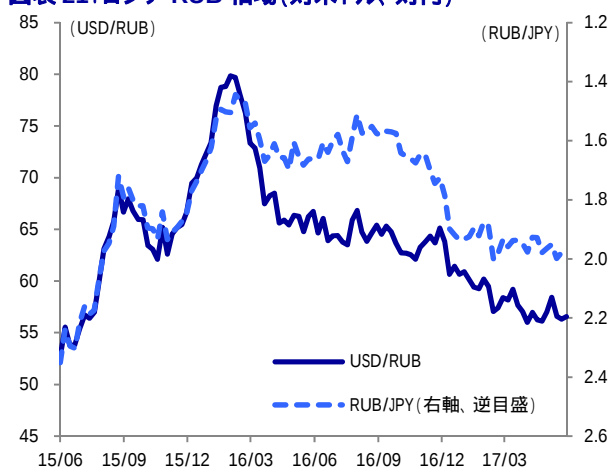


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：原油も RUB も当面は様子見が支配的

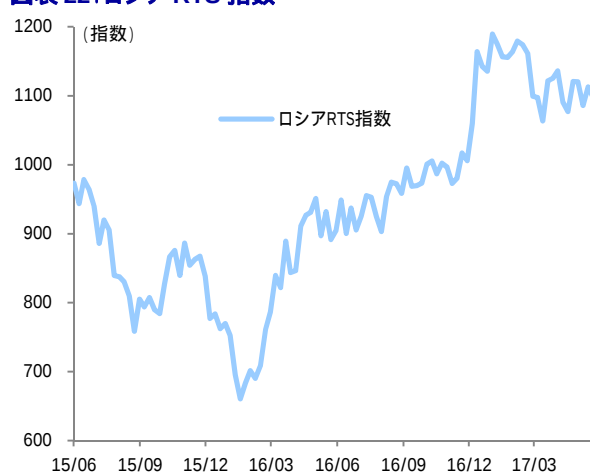
- 5月のRUBは、対USDで3ルーブルほどの値幅を上下動し、振り返って概ね横ばい。この間も、大きな流れとして原油価格との連動は読み取れたものの、全く独立した値動きも散見されるなど、その濃淡には幅があった。
- 例えば16日から18日にかけて観察されたRUB急落は、原油価格横ばいと並行して進んでいた。この局面、急速に進んだ新興市場通貨全般の下落は米政権を巡る「ロシア疑惑」の深まりを要因に進んだ世界的な株安、円高などリスク回避の動きが煽った値動きと考えられた。
- 原油価格は、月初下押しが先行し、5日には約5か月ぶりの安値まで急落を見たが、その後は25日のOPEC総会に向けてほぼ一方的に上昇。OPEC加盟国・非加盟国が9か月間の減産延長を決定すると急反落を見た。
- ロシア固有の要因に対するRUBの反応は、この間、極めて鈍かった。4日、ロシア財務省は5月期のRUB売却額を総額85億ルーブルと発表。2月期の1131億ルーブル、3月期の705億ルーブル、4月期の699億ルーブルと比較すると格段に小額で、本来であればRUB高要因と読まれても不思議ではなかったが、前後してRUBはむしろ急落した。
- 5日発表されたロシア4月CPIは予想を上回る減速を示した。その後発表された鉱工業生産(18日)、失業率・小売売上高・実質賃金(22日)など一連のロシア4月指数は軒並み景気の底打ち反発を示唆する強い数字と読めたが、RUBの反応はほとんど読み取れなかった。
- 目先のRUBは、原油価格の落ち着きと並行した横ばいを予想。OPEC総会後の原油急落は、その結果に失望した結果よりも、期待先行で進んだ上昇の調整と思われた。5月頭の急落も、損失確定売りのような、売りが売りを呼ぶ値動きに煽られた感が強く、結局、ブレントで50ドル/バレル台前半というのは、当面の落ち着きどころとして居心地が良いのではないかな。
- ロシア当局(財務省、中銀など)が現行水準よりもRUB安を志向しているのはほぼ間違いないが、ひとつ気掛かりなのは、その当局が一貫して「原油価格は年末までに40ドル/バレルまで低下する」との見通しを維持・強調している事実。強力な原油価格決定権を持つロシア当局の見通しだけに、「協調減産破り」などに対する猜疑心はなかなか拭えない。その真意を測りかねる間は、RUBも明確な方向感を打ち出し難いのではないかな。(本多秀俊)

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

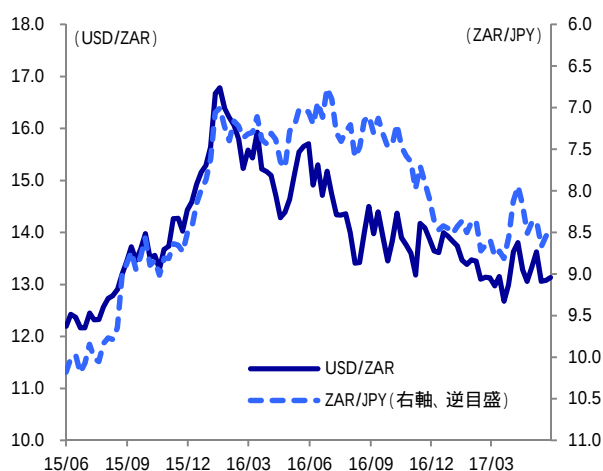


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：政局に注目した神経質な上下動を予想

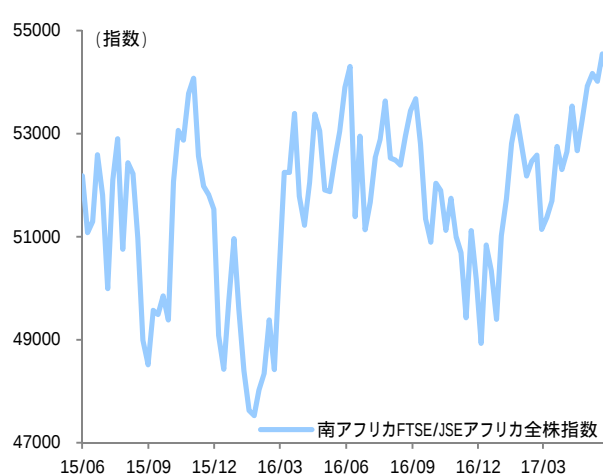
- 5月のZARは下押しの先行、反発、反落、再び上昇と比較的狭い値幅を往復し、振り返って対ドル、対円共に水準を若干切り上げた。
- 南ア経済指標は交錯。4月製造業PMI、4月自動車販売統計(2日)は、いずれも大幅に下振れ、局面のランド下押しの一因となった。しかし、4月企業景況感指数(4日)は改善。更に3月鉱業生産(11日)、3月小売売上高(17日)も市場予想を上振れ、景況感低迷は製造業に限定された動きと認識された。4月の各指標が、内閣改造(3月31日)の影響を反映した最初の経済指標として殊更注目を集めた経緯を鑑みれば、3月指数の改善が前後のZAR反発に寄与したと考えるのは平仄の合わない部分もあったが、一連の3月指数は1~3月期GDPの上振れを予見させるという点で好感されたようだ。
- 他には南ア国外の要因がZARの値動きに大きく影響し、仏大統領選における無所属・中道マクロン候補の勝利(7日)がリスク許容量を高め、新興市場通貨全般を押し上げたり、トランプ大統領の「ロシア疑惑」の深まりが、18日に前後してドル安、円高、新興市場通貨全般の下落を誘ったりした。
- 南ア準備銀(SARB)金融政策に対する関心は低く、ランドはほとんど反応を示さなかった。4日、クガニャゴ総裁は「市場は先走り過ぎている」と利下げ期待の高まりを牽制したが、その後発表された4月CPI(24日)、4月PPI(25日)はいずれも市場予想を下振れ。それでも、25日の金融政策委員会に向けて金利据え置き予想は揺るがないところで、実際に政策金利は据え置かれた。
- 月末の与党アフリカ民族会議(ANC)全国執行委員会開催(26~28日)を前に「ズマ大統領更迭」が観測されたことで、ZARは一時水準を切り上げたが、結局、更迭は見送られ、週明け29日以降、ZARは反落した。
- 目先、まずは一部大手格付会社の南ア国債格付見直し結果(6月2日)や、南ア1~3月GDP(6月6日)の発表に注目。無記名投票の是非を巡って実施が遅れているズマ大統領不信任投票の成否にも注意を払いたい。
- 上述、与党アフリカ民族会議(ANC)全国執行委員会前後のZARの値動きが物語る通り、**金融市場全般がズマ大統領の退陣を望んでいるのは明らか**。現時点でズマ大統領はその権力基盤を維持しているものの、徐々に追い詰められているのも間違いない。年末のANC党首選に向け、政治関連の報、観測などに神経質な反応が続くのは避けられないだろう。(本多秀俊)

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

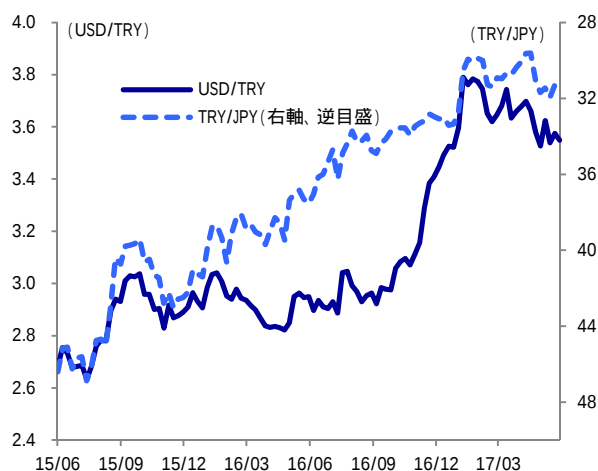


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：国民投票に期待した TRY 堅調の反転は近い

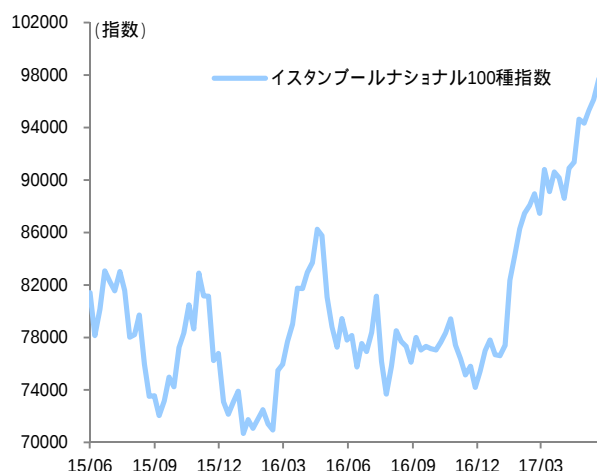
- 5月のTRYは対USDでは概ね横ばいにとどまったが、対EUR(バスケット)では明確に水準を切り下げた。
- こうした値動きは、USD安・EUR高を反映したものと言えるが、USD安要因としては米政権を巡る「ロシア疑惑」の深まり、EUR高要因としてはメルケル独首相の「EUR安認識発言(22日)」などを挙げることができただろう。
- 3日発表されたトルコ4月CPIは、前年比+11.87%と予想を上回った。トルコ中銀(CBRT)のインフレ抑制策が機能していないと読めばTRY売り要因と読めたはずだし、実際、TRYはその後下落したが、市場がどこまで材料視したかは定かでなかった。トルコCPIは4月に天井を打って減速するとの見通しが共有されており、4月の数字を殊更悪材料視する雰囲気は強くなかった。
- エルドアン大統領は、16日、トランプ米大統領と会談。21日には4月に実施された国民投票の結果に基づき、与党公正発展党(AKP)の党首に返り咲いた。こうした政治要因に対するTRYの反応も明確には読み取れなかった。
- 年初来続いてきたTRYの反発基調は遠からず失速し、中期的なTRY下落の再開を予想する。年初来のTRY安の背景に、4月の国民投票と権力を強化したエルドアン大統領の現実路線への転換に対する期待があったはずだが、投票から1月以上を経て、情勢が好転する兆しは見えない。大統領は強権維持のために非常事態宣言の延長を宣言しており、上述トランプ米大統領との会談でも、米との摩擦を解消する姿勢は一切うかがえなかった。
- CBRTが実施してきた「輸出債権再割引オペのリラ返済策(5月末で終了)」や「(2週間物)USD/TRY為替スワップ入札(USD供給)」などが、TRY安牽制に一定の成果を挙げた点は認められる。ただ、一連の策は高い費用をつぎ込んで実施されたものと言える。一方で、物価抑制にもTRY安牽制にも有効と思われる政策指標金利引き上げを、政権の利下げ圧力(利上げ牽制)に屈して見送ったままにする非効率性は明らか。こうした姿勢を中期的に評価して投資資金が安定的に同国に流入するとは考え難い。
- 直近では「銀行資産の証券化」を活用した資金供給策や「温室利用の促進による青果食品生産の増強」「急激な価格変動に対する一時的な規制」などによる物価抑制策などが喧伝されているが、具体的な成果に対する期待は必ずしも高くはないだろう。(本多秀俊)

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

		2017年 1～5月(実績)	SPOT	2017年 6月	9月	12月	2018年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8112 ~ 6.9640	6.8180	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7950	7.7922	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.508	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13323	13300	13380	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1119.65	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリンギ	(MYR)	4.2675 ~ 4.5002	4.2813	4.28	4.33	4.18	4.08	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	49.819	50.0	49.7	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3808 ~ 1.4547	1.3832	1.40	1.41	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.124	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	33.95 ~ 36.01	34.05	34.3	34.1	34.0	33.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22715	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	56.5960	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.0973	13.50	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5285	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.4109	3.2270	3.30	3.36	3.40	3.43	3.45
メキシコペソ	(MXN)	18.3419 ~ 22.0385	18.6215	21.00	20.50	20.20	20.00	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.233	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.222	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.718	1.68	1.66	1.64	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.832	0.827	0.807	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.897	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ~ 26.357	25.897	25.70	24.94	25.12	25.49	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.224	2.20	2.17	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	80.12	78.57	76.60	76.09	75.91	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.679	3.63	3.59	3.51	3.50	3.53
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.302	3.255	3.21	3.17	3.09	3.08	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4880	0.48	0.47	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 2.024	1.958	1.86	1.80	1.69	1.68	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.467	8.15	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.378	30.56	29.19	27.63	26.67	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	34.341	33.33	32.14	30.88	30.32	30.14
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.104	5.951	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年5月31日まで。SPOTは6月1日の7時頃。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。4. 対円の見通し値は「中期為替相場見通し(5月31日発行)」に基づく
(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%)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
エマージングアジア												
中国	6.9	6.7	6.7	6.5	1.4	2.0	2.5	2.3	2.8	2.5	1.3	1.2
インド	7.2	7.1	7.3	7.7	4.9	5.0	4.7	5.1	-1.1	-0.7	-1.8	-1.8
インドネシア	4.8	5.0	5.5	5.8	3.5	3.6	4.1	4.1	-2.1	-1.8	-2.0	-2.2
韓国	2.6	2.7	2.5	2.8	0.7	1.0	1.9	2.0	7.0	7.3	5.6	5.1
マレーシア	5.0	4.1	5.0	5.0	2.1	2.1	2.3	2.7	2.9	2.1	2.3	2.2
フィリピン	6.3	6.9	6.2	6.6	1.4	1.9	3.0	3.2	2.6	0.2	0.4	0.4
シンガポール	2.0	1.8	1.8	2.8	-0.5	-0.5	1.2	2.1	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.8	3.2	3.8	3.7	-0.9	0.2	2.0	2.0	8.2	11.3	8.2	7.5
ベトナム	6.7	6.2	6.5	6.8	0.6	2.7	4.6	4.1	0.5	0.4	0.5	0.9

(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

			2017	2018					
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
エマージングアジア									
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50	
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00	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	
マレーシア	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	175.00	
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.50	7.00	7.00	7.00	7.00	

(注) インドネシア中銀は 2016 年 8 月 19 日に政策金利を B/Lレートから 7 日物リバースレポレートに変更

(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に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。