

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国通貨 .....	2
中国人民幣(CNY) .....	3
インドルピー(INR) .....	4
インドネシアルピア(IDR) .....	5
韓国ウォン(KRW) .....	6
マレーシアリング(MYR) .....	7
フィリピンペソ(PHP) .....	8
シンガポールドル(SGD) .....	9
タイバーツ(THB) .....	10
ベトナムドン(VND) .....	11
各種予想 .....	12

国際為替部  
マーケット・エコノミスト  
深谷 公勝  
03-3242-7065  
masakatsu.fukaya@mizuho-bk.co.jp

多田出 健太  
03-3242-7065  
kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

シンガポール資金部  
シニアエコノミスト  
Vishnu Varathan  
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

FXストラテジスト  
Chang Wei Liang  
weiliang.chang@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト  
Cynthia Kalasopatan  
cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com

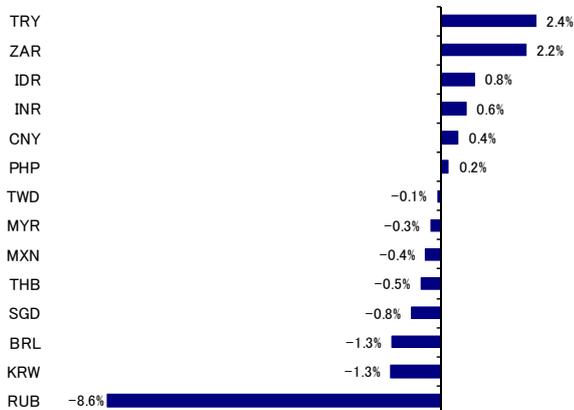
鈴木 教子  
65-6416-0517  
clara.suzuki@mizuho-cb.com

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：10月 FOMC はタカ派。原油下落はポジティブ？

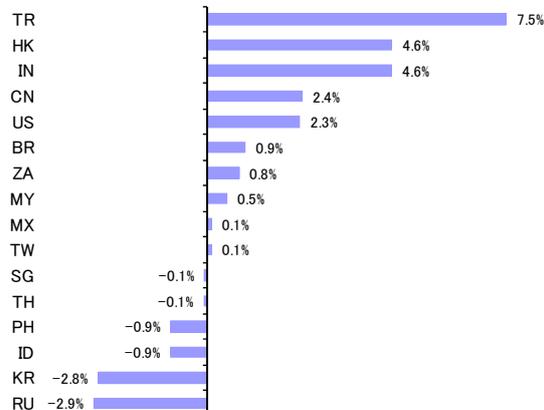
- 世界経済の減速懸念やエボラ熱の感染拡大により市場のリスクセンチメントが悪化する中、注目された10月のFOMC会合は当初の予定通り量的緩和の終了を決定。声明文は米国経済に関する現状判断を上方修正する一方、世界経済の鈍化といったリスクには一切触れないタカ派の内容となった。
- 金融市場のボラティリティが高まっていた中でFOMCがタカ派シグナルとも取られかねない文言修正を実施したことは、米国経済の回復に対する彼らの自信の表れであるとともに、金融緩和継続への期待を高めていた市場へのけん制との捉え方もできよう。これは来年半ばとみられる米国の利上げが近づくとつれ、ドルが騰勢を強めていくとの我々の見方をサポートする動きである。
- 新興国においては高インフレや経常収支赤字といった構造的な通貨の脆弱性に対する各国政府・中央銀行の対応が通貨騰落の分かれ目になるという構図に変わりはない。今年注目の政治日程も10月のブラジル大統領選やインドネシア大統領就任を以って概ね終了し、今後は政策実行力が問われる時間帯となる。財政再建や政治汚職の根絶は各国に共通の課題であるが、こうした問題に対して目先の利益にとらわれず抜本的な改革を断行できるかどうか、注目していきたい。既にインドネシアではジョコ新大統領による補助金削減の実行可否を巡ってIDR相場が大きく上下している。
- 他方、10月は原油を中心に国際商品市場が急落した。上述の世界景気減速懸念に加えて米国のシェールガス革命を巡る中東産油国の思惑も交錯しているようだ。原油価格の下落はインド、トルコ、インドネシアのようなエネルギー輸入依存度の高い国において貿易収支を改善し、国内物価を押し下げる。またインフレ圧力の落ち着きは各国中銀に金融引き締めの手を止め様子見をする余地を与える。特にインドにおける国内物価の見通しは大きく改善しており、来年後半には利下げの可能性も出てきている。このほか、タイ、フィリピン、シンガポール等もエネルギー価格下落の恩恵を受けるだろう。
- 逆にロシアやマレーシアのような原油純輸出国にとって価格の下落は景気の向かい風となる。このように原油価格一つをとってみても各国でその影響は異なる。新興国通貨選別のヒントであり、今後の動向を注視したい。

図表1：新興国通貨騰落率（2014年10月）



(資料)ブルームバーグ

図表2：新興国株式騰落率（2014年10月）

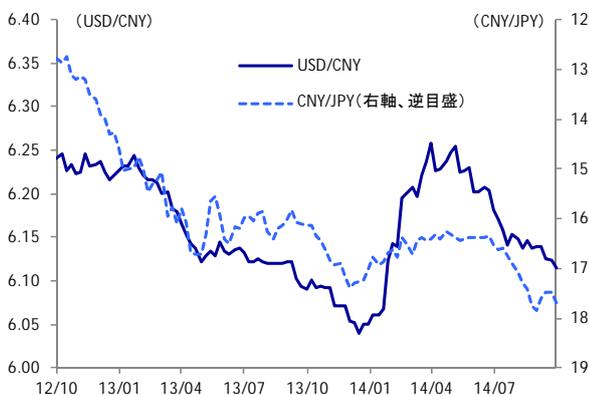


(資料)ブルームバーグ

### 中国人民元(CNY)：政治的にもCNY高は継続か

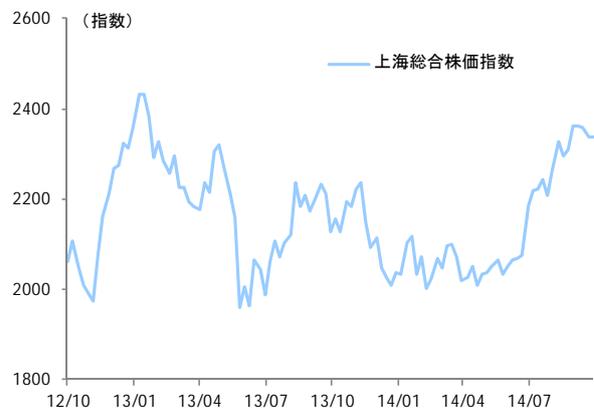
- 9月の半ば以降、中国人民銀行(PBoC)は日中取引の基準値を6.15近辺でほぼ横ばいに設定している。PBoCは6月から4か月連続で貿易統計発表翌日の基準値を大幅にCNY高方向に設定していたことから、10月も非常に注目が集まっていたが、実際には小幅なCNY高設定に留まった。
- そうした中、10月は世界的な景気減速懸念に加え、エボラ出血熱の感染拡大というリスク要因も重なり、米国債は旺盛な需要を集め、米10年金利は一時2%を割り込む場面もあった。これまでのUSD高基調に調整が入ったことで為替市場ではUSDに対して買い戻しが優勢となりCNYも上昇した。
- 経済指標は持ち直しの兆しがみられた。7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.3%と4~6月期の同+7.5%からやや減速したものの、市場予想は上回った。また、9月の月次経済指標はまちまちながらも、鉱工業生産が前年同月比+8.0%と前月から伸びが回復したことは好材料と言える。さらに、中国10月HSBC製造業PMI(速報)は50.4と前月の50.2から小幅に持ち直しており、短期的に中国経済は上向く可能性がある。
- 但し、こうした回復も短命に終わる公算が大きい。労働力人口の減少などに起因した潜在成長率の低下に伴い、当局のサポートが無ければ現在の成長ペースを維持するのは困難である。また、過剰設備の解消や不動産市場の調整を進めることが成長の足枷となろう。
- 当局は12月に開催する中央経済工作会議において、2015年の成長率目標を今年の7.5%から7.0%へ引き下げたろう(成長率目標の発表は2015年3月の全国人民代表大会まで先送りされる可能性もある)。そして、中国経済の成長ペースはより持続可能な水準へと鈍化していくとみられる。
- 10月に公表された米為替政策報告書では、CNYについて「著しく過小評価されたまま」だとし、更なる切り上げを求めていくことが示された。政治要因からは引き続き中国当局が対USDでCNY安に大きく誘導するハードルは高い。一方で、FRBの出口戦略の影響もあり、世界的にUSD高が強まった際に、CNYをハイペースで切り上げることもまた難しく、上昇ペースは緩やかなものとなりそうである。

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

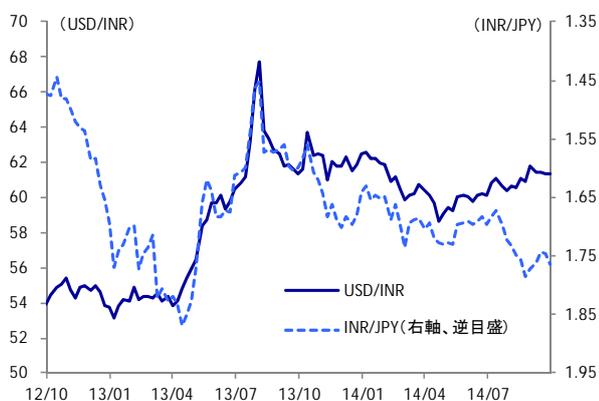


(資料)ブルームバーグ

### インドルピー(INR)：モディ首相人気は衰えず

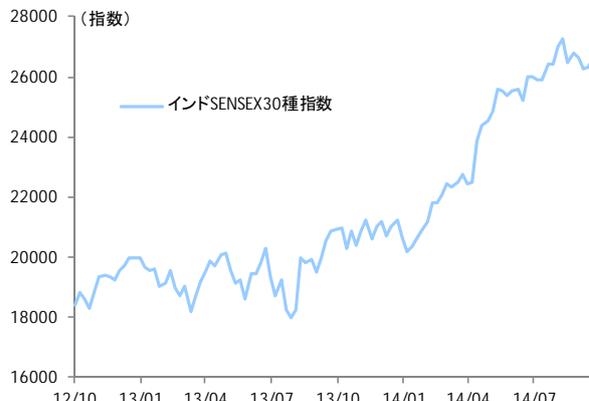
- 10月のINR相場は小幅上昇。9月後半からのドル買い局面で月初に62.0まで下落した後、ドルの軟化で反発。月央は世界的なリスクオフで売られたものの、市場が落ち着くと再び61台前半に水準を切り上げた。
- 国内経済は7～9月期に入り製造業部門の弱含みが続いているが、国内投資の復調に支えられ、インフラ関連業種で増勢が継続しているほか、消費者信頼感指数の上昇から個人消費も緩やかな回復を続けると思われる、現時点で過度に悲観視する必要は無いと思われる。
- 対外部門は9月に金輸入が急増し、同月の貿易収支は2013年5月以来の赤字幅を記録した。この結果、前年比のベース効果も加わり7～9月期純輸出の成長寄与度は5四半期ぶりのマイナスとなる可能性が高まった。但し、政府がインド中銀(RBI)に対して金輸入規制の再強化を要請しているほか、10月以降の国際原油価格の急落で今後原油輸入額が減少するとみられ、貿易収支が大きく悪化していくとは想定しづらい。とはいえ、輸出の伸びが緩慢に留まる中、GDPに対する純輸出の寄与度は低下していくだろう。
- 国内インフレ率は食品価格の落ち着きと内需の抑制を背景に低下が加速している。9月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.46%と統計開始以来最低を記録。今後も上述した原油価格下落によりCPIは減速基調を強める可能性が高い。CPIの予想以上の鈍化はRBIに暫く様子見をする余地を与える。**我々は2015年中に2回の利上げを予想していたが、政策金利を据え置いた後、来年终盤に利下げに動くとの見方に変更した。もちろん金融引き締めの見送りは国内経済にとってはポジティブである。**
- 政治面では、10月にマハシュトラ州とハリヤナ州で実施された州議会選挙にて、モディ首相のインド人民党が大きく議席を増やしている。モディ氏が地方における人気を維持していることは、今後、税制改革や補助金削減といった目玉の改革が実現する可能性を見通す上で好材料である。
- 総じてインド経済は順調な回復を続けていると見られ、中でも予想を超えるペースで下落する国内物価はINRのサポート材料である。経常収支の大幅な改善は見込めないが、このことが改めてINR売りの材料となる可能性は低いだろう。来年半ばにかけては米国の利上げに伴うUSD買いが向かい風となるだろうが、この際にも他の新興国通貨対比でINRの下落は小幅に留まろう。

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

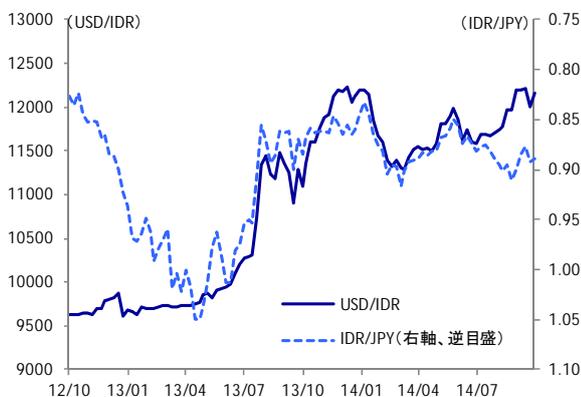


(資料)ブルームバーグ

### インドネシアルピア(IDR) : 議会少数派の新大統領

- 10月のIDR相場は上に往って来いの展開。月上旬に12,200の安値水準で推移した後、月央に燃料補助金の大幅削減計画が発表されると12,000ちょうどまで反発。しかし、その後月末にかけては政策実現への不透明感やドルの反発で上げ幅を縮小した。
- 国内経済は依然低迷している。国内需要を表す非エネルギー輸入は7、8月に2か月連続で前年比2桁台の落ち込みを見せ、他の主要経済指標も低水準での横ばいが続いている。唯一、消費者信頼感指数は上昇しているものの、ジョコ=ウィドド新大統領への期待先行の面もあり、実際に消費の増加に繋がるかどうかは不透明である。
- 9月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.5%とインドネシア中銀(BI)の目標と一致。国内景気の減速で物価圧力も和らいでいる。しかし、ジョコ大統領は年内に国内燃料価格を50%引き上げる意向を示しており、実施されればCPIは再び7%台後半に上昇する見込みである。このため、BIは当面現行の引き締め姿勢を継続すると見られ、これが同国経済の重石となるだろう。
- 一方、10月20日にジョコ=ウィドド氏が新大統領に就任。同氏の意向通り新閣僚には各分野に経験と実績を持つ人物が起用された。しかし我々が懸念していた通り、同氏は大臣ポストを引き換えとした連立交渉を拒否したため、大統領陣営は依然として議会における少数派である。対立候補のプラボウォ氏を中心とした野党勢力の抵抗が予想される中、各種改革法案を通過させるのは困難を伴う。国内構造改革の進行は極めて緩やかなものとなりそうだ。
- 以上を踏まえてIDR相場の短期的な弱気スタンスを維持したい。足許から来年1~3月期にかけては米国金融政策の出口を睨んだUSD高に加え、ジョコ新政権の政治手腕に対する不透明感が重石となり、IDRに対する売り圧力が強まるだろう。しかしその後はUSDの騰勢が和らぐとともに新政権の政策運営に基づく経済見通しの良化を受けてインドネシアに資金が回帰、IDRを押し上げるとみる。
- 引き続き、IDR最大のリスクは国内政治動向である。短期的には燃料補助金削減の実行が焦点となるが、その後も各法案毎に政府と反対勢力との交渉や駆け引きに気を配っておく必要があるだろう。

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

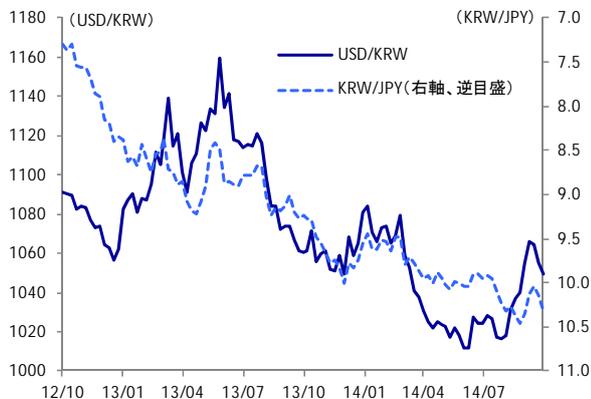


(資料)ブルームバーグ

### 韓国ウォン(KRW)：中期的 KRW 高は不変も水準を下方修正

- 10 月の KRW 相場は下に往って来いで小幅上昇。月前半は韓国中銀 (BOK) 会合での利下げ期待から一時 1070 台半ばまで下げ幅を拡大したが、利下げ決定後は更なる緩和について市場の見方が割れる中で月末の輸出企業の KRW 買いも入って 1040 台まで反発した。
- 10 月 24 日に発表された韓国 7~9 月期 GDP は前期比+0.9%と 4~6 月期の同+0.5%から反発。但し、前年比では+3.2%と 5 四半期ぶりの低成長を記録した。民間消費が前期比+1.1%とセウォル号沈没事故後の消費自粛ムードによる落ち込みから回復する一方、民間設備投資は減少、純輸出も 1 年ぶりのマイナス寄与となった。
- GDP の発表に先立つ 15 日の金融通貨委員会にて BOK は我々の予想通り政策金利の 25bp 引き下げを決定。声明文及び李 BOK 総裁の記者会見ではユーロ圏経済の減速がリスクファクターとして挙げられたほか、国内の構造問題が景気の向かい風になっていると指摘された。
- 政府も 7 月に決定した 41 兆ウォンの経済対策のうち一部の前倒し実施を決めるなど景気下支え姿勢を強めている。こうした施策は BOK の金融緩和と相俟って 10~12 月期以降の韓国経済をサポートすると思われるが、家計債務や高齢化といった構造的要因が景気を下押し中、外需についても不透明感が高まっており、韓国経済を取り巻くリスクは依然としてダウンサイドである。
- このため金融政策についても追加利下げの可能性を完全に排除することはできない(現時点で我々は追加利下げを想定していない)。市場の BOK に対する緩和期待は今後も KRW 相場の下押し圧力として作用しそうである。
- 加えて、政府が円安への警戒を強めていることも KRW のリスク要因である。我々は緩やかな円安が今後も続く予想しているが、この通りとなれば韓国政府は自国通貨安志向を強めると思われ、KRW 相場の重しとなろう。
- 引き続き、巨額の経常黒字や低インフレを背景とした中期的な KRW 高見通しを維持するが、前述の通りこうした見通しに対するリスクは高まっている。特に足許から来年 1~3 月期にかけてはドル高圧力の高まりも予想されるため KRW 相場もダウンサイドリスクを意識しておきたい。

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

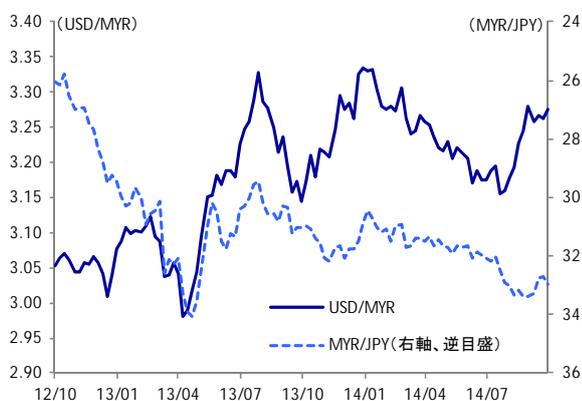


(資料)ブルームバーグ

### マレーシアリンギ(MYR)：原油価格の下落が懸念材料

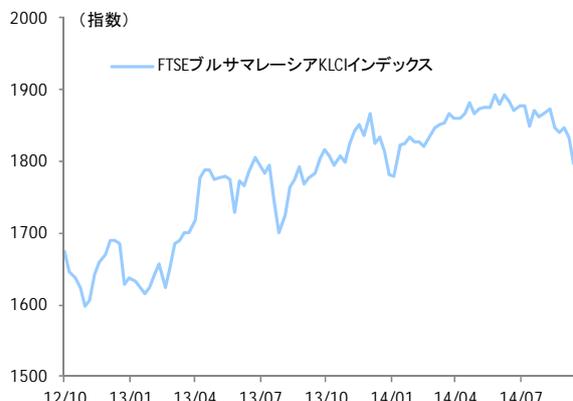
- 10月のMYR相場はほぼ横ばいで推移した。世界経済の減速懸念などを背景に米10年金利が低下する動きにUSD高が一服。新興国通貨に買い戻しの動きがみられたが、もともと年初来でほとんど下げしていないMYRが一段と買い進められるには至っていない。
- マレーシア中央銀行(BNM)は7月10日に25bpの利上げを実施、政策金利を3.25%とした。BNMは利上げ後も依然として金融環境は緩和的であるとしている。足許では成長の不確実性が増しているとしてややハト派に転じているものの、金融政策の正常化(利上げ)プロセスは今後も継続するだろう(我々は10~12月期に25bpの利上げを予想している)。
- 政治面では財政再建の行方が重要である。政府は財政赤字の削減に取り込んでおり、10月2日には補助金付き燃料価格の引き上げを決定し、2015年4月からは物品・サービス税(GST)の導入が予定されている。10月10日に発表された2015年度予算案では、財政規律を重視する姿勢を維持する一方、GSTの非課税品目の拡大に加え、個人所得税・法人税の税率調整や低所得者向け支援策の実施を発表するなど、国民負担にも配慮する予算内容。また、一連の補助金政策の見直しは近く新たな施策を発表するとした。
- 今回の予算案を受けて、GST導入後に予想される景気の落ち込みはある程度緩和される一方で、財政健全化の実効性は限定的となる可能性が浮上した。今後は、改めて公表される補助金政策見直しの内容や政府が提示した政策の実効性を見極めていく必要があるだろう。
- マレーシア経済にとって気掛かりなのは、最近の原油価格の下落がマレーシアの輸出を下押しすると見込まれることである。これは輸出の回復を抑制するとみられるほか、上述した金融・財政の引き締めにより内需、特に個人消費の減速が予想され、経済成長は緩やかなペースはとなりそうだ。
- 一方で中央銀行の引き締め姿勢、貿易収支の改善傾向、政府による財政健全化はいずれも通貨に対してポジティブに働くとみられ、MYRは他の新興国通貨対比でアウトパフォームが期待できる。但し、マレーシアは国債の外国人保有率が高く、MYRは証券投資動向に左右されやすい。米国の金融政策正常化に伴う米金利の急上昇や政府の信認低下による資金流出はMYR下落の最大のリスク要因であろう。

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

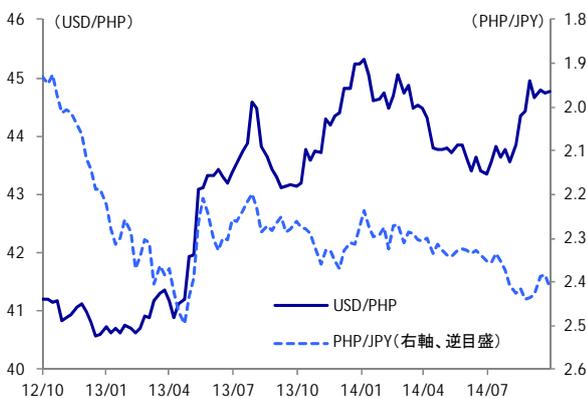


(資料)ブルームバーグ

### フィリピンペソ(PHP): 国内要因は良好

- 10月のPHP相場は横ばい。月初こそ世界経済の減速に対する懸念などから米金利が低下し、それに伴いこれまでのUSD高も一服したものの、基本的にリスク回避姿勢の強まりは新興国通貨にとってはネガティブ材料であり、PHPも上値の重さが確認できる。
- 2月から実施されていたマニラ市内のトラック交通規制が9月半ばに解除された。この規制に伴い、フィリピンの貿易産品が集中するマニラ港は大混乱となっていたが、貨物滞留問題は徐々に改善していく公算である。
- マニラ港の混雑緩和によって輸出入の見通しが改善する見通しであるほか、インフレ圧力の緩和にも繋がるとみられる。インフレをもたらしていた食品価格の上昇であるが、トラック規制の解除により物流がスムーズになり、供給量の増加が期待される。また、フィリピン国家食料庁がコメの輸入量拡大を決定したほか、農作物も収穫期を迎えることから、年末から来年にかけて物価上昇圧力が和らぐだろう。
- フィリピンの消費を牽引している海外労働者(OFW)送金の伸び率は前年比5%台後半と近年の平均ペースよりは若干鈍化しているものの、引き続き堅調に拡大しており、月間の金額ベースでは過去最高を更新し続けている。
- 足許の原油価格下落もあって、中央銀行(BSP)は10月にインフレ見通しを引き下げた。同国では電気料金や公共交通運賃の値上げが予定されており、BSPの引き締め姿勢は当面継続すると考えた方がいいだろう。BSPは2015年のインフレ目標を3%±1%に設定しており(2014年は4%±1%)、依然として目標上限に接近する状況に変わりはないだろうが、既に50bpの利上げを実施していることもあって来年後半までは金利を据え置く可能性が高い。それまでは短期の流動性に影響を与えるSDA金利の引き締めにて対応するものと思われる。
- 他方、通貨PHPは中長期的に良好なパフォーマンスが期待できよう。前述のOFW送金や堅調な国内景気及び中銀の利上げを背景とした海外からの資金流入増加がPHPを押し上げるだろう。しかし、短期的には米国の利上げが近づく2015年前半にかけて弱含みとなる公算が大きい。

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

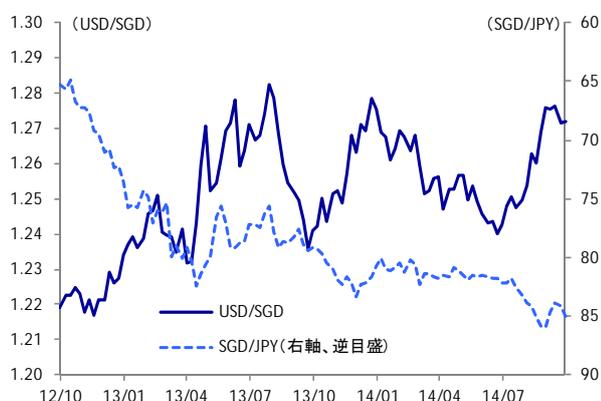


(資料)ブルームバーグ

### シンガポールドル(SGD)： GDP は反発。MAS は政策据え置き

- 10月のSGD相場は1.27～1.28のレンジ推移。方向感は出なかった。通貨バスケット内のウェイトが大きいEURやMYRも対USDでもみ合いとなっている。
- 14日に発表されたシンガポールの7～9月期実質GDP速報値は季節調整済み前期比で+1.2%と前期の同▲0.1%から反発した。業種別では、製造業(特にバイオメディカルと電子部品セクター)がけん引役となったほか、同国GDPの7割弱を占めるサービス業が前期に引き続き好調となった。
- 一方で建設業は減速が顕著。前年比では+1.4%と2011年4～6月期以来の低調な伸びとなった。建設業の低迷は民間部門のアクティビティ低下が主因であるが、これは政府による不動産価格抑制措置の影響が大きい。
- こうした中、シンガポール金融通貨庁(MAS)は同日の金融政策決定会合にて大方の予想通り、現行の政策であるSGDの名目実効為替レート(\$NEER)の緩やかな増価誘導を維持することを発表、許容変動幅(政策バンド)の傾き、幅及び中心値を据え置いた。
- 声明では2014年の成長率見通し(2.5～3.5%)を据え置き、2015年についても同程度の緩やかな成長が続くと予想。この間、国内物価については労働市場の逼迫による賃金上昇圧力によって基調インフレ率が過去平均を上回るペースに留まる見通しであるとした。
- 以上のように同国経済は景気後退入りこそ避けられたが依然力強さを欠く状態が続いている。国内信用市場及び不動産市場に対する抑制策が継続する中、国際金融市場のボラティリティ上昇といった新たな下押し圧力もあり、今後も景気回復のペースは今年並みの緩やかものに留まろう。
- MASのインフレ警戒姿勢は依然よりも和らいだようにみえるが、足許で外国人労働者に対する規制が強化される中、労働市場のひっ迫は緩和されにくく、MASの引き締め姿勢は2015年を通して継続するものとみている。
- このようなMASのタカ派姿勢はSGDのサポート要因であり、我々の中期的なSGD高基調継続見通しの主要な根拠となっている。とは言え、今年末にかけて米国の利上げを睨んだUSD高が優勢となる局面ではSGDも下落を免れないだろう。

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

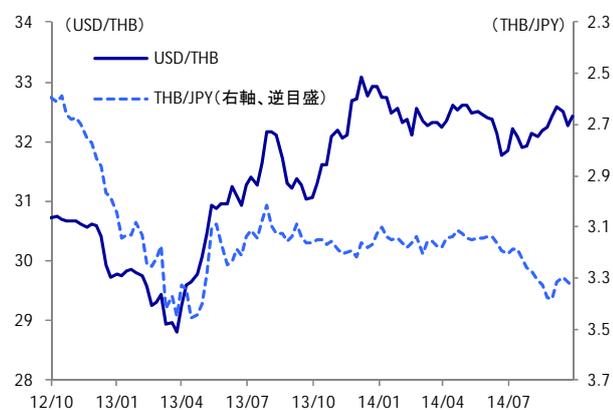


(資料)ブルームバーグ

### タイバーツ(THB)：軍政は順調

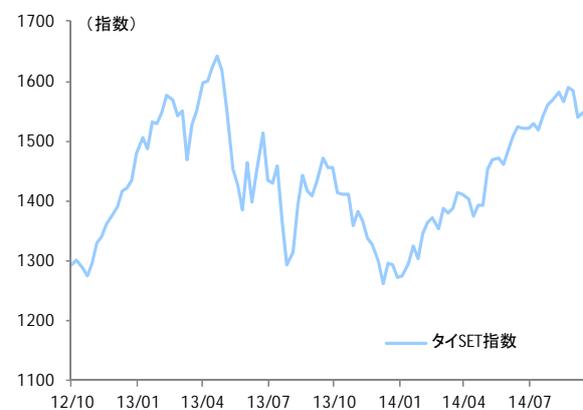
- 10月のTHB相場は往って来いの展開。世界的なリスクオフムードの高まりから米金利が急低下し、それまでほぼ一辺倒だったUSD高に調整が入った。THBも一旦反転上昇したが、その後の米金利反発などによって月後半は売り戻され、結局月初とほぼ同レベルである32台後半まで値を戻している。
- 5月のクーデターによる軍事政権の誕生によって同国の政府機能は安定を取り戻している。タイ経済は消費者マインドの回復とともに個人消費が増加、観光客の客足も戻りつつあるほか、タイ投資委員会は6月に新規事業の認可を再開、汚職撲滅の観点から案件は厳しく審査されているとのことだが、それまで滞っていた設備投資の再開は年後半の同国経済を支えるだろう。
- 一方で、タイ経済は輸出の不振が足枷となっている。タイ中銀(BOT)は10月後半、今年の成長率が9月時点での見通しである1.5%を下回る可能性があるとの見方を示した。背景には、前年比横ばいを見込んでいた輸出がマイナスとなる見通しが濃厚となっていることがある。BOTは従来の主力輸出品である電子製品の競争力低下を指摘しており、これは構造的な問題として中長期的な輸出の見通しにも影響を及ぼすだろう。
- 9月4日発足したプラユット暫定政権は「王政護持」、「反汚職」など11項目を重点課題とした基本方針を打ち出した。10月には「改革評議会」と「憲法起草委員会」が発足し、来年7月の新憲法公布、10月の民政移管に向けて各種手続きが進められる。但し、政治改革に時間を要するため、民政移管のための総選挙は2016年にずれ込む可能性が高まっている。
- また、足許で安定を見せる国内政局だが、新憲法は反タクシン派の意向を多く取り入れたものになるとの見方が大層でタクシン派の反発は必至である。問題の根本的な解決は極めて困難であり、民政移管後も再び今年前半のような混乱が繰り返される可能性は小さくない。
- このように国内政治の先行きに楽観は禁物も、少なくとも軍政が敷かれている間については大きな混乱は想定されず、経済の復調に伴う海外からの資金流入がTHB相場を下支えするだろう。米国の利上げに加えて、新憲法が公布される来年半ばにかけて波乱含みとなる可能性を意識しておきたい。

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



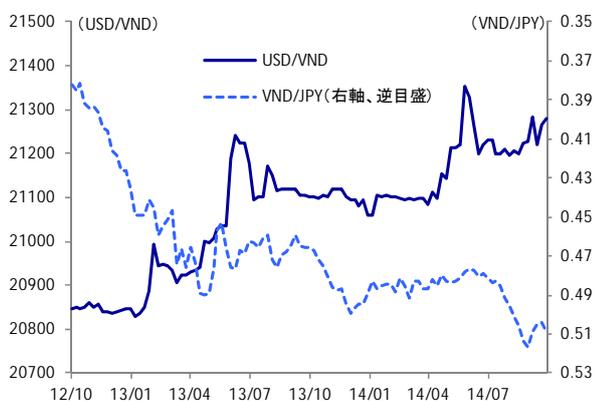
(資料)ブルームバーグ

## ベトナムドン(VND)：安定した VND 安

- 10月のVND相場は下落。月初に一時21,300付近まで下落したVNDは月央のUSD売り局面で21,200まで下落分を取り戻したが、その後は世界的なリスクオフムードの中、再び21,300付近まで弱含んでいる。一方、非公式レートも同様にVND安に動いてはいるものの、極端な動きとはなっていない。
- 同国7～9月期の実質GDP成長率は四半期ベースで前年比+6.4%と4～6月期の同+5.25%から加速し、2011年10～12月期以来の高成長を記録。輸出の緩やかな改善に伴い製造業が加速したことが主因である。一方で国内企業の設備投資や個人消費は低調な状態が続いている。
- こうした状況を受けて、ベトナム中銀(SBV)は10月28日、預金金利上限の引き下げ(VND建て:6.0%→5.5%、USD建て:1.0%→0.75%)を決めた。預金金利上限は民間銀行の貸出金利に影響を与える。リーマンショック時を越える異例の低迷が続けている銀行与信の押し上げが目的と考えられるが、不良債権問題が金融機関のアクティビティを阻害する中、目覚ましい効果は期待できない。
- VND相場は足許で売り圧力が増しているが、元来ベトナム市場は米国金融政策の影響を受けづらく、世界的なリスク回避ムードが落ち着くに連れて、VNDも基準レート付近に水準を戻すだろう。またSBVが海外資金を呼び込むためにVND相場の安定に重きを置いている<sup>1</sup>という点に変わりはなく、近いうちに更なる通貨切り下げが実施される可能性は小さいとみる。
- このためVNDは当面変動バンドの上方(21246～21458)での推移を予想するが、その後2015年半ばには通貨切り下げの可能性を意識しておきたい。SBVは今年6月に1%の通貨切り下げを実施したが、これは米国の量的緩和縮小観測で多くの新興国通貨が下落したことにより、実効ベースでのVND上昇の調整といった面が強い。来年半ばとみられる米国利上げが近付き、他の新興国通貨が下落するようであれば、今年同様に通貨切り下げに動く可能性は高い。

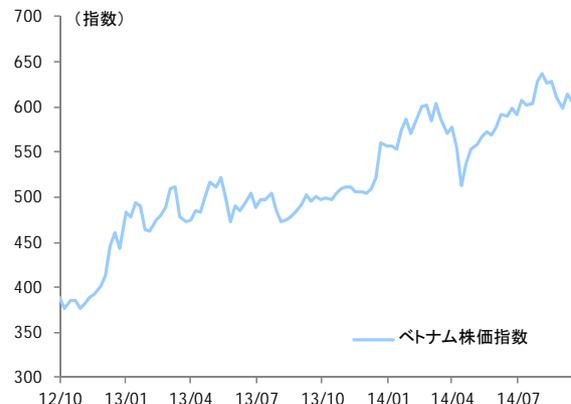
<sup>1</sup>同国では銀行の不良債権処理にあたって資産管理会社(VAMC)がこれら債券を証券化し、海外投資家向けに販売しようとしており、こうした中、為替相場の安定を保つことは中央銀行にとって目下の優先事項となっているようである。

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

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2014年 1～10月(実績)	SPOT	12月	2015年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣 (CNY)		6.0393 ~ 6.2674	6.1183	6.05	6.00	5.98	5.95	5.93
香港ドル (HKD)		7.7497 ~ 7.7700	7.7539	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー (INR)		58.335 ~ 63.308	61.405	62.50	61.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア (IDR)		11254 ~ 12282	12133	12200	12300	11900	11500	11600
韓国ウォン (KRW)		1008.37 ~ 1089.71	1080.00	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリング (MYR)		3.1415 ~ 3.3511	3.3270	3.30	3.26	3.25	3.16	3.20
フィリピンペソ (PHP)		43.208 ~ 45.485	44.985	44.80	44.20	44.20	43.80	43.50
シンガポールドル (SGD)		1.2365 ~ 1.2877	1.2898	1.28	1.26	1.24	1.23	1.25
台湾ドル (TWD)		29.771 ~ 30.636	30.498	30.20	30.20	30.20	30.30	30.50
タイバーツ (THB)		31.74 ~ 33.15	32.67	32.80	32.20	31.30	31.00	31.80
ベトナムドン (VND)		21058 ~ 21360	21293	21400	21400	21600	21650	21900
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)		32.8285 ~ 43.8994	43.4921	43.00	41.50	42.80	43.80	44.00
南アフリカランド (ZAR)		10.2728 ~ 11.3909	11.0658	10.80	10.80	10.90	11.00	11.00
トルコリラ (TRY)		2.0617 ~ 2.3900	2.2328	2.25	2.30	2.20	2.30	2.40
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		2.1832 ~ 2.5564	2.4953	2.50	2.60	2.50	2.60	2.70
メキシコペソ (MXN)		12.8193 ~ 13.6723	13.6136	13.60	13.60	13.40	13.20	13.10
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣 (CNY)		16.166 ~ 18.395	18.567	18.02	18.33	18.56	18.82	18.89
香港ドル (HKD)		12.975 ~ 14.503	14.651	14.06	14.18	14.29	14.41	14.41
インドルピー (INR)		1.602 ~ 1.831	1.850	1.74	1.79	1.76	1.85	1.93
インドネシアルピア (100IDR)		0.823 ~ 0.930	0.936	0.893	0.894	0.933	0.974	0.966
韓国ウォン (100KRW)		9.267 ~ 10.524	10.519	9.91	10.19	10.47	10.77	10.98
マレーシアリング (MYR)		30.187 ~ 33.904	34.145	33.03	33.74	34.15	35.44	35.00
フィリピンペソ (PHP)		2.220 ~ 2.494	2.525	2.43	2.49	2.51	2.56	2.57
シンガポールドル (SGD)		79.00 ~ 87.46	88.08	85.16	87.30	89.52	91.06	89.60
台湾ドル (TWD)		3.322 ~ 3.693	3.725	3.61	3.64	3.68	3.70	3.67
タイバーツ (THB)		3.061 ~ 3.450	3.477	3.32	3.42	3.55	3.61	3.52
ベトナムドン (10000VND)		0.47 ~ 0.53	53.35	50.93	51.40	51.39	51.73	51.14
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)		2.489 ~ 3.212	2.612	2.53	2.65	2.59	2.56	2.55
南アフリカランド (ZAR)		8.944 ~ 10.302	10.266	10.09	10.19	10.18	10.18	10.18
トルコリラ (TRY)		42.878 ~ 50.856	50.878	48.44	47.83	50.45	48.70	46.67
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		41.293 ~ 47.148	45.526	43.60	42.31	44.40	43.08	41.48
メキシコペソ (MXN)		7.442 ~ 8.342	8.345	8.01	8.09	8.28	8.48	8.55

(注) 1. 実績の欄は 10 月 31 日まで。SPOT は 11 月 4 日の 11 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。  
 (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%)			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
<b>エマージングアジア</b>												
中国	7.7	7.7	7.5	7.3	2.6	2.6	2.3	2.2	2.3	2.0	1.9	2.0
インド	4.8	4.7	5.3	6.3	9.7	10.1	7.5	7.3	-5.4	-2.8	-2.5	-2.3
インドネシア	6.3	5.8	5.3	5.7	4.0	6.4	6.2	6.1	-2.8	-3.3	-2.7	-2.0
韓国	2.3	3.0	3.5	3.6	2.2	1.3	1.5	2.0	4.1	6.1	5.0	4.7
マレーシア	5.6	4.7	5.6	5.0	1.7	2.0	3.2	4.1	6.9	3.8	4.0	4.8
フィリピン	6.8	7.2	6.1	7.1	3.2	2.9	4.4	4.1	2.7	3.5	3.3	3.5
シンガポール	1.9	4.7	3.0	3.5	4.6	2.4	1.3	2.2	17.4	18.4	20.5	20.0
タイ	6.5	2.9	1.2	6.4	3.2	2.2	2.2	2.5	-0.4	-0.6	0.5	0.9
ベトナム	5.0	5.4	5.1	6.1	9.1	6.6	4.8	7.6	5.8	6.6	4.9	3.5

(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

	現在 (%)	2014				2015			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>エマージングアジア</b>									
中国	1年物貸出基準金利	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
インド	翌日物レポ金利	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	7.75
インドネシア	翌日物金利	7.50	7.50	7.50	7.50	7.75	7.75	7.75	7.75
韓国	7日物レポ金利	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.50
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50
フィリピン	翌日物金利	4.00	3.50	3.50	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25
タイ	翌日物レポ金利	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	7.00	7.50	7.50

(資料)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。