

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

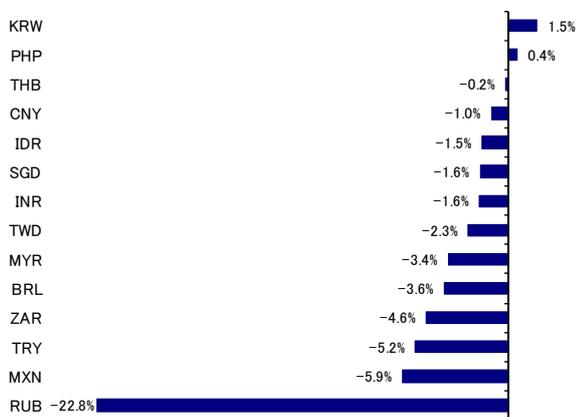
目次

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
中国人民幣元(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：2015 年も波乱の幕開け

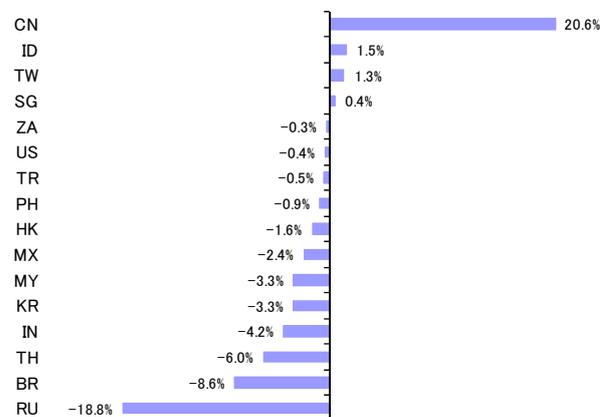
- 12 月の金融市場はリスクオフムード一色となった。原油価格が下げ止まらず、産油国やエネルギー関連セクターのクレジットリスクに繋がったほか、ギリシャの大統領選挙前倒し、FRB のタカ派化懸念といった悪材料が複合的に作用したものと考えられる。さらにクリスマス休暇・年末を控えてポジション調整が入り易い時期だったこともリスク回避の動きを加速させた要因であろう。
- 新興国通貨の下落は当初 RUB、MYR、MXN、BRL 等の産油国通貨が中心となったが、その後は INR や IDR といった本来原油安が経済に好影響を及ぼすと考えられる国にも波及し、結局、新興国通貨は円高に連られた KRW や格上げのあった PHP を除いて全面安となった。
- なお、ギリシャ大統領選挙では与党が大統領の選出に失敗しており、規定に基づき今月 25 日に議会総選挙が開催されることとなった。最近の世論調査によればトロイカの財政緊縮プログラムに否定的な野党急進左派連合 (SYRIZA) の支持率が現与党を上回っており、仮に SYRIZA が第一党となった場合、トロイカによるギリシャ支援の継続を巡って再び市場の混乱が予想される。またギリシャの財政規律が損なわれれば、ECB が検討している国債買い入れの実施判断にも悪影響を及ぼす可能性があり注意を要する。
- 今月は新年を迎え市場参加者が新たなポジションを構築し始めるが、上述の通り、先月のリスクオフムードをもたらした悪材料は概ねそのまま残存しており、2015 年の新興国通貨相場はリスク回避の下落で幕を開けそうである。
- 他方、12 月に開催された FOMC ではついに「considerable time」との時間軸文言が修正された。声明文自体は当時の市場環境に配慮してか、極めて慎重な内容となったが、イエレン FRB 議長の記者会見を含む会合全体のトーンはタカ派的と言え、やはり今年半ばとみられる利上げ開始に向け、着々と地均しを進めていこうという FRB の意志が伺える。
- 具体的な利上げのタイミングに関しては意見が分かれているが、FRB 高官の発言やその後の利上げペース等を考えると 6 月会合からのスタートが最も有力であろう。FRB による過去 4 回の利上げサイクルを振り返れば、いずれも利上げが決定された FOMC 会合に向けてドルが上昇していた。このためリスクセンチメントの動向や突発的な事象による上下はあろうが、少なくとも 6 月までは為替市場の基本的なトレンドはドル高とみていいだろう。

図表 1：新興国通貨騰落率（2014 年 12 月）



(資料)ブルームバーグ

図表 2：新興国株式騰落率（2014 年 12 月）

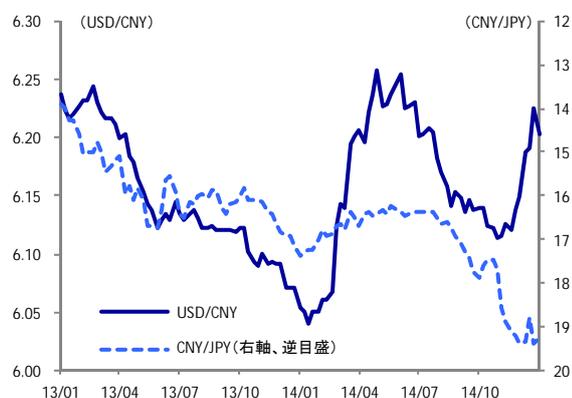


(資料)ブルームバーグ

中国人民幣元(CNY)：極めて緩やかな上昇

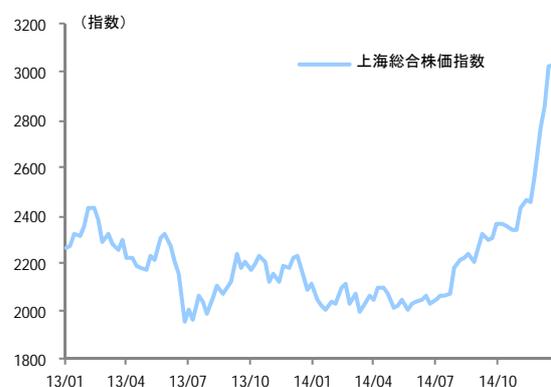
- 12月のCNY相場は下落した。11月のサプライズ利下げの余韻が残る中、12月に発表された経済指標がことごとく冴えない結果となり、中国人民銀行(PBoC)による追加緩和観測が高まった。世界的なリスクオフムードもあってCNYは終始軟調な地合いとなり、6月以来の6.23台まで弱含んだ。
- 2014年はCNY切り上げ開始後で初めて、年間を通してCNY安で取引を終えた。2014年を振り返ると、序盤は4月の変動幅拡大を前にして大きくCNY安が進行し、半ば以降は切り返す動きがみられていた。しかし、11月にPBoCが予想外に利下げを実施すると再び急落を見せている。今後数か月以内の追加緩和が期待されている状況で市場参加者のCNY高期待は低下しており、2015年前半は軟調な推移が予想される。
- 但し、CNYが一方的に下落していくとは想定し難い。中国当局は輸出主導経済から内需主導経済への構造転換を標榜しており、通貨安政策による輸出競争力の向上は意図しないはずである。また、人民元の国際化を進めるにあたっては通貨の魅力を損なうCNY安誘導には消極的となる。
- さらに、米国を中心に、政治要因からも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。この点、PBoCが設定している基準値の動きをみると、2014年はほぼ横ばいでの推移となっており、当局が一方的なCNY安を望んでいない様子が見て取れる。
- 一方で、CNY高に誘導する理由も乏しい。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切り上げを進める必要性は低い。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、上昇に転じたとしてもそのペースは極めて緩やかなものとなりそうである。
- 当局は12月に開催した中央経済工作会議において、2015年も「積極的な財政政策と穏健な金融政策」という従来路線を踏襲することを決めた。中国経済は新常态(ニューノーマル)に入ったとの認識を改めて強調しており、安定成長への軟着陸を探る状況が続くとみられる。中国は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り、減速基調が続く公算が大きい。

図表 3：中国人民幣元相場（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)：金輸入の急拡大で貿易収支が大幅悪化

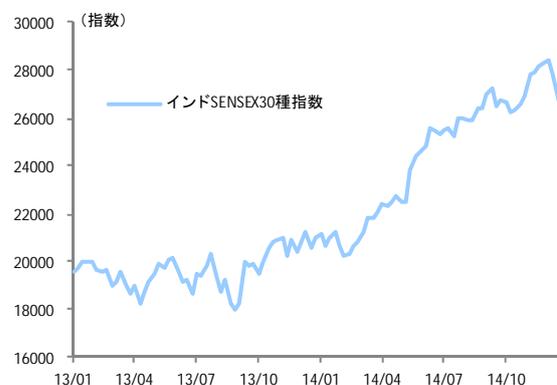
- 12月のINR相場は下落。金融市場の全般的なリスクオフムードに加え、金輸入の増大による貿易収支の悪化、モディ新政権の構造改革の遅れが嫌気され、INRは13か月ぶりの安値63.8台まで下落した。
- 国内経済では上述の通り貿易収支の悪化が目立った。インド11月貿易収支は169億ドルの赤字と前月の134億ドルから大幅に拡大し、2013年5月以来の赤字幅を記録。金輸入額が約56億ドルと前年比6倍に増加、輸入が同+26.8%と急増したことが影響した。政府は11月28日に金輸入規制を撤廃しており(11月貿易収支は影響を受けていないとみられる)、同国の金輸入・貿易赤字は今後も更に拡大する恐れがある。
- 但し、金輸入額の増大分は原油安による原油収支の改善によりほぼ相殺される見込みであるほか、11月貿易統計を受けて政府も金の輸入規制を再度強化する可能性に言及しており、金輸入が雪だるま式に拡大し、INR相場の脅威となる可能性は低いとみている。
- 一方で国内インフレ率は低下基調が継続。11月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.38%と統計開始以来最低を更新。また同月の卸売物価は前年比横ばいを記録した。今後は食品価格低下の前年比効果が剥落することでCPIも下げ止まる公算が大きい。原油安の加速により同国物価は抑制された状態が続くと思われる。
- こうした中、インド中銀(RBI)は12月2日の会合にて①インフレ見通しが落ち着いていること、②政府の財政規律強化の取り組みが進捗していること、を条件に2015年の早期に利下げに踏み切る可能性を示唆した。市場とのコミュニケーションを重視するRBIだけに実際に利下げが実施される可能性は高いだろう。タイミングについては2015年2月の次回会合が有力だが、政府の予算編成(例年2月末発表)を確認した後ということであれば、4月会合となる可能性もある。
- 総じてインド経済は順調な回復を続けていると見られ、原油安がもたらす国内経済への好影響を考えれば、先月の下落はやや行き過ぎの感が否めない。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り、力強い反発は期待薄ではあるものの、足許のリスク回避ムードが落ち着けば、他の新興国通貨対比でINRがアウトパフォームする可能性は高いだろう。

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

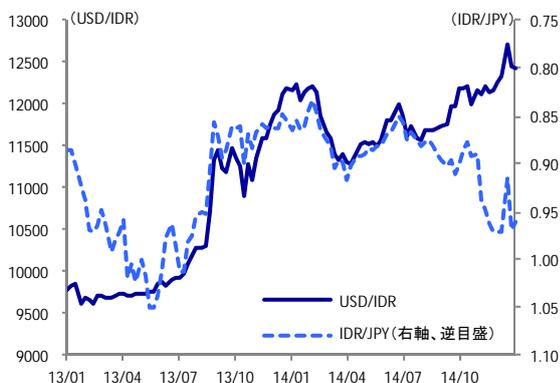


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR) : リスク回避局面での脆弱性が露呈

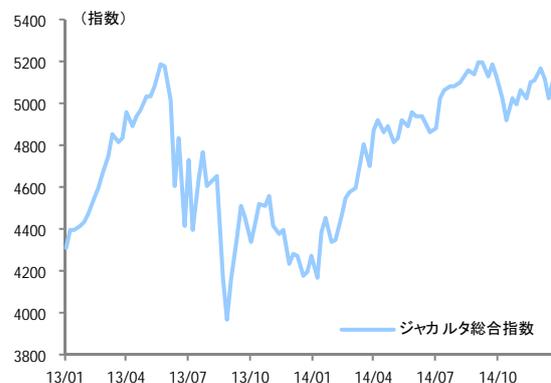
- 12月のIDR相場は軟調。リスクオフムードが拡がる中、IDRはファンダメンタルズの脆弱性からアジア新興国通貨の下げを牽引。国内企業による年末のUSD需要も相俟って、一時16年ぶりの安値となる12900台をつけた。ただその後はリスクオフムードの和らぎとともに12400台まで値を戻した。
- 11月に発表された国内経済指標は11月製造業PMIが48.0と2011年の統計開始以来最低を記録するなど依然低迷が続いている。アジア経済の減速で輸出増加も期待できない中、国内のタイトな金融政策や財政緊縮が向かい風となり、2015年の成長率も5%台半ばに留まるとみるのが妥当であろう。
- 景気低迷に伴い輸入が減少基調にあり、10月貿易収支は+23百万ドルと3か月ぶりの黒字に転じた。11月の燃料補助金削減による需要の減退と原油価格の低下で同国の原油関連輸入は今後も減少する見込みであり、これが貿易収支の改善に寄与しよう。但し、上述の通り、輸出が明確に増加しない限りは同国経常収支の黒字幅拡大は見込みにくい。
- 一方、10月に前年比+4.83%となった消費者物価指数(CPI)は燃料補助金の削減により11月に同+6.23%に上昇した。12月は価格転嫁の進展により、CPIは7%台に上昇するとみられる。
- 国内では政府が燃料補助金の新制度を発表。軽油補助金は1000ルピアに固定、ガソリン補助金は撤廃され、これにより今月から軽油、ガソリンの国内販売価格は従前の1Lあたり7500ルピア、8500ルピアからそれぞれ7250ルピア、7600ルピアに引き下げられる。バンバン財務相は今回の措置による歳出削減効果をGDP比1.9%としており、前回同様にこのうちの一部がインフラ整備等に充てられれば、同国潜在成長率の底上げに寄与するだろう。
- ガソリン補助金の撤廃は国内改革の大きな前進であり、原油安がもたらしたポジティブサプライズと言えるが、原油価格が再び上昇に転じた際の対応など問題は残る。同国では11月の補助金削減に反対するデモも頻発しており、今後もジョコ政権は財政立て直しと国民の支持率維持の両立を求められる。
- 他方、IDRは不安定な推移が続きそうだ。12月の下落に見られるように、IDRはファンダメンタルズの脆弱性、国内政治の不透明感から依然としてリスクオフ局面で売られやすい通貨である。この点、2015年前半は米国の利上げに伴うドル買い圧力がピークとなると考えられ、こうした展開となった場合は他の新興国通貨対比でアンダーパフォームする公算が大きい。

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

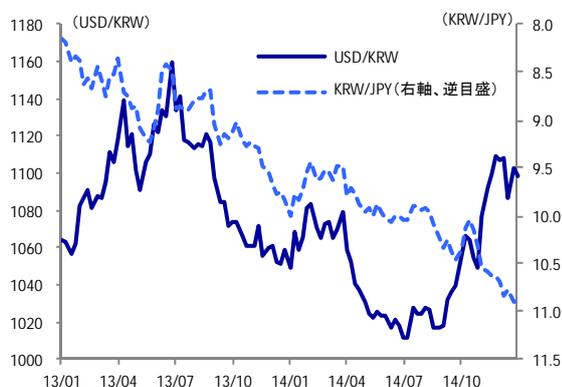


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：中銀の追加利下げはあるか

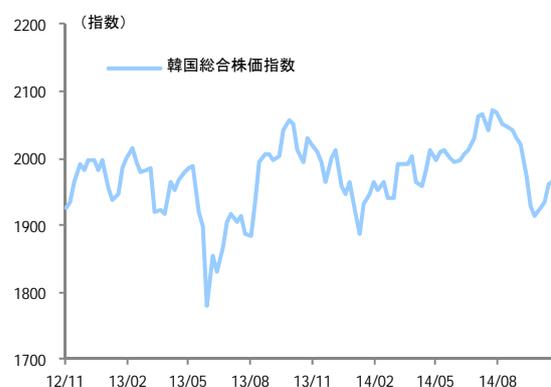
- 12月のKRW相場は堅調な動き。ここ数か月、JPYとの相関を強めているKRWはリスク回避の円高に連れ、一時1080まで値を伸ばしたが、その後はUSD/JPYの反発に上げ幅を縮小し、1100を挟んでもみ合いとなった。
- 12月1日に発表された11月貿易統計は輸出が前年比▲1.9%と3か月ぶりにマイナスに転じた。地域別では米国向けが3か月連続で前年比+20%台の伸びを維持する好調を見せる一方、中国・アジア向けが3か月ぶりに前年比で減少し足を引っ張った。輸入は同▲4.0%と9か月ぶりのマイナスとなった前月(同▲3.0%)から減少幅を拡大。これまでの内需の弱さに加え、新たに石油関連製品の価格下落が輸入額を押し下げたとみられる。
- 11月コア消費者物価指数(CPI)は前月比▲0.2%と3か月連続で前月から低下。前年比では+1.0%に低下した。コアCPIも前年比+1.8%から同+1.6%に低下し、1年5か月ぶりの低水準を記録した。原油価格の下落は同国CPIを更に押し下げるとみられ、韓国中銀(BOK)は次回会合にて現行+2.4%としている2015年のインフレ見通しを引き下げる公算が大きい。
- BOKはインフレ見通しのほか、経済成長についても慎重姿勢を強めている。11日に開催された金融通貨委員会は大方の予想通り政策据え置き。しかし、追加緩和に関するシグナルこそ無かったものの、欧州や中国といった外需の低迷や成長率見通しの下方修正の可能性を指摘するなど、声明文及び総裁会見はハト派色の強いものとなった。
- こうした状況に鑑み、我々はBOKが来年1~3月期に更なる利下げを実施するとの予想を維持する。12月会合での政策据え置きが全会一致であったため、過去数回のパターンから、次回1月会合にて数名が利下げを主張、2月会合にて利下げという展開が想定され得る。足許の原油安も相俟ってインフレ圧力も急速に弱まってきており、史上最低の政策金利に対するハードルは高くは無いだろう。引き続き、BOKの追加緩和観測がKRWの重石となりそうだ。
- 他方、巨額の経常黒字や低インフレを背景とした中期的なKRW高見通しは維持するが、同国経済・金融政策の見通しを考えれば、KRWが明確に上昇トレンドに回帰するのは当面先となるだろう。特に来年半ばにかけては米韓の金融政策の方向性の違いがKRW相場を押し下げる展開に注意したい。

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

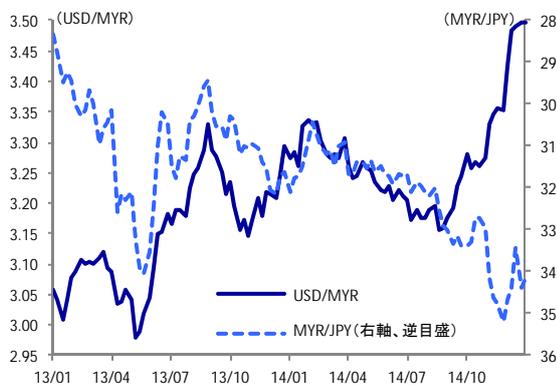


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR)：原油安が圧迫

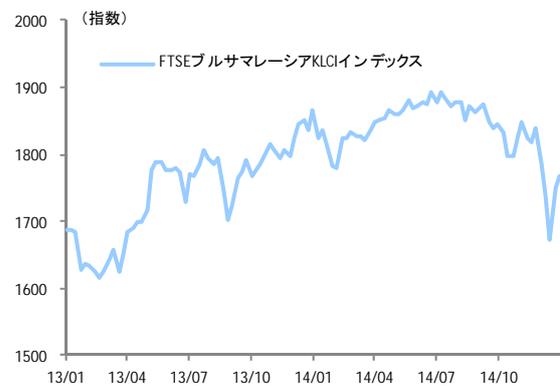
- 12月のMYR相場は下落する展開。原油価格が下げ足を速めるなか、石油純輸出国でパーム油主要生産地であるマレーシアでは、原油安が及ぼす経済への打撃が懸念され月初に急落。11日に石油輸出国機構(OPEC)が来年のOPEC原油需要見通しを引き下げたことを受け、その後も原油相場が軟調に推移するとMYRも3.50台まで弱含んだ。
- マレーシア経済は国際的な原油価格の下落で経済成長の停滞が懸念される。10月の輸出は石油製品やパーム油などの市況悪化が響き、前年比▲3.1%と減少した。原油価格は11月以降に下げが加速しており、マレーシア経済は先行き一段と減速するリスクが高まっている。
- 7～9月期GDPは前年比+5.6%と前期の同+6.5%から鈍化した。安定した雇用や所得増を背景に個人消費は前年比+6.7%と底堅く推移したが、2015年は伸びが抑制されるとみられる。2014年12月からレギュラーガソリン「RON95」とディーゼル油の補助金が撤廃され消費を下押しとみられるほか、2015年4月には物品・サービス税(GST)の導入が予定されている。
- 政府は10月10日に発表された2015年度予算案で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した。政府の財政再建が国民負担に配慮する内容となったことは下支え要因だが、消費の勢いは抑制される可能性が高い。
- マレーシア中央銀行(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。
- 政府による財政健全化への取り組みは通貨に対してポジティブに働くとみられるものの、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): 安定感

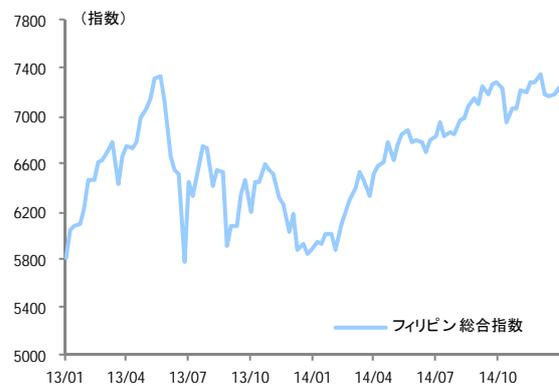
- 12月のPHP相場は堅調な動き。11日に大手格付け会社のムーディーズは財政の健全化や経済の高成長を評価し、フィリピンのソブリン格付けをBaa3からBaa2一段階引き上げた。また12月は海外労働者(OFW)送金のピークを迎える季節でもあり、PHPは44台半ば近辺まで上昇した。
- 2013年に7.2%の高成長を遂げたフィリピン経済だが、2014年は6.0%前後の成長に留まり、政府の目標である6.5%には届かない公算が大きい。成長鈍化は、2013年11月に襲来した台風ヨランダによる農業への打撃や、2011年に開始した景気刺激を目的とする「支出促進プログラム(DAP)」に関して7月に最高裁が違憲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。
- 一方で、経済を牽引している個人消費は底堅い。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が引き続き景気を下支えしよう。2014年後半は原油価格下落に注目が集まったが、原油価格の下落は貿易収支の改善やインフレ鈍化に伴い、フィリピン経済への影響はプラスになろう。
- 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

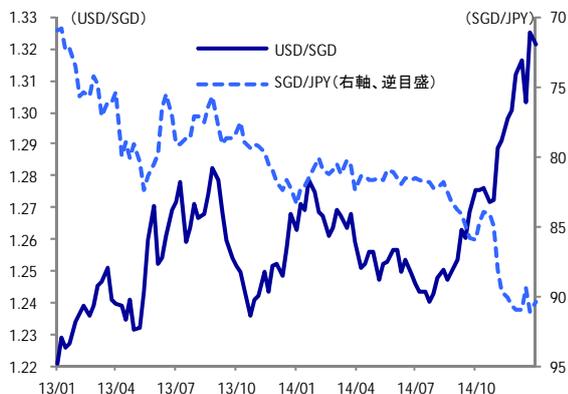


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): EUR や MYR に連れ安

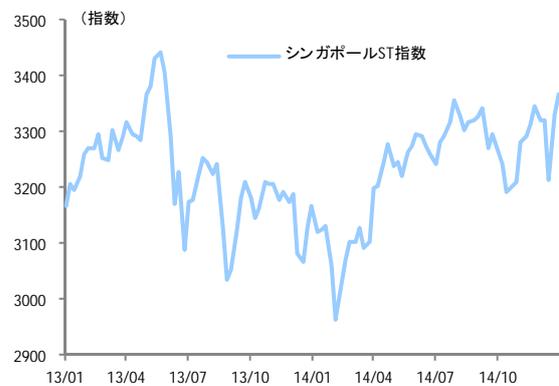
- 12月 SGD 相場は下落し、2010年12月以来の安値 1.322 台まで売られた。シンガポール固有の材料は少なかったものの、通貨バスケット内のウェイトの大きい EUR、MYR、CNY の下落が影響した。
- 2日に発表された11月製造業 PMI は 51.8 と 10月の 51.9 からほぼ横ばいとなったが、電子産業指数は 52.5→50.6 と 6 か月ぶりの低水準に低下。これと整合的に 11 月電子機器輸出は前年比▲10.2%と前月(同▲3.6%)から減速した。非石油地場輸出(NODX)は季節調整済み前月比で+1.6%と前月の同▲1.5%から反発したものの、同月鉱工業生産の落ち込み(前月比▲1.4%)等を考慮すると製造業部門は引き続き低迷していると言えるだろう。なお、国別ではアジア向け輸出が全体の足を引っ張る構図に変化は無い。
- 一方で11月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と2009年12月以来のマイナスを記録、コアも同+1.5%と前月の同+1.7%から減速した。住宅価格の減速も続いており、民間不動産会社が公表したデータによると11月の中古住宅価格は前年同月比▲3.4%下落。地元紙によれば住宅価格は2015年にさらに5~10%低下するとされている。足許の国際商品市況の下落も加味すれば総合CPIの伸びは今後も低水準に留まる公算が大きい。
- しかしながらコアCPIの減速は限定的とみる。15日に発表された7~9月期失業率(改定値)は2.0%となったが、同国人材開発省は労働市場が「引き続き逼迫している」としており、今後も根強い賃金上昇圧力が基調インフレの押し上げ要因として作用しそうだ。
- 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。今年半ばの米国の利上げに向けては一旦USDが上昇する可能性が高いが、この際にも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)の解消がUSD買い圧力を緩和するだろう。但し、足許では通貨バスケット内のシェアの大きいMYRが原油安に伴って大きく下落しており、こうした展開が続く場合は当初の想定よりも相場が軟化する可能性を意識しておきたい。

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

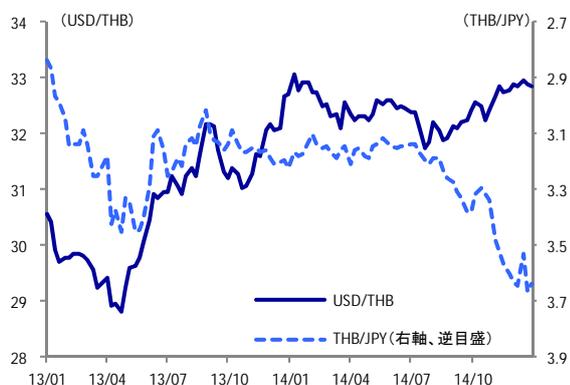


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)： 民政移管が勝負どころ

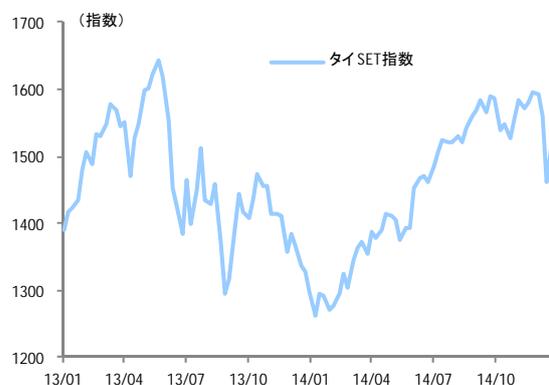
- ・ 12月のTHB相場は方向感のない値動き。15日に、SET指数が一時前日比▲9.2%と大幅に下落するなど、原油価格の低下がエネルギー関連株の急落を招いたのが主な原因と見られるが、世界的なリスクオフムードの中で株式市場は不安定化。一方で、為替市場への影響は限定的で、2014年の安値圏である33台近辺で大きな動意はみられなかった。
- ・ タイ7～9月期GDPは前年比+0.6%と前期の同+0.4%から加速した。民間消費が同+0.2%から同+2.2%になったほか、投資も同▲6.9%から同+2.9%へ大幅に改善。10～12月期にはコメ担保融資制度に基づく農家への支払いが完了することから、より高い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12月、2015年の成長率見通しを9月時点の1.5%から0.8%へ引き下げた。世界経済の成長回復が想定よりも弱く、輸出見通しを4.0%から1.0%へ引き下げたことが背景にあるが、以前から成長見通し引き下げの可能性を示唆していたため驚きはしない。
- ・ 輸出不振は世界経済の減速もさることながら、構造的な問題も影響している。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。
- ・ 2015年の焦点もやはり政治動向になる。政治スケジュールを確認すると、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だうえで、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

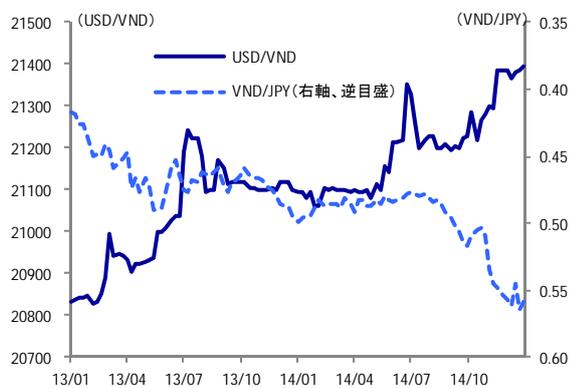


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：早期の通貨切り下げの可能性

- 12月のVND相場は上に行き来。例年12月は国内企業の年末のUSD需要でVNDに売り圧力がかかるが、今年は2015年のテト(旧正月)が2月となるため、企業によるテト商戦用商品の輸入決済が12月にずれ込み、通常以上に外貨の流動性が細った。加えて原油安に端を発した世界的なリスクオフムードもUSD需要を強めたとみられる。
- しかしこうした状況を受けてベトナム中央銀行(SBN)は12月初めから8日にかけて約15億ドルのUSD売り介入を実施。VNDは月上旬に21300台前半に上昇した。但し、その後は根強いUSD需要に上げ幅を縮小し、21380を挟んでの小刻みな動きとなった。非公式レートはUSD需要の高まりを受けてVND安が進み、公式レンジ上限を超える21500台をつけた。
- 国内経済は緩やかな回復基調を維持している。27日に発表された10～12月期GDPは前年比+5.70%と前期の同+5.62%から加速、2014年通年では5.98%と政府目標+5.80%を上回った。この他、12月製造業PMIは52.1と約6か月ぶりの高水準に上昇、国内信用の伸びも未だ低水準ながら緩やかに回復している。
- 一方で足許の原油安により同国の財政収支を巡って懸念が高まっている。同国は予算における歳入の大半を石油輸出収入に依存しており、原油輸出価格の低下はそのまま政府歳入の減少につながる。財務省の予算では1バレル=100ドルを前提に石油輸出収入を推計しており、昨年10月以降の原油安加速は反映されていないとみられる。原油価格が足許の水準で留まり続けるとすれば、政府は歳出削減に踏み切らざるを得ず、これは国内景気の向かい風となろう。
- また石油輸出収入の減少は同国内の外貨不足にも繋がる。こうした状況は足許では主要なテーマとはなっていないが、早晩どこかのタイミングで原油安がベトナム経済に与える悪影響が材料視され、VND売り圧力となる展開には注意が必要だ。
- VNDについては、引き続き現行の変動バンドの上方(21246～21458)で推移した後、2015年半ばに1%の通貨切り下げが実施されると予想するが、来年半ばの米国利上げに加えて、上述したVND売り材料が重なれば、SBNが早めの切り下げに動く可能性は否定できない。この点、原油安による国内物価低下が通貨切り下げのハードルを下げるということも頭に入れておきたい。

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

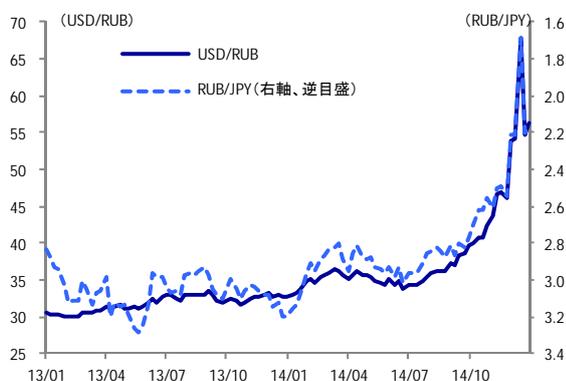


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：暴落後暴騰の乱高下

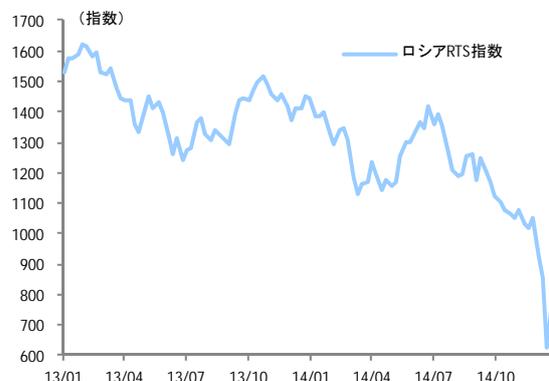
- ・ 12月のRUB相場は続落先行後月央にかけて暴落、反転暴騰。その後も出入りの激しい値動きを続けた。11月の終値(49.54)から12月16日につけた史上最安値(78.00)までの下げ幅は(対USDで)36%を超え、26日につけた戻り高値(51.665)までの反発は安値から50%を超える乱高下となった。
- ・ 11月27日の総会でOPECは原油の減産を見送り、12月に入り原油価格の続落がRUB売りの主因として注目された。12月11日、ロシア中銀は主要政策金利(1週間物レポ金利)を9.50%から10.50%に引き上げたが、「同利上げはRUB防衛には不十分」との見方から、その後RUBは下落速度を増す結果となった。
- ・ 12月15日の欧州時間深夜(モスクワ時間16日未明)、ロシア中銀は緊急金融政策委員会を開き、上述政策金利の17.00%への再引き上げを余儀なくされた。RUBは一時的に反発したが、16日には再び下落。後日明らかになったところでは、同日、ロシア中銀は一切のRUB買い介入を見送り、同日のRUBの下落幅は対USDで一時25%を越える大暴落となった。
- ・ 12月17日、ロシア中銀は金融機関に会計上の為替レートに(年末の水準ではなく)第3四半期の平均レートを採用する特例を認可するなど、金融機関のバランスシート強化策を発表。追って政府(議会)も、金融機関に対する国家福祉基金からの資本注入などロシア金融システムの健全化策を発表。
- ・ 実際に預金保険機構から中堅のTrust Bankに300億RUBの資本注入(23日)、国家福祉基金から大手VTB銀に1000億RUBの劣後預金供与(30日)などが実施され、ロシア金融システムはひとまずの安定を見せた。
- ・ RUBは当面の底を見た公算が高く、目先は対USDで60前後の水準に収束していく可能性が高いと見込むが、今後も安定推移を維持するためには原油価格の底打ち反発とウクライナ情勢の安定が不可欠と考えられる。
- ・ とりあえずは、1月15日に予定されるポロシェンコ大統領、プーチン大統領、メルケル首相、オランダ大統領による首脳会談で、ウクライナと同国東部の親ロ派武装勢力との停戦が実効的に合意されることが期待される。
- ・ ロシア中銀は低迷する景気に配慮し、「金融システムの安定」を前提に(物価動向は度外視か)、一部では早ければ15年前半にも、利下げ(利上げ分の撤回)に踏み切る可能性が見込まれている。

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

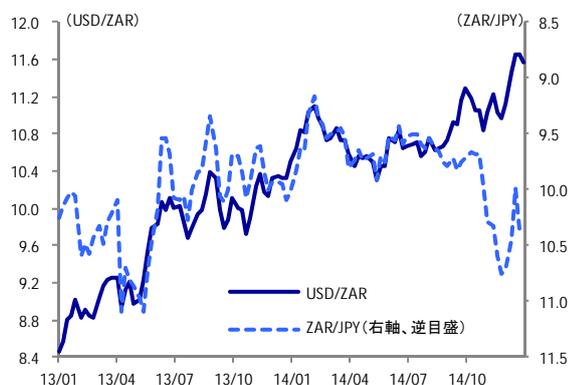


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：急落後、安値圏で横ばい

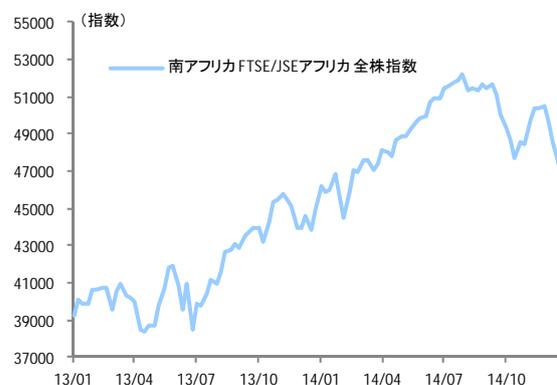
- 12月のZAR相場は下落が先行。8日に対USDで年初来安値を割り込み売りが加速、15日までに2008年10月来の安値(11.8125)まで下落した。並行して対円でも売り込まれ、一時、1.5か月ぶりに10円を割り込んだ。
- ZAR安の要因は、国内要因では、10月貿易赤字の予想外の急拡大(11月28日)、電力供給の不安定化(5日以降)の他、格付会社による南ア国債格下げ懸念などが材料視された。
- 南ア国外の要因では、米11月雇用統計の堅調(5日)を受けたドル全面高、中国11月輸入(資源需要)の予想外の低迷(8日)。RUBの暴落(15日以降)に新興市場通貨全般が連れ安した可能性などが考えられた。
- 12日、大手格付会社2社は、結局、南ア国債格付を据え置き。ZAR反発も期待されたが、前後してRUBが暴落していたことが重石となり、ZARの反発は限定的にとどまった。
- 安値からのZARの戻り高値が対USDで11.40、対円で10.40円を明確に超えられなかった点はテクニカルなZAR弱気要因だろうが、直近の小売売上高などには南ア経済の改善に対する期待を読み取ることもでき、目先、ZARは堅調気味の横ばい推移が支配的になる展開が予想される。
- 当面の注目は2月に発表される予算で、公務員の昇給抑制などによる財政健全化策の他、南ア電力公社(Eskom)に対する政府支援(財政緊縮とは逆行するものの)による電力供給安定化策などに期待が集まる。
- 12月8日に発表された第3四半期経常収支はGDP比6.0%の赤字と、市場の改善予想には届かなかったものの、原油価格の続落により燃料純輸入国である南アの交易条件は明確に改善しているはず(資源輸出国として商品価格全般の下落は悪材料ではあるものの)。上述10月貿易赤字の拡大は原油在庫積み上げの影響が大きく、11月の当該指数は明確に改善しており、近い将来経常収支が着実な改善基調をたどる可能性も期待できる。
- 原油の国際価格下落を反映して、南ア国内の小売燃料価格も明確な低下基調を見せており、南ア物価は15年央までに前年比+5.0%を割り込んでいく可能性が予見される。南ア準備銀の政策金利引き下げ余地の広がり、経済に対する下支え要因としても、南ア国債の利回り低下(価格は上昇)要因としても、今後ZARにとって好材料となる可能性の方が高いであろう。

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 1～12月(実績)	SPOT	2015年 3月	6月	9月	12月	2016年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民幣 (CNY)		6.0377 ~ 6.2682	6.2195	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル (HKD)		7.7500 ~ 7.7920	7.7567	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー (INR)		58.250 ~ 64.150	63.361	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア (IDR)		11215 ~ 13020	12613	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン (KRW)		1006.98 ~ 1122.46	1109.30	1080	1080	1060	1040	1020
マレーシアリング (MYR)		3.1390 ~ 3.5110	3.5335	3.60	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ (PHP)		43.000 ~ 45.475	45.060	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル (SGD)		1.2384 ~ 1.3263	1.3345	1.35	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル (TWD)		29.775 ~ 31.887	31.937	32.00	32.30	32.10	32.40	32.60
タイバーツ (THB)		31.74 ~ 33.15	33.02	33.5	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン (VND)		20990 ~ 21453	21415	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		32.8000 ~ 77.5500	58.7498	65.00	63.00	57.00	54.00	56.00
南アフリカランド (ZAR)		10.3040 ~ 11.7620	11.7410	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ (TRY)		2.0720 ~ 2.3814	2.3444	2.30	2.20	2.30	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		2.1834 ~ 2.7604	2.6942	2.65	2.55	2.60	2.70	2.70
メキシコペソ (MXN)		12.8560 ~ 14.7960	14.8600	13.60	13.40	13.20	13.10	13.10
対円								
エマージングアジア								
中国人民幣 (CNY)		16.164 ~ 19.816	19.337	19.29	19.90	20.39	20.72	20.98
香港ドル (HKD)		12.974 ~ 15.720	15.511	15.46	15.96	16.22	16.34	16.45
インドルピー (INR)		1.602 ~ 1.972	1.899	1.88	1.95	2.08	2.17	2.23
インドネシアルピア (100IDR)		0.823 ~ 0.999	0.954	0.938	0.984	1.033	1.058	1.085
韓国ウォン (100KRW)		9.267 ~ 10.995	10.841	11.11	11.48	11.89	12.21	12.55
マレーシアリング (MYR)		30.070 ~ 36.038	34.034	33.33	34.93	37.06	37.91	39.02
フィリピンペソ (PHP)		2.220 ~ 2.728	2.675	2.64	2.76	2.86	2.90	2.94
シンガポールドル (SGD)		79.00 ~ 92.11	90.19	88.89	93.94	96.92	99.22	100.79
台湾ドル (TWD)		3.320 ~ 3.902	3.766	3.75	3.84	3.93	3.92	3.93
タイバーツ (THB)		3.061 ~ 3.692	3.642	3.58	3.72	3.84	3.93	4.00
ベトナムドン (100VND)		0.4743 ~ 0.5716	0.5617	0.56	0.57	0.58	0.59	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.545 ~ 3.212	2.049	1.85	1.97	2.21	2.35	2.29
南アフリカランド (ZAR)		8.945 ~ 10.819	10.268	10.43	10.78	11.15	11.34	11.23
トルコリラ (TRY)		42.875 ~ 54.043	51.305	52.17	56.36	54.78	52.92	53.33
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		41.289 ~ 47.249	44.651	45.28	48.63	48.46	47.04	47.41
メキシコペソ (MXN)		7.444 ~ 8.721	8.104	8.82	9.25	9.55	9.69	9.77

(注)1. 実績の欄は12月31日まで。SPOTは1月5日の11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。
(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	5.5	6.8	10.1	7.2	6.2	6.4	-2.8	-2.5	-2.3	-2.3
インドネシア	5.8	5.1	5.3	6.0	6.4	6.4	6.4	4.8	-3.3	-2.8	-2.1	-2.1
韓国	3.0	3.4	3.5	3.7	1.3	1.3	1.0	2.0	6.1	5.0	5.0	4.7
マレーシア	4.7	5.8	4.7	5.8	2.0	3.2	4.2	2.8	3.8	5.2	5.2	5.0
フィリピン	7.2	5.7	6.1	5.7	2.9	4.3	3.7	3.6	3.5	3.1	2.8	2.9
シンガポール	4.7	2.8	3.0	4.3	2.4	1.0	0.9	2.1	18.4	19.5	19.0	19.0
タイ	2.9	0.9	4.8	6.1	2.2	1.9	1.9	3.5	-0.6	2.0	1.7	1.0
ベトナム	5.4	6.0	6.4	5.7	6.6	4.1	4.4	7.2	6.6	4.4	3.5	3.2

(資料)CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

	現在 (%)	2015				2016			
		Q1	Q2	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	5.60	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35	5.35
インド	翌日物レポ金利	8.00	7.75	7.75	7.50	7.50	7.50	7.50	6.75
インドネシア	翌日物金利	7.75	7.75	7.75	7.75	7.00	7.00	7.00	7.00
韓国	7日物レポ金利	2.00	1.75	1.75	1.75	2.25	2.25	2.50	2.50
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75	3.75
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50
タイ	翌日物レポ金利	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25	2.50	2.50	2.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.50	6.50	7.00	7.00	7.50	7.50

(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。