

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

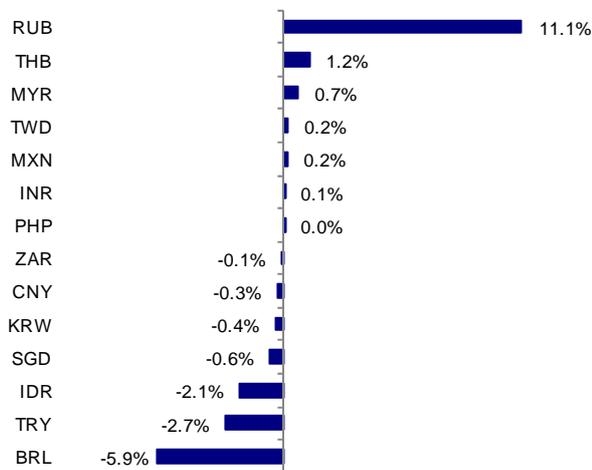
目次

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：年央の米国利上げに向けた弱気見通しを維持

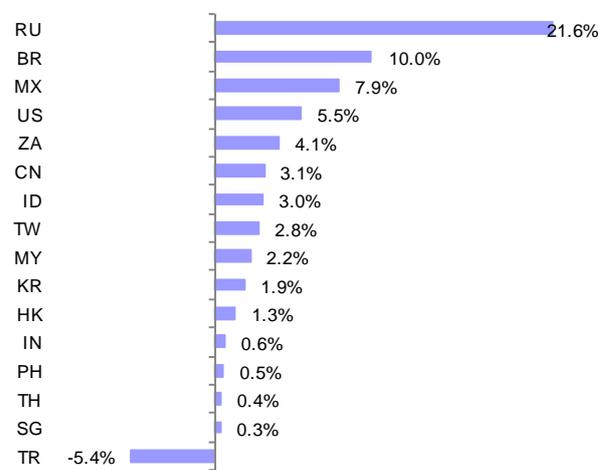
- 2月24～25日に米国上下院で開催された議会証言にてイエレンFRB議長は、仮にFOMC声明文における「忍耐強く(patient)」との時間軸文言が削除された場合でも、その後2回の会合にて必ずしも利上げが行われるとは限らないことを強調した。これは1月FOMC時に議論されていた時間軸文言の変更に市場が過度に反応する(特定の会合での利上げを確定的に織り込む)リスクを緩和する目的であろうが、いずれにせよFRBが利上げ開始のタイミングに関して裁量を確保することに腐心している様子が伺える。
- しかし議長のこうした発言は同時に3月あるいは4月のFOMC会合にて「忍耐強く(patient)」が削除される可能性が高いということを示唆している。仮にこのいずれかの会合で時間軸が修正された場合、その後6月以降の各会合は文字通りデータ次第でいつ利上げが実施されてもおかしくない状況となる。金融市場はタカ派シグナルがなかったことで金利低下・USD安で反応しているが、事実上6月利上げの可能性は残されており予断は禁物だ。まずは3月17～18日のFOMC会合がポイントとなるが、それまでの間、雇用・物価統計を中心に米国経済指標の結果に一喜一憂する相場展開が続くだろう。
- とはいえ、上記議会証言や1月FOMC議事要旨は、これまで我々が前提としてきた6月(遅くとも9月)利上げシナリオに対するリスクを高める内容であったことは認めざるを得ない。仮に米国の利上げが年末付近あるいはそれ以降に先送りされる場合、新興国通貨に反発の機会はあるだろうか。昨年春頃の米金利低下局面ではUSDキャリートレードが勢いを増し、BRLを筆頭に高金利通貨が他の新興国通貨をアウトパフォームしていた。現在、先進国金利は当時よりも低い水準にあり、キャリーリターン(金利差)は拡大している。
- しかし我々はこうした見方には懐疑的だ。利上げがデータ次第である以上、市場は強めの米経済指標に対してはUSD高で反応せざるを得ない。また、余程弱い経済指標や市場の混乱(リスクオフ)がない限り、利上げ期待は毎回の会合に繋がれていくはずであり、この間は継続して新興国通貨が買われる展開は想定しにくい。本稿では引き続き6～9月の米利上げ開始を前提とするが、上記の理由から、仮に利上げのタイミングが多少後ずれした場合でも米利上げに向けた新興国通貨の弱気見通しへの影響は限定的だろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2015年2月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2015年2月)

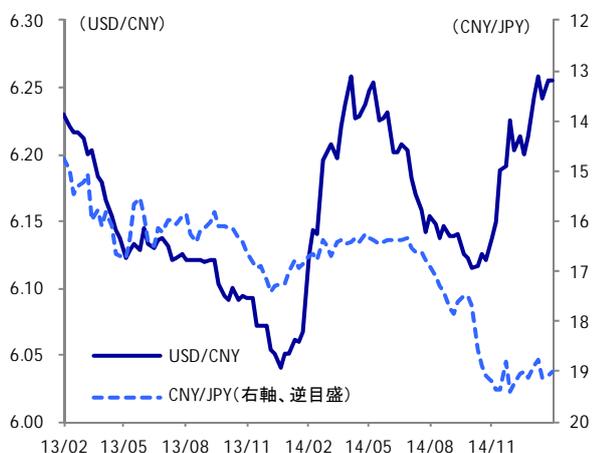


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): 目先は下落圧力が続く

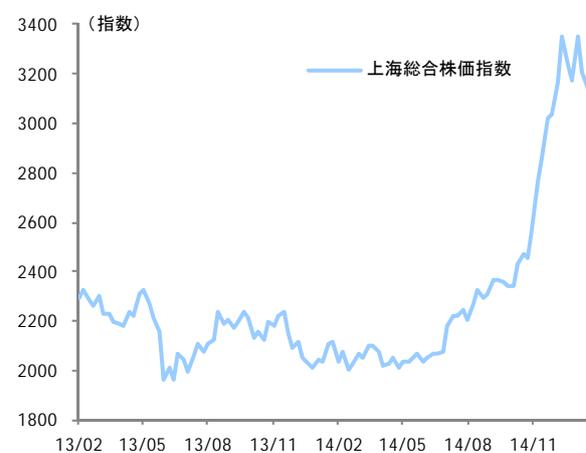
- 2月のCNY相場は下落した。2日に発表された1月製造業PMIが2年4か月ぶりに節目である50を下回ったことを受け、追加緩和への思惑を背景に6.28台前半まで下落した。一時6.23台に戻す場面もあったが、1月のマネーサプライ統計が16年ぶりの低水準になり再び反落。月後半は春節のため6.27台で動意の薄い展開となった。
- 3月5日から全国人民代表大会(全人代)が開催され、李克強首相が2015年の政府活動報告を発表する予定である。2014年の実質GDP成長率は前年比+7.4%となり、政府目標の同+7.5%を概ね達成した。政府は成長のスピードよりも質の向上を重視するこれまでの姿勢を継続するとみられ、2015年の成長目標を同+7.0%前後に引き下げると予想する。
- 政府は2020年までにGDPを2010年の2倍に引き上げる目標を掲げているが、これまでの高めの成長による貯金があるため、今後の成長率が6%台後半となったとしても目標達成は可能である。また、政府は年間1000万人の新規雇用を目標としているが、我々はこれについても6%台の成長率で十分だと推測している。2014年の全人代で政府は雇用創出のためには7.2%前後の成長が必要としていたものの、この認識に変更があるかは注目したい。
- 2月28日、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は全人代の開催に先立ち、2月5日の預金準備率(RRR)引き下げに続いて、預金と貸出の基準金利を引き下げた。我々は、PBoCは更にRRRの引き下げで流動性の供給を行うほか、追加的な利下げを実施すると予想する。
- こうした金融緩和が短期的にはCNYの重石になるだろう。また、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、極端なCNY安は想定し難い。当局は資本流出に対する懸念を強めており、それを助長するような政策には慎重とみられる。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だろう。
- 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、上昇に転じるには時間を要するだろう。

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

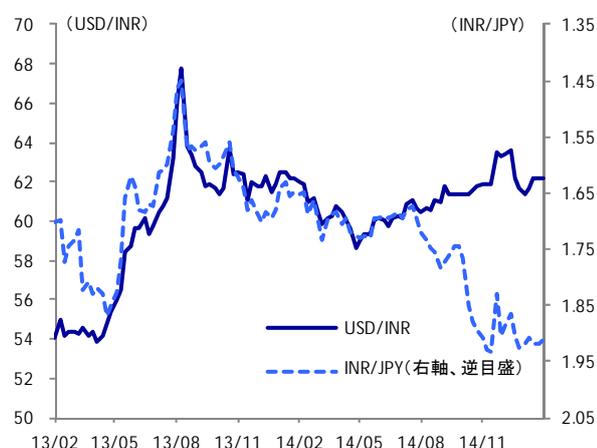


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR):モディ政権の運営に不透明感

- ・ 2月のINR相場は61.5~62.5の狭いレンジでの推移。INRは米1月雇用統計の強い結果や、7日のデリー首都圏議会選における与党の大敗を嫌気し月央まで軟調となったが、月後半は米早期利上げ観測の後退や予想以上に改善した物価・貿易統計等が好感されそれまでの下げ幅を相殺した。
- ・ 2月に発表された国内経済指標には原油安の影響が色濃く表れた。1月消費者物価指数はエネルギーコストの低下を主因に前年比+5.11%、卸売物価指数はリーマンショック以来初の前年比マイナス(▲0.39%)を記録した。また1月貿易統計は石油商品の価格低下を受けて輸出入ともに前年比▲11%近い減少を見せ、この結果貿易赤字は▲83.2億ドルと2013年9月以来の低水準まで縮小している。
- ・ 一方、10~12月期GDPは前年比+7.5%と前期の同+8.2%から減速したものの、7%台半ばの高成長を記録。但し、今回から基準年及びデータ集計方法が変更された結果、過去分を含めて水準が大きく上方修正されており、水準・基調の判断には注意を要する。
- ・ こうした理由から良好なGDP統計が即座にインド中銀(RBI)の政策判断に影響を及ぼすとは考えにくい。国内物価が想定を上回るペースで鈍化していることから、RBIが次回4月の金融政策決定会合にて25bpの利下げを実施するとの見方を据え置く。
- ・ 国内政治に関して、冒頭のデリー首都圏における地方議会選挙にて与党インド人民党の獲得議席が70議席中3議席に留まる惨敗を喫したことで、同党の求心力低下を懸念する声も聞かれるが、同地域特有の事情が影響していることも大きく、国家レベルでのモディ人気の失墜を示唆するものではないだろう。片や2月28日に発表された注目の新年度予算は想定よりも財政拡張的な内容となった。モディ政権の信任を直ちに損なうものではないが、**財政赤字目標の引き上げを受けてRBIがタカ派色を増す可能性**には注意が必要か。
- ・ 引き続き、インド資産はその将来性から新興国の中でも買われ易いだろうが、為替については**政府・中銀ともに60を下回るようなルピー高は望んでいない**とみられ、政策にもそうした意図が表れているように思える。INRは当面、60台前半での推移が続きそうだ。

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

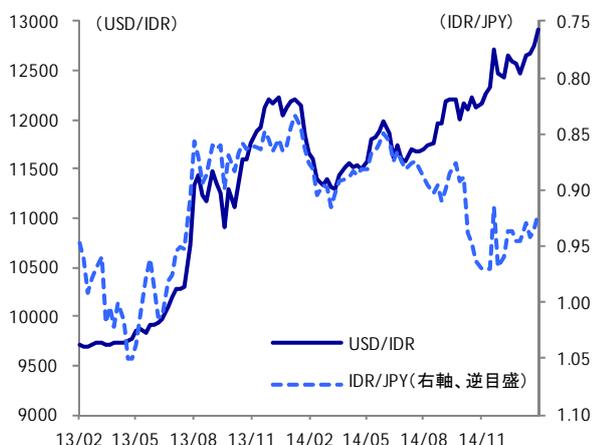


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR) : 予想外の利下げ

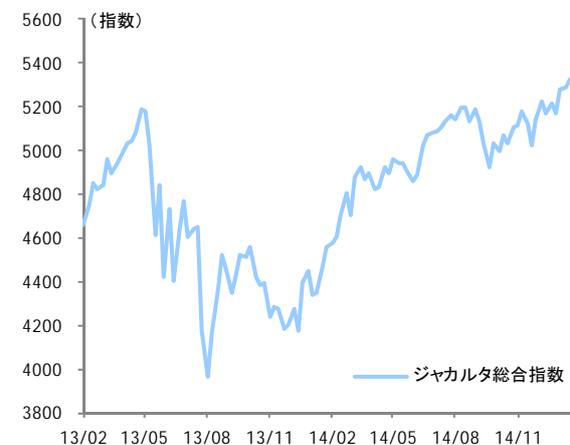
- 2月のIDR相場は続落。全般的なUSD買い圧力の中、IDRは月初から売り優勢の展開。USD買い一服もあって月央には一旦は落ち着くものの、17日にインドネシア中銀(BI)が予想外の利下げに踏み切ると再び売りが加速。27日には一時2008年以来となる12984まで下げ幅を拡大した。
- 2月5日に発表された10~12月期GDPは前年比+5.0%と下方修正された7~9月期の同+4.9%から小幅に反発した。引き続き家計消費が同+5.5%で底堅さをみせたが、非建設民間設備投資が同+▲1.8%と前期の同▲0.5%からマイナス幅を拡大。さらに純輸出も輸出の不調と輸入の増大で2012年10~12月期以来のマイナス寄与(▲1.5%pt)となった(全体では誤差脱漏のプラス寄与拡大により前期から反発した格好)。
- これにより2014年通年での成長率は+5.02%と2013年の+5.58%から減速した。一方、今年については2015年度補正予算に基づく公共投資の増加、原油安による個人消費の拡大が見込めるものの、投資の増加に伴う資本財の輸入が純輸出の寄与度を押し下げる見込みであり、全体としては+5.4%程度の低成長が続くとみている(政府目標は+5.7%)。
- こうした状況下、BIは2月17日に開催した定例の金融政策決定会合にて25bpの利下げを決定し市場を驚かせた。利下げの主因は原油価格の低下による物価見通しの改善であることから、昨年11月の緊急利上げの巻き戻しとの見方が大勢であるものの、声明にて政府の財政規律強化を評価し、協調していく方針を掲げていることから、成長押し上げ目的での更なる利下げの可能性も排除すべきではないだろう。仮に追加利下げが実施されるとすれば、米国の初回利上げ後、年の後半になるとみる。
- 但し、経常赤字の改善が見込めないこと、依然としてジョコ政権の政治執行能力に不安があることなどから、BIのハト派傾斜はIDR相場にとってネガティブな材料と看做され易いことには留意すべきだろう。
- 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ある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

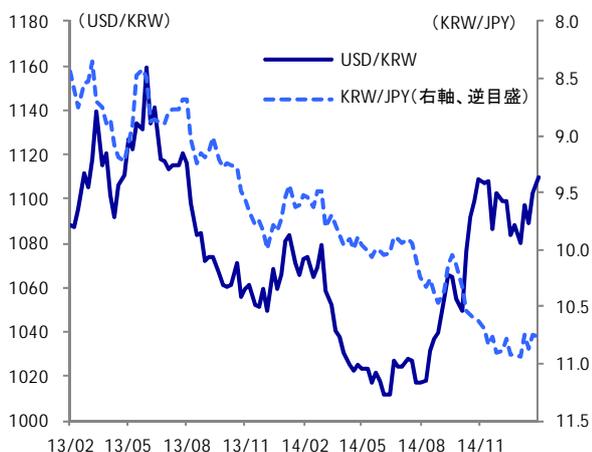


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW) : BOK は動かず

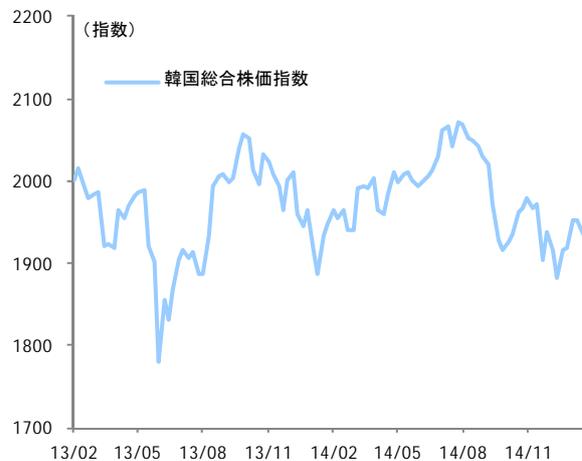
- 2月のKRW相場は横ばい。月初は韓国中銀(BOK)1月金融通貨委員会の議事録を受けて利下げ観測が後退し、一時1080台までKRW高が進んだが、その後は米利上げを睨んだUSD高で月後半にかけて1110台まで反落。しかし月末には国内輸出企業のKRW買いも入り下げ幅を縮小した。
- 2月に発表された経済指標は概ねポジティブな内容となったが解釈には注意を要する。1月貿易収支は輸出の増加と原油安を受けた輸入の急減により市場予想を大幅に上回る黒字額を確保したものの、中国向け輸出の増加は前年の春節が1月末からだったことによる季節的なブレが出ている可能性がある。消費者物価も前年比+0.8%と前月から横ばいを維持したが、1月に実施されたたばこ増税の影響を差し引いてみる必要がある(寄与度+0.6ポイント)。このほか1月製造業PMIは51.1と5か月ぶりに50を上回ったがこちらは素直に好材料である。
- BOKは17日に開催し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した。声明文・会合後の記者会見の内容に1月会合時から大きな変化は見られなかったが、一点、声明文にて家計債務について「近年を大幅に上回る水準の増加基調」と警戒を強めていたことは重要である。実際、家計への貸出は政府が住宅規制を緩和した昨年中盤以降急激に加速し、足許で2007年以来の高水準に達している。後述するように利下げ予想は維持するものの、家計債務問題が利下げの障害となっていることは確かであろう。
- この点、筆者は従来1~3月期の利下げ実施を予想してきたが、今回の政策決定が全会一致であったことから3月に利下げが実施される可能性は極めて低くなった。しかし、同国を取り巻く外部環境や国内経済見通しに改善の兆しは見られず、引き続き追加利下げは時間の問題との認識は維持する。
- 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考えもかもしれない。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

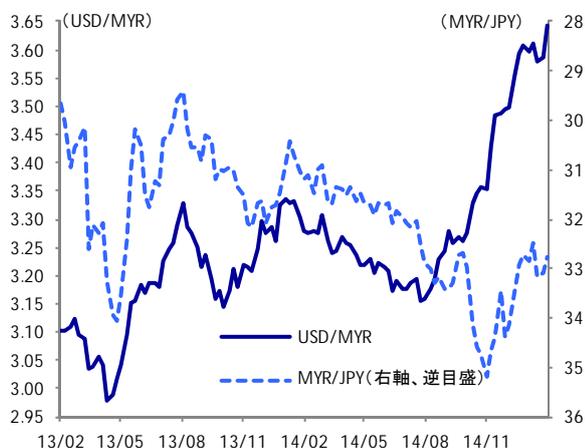


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR):失われていく買い材料

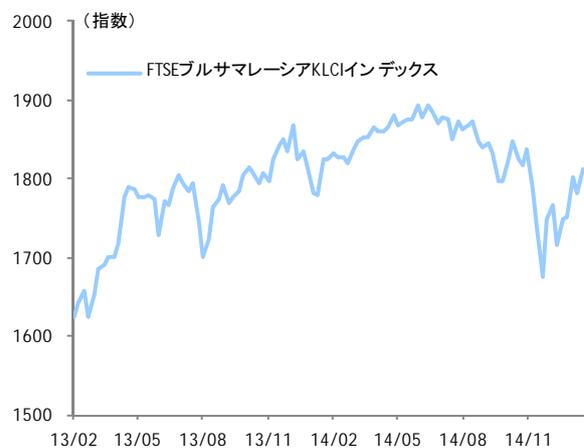
- 2月のMYR相場は序盤に上昇を見せるも、再び下落に転じる展開。4日に原油価格の大幅反発が材料となりMYRは上昇。しかしその後、国債格下げ懸念や政治的な不透明感から軟調に推移。23日原油価格の下落を受け約6年ぶりの安値3.64台をつけた。
- 2014年10～12月期の実質GDPは前年比+5.8%と7～9月期の同+5.6%から予想外に加速した。この結果、2014年の成長率は+6.0%となり、2010年以来4年ぶりの高成長を記録している。成長を牽引したのは引き続き内需であり、10～12月期の個人消費は同+7.8%となったほか、総固定資本形成も7～9月期の同+1.1%から同+4.3%へ反発。純輸出が輸出の伸び悩みを受けて▲0.8%ptのマイナス寄与となったが、旺盛な内需が打ち消す格好となった。
- しかしながら、2015年は強い向かい風に直面することが予想される。原油価格の急落を背景とした交易条件の悪化が下押し圧力となるほか、4月には物品・サービス税(GST)の導入が予定されており、成長率を押し上げてきた個人消費は鈍化する可能性が高い。
- 国際的な原油安を背景に物流コストが下落したことが主因だが、1月のインフレ率は前年比+1.0%と約5年ぶりの低水準となった。こうした中、4月のGST導入後もインフレ率は4%程度に留まるとみられ、マレーシア中央銀行(BNM)のタカ派スタンスは後退している。我々はBNMが4～6月期に25bpの利上げを実施すると予想してきたが、想定以上の物価減速により年内据え置きに変更する。
- 原油価格は下げ止まった兆しがあるものの、在庫の増加などを考えると大きく上昇に向かうような状況ではなく、引き続きMYR安圧力となろう。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ほか、MYRに上昇圧力が掛かる局面においても、市場介入によって外貨準備の積み上げを図る必要性から上値は限られよう。

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

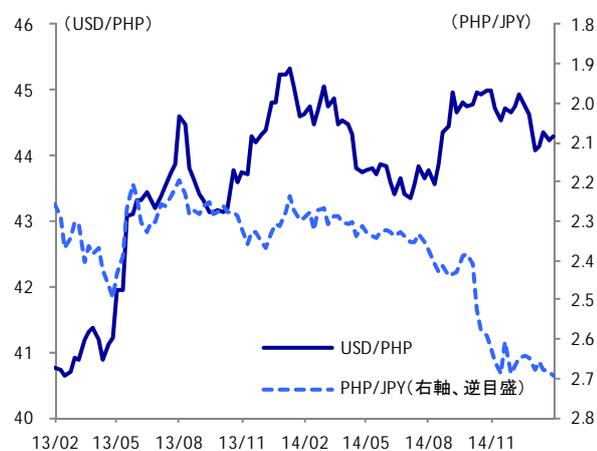


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : 新興国の優等生

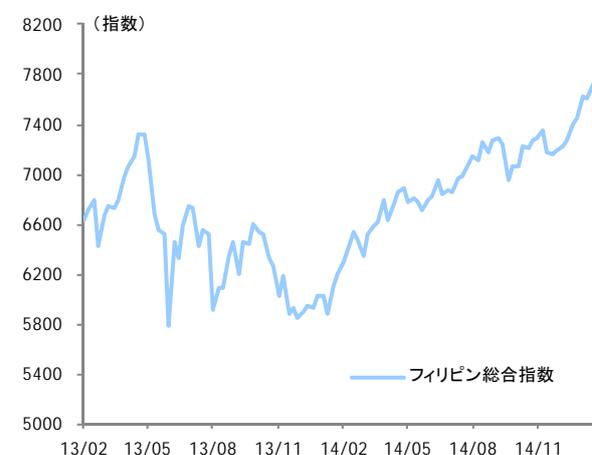
- 2月のPHPは横ばい。12日、フィリピン中央銀行(BSP)は市場予想通りに政策金利を据え置きにした。声明文では経済・物価情勢は順調と評価した上、現時点で金融政策は適当であると示すなど、世界中で金融緩和が実施される中でもハト派化することはない、PHPは44台前半で底堅く推移している。
- 2013年に7.2%の高成長を遂げたフィリピン経済だが、2014年は6.1%と政府の目標である6.5%には届かなかった。しかしながら、2014年の成長率は主要アジア諸国の中では中国に次ぐ高水準である。また、2014年10~12月期GDPは前年比+6.9%と高い伸びを記録しており、不安材料はあるものの、引き続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。
- BSPは2015年2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3会合連続である。アジア各国中銀が金融緩和に動く中、BSPは引き続き中立スタンスを明確にしている。国内経済は原油安を追い風に安定したインフレと高い経済成長という理想的な経済環境を実現しており、世界の投資マネーを惹き付けている。
- 上述したOFW送金は、年初は送金額が少なく、年後半のクリスマスシーズンに向けて加速するという季節性がある。このため、足許はOFW送金の需給からはPHP買い圧力が和らぐ時期であるが、今年は投資マネーの流入によって堅調な推移となっている。
- 世界的なUSD高地合いの中で冴えないパフォーマンスとなっている新興国通貨が多いが、PHPのアウトパフォーマンスが継続しよう。米国の利上げが近づく2015年半ばから後半にかけてはPHPもUSDに対して弱含みが避けられなさそうだが、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を背景に他通貨対比で底堅さを示すだろう。

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

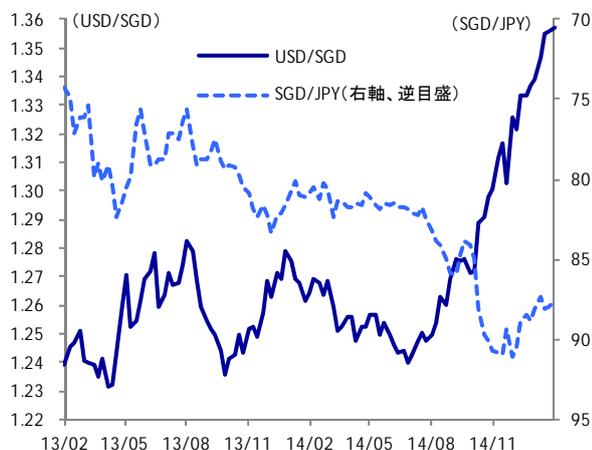


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD):2015 年度予算は成長をサポート

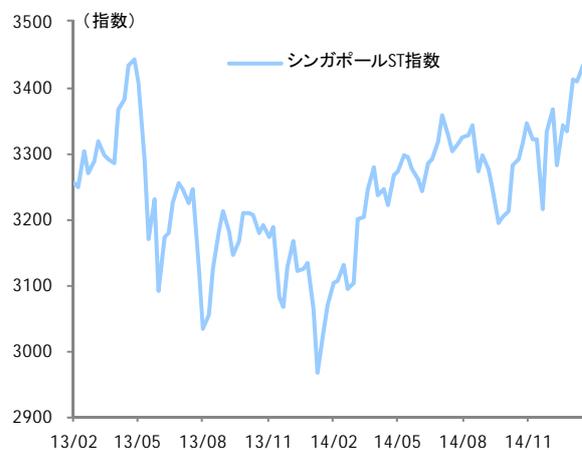
- 2月 SGD相場は下落。シンガポール金融管理局(MAS)による緩和を受けた1月の大幅下落の反動から、SGDは買い優勢で2月の取引を開始したが、良好な米1月雇用統計を受けてUSD買いが強まると1.36台まで反落。その後は旧正月休暇を挟んで相場は方向感を失い、同水準で揉み合った。
- 2月に発表された経済指標はまちまち。2014年10~12月期GDP確報値が季節調整済み前期比年率+4.9%、前年比+2.1%と速報時の前期比年率+1.6%、前年比+1.5%から大幅に上方修正された。しかし、1月製造業PMIが49.9と前月の49.6に続いて50を割り込んだほか、1月小売売上高も前月比▲2.0%と2010年5月以来となる4か月連続での前月比減少を記録するなど、10~12月期GDPに示された景気の勢いが続いているとは言い難い。
- 一方、1月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.4%と前月の同▲0.2%から減速幅を拡大、コアCPIも同+1.0%と2010年3月以来の低水準をつけており、こうした低調な経済指標は1月のMASによる緊急緩和を正当化するものと言えよう。但し、SGDは依然として政策バンドの下限付近で取引されており緩和的な為替水準を維持している。労働市場のひっ迫を考慮すれば更なる通貨政策の緩和は予想されず、MASは年内現行の政策を維持すると思われる。なお、市場のボラティリティが高まれば取引バンドの拡大もオプションの一つとなり得るが、現時点でこれは我々のメインシナリオではない。
- 23日に公表された2015年度予算は、インフラ投資のほか医療、教育、社会保障への歳出が大幅に拡大し、基礎的収支は2009年以来となる赤字に転落した。しかし同国は過去数年間の黒字の蓄積を有しているほか、高所得者層向けの増税等の歳入強化策も打たれており、赤字予算が財政規律を損なうものではない。むしろ拡大した歳出の多くは生産性向上という長期的な目標に向けた施策に充てられており、国際的な競争力維持に向けた予防的な取り組みとして評価できる。政府は2020年に向けて歳出を更に増加させていくとしており、今後数年は政府支出が同国経済のサポート要因となりそうだ。
- MASのタカ派バイアスが軟化したとはいえ、足許のSGD相場はやや売られ過ぎとみており、我々は中期的にSGDに強気である。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、年後半には、USD/SGDも1.30割れ水準までSGD高が進むと予想する。

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

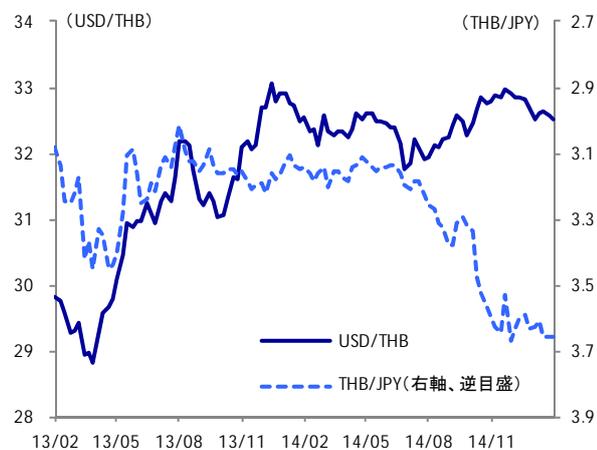


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):リスクは政治

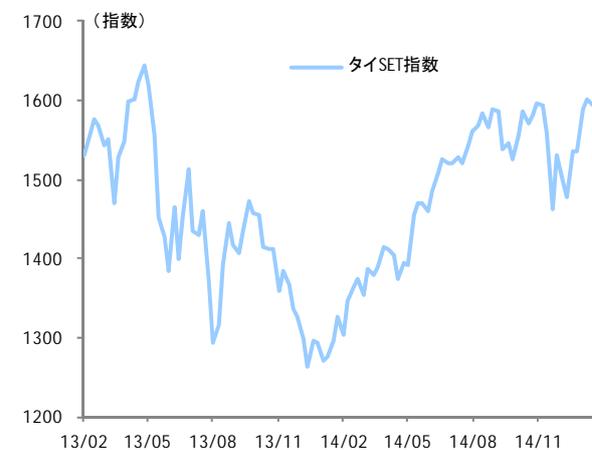
- 2月のTHBは安定した相場展開。軍事政権によるインフラ投資の加速が見込まれる一方、原油価格の恩恵を多く受けており、株価も堅調に推移している。THBは32台と新興国通貨の中でも安定した動きをみせている。
- 10～12月期GDPは前年比+2.3%と7～9月期の同+0.6%から加速した。2014年通年では前年比+0.7%と大洪水に見舞われた2011年以来、3年ぶりに成長率が1%を下回ったものの、足許では緩やかな回復が続いている。
- 輸出の回復で製造業の活動が活発化しているほか、政情不安で大幅に落ち込んだ観光客の客足も急激に戻っており、成長を押し上げている。先行きについても観光客の増加が見込まれるほか、輸出や民間投資の回復が期待される。また、エネルギーの輸入依存度が高いタイでは原油安によって内需が刺激されると思われ、景気は回復基調が続く公算が大きい。
- タイ中央銀行(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。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。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いる。しかしながら、アジア各国も利下げに舵を切る中、産業界などから利下げを要望する声が聞かれており、我々はBOTが4～6月期に利下げに動くとの見通しに変更する。
- 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。
- 政治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、利上げが実施されてしまえばUSD高圧力が緩和しTHBはじり高となろう。但し、リスクは政治動向であり、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ないものの、新憲法の公布や総選挙にかけて波乱含みとなる可能性は常に意識しておきたい。

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) : SBV の利下げは近い

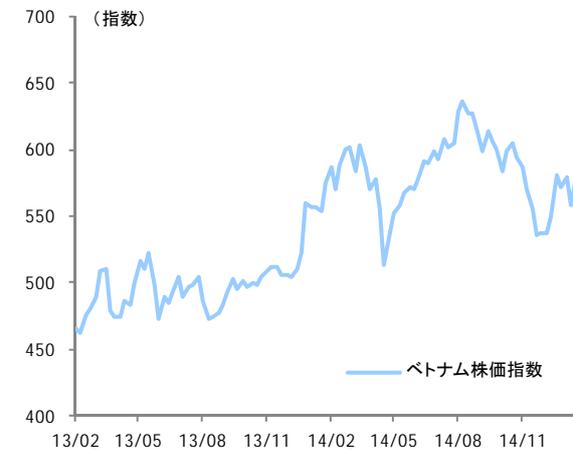
- 2月のVND相場は横ばい。今月は18~24日がテト(旧正月)休暇となったが、VNDについては1月に予防的な切り下げを実施していたことから、例年のように休暇前にUSD買い圧力が高まることは無く、月を通して取引バンド下方21300台での推移が続いた。
- 国内経済はやや力強さを増してきた。1月下旬に発表された経済データは1月鉱工業生産(前年比+17.5%)、小売売上高(同+13.0%)ともに力強い伸びをみせており、トレンドも上向きだ。1月貿易収支は輸入の大幅増加を主因に予想外の赤字(▲5億ドル)を記録。特に輸送機械の輸入が急増しており、足許で国内自動車販売が加速していることと整合的である。
- 一方で国内与信の伸びはリーマンショック時を下回る低水準での推移が続いている。背景には不良債権処理の遅れや銀行規制の強化(不良債権情報の開示や引当金、自己資本比率など)があるが、この点、国内にて銀行再編の話も聞かれており、今後の動向を注視しておきたい。
- 銀行貸出の低迷については金利水準の高さを問題視する声も強い。しかしSBVは引き続き、与信の量よりも質に注意すべきとのスタンスを維持しており、大規模な緩和により与信を底上げすることには慎重な様子である。とはいえCPIの鈍化により政策緩和余地が拡大していることは確かであり、SBVは近く政策金利(あるいは預金金利上限)の引き下げを実施する公算が大きい。
- 為替政策についても引き続き更なる切り下げを意識しておきたい。SBVは年内のVND切り下げ幅を2%以内としており、1%の切り下げ余地が残されている。1月の切り下げは近隣新興国通貨の対USDでの下落に伴う実効ベースでのVNDの上昇を一部相殺したに過ぎず、輸出競争力維持の観点から更なる通貨切り下げが実施される可能性は高い。また足許のデフインフレ基調もこうしたSBVの動きをサポートしよう。時期については半期末の実需によってVND売り圧力がかかりやすい6月が濃厚と考えるが、この点はFRBの初回利上げ時期によっても左右され得る。

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

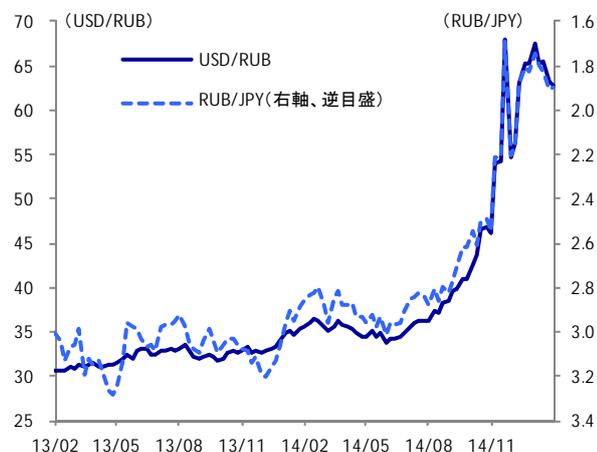


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 原油反発に連れた堅調推移から高止まり

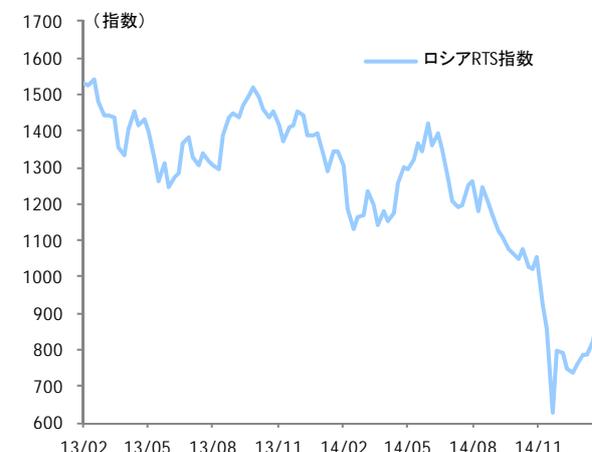
- ・ 2月のRUB相場は原油価格上昇に連れた堅調推移が支配的だった。1月後半を1バレル45~50USD中心に推移した原油価格(ブレント)は、1月末から突如水準を切り上げ、2月央までに1バレル60USD台を回復。1月後半から特に北米(米、加)における減産が広く観察されたことが要因視された。
- ・ RUBの値動きに最も大きく影響したのは原油価格動向で、5日発表されたロシア1月CPIの大幅上振れ(前年比+15.0%)や6日の米1月雇用統計堅調を受けたUSD全面高などの影響はほとんど読み取れなかった。
- ・ 12日、独、仏、露、ウクライナ首脳は東ウクライナ停戦交渉を開き、15日からの停戦で合意した。15日以降も散発的な交戦は続いたが、重火器撤去などが徐々に進むのと並行して、東ウクライナ情勢は一定の落ち着きを見せた。
- ・ 20日、大手格付会社の1社が外貨建ロシア国債を投機的等級に格下げ。これで大手3社のうち2社がロシア国債を投資不適格とすることになった。週明け23日にRUBは、対USDで、一時4%近く水準を切り下げたものの、ほどなく底堅い値動きに転じた。
- ・ 引き続きRUBの先行きは原油価格動向と東ウクライナ情勢に負うところが大きいだろう。市場の原油価格予想は引き続き交錯しており、現時点では、その成り行きを見極める他ない。
- ・ 東ウクライナにおける戦闘長期化と並行して、ウクライナ経済の疲弊が進んでいる。そうした現状を反映し、通貨グリブナは2月中に50%前後対USDで暴落した。ウクライナ政府は西側から金融支援を受けて戦費を調達している状態にあり、今後、ウクライナ政府を金融支援するEU、IMFからも東ウクライナの混乱を早期に収拾すべく圧力が高まる可能性が考えられよう。
- ・ 一方、大手5国営企業は、政府法令で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た。同法令を額面通りに受け止めるなら、現在までに400~500億USD規模のRUB買い戻しが既に実施されたことになるが、そうしたRUB買い要因を今後は欠くことになる。
- ・ ロシア物価はもう一段の上昇が予想されるが、RUBの安定を前提に政策金利は粛々と引き下げられていくものと見込まれる。3月13日のロシア中銀金融政策委員会でも一定の利下げが見込まれるが、利下げは景気支援要因として、おそらくは更なるRUB安定に寄与するのではないかと。

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

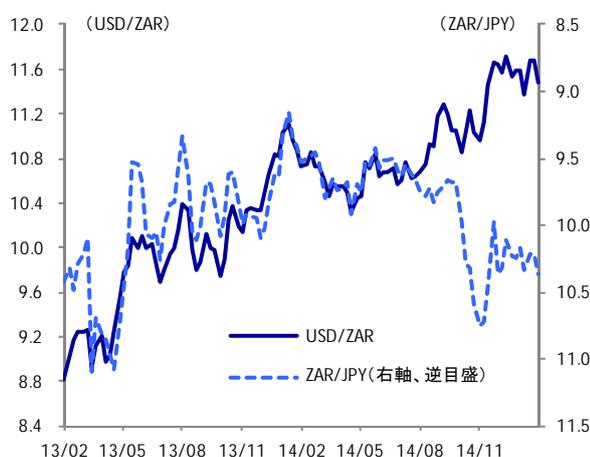


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : GDP、予算を好感して水準切り上げ

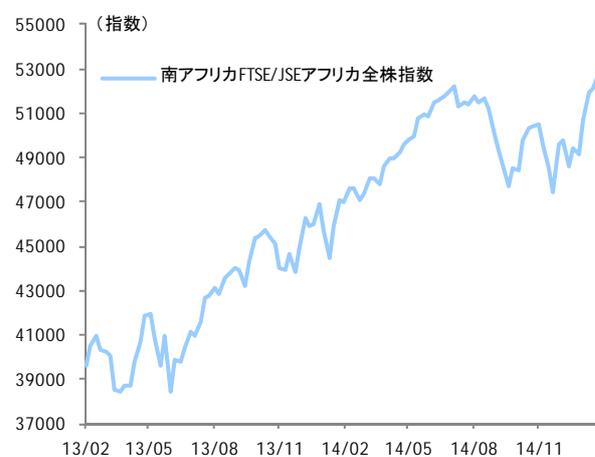
- ・ 月初の ZAR 上昇は、並行した銅、アルミ、ニッケルなど産業金属価格の堅調推移や中国人民銀行による金融緩和(4 日の預金準備率引き下げ)などを好感した値動きと考えられた。
- ・ 2 月を振り返ると ZAR 建て現地株価も堅調で、10 日までに史上最高値を更新(アフリカ全株指数)、その後も月を通して史上最高値更新を繰り返した。風向きが変わったのは 6 日発表された米 1 月雇用統計の堅調で USD が全面高に振れた局面から。8 日には発表された中国 1 月貿易統計が輸入の前年比 ▲19.9%という大幅な落ち込みを示し、資源需要の減退を印象付けた。
- ・ 米 1 月雇用統計の好調を受けたドル高をきっかけとした ZAR 安は、2 月前半に相次いだ計画停電などを殊更問題視する格好で加速し、11 日までに対 USD で 13 年ぶりの安値まで急落するに至った。その後、金融市場全般がギリシャ支援交渉、米連銀利上げ時期などに注目し、南ア固有の要因として予算発表(25 日)を待つ中で、ZAR は方向感を欠いた神経質な横ばい推移を続けることになった。
- ・ 24 日に発表された南ア 10~12 月期 GDP は、製造業、鉱業などの予想以上の成長寄与に前年比+4.1%と上振れ。ZAR は再び上昇基調に乗った。25 日、ネネ財務相より発表された予算は、期待に応えた部分と、期待に届かなかった部分とが混在する内容と言えたが、市場関係者の概ねは「南ア国債の格下げを回避するには十分」と好意的に評価したようだ。
- ・ ZAR を取り巻く悪材料/不透明感は、現在までにひと通り織り込まれたように感じる。産業金属など商品価格の底打ち、南ア現地株価の堅調が続けば、調整的な ZAR の反発余地は一段と広がるのではないかと。
- ・ 電力需給逼迫の解消に関しては、2 月後半に、新規発電設備の稼働や石炭運搬装置の修復など前向きな進展も見られた。引き続き根本的な解決にはならないものの、冬の電力需要期まで混乱を回避するための時間稼ぎにはなるのかもしれない。2 月予算では詳細に立ち入らなかったものの、公務員給与抑制や国営企業(南ア電力公社など)支援の資金手当てのための非戦略的国営企業売却(民営化)は早晚取り組まなければならない政策的課題。公務員給与の改定は 3 月中に決着がつくはずだが、一連の対応にもたつくようだと ZAR に再び売り圧力が加わる可能性は警戒される。

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

		2015年 2月(実績)	SPOT	3月	6月	9月	12月	2016年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		6.1883 ~ 6.2705	6.2742	6.22	6.23	6.18	6.13	6.10
香港ドル (HKD)		7.7500 ~ 7.7600	7.7557	7.76	7.77	7.77	7.77	7.78
インドルピー (INR)		61.295 ~ 63.623	61.850	62.0	64.0	61.0	60.0	59.0
インドネシアルピア (IDR)		12378 ~ 12984	12975	13000	13300	12600	12400	12200
韓国ウォン (KRW)		1072.15 ~ 1113.74	1100.30	1100	1100	1090	1080	1060
マレーシアリング (MYR)		3.4960 ~ 3.6547	3.6260	3.65	3.63	3.48	3.40	3.38
フィリピンペソ (PHP)		44.040 ~ 45.105	44.140	44.5	44.9	44.0	43.8	43.5
シンガポールドル (SGD)		1.3217 ~ 1.3639	1.3635	1.37	1.35	1.33	1.31	1.29
台湾ドル (TWD)		31.166 ~ 32.040	31.419	31.80	32.10	31.90	32.20	32.40
タイバーツ (THB)		32.29 ~ 33.09	32.36	32.8	33.5	32.8	32.3	32.0
ベトナムドン (VND)		21256 ~ 21508	21350	21600	21650	21550	21600	21600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		55.5658 ~ 71.8030	61.5250	68.00	66.00	61.00	57.00	59.00
南アフリカランド (ZAR)		11.2575 ~ 11.8926	11.6787	11.50	11.50	11.30	11.20	11.40
トルコリラ (TRY)		2.2727 ~ 2.5273	2.5107	2.50	2.60	2.50	2.40	2.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		2.5493 ~ 2.9207	2.8412	2.85	2.86	2.88	2.90	2.90
メキシコペソ (MXN)		14.4357 ~ 15.1560	14.9524	14.70	15.00	15.50	15.00	14.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		18.672 ~ 19.450	19.091	19.29	19.74	20.23	20.55	20.82
香港ドル (HKD)		14.946 ~ 15.568	15.445	15.46	15.83	16.09	16.22	16.32
インドルピー (INR)		1.886 ~ 1.936	1.937	1.94	1.92	2.05	2.10	2.15
インドネシアルピア (100IDR)		0.918 ~ 0.969	0.923	0.923	0.925	0.992	1.016	1.041
韓国ウォン (100KRW)		10.607 ~ 10.998	10.887	10.91	11.18	11.47	11.67	11.98
マレーシアリング (MYR)		32.190 ~ 34.334	33.038	32.88	33.88	35.92	37.06	37.57
フィリピンペソ (PHP)		2.644 ~ 2.719	2.713	2.70	2.74	2.84	2.88	2.92
シンガポールドル (SGD)		86.34 ~ 90.81	87.85	87.59	91.11	93.98	96.18	98.45
台湾ドル (TWD)		3.692 ~ 3.814	3.812	3.77	3.83	3.92	3.91	3.92
タイバーツ (THB)		3.538 ~ 3.705	3.702	3.66	3.67	3.81	3.90	3.97
ベトナムドン (10000VND)		0.5430 ~ 0.5660	0.5610	0.56	0.57	0.58	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.644 ~ 2.078	1.947	1.76	1.86	2.05	2.21	2.15
南アフリカランド (ZAR)		10.009 ~ 10.453	10.257	10.43	10.70	11.06	11.25	11.14
トルコリラ (TRY)		47.205 ~ 52.258	47.686	48.00	47.31	50.00	52.50	52.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		40.875 ~ 46.148	42.168	42.11	43.01	43.40	43.45	43.79
メキシコペソ (MXN)		7.799 ~ 8.199	8.011	8.16	8.20	8.06	8.40	8.64

(注) 1. 実績の欄は2月27日まで。SPOTは3月2日の15時00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	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	
エマージングアジア										
中国	1年物貸出基準金利	5.35	5.35	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10
インド	翌日物レポ金利	7.75	7.75	7.50	7.25	7.25	7.00	7.00	6.75	6.75
インドネシア	翌日物金利	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50	7.00	7.00	7.00
韓国	7日物レポ金利	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50	3.75	3.75
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.50	4.50	4.50
タイ	翌日物レポ金利	2.00	2.00	1.75	1.75	1.75	2.00	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	6.00	7.00	7.00

(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(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。