

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

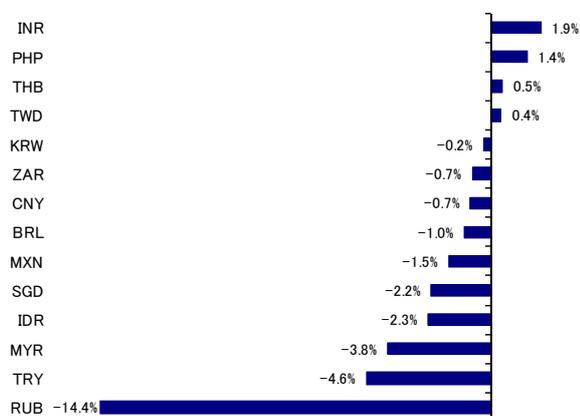
### 目次

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 IDR(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: 金融緩和の流れが波及

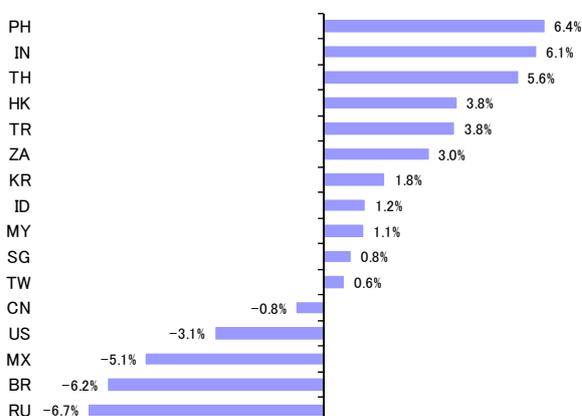
- 1月の金融市場は全体として方向感を欠く展開。市場の関心は欧州に移り、ECBが国債買い入れを含む新たな量的緩和に踏み切る一方、ギリシャではトロイカの財政緊縮プログラムに否定的な野党急進左派連合(SYRIZA)が政権を担うこととなるなど材料は強弱まちまち。前月に見られた強いリスクオフムードは和らいだが、世界経済の先行き不透明感は払しょくされないまま、金融市場は地域ごとにばらついた動きとなった。
- こうした状況下、新興国通貨は2極化の様相。原油価格の下落が続く中、産油国であるRUBやMYRが売り圧力に押される一方、景気見通しの明るいINRやPHP、政局の安定しているTHB等が反発を見せた。
- 他方で特筆すべきは各国中央銀行の動きであろう。我々は原油安がもたらすデイスインフレ圧力により多くの国で金融緩和余地が生まれると指摘してきたが、2015年に入り早くもこうした動きがみられている。6日にベトナム、15日にインド、20日にトルコ、28日にシンガポールで中銀・当局が相次いで利下げあるいは通貨政策の緩和を発表。このほかタイ中銀や韓国中銀は、政策を維持したものの、市場では近い将来の利下げ実施を見込む声が強根強い。
- 上記の国はベトナムを除いていずれも石油純輸入国であり、アジア地域が多い。こうした国では従来米国の利上げに向けて通貨防衛のためのタイトな金融・財政政策が採られるとみられており、国内物価の急低下により早期の緩和に動けたことはまさに思いがけない幸運であったと言えよう。これは経済の上振れ要因であり、対内資金流入の加速を通して中長期的に通貨を下支えする(但し、短期的には金利差縮小により通貨安要因となり得る)。また当面利下げは見込めないものの、インドネシアでも原油安により財政の自由度が増しており、効率的な歳出が2015年度の成長を後押しするとみられる。
- 一方で産油国では原油安が経常・財政収支に悪影響を及ぼす。これらの国では通貨の脆弱性が増し、景気・インフレの鈍化にも関わらず中銀は引き締め姿勢を継続せざるを得ないだろう。この結果、景気低迷は長引き、資金流入の減少から通貨も買われづらい状況が続くとみる。なお、BRL等、一部の高金利通貨ではキャリートレードによる資金流入が復活しているようであるが、昨年同様、米国の利上げを控えてこうした動きは長続きしないだろう。冒頭に述べた石油輸入国通貨と産油国通貨の明暗は暫く続く公算が大きい。

図表1: 新興国通貨騰落率 (2015年1月)



(資料)ブルームバーグ

図表2: 新興国株式騰落率 (2015年1月)

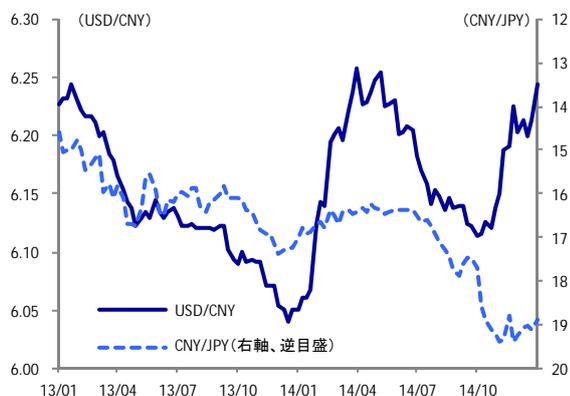


(資料)ブルームバーグ

### 中国人民幣元(CNY):極めて緩やかな上昇

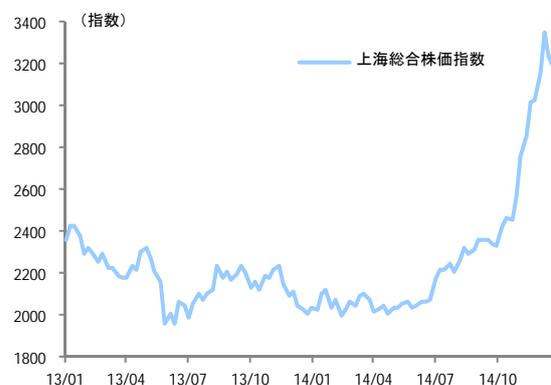
- 1月のCNY相場は下落した。月中に発表された1月貿易黒字が好感され一時6.18台をつけるも、スイス国立銀行の為替政策の変更に関連しポジション調整が進んだことから6.24台まで下落。10~12月期GDPは市場予想を上回るも世界的に相次ぐ中央銀行の金融緩和とUSD高が圧力をかける形となり、6.25台の8か月ぶりの安値をつけた。
- 2014年10~12月期の実質GDP成長率は、前年比+7.3%と7~9月期と変わらずとなった。この結果、通年の成長率は前年比+7.4%となり、政府目標の同+7.5%をやや下回った。政府は2015年の成長目標を同+7.0%前後に引き下げる可能性が高いが、それでも経済の自律的な回復だけでは達成が危ぶまれる状況となろう。当局はインフラ関連投資で下支えするほか、預金準備率および基準金利の引き下げが年前半に行われる可能性が高い。
- 2014年11月にPBoCが予想外に利下げを実施して以降、CNYは追加の利下げ期待が重石となっている。また、EURの下げが加速したことも為替市場全般でUSD高を促し、CNYも売り進められる一因となっている。米国の利上げが見込まれる年央から年後半にかけてUSD買い圧力が続く見通しであり、それはUSD/CNYについても上昇圧力が加わることを意味する。
- 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、人民幣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ろう。
- 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。

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):ラジャン・マジック

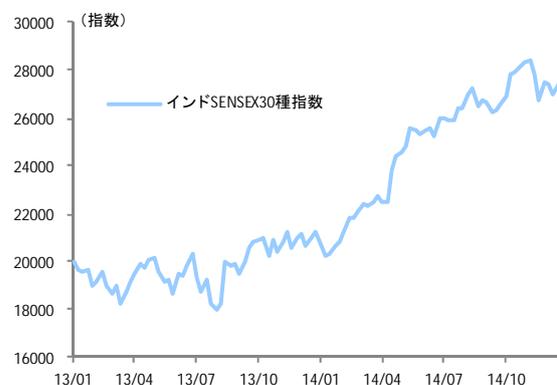
- 1月のINR相場は反発。月初には弱含む場面も見られたが、15日にインド準備銀行(RBI)が緊急利下げを実施すると、株式市場が大幅上昇。INRも一本調子に値を上げ、USD/INRは2か月ぶりに61.5付近に下落した。
- INRのアウトパフォーマンスはRBIの金融緩和によるところが大きい。同中銀は1月15日、スケジュールに無い緊急政策決定会合を開き、政策金利であるレポレート<sup>レポレート</sup>を25bp引き下げ7.75%とすることを決定、市場を驚かせた。
- 声明ではインフレ見通しの改善が強調(2016年のCPIが目標である6%を下回る可能性が高いとした)されており、緊急会合に先立つ12日に発表された12月CPIが前年比+5.0%(事前予想:同+5.4%)に留まったことが今回の政策変更の決定的な要因であったことが伺える。
- RBIは前回12月会合の声明文にて「政策スタンスが変更された場合、その後の政策運営は新たなスタンスに沿ったものとなる」としており、今後も更に数回の利下げが実施される可能性が高い。我々は次回2月会合にて様子見の現状維持の後、4月会合にて更に25bpの利下げを実施すると予想する。
- 国内経済に大きな動きはみられていない。経済指標では12月製造業PMIが54.5と2012年12月以来の高水準をつけたが、鉱工業生産の伸びは緩慢に留まっている。一方、12月貿易収支は輸出入ともに前年比で減少した結果、貿易赤字は10か月ぶりの低水準に縮小。輸出は精彩を欠くものの原油輸入の減少が効いており、我々の想定通り、純輸出は成長の押し上げ要因となろう。なお、前月に急増した金輸入は1年ぶりの低水準に急減。政府は金輸入額が今後も管理可能な水準に留まるとの見方を示しており、貿易収支の悪化がINRの売り材料となるリスクは引き続き小さいと言えそうだ。
- 足許までインド経済の回復は緩やかなペースに留まっているが、原油安がもたらす国内経済への好影響やRBIによる金融緩和を考えれば、今後は徐々に回復ペースを速めていくと思われる。通常、利下げは金利差縮小の観点から通貨にネガティブに働くことが多いが、同国については今後の成長に期待した海外からの資金流入がこれを相殺するだろう。今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、継続的な通貨上昇は期待薄ではあるものの、ドル買い一巡後は60割れ水準に向けて明確な上昇トレンドを見せる公算は大きい。

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

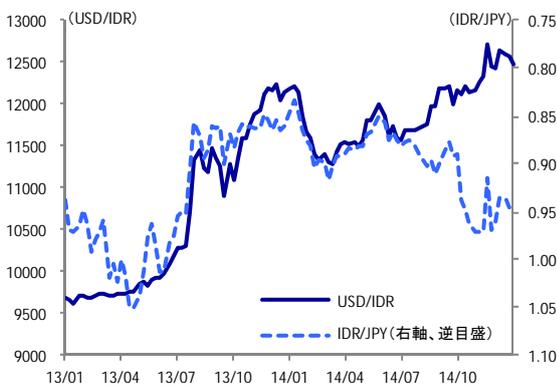


(資料)ブルームバーグ

### インドネシアルピア (IDR) : 市場の猜疑心は根強く

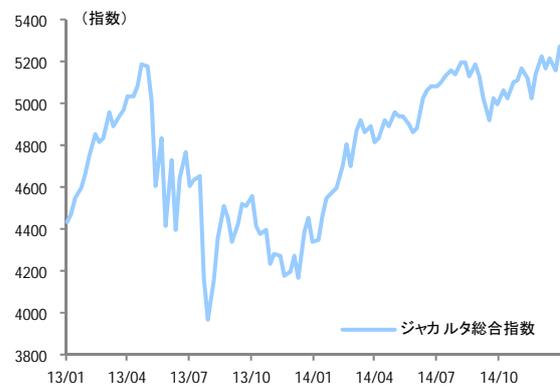
- 1月のIDR相場は続落。前月からのリスクオフムードが続く中、12月CPIや貿易収支の悪化を受けて月初に下落した後、月央にかけてはリスクセンチメントの改善や米金利の低下で持ち直し。しかし月末にかけては中銀のIDR安容認姿勢やファンダメンタルズの弱さが嫌気され12600台まで売られた。
- 1月に発表された国内経済指標はいずれも低調。12月製造業PMIが47.6と統計開始以来の最低水準を更新。12月貿易収支は輸出が大きく鈍化した結果、2014年4月以来となる4.3億ドルの赤字を記録した。また12月消費者物価指数(CPI)は11月の燃料補助金削減の影響で前年比+8.4%に上昇。物価上昇を受けて同月の消費者信頼感も大幅に悪化している。
- 政府は昨年暮れに決定した燃料補助金の新制度を反映した2015年度補正予算を国会に提出した。これによれば燃料補助金は当初予算の276兆IDRから81兆IDRに縮小し、代わりにインフラ支出が当初予算の175兆IDRから290兆IDRに大幅に引き上げられている。インフラ支出の増加額は名目GDPの約1%に上り、2015年の成長率押し上げに寄与しよう(但し、インフラ投資に伴う資本財の輸入増加がこの一部を相殺する見込み)。
- 以上のように燃料補助金の制度変更は同国ファンダメンタルズを大きく改善する画期的な政策転換であると言えるが、足許までのところIDRへのポジティブな影響は限られている。これはジョコ政権が少数与党であり依然として政治の先行きに不透明感が残っていること、貿易収支や国内物価の早期改善が見込みにくいことが背景にあると考えられる。
- とはいえ、原油価格が低位安定を続けている機に乗じて国内構造改革を進めることができれば、中期的に市場の予想を超えてファンダメンタルズが改善する可能性はある。この点、まずは現在国会で審議中の2015年補正予算、インフラ投資の進捗、また今後の焦点となりそうな最低賃金の問題についてジョコ政権の動きをつぶさに追っていく必要があるだろう。
- 以上から、IDRは当面不安定な推移が続く公算が大きく、上昇トレンドへの早期の転換は見込み薄である。特に2015年前半は米国の利上げに伴うUSD買い圧力がピークとなると考えられ、この間は一段のIDR下落を想定せざるを得ない。しかし、米国の利上げ後については国内政治動向次第で反発の可能性もでてきたということは意識しておきたい。

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

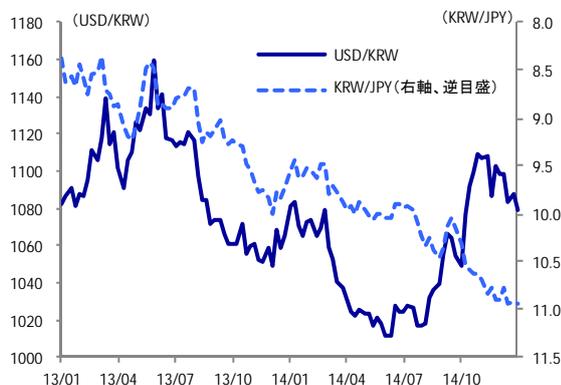


(資料)ブルームバーグ

### 韓国ウォン(KRW) : 各国の金融緩和で利下げ観測高まる

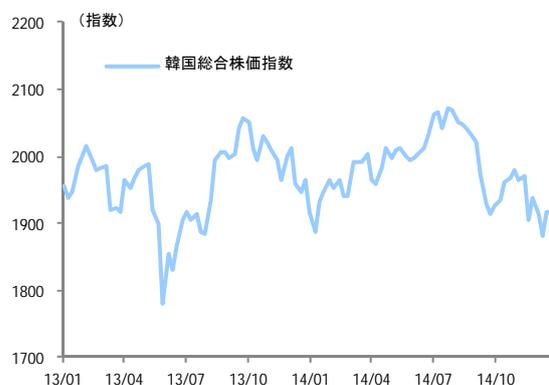
- 1月のKRW相場は横ばい。月央にかけて原油安の加速やギリシャ政局の混乱を受け市場全体がリスクオフムードとなると、質への逃避で上昇するJPYに連れ、KRWも1080台まで買われた。しかし月末にかけては市場のリスクセンチメント悪化や中銀の利下げ観測が高まり、再び1100をつけた。
- 1月23日に公表された10~12月期GDPは前年比+2.7%と6四半期ぶりの低成長となった(季節調整済み前期比では+0.4%)。需要別でみると建設投資の落ち込みが景気減速の主因であるが、家計消費も7四半期ぶりの低水準に減速している。一方で輸入の落ち込みにより純輸出の寄与度が増加し、全体を下支えするなど、原油安によるポジティブな影響がみられている。
- 韓国中銀(BOK)は15日に開催された金融通貨委員会にて事前予想通り政策金利の現状維持を全会一致で決定。同時に公表された経済見通しでは2015年の成長率が10月時点の3.9%から3.4%に下方修正されたほか、物価見通しは総合が2.4%から1.2%に、食品・エネルギーを除くコアが2.3%から1.8%にそれぞれ引き下げられた。
- 声明文では国内経済について輸出の減少に言及するなどハト派色を強めた印象だが、対照的に会合後の総裁記者会見は追加緩和を暗に否定するなど声明文に比べて強気の内容。これを受けて市場では追加緩和の可能性が低下したとの声も聞かれた。
- しかしながら我々は引き続きBOKが更なる利下げを実施するとの予想を維持する。外需(主に中国と欧州経済)の減速と国内の構造問題が韓国経済の重石となっている状況に変化は無く、経済指標にも持ち直しの兆しはみられていない。また期待インフレ率も統計開始以来最低の2.6%に低下するなど、利下げを正当化する材料は揃っている。更にシンガポール、インドが金融緩和に動いたこともBOKに対する緩和圧力を高めよう。
- 一方でこうした見方に対するリスクはKRW/JPY相場の安定であろう。対KRWでのJPY安一服により、韓国政府のJPY安けん制発言も鳴りを潜めている状況下、BOKとしては今後のJPY安再開に備えて緩和カードを温存しようとするかもしれない。しかしいずれにせよ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。特に今年半ばにかけては米国による利上げを受けたJPY安につれてKRW相場が一段弱含むリスクに注意したい。

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

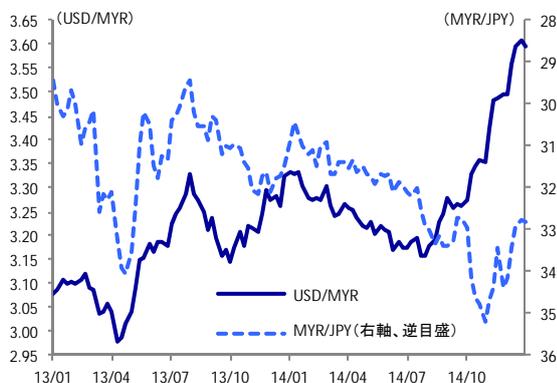


(資料)ブルームバーグ

### マレーシアリング(MYR):原油安が圧迫

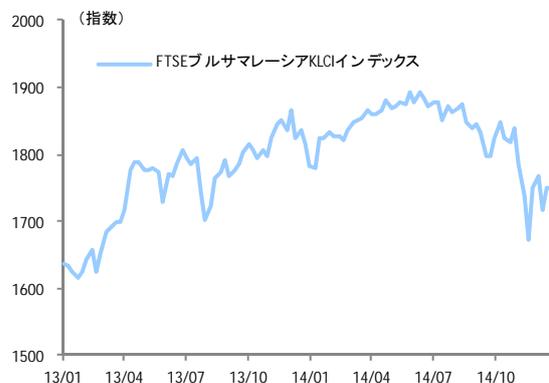
- 1月のMYR相場は下落する展開。原油価格のさらなる下落を受け、マレーシア政府は、石油関連収入の減少を理由に2015年の財政赤字目標と成長予想を下方修正した。MYRは軟調な推移となり約6年ぶりの安値3.63台をつけた。
- MYR相場は、商品価格下落に伴う経常収支や財政収支の悪化が嫌気されており、アジア通貨の中で弱さが目立っている。原油価格が反転上昇に向かうような材料は今のところ見えない。液化天然ガス(LNG)価格は原油価格に対して4~6か月遅れて調整されるため、昨年後半からの原油安はこれから反映されてくる可能性が高い。マレーシアの貿易収支は年前半に悪化する季節性もあって、場合によっては一時的に経常収支が赤字に転落する可能性も否定できない。
- 原油価格の急落を受け、1月20日に政府は2015年度補正予算の内容を明らかにした。財政赤字目標は、昨年実施された補助金改革や今年4月の物品・サービス税(GST)導入にもかかわらず、従前の対GDP比3.0%から同3.2%へ修正された。一方、歳出削減計画を強化することによって財政規律を高めようとする姿勢が伺えたことはポジティブである。
- マレーシア中央銀行(BNM)は1月28日の政策決定会合において現状維持を決めた。マレーシアも原油価格の下落によって経済にダメージを受けているが、今すぐ金融緩和に動く可能性は低い。昨年夏場に約3年ぶりの利上げを実施し、更なる追加利上げも辞さないスタンスを示していた頃と比べればハト派に傾斜しているものの、依然として物価抑制に軸足を置いている。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。
- 当面は原油価格の下落に伴うMYR安圧力が材料視されよう。加えて、MYRが下落する中、市場介入による通貨防衛を図った結果、外貨準備は減少傾向にあり、短期対外債務比率は悪化している。マレーシアは国債の外国人保有率が高いこともあって、MYRの脆弱性は高まっている。
- 米国の利上げが見込まれる年半ばにかけてUSD高圧力が強まりやすいことも重石となるが、その後はUSD高圧力が一服すると見込まれること、原油相場の持ち直し、中銀の利上げが評価されてMYRには買い戻しが入る。

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

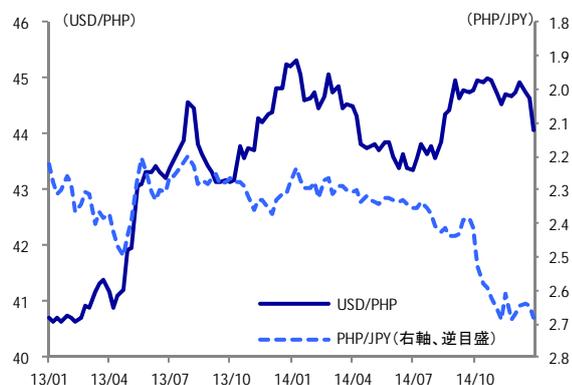


(資料)ブルームバーグ

### フィリピンペソ(PHP) : 安定感

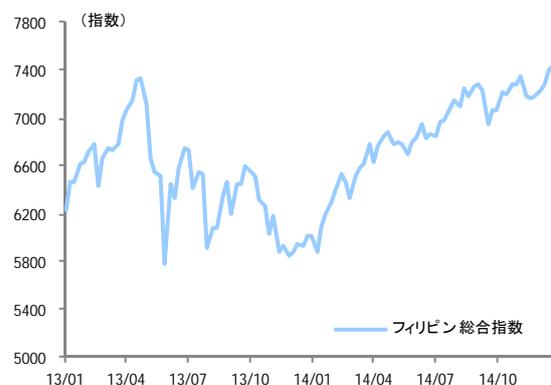
- ・ 1月のPHP相場は堅調な動き。月初は12月消費者物価指数の伸び率が低かったことに加え、2016年の経済成長率目標を引き下げたことによりPHPは一時軟化した。しかし、フィリピン中央銀行(BSP)総裁が金融政策スタンスを当面は維持する方針を示したほか、良好な経済ファンダメンタルズを背景に44台前半まで上値を伸ばした。
- ・ 2013年に7.2%の高成長を遂げたフィリピン経済だが、2014年は6.1%と政府の目標である6.5%には届かなかった。しかしながら、2014年の成長率は主要アジア諸国の中では中国に次ぐ高水準である。また、2014年10~12月期GDPは前年比+6.9%と高い伸びを記録しており、不安材料はあるものの、引き続き高い成長が続いていると評価できる。
- ・ フィリピンの成長を牽引しているのは個人消費であり、それを支えているのがOFW(フィリピン人海外労働者)送金だ。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、2016年には大統領選挙が控えており、政府は財政支出で成長の底上げを図る公算が大きい。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。さらに、原油安は貿易収支の改善やインフレ鈍化を通してフィリピン経済への影響はプラスになろう。
- ・ BSPは2014年12月の金融政策決定会合において、政策金利である翌日物借入金利を4.0%に据え置いた。金利据え置きは2会合連続である。昨年後半から原油安などを背景に、一時は5%に接近していたインフレ率は足許で2.7%まで低下している。BSPは2015年のインフレ目標を3%±1%と2014年の4%±1%より低水準に設定しているが、現状はターゲット内での推移が見込まれる。BSPは来年までは金利を据え置く可能性が高いうえ、インフレ鈍化も相俟って経済成長を押し上げるだろう。
- ・ 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。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ですが、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。

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

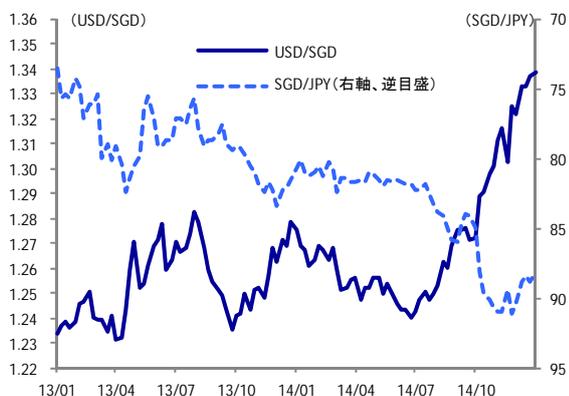


(資料)ブルームバーグ

### シンガポールドル(SGD) : MAS が異例の緊急緩和

- 1月 SGD 相場は下落。15日にスイス中銀が CHF の対 EUR 上限を撤廃すると、ポジション調整から SGD が買われる場面も見られたが、全体として月中は方向感のない動き。しかし、28日にシンガポール通貨管理局(MAS)が予想外の金融緩和を発表すると、約4年半ぶりの安値 1.3570 をつけた。
- 経済指標は低調な結果。1月2日に発表された2014年10~12月期 GDP 速報値は季節調整済み前期比年率+1.6%、前年比+1.5%と7~9月期の前期比年率+3.1%、前年比+2.8%から鈍化した。この結果、2014年通年の成長率は+2.8%となり、前年の+3.9%から明確な減速となった。一方で12月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.2%と前月の同▲0.3%から減速幅を縮めるも2か月連続の前年比割れ。コアCPIも同+1.5%と2013年7月以来の低水準だった前月から横ばいとなった。
- こうした中、MASは1月28日に臨時の通貨政策見直しを行い、「実効レートの緩やかな SGD 高誘導」を継続するものの、その誘導ペースを減速すると発表。他方で政策バンドの幅、中心値については据え置かれた。政策内容については想定範囲内であったが、我々は MAS の行動を早くとも FRB による利上げ後の10月と予想していたため、このタイミング(特に臨時会合)での政策変更はサプライズであった。
- MAS は世界経済減速によるシンガポール景気下振れリスクと、国内の労働市場逼迫によるインフレ圧力というジレンマに直面していたが、原油価格の急落により国内のインフレ圧力が緩和される見通しとなったことが今回の政策変更の背景であるとみられる。MASは2015年の成長見通しを+2.0~4.0%に据え置いた一方で、総合CPI見通しを前回の+0.5~1.5%から▲0.5~+0.5%へ引き下げている。
- MAS による早期の金融緩和により短期的な SGD のダウンサイドリスクが高まったが、中長期的な見通しに大きな変更は無い。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、年後半には EUR の下落一服や CNY の反転上昇が後押しとなり、USD/SGD も 1.30 割れ水準まで SGD 高が進むと予想する。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現時点の想定よりも SGD 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

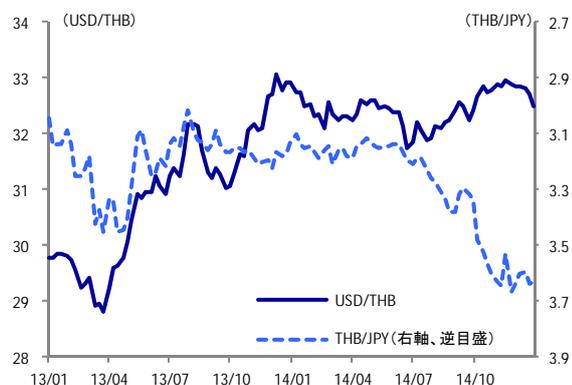


(資料)ブルームバーグ

### タイバーツ(THB) : 民政移管が勝負どころ

- 1月のTHB相場は上昇した。中国株式市場の下落を受けて他のアジア通貨が軟調な動きをみせる中、THBは約3か月ぶりの高値32.48をつけた。THBはアジアの安全通貨のひとつとみなされたようだ。THB高による輸出への打撃が懸念されるも、28日にタイ中銀(BOT)は政策金利を据え置いた。
- 輸出の不振がタイ経済の足枷となっている。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。
- BOTは1月28日の金融政策委員会(MPC)で政策金利を現行の2.0%に据え置いた。金利据え置きは5対2の賛成多数で決定し、反対した2人は前回MPCと変わらず、25bpの引き下げを主張した。原油安によるインフレ圧力の鈍化やインフレターゲットの対象をコアCPIからヘッドラインCPIに変更したこともあり、市場では利下げを予想する向きも少なくなかった。
- だが、声明文では、輸出や観光セクターの改善を指摘したほか、燃料価格低下による内需の押し上げ効果に言及するなど、12月会合よりもやや強気の内容。さらに国際金融市場の不透明感増大や低金利の長期化による弊害にも触れており、緩和に近付いた様子は伺えない。ヘッドラインCPIが物価目標下限を下抜ける可能性が高まっていると認めながらも、原油相場の落ち着きとともに年後半に上向くとしており、直ぐに利下げに至るとは想定し難い。
- 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、昨年11月に設置された憲法起草委員会(CDC)が新憲法制定に着手しており、4月中旬までに草案をまとめ、9月頃の公布を目指している。民政移管に向けた総選挙は2016年に行われる見通しとなっている。
- 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2014年のような混乱が繰り返される可能性は小さくない。
- 米国の利上げが実施されるまではUSD高圧力に押され易いが、**軍政が敷かれている間は国内政治に大きな混乱は想定されず、THB相場は底堅く推移しよう。2015年後半はUSD高圧力が緩和しTHBはじり高を見込むが、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

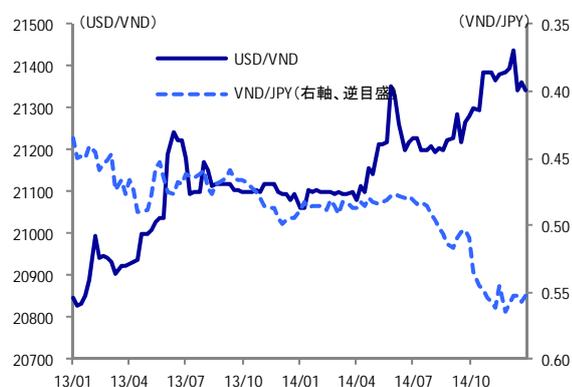


(資料)ブルームバーグ

### ベトナムドン(VND):1%の通貨切り下げを実施

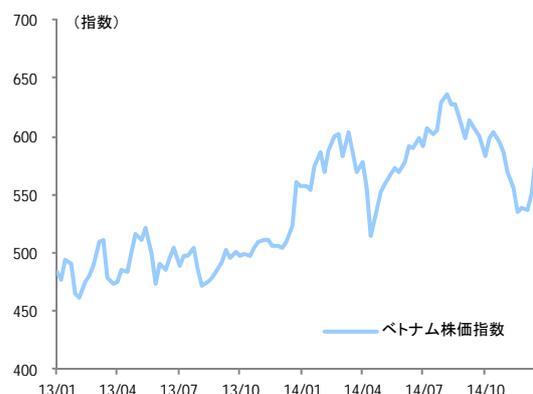
- 1月のVND相場は上昇。ベトナム国営銀行(中央銀行、SBV)は6日、USD/VNDの中心レートを1%切り下げ、現行の21246から21458とすることを発表した。SBVによるVND切り下げは2014年6月18日以来。これによりUSD/VNDの新たな取引バンド(中心レート±1%)は21243~21673となった。
- 通貨切り下げ実施後、8日にはVNDは一時21508まで下落したが、その後は年末を越えてUSD需要が落ち着いたこと、世界的なリスクオフムードの緩和、イベントを通過した利益確定の動きでVNDは反発。昨年末からの下落分を取り戻し、12月初以来となる21350台に上昇した。
- 通貨切り下げの背景は①昨年12月以降の実需勢のUSD需要と世界的なリスクオフを受けたVND売り圧力の増大、②近隣新興国通貨が対USDで下落したことによる実効ベースでのVND上昇の調整(輸出競争力の回復)とするのが一般的な見方であるが、ここでは加えて③ベトナム資産管理会社(VAMC)による国内銀行の不良債権処理の遅れも指摘しておきたい。VAMCには構造的欠陥もあって不良債権の転売が進んでいない。このような中、SBVとしてはVNDの切り下げによって同債権の割安感を高めることで海外投資家を呼び込もうというインセンティブが高まっていたものと思われる。
- 今後については更なる切り下げの可能性を意識しておきたい。この点、SBVは年内のVND切り下げ幅を2%以内としており、更に1%の切り下げ余地が残されている。実施時期については6月が濃厚だろう。6月は12月同様、半期末の実需によってVND売り圧力がかかりやすい。また今年は6月のFOMC会合にて利上げの可能性があることから、USD高圧力の高まりを受けて再びVNDの中心レートが切り下げられる展開が想定される。
- 一方、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。

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

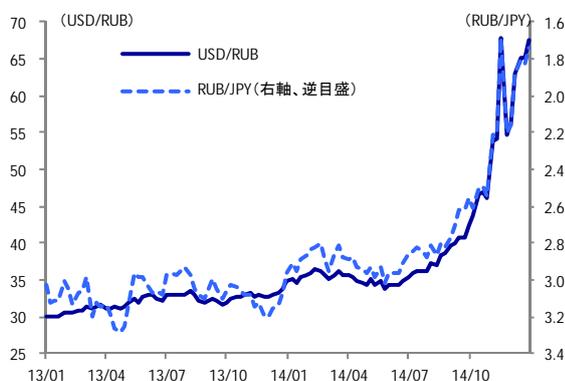


(資料)ブルームバーグ

### ロシアルーブル(RUB) : 続落後安値圏で軟調推移

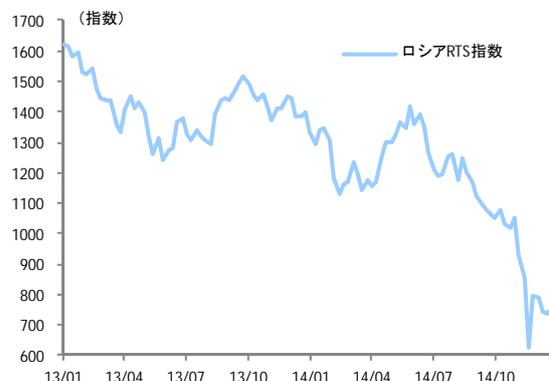
- 1月のRUB相場は原油価格続落に連れた下落が先行。13日以降、原油価格が底打ち横ばいになるに連れRUBも底値を打ったかに見えたが、月末にかけては再び徐々に水準を切り下げる展開となった。
- もともと、ロシア市場(RUB決済)が1月1日～11日と大型連休だったことから、この間のRUBの上下動(6日の急落や8日の反発)がどれだけの流動性を伴った値動きかは判然としなかった。
- 9日、一部格付会社がロシア国債を投資適格級の下限に格下げ。26日、別の格付会社が同国債を10年ぶりに投機的等級(ジャンク)に引き下げた。一連の格下げはそれぞれRUB売りの契機となった。
- 東ウクライナでは政府軍と親口派反政府勢力の戦闘が激化。15日に予定された4ヵ国首脳会談は中止され、その後29日のEU外相理事会で追加経済制裁の導入が予想された。しかし、同理事会は3月に期限が来る既存の制裁を9月まで延長するにとどまり、新たな制裁の導入は見送られた。
- 一方、原油価格、RUBの低迷を他所にRUB建の現地株価(MICEX指数)はほぼ一貫して堅調を維持。22日には2011年8月来の高値を更新し、その後も1700台への上伸を続けた。
- 30日にロシア中銀は予想外の利下げに踏み切り、主要政策金利を17.00%から15.00%に引き下げた。
- 原油価格は底打ちの兆しを見せ始めており、ロシア当局の各種危機対応が今後RUBを下支えする可能性は考えられる。一方でウクライナ情勢の混迷には出口が見えず、従って欧米による対ロ経済制裁が近い将来緩和される可能性は展望できない。好材料と悪材料の板挟みで、RUBは安値圏における横ばい推移を当面続ける可能性が高いと見込む。
- 大手5国営企業は2月末までに保有外貨額を昨年9月末の水準に戻すことが求められている。また、早ければ3月にも1兆RUBの銀行資本注入や大規模インフラ整備を含む危機対策の発動が期待されている。
- ロシア物価は4月に前後して+10%台半ばを天井に反落に向かう見通し。今後もロシア中銀は金融政策の「正常化」を徐々に進めると見込む。
- 1月後半、複数の大手投資銀行が原油価格見通しを大幅下方修正した。逆説的だが、こうした弱気見通しの広がり原油の底打ち反転の時期が近付いた可能性を示唆するとも考えられる。

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

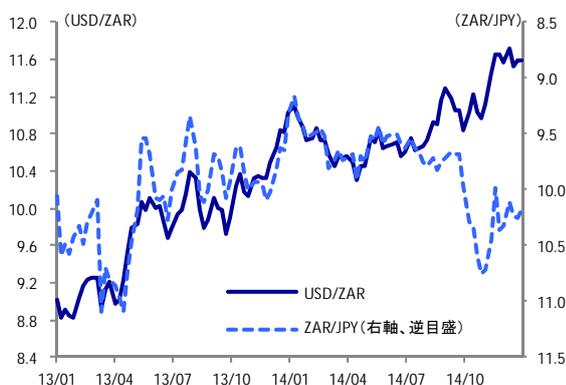


(資料)ブルームバーグ

### 南アフリカランド(ZAR) : 小刻みな上下動を伴いながら大枠で横ばい

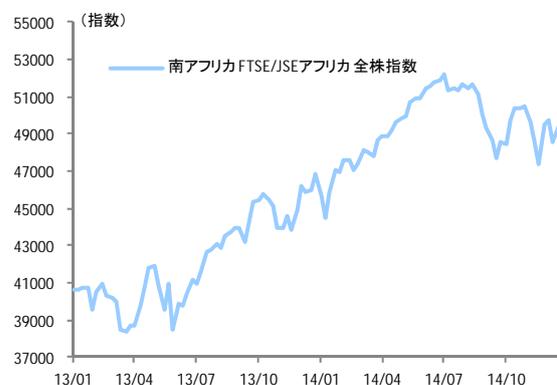
- 1月のZAR相場は下押し先行後、反発、月央に掛けて再び反落、反発、更に月末に掛けて反落と、小刻みながら出入りの激しい値動きを見せた。だが、振り返れば対USD、対JPY共比較的狭い値幅での横ばいと言える展開。
- 原油価格が下押し後低位安定したのは燃料純輸入国である南アの経常収支には改善要因と言えた。並行して、金、プラチナなど貴金属が明確に水準を切上げたのもZARに好材料だったが、銅、ニッケルなどの産業金属の低迷が続いたのは悪材料と言えた。
- 年明け以降も断続的な計画停電が相次いだことは、ZARに恒常的な売り圧力を供給する根本的な悪材料だった。
- 21日に発表された12月CPIは燃料価格の下落を主な要因に、市場予想よりも大幅な減速を見せ、燃料価格下落や食品インフレの減速を背景に後退していた南ア準備銀による利上げ観測は一段と後退した。
- 更に22日、欧州中銀理事会が市場予想を上回る規模の資産購入策を発表。(米連銀に代わって)欧州中銀が供給するであろう過剰流動性が南ア資産市場に流れ込み、経常赤字ファイナンスを助けるといった思惑で、現地株式、債券市場は月末に向けて一方的な上昇を見せた。
- 30日に発表された12月貿易収支は、燃料輸入の縮小などを要因に予想以上の大幅黒字となった。燃料価格の低位安定が続けば、今後も貿易収支の改善基調は継続し、経常収支の改善にも寄与する可能性が見通せる。
- ZARの中期的な方向感の確立には2月25日発表の南ア予算が注目される。経常(財政)赤字削減、労働市場改革、発電設備拡充などに強い政治的意思(指導力)が示されることが期待される。予算の内容がこれら一連の悪材料の改善に資すると認められれば、上昇余地の広がり期待できるであろう。**
- 今後漏れ聞こえてくるであろう予算の詳細に注意を払いながら、当面は上値の重いZAR軟調推移の継続を予想する。とりわけ、欧州中銀資産購入策の実効性に不透明感が強い現状からは、流動性上昇期待を背景に持ち上げられた南ア株式、債券の好調が失速するリスクは警戒される。
- 年明け以降、各国中銀の多くが相次いで予想外の金融緩和(利下げ)に動く環境下で、仮に南ア準備銀利下げ観測が高まることがあれば、逆に現地資産市場(株式、債券)を下支えする格好でZARを下支えする可能性の方が高いのではないかと。

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

		2015年 1月 (実績)	SPOT	3月	6月	9月	12月	2016年 3月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣 (CNY)		6.1883 ~ 6.2578	6.2599	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル (HKD)		7.7500 ~ 7.7572	7.7536	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー (INR)		61.295 ~ 63.623	61.803	64.0	63.5	60.5	58.5	57.5
インドネシアルピア (IDR)		12378 ~ 12773	12650	12800	12600	12200	12000	11800
韓国ウォン (KRW)		1072.15 ~ 1111.70	1096.35	1090	1090	1070	1050	1040
マレーシアリング (MYR)		3.4960 ~ 3.6375	3.6305	3.62	3.55	3.40	3.35	3.28
フィリピンペソ (PHP)		44.040 ~ 45.105	44.095	45.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル (SGD)		1.3217 ~ 1.3569	1.3507	1.36	1.32	1.30	1.28	1.27
台湾ドル (TWD)		31.166 ~ 32.040	31.500	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ (THB)		32.48 ~ 33.09	32.55	33.4	33.3	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン (VND)		21279 ~ 21508	21350	21600	21650	21550	21600	21600
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)		55.5658 ~ 71.8030	68.3710	68.00	66.00	61.00	57.00	59.00
南アフリカランド (ZAR)		11.3625 ~ 11.7778	11.5077	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ (TRY)		2.2727 ~ 2.4478	2.4316	2.50	2.60	2.50	2.40	2.40
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		2.5493 ~ 2.7307	2.7274	2.65	2.75	2.75	2.80	2.85
メキシコペソ (MXN)		14.4357 ~ 15.0649	14.8610	14.70	14.80	14.80	14.70	14.60
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民幣 (CNY)		18.701 ~ 19.450	18.735	19.29	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル (HKD)		14.946 ~ 15.568	15.126	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー (INR)		1.865 ~ 1.930	1.900	1.88	1.94	2.07	2.15	2.21
インドネシアルピア (100IDR)		0.921 ~ 0.969	0.927	0.938	0.976	1.025	1.050	1.076
韓国ウォン (100KRW)		10.608 ~ 10.998	10.699	11.01	11.28	11.68	12.00	12.21
マレーシアリング (MYR)		32.353 ~ 34.334	32.305	33.15	34.65	36.76	37.61	38.72
フィリピンペソ (PHP)		2.593 ~ 2.693	2.659	2.64	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル (SGD)		86.61 ~ 90.81	86.83	88.24	93.18	96.15	98.44	100.00
台湾ドル (TWD)		3.650 ~ 3.801	3.723	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ (THB)		3.538 ~ 3.688	3.604	3.59	3.69	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン (10000VND)		0.5430 ~ 0.5648	0.5493	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル (RUB)		1.644 ~ 2.078	1.715	1.76	1.86	2.05	2.21	2.15
南アフリカランド (ZAR)		10.017 ~ 10.424	10.192	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ (TRY)		47.918 ~ 52.258	48.221	48.00	47.31	50.00	52.50	52.92
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル (BRL)		43.637 ~ 46.148	43.000	45.28	44.73	45.45	45.00	44.56
メキシコペソ (MXN)		7.799 ~ 8.199	7.892	8.16	8.31	8.45	8.57	8.70

(注)1. 実績の欄は1月31日まで。SPOTは2月3日の10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%)			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
<b>エマージングアジア</b>												
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	5.4	5.9	-2.8	-1.6	-1.3	-1.9
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	-2.3	-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	3.8	2.9	3.8	4.8	3.2	4.5
フィリピン	7.2	6.1	6.4	6.9	2.9	4.2	2.9	2.8	3.5	3.1	2.8	2.9
シンガポール	3.9	2.8	3.0	4.0	2.4	1.0	0.5	1.8	18.4	19.5	19.0	19.0
タイ	2.9	0.9	4.8	6.1	2.2	1.9	0.8	3.5	-0.6	2.0	1.7	1.0
ベトナム	5.4	6.0	6.3	6.2	6.6	4.1	3.2	5.0	5.6	4.2	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
<b>エマージングアジア</b>									
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	7.50	7.25	7.25	7.00	7.00	6.75
インドネシア	翌日物金利	7.75	7.75	7.75	7.75	7.50	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	2.25	2.50	2.50	2.50	2.75
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.00	6.00	6.00	6.00	7.00	7.00

(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。