

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

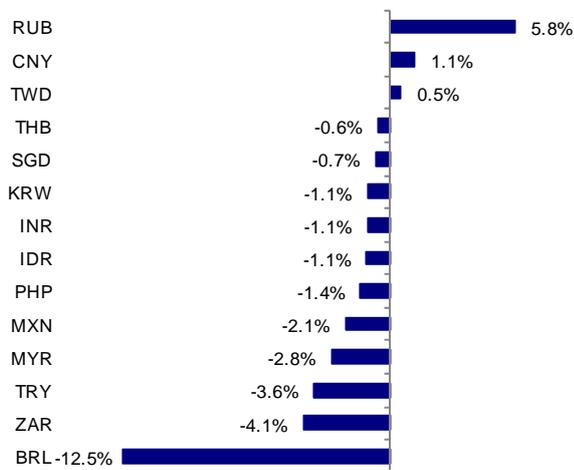
### 目次

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	
韓国ウォン(KRW) .....	6	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
マレーシアリング(MYR) .....	7	
フィリピンペソ(PHP) .....	8	FXストラテジスト Chang Wei Liang weiliang.chang@mizuho-cb.com
シンガポールドル(SGD) .....	9	
タイバーツ(THB) .....	10	マーケット・エコノミスト Cynthia Kalasopatan cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com
ベトナムドン(VND) .....	11	
ロシアルーブル(RUB) .....	12	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
南アフリカランド(ZAR) .....	13	
トルコリラ(TRY) .....	14	
各種予想 .....	15	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:米国の早期(6月)利上げ観測は後退したが...

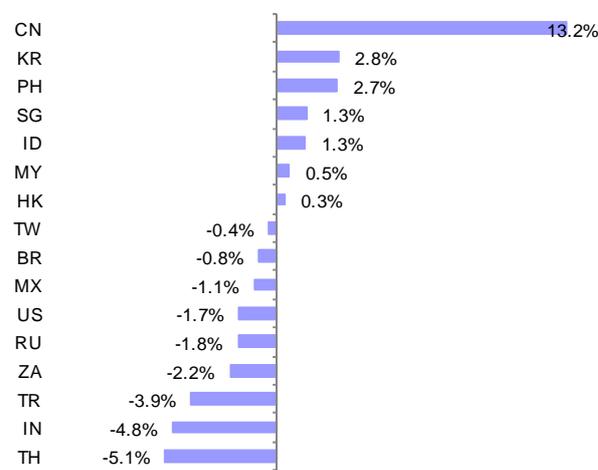
- 3月17~18日に開催されたFOMC会合では大方の予想通り、声明文中の時間軸文言「忍耐強く(patient)」が削除され、今後のFOMC会合での利上げ開始に道が開かれた。しかし同時に公表された経済見通し(the Summary of Economic Projections)にてFF金利目標(いわゆるドットチャート)が大幅に下方修正されると、早期利上げ観測が後退しUSDが全面安。新興国通貨は3月6日に発表された米2月雇用統計後の下落分を7~8割取り戻した。
- しかしながら、新興国通貨の反発は一過性の動きであろう。確かに6月に利上げが開始される可能性は極めて低くなったが、それでも上述のドットチャートが示唆する年内の利上げペースは9月会合から2回、計50bpである。3月後半のUSD売り新興国通貨買いは、強い結果となった米2月雇用統計を受けた6月利上げトレードの巻き戻しに過ぎず、9月利上げの公算が高まる中、雇用統計前の水準を超えて新興国通貨が上昇する理由は見当たらない。
- また新興国側の材料も通貨安方向に傾いている。2015年に入って下落が顕著なBRLやTRYは、インフレや経常収支の悪化に加えて国内政治の混乱も通貨の重石となっている。ロシア、マレーシア、メキシコも原油価格の下落により国内経済の見通しが大幅に悪化した。この他、ファンダメンタルズが比較的健全なアジア新興各国も、デイスインフレ圧力の高まりを受けてその多くが金融あるいは財政緩和方向に舵を切っており、仮にUSD高圧力が和らぐような局面でも積極的にこれら通貨を買っていく材料は乏しい。
- 以上を踏まえると米国の利上げ開始の後ずれが継続的な新興国通貨買いの流れに繋がっていくとは考えにくく、新興国通貨は早晩もとの下落トレンドに復すると予想する(むしろ我々は景気見通しの悪化や中銀のスタンスの変化を受けてMYRやIDR、ZAR等の見通しを下方修正している)。
- 他方、3月26日にサウジアラビアを中心とした湾岸諸国がイエメンを空爆した。しかし現時点ではこれがサウジアラビアとイランの全面戦争にまで拡大する可能性は低いとの解釈が一般的であり、この通りであれば新興国通貨の中期見通しに与える影響は限定的であろう。とはいえ、中東での地政学リスクの高まりはリスクオフと(一部産油国を除いて)原油価格上昇の両面から新興国通貨にとってネガティブであり、短期的には相場の下押しリスクが一つ増えたと考えておくべきだろう。

図表 1:新興国通貨騰落率(2015年3月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2:新興国株式騰落率(2015年3月)

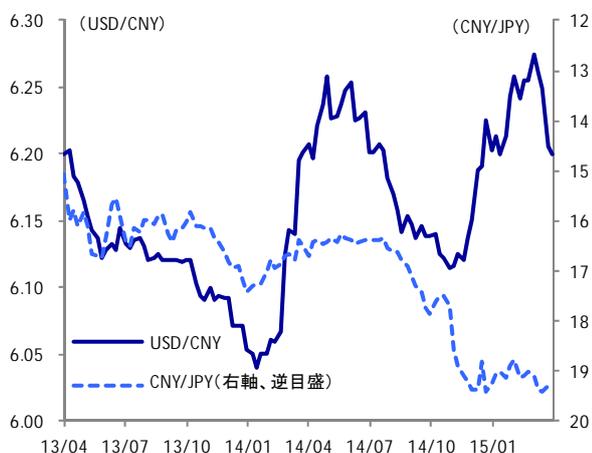


(資料)ブルームバーグ

### 中国人民幣(CNY): 持続的な上昇はまだ先

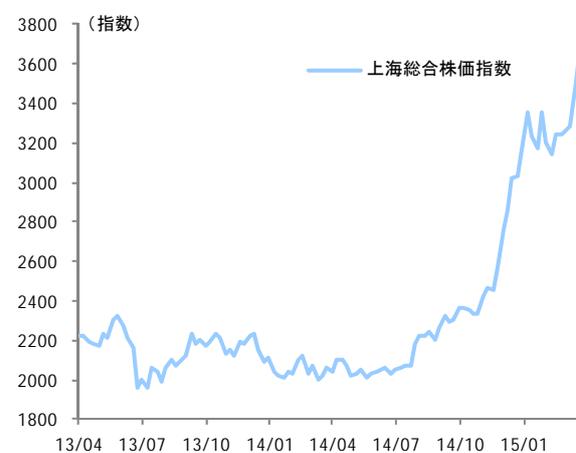
- 3月のCNY相場は月後半に上昇した。先月末の中国人民銀行(PBoC)によるサプライズ利下げを背景に2012年10月以来の安値水準である6.30台に下落。しかし、月央からPBoCが為替介入を行っていると思われる、6.19台まで急伸する場面もみられた。
- 中国当局は昨年11月から続くCNY安に対して修正を施している模様である。3月は、PBoCが頻繁に大手国有銀行を通じてUSD売り/CNY買い介入を行ったとみられている。このタイミングでCNY安を修正した背景には、1)4月に控える米為替政策報告書の公表、2)国際通貨基金(IMF)の特別引き出し権(SDR)構成通貨採用に向けたアピール、3)資本流出懸念、4)CNY変動幅拡大への地均し、などがありそうである。
- 1)については同報告書が公表される4月と10月を前にCNY切り上げを進めるのは過去に何度もみられたことであるほか、2)については、IMFのラガルド専務理事の訪中に伴いSDR構成通貨へのCNY採用を働きかけるためのパフォーマンスと言えよう。3)については引き続き中国当局が注視しているとみられるほか、4)については変動幅拡大の準備として一方向に偏ったポジションや相場観を排除しようとする動きである。
- 結論からいえば、我々は3月のCNY安修正は1)や2)が主因であり、イベントを睨んだ一過性の動きだと考えている。3)については今に始まったことではなく、今まで通り過度な資本流出を抑制するように努めるだろう。4)については懐疑的にみている。過去2回(2012年、2014年)の変動幅拡大に際しては、実施される数か月前からPBoC総裁や首相などから変動幅拡大を示唆する発言があった。しかし、現在はそういった声は聞かれず、むしろ年内の変動幅拡大を否定する発言がみられている。それゆえ、我々は変動幅の拡大は2016年3月以降になると予想している。
- 他方、PBoCの周小川総裁は成長鈍化やデフインフレ傾向に懸念を強めており、追加金融緩和の可能性が高まっている。今後は追加緩和観測がCNYの重石になるほか、米国の利上げに向けたUSD高に押される動きが年央にかけて続く公算が大きい。但し、PBoCは一貫して大幅なCNY安を望まない姿勢を示しており、下値は限られよう。

図表 3: 中国人民幣相場(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

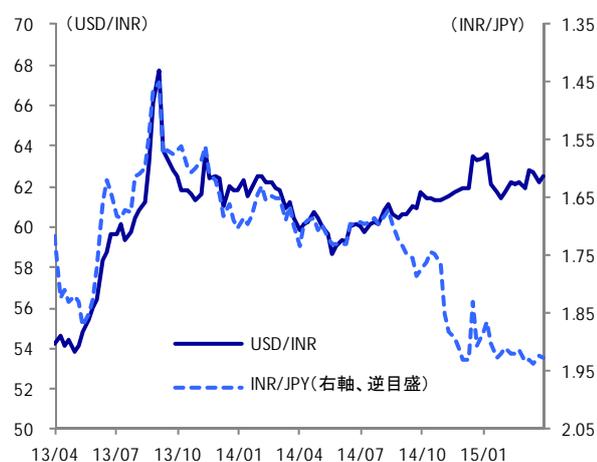


(資料)ブルームバーグ

### インドルピー(INR) : 年内はレンジ取引が継続

- 3月のINR相場は下落。インド中央銀行(RBI)によるサプライズ利下げを好感し、4日に一時61.65まで上昇するも、RBIの介入が警戒されINR買いは続かず。その後は米早期利上げ観測が高まり63台まで売られたが、FOMCを経てUSD買いの勢いが弱まると、62台半ばまで下げ幅を縮めた。
- 2月28日に政府が発表した2015年度予算は予想以上に成長重視の内容。財政赤字の中期的目標であるGDP比3%達成の期限が2016年度から2017年度に1年先送りされたほか、インフラ関連支出が大きく拡大した。一方で歳入予測は前年度補正予算時よりも現実的なものとなり、税制を含む各種制度の簡素化も進んでいる。燃料以外の補助金削減など課題は残るものの、現時点で政府による財政再建の先行きを過度に悲観する必要はないだろう。
- 片や、RBIは3月4日、スケジュールに無い臨時の金融政策決定会合を招集し、政策金利を25bp引き下げるサプライズを演出した。RBIはこれまで利下げの条件の一つとして政府による財政規律の強化を挙げてきたが、焦点だった2015年度予算が上述の通り成長重視の内容となったことで、RBIがタカ派姿勢を強めるのではとの懸念もあった。この点、会合後の声明文にてRBIは同予算に概ね好意的な評価を下した上で、今後も相互補完的な関係を強化していく旨を表明しており、政府の財政政策がRBIの緩和スタンスに悪影響を与える心配はなさそうだ。我々は同国CPIの減速とともに2016年3月までに更に50bp~75bpの利下げを実施すると予想している。
- 他方、同声明文にてRBIはINR相場(会合時61台)を「近隣諸国通貨に比べて強さを保っている」と評価。またジャイトリー財務相も予算発表時のスピーチにて、「財政再建に対する圧力」が緩和していると発言した(これは主に外国為替市場におけるINR売り圧力の緩和を指していると考えられる)。我々は、政府・中銀ともに60を下回るようなINR高は望んでおらず、政策にもそうした意図が表れていると指摘してきたが、上述の発言や記述を見る限り、こうした政策担当者のINR相場に対する考え方に変化はないようである。
- 以上を踏まえるとINRは年内62~64を中心としたレンジ推移を続ける公算が大きい。引き続き、INRがファンダメンタルズや政府・中銀の信認の観点から買われやすい通貨であるとの認識に変わりはないが、上述した政策担当者のスタンスを踏まえれば、早期に60を下回る水準が定着する絵は描きにくい。

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

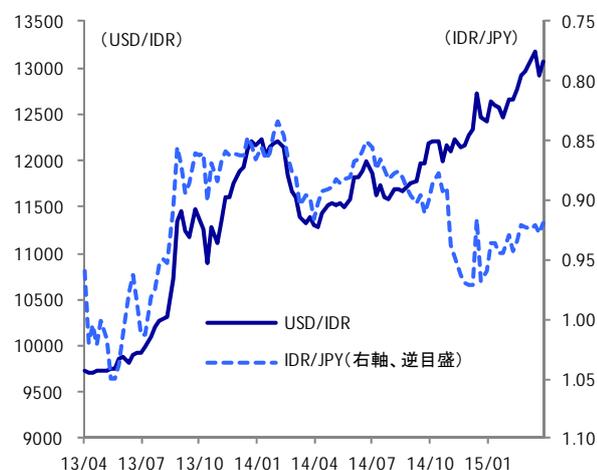


(資料)ブルームバーグ

### インドネシアルピア (IDR) : 短期的なダウンスイドリスク高まる

- 3月のIDR相場は続落。世界的なUSD買い圧力の増大を受けて月初に心理的な節目である13000を抜けると、月央にはアジア通貨危機以来の13245まで下落。その後インドネシア中銀(BI)の介入観測や米早期利上げ期待の後退により12000台に戻すも、月末には実需のUSD買いで再び軟化した。
- 3月に発表された経済指標は引き続き冴えない結果が多く、生産面では2月製造業PMIが2012年3月の統計開始以来最低となる47.5に低下。消費サイドでも2月小売売上高、自動車販売がともに前月から伸びを縮めている。
- 一方で2月貿易収支は7.38億ドルの黒字と2か月連続で7億ドル台の黒字を確保。四半期ベースでも2015年1~3月期は4四半期ぶりの黒字となりそう。貿易収支の黒字化は原油価格低下による石油関連輸入の減少が主因であるが、内需の減速や公共投資の遅れも輸入の伸びを抑制している要因であろう。プロジョネゴロ財務相によれば、2015年度の大型インフラ予算の執行が本格化するの年後半になるようであり、この頃までは資本財輸入の伸びも限定的となり、小幅の貿易黒字が維持されそう。なお、同財務相からは予算執行の遅れにより2015年1~3月期GDPは前年比+5.0%を割るとの見通しが示されている。
- 2月CPIは前年比+6.3%に低下。既に国内燃料小売価格は下げ止まっており、3月以降はCPIも減速速度を緩めていくものと思われるが、燃料価格低下の二次的波及と国内経済の低迷により今後もCPIは中銀目標の4%に向かって緩やかに低下していくだろう。
- CPIの低下に伴い、BIには更なる金融緩和余地が出てくる。冒頭の通り、IDRは13000を上抜けたが、BIはIDR安による物価への悪影響は限定的とするなど楽観的である。仮に米国の利上げ期待後退等によりドル高圧力が一時的にも収まってくるようなら、13000台でも追加利下げの可能性を排除すべきではないだろう。
- 以上を勘案するとIDRは短期的には足許の水準から更なるダウンスイドを見ておく必要があると見られる。米国の利上げが後ずれするようであれば、USD買い圧力も緩和されようが、この場合でもBIによる追加緩和観測がIDRの上値を押さえるだろう。一方、米国の利上げ後については反発の可能性があると考えているが、この点は今後の国内政治や予算の執行動向次第である。

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

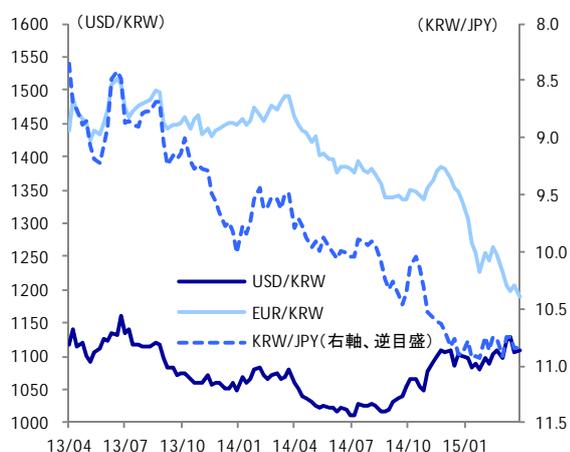


(資料)ブルームバーグ

### 韓国ウォン(KRW) : BOK が追加利下げ。KRW の上値は重い

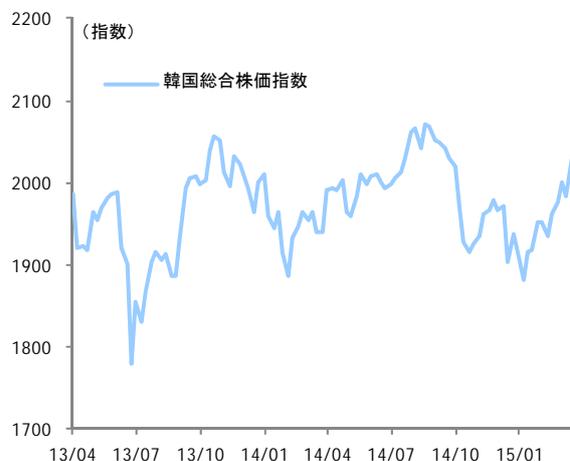
- 3月のKRW相場は下に往って来い。米利上げ観測が高まる中、韓国中銀(BOK)によるサプライズ利下げを受けて12日に一時2013年7月以来となる1138まで下落。しかしその後は米早期利上げ観測の後退や期末に絡む実需のKRW買いも入り下げ幅を縮小。先月末比横ばいの1100台まで戻した。
- 3月12日に開催された定例の金融通貨委員会にてBOKは市場予想に反して政策金利を25bp引き下げ、史上最低の1.75%とすることを決定した。我々はこれまでもBOKによる利下げは時間の問題と主張してきたが、前回会合における現状維持の決定が全員一致であったことから、実際の利下げは4月以降が濃厚と考えていた。
- 会合後の声明文では景気判断や物価見通しに大きな変更はみられなかったが、総裁記者会見では新たにEUR/KRW相場の下落が同国経済に与える悪影響に関して懸念が表明された。対EURでのKRW高はECBによる新たな量的緩和策導入を受けて加速しており、足許では2006年以来の安値を更新している。欧州は中国、ASEANに次ぐ貿易パートナーであり、対EURでのKRW高が同地域向け輸出の回復を阻害するリスクは小さくない。事実、今年に入って欧州向け輸出は減少幅を拡大しており、これが悪材料視された可能性は高いだろう。
- 国内景気の低迷継続を受けて韓国政府は2015年の公共投資を7兆ウォン追加する方針を明らかにした。このほか民間投資促進のための施策を4月に発表する。国内投資の拡大は経常黒字を縮小させ、KRW高圧力を緩和させる効果が見込めるが、民間投資については、設備稼働率が低迷し各経済主体のマインドも低下している中、どの程度の効果が見込めるかは不透明である。短期的な景気の押し上げ効果について過度の期待は禁物だろう。
- このように韓国経済の先行きを巡るリスクは引き続きダウンサイドであり、BOKによる追加利下げの可能性は排除できない。BOKは暫く様子見姿勢を続けるだろうが、この間も利下げ期待は維持されKRWの上値を押さえよう。
- 経常黒字や低インフレといったファンダメンタルズは依然KRW高方向に傾いており、積極的に売られる通貨ではないものの、景気の先行きや政府・中銀の動向を踏まえれば、昨夏までのようなKRW高基調は望めない。USD/KRWは年内1100を中心としたレンジでのみ合いが続くと予想する。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円、対ユーロ)



(資料)ブルームバーグ

図表 10: 韓国総合株価指数

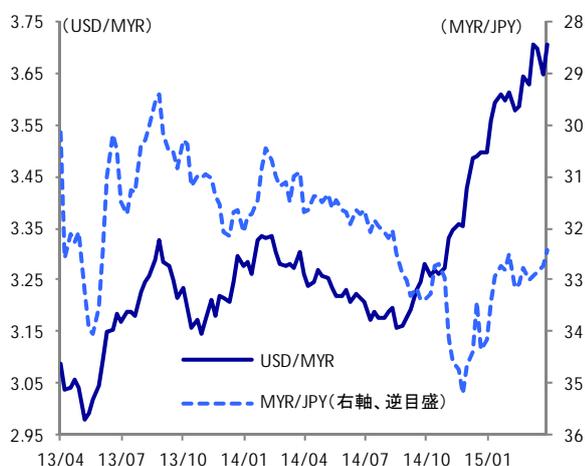


(資料)ブルームバーグ

### マレーシアリング(MYR): 悪材料が残る

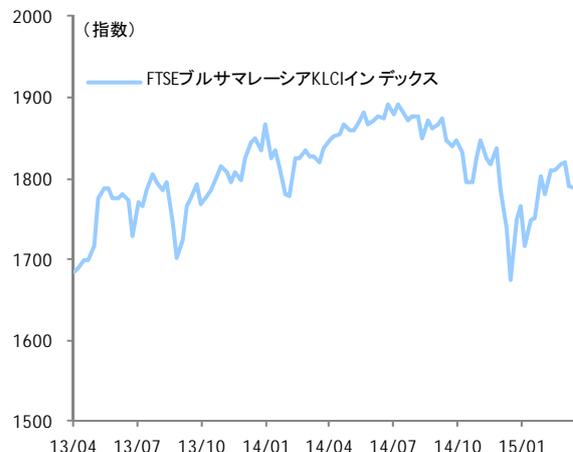
- 3月のMYR相場は先月に引き続き軟調に推移。月央のFOMC後は他のアジア通貨同様上昇したものの、MYRに限っては一時的となった。20日に発表されたマレーシア2月消費者物価指数(CPI)が5年ぶりの低水準となると俄かに利下げ期待が浮上し、6年ぶりの安値となる3.72台をつけ、その後も軟調に推移している。
- 2014年、マレーシア経済は4年ぶりの高成長を記録したが、原油安の影響などから2015年は強い向かい風に直面することが予想される。原油価格の急落を背景とした交易条件の悪化が下押し圧力となるほか、4月から物品・サービス税(GST)が導入されており、成長率を押し上げてきた個人消費は鈍化する可能性が高い。
- 商品価格の下落は対外バランスに強いインパクトを与えると予想される。マレーシアは2014年に原油・石油精製品の純輸出国から純輸入国に転じているが、液化天然ガス(LNG)の輸出を含めると大幅な純輸出であり、引き続き資源輸出国としての位置づけは変わらない。
- LNG価格は原油価格に5~6か月程度遅行して連動するため、2014年後半以降の原油安は今後LNG価格に反映されてくるとみられる。また、財政面をみても、歳入の3割を資源関連収入が占め、政府は1月に2015年度の予算を見直し歳出削減を決めたが、それでも対GDP比でみた財政赤字は当初予算よりも悪化する見通しとなっている。
- 2月のインフレ率は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として前年比+0.1%とほぼゼロ近傍まで低下した。こうした中、4月のGST導入後もインフレ率は同+3~4%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。
- 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

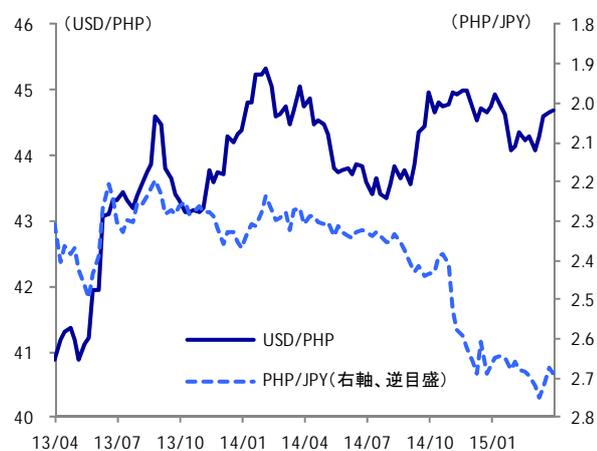


(資料)ブルームバーグ

### フィリピンペソ(PHP):送金マネーが支える経済と通貨

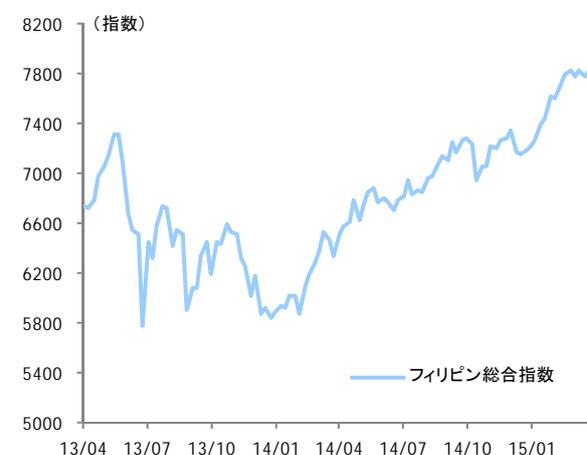
- 3月のPHP相場は下落した。16日に発表された1月のOFW(フィリピン人海外労働者)送金が前年比+0.5%と低水準であったことから下げ足を速め、FOMC前には他通貨と同様さらに売られた。FOMC後のUSD安局面でも戻りは鈍く、月初の44台前半から44台後半へと軟化している。
- 2013年に+7.2%の高成長を遂げたフィリピン経済だが、2014年は+6.1%と政府の目標である+6.5%には届かなかった。しかしながら、2014年の成長率は主要アジア諸国の中では中国・インドに次ぐ高水準である。また、2014年10～12月期GDPは前年比+6.9%と高い伸びを記録しており、引き続き高い成長が続い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送金は前年比+5%台後半の伸びが続いてきたが、1月は前年比+0.5%と大きく減少した。これは、ローマ法王のフィリピン訪問に伴い、15～19日が特別休日となったことが影響した可能性がある。1月の鈍化は一時的なものと思われるが、OFW送金はフィリピン経済の動向を占う上で非常に重要なファクターであり、2月以降の状況には注意が必要だろう。
- OFW送金はPHP相場の動きを左右する主要なファクターでもある。OFW送金は年初の送金額が減り、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。さらに期間を細分化してみると、4月以降、フィリピンの新学期開始の6月に向けては年前半のピークを迎えるため、これから数か月は需給面からPHPを下支える可能性が高い。
- フィリピン中銀(BSP)は2015年3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4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。
- 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である。だが、前述の通り、フィリピン固有の材料でPHP売りが強まる時間帯は限られ、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

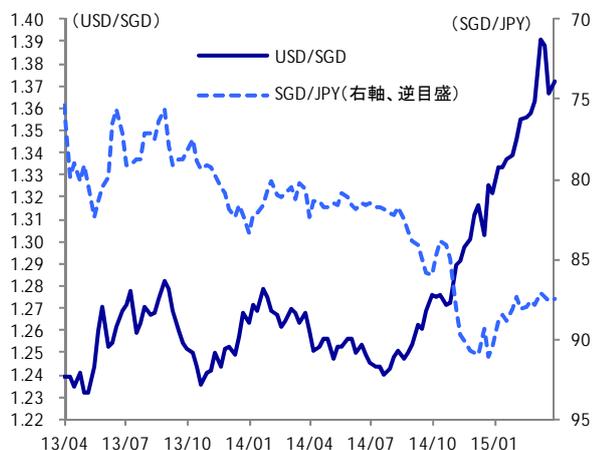


(資料)ブルームバーグ

### シンガポールドル(SGD):MASの更なる緩和は予想せず

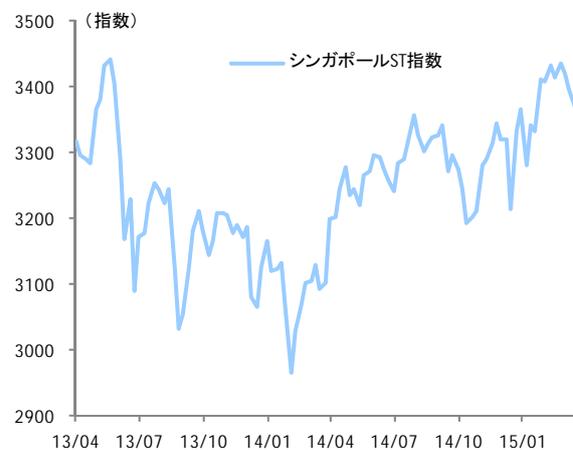
- 3月 SGD 相場は続落。良好な米2月雇用統計を受けてUSD買いの勢いが強まる中、シンガポール金融管理局(MAS)による追加緩和と観測も高まり、月央には1.39台半ばまで下げ幅を拡大。FOMC後のUSD売りを受けてSGDも一旦は1.36台に戻したが、月末にかけては再び1.38付近まで軟化した。
- 3月に発表された経済指標はやや弱めの内容が多かった。2月製造業PMIは49.7と1月の49.9から小幅の低下となり、3か月連続で50を下回った。このほか、2月小売売上高(除く自動車)、2月非石油地場輸出もそれぞれ前月から勢いを鈍化させている。均してみても国内経済は低水準で横ばいといった印象であり、明確な持ち直しの兆しは確認できない。
- 一方、2月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と前月の同▲0.4%から減速幅を縮小、コアCPIは同+1.3%と2010年3月以来の低水準だった1月の同+1.0%から小幅に反発した。引き続きエネルギー価格と住居費用の低下が総合CPIを押し下げているが、その他品目は家計耐久財から娯楽費、教育費まで広範な上昇をみせた。
- こうした潜在的な物価上昇圧力は労働市場のひっ迫に起因していると考えられ、このため我々は市場の一部が予想するMASの追加緩和には否定的である。1月のサプライズ緩和は原油価格の急落に伴う物価見通しの大幅下方修正に対応した予防的措置であったとみられ、一段の物価見直し悪化が懸念されない限り、MASは更なる緩和には消極的となろう。引き続きMASが年内現行の為替政策(緩やかなSGD高誘導)を維持すると予想する。
- なお、4月会合でのオプションとして政策バンドが拡大される可能性は以前よりも高まっている。しかし、これはあくまで市場のボラティリティを軽減するためであり、金融緩和が目的ではない。仮にバンドが拡大されれば、一時的にはSGD安が加速する展開となるだろうが、市場が落ち着きを取り戻し、国内物価の底堅さが確認できれば、こうしたSGD売りは早晩巻き戻されるだろう。
- 以上を踏まえると、SGD相場の短期的なリスクはダウンサイドではあるものの、ファンダメンタルズに照らせば足許の水準はやや売られ過ぎの感が強い。米国の初回利上げまでは継続的に新興国通貨が買われていく展開は想定し難いが、年後半にはEURやMYRの下げ止まりとともに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

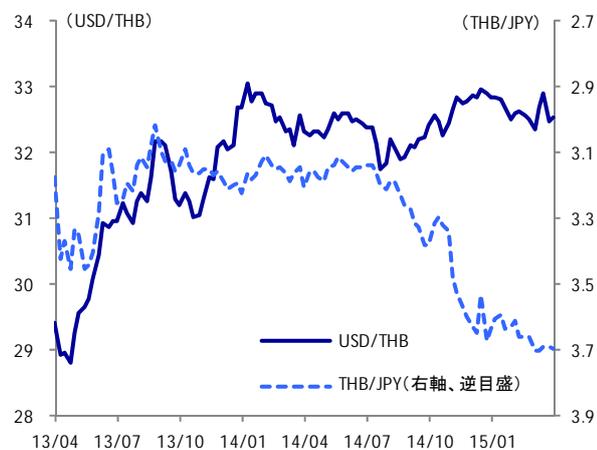


(資料)ブルームバーグ

### タイバーツ(THB): 政治リスクの足音

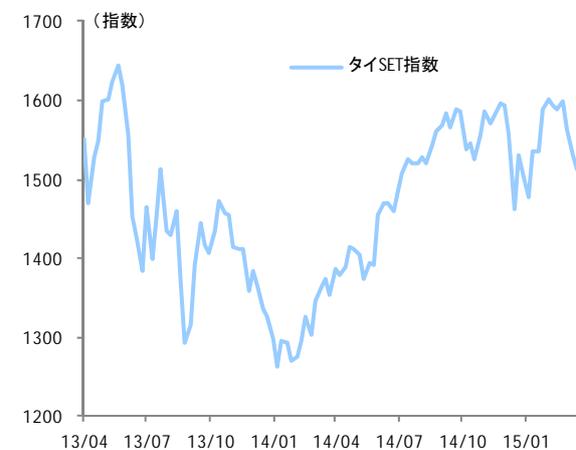
- 3月のTHB相場は往って来いの展開。タイ中央銀行(BOT)が11日に1年ぶりの利下げを決定し、THBは32.90台まで軟化。FOMC前には33台まで下落したものの、その後はUSD安の流れに32台半ばまで反発している。
- BOTは3月11日の金融政策委員会(MPC)で市場予想に反して政策金利を25bp引き下げて1.75%とした。利下げは1年ぶり、賛成4人、反対3人で決定した。声明文では従来の見通しよりも景気回復力が弱まったことが利下げの理由と説明された。
- 一方で、上述の通り利下げは4対3と微妙な決定であり、議事録では反対を主張したメンバーは「金融政策をさらに緩和しても、成長への影響は限定的。民間消費は拡大する家計の債務負担によって抑制され、企業は新規投資を先送りしている」と主張していた。BOTによる利下げは、我々の予想していた4~6月期よりも早いタイミングとなったが、今後の見通しについてはこれまで通り、年内据え置きを維持する。
- 政治混乱で大幅に落ち込んだ観光客の客足は急激に戻っており、成長を押し上げるとみられるほか、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公算が大きい。しかしながら、輸出が依然として低迷しているほか、国内経済も公共投資を中心に政府支出が遅れており、タイ経済は力強さを欠いた成長に留まっている。経済環境に加え、後述するように政治動向も重石となって消費者や企業のマインド改善は鈍い。
- 従前から述べているように、今後の最大リスクは政治動向である。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。草案が極端に反タクシン派寄りの内容となれば再びタクシン派による大規模なデモが起こる可能性も否定できない。5月19日には、在任中にコメ買い上げ制度をめぐる国に多額の損失を与えたとして、インラック前首相の初公判が行われるため、政治問題が盛り上がってくる展開には注意したい。
- 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。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 は 4~6 月期に利下げへ

- 3月の VND 相場は大幅下落。月初は先月から横ばいの 21350 付近で小動きが続いていたが、米早期利上げ観測の高まりから月央にかけて 21500 付近まで急落。その後、ハト派の FOMC を経て多くの新興国通貨が下げ幅を縮小したものの、VND については通貨切り下げを求める圧力が増大し 21550 まで値を切り下げた。非公式レートにおいては取引バンド上限(21673)を超えた水準で取引されている。
- 国内経済指標は強弱まちまちの結果。2月鉱工業生産と小売売上高は前年比+7.0%、同+11.4%と前月の同+17.5%、同+13.0%からそれぞれ伸びを縮めたが、例年この時期はテト(旧正月)休暇の関係で指標がブレやすい点には注意を要する。2月貿易収支は3億ドルの黒字となったが、こちらも輸入が前月の大幅増加(前年比+35.5%)の反動で同+16.3%に伸びを鈍化させたことが主因である。内需が徐々に上向きつつあるため、暫くは貿易収支の小幅赤字基調が続くのではないだろうか。
- 国内物価は減速が顕著で、2月CPIは前年比+0.34%と2001年11月(旧基準)以来の低水準を記録した。なお、ベトナム電力公社(EVN)が3月16日から電気料金を7.5%引き上げることに合意したが、これによるCPIの押し上げ幅は通年で+0.23%と軽微であり、今後も年後半まで緩やかな物価減速基調が続くという我々の物価見通しに影響はなさそうだ。
- 金融政策についてはベトナム中央銀行(SBV)が4~6月期に50bpの利下げに動くとの予想を維持する。米国の利上げを巡るVND安圧力もあって、足許ではSBVも慎重姿勢をみせているが、上述のCPIの低下に加えて、米国の利上げが9月以降にずれ込む公算が大きくなったことで利下げのチャンスは更に広がったとみる。SBVが+6.2%のGDP目標達成のため貸出目標を引き上げる可能性にも言及したこともこうした見方をサポートするものである。
- 為替政策では引き続き更なる通貨切り下げの可能性を意識しておきたい。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早晚更なる通貨切り下げが必要となるだろう。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

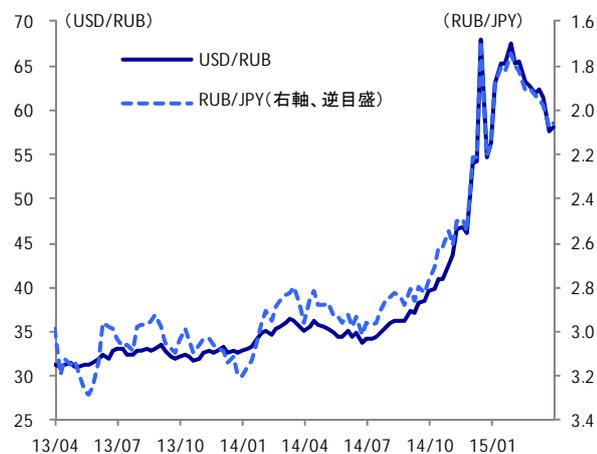


(資料)ブルームバーグ

### ロシアルーブル(RUB) : 堅調気味の横ばい推移

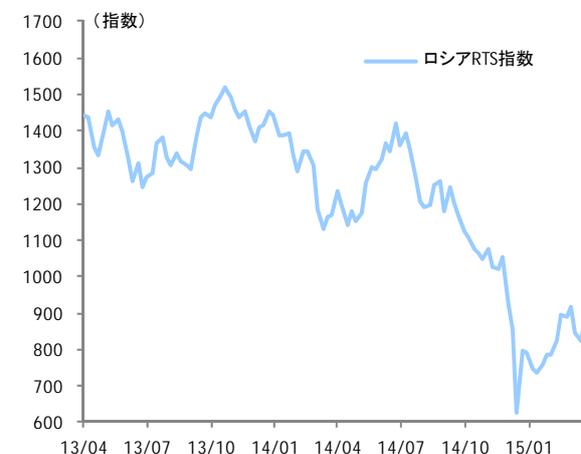
- ・ 3月前半の RUB 相場は原油価格下落にもかかわらず対 USD で横ばい推移。しかし、月央以降は原油価格反発に素直に連れて水準を切り上げた。
- ・ RUB 堅調を裏付けるひとつの要因として、ロシア国債入札の好調が挙げられる。ロシア財務省は昨年来、週次の国債入札を 29 回キャンセルしてきたが今年 1 月後半以降、順調に国債発行を消化している。
- ・ これには利下げ局面にあつて、従来の固定利付債から変動金利の短期債の発行に乗り換えたことがその要因に挙げられるが、欧州中銀の国債購入が決定/実施されたことで主に欧州国債の利回りが大幅に低下、利回りを求めて投資資金がロシア国債に向かった可能性も十分に考えられる。
- ・ 欧州中銀については 9 日から実施された国債購入に加え、19 日に入札された TLTRO も潤沢な投資資金を供給しており(それだけ資金需要があったということでもあるが)、ロシアを含む新興市場にもその資金の一部が行き渡っているということであろう。また USD 高の緩和も挙げられ、これについては FRB による利上げ開始期待がハト派の FOMC を経て後ずれたことが大きいだろう。
- ・ RUB を巡る環境は、原油価格低迷、低成長下での高金利、東ウクライナを巡る経済制裁などの逆風が引き続き強いが、足許 RUB の値動きを見る限りそうした逆風は遠景に忘れさられているようだ。RUB 安定はロシア経済安定の「結果」と見るのが一般的だが、現在は RUB が安定推移することでロシア中銀の利下げ余地が広がり、利下げが景気回復を予見させることで更に RUB が安定する好循環が確立されているかに見える。
- ・ ただし、東ウクライナでは散発的な戦闘が現在でも続いており、バルト海域でもロシア軍機の飛行に北大西洋条約機構軍機が緊急発進する事態が繰り返されている。地政学的な安定と呼ぶには程遠い状態が続いており、RUB にとっては潜在的な悪材料と言えよう。
- ・ 目先は、RUB の上述好循環の息切れと FRB 利上げ開始の期待感が重なることで、一旦調整的な RUB 安進行を警戒する。原油価格(ブレント)は年央にかけ 60 ドル/バレル前後を超える水準で安定すると見込んでいる。米利上げ開始期待感という USD 買い要因が抜け落ちた段階で、RUB には再び上昇余地が広がる可能性を見込む。

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

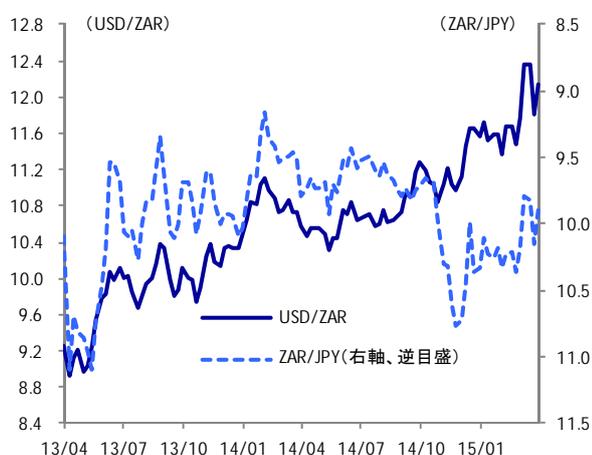


(資料)ブルームバーグ

### 南アフリカランド(ZAR) : 対 USD で 13 年ぶりの安値更新

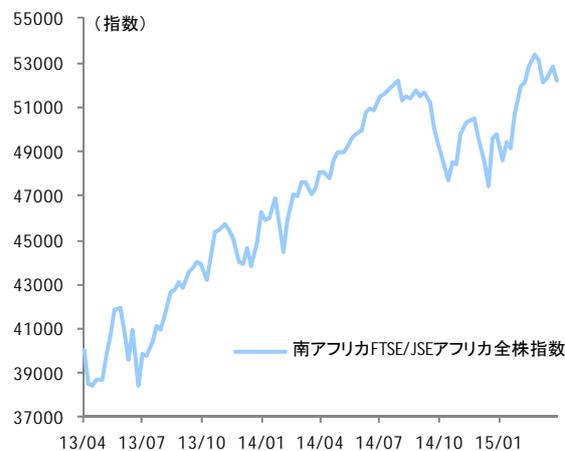
- 3月のZAR相場は急落。ZAR安は6日発表された米2月雇用統計の好調を受けたUSD高の裏返しと言えたが、他にも南ア固有の要因などが重なり、対USDで13年ぶりの安値を更新するZAR安を加速させた。
- 2月末(27日)に発表された南ア1月貿易収支が史上最大の赤字を計上したことで、3月のZAR相場は軟調地合から始まった。上述6日のUSD全面高では、2月につけた13年ぶりの安値(対USD)を更新、テクニカルなZAR続落も誘った。8日には中国2月輸入の大幅減速が、12日には南ア電力公社の複数の幹部が停職処分を受けたことがそれぞれ嫌気された。
- 風向きを変えたのは欧州中銀による国債購入を含む拡大資産購入策実施(9日以降)。米2月雇用統計を受けて急落した現地株価、現地債券価格(利回りは上昇)は、同策の導入に前後して底打ち反発に転じたように見える。
- 26日に開催された南ア準備銀金融政策委員会は、市場予想通り政策金利を据え置いたが、物価見通しを大幅上方修正し、予想以上に踏み込んだタカ派姿勢を示したと受け止められた。同委員会がZAR反落の転機となったのは、教科書的な「噂で買って事実で売る」値動きと考えられた。
- 31日に発表された南ア2月貿易収支は▲85億ドルと、史上最大(▲242億ドル)の赤字を記録した1月よりは大幅に改善したものの、市場予想(▲57億ドル)には届かなかった。貿易赤字高止まりは経常赤字高止まりの可能性を予見させ、中期的なZAR売り圧力を供給する可能性が警戒された。
- ZARを取り巻く悪材料がひと通り織り込まれつつある中、経常赤字、労使関係、電力不足などの諸問題には少しずつ政治的対応を読み取ることができる。楽観できるほどの環境改善は未だ確認できないものの、目先、ZAR反発余地の広がり期待できるのではないかと。
- 南ア電力公社幹部の停職処分は同社経営に関する不透明感を高め、一部格付会社による同社価格下げにつながったが、長年の投資不足と経営不振に初めて本格的な政治介入が入ったと考えれば、前向きに評価することも可能。とりわけラマポーザ副大統領の政治指導力には今後期待が高まる。
- 3月末を期限とする公務員賃金交渉は未だ決着を見ないが、同交渉や国営企業民営化(売却)による資金集めなどで試されるネネ財務相の政治手腕にも注目しておきたい。

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

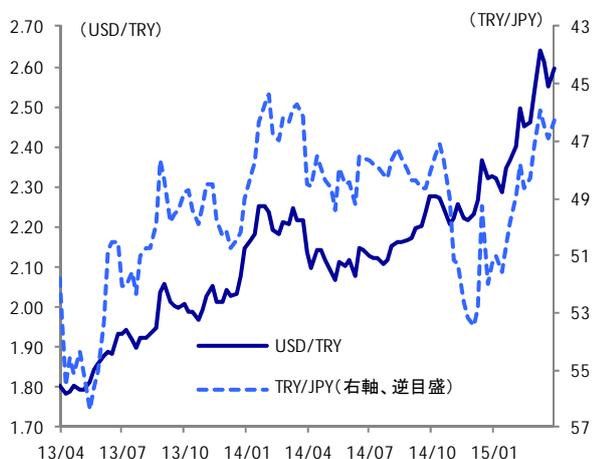


(資料)ブルームバーグ

### トルコリラ(TRY): 続落後、小反発も史上最安値圏で膠着

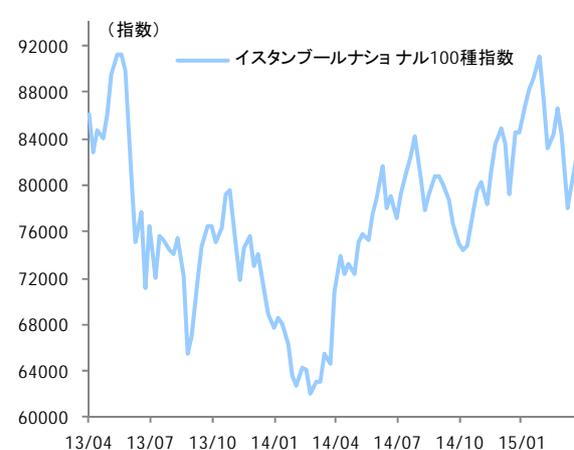
- ・ 月初の TRY 安は、エルドアン大統領をはじめとする政治家から、トルコ中銀金融政策運営に横槍が入ったことが一因。執拗な利下げ要請に金融政策の独立性が疑われ、TRY 押し下げ要因となった。更に6日、米2月雇用統計が予想を上回ると、FRB による6月利上げ開始期待が高まり、USD 全面高/TRY を含む新興市場通貨全面安が進んだ。
- ・ エルドアン大統領一派の利下げ要請には、6月に予定される総選挙を前に有権者の歓心を買いたいとの思惑が色濃くあったが、中銀の独立性を脅かしたり、資本規制の導入までほのめかしたりする発言は、結局、投資資金のトルコ離れ→TRY 安→(輸入)物価高→金利高止まり→景気減速→TRY 安...という悪循環を誘い、一層利下げを難しくする弊害をもたらした。
- ・ 政治家からの中銀批判は、トルコ中銀バシチュ総裁とババジャン副首相が、11日にエルドアン大統領と経済状況を説明するための面談を持った前後から沈静化した。
- ・ 31日に発表されたトルコ10~12月期GDPは前年比+2.6%と市場予想を大幅に上回ったものの、成長上振れの主因は在庫積み上げで、成長の持続性には疑問が残る。2014年通年のGDPも前年の+4.2%から+2.9%に減速しており、今年は今更なる減速が見込まれる。
- ・ 与党公正発展党(AKP)を実質的に率いるエルドアン大統領が狙う大統領権限強化を可能にする憲法改正には全議席の2/3(国民投票を実施するにも6割)以上の議席確保が必要だが、景気減速を背景に、6月7日の総選挙で十分な議席を獲得するのは難しい情勢である。今後、選挙戦の苦戦が明らかとなれば、一旦は沈静化した金融政策に対する口出しが再燃し、TRY 安要因となる展開が想定される。
- ・ 以上のように国内景気減速、政府・中銀の信認低下などトルコ固有の TRY 安要因に、米利上げ開始期待に伴う USD 高が重なることで、TRY は年央に向けてもう一段水準を切り下げる公算が大きい。年末に向けては一旦調整的な USD 安圧力が強まる可能性も意識しておきたい。

図表 25:トルコリラ(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 26:トルコイスタンブールナショナル100種指数



(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 1~3月(実績)	SPOT	6月	9月	12月	2016年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.2779	6.1997	6.23	6.18	6.13	6.10	6.07
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7744	7.7533	7.77	7.77	7.77	7.78	7.78
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 63.623	62.498	64.0	62.0	62.5	60.5	59.5
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 13250	13074	13300	13000	12600	12400	12200
韓国ウォン	(KRW)	1072.15 ~ 1137.46	1107.47	1120	1110	1100	1100	1090
マレーシアリング	(MYR)	3.4960 ~ 3.7350	3.6972	3.75	3.68	3.50	3.40	3.38
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 45.105	44.700	45.3	44.8	44.5	43.5	43.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3217 ~ 1.3941	1.3724	1.39	1.37	1.33	1.32	1.29
台湾ドル	(TWD)	31.166 ~ 32.040	31.309	31.80	32.00	32.00	32.00	31.80
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 33.09	32.54	33.5	33.2	32.5	32.0	31.9
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 21565	21555	21650	21550	21600	21600	21600
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	55.5658 ~ 71.8030	58.1832	62.00	59.00	57.00	56.00	57.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 12.5252	12.1398	12.00	11.80	11.60	11.40	11.40
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 2.6485	2.5981	2.70	2.75	2.75	2.80	2.80
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 3.3148	3.1967	3.23	3.27	3.30	3.30	3.30
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 15.6679	15.2637	15.50	15.50	15.00	14.70	14.30
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	18.666 ~ 19.533	19.341	19.58	20.06	20.39	20.66	20.43
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 15.727	15.463	15.70	15.96	16.09	16.20	15.94
インドルピー	(INR)	1.865 ~ 1.946	1.925	1.91	2.00	2.00	2.08	2.08
インドネシアルピア	(100IDR)	0.906 ~ 0.969	0.917	0.917	0.954	0.992	1.016	1.016
韓国ウォン	(100KRW)	10.607 ~ 10.998	10.826	10.89	11.17	11.36	11.45	11.38
マレーシアリング	(MYR)	32.092 ~ 34.334	32.433	32.53	33.70	35.71	37.06	36.69
フィリピンペソ	(PHP)	2.593 ~ 2.757	2.687	2.69	2.77	2.81	2.90	2.87
シンガポールドル	(SGD)	86.10 ~ 90.81	87.35	87.77	90.51	93.98	95.45	96.12
台湾ドル	(TWD)	3.650 ~ 3.868	3.829	3.84	3.88	3.91	3.94	3.90
タイバーツ	(THB)	3.538 ~ 3.737	3.685	3.64	3.73	3.85	3.94	3.89
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5712	0.5562	0.56	0.58	0.58	0.58	0.57
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.644 ~ 2.120	2.061	1.97	2.10	2.19	2.25	2.18
南アフリカランド	(ZAR)	9.685 ~ 10.453	9.875	10.17	10.51	10.78	11.05	10.88
トルコリラ	(TRY)	45.305 ~ 52.258	46.132	45.19	45.09	45.45	45.00	44.29
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	36.473 ~ 46.148	37.528	37.77	37.92	37.88	38.18	37.58
メキシコペソ	(MXN)	7.730 ~ 8.199	7.853	7.87	8.00	8.33	8.57	8.67

(注)1. 実績の欄は3月31日まで。SPOTは4月1日の9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	7.0	6.8	2.6	2.1	1.6	2.3	2.0	1.9	2.3	2.0
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	5.0	5.2	5.6	6.4	6.4	5.9	5.1	-3.3	-3.0	-3.0	-2.7
韓国	3.0	3.3	3.2	3.5	1.3	1.3	0.9	2.0	6.1	6.3	7.0	6.0
マレーシア	4.7	6.0	4.7	5.5	2.0	3.2	2.9	2.9	3.8	4.6	3.2	4.5
フィリピン	7.2	6.1	6.3	6.4	2.9	4.2	2.5	3.6	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	0.7	5.0	5.8	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)各国統計、CEIC、みずほ銀行

図表 23: 政策金利見通し

	現在(%)	2016							
		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	5.35	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10	5.10
インド	翌日物レポ金利	7.50	7.50	7.25	7.25	7.00	6.75	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	7.00	7.00	7.00
韓国	7日物レポ金利	1.75	1.75	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.00
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50
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	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00	2.25	2.25	2.50
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.00	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。