

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：新興国経済の先行きに対して懸念が強まる	2
中国人民元(CNY)：来年の景気下振れリスクが高まる	3
インドルピー(INR)：国内要因は INR を下支えも	4
インドネシアルピア(IDR)：これまでの買い要因が剥落か	5
韓国ウォン(KRW)：朴大統領は早期退陣を表明	6
マレーシアリンギ(MYR)：資金流出圧力の高まりが MYR の重石に	7
フィリピンペソ(PHP)：底堅い個人消費が景気を下支え	8
シンガポールドル(SGD)：経済の下振れリスクが高まる	9
タイバーツ(THB)：個人消費の弱含みが景気下押しリスクに	10
ベトナムドン(VND)：政府は高成長より経済の健全性を重視	11
ロシアルーブル(RUB)：金融政策、政局の安定が RUB 買い要因	12
南アフリカランド(ZAR)：ズマ大統領辞任期待感が ZAR 高要因に	13
トルコリラ(TRY)：トランプ米大統領誕生の最大の被害者に	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

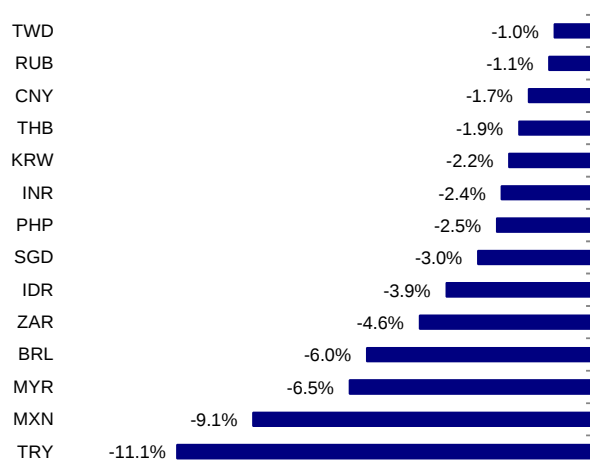
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：新興国経済の先行きに対して懸念が強まる

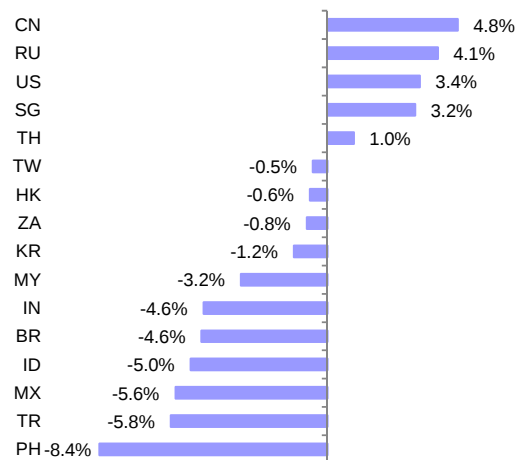
- 11月の新興国通貨は、トランプ次期大統領が掲げる拡張的な財政政策に対する期待を背景にドル高が進んだことで、軟調な値動きとなった。また、インフレ期待の高まりを背景として、FRBは連続利上げを行うとの見方が市場に広がり、米金利は上昇。その結果、内外金利差の縮小が意識されたことで、経常赤字国を中心に新興国通貨を下押しする要因となった。
- 米国が積極的な財政政策を実行することは、過去の例に鑑みれば米国の輸入増に繋がり、新興国経済は米国向け輸出増を背景に底堅く推移した。しかしながら、トランプ次期大統領がTPPからの離脱を表明し、次期商務長官に「北米自由貿易協定(NAFTA)により米雇用が失われた」と主張する投資家のウィルバー・ロス氏が指名されるなど、米国の通商政策は保護主義的な色合いが濃くなりつつある。
- 米国が輸入に制限をかけようとする以上、新興国の輸出増は見込みがたい情勢にある。その結果、市場では米経済に対する見通しが強気になる一方、新興国経済については弱気な見方が広がった。その結果、新興国の証券投資フローが流出に転じ、新興国通貨の続落に繋がっている模様だ。
- トランプ次期大統領が通商政策を見直す姿勢を示していない以上、来月の新興国通貨は米経済加速に対する期待と、新興国経済の減速懸念を背景に軟調な展開が続くと予想する。
- 米国以外の新興国通貨売り要因として、政治不安の高まりが挙げられる。実際、米大統領選後では、輸出における米国に対する依存度の高さが嫌気されたMXNに次いで下落幅が大きかったのは、政治不安を抱えるTRY、BRL、MYRだった。
- トルコはエルドアン大統領がギュレン運動など反対勢力を弾圧したことで、テロなどが頻発し国内情勢が不安定化した。ブラジルにおいては、汚職の疑いからテメル大統領の側近であるリマ氏が辞任に追い込まれるなど、閣僚の政権離脱が相次いだ。マレーシアでは、ナジブ首相を巡り政府系投資会社(1MDB)に関連した不正資金流出疑惑が熾り続けている。こうした国の通貨が下落していることは、市場参加者が政治リスクに敏感になっていることを示していると言えよう。そのため、他の新興国においても政治不安の高まりは通貨急落に繋がる可能性が高く、留意が必要となる。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2016年11月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2016年11月)

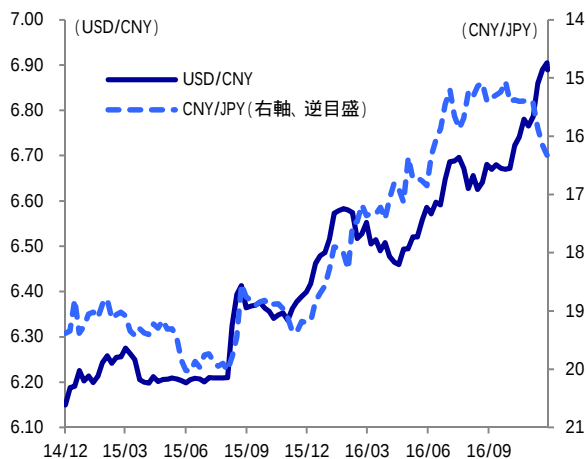


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)： 来年の景気下振れリスクが高まる

- 11月のCNYは続落した。月初は6.76近辺で安定推移となるも、米大統領選におけるトランプ氏の勝利を受けて、6.8台まで売り込まれた。その後は、ほとんど買い戻されることなく、6.92近辺まで下落した。月末にかけて若干落ち着きを取り戻すものの、安値圏での推移が続いた。
- 11月1日に発表された10月製造業PMIは51.2と9月(50.4)から上昇し、2014年7月以来の高水準となった。内訳を見ると、ほとんどの項目が前月対比で改善しており、特に新規受注は52.8と3か月連続で上昇した。但し、新規輸出受注と輸出の2項目は前月比マイナスとなった。新規輸出受注は49.2と景況判断の分かれ目である50を下回り、外需の先行きは悪化方向にあることを示している。
- 8日に発表された10月輸出は前年比▲7.3%と9月(同▲10.0%)からマイナス幅は縮小するも、市場予想(同▲6.0%)を下回った。中国人民銀行(PBoC)は人民元の実効為替レートを下落させることで、輸出の下支えを図っている。しかしながら、外需の悪化を補うまでには至らず、輸出は7か月連続で前年比マイナスとなった。
- 14日に発表された内需関連の経済指標は強弱入り混じる結果となっている。10月鉱工業生産は前年比+6.1%と9月(同+6.1%)から伸び率は横ばいとなり、1～10月固定資産投資は前年同期比+8.3%と1～9月(同+8.2%)から僅かに加速した。一方、10月小売売上高は自動車販売の落ち込みなどを背景に前年比+10.0%と、2016年5月以来の低い伸び率となった。
- 中国経済は年内こそ急減速する公算が小さいものの、自動車減税終了に伴う内需の落ち込みやトランプ次期大統領による保護的な通商政策による外需縮小など、先行きについては下振れリスクが高まっている。
- 特に外需については、トランプ次期大統領が公約通り中国との貿易取引に対し追加関税などを課す可能性があり、大きく下押しされるリスクを抱えている。実際に追加関税が課されれば、PBoCとしては輸出の落ち込みを看過するわけにもいかず、CNYの切り下げなどで対抗する可能性があるため、注意が必要となる。
- 斯かる状況下、外需の落ち込みを補うためにPBoCの通貨安政策は来年も継続されるだろう。そのため、CNYは下落傾向が続き、2017年1～3月期には対ドルで7.0を超える展開を予想する。

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12月1日

図表 4: 上海総合株価指数

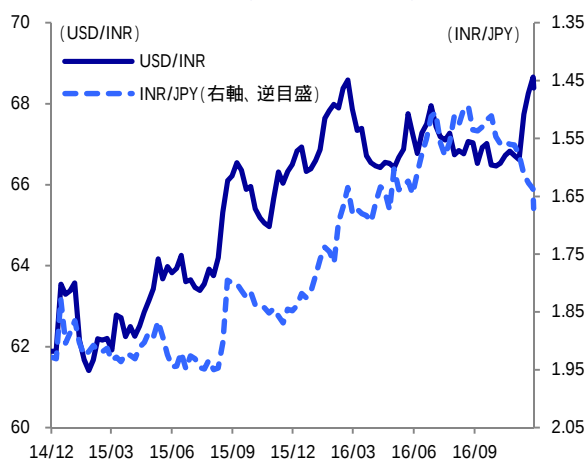


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR)：国内要因は INR を下支えも

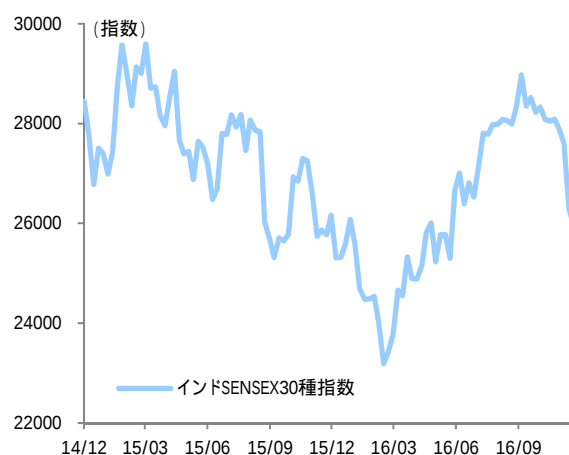
- 11 月の INR 相場は中旬に急落。8 日に高額紙幣の廃貨が発表されたことで INR は 66.3 台前半まで上昇する動きも見られたが、その後はトランプ氏の勝利を受けて 68.8 台後半まで急落。そのまま 68 台半ば近辺で推移した。
- 11 月 22 日に発表されたインド 10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +4.2% と 9 月 (同 +4.9%) から減速し、2015 年 8 月以来の低水準となった。モンスーン期 (雨期) における例年並みの降雨量を背景とした飲食料品価格の減速 (9 月: 同 4.0% → 10 月: 同 +3.2%) が、インフレ率低下に繋がった模様だ。
- 一部では、今回のインフレ率低下を受けてインド準備銀行 (RBI、中央銀行) の追加利下げを予想する向きもあるが、RBI はルピー相場の下支えるために介入を行っている模様で、特に INR が 69 を超えるようであれば特別な対応を行うとしている。斯かる状況下、INR 安懸念から年内は政策金利が据え置かれるだろう。
- 8 日にモディ首相は演説で、翌日からの高額紙幣 (500 ルピー札と 1000 ルピー札) の使用禁止を発表した。2016 年 12 月末までは身分証を提示することで銀行における両替が認められたが、それら 2 紙幣はインド国内で流通する紙幣額の 9 割弱を占めており、銀行では処理が追いついていない状況だ。
- モディ政権が廃貨に踏み切った背景には 2017 年から相次いで実施される州選挙があるだろう。所得格差の大きいインドでは、富裕層が高額紙幣を節税目的の下で蓄財しており、今回の廃貨は富裕層が不正に蓄財した資産に対する課税となる。そのため、貧困層の所得格差への不満解消に繋がるともいえ、貧困層が結果を左右する州選挙対策との意味合いも強いと考えられる。
- なお、26 日に RBI は、日次の預金増加に対応する限界預金準備率を 100% に引き上げた (預金準備率は 4% で据え置き)。廃貨によって銀行に預け入れられる現金の増加分を吸収することが目的で、引き上げによる景気への影響は中立的だろう。
- 物品・サービス税 (GST) 導入による景気押し上げや、高額紙幣の廃貨に伴う税収増加などインド国内では INR 高要因が散見される。しかし、トランプ次期大統領の経済政策 (トランプノミクス) への期待が高止まりする中、FRB による連続的な利上げを予想する向きも増えており、ドル高圧力の高まりを受けて INR は軟調な推移が続く見通しだ。

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

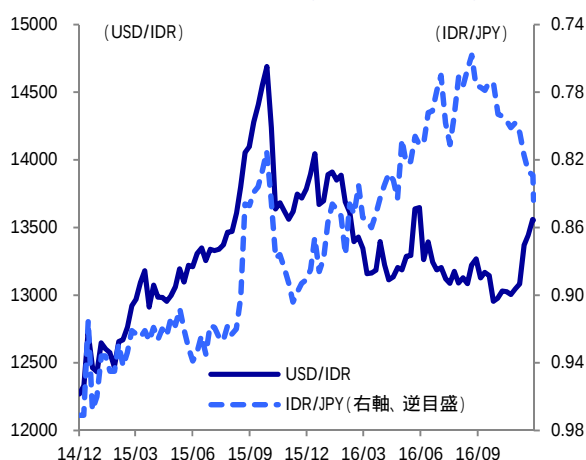


(資料) ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)：これまでの買い要因が剥落か

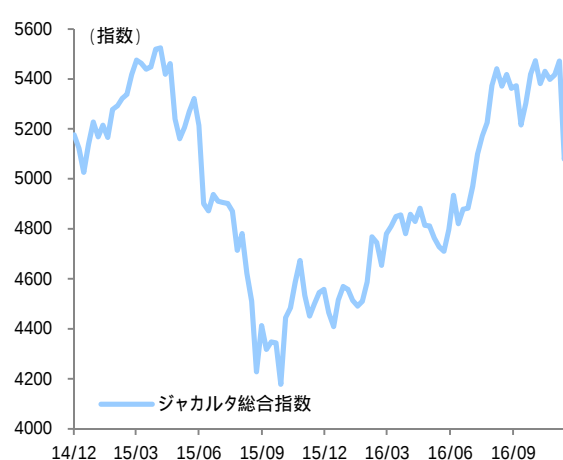
- 11月のIDRは大幅に下落。トランプ氏の大統領選勝利を受けて11日には一時13233から13873までのパニック的な急落を見せるなど、IDRの売り圧力は強かった。その後も、米利上げ期待が織り込まれる中でじりじりと下落し、結局13500台にて越月した。
- 11月7日に発表されたインドネシア7～9月期GDPは前年比+5.02%と2四半期ぶりに減速した。減速の主因は政府消費(4～6月期:同+6.2%→7～9月期:同▲3.0%)が9四半期ぶりに減少に転じたことだ。もっとも、政府予算が前倒しで執行されてきたため、年後半にかけての政府消費縮小は事前に予想されており、今回の結果は想定通りの内容といえる。
- 17日に開催されたインドネシア中銀(BI)の金融政策決定会合では、7日物リバースレポ金利(政策金利)が4.75%に据え置かれた。声明文では、今回の決定は「米大統領選の結果をきっかけとした国際金融市場の動揺に対するBIの慎重姿勢と整合的」とされている。
- また、選挙後に一時大幅下落を見せたIDR相場に関しては、急激な変動に対する警戒感が示された。背景には、約4割(2016年7～9月期:39.2%)とインドネシア国債の外国人保有比率の高さがあるだろう。大幅な自国通貨下落は対外債務の返済負担を増大させる。そのため、当面は資金流出や為替相場に対するBIの警戒姿勢が続く見込みだ。
- 4日、パスキ・ジャカルタ特別州知事によるイスラム教を侮蔑する発言に反発し、約4万5千人が参加するデモがジャカルタで発生した。パスキ氏は2017年2月のジャカルタ州知事選挙に立候補しており、演説中の発言がイスラム教徒からの反発を招いている。イスラム教系団体は12月にもデモを計画しているほか、11月のデモに際してはテロ未遂事件も起きており、インドネシア国内での政治リスクの高まりが懸念される。
- これまで、安定した政権基盤による相次ぐ経済対策やインフラ投資の拡大、他の新興国に比べて高い金利などを理由にIDRは買い進められてきた。しかし、ここもとではそれらの要因が剥落する兆しも見せており、またトランプノミクス期待を背景とするドル高相場も続いている。当面、IDRは買い材料に乏しく、軟調な推移が続く見通しだ。

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

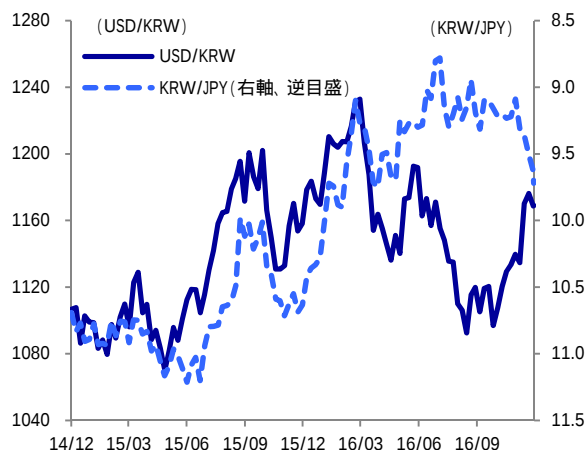


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：朴大統領は早期退陣を表明

- 11月のKRWは急落。1140近辺でオープンし、米大統領選においてクリントン氏が優勢との報道を受け、市場のリスクセンチメントが高まると1130近辺まで上昇。しかしながら、トランプ氏の勝利を受けて1160近辺まで下落。その後も同氏が掲げる保護的な通商政策への懸念から一時1190近くまで売られる展開となった。月末にかけてはやや買い戻されるも、安値圏で推移した。
- 11月11日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合において、政策金利は1.25%に据え置かれた。声明文では、韓国経済は緩やかな成長を続けるとするも、「先行き不透明感が増大した」との文言が加えられた。
- なお、18日に李 BOK 総裁は「金融市場の動向に注意を払っており、必要と判断すれば市場の安定化を図る」と述べ、KRW 安が急速に進む場合は、介入を実施する可能性が高いことを示唆した。
- 韓国経済は力強さを欠いている。10月輸出は前年比▲3.2%と9月(同▲5.9%)から減少幅が縮小するも、2か月連続で前年比マイナスとなった。また、11月消費者信頼感指数は95.8と2009年4月以来の低水準に陥っており、国内消費は今後冷え込む可能性が高まっている。
- 米大統領選以降、韓国からは資金流出が本格化した。外国人投資家による株の保有額は10月末の97億ドルから90億ドル(11月29日時点)へと約▲7%減少した。債券保有額も10月中旬に132億ドルまで増加するも、その後は減少し続け、107億ドル(11月29日時点)まで低下している。
- 背景には、朴大統領のスキャンダルが辞任要求に発展するなど政治情勢が混乱しているほか、トランプ次期大統領が在韓米軍の駐留費負担、米韓自由貿易協定(FTA)の見直しを迫るとの懸念があった模様だ。
- 29日、朴大統領は2018年2月の任期満了前に退陣すると発表した。24日に野党3党が弾劾訴追案の発議を示唆しており、実際に手続きが開始されれば罷免に至るまで、長期に亘り政権運営が滞る可能性があった。今回の辞任はこうした混乱を避ける狙いがあったと思われる。
- しかしながら、具体的な退任時期は言及せず、「進退は国会に委ねる」とした。退任時期については、各党で意見の隔たりがあり、合意形成に時間がかかる公算が大きい。そのため、韓国政治は当面停滞するだろう。
- KRW はトランプ次期大統領の保護的な通商政策に対する懸念と、国内政治情勢の混乱を受けて、軟調地合いの継続を予想する。

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

2016年12月1日

図表 10: 韓国総合株価指数

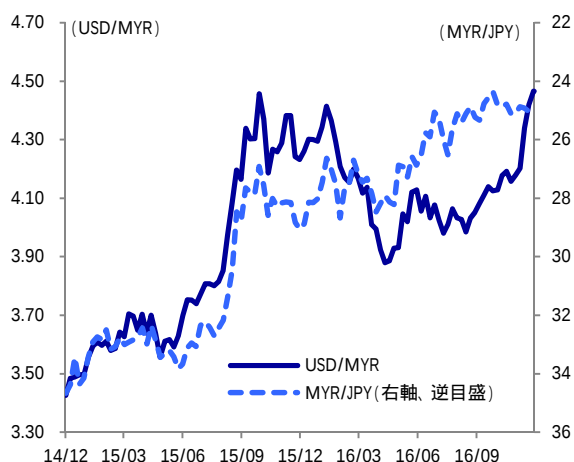


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR): 資金流出圧力の高まりが MYR の重石に

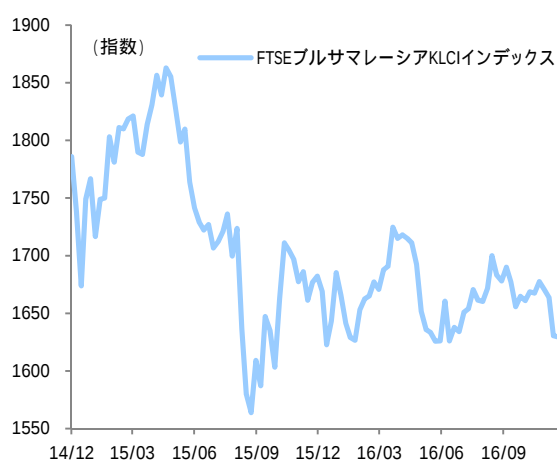
- 11月のMYRは下落した。月初、4.10 台後半で推移していたが、米大統領選でトランプ氏が勝利し、同氏の掲げる拡張的な財政政策への期待からドル高MYR 安の展開となった。その後 4.46 台まで値を下げ、同水準で越月した。
- 11月11日に発表されたマレーシア7～9月期GDPは前年比+4.3%と4～6月期(同+4.0%)から加速した。政府最終消費支出は弱含んだが、在庫投資のマイナス幅が縮小したことに加え、純輸出もプラスに転じたことが成長率加速のけん引役となった。
- ムハマド・マレーシア中銀(BNM)総裁は、今後も成長率の堅調な伸びは持続するとして、2016年の成長率見通しを+4.0%～4.5%に据え置いた。しかし、今回の成長率加速は在庫投資主導であることに加え、純輸出の伸びも輸入の減少が輸出の減少を上回ったため、実際の景気は成長率が示すほど底堅くないと見られる。
- 23日に開催されたBNMの金融政策決定会合では、政策金利は据え置かれた。声明文では、世界的に台頭している保護主義や金融市場の不安定化に伴い、世界経済の先行きに不透明感が増しているとした。インフレについては商品価格低迷を背景にBNM目標(+2.0%～2.5%)の下限近くで推移するとした。実際に足許、10月CPIは前年比+1.4%と低水準で推移している。
- BNMが指摘するように、米大統領選の結果を受けて新興国からは資金が流出しており、MYRも大幅に下落している。オンショア市場ではBNMがMYR買い介入を実施していることを公表した。資金流出やそれに伴うMYR安懸念が燃える中では、BNMは当面政策金利を据え置くだろう。
- 19日に政府系投資会社(1MDB)に関連した巨額の不正資金流用疑惑のあるナジブ首相の退陣と選挙制度改定を求める大規模なデモが昨年8月に2年連続で実行された。こうした政治的不透明感の高まりが資本流出に繋がることも懸念される。
- トランプ新政権の財政政策と、FRBによる連続的な利上げに対する期待の高まりから、引き続きMYRは軟調推移となるだろう。また1MDB問題もMYRの重石となる可能性もあり、当面MYRは売り優勢の展開を予想する。

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

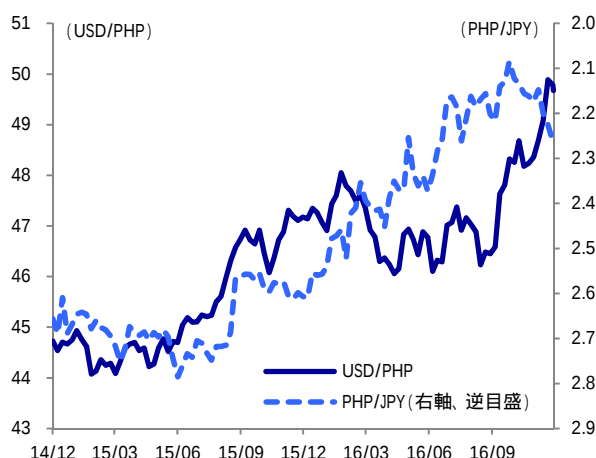


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：底堅い個人消費が景気を下支え

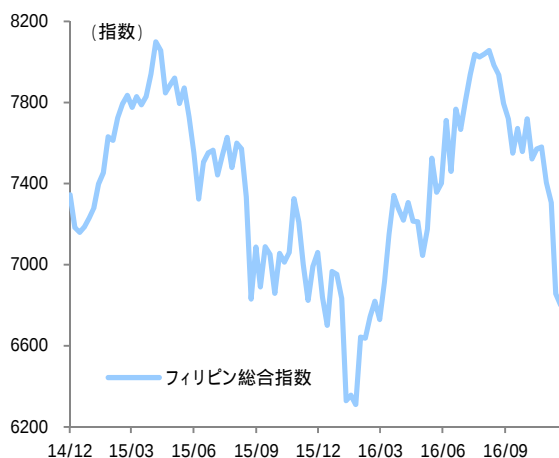
- 11月のPHPは軟調な展開。月初は48台前半で推移していたが、米大統領選でトランプ氏が勝利し、新政権の拡張的な財政政策への期待からドルが上昇し、PHPは弱含んだ。月末は49台後半で取引を終えた。
- 11月17日に発表されたフィリピン7～9月期GDPは前年比+7.1%と4～6月期(同+7.0%)から伸び率が拡大し、6四半期連続で加速した。政府最終消費支出が大幅に減速する一方、輸入の減少を受けて純輸出のマイナス幅が縮小したことが成長率加速のけん引役となった。
- 家計最終消費支出は、2016年5月のフィリピン大統領選挙に伴う一時的な支出拡大の剥落により、減速すると見込んでいたが、小幅な減速に止まった。ドゥテルテ新政権に対する期待の高まりを背景に、消費者マインドが高水準で推移したことに加え、個人消費の源泉となるOFW(海外フィリピン人労働者)送金も7～9月期は同+5.4%と拡大したことで、家計最終消費支出は底堅さを保った模様だ。引き続き個人消費は景気の下支えとなっている。
- 10日に開催された金融政策決定会合でフィリピン中銀(BSP)は政策金利を据え置いた。今年の6月に金利コリドー(IRC)方式を導入してから4会合連続の現状維持となった。BSPはインフレ率が引き続き管理可能な水準にあることを政策決定の理由とした。
- 2016年のインフレ率については、目標(+2.0～4.0%)に僅かながら届かない見込みであるとし、インフレ押し上げリスクとして、議会に提出された税制改革案と共に電気料金の値上げ申請が保留されていること、下押しリスクには世界経済の停滞を挙げた。なお、インフレ見通しに関して、2016年は+1.7%から+1.8%、2017年は+2.9%から+3.0%に引き上げた。
- フィリピン10月CPIは同+2.3%と9月から伸び率は横ばいとなった。10月に2つの台風の直撃を受け、燃料と食品価格の上昇が懸念されていた。BSPの事前予想(同+1.9～2.7%)内にも収まったため、金融政策への影響は限定的となる見込みだ。
- トランプ新政権の拡張的な財政政策やFRBによる連続的な利上げへの期待が高まる中、PHPは軟調な値動きとなるだろう。しかし、OFW送金やドゥテルテ政権によるインフラ投資拡大を受けたフィリピン経済の堅調な伸びを背景に2017年後半にPHPは緩やかな上昇を予想する。

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

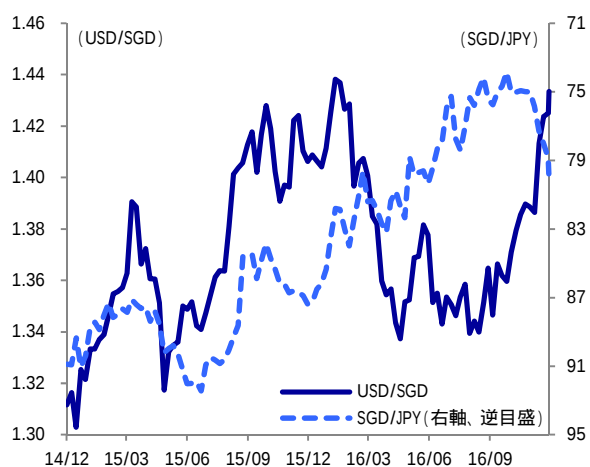


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): 経済の下振れリスクが高まる

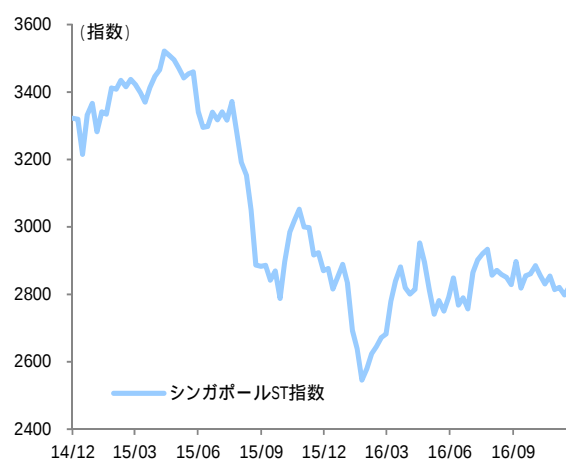
- 11月のSGDは、米大統領選後に急落した。月初から大統領選までは1.38台で安定推移。しかしながら、トランプ氏の勝利を受けて1.40近辺まで下落した。その後も、同氏が掲げる拡張的な財政政策への期待が高まり、ドル高が進行するとSGDは売り込まれ、一時1.43台半ばまで下落した。月末にかけてはやや落ち着きを取り戻すも、1.43近辺での値動きとなった。
- 11月17日に発表された10月石油を除く地場輸出は前年比▲12.0%と9月(同▲5.0%)から大きく落ち込んだ。主要輸出品である電子機器輸出は同▲6.0%と9月(同▲6.6%)から改善するも、8か月連続で前年比マイナスとなるなど、シンガポール経済のけん引役である外需は低迷し続けている。
- 24日、シンガポール通商産業省(MTI)は2016年のGDP見通しを+1.0%～2.0%から+1.0%～+1.5%に引き下げた。なお、2017年見通しは+1.0%～+3.0%と若干の加速を見込むものの、英国のEU離脱(Brexit)問題や保護主義の台頭などを背景に先行き不透明感は強いとしている。
- 米新政権の保護主義的な通商政策がシンガポール経済にとって脅威である。トランプ次期大統領は、22日にTPPからの離脱を就任初日に行うと表明し、各種通商協定の見直しを進める姿勢を鮮明にした。
- また、同氏は米国内における生産拠点を維持するよう産業界に圧力をかけるなど、グローバル・サプライチェーンの構築よりも国内雇用を優先する姿勢を示しており、世界の貿易量は伸び悩む可能性が高まっている。貿易のハブとして発達してきたシンガポール経済への影響は大きく、今後は米国が保護的な通商政策を推し進めるようであれば、景気減速は免れないだろう。
- 米大統領選におけるトランプ氏の勝利後にSGDは急落したものの、11日にシンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)は現状の金融政策を維持する旨を改めて発表した。また、必要であればSGD相場の変動を押さえよとの声明を出しており、SGDが急落する場合はドル売り介入を行う旨を示唆している。
- トランプ次期大統領が国内の雇用を守るために保護的な通商政策を採る可能性は高まっており、シンガポール経済の減速に対する懸念は今後も強まっていくだろう。そのため、SGDは売り優勢の状態が続き、2017年1～3月期においては1.4台後半の推移を予想する。

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

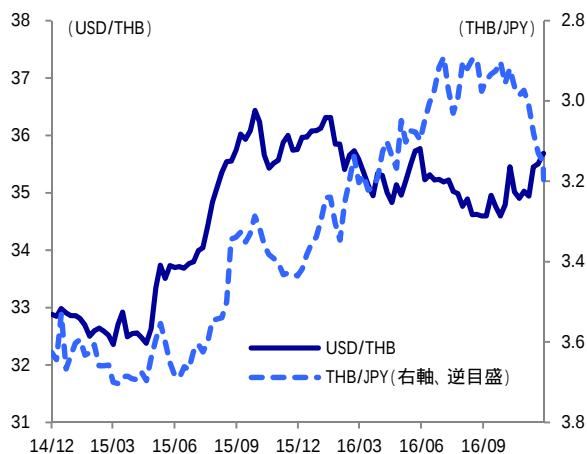


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：個人消費の弱含みが景気下押しリスクに

- 11月のTHBは下落した。月初、35近辺を中心に推移していたが、米大統領選でトランプ氏が勝利を収めると、新政権の財政政策に対する期待から、35.70台半ば付近まで売られた。月末は35.70台で取引を終えた。
- 11月21日に発表されたタイ7～9月期GDPは前年比+3.2%と4～6月期(同+3.5%)から減速した。内訳を見ると、財輸出と堅調な来訪者数増加を受けたサービス輸出の加速によって純輸出が拡大した。一方、政府最終支出、総固定資本形成は減速した。また、家計最終消費支出も消費刺激策の剥落に伴い減速するなど、弱い内需が7～9月期GDPを押し下げた。
- プミポン国王崩御(10月13日)後に調査が実施されたタイ10月消費者信頼感指数は73.1と4か月ぶりに低下した。そのため、10～12月のタイ経済は個人消費の下押しが予想されるほか、服喪期間中は観光業の弱含みも懸念され、力強さに欠ける可能性が高いだろう。
- 22日、タイ政府は消費刺激策として低所得者を対象に合計128億バーツの支給を閣議決定した。11月末から12月初旬に支給される。同刺激策のみでは個人消費を支えるには不十分だが、これ以外にも政府は年末の支出・経済活動拡大のため追加刺激策を導入するとし、内需を下支えていく考えだ。
- 9日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀(BOT)は12会合連続で政策金利を据え置いた。声明文では引き続きタイ経済は拡大しているとの認識を示すも、米国や欧州における政治的不透明感の高まりにより、景気下振れリスクが拡大したと指摘した。また、タイ経済の先行きは引き続き不透明感が強く、緩和余地を残しておく必要があると述べている。
- そうした中、タイ10月CPIは前年比+0.3%と7か月連続プラスの伸びとなったが、依然としてBOTの目標レンジ(+1～4%)は下回っており、BOTには十分な緩和余地があると言える。今後、経済指標に大幅な悪化が見られた場合には、BOTが利下げに踏み切る可能性は高い。
- なお、29日にタイ議会はワチラロンコン皇太子に国王即位を要請した。今後、皇太子が国王に即位し新憲法草案に署名することで、予定通り2017年11月～12月に総選挙が行われる見込みだ。
- FRBによる連続的な利上げと、トランプ新政権の拡張的な財政政策に対する期待の高まりから、当面THBは弱含むだろう。しかし、安定した経常黒字を背景に2017年後半は緩やかに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12月1日

図表 18: タイ SET 指数

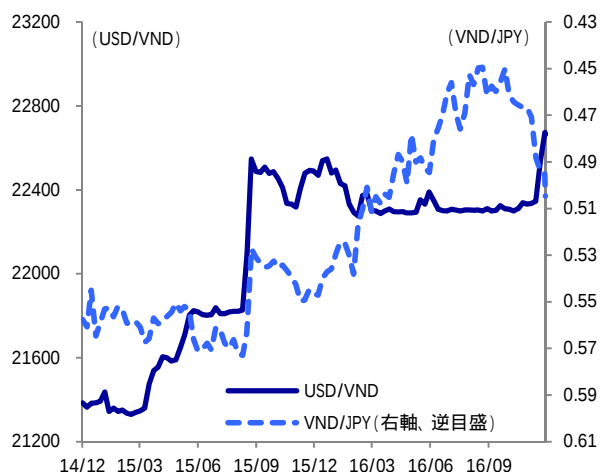


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：政府は高成長より経済の健全性を重視

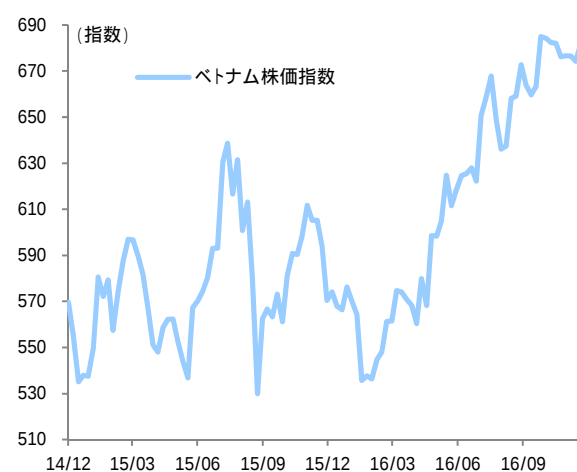
- 11月のVND相場は、月末にかけて急落した。月初は22300台で安定推移となるも、米大統領戦後に22400近辺まで下落。その後もドル高が進む展開を受けて、22700台までVND安が進んだ。非公式レートは、月初こそ22300台で推移するも、月末にかけては22900台まで下落した。
- 11月7日、ベトナム国会は2017年の経済計画を承認し、各種目標値を定めた。GDP成長率は+6.7%と2016年(目標値:+6.3%~6.5%)から小幅な加速を目指す。また、消費者物価指数(CPI)については平均+4%と、2016年(目標値:+5%未満)から伸び率の抑制を図り、貿易赤字額についても輸出額の▲3.5%以下と2016年(目標値:同▲5.0%未満)より抑えるとした。
- また、18日にベトナム共産党の政治局は、中期的な財政再建策を決議した。同政策では2015年に名目GDP比▲6.1%まで膨らんだ財政赤字について、2020年までに同▲4.0%以下へ抑制するとした。更に2030年までには同▲3.0%以下に縮小させ、財政健全化を図るとしている。
- 今月に決定された経済・財政計画からは、ベトナム政府が高成長よりも経済の健全性を高めることに注力していることが伺える。そのため、米国の保護的な通商政策により、経済が下押し圧力に晒されたとしても、ベトナム政府が拡張的な財政政策や緩和的な金融政策を採る可能性は低いと言えよう。
- なお、28日に発表された11月CPIは前年比+4.52%と13か月連続で加速した。医療費引き上げの影響が大きく、同項目だけで11月CPIを+2.42%ポイント押し上げている。なお、政府の物価目標(+5%未満)が近づいているため、医療費の引き上げが来月も実施される公算は小さい。
- 同日に11月の各種経済指標が発表され、11月輸出は同+12.4%と2016年3月以来となる高い伸び率を記録した。しかしながら、11月小売売上高は前年比+7.4%と2016年2月以来の低い伸びとなり、11月鉱工業生産は同+2.0%と2013年3月に前年比プラスに転じて以来、最も低い伸び率となった。ベトナム経済は力強さを欠いている模様だ。
- 外貨準備が乏しいベトナム国立銀行(SBV、中銀)は、ドル高が進む中、VNDを安定推移させるだけの余力は残されていない。そのため、トランプ次期大統領の経済政策に対する期待を背景にドル高が進行すれば、今後もVND安方向に中心レートを設定し続けるだろう。

図表 19: ベトナムドン相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 20: ベトナム株価指数

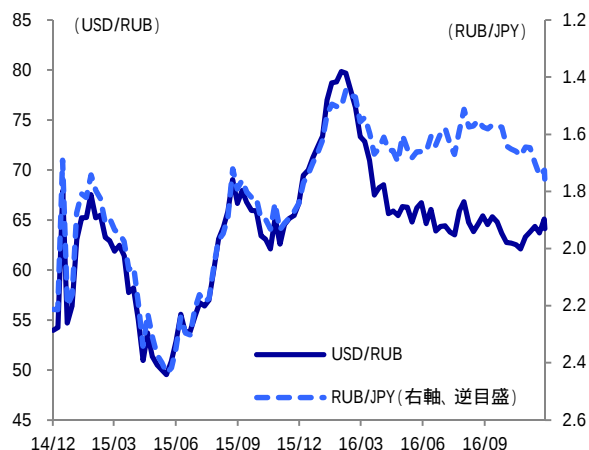


(資料) ブルームバーク

ロシアルーブル(RUB)：金融政策、政局の安定が RUB 買い要因

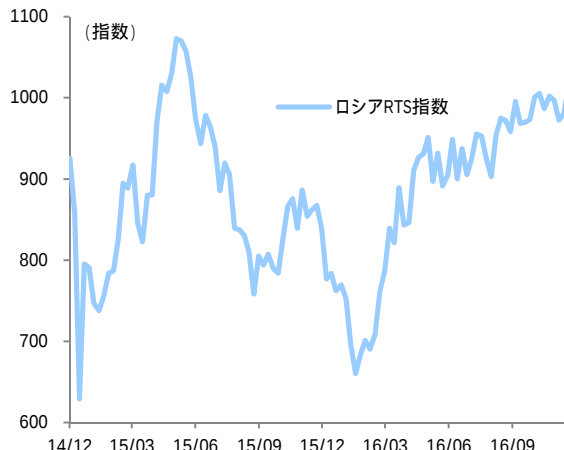
- 11 月の RUB は軟調な滑り出しから急落、急反発と上下動した後、月末に掛けては軟調気味の推移を続けた。
- RUB の値動きは、引き続き原油価格動向の影響を色濃く受けたが、原油価格動向は月末(30 日)の OPEC 総会を前にした思惑に大きく振られる展開に終始した。産油国高官の発言が影響を与える局面も散見されたが、当の高官たちも虚々実々の駆け引きの中で実態を把握できてはおらず、この間も減産・産出量凍結に向けた思惑が原油価格に影響したというよりは、原油価格動向からその思惑を逆算するような動きが支配的と感じられた。
- もうひとつ、この間、金融市場全般に大きな影響を及ぼしたのは、8 日の米大統領選における共和党トランプ候補の予想外の当選。同候補が公約した大規模インフラ投資や大型減税などを期待して米株が上昇、インフレ期待の高まりと FRB による利上げ加速の思惑を受けて米長期金利も上昇し、新興市場通貨に対してだけでなく、ユーロ、円など主要通貨に対してもドルは全面高となった。RUB も 9 日以降の乱高下を経て、対 USD では大きく水準を切り下げ、14 日まで 8 月 4 日以来の安値となる 66.49 まで下落した。
- その後、原油価格の底打ち反発に連れて RUB も上昇。22 日には対 USD で 63.49 まで続伸したが、前後して原油価格が頭打ちになり、軟調になると、徐々に水準を切り下げ、月末まで軟調推移を続けた。
- 目先の RUB 動向が原油価格に左右されるのは避け難い。供給面では、合意に至った OPEC 減産が実際に適用されるか否かが最大の関心事だが、今後は、環境よりも燃料自給を優先する姿勢を示したトランプ候補が当選した米のシェールガス・石油生産動向にも注意が必要となろう。
- 原油価格動向に幾重もの不透明な変数が存在する一方で、ロシア物価に関してはロシア中銀(CBR)の物価抑制姿勢が市場に浸透している。CBR は「2017 年末に+4%」という物価誘導目標を必達事項としており、高め(+3%程度)の実質金利維持を約束している。10 年物で名目 8%を超える利回りのロシア国債に買い妙味が大きい点は RUB 押し上げ要因と読めよう。
- 英の EU 離脱、トランプ候補当選などに続いて、来年も仏大統領選、独総選挙などを控える主要国の政局はかつてない不透明感に包まれている。この点、少なくとも 7 年先までの政局安定(プーチン大統領が 2018 年大統領選で再選される前提で)が見通せる情況も、RUB には買い材料と読めよう。

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

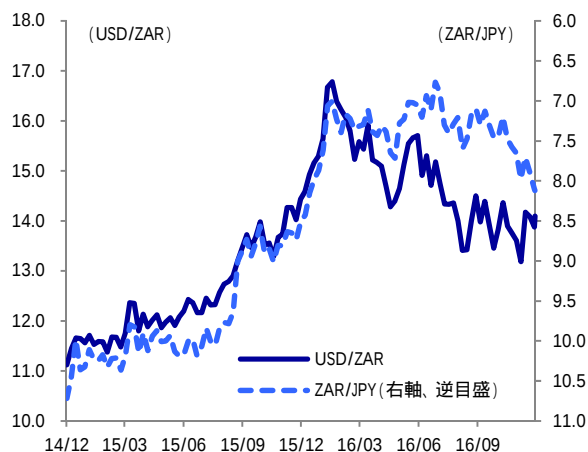


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：ズマ大統領辞任期待感が ZAR 高要因に

- 11 月の ZAR は堅調な滑り出しから、反落。しかし、年初来の値動きを振り返れば高値圏と言える水準にとどまり、月末に掛けては再び堅調に推移した。
- この間、南ア政局は転換の萌芽とも呼べる大きな動きを見せた。10 月 31 日に南ア検察当局がゴードン財務相に対する汚職嫌疑を取り下げたのを皮切りに、1 日には全国教育医療労働組合 (NEHAWU) が大手労組としては初めてズマ大統領の辞職を勧告した。更に 2 日、同大統領が、自身の権限乱用疑惑に関する検札調書公表の差し止め請求を撤回。11 日にはズマ大統領に近いと目されていた南ア電力公社 (Eskom) のモレフェ社長が辞意を表明と、ズマ大統領派はじわじわと追い詰められた感が強かった。
- 10 日、野党民主同盟 (DA) が提出した同大統領に対する不信任案こそ否決されたものの、与党アフリカ民族会議 (ANC) 内でも、同大統領の辞任を求める声は日に日に強まっている。ANC の全国執行委員会 (NEC/党の最高意思決定機関) は、会合を 1 日延長し、11 月 28 日、ズマ大統領の去就について討議した。結果的に同大統領の党首辞任請求は見送られた (採決されなかった) もの、与党内における同大統領の支持基盤が大きく揺らいでいる事実は一段と明白になった。
- 23 日発表の南ア 10 月 CPI は、市場予想を上回り、南ア準備銀 (SARB) の誘導目標 (+4.5±1.5%) 上限 (+6%) を明確に上回る前年比 +6.4% まで上昇した。翌 24 日、SARB は予想通り政策金利を 7.00% に据え置いている。
- 注目された南ア国債格付見直しの第一弾として、25 日、大手 3 社のうちでも高目の格付 (投資適格級の下から 2 番目) を付与している 1 社が、予想外に格下げを見送った。意外感を誘ったのは、同日、別の 1 社が、突然、格付見直しを従来の「中立的」から「格下げ方向」に引き下げたこと。残る 1 社は 12 月 2 日に見直し結果の発表を予定しているが、仮に格下げがあったとしても、投資適格級の最下級にある外貨建長期国債格付ではなく、それよりも 2 階級高い自国通貨建長期債格付の引き下げにとどまるとの見通しが支配的となっている。
- 政局不透明感は通常資本市場から敬遠されるものだが、現在の南アでは、ズマ大統領辞任への期待感が、ランドや南ア資産の押し上げ要因と読まれている。同大統領が政治腐敗や経済停滞の元凶と見られているからだ。今後も金融市場のこうした反応は当面変わらないであろう。

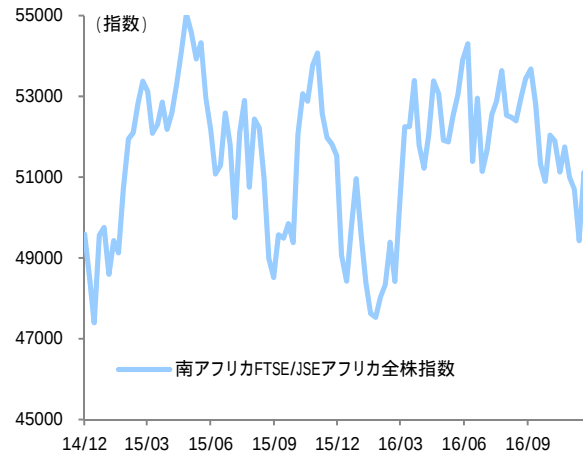
図表 23: 南アフリカランド相場 (対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

2016 年 12 月 1 日

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

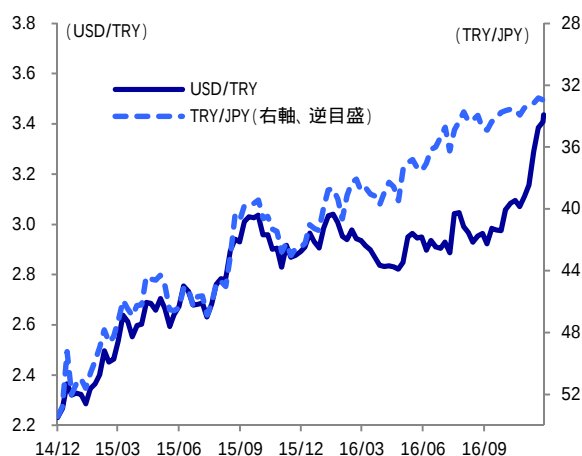


(資料) ブルームバーク

トルコリラ(TRY): トランプ米大統領誕生の最大の被害者に

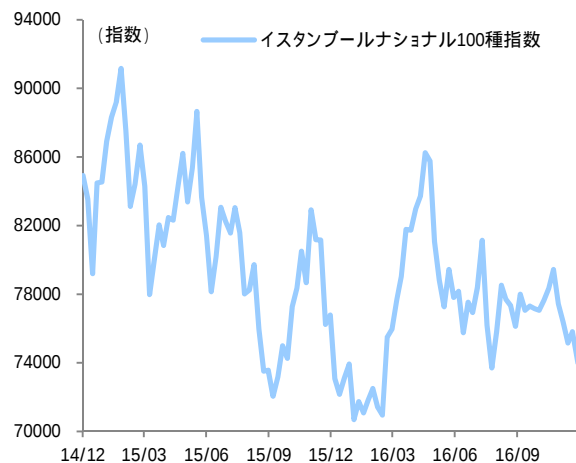
- 11月のTRYはほぼ一方的な下落で対USD、対バスケットとも史上最安値を大幅に更新。この間、通貨市場で最も売り込まれた通貨のひとつになった。
- TRY下落に勢いがついたのは、4日に7月のクーデター未遂への関与疑惑で国民民主主義党(HDP)の共同党首らクルド人政治家が一斉に逮捕拘禁されたことがきっかけとなった。エルドアン大統領の強権的な政局運営が、地政学的リスクが高い(周辺国はシリア、イラク、エジプト、リビアなど)とも言える地理的条件とあいまって、資産市場の懸念を強めたものと考えられた。
- 更に、8日投票された米大統領選で、予想外のトランプ候補当選が伝えられるとTRY安は加速。同候補が公約した大規模インフラ投資や大型減税などを期待して米株が上昇、併せてインフレ期待とFRBによる利上げ加速の思惑も高まり米長短金利も急上昇した。こうした展開は、経常赤字ファイナンスを国外からの投資資金流入に頼るトルコにとっては大きな痛手となった。
- また、物価が誘導目標(+5%)を明確に上回っているにもかかわらず、実質的な政策金利である上限金利(当日物貸出金利)を一方的に(9月まで7か月連続で計250bp)引き下げ、**実質金利をひたすら下げ続けてきたトルコ中銀(CBRT)の金融政策運営に対する不信感**も、こうした反応を増幅させた。
- 政府与党公正発展党(AKP)は、TRY急落の事態に慌てて経済調整理事会を重ねて開催。24日には、予想外にCBRTが政策金利を引き上げた(1週間物レポ金利7.50%→8.00%、当日物貸出金利8.25%→8.50%)ものの、政治・金融政策の迷走は明らか。利上げにTRYは一瞬反発を見せたものの、その後再び下落に転じ、25日までに対USDで3.4754、対バスケットで3.5708(いずれも参照値)とそれぞれ史上最安値を更新した。
- いくら説得力のある要因が揃っているとしても、僅か3週間の間に対USDで▲10.5%、対バスケットで▲8.1%というTRYの下げ幅にはやり過ぎの感もある。中期的な方向感(リラ安)に変化はなくても、年末の動意低下に向けて、ある程度の調整(TRY買戻し方向への)は見込めるのではないかと。
- ただし、エルドアン大統領が火をつけた地政学的リスクの高まりも、政治圧力に唯々諾々として市場の信頼を失ったCBRTの迷走も、近い将来好転する可能性は見込み難い。ひとつ注目されるのは国民投票実施の是非だが、今更大統領権限を強めたところで、短期的な状況改善は難しいであろう。

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 1～11月 (実績)	SPOT	2016年 12月	2017年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.9235	6.8894	6.95	7.05	7.15	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7565	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	68.389	69.0	70.0	67.5	66.3	65.5
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13555	13800	14000	13600	13300	13000
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1168.96	1190	1220	1230	1220	1200
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4690	4.4662	4.45	4.50	4.35	4.22	4.06
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.020	49.676	50.0	51.0	49.8	48.8	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4444	1.4336	1.43	1.44	1.41	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	31.869	32.40	33.00	33.20	33.10	33.00
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.72	35.5	35.6	35.5	35.1	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22768	22666	22650	22800	22650	22500	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	61.8332 ~ 85.9573	64.1288	65.00	63.00	63.00	60.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	14.0972	14.50	15.00	15.50	15.00	14.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.4766	3.4360	3.30	3.40	3.50	3.50	3.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.3858	3.30	3.33	3.35	3.38	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	20.5655	21.00	22.00	21.00	20.50	20.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	16.488	16.40	16.31	15.52	15.06	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	14.756	14.69	14.82	14.30	13.92	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.671	1.65	1.64	1.64	1.63	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.844	0.826	0.821	0.816	0.812	0.800
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.721	9.58	9.43	9.02	8.85	8.67
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	25.282	25.62	25.56	25.52	25.59	25.62
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.272	2.28	2.25	2.23	2.21	2.17
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	79.83	79.72	79.86	78.72	77.70	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.671	3.592	3.52	3.48	3.34	3.26	3.15
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.204	3.21	3.23	3.13	3.08	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5048	0.50	0.50	0.49	0.48	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.359 ~ 1.786	1.785	1.75	1.83	1.76	1.80	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.193	8.119	7.86	7.67	7.16	7.20	7.17
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	33.288	34.55	33.82	31.71	30.86	30.59
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 33.816	33.805	34.55	34.53	33.13	31.95	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.566	5.43	5.23	5.29	5.27	5.15

(注) 1. 実績の欄は 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 7 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	7.2	7.5	7.6	6.6	4.9	5.6	5.8	-1.4	-1.1	-1.5	-1.8
インドネシア	5.0	4.8	5.1	5.5	6.4	6.4	3.8	4.9	-3.0	-2.1	-2.4	-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	4.0	5.0	3.2	2.1	2.2	2.9	4.6	2.9	2.5	2.7
フィリピン	6.1	5.8	6.6	6.2	4.2	1.4	1.9	3.0	4.4	2.9	2.6	2.4
シンガポール	3.3	2.0	1.4	1.8	1.0	-0.5	-0.5	1.3	17.4	19.8	19.0	19.5
タイ	0.7	2.8	3.6	3.9	1.9	-0.9	0.3	2.0	3.5	8.1	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	5.7	6.9	1.8	0.6	2.5	3.7	4.9	1.4	1.0	0.6

(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			2018		
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
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	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	
韓国	7日物レボ金利	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25	
マレーシア	翌日物金利	3.00	3.00	2.75	2.75	2.75	3.00	3.00	3.00	
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.00	3.00	
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.50	1.50	
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.50	

(注) インドネシア中銀は 2016 年 8 月 19 日に政策金利を B/Lレートから 7 日物リバースレポレートに変更

(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。