

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

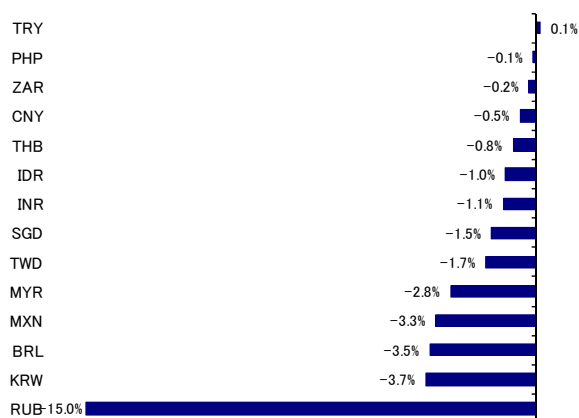
目次

新興国通貨	2	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
中国人民元(CNY)	3	
インドルピー(INR)	4	多田出 健太 03-3242-7065 kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp
インドネシアルピア(IDR)	5	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
韓国ウォン(KRW)	6	
マレーシアリング(MYR)	7	FX ストラテジスト Chang Wei Liang weiliang.chang@mizuho-cb.com
フィリピンペソ(PHP)	8	マーケット・エコノミスト Cynthia Kalasopatan cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com
シンガポールドル(SGD)	9	
タイバーツ(THB)	10	欧州資金部 シニア為替ストラテジスト 本多 秀俊 44-20-7012-5100 hidetoshi.honda@mhcb.co.uk
ベトナムドン(VND)	11	
ロシアルーブル(RUB)	12	
南アフリカランド(ZAR)	13	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。
各種予想	14	

新興国通貨：デysinフレ傾向拡大で金融政策に緩和余地

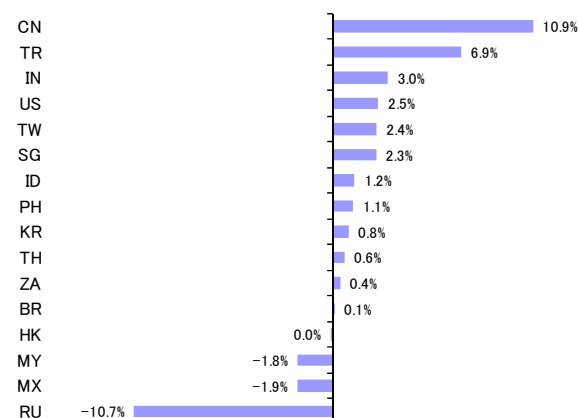
- ・デysinフレ傾向が新興国にも広がりつつある。景気減速や食料品の需給緩和もあってインドの消費者物価指数(CPI)は10月に統計開始以来最低となる前年比+5.52%に低下。インドネシアでも10月CPIが中銀の物価目標である同+4.5%近辺まで低下した。北東アジアではこの傾向がさらに顕著で韓国ではCPIが中銀の物価目標レンジを下回る低水準で推移している。
- ・こうした中、足許の国際原油価格の急落は新興国のデysinフレ傾向を加速させる。11月27日に開催された石油輸出国機構(OPEC)総会は、日量3000万バレルとする現行の生産枠を維持することで合意。一部加盟国が主張していた価格維持のための減産は見送られた。これを受けてWTI原油先物価格は1バレル65ドルを割り、2009年7月以来の安値をつけた。減産の見送りは大方の予想通りではあったものの、OPECの思惑が明確となったことで原油価格が長期にわたって低水準に留まるとの見方が強まっている。
- ・物価見通しの改善を受けて、各新興国では金融政策の緩和余地が拡大している。上述のインドでは早ければ2015年1～3月期に利下げが実施される目が出てきており、この通りとなれば同国経済の大きな上振れ要因である。一方で中国や韓国では予想以上の景気減速を受けて今年後半に利下げが実施されたが、原油価格の下落で今後も一段の緩和措置が取られる可能性が出てきた。このほか、フィリピンや南アフリカ、シンガポールなどでも当局がタカ派姿勢を軟化させ暫く様子見をする余裕が生じてこよう。
- ・金融政策以外でも、原油価格の下落は企業のコスト負担軽減や家計の実質購買力押し上げなど、国内経済に減税のように作用する。また政府サイドでも経済主体のマインド改善により財政緊縮のような人気のない政策を実行しやすくなるなど、国内構造改革の後押しとなるだろう。このほか、貿易・経常収支改善も期待できるなど、燃料純輸入国の経済見通しは大幅に明るくなる。当然、これらは当該国の通貨にも好影響をもたらす。
- ・一方でマレーシア、ロシアといった産油国は厳しい状況に立たされている。これらの国では貿易収支の悪化が予想されるほか、エネルギー部門の低迷が国内経済の下押し要因となるだろう。11月には既に燃料純輸入国と産油国の通貨のパフォーマンスに大きな差異が生まれているが、こうした傾向は今後さらに強まっていく可能性が高そうだ。

図表1：新興国通貨騰落率（2014年11月）



(資料)ブルームバーグ

図表2：新興国株式騰落率（2014年11月）

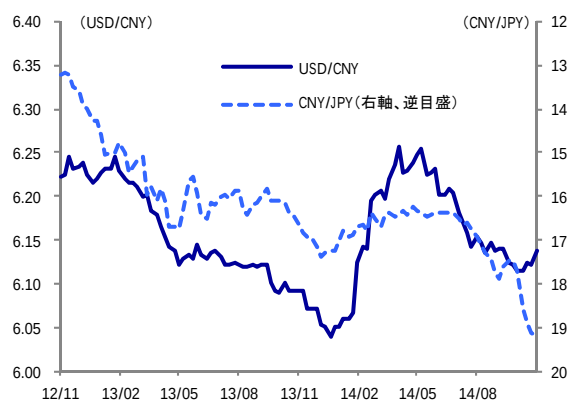


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：水準は下方修正も緩やかな CNY 高は維持

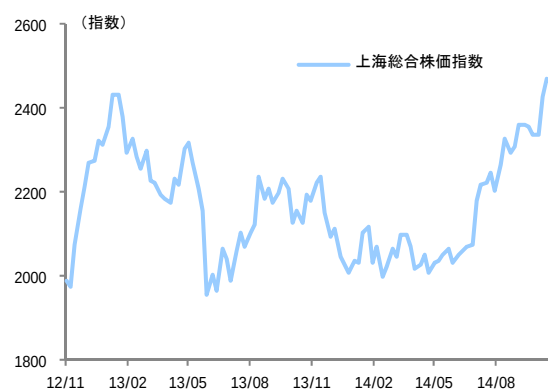
- 中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は 11 月 21 日に予想外の利下げを発表した。1 年物貸出金利を 0.40%ポイント引き下げて 5.6%に、1 年物預金金利を 0.25%ポイント引き下げて 2.75%とした。同時に、預金金利の上限が基準金利の 1.1 倍から 1.2 倍に引き上げられており、今回の措置は金利自由化への一歩とみられる。
- 追加利下げの可能性も意識される中、CNY は 6.15 近辺まで弱含んでいる。一方で、PBoC の CNY 基準値は 11 月も CNY 高方向に設定されていたことから、中国当局が CNY 安に誘導したいと考えているわけでもなさそうだ。
- 市場参加者の CNY 高期待は低下しており、中国当局が基準値を大きく CNY 高に誘導しない限り、2014 年末時点の USD/CNY は 2013 年クローズレベルである 6.05 台半ばには達しないとみられる。2014 年は CNY 切り上げ開始後で初めて、年間を通して CNY 安で終わることが濃厚となった。
- 我々はこれまで、国際関係を踏まえて中国当局が最終的には CNY 高に誘導して帳尻を合わせてくると考えてきたが、海外勢を中心に CNY 先高感が後退していることもあって、今回 2014 年クローズレベル予想を下方修正した。
- 但し、2015 年の見通しに関し、出発点こそ CNY 安方向に修正となるが、緩やかな CNY 高が続くとの見通しは維持する。そのペースについては、原油価格の下落に伴いインフレ率が低水準に留まる公算が大きく、物価抑制の観点から CNY 切り上げを進める誘因は乏しい。
- 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。一方で、米国を中心に、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。
- 当局は 12 月に開催する中央経済工作会议において、2015 年の成長率目標を今年の 7.5%から 7.0% (もしくは 7.0%前後) へ引き下げだろう(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)。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が成長の足枷となろう。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。

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

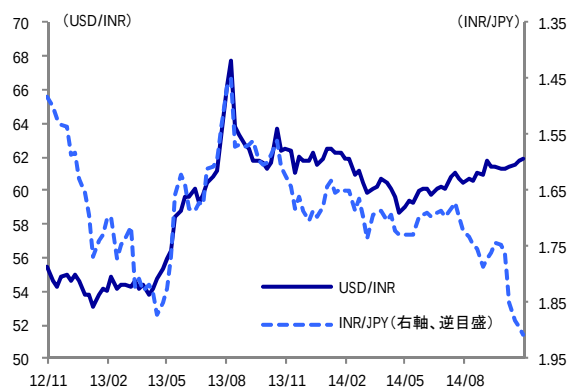


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR)：景気と物価の減速で RBI に緩和観測

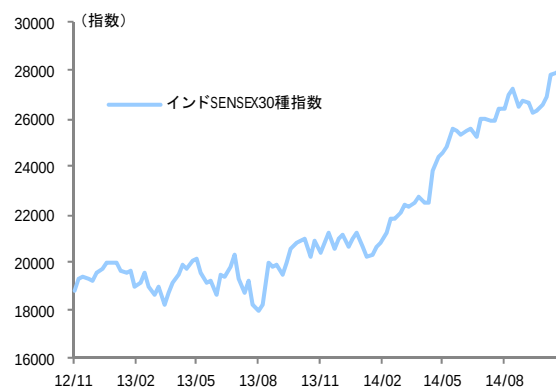
- 11 月の INR 相場は小幅上昇。インド固有の材料は少なかったものの、対円での USD 上昇が波及した全般的な USD 高の流れに押され、月を通してじり安の展開。今年 3 月以来となる 62.0 近辺まで値を崩した。
- 7～9 月期 GDP は前年比+5.3%と前期の同+5.7%から減速。選挙戦の不透明感後退から前期に大きく反発した製造業の勢いが鈍化した。一方、需要別では金輸入の急拡大により純輸出のプラス寄与度が縮小したほか、設備投資も減速した(4～6 月期の急増の反動とみられる)。
- 国内インフレ率は食品価格の落ち着きと内需の抑制を背景に低下基調が鮮明となっており、10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.52%と統計開始以来最低を更新。今後も足許の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。
- しかし、引き続き国内景気の先行きに過度の悲観は不要であろう。足踏みが続く製造業も、国内外からの投資プロジェクトが増加基調にあることを考えれば、今後はインフラ関連業種を中心に回復が期待できる。また純輸出(貿易収支)についても、急増した金輸入に対して既に政府が新規規制の導入に向けて動いているほか、原油価格の低下が収支の改善に寄与すると思われる。このほか、CPI の大幅鈍化は家計の実質購買力を押し上げ、個人消費をサポートするだろう。
- こうした中、景気と物価の減速を受けてジェートリー財務相がラジャン・インド中銀(RBI)総裁に利下げを要請するとの観測が広がるなど、RBI の緩和期待が高まっている。しかし同国 CPI は食料品価格の変動に左右される部分が大きく、その動向は極めてボラタイルである。特にインフレ抑制姿勢を強調してきたラジャン総裁だけに、2016 年 1 月の物価目標である 6%が安定的に見通せるようになるまでは緩和には動かないだろう。RBI による利下げは早くとも 2015 年 1～3 月期となりそうだ。
- 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や国際原油価格は家計の実質購買力向上、双子の赤字改善の観点から INR のサポート材料である。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

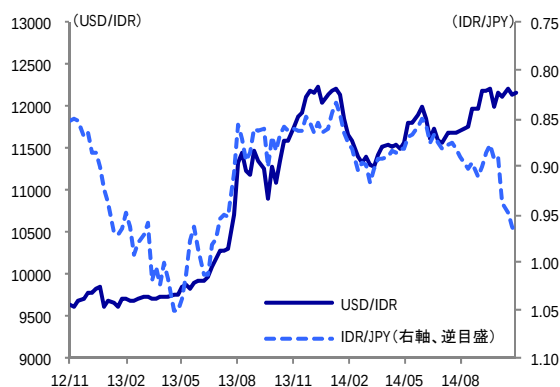


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR) : 燃料補助金削減の公約は実現

- 11月のIDR相場は12100～12200のレンジ近辺で落ち着いた値動き。月上旬は対円でのUSD上昇に押されじり安の展開となったが、月央17日に燃料補助金の削減、翌18日にインドネシア中銀(BI)による緊急利上げが発表されると12,100付近まで反発。その後はレンジ中央でもみ合いとなった。
- 国内経済は依然低迷している。5日に発表された7～9月期GDPは前年比+5.0%と4～6月期の同+5.1%から鈍化し、2009年7～9月期以来の低成長を記録した。需要別では民間消費が前年比+5.6%から同+5.4%に減速、固定資本形成も同+5.2%から同+4.0%に鈍化した。一方で政府支出や在庫投資はプラス寄与となったが、これら項目の持続性は疑問であり、全体として数字以上に弱い内容と言える。
- このような中、11月17日にジョコ=ウィド大統領は補助金付き国内燃料価格の約30%の値上げを決定。これを受けてBIは翌18日に緊急会合を招集し25bpの利上げを実施した。国内燃料の値上げ幅は当初想定されていた50%を下回ったものの、景気減速を受けて先送り観測も台頭していたことを考えれば、11月中に公約を実施できたことは前向きに評価できよう。
- 他方、10月に前年比+4.83%となった消費者物価指数は上記補助金の削減により11月以降再び7%台に上昇するとみられる。前述のBIの利上げは燃料価格上昇の2次的波及を未然に抑制しようとするものと解されるが、敢えて緊急会合を開催してまで引き締めを急いだのは、インフレと経常赤字の抑制を最優先とする同中銀の確固たる姿勢を示めすことで、市場の信認を高めようとの思惑によるところが大きそうだ。
- こうした政府・中銀の一連の動きは市場の信認維持の観点でポジティブであるものの、想定範囲内の動きでありIDR相場に関して、我々の見方に影響を及ぼすものではない。議会の少数派であるジョコ大統領の政権運営に対する不透明感を完全に払拭するものとは言えず、IDR安基調の転換には力不足であろう。
- 引き続き短期的なIDR弱気見通しを維持する。すなわち足許から来年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ろう。その後USDの騰勢が和らげば、徐々にインドネシアに資金が回帰、IDRを押し上げるとみる。

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

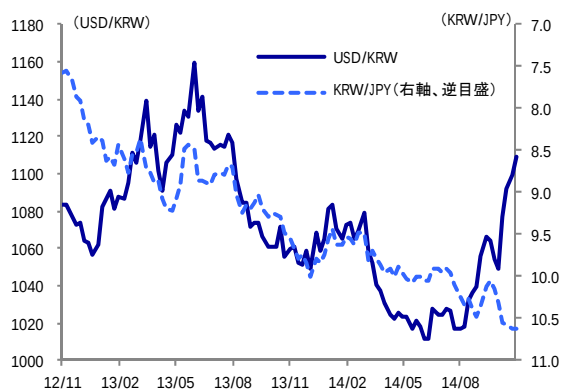


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：中期的 KRW 高は不変も下振れリスク

- 11 月の KRW 相場は 3.5% 超の大幅下落。日銀による追加緩和以降の円安進行を受けて、韓国政府・中銀が KRW 安志向を強めるとの見方が広がり、KRW は USD/JPY の上昇に合わせて 1,117 まで下げ幅を拡大した。
- 11 月 1 日に発表された 10 月貿易統計は輸出が米国向け主導で前年比 +2.5% と前月の同 +6.4% に続いて 2 か月連続のプラスとなったが、その他の地域向け輸出に改善の兆しは見えておらず全体の伸びを抑制している。片や輸入は同 ▲3.0% と 9 か月ぶりのマイナスを記録。資本財輸入が落ち込んでいることから、内需の弱さを反映したものと言える。
- 他方、国内インフレは減速基調を強めている。10 月コア消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.8% と 8 か月ぶりの低水準に減速。国際商品価格の下落を受けて生産者物価も低下しており、CPI は当面低めの伸びを続けそうだ。
- 13 日に開催された韓国中銀 (BOK) 金融通貨委員会は大方の予想通り政策据え置きとなった。声明文は日銀の追加緩和による円安への言及以外は 10 月会合時から大きな変更はなし、また会合後の会見にて李 BOK 総裁は「金利政策は為替の変動に対応できない」と市場の利下げ観測をけん制した。
- しかし、我々は BOK が来年 1~3 月期に更なる利下げを実施する可能性が高まっているとみている。中国経済が減速基調を強める中、輸出の回復は今後もごく緩やかなものに留まる可能性が高く、経済全体を押し上げるには力不足である。内需についても家計債務問題や KRW 高による企業マインドの低迷など向かい風が強い。さらにインフレ圧力も急速に弱まってきており、もはや BOK の利下げのハードルは高くはない。引き続き、BOK の追加緩和観測が KRW の重石となるだろう。
- また韓国政府の円安警戒スタンスも続いている。我々は緩やかな円安の継続を予想しているが、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、これも KRW 相場の押し下げ要因である。
- 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、上述の通り、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 USD 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

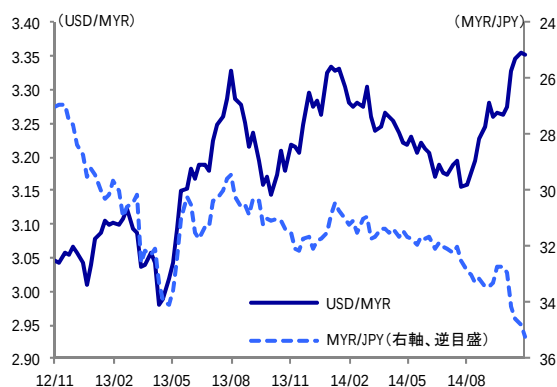


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：原油下落が当面のリスク

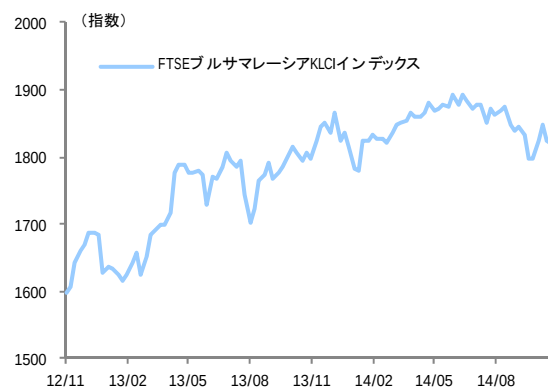
- 11月のMYR相場は軟調な動きが続き、月末と12月1日の2日営業日は急落している。背景にあるのは原油価格の下落で、注目が集まっていた石油輸出国機構(OPEC)総会で生産目標維持が決定されると、原油は下げ足を速め、北海ブレント原油は1バレル=70ドルを割り込んでいる。原油価格が下げ止まる兆しは見え、MYRは一段と売られるリスクがある。
- マレーシア7～9月期GDPは前年比+5.6%と前期の同+6.5%から鈍化した。前期比でも+0.9%と伸びが減速しているが、1～6月期に大きく伸びた反動が出たとみられる。一方で、安定した雇用や所得増を背景に個人消費は前年比+6.7%と底堅く推移しており、マレーシア中央銀行(BNM)も成長率見通しを据え置いている。
- BNMは11月6日に開いた金融政策決定会合において、政策金利である翌日物金利(OPR)を3.25%に据え置いた。経済成長がやや鈍化しているほか、原油価格の下落もあってBNMはしばらく様子見を続ける公算が大きい。但し、金融政策の正常化プロセスが終わったわけではなく、我々は物品・サービス税(GST)導入後の2015年4～6月期に利上げを実施すると予想している。
- 政府は財政赤字の削減に取り込んでおり、2015年4月からは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内容となった。
- また、11月21日にはレギュラーガソリン「RON95」とディーゼル油の補助金を12月1日付けで撤廃し、管理フロート方式での価格管理へ移行すると発表した。管理フロート方式は原油の国際価格の過去1か月の平均価格をベースに決定するもので、現在ハイオクガソリン「RON97」の価格決定にも使われている。
- 中央銀行の引き締め姿勢、政府による財政健全化への取り組みはいずれも通貨に対してポジティブに働くと思われるものの、原油価格の下落に伴うMYR安圧力が当面は材料視されよう。また、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

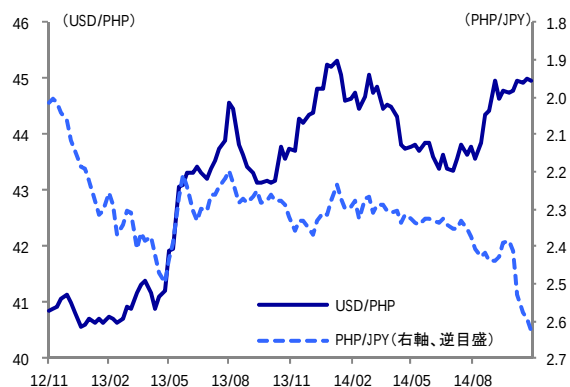


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP): ソフトパッチ

- 11月もPHP相場は横ばい。11月はUSD/JPYの上昇に連れてKRWやTWDが値を下げたほか、軟調な原油がMYRを下押しした。また、CNYは予想外の利下げに伴い弱含むなどアジア通貨は軟調な値動きが目立ったものの、PHP相場は膠着感を強めている。クリスマスシーズンに向けて海外労働者(OFW)送金は1年間のピークを迎えるため、これらのフローがPHPを下支えしていると推測する。
- フィリピンの7~9月期GDPは前年比+5.3%と4~6月期の同+6.4%から減速し、11四半期ぶりの低成長となった。個人消費が前年比+5.7%から同+5.2%に減速したほか、政府消費が前年比▲2.6%と14四半期ぶりの低水準となり全体を押し下げた。政府支出の減少については、2011年に開始した景気支援のための「支出促進プログラム(DAP)」に関して7月に最高裁が違憲判決を出したことで政府が支出に慎重になったことが要因とみられる。
- フィリピンの消費を牽引している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。また、製造業の設備稼働率も長期平均を上回る水準で推移するなど内需は底堅い。一方で、世界経済の減速で輸出が下振れる可能性があるほか、9月にマニラ市内の交通規制が解除されたことに伴い、それまで停滞していた輸入が増加し、純輸出を押し下げる可能性もあろう。
- 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いるほか、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。
- 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、米国の利上げが近づく2015年半ばにかけては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

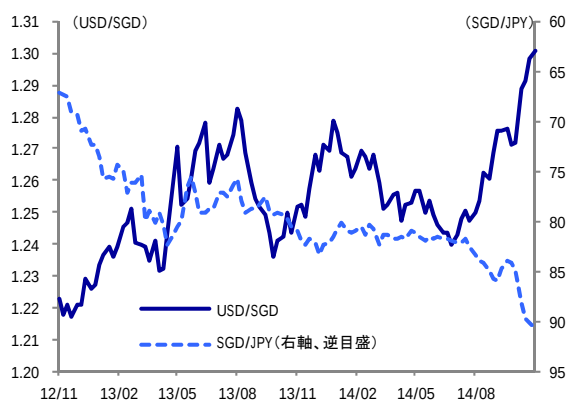


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): CPIは鈍化も賃金上昇圧力は根強く

- 11月のSGD相場は下落。一時は2011年12月以来となる1.31付近まで売られた。円の急落と、それに伴ってアジア通貨が全般に下落したこと、中でも通貨バスケット内のウェイトが大きいMYRの下落が影響した。
- 25日に発表されたシンガポールの7～9月期実質GDP確報値は季節調整済み前期比で+3.1%と速報の同+1.2%から大幅上方修正となった。金融やビジネスサービスといったサービス業が全体をけん引したほか、製造業も小幅の上方修正となった。しかし需要別でみると輸入の減少による純輸出のプラス寄与が成長の殆どを占めており、個人消費や設備投資は減速基調を強めている(但し、需要別統計は統計誤差が大きい)。こうした点を勘案すると7～9月期GDPの上振れをもって成長加速の兆しとするのは時期尚早だろう。
- 貿易産業省(MTI)も世界経済の先行き不透明感を理由に2014年:3.0%、2015年:2～4%との慎重な見通しを据え置いており、我々もこの見方に同調する(我々は2015年通年の成長率を3.4%とみている)。
- 一方で10月消費者物価指数は前年比+0.1%と2009年12月以来の低水準を記録、コアも同+1.7%と前月の同+1.9%から減速した。足許の国際商品市況の下落を考えると総合CPIの伸びは今後も低水準に留まる公算が大きい。コアCPIへの波及は限定的とみる。従前から指摘してきたとおり、同国では労働市場のひっ迫により根強い賃金上昇圧力が残存しており、これが基調インフレの押し上げ要因として作用するだろう。
- このため、シンガポール金融通貨庁(MAS)の為替政策についても、2015年を通して現行の政策であるSGDの名目実効為替レート(S\$NEER)の緩やかな増価誘導を維持するとの見通しを据え置く。
- 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。今年末以降、来年半ばとみられる米国の利上げに向けては一旦USDが全般に上昇する可能性が高く、SGDも対USDでの下落は免れないだろう。しかし、この場合には米金利の上昇に伴うSGDキャリーポジション(多くはアジア新興国通貨買い)の解消等も予想されるため、SGDは相対的には他通貨対比良好なパフォーマンスを残す可能性が高いとみている。

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

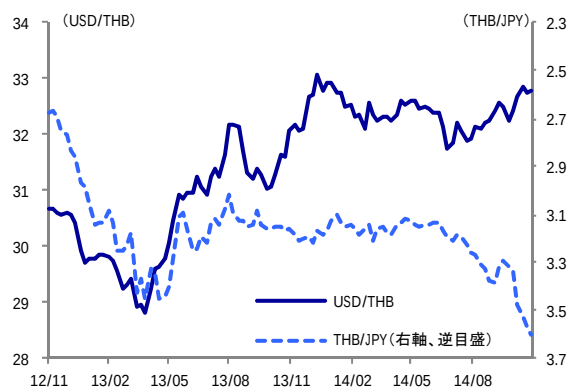


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：軍政は順調

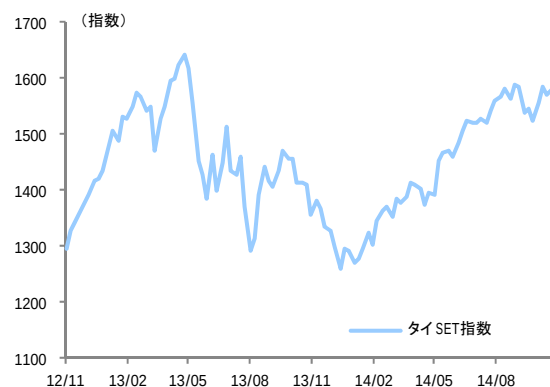
- 11月のTHB相場はやや弱含みで推移。米金利が伸び悩む中でUSD高に一服感がみられたものの、USD/JPYの下落などによりアジア通貨は軟調な動きが目立ち、そうした状況下でTHBを積極的に買う材料もなく、方向感に欠ける時間帯が続いた。
- 5月のクーデターによる軍事政権の誕生によって同国の政府機能は安定を取り戻している。タイ7～9月期GDPは前年比+0.6%と前期の同+0.4%から加速した。民間消費が同+0.2%から同+2.2%になったほか、投資も同▲6.9%から同+2.9%へ大幅に改善。10～12月期にはコメ担保融資制度に基づく農家への支払いが完了することから、より高い成長となる可能性が高い。
- 一方で、輸出の不振がタイ経済の足枷となっている。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。
- 当初、プラユット暫定政権は政治改革や新憲法制定を行ったうえで、2015年10月頃に民政移管のための総選挙を実施する日程を示していた。11月に憲法起草委員会を設置し、新憲法制定に着手しているが、政治改革に時間を要するため、総選挙は2016年にずれ込む見通しとなっている。
- 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

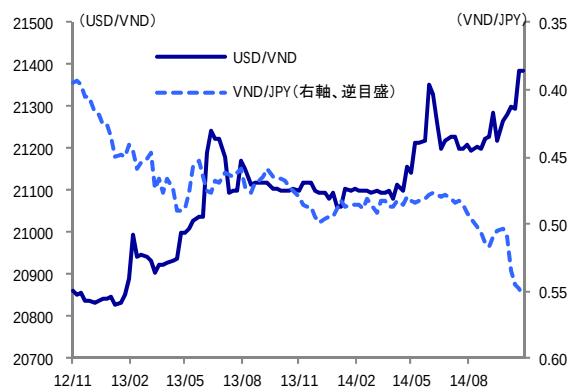


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：原油安は通貨切り下げの悪影響を軽減

- 11月のVND相場は下落。月央まで21,300付近で小動きとなっていたが、年末を前にした実需税のUSD需要やベトナム中銀(SBV)による通貨切り下げ観測もあって21,400近辺までVND安が進行した。この他、米国の量的緩和政策終了に伴う海外資金の流出や国内銀行による外貨ポジション調整のUSD買い等もVND相場の重石となったと考えられる。非公式レートも同様にVND安に動いてはいるものの、SBVのレンジ内を超えるような極端な動きにはなっていない。
- このような外国為替市場の動きに対してSBVは、VND安圧力の高まりを認めつつも、①累積貿易収支が黒字を確保しており実需のVND需給が改善していること、②海外直接投資や非居住者送金によりUSDが供給されていること、③外国為替市場の動きに目立った変動が見られないことを理由に年内の通貨切り下げの可能性を否定、必要があれば為替介入により対応するとした。
- こうしたSBVの姿勢は、同中銀が海外資金呼び込みのためにVND相場の安定に重きを置いており、短期的な通貨切り下げに消極的であるとの我々の見方と整合的である。上述の通り、足許のUSD高VND安には年末を控えた実需勢のUSD需要という季節要因が影響しているところも大きく、年を明ければ再び基準レート付近で落ち着きを取り戻すだろう。
- 一方で足許の国際原油価格の低下は国内の物価圧力を軽減し、通貨切り下げの悪影響を緩和する。加えて、近隣諸国にて金融政策の緩和期待が高まっており、仮にこうした国で緩和が実施され当該国の通貨が下落すれば、VNDには実効ベースで上昇圧力がかかることとなる。SBVは実効為替レートの上昇には敏感であり、従来の予想よりも早期の通貨切り下げのリスクには注意しておきたい。
- 但し、メインシナリオは不変である。VNDは当面変動バンドの上方(21246～21458)での推移した後、2015年半ばに1%の通貨切り下げを見込む。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上昇したVND実効為替レート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、他の新興国通貨が対USDで下落するようであれば、今年同様、実効為替レート調整のためにSBVが通貨切り下げに動く可能性は高い。

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

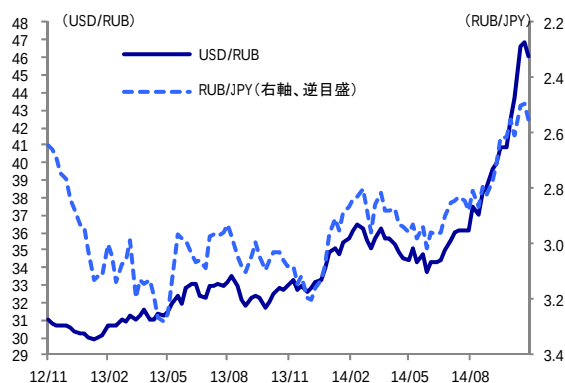


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：続落後、安値圏で乱高下

- 11月のRUB相場は続落。10月の終値から11月7日の安値までの下げ幅は(対USDで)11%を超えた。その後は45～48を中心とした値幅を激しく乱高下する展開が続いた。
- 11月5日、ロシア中銀(CBR)はRUB為替相場への介入手法を変更。従来、理論的に無制限としていた介入額を1日に最大350百万ドルまでに限定、従来2営業日後には公表されていた変動バンドの水準は非公開にするとした。その目的は、投機筋の目標=バンドの切り下げを不明瞭にすることで、投機の矛先を和らげることにあったが、RUB下落は止まらなかった。
- 11月7日、CBRは、RUBのバンドを完全に廃止、完全自由変動相場制への移行を発表。これは来年1月に予定されたものを前倒しに実施したことになる。発表後、RUBは更に大きく水準を切り下げたものの、同日中に底打ち、反発に転じた。
- 11月前半は、並行して原油価格が急落。(ウラル産原油と価格連動が強い)北海ブレントは4年ぶりの安値圏にあって連日のように安値を更新。燃料輸出を経済の根幹とするロシアの通貨にとっては大きな重石となった。
- ロシア経済・RUBを巡る悪材料は一通り出尽くした感があるものの、本格的な底打ち反転のきっかけとなるような材料も見当たらない。むしろ、原油価格の続落、欧米による経済制裁の強化などに、引き続き脆弱な状況が続く可能性が警戒される。
- 月央に前後して、東ウクライナの休戦が実質的に破棄され、EUによる経済制裁強化が議論の俎上に上った。現在までにEUの対応は東ウクライナの反政府勢力に対する制裁強化にとどまっているが、今後の動向に注目が必要。
- CBRは、7日のバンド廃止後も、「金融システムの安定を脅かす」事態には断固とした姿勢で為替介入を実施する姿勢を明確にしており、今後も、RUBが急落する局面があれば、同銀の動向に注目する必要がある。
- 年初来、原油価格(ブレント)は38%前後下落しているが、並行してRUBも対USDで33%前後下落しており、RUB建てで見た原油の売り上げに与える影響を相殺している。原油安がロシア経済に悪影響を与えるのは間違いないが、それは財政収支の悪化よりも、(輸入)物価上昇や(国際的な)購買力の低下を経由して広がる可能性が懸念される。

図表 21：ロシアルーブル相場（対米ドル、対円）



(資料)ブルームバーグ

図表 22：ロシア RTS 指数

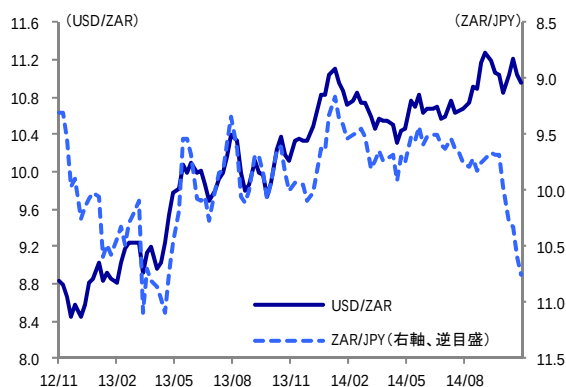


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：下押し先行後上昇

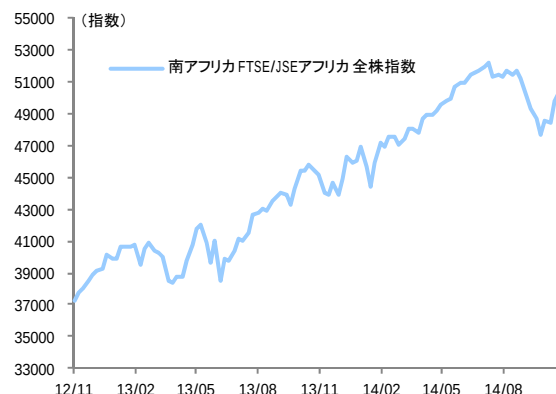
- 11月のZAR相場は下押しが先行、特に対USDで明確に水準を切り下げた。発電所事故による電力不足/計画停電の頻発や、与党の一角を占める労働組合(Cosatu)の分裂なども材料視されたが、一部大手格付会社による南ア国債格下げ観測が大きくZARの重石になったものと考えられた。
- 果たして当該格付会社は、6日、予想通り格下げを発表したが、①同格下げを経ても、同社の南ア国債格付は他の大手格付会社並み、若しくは1段階上であること②格下げ実施後、同社の格付見通しは「中立」に引き上げられたことなどを勘案して、ZAR売り材料としての影響力は小さいというのが市場全般の受け止め方であった。
- 実際、ZARは7日に底値を打って(対USD)、その後、月末に向けては上昇基調に転じている。
- 並行して、原油価格の下落が加速したことが、(資源輸出国でありながら)燃料純輸入国である南アの経常収支改善を促すとの思惑を呼んで、ZAR上昇に貢献したものと考えられた。
- 20日の南ア準備銀金融政策委員会は、ハニアフ新総裁体制で初の会合ということで注目を集めたが、発表された決定は市場の概ねが予想した通り政策金利(レポ金利)の5.75%据え置きであった。
- 従来、利上げを急ぐ理由のひとつとしてハニアフ総裁が繰り返し強調してきた「米金融引き締めを受けた投資資金の流動性低下」について、同総裁自身が「米利上げの先送りの可能性」に(南ア利上げ見送りの理由のひとつとして)言及したことは非常に興味深かった。
- 9月貿易収支、9月製造業生産、9月鉱業生産など南ア経済指標の上振れからは、年初来相次いだストライキの悪影響から、南ア経済が予想外に迅速に回復している可能性を読み取ることができた。
- 今後、公務員の賃金交渉(1月以降)、来年度予算(2月)などで、ラマポーザ副大統領、ネネ財務相などの政治的手腕が問われる局面が注目される。
- 原油価格の低位安定を前提に、ZARは当面、様子見気分の強い横ばい推移を中心に見込む。敢えて方向感を挙げるなら、政治的指導力の高まりを好感してZAR上昇余地が広がる可能性を想定する。

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

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2014年 1～11月(実績)	SPOT	12月	2015年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.0393 ~ 6.2674	6.1459	6.13	6.11	6.10	6.07	6.03
香港ドル	(HKD)	7.7497 ~ 7.7700	7.7542	7.75	7.76	7.77	7.77	7.77
インドルピー	(INR)	58.335 ~ 63.308	62.160	62.50	63.50	63.00	60.50	58.00
インドネシアルピア	(IDR)	11254 ~ 12282	12274	12200	12380	12000	11600	11500
韓国ウォン	(KRW)	1008.37 ~ 1117.07	1115.55	1100	1080	1060	1040	1020
マレーシアリング	(MYR)	3.1415 ~ 3.3855	3.4365	3.43	3.46	3.35	3.28	3.22
フィリピンペソ	(PHP)	43.208 ~ 45.485	44.930	44.80	45.50	44.90	44.00	43.80
シンガポールドル	(SGD)	1.2365 ~ 1.3099	1.3087	1.31	1.33	1.30	1.28	1.26
台湾ドル	(TWD)	29.771 ~ 30.990	31.071	30.90	30.90	31.00	31.10	31.40
タイバーツ	(THB)	31.74 ~ 33.15	32.91	32.80	33.10	33.00	32.50	32.00
ベトナムドン	(VND)	21058 ~ 21427	21415	21400	21600	21650	21550	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	32.8285 ~ 49.9993	49.4670	49.00	50.00	52.00	52.00	54.00
南アフリカランド	(ZAR)	10.2728 ~ 11.3909	11.1151	10.80	10.80	11.00	11.00	11.10
トルコリラ	(TRY)	2.0617 ~ 2.3900	2.2242	2.25	2.30	2.20	2.30	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.1832 ~ 2.6287	2.5654	2.60	2.65	2.55	2.60	2.70
メキシコペソ	(MXN)	12.8193 ~ 13.9590	13.9283	13.60	13.60	13.40	13.20	13.10
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.166 ~ 19.414	19.343	19.25	19.64	20.33	20.76	21.06
香港ドル	(HKD)	12.975 ~ 15.340	15.332	15.23	15.46	15.96	16.22	16.34
インドルピー	(INR)	1.602 ~ 1.914	1.913	1.89	1.89	1.97	2.08	2.19
インドネシアルピア	(100IDR)	0.823 ~ 0.977	0.969	0.967	0.969	1.033	1.086	1.104
韓国ウォン	(100KRW)	9.267 ~ 10.722	10.655	10.73	11.11	11.70	12.12	12.45
マレーシアリング	(MYR)	30.187 ~ 35.342	34.594	34.40	34.68	37.01	38.41	39.44
フィリピンペソ	(PHP)	2.220 ~ 2.635	2.645	2.63	2.64	2.76	2.86	2.90
シンガポールドル	(SGD)	79.00 ~ 91.16	90.84	90.08	90.23	95.38	98.44	100.79
台湾ドル	(TWD)	3.322 ~ 3.844	3.827	3.82	3.88	4.00	4.05	4.04
タイバーツ	(THB)	3.061 ~ 3.618	3.612	3.60	3.63	3.76	3.88	3.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4743 ~ 0.5570	0.5552	0.55	0.56	0.57	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	2.347 ~ 3.212	2.360	2.41	2.40	2.38	2.42	2.35
南アフリカランド	(ZAR)	8.944 ~ 10.818	10.696	10.93	11.11	11.27	11.45	11.44
トルコリラ	(TRY)	42.878 ~ 53.612	53.442	52.44	52.17	56.36	54.78	52.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	41.293 ~ 47.231	46.341	45.38	45.28	48.63	48.46	47.04
メキシコペソ	(MXN)	7.442 ~ 8.720	8.536	8.68	8.82	9.25	9.55	9.69

(注) 1. 実績の欄は 11 月 28 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 13 時 22 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%)			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
エマージングアジア												
中国	7.7	7.4	7.1	6.9	2.6	2.1	1.7	2.5	2.0	1.9	2.0	2.1
インド	4.7	5.3	6.2	7.1	10.1	7.5	6.6	6.4	-2.8	-2.5	-2.3	-2.3
インドネシア	5.8	5.3	5.6	5.7	6.4	6.2	7.1	6.7	-3.3	-2.7	-2.1	-2.1
韓国	3.0	3.5	3.5	3.7	1.3	1.5	1.5	2.0	6.1	5.0	5.0	4.7
マレーシア	4.7	5.6	5.0	5.6	2.0	3.2	4.1	3.0	3.8	4.0	5.2	5.0
フィリピン	7.2	6.1	6.1	6.2	2.9	4.4	3.8	3.6	3.5	3.3	2.8	2.9
シンガポール	4.7	3.0	3.5	4.3	2.4	1.3	1.3	2.2	18.4	20.5	19.0	19.0
タイ	2.9	1.2	5.8	6.1	2.2	2.2	2.3	3.7	-0.6	0.5	1.7	1.0
ベトナム	5.4	5.1	6.4	5.8	6.6	4.8	6.1	7.3	6.6	4.9	3.5	3.2

(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

			2014				2015			
			現在 (%)	Q1	Q2	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	5.60	6.00	6.00	6.00	5.60	5.35	5.35	5.35	5.35
インド	翌日物レボ金利	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	7.75	7.75	7.50	7.50
インドネシア	翌日物金利	7.75	7.50	7.50	7.50	7.75	8.00	8.00	8.00	8.00
韓国	7日物レボ金利	2.00	2.50	2.50	2.25	2.00	1.75	1.75	1.75	2.00
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	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	4.00	4.00
タイ	翌日物レボ金利	2.00	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	6.50	6.50	6.50	6.50

(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。