

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：ドル売りの流れを受け新興国通貨は堅調に推移.....	2
中国人民元 (CNY)：4～6 月期 GDP は良好な結果に.....	3
インドルピー (INR)：RBI は様子見か.....	4
インドネシアルピア (IDR)：輸出の下振れは一時的.....	5
韓国ウォン (KRW)：明るい材料が目立つ.....	6
マレーシアリンギ (MYR)：緩やかな回復が続く.....	7
フィリピンペソ (PHP)：国際収支が 2 か月連続赤字に.....	8
シンガポールドル (SGD)：内需が経済成長の足かせに.....	9
タイバーツ (THB)：BOT は THB 高を牽制.....	10
ベトナムドン (VND)：SBV は 2014 年 3 月以来となる利下げ.....	11
ロシアルーブル (RUB)：硬軟材料の交錯で目先は膠着を予想.....	12
南アフリカランド (ZAR)：政治動向を見極めながら当面は様子見.....	13
トルコリラ (TRY)：引き続きトルコ側には不安要素ばかりが山積.....	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

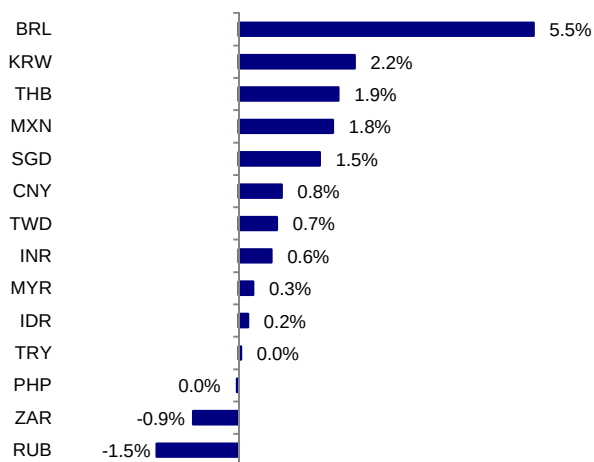
hidetoshi.honda@mhc.co.uk

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：ドル売りの流れを受け新興国通貨は堅調に推移

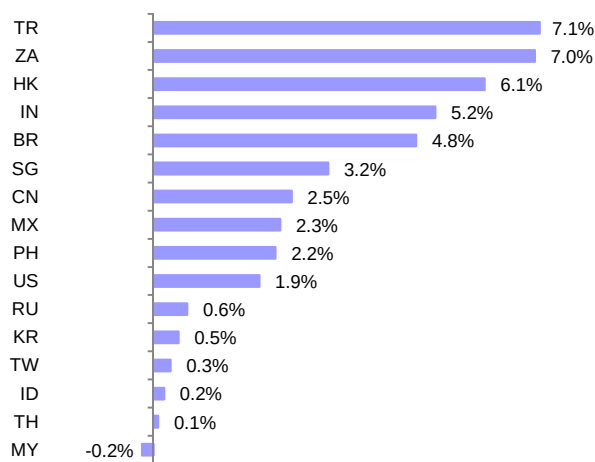
- 7月の新興国通貨は堅調に推移した。上旬の新興国通貨は横ばい推移となるも、中旬はイエレンFRB議長が議会証言でインフレ見通しの先行き不透明感に言及したことがハト派的と見られドル安が進むと上昇した。また、下旬はトランプ米大統領に対するロシア疑惑の捜査範囲拡大や、FOMC 声明文における物価情勢に対する評価の下方修正を受け、ドル売り優勢地合いが続き、新興国通貨は底堅く推移した。
- 新興国経済をけん引してきた輸出は堅調に推移するも伸びは鈍化しつつある。また、新興国6月総合PMIは51.5と景況判断の分かれ目である50を上回るも、5月(52.2)から悪化し2016年11月以来の低水準となった。新興国経済は以前と比べて力強さを失っているにも拘わらず、7月に多くの新興国通貨が上昇したのはドル売りの流れが強まった影響が大きい。
- 背景には、6月27日にドラギECB総裁が金融政策の正常化に前向きなメッセージを発信したことをきっかけに、米国以外の主要国に対する金融正常化期待が高まったことがある。
- 7月20日、ECB政策理事会後の記者会見でドラギ総裁は拡大資産購入プログラム(APP)の段階的な縮小(テーパリング)について秋に正式な議論を行うとした。経済情勢や物価動向が大きく変調しない限り、ECBがテーパリングに向けて動き出すことはほぼ確実な状況であり、8月24～26日のジャクソンホール経済シンポジウムにおけるドラギ総裁の講演内容次第では正常化期待が高まる展開も想定される。
- 米議会上院は医療保険制度改革法案(オバマケア)代替案を審議するため、共和党のマコネル上院院内総務は夏の休会開始日を7月29日から8月第3週まで遅らせることを示唆した。もっとも、上院共和党内の意見の隔たりは大きく、オバマケア代替案が決着する目処は立っていない。
- ECBを中心とした主要国の金融正常化期待の高まり、およびトランプ政権に対する失望感からドル売り優勢地合いが今後も続く可能性が高いため、新興国通貨は底堅い推移を予想する。
- 但し、欧米から厳しい経済制裁を課されるRUBやドイツとの政治的対立の激化が懸念視されるTRYなど、政治的リスクの大きさが意識される通貨は敬遠されるだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2017 年 7 月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率 (2017 年 7 月)

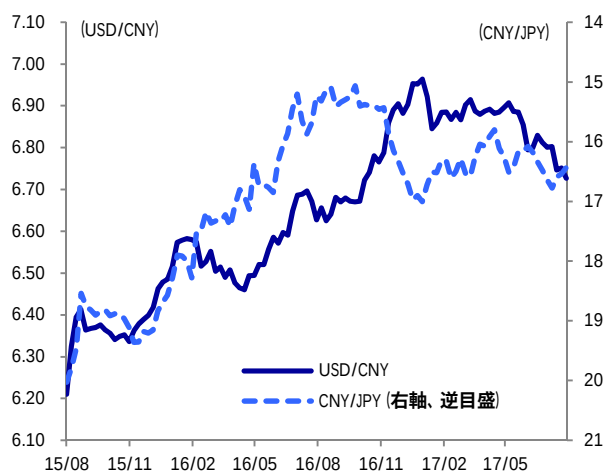


(資料) ブルームバーグ

中国人民幣 (CNY) : 4~6 月期 GDP は良好な結果に

- 7月のCNY相場は底堅く推移した。月初は6.80を挟んだレンジ内での値動きとなった。中旬はFRB高官のハト派発言などを背景にドル売りの流れが強まり6.74台まで上昇。月末にかけてもドル安基調が続いたことから、CNYは一時6.72台をつけるなど堅調に推移した。
- 7月17日に発表された中国4~6月期GDP成長率は前年比+6.9%と市場予想(同+6.8%)を上回る良好な結果となった。中国国家统计局は統計発表後に記者会見を開き、この8四半期の成長率(+6.7~6.9%)に鑑みれば4~6月期は高い成長率が実現されたとした。
- 同日発表された月次の主要経済指標では、1~6月期の固定資産投資が前年同期比+8.6%と横ばいになる一方、1~6月期の小売売上高は前年同期比+10.4%と5か月連続で加速した。4~6月期の実質可処分所得は前年比+7.3%と2四半期連続で改善しており、こうした良好な所得環境が消費の回復に繋がった模様だ。
- 足許は堅調な中国経済だが、先行きについては不透明感が燦々。14~15日に開催された全国金融工作会议において、習近平国家主席は金融リスクの抑制に取り組む姿勢を見せた。
- 1~3月期の貸出金利(加重平均)は5.53%と2016年10~12月期(5.27%)から0.26%ポイント上昇したものの、代表的な調達金利である上海銀行間取引金利(Shibor、3か月物)が同時期に1.59%ポイント上昇(2016年9月末:2.80%→2017年3月末:4.39%)したことと比較すれば小幅に止まっている。今後、引き締め的な金融政策が維持される公算が大きい中、調達金利に合わせて貸出金利も上昇するようであれば、中国経済が減速に向かう可能性は高まるだろう。
- 19日、米中包括経済対話が開催されたものの、貿易不均衡の解消策について両国は合意できず、共同声明の発表は見送られた。米国側は中国の鉄鋼が第三国を経由して米国に流れ込んでいると不信感を強めており、今後は鉄鋼輸入に関して数量制限や関税の引き上げが実行される恐れがある。
- 当面の中国経済は底堅く推移し、CNYはレンジ内での値動きとなるだろう。但し、引き締め的な金融政策により景気下押し圧力が強まる可能性があるため、下落リスクは引き続き大きいと考える。(佐々木貴彦)

図表 3: 中国人民幣相場 (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

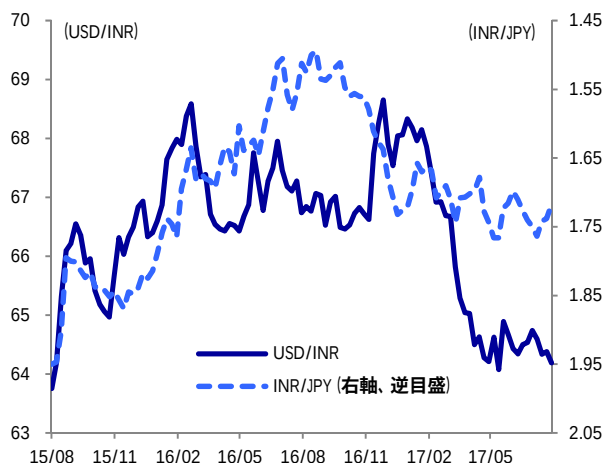


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : RBI は様子見か

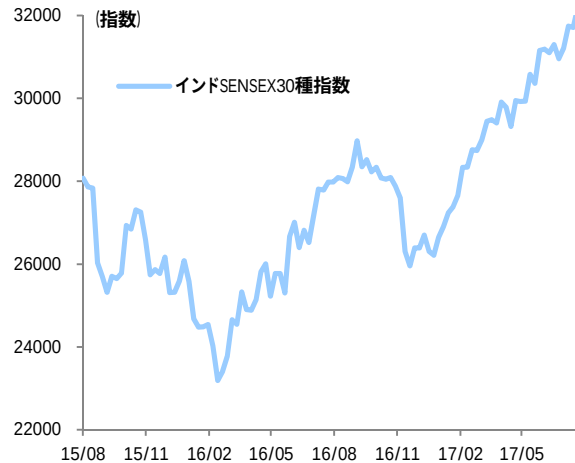
- 7月のINR相場は上昇した。月前半は、米6月雇用統計の結果を受けたドル売りにINRは上昇。その後も月半ばにかけてインド株が断続的に過去最高値を更新したほか、6月消費者物価指数(CPI)上昇率が鈍化し、利下げ期待が強まると債券への資本流入が活発化したこともINRを押し上げた。月後半は、FOMC後のドル安を背景にINRは一段と上昇し、約2か月ぶりの高値まで上昇した。
- 5月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+1.7%と、4月の同+2.8%(同+3.1%から下方修正)から低下した。内訳をみると、インフラ/建設財は同+0.1%と伸びが鈍化し、資本財は同▲3.9%とマイナス幅が拡大した。他方、耐久消費財は同▲4.5%と4月(同▲5.4%)からマイナス幅が縮小し、非耐久消費財も同+7.9%と高めの伸びを維持している。
- 6月製造業PMIは50.9と2か月連続で低下した一方、6月非製造業PMIは53.1と5月の52.2から上昇し、2016年10月以来の高水準となった。また、6月二輪車販売は前年比+4.0%と5月の同+11.9%から伸びが鈍化したものの、均してみれば加速している。
- 6月のCPI上昇率は前年比+1.5%と、5月の同+2.2%からさらに減速し、インド準備銀行(中央銀行、RBI)のインフレ目標(+4%±2%)の下限を下回った。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+4.0%と、5月の同+4.3%から低下した。
- RBIは6月の金融政策委員会(MPC)において、それまでの中立スタンスを維持する一方で、物価見通しを大幅に下方修正するなどタカ派姿勢を弱めた。外部委員のドラキア氏が50bpの利下げを主張し反対票を投じたが、その後発表されたCPIが2か月連続で予想を下振れたことで、ドラキア氏の主張に賛同する委員が出てくる可能性がある。もっとも、インフレ鈍化は前年の水準が高かった野菜価格の押し下げ(ベース効果)が主因であり、8月以降はベース効果が剥落することでインフレが緩やかに加速する見通しである。RBIは25bpの利下げを決定するとともに中立スタンスを維持するとの選択肢もあるが、政策の一貫性という意味では様子見しても良いのではないかと。
- 8月の利下げを織り込む動きが進む中、金利据え置きとなれば資本流出を背景にINR売りが一時的に強まるだろう。その後は、ドル安地合いが続く中、INRは緩やかな上昇を予想する。(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

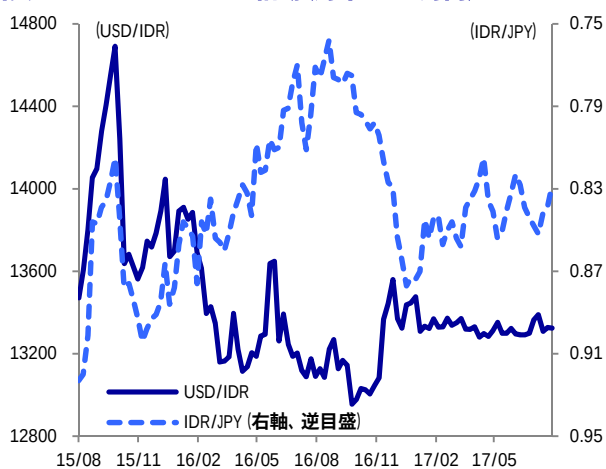


(資料) ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : 輸出の下振れは一時的

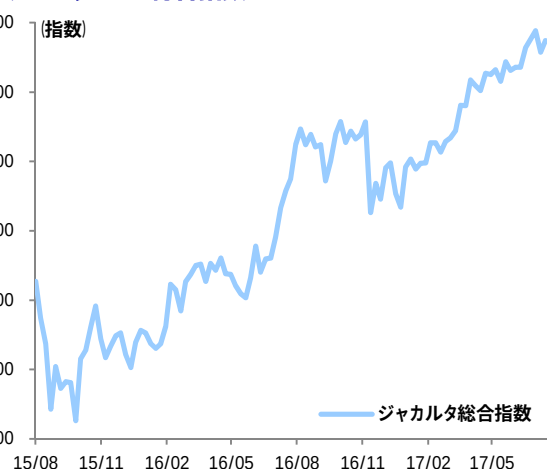
- 7月のIDRは一時軟化するも値を戻す展開。ECB政策理事会を背景に世界的な金利上昇を受け、一時13400台まで軟化した。しかし、月半ばには13300台まで値を戻し、月末は同水準で越月した。
- 7月13日に発表されたインドネシア6月輸出は前年比▲11.8%と5月(同+24.6%)からマイナスに転じた。また輸入も同▲17.2%と5月(同+23.6%)からマイナスに転じ、輸出入ともに2016年9月以来のマイナスとなった。これはラマダン明けの大祭(レバラン)要因による一時的なものだろう。昨年は6月上旬から断食月が始まり、レバランは7月上旬だったが、今年はラマダンが5月下旬からとなり、レバランが6月下旬だったことにより、トラックの輸送規制が6月下旬にずれ込んだことが影響したとみられる。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.4%と5月(同+4.3%)から僅かに加速したが、インフレ目標(+3~5%)内に収まっている。コアCPIも同+3.1%と5月(同+3.2%)から減速するなどインフレが落ち着いている中、インドネシア中央銀行(BI)は20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。
- 声明文では、国内経済は回復しているものの、消費が弱い当初見込んだほど2017年は強くないと述べた。一方で、投資は増えているとした。BIは引き続き、FRBのバランスシート正常化や国内の銀行再編などのさまざまなリスクを監視していると表明した。しかし、インフレ加速のリスクについては言及しなかった。緩やかに経済が回復し、インフレも目標範囲内にあるため、当面BIは政策金利を据え置くだろう。
- インドネシア政府はシンガポールにあるインドネシア国民の海外逃避資産の総額が600兆ルピアを上回るとみて、今後徴税を強化する方針だ。海外逃避資産の国内還流や税収増を目的としたタックス・アムネ스티(租税特赦)制度が3月に終了してから徴税額が停滞している。2017年1~6月期の税収は510兆2400億ルピアだったが、今年目標額1310兆ルピアのうち39%にとどまった。
- FRBの金融正常化に対する期待を背景に年内のIDRは上値が重い展開が続くと予想する。その後はFRBのハト派化や米景気の軟化を受けてドル売りが強まるに連れ、IDRは上昇するだろう。(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

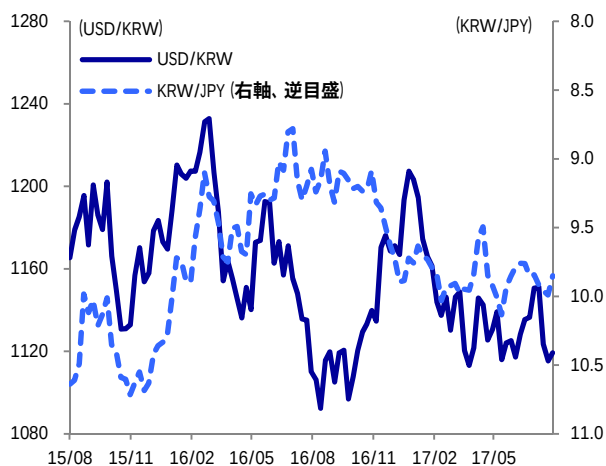


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン (KRW) : 明るい材料が目立つ

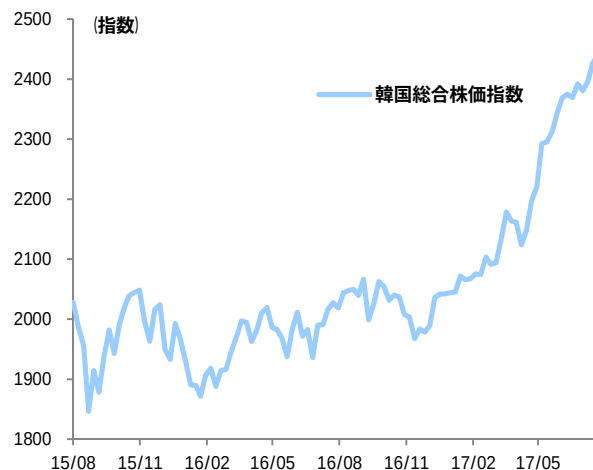
- 7月のKRWは大きく上昇。月初は北朝鮮情勢が緊迫する中、1140台前半から1150台後半まで値を下げた。しかし、FRB高官のハト派発言などを背景に米金利が低下すると、KRWは1130台前半まで反発。さらにトランプ大統領のロシア疑惑の強まりを背景にドル売り優勢の展開になると、1110台前半まで続伸した。月末にかけても1120近辺で堅調に推移した。
- 7月27日に発表された4～6月期GDPは前期比+0.6%と1～3月期（同+1.1%）から減速した。消費者マインドの改善を背景に民間最終消費支出（1～3月期：同+0.4%→4～6月期：同+1.0%）が加速した。
- 一方、輸送機器や石油・化学製品を中心に輸出が減少（前期比▲3.0%）したことを受け、純輸出の寄与度が前期比▲1.1%ポイントとマイナスになった。また、建設支出の大幅な減速により総固定資本形成（1～3月期：同+4.9%→4～6月期：同+2.2%）の伸び幅が大きく縮小したことも、経済全体の重石となった。
- 22日、韓国国会は約11兆ウォンの補正予算を可決した。イ・チャヌ企財部次官補は同予算の執行により2017年の成長率は+0.2%ポイント引き上げられると述べた。
- 世界的なITサイクルの改善を受け、韓国の主要な輸出品である半導体の輸出は上半期に436億ドルと前年同期比+51.9%と大幅に伸びた（産業通商資源部集計）。半導体メモリの価格が高騰するなど、半導体市場は需要超過の状態が続いており、今後も半導体の輸出は力強い伸びが期待できる。
- 韓国政府は補正予算の可決や予想以上に好調な輸出を受けて、2017年の成長見通しを+2.6%から+3.0%に上方修正し、2018年も+3.0%と2014年（+3.3%）以来となる+3%台の成長が続くとの見通しを発表している。
- なお、文政権は外交で大きな課題を抱えている。12日、米通商代表部（USTR）は米韓自由貿易協定（FTA）の見直しに向けた協議の開始を韓国政府に要求した。また、中国は地上配備型ミサイル迎撃システム（THAAD）の配備撤回を求めて、韓国に圧力をかけている。
- 政府支出の拡大および輸出の底堅い伸びを背景に韓国経済は堅調に推移するだろう。また、トランプ政権に対する失望や米利上げ期待の後退を背景にドル売りが進んでいる状況を踏まえれば、当面のKRWは底堅い値動きを予想する。（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

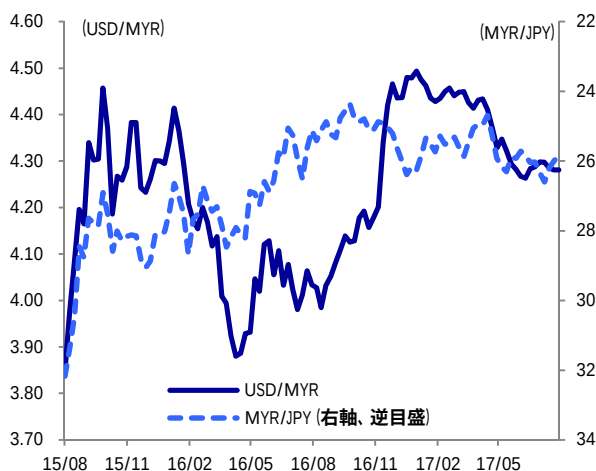


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ (MYR)：緩やかな回復が続く

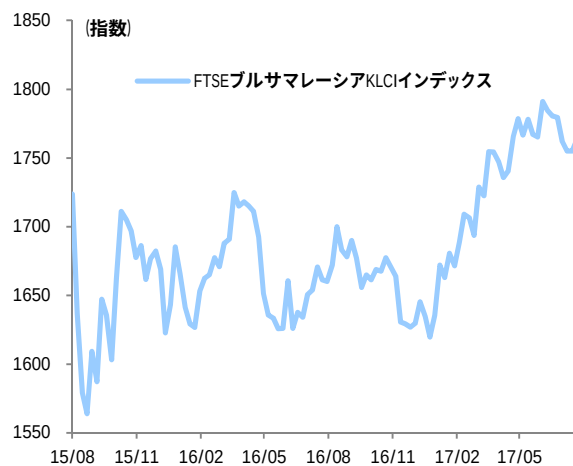
- 7月のMYRは小幅な値動きにとどまった。月初4.29台で推移していたが、冴えない米経済指標やトランプ政権への政治的不透明感を背景にドルが軟化すると4.28台まで値を伸ばし、月末は同水準で越月した。
- マレーシア経済は緩やかな回復が続いている。7月7日に発表されたマレーシア5月輸出は前年比+30.4%と4月(同+20.4%)から大幅に加速し、6か月連続の2桁の伸び率となった。内訳をみると、主力の電子・電気機器をはじめ大半の項目が増加した。また輸入も同+30.4%と4月(同+24.7%)から伸び率を拡大し、7か月連続で2桁の伸び率を維持している。
- 12日に発表された5月鉱工業生産も前年比+4.6%と4月(同+4.2%)から加速し、市場予想(同+4.1%)も上回った。内訳をみると、製造業が同+7.2%と4月(同+6.7%)から加速した。また電力業も同+2.5%と4月(同▲1.5%)からプラスに転じる一方、鉱業は同▲2.3%と4月(同▲2.0%)からマイナス幅が拡大した。
- マレーシア中央銀行(BNM)は13日に金融政策決定会合を開催し、政策金利を3.00%に据え置いた。先進国の不透明な政治情勢や、地政学と金融市場の不安定化や商品価格の急激な変動をリスクとする一方、世界経済の成長見通しの改善を踏まえると、輸出の好調が経済成長をけん引するとの見方を示した。インフレ圧力は和らいだとし、インフレ率は年後半も減速する見込みであるとした。会合後に発表された6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.6%と5月(同+3.9%)から鈍化した。景気が回復する中、インフレ圧力は後退しているため、BNMは当面政策金利を据え置くだろう。
- 2018年8月下旬が期限となっている総選挙が2018年3月頃実施されとの見方が出てきた。年初は、総選挙が年内に行われるとの見方が強かったが、10月27日に2018年度予算案の発表、同じ10月に中国の習近平・国家主席の公式訪問など、国政を取り巻く大規模行事が多数控えている。総選挙の実施時期についてナジブ首相は言及していないが、2017年末までは安定した政治情勢が続く可能性が高いだろう。
- FRBの金融政策正常化に伴いMYRは一時的に軟化する局面もあるだろうが、政治情勢が安定する中、国内経済の底堅い伸びも相俟って、来年にかけては堅調に推移すると予想する。(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

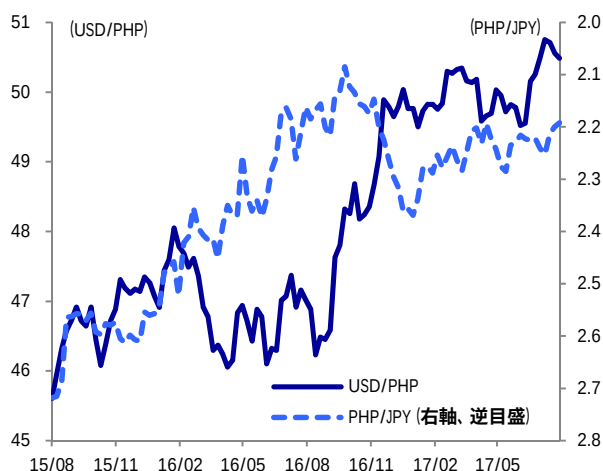


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ (PHP) : 国際収支が 2 か月連続赤字に

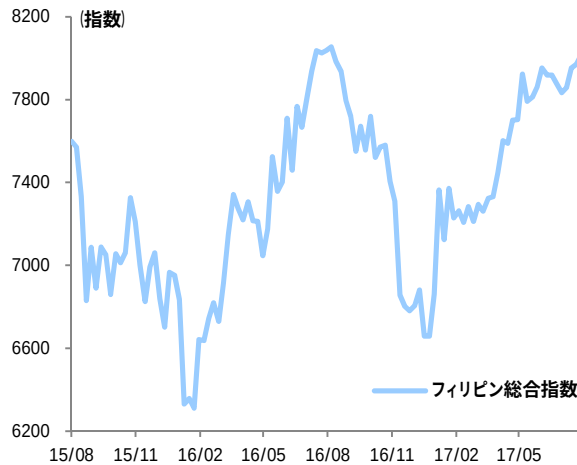
- 7 月の PHP は一時軟化するも値を戻す展開。月初 50.40 台で推移していたが、フィリピン 5 月貿易収支の結果を受け、50.90 台まで下落した。月後半はドルの軟化を背景に 50.50 台まで戻し、50.40 台で月末の取引を終えた。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者 (OFW) 送金は、5 月は前年比 +5.5% と 4 月 (同▲5.9%) に続きプラスに転じた。1~5 月期でみると同+4.5% と堅調に推移しており、世界経済の回復が OFW 送金の下支えとなるだろう。
- フィリピン中央銀行 (BSP) が発表した 6 月国際収支は▲5.69 億ドルの赤字となり、5 月 (▲5900 万ドル) から 2 か月連続の赤字となった。BSP のギニグンド副総裁は「6 月の国際収支は、企業の米ドル買い需要の高まりが中銀の為替介入に影響したことに加え、政府の債務返済で赤字が膨らんだ」と述べた。また、6 月の貿易収支の詳細をまだ発表していないとした上で、輸出が回復しているが、経済成長による内需の拡大で輸入が増加していることも赤字拡大に影響しているとの見解を示した。
- 6 月消費者物価指数は前年比+2.8% と 5 月 (同+3.1%) から減速し、2 か月連続で鈍化した。政府のインフレ目標 (+2.0~4.0%) の中心値を下回り、インフレへの警戒感は薄れたことにより、BSP が利上げに踏み切る可能性は低下した。実際、BSP のエスペニリヤ総裁は「6 月のインフレ率が低下したことで、金融政策の選択の余地が広がった」と述べている。
- ドゥテルテ大統領は 18 日にミンダナオ地方全域に布告した厳戒令を年末まで延長するよう議会に要求した。厳戒令の有効期限は 7 月 22 日までだったが、期限内にイスラム過激派の反乱が収束しないためだ。引き続き地政学リスクはフィリピン経済の重石となる可能性があるだろう。
- ドゥテルテ大統領は 24 日に就任 2 年目の施策方針演説を行った。麻薬戦争をやり遂げる方針を表明したほか、温暖化やマニラの交通渋滞の緩和、南シナ海の領有権問題、連邦制への移行などについて述べた。また、1800 億ドル規模のインフラ投資への資金確保意に向け、税制改革を可決するよう上院に対して要請を行った。
- 国際収支の赤字拡大を受け PHP は一時弱含むも、税制改革可決への期待などを背景に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

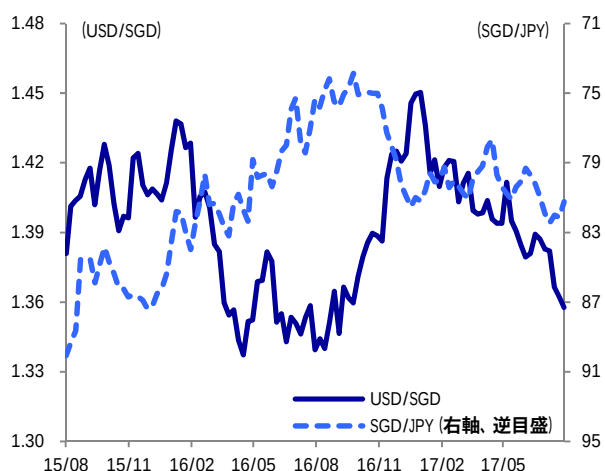


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル (SGD) : 内需が経済成長の足かせに

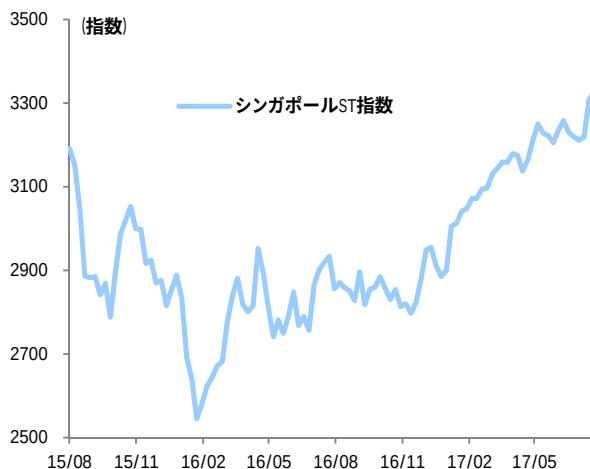
- ・ 7 月の SGD 相場は上昇した。月初の SGD は 1.38 台で小動きとなるも、中旬は FRB 高官からのハト派発言などを背景に 1.37 近辺まで上昇。その後も、トランプ米大統領のロシア疑惑の強まりからドル売りの流れが加速すると、1.36 台前半まで続伸した。月末にかけては 1.35 台後半で堅調に推移した。
- ・ 7 月 14 日に発表された 4～6 月期 GDP は前年比+2.5%と 1～3 月期から伸びは横ばいとなった。製造業(同+8.0%)は高水準の伸びを維持し、サービス業(同+1.7%)が 2 四半期連続で加速する一方、建設業(同▲5.6%)が 2 四半期連続で前年比マイナスを記録した。
- ・ シンガポール経済は外需が堅調に推移する一方、内需が弱含むという構図が続いている。
- ・ 17 日に発表された 6 月石油を除く地場輸出は前月比▲2.7%と 5 月(同+9.4%)から減速した。もともと、輸出額は 145 億ドルと 1～5 月期の平均値(147 億ドル)とほぼ変わらず、また前年比で見れば+8.2%とプラス成長となっている。
- ・ 一方、3 日に発表された 4～6 月期の民間住宅価格は前期比▲0.3%と 15 四半期連続でマイナスの伸びとなった。また、12 日に発表の 5 月小売売上高は前月比▲1.0%と 4 月(同+1.7%)から減少するなど、内需関連の経済指標は冴えない結果となっている。
- ・ 24 日に発表された 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.5%と 5 月(同+1.4%)から減速し、シンガポール金融管理局(中央銀行、MAS)が注目するコア CPI(宿泊費・運送費を除く CPI)も前年比+1.5%と 5 月(同+1.6%)から伸び幅が縮小した。
- ・ 景気に過熱感が見られず、コア CPI も MAS の目標(同+1.0%～2.0%)内で推移しているため、次回の会合(10 月予定)では現状の金融政策が維持される公算が大きい。
- ・ MAS の金融政策が維持される可能性が高い中、SGD は米国を中心とした国外要因に大きく左右されるだろう。米経済指標が力強さを欠き、トランプ政権に対する失望感が拡がる中、ドル売り優勢の展開は続くと考えられるため、SGD は底堅い値動きを予想する。(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

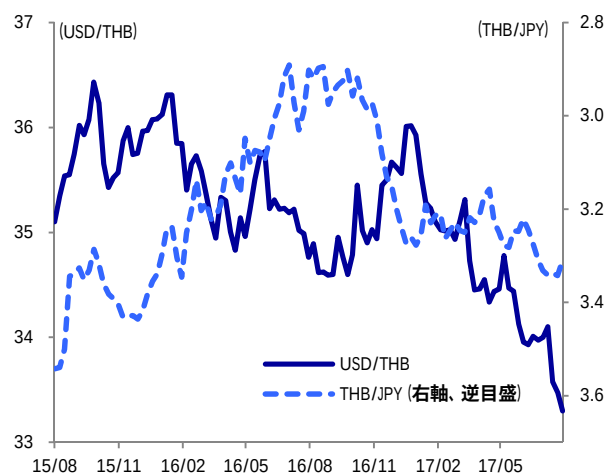


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ (THB) : BOT は THB 高を牽制

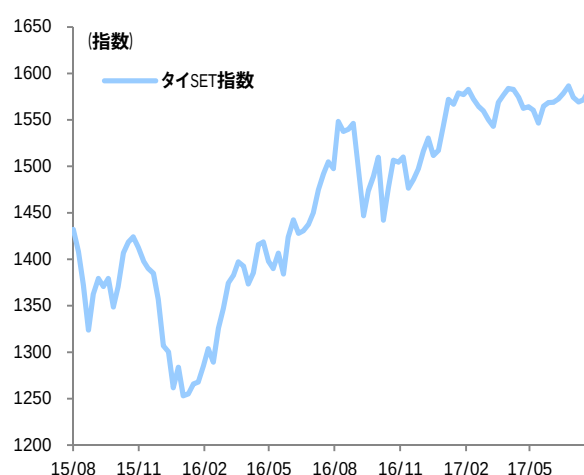
- 7月のTHBは上昇した。月初は33.90台で推移していたが、月中旬に発表された米経済指標の冴えない結果に加え、トランプ政権の政治的不透明感とFOMC声明文がドルの重石となり、THBは一時33.20台まで強含んだ。
- タイ経済は緩やかな回復が続いている。7月20日に発表されたタイ6月輸出(通関ベース)は前年比+11.7%と5月(同+12.7%)から減速したが、2か月連続で2桁の伸び率となった。また輸入も同+13.7%と5月(同+18.4%)から伸び率は低下したが、10か月連続でプラスとなっている。
- 5月来訪者数は前年比+4.6%と4月(同+7.0%)から減速したが、3か月連続でプラスとなった。一方、6月消費者信頼感(5月:76.0)と2か月連続で低下している。主要農作物の価格低下が重石となった模様だ。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.05%と5月(同▲0.04%)から僅かにマイナス幅が拡大した。前年に干ばつによる生鮮食品の高騰で高水準であったベース効果の影響が背景にある。インフレ率がタイ中央銀行(BOT)の目標(+1~4%)を下回る中、5日にBOTは17回連続で政策金利を据え置いた。
- 声明文では、成長見通しは一段と改善したと述べ、幅広い品目・国への輸出が拡大していることが見通しの改善に寄与しているとした。一方、依然としてタイ経済は米国の経済・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(5月24日)と同様にTHBはアジア地域の通貨に沿った動きをしていると指摘するとともにBOTは引き続き短期的な資金流出を注視するとの文言を付け加えた。
- なお、BOTは今会合で成長見通しを2017年は+3.4%から+3.5%に、2018年は+3.6%から+3.7%にそれぞれ引き上げた。他方、インフレ率見通しは、2017年は+1.2%から+0.6%、2018年は+1.9%から+1.6%に下方修正した。
- BOTのスパボンス副総裁は25日に「THBは地域の通貨の動きと一致しているものの、最近の上昇はかなり急速だ」と、THB高への懸念を表明し、BOTは市場動向に注視していく姿勢を示した。
- タイ経済の緩やかな回復、安定した経常黒字と政治情勢を背景に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

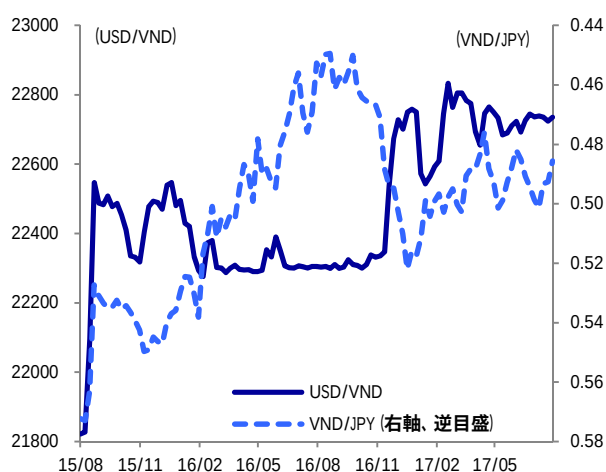
図表 18: タイ SET 指数



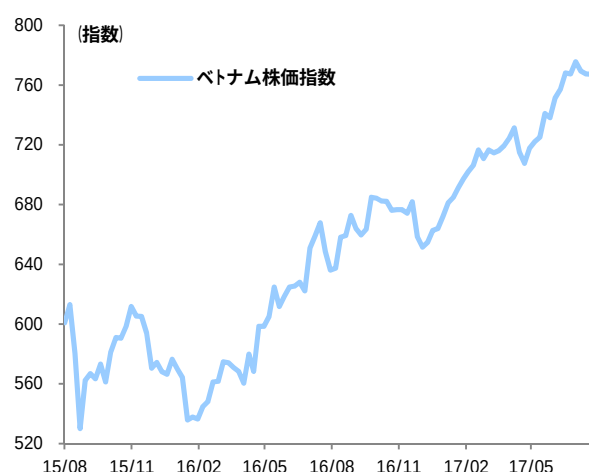
(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン (VND) : SBV は 2014 年 3 月以来となる利下げ

- 7 月の VND 相場は狭いレンジ内で推移した。月初は 22730 近辺でオープン後、22750 近辺まで下落。しかし、ドル売りの流れが強まったことを受けて、22720 近辺まで反発した。月末にかけては 22730 を中心としたレンジ内での値動きとなった。非公式レートは 22740 近辺で取引を開始し、一時 22840 近辺まで下落するも、月末にかけては 22770 近辺で安定推移した。
- 7 月 7 日夜にベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)は主要政策金利であるリファインスレート(6.50%→6.25%) およびディスカウントレート(4.50%→4.25%)を 10 日から 25bp 引き下げると発表した。利下げは 2014 年 3 月以来となる。5 月に SBV のフン総裁は現状の金利水準は適切であると述べ、6 月にホン副総裁もインフレ率の抑制が SBV の優先事項と発言していたため、利下げの発表はサプライズだった。
- ベトナムの 1～6 月期 GDP は前年同期比+5.7%と政府目標(+6.7%)を大きく下回るも、フック首相は目標達成を諦めない姿勢を示した。また、18 日にベトナム計画投資省は経済政策の策定に当たり 2018 年の GDP は+6.4%～6.8%を前提するとしており、政府としては昨年実績(+6.2%)を上回る成長を継続的に実現したいとの思いが強かった模様だ。
- しかしながら、政府の公的債務残高は国会で設定した上限を超えており、財政出動は困難な状態に置かれていた。かかる状況下、6 月消費者物価指数(CPI)が前年比+2.5%と 1 月(同+5.2%)から大幅に減速したことも踏まえ、SBV は景気浮揚を図るため利下げを決断した模様だ。
- 1～5 月期における与信の伸びは前年末比+6.5%と過去 2 年の最速ペースで拡大するなど、SBV は既に与信抑制から促進方向に政策を転換していた。それに伴い消費を中心にベトナム経済は加速しており、今回の利下げを受けて成長ペースは速まると考える。
- なお、ベトナム政府は不良債権比率を 3.0%以下(2017 年 3 月末時点: 2.6%)に抑制するとしており、与信が伸びるとともに不良債権比率が上昇するようであれば SBV は金融政策スタンスを変更するだろう。
- トランプ政権に対する政権運営能力に対する失望や米景気軟化への懸念を背景にドル安の流れが続くと考えられるほか、ベトナム経済の成長ペース加速も相俟って VND は底堅い値動きが続くと予想する。(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

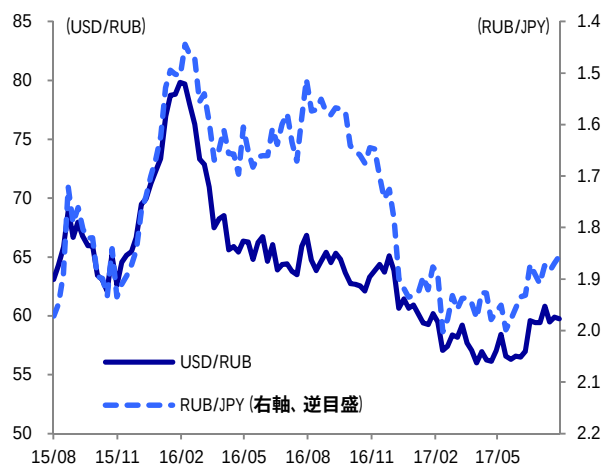
図表 20: ベトナム株価指数

(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル (RUB) : 硬軟材料の交錯で目先は膠着を予想

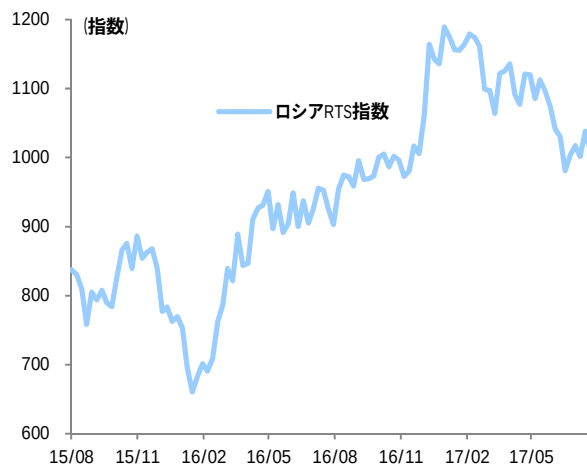
- 7月のRUBは、比較的狭い値幅を激しく上下動。月前半の急落で11日には対USDで今年1月4日以来の安値となる61.00まで下落した。
- 月初の原油上昇にRUBはむしろ軟調推移したり、24～25日の原油急騰を無視してRUBが下落するなど、原油とRUBの連動は著しく希薄に見えた。
- 全体を通して振り返ると、7月はUSD急落の月と言えた。ECBによる金融緩和撤回観測が強まる一方で、イエレンFRB議長の姿勢が従来ほど追加利上げに積極的でないと読まれたり、米共和党が健康保険関連法案の代替を断念したことでトランプ大統領の経済政策運営手腕に疑念が強まったりしたことなどが、EURなど主要通貨に対するUSDの下落を誘った。
- RUBが原油価格動向からもUSD全般の下落からかき離れた値動きを見せた局面は主に2回あった。最初は11日に発表されたロシア4～6月期経常収支速報値が2013年7～9月期以来の赤字を示した局面で、ここでRUBは上述の通り1月来の安値を記録した。
- もうひとつは24日のRUB急落。米下院におけるロシア追加経済制裁導入の可能性が高まったことがきっかけとなった。
- 28日、ロシア中銀(CBR)は市場の過半の予想通り政策金利を据え置いた。
- RUBは当面方向感を欠いた横這いを予想。連動は薄れたとは言え、目先、原油価格の堅調推移が見込めるのはRUB下支え要因になるものと思われる。米国内原油・ガソリン在庫が足元減少を続ける一方、ナイジェリアへの産油量制限導入やサウジアラビアの追加減産の可能性が浮上するなど、原油価格は需給両面から堅調推移が見込める。
- 一方で、ロシア当局者が原油価格との比較で、現状よりもRUB安を志向している点は引き続き中期的なRUB押し下げ要因。今月、ロシア財務省が公表した経済見通しは、45.6ドル/バレル(2017年通年平均)と低めの原油価格を前提とするものの、USD/RUBの予想(同)を64.2としていた。2018年～20年の予想も、それぞれ40.8、41.6、42.4と低めの原油価格を前提に69.8、71.2、72.7といったRUB安進行を見込んでいる。
- CBRの金融政策は、期待インフレ率動向が今後の鍵を握ると思われるが、当面の利下げ継続は市場に織り込まれており、状況に早晚大きな変化がない限り、RUBの値動きに影響する可能性は当面想定できない。(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

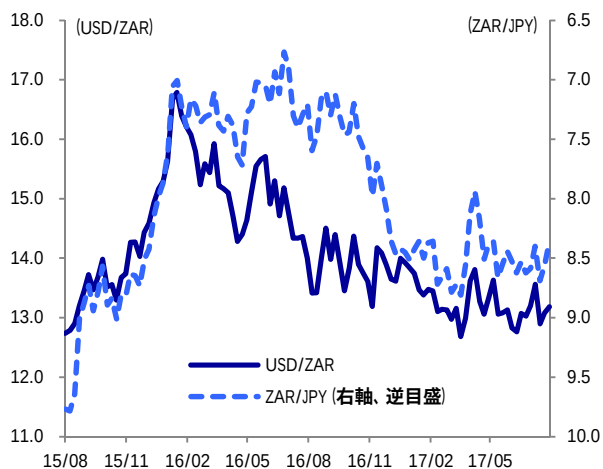


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド (ZAR)：政治動向を見極めながら当面は様子見

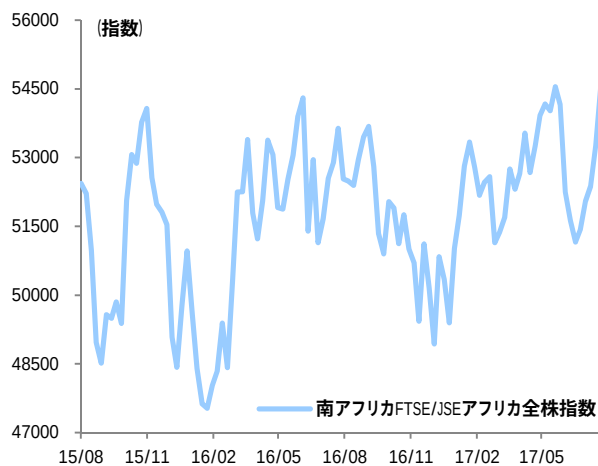
- 7月のZARは月央までに急落、そして反発。月後半は対USDで13を挟んだ狭い値幅に膠着した。月初のZAR下落は主に南ア国内政治の混乱を嫌気した値動きと考えられた。6月30日～7月5日に開催された与党アフリカ民族会議(ANC)政策大会からは、さまざまな雑音が聞こえてきた。①南ア準備銀(SARB)の政策目標を変更するための憲法改正案(30日)、②南ア航空(SAA)に対する政府資金支援実施の報告(1日)、③ズマ大統領が「補償金なしの土地接收」に積極的な姿勢を示したこと(5日)などが目を引いた。
- ①はズマ大統領周辺に及ぶ「政府の私物化」疑惑の捜査を攪乱する狙いと読まれ(一時だがSARBの国営化も遡上に乗った)、②は財政垂れ流しに対する懸念を深め、③は有権者の大半を占める黒人の歓心を買うためにズマ大統領が掲げる「革新的な経済刷新」の一環と位置付けられた。
- 月央にかけてのZAR反発には、5月製造業生産(11日)、5月鉱業生産(13日)、5月小売売上高(19日)など、発表された南ア経済指標が軒並み市場予想を上回り、「6月指数が余程下振れしない限り、(それぞれのセクターが)4～6月期GDPにプラス寄与する」との見通しが好感された。
- 20日、SARBは政策金利を7.00%から6.75%に引き下げた。足元(4月以降)CPIの下振れなどを背景に、利下げ開始は「時間の問題」と見られていたものの、2012年7月来の利下げは相応の驚きを誘った。ただし、ZARの反応は緩慢で、利下げ発表直後に小幅売り込まれた程度だった。
- SARBは利下げ発表と同時に物価見通しを大幅に引き下げ(通年平均で2017年+5.7%→+5.3%、18年+5.3%→+4.9%、19年+5.5%→+5.2%)、それを受け市場は従来以上の大幅利下げを織り込み始めている。従来以上の利下げ期待が、南ア実質金利の見通しを(従来よりも)引き下げることにできれば、とりわけ先進国における金融引き締めが進行する現状で、ZARにとって重石になる可能性は警戒される。
- 引き続き最大の関心は政治状況にあり、まずは8月8日に予定されるズマ大統領不信任投票に注目。現時点で不信任成立の可能性は低いと見られているが、12月のANC党首選前に、10月の中期予算政策声明(MTBPS)でギガバ財務相がどこまで財政健全化にむけた姿勢を堅持できるかで、ズマ大統領の影響力の盛衰を推し量ることができるのではないか。(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

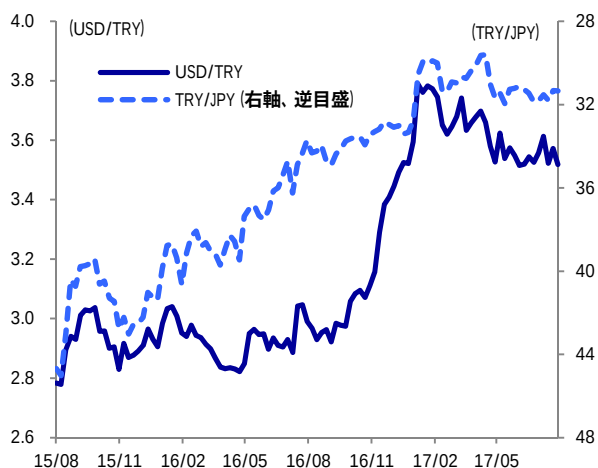


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY)：引き続きトルコ側には不安要素ばかりが山積

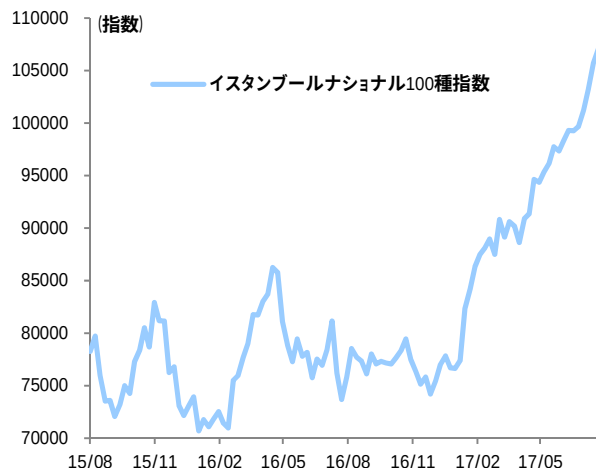
- 7月のTRYは、月前半に下落後、反発。その後対USDでは狭い値幅での膠着となった。7月を振り返って、対USDでこそ概ね横這いに終わったが、対EUR、対円などでは水準を切り下げた。これは主要通貨に対してUSDが売り込まれた一方、そのUSDと一緒にTRYも軟調推移を続けた結果と言えたが、こうした値動きは新興市場通貨全般に共通していた。
- USD安は、イエレンFRB議長が従来ほど追加利上げに積極的でないと読まれたり、米共和党が医療制度改革法案の代替案を断念し、トランプ大統領の経済政策運営に対する不信感が強まったりしたことなどが要因視された。
- トルコ側の要因では、ドイツとの関係悪化がTRY安要因として注目された。両国の確執は、シリア・リビアなどからの移民問題、トルコ国内ドイツ空軍基地への独議員アクセス権の問題、トルコ国民投票前のドイツ国内キャンペーン禁止問題など根深い。かかる状況下ハンブルグで開かれたG20(6～7日)の際に両国間の関係改善になんの進展も得られなかったことや、独人権運動家のトルコ国内における逮捕拘禁を受け、ガブリエル独外相が20日に「ドイツ国民はトルコにおける独善的な逮捕から安全ではなくなった」と述べたことなどが注目を集め、TRY売り要因視された。
- トルコ中銀(CBRT)は27日、政策金利を全て据え置き、金融引き締め姿勢を維持すると発表した。こうした決定は市場の予想通りだった。
- エルドアン大統領がカタールと湾岸諸国との紛争の仲裁に積極的な点は評価できる。ただし、カタール、ロシア、イランなどに接近する一方、米、ドイツ(EU)などとの対決姿勢を深めている点は大いに懸念される。ドイツはトルコにとって最大の貿易相手国であるだけでなく、直接・証券投資や観光客の供給源としても最も重要な国のひとつ。対立の長期化はトルコ経済にもTRYにも小さくない悪影響を及ぼすはずだ。
- 引き続きTRY動向は「小康状態」にあるとの認識。トルコ物価は、ベース効果などから目先もう一段の減速も予測されるが、その後再び加速すると見込まれている。エルドアン大統領周辺やトルコ政府はCBRTの高金利維持に激しい非難を続ける一方、財政出動による景気浮揚を図っているが、今年度の国債発行額は既に年間計画の全額に迫っている。ひとつ歯車が狂えば、物価高騰と長期金利上昇、財政赤字ファイナンスの困窮とリラ安など一気に悪循環に陥る可能性が懸念される。(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 1～7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)	6.7213 ～ 6.9640	6.7266	6.80	6.80	6.90	6.90	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ～ 7.8142	7.8107	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ～ 68.388	64.188	65.0	66.0	64.5	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ～ 13496	13325	13280	13350	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ～ 1211.78	1119.32	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリンギ	(MYR)	4.2505 ～ 4.5002	4.2813	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ～ 50.959	50.487	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3543 ～ 1.4547	1.3566	1.37	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ～ 32.447	30.213	30.30	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.27 ～ 36.01	33.30	33.7	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ～ 22846	22735	22800	22650	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ～ 61.7190	59.7548	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ～ 13.9810	13.1816	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4754 ～ 3.9415	3.5204	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	3.1254	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ～ 22.0385	17.8140	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	16.426	16.03	15.74	15.51	15.22	15.07
香港ドル	(HKD)	13.911 ～ 15.291	14.122	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ～ 1.783	1.719	1.68	1.62	1.66	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ～ 0.880	0.828	0.821	0.801	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ～ 10.201	9.853	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ～ 26.636	25.837	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ～ 2.377	2.192	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ～ 82.67	81.31	79.56	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ～ 3.784	3.651	3.60	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ～ 3.356	3.313	3.23	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ～ 0.5213	0.4856	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)	1.832 ～ 2.024	1.847	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ～ 8.978	8.371	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ～ 33.476	31.298	30.28	28.92	28.16	26.92	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	32.573 ～ 37.450	35.293	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ～ 6.431	6.192	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

(注) 1. 実績の欄は 2017 年 7 月 31 日まで。SPOT は 8 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。4. 対円の見通し値は『中期為替相場見通し (7 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	2.4	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	1.8	1.9	7.0	7.3	6.2	6.1
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	2.6	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	6.1	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	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	6.25	
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	3.25	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 B1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。