

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨:年初は売り優勢の展開か.....	2
中国人民元(CNY):緩やかな人民元安が当面続く.....	3
インドルピー(INR):他新興国比堅調な経済と物価安定が下支え	4
インドネシアルピア(IDR):米追加利上げ期待を受けて軟調推移	5
韓国ウォン(KRW):財政政策が経済を当面下支え.....	6
マレーシアリンギ(MYR):国内景気は堅調も、政治的リスクは残存	7
フィリピンペソ(PHP):大統領選の新候補者が不安材料	8
シンガポールドル(SGD):ドル高圧力を受けて上値重い展開	9
タイバーツ(THB):景気低迷も、底入れの兆し.....	10
ベトナムドン(VND):SBVは中心レートの日次更新を再開	11
ロシアルーブル(RUB):2016年のRUBも原油価格動向次第	12
南アフリカランド(ZAR):ズマ大統領の財政健全化軽視が重石	13
トルコリラ(TRY):トルコ経済の安定を見込むには時期尚早	14
各種予想.....	15

国際為替部
マーケット・エコノミスト
佐々木 貴彦
03-3242-7065
takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
03-3242-7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

斎藤 周
03-3242-7065
amanne.saito@mizuho-bk.co.jp

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

FXストラテジスト
Chang Wei Liang
weiliang.chang@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト
Cynthia Kalasopatan
cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com

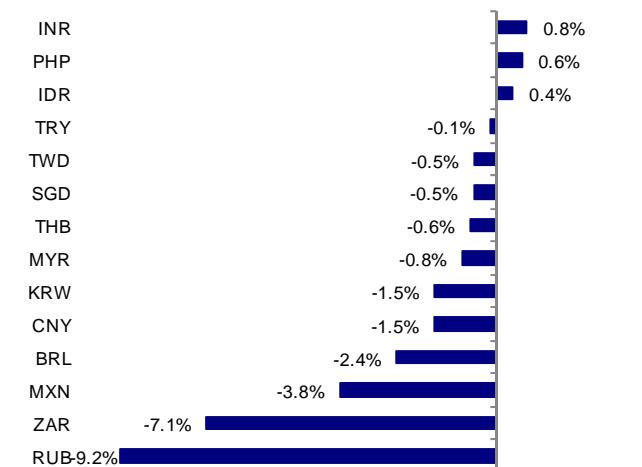
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7012-5100
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：年初は売り優勢の展開か

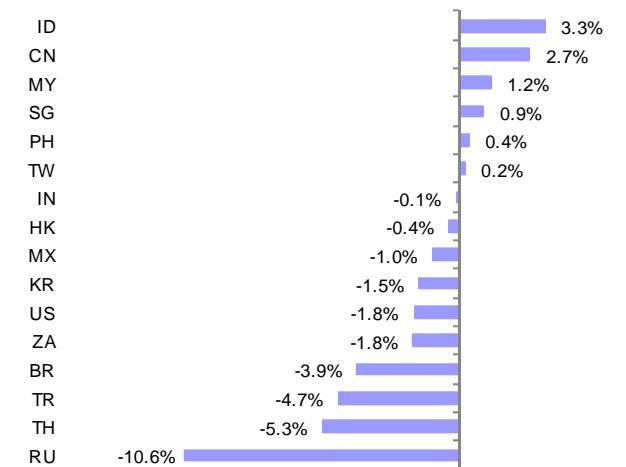
- 12月の新興国通貨は、FOMCにかけて売られるも、結果が予想範囲内だったことから徐々に買い戻される展開となった。結果、2004年以来の米利上げ局面が到来したにも拘わらず、月を通して新興国通貨は落ち着いた値動きに終始した。但し、月前半に原油が急落したことを受け、資源国通貨は値を取り戻せずに、年内の取引を終えた。
- 12月のFOMCについて予想外だったのは、FRBメンバーの2016年政策金利見通し(予想中央値)において年4回の利上げ(25bpずつ利上げすると仮定した場合)ペースが維持されたことにある。これは足許の米景気モメンタムが変わらない限り、利上げを貫くというFRBの意志の表れであり、ドル高圧力が当面続くことを意味している。
- 一方で、米利上げ期待の高まりに対する新興国通貨の反応が鈍くなっているのも事実である。IDRを例に新興国通貨の値動きを見ると、米利上げ開始が市場で幅広く予想されていた昨年9月は、月初来で約▲6%近く下落した局面もあった。しかし、米利上げがほぼ確実視されていた12月は、月初来で一時約▲2%下落するに留まり、FOMC後はむしろ買い戻されている。
- 投資信託などファンドフローを確認すると、新興国ファンドの残高は2011年11月以来の低水準となっており、ピーク時の半分以下となっている。資金流出入速度が速いと見られるファンドフローの調整が進んでいることは、新興国通貨の売り余地が徐々に小さくなりつつあることを示唆しており、また米利上げに対して新興国通貨の反応が鈍くなっていることと整合的である。
- 年初の新興国通貨の注目点は、地政学リスクだと考える。年初からサウジアラビアがイランとの国交断絶を表明するなど、中東情勢は混迷を極めている。今後も情勢が悪化すれば、原油価格の変動が激しくなることが見込まれるほか、リスク資産も下落しやすい地合いになるだろう。こうしたリスクオフムードの拡がりは、新興国通貨の売り圧力拡大に繋がる可能性が高い。
- FRBが予想に反し利上げペースの見通しを維持したこと、年初の新興国通貨は売り地合いになると考えられる。但し、ファンドフローから見るに、売り余地は過去対比で小さくなりつつあることから、昨年初のような強い売り圧力には晒されないだろう。留意すべきは、地政学リスクであり、中東情勢の混乱が更に拡大するようであれば、新興国通貨も急落を免れないと考える。

图表 1: 新興国通貨騰落率(2015年12月)



(資料)ブルームバーグ

图表 2: 新興国株式騰落率(2015年12月)

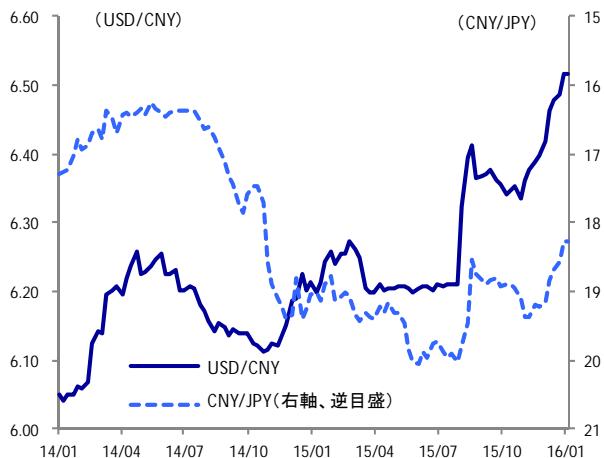


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：緩やかな人民元安が当面続く

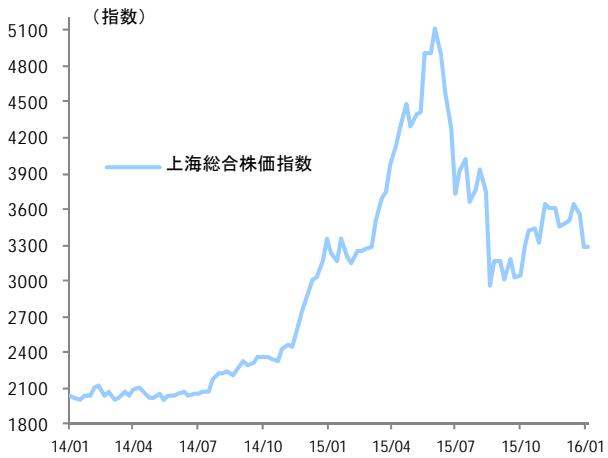
- 12月のCNYは先月に引き続き下落した。月初6.40近辺だったCNYは、冴えない経済指標や、FOMCに向けてドル高が進展したことを受け、CNY安が進んだ。FOMC後も値を戻すことなく、6.49台で取引を終えた。
- 12月8日に発表された中国11月貿易統計では、輸出が前年比▲6.8%（市場予想：同▲5.0%、10月：同▲6.9%）と市場予想及び前月実績も下回る結果となった。一方で、輸入は前年比▲8.7%（市場予想：同▲11.9%、10月：同▲18.8%）と市場予想及び前月実績を上回った。名目実効為替レートの下落（前年比）に3か月程度遅れて輸出が増加する傾向があることから、8月に行われたCNYの実質的な切り下げ効果が11月の貿易統計から本格的に顕在化すると考えていたものの、予想以上に時間がかかっている模様だ。
- この背景には8月までのCNY高局面において、輸出価格が引き上がらなかつた分、企業が利益を取り戻すために輸出価格を据え置いていると推測される。CNY安が輸出価格の引き下げとそれに伴う輸出量の本格的な回復に繋がるには、今しばらく時間を要するだろう。
- 輸出企業の振興を考えれば、PBoCは積極的にCNY安を許容しそうだが、実情は異なる。7日に発表された中国11月外貨準備は、3.44兆ドルと10月（3.53兆ドル）から約9000億ドル減少した。これは8月以来の大規模なドル売り介入を11月に行ったことを表わしており、PBoCはドル全面高が進む中、CNY安を阻止していたことを示している。
- PBoCがCNY安を止めようとしているのは、引き続き資金流出を懸念しているからだろう。外貨預金増減などから推計される11月の資金流出量は1091億ドルとなっており、中国11月貿易収支が541億ドルだったことと比較すると、急速かつ大規模に発生したことがわかる。急速な資金流出を容認すれば、CNY安が急激に進み、輸入企業や輸入価格上昇を通じた国内消費への悪影響が懸念されるためにPBoCは積極的な介入を実行したと推測される。
- よって、PBoCは当面緩やかなCNY安を許容するも、急激にCNY安が進む局面では介入により押し戻すと予想する。足許高まっている中国経済の低迷懸念を払しょくするには、輸出の回復とそれに伴う生産の復調が必要だが、更なる時間を要することからCNY高に戻る時期は後ずれすると考える。

図表3: 中国 人民元相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表4: 上海総合株価指数

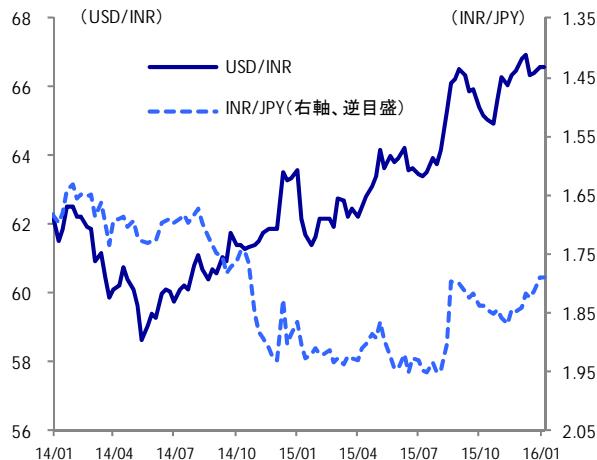


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR)：他新興国比堅調な経済と物価安定が下支え

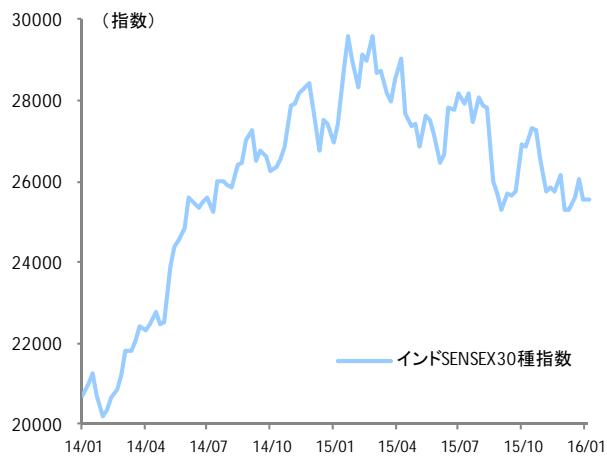
- 12月のINRは小幅に上昇。16日のFOMCに向けてINRは売り込まれ67台まで下落した。米利上げ後は、今後の利上げペースが緩やかなものになるとの観測を背景に66台前半まで値を戻して年内の取引を終えた。
- インド経済は他新興国比で堅調な推移が続いている。11月30日に発表された7~9月期GDPは前年比+7.4%と4~6月期(同+7.0%)から加速した。民間最終消費が減速する一方、設備投資や政府支出が成長をけん引した。また、産業ごとの付加価値を合計した実質総付加価値(GVA)も同+7.4%と4~6月期(同+7.1%)から加速している。自動車を中心に製造業が好調だったほか、金融・不動産などが全体を押し上げた。
- 12月1日の政策決定会合にて、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は政策金利(レポレート)を6.75%に据え置いた。ラジャン RBI 総裁は、足許の景気認識について、資本財や自動車などで堅調な伸びが見られるものの、海外経済や地方での需要低迷の影響が大きく、景気を下押ししているとした。もっとも、2015年度(15年4月~16年3月)の成長率予想は+7.4%に据え置いた。
- また、インフレ率は前回会合時点の見通し通りに推移するとしたほか、2017年3月のインフレ率が+5%に到達するように経済が安定推移すれば、「一段の緩和余地を利用する」とし、先行きの追加緩和に含みを持たせた。なお、11月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.4%と10月(同+5.0%)から加速したが、2015年末のRBI目標(同+6.0%)は下回る見込みである。
- 但し、RBIは9月の利下げを「前倒し」としているほか、引き続きこれまでの金融緩和の効果を浸透させることに腐心している。そのため、当面は政策金利を据え置き、利下げ効果の波及を図っていくと考えられる。
- 2016年度には公務員給与及び年金の引き上げが予定されている。これにより、過去にはGDP比1%弱の財政負担が生じたほか、物価も押し上げられている。当面は政府による財政健全化への悪影響やRBIの緩和余地縮小など、財政・金融政策に与える影響に注意が必要だろう。
- 底堅い国内経済や原油下落を受けた经常赤字の縮小は、引き続きINRサポート材料だが、INRは米利上げに伴う資金流出への耐性があるとは考えにくく、68近辺まで下落すると考える。但し、米利上げプロセスの頓挫によって年後半には63まで上昇し、RBIの介入ペースも緩やかなものとなる見通し。

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

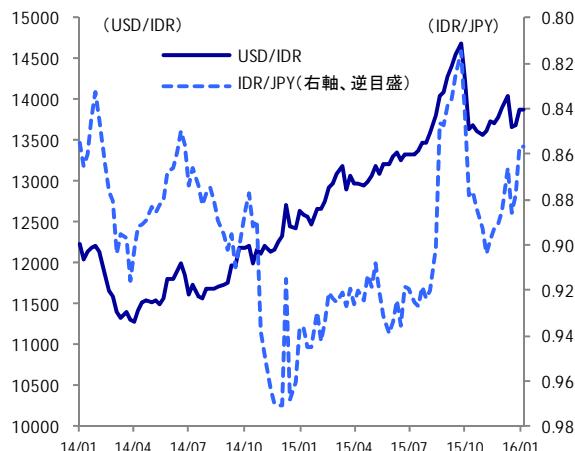


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：米追加利上げ期待を受けて軟調推移

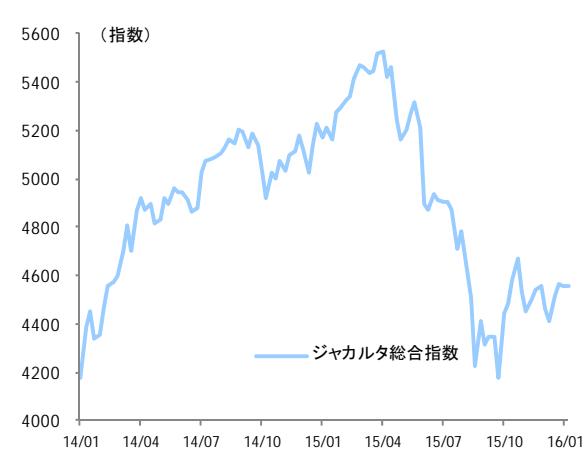
- 12月のIDRは月前半に下落するも、月後半に反発。FOMC前は利上げ実施見込まれる中、値を下げ一時14000台をつけた。しかし、米利上げ後は、利上げペースが今後も緩やかになるとの期待から上昇し、IDRは13600台まで一時回復。その後は売り戻されるも、13800付近での推移となった。
- インドネシア経済は低調な推移を続けているが、底入れの動きもみられる。11月製造業PMIは46.9と10月から低下し、2014年10月以降景気拡大と縮小の境目である50を下回る推移が続いている。他方、11月消費者信頼感は103.7と2か月連続で上昇したほか、11月自動車販売台数も前年比▲4.8%と1~10月期の同▲17.8%から減少幅が縮小した。
- 17日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、現状政策の据え置きが決定された。声明文では、「2015年末のインフレ率が3%を下回ると予想される」ほか、「経常赤字がGDP対比2%周辺に落ち着くとみられる」ことが指摘されており、前回会合から金融緩和に対する表現がやや強められている。
- また、物価動向をみると、11月CPIは前年比+4.9%(10月同+6.3%)と減速したほか、コアCPI(食品・エネルギーを除く)も同+4.8%(10月同+5.0%)と減速した。来月発表される12月CPIは、2014年末の燃料補助金削減によるベース効果が表されることによって一時的に鈍化すると考えられ、BIが金融緩和に踏み切る可能性が高いだろう。
- 政府は9月9日以降、断続的に経済対策パッケージを発表しており、12月には第7、8弾が発表された。第7弾はインドネシア人従業員5000人以上を雇用するなどの条件を満たした企業への減税や露天商への建築権付与、第8弾は製油所建設の迅速化や航空機整備会社への関税肩代わりなどである。
- 与野党間での協調体制が築かれていることもあり、政府は矢継ぎ早に対策パッケージを発表している。しかし、その効果は中長期的に表れるものと考えられ、当面の実体経済を押し上げる効果は限定的だと予想している。
- 短期的に IDR は商品価格の下落継続により軟調な推移が続くと見られる。米利上げが予想される3月にかけて下落し、その後値を切り返す展開となるだろう。また、中長期的には構造改革による直接投資の増加が期待できるが、資源部門での設備投資減少を相殺するには至らず、IDR が堅調に推移するためにはより充実した構造改革が必要になると思われる。

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

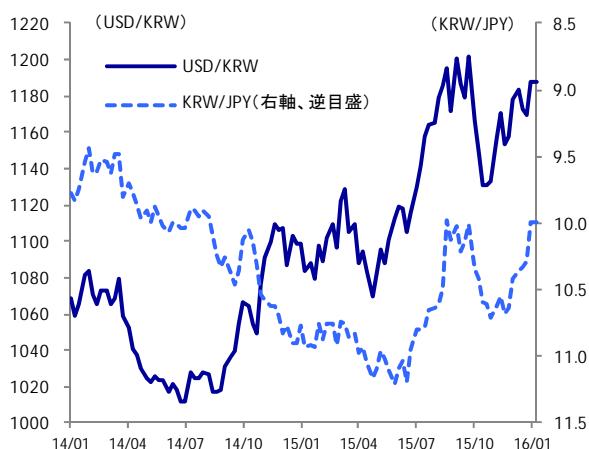


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：財政政策が経済を当面下支え

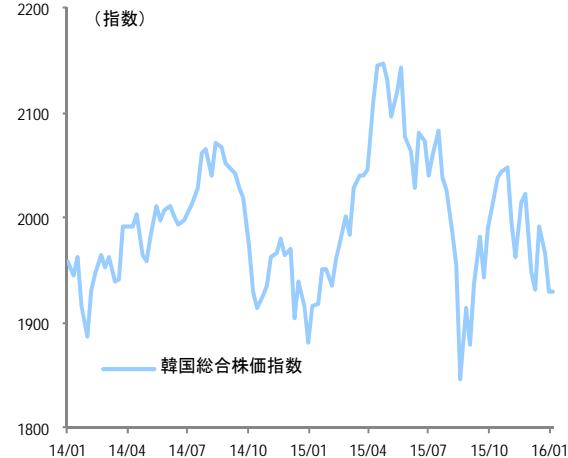
- 12月のKRWは小幅に下落した。他のアジア通貨同様、米利上げ前は弱含み一時1180台をつけるも、19日にムーディーズが韓国の信用格付けを引き上げたことを好感して値を切り返した。しかし、月末にかけてFOMC前の下げ幅分は取り戻せず、月末は1170台での推移となった。
- 韓国中銀(BOK)は12月10日の金融通貨委員会にて市場予想通り、全会一致で政策金利の据え置きを決定した。声明文は前回から大きく変化せず、輸出の不振は続くものの、国内消費は堅調との見方を維持した。
- 韓国経済は、中国経済の低迷などを背景に外需が落ち込んだことで成長の鈍化に苦しんできた。それでも、景気後退に陥らなかつたのは、MERS(中東呼吸器症候群)終息による消費者心理の回復、及び政府が補正予算や軽減税率を導入することで内需を活性化してきたためである。
- 今後も韓国経済が底堅い成長を続けるには、引き続き内需に依存する部分が大きい。しかし、韓国統計庁などが21日に発表した「2015年家計金融・福祉調査」によると、家計の可処分所得に占める債務の利払い及び返済額は24.2%となり調査を開始した2010年以降で最も高い数値となった(2010年時点では16.1%)。こうした中、8月に導入された各種軽減税率が今年に入り相次いで失効することから、家計の消費は徐々に先細る可能性が高い。
- 家計の消費に期待できない中、政府支出にかかる期待が大きかったものの、12月3日に可決された16年予算規模は386.7兆ウォンと15年補正後の予算規模384.7兆ウォンとほぼ変わらない金額に留まった。上半期に予算執行の68%が割り当てられていることから、年前半での景気腰折れは想定しないものの、年後半になるにつれ景気鈍化のリスクは高くなると考える。
- 内需の見通しが明るくない現状下、BOKは輸出の不振を回避するために急激なKRW高を容認しないだろう。また、今月には外国株式投資信託の為替差益を非課税とする法律が可決する見込みであり、KRW高抑制要因になる可能性が高い。
- 米追加利上げ期待からドル高KRW安圧力がかかるも、1~3月期は財政政策のサポートを受けて韓国経済は底堅い動きになると想定されることから、KRWはレンジ内推移が続くと予想する。

図表9:韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表10:韓国総合株価指数

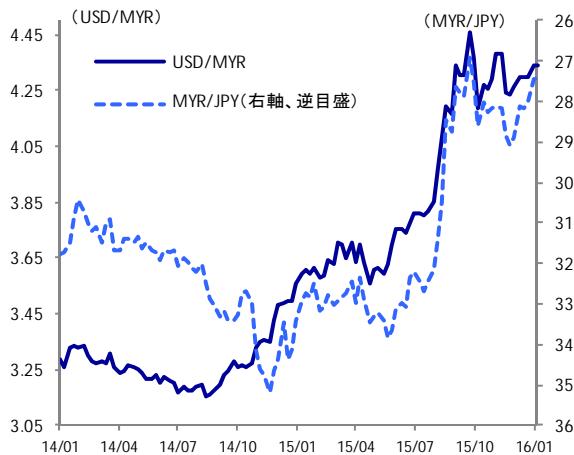


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：国内景気は堅調も、政治的リスクは残存

- 12月のMYRは下落した。FOMCを前に弱含み一時4.33台まで下落し、FOMC後も冴えない原油価格の動きを背景に軟調に推移した。月末にかけてもFOMC前の水準に戻ることなく4.29台での値動きに留まった。
- 緩やかなMYR安を背景に、マレーシア経済は堅調さを取り戻している。10月の輸出は前年比+16.7%と市場予想(同+8.4%)を大幅に上回る強い伸びとなったほか、5か月連続で増加した。他方、物品・サービス税(GST)導入による内需低迷を受けて、輸入が伸び悩んだことから、貿易黒字は4年ぶりの高水準となっている。
- 好調な輸出を受けて10月鉱工業生産も同+4.2%と、GST導入前の駆け込み需要対応で盛り上がった2014年同+5.1%に近い伸びとなっている。また、MYR安やGST導入によって低迷が懸念された個人消費は、自動車販売台数が8月以来前年比プラスを維持するなど底入れの兆しも伺える。
- こうした中、11月CPIは前年比+2.6%と10月(同+2.5%)から4か月ぶりに上昇幅が拡大した。但し、2014年ピークの同+3.5%を下回る状況は続いている。マレーシア中銀(BNM)の金融政策に与える影響は限定的だろう。
- なお、これまで政府財政への悪影響懸念からMYR安材料とされてきた政府系投資会社(1MDB)を巡る混乱は、中国企業による1MDBの資産購入及び負債一部の肩代わりが決定したことから収束に向かいつつある。12月5日には検察当局がナジブ首相を聴取することで、同氏に振り込まれた巨額資金の出所は「寄付」と結論付けて問題の幕引きを図った。
- しかし、1MDBをきっかけとした首相への不信感は払しょくされていない。マハティール元首相による抗議運動が依然続いている。統一マレー国民組織(与党、UMNO)内部でも副総裁ムヒディン氏を始めとした反対派が形成されるなど、政権基盤は悪化しつつあり、今後の政治動向には不透明感が増大している。
- 米利上げプロセスが続く中で、輸出増加をもたらし自国経済のけん引役となっているMYR安に対して、マレーシア政府及びBNMは通貨安容認姿勢を継続すると見られる。但し、4~6月期以降は堅調な国内経済を背景にMYRは緩やかに値を切り返すだろう。なお、過去にはタイで予想以上のデモ拡大が景気停滞を招いた例があり、マレーシア政府への抗議活動が急拡大することで国内経済を下押しするリスクには注意が必要だと考える。

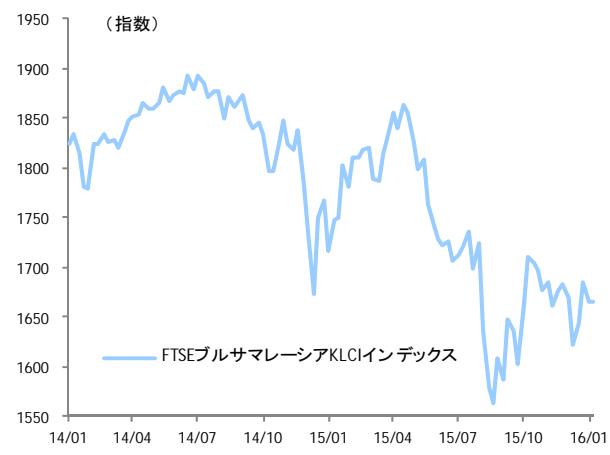
図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年1月6日

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

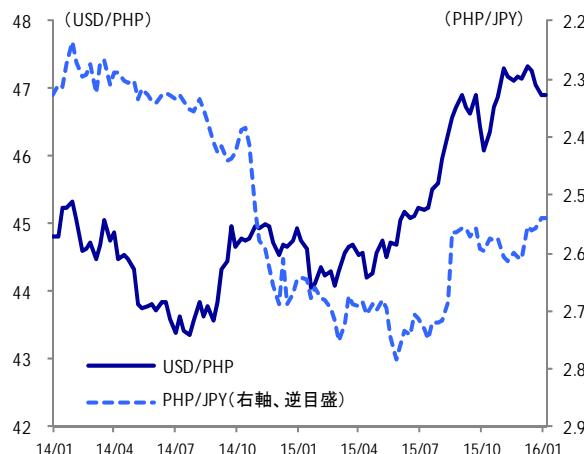


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):大統領選の新候補者が不安材料

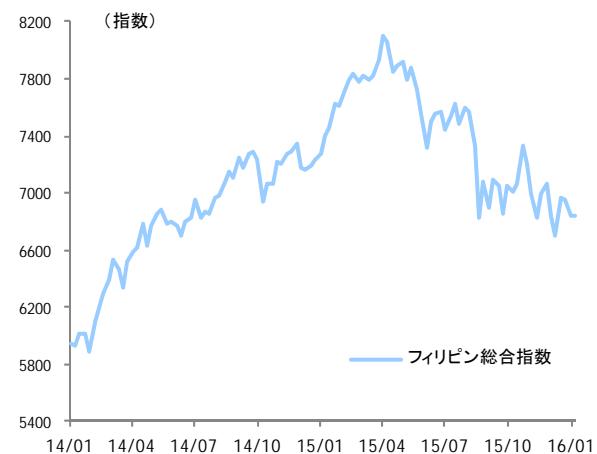
- 12月のPHPは一時下落するも、その後は買い戻される展開。月初は堅調な海外フィリピン労働者(OFW)送金を背景に一時46.9台まで買われるも、FOMCに向けて47.5台まで売り込まれた。FOMC後は徐々に買い戻され、月末にかけては46.9台まで値を戻した。
- 今年5月に予定されている大統領選挙において、元ダバオ市長のドゥテルテ氏の存在感が高まっている。同氏は外資誘致や汚職対策にも積極的だが、犯罪者を銃殺したと噂されるなど対外的なイメージに問題があると見なされており、当選した場合にはフィリピンからの資金流出を招きかねない候補者である。他方、これまで最も人気が高いとされてきたポー氏は、出馬資格を満たしていないとして選挙管理委員会が失格を決定した。同氏は最高裁に提訴する予定だが、選挙戦が本格化する2月になんでも出馬資格が確定しないだろう。なお、ポー氏の出馬資格問題を横目に、現副大統領のビナイ氏が12月下旬の調査で支持率トップとなっているほか、アキノ大統領が後継として指名したロハス氏の人気は引き続き低迷している。
- 経済動向を見ると、個人消費の源泉となるOEW送金は10月に前年比+0.2%と9月(同+4.3%)から2か月連続で増加したが、増加幅は2009年1月以来の低い水準となった。背景には世界経済の停滞や、資金洗浄への監視強化がある模様だ。但し、PHPベースでは10月同+3.7%と引き続き堅調に推移しており、今後も景気を下支えるだろう。
- 12月4日に発表された11月CPIは前年比+1.1%と、9月(同+0.3%)を底に反転の動きが見られる。但し、フィリピン中銀(BSP)のインフレターゲット(3.0%±1.0%)から、依然として大幅に下回る水準となっている。
- なお、12月17日のフィリピン中銀(BSP)金融政策決定会合では据え置きが決定され、当面の経済情勢と市場動向を見極める姿勢が示された。また、2016年のインフレ見通しを+2.3%から+2.4%、2017年は+2.9%から+3.2%に引き上げたが、小幅修正のため今後の政策に与える影響は小さいだろう。
- PHPは堅調な推移となる見通し。**背景としては、フィリピン経済は外需依存度が低いため、底堅い成長が期待できるほか、財政改革やPPP(官民パートナーシップ)の導入が引き続き対内直接投資を押し上げ、他の東南アジア国通貨比で堅調な推移となる見込み。

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

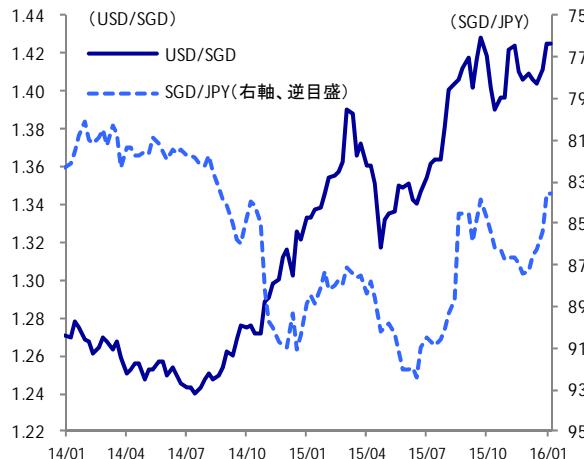


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD)：ドル高圧力を受けて上値重い展開

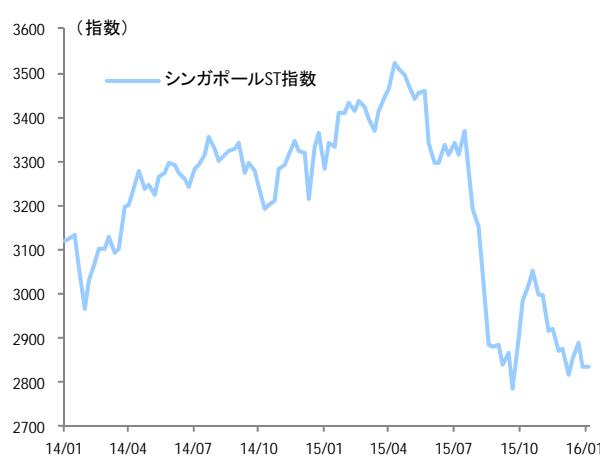
- 12月の SGD は方向感に乏しい展開。月初 ECB の追加緩和を背景にバスケット通貨であるユーロが買われたため、連れ高となり一時 1.39 台まで上昇するも、FOMC 前に 1.41 台まで下落。その後はレンジ内推移となつた。
- 1月 4 日に発表された 10~12 月期 GDP は、前期比年率+5.7%と市場予想（同+1.0%）を大きく上回り、2013 年 10~12 月期以来の高成長となつた。製造業は同▲3.1%（7~9 月期：同▲3.5%）と相変わらず低迷が続いたものの、GDP の 3 分の 2 を占めるサービス業が同+6.5%（7~9 月期：同+2.9%）と加速したことや公共事業の増加を背景に建設業が同+7.0%（7~9 月期：同▲4.9%）と回復したことが高成長の主因となつた。
- 但し、シンガポールの GDP は変動が激しく、かつ改定値が大幅修正される可能性もあるので来月以降に発表される 10~12 月期 GDP 改定値の発表を確認する必要がある。
- 10~12 月期は高成長となったものの、引き続きシンガポール経済の見通しは明るくない。10 月小売売上高は、前年比+2.7%と 3 月以来の低水準に落ち込み、11 月石油を除く地場輸出も同▲3.3%と 8 月以来のマイナス成長となつた。11 月鉱工業生産についても同▲5.5%と 10 か月連続で前年を下回る状態が続いている。主要貿易先である中国の 12 月製造業 PMI は、49.7 と 5 か月連続で景況感の判断の分かれ目である 50 を下回っており、引き続き製造業を中心にシンガポール経済の下振れリスクは高いだろう。
- こうした状況下でも、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)がすぐに SGD 高政策の見直しを行う可能性は低いと考える。インフレ率については、昨年の原油急落の影響が徐々に剥落し、上昇基調に転じる可能性が高い。また、現状の SGD 高誘導ペースは過去と比較して非常に緩やかな程度まで引き下げられており、GDP がほぼ政府見込み通りに推移している現状下では、SGD 高政策の見直しの必要性は後退していると考えられる。
- MAS が動かない以上、SGD が主体的に動くとは考えづらく、引き続き他のアジア通貨やドルの動向に左右される展開が続くと予想する。12 月 FOMC において 2016 年の政策金利見通しが引き下がらなかつたことで、1~3 月期についてはドル高圧力が続くと想定されることから、SGD は売られやすい地合いになると考える。

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

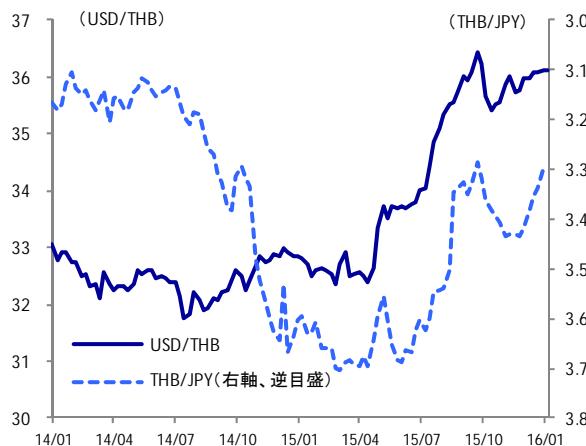


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):景気低迷も、底入れの兆し

- 12月のTHBは軟化した。月初、35.80近辺で取引が開始されるも、米利上げ観測を背景に軟化が続き36台前半まで下落。米利上げ後は一時値を戻すも下げ幅分は戻せず、年末を控え動意も薄いままで36台前半で引けた。
- 12月16日の金融政策決定会合にてタイ中銀(BOT)は政策金利を現状の1.5%に据え置いた。声明文では、依然として中国を始めとするアジア経済の減速をダウンサイドリスクとしつつも、政府支出と内需の拡大に加え、観光業の回復を受けて足許のタイ経済は緩やかに回復しているとの見方を示した。
- 実際にタイ経済は停滞しているものの、底入れの兆しも見られる。タイへの来訪者数は8月のバンコク爆弾テロを受けて8月(前月比▲3.2%)、9月(同▲8.1%)と低迷していたが、10月(同+2.0%)に底入れしている。
- また、個人消費との相関が強い消費者信頼感指数は、バンコク爆弾テロや民政移管プロセスの停滞を背景に9月にかけて9か月連続で低下していたが、その後11月にかけては2か月連続で上昇した。消費者の景気の先行きへの警戒感は弱まっていると考えられ、今後の消費拡大が期待できよう。
- インフレ動向を見ると、11月CPIは前年比▲1.0%(10月同▲0.8%)と低下幅は拡大し、11か月連続のマイナスとなった。そのため、BOTの利下げ余地は拡大したと言える。もっとも、BOTは楽観的な景気認識を示しているほか、減速の主因は原油価格の下落で、2016年の早い時期にはプラスに転じるとしており、利下げに踏み切る蓋然性は低いだろう。
- BOTは景気の先行きに関しては、引き続き緩和的な金融政策とTHB安が下支えるとしている。また成長見通しは、2015年をこれまでの+2.7%から+2.8%に小幅に上方修正した一方、2016年は中国を始めとしたアジア経済の低迷や、2015年夏以降の干ばつにより農業生産及び農業従事者の所得が低迷することなどを理由に、+3.7%から+3.5%に下方修正した。
- 他方、17日にソムキット副首相は2016年の経済成長率は景気刺激措置の効果で、+3.5%～4.0%に加速するとの見通しを示している。しかし、政策による景気押し上げ効果は未知数で、今後の取り組み次第と考えられる。
- 景気低迷を受けた株式資本流出と民政移管の遅れによる直接投資減少がTHBの重石となるだろう。米利上げに伴いTHBは3月かけて37付近まで下落するが、米利上げプロセスの頓挫により年後半には35台まで回復すると予想する。

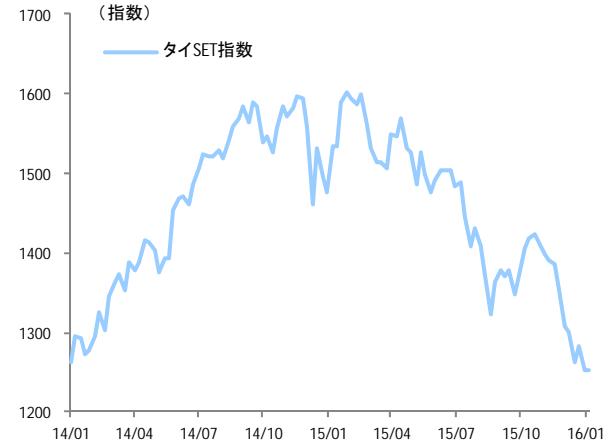
図表 17: タイバーツ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年1月6日

図表 18: タイSET指数

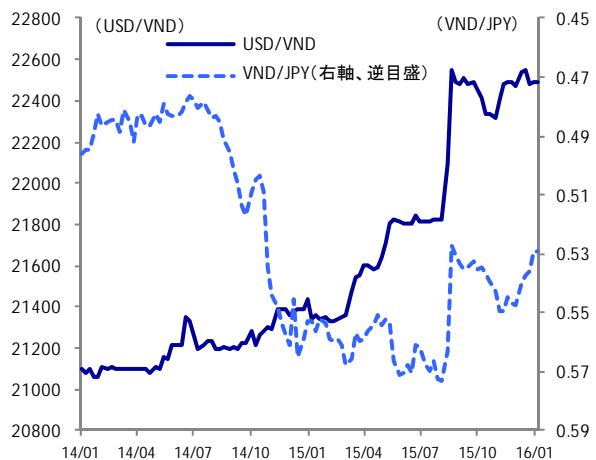


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND): SBV は中心レートの日次更新を再開

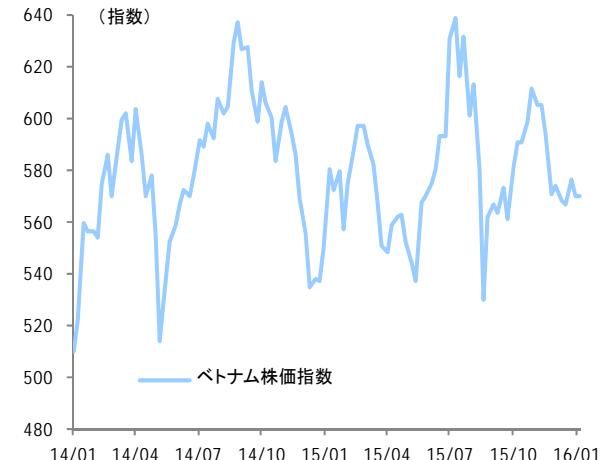
- 12月のVNDは横ばい。先月に引き続き取引バンド上限付近の22400台後半で推移した。非公式レートは上限(22545)を突き抜けた22600台での推移となり、一時22700台をつける場面も見られた。
- 12月26日に発表された10~12月期GDPは、前年比+7.08%と7~9月期(同+6.88%)から更に加速し、2010年10~12月期以来の高成長となった。通年で見ても同+6.68%と政府目標(同+6.2%)を上回る結果となっている。産業別にGDP寄与度(前年比)を見ると、商品価格の下落を背景に鉱業は低迷(7~9月期:同+0.21%→10~12月期:同+0.09%)した。一方、VND安を背景に製造業が成長をけん引(7~9月期:同+4.66%→10~12月期:同+4.83%)。また、サービス業(7~9月期:同+2.83%→10~12月期:同+2.86%)と農業(7~9月期:同+0.20%→10~12月期:同+0.47%)も成長を下支えした。
- 1月4日にベトナム国立銀行(中央銀行、SBV)は、2009年12月以来となる中心レートの日次更新を再開すると発表し、21890の中心レートを21896へと僅かながらVND安方向に切り下げた。なお、中心レートから±3%の範囲内としている取引バンドについては維持した。
- ベトナムの外貨準備は9月末時点では307億ドルと6月末(373億ドル)から3か月で▲66億ドルと急速に減少しており、VND安方向に振れた際にSBVがドル売り介入をする余力は低下していた。そのため、SBVはレートを柔軟に変更する方向へ舵を切ったと考えられる。
- SBVは、今後対ドルだけでなく、EUR、CNY、JPY、TWD、KRW、THBやSGDとのレートも参考にしながら中心レートを決めるとしており、今後は為替市場全体の動向にVNDも反応しやすい地合いになるだろう。
- 2016年上旬は、米利上げ期待を受けたドル高圧力から、他アジア通貨も軟調な値動きが続くと予想される。こうした中、SBVは他アジア通貨に合わせて、徐々にVNDを切り下げていくと考えられ、直に23000を超えると考える。また、外貨準備が減少しており、昨年8月のようなCNY切り下げなどのショックが発生した時には、大幅にVNDが切り下げられる可能性があることには留意したい。

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

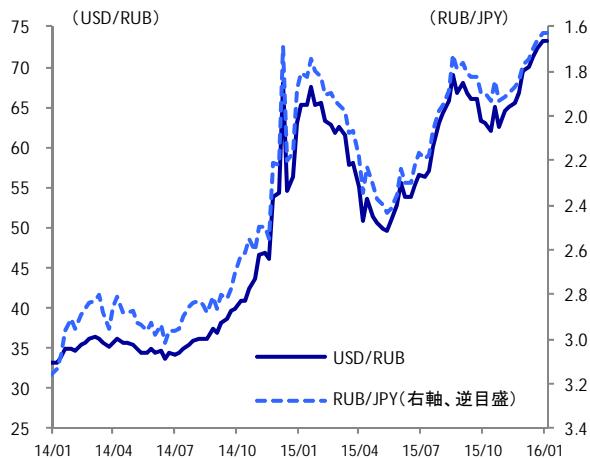


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 2016 年の RUB も原油価格動向次第

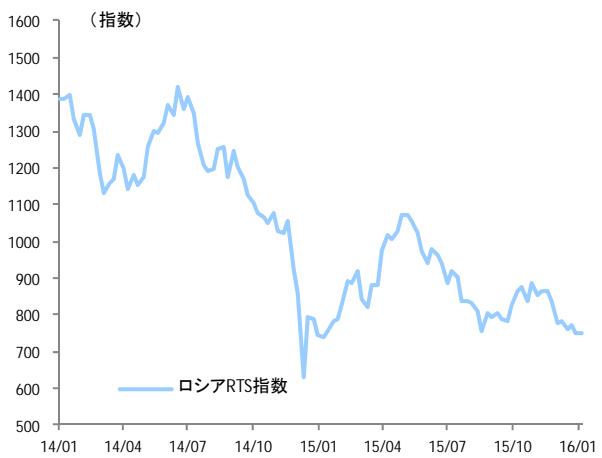
- 12 月の RUB は年初来安値を更新する展開。原油との相関は必ずしも緊密ではなかったが、続落の背景に原油続落が影響していたのは間違いない。
- 12 月 4 日、注目された OPEC 総会は、原油減産を見送っただけでなく、現状追認の形で産出量を日量 31.5 百万バレルに拡大。翌週明け 7 日以降、原油価格(ブレント直物)は 40 ドル/バレルを割り込み、年末を前に 2008 年末につけた安値(33.76 ドル/バレル)に迫る水準まで続落している。
- 11 日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会では、政策金利(1 週間物入札金利)の据え置きと▲50bp とがほぼ半々に見込まれたが、結局、CBR は金利を据え置いた。ナビウリナ総裁は「向こう 3 回の委員会(1 月、3 月、4 月)のいずれかでは(少なくとも 1 回は)利下げする」と明言したものの、従来との比較で利下げ余地が狭まっているとの印象は避けられなかった。
- 12 月は他の主要中銀に大きな動きが見られた。預金ファシリティ金利の引き下げなど ECB による追加緩和は、事前にドラギ総裁らが期待を膨らませた分「期待外れ」との評価で EUR 全面急騰を招き、RUB も対 EUR では大きく水準を切り下げる。FRB による利上げは事前に市場の織り込みが十分に進んでおり、RUB の値動きに影響を与えた様子はほとんど読み取れなかった。
- 引き続き RUB 動向は原油価格次第であろう。12 月中に発表されたロシア経済指標は 11 月鉱工業生産、同失業率、同小売売上高、同月次 GDP など失望を買う数字が目立ったが、それら一連の経済指標の低迷にも原油価格低迷が影を落としているのは間違いないだろう。
- ひとつ気に掛けておきたいのは、クドリン元財務相の政府要職への復帰が観測され始めたこと。足許ロシア経済不振の根底に原油価格低迷があるのは間違いない。いかに財界/市場の信任厚い同元財務相とはいって、原油価格に影響を及ぼすのは容易ではなかろう。それでも、ロシアが世界の原油のおよそ 9 分の 1 を産出する世界一の原油輸出国である事実を鑑みて、ロシア自身が一定の原油価格形成能力を有する事実は認識しておきたい。
- 米原油輸出は解禁されたものの、2016 年も米シェール石油生産は引き続き頭打ち傾向にあると考える。仮にロシアが近い将来生産調整に動くことがあれば、OPEC(サウジアラビア)も協調減産に踏み切ることも荒唐無稽な話とは言えない。2016 年の原油は反発を招く動きが出やすいと予想する。

図表 21:ロシア RUB 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

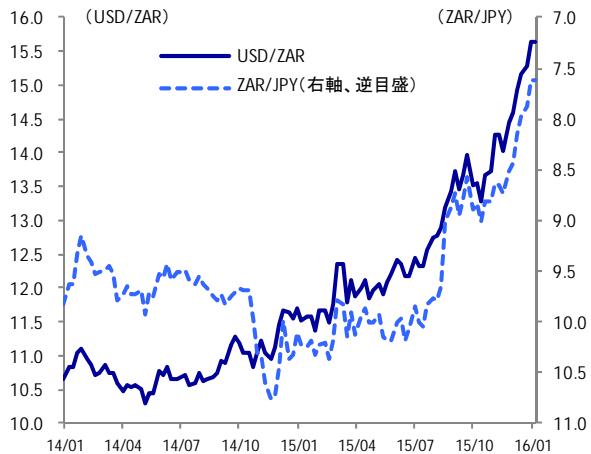


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：ズマ大統領の財政健全化軽視が重石

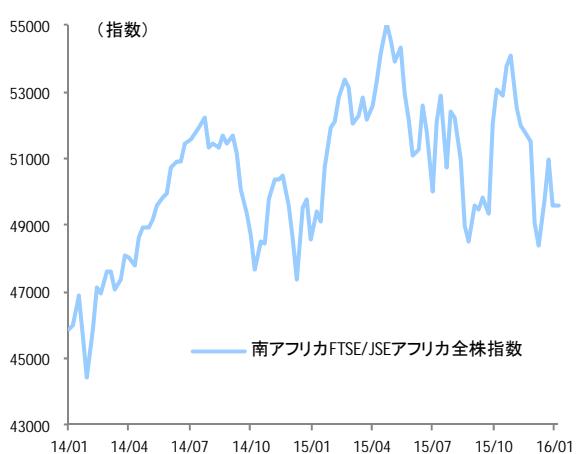
- ・12月のZARは、間に乱高下を挟んでほぼ一貫して軟調推移。乱高下する局面で対USD、対EURなどで史上最安値を大幅に更新した。
- ・月初、堅調に滑り出したZARが軟調に転じたのは4日。一部格付会社による南ア外貨建長期国債の投資適格級の最下級への格下げは広く予想された通りだったものの、同日に別の格付会社が同格付見通しを「中立」から「格下げ方向」へ予想外に引き下げたことで、ZAR売り圧力となった。
- ・更に9日、欧州市場引け後にズマ大統領がネネ財務相更迭を発表。後任に市場では殆ど無名のファンルーエン議員を指名した。ZARは対USDで史上最安値を大幅に更新し、11日までに16.0485まで暴落した。
- ・ズマ大統領は13日、ファンルーエン新財務相に替えてゴーダン元財務相を財務相に任命。週明け14日以降、南ア資産市場は大きく反発した。
- ・16日に開かれたFOMCで25bp利上げが決定されたのは事前に広く織り込まれた通りだったが、その後月末までZARは軟調推移を続けた。AUD、CADなど他の商品通貨、BRL(商品通貨である)、TRYなど他の新興市場通貨が前後して対USDで反発に転じたのとは対照的な値動きと言えた。
- ・今般の財務相交代劇は、南アの抱える問題の深刻さを露呈したと言えよう。ネネ財務相更迭の背景には、南ア航空再建、原発建設調達などに絡む歳出増を巡ってズマ大統領との間に確執があったものと考えられ、大統領自身の財政健全化に向けた意欲の乏しさを内外に喧伝したからだ。現状のままでは、ZARの中長期的な反発を見せる可能性はより低くなったと言えよう。
- ・とりわけ、複数の格付会社が同国債格付・格付見通しを引き下げた5日後に財務相を突然更迭するという政治感覚は、経常赤字ファイナンスを国外からの投資資金に頼る国の元首としては甚だ心許ないと言わざるを得ないだろう。上述格付会社に続いて、15日にはまた別の格付会社が同国債格付見通しを「格下げ方向」に引き下げている。
- ・特に、4日に見通しを引き下げた格付会社は同外貨建長期国債格付を投資適格級の最下級としており、仮に将来格下げが実施されれば、大手3社のうち1社とはいえ、同格付が投機的等級に引き下げられることになる。
- ・敢えてZARにとって明るい材料を探すのであれば、南アの主力輸出產品である貴金属/産業金属に底打ちの兆しが見られることが挙げられよう。

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

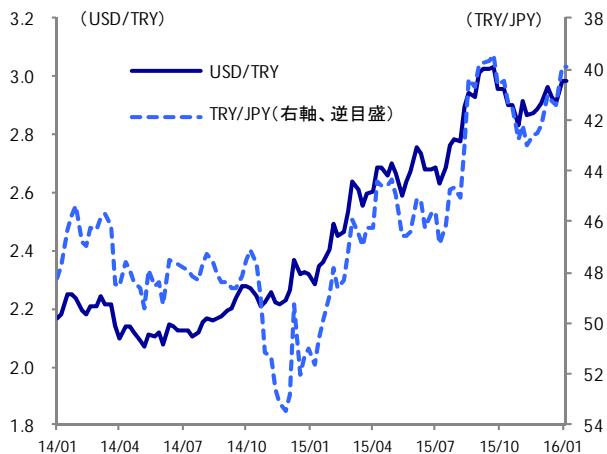


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：トルコ経済の安定を見込むには時期尚早

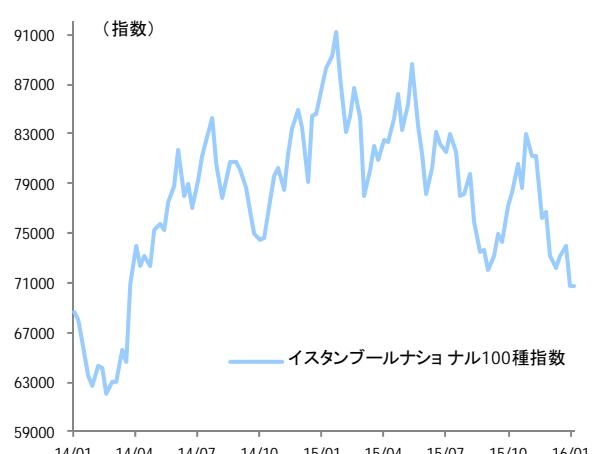
- 12月のTRYは月初こそ軟調推移となるも、FOMC前に底打ち、月後半はレンジ内で堅調に推移した。月を振り返って対USDでほぼ横ばいとなった。
- 11月末に発表された10月貿易収支の小幅改善を皮切りに、12月中に発表されたトルコ経済指標は、10月小売売上高、同鉱工業生産、同経常収支、7～9月期GDPなど、経済の堅調を示すものが目立った。
- また、原油価格が続落し、一段と水準を切り下げるこども、燃料・資源の純輸入国であるトルコの経済にとっては好材料と読み、上述トルコ経済指標の改善に寄与すると同時に、ZARやRUBなど資源通貨でもある他の新興市場通貨との比較でTRYの堅調を裏付ける役割を果たした。
- 16日のFOMCによる9年半ぶりの利上げ(+25bp)は事前に市場に織り込まれた通りの決定と言えた。また、トルコ中銀(CBRT)は「FRBの金融政策正常化に伴って」自らの金融政策も簡素化する方針を明確にしていた。これは、CBRTもFRBの利上げに追随する姿勢と読まれており、FOMCに前後してTRYが底打ち反発する要因のひとつになったものと考えられた。
- 果たして22日、CBRTは主要政策金利を全て据え置き。市場の大半は指標金利(1週間物レポ金利)の少なくとも25bp以上の利上げを予想しており、この結果には意外感が強かった。しかし、TRYの反応は緩慢で、金利据え置き発表直後こそ大きく売り込まれたものの、程なく反発、23日以降月末に掛けてはTRY堅調推移が支配的となった。
- CBRTによる12月の利上げ見送りはエルドアン大統領周辺からの政治的圧力に屈した結果と考えられる。また、CBRTが8月に発表し、上述「金融政策の簡素化」に向けた指針を示した「行程表(ロードマップ)」を自ら蔑ろにした決定とも言えた。中央銀行の政治からの独立が脅かされ、中央銀行に対する市場の信頼が揺らぐような状況は、当該国の通貨・資産に対し中期的には決して良い影響を与えないだろう。
- 12月金融市场はトルコ経済指標全般の改善を好感したが、同国経済が燃料価格上昇に対して極めて脆弱な構造にあることには注意が必要。原油価格反発は、トルコの貿易/経常収支に悪影響するだけでなく、物価を押し上げ、実質金利を一段と押し下げるによって、トルコ資産の魅力を一層そぎ落とすことにはかないからだ。

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 1~12月(実績)	SPOT	2016年 3月	6月	9月	12月	2017年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.1818 ~ 6.4939	6.5159	6.50	6.46	6.40	6.38	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7495 ~ 7.7744	7.7516	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	61.295 ~ 67.128	66.596	67.0	67.5	63.0	62.5	61.0
インドネシアルピア	(IDR)	12378 ~ 14828	13892	14500	14000	13700	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1065.21 ~ 1208.72	1188.22	1200	1180	1160	1160	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	3.4960 ~ 4.4812	4.3428	4.40	4.15	4.02	3.92	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	43.950 ~ 47.520	46.911	47.5	46.5	45.7	44.9	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3151 ~ 1.4366	1.4256	1.43	1.39	1.36	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	30.354 ~ 33.329	33.162	33.50	33.40	33.10	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	32.29 ~ 36.67	36.16	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	21256 ~ 22547	22485	22800	23300	23300	23400	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	48.1365 ~ 74.3525	73.3907	70.00	68.00	65.00	60.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	11.2575 ~ 16.0543	15.6340	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.2727 ~ 3.0752	2.9872	3.00	3.20	3.35	3.50	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	2.5493 ~ 4.2478	4.0078	4.20	4.28	4.21	4.20	4.20
メキシコペソ	(MXN)	14.4357 ~ 17.4675	17.3404	17.00	16.90	16.60	16.40	16.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.210 ~ 20.285	18.270	18.92	18.89	18.75	18.18	18.11
香港ドル	(HKD)	14.946 ~ 16.233	15.358	15.85	15.72	15.46	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.747 ~ 1.971	1.788	1.84	1.81	1.90	1.86	1.89
インドネシアルピア	(100IDR)	0.806 ~ 0.969	0.857	0.848	0.871	0.876	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.688 ~ 11.266	9.998	10.25	10.34	10.34	10.00	10.09
マレーシアリンギ	(MYR)	26.646 ~ 34.334	27.453	27.95	29.40	29.85	29.59	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.521 ~ 2.800	2.540	2.59	2.62	2.63	2.58	2.58
シンガポールドル	(SGD)	82.40 ~ 92.89	83.51	86.01	87.77	88.24	87.22	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.551 ~ 4.078	3.590	3.67	3.65	3.63	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.250 ~ 3.737	3.294	3.32	3.34	3.33	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5178 ~ 0.5768	0.5295	0.54	0.52	0.52	0.50	0.49
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.613 ~ 2.652	1.622	1.76	1.79	1.85	1.93	1.92
南アフリカランド	(ZAR)	7.548 ~ 10.453	7.615	7.94	8.13	7.74	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	38.853 ~ 52.258	39.852	41.00	38.13	35.82	33.14	32.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.163 ~ 46.148	29.702	29.29	28.50	28.50	27.62	27.38
メキシコペソ	(MXN)	6.764 ~ 8.199	6.866	7.24	7.22	7.23	7.07	7.01

(注)1. 実績の欄は12月31日まで。SPOTは1月6日の7時20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%)				经常取支(対GDP比%)			
	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
エマージングアジア												
中国	7.4	7.0	6.7		2.1	1.5	1.8		1.9	3.1	2.8	
インド	7.1	7.4	7.6	7.9	10.4	5.4	6.3	5.9	-1.3	-1.2	-1.8	-1.9
インドネシア	5.0	4.8	5.0	5.3	6.4	6.5	5.2	5.4	-3.0	-2.4	-2.3	-2.4
韓国	3.3	2.5	2.9		1.3	0.7	1.8		6.3	7.1	6.7	
マレーシア	6.0	4.9	5.2	5.4	3.2	2.1	2.7	3.0	4.6	3.2	3.5	3.5
フィリピン	6.1	5.7	6.2	6.3	4.2	1.3	2.3	3.1	4.4	4.0	3.5	3.7
シンガポール	2.9	1.9	2.0	3.4	1.0	-0.5	0.0	1.5	19.1	20.3	19.0	19.5
タイ	0.7	2.9	3.3	4.0	1.9	-0.8	1.3	2.8	3.5	5.7	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	7.0	7.3	1.8	0.6	2.5	3.5	4.9	0.2	-0.5	-1.2

(注)インドの実質 GDP 成長率は 2015 年から新基準

(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				2017			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
エマージングアジア									
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10
インド	翌日物レボ金利	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.50	6.50	6.50
インドネシア	翌日物金利	7.50	7.25	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
韓国	7日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
マレーシア	翌日物金利	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.00	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50

(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に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。