

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：株の動向が新興国通貨を左右する	2
中国人民元(CNY)：基準値が大幅に CNY 安方向に設定される	3
インドルピー(INR)：資金流出と INR 安との悪循環の恐れも	4
インドネシアルピア(IDR)：経済改革が好材料も資金流出が重石に	5
韓国ウォン(KRW)：内需の勢いに陰りが見え始める	6
マレーシアリング(MYR)：国債からの資金流出が潜在リスク	7
フィリピンペソ(PHP)：OFW 送金額はピークアウトか	8
シンガポールドル(SGD)：MAS は静観を続ける	9
タイバーツ(THB)：輸出不振が景気停滞を増幅	10
ベトナムドン(VND)：他アジア通貨に左右される状況が続く	11
ロシアルーブル(RUB)：原油価格の復調がすべての鍵を握る	12
南アフリカランド(ZAR)：好材料が出るも政治が相変わらず弱点か	13
トルコリラ(TRY)：世界的株反発なら追い風だが資源高は悪材料	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

齋藤 周
03-3242-7065
amane.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

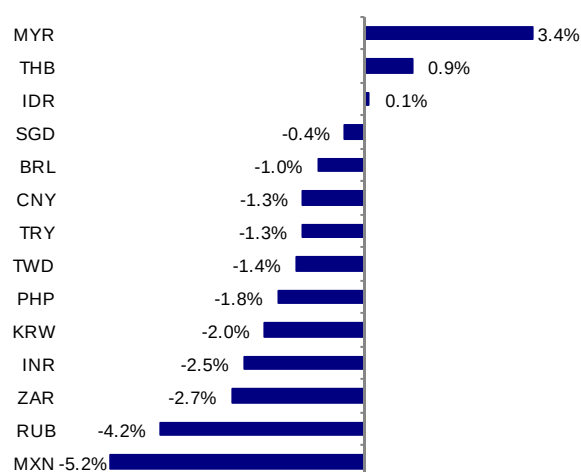
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7012-5100
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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:株の動向が新興国通貨を左右する

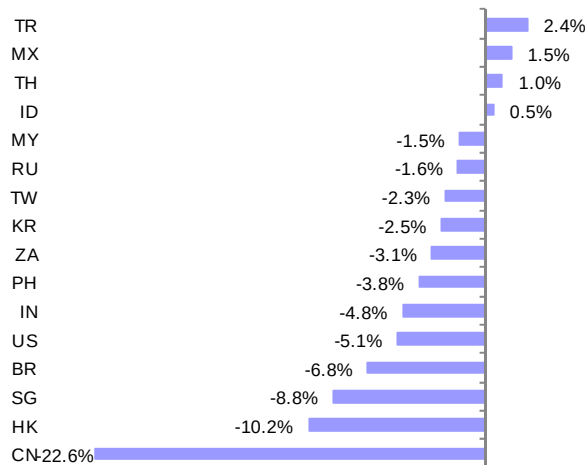
- 1月の新興国通貨は、中国人民銀行(PBoC)によるCNY基準値の大幅切り下げ、12年8か月ぶりの最安値まで低下した原油価格を背景に、月初からリスクオフムードが広がったことで、軒並み下落する展開となった。その後はPBoCがCNY安定方向へ為替政策を転換し、原油価格も落ち着きを取り戻したことで売り圧力は後退したものの、引き続き安値圏に留まる新興国通貨が目立った。
- PBoCは、昨年8月の切り下げ以降、対ドルではなくNEER(名目実効為替レート)ベースのCNYレートを重視している。年末までは同レートの安定推移を重視していたが、年初に突如として切り下げ方向に政策転換したことで、金融市場に大きな混乱をもたらした。その後はNEERベースのCNYが安定推移したことを受けて、基準値はほぼ横ばいに設定され続けた。
- 27日に公表されたFOMC声明文では、海外経済の低迷や金融市場の混乱が米景気に与えるダウンサイドリスクを注視するとの文言が追加され、また物価が中期的に目標である+2%に向かっていくことに比較的自信を持っているとの文言が削除された。若干ハト派寄りの声明文となったものの、追加利上げの後ずれを示唆するまでには至っていない。米経済指標の結果によって、追加利上げ期待の高まり・後退が引き続き見られるだろう。
- イラク石油相がサウジアラビアとロシアが減産について協議し始めたと言言する一方で、UAEのエネギー相が「現在の価格が続けば非OPEC国は減産に踏み切るだろう」と生産調整に後ろ向きなコメントも見られた。OPEC内でも意見は統一されていないと推測され、生産調整が本格的に進む可能性は未だ低いことを示している。投機的なポジションの剥落による小幅反発は期待できるものの、本格的な原油価格の上昇は当面先となるだろう。
- CNY基準値が安定し、FRBの姿勢も大きく変わらないと予想されることから、引き続き原油動向とそれに伴う株価の動向が新興国通貨に多大な影響を与えるだろう。本格化している10~12月米企業決算では、エネルギー産業を中心に業績見通しを大きく引き下げる企業も出始めており、予断は許さない状況にある。原油安が再度進めば、株式の下落を引き起こし、新興国通貨にも更なる売り圧力がかかるだろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年1月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年1月)

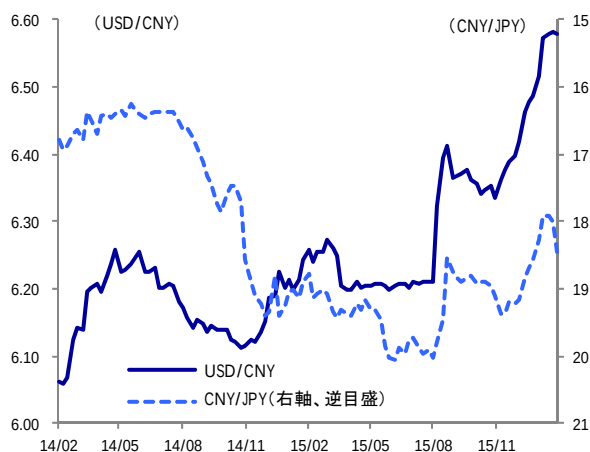


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY):基準値が大幅に CNY 安方向に設定される

- 1月のCNY相場は上旬に下落するも、その後は横ばい推移。中国人民銀行(PBoC)は年明け以降、CNY基準値をCNY安方向に設定し、一時CNYは6.60付近まで下落した。その後は金融市場の不安定化を受け、基準値が横ばい方向での設定が続いたため、CNYは安定推移した。
- 13日に発表された中国12月貿易統計では、輸出(ドル建て)が前年比▲1.4%(市場予想:同▲8.0%、11月:同▲6.8%)と市場予想及び前月実績を上回る結果となった。3か月移動平均で見た基調は横ばいに留まっているものの、CNY建てで見た12月輸出は前年比+2.3%と昨年6月以来となるプラスの伸びを記録した。昨年8月に行われたCNYの実質的な切り下げ効果が、徐々に顕在化している可能性が高まっており、今後の輸出回復に期待が持てる内容となっている。但し、今後発表される1月及び2月の貿易統計は旧正月の影響で毎年大きくぶれる傾向にあり、単月ではなく1月・2月を通して見る必要がある。そのため、中国の輸出が底を打ったかどうか判断できるのは、早くとも2月の貿易統計が発表される3月になると考えている。
- 19日に発表された中国10~12月期GDPは、前年比+6.8%と市場予想(同+6.9%)及び7~9月期(同+6.9%)を下回る結果となった。2015年通年で同+6.9%と政府目標(同+7.0%前後)には収まったものの、成長をけん引してきた総資本形成が、前年比寄与度で見ると3四半期ぶりに失速(7~9月期:+3.0%→10~12月期:同+2.5%)するなど、先行きに懸念を残した。
- 明るい材料は、同日発表の12月小売売上高が同+11.1%と前月(同+11.2%)を下回るも、3か月移動平均で見ると上昇基調を保ったことにある。こうした底堅い消費の伸びが景気の腰折れを防ぐものの、輸出の回復とそれに伴う生産の持ち直しが見られない限り、中国経済の低迷懸念を払しょくすることはできないだろう。
- PBoCは今年に入りCNYの基準値を突如として切り下げたことで、市場に不安を拡げてしまった。PBoCの更なるCNY安誘導を警戒し、CNY売り圧力は高まり続けるだろう。また、3月ECB理事会に向けて、追加緩和と期待を受けたEUR安とそれに伴うNEERベースのCNY上昇が見込まれる。そのため、PBoCがNEERベースのCNY上昇を抑えるために、3月にCNY基準値を一段と切り下げる可能性が高いと考える。

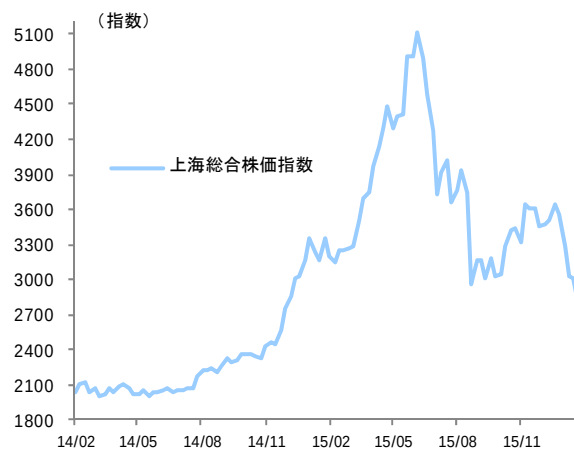
図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年2月2日

図表 4: 上海総合株価指数

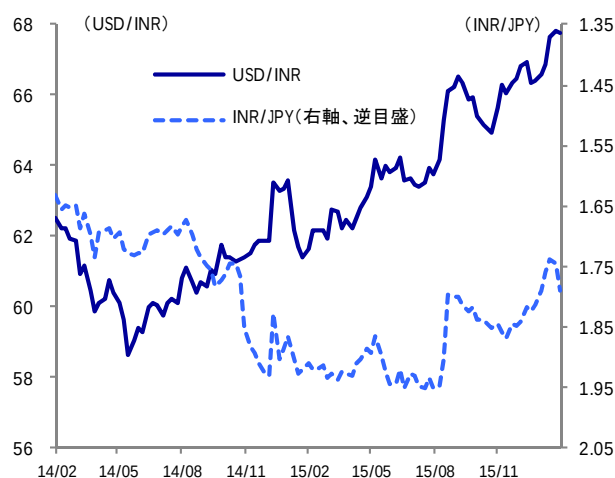


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR): 資金流出と INR 安との悪循環の恐れも

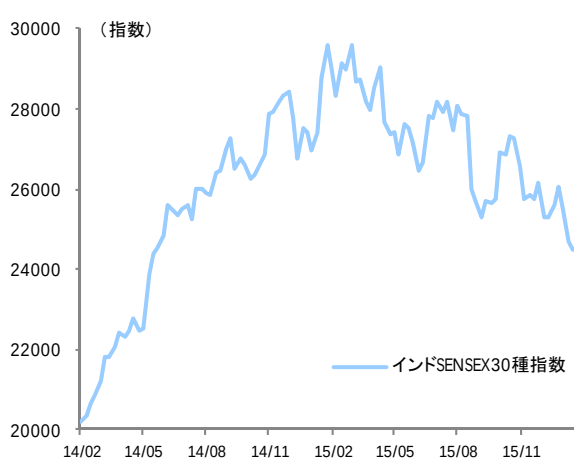
- 1 月の INR は下落。原油価格の下落と世界的な株安を背景にリスクオフムードが広がったことを受けて、月を通して売り込まれる展開となった。月末にかけては、2013 年 9 月以来の安値となる 68.225 をつける場面も見られた。
- インド経済は生産が一時的に落ち込んだものの、他新興国比で堅調な推移が続いている。12 月製造業 PMI は 49.1 と 2013 年 10 月以来、景気の拡大/縮小の分かれ目となる 50 を下回った。また、11 月鉱工業生産も前年比 ▲3.2% と 2014 年 12 月以来のマイナスに陥っている。もっとも、製造業の弱い動きは昨年 11 月中旬以降の豪雨により、自動車産業集積地であるタミルナド州の生産が縮小した一時的な影響だと思われる。サービス業やコンポジットの PMI は引き続き 50 を上回り、景気は底堅さを維持している。
- インド準備銀行(RBI、中央銀行)は、2017 年 3 月のインフレ率が +5% に収まることが見込めるような経済環境が続けば、「一段の緩和余地を利用する」と、先行きの緩和を示唆している。12 月のインフレ率は前年比 +5.61% と上昇しているが、2015 年末の中銀目標(同 +6.0%)を下回っており、引き続き RBI は追加利下げを窺い続けるだろう。
- 政府は物品・サービス税(GST)に関し、今年 10 月の導入を目指している模様である。7 日には政府(与党、BJP)が最大野党である国民会議派の要求を受け入れるとの歩み寄りを表明し、17 日にガンジー国民会議派副総裁は「政府との妥協は可能」と発言している。もっとも、同副総裁は GST 関連法案に反対してきたのは野党時代の BJP だと批判しており、両者が歩み寄れるかはいまだに予断を許さない情勢が続いている。
- 2016 年度に実施される公務員給与の引き上げに加えて、2 月末に公表予定の今年度予算では、サービス税が +1.5% 程度引き上げられる可能性があり、インフレ圧力が強まる可能性が高い。また、財政緊縮姿勢が続くと見られるが、引き続きインフラ投資などへの予算が維持されるかが注目される。
- 2014 年秋頃からの原油価格下落は経常赤字の縮小をもたらし、INR の需給を改善要因として働いていた。しかし、足許ではその効果は薄れつつあり、加えて中国経済停滞を背景としたリスクオフの動きが、インドからの資金流出を促している。資金流出による INR 安が更なる資金流出に繋がる悪循環に陥りつつあり、2016 年上半期中に 70 を超えると予想する。

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

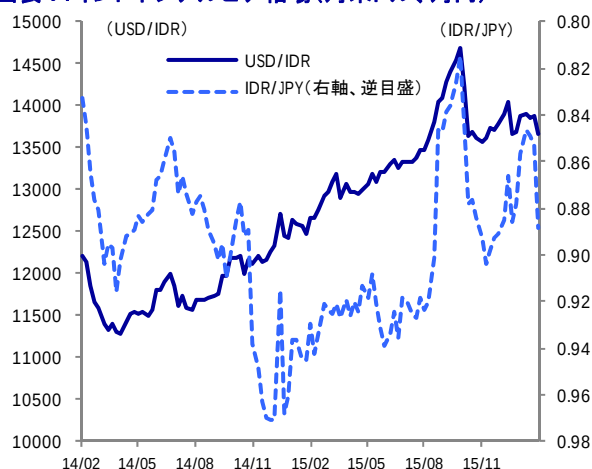


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : 経済改革が好材料も資金流出が重石に

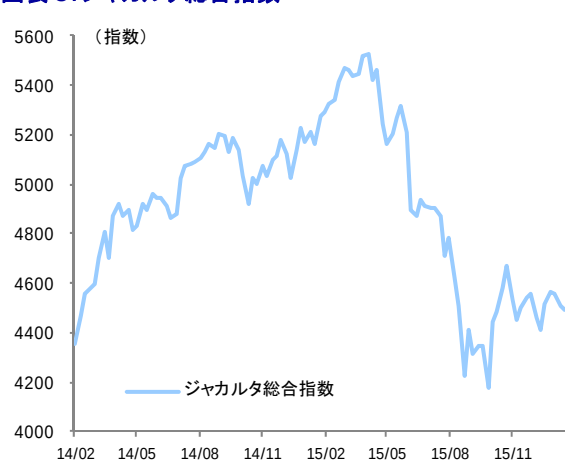
- 1 月の IDR は底堅い値動きを見せた。市場全体にリスクオフムードが広がったものの、インドネシア中銀 (BI) が政策金利の引き下げたことなどが好感され、13800～14000 のレンジ内推移が継続。月末にかけては、日銀マイナス金利導入を受けたリスクセンチメントの改善などを受けて、13700 台まで買い進まれた。
- インドネシア経済は低調な推移を続けているが、底入れの動きもみられる。12 月の製造業 PMI は 47.8 と 2014 年 10 月以来、景気拡大と縮小の境目である 50 を下回る推移が続いているものの、11 月から上昇した。また、12 月消費者信頼感 は 107.5 と 3 か月連続で上昇している。
- 個人消費や設備投資が伸び悩む中で、景気けん引役として期待されていた公共投資は、2015 年前期には省庁再編などの影響を受けて執行が前年比 ▲50% 程度になるなど大幅な遅れがでていた。しかし、8 月以降は徐々に前年比で執行額が増加に転じ、11 月には同 +49.1% の高水準になっている。2016 年にかけては、事業の入札手続きが既に開始されるなど、迅速化の取り組みがなされており、公共投資の加速が経済を下支えする見込みだ。
- 14 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政策金利 (BI レート) が市場予想通り 7.50% から 7.25% に引き下げられた。BI の利下げは低迷する国内経済の下支えを目的にしたもので、4 日に発表された 12 月消費者物価指数 (CPI) が前年比 +3.35% と 11 月 (同 +4.89%) から大幅に減速したことや年明け後の IDR 相場の安定が後押しした。
- 声明文では、「この決定は BI が過去の声明文で緩和余地を指摘してきたことと整合的である」とし、「さらなる利下げは国内外経済についての厳密な調査の後に行われる」としている。また、「2015 年 10～12 月期の経済成長は財政政策や金融緩和にも拘わらず十分に改善しなかった」ことが指摘されており、これが今回の利下げの理由となっている。なお、次回 2 月会合で BI は緩和効果を確認するために現状維持を続けると予想する。
- 中国の景気停滞による商品価格下落、3 月～4 月に予想される 2 度目の米利上げを背景に、IDR は 2～3 月期にかけて 14300 をうかがう展開を予想する。但し、米利上げプロセスの頓挫により、その後は IDR 高方向に切り返す展開を予想する。

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

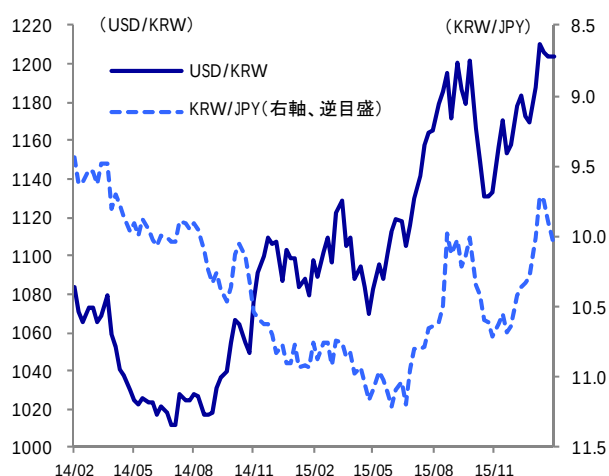


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW) : 内需の勢いに陰りが見え始める

- 1月のKRWは軟調に推移。月初、世界的な株安や地政学リスクを背景に軟化すると、米12月雇用統計の良好な結果を受け、5年ぶりとなる安値をつけた。月末にかけては、リスクセンチメントの改善を背景に1200を下回る展開となった。
- 26日に発表された韓国10～12月期GDPは、市場予想通り前年比+3.0%（7～9月期：同+2.7%）となる一方、前期比でみると+0.6%（7～9月期：同+1.3%）と減速した。住宅投資が前期に大きく伸びた反動（7～9月期：前期比+5.1%→10～12月期：同▲6.1%）が影響した模様だ。家計債務は過去最高水準にあり、また住宅在庫も積み上がっているため、韓国住宅市況の先行きは明るいとは言えない状況にある。
- 韓国経済は、引き続き外需が伸び悩む中、内需がけん引するという構造は変わっていない。しかしながら、1月消費者信頼感が100と2015年7月以来の低水準まで低下したほか、12月の百貨店売上高が前年比▲5.7%となり、2015年8月以来となるマイナスの伸びを記録するなど、内需の勢いに陰りが見え始めている。
- 14日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では政策金利が市場予想通り1.50%に据え置かれた。同日に発表された最新の経済見通しでは、2016年の成長見通しを+3.2%から+3.0%へ、インフレ見通しを+1.7%から+1.4%へ、それぞれ前回(10月)から切り下げた。物価に関しては、BOKの目標値である+2.0%から更に下ぶれすることを予想しており、BOKの追加緩和余地が広がっていることを示した。
- 一方で、李BOK総裁はCNYや原油市場を始めとする各種金融市場の変動が増大していることを懸念すると発言、追加利下げがKRWの急落を招き、実体経済に悪影響を及ぼすことを避けたいとの思惑があったと思われる。恐らく、追加利下げは中国の経済が回復の様相が明確となり、金融市場の不安が払しょくされてからと考える。よって、当面は現状維持を続けるだろう。
- 主要な輸出先である中国の経済が低迷を続ける限り、BOKや政府としてもKRW安を積極的に容認する姿勢は変わらないと考える。引き続き3月に向けてKRW安圧力が高まり、1270近辺まで売られる展開を予想する。

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

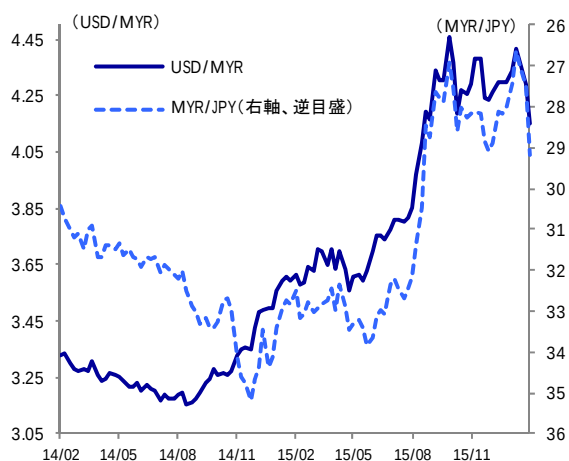


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR): 国債からの資金流出が潜在リスク

- 1 月の MYR は月後半に上昇した。原油価格の下落を受け、月前半は軟調に推移していたものの、政府系投資会社(1MDB)の資産売却や、ナジブ首相の捜査終結、財政収支の目標堅持などを背景に月後半から買い進められ、月末に 4.10 台まで上昇した。
- 11 月の外国人投資家によるマレーシア国債保有比率は約 35%と、2014 年秋頃のピーク(40%超)から低下しているものの、依然として高水準にある。もっとも、先行きは商品価格の下落や FRB の利上げを受けた資金流出により、外国人の保有比率が 2010 年平均(約 21%)まで低下する可能性もある。
- 資金流出懸念が熾ぶる中で、経済には減速感が出ている。11 月の輸出は前年比+6.3%と市場予想(同+12.0%)を大幅に下回る弱い伸びに止まった。原油価格の下落による輸出額押し下げ効果が、MYR 安による押し上げ効果を相殺した模様だ。また、輸出軟化により 11 月鉱工業生産は同+1.8%と、10 月(同+4.2%)から減速、市場予想(同+4.1%)を大幅に下回った。
- マレーシア中銀(BNM)は 21 日の金融政策決定会合にて、政策金利を 3.25%に据え置いた。一方で、BNM は預金準備率(SRR)を 2 月 1 日付で 4.0%から 3.5%に引き下げると発表した。声明文では政策金利据え置きに関して「政策スタンスは引き続き緩和的で経済活動を支えている」としたほか、SRR 引き下げは「国内金融市場に十分な流動性を供給し、混乱なく金融市場を機能させるため」としている。BNM としては、国内経済に鑑みれば金融緩和を行いたいところだが、MYR 安を踏まえると政策金利ではなく、SRR の引き下げによって対応せざるを得ない状況にあったと見られる。
- もっとも、明るい兆しもみられる。物品・サービス税(GST)導入による内需低迷による輸入軟調から、貿易黒字は高水準が維持されているほか、12 月 CPI は前年比+2.7%と 11 月(同+2.6%)から上昇幅が拡大したものの、2014 年ピークの同+3.5%を下回る状況は続いている。今後、MYR 相場次第では BNM の緩和余地も出てこよう。
- 中国景気停滞や米利上げプロセスが続く中、マレーシアからの資本流出が継続し、短期的には MYR は 4.40 まで押し下げられると予想する。しかし、足許では政府系投資会社(1MDB)による資産売却が進んだことにより、マレーシアに対する市場のセンチメントは改善している。そのため、その後は緩やかに値を切り返す展開を見込む。

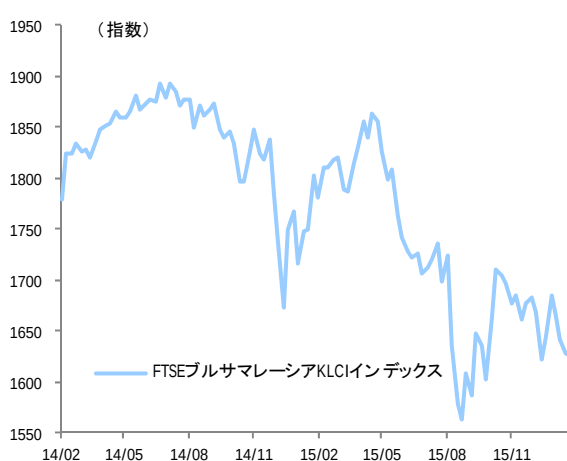
図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016 年 2 月 2 日

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

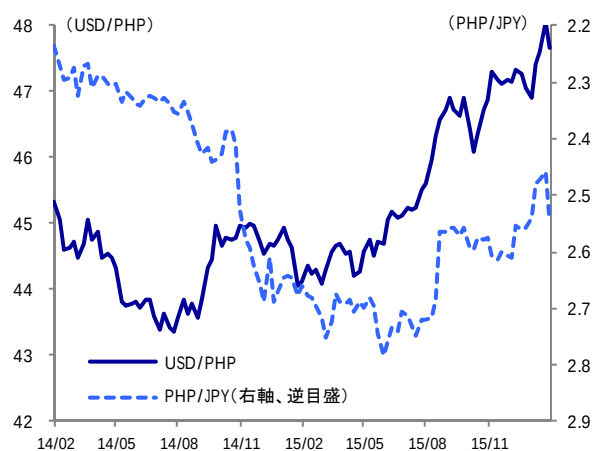


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP): OFW 送金額はピークアウトか

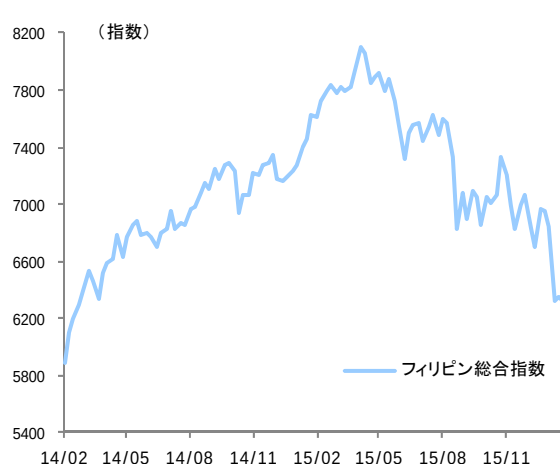
- 1 月の PHP は小幅に下落、中国経済に対する懸念や地政学的リスクを背景としたリスクオフムードの拡がり影響した。28 日に発表された 10~12 月期 GDP が市場予想を上回るも、PHP への影響は限定的となった。月末は 47 台後半で取引を終えている。
- 個人消費の源泉となる OFW(海外フィリピン人労働者)送金は 11 月に前年比 +3.2%と 10 月(同+0.2%)から伸び幅が拡大した。もっとも、市場予想(同+3.5%)や 2014 年平均同+5.7%を下回っている。OFW 送金減速の背景には世界経済の停滞や、資金洗浄への監視強化があるほか、業務アウトソーシング(BPO)の拡大がある。
- フィリピンへの BPO 拡大によるサービス収益の増加は、2015 年に+15~+18%程度になるとみられ、2015 年は OFW 送金額を上回ったとも言われている。BPO による国内労働需要の創出は OFW の減少に繋がるため、今後 OFW 送金の増加ペースの鈍化を引き起こし、PHP の需給悪化要因となろう。
- 28 日に発表されたフィリピン 10~12 月期 GDP は前年比+6.3%と 7~9 月期(同+6.1%)から加速し、市場予想(同+5.9%)を上回る結果になった。内訳を見ると、政府支出と在庫投資が減速した一方、個人消費や設備投資の拡大に加えて、純輸出のマイナス幅縮小が全体の押し上げに寄与している。
- なお、GDP の結果を受けて、フィリピン中銀(BSP)のテタンコ総裁は、当面の政策調整を行う必要はないと発言し、今後は中国での新たな経済政策の実施や、原油価格及び金融市場の動向を見極める姿勢を示している。そのため、当面 BSP は景気下支えを理由に緩和を行わず、現状政策を維持すると考えられる。
- 5 日に発表された 12 月 CPI は前年比+1.5%と、11 月(同+1.1%)から加速し、市場予想(同+1.4%)も上回った。背景に、2014 年秋頃からの原油価格下落のベース効果が弱まり、光熱費や交通費の物価抑制効果が剥落してきたことがある。この傾向は今後も続き、物価は緩やかに上昇するだろう。
- 米国の正常化に伴う資金流出圧力や輸出の減速を背景に PHP は 2~3 月期にかけて 48.0 を超える展開になる見込み。その後は、米利上げプロセスの頓挫を受けて、緩やかな PHP 高が進行すると見られる。

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

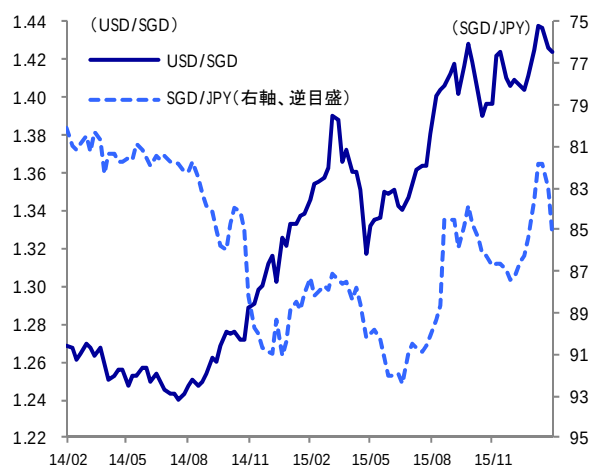


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD):MAS は静観を続ける

- 1月のSGDは往って来いの展開となった。中国経済への懸念や原油価格の下落などを背景にリスクオフムードが広がり、月初は下落。21日のドラギ ECB 総裁の緩和示唆を受けリスクセンチメントが改善すると、上昇に転じる。更に日銀がマイナス金利導入を発表すると、1.42 近辺まで買い進められた。
- 18日に発表された12月石油を除く地場輸出は前年比▲7.2%となり、前月(同▲3.4%)からマイナス幅が拡大、12月鉱工業生産も同▲7.9%と2015年4月以来の大幅なマイナスとなるなど、相変わらず冴えない外需とそれに伴う生産の縮小が続いている模様だ。一方で、11月小売売上高が同+4.7%と前月(同+2.6%)から伸びが拡大するなど内需は底堅い状況が続いている。
- 12月CPIは前年比▲0.6%となり、14か月連続でマイナスの伸びとなった。過去の事例に照らせば、SGD安により輸入物価の上昇が見込まれるものの、商品価格下落を受けて上昇が抑えられている模様だ。
- 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引き続き考える。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するため、原油価格が回復すれば、上昇基調に転じる可能性が高い。
- また、SGD安が進むと国内金利が上昇するという傾向が見られる。そのため、SGD安政策を積極的に推し進めれば、ローン金利を始めとした国内金利が上昇し、住宅販売の減少などを通じて内需が腰折れするリスクが高まる。MASは底堅い内需を減速させないために、為替政策について現状維持を続けるだろう。
- 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の動向に左右される展開が続くと予想する。2~3月については、SGDのNEERに占めるウェイトが高いCNYやMYRへの売り圧力が高まると想定されることから、SGDは連れ安となり1.48近辺まで売られるだろう。
- 但し、インフレ率上昇を受けてMASがSGD安を容認しにくくなるほか、中国経済の持ち直しが今後見られると予想するため、年後半にかけて徐々にSGD高の展開に変わると考える。

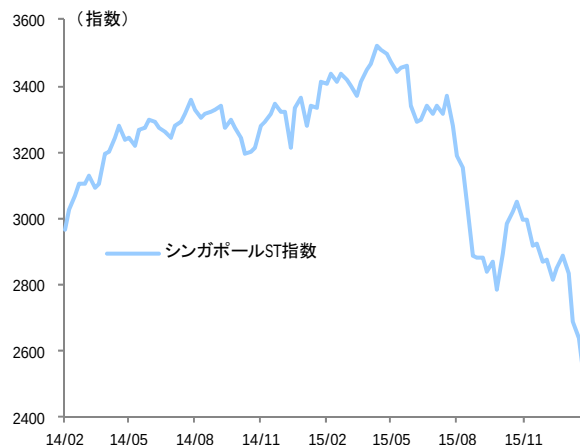
図表 15:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年2月2日

図表 16:シンガポール ST 指数

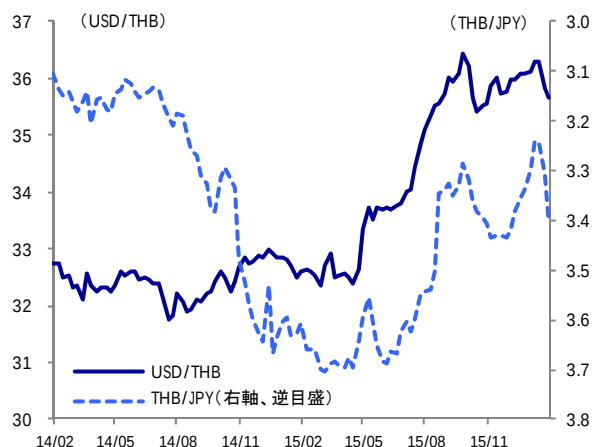


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB): 輸出不振が景気停滞を増幅

- 1月のTHBは月後半にかけて買い進められる展開となった。月初は中国リスクや原油価格下落を受けてリスクオフムードが広がり、軟調に推移。しかし、ドラギECB総裁の追加緩和示唆により、リスクセンチメントが改善すると36台前半から35台後半まで戻す展開となった。
- 足許のタイ経済は引き続き停滞しているものの、底入れの兆しも見られる。8月のバンコク爆破テロを背景に夏以降減少していた外国人観光客数は10月(同+2.0%)、11月(同+1.0%)とプラスに転じた。ゴープガーデン観光相は2016年にタイに訪れる外国人観光客は3200万人と2015年の2988万人を上回る過去最多になるとの見通しを示しており、観光業の回復が予想される。
- また、個人消費と相関が強い消費者信頼感は、バンコク爆破テロや、民政移管プロセス停滞を背景に低下していたが、ここ3か月連続で上昇している。年末に実施された減税がマインド改善に寄与した模様だ。個人消費を見ても、11月前年比+2.8%(10月:同+1.7%)と加速している。消費者の景気の先行きへの警戒感は弱まっており、消費の拡大が期待できる。
- 一方で、輸出の不振がタイ経済の重石となっている。12月のタイ輸出は前年比▲8.7%(11月:同▲7.4%)とタイ洪水があった2011年11月の以来の低水準となり、12か月連続のマイナスとなった。輸出の不振は中国をはじめとするアジア諸国の景気低迷に起因している。
- 景気に弱い動きがみられる中でも、タイ中銀(BOT)は現状の金融政策を維持する見込みである。12月CPIは前年比▲0.9%(11月:同▲1.0%)と僅かながらマイナス幅が縮小したものの、12か月連続で低下している。そのため足許の利下げ余地は十分にあるとも言えるが、BOTは2016年の早い段階でインフレ率はプラスに転じるとみている。
- ウィラタイBOT総裁はタイの金融市場は十分緩和されていて、当面は政策金利の引き下げなどの追加緩和は実行しない考えを表明した。BOTは家計債務の積み上がりに対しても警戒感を強めていると考えられ、マクロブルーデンス政策を重視している模様だ。また同総裁は停滞している経済には金融政策より財政出動の方が有効との見方も示した。
- 中国をはじめとするアジア諸国の景気低迷に下押しされTHBは3月にかけて一時37付近まで下落するものの、その後中国の財政刺激を背景とした外需の回復により、35.5まで値を戻すと予想する。

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2月2日

図表 18: タイ SET 指数

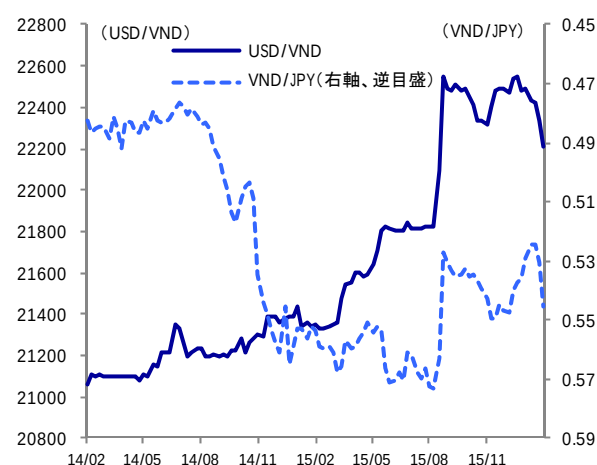


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND): 他アジア通貨に左右される状況が続く

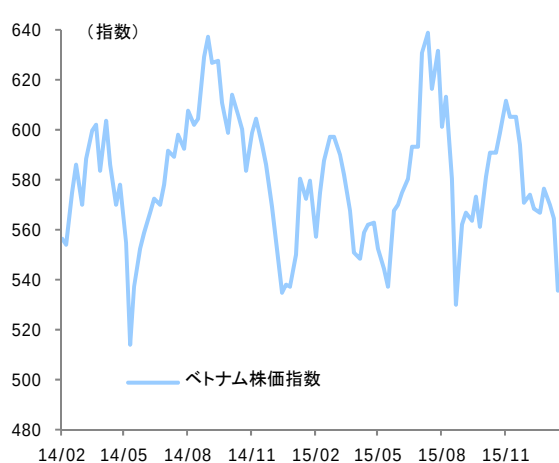
- 1月のVNDは月後半に上昇。4日からベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)が中心レートの日次更新を約6年ぶりに再開。月初はVND安方向に中心レートが設定されたことを受けて、公式・非公式レートともに軟調に推移。中心レートが小刻みに変わる中、月後半から公式・非公式レートともに、VND高に推移し、月末にかけては22000台で安定的に推移した。
- 日次更新開始後の中心レートは、発表前の21890から月央にかけて21917と僅かながらVND安方向に切り下げられたものの、月末にかけては再びVND高方向に設定され、月末にかけては21890近辺で設定された。結局、月を通しての変動幅は非常に小さなものとなった。
- SBVは中心レートの設定に際し、ドルだけでなくEUR、CNY、JPY、TWD、KRW、THBやSGDを参照すると述べている。現在は変動が抑えられている中心レートだが、アジア通貨安が今後進めば、連れて中心レートが再びVND安方向に設定されるだろう。
- 通貨制度を変動相場制に近づけたことで、外貨準備の消費が急速に進むリスクも、他アジア通貨対比VND高が進むリスクも減りつつある。貿易収支についても、1月が▲2億ドルと2か月連続で貿易赤字となるも、2014年末から2015年上半期にかけて▲10億ドルを超える貿易赤字が散見されていたことに鑑みれば赤字幅は小幅に止まっている。
- しかしながら、昨年までは2桁ペースで伸び続けていた輸出は、1月に前年比+2.2%と前月(同+8.1%)から急激に減速するなど、今年に入り伸び幅が徐々に縮小している。かかる状況下、低付加価値製品の輸出が多いベトナムが、アジア通貨高の展開になったとしても、VND高方向に中心レートを設定し続けるとは考えにくい。輸出振興のために、SBVは年を通してVND安を愛好し続けるだろう。
- 2016年上半期は、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想定される。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、2016年7～9月期には23000を超えるだろう。年後半にかけてアジア通貨の買い戻しを予想するも、VND高の余地は限定されると予想する。

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

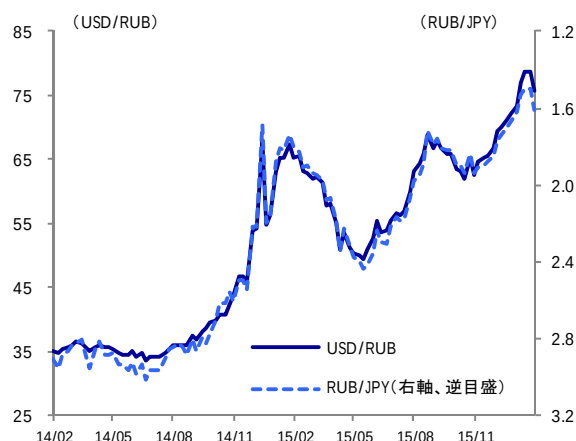


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 原油価格の復調がすべての鍵を握る

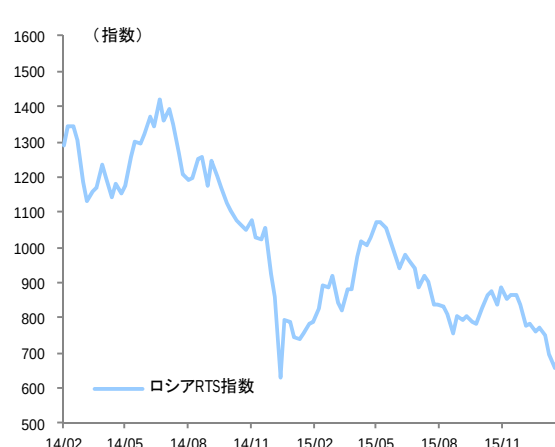
- ・ 1 月の RUB は原油価格動向に連れて急落が先行、対ドルで史上最安値を更新した。月後半も原油価格の急反発に並行する形で、急上昇した。
- ・ RUB 下落は原油価格急落に連れた値動きで、原油価格は中国景気の急減速に対する不安が世界的な株安として広がり、燃料需要減を警戒させたことが大きく響いた。加えて、イランの原油供給再開による供給増が見込まれたことも原油需給を緩め、原油価格を押し下げる要因と受け止められた。
- ・ また、RUB の急落が止まらなかった要因として、市場の一部でロシア中銀(CBR)による RUB 下支えが期待されたにも拘わらず、CBR 首脳からは RUB 下落を容認するかのような発言が相次いだ(20 日のナビウリナ総裁発言、ポズデシェフ副総裁発言など)ことも挙げられた。
- ・ 状況が一変したのは 21 日、ペスコフ大統領補佐官が「RUB 動向を注視している」などと RUB 安をけん制、同日にナビウリナ総裁がダボス会議出席を急遽キャンセルしたことで、CBR が「金融関係者との緊急会合を召集した」などという観測も広がった。折からの原油価格急反発にむしろ先行する形で、RUB は反転急上昇を見せた。
- ・ 1 月 21 日以降の原油価格急反発の要因には、ECB や日銀による追加緩和期待と株の反発が貢献したと言われたが、昨年末の ECB 追加緩和期待と原油価格動向とを勘案するに説得力に乏しい。ブレントで 34 ドル/バレルを割り込んでからの原油急落は、中国経済の減速(成長減速であって収縮ではない)やイランの原油供給復活(楽観に過ぎる)を勘案しても、行き過ぎの感が拭えない。16 年央に掛け、投機的な原油売り仕掛が後退することで、原油価格は 50 ドル/バレルを回復すると見込んでおり、RUB も中期的には対ドルで 60~65 を目指す可能性は引き続き十分にあり得るものと考ええる。
- ・ 1 月 25 日には、サウジアラビア国営石油会社サウジアラムコのアル・ファリ会長やロシア 2 位の石油会社ルクオイルのフェドゥン副社長から、原油の協調減産に前向きと取れる発言が聞かれた。今後の展開に注目したい。
- ・ なお、1 月 7 日にメルケル独首相は「ミンスク合意の履行を前提に、対ロシア経済制裁を解除することは可能」と述べた。原油価格急落局面にあって、RUB の反応は限定的だったが、その後も、ケリー米国防長官やマクロン仏経済相などが対ロ経済制裁解除について相次いで前向きな姿勢を示していることには留意が必要。

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

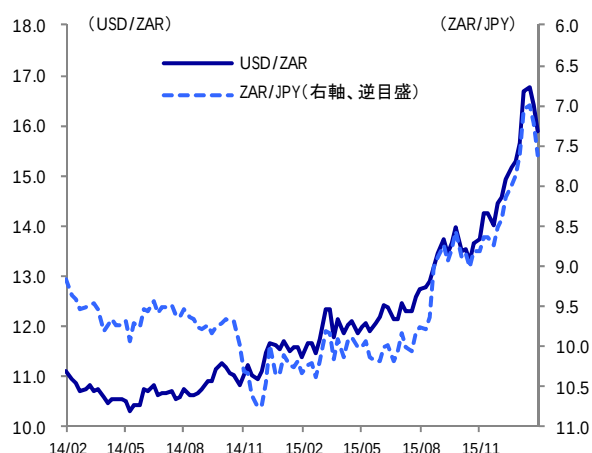


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 好材料が出るも政治が相変わらず弱点か

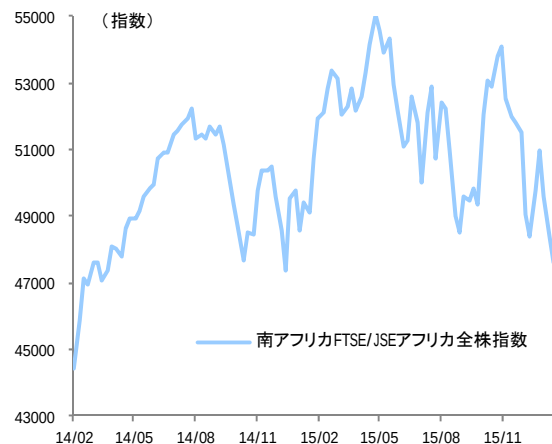
- 1月のZARは他の新興市場通貨・資源通貨と並行した急落が先行。対USDで17.9950、対円で6.53(ロイター参照値)とそれぞれ史上最安値を更新。
- 11日のアジア時間早朝には、日本休場で極端に流動性が乏しい中、暴落。ZAR/JPYの7円割れに前後して、本邦個人投資家の損失確定売りが殺到したものと観測された。
- ZARは、21日まで対USD、対円ともに史上最安値に近い水準で軟調気味の横ばい推移を続けた。21日以降、ZARが若干の反発に転じたのは、同日のECB理事会でドラギ ECB総裁が3月にも追加金融緩和に踏み切る可能性を示唆、世界的な株価や商品価格が反発に転じたことが追い風となった。
- 28日、南ア準備銀(SARB)は50bpの利上げに踏み切った。市場の一部には25bp利上げや金利据え置きを見込む意見もあり、その後ZARは若干水準を切り上げる反応を見せた。
- 昨年来の旱魃を要因とする食品価格の高騰やZAR安による輸入物価押し上げ、期待インフレ率の上昇などを受け、今後も利上げ圧力が高い状態は続くものと見込まれる。一方で景気減速が一段と鮮明になる中、今後もSARBは厳しい金融政策運営を迫られよう。
- 過去2か月でZARの水準調整は相応に進んだものと考えているが、先行きを占う上では、南ア金融政策動向と世界的な資源価格動向、更には同国債格付の浮沈を占う上で同国の財政政策にも注目していきたい。
- 上述の通り、景気低迷下にあつてSARBの利上げ余地は極めて限定的だが、ZAR安けん制という意味でも、今後もSARBが物価抑制に積極的な姿勢を維持することは南ア国経済の安定に寄与するものと思われる。
- 仮に資源価格全般が安定的な上昇基調に戻るのであれば、それは原油価格の復調にけん引されるのではないかと。ブレントで34ドル/バレルを割り込んで以降の原油急落は、投機筋に踊らされたやり過ぎの感が強く、中期的に反発基調を確立する可能性は相応に高いものと見込んでいる。
- ただし、財政改善、経常赤字縮小、電力安定供給、労働市場安定、旱魃被害対応など、南ア政治の抱える諸課題が早晩解消される可能性は低い。まずは2月11日の一般教書演説や2月24日の予算発表に注目だが、ズマ政権の機能不全は明らかで、前向きな見通しを持つことは難しい。

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

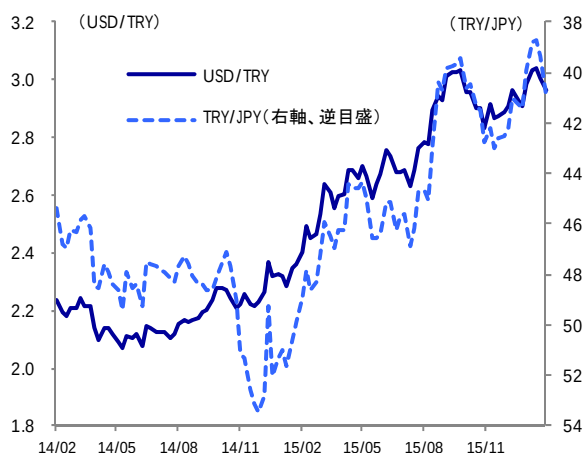


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：世界的株反発なら追い風だが資源高は悪材料

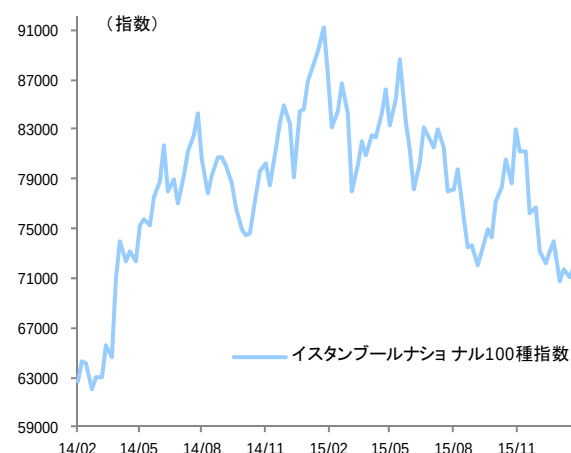
- 1月のTRYは急落が先行。その後も、比較的狭い値幅ながら、対ドルで史上最安値に近い水準での軟調推移が続いたが、月後半に掛けては若干の反発も見せた。
- 年明け早々のTRY急落は、中国の景況感悪化、世界的な株安、リスク回避の円高及び新興市場通貨売りの文脈に乗る値動きと考えられた。
- この局面、他の新興市場通貨との比較でもTRYの下落が群を抜いていた背景には、前後して大手格付け会社3社のうち2社が投資適格級の最下級としている(残り1社は既に投機的等級)トルコの外貨建長期国債格付が引き下げされる可能性が観測されたことがあったのではないかと。
- 4日発表されたトルコ12月CPIは市場予想を明確に上振れたが、トルコ中銀(CBRT)は19日の金融政策委員会で利上げを見送り。CBRTは昨夏より利上げの代わりに「金融政策の簡素化」という表現を用いたり、「主要経済の金融政策の正常化=米利上げ開始」をその契機に標榜したり、同国政治家からの圧力を逸らすための策を弄してきたが、結局、19日にはその声明文から「簡素化」の表現も削除され、市場からの信頼を一層損なうだけに終わった。
- 21日以降、TRYが若干水準を切り上げたのは、同日ドラギECB総裁が3月にも追加金融緩和に踏み切る可能性を示唆したことで、世界的な株価が復調し、リスク許容量の高まりにTRYを含む新興市場通貨全般が押し上げられた値動きと考えられた。
- 株価の復調が継続することを前提に、当面のTRY相場は堅調気味の横ばいを予想。株価復調を見込むのは、年初来の株安に行き過ぎの感が強いから。中国の経済成長が減速しているのは事実だろうが、あくまでも成長の減速であり、同国の総需要そのものが縮小しているわけではない。
- ただし、株価の復調は、おそらく原油など資源価格の復調と並行して進むものと思われる。資源を持たないトルコにとって、資源価格の反発は、貿易/経常収支の悪化要因であるだけでなく、CBRTが政治的圧力によって機能不全に陥る中、物価押し上げ要因としても通貨安要因として働くであろう。
- 先月12日にもイスタンブール市内で死者10人を数える爆弾テロ事件が起きたが、シリアやイスラム国に加え、クルド人勢力との対立も抱える同国の地政学的リスクも、TRYに強気になり切れない要因。

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

		2016年 1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)	6.4904 ~ 6.5962	6.5784	6.70	6.65	6.55	6.40	6.35
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7786	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ~ 68.258	67.840	68.5	68.0	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13616 ~ 14002	13632	14300	14100	13750	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ~ 1216.23	1200.41	1230	1220	1200	1190	1170
マレーシアリンギ	(MYR)	4.1120 ~ 4.4415	4.1615	4.40	4.32	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ~ 48.069	47.642	48.0	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4090 ~ 1.4444	1.4225	1.44	1.41	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ~ 33.791	33.411	34.20	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.58	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ~ 22520	22271	22600	22800	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ~ 85.9573	77.3320	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.4086 ~ 17.9169	15.9273	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.9138 ~ 3.0614	2.9465	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)	3.9601 ~ 4.1720	3.9636	4.20	4.31	4.35	4.40	4.40
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ~ 18.8024	18.1999	18.50	18.00	17.50	17.30	17.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.627 ~ 18.563	18.374	18.06	17.59	17.86	18.13	18.11
香港ドル	(HKD)	14.831 ~ 15.615	15.558	15.59	15.08	15.08	14.95	14.82
インドルピー	(INR)	1.702 ~ 1.823	1.784	1.77	1.72	1.77	1.80	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.829 ~ 0.890	0.888	0.846	0.830	0.851	0.859	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	9.536 ~ 10.267	10.061	9.84	9.59	9.75	9.75	9.83
マレーシアリンギ	(MYR)	26.394 ~ 29.357	29.143	27.50	27.08	27.86	28.36	28.89
フィリピンペソ	(PHP)	2.409 ~ 2.570	2.545	2.52	2.46	2.52	2.54	2.58
シンガポールドル	(SGD)	80.49 ~ 85.54	85.08	84.03	82.98	84.78	85.93	85.82
台湾ドル	(TWD)	3.443 ~ 3.671	3.622	3.54	3.44	3.49	3.54	3.54
タイバーツ	(THB)	3.194 ~ 3.410	3.401	3.27	3.21	3.25	3.27	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.5176 ~ 0.5482	0.5434	0.54	0.51	0.51	0.50	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.676	1.564	1.68	1.70	1.80	1.93	1.77
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.599	7.81	7.80	7.55	7.25	7.19
トルコリラ	(TRY)	37.892 ~ 41.265	41.060	40.33	36.56	34.93	33.14	32.86
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.025 ~ 30.486	30.524	28.81	27.15	26.90	26.36	26.14
メキシコペソ	(MXN)	6.227 ~ 7.018	6.650	6.54	6.50	6.69	6.71	6.76

(注)1. 実績の欄は1月29日まで。SPOTは2月3日の7時50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%)			
	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	6.3	6.0	2.1	1.5	1.8	2.2	1.9	3.1	2.8	2.0
インド	5.3	7.5	7.8	8.0	10.4	5.4	6.3	5.9	-1.6	-1.3	-1.9	-1.4
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	3.2	3.6	1.3	0.7	1.8	3.0	6.3	7.1	6.7	5.9
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	1.8	2.7	3.6	1.0	-0.4	2.5	2.8	19.0	19.0	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	6.5	6.6	7.0	1.8	1.2	3.1	4.2	4.2	2.1	1.1	0.5

(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	1.25	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。