

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：上昇ペースは緩やかに	2
中国人民元(CNY)：経済指標は軟化	3
インドルピー(INR)：GST 導入	4
インドネシアルピア(IDR)：経済政策パッケージ第 15 弾を発表	5
韓国ウォン(KRW)：文政権は補正予算の成立を目指す	6
マレーシアリンギ(MYR)：引き続き回復の動き	7
フィリピンペソ(PHP)：経済は底堅さを維持	8
シンガポールドル(SGD)：インフレも景気も過熱せず	9
タイバーツ(THB)：景気回復を背景に THB も底堅い動き	10
ベトナムドン(VND)：1～6 月期 GDP は加速	11
ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局者は中期的に RUB 下落を志向	12
南アフリカランド(ZAR)：政治動向・金融政策動向共に決め手を欠く	13
トルコリラ(TRY)：足元の好環境が遠からず暗転する可能性を警戒	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

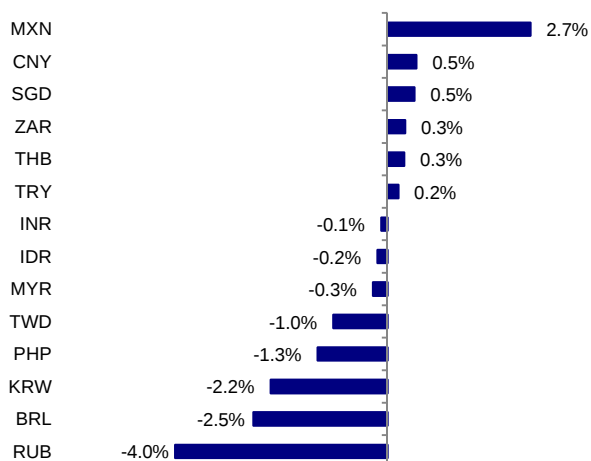
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhc.co.uk

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：上昇ペースは緩やかに

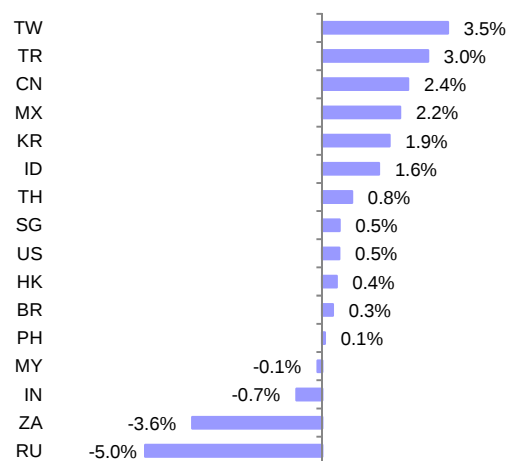
- 6月の新興国通貨は上下に激しい値動きとなった。上旬の新興国通貨は米金利低下などを背景に堅調推移した。14日、米5月消費者物価指数(CPI)の予想を下回る結果を受け新興国通貨は急騰。その後のFOMCでバランスシートの縮小に関する基本計画が公表されたことや、原油価格の急落を受けて資源国通貨を中心に急落。月末にかけては小幅に反発した。
- 新興国各国で輸出が堅調な伸びを維持する中、新興国5月PMI総合は52.2と4月(51.9)から改善し、12か月連続で景況判断の別れ目である50を上回った。新興国経済は良好な外需を背景に底堅さを保っているが、中国経済の情勢を踏まえると加速余地は小さいと考える。中国政府は景気安定を優先する姿勢を強めており、昨年後半からの世界貿易量増加の主因となった中国のインフラ投資は伸び悩む公算が大きい。実際、足許のインフラ投資は3か月連続で減速している。かかる状況下、7月の新興国通貨は上昇するものの、ペースは緩やかになると予想する。
- 7月25～26日に開催されるFOMCに関しては金融政策の維持が見込まれており、新興国通貨に与える影響は限定的となるだろう。なお、前回の会合(6月13～14日)における政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)は年内あと1回の利上げを見込んでいる。しかし、米経済指標は弱含んでいるほか、FRBが目指すバランスシートの縮小は金利上昇圧力を生むため、追加利上げは難しいとの見方が市場では根強い。こうした思惑からFRBが引き締め姿勢を見せても長期金利は上昇せず、ドル高圧力も強まらないため、米金融政策が新興国通貨に与える影響は小さくなっている。
- 6月に原油価格は下値を切り下げたが、2016年前半のように30ドル/バレルを割り込む展開にはならないと考える。直近はリビアの生産増が嫌気されたが同国はさらなる大幅増産は計画していないほか、OPEC生産量に占める比率は約2%と小さいため、原油相場に大きな影響を与えるとは考えがたい。
- 懸念すべきはサウジアラビアやロシアと並んで生産量が多い米国の動向だ。もともと、米国の生産量は原油価格に遅れて増減する傾向があり、原油価格の下落を受けて今後の生産量は低下に向かうだろう。かかる状況下、供給過剰懸念後退から原油価格は落ち着きを取り戻し、新興国通貨の中でも資源国通貨はレンジ内での推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年6月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年6月)

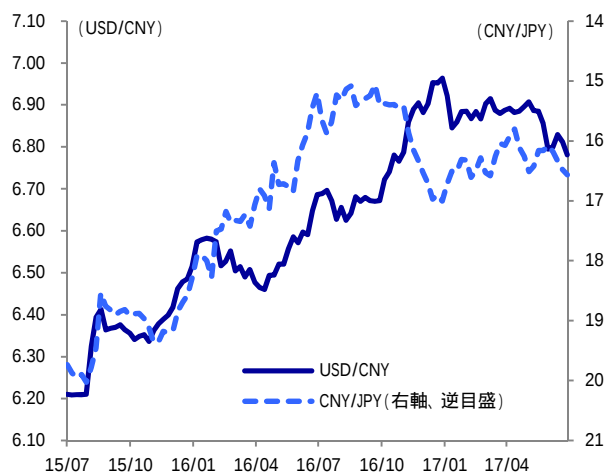


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)： 経済指標は軟化

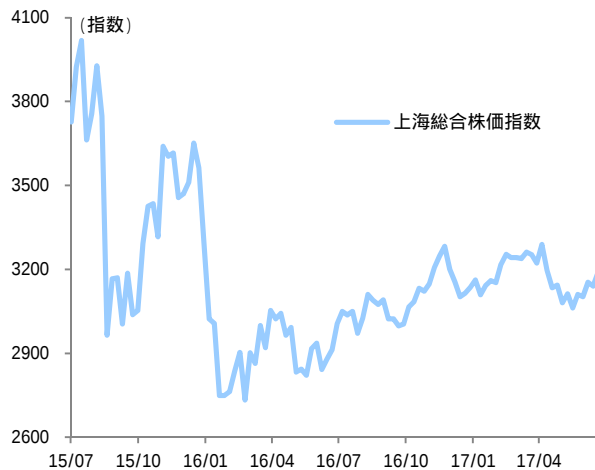
- 6月のCNY相場は上昇。月初は6.81近辺でオープンし、短期金利の急騰を背景に6.78台前半まで上昇。その後は短期金利の急低下を受けて6.82近辺まで急落。月後半にかけてはドル買いの動きが強まり6.84台まで値を下げ、月末では介入と見られるフローを背景に6.76台まで上昇した。
- 6月14日に発表された5月の小売売上高は前年比+10.7%と伸び率は4月から変わらず。内訳をみると不動産市況の悪化を受けて、家具(4月：同+13.9%→5月：同+13.5%)および建設資材(4月：同+13.4%→5月：同+11.0%)の販売が減速する一方、自動車販売(4月：同+6.8%→5月：同+7.0%)の持ち直しが全体を下支えした。
- もっとも、先行きは明るくない。不動産取引規制の強化や金融引き締めの影響を受けて、5月新築住宅販売面積は前年比+8.3%と1~2月期(前年同期比+23.7%)をピークに減速基調となっており、家具および建設資材の販売は低調な伸びとなる公算が大きい。また、自動車取得税の減税幅縮小を受けて(取得税率5.0%→7.5%)、4月自動車販売台数は前年比▲1.8%と2016年2月以来となるマイナスを記録した。5月は同+0.2%と持ち直すも、昨年の大型減税による反動減は当面続く可能性が高い。
- 1~5月期の固定資産投資は前年同期比+8.6%と市場予想(同+8.8%)を下回り2か月連続で減速した。インフラ投資が同+20.9%と1~4月期(同+23.3%)から伸び幅が縮小したことが影響した。なお、2014年以降、中国政府は過剰生産設備・債務を懸念し固定資産投資の目標値を目処ではなく上限として捉えている可能性がある。実際、過去3年間における固定資産投資の伸びは実績値が目標値を下回った。かかる状況下、足許は目標(+9.0%)に近いことに鑑みれば伸び余地は小さいと考える。
- 21日、米株価指数算出会社MSCIは、新興国株指数に中国本土A株を組み入れることを発表した。同社によれば1.6兆ドルのファンドが同指数を採用しており、今回の組み入れ比率(0.73%)を踏まえると約117億ドル(対GDP比+0.1%)の資金流入が見込める。もっとも、組み入れ開始は2018年半ばであり、当面の人民元相場に与える影響は限定的だろう。
- 中国の経済指標は軟化するも、トランプ政権に対する失望などを背景にドル売り優勢地合いが続く公算が大きい。そのため、資本流出圧力は高まらず、当面のCNYはレンジ内での推移を予想する。(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

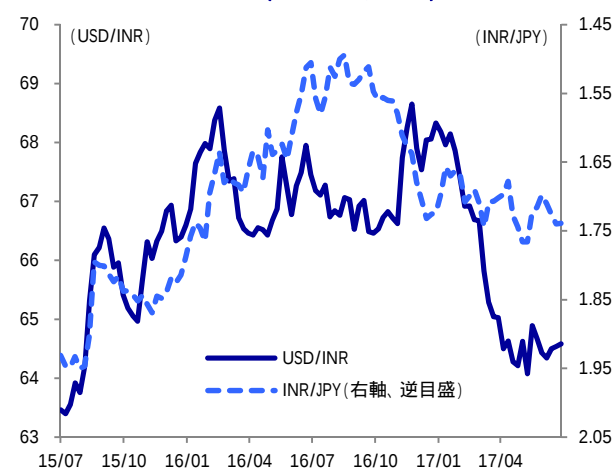


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : GST 導入

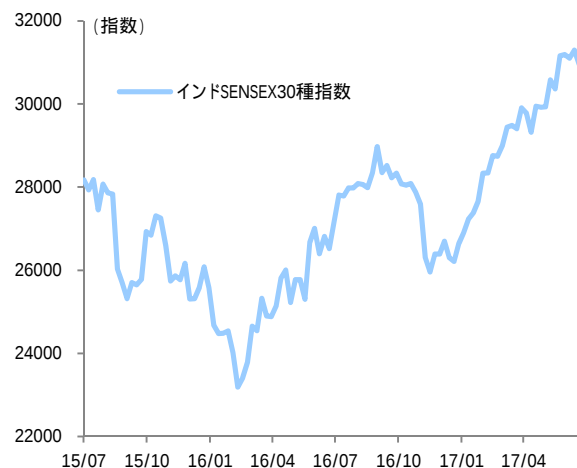
- 6 月の INR 相場は横ばい。月前半は米経済指標の下振れを受けたドル売りに INR が上昇する場面も見られたが、インド 5 月貿易収支が予想以上の赤字となったことなどから下落。月後半は欧米の主要中央銀行のタカ派化による株安地合いなどから上値重く推移した。
- インド準備銀行 (中央銀行、RBI) は 6 月金融政策委員会 (MPC) で、政策金利のレポレートを 6.25% に据え置いたが、物価見通しを下方修正し、4 月会合よりも上振れリスクへの警戒はトーンダウンしている。RBI は引き続き政策スタンスを中立としており、当面政策金利を据え置くというのがメインシナリオだが、追加緩和に踏み切る可能性が出てきたことは否定できない。
- 4 月の鉱工業生産は前年比 +3.1% と、3 月の同 +3.8% (同 +2.7% から上方修正) から減少した。内訳をみると、インフラ/建設財は同 +5.8% と 3 月の同 +0.9% から伸びが加速し、2 か月連続で増加した。また、非耐久消費財も同 +8.3% と 3 月の同 +6.2% から伸びが加速した。非耐久消費財の生産は農村部の消費需要を見る上で注目されるが、同じく農村部の消費の代理変数とされる二輪車販売台数も 5 月は同 +11.9% と 4 月の同 +7.3% から加速し、持ち直しの動きが鮮明となっている。
- 5 月製造業 PMI は 51.6 と 5 か月ぶりに低下したものの景気拡大/縮小の節目となる 50 を上回り、5 月非製造業 PMI は 52.2 と 4 月の 50.2 から上昇し、高額紙幣廃止の前の 2016 年 10 月以来の高水準となった。また、5 月自動車販売は前年比 +4.8% と 4 月の同 +17.4% から伸びが鈍化したものの、均してみれば高めの伸びを維持している。
- 5 月の消費者物価指数 (CPI) 上昇率は前年比 +2.2% と、4 月の同 +3.0% から一段と減速した。食料品・飲料が同 ▲0.2% (4 月: 同 +1.3%) と、2011 年に現行基準での統計開始以来、初めてのマイナスに転じたことが主因であるが、コア CPI 上昇率も同 +4.3% と 4 月の同 +4.4% から小幅に減速し、現行基準で最低の伸びとなった。
- 7 月 1 日より物品サービス税 (GST) が導入された。GST の導入で税制が簡素化されるため、長期的には経済成長につながるとの見方が多い。ただし、短期的には混乱が生じる可能性があり、高額紙幣廃止のように景気を下押しするリスクがある。8 月の利下げ観測も出てきている中、GST の影響などを見極めるため、7 月の INR 相場は様子見ムードとなりそうだ。(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

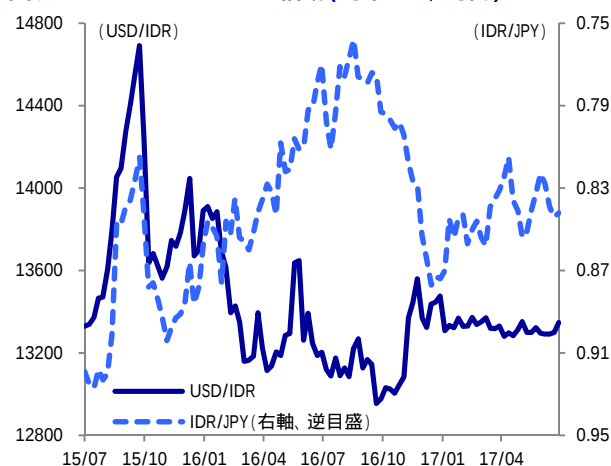


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)： 経済政策パッケージ第 15 弾を発表

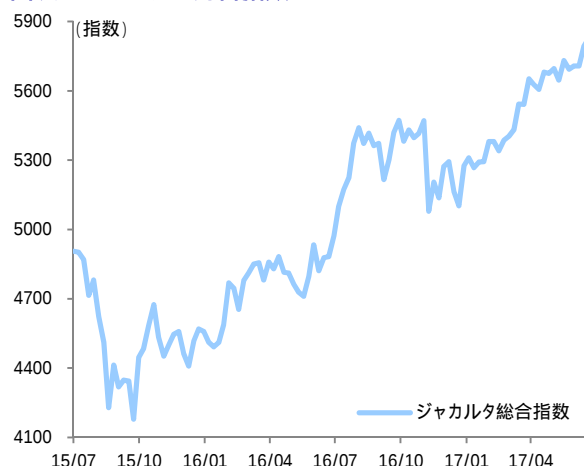
- 6 月の IDR はほぼ横ばいの動きとなった。月初 13300 台で推移し、中旬は 13200 台後半まで小幅に上昇。FOMC 後やや軟化し、月後半は月末のドル買い需要に下押しされ、13300 台で月末の取引を終えた。
- インドネシア経済は回復している。5 月製造業 PMI は 50.6 と 4 月 (51.2) から低下したが、景気拡大/縮小の分かれ目となる 50 を上回っている。また、5 月輸出は前年比+24.1%と 4 月 (同+12.6%) と大幅に加速し、輸入も同+24.0%と 4 月 (同+10.3%) と増加している。
- インドネシア中央銀行(BI)は 16 日に開催した金融政策決定会合で政策金利を 4.75%に据え置いた。声明文では、FRB の利上げとバランスシートの縮小、英国の総選挙で与党の保守党が過半数割れとなったこと、原油を筆頭とした商品価格の下落に加え国内の物価動向を景気下振れリスクとして指摘した。一方、FRB の利上げは織り込み済みで、インドネシアの金融市場は良好なマクロ経済運営と経済のファンダメンタルズに支えられているとした。
- 5 月の消費者物価指数(CPI)は同+4.3%と 4 月 (同+4.2%) から加速し、2016 年 3 月以来の高い伸びとなった。断食月(ラマダン)により食品価格が上昇したことが CPI を押し上げた。BI は引き続きインフレの抑制に注力すると述べた。インドネシア経済の回復が進み、インフレ圧力の上昇リスクがあるが、コア CPI 上昇率は落ち着いているため BI は当面金融政策を維持するだろう。
- インドネシア政府は 15 日に経済政策パッケージ第 15 弾を発表した。物流関連の規制を緩和し、コストの削減により物の移動を促し、経済活性化を狙う。ダルミン調整相(経済担当)は、「国内の物流システムの強化を目指しており、事業の創出と競争力の強化を目指す」と今回のパッケージの背景を説明した。
- ジョコ大統領は 1 日に建国 5 原則を記念する式典での演説で、宗教に関し「寛容な心を持ち、共に生きよう」などと国民に訴えた。ジャカルタ特別州知事のバスキ氏がイスラム教を侮蔑したとして実刑判決を受けたことを機に、宗教的不寛容が広がっていることに政府は危機感を抱いている。過激主義などを掲げる団体や行動には、政府として厳しく対応するとした。
- FRB のバランスシート縮小などは一時的な重石となる可能性もあるが、国内景気は回復しており、IDR は緩やかに上昇していくと予想する。(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

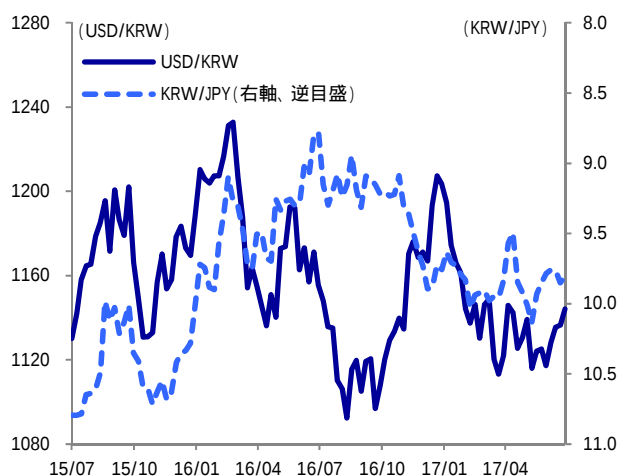


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)： 文政権は補正予算の成立を目指す

- 6月のKRWは軟調に推移。1120近辺でオープン後、月前半は1120を中心としたレンジ内での値動きとなった。その後、13～14日に開催されたFOMCの結果を受けて米金利が上昇する展開に1140台半ばまで値を下げた。月末にかけては買い戻され1140台で推移した。
- 6月27日に発表された6月消費者信頼感指数は111.1と2011年1月以来の高水準を記録した。1月には93.3とリーマン・ショック直後の2009年3月以来の水準まで急速に悪化したが、朴前大統領の弾劾を経て急回復し、前月に就任した文大統領への期待を背景に改善が続いている。
- 文大統領は就任直後から公約である雇用拡大を実現すべく、雇用事業を中心に予算の執行加速を指示した。その結果、1～5月の予算執行額は135.3兆ウォンと計画値(129.8兆ウォン)を上回った。
- また、文政権は雇用創出を主眼とした11.2兆ウォン(GDP比+0.7%)の補正予算案を策定し、成立に向けて野党と協議を重ねている。野党は景気が底堅いにも拘らず補正予算案を執行することは、緊急時以外の補正予算策定を禁じた国家財政法に反すると反発しており、採決の目処は立っていない。
- もっとも、若年層(20～29歳)の失業率が1999年以来の高水準で推移する中、雇用の拡大を求める世論は根強く、最終的に与野党が合意する可能性は高いと考える。
- 5月輸出は前年比+13.4%と4月(同+24.1%)から減速するも、2012年以来となる二桁の伸びを維持した。また、21日に発表の6月上中旬の輸出は前年比+24.4%と5月(同+3.4%)から大きく加速しており、外需は底堅さを維持している模様だ。
- 外需は良好であり、消費や政府支出の拡大が見込まれる中、外国人投資家による韓国株式の買い越し額は増加している。1～5月期は+74億ドルと昨年の同時期(+27億ドル)の2.7倍の金額となった。6月も+17億ドル(27日時点)と買い越し額は5月(+16億ドル)から増加しており、こうした資本流入がKRWの安定した値動きに繋がっている模様だ。
- FRBによる利上げやバランスシート縮小への思惑を背景に売り圧力は燦るも、景気拡大への期待から株式を中心とした資本流入によりKRWは底堅い推移が続くと予想する。(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

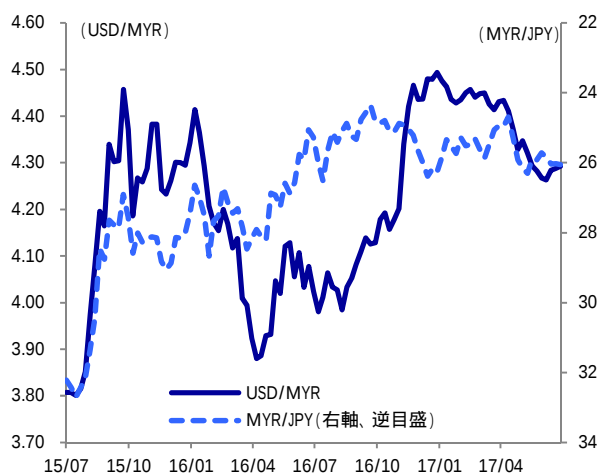


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：引き続き回復の動き

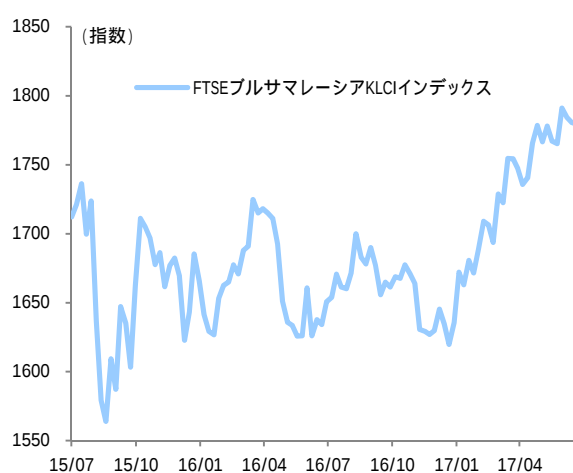
- 6月のMYRは往って来いの展開。市場予想通りにFOMCでは利上げが決定され、一時4.25台まで上昇した。しかし、その後原油価格が軟化する動きに連れ、4.29台まで弱含んだ。月末は4.30近辺で取引を終えた。
- マレーシア経済は引き続き回復している。4月輸出は前年比+20.6%と3月(同+24.1%)から伸び率は縮小したが、2016年12月以来2桁増を維持している。内訳をみると主力の電子・電気機器やパーム油関連製品が高い伸びの主因となっており、石油精製品は減少した。輸入も同+24.7%と4月(同+39.4%)からは減速したが高い伸びを維持している。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.9%と4月(同+4.4%)から鈍化し、2か月連続で減速している。内訳を見ると、燃油価格の引き上げの影響を受け交通費が同+13.1%と突出しているが、4月(同+16.7%)からは伸びが縮小し、全体を押し下げた。マレーシア中央銀行(BNM)は5月の金融政策決定会合の声明文で、インフレは年後半に落ち着くと述べていた。景気が緩やかに回復する中、インフレ圧力も抑制される兆しがあるため、次回7月13日に開催される会合でも金融政策は維持される可能性が高い。
- マレーシアの次期総選挙は前倒しで今年の9~10月頃行われると有力視されてきた。しかし、10月に中国の習近平・国家主席がマレーシアを訪問した後になるとの憶測が出ており、今年の10月以降になる可能性もある。
- そうした中、ナジブ首相は6月15日に2018年度の予算案を10月27日に国会提出することを明らかにした。同氏は予算案の作成に当たり、国民から意見を募ると説明した。マレーシアは2020年までに財政均衡を目指しているものの、総選挙を控える中、2018年度の予算案は選挙への基盤を固めたいとの思惑から、2017年度予算案同様に総花的な内容となる可能性がある。
- マレーシア経済は緩やかに回復しているほか、規制が緩和されたことを背景に海外投資家による投資も戻り始めているため、MYRは緩やかに上昇するとみている。また、原油価格が上昇すればMYRを一段と押し上げる材料となるだろう。(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

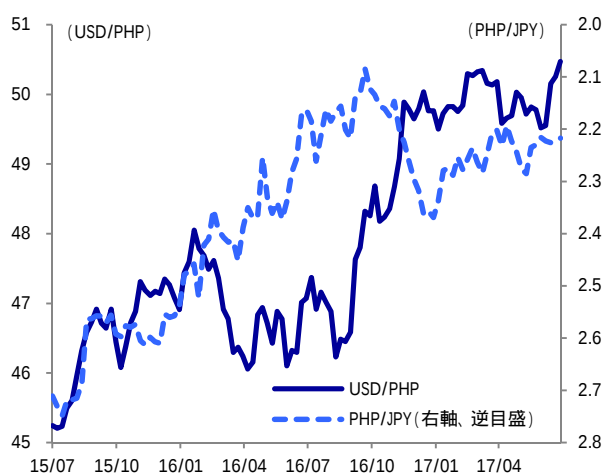


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：経済は底堅さを維持

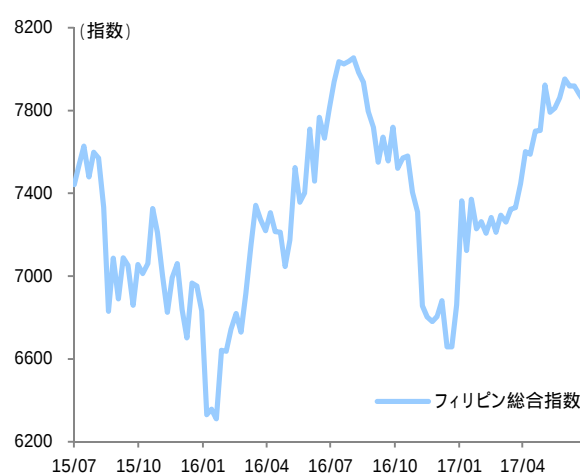
- 6月のPHPは下落した。月初は49.70台での推移だったが、米5月雇用統計の冴えない結果を背景に49.30台まで上昇した。しかし、FOMC後売られる展開となり、50.50台まで下落した。
- フィリピン経済は引き続き底堅さを維持している。5月製造業PMIは54.3と景気回復の境目である50を上回り4月(53.3)から改善している。個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は4月前年比▲5.9%と3月(同+10.7%)から大幅に減速し、6か月ぶりに前年を下回った。しかし、送金元である国や地域の為替レートの変動や、前年比に比べて少ない営業日数も減少の要因となっている。1～4月期平均でみると同+4.2%と堅調に推移しており、世界経済の回復がOFW送金を下支えするだろう。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と4月(同+3.4%)から低下し、9か月ぶりに鈍化。食品上昇率の低下がCPI全体を抑制した。政府は農作物が国内市場に当面は十分に供給され、インフレ率は緩やかに推移する見通しを示した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は22日に開催した金融政策決定会合で政策金利を据え置いた。インフレについて、政府による税制改革法案が一時的に影響する可能性もあるが、社会保険制度により影響は軽減されるとの見方を示し、2017年のインフレ予測値を+3.4%→+3.1%に引き下げた。BSPのテタンコ総裁は、今後インフレの下振れが見込まれると会見で述べている。インフレ見通しを踏まえると、当面BSPは政策金利を維持する可能性が高い。
- BSPは2017年の経常収支の予測値を8億ドルの黒字から6億ドルの赤字になると下方修正した。通年の赤字は2002年以来となり、急増する輸入が背景にあるとしている。
- ドゥテルテ大統領がミンダナオ島全域に布告した戒厳令を巡り、これを不当として法的処置を講じる動きが強まっている。また、独立記念日の式典をドゥテルテ大統領が欠席したことで、同氏の健康が懸念されている。政治的な不安が今後PHPの重石となる可能性がある。
- PHPは当面は落ち着いた動きとなるも、税制改革法案の成立やOFW送金の安定を背景に徐々に上値を切り上げると予想する。(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

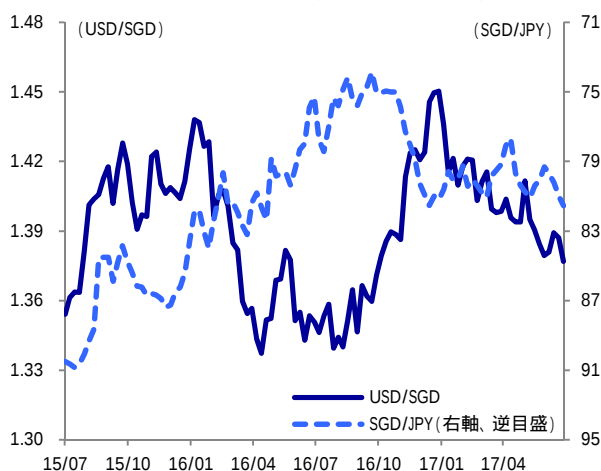


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): インフレも景気も過熱せず

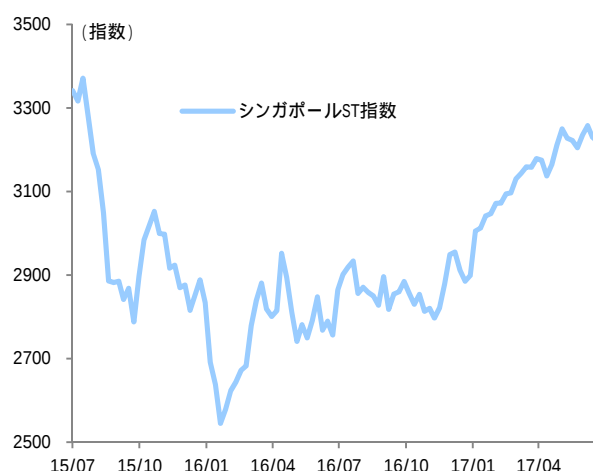
- 6月のSGDは上下に激しい値動きとなった。月前半は1.38台前半で小動きとなるも、14日に米5月消費者物価指数が予想を下回ると一時1.37近辺まで急騰。その後、FOMCにてバランスシート縮小に関する基本計画が公表されたことなどを受けて、ドル買いが強まると1.39近辺まで急落した。月末にかけては1.37台後半まで上昇する展開となった。
- 6月16日に発表された5月の石油を除く地場輸出は前月比+8.1%と4月(同▲9.0%)から大きく持ち直した。主要な輸出品である電子製品が同+9.8%と4月(同▲0.3%)から回復したことが輸出全体をけん引した。主要な輸出先である中国や米国の輸入は高水準の伸びを維持していることなどを考慮すれば、シンガポールの輸出は底堅い伸びが続くと考える。
- 23日に発表された5月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.4%と4月(同+0.4%)から急加速した。もっとも、加速の主因は前年に政府が住宅維持管理費に対する補助金を支払ったことによる反動であり、今後も伸び幅が拡大する可能性は低い。一方、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)は前年比+1.6%と4月(同+1.7%)から減速した。コアCPIは年初から目標(同+1.0~2.0%)内で推移しており、インフレ圧力は高まる兆しがない。
- 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安定的に推移している。景気が過熱せず、インフレ圧力の高まりもみられない中、次回の会合(10月予定)では現状の金融政策が維持されるだろう。
- MASの金融政策は維持される公算が大きいと、SGDは国内要因よりも米国を中心とした国外要因を主因に動くと考え。目先は米利上げ期待の熾りから軟調に推移するも、年末にかけて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となり、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

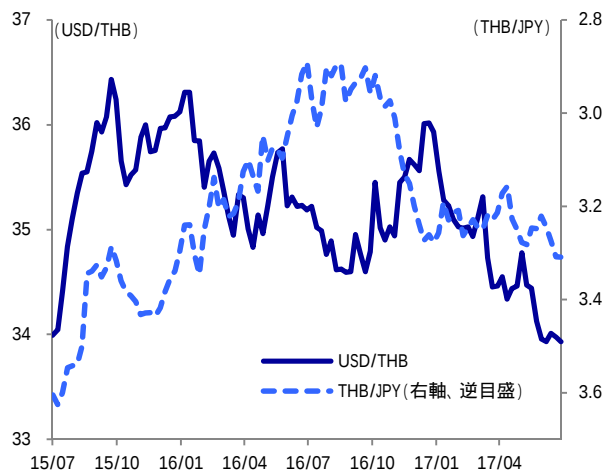


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：景気回復を背景に THB も底堅い動き

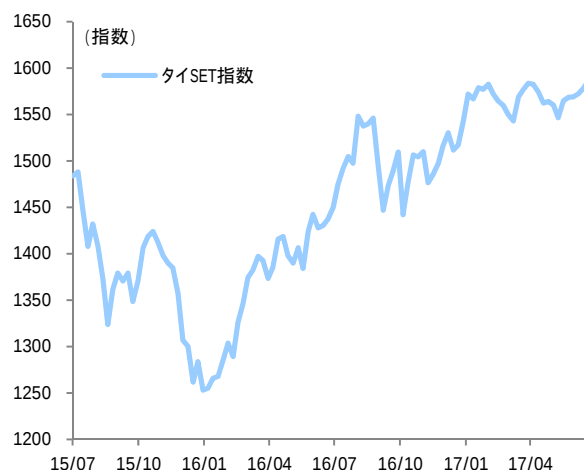
- 6月のTHBは狭いレンジでの推移となった。月上旬に34.20台まで下落するも、FOMC前に発表された冴えない米経済指標の結果を背景に一時33.80台まで上昇した。月後半は33.90台を中心として推移し、同水準で越月した。
- タイ経済は引き続き緩やかに回復している。26日に発表された5月輸出(通関ベース)は前年比+13.2%と4月(同+8.5%)から加速し、3か月連続で増加した。また、5月は2013年1月以来の高い伸びとなっており、世界経済の回復を背景に輸出が伸びている。輸入も5月は同+18.2%と4月(同+13.4%)から加速し、4か月連続で2桁台のプラスとなった。
- 観光業も回復のけん引役となっており、4月来訪者数は前年比+7.0%と3月(同+2.0%)から加速している。来訪者数の回復を背景にサービス輸出の持ちの直しも期待される。
- 一方、5月消費者信頼感(76.0)と4月(77.0)から低下した。5月には2回の爆発事件のほか爆弾が発見される事件などもあり、消費者の治安への懸念が膨らんだことが低下の背景にある。また、6月に入ってから爆発事件は起きており、相次ぐようであれば、来訪者数を下押し消費者信頼感も低下する可能性がある。
- タイ中央銀行(BOT)は7月5日に開催する金融政策決定会合で、政策金利を1.50%に据え置くだらう。前回会合(5月24日)の声明文では世界的な先行き不透明感にも拘わらず、タイの成長見通しは一段と改善していると述べた。インフレについては、年後半に加速する見通しを示しているが、5月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.04%と4月(+0.4%)からマイナスに転じた。インフレ目標(+1~4%)を2か月連続下回っており、緩和余地は十分にあると言える。
- しかし、景気が回復していることに加え、BOTは5日に外国為替送金規制の緩和を発表し、海外への資金流出を促しTHB高の抑制を図る策を講じている。かかる状況下、BOTは今会合では政策金利を据え置くだらう。
- なお、BOTのアロムディー総裁補は対ドルで2年ぶりの高値近辺まで上昇したTHBについて、国内の観光業に悪影響を及ぼしておらず、輸出への影響も限定的との見方を示した。
- タイ経済は緩やかな回復が続いているほか、安定した政治情勢と拡大基調の経常黒字を背景にTHBは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



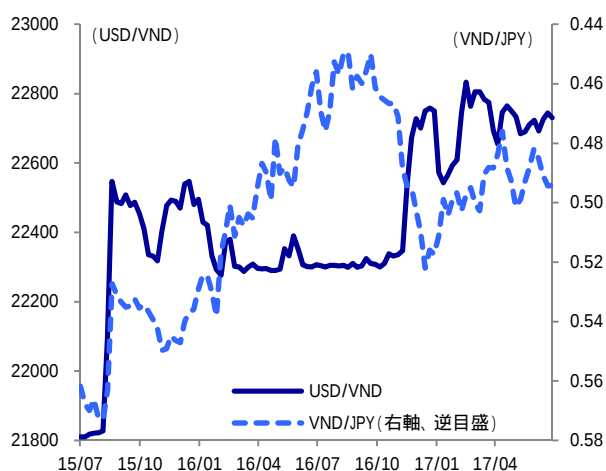
(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：1～6 月期 GDP は加速

- 6 月の VND 相場は軟調な値動きとなった。22710 近辺でオープンした VND はドル安の動きに連れて 22690 まで上昇。中旬以降は他の新興国通貨が値を崩すのを横目に 22740 台まで下落した。月末にかけても同水準で推移した。非公式レートは 22710 近辺でオープンし、中旬に 22690 近辺まで上昇するも、月末にかけては 22750 台まで下落した。
- 6 月 29 日に発表された 1～6 月期 GDP は前年同期比+5.73%と 1～3 月期(同+5.10%)から加速した。同日発表の 1～6 月期小売売上高は前年同期比+10.1%と 1～3 月期(同+9.2%)から伸び幅が拡大しており、消費の回復が経済全体を押し上げた模様だ。
- 2016 年はインフレ率の急騰およびベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)が与信の伸びを抑制したことが消費の低迷を招いた。しかし、原油価格が伸び悩む中、食料品価格が低下したことにより 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.54%と 5 か月連続で減速し、2016 年 7 月以来の低い伸び率となった。
- 5 日に SBV のフン総裁は 1～5 月期における与信の伸びは前年末比+6.5%と過去 2 年と比べて最も速いペースで拡大していると述べた。昨年は与信の伸びを目標(+18～20%)から大きく下回る水準に抑制していたが、今年は目標(+17～18%)近辺で推移することを認める姿勢のようだ。
- 昨年対比で低いインフレ率と高い与信の伸びを背景に消費が回復し、ベトナム経済は加速していくと考える。なお、フック首相は成長目標(+6.7%)を堅持する姿勢を示しているが、市場では昨年(+6.2%)並みか僅かに上回る成長率を予想する向きが多い。
- 成長率が目標に達しない可能性が高まるものの、フン総裁は「利下げを行うことは簡単とはいえない」と述べ、利下げに対して慎重姿勢を示した。かかる状況下、SBV は他のアジア通貨対比で VND 安にすることで、輸出振興と景気の下支えを図る方針を維持するだろう。
- 今後は米景気の軟化と FRB のハト派化に伴うドル安の流れが続き、アジア通貨は対ドルで緩やかな上昇を見込むものの、VND は SBV の通貨安政策により上値が押さえられるため、レンジ内での推移を予想する。

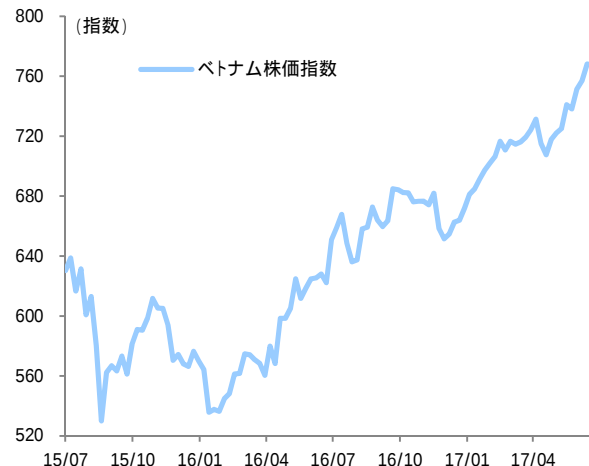
(佐々木貴彦)

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

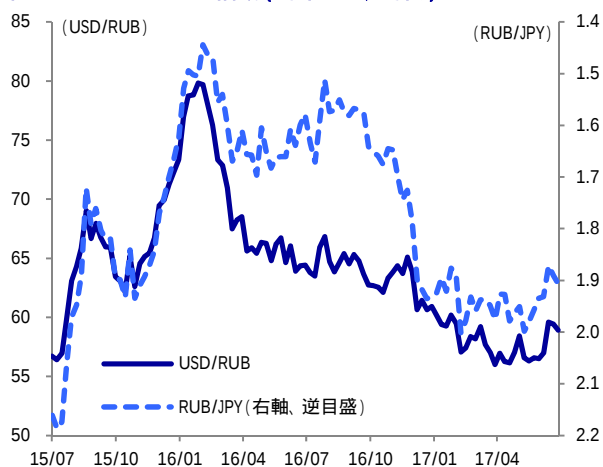


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局者は中期的に RUB 下落を志向

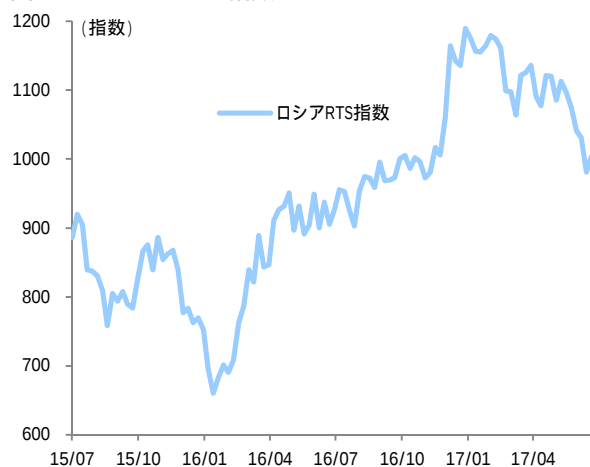
- ・ 6 月の RUB は下落。月末にかけ対 USD では若干持ち直したものの、これは USD 安の色彩が濃く、対 EUR、対 GDP などでは安値圏で膠着した。
- ・ RUB 下落は原油価格下落が大きな要因となった。原油は米原油・ガソリン在庫統計などに一喜一憂しながら水準を切り下げたが、そもそもの弱気材料として、トランプ米大統領が地球温暖化防止のパリ協定からの離脱を発表した(1日)ことが、米シェールガス・原油の供給増を招くとの警戒感があつた。
- ・ 5 日、ロシア財務省は、原油価格上振れ分を積み上げるための RUB 売り操作の 6 月分(6 月 7 日～7 月 6 日)は 451 億ルーブルになると発表。日額にして 21 億ルーブル(35 百万ドル)程度の RUB 売りが RUB 為替市場に与える影響は限定的との読みで、通貨市場はほとんど材料視しなかった。
- ・ 5 日、ロシア中銀(CBR)のナビウリナ総裁は、16 日の CBR 金融政策委員会で「25bp か 50bp の利下げ」を検討すると発言。16 日、CBR は実際に 25bp の利下げに踏み切った。5 日の同総裁発言にも 16 日の利下げにも、RUB の反応は限定的であつた。
- ・ 月末にかけて USD 全面安に対し、EUR、GBP などの上昇が際立ったのは、それぞれの金融政策に対する思惑の相違が貢献したものと考えられた。FRB の金融引き締め姿勢が、従来の織り込みとの比較で「気持ち消極的」と読まれた一方、27 日の ECB ドラギ総裁発言、28 日の BoE カーニー総裁発言などが、唐突に両中銀による金融緩和撤回・利上げなどを予見させた。
- ・ 同じ文脈で、17 日以降、(原油価格動向との比較で)RUB 安が加速したのも、16 日の CBR 金融政策委員会の声明がロシア物価の下振れを予見していたことなどが影響したと考えられた。従来、CBR 利下げは必ずしも RUB 安に直結しなかったが、こうした傾向は当面続く可能性が高いのではないかと。ナビウリナ総裁以下 CBR 関係者も、また、こうした傾向を踏まえた上で、追加利下げに積極的な姿勢を示している可能性が高いと考えられる。
- ・ 市場がどこまで材料視したか値動きからははっきり読み取れなかったものの、この間、オレシュキン経済相が将来的な RUB 水準を(対 USD で)62～63 と予想したり(1 日)、マンツロフ産業相が RUB の適正水準を(同)62 と発言したり(9 日)、ロシア当局者が相次いで(現状より)明確な RUB 安を示唆していたことも、中期的な RUB 安圧力の存在を示唆すると言えよう。(本多秀俊)

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 22: ロシア RTS 指数

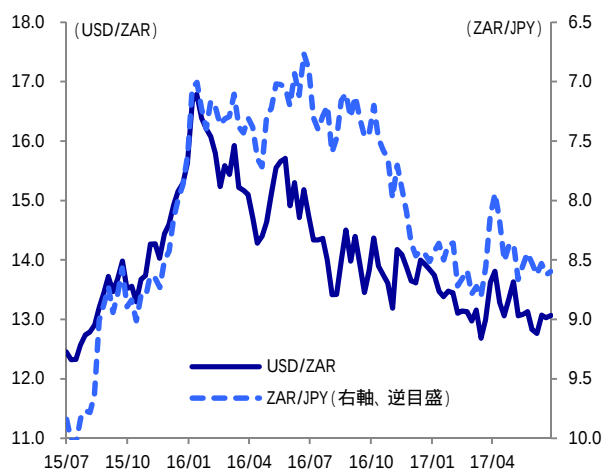


(資料) ブルームバーク

南アフリカランド(ZAR)：政治動向・金融政策動向共に決め手を欠く

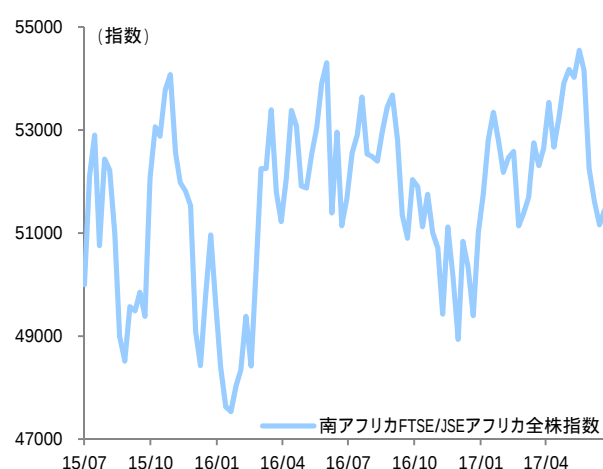
- 6月のZARは、断続的な上下動は見たものの全般に小動き。過去1年半余りを振り返れば、「高値圏における膠着」と言える値動きを続けた。
- この間、ZARを押し上げた要因のひとつは格付判断。4月に南ア長期国債(自国通貨建・外貨建)格付を投機的等級に引き下げた1社は、格付見通しを引き下げる可能性が警戒されたが、1日、その見通しを「中立的」に据え置いた。同格付の2段階引き下げで投機的等級落ちの可能性が警戒された別の1社は、9日、(投資適格級の最下級への)1段階格下げにとどめた。
- 南ア経済指標は強弱入り混じった内容。1～3月期GDP(6日)は前期比年率-0.7%と市場予想を大幅に下回り、2四半期連続のマイナスを示した。4月鉱業生産・製造業生産(8日)も市場予想に対し明確な下振れを示した。一方で4月小売売上高(14日)は予想を上振れ、1～3月経常収支(20日)は(赤字幅は大きかったものの)貿易黒字の定着などが好感できた。5月CPI(21日)も、コアCPIが前年比+4.8%と安定的に推移した点などが好感できた。
- 南ア政治情勢に大きな進展は見られなかったものの、この間、金融市場が否定的に受け止める出来事が相次いだ。15日に発表された新鉱業憲章は黒人に対する経済的優遇措置が「行き過ぎ」との読みで嫌気された。19日には、汚職調査員から南ア準備銀(SARB)の政策目標を改正すべく憲法改定案が唐突に示され、「中銀の独立性を損なう」と読まれてやはり嫌気された。
- 12月の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選までは、引き続き南ア政治情勢が大きく注目されよう。まずは30日に始まったANCの政策大会(～7月5日)を通じて、大統領派・反大統領派の勢力構造が見えてくる可能性に注目。かねて注目されたズマ大統領に対する不信任投票の匿名投票の是非に関しては、22日、憲法裁判所が「国会議長に委ねる」との判断を下した。同投票は夏休み明け以降(8月以降)になるものと見込まれるが、その動向にも注目。
- SARBの金融政策(利下げ開始時期)に関する思惑は交錯している。足元物価の落ち着きや、食品物価の先行き下落見通しなどを背景に、年内の利下げを見込む勢力がある一方で、電力価格大幅引き上げの可能性に対する警戒感や、上述ANC党首選までは政治的混乱がZAR急落(物価押し上げ要因)を誘う可能性を警戒し、少なくとも年明け以降までSARBは利下げを見送るとの見方もある。(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

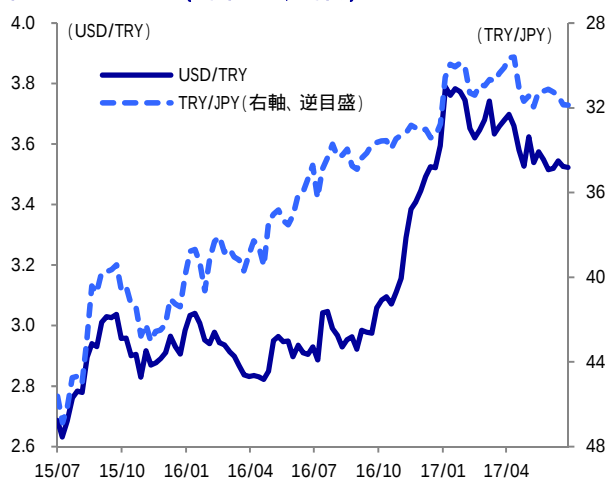
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



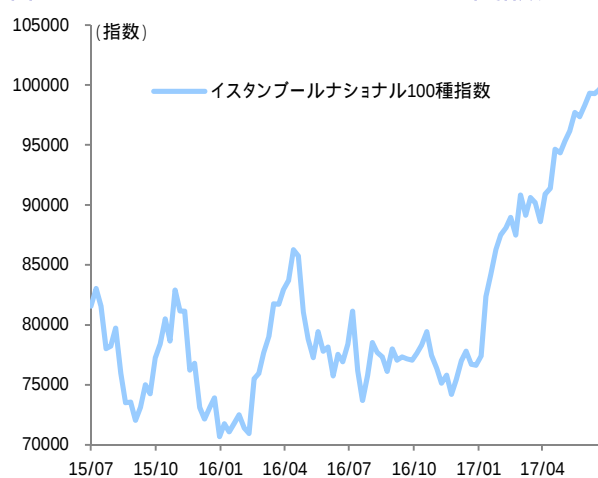
(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)： 足元の好環境が遠からず暗転する可能性を警戒

- ・ 6 月の TRY は、対 USD で昨年末来の高値水準の極めて狭い値幅に膠着。ただし、対 EUR や対バスケット(USD 0.5+EUR 0.5)の取り引き水準は(過去の推移との比較で)対 USD のそれほど高くはなく、TRY 高と言っても USD 安の影響を色濃く受けていた事実をうかがわせた。
- ・ USD 安の背景としては、2 日発表された米 5 月非農業部門雇用者数や平均賃金などの雇用関連指標が市場予想を下回った事実や、主要国で唯一利上げを続けてきたことによる USD 押し上げ効果の息切れなどが考えられた。
- ・ トルコ経済指標では、この間、5 月 CPI の(市場予想比)小幅上振れ(5 日)や 1～3 月期 GDP の大幅上振れ(12 日)などが注目を集めたものの、TRY の値動きに持続的な影響を及ぼすことはなかった。GDP の上振れを受け、14 日の欧州市場引け後までに TRY は対 USD で 6 か月ぶりの高値となる 3.4725 まで上昇したが、TRY の上昇は小幅、かつ一時的にとどまった。
- ・ 物価の頭打ち(引き続き高水準ではあるものの)や TRY の安定を受け、15 日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会に向けて市場予想は「全ての政策金利据え置き」でほぼ一致していた。実際、CBRT は後期流動性窓口金利を含む全ての政策指標金利を据え置き、同銀が市場に供給する資金の加重平均金利も、6 月を通して 12%割れの水準(11.94～11.98%)に維持した。
- ・ 予想外に高い成長率と足元 TRY 安定を受け、従来から存在するトルコ経済の問題点(高インフレや中銀金融政策に対する政治介入など)は忘れ去られた感もあるが、こうした状況が長続きするとは考えにくい。1～3 月期の高成長は内需(民需・公需)の貢献が大きかったが、長引く高インフレが遠からず個人消費を抑圧する可能性は高い。また、政府による投資や公務員賃金引上げなど財政出動による成長押し上げも、足元財政赤字の拡大基調と高金利を鑑みるに、今後も持続できるとは考えにくい。
- ・ 足元物価の頭打ちも、ベース効果や衣料品物価の算出方法変更などの要因に負うところが大きく、今年後半に向けてはこうした要因が逆に物価押し上げを招くと見込まれている。CBRT は今後も引き締め気味の金融政策を維持するものと見込まれるが、こうした姿勢が再び大統領周辺から非難を浴び、「中銀独立性の毀損→通貨安→物価上昇→利上げ→政治家による中銀批判」といった悪循環が再燃する可能性は大いに警戒される。(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 1～6月(実績)	SPOT	2017年 9月	12月	2018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)	6.7622 ~ 6.9640	6.7809	6.85	6.90	7.00	7.00	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8088	7.8078	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.581	65.5	66.0	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13348	13000	12850	12800	12600	12500
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1144.14	1130	1120	1110	1100	1090
マレーシアリンギ	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2928	4.15	4.10	3.95	3.85	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.624	50.470	49.0	48.4	48.3	47.5	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3709 ~ 1.4547	1.3768	1.41	1.38	1.37	1.36	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.429	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.81 ~ 36.01	33.93	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22731	22750	22650	22650	22400	22280
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	58.9000	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.0645	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ~ 3.9415	3.5213	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	3.3082	3.36	3.40	3.43	3.45	3.48
メキシコペソ	(MXN)	17.8090 ~ 22.0385	18.0913	18.50	19.00	19.00	18.50	18.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.565	15.91	15.51	15.14	15.00	14.86
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.384	13.97	13.75	13.66	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.739	1.66	1.62	1.64	1.64	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.842	0.838	0.833	0.828	0.833	0.832
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.801	9.65	9.55	9.55	9.55	9.54
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ~ 26.357	26.053	26.27	26.10	26.84	27.27	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.217	2.22	2.21	2.19	2.21	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.78	81.58	77.30	77.54	77.37	77.21	77.04
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.691	3.60	3.55	3.55	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.322	3.310	3.23	3.20	3.18	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4943	0.48	0.47	0.47	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.838 ~ 2.024	1.907	1.82	1.73	1.66	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.598	8.07	7.64	7.85	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.893	30.28	28.92	27.89	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ~ 37.450	33.950	32.44	31.47	30.90	30.43	29.89
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.317	6.208	5.89	5.63	5.58	5.68	5.78

(注)1. 実績の欄は2017年6月30日まで。SPOTは7月3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。4. 対円の見通し値は「中期為替相場見通し(6月30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	7.4	7.4	7.1	7.7	4.9	5.0	4.7	5.1	-1.1	-0.7	-1.8	-1.8
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3	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	4.2	5.2	4.6	2.1	2.1	2.3	2.7	2.9	2.1	2.3	2.2
フィリピン	6.1	6.9	6.5	6.7	1.4	1.9	3.0	3.2	2.6	0.2	0.4	0.4
シンガポール	1.9	2.0	2.5	2.9	-0.5	-0.5	1.2	2.1	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.9	3.2	3.3	3.4	-0.9	0.2	2.0	2.0	8.2	11.3	8.2	7.5
ベトナム	6.7	6.2	6.0	6.7	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

			現在 (%)	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	4.35	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	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	
マレーシア	翌日物金利	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50	3.25	3.50	
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00	
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	7.00	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。