

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：徐々に上値が重くなる展開を予想	2
中国人民元(CNY)：中国経済が急減速する可能性は後退	3
インドルピー(INR)：RBI は利下げ効果の浸透を図る	4
インドネシアルピア(IDR)：BI は新たな政策金利導入を決定	5
韓国ウォン(KRW)：BOK の追加緩和は政府の出方次第	6
マレーシアリング(MYR)：1MDB を巡る問題で格下げ懸念も	7
フィリピンペソ(PHP)：不透明な大統領選挙戦の行方	8
シンガポールドル(SGD)：MAS は SGD 高誘導を停止	9
タイバーツ(THB)：財政刺激策は景気の下支えとなるか	10
ベトナムドン(VND)：フック新政権が実質的に始動	11
ロシアルーブル(RUB)：原油続騰は追い風だが介入警戒感が重石	12
南アフリカランド(ZAR)：中期的には不安要素が目立つ	13
トルコリラ(TRY)：中銀の独立性に対する不安は引き続き強い	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

アジア・オセアニア資金部

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

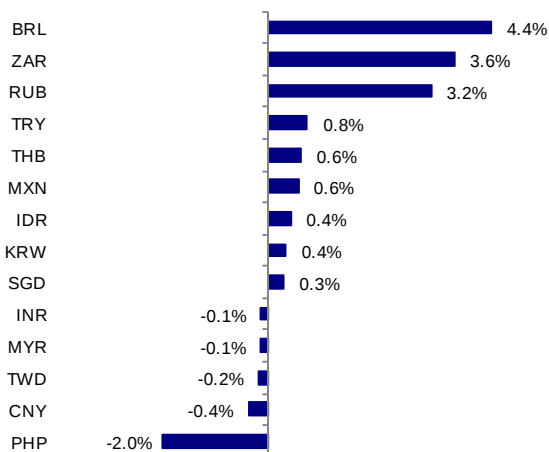
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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: 徐々に上値が重くなる展開を予想

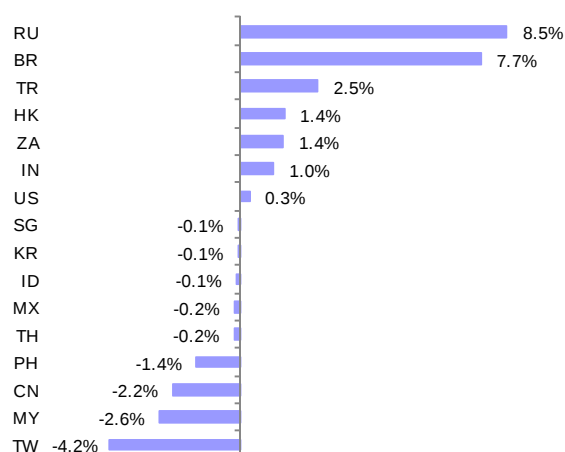
- 4月の新興国通貨は、前月対比で落ち着いた値動きを見せる通貨が多かった。月初より、中国の経済指標が改善の兆しを見せ、原油価格が反発する動きを受けて、新興国通貨の売り圧力が後退した。また、21日のECB理事会、26～27日のFOMCにおいては、市場予想通り金融政策が維持されたことから、新興国通貨への影響は限定的となった。28日の日銀金融政策決定会合では、市場予想に反し現状の金融政策維持が決定され、円高が急激に進んだ。そのため、新興国通貨は連れ高となるも、引き続きレンジ内の値動きに止まった。
- 年初に新興国通貨安の要因となっていた中国経済への低迷懸念、原油価格続落への不安、米利上げ期待の高まり、のいずれについても後退したことで、3月から新興国通貨は上昇し続けている。5月は主要国において金融政策決定会合が予定されておらず、市場の大きな流れが変わるとは考えがたいため、新興国通貨が再び急落する可能性は低いと言えよう。
- 一方で、新興国通貨の伸び余地は限定的となりつつある。VIX指数など市場の先行き懸念を示す指標は、CNY切り下げがあった昨年8月以来の高水準から平常時の水準に戻った。これは、市場における先行き不安が後退しきったことを示唆している。よって、中国経済指標の改善など市場のリスクセンチメントを改善する材料が見られたとしても、市場の反応が前月対比で限定的になる可能性が高い。
- そうした中、新興国通貨を大きく動かし得るとすれば、依然として先行き不透明感が燦る原油価格の動向だろう。足許の原油価格上昇は、産油量の調整に向けた協議もさることながら、それを受けて投機筋の原油売りポジション解消が進んでいることが背景にあると見ている。WTI原油先物の売りポジション全体に占める投機筋の割合は、原油が最低価格を更新し続けた2月中旬においては2008年来となる約30%まで上昇し、現在は約19%と2015年7月以来の水準まで低下した。原油価格が急落する直前である2014年9月の水準が、約14%だったことに鑑みれば、買い戻し余地は残されているものの、限定的になりつつある。
- 5月の新興国通貨は、中国経済指標の改善などを背景に底堅く推移するものの、原油価格の上昇速度が鈍化するとともに、徐々に上値が重くなっていくと予想する。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年4月)



(資料)ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年4月)

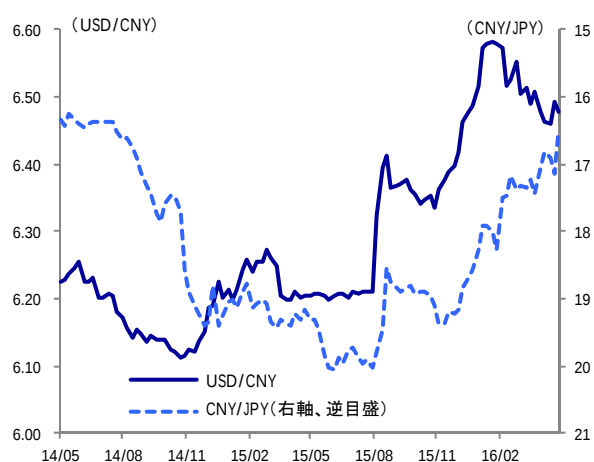


(資料)ブルームバーグ

中国人民元(CNY): 中国経済が急減速する可能性は後退

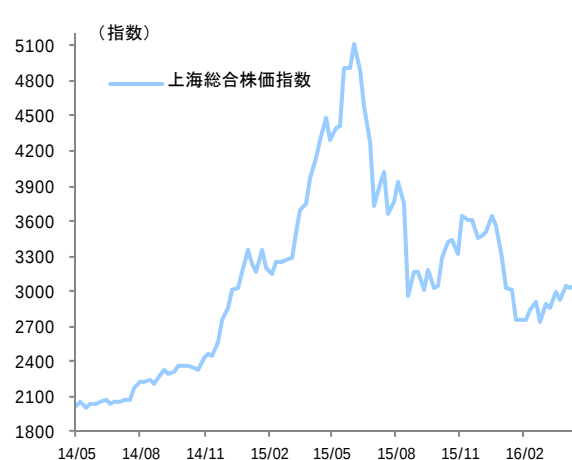
- ・ 4 月の CNY 相場は安定推移となった。月初から月央にかけては 6.45 台～6.48 台の狭いレンジでの推移。日銀の追加緩和期待からドル円が上昇し、ドル高地道合いになると CNY は 6.50 台まで下落した。27 日に発表された FOMC 声明文に対する反応は限定的となる中、日銀金融政策決定会合後のドル安・円高の動きに連れ高となり、月末にかけては 6.48 近辺まで上昇した。
- ・ 4 月 15 日に発表された中国 1～3 月期 GDP は、前年比+6.7%と 10～12 月期(同+6.8%)から減速したものの、市場予想(同+6.7%)と一致したため、市場に与える影響は限定的となった。
- ・ 13 日に発表された 3 月貿易統計において、輸出が同+11.5%と 9 か月ぶりに前年比プラスとなり、15 日に発表された 3 月鉱業生産は前年比+6.8%と 2015 年 6 月以来の高い伸び率を記録した。また、不動産投資の加速を背景に 3 月固定資産投資も同+11.2%と前月(同+10.2%)から伸び幅を拡大するなど、中国経済指標は持ち直しつつある。
- ・ また、内需や固定資産投資に影響を与える不動産市況は好調を保っている。3 月新築不動産価格は同+2.9%と 3 か月連続でプラス幅が拡大した。不動産販売の先行指標である新築住宅販売面積は、前年比+40.3%と 2015 年 12 月から加速が続いている。そのため、不動産価格の上昇が当面続き、消費や投資活動を下支えするだろう。
- ・ 中国人民銀行(PBoC)は、ドルインデックスの動きに沿った基準値設定を継続しており、CNY は対ドルで他の主要通貨と同じような値動きをするようになっている。一方で、彼らが通貨バスケットとして重視していると言われる CFETS 人民元インデックスは徐々に低下し続けており、PBoC は通貨バスケットベースで見た CNY 安を引き続き志向している模様だ。
- ・ 2015 年 8 月からの実質的な CNY 切り下げが、CNY 売り圧力を増大させてしまった反省から、PBoC はドルインデックスの動きに沿った基準値設定を継続するだろう。FRB メンバーの政策金利見通し引き下げを受けて、ドル高が急速に進む可能性は低くなっており、5～6 月の CNY は対ドルでレンジ内の安定した値動きになると予想する。
- ・ なお、通貨バスケットでは CNY 安方向に PBoC が誘導しているため、対円や対ユーロなど、ドル以外の主要通貨対比では CNY 安基調が続くと考える。

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

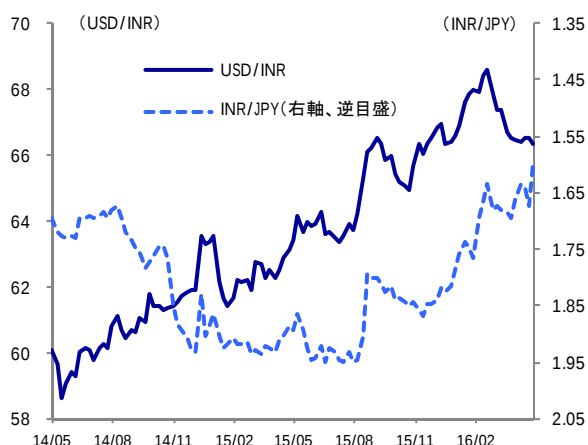


(資料)ブルームバーグ

インドルピー(INR) : RBI は利下げ効果の浸透を図る

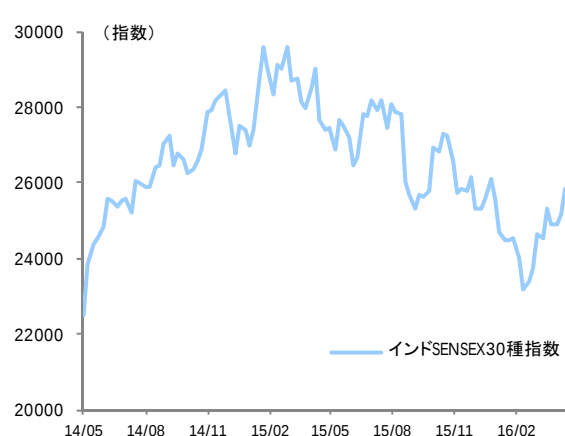
- 4月のINR相場は、上中旬においては66.0～66.7の狭いレンジで推移。FOMCにかけて66.80近辺まで売り込まれるも、6月利上げの可能性が示唆されなかったことから、66台半ばまで買い戻される展開となった。
- インド経済指標は良好な結果が相次いだ。3月製造業PMI(52.4)は3か月連続で景気の拡大/縮小の分かれ目となる50を上回ったほか、2月鉱工業生産は前年比+2.0%と4か月ぶりに増加した。そうした中、3月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.8%と2月(同+5.2%)から減速している。
- インド気象庁は4月12日に今年のモンスーン(雨季)における降雨量が高い確率で平年を上回るとの予報を発表した。インドは灌漑施設が脆弱なため雨量により、農業生産量が大きく変動する。予想通り多雨になれば、農業生産量が安定することで食料品を中心にインフレ率を抑制し、農業従事者の所得も維持されるため個人消費の堅調推移が見込まれる。
- インド準備銀行(RBI、中央銀行)は5日開催の金融政策決定会合で政策金利(レポレート)を25bp引き下げ6.50%とした。加えて、利下げ効果の波及を阻害してきた200bpと広い金利コリドー幅は100bpに縮小されたほか、預金準備率(CRR、4.00%)の日次達成率が95%から90%に引き下げられた。我々の試算では日次達成率の5%引き下げは、CRRの20bp引き下げと同等の効果を生み、市場の流動性拡大が期待される。
- 併せて、RBIは「新たな政策余地が生じた場合に備えて経済及び金融情勢を注視していく」としており、今後も経済情勢によっては追加緩和も辞さない構えを見せている。もっとも、当面は利下げ効果や政府予算の執行を見極めるために、現状の金融政策を維持する見込みだ。
- 5月19日にアッサム州、西ベンガル州、タミルナドゥ州、ケララ州などで州議会選挙の開票が予定されている。モディ政権による改革のボトルネックとなっている上院での劣勢を少しでも取り戻せるかが注目されよう(国会上院は州議会の比例代表制)。
- RBIは3月から外貨準備を一段と積み上げており、INR急落のリスクは低下している。もっとも、予想される原油価格の回復は経常赤字国通貨であるINRを下押しする見込みだ。米利上げ観測も高まる中で、6月には70近くまで下落するだろう。その後は、好調なファンダメンタルズや米利上げ期待の後退を背景にINR高基調に戻ると予想される。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーク

図表 6: インド SENSEX30 種指数

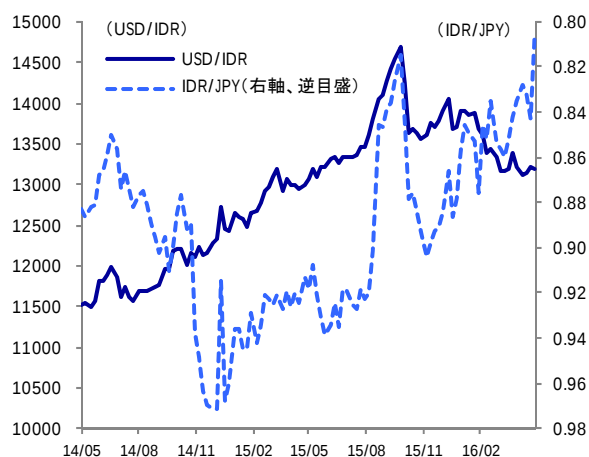


(資料)ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR) : BI は新たな政策金利導入を決定

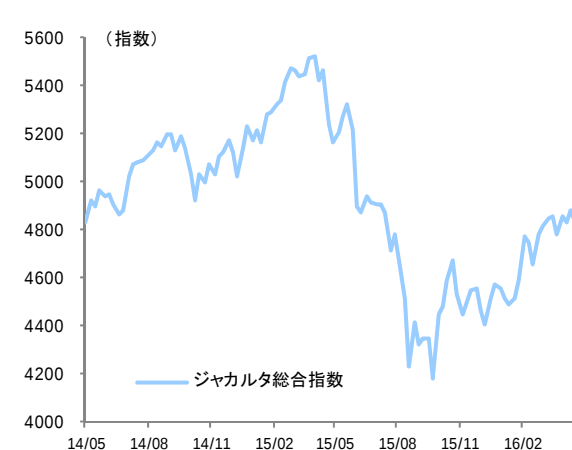
- ・ 4 月の IDR 相場はほぼ横ばい。月初から月央にかけて 13000 台～13200 台の狭いレンジ内での推移となった。シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)が予想外の金融政策変更を行うと、一時 13300 台まで売り込まれるも、その後は 13200 近辺での推移が続いた。
- ・ インドネシア経済は低調な推移を続けている。2 月製造業 PMI は 48.7 と 17 か月連続で節目となる 50 を下回ったほか、3 月消費者信頼感も 2 か月連続で低下している。
- ・ 政府は経済対策パッケージの第 12 弾として、郵便貯金を復活させる見込みだ。経済調整省のラフィヌス副官(マクロ経済・金融調整担当)は、郵便貯金導入によって、地方からインフラ投資向けの資金調達を行うことを目的と発言している。このほか、事業者への金融アクセスの向上などの支援策も政策パッケージに盛り込まれる見通しとなっている。
- ・ 4 月 21 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(レファレンスレート)が 6.75%に据え置かれた。また、今年 8 月 19 日から新たな政策金利として適用される 7 日物リバースレポ金利は 5.50%と、15 日の導入発表時の実勢値で設定された。
- ・ 声明文では、国内経済は 4～6 月期も民間投資を中心に引き続き堅調に推移すると予想されるほか、エネルギー価格の低下や内需拡大ペースが緩やかになることを理由に 2016 年のインフレ率は BI 目標(+3%～4%)内に止まるとの楽観的な見方が示された。足許にかけては景気下支えを理由に政府から利下げ圧力が高まっていたが、当面、BI は新たな政策金利導入の効果を見極めるために、現状の金融政策を維持すると予想する。
- ・ なお、19 日にはジョコ大統領、ブジョロネゴロ財務相、アグス BI 総裁らがロンドンで欧米金融企業数社と会合し、インドネシアへの投資を呼び掛けている。インドネシア側は国内での金融緩和について各社へ説明したとみられ、中長期的には欧米金融機関を通じた資金流入拡大も期待できよう。
- ・ 商品価格の低下による資源部門での設備投資の低迷は、BI の金融緩和姿勢を長引かせるとみられ、IDR 安要因となるだろう。また、海外からの直接投資はインドネシア国内での受け入れ体制が脆弱であることから、すぐに拡大に転じるとは考えにくい。米利上げ期待が高まる場合、6 月にかけて 14200 を試す展開となるが、その後は緩やかに IDR 高方向に切り返す見込み。

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

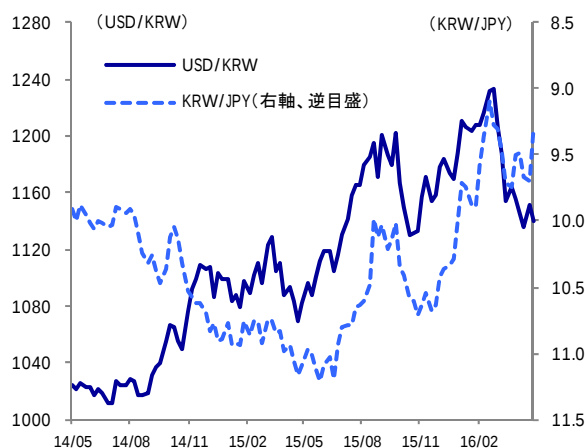


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW) : BOK の追加緩和は政府の出方次第

- 4月のKRW相場は概ね堅調な値動きとなった。19日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合にて、李BOK総裁が追加緩和に慎重な姿勢を示すと、利下げ期待の後退とともに一時1120台まで上昇。その後は売り戻されるも、日銀金融政策決定会合後のドル安・円高の動きを受けて、月末にかけては堅調な値動きとなった。
- 4月13日の議会選挙では、与党セヌリ党は自ら勝敗ラインに設定した過半数どころか、第一党の座を野党の「共に民主党」に明け渡す惨敗を喫した。選挙前に親朴派と非朴派の内紛が激化した影響や、朴政権下で経済成長率が低下したことが敗因となった模様だ。
- 12日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、政策金利が現状の1.50%に据え置かれた。最新の経済見通しも発表され、BOKは2016年のインフレ率見通しを+1.4%から+1.2%に、GDP見通しを+3.0%から+2.8%に引き下げた。
- 成長率見通しを引き下げながらも利下げに踏み切らなかった理由として、李BOK総裁は、「財政刺激策と金融緩和策は同時に準備されるべきであり、金融政策のみに頼るのは望ましくない」と述べた。財政刺激策については、柳財務相は早急な必要性はない旨の発言をしており、導入される気配はない。
- 26日に発表された1～3月期GDPは、前年比+2.7%と、10～12月期(同+3.0%)から減速した。前年比寄与度でみると、純輸出が5四半期連続でマイナス寄与となり、民間消費も10～12月期から減速した。今までは冴えない外需を内需で埋めていたが、その構造が崩れつつある。
- 下半期からは、昨年に行った景気刺激策の反動が予想されるため、時間が経つごとに景気減速の可能性が高くなっていくだろう。そのため、政府は遅くとも7～9月期には補正予算の検討に着手し、BOKも追加緩和を実行すると予想する。
- 政府が財政出動に動かない以上、BOKが5月に追加緩和をするとは考えがたく、米韓金利差も維持されることから、KRWは当面底堅く推移すると考える。しかしながら、7～9月期にかけては、景気の減速懸念およびBOKの追加緩和期待の高まりが予想されるため、KRWの底堅さは失われていくだろう。年末にかけて米利上げ期待の後退とドル安の展開が予想されるも、KRW高のペースは非常に緩やかになると見込む。

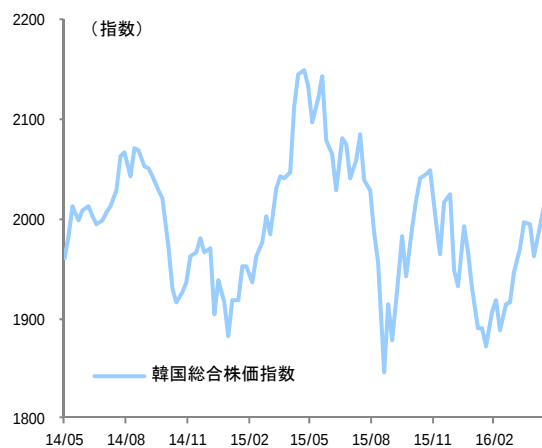
図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2016年5月2日

図表 10: 韓国総合株価指数

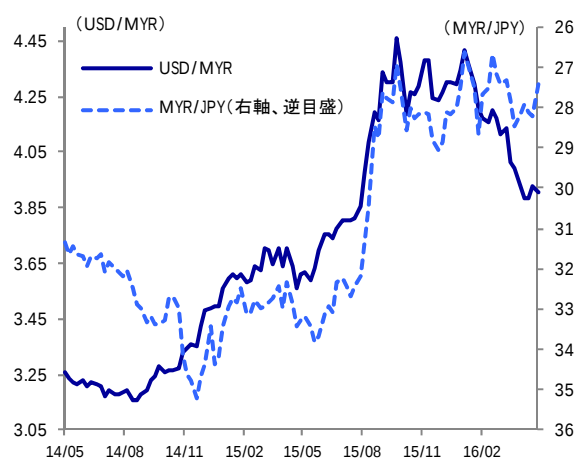


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR) : 1MDB を巡る問題で格下げ懸念も

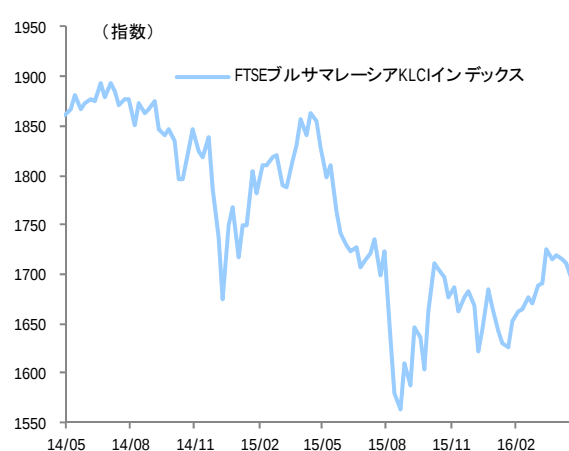
- 4 月の MYR は横ばい。原油価格に連れ上下を繰り返すも、月を通して 3.85 近辺から 3.95 近辺までのレンジ内で推移した。FOMC や日銀金融政策決定会合の結果を受けても、小動きが続き、そのまま月末を迎えた。
- マレーシア経済には減速感が見られる。3 月製造業 PMI は 48.4 と 2015 年 4 月以来、12 か月連続で節目となる 50 を下回って推移している。原油を始めとした商品価格の低下を受けて設備投資が弱い動きになっているほか、昨年 4 月の物品・サービス税 (GST) 導入も尾を引いており、消費者信頼感も停滞している。また、世界経済の停滞も輸出の重石になっている模様だ。
- 2 月の輸出は前年比 +6.7% と 1 月 (同 ▲2.8%) から大きく反発した。地域別では、北米向け、EU 向け、東南アジア向けが増加しているが、大幅増の背景は昨年 2 月が大幅減となった反動である可能性が高く、外需が回復軌道に乗ったとは言えないだろう。
- なお、政府系投資会社 (1MDB) を巡る政治問題は引き続き燦々している。4 月 11 日には 1MDB が数十億ドルの支払を行ったとするアブダビ首長国の政府系投資ファンド (IPIC) が 1MDB から該当する支払いは受けていないとの文章を提出した。報道では 1MDB が支払ったのは IPIC 関連会社を偽装した企業で、そこから資金の一部がナジブ首相に振り込まれた可能性がある。
- また、26 日に 1MDB が 2012 年に発行した債券約 18 億ドルがデフォルトに陥り、連鎖的に他のイスラム債 2 銘柄もデフォルトしたことが確認された。IPIC は、事前に 1MDB の債券保証 (約 35 億ドル) に応じており、1MDB のデフォルト宣言後に事前契約通り債務支払いを代行する見込みだ。なお、大手格付け会社は、今回のデフォルトはマレーシア政府格付けの引き下げには繋がらないとしたが、1MDB の他の債券に売り圧力が掛かる可能性を指摘している。1MDB 問題は当面燦々続け、MYR の重石となろう。
- マレーシア中銀 (BNM) のゼティ総裁の後任にムハムド副総裁が指名された。市場評価の高いゼティ氏同様の政策運営がされるかどうか注目される。
- 原油価格の安定を背景に、MYR が年初のような安値圏に戻る可能性は低いと考える。しかしながら、経済の減速感が続く中、1MDB を巡る混乱は MYR の上値を重くするだろう。6 月にかけては、更に米利上げが意識されるため、MYR 売り優勢の展開になっていくと考える。

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

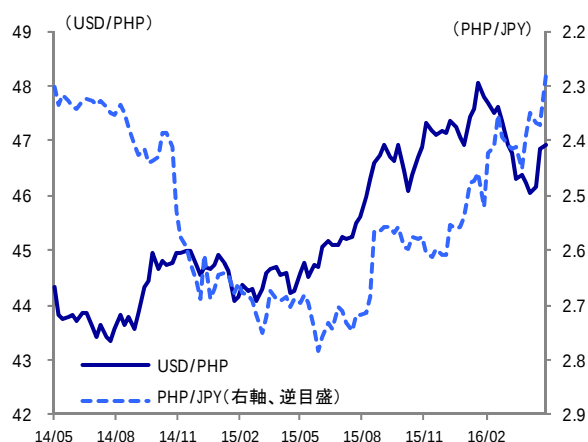


(資料)ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP) : 不透明な大統領選挙戦の行方

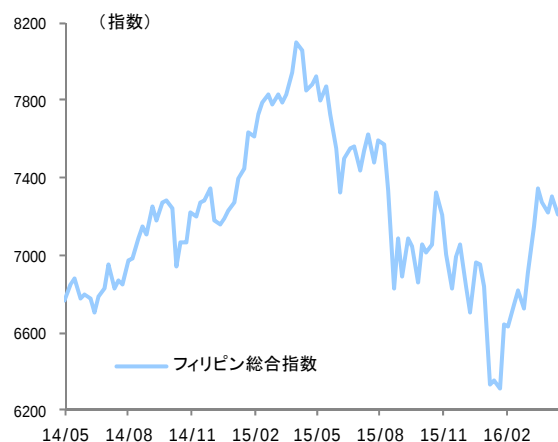
- 4月のPHP相場は月後半に下落した。月初から月央にかけては45.9台～46.4台と狭いレンジ内での推移となった。しかし、次期大統領選をめぐる不透明感の高まりが嫌気され、月後半は売り優勢となり47近辺まで売られた。
- 国内経済は個人消費を中心に堅調な推移を続けている。個人消費の源泉となる2月OFW(海外フィリピン人労働者)送金は前年比+9.1%と2月(同+3.4%)から伸び率が大幅に拡大した。国別にみると米国からは6か月連続のマイナスとなったが、欧州からは4か月後の増加に転じたほか、アジアからは3か月連続で2桁の伸びとなっており、個人消費の下支えが期待される。
- 5月9日(月)に投開票が行われるフィリピン大統領選挙では、上院議員のポー氏とダバオ市長のドゥテルテ氏による接戦が予想される。今回の選挙では現アキノ政権の経済政策が継続されるかが注目されており、影の後継者とも呼ばれるポー氏の方が政策継続の可能性が高い。ドゥテルテ氏も経済政策の大幅変更はないとみられるが、独裁的とも言える政治手法への懸念は強く、同氏が当選した場合には政治的不透明感が高まるだろう。
- そのため、PHP相場は、当選者がポー氏の場合には安定へ、ドゥテルテ氏の場合にはPHP安で反応することが予想される。また、世論調査に反して当選者がアキノ大統領の後継者であるロハス氏の場合にはPHP相場は安定、アキノ政権への批判姿勢が強く、汚職疑惑の根強いビナイ氏の場合にはPHP安で反応すると予想する。但し、過去3回の大統領選挙前後のPHP相場を見ると、選挙前後の市場の値動きは必ずしも大きいものとはいえず、今回の選挙を受けたPHP相場の変動も一時的なものに止まる公算が大きい。
- 12日(木)に開催されるフィリピン中銀(BSP)金融政策決定会合では、政策金利の据え置きが見込まれる。3月CPIは前年比+1.1%と2月(同+0.9%)から小幅に加速しているが、BSPのインフレ目標を下回って推移している。また、大統領選挙直後の会合でありBSPは政策変更を避けるだろう。
- 大統領選挙でドゥテルテ氏が勝利するようであれば一時的にPHPが弱含む可能性もあろう。但し、同氏がアキノ政権下で進められた経済改革の方針を大きく転換するとは考えにくく、中期的には6月にかけて米利上げ期待を受けたドルの上昇によりPHPは47.0を試す展開となるものの、その後は緩やかに値を切り返すと予想する。

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

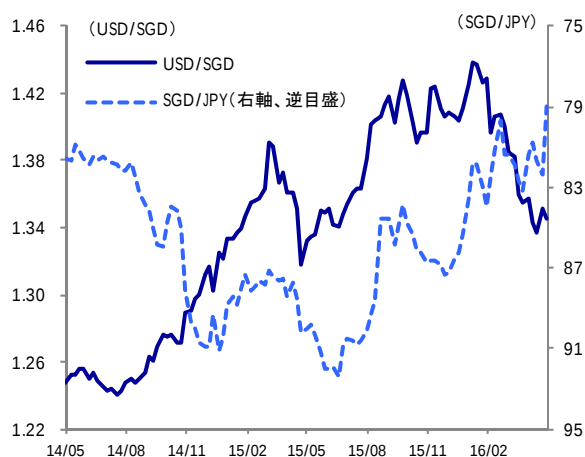


(資料)ブルームバーク

シンガポールドル(SGD):MAS は SGD 高誘導を停止

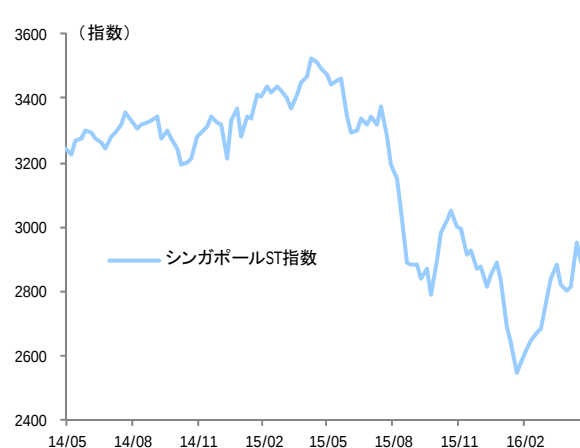
- 4 月の SGD 相場は一時大きく売られるも、月後半にかけて値を戻した。14 日、MAS が予想外となる SGD 高誘導政策の停止を発表すると、1.36 台まで下落。その後は、買い戻しの動きが強まり、一時 1.33 台半ばまで急伸した。FOMC 前では売り優勢となるも、FOMC 後は落ち着いた値動きを保った。28 日、日銀金融政策決定会合の結果を受けて円高が進むと SGD も連れ高となり、1.34 台前半まで買い進められた。
- 4 月 14 日に発表されたシンガポール 1～3 月期 GDP は前期比年率±0.0% とほぼ市場予想(同▲0.0%)通りの結果となり、2015 年 10～12 月期(同+6.2%)から大幅に減速した。GDP の 3 分の 2 を占めるサービス業(同▲3.8%)が 10～12 月期(同+7.7%)に高成長だった反動を受けてマイナスへ転じたことが、減速の主因となった。
- 同日に開催された MAS の政策決定会合では、金融政策の操作対象である SGD の名目実効為替レート(NEER)について、現行の緩やかな SGD 高誘導から上下どちらの方向にも誘導しない中立スタンスへの移行を発表した。なお、NEER の変動幅及び中心レートについては現状水準で据え置いている。
- MAS は世界経済が予想よりも低成長に止まることで、シンガポール経済の成長速度が従来よりも緩やかになること、及び物価上昇圧力が従来予想以上に高まらず、コア CPI が 2016 年予想レンジ(+0.5%～1.5%)の下方にて推移する可能性が高くなったことを変更の理由としている。
- また、MAS は 2016 年の GDP 成長率見通しを+1%～3%としており、2015 年から大きな減速は見込んでいない。しかしながら、外需依存の高い製造業を始めとするセクターの業況が大幅に悪化していることに配慮し、今回の政策変更に踏み切ったと考えられる。
- 昨年下半年より MAS の操作目標である SGD の NEER はバンド下限にて推移しており、MAS の政策変更が SGD に与える影響は大きくないだろう。引き続き SGD は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 5～6 月においては、米追加利上げ期待の高まりを受けたドル高・アジア通貨安の流れを受けて、SGD も 1.38 近辺まで一時的に売り込まれる展開を見込む。年後半にかけては、FRB のハト派化を背景にドル安と流れとなることで、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

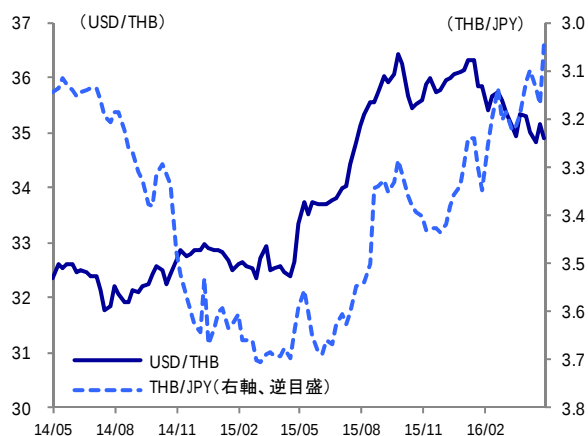


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB): 財政刺激策は景気の下支えとなるか

- 4月のTHB相場は一時上昇するも、その後は値を戻す展開。原油価格の上昇を背景にリスクオンムードが広がり、一時34台後半をつけるも、月後半には35近辺まで売り戻された。FOMC後は安定推移となり、月末にかけては35台近辺での値動きが続いた。
- タイ経済は低迷している。2016年については、消費刺激策や政府のインフラ投資がけん引役になるものの、世界経済の不透明感を受けた軟調な投資、高水準の家計債務による個人消費の弱含み、弱い外需を背景とした輸出の低迷がタイ経済の重石となる見込みだ。
- また、3月CPIは前年比▲0.5%(2月:同▲0.5%)と15か月連続のマイナスとなった。景気が低迷する中で、原油価格の下落が依然としてCPIを押し下げており、タイ中銀(BOT)には緩和余地があると言える。
- もともと、5月11日のBOT金融政策決定会合では、現状の金融政策維持を予想する。前回会合(3月23日)の声明文は以前よりハト派寄りとなっており、利下げを実施する可能性は残されている。しかし、3月下旬に政府は新たな財政刺激策を打ち出したばかりであり、BOTはその効果を見極めるために、今回の会合では金融政策を変更しないだろう。
- 税率引き上げが検討されていた付加価値税(VAT)について、タイ財務省は景気低迷を理由に税率を7%に据え置く方針を示した。法令ではVATは10%と定められているが、1999年から時限措置として税率が7%に維持されている。
- また、ソムキット副首相は財務省に5分野(バイオ食品・農業、医療・健康、ハイテク・機械・ロボット工学、デジタル経済、文化・サービス)を対象とした新たな投資優遇パッケージを構築するよう指示したことを明らかにした。タイ経済のけん引役になり得る産業への投資誘致を加速するため、減免税の期間延長など優遇内容を手厚くすることで、景気を下支えていく考えだ。
- 外需が低迷する中で公共事業による輸入増加は貿易黒字を下押し、米利上げ期待の高まりによる資金流出はTHBの重石となる見込みだ。更に、民政移管に向けた国民投票で憲法草案が否決された際には、投資誘致が進まずに直接投資が伸び悩むリスクも燦々している。よって、THBは米利上げが警戒される6月までに一時36台まで下落するだろう。その後はドル安の流れを受けて、緩やかに上昇する展開を予想する。

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5月2日

図表 18: タイSET指数

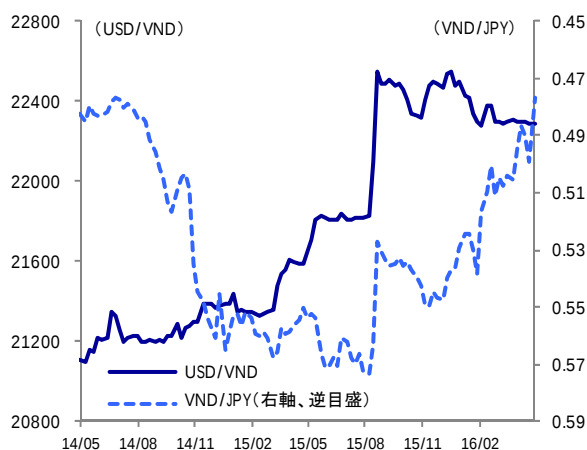


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：フック新政権が実質的に始動

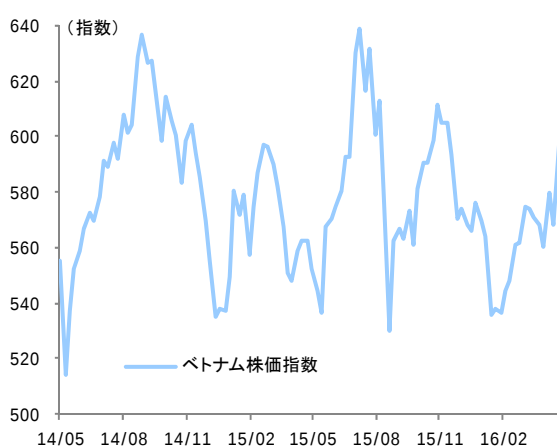
- 4月のVNDは横ばい。公式レート、非公式レートともに22200～22300のレンジ内で推移した。MASの金融政策変更を受けたアジア通貨売りを受けて一時22320近辺まで下落するも、その後は買い戻され、22240近辺まで急伸。月末にかけては、再び売り戻されて22300近辺で推移した。
- 4月24日に発表された4月CPIは前年比+1.89%と4か月連続で加速したものの、歴史的には低水準で推移している。その結果、政策金利からCPIを引いた実質政策金利は、高水準で推移しており、内需の足かせとなっている模様だ。実際、4月の小売売上高は年初来前年比で+8.8%と3か月連続で減速している。堅調な輸出を背景に経済は底堅さを保っているものの、内需減速がベトナム経済のリスクとなっている。
- 5月22日にベトナム国会議員選挙が予定されている。もっとも、ベトナムの場合、選挙に立候補するには共産党ないしは関連組織からの推薦が必要なため、国会議員に占める非共産党員の割合は8.4%に止まり、共産党の意向に反する意思決定はされにくい。そのため、選挙結果が政策に与える影響も限定的になるだろう。
- なお、第12回ベトナム共産党大会の決定に基づき、4月7日にズン首相が退任、フック副首相が昇格し、首相に就任している。フック氏は表舞台に出ることが少なく、首相としての政治手腕は未知数と言える。今回の選挙後に召集される国会より、本格的に新政権が始動すると考えられることから、新首相の経済政策などに注目が集まる。
- ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)は、引き続き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、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場面が散見されるなど、SBVはVND安を志向し続けている模様だ。
- 6月にかけては、米利上げ期待の高まりからドル高の展開が想定される。斯かる状況下、SBVは、ドル高の動きに応じてVND安方向へ中心レートを設定すると考えられることから、22600近辺までVND安が進むと予想する。年後半にかけてアジア通貨の買い戻しを予想するも、国際競争力保持の観点からSBVはVND高を避けると想定され、VND高のペース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

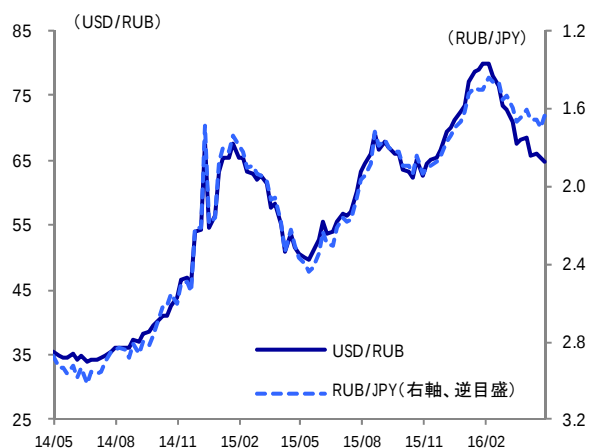


(資料)ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB) : 原油続騰は追い風だが介入警戒感が重石

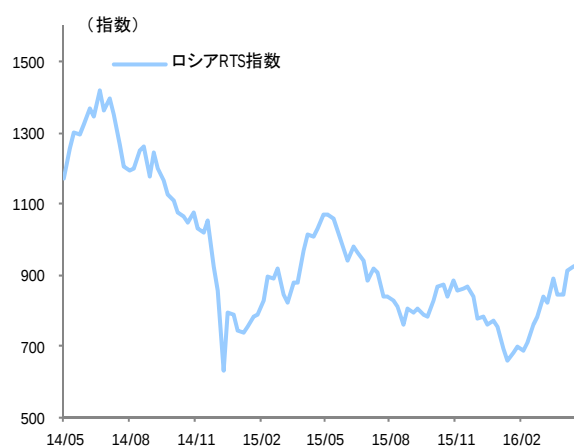
- 4月のRUBは原油価格上伸に連れた堅調推移。月初、原油価格の下押しに連れて、対ドルで69.48までの下押しが先行したが、その後、原油価格の底打ち、続伸に連れて、昨年11月来の高値となる64.66まで上昇した。
- 原油価格は、17日に開催された主要産油国による産出量凍結に向けた会合が注目を集めたが、「サウジアラビアは、イランが加わる場合のみ生産量凍結に合意する」とのムハンマド副皇太子の発言が伝えられたり(1日)、「ロシアとサウジアラビアがイラン抜きでの産出量凍結に合意」といった一部報道が聞かれたり(12日)して、事前に相応の上下動を見た。
- 17日、イランの参加にこだわるサウジアラビアの不参加で生産量凍結に向けた交渉は不調に終り、原油価格は週明け18日のアジア時間に急落した。しかし、並行してクウェート油田労働者のストライキで同国産油量の急減が確認されると反発。その後、20日までにストライキは収束したが、原油価格の高止まりは続いた。
- ロシア要因では、ロシア中銀(CBR)のタカ派姿勢が目立った。直近ロシアCPIは前年比+7.3%(3月)まで減速したものの、ナビウリナ総裁、ユダエフ副総裁は「財政出動(準備基金放出)による流動性供給が実質的な金融緩和効果をもたらしている」と、追加利下げに慎重な姿勢を明確に示した。
- 月末のFOMC(27日)、日銀金融政策決定会合(28日)に掛けて市場は様子見姿勢を強め、RUBも年初来高値圏で膠着。FRBが利上げを見送ると原油価格は一段と上値を切り上げ、RUBも高値更新をうかがう堅調を見せた。
- 目先のRUB相場は、原油価格の高止まりを追い風とした上昇圧力と、CBRによるRUB売り介入(外貨準備再構築)観測を受けた高値警戒感の間で、堅調気味の膠着が続く可能性が高いものと見込む。CBRは昨年5月に再開したRUB売り介入を、同年7月、RUBが対ドルで60を割り込む局面で停止している。少なくとも当時の原油価格52~53ドル/バレル(ブレント)を明確に上回らない状態で、60を超えるRUB高を見込むのは難しいだろう。
- CBR金融政策は、上述の潤沢なルーブル流動性に加え、実質賃金の予想外の上昇(2月実質賃金改定値は前年比+0.6%と15か月ぶりのプラス)、CPIのベース効果(昨年4月以降の低インフレで前年比で物価が上振れし易い)などを勘案して、利下げに慎重な姿勢を維持する可能性が高い。

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

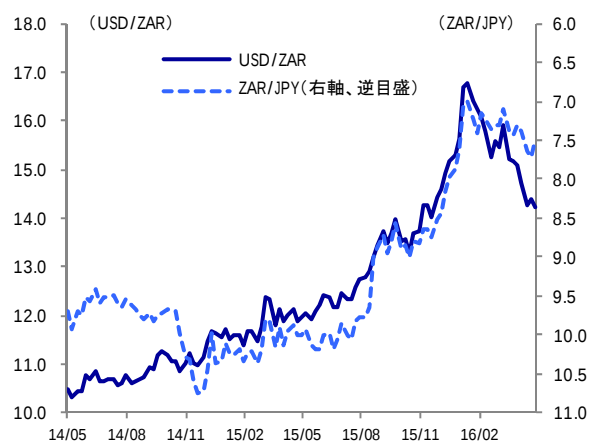


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR) : 中期的には不安要素が目立つ

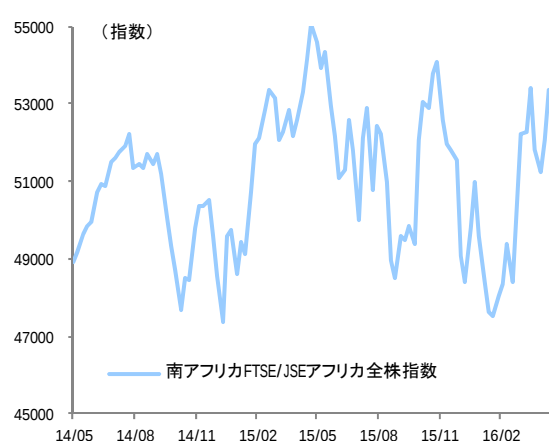
- ・ 4 月の ZAR は、下押し先行から反発、対ドル、対円ともに年初来高値を更新した。ZAR 上昇局面では、国外からの南ア国債への投資資金流入が ZAR を押し上げ、ZAR 高が同国債をますます押し上げる好循環が観察された。
- ・ 経常赤字を抱える高利回り国債への資金流入は、南アに限らず、トルコでも観察されたが、貿易/経常収支の改善、物価の落ち着きなどの他、漠然とした背景として FRB 追加利上げ観測の後退が共通する追い風となっていた。
- ・ 南ア固有の要因は悪材料の方が目に付いた。労使関係では、3 日、一部金鉱におけるストライキが予告された。同ストライキは 11 日に収束したが、24 日には自動車製造業の一部組合が単年度契約で+20%の賃上げを要求した。
- ・ 政治要因でも、ズマ大統領の求心力低下の顕在化が進んだ。同大統領は地方政府選の日程を 8 月 3 日と告知、16 日、選挙キャンペーンを立ち上げたが、その立ち上げ集会に十分な党員を動員することができなかった。水面下ではマンタシェ幹事長などが与党アフリカ民族会議(ANC)の主導権奪取を目論んでおり、地方政府選の大敗はそのきっかけになり得る。
- ・ 金融政策動向では、際立った変化は見られなかったが、20 日に発表された南ア 3 月 CPI は、燃料価格の大幅減速などで、予想を上回る減速を示した。ただし、4 月以降はベース効果(前年同期の低インフレ)や燃料価格上昇による上振れが予想される他、昨年来の旱魃の影響による食品価格高騰の兆しがいいよ顕在化するなど、インフレの先行きには引き続き警戒感が強い。
- ・ 年初の急落から、ここまで順調な回復を続けて来た ZAR だが、長期金利の下落余地も、これ以上の ZAR 上昇余地も、目先は限定的と見込む。とりわけ、原油価格上昇が物価上振れ、経常収支悪化という形で顕在化する局面で、上述の労働争議(今夏には 2 年前に紛糾したプラチナ鉱業の労使交渉も予定される)や政局不安が進行すれば、「ZAR 高+南ア国債高」という好循環が「ZAR 安+南ア国債安」という悪循環に陥る可能性は高い。
- ・ 景気低迷下で、足許物価が一定の落ち着きを見せているのは、南ア準備銀(SARB)にとって幸いなことだろう。ただし、直近 CPI は前年比+6.3%(3 月)と誘導目標(同+3~6%)を上回っており、SARB は強いインフレ警戒感を引き続き崩していない。原油価格上昇や食品価格高騰の影響が物価の上振れにつながる局面がくれば、難しい金融政策対応を迫られることになる。

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

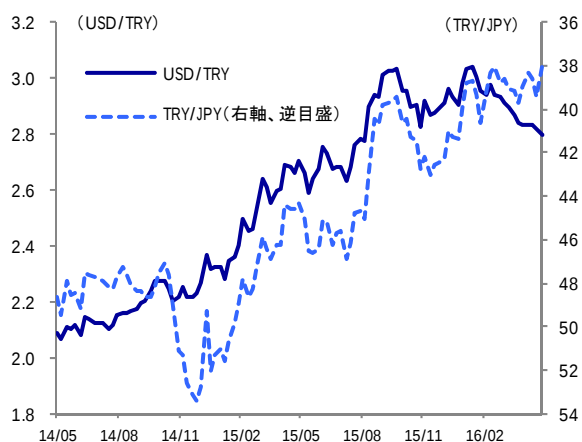


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：中銀の独立性に対する不安は引き続き強い

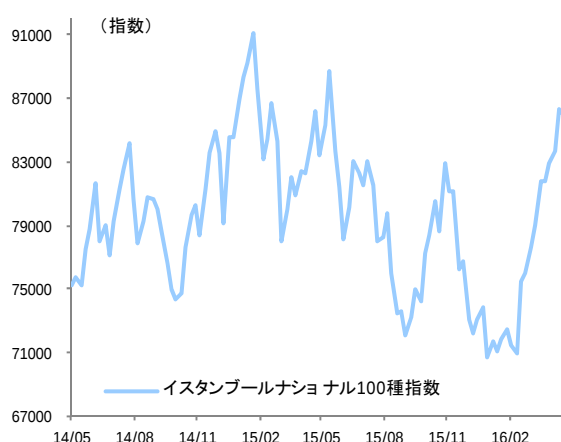
- ・ 4 月の TRY は年初来高値圏にあって、比較的狭い値幅における横ばい。
- ・ TRY の値動きを堅調推移と呼べるなら、その背景にはトルコ国債利回りの低下(価格は上昇)があったと言えただろう。国債利回りの低下には、経常赤字の縮小や CPI の下振れなど、経済指標の予想外の改善を好感した、国外からの投資資金の流入が貢献したものと考えられた。
- ・ ただし、同国債利回りが昨年 6 月来となる 9% 割れ水準まで下落した(10 年債)のと比較すると、TRY が昨年のやり直し総選挙(10 月)後の高値も上げられなかったのは、些か失望を買う値動きとも言えた。
- ・ また、トルコ中銀(CBRT)後継総裁人事も、同国債の値動きには少なからず影響したであろう。19 日に任期を迎えるバシュチュ前総裁の後任は、直前まで決まらず、「金融緩和に積極的な外部人材の登用もあり得る」との警戒感を強めたが、11 日、チェティンカヤ副総裁の昇格が決定。金融政策の継続性に対する期待感に国債利回りの続落をもたらした。
- ・ 新総裁の下で初めて開かれた 20 日の CBRT 金融政策委員会は、「政策金利枠の縮小」の行程表に沿い、市場の大方の予想通り、翌日物貸出金利(上限金利)を 50bp 引き下げた。26 日のインフレ報告書発表の際には、「物価の安定を最優先」とした上で、16 年末の CPI 予想も前年比+7.5%に据え置くなど、追加利下げに「慎重に見える」チェティンカヤ新総裁の姿勢が、債券市場からも、通貨市場からも好感された模様。
- ・ TRY、トルコ国債(価格)はともに中期的な高値に近く、早晚反落する可能性を警戒する。最も懸念されるのは燃料価格の上昇で、物価の押し上げだけでなく、燃料純輸入国であるトルコの経常収支にも悪影響が予想される。加えて、(昨年同期の低インフレによる)ベース効果から、早ければ 5 月にも同国の CPI は再び(前年比で)上振れを始める可能性が高い。
- ・ 7 人で構成される CBRT 金融政策委員会の(チェティンカヤ総裁含む)4 人が近い将来までに入れ替えられるのも気掛かり。今後、仮に予想通り物価が上振れてくれば、「政策金利枠の縮小」を建前に上限金利の切り下げだけをいつまでも続けていくことはできないはず。そうした局面で、エルドアン大統領など政治家からの圧力をいなし、主要政策金利(1 週間物レポ金利)の引き上げなど金融引き締めに踏み切れるものか、注意深く見守りたい。

図表 25:トルコリラ(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 26:トルコイスタンブールナショナル 100 種指数



(資料)ブルームバーグ

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2016年 1～4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	6.4780	6.50	6.47	6.43	6.40	6.37
香港ドル	(HKD)	7.7488 ～ 7.8295	7.7574	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ～ 68.789	66.330	68.5	66.5	64.5	63.5	62.0
インドネシアルピア	(IDR)	12984 ～ 14002	13180	13600	13300	13000	12850	12500
韓国ウォン	(KRW)	1128.43 ～ 1245.13	1139.40	1160	1170	1150	1140	1130
マレーシアリンギ	(MYR)	3.8442 ～ 4.4415	3.9045	4.05	4.05	3.90	3.87	3.85
フィリピンペソ	(PHP)	45.900 ～ 48.069	46.912	47.0	46.4	45.7	44.8	43.9
シンガポールドル	(SGD)	1.3352 ～ 1.4444	1.3439	1.38	1.36	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	32.150 ～ 33.791	32.270	32.70	33.00	32.70	32.40	32.10
タイバーツ	(THB)	35.65 ～ 36.42	34.90	35.9	35.4	34.9	34.7	34.5
ベトナムドン	(VND)	22099 ～ 22535	22288	22500	22300	22300	22400	22150
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	63.9923 ～ 85.9573	64.7671	65.00	63.00	60.00	63.00	63.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1152 ～ 17.9169	14.1931	15.00	15.50	16.00	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	2.7909 ～ 3.0614	2.7946	2.90	3.10	3.30	3.40	3.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.4294 ～ 4.1720	3.4358	3.38	3.45	3.60	3.66	3.71
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ～ 19.4448	17.1852	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)	16.467 ～ 18.563	16.491	16.92	16.54	16.33	15.78	15.70
香港ドル	(HKD)	13.693 ～ 15.615	13.739	14.18	13.79	13.53	13.02	12.89
インドルピー	(INR)	1.600 ～ 1.823	1.605	1.61	1.61	1.63	1.59	1.61
インドネシアルピア	(100IDR)	0.805 ～ 0.896	0.808	0.809	0.805	0.808	0.786	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.990 ～ 10.267	9.310	9.48	9.15	9.13	8.86	8.85
マレーシアリンギ	(MYR)	26.326 ～ 29.357	27.423	27.16	26.42	26.92	26.10	25.97
フィリピンペソ	(PHP)	2.278 ～ 2.570	2.281	2.34	2.31	2.30	2.25	2.28
シンガポールドル	(SGD)	78.90 ～ 85.54	79.30	79.71	78.68	77.78	75.94	75.76
台湾ドル	(TWD)	3.292 ～ 3.671	3.303	3.36	3.24	3.21	3.12	3.12
タイバーツ	(THB)	3.041 ～ 3.412	3.054	3.06	3.02	3.01	2.91	2.90
ベトナムドン	(100VND)	0.4766 ～ 0.5482	0.4781	0.49	0.48	0.47	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ～ 1.718	1.647	1.69	1.70	1.75	1.60	1.59
南アフリカランド	(ZAR)	6.525 ～ 7.805	7.502	7.33	6.90	6.56	6.31	6.06
トルコリラ	(TRY)	37.603 ～ 41.265	38.074	37.93	34.52	31.82	29.71	28.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ～ 31.825	31.016	32.54	31.01	29.17	27.60	26.95
メキシコペソ	(MXN)	5.765 ～ 7.018	6.200	6.11	6.11	6.07	5.94	5.99

(注)1. 実績の欄は4月29日まで。SPOTは5月2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	7.2	6.9	6.9	6.9	2.0	1.4	2.4	2.4	2.1	2.8	2.8	2.6
インド	7.0	7.3	7.2	7.6	6.6	4.9	4.7	5.3	-1.4	-1.1	-1.8	-2.0
インドネシア	5.0	4.8	4.9	5.4	6.4	6.4	4.2	5.2	-3.0	-2.1	-2.5	-2.7
韓国	3.3	2.6	2.8	3.3	1.3	0.7	1.3	2.1	6.3	7.0	6.5	6.6
マレーシア	6.0	5.0	4.3	5.1	3.2	2.1	2.8	2.8	4.6	3.0	2.6	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.0	5.9	4.2	1.4	1.9	3.3	4.4	2.9	3.3	3.5
シンガポール	3.3	2.0	1.9	2.8	1.0	-0.5	-0.3	1.3	17.4	19.7	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.0	4.1	1.9	-0.9	0.4	2.1	3.5	8.9	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	6.0	7.3	1.8	0.6	2.3	3.6	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	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10	4.10	
インド	翌日物レボ金利	6.50	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。