

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨：底堅い値動きが継続する見込み	2
中国人民元(CNY)：経済も通貨も安定推移	3
インドルピー(INR)：RBI はタカ派色を強める	4
インドネシアルピア(IDR)：現職敗退により安定政権に陰り	5
韓国ウォン(KRW)：大統領選を巡る政策への不透明感は後退	6
マレーシアリンギ(MYR)：1MDB を巡る問題が和解へ	7
フィリピンペソ(PHP)：ドゥテルテノミクス発表	8
シンガポールドル(SGD)：MAS は現状の金融政策を維持	9
タイバーツ(THB)：新憲法発布を受け政治は安定が続く	10
ベトナムドン(VND)：SBV は通貨安を志向している模様	11
ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局に歯向かう RUB 高に限界	12
南アフリカランド(ZAR)：当面は政治動向が最大の注目材料	13
トルコリラ(TRY)：政局安定・物価安定に対する過度の期待は禁物	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

マーケット・エコノミスト

多田出 健太

03-3242-7065

kenta.tadaide@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜

03-3242-7065

yuki.ooshima@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

マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@mizuho-cb.com

FX ストラテジスト

Chang Wei Liang

weiliang.chang@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

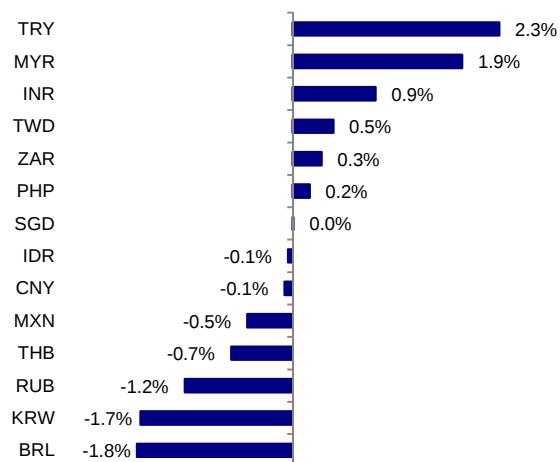
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：底堅い値動きが継続する見込み

- 4月の新興国通貨は上旬に下落するも、その後は値を戻す展開となった。上旬はシリアや北朝鮮情勢を巡る地政学リスクの高まりから下落した。23日に実施されたフランス大統領選の第1回投票では、市場予想通りルペン氏とマクロン氏が決選投票に進出した。これを受け市場におけるリスク回避姿勢が後退し、新興国通貨は買い戻される展開となった。
- 各国では輸出が堅調に伸び続けており、また新興国3月PMI総合は52.6と2か月連続で改善し、2014年8月以来の高水準となった。外需の持ち直しを背景に新興国経済は好調を維持しており、新興国通貨の底堅い値動きは5月も継続するだろう。
- 5月2～3日にFOMCが開催されるものの、FRB高官から利上げを急ぐ発言は見られず、政策金利は据え置かれる公算が大きい。但し、市場の利上げ織込みは13%（4月26日時点）であり、利上げを期待する向きは少ないことから、据え置きが決定されても市場に対する影響は限定的となる見込みだ。
- 7日のフランス大統領選の決選投票だが、事前予想（Ifop社調査、26日発表）によれば親EU派のマクロン氏の支持率が60.5%となっており、EU離脱を唱えるルペン氏（支持率39.5%）に大きく差をつけている。こうした状況を踏まえれば、決選投票ではマクロン氏が勝利し、リスク志向の強まりから中旬にかけて新興国通貨は底堅さを増す展開となろう。
- 但し、下旬にかけては上値が重くなると考える。4月20日、トランプ米大統領は安全保障を理由とした輸入制限措置を鉄鋼にも適用するかを検討する大統領令を発令した。早ければ5月下旬にも検討結果が発表され、輸入に制限がかかる可能性がある。
- ロス米商務長官がアルミニウムにも同様の措置を検討しているとも報じられており、トランプ政権の保護主義的な通商政策発動に対する懸念が強まりから下旬の新興国通貨は上値が押さえられるだろう。
- なお、資源国通貨に関しては、25日に開催されるOPEC総会を控えて、原油生産量の減産延長を巡る動向に大きく振られる見込みだ。OPEC加盟国の高官発言に鑑みれば、減産延長が合意される可能性は高い。もっとも、ロシア高官がOPECとの減産合意に反し生産量の増加に意欲を示すなど、非OPEC諸国との足並みが乱れることにより、資源国通貨が値を下げる可能性があり注意が必要となる。（佐々木貴彦）

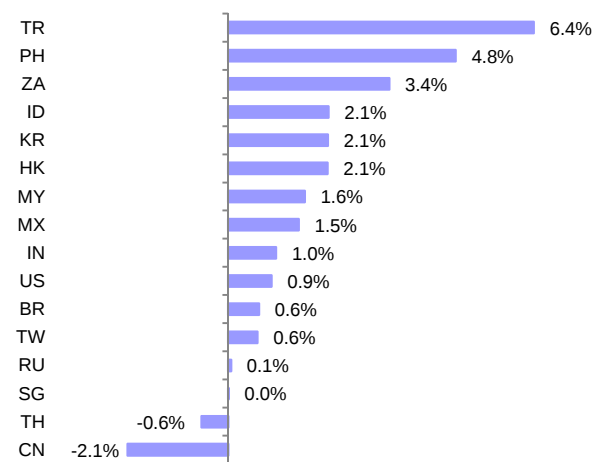
図表1: 新興国通貨騰落率(2017年4月)



(資料) ブルームバーグ

2017年5月1日

図表2: 新興国株式騰落率(2017年4月)

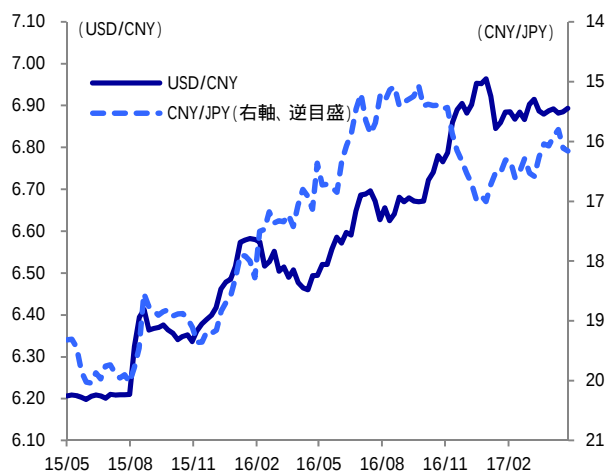


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：経済も通貨も安定推移

- 4月のCNYは小幅なレンジ内で推移した。月初は米中首脳会談を控え、6.89近辺から6.91近辺まで下落するも、首脳会談を無難に通過すると6.88近辺まで上昇した。その後はドル安基調が続く中、レンジ内での値動きに終始した。
- 4月6～7日に開催された米中首脳会談では、米側から通商政策について強硬な要求はなく、貿易不均衡解決の是正策を短期で練り上げる「100日計画」の策定で合意するにとどまった。
- 14日に米財務省から発表された為替報告書では、中国は「監視リスト」入りする3つの基準のうち1つしか該当しないとされた。本来であれば2つ該当しないとリスト入りしないものの、中国だけは巨大な対米貿易黒字ゆえにリスト入りしたことが明らかにされている。
- 今回の為替報告書では、条件を追加してまで中国を「監視リスト」に残しており、トランプ政権は中国と通商交渉を行う意欲が引き続き強いことを示した。もっとも、トランプ大統領は北朝鮮問題で中国が協力姿勢を見せたことを高く評価するとともに、中国批判を弱めており、両国が激しく対立する可能性は低下していると考ええる。
- 17日に発表された2017年1～3月期GDPは前年比+6.9%と2016年10～12月期(同+6.8%)から加速し、政府の目標(+6.5%前後)を上回る良好な結果となった。内訳を見ると、最終消費支出(10～12月期:前年比寄与度+4.3%ポイント→1～3月期:同+5.3%ポイント)の拡大が経済全体をけん引した。中国の消費は旧正月の長期休暇に伴い1～2月期に加速する傾向があるため、今後は伸び悩む公算が大きい。
- もっとも、2016年から景気を下支えしてきた投資活動は堅調を維持しており、中国経済が底割れする可能性は低い。同日発表された1～3月期の固定資産投資は前年比+9.2%と2月(同+8.9%)から加速しており、とりわけインフラ部門の固定資産投資は同+23.5%と高水準の伸びを維持した。
- 秋に最重要人事を決定する全国人民代表大会大会を控えて、中国政府がインフラ投資に対して消極的姿勢をとることはないだろう。米中通商交渉の先行き不透明感は燦るも、当面の中国経済は底堅さを維持する公算が大きく、人民元相場はレンジ内推移が続くと予想する。(佐々木貴彦)

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

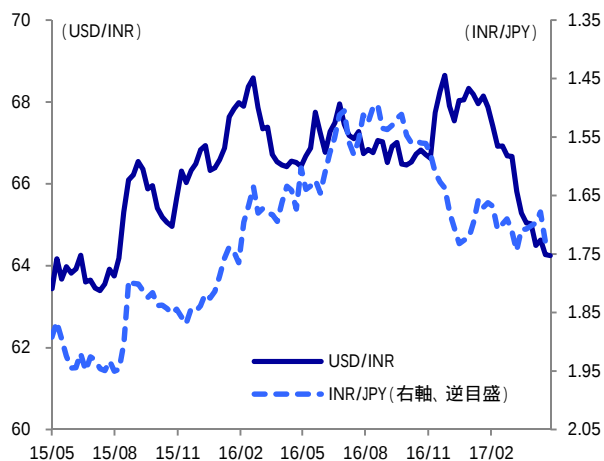


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR)：RBI はタカ派色を強める

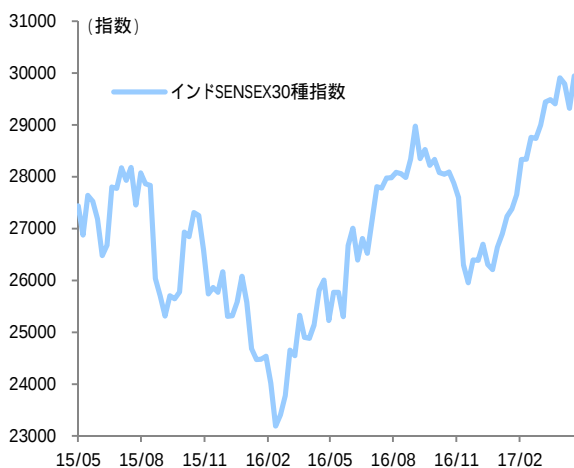
- 4月のINR相場は上昇した。4月5～6日に開催されたインド準備銀行(中央銀行、RBI)の金融政策委員会(MPC)において、予想外にコリドーの下限金利であるリバースレポレートが引き上げられたことでINR買いが強まった。さらに月後半はフランス大統領選後にリスク志向の高まりにより64ちょうど近辺まで上値を伸ばした。
- RBIは4月のMPCで、市場の予想通り政策金利のレポレートを6.25%に据え置いた。ただし、上限金利の限界貸出ファシリティー金利を0.25%ポイント引き下げて6.50%とする一方、下限金利のリバースレポレートを0.25%ポイント引き上げて6.00%とし、政策コリドーをレポレート±0.50%ポイントから±0.25%ポイントに縮小した。
- 11月の高額紙幣廃止以降、インドの金融システム内では流動性が過剰となっており、その規模は足許では4兆ルピー前後で推移している。RBIは2月のMPCで金融政策のスタンスを「緩和的」から「中立的」に変更しているが、現在の流動性環境はそれに見合うものではない。RBIは今後、積み上がった流動性を吸収していく意向を表明している。
- 4月12日に発表された3月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.8%と、2月の同+3.7%から小幅に減速した。燃料価格が値上がりしたことが主因である。他方、食料品および燃料を除くCPI(コアCPI)は、2月の同+4.9%から同+5.0%へ小幅に加速した。コアCPIは過去半年以上+5%前後での横ばい推移となっている。
- 同日に発表された2月鉱工業生産は同▲1.2%と、1月の同+3.3%から減少に転じた。消費財が同▲5.6%と1月(同+0.5%)から減少に転じたことが全体を押し下げた。耐久消費財が同▲0.9%とマイナスに転じ、非耐久消費財は同▲8.6%と3か月連続でマイナスとなった。また、資本財も同▲3.4%と1月(同+10.9%)から減少に転じた。こうした結果は、高額紙幣廃止によって生産活動が打撃を受けたことを示唆している。
- 地方選での与党大勝を受けて3月半ば以降に急速に上昇したこともあり、ポジション調整の動きなどから一旦はINRの上値は重くなりそうだ。もっとも、RBIは過剰流動性の吸収を進める意向であるほか、高額紙幣廃止による下押し効果が縮小することで景気の回復傾向がより鮮明となってくることが見込まれる中、INRへの投資需要は根強いだろう。(多田出健太)

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

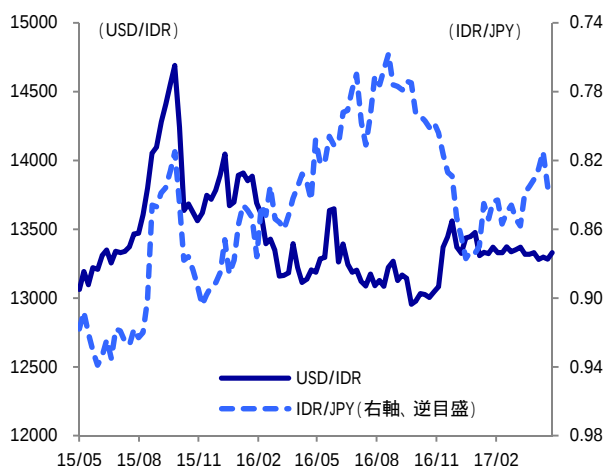


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：現職敗退により安定政権に陰り

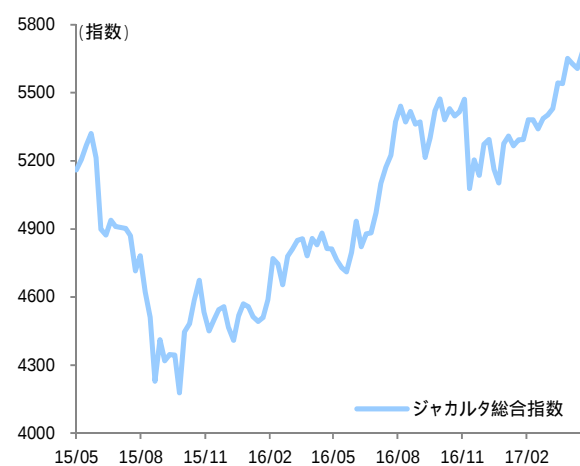
- 4月のIDRは狭いレンジでの推移が継続した。トランプ米大統領のドル高けん制発言を背景に一時13240台まで上昇した。ジャカルタ特別州知事選において現職のバスキ候補が敗れたため13300台半ばまで下落した。月末は小動きとなり、13330近辺で取引を終えた。
- 20日に開催されたインドネシア中央銀行(BI)の金融政策決定会合では、6会合連続で政策金利が4.75%に据え置かれた。声明文は前回会合(3月16日)から大きな変更はなく、BIはFRBのバランスシート縮小計画や地政学リスクなど国内経済に影響を及ぼす可能性のあるリスクを注視するとした。
- インフレについては、引き続き管理価格の引き上げや6月上旬からの断食月(ラマダン)、ラマダン明けの大祭(レバラン)によるインフレ圧力の上昇リスクを指摘したが、インフレは目標(+4±1%)レンジ内で推移する見通しを示している。BI幹部は会合後の記者会見で、現行の金融政策スタンスは「中立的」とし、必要であれば利上げに踏み切ると述べた。インフレが目標レンジ内で推移を続ければ、BIは政策金利を当面据え置くだろう。
- 財務省税務総局は3月31日をもって終了したタックス・アムネ스티(租税特赦)によって海外資産のインドネシア還流額は147兆ルピアだったと発表した。目標額は1,000兆ルピアだったため、目標達成率は14.7%にとどまった。一方、加算税収は134兆9,900億ルピアとなり、目標の165兆ルピアの81.8%の達成率となった。
- 19日に行われたジャカルタ特別州知事選挙の決選投票は、民間調査会社の出口調査によると最大野党グリンドラ党が推すアニエス候補が約58%の得票率を得て勝利することが確実となった。政府与党の推す現職のバスキ候補は9月に行ったスピーチでイスラム教を侮蔑する発言をしたとされ、イスラム団体が反発したことが足枷となった模様だ。
- 今回の選挙は2019年の大統領選の前哨戦ともいわれていた。ジョコ大統領の盟友といわれるバスキ候補が敗れたことは少なからずジョコ大統領と政府与党への打撃となっており、構造改革の進展にも悪影響を及ぼすだろう。さらに、今回の選挙で生じたイスラム教に関わる宗教対立も懸念される。
- 地政学リスクの高まりや、ジャカルタ特別州知事選の結果による悪影響が懸念されるが、インドネシア経済は緩やかな回復をみせており、IDRは当面底堅く推移するだろう。(大島由喜)

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

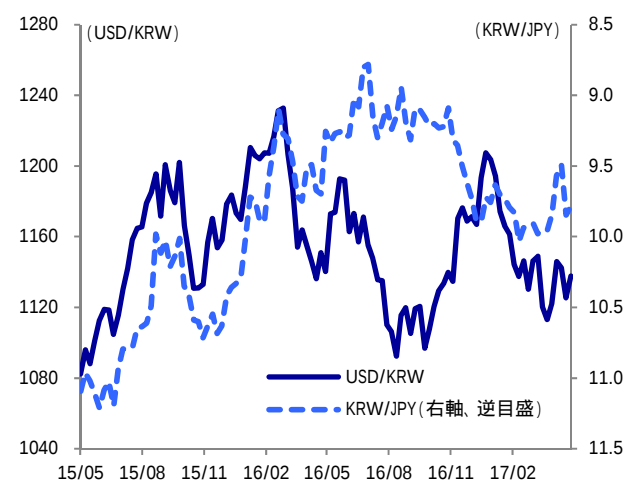


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：大統領選を巡る政策への不透明感は後退

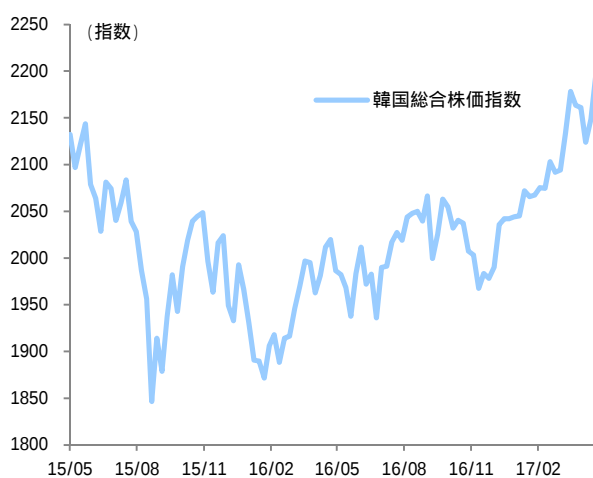
- 4月のKRWは往って来いの展開となった。月初は1110台前半でオープンするも、北朝鮮情勢の緊迫化を背景に1150台まで下落した。その後、北朝鮮が核開発などを見送り緊迫感が後退したことで、月末にかけては値を戻し、一時1120台前半まで買い進まれる展開となった。
- 4月27日に発表された1～3月期GDPは前年比+2.7%と2016年10～12月期(同+2.4%)から伸び幅が拡大した。輸出の回復を受けて半導体など輸出産業を中心に設備投資が増加し、総固定資本形成が同+9.5%と3四半期連続で加速したことが、経済全体をけん引した。
- 21日に発表の4月上中旬の輸出は前年比+24.8%と3月(同+14.8%)を大きく上回っており、外需は好調を維持している。
- また、朴大統領(当時)が3月に罷免され政治的混乱が収まったことで、4月消費者信頼感(101.2)と2016年10月以来の高水準まで急速に回復しており、今後は消費の持ち直しが期待される。こうした状況を踏まえれば、韓国経済の先行きは明るいと言えよう。
- 5月9日に大統領選挙の投票日を迎える。世論調査会社である韓国ギャラップの調査(4月18～20日)では、トップを走る文在寅氏の支持率が41%となり、対抗馬である安哲秀氏の支持率(30%)を上回った。
- しかしながら、3月第5週から4月第1週にかけて安氏は文氏との支持率の差を11%ポイントから3%ポイントに縮めたこともあり、安氏が逆転する可能性は十分にある。なお、経歴が異なる両候補だが、雇用創出や格差解消を優先する点では一致しており、経済政策に大きな差は見られない。
- 大きな違いは北朝鮮に対して、文氏が融和的なのに対し、安氏は厳しい姿勢をとっていることである。但し、文氏は北朝鮮情勢の緊迫化を受けて、態度を徐々に強硬姿勢へ傾けており、その差は縮まりつつある。かかる状況下、当選者によって政策の方向感が大きく異なる可能性は低くなっているため、韓国大統領選の結果がKRWに与える影響は限定的と考える。
- 経済の先行きは明るく、政治的不透明感も後退していることからKRWは底堅い値動きとなる。だが、北朝鮮情勢が緊迫化するリスクは依然として根強く、上昇ペースは緩やかになると予想する。(佐々木貴彦)

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

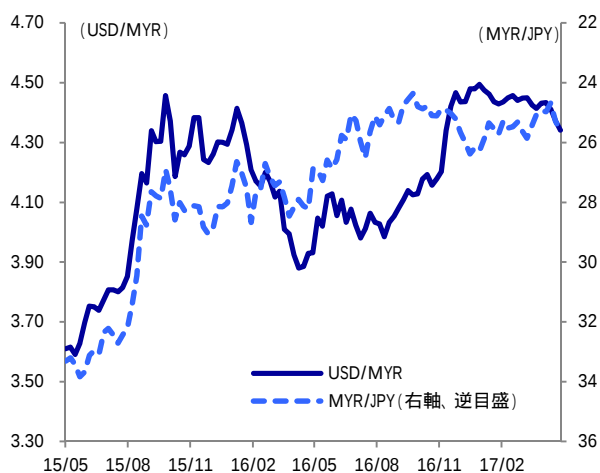


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：1MDB を巡る問題が和解へ

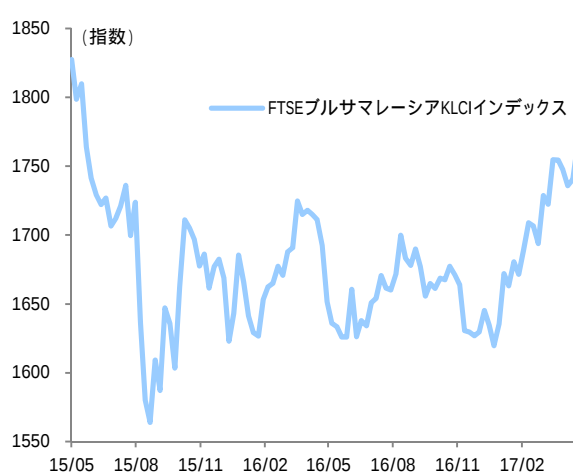
- 4 月の MYR は上昇した。月上旬にリスクオフムードを背景に一時 4.43 台まで軟化した。その後はトランプ米大統領のドル高牽制発言を受けて 4.39 台まで上昇。さらに、燻っていた政府系投資会社(1MDB)の問題が和解に向かっているとの報道を背景に値を伸ばし、4.34 近辺で越月した。
- マレーシア経済は緩やかに回復している。3 月製造業 PMI は 49.5 と景気回復の境目である 50 を下回ったが、2 月(49.4)から改善し、3 か月連続で上昇している。また、4 月 5 日に発表された 2 月輸出は前年比+26.5%と 1 月(同+13.6%)から加速し、2010 年 4 月以来の高い伸び率となった。内訳を見ると、主力の電気・電子部門が同+22.4%と 2 月(同+11.4%)を上回る伸び率で全体を押し上げた。
- 19 日に発表された 3 月消費者物価指数(CPI)は同+5.1%と 2 月(同+4.5%)から加速し、2008 年 11 月以来の高水準となった。燃料価格の引き上げを背景に交通費(2 月:同+17.9%→3 月:同+23.0%)の伸びが加速したことが押し上げた。
- なお、マレーシア中央銀行(BNM)は 3 月 2 日に開催した金融政策決定会合で、インフレについては原油価格の動向を受けた国内燃料価格の上昇を背景に加速するとの見解を述べていた。次回の会合は 5 月 12 日に開催予定だが、景気回復と CPI 上昇を背景に政策金利は据え置かれると予想する。
- 長いこと燻っていた政府系投資会社(1MDB)問題は収束を迎えつつある。1MDB とアラブ首長国連邦(UAE)の政府系投資会社(IPIC)およびその子会社間で起きていた社債支払いを巡る紛争は、1MDB が IPIC に対し今年末までに 12 億ドル支払うことで和解に向かうこととなった。また、1MDB が発行し、IPIC が共同保証する USD 建て債 2 本の元本と金利の支払い義務を引き受ける。ナジブ首相は 2018 年 8 月までに総選挙を実施する必要がある。1MDB 問題は同氏にも疑惑を及ぼしたため、債務問題の解決は選挙前に政権や与党の支持率を回復したいとの思惑もありそうだ。
- マレーシア経済は緩やかに回復しているほか、長い間燻っていた 1MDB 問題も収束しつつあり、MYR は底堅い展開を予想する。(大島由喜)

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

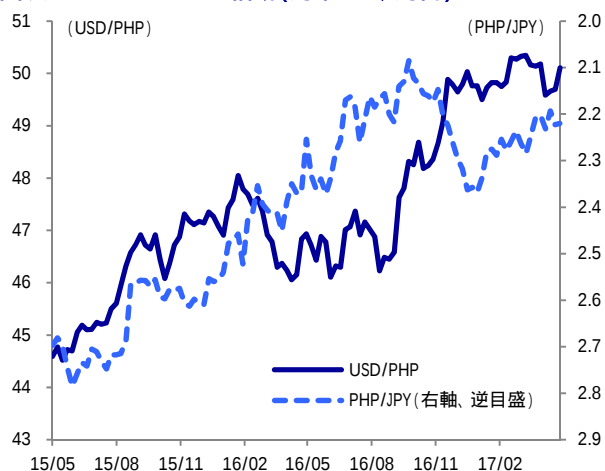


(資料) ブルームバーク

フィリピンペソ(PHP)：ドゥテルテノミクス発表

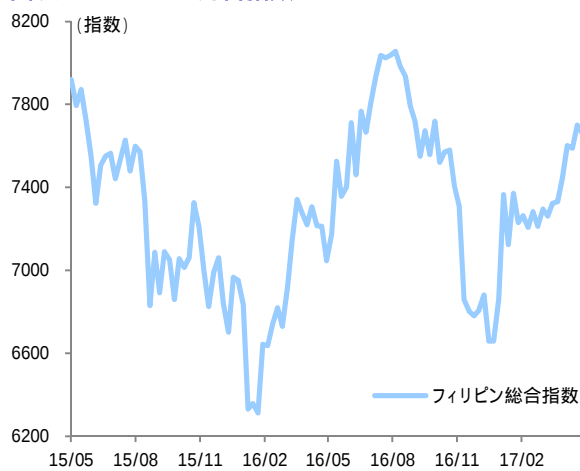
- 4月のPHPは往って来いの展開。月初50.10台で推移していたが、中旬にドルが弱含むと一時49.20台まで買われた。しかし、その後は地政学リスクなどを背景に下落し、50.1台で月末の取引を終えた。
- フィリピン経済は底堅さを維持している。3月製造業PMIは53.8と景気回復の境目である50を上回り、2月(53.6)から改善している。また、個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は、2月は前年比+3.4%と1月(同+8.6%)から減速したが、1～2月で見ると同+5.9%と10～12月期の同+5.7%から加速している。
- 3月消費者物価指数(CPI)は同+3.4%と2月(同+3.3%)から加速し、2014年11月以来の高水準となったが、フィリピン中央銀行(BSP)が事前に予測した同+3.0～3.8%の範囲内に収まっている。マランパヤ天然ガス田の操業停止に伴い、電気料金が上昇したことで家賃・光熱費が同+4.0%と2月(同+2.9%)から加速したことが全体を押し上げた。
- 5月11日に開催されるBSPの金融政策決定会合では政策金利の据え置きを予想する。しかし、原油価格の上昇や対ドルにおいてのPHP安、消費税や付加価値税(VAT)の引き上げを含めた税制改革がインフレの圧力となる可能性がある。国内経済の成長が持続し、インフレが加速すればBSPは年後半に利上げを実施する公算が大きいだろう。
- ドゥテルテ大統領は2022年までに上位中所得国を目指す経済政策「ドゥテルテノミクス」を発表した。政権は以前に2022年までの6年間で8兆4,000億ペソ(約18兆4,800億円)をインフラ支出に割り当てる方針を表明していた。このうちの3兆6,000億ペソを2018～2020年の3年間に支出することを明らかにした。そのうちの2兆3,000億ペソは交通インフラに割り当てられる。これらのインフラ支出が実行されれば、フィリピン経済は成長が加速すると見込まれる。
- 米国の通商政策の影響は懸念材料として残るが、フィリピン経済は底堅く、ドゥテルテノミクスへの期待の高まりがPHPを下支えし、今後も緩やかに上昇するだろう。(大島由喜)

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

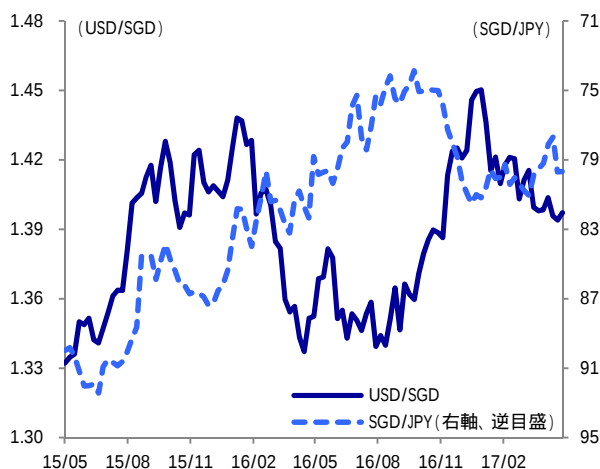


(資料) ブルームバーク

シンガポールドル(SGD): MAS は現状の金融政策を維持

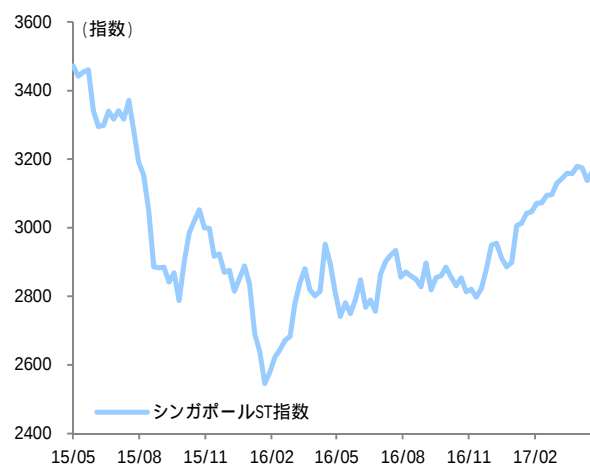
- ・ 4 月の SGD は月前半に売られるも、後半にかけて買い戻される展開となった。月初、1.39 台後半でオープンした後、地政学リスクの高まりを受けて 1.40 台後半まで下落した。その後、トランプ大統領のドル高を懸念する発言や、フランス大統領選に関する不透明感の後退を背景に 1.39 近辺まで上昇した。
- ・ 13 日に開催されたシンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)の金融政策決定会合では、政策対象である SGD の名目実効為替レート(NEER)について、上下どちらにも誘導しない中立スタンスの維持が決定された。また、NEER の変動幅および中心レートについても現行の水準で据え置いた。
- ・ 声明文では、世界経済の回復に伴いシンガポール経済は持ち直しつつあるも、労働市場および消費者マインドの弱さから回復の度合いはセクターによってまちまちであることが指摘された。そのため、MAS による 2017 年の成長見通しは+1.0~3.0%と2016年(+2.0%)から大きく変わらない水準にとどまっている。
- ・ 一方で、MAS が注視している宿泊費・運送費を除く CPI(コア CPI)については、2016 年(前年比+0.9%)から僅かに加速し同+1.0~2.0%のレンジ内で収まるとしている。経済全体は緩やかに持ち直すも、冴えない内需を背景に物価上昇圧力は大きく高まらないと判断したことから、MAS は現状の金融政策を維持した模様だ。
- ・ なお、一部では今回の会合で MAS が金融政策スタンスを引き締め方向に変えるとの期待があったため、中立スタンスの維持を受けて会合直後の SGD は値を下げる展開となった。
- ・ 同日発表された 2017 年 1~3 月期 GDP は前年比+2.5%と 2016 年 10~12 月期(同+2.9%)から小幅に減速するも、MAS の見通しレンジ(+1.0~3.0%)の上限に収まった。MAS の想定通り緩やかな成長が続いているため、当面は現状の金融政策が維持される公算が大きい。
- ・ MAS が金融政策を現状維持する中、当面は米利上げ期待の高まりや欧州政治情勢の先行き不透明感を受けて SGD はやや軟調に推移するだろう。もっとも、トランプ大統領の経済政策に対する期待の後退や FRB のハト派化などを背景に、年末にかけては緩やかな上昇を予想する。(佐々木貴彦)

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

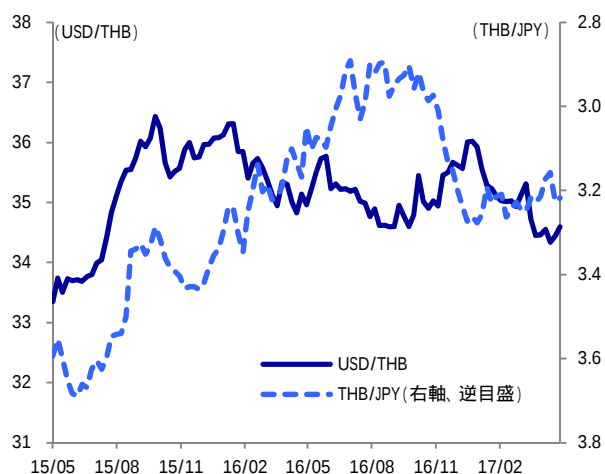


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：新憲法発布を受け政治は安定が続く

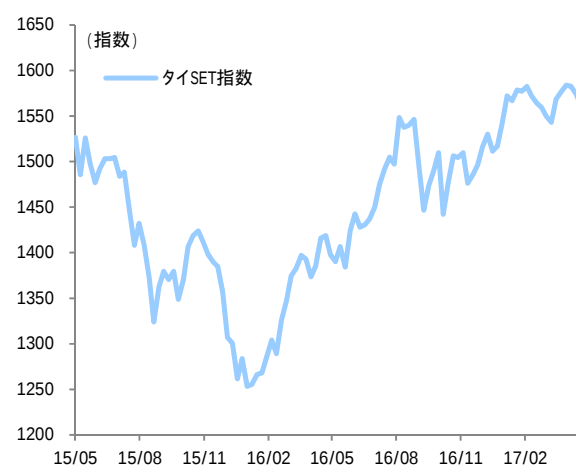
- 4月のTHBは往って来いの展開。月上旬にシリアを巡る地政学リスクを背景に、リスクオフムードが拡がり一時34.60台後半まで下落した。トランプ米大統領のドル高けん制発言を受け17日に34.20台まで上昇。下旬はフランス大統領選への警戒感からリスクオフとなり、34.50台まで下落した。
- タイ経済は引き続き緩やかに回復している。3月消費者信頼感指数は76.8と2月(75.8)から改善し、2015年3月以来の高水準となった。輸出の回復と観光業の拡大、主要農産物の価格上昇により多くの地方都市で消費者の購買力が回復したことが背景にある。
- 24日に発表された3月輸出(通関ベース)は前年比+9.2%と2月(同▲5.3%)からプラスに転じた。世界経済の回復と原油価格の上昇が輸出を押し上げた。また3月輸入も同+19.3%と7か月連続でプラスとなっている。
- 3月にタイ証券取引所(SET)が発表した、上場企業の2016年純利益は9090億バーツ(約260億ドル)と3年ぶりに好調だった。2016年から株式、債券ともに資金流入が続いており、THBを下支えしてきた。今回の好調な結果に加え、景気も回復を見せているため今後も良好な企業決算が続く可能性が高く、タイへの資金流入も続くことが期待される。
- 3月消費者物価指数(CPI)は同+0.8%と2月(同+1.4%)から減速し、2016年11月以来の低水準となった。タイ中央銀行(BOT)のインフレ目標(+1~4%)を下回っており、利下げ余地は十分にある。もっとも、BOTは外的要因の下振れリスクを指摘しつつもタイ経済は予想より速いペースでの回復が見込まれるとしている。5月24日に予定されている金融政策決定会合では、政策金利が据え置かれると予想する。
- 6日にワチラロンコン国王は新憲法案に署名し、新憲法が発布された。今後は選挙関連法が整備され、施行後に総選挙を実施する流れだ。昨年10月に崩御したプミポン前国王の火葬は10月26日に行われ、一連の葬儀は10月25日から29日まで営まれる予定となっている。総選挙は2018年後半に実施される見込みである。軍事政権が総選挙まで続くため、当面タイの政治は安定するだろう。
- タイ経済は緩やかな回復を見せており、安定した政治情勢と拡大基調の経常黒字を背景にTHBは堅調な推移を予想する。(大島由喜)

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

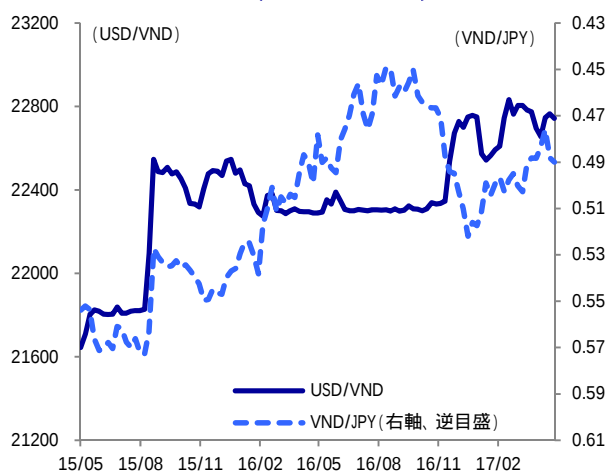


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：SBVは通貨安を志向している模様

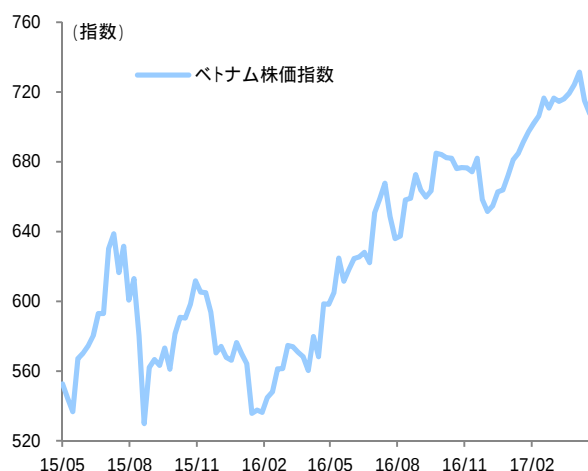
- 4月のVND相場は22700近辺でオープンし、22600台半ばまで買い進められるも、ベトナム国家銀行(SBV、中央銀行)が中心レートをVND安方向に設定し続けたことを受けて、月後半には22700台半ばまで下落した。非公式レートは22700台半ばでオープンし、22600台半ばまで上昇するも、月後半には22700台前まで下落する展開となった。
- ベトナムの1～3月期CPIは前年比+5.0%と2014年以来の高い伸びとなり、政府の目標(同+4.0%)を上回った。こうした状況を受けて、4月18日にフエ副首相は物価達成に向けて協力するよう関連省庁に要請した。同要請に基づき、ガソリン小売価格や医療費の伸びが鈍化する見込みであり、CPIは減速する公算が大きいと言えよう。
- フック首相は財政の健全化を図るため、歳入増と歳出削減を最大化するよう指示文書を20日に出した。政府は公的債務残高が国会で設定した上限(対GDP比65%)を超過したことを受け、年初から緊縮財政政策を志向しており、今回の発令で引き締めを一段と強化するとしている。
- ベトナムの貿易収支は2016年間で+25億ドルの黒字だったが、2017年1～3月期は▲20億ドルと赤字に転じた。原油価格の持ち直しによる輸入増加が主因ではあるが、主要輸出品目である電話機の輸出が伸び悩んでいることも大きな要因となっている。背景には、韓国の大手携帯メーカーが昨年10月の携帯機器トラブルを受けて製造を減少させたことがある模様だ。
- 生産量の回復には時間がかかると見られており、ベトナムの貿易赤字はしばらく続く可能性が高い。ベトナム政府は2017年間で貿易収支は▲52億ドルになるとの見通しを発表している。
- 一方、1～3月期の対内直接投資は+36億ドルと貿易赤字額を上回り、VNDの需給は良好だったことを示唆した。それでも年初からVNDが軟調なのは、政府が緊縮財政政策を実行する中、SBVが外需にて景気の下支えを企図したためだと考える。但し、年後半はインフレ率の減速に伴い消費が回復する公算が大きく、SBVが通貨安政策を行う必要性は低下するだろう。
- SBVの通貨安政策に加え米利上げ期待が燃えるため、当面のVNDは軟調推移を予想する。しかし、年後半はベトナム経済の回復や米経済の軟化に伴うFRBのハト派化を背景にVNDは緩やかに上昇する見込だ。(佐々木貴彦)

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

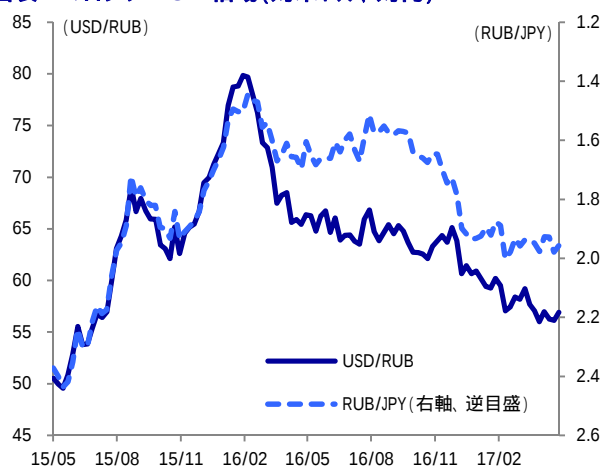


(資料) ブルームバーク

ロシアルーブル(RUB)：ロシア当局に歯向かう RUB 高に限界

- ・ 4 月の RUB は、対 USD で若干の上下動は見たものの、圧倒的な実質高金利を追い風に、概ね 15 年 7 月来の高値圏での膠着に終始した。
- ・ 並行して原油価格(ブレント)は、3 月後半に 1 バレル=50 ドルを割り込む水準から、12 日までに同 55 ドルを上回る水準まで反発、その後同 51 ドルを割り込む水準まで反落と、限られた値幅ながらも相応の上下動を見せたが、この間、RUB と原油価格の連動は従来にないほど希薄だった。
- ・ 原油価格は、OPEC による減産延長に対する期待感と米国内産原油の増産に対する警戒感が交錯した環境で、OPEC 加盟国の発言や米原油・ガソリン在庫統計などに一喜一憂しながら、比較的限定的な値幅を往復した。
- ・ 12 日までは一貫した原油堅調にもかかわらず、並行して RUB が軟調に推移した背景としては、3 日にサンクトペテルブルクで起きた地下鉄テロを嫌気した可能性や、ロシア財務省による積極的な RUB 売却に対する警戒感などが考えられた。5 日に同財務省は、4 月の RUB 売却額を日額 35 億ルーブルと発表した。結局、これは市場予想に沿った水準だった。更に、7 日に前後して RUB が明確に水準を切り下げた理由としては、同日の米軍によるシリア空軍基地爆撃の影響が考えられた。
- ・ 20 日にはロシア中銀(CBR)のナビウリナ総裁が、「来週の金融政策委員会で 25b.p.か 50b.p.の利下げを検討する可能性がある」と述べた。
- ・ ナビウリナ総裁の上記発言は RUB の値動きにほとんど影響を与えず、その後 RUB は 2015 年 7 月来の高値まで続伸したが、25 日、プーチン大統領が「RUB 動向を注視している」「安定させる方策を模索している」などと RUB 高を牽制する発言をすると、さすがに天井を打って反落に転じた。
- ・ ロシア財務省が(ルーブル建)歳入水増しのために RUB 安を志向しているのは周知の事実だったものの、プーチン大統領が RUB 高に懸念を表明したことの意味は重い。そういう目線で、ナビウリナ総裁の利下げ予告も「RUB 高牽制＝物価抑制」に対する自信の表れと受け止めるのが妥当かと思われる。
- ・ 仮に CBR を含むロシア当局が一丸となって RUB 高抑制に動くなら、「利下げ」「(外貨準備再構築を建前とした)RUB 売り為替介入」という強力な武器を有する CBR に歯向かっても勝敗は見えている。原油価格が余程明確に切り上がらない限り、RUB の上値は限定的となるのではないかと。(本多秀俊)

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 22: ロシア RTS 指数

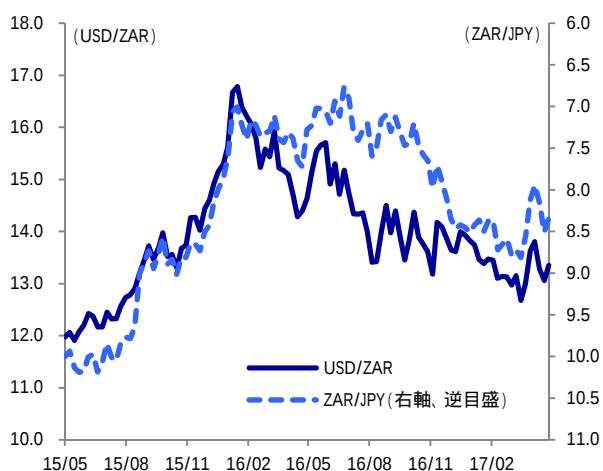


(資料) ブルームバーク

南アフリカランド(ZAR) : 当面は政治動向が最大の注目材料

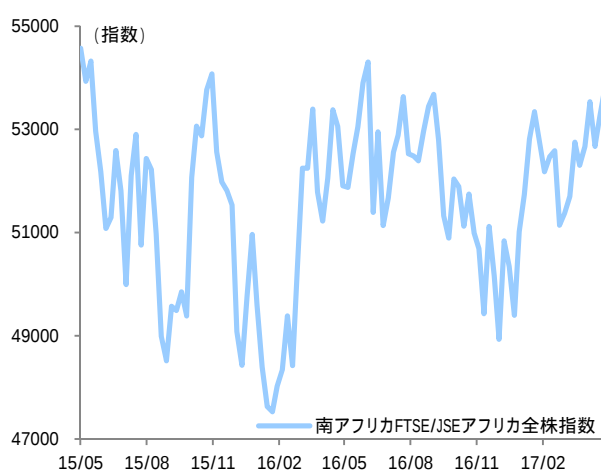
- ・ 4 月の ZAR は下押し先行後、反発。過去 1 年余りを振り返れば、高値圏における膠着と言えた。3 月末に達した高値を再び試すには至らなかったものの、悪材料(後述)噴出を考慮すれば、想定外の堅調と言えたのではないかと。
- ・ 月初の ZAR 続落は、引き続き、3 月末の内閣改造(ゴードン財務相更迭)を嫌気した値動き。南ア国債の格下げが警戒されたが、3 日には早くも大手格付 3 社の 1 社が南ア外貨建長期国債を投機的等級に引き下げ、7 日には別の 1 社が同外貨建・自国通貨建長期国債を投機的等級に引き下げた。
- ・ 12 日の ZAR 反発については、調整的な ZAR 買い戻し以外に明確な要因は見当たらなかったものの、その後は 2 月鉱業生産(13 日)、3 月 CPI(19 日)といった南ア経済指標が ZAR 続騰に貢献したものと考えられた。
- ・ 3 月 CPI の予想外の減速は、南ア準備銀(SARB)による利下げ期待を高め、「南ア資産に投資する好機」との思惑から国外投資家による南ア債券、株式に対する投資資金流入を促したものと受け止められた。
- ・ 24 日には、週末(23 日)の仏大統領選 1 回目投票の結果が、事前の世論調査通りであった安心感から、世界的な株高、円安、新興市場通貨高といったリスク許容の動きが広がり、ZAR は一段と水準を切り上げた。
- ・ しかし、この日を境に ZAR は反落。ZAR 安の主因は政局不透明感の深まりで、ラマポーザ副大統領、マンタシェ幹事長など、一部の与党アフリカ民族会議(ANC)首脳が、ズマ大統領批判を先鋭化させたとの見方が強まった。
- ・ SARB ハニアフ総裁からは、26 日、拙速な利下げに慎重な発言が聞かれたが、3 月 CPI の下振れが ZAR 続騰を促した経緯を振り返ると、この発言も ZAR 反落を助長する一因になったものと位置付けられた。
- ・ ラマポーザ副大統領の従来以上に明示的な大統領批判は、年末の ANC 党首選に向けた実質的な出馬表明とも受け止められ、今後はズマ大統領の推すドラミニ・ズマ候補との後継争いが本格化するものと思われる。
- ・ 南ア政治情勢に関しては、まず 5 月初旬に予定されるズマ大統領に対する不信任投票の成否に注目が必要だが、ANC 内部の大統領派、反大統領派の対立は、新旧労働組合組織同士の対立や検察/警察当局の内紛などに飛び火している。各方面に火種を抱えた政治情勢が ZAR 相場を動かす材料の前面に陣取る状況は、当面変わらないであろう。(本多秀俊)

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

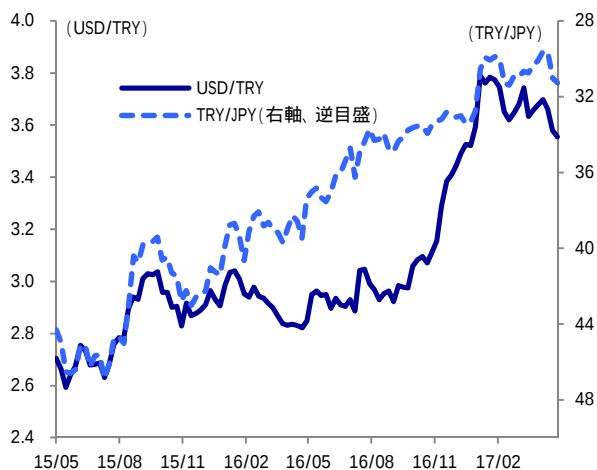
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



(資料) ブルームバーグ

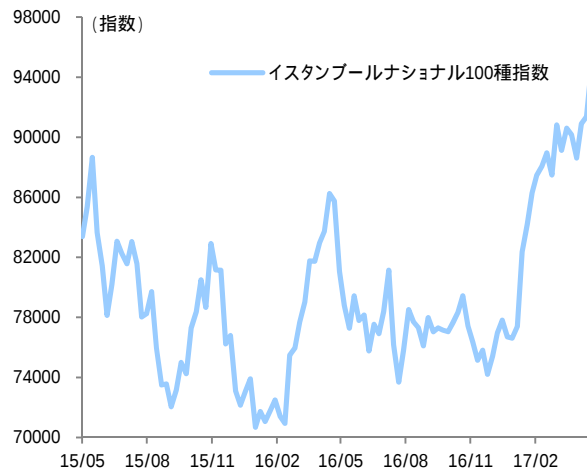
トルコリラ(TRY)：政局安定・物価安定に対する過度の期待は禁物

- ・ 4 月の TRY は軟調気味の横ばい推移が先行したが、16 日の国民投票に前後した乱高下を挟んで、月末にかけて堅調推移を支配的とした。
- ・ 国民投票は可決され、大統領権限が強化されることが政治的安定をもたらすとの期待感 は TRY の押し上げ要因になるものと見込まれた。
- ・ ただし、数年に及ぶ反体制派(ギョレン運動)の弾圧、圧倒的なメディア統制、(エルドアン大統領と敵対的な)クルド人居住区の治安悪化(投票の困難)などを考慮すると、51.4%の賛成票というのは驚くほどの僅差と言えた。TRY は上昇したものの、おそらくは事前に国民投票可決を見越した TRY 買いが積み上がっていたこともあり、その上げ足は緩慢なものにとどまった。
- ・ トルコ中銀(CBRT)はこの間、上限金利(当日物貸出金利=9.25%)における資金供給を絞り、金融機関に後期流動性窓口金利(=11.75%)での借入れを強いることで供給資金の加重平均を 11.50%近辺に維持した。3 日発表されたトルコ 3 月 CPI の前年比+11.29%への急伸を考慮すると、11.50%は実質金利にすると僅かに過ぎないが、この間、トルコの(名目)高金利は投資対象として相応に魅力的と映り、TRY の下支え要因になったと考えられた。
- ・ 26 日、CBRT は市場の過半の据え置き予想(残りは 25bp~75bp の利上げを予想)を裏切り、後期流動性窓口金利を 12.25%に引き上げた。
- ・ CBRT は供給資金の加重平均を 11.50%近辺に維持することでひとまず TRY の安定に成功しており、当面は上限金利(=9.25%)における資金供給を増やすことで、加重平均を現行水準に維持するものと見込まれる。後期流動性窓口金利引き上げは、例えば物価(4 月 CPI の発表は 5 月 3 日)が更に上振れ、TRY 売り圧力が強まった場合などへの予防的な対応と考えられた。
- ・ CBRT は少なくとも 5 月中は「輸出企業の外貨建債権の再割引オペの返済を TRY で受け入れる」策を継続する予定であり、同策の固定換算レート(対 USD で 3.5338、対 EUR で 3.7088)が TRY の上限として意識されるのは当面避けられないだろう。
- ・ 国民投票可決も、CBRT の後期流動性窓口金利引き上げも、そのこと自体、明確な TRY 上昇要因とは思えない。大統領権限を強化することで、EU や米との対立姿勢が一段と強固になるのであれば、国際的な投資資金はトルコを敬遠するだろうし、CBRT の金融政策が、大統領周辺に気兼ねして物価抑制で後手に回っている事実には変わらないからだ。(本多秀俊)

図表 25:トルコリラ(対米ドル、対円)

(資料)ブルームバーグ

2017 年 5 月 1 日

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

		2017年 1～4月(実績)	SPOT	2017年 6月	9月	12月	2018年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8315 ~ 6.9640	6.8935	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7849	7.7778	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	63.931 ~ 68.388	64.246	65.5	65.0	64.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13329	13400	13200	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1137.65	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリング	(MYR)	4.3375 ~ 4.5002	4.3410	4.38	4.34	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.264 ~ 50.467	50.105	50.0	49.8	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3907 ~ 1.4547	1.3972	1.40	1.39	1.38	1.37	1.36
台湾ドル	(TWD)	29.946 ~ 32.447	30.210	30.30	30.10	29.90	29.70	29.50
タイバーツ	(THB)	34.21 ~ 36.01	34.59	34.8	34.6	34.2	34.5	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22744	22880	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.7038 ~ 61.7190	56.9259	59.00	60.00	62.00	62.00	60.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.3363	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.5547	3.60	3.70	3.80	3.90	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.0413 ~ 3.2912	3.1768	3.14	3.19	3.25	3.23	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.4563 ~ 22.0385	18.8156	21.00	20.50	20.20	20.00	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.711 ~ 17.031	16.160	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	13.911 ~ 15.291	14.308	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.756	1.736	1.68	1.66	1.64	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.815 ~ 0.880	0.834	0.821	0.818	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.461 ~ 10.127	9.788	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリング	(MYR)	24.550 ~ 26.274	25.617	25.11	24.88	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.181 ~ 2.377	2.220	2.20	2.17	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	77.55 ~ 81.66	79.64	78.57	77.70	76.09	75.91	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.563 ~ 3.741	3.683	3.63	3.59	3.51	3.50	3.53
タイバーツ	(THB)	3.150 ~ 3.300	3.216	3.16	3.12	3.07	3.01	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4756 ~ 0.5213	0.4898	0.48	0.47	0.46	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 2.024	1.957	1.86	1.80	1.69	1.68	1.73
南アフリカランド	(ZAR)	7.897 ~ 8.978	8.332	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	28.620 ~ 33.476	31.278	30.56	29.19	27.63	26.67	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	34.392 ~ 37.450	35.027	35.03	33.86	32.31	32.20	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.999	5.911	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年4月28日まで。SPOTは5月1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。4. 対円の見通し値は「中期為替相場見通し(4月28日発行)」に基づく

(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%)			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
エマージングアジア												
中国	6.9	6.7	6.5	6.3	1.4	2.0	2.5	2.3	2.8	2.5	1.3	1.2
インド	7.2	7.1	7.4	7.7	4.9	5.0	4.7	5.1	-1.1	-0.7	-1.8	-1.8
インドネシア	4.8	5.0	5.5	5.8	3.5	3.6	4.1	4.1	-2.1	-2.1	-2.3	-2.3
韓国	2.6	2.7	2.5	2.8	0.7	1.0	1.9	2.0	7.0	7.3	5.6	5.1
マレーシア	5.0	4.1	4.6	4.8	2.1	2.1	2.3	2.7	2.9	2.5	2.7	3.2
フィリピン	6.3	6.9	6.2	6.6	1.4	1.9	3.0	3.2	2.6	1.3	1.5	2.2
シンガポール	1.9	2.0	2.4	2.9	-0.5	-0.5	1.2	2.1	19.8	19.0	19.5	19.5
タイ	2.8	3.2	3.8	3.7	-0.9	0.2	2.0	2.0	8.2	5.1	4.8	4.8
ベトナム	6.7	6.2	6.2	6.8	0.6	2.7	4.6	4.1	0.5	0.4	0.5	0.9

(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 (%)	2017			2018		
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
エマージングアジア									
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50	6.50
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.75	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.25
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	3.00	3.25	3.25	3.50	3.50	3.50
フィリピン	翌日物金利	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50
タイ	翌日物レボ金利	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00	2.25
ベトナム	リファイナンス金利	6.50	6.50	6.50	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00

(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。

2017 年 5 月 1 日