

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：FRB の B/S 縮小計画は警戒されず	2
中国人民元(CNY)：経済指標は軟化も金融政策は現状維持か	3
インドルピー (INR)：サプライズ利下げ	4
インドネシアルピア(IDR)：BI は予想外の利下げを決定	5
韓国ウォン(KRW)：北朝鮮情勢が市場の焦点に	6
マレーシアリング(MYR)：緩やかな景気回復が続く	7
フィリピンペソ(PHP)：4～6 月期 GDP は底堅い結果	8
シンガポールドル(SGD)：MAS の金融政策スタンスは変わらず	9
タイバーツ(THB)：4～6 月期 GDP は加速	10
ベトナムドン(VND)：景気は底堅さを増す	11
ロシアルーブル(RUB)：夏枯れ相場の RUB 堅調は早晚終焉か	12
南アフリカランド(ZAR)：引き続き政治動向次第	13
トルコリラ(TRY)：高金利だけでリラ安定は長続きしないか	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

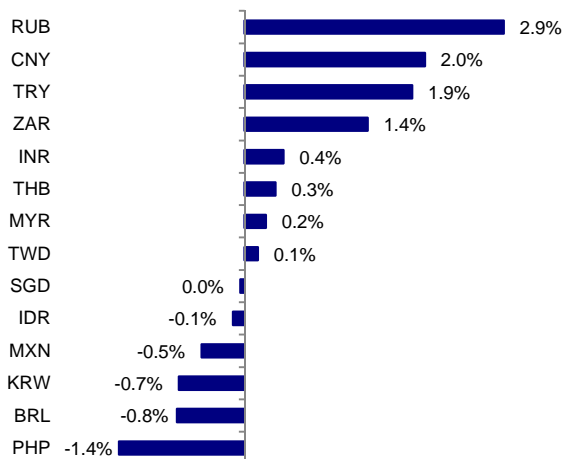
際為替部までお願い致します。

新興国通貨：FRBのB/S縮小計画は警戒されず

- 8月の新興国通貨は堅調に推移した。上旬はトランプ米大統領の北朝鮮に対する強い警告を受けて米朝関係の緊張が意識され、上値が重い値動きとなった。その後は米高官が外交的解決を優先すると発言したことなどを背景に北朝鮮情勢への警戒感が後退し、新興国通貨は買い戻された。中旬はジャクソンホール経済シンポジウムを控えて小動きとなった。25日の同会合におけるドラギ ECB 総裁の講演ではユーロ高をけん制する発言がみられなかったことをきっかけにドル安の展開になり、新興国通貨も連れ高となった。
- 9月は19～20日にFOMCが開催され、市場ではバランスシート(B/S)の縮小計画の提示が確実視されている。2013年5月のバーナンキFRB議長(当時)が量的緩和(QE)縮小の可能性に言及した際、新興国通貨は大幅に下落した(テーパータントラム)。しかし、今回はB/Sそのものが縮小されるにも拘らず、新興国は堅調な値動きとなっている。
- 2013年と反応が異なるのは、主要先進国においてFRB以外の中銀も金融政策の正常化を志向していることが大きい。ECBは次回の政策理事会(9月7日)にQEの見直しに着手する可能性が高く、また物価が目標(+2%)に到達しない状況ではあるものの、日銀は現状の金融政策を維持している。このように先進国の各国中銀が緩和姿勢を後退させつつあるため、ドルに集まった資金が再び拡散し、新興国通貨の上昇にも繋がっている模様だ。
- 米7月コアPCEデフレーターが前年比+1.4%と1月(同+1.9%)を境に減速基調となるなど、米国の冴えない物価動向を背景に米利上げ期待は徐々に後退している。こうした中、トランプ大統領の政策運営が迷走することでドル安が続く公算が大きい。9月の米議会では10月上旬が解決期限とされる債務上限問題が議論されるものの、上院共和党を取り仕切るマコネル院内総務とトランプ大統領の関係悪化しており、協議が難航する恐れがある。
- 新興国7月総合PMIは51.4と景況判断の分かれ目である50を上回ったが、2か月連続で減少するなど、新興国経済の加速ペースが鈍化している。過去の傾向に沿えば、景況感の悪化はファンド勢からの資金流入額の縮小に繋がる可能性が高い。そのため、9月もドル安を背景とした新興国通貨の堅調な値動きは続くと思込むが、上昇速度は低下を予想する。

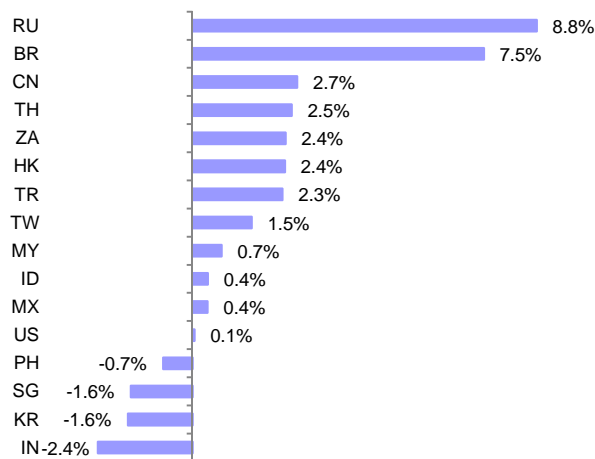
(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年8月)



(資料) ブルームバーク

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年8月)

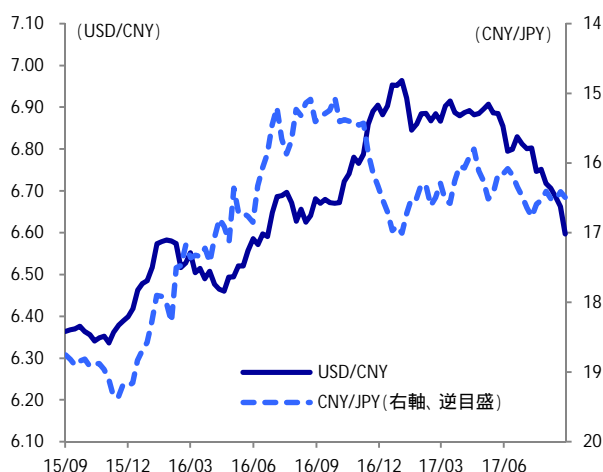


(資料) ブルームバーク

中国人民元(CNY)： 経済指標は軟化も金融政策は現状維持か

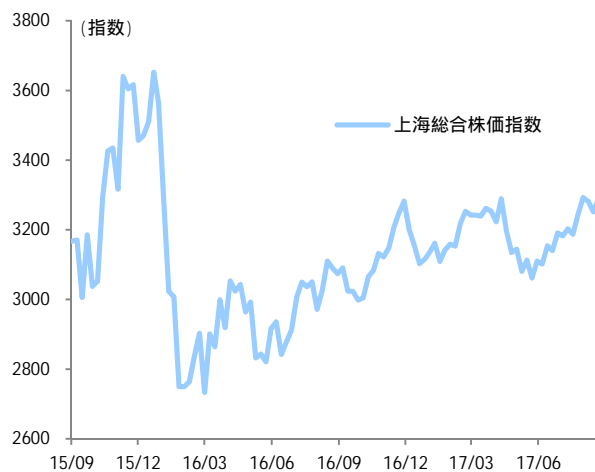
- ・ 8月のCNYは上昇した。月初に6.72近辺でオープン後は小動きとなったが、8日にトランプ米大統領が北朝鮮に対して強硬姿勢を示すとリスクオフの流れが強まり、安定性が高いとみられる経常黒字国の通貨が選好される動きに一時6.64台まで上昇。北朝鮮情勢に対する警戒感の後退を受け6.70手前まで下落したが、月末はドル軟化を背景に一時6.58台まで上値を上げた。
- ・ 8月14日に発表された中国の主要経済指標は軒並み冴えない結果となっている。7月鉱工業生産指数は前年比+6.4%と6月(同+7.6%)から減速し、2016年12月以来となる低い伸びとなった。1961年以来と言われる全国的な猛暑が電力・ガス・水道(6月:同+7.3%→7月:同+9.8%)を大幅に加速させたが、鉱業や製造業を下押しした。
- ・ 7月小売売上高は前年比+10.4%と6月(同+11.0%)から伸び幅が縮小した。小売売上高に占める比重が大きい自動車販売やオンライン販売は堅調な伸びとなった。しかし、大手携帯電話会社の販促キャンペーン終了を背景に通信機器(6月:同+18.5%→7月:同+7.9%)が大幅に減速したことが、小売全体の鈍化に繋がった。
- ・ 1～7月期の固定資産投資は前年同期比+8.3%と1～6月期(同+8.6%)から減速した。インフラ投資(同+21.1%→同+20.9%)の伸び幅が縮小し、不動産投資が同+7.9%と3か月連続で減速したことが全体を下押しした。
- ・ 中国経済は年初のような力強さを失いつつあるが、中国人民銀行(PBoC)が引き締め方向にある金融政策スタンスを変更する可能性は低い。
- ・ 中国政府は「金融リスクの防止」を2017年の重点政策に挙げたが、シャドーバンキングが関係する資金は増大し続けている。こうした中、7月14～15日に開催された全国金融工作会议では、習近平国家主席が国务院に金融安定発展委員会の新設を発表し、監視体制の強化を図った。政府が金融システムリスクの抑制に注力している現状を踏まえれば、PBoCは景気軟化よりもシャドーバンキングの問題を重視し、引き締めの姿勢を維持するだろう。
- ・ FRBの利上げサイクル継続に対する疑義やトランプ政権に対する失望などを背景に当面はドル売り優勢の展開が想定されることから、CNYは底堅く推移するだろう。但し、景気の軟化を受けて上昇ペースは緩やかになる見込みだ。(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

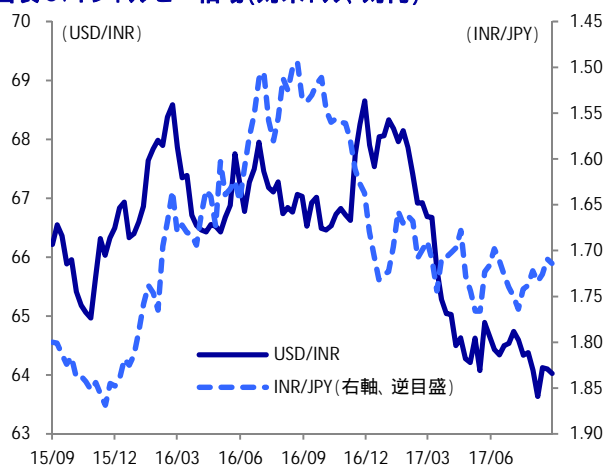


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR) : サプライズ利下げ

- 8月のINR相場は往って来いの展開。月前半は、インド準備銀行(中央銀行、RBI)が利下げを決定したことを受けて、債券市場への資金流入が強まったことから、サポートラインとして意識されていた64を下抜けて63台半ば近辺まで上昇。しかし、このレベルではRBIによる為替介入の噂が聞かれ、北朝鮮情勢の緊迫化によるリスク回避の動きもあって、月半ばにかけてINRは再び64台まで弱含んだ。月後半は、FOMC議事要旨がハト派的と解釈されたことなどからドルが売られ、INRは64割れをうかがう展開となっている。
- RBIは8月1～2日に開催した金融政策委員会(MPC)で、政策金利のレポレートを25bp引き下げて6.00%にすることを決定した。RBIは声明で「MPCは中立的な政策スタンスを維持することを決定し、今後の経済指標を注視していく」とした。今後はRBIの予想通りにインフレが加速してくるかを見極めつつ、しばらくは様子見となるだろう。もっとも、外部委員のドラキア氏が6月MPCに続き50bpの利下げを主張していたこともあり、インフレが思うように加速しない場合には、利下げを求める声が強まってくる可能性がある。
- 6月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比▲0.1%と、5月の同+2.8%(同+1.7%から上方修正)から低下し、2013年6月以来4年ぶりとなる前年比マイナスとなった。内訳をみると、資本財は前年比▲6.8%(5月:同▲1.4%)と3か月連続のマイナスとなったほか、耐久消費財も同▲2.1%(5月:同+0.8%)と減少した。また、高めの伸びが続いていた非耐久消費財も同+4.9%と5月の同+9.5%から鈍化した。
- 7月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+2.4%と、6月の同+1.5%から持ち直した。野菜価格が前月比+19.7%と急騰したことが主因であり、食料品価格は前年比▲0.3%(6月:同▲2.1%)と下落幅が大きく縮小した。コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率も同+4.2%と6月の同+3.9%から小幅に上昇し、過去最低の伸びであった前月から再び4%台へと持ち直した。インフレの大幅な加速は野菜価格の上昇が主因であり一時的な動きであろうが、これまでCPI上昇率を大きく押し下げてきたベース効果は今後剥落するため、インフレ率は緩やかに上昇していく見通しである。
- INRは64を挟んでの攻防が続いているが、RBIによる介入も意識される中で上値の重い状況が続くと予想する。(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)：BIは予想外の利下げを決定

- 8月のIDRは狭いレンジでの取引となった。月初は11320近辺での動きだったが、中旬に発表された経済指標(4～6月期GDP、7月貿易収支)の冴えない結果を背景に一時13380台半ばまで下落した。月末にかけてはドル軟化を受け13340台まで値を戻した。
- 8月7日に発表されたインドネシア4～6月期GDPは前年比+5.0%と1～3月期(同+5.0%)から横ばいの伸び率となった。内訳をみると、総固定資本形成(1～3月期:同+4.8%→4～6月期:同+5.4%)の加速と、家計最終消費支出(1～3月期:同+5.0%→4～6月期:同+5.0%)が伸び率を維持したことが成長率を下支えた。
- 一方、政府最終消費支出(1～3月期:同+3.5%→4～6月期:同▲0.7%)がマイナスに転じたこと、輸出(1～3月期:同+8.3%→4～6月期:同3.4%)が鈍化したことが重石となった。先行きについては、世界経済の回復と投資の改善、底堅い個人消費を背景にインドネシア経済は緩やかに回復するだろう。
- インドネシア中央銀行(BI)は22日に開催した金融政策会合で政策金利の7日物リバースレポレートを25bp引き下げ4.50%とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も25bpずつ引き下げ、それぞれ5.25%と3.75%とし、コリドーは1.50%ポイントに維持した。
- 市場では据え置きの見方が優勢だったため、予想外の利下げとなった。もっともBIのマルトワルドヨ総裁は会合前に金融緩和を示唆する発言をしていた。インフレ率が目標範囲内で推移し、USDIDRレートも安定推移する中、内需を刺激するために利下げが実施されたとみられる。
- インドネシア政府が16日に国会に提出した2018年度(1～12月)予算案は本年度第1次補正予算比で歳出が+5.0%、歳入が+8.2%となっていた。ジョコ大統領が強調した「格差是正」の実現を目指し、歳出が再び拡大した予算内容となった。もっとも、予算案はかなり野心的な内容であり、インフラ投資向けの資金を確保するために、税の徴収が厳しくなる可能性があるが、歳入が下回った場合には歳出の大幅抑制につながる懸念がある。
- FRBの金融政策正常化を受け、年末までのIDRは上値が重い推移となるだろう。しかし、FRBのハト派化や米景気の軟化などを背景に来年は上昇基調を予想する。(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

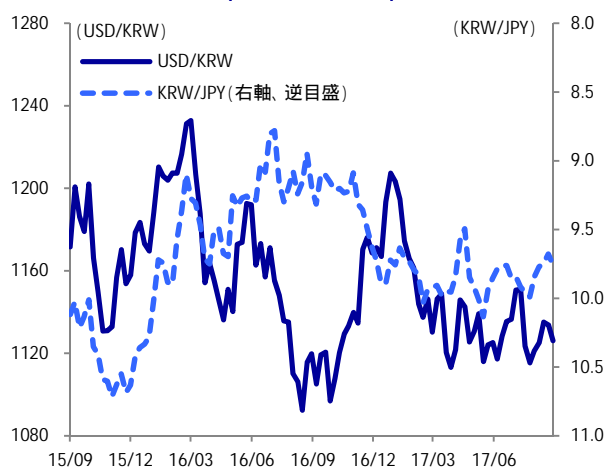


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：北朝鮮情勢が市場の焦点に

- 8月はKRW安方向に往って来いの展開となった。月初に1110台後半でオープン後、良好な米7月雇用統計の結果を背景に1130手前まで下落した。8日にトランプ米大統領が北朝鮮に対して強い警告を発したことをきっかけに米朝関係の緊張が意識され、KRWは1140台後半まで続落。但し、米高官が相次いで外交的解決を模索すると発言したことなどを背景に緊張がやわらぎ、1130台半ばまで反発。月末にかけては1120台まで上伸した。
- 結局、8月のKRWは直近6か月間のレンジ内(1110～1161)での値動きに止まっており、北朝鮮情勢が相場に与えた影響は限定的だったと言える。
- KRWが大きく動かなかった要因の一つには、過去の経緯から市場参加者が米朝間の緊張は高まるものの、米国が妥協することで軍事的衝突は避けられるとの思惑があった模様だ。
- 北朝鮮の瀬戸際外交は、1993年3月12日に核拡散防止条約(NPT)を離脱から始まり、2006年にはミサイルの断続的な発射(7月5日)および核実験(10月9日)を実施した。いずれの場合も当初は米朝関係が急速に悪化した。最終的に米国が譲歩し、核施設の閉鎖などを条件としてエネルギー支援を行っている。
- 軍事的衝突に発展する可能性は非常に低いものの、北朝鮮は日米韓への挑発行為を続けている。同国は26日に韓国を狙う短距離ミサイルを3発、29日にも日本上空を通過する中距離弾道ミサイルを発射した。9月9日は建国記念日であり、昨年は核実験を強行したことに鑑みれば、日米韓の危機感を煽る行動を継続する公算が大きい。
- 7月輸出は前年比+19.5%と6月(同+13.6%)から加速した。また、8月消費者信頼感指数は109.9と7月(111.2)から小幅に悪化した。2011年以来の高水準を維持しており、消費の先行きは明るい。さらに文政権は財政拡張策を志向しており、2018年予算案において歳出額は427.3兆ウォンと2017年予算案(400.5兆ウォン)から+6.7%の増加が計画されている。
- 外需の堅調な伸びや積極的な財政政策などを背景に韓国経済は加速する公算が大きい。KRWは堅調推移を予想する。但し、北朝鮮情勢の緊迫化に伴い、短期的には下落する場面があると考え。 (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

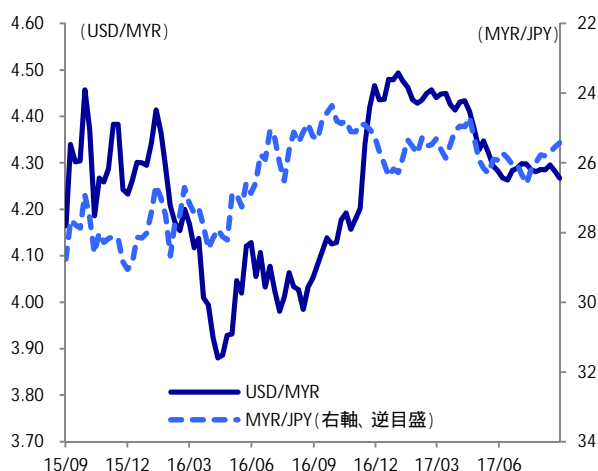


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR): 緩やかな景気回復が続く

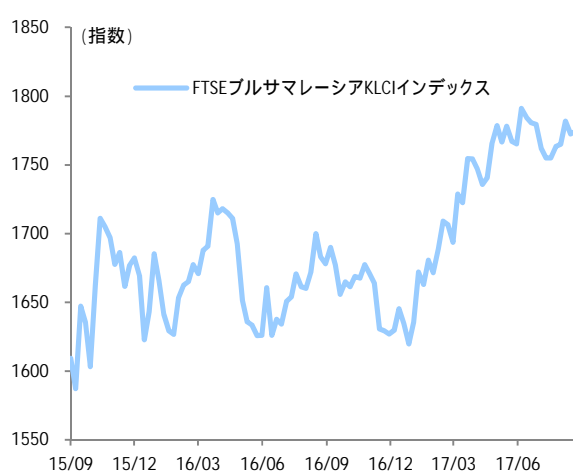
- 8月のMYRは月後半に上昇した。月初は4.47 台後半で推移していたが、15日には良好な米経済指標の結果を受けたドル買いに 4.30 近辺まで下落した。しかし、4～6月期 GDPの強い結果やドルの軟化を背景に一時 4.26 台まで上昇し、月末は 4.27 台前半で取引を終えた。
- 8月18日に発表されたマレーシア 4～6月期 GDPは前年比+5.8%と 1～3月期(同+5.6%)から加速した。内訳をみると、家計最終消費支出(1～3月期:3.6%→4～6月期:+3.8%)が加速し、輸出(1～3月期:同+9.8%→4～6月期:同+9.6%)は小幅に減速したが高い伸び率を維持したことが成長率を押し上げた。政府最終消費支出(1～3月期:同+7.5%→4～6月期:同+3.3%)と総固定資本形成(1～3月期:同+9.0%→4～6月期:同+5.6%)は減速した。
- 先行きについては、世界経済の回復から輸出は拡大基調が続く見込みである。また、雇用と所得環境の改善を受け個人消費の高い伸びが続く見通しだ。輸出や個人消費の拡大を背景に総固定資本形成も回復し、今後もマレーシア経済は緩やかに回復していくだろう。
- 23日に発表された7月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.2%と6月(同+3.6%)から鈍化した。3月に2008年11月以来の高水準に達して以降減速しており、直近4か月はマレーシア中央銀行(BNM)の2017年インフレ目標(+3～4%)内で推移している。BNMが直ぐに利上げに動くことはなさそうだが、4～6月期 GDPの強い結果を受けて、今後高成長が続けば、BNMが利上げに踏み切る可能性もあるだろう。
- マレーシア政府系投資会社(1MDB)は1日にアラブ首長国連邦のアブダビ首長国の政府系投資会社(IPIC)に対して7月末が期限となっていた社債の利払いができなかったことを明らかにしていたが31日付けで支払いをしたことを発表した。今年12月末までにあと1回の支払いが残っている。
- 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ろうが、国内経済の底堅さを背景に、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: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

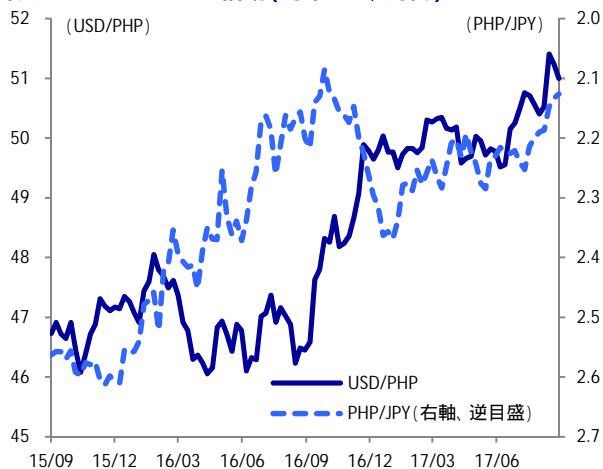


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：4～6 月期 GDP は底堅い結果

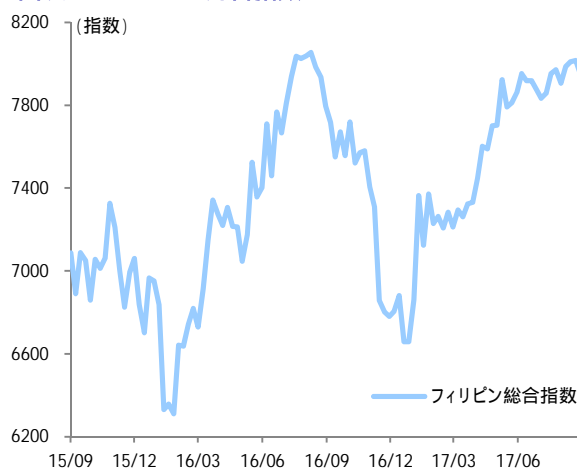
- 8 月の PHP は軟化した。月初は 50.30 台付近だったが、フィリピンの 6 月貿易収支が赤字の結果となると一時 51.60 付近まで下落。月末は 51.20 近辺で越月した。
- 8 月 17 日に発表されたフィリピン 4～6 月期 GDP は前年比+6.5%と 1～3 月期(同+6.4%)から加速した。内訳をみると家計最終消費支出(1～3 月期:同+5.8%→4～6 月期:同+5.9%)、政府最終消費支出(1～3 月期:同+0.1%→4～6 月期:同+7.1%)は伸び幅を拡大し、輸出(1～3 月期:同+20.3%→4～6 月期:同+19.7%)と減速したが高水準を維持している。一方、総固定資本形成(1～3 月期:同+10.6%→4～6 月期:同+9.4%)は鈍化した。
- 先行きの景気は底堅く推移する見込みである。輸出は世界的に IT 需要の増加傾向が続くことを背景に高い伸びを維持するとみられる。また、財務省統計からも 4～6 月期の政府支出および資本支出(インフラ整備等)の加速が確認されるなか、ドゥテルテ政権下での財政拡張策、特にインフラ整備加速に対する期待が高まることで民間投資拡大の誘因となり、総固定資本形成の伸びが徐々に高まるだろう。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 10 日に開催した金融政策会合で政策金利である翌日物リバースレポ(RRP)金利を 3.00%、金利コリドーの上限である翌日物貸出ファシリティ(OLF)金利を 3.50%、下限である翌日物預金ファシリティ(ODF)金利を 2.50%にそれぞれ据え置いた。その結果、コリドーは 1.00%ポイントに維持された。
- 声明文では、インフレ率が 2017～2019 年の物価目標(+2～4%)以内に収まっており、管理可能であるため金融政策を維持したと述べた。フィリピン経済が堅調に推移する中、インフレ率が制御可能な水準にあるため当面 BSP は金融政策を維持するだろう。
- BSP のエスペニリャ総裁は 25 日に対 USD で 11 年ぶりの安値付近で推移している PHP について、BSP は為替レートを管理しており、フィリピンが為替危機に直面することはないと確信していると語った。また、フィリピン経済のファンダメンタルズは引き続き強く、外貨準備も潤沢であると述べた。
- 国際収支の赤字拡大を受け、PHP は一時弱含むも、税制改革案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

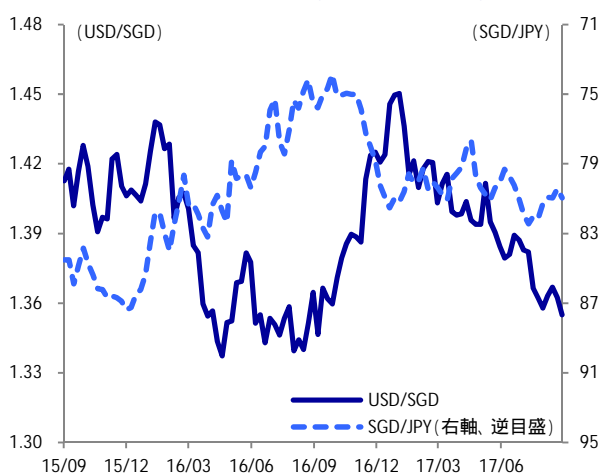


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): MASの金融政策スタンスは変わらず

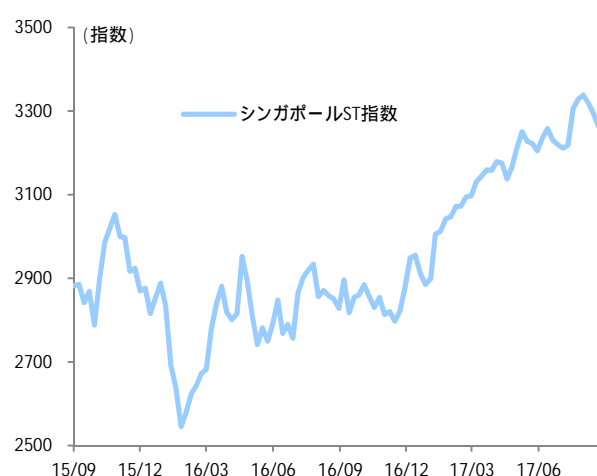
- 8月のSGDは往って来いの展開となった。月初は1.35台半ばでオープンしたが、良好な米7月雇用統計の結果や米朝関係の緊張を受けてドル買いが強まる展開に1.36台後半まで下落。しかし、FOMC議事要旨(7月25~26日開催分)でメンバーの数名がここ最近のインフレ率低下を懸念しているとの内容がハト派と受け止められ、ドル売りが優勢となると1.36近辺まで値を戻した。月末にはドル安がさらに進展し一時1.35台前半まで値を上げた。
- 8月11日に4~6月期GDPの改定値が発表され、前年比+2.9%と速報値(同+2.5%)から上方修正された。同結果を受け、シンガポール通商産業省(MIT)は2017年のGDP予測値を+1.0~3.0%から+2.0~3.0%に修正し、景気の下振れリスクは小さくなったとの見方を示している。
- 上半期のシンガポール経済は好調を維持したにも拘らず、MITが予測値の上限を引き上げるまでに至らなかったのは、経済に鈍化の兆しがみえるためだと考える。実際、7月鉱工業生産は前月比+1.0%と6月(同+9.0%)から伸び幅が縮小し、7月石油を除く地場輸出は前月比▲2.5%と2か月連続で減少した。
- 23日に発表された7月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.6%と6月(同+0.5%)から僅かに加速した。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+0.6%と6月(同+0.5%)から伸び幅が僅かに拡大した。
- 4~6月期の失業率は2.2%と2010年10~12月期以来の高水準が続いており、シンガポールにおける労働市場のたるみは解消されていない。景気も軟化の兆しを見せていることに鑑みれば、コアCPIがMASの目標(前年比+1.0%~2.0%)を上回る蓋然性は低いと見られ、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の影響を大きく受けるだろう。米国では10月が期限とされる債務上限問題や来年度予算を巡り、政治的攻防が激しさを増す見込みだ。こうした政治的不透明感の強まりからドル売り優勢地合いは続くと思われる、SGDは堅調な値動きを予想する。(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

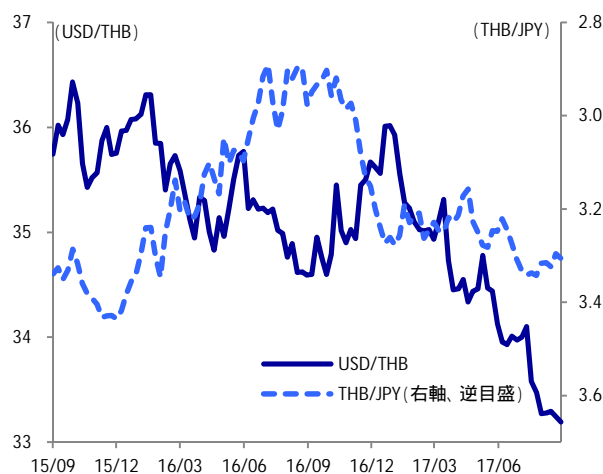


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：4～6月期 GDP は加速

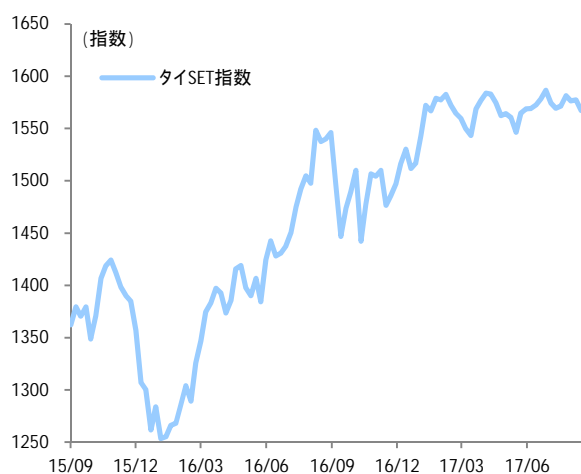
- 8月のTHBは一時下落したがほぼ横ばい。月初は33.20台だったが、23日に発表された7月貿易統計が赤字となると一時33.30台後半まで下落した。その後は緩やかに値を戻し、月末は33.10台後半で取引を終えた。
- 8月21日に発表されたタイ4～6月期実質GDPは前年比+3.7%と1～3月期(同+3.3%)から加速した。内訳をみると、観光業の回復や世界経済の持ち直しを受け輸出が同+6.0%(1～3月期:同+2.7%)と大幅に加速した。また、政府最終消費支出(1～3月期:同+0.3%→3～6月期:同+2.7%)もGDPを押し上げた。一方、総固定資本形成(1～3月期:同+1.7%→4～6月期:同+0.4%)と最終家計消費支出(1～3月期:同+3.2%→4～6月期:同+3.0%)が鈍化した。
- 先行きについては、世界経済の回復が輸出を下支えするほか、計画されているインフラ投資が執行されることにより、タイ経済は緩やかに回復するだろう。しかし、家計債務が積み上がっていることや、設備稼働率が低いことを踏まえると、個人消費と民間投資の強い回復は期待しづらい。
- タイ中央銀行(BOT)は16日に開催した金融政策委員会(MPC)で施策金利を1.50%に据え置いた。声明文では、幅広い品目・国へ輸出が拡大していることを背景に国内経済の成長見通しは一段と改善していると述べた。内需については緩やかなペースで回復しているとの見解を示している。為替相場については、THB高が企業に影響を与える可能性に言及し、引き続き外為市場を注視するとの文言を付け加えた。
- タイ7月CPIは前年比+0.2%と6月(同▲0.02%)から加速し、3か月ぶりの上昇となった。インフレ目標(+1～4%)を下回る低水準であり、BOTに利下げ余地はあるが、BOTは年後半にインフレは加速するとの見解を示していることに加え、経済は緩やかに回復しているとの認識を示しているため、当面政策金利を据え置くだらう。
- タイ政府は15日の閣議で、付加価値税(VAT)の税率引き上げを1年延期し、7%に据え置くことを決定した。税率の引き上げが国内の消費と民間投資に影響することを懸念したためである。
- 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

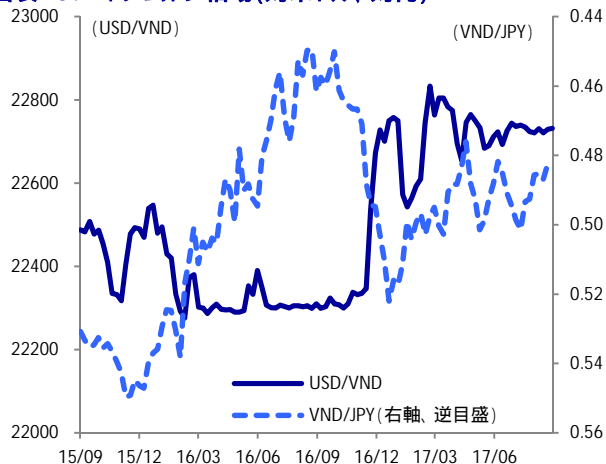


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)： 景気は底堅さを増す

- 8月のVND相場は小幅なレンジ内で推移した。月初は22720近辺でオープン後、8日にトランプ米大統領が北朝鮮に対して強硬姿勢を示しリスクオフの流れが強まったが、VNDは小幅な下落に止まり22730近辺で推移した。月末にかけても同水準での値動きとなった。非公式レートは22720台で取引を開始し、じり安の展開となり月末にかけて22750台まで下落した。
- 8月29日に発表されたベトナムの主要な経済指標は堅調な結果となった。1～8月期の小売売上高は前年同期比+10.3%と1～7月期(同+10.0%)から加速し、同時期としては2014年以来となる高い伸び率となっている。1～8月期の鉱工業生産も前年同期比+8.4%と1～7月期(同+8.1%)から伸び幅が拡大した。
- 7月にベトナム国家銀行(中央銀行、SBV)は主要金利であるリファレンスレートを25bp引き下げ6.25%としており、利下げ効果の波及を受けて今後もベトナム経済は加速していく見込みだ。
- 同日に発表された8月消費者物価指数は前年比+3.4%と7月(同+2.5%)から加速した。医療費(7月:同+46.6%→8月:同+42.1%)の伸び幅は縮小したものの、食料品価格(7月:同▲2.5%→8月:同▲1.4%)の持ち直しがCPI全体の加速につながった。もっとも、SBVの目標(+4.0%)を下回っており、金融政策への影響は限定的だと考える。
- ベトナム政府は国営企業の民営化に積極的な姿勢を示している。フェ副首相は23日に2020年までに合計で406社を民営化する法案を発表した。背景には財政目標(GDP比▲3.5%)の達成が危ぶまれる中、民営化に伴う国営企業の株式売却にて財政赤字を補填する狙いがあると見られている。もっとも、今年は137社を民営化するとしていたが、上半期の実績は19社に止まっており、民営化の進展は計画通り進まないとの見方が多い。
- 主要通貨や他のアジア通貨が対ドルで大きく上昇する中、SBVが設定する中心値は非常に小幅な上昇に止まっており、同中銀はVNDの安定推移を引き続き志向している模様だ。
- 米利上げ期待が高まらない中、トランプ政権の政策運営能力に対する失望を背景にドル安の流れが続き、VNDは小幅ながらも上昇するだろう。(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

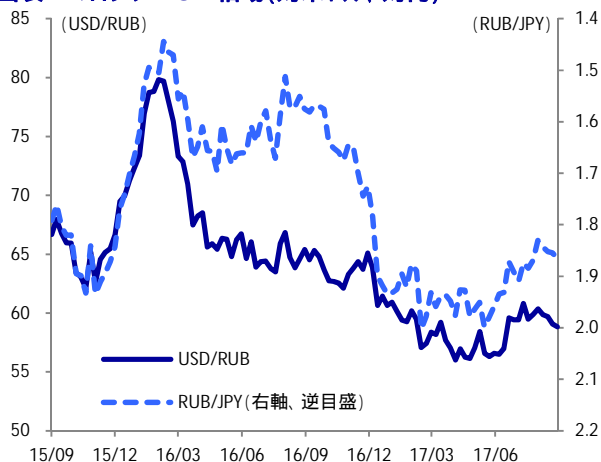


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：夏枯れ相場の RUB 堅調は早晚終焉か

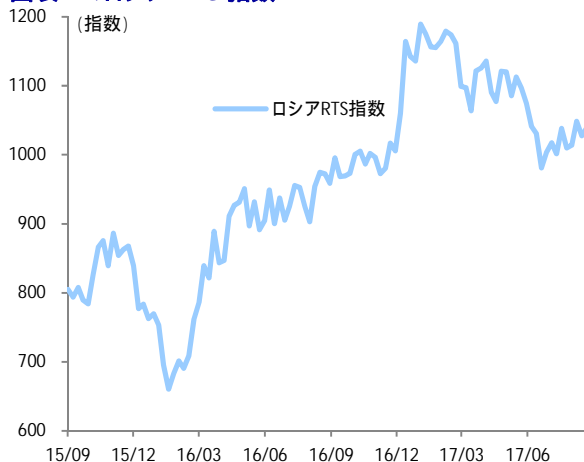
- ・ 8 月の RUB は月初の小幅下押し後、ほぼ一貫して上昇、月後半に掛けては対 USD で 2 か月ぶりの高値を更新した。ただし、対 EUR では、(概ね堅調を続けたものの) 過去 1 年余りを振り返れば安値圏と言える水準で、対 USD での堅調も RUB 高の結果よりは USD 安の結果と考えられた。
- ・ USD 安の要因は、米追加利上げ観測の失速の他、トランプ米大統領の経済政策運営に不安が高まったことなどが挙げられた。
- ・ 原油価格動向は、細かい上下動を繰り返しながらも、過去 2 年余りを振り返れば高値圏における横這いと言えた。ただ、この間、原油と RUB の連動は著しく低下し、原油の堅調が RUB の堅調に貢献したとは考え難かった。
- ・ 代わって RUB 堅調に貢献したと思われたのは、ロシア債券(国債・社債)の高利回り。例年市場参加者の減少で金融市場全般のボラティリティが低下する夏場(所謂夏枯れ相場)には、投資資金の滞留先として高金利通貨が選好される傾向が見られるが、今夏は RUB の他、TRY、BRL などにもそうした傾向は色濃く読み取ることができた。
- ・ また、ロシア中銀(CBR)が意図的に RUB 下落を牽制した可能性も考えられた。背景には 6 月 CPI の予想外の上振れに加え、7 月に米欧が追加した対ロ経済制裁(RUB 安要因)に対する懸念があった模様。CBR は 15 日、6 年ぶりに中銀債(短期債)の発行を再開。特に年末(の財政出動)に向けてロシア金融システムの過剰流動性吸収が目的とされたが、RUB 流動性低下の副産物として通貨市場でも RUB に上昇圧力が加わったのではないかと。
- ・ 9 月以降、主要国・経済の金融政策動向、独総選挙・英の EU 離脱交渉などの政治動向などを要因に金融市場全般のボラティリティが上昇する可能性は、高金利通貨としての RUB には売り要因になる可能性が考えられる。
- ・ 米国内原油生産・在庫統計などには、原油需要の高まりをはっきり読み取ることができるが、上述の通り原油と RUB の連動は著しく低下しており、仮に原油堅調が続いたとしてもそれだけで RUB が押し上げられるとは見込み難い。
- ・ この間 RUB 下支え要因と読まれた CBR の RUB 安けん制が、今後も継続する可能性は高くない。現在までに米欧追加制裁の影響が低いことや物価下落が確認されており、今後、政府(財務省・経財相)に与して再び CBR が RUB 安容認に動く可能性は高いと見る。(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

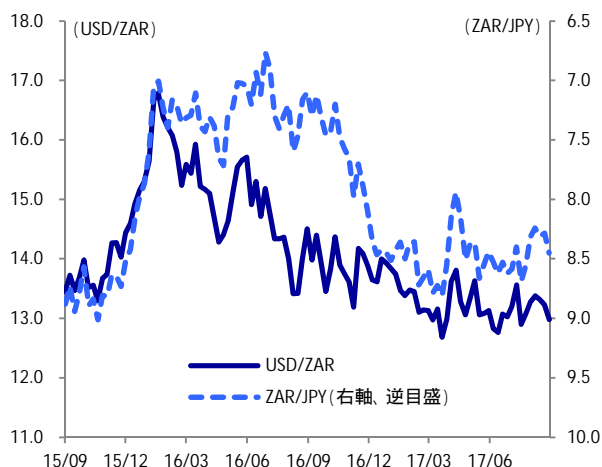


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：引き続き政治動向次第

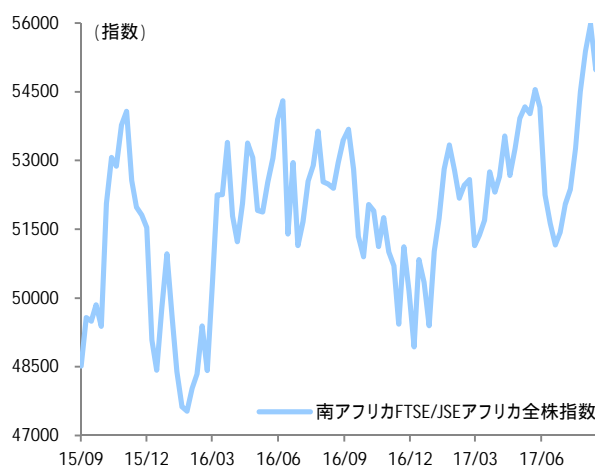
- ・ 8 月のランドは小動き。7 月の南ア準備銀(中央銀行、SARB)利下げ後、現地市場の関心は南ア政治動向に移ったが、結局、ランドに明確な方向感を与えることはなかった。
- ・ 金融市場全般を見渡せば、北朝鮮による米領グアム島近海へのミサイル発射に対する警戒感の高まり(8 日～)、米東部における白人至上主義団体とその反対派の衝突をきっかけにトランプ米大統領の経済政策執行能力に疑問符がついたこと(17 日～)などが株安、円高などリスク回避の動きを促した。
- ・ 南ア固有の要因では、8 日のズマ大統領不信任投票、15 日の SARB 政策目標変更のための憲法改正に関する高裁判断などの政治要因が注目を集めた。この間、南ア主要輸出品である貴金属・産業金属は堅調を維持したが、ランド押し上げ要因として認識されることはなかった。
- ・ 大統領不信任投票は、前日(7 日)に無記名で実施されることが報じられ、不信任成立に対する期待の高まりから、一時的にランドを押し上げたが、結局、不成立となった。与党アフリカ民族会議(ANC)から多数(35～40 票)の賛成票が投じられた事実を「ズマ大統領の影響力低下」と評する見方も一部で聞かれたものの、不信任の不成立はズマ大統領の勝利と言えただろう。
- ・ 一方で、憲法改正に関して「審議の必要なし」との判断が下されたのは、予想通りではあったものの、反ズマ派の得点と言えただろう。憲法改正や南ア準備銀国営化の提案自体が、ズマ大統領周辺に対する汚職追及の攪乱を企図した動きと認識されていたからだ。
- ・ 10 月末に予想される中期予算政策声明発表まで、南ア市場の関心は南ア政治に集まろう。まずは、12 月の ANC 党首選を前に、クワズル・ナタール、フリーステイト両州の ANC 州委員長選(2015 年)の有効性を巡る大統領派・反大統領派の確執に対し、司法がどのような判断を下すか注目される。両州の ANC 委員長はいずれも強力なズマ大統領支持者として知られている。
- ・ 7 月 CPI の下振れ(予想前年比+4.7%のところ発表は同+4.6%)で、SARB による 9 月(21 日)追加利下げの可能性は相応に高まったと言えるだろう。一方で、来年度(2018 年 7 月～)にも想定される電力料金大幅値上げの可能性は SARB を慎重にする要因と考えられる。いずれにせよ、予想外の 7 月利下げがランドの値動きにほとんど影響しなかった経緯から推測できる通り、金融政策動向がランドに及ぼす影響は当面限定的と見込まれる。(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

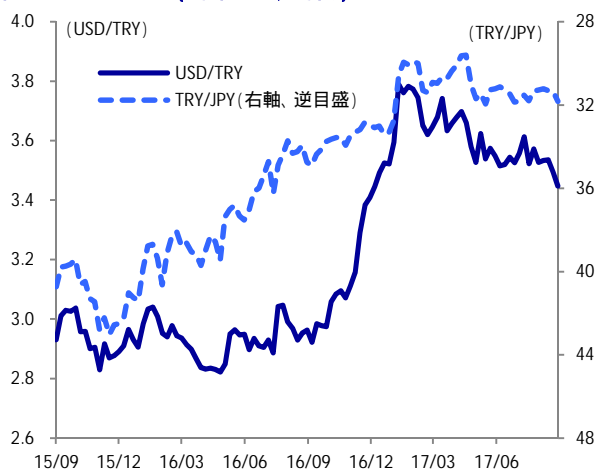


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：高金利だけでリラ安定は長続きしないか

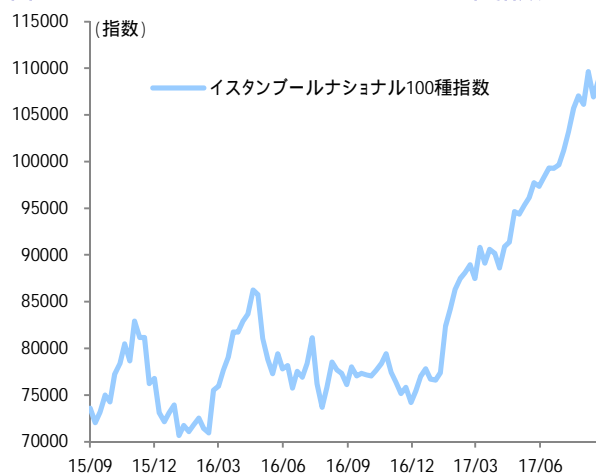
- ・ 8 月の TRY は対 USD、対 EUR (バスケット) などで横這い先行から、月後半に掛けて上昇。対 USD で昨年 12 月来の高値を更新した。
- ・ この間、金融市場では、リスク回避の動きを反映した世界的な株安や円高が支配的だった。8 日以降、北朝鮮による米領へのミサイル発射懸念が深まり、月後半には米製造業諮問委員会と戦略・政策フォーラムの解散(17 日)、米大統領の首席戦略補佐官の解任(18 日)などを通して米経済政策の執行能力に不安が高まったことなどが市場のリスク回避姿勢を強める要因となった。
- ・ 通常、TRY を含む新興市場通貨はリスク回避局面で売り込まれやすいはずだが、この間、対円を除いて TRY の反応は緩慢。月後半のリスク回避局面ではむしろ USD 安が広範に進むことで TRY はむしろ堅調に推移した。
- ・ トルコからは、むしろ TRY 売りを誘っても不思議ではない要因が散見されたものの、TRY の反応は鈍かった。トルコ発の TRY 悪材料の筆頭是对独関係の一段の悪化。16 日にはメルケル独首相が、EU とトルコの関税同盟改正の動きを停止するよう EU 側に要請。それに対し、エルドアン大統領が、18 日、トルコ系独有権者に「(メルケル首相率いる)キリスト教民主同盟(CDU)などに(9 月 24 日の)独総選挙では投票しないよう」呼び掛けた。
- ・ また、トルコ政府が景気浮揚のために積極的に財政政策を活用、その結果国債発行額が 6 月末の時点で 465 億リラと年間の純借入上限(475 億リラ)に迫ってしまったことも懸念材料のひとつと考えられた。政府は借入上限を 524 億リラに引き上げたが、これだけでは不十分と見られている。
- ・ 一方、TRY 買い要因としては、1 か月物預金金利で 12%を超える高金利が挙げられた。ただし、預金金利の高騰は、貸出金利とのスプレッド縮小という形で金融機関の貸出意欲低下を招いている。また、国債の大量発行が現地社債市場の需給を圧迫するクラウドファンディングアウトも問題視され始めている。
- ・ 過去の事例から、9 月 24 日の独総選挙後、対独関係の改善を期待する声も一部にはあるようだが、ここまでこじれた両国の関係が早晩改善するとは考え難い。また高金利が資本市場の魅力を集めているのも、低ボラティリティ環境があればこそだが、9 月以降、ECB 理事会(7 日)、FOMC(20 日)などを経て主要通貨市場のボラティリティが上昇し、高金利というだけで投資資金をつなぎとめておくことが難しくなる可能性は十分に警戒される。(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 1～8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)	6.5804 ~ 6.9640	6.5584	6.65	6.70	6.70	6.80	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.8278	7.8248	7.80	7.78	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.568 ~ 68.388	64.029	64.0	65.0	64.0	63.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13318	13300	13400	13100	12800	12600
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1122.85	1130	1110	1090	1080	1070
マレーシアリンギ	(MYR)	4.2505 ~ 4.5002	4.2710	4.20	4.28	4.03	3.95	3.70
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 51.610	51.133	50.5	51.0	49.6	48.0	47.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3507 ~ 1.4547	1.3571	1.36	1.38	1.36	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.929 ~ 32.447	30.046	30.20	30.10	29.90	29.80	29.70
タイバーツ	(THB)	33.14 ~ 36.01	33.18	33.3	33.4	33.3	33.0	32.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22732	22800	22750	22650	22400	22350
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	57.6025	60.00	62.00	64.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	12.9524	13.50	14.00	13.50	13.00	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.4355 ~ 3.9415	3.4315	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	3.1404	3.22	3.30	3.33	3.35	3.29
メキシコペソ	(MXN)	17.4503 ~ 22.0385	17.8121	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	16.803	16.39	15.97	15.97	15.44	15.07
香港ドル	(HKD)	13.838 ~ 15.291	14.031	13.97	13.75	13.79	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.783	1.715	1.70	1.65	1.67	1.67	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.811 ~ 0.880	0.824	0.820	0.799	0.817	0.820	0.825
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.201	9.806	9.65	9.64	9.82	9.72	9.72
マレーシアリンギ	(MYR)	24.550 ~ 26.636	25.777	25.95	25.00	26.55	26.58	28.11
フィリピンペソ	(PHP)	2.117 ~ 2.377	2.153	2.16	2.10	2.16	2.19	2.21
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 82.67	80.91	80.15	77.54	78.68	77.21	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.784	3.654	3.61	3.55	3.58	3.52	3.50
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.356	3.310	3.27	3.20	3.21	3.18	3.17
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4830	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)	1.809 ~ 2.024	1.904	1.82	1.73	1.67	1.69	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.478	8.07	7.64	7.93	8.08	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.983	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	34.962	33.85	32.42	32.13	31.34	31.61
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 6.431	6.164	5.89	5.63	5.63	5.68	5.78

(注)1. 実績の欄は2017年8月31日まで。SPOTは9月4日の8時10分頃。2. 実績値はブルームバーグの値。3. 予想の欄は四半期末の予想レベル。4. 対円の見通し値は「中期為替相場見通し(9月1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	6.8	6.4	1.4	2.0	2.4	2.3	2.8	2.5	1.3	1.2
インド	7.4	7.4	6.3	7.2	4.9	5.0	3.4	4.7	-1.1	-0.7	-1.3	-1.8
インドネシア	4.9	5.0	5.1	5.3	3.5	3.6	3.9	3.6	-2.1	-1.8	-2.0	-2.2
韓国	2.6	2.7	2.8	2.7	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	3.6	2.5	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	3.0	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	0.9	1.8	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.9	3.2	3.3	3.4	-0.9	0.2	1.0	1.9	8.2	11.3	8.2	7.5
ベトナム	6.7	6.2	6.1	6.9	0.6	2.7	3.6	3.6	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	4.50	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.50	
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	3.00	3.00	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	1.50	1.50	1.50	1.75	
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00	

(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。