

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：波乱要因は少なく、月中はレンジ内推移か	2
中国人民元(CNY)：全人代、FOMC 後もドルに沿った動きが継続	3
インドルピー(INR)：政府予算案は財政改革を示す内容	4
インドネシアルピア(IDR)：政府及び中銀による景気下支えが続くが	5
韓国ウォン(KRW)：株式への資金流入を背景に上昇	6
マレーシアリング(MYR)：緩やかな景気減速が続く	7
フィリピンペソ(PHP)：OFW は減速も BPO は加速	8
シンガポールドル(SGD)：政府の歳出拡大を受け MAS は様子見か	9
タイバーツ(THB)：ハト派寄りになった BOT	10
ベトナムドン(VND)：1～3 月期の GDP は予想外の減速に	11
ロシアルーブル(RUB)：原油連れ高継続、徐々に高値警戒感も	12
南アフリカランド(ZAR)：ZAR 堅調もそろそろ息切れが近い	13
トルコリラ(TRY)：早晩、TRY 堅調が反転する可能性を警戒	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

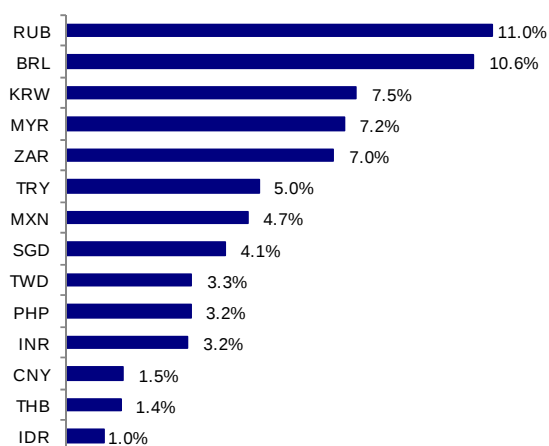
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7012-5100
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：波乱要因は少なく、月中はレンジ内推移か

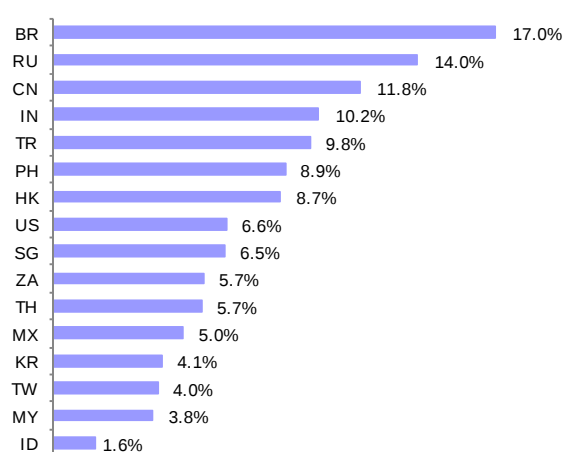
- 3月の新興国通貨は、概ね上昇する展開となった。中国人民銀行(PBoC)が2月末に預金準備率を引き下げ、全国人民代表大会(以下、全人代)にて拡張的な財政政策が確認されたことで、中国経済に対する懸念が後退。原油価格も株価も上伸していく展開となり、多くの新興国通貨が連れ高となった。また、3月のFOMCにて、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が引き下げられ、ドル安の展開となったことも、新興国通貨の底堅い値動きに繋がった。
- 4月の新興国市場にとって、最大のイベントは月末に予定されているFOMCと言えよう。3月のFOMCではドットチャートにおける想定利上げ回数が年4回から2回(25bpずつを仮定)に引き下げられたものの、FOMC後は4月会合で利上げを検討すべきとのFRB高官発言が相次いでいる。しかし、3月29日にイエレンFRB議長は「慎重な金利見通しは正当化される」と発言するなど、早期利上げに対し慎重な姿勢を崩していない。そのため、4月のFOMCにおいて追加利上げは決定されないと予想する。しかしながら、月末の会合に向けては、警戒感から新興国通貨は売り優勢の展開となるだろう。
- PBoCは、全人代及びFOMC後もドルインデックスの動きに沿った基準値の設定を続けている。経済指標は冴えない結果が続いているものの、固定資産投資など一部の指標は持ち直しの兆しを見せた。安定した為替政策と回復の可能性を示唆する経済指標などを背景に、4月については中国要因が新興国通貨に大きな影響を及ぼす可能性は低いと考える。
- 原油生産量凍結に向けた協議は、未だ合意に達していない。4月17日にカタールにてOPEC内の協議が開催される予定だが、増産を続けるイランは会議に参加はすれども減産には応じない姿勢を崩しておらず、4月内に原油の需給が大きく改善することは見込みがたい。しかし、4月から米国を中心に夏用ガソリンへの切り替えが始まり、一時的に精油ペースが落ちるため、原油生産量が抑制される可能性がある。そのため、原油価格が再び底割れする可能性は低いと予想する。
- 月末にかけては売り地合いが予想されるものの、波乱要因は少なく、月中の新興国通貨は概ね安定推移を続けると予想する。しかし、大統領弾劾手続きが進行しつつあるブラジルや議会選挙のある韓国などは政治リスクを背景に、通貨の値動きが荒くなる可能性があることには留意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年3月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年3月)

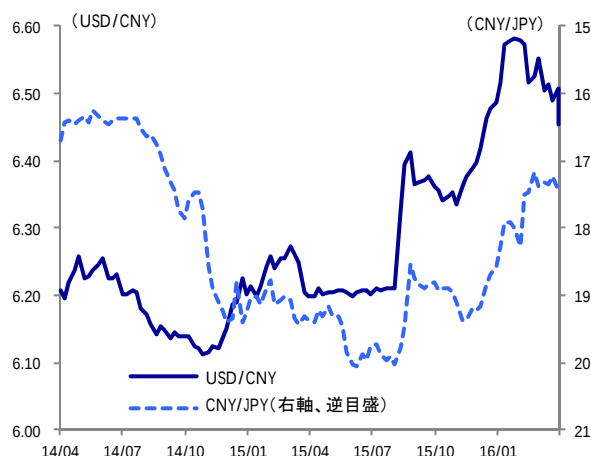


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): 全人代、FOMC 後もドルに沿った動きが継続

- 3月のCNY相場は上下に激しい展開となった。月初、6.55 台から 6.50 近辺まで CNY 高となった後、一時軟調な値動きとなり 6.52 台まで売られる。しかし、16 日の FOMC で米利上げが見送られると、ドル安の動きに連れて 6.46 台へ。その後、ドル高の流れを受けて、6.52 近辺まで調整するも、月末にかけては買い戻しの動きが強まり、6.45 台で月内の取引を終えた。
- 3月 5～16 日に亘って開催された全人代において、2016 年の各種経済目標値が発表され、実質 GDP 成長率については、従来の前年比+7.0%から同+6.5%～+7.0%に下方修正された。財政赤字を昨年の対名目 GDP 比▲2.3%から同▲3.0%に拡大するとし、市場予想通り拡張的な財政政策で景気を下支えする姿勢を中国政府は打ち出した。
- また、消費者物価指数(CPI)の目標値を前年比+3.0%前後に据え置く一方で、M2(マネーサプライ)の目標値は同+13%前後と前年(同+12%前後)から拡大させるなど、金融政策については緩和姿勢を続けることが示された。なお、従前とは異なり、貿易量に関する目標は示されなかった。
- 12 日、周 PBoC 総裁は「資本流出は平静を取り戻し、正常な水準になりつつある」と発言し、CNY の安定に安堵を見せた。発言前の 7 日に発表された中国 2 月外貨準備が 3 兆 2023 億ドルとなり、1 月(3 兆 2309 億ドル)からの減少額は約▲280 億ドルと、前月に見られた約▲1000 億ドルの減少と比較すると、資本流出圧力の後退が見られたことが、今回の総裁発言に繋がったと見られる。周総裁は、CNY 安基調が加速し出した昨年 11 月や 2 月に過度な CNY 安をけん制する発言をしており、昨年 8 月の切り下げ以降、PBoC は資本流出を注視している様子が窺える。
- 基準値設定について、PBoC は「通貨バスケットで見た CNY を重視している」と昨年末に発表、為替市場全体の動きと CNY の連動を高めることを示唆した。実際、3 月の FOMC 前にドル高に切り返す局面では、基準値は CNY 安方向に設定され、FOMC においてドットチャートにおける想定利上げ回数が引き下げられたことでドル安の流れになると、CNY 高方向に設定された。
- 昨年からの切り下げが輸出の回復に繋がらないまま、資本流出圧力を拡大させてしまった反省から、為替市場全体の動きに沿った基準値の設定が当面続くだろう。また、ドル高が進展し続けない限り、PBoC は対ドルでの大幅切り下げには当面慎重になると予想する。

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

2016 年 4 月 5 日

図表 4: 上海総合株価指数

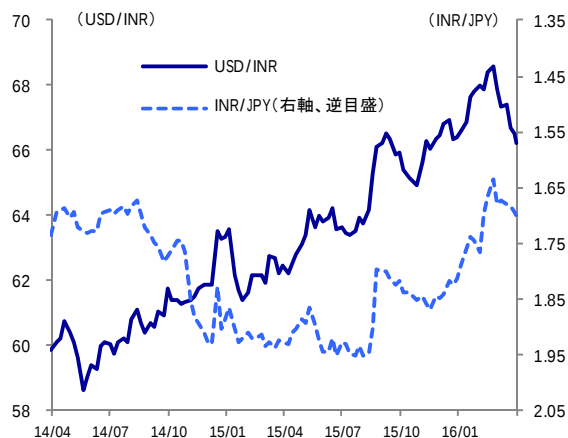


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR): 政府予算案は財政改革を示す内容

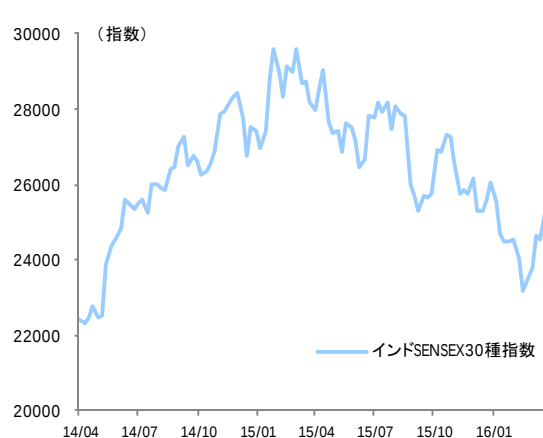
- 3月のINRは上昇。月初、68台前半から67台半ばで買い進められた。16日のFOMCにて米利上げが見送られると、66台前半まで上伸。その後ブリュッセルでのテロを受けてリスクオフムードが広がり、一時66台後半に戻すも、月末は再び66台前半まで上昇した。
- インド経済は他新興国比で堅調な推移が続いている。1月鉱工業生産は前年比▲1.5%と3か月連続で減少しているが、昨年11月(同▲3.4%)の豪雨による落ち込みからは徐々に回復しており、2月製造業PMI(51.1)は2か月連続で景気の拡大/縮小の分かれ目となる50を上回った。
- 一方、2月CPIは前年比+5.2%と1月(同+5.7%)から減速した。また、同日発表された2月卸売物価指数(WPI)も原油価格の下落を背景に同▲0.9%と16か月連続マイナスの伸び率となっている。
- 財政健全化と歳出拡大が同時に求められていた2016年度予算案(2月29日発表)では、財政赤字が対GDP比▲3.5%(2015年度: ▲3.9%)に抑制されることとなり、事前の市場予想に反して財政健全化姿勢が堅持された。
- 歳出は前年度比+11%増加しており、インフラ投資額が増加したほか、注目されていた公務員給与の引き上げについても暫定予算が計上され、総花的な予算案となった。そのほか、昨年11月のビハール州選挙における政府与党の大敗を受けて、5月に予定されている地方選挙対策とみられる食糧安全保障を目的とした農業関連の歳出拡大が目立った。
- 一方、歳入は政府が2016年度成長率を+7~+7.75%の高水準を想定する中で、税収増(前年度比+11%)や国有企業株の売却などによる税外収入増(同+25%)などで賄うこととされた。しかし、昨年度に株式売却が計画通り進まなかったことを踏まえると、歳入増実現への不透明感強い。
- なお、前回2月会合にて追加利下げの条件にインフレ率低下と財政改革の進展を挙げていたインド準備銀行(RBI、中央銀行)は、上述の予算案を受けて4月5日の会合で利下げに踏み切る可能性が高いだろう。
- 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出尽くしたとみられるほか、他国比高い実質金利で引きつけていた海外資金の流入がインフレ率上昇に伴い減少するリスクが高い。INRは米6月利上げ期待が高まる場合、70を試す展開となるだろう。但しその後は、RBIの通貨安定化政策を背景にINRは堅調に推移する見通し。

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

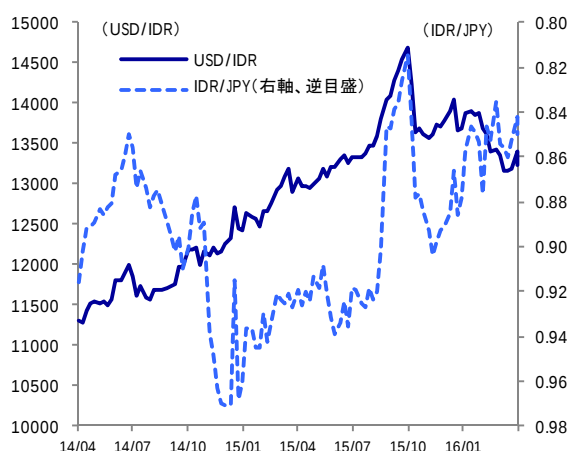


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR) : 政府及び中銀による景気下支えが続くが

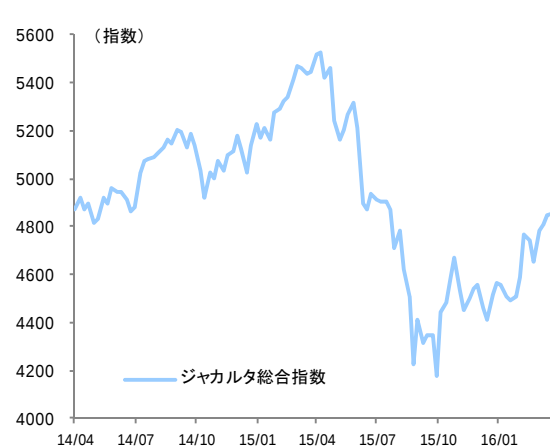
- 3月のIDRは一時上昇するも、月末にかけて値を戻した。米2月雇用統計の結果を受けドルが弱含み、月初よりIDRは一時13000割れを試す展開となった。16日のFOMC後は、1300前半で堅調に推移するも、月末にかけては売り地合いとなり13200台で月内の取引を終えた。
- インドネシア経済は低調な推移を続けている。2月製造業PMIは48.7と17か月連続で節目となる50を下回った。また、2月消費者信頼感110.0と1月(112.6)から低下している。
- 斯かる状況下、政府は3月29日に経済対策パッケージの第11弾として、①不動産投資信託(REIT)に対する減税、②医薬品・健康機器産業の成長促進、③港湾の輸入貨物滞留日数の短縮、④中小企業向け輸出金融の優遇を発表した。また、今後も経済対策の第12弾として観光関連の政策が検討されている模様で、政府は景気を下支えする姿勢を維持している。
- こうした政府の姿勢を背景に、インドネシア中銀(BI)は17日の金融政策決定会合で政策金利を25bp引き下げ、6.75%にすることを決定した。声明文では、引き続きインフレ率が目標(+3%~+5%)内に収まる動きを見せているほか、前回2月会合から金融市場が落ち着きを取り戻してきたことが、利下げに踏み切った理由とされている。
- なお、BIは今後の金融政策に関して、国内外の経済情勢や金融システムの安定性を踏まえて「慎重に決定する」としており、これまでの緩和効果の波及を見極める姿勢を見せている。また、BIの報道官は流動性の管理に一層の注意を払うと述べており、政策金利の引き下げではなく、流動性供給にて金融緩和を進める可能性を示唆した。
- しかし、ブジョネゴロ財務相は「インフレ率が4%近辺で推移する限り、中銀は政策金利を引き下げることが可能だ」との旨を発言しており、当面は政府から緩和圧力が掛かり続ける可能性は高いだろう。
- 中国での財政刺激策に対する期待の高まりは広範囲にわたる商品価格上昇をもたらし、資源国通貨であるIDRの上昇にも繋がっていた。しかし、商品市場における需給の改善は見込みがたく、市場心理は悪化しやすい情勢が続いていよう。米利上げ期待の高まりや軟調な商品価格を背景に、6月にかけてのIDRは13600をうかがう展開を予想する。

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

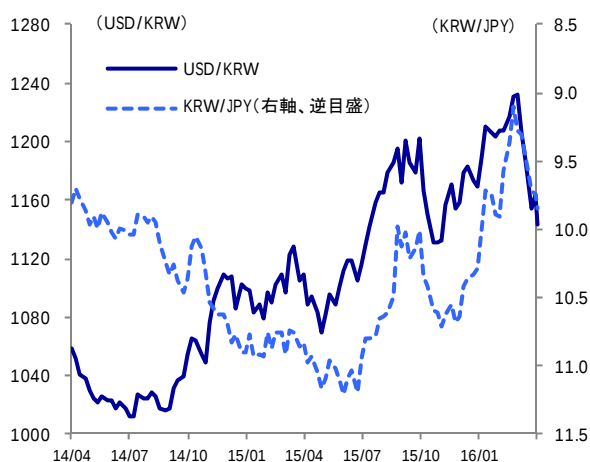


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW):株式への資金流入を背景に上昇

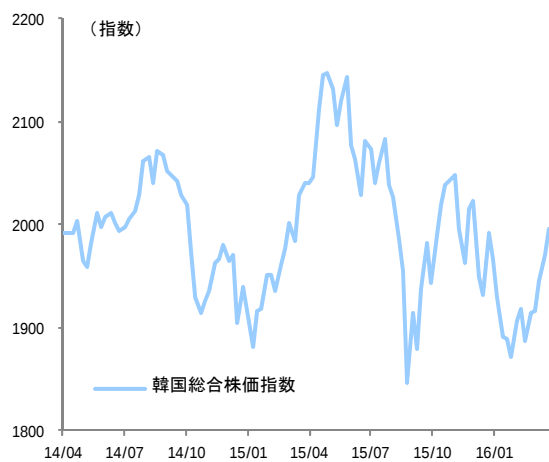
- 3月のKRWは上昇した。月初、リスクオフムードの後退を受けて1230台から1180台に上昇し、FOMCにて利上げ見送りが決定されると、1150台まで上伸。その後も堅調に推移し1140台で月内の取引を終えた。
- 韓国証券取引所のデータに基づけば、3月は外国人投資家が5か月ぶりに韓国株の買い越しに転じており、3月のKRW上昇を下支えした模様だ。背景には、CNYが落ち着きを取り戻す中、割安感があったことで韓国株の買い戻し圧力が高まったことがあると推測される。
- 4月1日に発表された3月貿易統計において、輸出が前年比▲8.2%と15か月連続で前年比マイナスの伸びを記録するなど、外需は引き続き韓国経済の足枷となっている。また、堅調だった内需についても、3月消費者信頼感が100と、昨年11月(105)を境に低迷の様相を見せている。
- 3月10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1.50%に据え置かれた。据え置きは9会合連続だが、前回会合に引き続きHa Sung-Keun委員が利下げ票を投じている。李BOK総裁は会見で、「現状の金利水準は十分緩和的」であり、政策金利据え置きは「経済の成長経路を注視するため」と早期利下げに慎重な姿勢を示した。
- しかしながら、29日に与党セヌリ党が「先進国と同様に、BOKもMBSの購入などを通じた量的緩和策の導入により景気サポートが可能」との旨を示すなど、政府からの追加緩和圧力が高まっている。また、次回会合(4月19日)後に7名中4名のメンバーが任期満了に伴い退任し、代わりにハト派寄りと思われるメンバーが加わることから、BOKが4～6月期に追加緩和を行う可能性は引き続き高いと考えている。
- 4月13日の議会選挙については、セヌリ党が、世論調査で41%の支持率を獲得する一方、野党は民主党が20%、国民の党が8%と苦戦、与党優勢の状態となっている。しかしながら、セヌリ党が第一党の座は維持できても、単独過半数を取れるかは不透明な情勢である。
- 昨年対比で韓国株には伸びる余地があり、株式投資フローの流入が見込めるものの、経済情勢は芳しくなく、株価上昇とともに割安感が薄れれば資金流入も一巡する可能性がある。また、議会選挙に伴う政治リスクや地政学リスクなども抱えており、KRWは当面レンジ内推移を予想する。

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

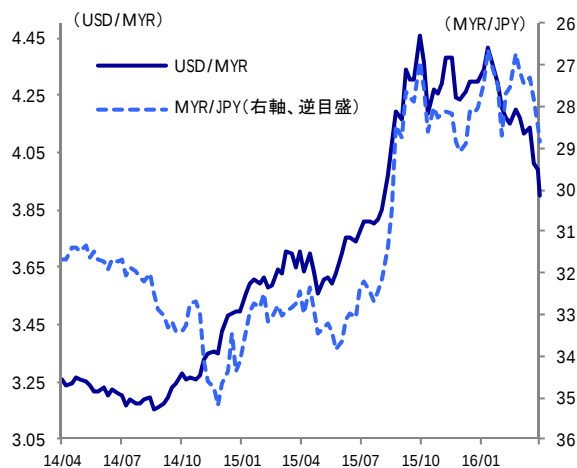


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR): 緩やかな景気減速が続く

- 3月のMYRは堅調に推移した。月初より、原油価格の上昇に連れ、MYRは4.20近辺から4.10近辺まで上昇。FOMCで利上げが見送られた後、22日には4.00近辺まで買い進められた。その後、小幅に下落する場面もみせるも、月末にかけては輸出企業のドル売り需要を背景に3.90近辺まで上昇した。
- マレーシア経済には減速感が見られる。2月PMIは47.8と2015年4月以来、11か月連続で節目となる50を下回って推移している。2015年4月の物品・サービス税(GST)導入や世界経済停滞が景気の重石となっている模様だ。
- 輸出は2015年10月をピークに減速傾向が鮮明となっており、2月(前年比▲2.8%)は8か月ぶりの減少となった。景況感と輸出の低迷を背景とした設備投資の伸び悩みも、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)を巡る政治問題は引き続き燦燦している。3月11日にはナジブ首相への反対活動が続いているマハティール元首相が国営石油会社の役職を解任されるなど、ナジブ氏による抑え込みが強まっている。一方、マハティール氏はナジブ首相を汚職疑惑で提訴するなど、混乱は長引きそうな見込み。
- また、米FBIが1MDBに関与した米金融機関の幹部を召喚するなど、海外機関による捜査は引き続き行われている。ナジブ首相の汚職問題の捜査に大きな進展があるようであれば、一時的なMYR安圧力となる可能性もある。
- 9日のマレーシア中銀(BNM)金融政策決定会合では、政策金利が3.25%に据え置かれた。声明文は、ダウンスайдリスクに関する記述が前回より詳細になったが、国内経済は設備投資などにより緩やかな成長が続くとの見方が示されたほか、インフレ率はコモディティ価格の下落を背景に想定以上に伸びが緩やかになるとの楽観的な見通しが示された。
- そのため、当面BNMは金融政策を据え置く見込みだが、注目されるのは4月で退任するゼティBNM総裁の後任である。一部ではイルワン財務省高官が就任するとの報道もあるが、今後もBNMが独立性を保てるかに加え、市場動向に対応した政策運営能力が維持されるかどうかに疑念が残る。
- 貿易収支の悪化や金融政策運営に不透明感が漂う中、米政策金利見通しが引き下がったことで市場のリスクセンチメント改善ペースは鈍化しよう。斯かる状況下、マレーシアへの資金流入が縮小することでMYRは4.10を目指す展開を見込んでいる。

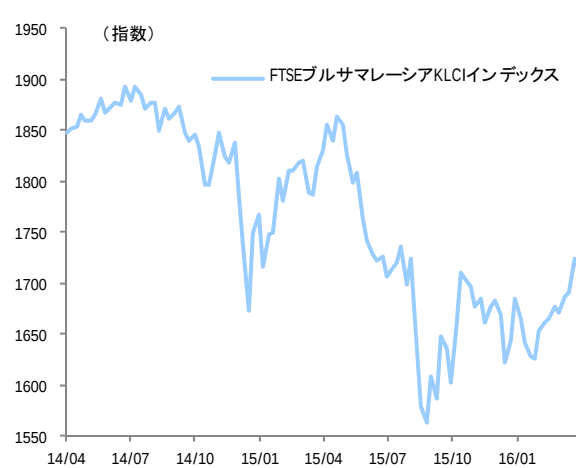
図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年4月5日

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

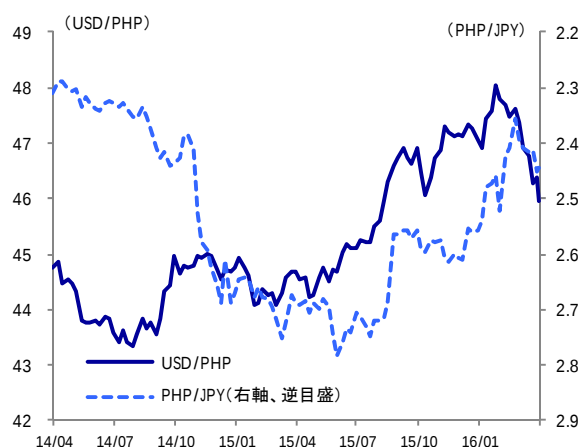


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP): OFW は減速も BPO は加速

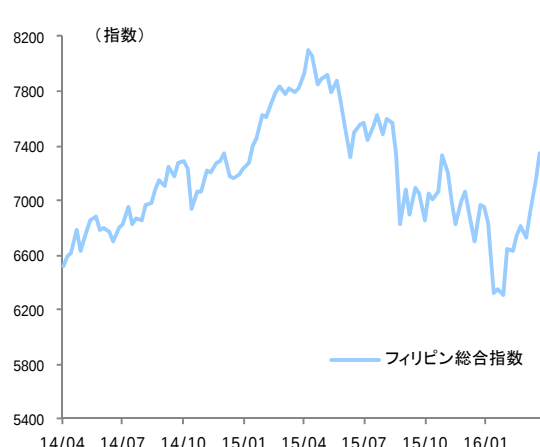
- 3月のPHPは上昇。月初、リスクオフムードが後退すると、47前半台から46台後半まで買い進められた。その後、FOMCで米利上げが見送られたことを受けて、46台前半まで上伸。月末にかけても46近辺まで上昇した。
- 国内経済は個人消費を中心に堅調な推移を続けている。5月9日のフィリピン大統領選挙に向けて、選挙戦絡みの消費が活発化している模様である。
- 個人消費の源泉となる1月OFW(海外フィリピン人労働者)送金は前年比+3.4%と増加しているが、昨年の平均伸び率+4.7%からは減速しており、世界経済の停滞や、原油安による中東でのOFW解雇、ビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)の拡大などの影響が続いている模様だ。
- 特に国際収支におけるBPO関連輸出額はOFW送金額を上回る月も出ている。業界団体では2022年までのBPO産業成長目標として6年間の売上伸び率が現状(+15~+18%)を上回ることを掲げており、今後、BPO関連輸出はPHP相場の新たな下支え要因として存在感を増すだろう。
- 5月の大統領選挙に際して、出馬資格が認められた本命候補のポー氏が3月の世論調査で支持率27%と、ビナイ氏(同24%)、ロハス氏(同22%)、ドゥテルテ氏(同21%)に対して一歩リードしている。但し、フィリピンでの大統領選挙は人気投票の面もあり、最後まで予断を許さない状況が続くだろう。
- 3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。インフレ率が目標レンジ内(+2~+4%)で推移する見込みであることや、国内景気が堅調であることが理由とされている。
- なお、インフレ押し上げリスクとして、新たにエルニーニョ現象による食料品価格の上昇を懸念する文言が追加された。実際、今年2月までのエルニーニョ現象は過去最大規模だった1997~1998年に匹敵しており、フィリピン気象庁によると今後5~7か月に亘って農業生産への悪影響が続く模様だ。
- 6月にかけて、米利上げ期待の高まりを受けたドルの反発が見込まれることや、米大統領選挙を背景とした政治的不透明感の高まりによりPHPは47.0を試す展開を予想する。もともと、6月以降のPHPは緩やかに値を切り返す見込み。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーク

図表 14: フィリピン総合指数

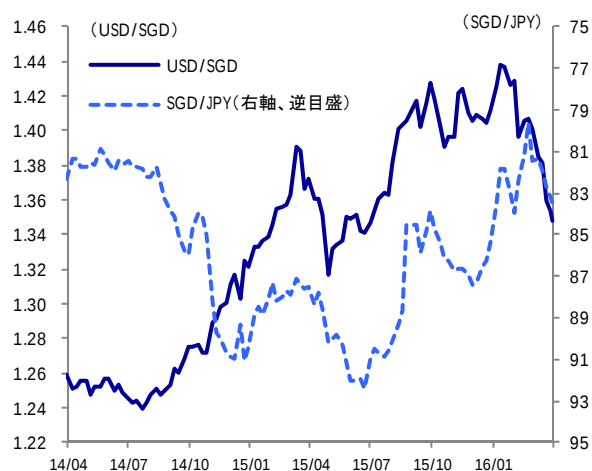


(資料)ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): 政府の歳出拡大を受け MAS は様子見か

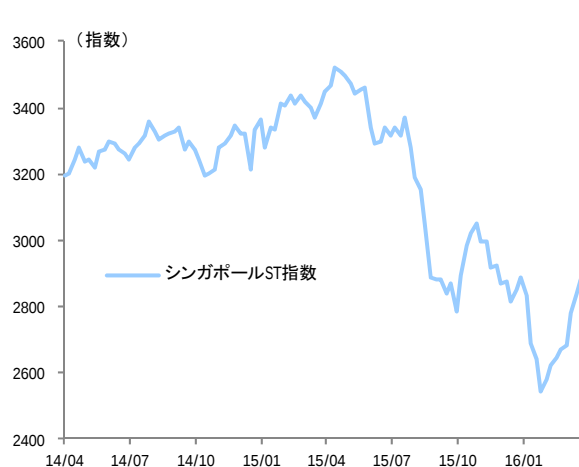
- 3月のSGDは上昇。月前半は1.37~1.39の間でレンジ内推移となった。その後、FOMCで米利上げが見送られたことを背景に急伸し1.35近辺まで買い進められた。その後押し戻される場面もあったものの、月末は再び買い優勢の展開となり、一時1.34台まで上昇した。
- 3月17日に発表された2月石油を除く地場輸出は前年比+2.1%と昨年10月以来となるプラスの伸び幅を記録するも、これは昨年2月(同▲9.7%)に急落した反動による伸びであり、前月比で見ると▲4.1%と2015年8月来の大大幅な縮小を記録した。また、外需の低迷を補っていた内需も、15日に発表された1月小売売上高が前月比▲1.2%と2か月連続でマイナスになるなど、シンガポール経済は低迷の兆しを見せている。
- 24日に発表されたシンガポール2016年度予算案は、歳出が734.3億シンガポールドルとなり、前年度から約50億シンガポールドル(前年度比+7.3%)増額された。名目GDP比で+17.9%(15年度:+17.0%)と、リーマンショック後最大となった昨年度予算を更に上回る規模となる。
- 具体的な日時は公表されていないものの、4月上中旬にシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)の半年に一度の政策決定会合が予定されており、現状の緩やかなSGD高誘導政策の維持を予想する。過去の例を踏まえると、SGD安は国内金利上昇をもたらすケースが多い。そのため、SGD安政策に転換した場合、国内金利が上昇し、内需を下押ししてしまう可能性が高い。
- また、2016年度予算案にて政府が積極財政にて内需を下支える姿勢を打ち出している。そのためMASが、本会合で政策を転換する公算は小さい。低迷する輸出を背景にSGD高の誘導ペースを更に緩やかにする可能も残されているものの、微調整の範囲内でありSGD相場に大きな影響を及ぼすまでには至らないだろう。
- MASが金融政策を維持すると考えることから、SGDは引き続き他のアジア通貨の動向に大きく左右される展開を予想する。2016年4~6月期においては、米追加利上げ期待が高まりやすい地合いが続き、アジア通貨は軟調な展開が想定されることから、SGDも1.40近辺まで調整する可能性が高い。但し、年後半にかけてアジア通貨買いの動きが強まるに連れ、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

図表 16: シンガポール ST 指数

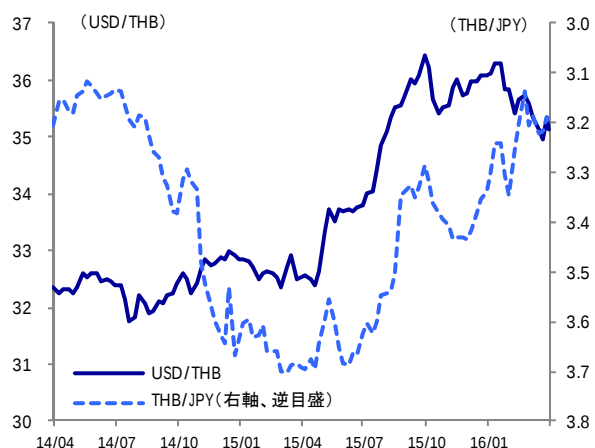


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB):ハト派寄りになった BOT

- 3月のTHBは小幅上昇。リスクオフムードの後退を受けて、35台後半から買い進められ、FOMC後は一時34台後半まで上昇した。その後は35台半ばまで売り込まれるも、月末にかけては35台前半で堅調な推移となった。
- タイ経済は減速し続けている。2016年に入り、消費者信頼感指数は国内経済の先行きに対する懸念を背景に2か月連続低下(1月75.5、2月74.7)。また、2月製造業生産指数は前年比▲1.6%(1月:同▲3.3%)とマイナス幅は縮小したものの2か月連続で減少した。タイ経済のけん引役である輸出について、2月は同+10.27%と14か月ぶりプラスの伸びとなったものの、金価格の上昇に伴い金の輸出が増加したためであり、一時的な動きとみられる。
- 3月23日に開催された金融政策決定会合でタイ中銀(BOT)は政策金利を現状の1.50%に据え置くことを決定した。声明文では、景気認識については政府支出や観光業に支えられ緩やかに回復しているとする一方、政府が昨年実施した景気刺激策の効果が剥落し、タイ経済は減速の可能性が高まっているとした。
- なお、BOTは同会合で2016年の成長見通しを+3.5%から+3.1%に下方修正している。長期化している干ばつ被害が深刻化し、過去20年間で最悪の水不足に直面していることも背景にあるだろう。また、インフレ率への楽観的な見通しはトーンダウンし、インフレリスクはダウンサイドに傾いているとした。
- 22日にプラユット内閣は、初回住宅購入を希望する低所得者向けに700億バーツ規模の長期低金利ローン供与を承認した。また21日にタイ財務省は4月のソンクラーン(タイ正月)に給付金と、飲食・旅行費の所得控除を認めるなど新たな財政刺激策を打ち出している。BOTは財政刺激策の効果を見極めるため政策金利を当面据え置くだろう。
- 29日に憲法起草委員会は新憲法の見直し案を発表し、8月7日に可否を問う国民投票を実施するとした。しかし、新憲法草案は軍政の意向を組み、下院議員でなくても首相になれるという非民主的な内容となった。国民に受け入れられるかは不透明な状況であり、民政移管が遅れる可能性がある。そうなれば、タイ経済の先行き懸念に繋がりがかねないため、注視が必要だろう。
- THBは米利上げ期待を背景に6月まで一時36.0まで下落するものの、その後、中国の財政刺激策を背景とした外需の回復などを背景に反転し、2016年末には35近辺まで再び上昇すると予想する。

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4月5日

図表 18: タイ SET 指数

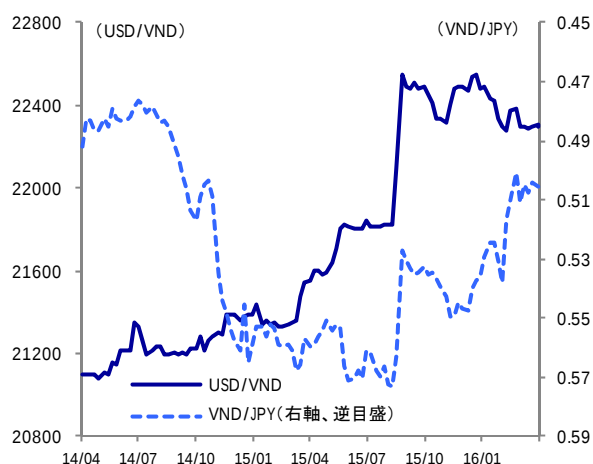


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：1～3 月期の GDP は予想外の減速に

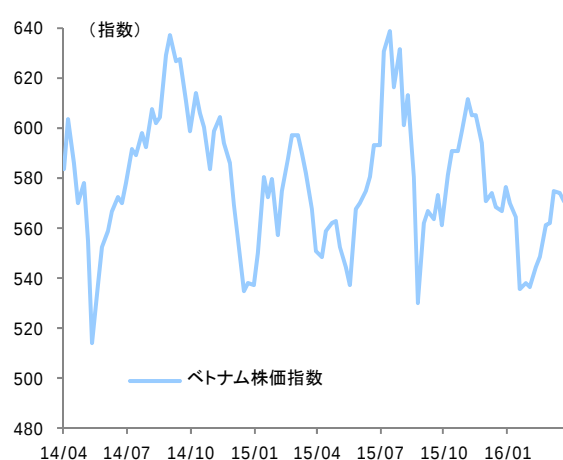
- 3 月の VND は横ばい。公式レート、非公式レートともに 22200～22300 近辺のレンジ内推移となった。FRB 高官の発言により米利上げ期待が高まったため一時軟化する場面もあったが、大幅な下落は避けられた。
- 3 月 25 日に発表されたベトナム 2016 年 1～3 月期 GDP は前年比+5.46%と 2015 年 10～12 月期(同+6.68%)や市場予想(同+6.10%)を下回る結果となった。北部の寒波や中部の干ばつにより、農業部門は前年比寄与度で、2015 年 10～12 月期の+0.36%ポイントから▲0.13%ポイントに悪化。また、メコン川流域の塩害により工業部門の生産稼働率が落ち込んだ影響で、製造業が 2015 年 10～12 月期の同+4.23%ポイントから同+3.49%ポイントに低下したことが、1～3 月期 GDP 成長率の減速に繋がった模様だ。
- ベトナムは例年 1～3 月期 GDP が一番低くなり、年末に向けて加速するという傾向がある。また、GDP の約 60%を占める民間消費についても、3 月小売売上高は前年比+8.7%と 2 月(同+4.2%)から持ち直しており、ベトナム経済は引き続き加速を期待できる状態にあると言えよう。
- 同日に発表された 3 月貿易収支は+1.0 億ドルの黒字となった。2015 年通年で 2012 年以来となる貿易赤字に転落したベトナムだが、2016 年 1～3 月期については+7.8 億ドルの黒字となるなど、VND を取り巻く需給は改善しつつある。
- 今年に入り、ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)は、PBoC と同様に通貨バスケットを参照しながら、日次で対ドル中心レートを決めている。しかし、3 月後半に入りドル高方向に戻る局面では、従来以上に VND 安方向にレートを設定するなど、SBV は VND 安を志向する姿勢を示した。
- 2016 年 4～6 月期は、米利上げ期待が熾りドル高圧力も残ると考えられることから、他アジア通貨は上値重い展開になると想定する。斯かる状況下、SBV は、VND 安方向への中心レート設定を志向するため、22700 近辺まで VND 安が進む可能性が高いと予想する。年後半にかけてアジア通貨の買い戻しを予想するも、貿易競争力保持の観点から VND 高を SBV は避けることから、VND 高の速度は他通貨対比で緩やかになるだろう。

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

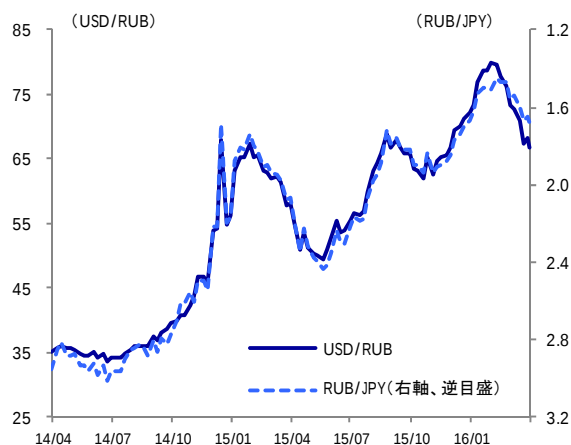


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 原油連れ高継続、徐々に高値警戒感も

- 3月のRUBは上昇。月初の上昇は原油価格の続騰に引っ張られた値動きに見えたが、8日に前後して原油が頭打ちになるのを他所に RUB は堅調を維持。結果として RUB 建原油価格は、8日を天井以降軟調推移をたどり、月を振り返って概ね横ばいに止まった。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。
- 3月4日発表されたロシア2月CPIは市場予想を明確に下振れ。市場の一部では利下げ観測も聞かれたが、18日、ロシア中銀(CBR)金融政策委員会は追加利下げを見送り。昨年末まで明確に追加利下げの可能性を模索してきた CBR は、1月以降、徐々に利上げの可能性を示唆する姿勢に転じていた。仮に3月の時点で実際に利下げ、もしくは利下げ示唆に傾くことは、政策の一貫性の欠如という意味で、RUB 売り圧力になることが警戒されていた。
- 14日にはシリア領内に展開していたロシア軍が、「目的は概ね果たした」として突如シリア撤退を開始。ウクライナ紛争まで含めた地政学的リスク低減が、ロシア主導で進む可能性は少なからず RUB 安定に寄与したのではないかと見られる。
- 原油価格と USD/RUB は 3月4・7日前後に相次いで昨年末の水準を上抜けた。17日(FOMCの翌日)には米株価も昨年末の水準を回復したが、一連の値動きが FRB の利上げ姿勢の変化(昨年12月時点で16年中に合計100bpを予想していた利上げ幅が、3月には同50bpに縮小)と無縁ではなかったのではないかと見られる。1月以降、金融市場で観察された乱高下を「過度に利上げに積極的な FRB が引き起こした不必要な値動き」と位置付け、当面は原油価格の高止まり、堅調推移を前提に、RUB 堅調推移を予想する。
- 産油国は4月17日に広範な生産量凍結に向けた会議を開く予定。イランを除く OPEC とロシアが生産量凍結に正式合意すれば、原油価格が一段と水準を切り上げ、RUB にも押し上げ圧力になる可能性が考えられる。
- ただし、仮に今後原油高が続いたとしても、過度の RUB 高が並行すれば、原油高が財政(歳入)に与える好影響を相殺してしまうことにもなりかねない。原油が50ドル/バレルを目指す展開となれば、USD/RUB で64が3200ルーブル/バレルを回復するための目安の水準となる(ルーブル建原油価格(プレント)は15年の通年平均で3160ルーブル/バレルだった)。原油価格との比較で過度の RUB 高が進めば、CBR が外貨準備の再構築(=RUB 売り介入)で RUB 高をけん制してくる可能性も警戒されよう。

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



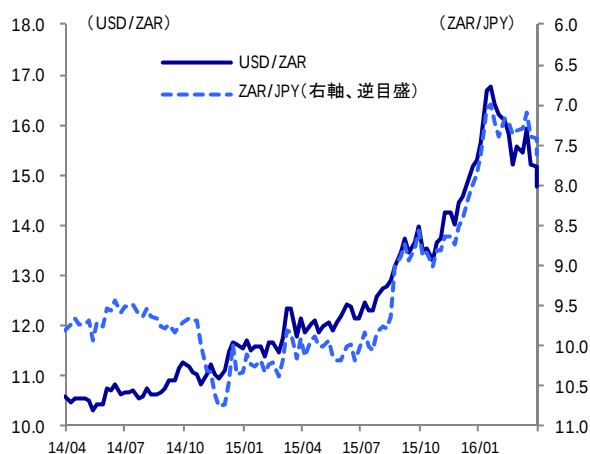
(資料)ブルームバーグ

2016年4月5日

南アフリカランド(ZAR) : ZAR 堅調もそろそろ息切れが近いのか

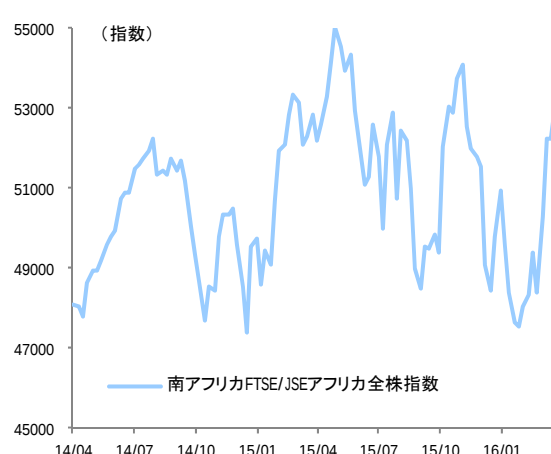
- 3 月の ZAR は、金、プラチナ、銅などの資源価格上昇に連れる堅調推移が先行。16 日開催の FOMC を前に金属価格は調整的な反落、連れて ZAR も一時反落した。しかし、その後月末に掛けては、資源価格が相次いで下落するのを他所に堅調推移を維持した。
- ZAR の堅調推移先行は、7 日以降、ロンドン、ボストン、ニューヨークで投資家説明会が開催され、ゴードン財務相自ら南ア国債の売り込みに励み、同国債価格の上昇(利回りは低下)を促したことと無縁ではなかっただろう。
- 一方で、ゴードン財務相の去就を巡る不透明感の高まりは、ZAR 上昇を妨げる要因になった。重要犯罪捜査当局からの 2 通目の質問状の回答期限となった 14 日に前後して ZAR が反落を始めたのは、同財務相が「(質問状を)受け取っていない」と述べたことも材料視された。
- 16・17 日の ZAR 上昇は、FOMC の利上げ見送りと南ア準備銀(SARB)の利上げが材料視された結果。市場の予想は金利据え置き、利上げと半々に割れており、利上げ決定は必ずしも驚きというわけではなかったものの、その後の ZAR 一段高に貢献した。
- 29 日以降の ZAR 高も、同日にイエレン議長が追加利上げに消極的と読める発言をしたのがきっかけ。ZAR は 30 日には対 USD で 15.0 を上抜け、3 か月ぶりの高値をつけた。
- 3 月の ZAR は南ア、米、それぞれの金融政策動向の違いを材料に、最終的に堅調を維持したが、こうした状況が今後も継続する可能性は高くない。3 月の SARB 利上げ決定は 3 対 3 の僅差(ハニアフ総裁の決選投票)で、追加利上げは当面先送りされる可能性が高い。一方で、イエレン議長こそ追加利上げに慎重な姿勢を示しているものの、少なからぬ FRB 首脳がこの間も追加利上げに前向きな発言をしている。
- 並行して、南ア政治を取り巻く不透明感も、今後も ZAR の重石となろう。与党アフリカ民族会議(ANC)内の権力抗争は、ズマ大統領派對マンタシエ幹事長派という構図で今後も頻りに語られることになるのではないかと。南ア経済会、したがって金融市場が歓迎するのはラマポーザ副大統領、ゴードン財務相を擁するマンタシエ幹事長派だが、数々の疑惑にまみれながらも、現時点で優勢なのはズマ大統領派。この権力抗争の行方が、同国財政に対する信頼や同国債に対する格付に対し、大きな鍵を握るだろう。

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

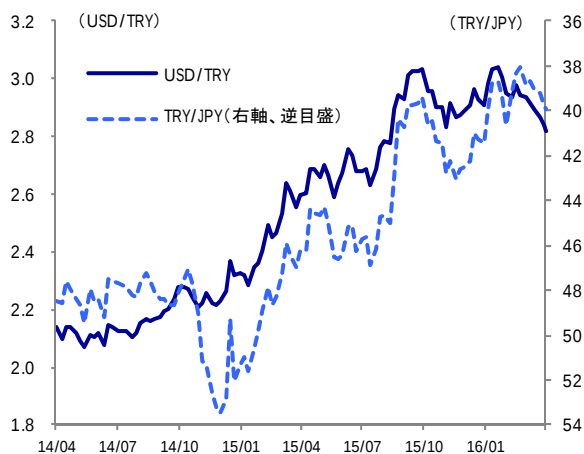
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



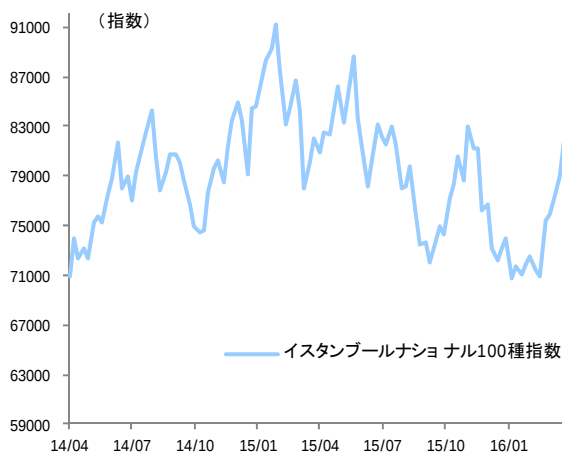
(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)： 早晚、TRY 堅調が反転する可能性を警戒

- 3月のTRYは対USDでこそ明確に水準を切り上げたものの、対通貨バスケット(対USD50%、対EUR50%)、対円では小幅高に止まった。対USDでの上昇は米側の要因に負うところが大きく、16日のFOMC(利上げ見送り、利上げ予想の下方修正)や29日のイエレン議長発言(追加利上げに慎重と読まれた)などがそれぞれUSD安を加速させた。
- トルコ固有の要因では、3月5日のデモ隊と警官隊の衝突や13日に首都アンカラで、19日にイスタンブールで起きた爆破テロなど、国内の治安の悪化が目についた。テロの背景にはクルド人勢力との対決姿勢があり、デモの背景にはギュレン運動を巡る言論統制がある。いずれもエルドアン大統領の強権化が底流にある点には留意が必要。
- また、トルコ中銀(CBRT)による上限金利(当日物貸出金利)の予想外の引き下げ(24日)も、大統領周辺からの政治圧力と無縁ではない。
- 一方で、10日発表されたトルコ1月経常収支は同国経常赤字の順調な縮小を示した。上述FRB追加利上げ観測の後退に加え、2月29日のPBoCによる預金準備率引き下げ、ECB追加金融緩和(3月10日)など外部金融環境からの追い風もあり、トルコ国債は明確に上昇。10年国債利回りは昨年11月来の水準にまで低下(価格は上昇)し、TRYを押し上げる要因となった。
- 足許TRYの堅調が今後も継続する可能性は見込み難い。最大の懸念材料はトルコ国内政治の不透明感。現在、トルコ国内では言論は統制されており、エルドアン大統領支持率の本当のところは見えない。内外に敵を作ることによって求心力を高めようという大統領の手法に対する警戒感は、金融市場でも既に相応に拡がっているはず。今後、仮に原油価格が反発していけば、トルコ輸入の増加、貿易・経常赤字の再拡大という経路を通して、早晚同国の経常赤字ファイナンスが行き詰る可能性も考えられる。
- 3月にTRYの押し上げ要因となった長期金利下落(国債価格上昇)が、今後も継続する可能性も見込み難い。物価との比較で実質金利が縮小している上、相対的な短期債利回りの急低下で長期債利回りとの差がほとんどなくなっているからだ。4月にはバシユチュCBRT総裁の任期が切れるが、後継にエルドアン大統領の意向を受けたあからさまなハト派人材が配されることになれば、期待インフレ率の抑制は困難となり、国債利回りの底打ち反発(価格は反落)、TRYの反落を招く可能性も警戒される。

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 1～3月(実績)	SPOT	2016年 6月	9月	12月	2017年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ～ 6.5962	6.4818	6.52	6.47	6.44	6.40	6.37
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7546	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.135 ～ 68.789	66.205	68.8	66.5	64.5	64.0	63.5
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13190	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1143.20 ～ 1245.13	1146.13	1160	1150	1140	1130	1120
マレーシアリング	(MYR)	3.8920 ～ 4.4415	3.9005	4.10	4.05	3.95	3.90	3.87
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ～ 48.069	46.185	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3415 ～ 1.4444	1.3525	1.40	1.38	1.35	1.33	1.31
台湾ドル	(TWD)	32.156 ～ 33.791	32.306	33.00	32.80	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	35.25	36.0	35.4	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22183 ～ 22520	22296	22600	22500	22300	22300	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	66.7341 ～ 85.9573	68.7022	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.6344 ～ 17.9169	14.7831	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.8142 ～ 3.0614	2.8125	3.00	3.20	3.30	3.40	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.5327 ～ 4.1720	3.6238	3.45	3.48	3.60	3.65	3.70
メキシコペソ	(MXN)	17.1019 ～ 19.4448	17.4870	18.00	17.50	17.30	17.00	16.70
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.906 ～ 18.563	17.151	17.33	17.00	16.77	16.25	16.17
香港ドル	(HKD)	14.253 ～ 15.615	14.346	14.56	14.18	13.92	13.40	13.27
インドルピー	(INR)	1.620 ～ 1.823	1.680	1.64	1.65	1.67	1.63	1.62
インドネシアルピア	(100IDR)	0.826 ～ 0.896	0.843	0.831	0.827	0.831	0.809	0.824
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.662	9.74	9.57	9.47	9.20	9.20
マレーシアリング	(MYR)	26.326 ～ 29.357	28.578	27.56	27.16	27.34	26.67	26.61
フィリピンペソ	(PHP)	2.339 ～ 2.570	2.416	2.40	2.37	2.36	2.32	2.35
シンガポールドル	(SGD)	78.93 ～ 85.54	82.25	80.71	79.71	80.00	78.20	78.63
台湾ドル	(TWD)	3.340 ～ 3.671	3.444	3.42	3.35	3.31	3.21	3.20
タイバーツ	(THB)	3.111 ～ 3.412	3.155	3.14	3.11	3.09	3.00	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4963 ～ 0.5482	0.4990	0.50	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.687	1.622	1.74	1.75	1.80	1.65	1.63
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.528	7.53	7.10	6.75	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	37.661 ～ 41.265	39.547	37.67	34.38	32.73	30.59	29.43
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 31.825	30.721	32.75	31.61	30.00	28.49	27.84
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.361	6.28	6.29	6.24	6.12	6.17

(注)1. 実績の欄は3月31日まで。SPOTは4月5日の8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%)			
	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	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	6.4	4.5	5.5	-3.0	-2.1	-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	5.0	4.8	5.0	3.2	2.1	3.3	2.8	4.6	3.0	2.6	2.6
フィリピン	6.1	5.8	6.2	6.3	4.2	1.4	2.3	3.1	4.4	2.9	3.3	3.5
シンガポール	2.9	2.0	2.0	3.4	1.0	-0.5	0.0	1.5	19.1	19.7	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.3	4.0	1.9	-0.9	0.4	2.1	3.5	8.9	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			
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
エマージングアジア										
中国	1年物貸出基準金利	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	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.75	
インドネシア	翌日物金利	6.75	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	
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	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	
フィリピン	翌日物金利	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25	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	6.00	5.50	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。