

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：米中貿易戦争は一旦休戦か	2
中国人民元(CNY)：中国政府は景気刺激策を発表	3
インドルピー(INR)：生産の伸びはピークアウト	4
インドネシアルピア(IDR)：7 月会合は政策金利据え置き	5
韓国ウォン(KRW)：文政権が景気浮揚策を発表	6
マレーシアリング(MYR)：GST 廃止でインフレ率が大幅低下	7
フィリピンペソ(PHP)：インフレ加速で高まる追加利上げ期待	8
ブラジルリアル(BRL)：本格化する大統領選挙	9
タイバーツ(THB)：BOT は金融政策の正常化を示唆か	10
メキシコペソ(MXN)：オブラドール氏は財政規律の遵守を強調	11
ロシアルーブル(RUB)：手掛かり難の横這い継続予想が最有力	12
南アフリカランド(ZAR)：6 月に広がった悲観は行き過ぎだったか	13
トルコリラ(TRY)：CBRT 利上げ見送りが示唆する大統領独裁	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

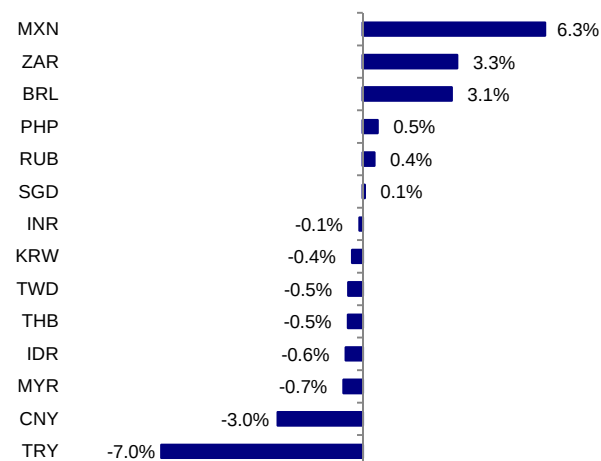
hidetoshi.honda@mhc.co.uk

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：米中貿易戦争は一旦休戦か

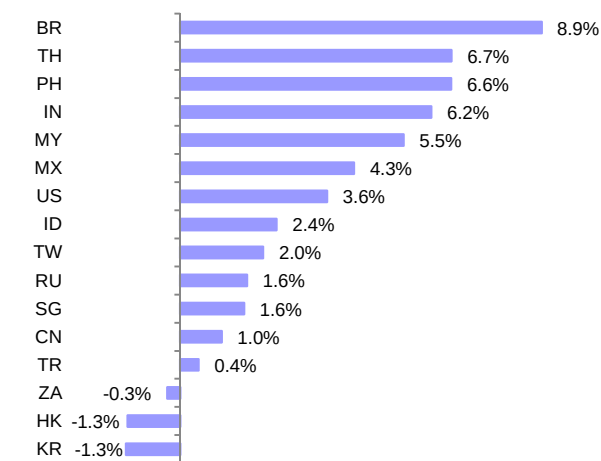
- 6月に新興国通貨が全面安となる主因になった米中通商摩擦は7月に入っても両国に歩み寄りの姿勢は見られず、6日には340億ドル相当の輸入品に対して追加関税を互いに賦課しあう事実上の「貿易戦争」にまで発展した。こうした中、当事国の通貨であるCNYが2017年6月以来の安値をつける展開となったものの、多くのアジア通貨は6月と比べて小動きとなったほか、アジア以外の地域では一部通貨が反発するなど、7月の新興国通貨は値動きがまちまちになった。
- 背景には、米中両政府が追加関税発動後は新たな制裁関税や報復措置について発表せず、お互いの出方をうかがう姿勢を示したことで目先における貿易戦争激化への懸念が後退したことが挙げられる。トランプ米政権は7月6日に中国の知的財産権侵害への制裁措置との名目で中国からの輸入品340億ドルへの追加関税を発動し、中国政府も同額の米国製品に対して報復関税を課すことを表明。米国は10日に最大2000億ドル相当の中国製品に10%の追加関税の適用を検討するとしたが、知的財産侵害への制裁として残る160億ドル相当の輸入品に対する追加関税は中国の出方を見て判断するとし、即時の発動を見送った。
- また、10日に米通商代表部(USTR)が公表した追加関税リストについて、実際の発動まで時間を要する公算が大きいことも、米中貿易戦争激化に対する懸念の後退に繋がったと考えられる。同関税に関しては議会や産業界からの意見聴取などに約2か月かかると言われており、検討開始時期から計算すれば、発動の準備が整うのは9月上旬になる見込みだ。
- 目先は米中貿易戦争が小康状態に入る公算が大きい中、新興国からの資本流出圧力は一旦弱まりそうだ。実際、ファンドの新興国に対する年初来からの累積投資額を見ると、7月に入り新興国株式に対する投資額の減少ペースは緩やかとなり、債券に至っては増加に転じている。
- もっとも、トランプ政権が通商政策で強硬姿勢を転換する様子は見られず、通商交渉が進展しないままトランプ大統領が現在検討中の2000億ドル相当の中国製品に対する追加関税の賦課に踏み切るリスクがあるため、米中貿易戦争の懸念が大きく後退するとは想定しがたい。かかる状況下、新興国通貨の安定は短命に終わる公算が大きいと考える。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2018年7月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2018年7月)

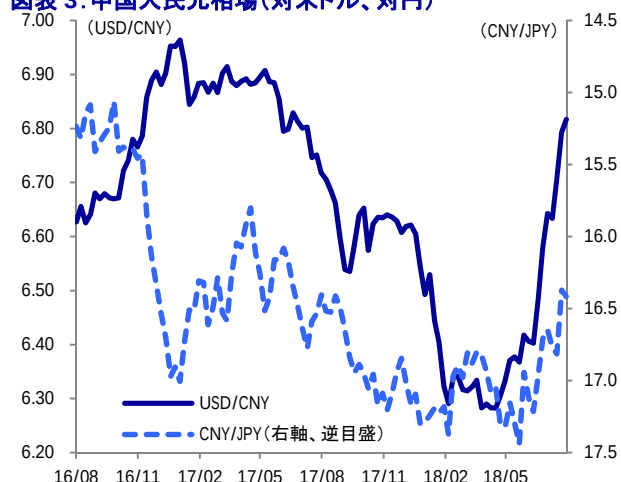


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): 中国政府は景気刺激策を発表

- 7月のCNYは大きく値を下げた。月初は6.63近辺でオープン後、米中貿易摩擦に対する懸念から6.70近辺まで下落。米政府が6日に中国の知的財産権侵害に対する制裁措置として340億ドル相当の中国製品に追加関税を賦課し、中国も同額の米国製品に対する報復関税を発動。さらにトランプ米政権は10日に最大2000億ドルの追加関税の適用対象となる品目リストを公開し、米中貿易戦争激化に対する懸念が強まる中でCNYは一時6.8428と2017年6月以来となる安値まで大幅に下落した。
- 7月16日に発表された中国の4～6月期実質GDP成長率は前年比+6.7%と1～3月期(同+6.8%)から小幅に減速した。同時に公表された6月小売売上高は前年比+9.0%と5月(同+8.5%)から加速したものの、2017年6月(同+11.0%)をピークに減速基調が続いている。また、6月鉱工業生産は前年比+6.0%と5月(同+6.8%)から減速。さらに1～6月期固定資産投資は前年同期比+6.0%と4か月連続で減速した。
- かかる状況下、23日に開催された国務院の常務委員会では対外環境の不透明性が強まる中、財政スタンスを積極化するとした。具体的には研究開発の促進などを企図して650億元規模の減税を行うとしたほか、地方政府社債の起債を活発化し、調達した資金(通年で1.35兆元)をインフラ投資に回すことを発表した。また、金融政策スタンスに関する文言では、従前の「穏健で中立な金融政策」との表現から「中立」が削除されたほか、より柔軟性の高い運用を行うと発表。同日に中国人民銀行(PBoC)は中期貸出制度(MLF)を通じて大手行に5020億元と1回あたりの貸出額としては最大となる資金を供給した。国務院からの発表内容やPBoCの行動に鑑みれば、今後も預金準備率(RRR)の引き下げなど追加緩和策が実行される公算が大きい。
- 米国が次の追加関税を発動するのは早くとも9月以降と見込まれる中、米中貿易摩擦に対する関心が薄れることでCNYは安定する場面があろう。もっとも、中国の経済指標の軟化やPBoCの金融緩和を受けた米中金利差の縮小などCNY売り材料は尽きず、年内は下方リスクが大きいと考える。
(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

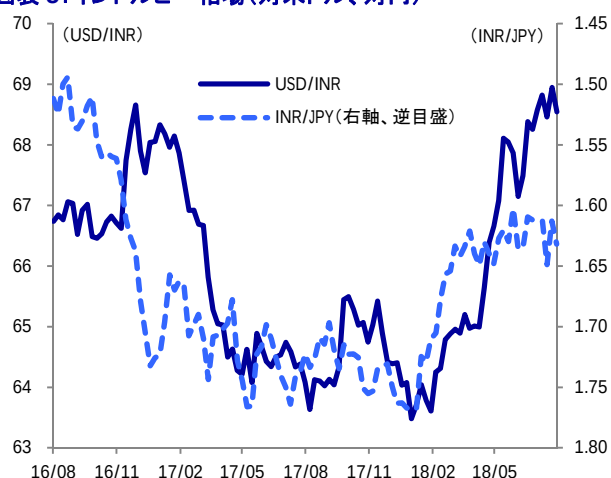


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR):生産の伸びはピークアウト

- 7月のINR相場は横ばいで推移した。月初は米中貿易戦争の激化が嫌気される中、INRは68台後半で揉み合いが続いたが、中旬に原油価格が軟化する動きにINRは68台前半まで上昇した。しかし月後半には、人民元が下落する展開にアジア通貨が全般的に弱含むと、INRも一時69台まで値を下げるなど再び68台後半に押し戻される展開となった。
- 6月の消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+5.0%(5月:同+4.9%)と小幅な加速にとどまった。燃料価格は同+7.1%(5月:同+5.8%)と加速したものの、食料品価格が5月の同+3.1%から同+2.9%へと鈍化したことが全体の伸びを抑制した。他方、コアCPI(食料品および燃料を除く総合)上昇率は5月の同+6.1%から同+6.3%へと加速し、2014年7月以来の高水準となった。比較対象となる前年の水準の低さも一因だが、前月比でみても大きく上昇するなど広範な項目でインフレが加速している。
- 5月の鉱工業生産指数(IIP)は前年比+3.2%と4月の同+4.8%から鈍化し、7か月ぶりの低い伸びとなった。内訳をみると、投資動向を反映するとされる資本財が同+7.6%と4月の同+11.9%から鈍化し、インフラ/建設材は同+4.9%(4月:同+7.0%)と減速し、2017年9月以来の低い伸びとなった。また、消費の代理変数である消費財の動向をみると、都市部の消費の代理変数とされる耐久消費財が同+4.3%(4月:同+4.5%)と減速し、農村部の消費の代理変数とされる非耐久消費財は同▲2.6%(4月:同+7.9%)と、2016年12月以来のマイナスとなった。鉱工業生産が全体的に低調となっていることを示唆する結果であり、景気は4~6月期にピークになるとみられる。
- 6月の貿易統計では、輸出は前年比+17.6%(5月:同+20.2%)と伸び高めの伸びが続いた一方、輸入も同+21.7%(5月:同+16.7%)と加速した。原油価格の上昇を背景に原油の輸入額が同+56.6%(5月:同+49.5%)と大幅に増加していることが主因であり、貿易収支は▲166億ドルの赤字となった。
- コアインフレ率の加速を受けてRBIが追加利上げに踏み切ればINRをサポートしよう。もっとも、循環的な景気回復がピークを迎えつつあるほか、原油価格の高騰が貿易収支の悪化やインフレの加速を招くリスクが高まっており、INRは短期的には弱含みやすい。(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

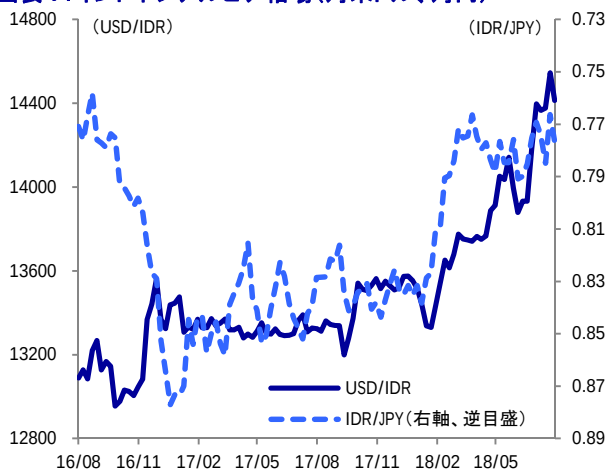


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：7月会合は政策金利据え置き

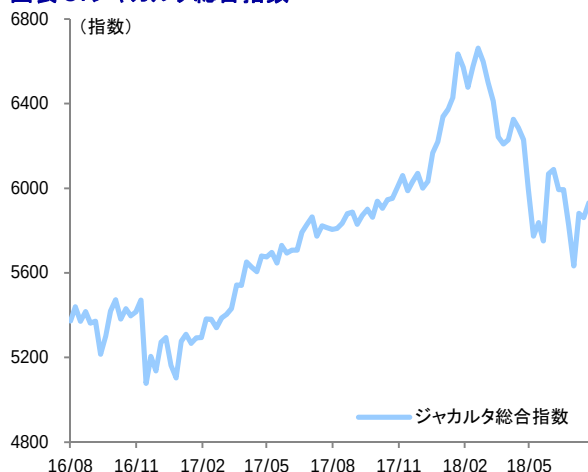
- ・ 7月のIDRはほぼ横ばい推移。月央までは14400台を挟んだ動きとなっていたが、19日にインドネシア中央銀行(BI)が金融政策会合で政策金利を据え置くと、14500台まで軟化した。月末は14414で取引を終えた。
- ・ 2日に発表された6月製造業PMIは50.3と5月(51.7)から悪化したが、景気拡大/縮小の分かれ目である50を上回った。また9日にBIが発表した6月消費者信頼感指数は128.1と5月(125.1)から改善し、楽観圏(指数100以上)を維持している。
- ・ 16日に発表された6月貿易統計では輸出が前年比+11.5%と5月(同+13.1%)から減速したが2か月連続で2桁の伸び率を維持した。輸入は同+12.7%と5月(同+28.3%)から減速した。6月は断食明けの大祭(レバラン)があったため、休日が多かったことが輸出入に影響した模様だ。この結果、貿易収支は+17.4億ドルと5月(▲15.2億ドル)の赤字から黒字に転じた。
- ・ BIは19日に金融政策会合を開催し、政策金利である7日物リバースレポレートを5.25%に据え置くことを決定した。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それぞれ6.00%と4.50%に据え置き、コリドーは1.50%ポイントに維持された。
- ・ BIは2018年に入ってから3回利上げを実施し、合計100bp政策金利を引き上げた。今会合では現状の金融政策を維持したものの、BIのペリー総裁が「われわれは政策スタンスがタカ派であるということを強調する必要がある」と述べるなど、引き続きIDRのサポートに強い意欲を示した。声明で今回の据え置きは世界的に金融市場が不安定な中で、国内金融市場に対する信頼感を維持してIDR相場を安定させることが狙いだとした。なお、物価については、6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と目標レンジ(3.5±1.5%)の範囲内に収まっており、コントロールされているとした。
- ・ 8月4日からインドネシア大統領選候補者の登録が始まる。ユドヨノ前大統領率いる野党の民主党は、最大野党のグリンドラ党と共闘する動きを見せている。選挙戦を共に戦う副大統領候補の人選も注目を浴びており、近日中に発表される予定だ。
- ・ 先行き景気回復が続くと見込まれるものの、経常収支が赤字であることや米利上げが重石となりIDRは上値重く推移するだろう。(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

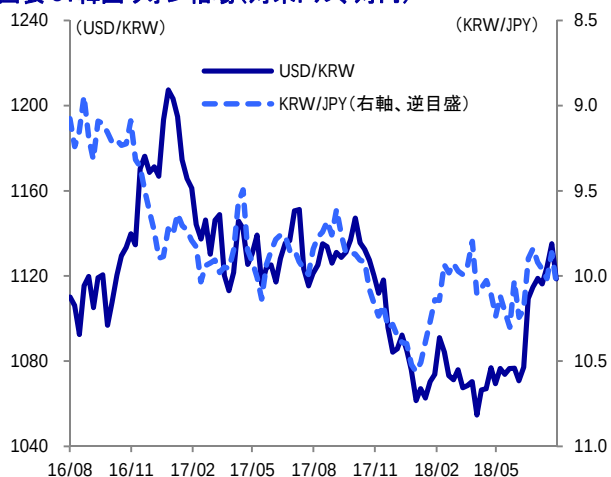


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：文政権が景気浮揚策を発表

- 7月のKRWは下に往って来いの展開となった。月初1110台半ばでオープン後、小動きとなっていたが10日にトランプ米政権が最大2000億ドル相当の中国製品に追加関税の適用の検討を発表し、米中貿易戦争激化への懸念からCNYが急落する動きに一時1140手前まで連れ安となった。月末にかけてはトランプ米大統領の利上げをけん制する発言をきっかけにドル買い圧力が後退する中、一時1110台前半まで反発した。
- 7月18日に韓国の企画財政部は2018年におけるGDP成長率の見通しを前年比+3.0%から同+2.9%に下方修正した。同省は、足許の韓国経済は底堅く推移しているものの、建設投資や設備投資に減速の兆しがあるほか、米中貿易戦争による世界経済の下振れリスクを抱えていると先行きについて慎重な見方を示した。
- また、2018年に入り新規雇用者数の増勢が鈍化したことを反映し、今年における就業者の増加数を当初の32万人から18万人へ大幅に引き下げた。文政権が掲げる雇用創出と賃金増を経済成長のドライバーとする「所得主導成長」の実現が厳しくなっていることを示唆しており、文大統領に対する政策批判の声は高まりつつある。
- かかる状況下、同政権は巻き返しを図るべく19日から自動車にかかる個別消費税率を年末まで一時的に5.0%から3.5%引き下げるとしたほか、政府系ファンドや政府系企業からの拠出金3兆8000億ウォンを住宅・雇用支援に充てるなど、景気浮揚策を発表した。
- 韓国政府は景気を下支える姿勢を強める一方、米中貿易戦争の勃発は韓国経済の先行きに影を落としている。韓国の輸出規模はGDP比で43%とG7平均(25%)を上回っており、主要国対比で韓国経済は世界貿易の動向に振られやすい構造となっている。また輸出の約25%は中国向けであり、中国経済の下振れ懸念が強まると韓国経済の先行き不安も高まりやすい。
- その米中貿易戦争に関しては、両国が双方の出方をうかがう展開となっている。しかしながら、トランプ政権は2000億ドルの追加関税の発動に向けて準備を進めているほか、中国の出方次第ではさらなる追加措置も辞さないとしている。かかる状況下、世界貿易の伸び率が縮小するとの懸念は払拭されがたく、当面のKRWは上値の重い推移を予想する。(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

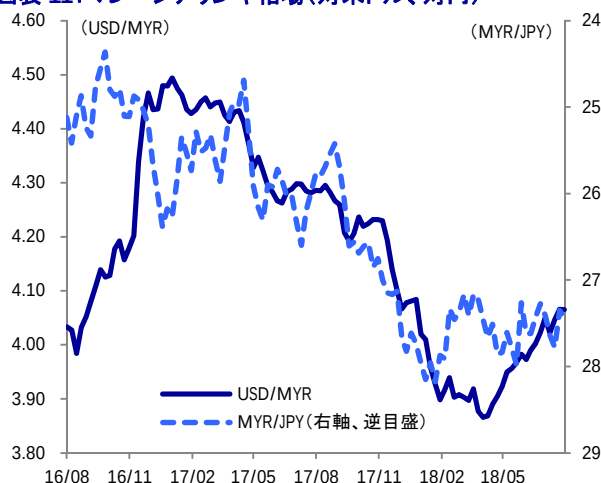


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : GST 廃止でインフレ率が大幅低下

- 7月のMYRは下落する展開。上旬は、米中貿易戦争への懸念から上値重く推移したが、10日には高値圏で推移する原油相場を横目に4.01割れまで上昇。しかし、米国が新たに2000億ドル規模の追加関税を課す方針を示唆すると、MYRは反落。月後半は人民元安が進む動きに連れ安となり、一時4.07台をつけた。
- 5月の輸出は前年比+3.4%と4月の同+14.0%から伸びが大幅に鈍化した。比較対象となる前年5月が2010年以来の大幅な伸びを記録した反動もあるが、前月比でも▲11.5%と大きく減少している。主力の電子・電気機器は前年比+2.1%と伸び悩んだものの、液化天然ガス(LNG)や原油などエネルギー輸出が大幅に増加した。輸入は同+0.1%と4月の同+9.2%から大きく減速し、結果として貿易収支は81.2億リングの黒字と、前年同期の55.2億リングから黒字幅が縮小した。
- 5月の鉱工業生産は前月比+0.2%(4月:同+1.6%)と3か月ぶりに増加した。電力が同▲0.4%と4か月ぶりに減少した一方、製造業が同+0.8%(4月:同+1.9%)と増加し、鉱業(同0.0%)は横ばいとなった。4~5月の生産を1~3月期比でみると▲0.1%と減少しているものの、6月は物品サービス税(GST)廃止、燃料補助金の復活などが景気を押し上げるとみられる。
- 6月消費者物価指数(CPI)上昇率は前年比+0.8%と、5月の同+1.8%から大幅に減速した。6月からGSTを撤廃したこと価格上昇を抑制しており、CPI上昇率は2015年2月以来の低水準となった。また、変動の大きい生鮮食品などを除いたコアCPI上昇率は同+▲0.4%(5月:同+1.0%)と、旧基準で記録した2006年12月以来のマイナスとなった。
- マレーシア中央銀行(BNM)は7月11日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を3.25%に据え置くことを決定した。声明文では、2018年のインフレ見通しに関し、最近実施された各種政策が国内費用に与える影響を考慮すると、従来よりも低くなると指摘。政策効果は一時的としつつも、数か月はインフレ率がマイナスとなり2019年前半も低水準にとどまるとの見方を示した。当面は現在の金融政策を維持する公算が大きい。
- 割安感が非常に強いMYRは徐々に反転上昇する展開を予想するが、短期的には米中貿易摩擦への懸念などが重石となりそうだ。(多田出健太)

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

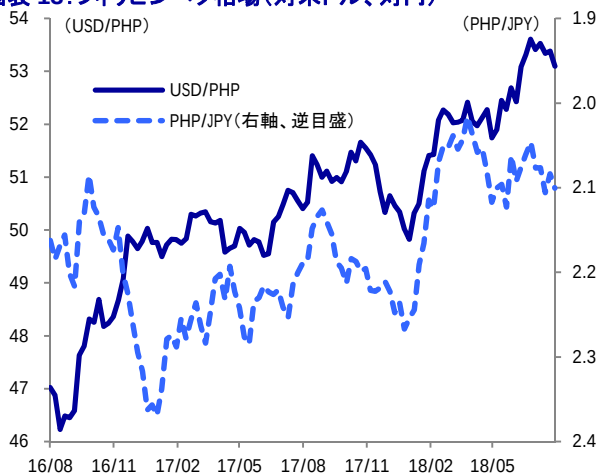


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):インフレ加速で高まる追加利上げ期待

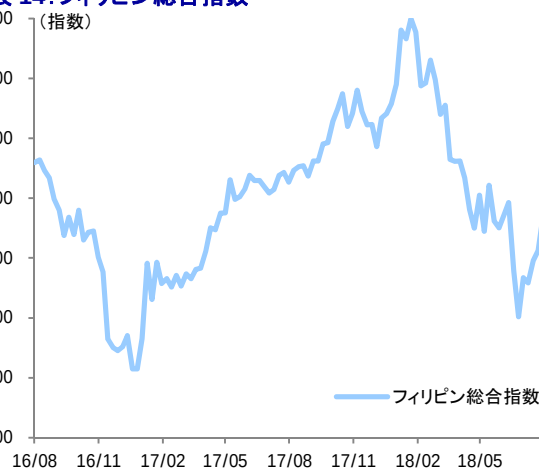
- 7月のPHPは小幅に上昇した。月初は、米中貿易戦争への懸念から揉み合いが続いた。10日に米国が新たに2000億ドル規模の追加関税を課す方針を示唆するとPHPは53.6台まで弱含む動きがみられたものの、月末にかけて53台半ば近辺で推移。月末は、輸入企業のドル買い需要をこなしつつPHP買いが優勢となり、53.1を割り込む動きがみられた。
- 6月の消費者物価指数(2012年基準、CPI)上昇率は前年比+5.2%(4月:同+4.6%)と6か月連続で加速し、統計が遡れる2013年以降の最高を更新した。なお、2006年基準では同+5.7%(5月:同+5.2%)でみると2009年3月以来の高水準となった。2012年基準でみると、CPI上昇率は4か月連続でインフレ目標レンジ(+2~4%)の上限を上回った。品目別では、CPIに占める割合の大きい食料・飲料や家賃・光熱費、輸送・交通といった項目が全体の伸びをけん引した。コアCPI上昇率も同+4.3%(5月:同+3.6%)と目標レンジの上限を突破するなどインフレ圧力は強く、国内経済が堅調に推移する中、PHP安と原油高といったコスト押し上げ要因もあって、目標を上回る高めの伸びが続きそうだ。
- 5月の貿易統計では、輸出が前年比▲3.8%(4月:同▲4.9%)と減少する一方で、輸入が同+11.4%(4月:同+22.2%)と大幅に増加し、貿易収支は▲3,701億円の赤字となった。輸出は機械や輸送機器などが下押しし、輸入は資本財の増加が全体を押し上げているが、足許では原油価格の上昇の影響も大きく出ている。今後も輸入の増加傾向が続く中、貿易赤字および経常赤字の拡大が続くとみられる。
- インフレ加速が続く中、フィリピン中央銀行(BSP)は8月9日の金融政策会合で、3会合連続となる利上げに踏み切るとの観測が高まっている。前回6月20日の会合では、政策金利の翌日物リバースレポ金利を0.25%ポイント引き上げて3.50%にすることを決定した。もっとも、上述したようにインフレ率は4か月連続でインフレ目標の上限を上回り、インフレ期待も上昇している。PHP相場は安値圏で下げ渋っているものの、インフレ圧力が根強い中、追加利上げに踏み切るとみられる。
- BSPの利上げは一定のサポートとなるが、経常収支の悪化を受けて当面のPHPは弱含むと予想する。(多田出健太)

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

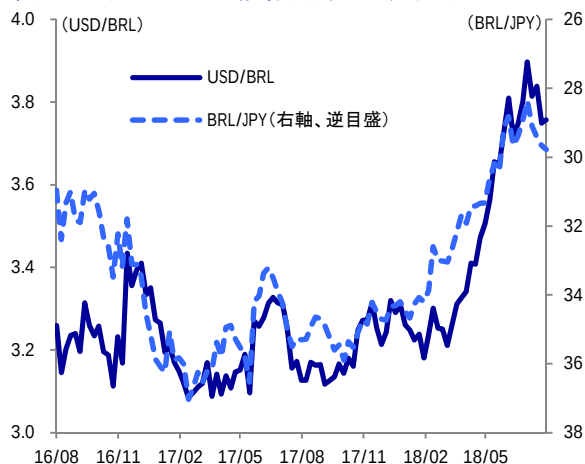


(資料)ブルームバーグ

ブラジルリアル(BRL): 本格化する大統領選挙

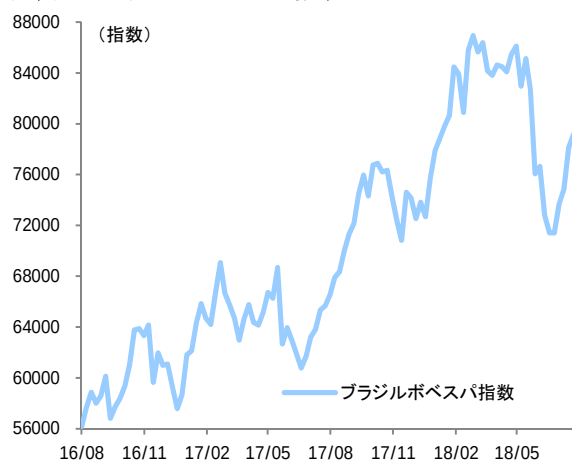
- 7月のBRLは堅調に推移した。月初3.87台でオープン後、ブラジル大統領選の先行き不透明感から3.95近辺まで下落。月央にかけてはドル売りの流れが強まる中で3.80近辺まで反発し、その後は3.80~3.90のレンジ内で推移。月末にかけては財政改革の継続を唱えるアルキミン大統領候補を支持する政党が増加しているとの報を受け、一時3.68台まで上値を伸ばした。
- 8月15日の立候補届けの締切日に向けて大統領選の各候補は支持政党の獲得に躍起になっている。なぜなら、出願時の支持政党の下院議席数に応じて政見放送時間が決まるためである。ポピュリストと言われ世論調査で優位に立っているボウソナロ氏は出身政党以外の政党の取り込みで苦戦。一方、アルキミン氏は中道政党との連携に成功したため、このまま行けば他の候補より圧倒的に長い政見放送時間が確保できる見込みである。
- 政見放送は8月31日から開始され、投票日(10月7日)直前の10月4日まで行われる。前回の大統領選(2014年)では、労働者党(PT)のルセフ候補と社会民主党(PSDB)のネベス候補が長い政見放送時間を利用して台頭してきた社会党(PSB)のシルバ候補に対するネガティブ・キャンペーンを実施し第1回投票で同候補を敗退に追い込んだ。このように政見放送は支持率に大きな影響を与えるものであるため、現在は支持率で4番手に甘んじているアルキミン氏が9月以降の世論調査で劣勢を覆す可能性がある。
- 5月下旬に発生したトラック運転手による全国規模のストライキの影響を受けて7月に発表された経済指標は悪化が目立った。5月鉱工業生産指数は前月比▲10.9%と4月(同+0.8%)から急減し、5月広義小売売上高は前月比▲4.9%と2012年9月以来となる大幅なマイナスを記録。その結果、月次GDPとして参照される5月経済活動指数は前月比▲3.3%と4月(同+0.5%)から急速に悪化した。また、物流網が麻痺したことを受けて食料品価格などが上昇したことから6月拡大消費者物価指数(IPCA)は前年比+4.4%と5月(同+2.9%)から急加速した。もっとも、ストライキによる一時的な振れのためブラジル中央銀行(BCB)の金融政策スタンスが変わることはないだろう。
- 大統領選の先行き不透明感は根強いものの、財政規律を重視するアルキミン氏が優位に立つとの期待が高まる中で当面のBRLはレンジ内推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 15: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 16: ブラジル ボベスバ指数

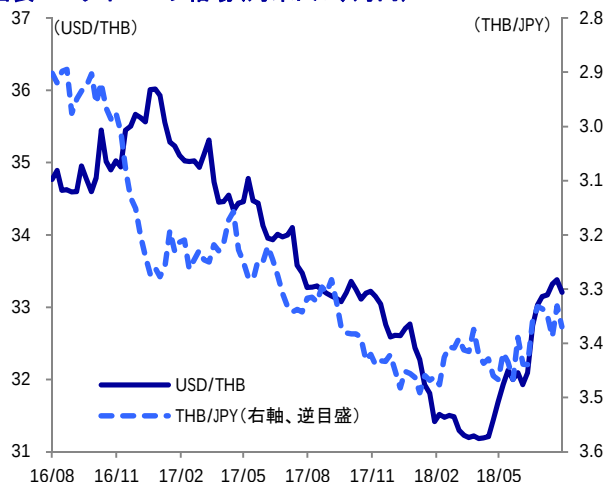


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB): BOT は金融政策の正常化を示唆か

- ・ 7 月の THB は小幅に下落した。月初は 33 台前半で推移していたが、20 日に CNY が大幅安となったことが重石となり一時 33.5 台をつけた。その後は貿易摩擦への懸念も和らぎ、月末は 33.2 近辺で越月した。
- ・ 2 日に発表された 6 月製造業 PMI は 50.2 と 5 月 (51.1) から悪化したが、2 か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目となる 50 を上回った。また、5 日に発表された 6 月消費者信頼感指数は 81.3 と 5 月 (80.1) から改善し、2013 年 6 月以降で最高となった。タイ商工会議所大学 (UTCC) は、輸出と観光業が好調に推移していることを受け、タイ経済が確実に回復に向かっているとの安心感が消費者に生まれていると指摘。農作物価格が回復していることも景気回復への期待を高め指数を押し上げたとの見解を示した。
- ・ 20 日に発表された 6 月貿易統計 (通関ベース) では、輸出が前年比 +8.2% と 5 月 (同 +11.6%) から減速したが 16 か月連続でプラスの伸びとなり、1~6 月期の輸出額は前年比 +11.0% の 1258 億ドルと統計開始以来 1~6 月期の輸出額の過去最高を更新した。輸入は同 +10.8% と 5 月 (同 +10.8%) から横ばい推移となり、その結果、貿易収支は +15.8 億ドルの黒字と 2017 年 6 月 (+19.2 億ドル) から減少した。
- ・ タイ中央銀行 (BOT) が 4 日に公表した金融政策委員会 (MPC) の議事要旨 (6 月 20 日開催分) で、金融政策の正常化を図るため金融引き締め条件と時期について討議したことが明らかになった。MPC は内需の伸びを支えるため、引き続き緩やかな金融政策が必要との認識を示す一方、景気の拡大が続きインフレ率が目標範囲内でより堅調に推移した場合には、現在の緩和的措置の必要性は薄れ、将来の政策余地を確保するための利上げの必要性が増すとの見解を示した。タイ 6 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.4% と BOT の物価目標 (+1.0~4.0%) の中央値を下回っているが、引き続き底堅く推移するならば、BOT が利上げに踏み切る可能性はあるだろう。
- ・ タイ経済の緩やかな回復、高水準の経常黒字を背景に THB は底堅い推移が続くそう。他方、米中貿易摩擦への懸念に加え、総選挙が延期される可能性が高まる中で、反軍政への声が一段と強まるなど政治情勢が不安定化すれば、THB が下押しされるリスクがある。(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

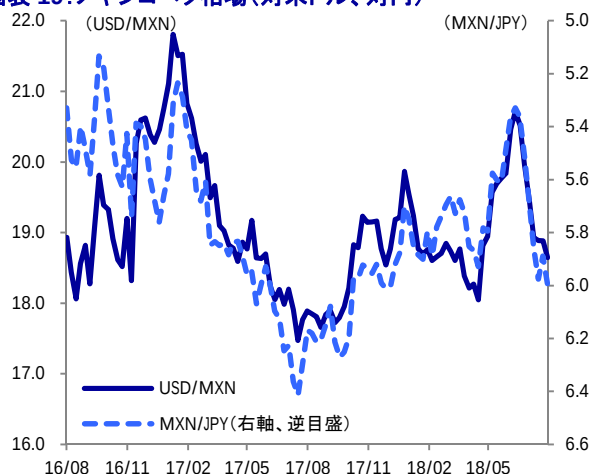


(資料)ブルームバーグ

メキシコペソ(MXN): オブラドール氏は財政規律の遵守を強調

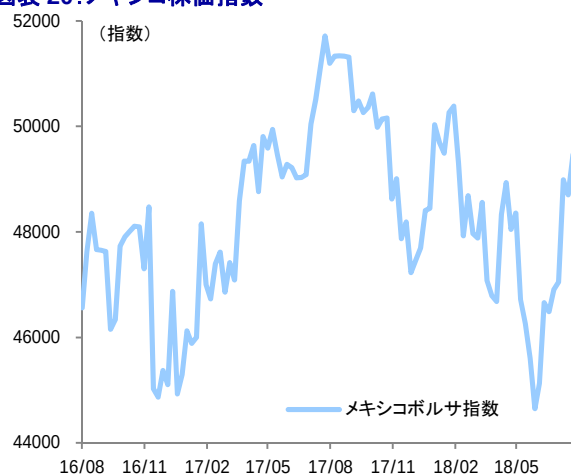
- 7月のMXNは堅調に推移した。7月1日にメキシコ大統領選の投票が行われ事前予想通りオブラドール氏が勝利した。月初2日にMXNは19.9台でオープン後、20.2近辺まで軟化。しかし、オブラドール氏が財政規律を遵守する姿勢を見せると財政赤字拡大に対する懸念が後退し18.7台まで上昇。月末にかけては18.4台まで上値を伸ばした。
- オブラドール氏は過去にペニャニエト現政権が進めるエネルギー改革の抜本的な見直しや燃料価格の据え置きを示唆していたため、市場では当選後に経済改革の滞りやばらまき政策が実行されることへの懸念が根強かった。もっとも、当選後のオブラドール氏の言動から察するに新政権がエネルギー改革の大幅な修正や拡張的な財政政策を掲げる可能性は低くなっている。
- 7月3日にオブラドール氏はペニャニエト現大統領と会談し、大統領専用機の不使用など経費削減を積極的に進め、財政規律を遵守する姿勢を示した。また、4日に次期財務相候補であるウルズア氏はインタビューに答え、次期政権は社会保障の拡充を図るものの、財政規律が重要であり歳出が計画値を超える場合は拡充策の見直しを行うと述べている。
- オブラドール氏を支持する国民再生運動(Morena)、労働党(PT)、社会遭遇党(PES)による選挙連合「共に歴史を作ろう(JHH)」は上下両院で過半数を超える議席を獲得し最大勢力となったものの、憲法改正に必要な3分の2には届かなかった。エネルギー改革は憲法改正により実現しており、現時点では改憲を伴う改革の大幅な見直しは難しいと言えよう。
- なお、北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉に関して、選挙中にオブラドール氏は新政発足後(12月1日)の交渉再開を示唆していた。しかし、当選後は交渉の加速を望む旨の書簡をトランプ米大統領に渡すなど早期妥結を目指す姿勢に転じた。トランプ米政権側はオブラドール氏の政策転換を歓迎しており、NAFTA再交渉が停滞するとの市場における懸念は後退している。
- オブラドール氏や次期閣僚の言動に鑑みれば、拡張財政やNAFTA再交渉の長期化など市場が懸念していた政策が採用される公算は小さい。かかる状況下、次期政権の政策不透明感の後退などを背景に当面のMXNは底堅い推移を予想する。(佐々木貴彦)

図表 19: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 20: メキシコ株価指数

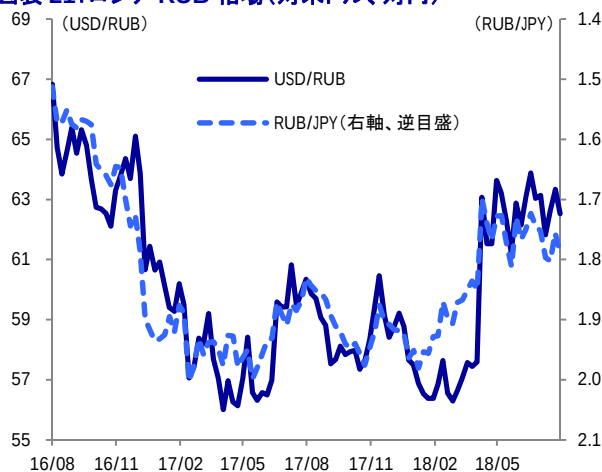


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 手掛かり難の横這い継続予想が最有力

- ・ 7月のRUBは、若干の上下動を含みながらも、値動きの大半はUSD側の要因によるもので、方向感を欠いた横這いを支配的とした。
- ・ 10日に前後してのRUB堅調や、その後のRUB反落、軟調推移継続に原油価格動向(上昇、反落、安値低迷)が影響したのは間違いない。ただし、大局的には原油価格動向に沿った値動きだったものの、局面局面の値動きには、必ずしも、常に原油価格との連動が読み取れたわけではなかった。
- ・ 4日、ロシア財務省は、7月期のRUB売却計画を総額3480億ルーブルと発表。6月期の3800億ルーブルと比較すると若干の減額にはなったものの、原油価格高止まりを反映して、過去の実績と比較すれば高水準。しかし、RUBの反応はほとんど読み取れなかった。
- ・ 14日にヘルシンキで行われた米ロ首脳会談に向けては、一部で米ロ関係の改善、経済制裁緩和に対する期待感もあったようだが、結局、関係改善を示す具体的な進展は確認されなかった。会談に対する評価としては、「ロシア(プーチン大統領)にとって成功」との見方が支配的だったものの、RUBが好感した様子はほとんど読み取れなかった。
- ・ 17日以降のUSD/RUBの堅調推移は、RUB安と言うよりも、パウエルFRB議長の「斬新的な利上げ継続が最善の策」といった発言を反映したUSD高と考えられた。同様に、19日以降のUSD/RUB頭打ち、軟調も、トランプ米大統領の「米利上げは嬉しくない」「(USD高で)我々は不利な立場に置かれる」などと言った発言を受けUSD反落の結果と考えられた。
- ・ ロシア中銀(CBR)金融政策に対するRUBの関心は、この間、低かった。CBRは27日の金融政策決定会合で政策金利を7.25%に据え置き。物価は引き続き低位で安定しているものの、来年1月からの付加価値税率引き上げ(18%→20%)を前に、CBRは追加利上げに慎重な姿勢を維持し、少なくとも年内は政策金利を据え置くとの予想で市場は一致している。
- ・ ロシア要因では、西側諸国の対ロ経済制裁の動向、CBRの金融政策動向、年金制度改革などプーチン大統領の構造改革とそれに対するロシア有権者の支持、などを挙げることはできるが、近い将来、RUBが材料視する展開は見込み薄。RUBに値動きをもたらすとしたら、「貿易戦争」や原油価格動向など外部要因の方が有力だが、現時点で見極めは難しい。(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

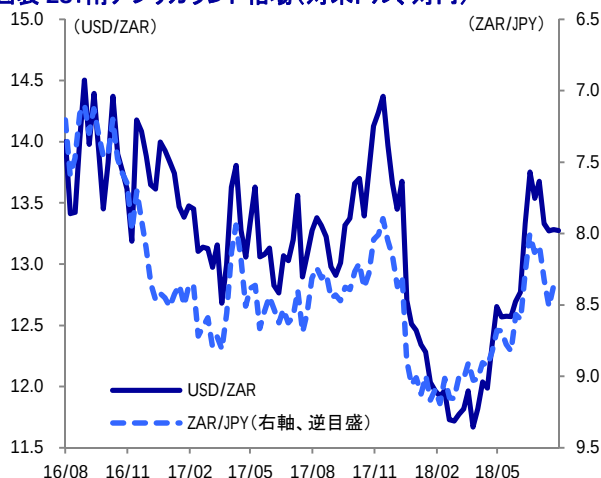


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 6 月に広がった悲観は行き過ぎだったか

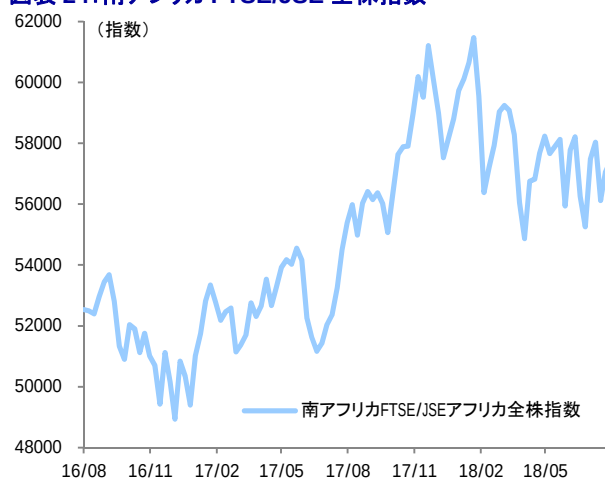
- 7 月の ZAR は上昇。ZAR の値動きはドル指数 (ICE) と密接に連動しており、外部要因の影響が引き続き色濃かった可能性を示唆したが、一方で、(ドル指数との比較で) ZAR 水準が明確に切り上がったのは、南ア固有の要因の改善を示唆した。
- 外部要因のひとつは、米中を中心とした「貿易戦争」の激化に対する懸念。とりわけ、中国を最大の輸出相手国とする南アにとっては、中国の資源需要減退の可能性は、経済的に大きな痛手になることが警戒された。しかし、10 日、米政府が、中国からの輸入品 2000 億ドル相当に対する関税適用を検討するとの報が、USD にも株価全般にもほとんど影響しなかった経緯は、同問題に対する金融市場の「慣れ」「飽き」を物語ったと受け止めることができた。
- もうひとつの外部要因である FRB による追加金融引き締めと南ア経常赤字ファイナンスに必要な投資資金流動性の低下に対する警戒感も、年内にもう 2 回の 25bp 利上げの織り込みが進んだ上、19 日、トランプ米大統領が「(米利上げは) 嬉しくない」などと述べたことで、ひとつの転機を迎えた。
- 南ア固有の要因では、6 月中に発表された 4 月製造業生産、4 月小売売上高、4 月鉱業生産などの低迷や、1~3 月期経常赤字拡大など、一連の南ア経済指標の悪化が、「ラマポーザ新大統領の手腕に対する期待感の剥落」を煽る形で ZAR 安要因視されたが、7 月に発表された上述南ア経済指標が揃って改善を示すと、そうした失望感は明確に薄れることになった。
- そもそも、発足後 4 か月余りしか経たない新政権に、市場はあまりに多くをかつき急に期待し過ぎていた感が強かったが、13 日にサウジアラビアが、17 日に中国が、それぞれ 100 億ドル、147 億ドルの南ア向け投資計画を表明したことは、ラマポーザ大統領の経済政策運営手腕に対する評価を明確に改善させることにもつながった。
- 昨年来、与党アフリカ民族会議 (ANC) の政権基盤を脅かすとして警戒されてきた、ズマ前大統領派とラマポーザ大統領派の確執が、クワズル-ナタール州、ハウテン州など、主要な州の党役員選挙を経て「結束」を尊重する形で、ラマポーザ派に優位な決着を見たことも好感できる材料。(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) ブルームバーク

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

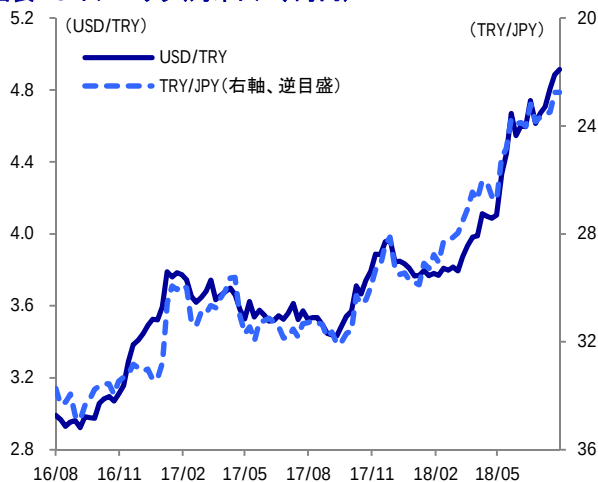


(資料) ブルームバーク

トルコリラ(TRY):CBRT 利上げ見送りが示唆する大統領独裁

- ・ 7 月の TRY は下落。12 日までに、対 USD で史上最安値を更新する 4.9711 (参照値)まで下落。更に 24 日以降、再び明確に水準を切り下げ 4.9384(参照値)と最安値近辺まで値を下げた。
- ・ 9 日にエルドアン大統領は正式に再任され、組閣を発表したが、国庫省と財務省とを統合した国庫財務省の大臣に同大統領の女婿でもあるアルバイラク燃料天然資源相を指名した。この閥閥人事により、大統領の独裁が益々強まると思惑が嫌気され、TRY は急落した。
- ・ 更に 11 日、エルドアン大統領が「近い将来、金利は下がる」と、金融政策への政治介入を仄めかす発言をしたことで、12 日にかけて TRY は続落した。
- ・ しかし、経済財政政策の最高責任者に就任したアルバイラク国庫財務相は、10 日、「独立した機関こそより有効に機能する」「トルコは強力な金融政策を運営する」と、トルコ中銀(CBRT)の独立を尊重する発言をしていた。
- ・ 引き続き安値圏にありながら、前後して、TRY が堅調気味の推移を維持した局面の背景には、24 日の CBRT 金融政策委員会に向けた様子見気分の広がりがあった。国庫財務相が、大統領の従来の姿勢とは対照的に、CBRT の政治からの独立を保障できるのか、その試金石になるものと考えられた。
- ・ 6 月末から観測されてきたことではあったが、18 日、過去 2 年間維持されてきた緊急事態宣言が解除されたことも、前後しての TRY 堅調の一助となった。
- ・ しかし、24 日に CBRT は市場の大方の予想(期待)に反して政策金利(1 週間物レポ金利)を据え置いた。金融市場は、この決定を、CBRT の政治からの独立の欠如、アルバイラク国庫財務相の政策運営に対するエルドアン大統領の絶対的な影響力などの証と読み、TRY を売り込んだ。「金融政策運営が大統領に絶対服従であるなら、財政政策も同様であろう」との思惑で、TRY 建トルコ国債の利回りも急上昇(価格は急落)した。
- ・ 8 月 3 日に発表されるトルコ 7 月 CPI はベース効果から前月比+0.4%程度、前年比は+15.7%前後に上伸する計算になる。足元 TRY 安や、燃料価格高止まりを勘案すると、政策金利の 17.75%という水準は、いかにも心許ない。来年 3 月の地方選に向けた財政ばらまきに対する警戒感も拭えず、当面、TRY の本格的な反発を期待するのは難しいものとする。(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

		2018年 1～7月(実績)	SPOT	2018年 9月	12月	2019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)	6.2431 ～ 6.8428	6.8167	6.75	6.80	6.70	6.65	6.65
香港ドル	(HKD)	7.8136 ～ 7.8509	7.8491	7.84	7.84	7.83	7.82	7.81
インドルピー	(INR)	63.246 ～ 69.126	68.548	69.8	68.8	67.5	66.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13263 ～ 14564	14414	14500	14200	13800	13800	13600
韓国ウォン	(KRW)	1054.18 ～ 1138.89	1118.73	1100	1110	1120	1130	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8533 ～ 4.0725	4.0652	4.15	4.02	3.88	3.75	3.72
フィリピンペソ	(PHP)	49.705 ～ 53.639	53.101	54.5	52.8	51.0	51.5	52.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3009 ～ 1.3746	1.3616	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	28.958 ～ 30.739	30.625	30.30	30.40	30.50	30.60	30.70
タイバーツ	(THB)	31.09 ～ 33.53	33.22	33.5	33.0	32.6	32.3	31.9
ベトナムドン	(VND)	22680 ～ 23292	23283	23400	23200	23200	23000	22750
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5563 ～ 65.0446	62.4586	63.00	64.00	63.00	64.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.5078 ～ 13.9974	13.2478	13.00	12.50	12.50	13.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.7163 ～ 4.9743	4.9220	5.00	4.80	5.20	4.90	5.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1214 ～ 3.9657	3.7572	3.79	3.84	3.87	3.88	3.85
メキシコペソ	(MXN)	17.9401 ～ 20.9605	18.6516	20.00	19.00	18.00	18.00	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.236 ～ 17.543	16.416	16.15	15.74	15.67	15.64	15.34
香港ドル	(HKD)	13.326 ～ 14.505	14.253	13.90	13.65	13.41	13.30	13.06
インドルピー	(INR)	1.593 ～ 1.790	1.632	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57
インドネシアルピア	(100IDR)	0.759 ～ 0.845	0.776	0.752	0.754	0.761	0.754	0.750
韓国ウォン	(100KRW)	9.634 ～ 10.681	10.051	9.91	9.64	9.38	9.20	8.95
マレーシアリンギ	(MYR)	26.449 ～ 28.395	27.441	26.27	26.62	27.06	27.73	27.42
フィリピンペソ	(PHP)	1.999 ～ 2.272	2.101	2.00	2.03	2.06	2.02	1.96
シンガポールドル	(SGD)	79.19 ～ 85.50	82.16	78.99	78.68	77.78	78.20	77.27
台湾ドル	(TWD)	3.585 ～ 3.843	3.653	3.60	3.52	3.44	3.40	3.32
タイバーツ	(THB)	3.314 ～ 3.525	3.366	3.25	3.24	3.22	3.22	3.20
ベトナムドン	(100VND)	0.4590 ～ 0.4992	0.4806	0.47	0.46	0.45	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.643 ～ 1.993	1.791	1.73	1.67	1.67	1.63	1.57
南アフリカランド	(ZAR)	7.877 ～ 9.293	8.446	8.38	8.56	8.40	8.00	7.56
トルコリラ	(TRY)	22.295 ～ 30.311	22.724	21.80	22.29	20.19	21.22	18.89
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.626 ～ 35.131	29.777	28.76	27.86	27.13	26.80	26.49
メキシコペソ	(MXN)	5.270 ～ 6.026	5.997	5.45	5.63	5.83	5.78	6.00

(注) 1. 実績の欄は 2018 年 7 月 31 日まで。SPOT は 8 月 1 日の 7 時 30 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(8 月 1 日発刊)』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%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
エマージングアジア												
中国	6.7	6.8	6.6	6.5	2.0	2.3	2.4	2.5	1.8	1.4	1.2	1.1
インド	7.4	6.3	7.4	7.4	4.9	3.3	4.4	3.9	-0.7	-1.3	-1.8	-2.4
インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.3	3.5	3.8	3.4	3.5	-1.8	-1.8	-2.0	-1.9
韓国	2.7	3.0	3.0	2.9	1.0	2.0	1.8	2.0	7.0	5.6	5.4	5.3
マレーシア	4.2	5.9	5.2	5.2	2.1	3.8	2.0	2.9	2.1	2.9	2.3	2.1
フィリピン	6.9	6.7	6.5	6.6	1.9	3.2	4.2	3.2	0.2	0.0	0.2	-0.5
シンガポール	2.0	3.6	3.4	3.2	-0.5	0.6	0.6	2.0	19.0	19.5	19.5	19.0
タイ	3.2	3.9	4.3	4.2	0.2	0.7	1.2	1.6	11.3	9.0	7.5	7.5
ベトナム	6.2	6.8	6.6	7.4	2.7	3.5	3.5	3.9	0.4	0.5	0.9	1.2

(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 (%)	2018		2019		
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
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	
インド	翌日物レポ金利	6.25	6.50	6.50	6.75	6.75	6.75	
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.25	5.50	5.50	5.75	5.75	6.00	
韓国	7日物レポ金利	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	3.50	3.75	4.00	4.00	4.25	4.25	
タイ	翌日物レポ金利	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	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	

(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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。