

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：欧米の金融政策決定会合を受け、上下に激しい展開か.....	2
中国人民元(CNY)：ドルの動きに沿った基準値設定が行われる.....	3
インドルピー(INR)：財政健全化目標は堅持.....	4
インドネシアルピア(IDR)：政策による景気下支えが IDR の好材料.....	5
韓国ウォン(KRW)：BOK は追加利下げに傾く.....	6
マレーシアリング(MYR)：センチメント改善により MYR は切り返し.....	7
フィリピンペソ(PHP)：大統領選に伴い政治的不確実性が拡大.....	8
シンガポールドル(SGD)：インフレ率低下も MAS は静観か.....	9
タイバーツ(THB)：輸出不振が継続.....	10
ベトナムドン(VND)：輸出が堅調な伸びを記録.....	11
ロシアルーブル(RUB)：引き続き原油価格次第.....	12
南アフリカランド(ZAR)：予算に対する低評価は今後見直されるか.....	13
トルコリラ(TRY)：原油価格低迷への安住がいつまで続くか.....	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

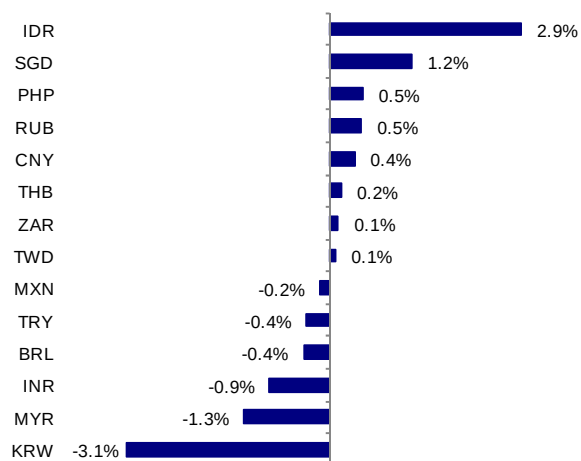
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：欧米の金融政策決定会合を受け、上下に激しい展開か

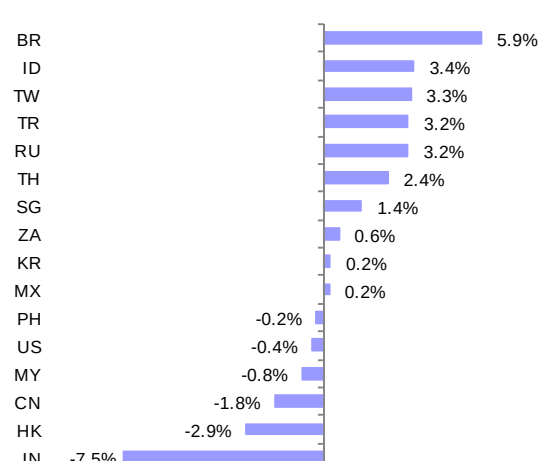
- 2月の新興国通貨は、月初からリスクセンチメントの改善や、FRB 高官から追加利上げに慎重な意見が聞かれたことから、底堅い値動きを続けた。中旬に入り、中華圏諸国が旧正月の長期休場期間に入中、原油価格の動向に新興国通貨は左右されるようになった。特に原油生産量凍結を巡る協議開始後は、議論の進展に合わせて原油価格が激しい値動きとなると、資源国通貨も大きく上下動した。月末にかけては、生産量凍結に向けた合意形成が進み、原油価格が安定を取り戻したため、月を通して見ると、レンジ内推移となる新興国通貨が目立った。
- 中国人民銀行(PBoC)は、2月についてはドルインデックスの動きに沿った基準値の設定を行った。そのため、1月のように市場が混乱することはなく、15日に発表された1月貿易統計において、輸出が予想を大きく下回る結果となるも、新興国通貨全体に与える影響は限定的となった。今後については、PBoCがNEERを含む通貨バスケットを重視するとしている以上、基準値はユーロや円など主要通貨の動向に左右されるだろう。そのためマイナス金利の拡大が見込まれる3月 ECB 理事会に向けてドル全面高となった場合、基準値が CNY 安方向に切り下げられる可能性は高いと考える。
- FRB 高官やイエレン FRB 議長は、金融市場の混乱が米国経済に与えるダウンサイドリスクについて懸念を示しているものの、金利見通しを変更するまでには至っていない。しかしながら、米 2 月 ISM 製造業景気指数が 48.2 と 2009 年以来の低水準に落ち込み、米株も乱高下を続けている現状に鑑みれば、3月の FOMC において金利見通しが下がる可能性は高いと考える。そうなれば、ドル安の流れとなり、新興国通貨の買い戻しに繋がるだろう。
- 原油生産量を 1 月の水準で凍結する案に続き、29日にサウジアラビアは原油価格の変動抑制に向けて産油国と協議するとした。しかしながら、原油生産量凍結についてもイランが難色を示している現状では、合意形成には時間がかかると予想する。そのため、3月についても原油価格の本格的な上昇は見られないと考える。
- 3月の新興国通貨は、ECB 理事会に向けてドル全面高となるも、FOMC 後はドル全面安の展開を想定することから、月を通して上下に激しい値動きとなるだろう。また、原油生産量の調整を巡る協議は時間がかかると考えるため、資源国通貨の本格的な上昇は、3月も見られないと予想する。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2016 年 2 月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率 (2016 年 2 月)

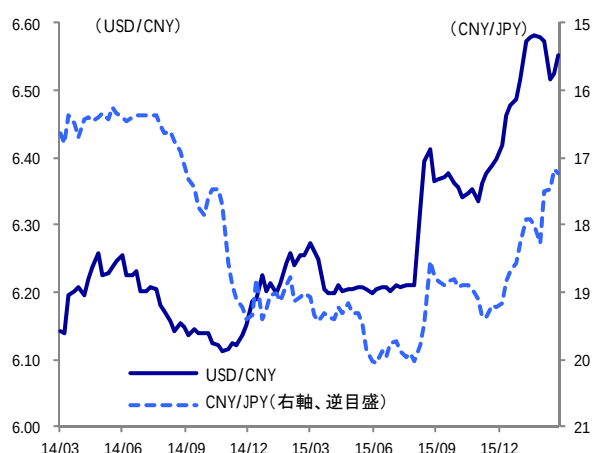


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY):ドルの動きに沿った基準値設定が行われる

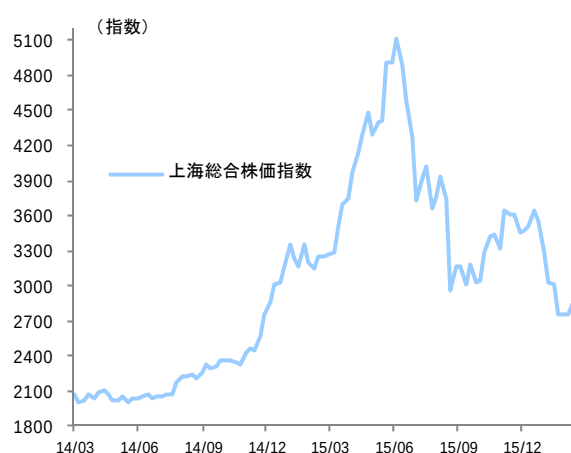
- 2月のCNY相場は上昇した。月初こそ基準値はCNY安方向に設定されるも、旧正月中にドル安が進んだことに合わせて、旧正月後はドル安・CNY高方向へと基準値が設定され、CNYは一時6.40台まで買い進められた。その後は、ドル高方向に戻ったことで、基準値もドル高・CNY安方向に設定され、CNYは6.50台に売り戻されたまま、2月の取引を終えた。
- 2月7日に発表された中国1月外貨準備は3.21兆ドルとなり、12月(3.33兆ドル)から約▲1000億ドル減少した。中国人民銀行(PBoC)が、CNYの基準値切り下げ後も為替レートを安定推移させるために、ドル売り介入を断続的に実行したことが背景にあると考えられる。今後も1000億ドルというペースで減少が続けば、2017年1月に外貨準備が2兆ドルを下回り、2017年12月には1兆ドルを割り込んでしまう。当面は為替レートを安定させる力はあるものの、来年後半以降は急速に余力が失われていく可能性には留意したい。
- 15日に発表された中国1月貿易統計では、輸出が前年比▲11.2%と12月(同▲1.4%)及び市場予想(同▲1.8%)を大きく下回る結果となった。旧正月の影響や、12月に大きく上昇した香港向け輸出の反動が影響している可能性がある。
- 現時点で判断を下すのはやや早いものの、PBoCによる一連のCNY基準値切り下げが輸出増に繋がらない可能性が高まっている。CNY安が急激に進むも、輸出価格が2014年のCNY大幅切り下げ時対比で思うように下がらず、輸出数量は昨年末から減少傾向が続いている。人件費の高騰などを背景に中国輸出企業の損益分岐点となる価格が高止まりし、輸出価格を思うように下げられないまま、国際競争上不利に立たされたことで輸出量全体が伸び悩んでいる可能性が高い。
- 29日にPBoCは、預金準備率を50bp引き下げると発表した。26日に周PBoC総裁は、「金融政策には余地がある」と発言しており、PBoCは、景気下支えのために、今後も預金準備率を引き下げる機会を窺い続けるだろう。
- ユーロ高や円高基調となったことで、CNYのNEERは1月の大幅切り下げ後の水準近辺で推移している。しかしながら、再びユーロ安や円安トレンドに戻るようなことがあれば、CNYのNEER上昇を防ぐために、PBoCは躊躇なく基準値を再びCNY安方向に設定すると予想する。

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

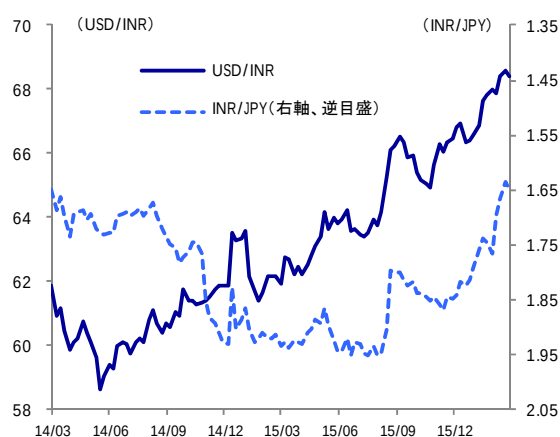


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR):財政健全化目標は堅持

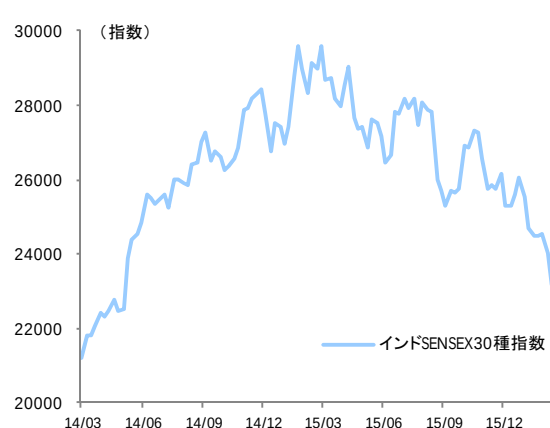
- 2月のINRは下落。原油価格の下落やリスクオフムードの広がりを背景に2013年8月以来の68台後半をつけた。月末に発表された2016年度予算案では、市場予想に反して2016年度の財政健全化目標(対GDP比▲3.5%の赤字)が堅持されたことが市場に好感され、INRは68台前半まで上昇した。
- インド経済は生産が一時的に落ち込んだものの、他の新興国対比で堅調な推移が続いている。実際、製造業PMIは12月(49.1)に割り込んでいた景気の拡大/縮小の分かれ目となる50を1月(51.1)に再び超えた。
- そうした中、インド準備銀行(RBI、中央銀行)は2月2日の会合にて市場予想通り政策金利を6.75%に据え置いた。もっとも、声明文では引き続き緩和スタンスを維持するとし、先行きの利下げに含みを持たせている。
- なお、RBIは利下げの必要条件としてインフレ率が2017年3月の目標である+5%達成に向けて推移することを挙げたほか、2016年度政府予算案において歳出抑制と財政改革の進展が見られることも追記した。
- 2016年度は10年に一度の公務員給与の大幅引き上げの年に当たるため、政府支出の拡大圧力は高まると考えられていた。しかし、29日に発表された予算案では財政健全化目標が堅持されたほか、2016年度の同目標(同▲3.9%)も当初予定通り着地する見込みとなった。そのため、インフレが安定推移すれば、RBIは次回会合にて利下げに踏み切る可能性が高いと考える。
- なお、足許で国営銀行を中心に不良債権の増大が懸念されている。モディ首相は昨年8月に2019年3月までの4年間に総額約102億ドルを国営銀行に注入することを公約したが、2月には最大340億ドルの追加資金注入が準備されていることも明らかになっており、政府の財政負担となるだろう。
- 不良債権の大半はインフラプロジェクトや金属企業向け融資で、急激な債権処理が行われた場合には、インフラ投資の伸び悩みにより経済成長が鈍化する恐れもある。ラジャン RBI総裁は銀行が再融資スキームなどを利用することで2017年3月には不良債権問題は収束する見込みだと述べている。
- INRの需給改善要因だった原油価格下落による経常赤字縮小の効果は足許で薄れつつある。また、リスクオフの流れを受けて資本流出が進みつつあるものの、財政健全化目標が堅持されたことで、今後は資本流出ペースの鈍化が見込まれる。よって、INRは70近辺まで一時的に弱含む可能性はあるも、年後半からINR高方向へ切り返すだろう。

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

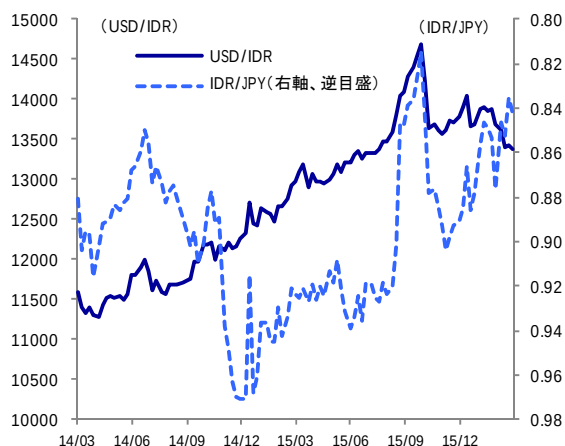


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR):政策による景気下支えが IDR の好材料

- ・ 2 月の IDR は上昇。5 日に発表された 10～12 月期 GDP が市場予想を上回ったことを好感し買われると、18 日にインドネシア中銀(BI)が政策金利を引き下げたことも IDR 買いに繋がった。月末についても、13400 付近で堅調な推移を続けた。
- ・ インドネシア経済は、底堅い推移が続いている。インドネシア10～12月期 GDPは前年比+5.04%と7～9月期(同+4.74%)から加速し、市場予想(同+4.80%)を上回る結果となった。内訳を見ると、在庫投資が減少したが、その他の項目は全体を押し上げており、特に建設投資や政府消費の好調が目立った。
- ・ もっとも、2015 年のGDP は前年比+4.8%と政府が予算作成時に掲げた目標である同+5.8%を大きく下回る結果となった。そのため、政府は引き続き経済対策パッケージを発表(2月11日には第10弾)しているほか、2016 年の GDP 目標値(前年比+5.5%)達成に向けて予算執行速度を上げるなど、財政政策を積極的に活用する姿勢を示している。
- ・ こうした政府の意向を受けて、BIは18日の金融政策決定会合にて政策金利を25bp 引き下げて7.00%としたほか、預金準備率についても、7.5%から6.5%に引き下げている。
- ・ また、2月1日に発表された1月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.62%と12月(同+3.95%)から減速しており、BIの目標レンジ(+3%～+5%)に収まっていたことも今回の利下げに繋がった模様だ。ナスティオン調整相(経済)はBIに対して資本流入ではなく国内の流動性の状況を踏まえて、政策金利を+4～+5%まで引き下げようように要求している。今後もインフレ率が目標レンジ内に収まるようであれば、BI は追加利下げの機会を探り続けることになる。
- ・ 但し、BI予測によると2016年の経常赤字はGDP比▲2.65%と2015年(同▲2.05%)から拡大する見込みである。また、足許で堅調な公共投資についても、発電所建設や高速鉄道プロジェクトで進捗が遅れが見られており、政府の経済政策への期待が剥落するリスクもある。その場合、BIの過度な緩和を背景にIDR安が一気に進む可能性には留意したい。
- ・ 中国の景気停滞による商品価格下落や米利上げ姿勢の継続を背景に、IDR は 3 月末に 14000 まで一時的に弱含むも、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

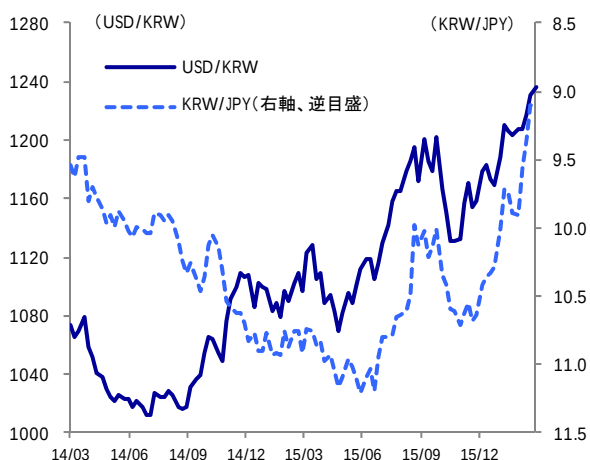


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW):BOK は追加利下げに傾く

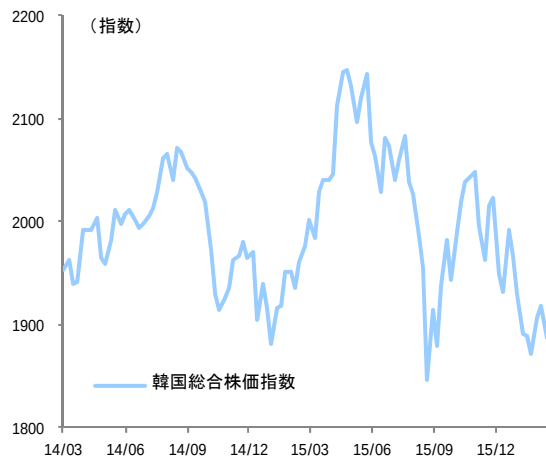
- 2月のKRWは下落した。市場全体にリスクオフムードが広がる中、KRWは売り優勢となり、更に北朝鮮に関わる地政学的リスクが意識されると、一時 2010 年 7 月以来の安値をつける場面も見られた。月末にかけても 1240 近辺の安値圏での推移となった。
- 2月1日に発表された1月の貿易統計において、輸出が前年比▲18.5%と2009年8月以来となる大幅なマイナスの伸びを記録するなど、外需は引き続き韓国経済の足枷となっている。また、今まで堅調だった内需についても、2月消費者信頼感が98と、昨年6月以来の低水準に落ち込むなど、悪化の兆しを見せ始めた。
- 3日に韓国政府は、予算の前倒し執行を発表。1～3月期に執行される予算の規模は144兆ウォン(前年比+10.7%)となる見込み。同時に自動車に係る消費税の減税(6月末までの時限措置)や政府系金融機関による融資額も積み増すなど、韓国政府は目先の景気腰折れを防ぐために積極的に財政政策を活用する姿勢を見せている。
- 16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8会合連続で現状の1.50%に据え置かれた。しかしながら、全会一致ではなく、一名の委員が25bp利下げに投票した。また、前回会合(1月14日)よりも対外経済や国内経済に対する見通しが悲観的となっており、BOKは前回より追加利下げに近づいた模様だ。
- 李 BOK 総裁は、「政策金利1.50%は現時点で考える適切な政策金利レンジの下限である」と述べるも、「しかしながら、将来の利下げを否定するものではない」と追加利下げに含みを持たせた。今後、世界経済の低迷が明確になり、国内経済について減速の兆しが強まるようであれば、3月にもBOKは利下げを実行するだろう。
- 依然として厳しい外部環境を反映し、韓国経済のけん引役である輸出は低迷したままであり、内需の先行きも明るくない。BOKは1240付近までKRW安が進んだ局面では口先介入を行ったものの、中長期的にはKRW安を積極的に容認する姿勢は変わらないと考える。3月についても、悪化したファンダメンタルズやハト派寄りとなったBOKの姿勢変化を背景に、KRW安圧力は高まり続けるとする。

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

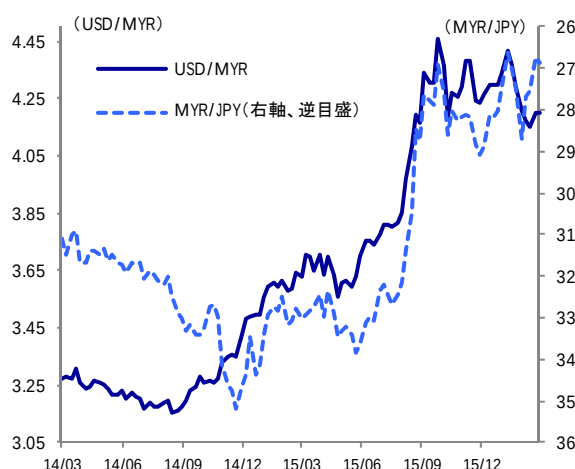


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : センチメント改善により MYR は切り返し

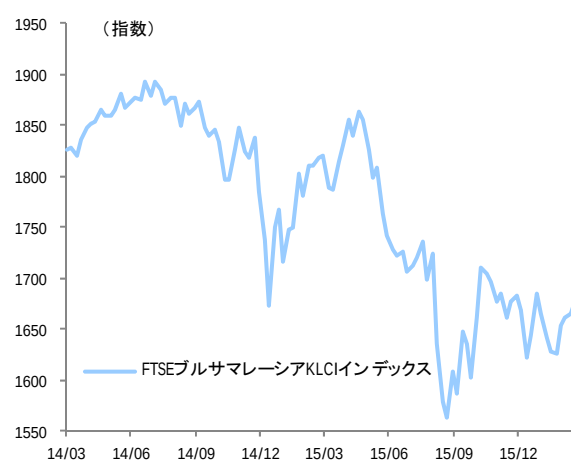
- 2月のMYRは方向感のない展開。米利上げ先送り期待が高まるもMYRへの影響は限定的となり、中旬からは原油価格の推移に連れる場面が多かった。その原油価格がレンジ推移となったことで、MYR に関してもレンジ内の推移が続き、月末は4.20近辺で取引を終えた。
- マレーシア経済には減速感が見られるものの底堅く推移している。2月18日に発表された10～12月期GDPは、前年比+4.5%と7～9月期(同+4.7%)から減速したが、市場予想(同+4.1%)を上回る結果となった。
- 内訳を見ると、2015年7～9月期に4四半期ぶりのプラスに転じた純輸出が引き続きプラス寄与となったほか、底堅い民間消費も景気を下支えした。気かりは、設備投資の鈍化である。
- MYR安を背景に伸長していた輸出は昨年10月をピークに減速傾向が鮮明となっており、1月製造業PMIも昨年4月から9か月連続で節目となる50を下回っている。そのため、輸出と景況感の低迷を背景に企業は設備投資に消極的となっている可能性が高い。今後も輸出の減速に伴う設備投資の伸び悩みが、マレーシア経済の足枷となるだろう。
- なお、政府系投資会社(1MDB)を巡る政治的混乱はマレーシア国内において決着しつつある。1月末にはアパンディ司法長官がナジブ首相への6億ドルの送金はサウジアラビア王家からの寄付と表明し、犯罪性は無いとの判断を示している。そうした中で、ナジブ氏の批判を続けているマハティール元首相が検察から名誉棄損に関して事情聴取されたほか、州知事を務めていたマハティール氏の三男が辞任に追い込まれている。反首相派の旗色は悪化しており、ナジブ氏による抑え込みが強まっている。
- もっとも、海外機関による捜査は引き続き行われており、2月初にはシンガポール当局が1MDB関連の銀行口座を押収したほか、FBIも捜査を継続している。また、サウジアラビア政府関係者は寄付に関する情報を把握していないと発言しており、ナジブ氏の汚職疑念が払しょくされたとは言えないだろう。
- 中国景気停滞や米利上げプロセスが続く中、短期的にはMYRは4.33まで押し下げられると予想する。しかし、その後は米利上げプロセスの頓挫を背景に、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

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

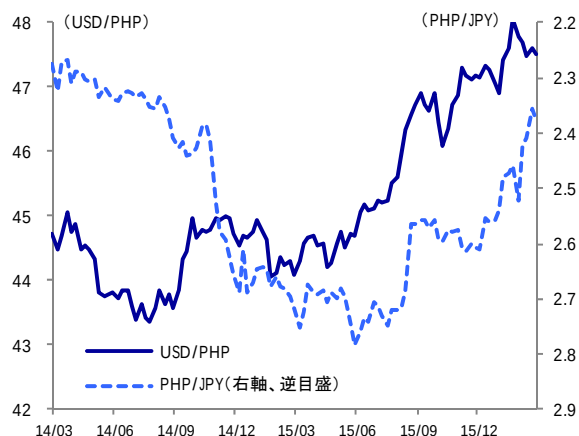


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP):大統領選に伴い政治的不確実性が拡大

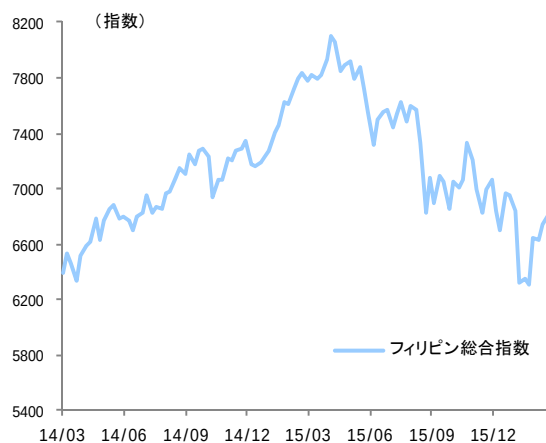
- 2月のPHPはほぼ横ばい。月初、市場にリスクオフムードが広がり、他のアジア通貨同様売られるも、米利上げ先送り期待からドルが弱含むと買い戻された。その後、動意に乏しく、月末は47台半ばでの揉み合い推移となった。
- 国内の経済は堅調な推移を続けている。5月9日に投票が行われるフィリピン大統領選挙では、同時に上院の半数及び下院全体についても投票が行われるため、選挙戦に向けて活発な消費が行われている模様である。
- 個人消費の源泉となる OFW (海外フィリピン人労働者) 送金は12月に前年比+4.9%と11月(同▲6.2%)から持ち直し、3か月ぶりの前年比プラスとなったほか、市場予想(同+0.5%)も大幅に上回った。そのため、消費押し上げ効果は相応にあったと考えられる。
- 年次でみても、2015年の OFW 送金は統計が確認可能な1989年以降で過去最高の値になっている。もともと、伸び幅は+4.6%(2014年: +7.2%)とその減速は顕著で、世界経済の停滞や、業務アウトソーシング(BPO)の拡大などが影響した模様だ。
- 大統領選挙では2月の世論調査でビナイ氏(支持率29%)、ポー氏(同24%)、ドゥテルテ氏(同24%)、ロハス氏(同18%)と各候補者への支持が分散しており、接戦が予想される。なお、アキノ大統領の後継とされるロハス氏はやや苦戦しており、これまで投資家からの評価が高かった現政権の政策が選挙後に転換される懸念も高まっている。
- 2月11日に開催されたフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合では政策金利が4.00%に据え置かれた。声明文ではエルニーニョ現象によるインフレ圧力への文言が削除されており、原油価格下落によりインフレ圧力が低下していることが指摘されている。
- 実際、5日に発表された1月CPIは前年比+1.3%と、12月(同+1.5%)から減速した。内訳をみると、原油価格下落を背景に家賃・光熱費や輸送・交通費が全体を下押ししている。CPIはBSPの目標である+2~+4%を下回って推移しているほか国内景気も堅調に推移しており、BSPがインフレや景気を理由に政策対応を行う必要性は小さいだろう。
- 大統領選に伴う政治的不確実性の高まりや、OFW送金の減速を背景に3月中に48.5を目指す展開を予想する。その後は、新政権の樹立による政治的安定や米利上げプロセスの頓挫により、PHPは緩やかに上昇するだろう。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

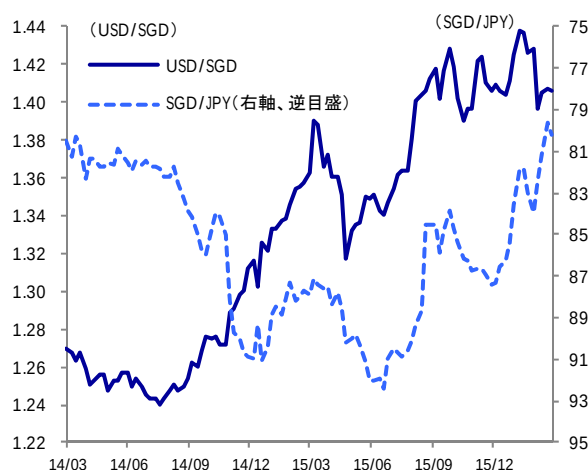


(資料)ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD):インフレ率低下も MAS は静観か

- 2月のSGDは上昇。月初は1月末に日銀によるマイナス金利の導入を発表後に円安が進んだことを受けて、ドル高基調になるとSGDも売り優勢の展開となった。しかし、米利上げ先送り期待が高まったことをきっかけに上昇に転じ、一時1.38台まで買われた。その後は、アジア通貨全体の動意が乏しくなる中、1.40台半ばで取引を終えた。
- 2月17日に発表された1月石油を除く地場輸出は前年比▲9.9%と、12月(同▲7.2%)からマイナス幅が拡大、中国向け輸出が同▲19.5%と12月(同▲11.1%)から大きく落ち込んだことが影響した。主要な輸出相手国である中国の1月輸入は同▲18.8%と12月(同▲7.6%)から減速し、15か月連続で前年比マイナスとなった。また、米国に関しても12月輸入は同▲6.5%と、9か月連続の前月比マイナスとなるなど、外需の改善は見込みがたい状況にある。
- 堅調だった内需についても陰りが見え始めている。シンガポール12月小売売上高は前年比+2.9%となり、昨年8月(同+6.6%)をピークに減速傾向が強まった。今までは不調な外需を内需が補っていたが、徐々にその構造が崩れつつある。
- 1月CPIは前年比▲0.6%と、15か月連続でマイナスの伸びとなった。この結果を受けて、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)は2016年のインフレ率見通しを、▲0.5%～+0.5%から▲1.0%～+0.0%に下方修正した。しかしながら、原油価格の影響を受けにくいコアインフレ率については、+0.5%～+1.5%という従来予想を据え置いた。
- これは、原油価格の低下によりインフレ率は一時的に下がるも、その影響が剥落すれば、上昇に転じるという従来の見方をMASが維持したことを示唆している。こうしたことから、外部環境次第ではあるものの、MASが4月の金融政策決定会合で為替政策をSGD安方向に転換する可能性は低い。
- MASの為替政策が変更されない以上、SGD固有の要因で動くとは見込みがたく、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。2016年上半期においては、SGDのNEERに占めるウェイトが高いCNYやMYRは売り優勢の展開が想定されることから、SGDは連れ安となり1.44近辺まで売り込まれるだろう。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、年後半にかけて徐々にSGD高の展開に変わると考える。

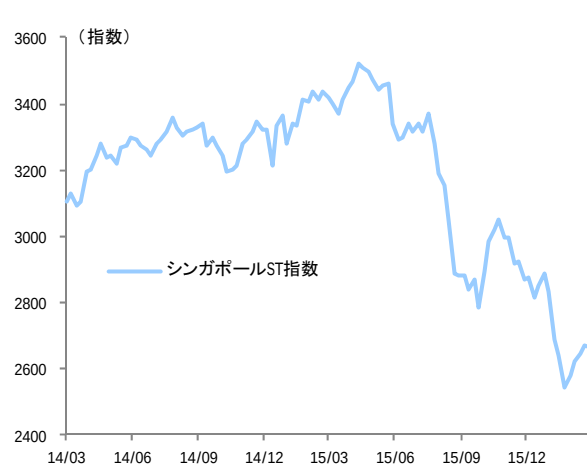
図表 15:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年3月1日

図表 16:シンガポール ST 指数

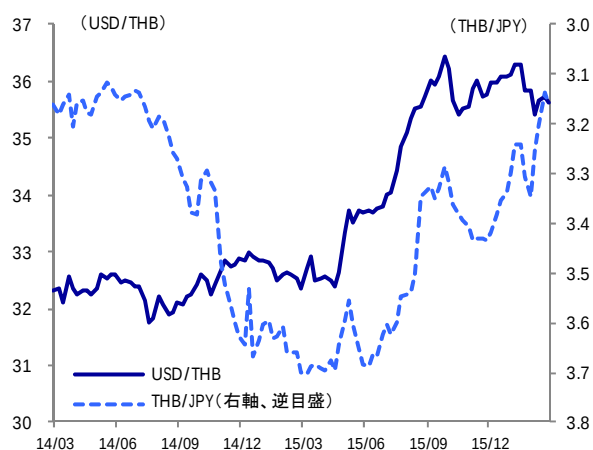


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):輸出不振が継続

- 2月のTHBは往って来いの展開。月前半は、米利上げ先送り期待の高まりを背景に、一時35台前半まで値を伸ばした。しかし、タイ中銀(BOT)による介入観測の高まりを受けて売り戻されると、そのまま売り優勢となり、月末にかけては35台後半での推移となった。
- 2月15日に発表されたタイ10~12月期GDPは前年比+2.8%(市場予想:同+2.6%、7~9月期:同+2.9%)と市場予想を上回ったものの、7~9月期から小幅に減速した。内訳を見ると、政府の公共投資拡大により、政府消費支出と総固定資本形成が伸長した。また、年末に発表された所得税減税の影響で民間消費支出が加速したことも成長率を下支えた。
- 一方で、タイ経済のけん引役である純輸出は大幅に減速した。中国をはじめとする、アジア諸国の景気低迷を受けて輸出の減速傾向は続いている。タイ国家経済社会開発委員会は、国内で起きた干ばつや世界経済減速に伴う輸出不振を背景に2016年度の成長率見通しを+3.0%~+4.0%から+2.8%~+3.8%に下方修正した。
- 景気に弱い動きが見られる中でも、BOTは2月3日の金融政策決定会合にて政策金利を据え置いた。しかし、声明文は以前より海外情勢を中心にダウンサイドリスクへの記述がより詳細になっている。また、今まで「十分緩和的」としていた金融政策の評価は、「緩和的」と表現が下方修正された。加えて、17日に公表された議事要旨では、今年に入ってからTHB上昇が、輸出に依存するタイ経済に悪影響を与えかねないとの懸念を示した。
- 実際に年明け後の景気指標は、1月の消費者信頼感指数が75.5(12月:76.1)と4か月ぶりに低下しているほか、1月製造業生産指数は前年比▲3.3%と3か月ぶりにマイナスの伸びとなった。
- そうした中、1月CPIは前年比▲0.5%(12月:同▲0.9%)と、依然として原油価格の下落を背景にマイナスが続いている。そのため、BOTが低調なインフレを背景とした利下げ余地を活かして、追加緩和げに踏み切る可能性は従前より高まっているだろう。
- 低迷が続く外需を背景に、THBは2016年上半期中に一時37を超えて下落するものの、その後、中国の財政刺激を背景とした外需の回復などを背景に、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

図表 18: タイ SET 指数

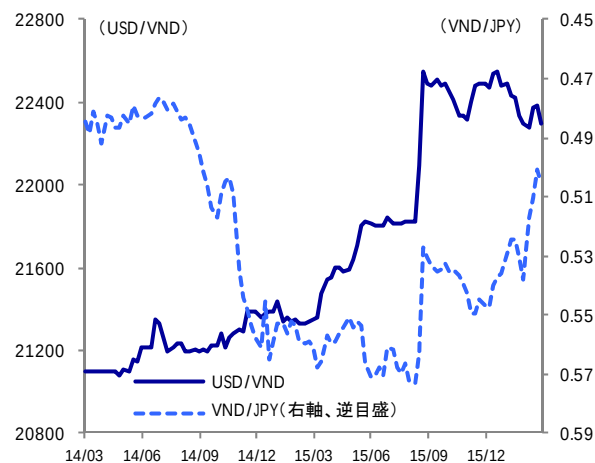


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：輸出が堅調な伸びを記録

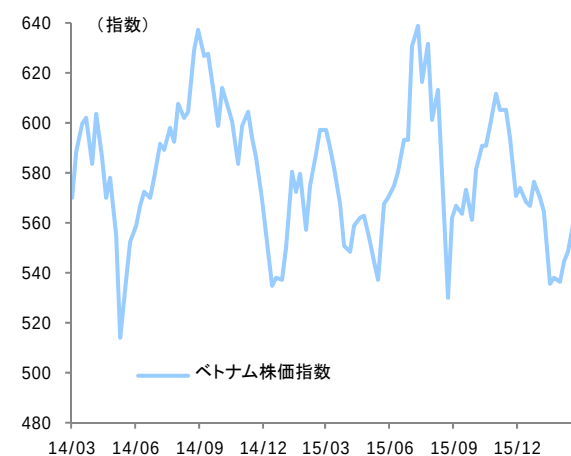
- 2月のVNDは小幅下落。月前半は、米利上げ先送り期待が高まる中、一時22200台まで上昇した。その後は下落に転じ、22300台での推移となった。非公式レートも公式レートとほぼ同様の値動きとなった。
- ベトナム経済は、内需は冴えないものの、外需は堅調な伸びを見せつつある。2月26日に発表された2月貿易統計において、輸入は前年比▲2.7%と1月(同▲8.5%)よりも減少幅は縮小したものの、2か月連続で前年比マイナスを記録した。同日に発表された2月小売売上高が同+4.7%と1月(同+8.1%)から減速しており、内需の伸び悩みが輸入減に繋がった模様だ。
- 一方、2月輸出は同+8.3%と堅調な伸びを見せ、また2月鉱工業生産についても同+7.9%と1月(同+5.9%)から加速した。外需が順調に伸びる中、生産も拡大基調が続いていることを示唆する結果となった。
- ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)は、1月4日より中心レートの日次更新を約6年ぶりに再開し、VNDが他アジア通貨対比で割高とならないように為替レートの柔軟性を高める方針を打ち出した。
- その結果、MYRなど主要アジア通貨との相関が高まり、1月はVND高となり、2月はVND安の展開となるなど、双方向の動きが見られるようになっていく。こうした施策は、昨年に見られたVND独歩高を防ぎ、ベトナムの輸出振興をサポートすると考えられることから、輸出については引き続き堅調な結果が期待できるだろう。
- 一方で、低付加価値製品の輸出が多いベトナムが、アジア通貨全面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。SBVは輸出振興のために、VND安を選好し続けると予想する。
- 2016年上半期は、米利上げ期待を受けたドル高圧力から、他アジア通貨も売り優勢の展開になると想定する。斯かる状況下、SBVは他アジア通貨の動きに合わせてVNDを切り下げていくと考えられ、2016年7～9月期には22900までVND安が進むだろう。年後半にかけてアジア通貨の買い戻しを予想するも、VNDの戻り余地は限定的と考える。

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

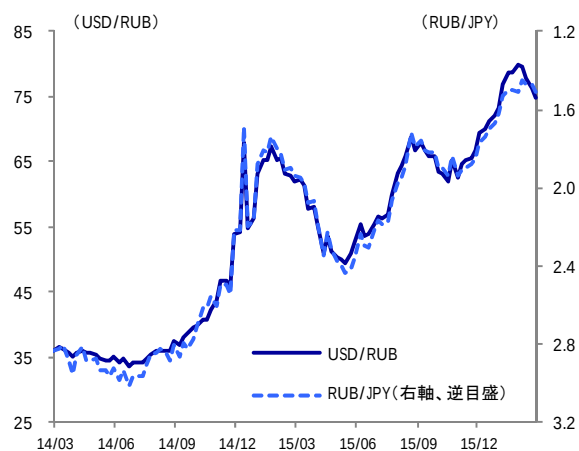


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 引き続き原油価格次第

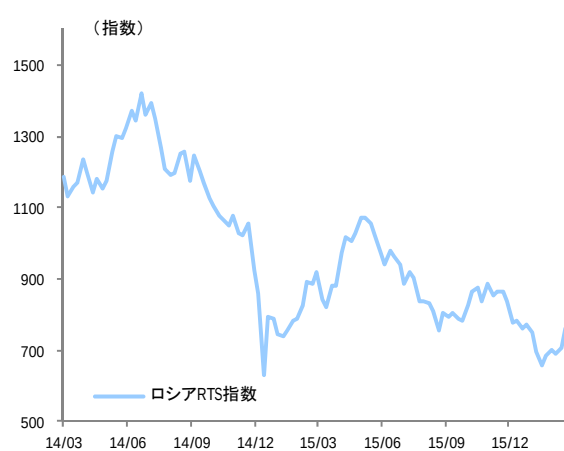
- ・ 2月のRUBは、対ドル、対円とも、史上最安値からは大きく反発したものの引き続き「歴史的安値圏」と言える水準で、原油価格動向に極めて強い連動を保ったまま、レンジ内推移に終始した。
- ・ 原油価格は、サウジアラビア、ロシア、ベネズエラなど主要産油国から、協調減産を模索する動きが断続的に聞かれ、神経質な上下動を繰り返した。
- ・ 最終的に上述3か国にカタールを加えた4か国が、16日、「1月の水準で生産量と凍結する」ことで合意したが、減産までは踏み込めなかったこと、他の産油国の同調を条件としたことから、原油価格の反発は長続きしなかった。
- ・ しかし、翌17日、UAEやイランが、同生産量凍結に同調する姿勢を示した(イランはその時期を明確にしなかったものの)ことから、原油価格は再び反発。その後月末までブレント原油価格で見ると、32~34ドル/バレルを中心とした狭い値幅を横ばい推移している。
- ・ 並行してロシア中銀(CBR)からは、①外貨準備を使う(外貨売り介入を実施する)意向はない ②ロシア金融システムの安定を脅かす状況には利上げなどの対応も辞さない ③ロシア金融機関の保有外貨資産/負債の比率を引き下げたいといった方針が、ナビウリナ CBR 総裁、トゥリン第1副総裁などから繰り返し示されたが、RUBが特に材料視した様子は読み取れなかった。
- ・ 2月中のRUB(対USD)と原油価格(ブレント)の連動は、終値同士の相関係数にして0.77を超えており(25日まで)、今後もRUBの値動きは原油価格次第という状態が続くことが予想される。
- ・ 産油国が協調減産にまで踏み込めなかったのは事実だが、現在の低価格を容認できない姿勢は明確に共有されたと言えよう。米エネルギー情報局の統計によると、米国の原油生産量は昨年9月以来の低水準である日量9.1百万バレル水準を割り込む気配を見せている。夏のドライブシーズンを迎え、仮に今後、米国内のガソリン在庫減少基調が読み取れるような展開があれば、原油価格が2月の膠着を上抜けする可能性も展望できるのではないかな。
- ・ 23日、米露はシリアでの部分停戦(「イスラム国」などとの戦闘は継続)に合意した。そもそも合意内容がどこまで遵守されるかすら、現時点で不透明ではあるものの、中期的にはシリアにおける米露協調をてこに、いずれウクライナ問題の解決にも光明を見出すことが期待される。

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

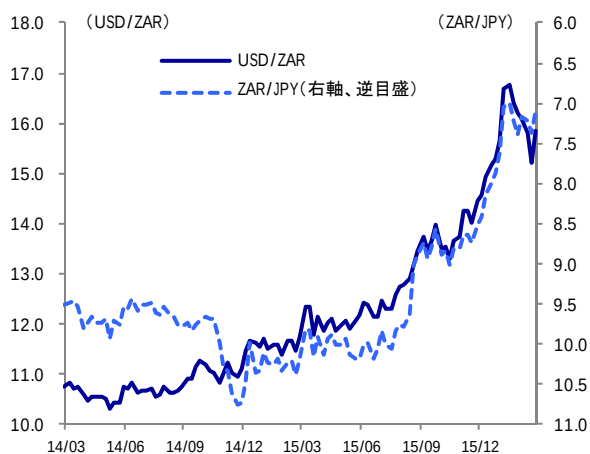


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 予算に対する低評価は今後見直されるか

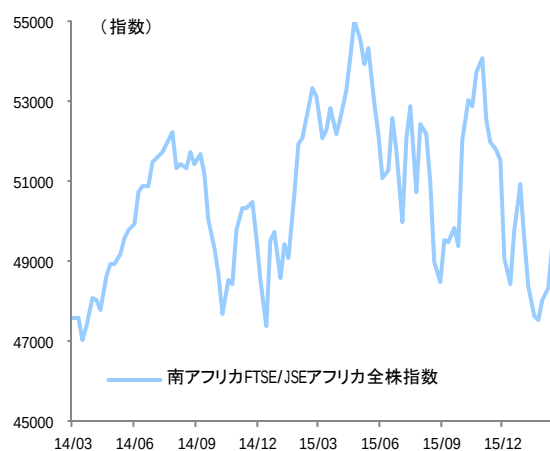
- ・ 2 月の ZAR は、対 USD では比較的落ち着いた値動きの先行後、月央に掛けて若干水準を切り上げた。対円では円全面高を受けた下押しが先行したが月央以降一定の反発を見せた。
- ・ 2 月の注目材料はなんといっても 24 日の 16/17 年度予算だったが、予算発表に先駆けてズマ大統領から「財政健全化を重視」「国債格下げの回避を優先」といった発言が頻繁に聞かれたことが、月央以降の ZAR 堅調に貢献したものと考えられた。
- ・ ズマ大統領自身が発表した 11 日の一般教書演説は、「具体的政策に乏しい」との評価で期待外れに終わったが、そもそも具体策への踏み込みを期待する市場関係者は少なく、その後、予算発表までに大統領やゴードン財務相が南ア経済界の重鎮と面談を繰り返したことが市場に好感された。
- ・ 24 日発表された予算は、一定の財政改善策が盛り込まれたものの、歳入面で付加価値税率引き上げが見送られたことや、歳出削減策に具体性が乏しいなどとの評価されたことで、直後から ZAR 急反落を誘った。
- ・ 上述予算は、確かに「大胆」と言うには力強さが不足していたが、現在の南ア経済が急激な財政緊縮に耐えられるほど磐石でない現実には留意も必要。見方によっては「(景気と財政に) バランスの取れた内容」と評価することでもできたのではないかと。
- ・ ZAR や南ア国債は予算発表に売りで反応したものの、南ア外債建長期国債を投資適格級の最下級に格付け、見通しを格下げ方向とし、6 月に格付け見直しを予定している一部格付け会社が、25 日、「予算の内容はすぐさま格付の変更を必要としない」との見方を表明している。
- ・ 南ア政治の問題は、「目標の作成」よりもその「実践」にある。ゴードン財務相の手腕が問われるのは予算の今後(実践)であろう。従前のように美辞麗句を並べて具体性に乏しい目標よりも、控えめだが具体的な計画の方が、(期待も込めて) 実現性が高いものと見込みたい。この点、事前の面談で経済界の支持を取り付けているのも心強い。
- ・ また、15 日に CNY が大幅に切り上げられたり、18 日にメキシコ中銀が MXN 買い介入と利上げを実施したりした事実は、昨年 11 月来の新興市場全般の下落基調に転換期が近付いている兆候と読めるかもしれない。

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

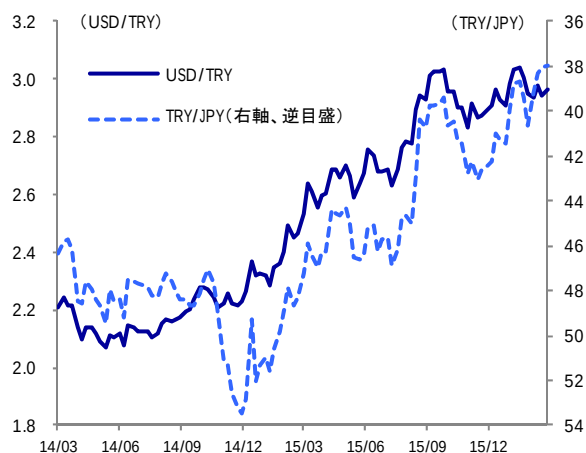


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：原油価格低迷への安住がいつまで続くか

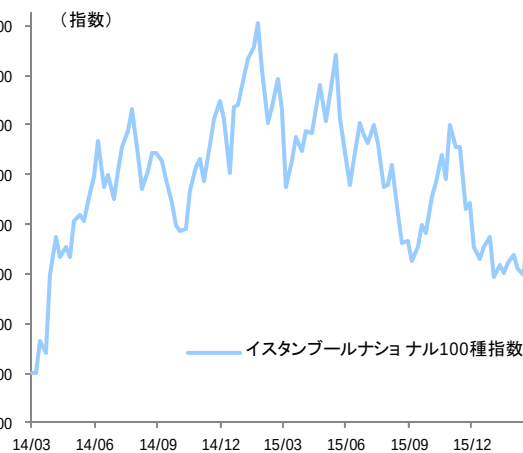
- ・ 2 月の TRY は主体性のない値動きで、外部要因を受けて上下に振られながら、月を通して見ると横ばい推移となった。
- ・ TRY が対 USD で水準を切り上げた局面を振り返ると、ダドリー・NY 連銀総裁が 3 日に、タカ派で知られるブラード・セントルイス連銀総裁が 18 日に、それぞれ FRB の追加利上げに消極的と読める発言をしたことが大きく影響したものと考えられた。
- ・ 一方で、17 日に首都アンカラで起きた爆破テロのような地政学的要因も、エルドアン大統領の「高金利がトルコ物価を押し上げている」「利上げを主張する者はトルコ投資/雇用の敵だ」といった極端な発言(11 日)に象徴される政治要因も、12 月鉱工業生産(8 日)の予想以上の上振れや 11 月失業率(15 日)の予想外の横ばい(市場は上昇を予想)など経済要因にも、TRY は目立った反応を見せなかった。
- ・ 引き続きトルコ経済は原油価格低迷に救われている。3 日に発表された 1 月 CPI は前年比+9.58%まで上昇してきたが、トルコ中銀(CBRT)は利上げを見送っている。11 日発表された 12 月経常収支は、市場予想を小幅下回った(赤字が市場予想よりも拡大した)ものの、15 年通年の経常赤字は前年比▲26%と明確な改善を示している。一方で、このことは、原油価格の反発に対する同国経済の脆弱さも示している。
- ・ 原油価格が当面の間、大幅に反発するとは見込み難いものの、CPI が誘導目標の倍に近付く現状でも執拗に利上げをけん制したり、経常赤字の縮小傾向を良いことに、景気対策として大規模インフラ投資を志向するような政権の姿勢には懸念を感じる。
- ・ また、政権に対する懸念は地政学的リスクに関しても大きい。現在、トルコ政府はシリア政府(ロシア)とクルド人勢力の両方と敵対する二方面作戦を展開している。中東情勢は、シリア内戦だけでなく、サウジアラビアとイランの対立や移民問題などが複雑に交錯しているため、現在、トルコは米や EU からの一定の支援/支持を取り付けているが、もし、シリアの部分停戦に進捗があり、米露が協調路線を明確にすれば、トルコ対クルドの紛争だけが同域に残されることにもなりかねない。その時、投資市場は、エルドアン大統領の強権ぶりに、むしろ不安を強めるのではないだろうか。

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 2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)	6.4893 ~ 6.5962	6.5520	6.60	6.65	6.50	6.35	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7772	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ~ 68.789	68.423	69.5	68.5	66.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13295 ~ 14002	13375	14000	13850	13650	13500	13300
韓国ウォン	(KRW)	1172.55 ~ 1245.13	1236.65	1250	1260	1240	1210	1190
マレーシアリング	(MYR)	4.0953 ~ 4.4415	4.2030	4.33	4.26	4.20	4.09	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	46.820 ~ 48.069	47.508	48.5	47.5	46.5	45.7	44.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3861 ~ 1.4444	1.4054	1.42	1.40	1.38	1.35	1.34
台湾ドル	(TWD)	32.835 ~ 33.791	33.303	33.80	34.00	33.50	32.80	32.50
タイバーツ	(THB)	35.65 ~ 36.42	35.64	37.0	36.5	36.0	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	22183 ~ 22520	22300	22450	22600	22600	22800	22800
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.0064 ~ 85.9573	75.2038	72.00	69.00	65.00	60.00	65.00
南アフリカランド	(ZAR)	15.0613 ~ 17.9169	15.8604	15.50	15.00	15.50	16.00	16.00
トルコリラ	(TRY)	2.8899 ~ 3.0614	2.9651	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)	3.8448 ~ 4.1720	4.0159	4.05	4.15	4.23	4.30	4.33
メキシコペソ	(MXN)	17.1868 ~ 19.4448	18.1503	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)	16.906 ~ 18.563	17.230	16.97	16.54	16.77	17.01	16.98
香港ドル	(HKD)	14.253 ~ 15.615	14.456	14.43	14.18	14.05	13.92	13.79
インドルピー	(INR)	1.620 ~ 1.823	1.643	1.61	1.61	1.65	1.67	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ~ 0.896	0.841	0.800	0.794	0.799	0.800	0.805
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ~ 10.267	9.077	8.96	8.73	8.79	8.93	8.99
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ~ 29.357	26.842	25.87	25.82	25.95	26.41	26.88
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ~ 2.570	2.377	2.31	2.32	2.34	2.36	2.40
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ~ 85.54	80.00	78.87	78.57	78.99	80.00	79.85
台湾ドル	(TWD)	3.340 ~ 3.671	3.376	3.31	3.24	3.25	3.29	3.29
タイバーツ	(THB)	3.111 ~ 3.412	3.155	3.03	3.01	3.03	3.04	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ~ 0.5482	0.5042	0.50	0.49	0.48	0.47	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.676	1.502	1.56	1.59	1.68	1.80	1.65
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ~ 7.805	7.089	7.23	7.33	7.03	6.75	6.69
トルコリラ	(TRY)	37.661 ~ 41.265	37.911	37.33	34.38	32.54	30.86	30.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 30.654	27.987	27.65	26.51	25.77	25.12	24.71
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ~ 7.018	6.194	6.05	6.11	6.23	6.24	6.29

(注)1. 実績の欄は1月29日まで。SPOTは3月1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	4.10	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	1.25	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	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	4.25	4.25	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	
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。