

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

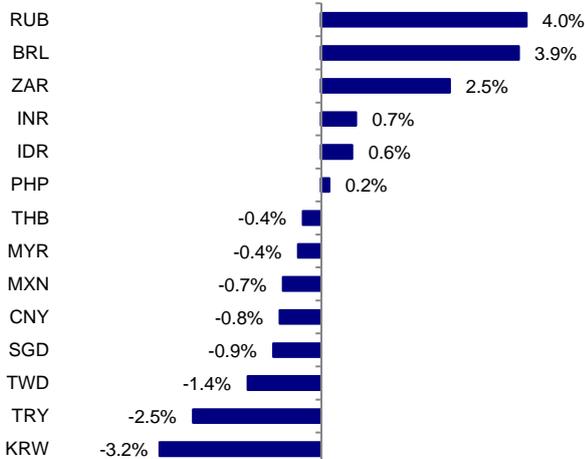
目次

新興国通貨：新興国通貨は今月も軟調推移か.....	2	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
中国人民元(CNY)：今年も人民元安は続く見込み.....	3	大島 由喜 03-3242-7065 yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp
インドルピー(INR)：高額紙幣廃止が景気停滞リスクに.....	4	齋藤 周 03-3242-7065 amane.saito@mizuho-bk.co.jp
インドネシアルピア(IDR)：磐石だった政権基盤に陰り.....	5	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
韓国ウォン(KRW)：政局の混迷が経済に悪影響を及ぼし始める.....	6	FXストラテジスト Chang Wei Liang weiliang.chang@mizuho-cb.com
マレーシアリング(MYR)：経済・通貨ともに弱い動きが続く.....	7	マーケット・エコノミスト Cynthia Kalasopatan cynthia.kalasopatan@mizuho-cb.com
フィリピンペソ(PHP)：経済の底堅さは変わらず.....	8	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
シンガポールドル(SGD)：経済の先行き懸念は引き続き強い.....	9	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。
タイバーツ(THB)：民生復帰に向けた道筋がつく.....	10	
ベトナムドン(VND)：10～12月期GDPは加速.....	11	
ロシアルーブル(RUB)：原油安定なら、政治・金融政策に死角なし.....	12	
南アフリカランド(ZAR)：ズマ体制刷新なれば上昇余地は拡大か.....	13	
トルコリラ(TRY)：治安にも金融政策にも改善は見られず.....	14	
各種予想.....	15	

新興国通貨：新興国通貨は今月も軟調推移か

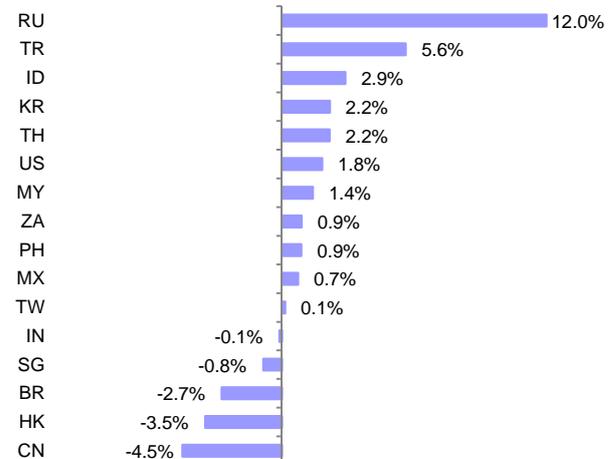
- 12月の新興国通貨は、FOMC後に急落する展開となった。月初はドル高の勢いが鈍化したことで、新興国通貨は上昇した。しかし、12月13～14日に開催されたFOMCにおいて、メンバーの政策金利見通し(ドットチャート)で示された2017年利上げ見通しが2回(中央値、9月時点)から3回に上方修正されると、米金利が急上昇する展開に新興国通貨は大きく値を下げた。月末にかけては小動きとなった。
- 多くの新興国通貨が下落する中、資源国通貨は底堅く推移した。11月30日にOPEC総会で原油生産量の協調減産が合意されたほか、12月10日には非OPEC加盟国も減産に協力すると発表したことが好感された。
- 12月22日、一部メディアが米新政権は新たな輸入関税の導入を検討中と報じた。税率は5%という数値まで報道されており、大統領就任後(1月20日)に輸入関税が引き上げられる可能性は高まっている模様だ。
- 米大統領選後も新興国経済は底堅く推移している。新興国の11月景況感指数(Markit集計)は51.6と5か月連続で景況判断の分かれ目である50を上回った。また、アジア諸国を中心に輸出は改善基調を保っている。しかし、米新政権が保護主義的な通商政策導入に意欲を見せている以上、新興国経済の先行きに対する懸念は続くだろう。
- 米金利が急上昇し新興国債券との金利差が縮小したことを受けて、新興国の債券市場から資金が流出している。EPFR Globalのデータを基に、投資ファンドによる新興国債券への資金流入を見ると、11月は約▲88億ドルと6か月ぶりに資金流出超となり、金額も2015年12月以来の高水準となった。12月も21日時点で約▲48億ドルの流出超となっている。
- 1月は12月と同様に、米国の保護主義的な通商政策を背景とした新興国経済の先行き懸念、及び米国と新興国との金利差縮小を背景に新興国通貨は軟調推移が続くと予想する。
- なお、今月はOPECと非OPEC加盟国による協調減産が合意どおり履行されるかに注目が集まるだろう。原油価格の底入れを受けて米国におけるシェールオイルの生産量が増加した場合、シェアを奪われたくない一部の加盟国は合意を反故にする恐れがある。合意が破られれば、原油価格は急落し資源国通貨は連れ安になるため、留意が必要となる。

図表1:新興国通貨騰落率(2016年12月)



(資料)ブルームバーグ

図表2:新興国株式騰落率(2016年12月)

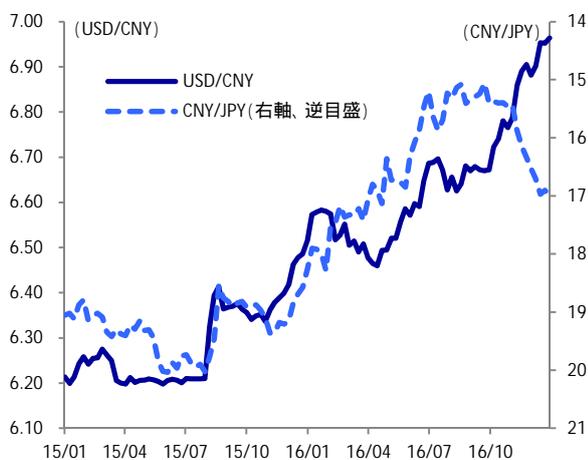


(資料)ブルームバーグ

中国人民幣(CNY)：今年も人民幣安は続く見込み

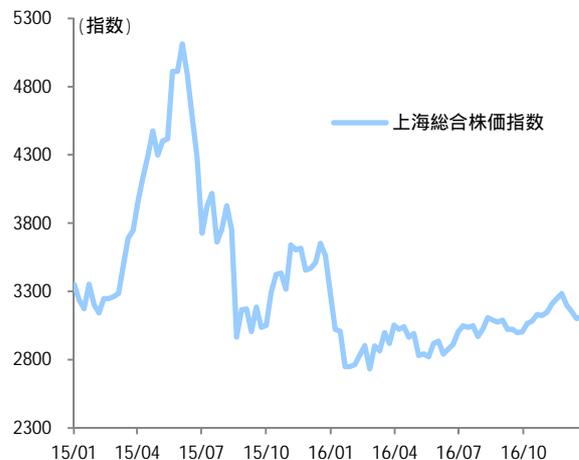
- 12月のCNYは下落した。月初こそ6.88近辺で落ち着いた値動きとなるも、ECB理事会後にドル高が進む動きに連れ、6.90を超える展開となった。FOMCにおいて利上げ見込み回数が上方修正されると、一時6.96台までCNY安が進んだ。月末にかけては、ほぼ横ばい推移となった。
- 12月8日に発表された11月貿易統計において、輸出は前年比+0.1%と市場予想(同▲5.0%)を上回り、8か月ぶりに前年比プラスとなった。国別内訳を見ると、米国向け輸出が同+8.1%と2016年3月以来となる前年比プラスに転じている。今年の11月は前年11月より営業日数が1日多いことや、米11月ISM製造業景気指数が53.2と2015年2月以来の高水準となるなど、米製造業の持ち直しが背景にある模様だ。
- 13日に発表された一連の経済指標では、11月鉱工業生産が前年比+6.2%と10月(同+6.1%)からほぼ横ばいとなるも、11月小売売上高は同+10.8%と2015年12月以来の高水準を記録した。1~11月固定資産投資は前年同期比+8.3%と伸び率は前月から横ばいとなったが、弱含んでいた民間部門が同+3.1%と3か月連続で加速するなど、持ち直しの兆しを見せている。
- 16日に閉会した中央経済工作会議では、来年の金融政策について、今年は「穏健」としていたのを「穏健中立」とし、より中立スタンスへ近づけることを発表した。不動産価格高騰の抑制や資金流出の抑止などを企図しており、金融政策が今年よりも引き締めのめになることで、固定資産投資が減速し、2017年の中国経済は下押しされる見込みだ。
- また、米新政権の通商政策が中国経済にとって大きなリスクとなっている。トランプ次期大統領は「中国がアメリカの製品に対して重い関税をかけることや、通貨の切り下げについて、我々に尋ねたかといえば、そうとは思わない」と発言するなど、中国の通商政策に不満を述べており、大統領就任後は追加関税など保護主義的な通商政策を導入する可能性があるためだ。
- 中国経済は内需・外需ともに底堅さを保つも、来年については金融引き締めや米国の保護主義的な通商政策により、減速する懸念が強い。こうした状況を受けて、2017年も中国からの資金流出は続き、CNYは対ドルで7.0を超えて推移するだろう。

図表 3: 中国人民幣相場 (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

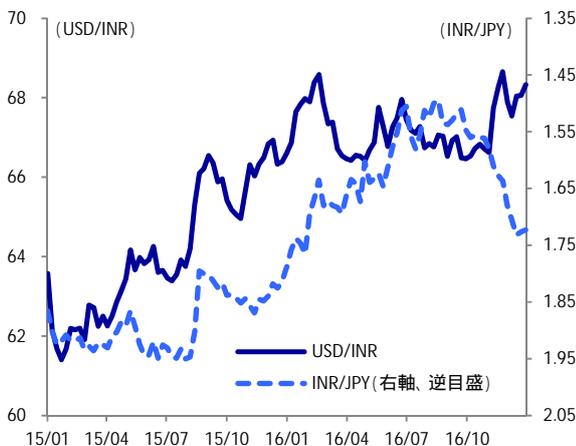


(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR)：高額紙幣廃止が景気停滞リスクに

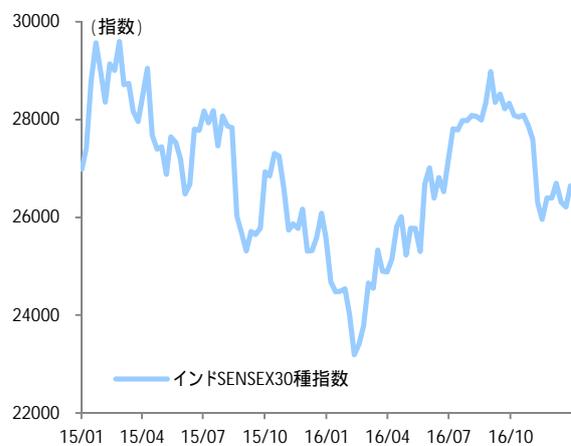
- 12月のINRは下に往って来いの展開。上旬にはトランプ相場に一服感がでる中、7日のインド準備銀行(RBI)の金融政策決定会合にかけて一時67台前半まで上昇した。その後は、軟調なインド経済や米利上げを受けて、68台前半まで値を下げる展開となった。
- 11月30日に発表されたインド7~9月期GDPは前年比+7.3%と4~6月期(同+7.1%)から加速した。総固定資本形成が3四半期連続で減少(同▲5.6%)した一方、家計最終消費支出(同+8.9%)の加速が成長率拡大の主因となった。
- なお、11月8日には国内に流通する現金の約86%を占めていた高額紙幣を廃止することが決定され、12月7日時点で旧高額紙幣15兆ルピー分のうち11.5兆ルピー分が回収されている。もっとも、供給された新紙幣は4兆ルピー程度で、両替が順調に進んでいるとは言いがたい状況になっている。
- この廃貨に伴う混乱の収束には2017年半ばまでかかる見込みだ。こうした混乱を受けて、今年10~12月期にはこれまで成長けん引役となってきた家計最終消費支出が減速し、経済成長率が+7%台を割り込む懸念も出ている。
- 12月7日に開催されたインド準備銀行(RBI)の金融政策決定会合では、政策金利であるレポレートが6.25%に据え置かれた。事前の予想では、高額紙幣の廃止を受けて、景気後退懸念が強まっていることを背景に25~50bpの利下げを予想する向きが多かったため、決定はサプライズとなった。
- 声明文では、米大統領選の結果に伴う米利上げ観測の高まりや新興国からの資金流出など、不確実性の高まりに対応するため政策金利を据え置いたとしている。なお、高額紙幣の廃止については、「成長率を引き下げる可能性がある」としたが、「影響やその持続性を判断するに当たってはより多くの情報を分析することが重要」との見方も示された。RBIは引き続き緩和スタンスを維持するとしているため、高額紙幣廃止による景気下押し効果が大きいと判断すれば、RBIが利下げに踏み切る芽も出てくるだろう。
- 3月頃の州選挙に伴って国内の構造改革は停滞すると見られ、4月導入目標の物品・サービス税(GST)の導入も後ずれする可能性は高い。このほか、トランプ次期大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待を受けてドルインデックスが高止まりする中、当面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

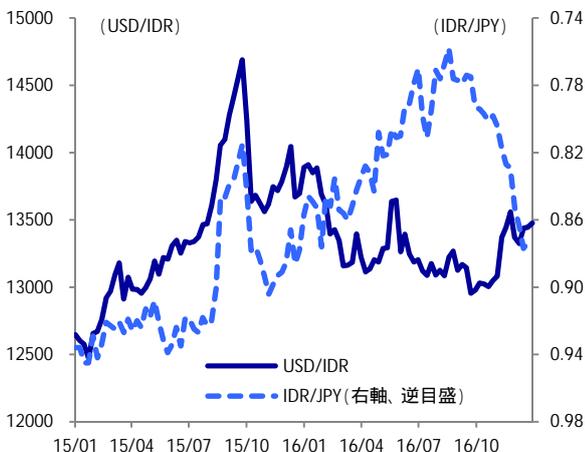


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア (IDR) : 磐石だった政権基盤に陰り

- 12月のIDRは月前半に上昇も、その後はじりじりと下落。米大統領選後の相場に落ち着き見られ、資金流入からIDRは13200台まで上昇した。しかし、米利上げ実施後はドル高地合いとなり、他アジア通貨同様にIDRも下落し13400台で越月した。
- インドネシア経済は公需が減速している一方、民需と外需に拡大の動きが出ている。12月19日に発表された11月自動車販売台数は前年比+14.9%と10月(同+4.1%)から大幅に加速した。また、石炭価格の回復などを背景に11月輸出は同+21.3%と10月(同+5.1%)から伸び率が拡大している。
- 12月15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、政策金利である7日物リバースレポレートが4.75%に据え置かれた。BIは景気下支えを目的に、今年に入って6回利下げを行ってきた。しかし、足許では米大統領選に伴う市場混乱から、3会合連続で政策金利を据え置いている。
- 声明文では、政策運営に当たって米国の財政・通商政策や、中国における金融システム改革などに係るリスクを注視する姿勢が示された。また、為替相場に関しては米国の政策変更によるインドネシアからの突発的な資金流出が警戒されている。
- 会合前にはワルジョBI副総裁が「利下げ余地はある」との発言をしており、BIは緩和姿勢を維持する可能性が高かった。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)への先行き不透明感が強い中では、BIは情勢の見極めを目的に現状の金融政策を維持するだろう。
- 2日、2017年2月に実施されるジャカルタ州知事選挙を巡って、イスラム教を侮蔑する発言をしたとしてバスキ候補(現ジャカルタ州知事)の逮捕を求める集会が開かれた。この集会の混乱に乗じた政治家・活動家による国会占拠や国家転覆計画も判明している。その後の13日には宗教冒流罪で起訴されたバスキ候補の初公判が開かれた。同候補は政府与党連合が支援しており、バスキ候補への市民の反発によって、これまで安定的だと見られていたインドネシア政治には混迷化のリスクが熾り始めている。
- これまでルピアの買い材料と見られてきた政府によるインフラ投資やジョコ政権の磐石さに陰りが出ている。また、トランプノミクスへの期待からドルインデックスは高止まりしており、ルピアは軟調な地合いが続くと予想する。

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

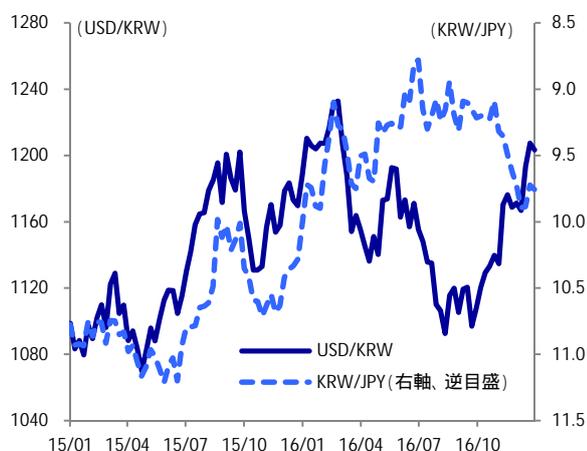


(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：政局の混迷が経済に悪影響を及ぼし始める

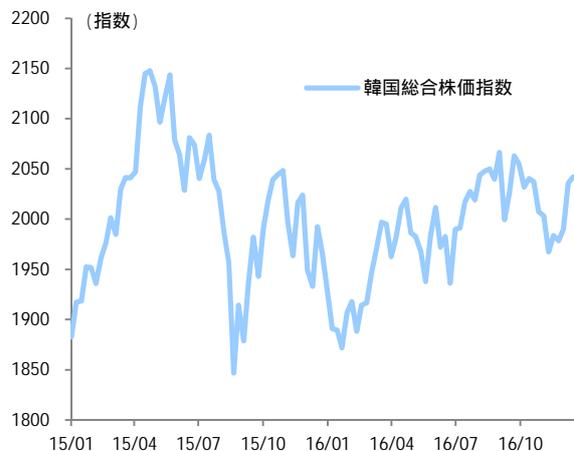
- 12月のKRWは大幅に下落。月初は1170近辺で推移した後、9日に朴大統領の弾劾訴追案が可決されるもKRWは小幅安に止まった。その後は予想よりもタカ派的な内容となったFOMCの結果を受け、1190台まで急落。月末にかけては、実需と思いきドル買いの動きを背景に1210台まで売られた。
- 12月9日に韓国の国会は、朴大統領の弾劾訴追案を可決した。可決後も、朴大統領は弾劾を不当として争う姿勢を示しており、退陣時期は不透明となっている。なお、今後については、憲法裁判所において弾劾の正当性について審議される。審議結果が出るには最大180日間かかると言われており、遅ければ次期大統領選は来年春になる見込みだ。
- 仮に朴大統領が辞任を表明しても、政治的不透明感を払拭するには至らない恐れがある。次期大統領として、潘基文・前国連事務総長、文在寅・共に民主党党首、李在明・城南市市長が有力視されるも、支持率は拮抗しており、新政権の政策について見通しがたい情勢にあるためだ。
- こうした政治的不透明感の高まりは、消費の先行きを示す12月消費者信頼感指数が94.2と2009年4月以来の低水準に陥るなど、消費者マインドの悪化に繋がりは始めている。現在の韓国経済は低迷する外需を、堅調な内需が補う構造となっており、消費減速を中心に内需が悪化すれば、景気低迷を免れないだろう。
- 但し、政府の拡張的な財政政策により景気の底割れは防がれる見込みだ。3日に2017年予算案が可決され、歳出額は400.5兆ウォンと前年予算から+3.7%増額された。また、過去数年の傾向に沿えば、経済が低迷する場合は補正予算が組まれる可能性が高い。
- 15日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利が1.25%に据え置かれた。BOKは政治情勢の混乱を憂慮するも、家計債務の積み上がりを懸念し、現状の金融政策を維持した模様だ。
- 景気低迷に対する懸念が燃り続けることから、資金流出は今後も続くだろう。KRWは軟調推移を続け、2017年上半期に昨年の最安値である1245近辺を試す展開を予想する。

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

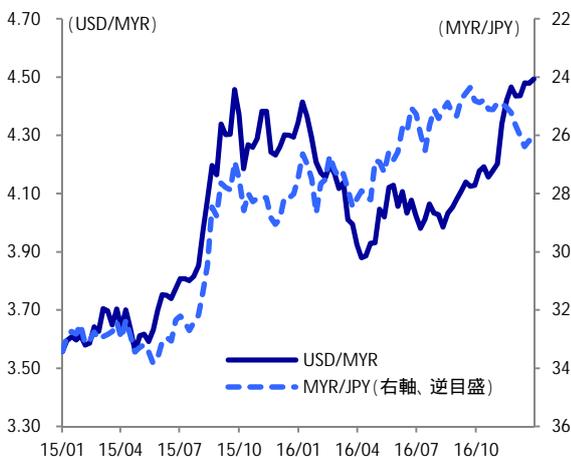


(資料)ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)： 経済・通貨ともに弱い動きが続く

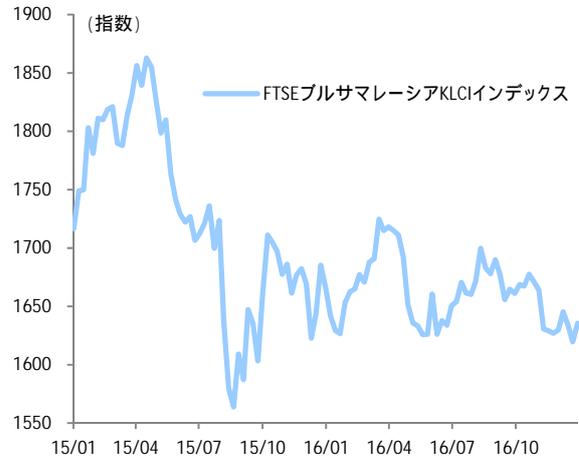
- 12月のMYRは月前半に上昇するも、後半に下落する展開となった。月初は4.47 近辺でオープンし、月央にかけて一時 4.42 台まで上昇した。しかし、FOMC で政策金利見通しが上方修正されたことを背景に 4.48 台まで下落した。その後は市場の動意が乏しく、4.48 台のまま越月した。
- マレーシア経済は弱い動きが続いている。11 月製造業 PMI は 47.1 と 2015 年 4 月以来 20 か月連続で景気判断の分かれ目となる 50 を下回った。10 月輸出も同▲8.6%と 9 月(同▲3.0%)からマイナス幅が拡大し、2015 年 4 月以来最大の落ち込み幅となっている。米次期政権は通商政策で保護主義色を強める可能性が高く、引き続き外需の弱さが同国経済の重石となるだろう。
- 但し、一部では持ち直しの兆しも見られる。10 月鉱工業生産は前年比+4.2%と 9 月(同+3.1%)から加速した。7~9 月期の設備稼働率も 79.3%と 4~6 月期(77.5%)から上昇している。また、11 月自動車販売台数は前年比▲12.5%だが、2016 年 3 月(同▲27.6%)を底にマイナス幅は縮小傾向にあり、内需は緩やかながらも回復しつつある模様だ。
- 米大統領選でトランプ氏が勝利を収めて以降、新政権の掲げる拡張的な財政政策への期待を背景としたドル高により MYR は下落を続け 1998 年の過去最安値に迫る勢いである。マレーシア国債の外国人保有率は約 3 割と高く、外国人投資家による国外への資金流出が MYR 安の主因となっている。
- 外貨準備残高は、11 月に前月比▲14.6 億ドルと 2015 年 8 月以来となる減少を記録した。マレーシア中銀(BNM)が MYR 防衛のため、積極的な介入を行った結果である。足許では安全性の目安である「輸入額の 3 か月分」は上回っているが、新興国の中では低水準であり急激な減少には注意したい。
- 13 日、マハティール元首相が創設したプリブミ党 (PPBM) は野党連合の希望同盟 (パカタン・ハラバン) と選挙協力の覚書を交わした。次期総選挙で与党連合・国民戦線 (BN) に対立する野党候補をひとりに絞るのが狙いだ。但し、与党連合は人口の 7 割を占めるマレー系からの支持を固めており総選挙で倒閣が実現する可能性は低い。
- FRB による連続的な利上げとトランプ次期大統領の経済政策に対する期待の高まりを背景とした資金流出が、当面は MYR を下押し続けると予想する。

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

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

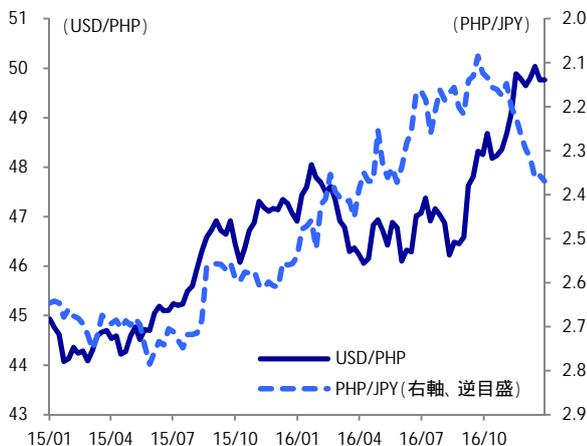


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：経済の底堅さは変わらず

- 12月のPHPは狭いレンジでの推移。月初49.70付近で推移したが、FOMCでの政策金利見通しの上方修正と、イエレンFRB議長のタカ派的な発言を背景に50台まで軟化した。月末にかけては値を戻し49.6付近で越月した。
- 12月22日に開催された金融政策決定会合にてフィリピン中銀(BSP)は政策金利を3.00%に据え置いた。声明文では2016年のインフレ率はBSPの目標(+2~4%)に届かない可能性があるものの、2017年~2018年は原油価格の上昇や国内の強い経済活動を背景に目標に収まるとの見通しを示した。
- テタンコ BSP 総裁は会見で「堅調な家計支出や政府支出拡大に支えられ、内需は好調を維持する公算が大きい」と述べる一方、政策金利据え置きを理由として「米国の利上げなど経済環境の変化が与える影響を見極めたい」とした。なお、インフレ目標は2017年、2018年は+2~4%に据え置き、新たに2019年、2020年についても同水準の目標値を設定した。
- 11月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.5%と10月(同+2.3%)から加速した。今後も原油価格の上昇、対ドルでのPHP安や保留されている電気料金の値上げ申請などを背景に、インフレ率は加速するリスクがある。
- 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10月が前年比▲3.0%と9月(同+6.7%)から減速した。しかし、直近3か月の平均では、8~10月期は同+6.7%と2016年平均(同+4.3%)を上回って推移している。また、業務アウトソーシング(BPO)関連サービス輸出は、足許にかけて増加が続いており、フィリピンの個人消費は底堅い伸びが続いていると推測される。
- 9日にBSPが発表した10~12月期消費者信頼感指数は+9.2%と2四半期連続でプラスとなり、データ入手可能な2004年7~9月期以来で過去最高になった。治安改善や行政サービスの向上及び給与上昇への期待などを背景に楽観的な見方が広がった模様だ。
- ドゥテルテ大統領が過去に犯罪者を殺害したと述べたことに対し、国連人権高等弁務官が捜査を要求している。実際に捜査が行われた場合、政権継続への不透明感の強まりから、資金流出圧力が高まると考える。
- トランプ次期大統領の経済政策とFRBの連続的な利上げに対する期待が高まる中、PHPは当面弱含むだろう。また、政治的な不透明感もPHPの重石となる見込みだ。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル, 対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 14: フィリピン総合指数

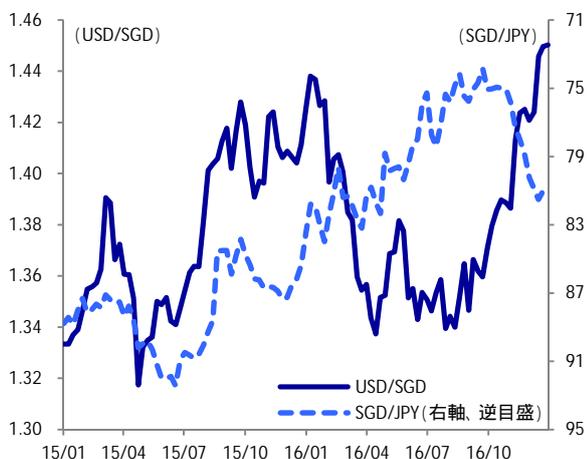


(資料)ブルームバーグ

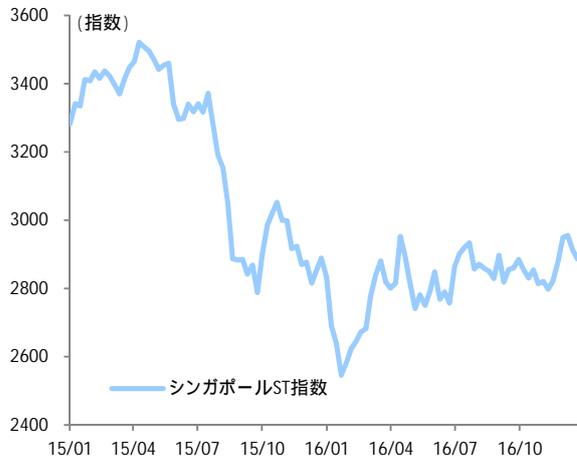
シンガポールドル(SGD)：経済の先行き懸念は引き続き強い

- 12月のSGDは、FOMC後に急落する展開となった。月初は1.43台半ばでオープンすると、一時1.41台半ばまで買い進められた。しかし、FOMCにて利上げ見通し回数が上方修正されると、1.45近辺まで急落した。月末にかけては落ち着きを取り戻すも、安値圏での推移となった。
- 12月16日に発表された11月石油を除く地場輸出は前年比+11.5%と10月(同▲12.0%)から大きく改善し、2016年5月以来の高水準となった。また、主要輸出品である11月電子機器輸出は同+3.5%と、2016年2月以来となる前年比プラスを記録している。また、11月購買部景気指数は50.2と3か月連続で景況判断の分かれ目である50を上回っており、外需の回復を背景に製造業の業況が改善している模様だ。
- 製造業の業況改善にも拘らず、シンガポール経済の先行きについては懸念が強い。シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)が14日に発表した最新の民間エコノミスト調査によると、2016年10~12月期のGDP成長率は前年比+0.8%と7~9月期(同+1.1%)から減速する見込みであるほか、2017年見通しは前回(9月調査)の同+1.8%から同+1.5%に下方修正された。
- トランプ次期大統領が保護主義的な通商政策を採用する公算が大きいことから、世界の貿易量が伸び悩み、貿易のハブとして発達してきたシンガポール経済は下押しされるとの見方が背景にあったと考えられる。
- なお、シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)は、米大統領選直後の11月11日に「現状の金融政策は適切」とのコメントを発表しており、米新政権の動向を見極める姿勢を示した。そのため、トランプ次期大統領が保護主義的な通商政策を相次いで導入しない限り、次回の金融政策決定会合(4月中旬)まで金融政策が変更される公算は小さい。
- もっとも、MASが政策の操作対象であるSGDの名目実効為替レート(NEER)につき、中心レートをSGD安方向に切り下げるとの思惑は燻り続けるだろう。外部環境の大きな悪化が懸念される中、過去にMASが切り下げを行った時と同様にNEERがMASの定める変動幅の下限(SGD安方向)で推移しているためだ。
- トランプ次期大統領の通商政策への懸念を背景に、シンガポール経済の先行きに対する不透明感は今後も高まるだろう。そのため、SGD売り優勢の状態が続き、2017年1~3月期においては1.4台後半での推移を予想する。

図表 15: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



図表 16: シンガポール ST 指数



(資料)ブルームバーグ

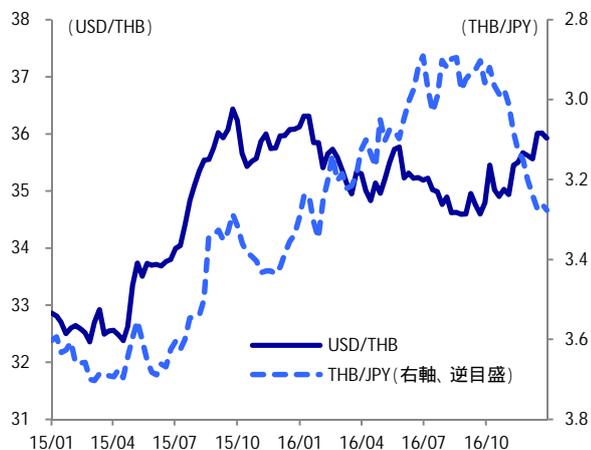
2017年1月4日

(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)： 民生復帰に向けた道筋がつく

- 12月のTHBは下落した。月初35.70台だったが、14日のFOMCで政策金利見通しが上方修正されたことに加え、19日のイエレンFRB議長のタカ派的な発言を背景に一時36近辺まで弱含んだ。月末にかけては小幅に買い戻され、35.8台で取引を終えた。
- 12月21日に開催された金融政策決定会合にてタイ中銀(BOT)は13会合連続で政策金利を1.50%に据え置いた。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した。しかし、貿易相手国の成長率が予想を下回る可能性や、米通商政策の先行き不透明感、中国人観光客数が見通しより減少する可能性がタイ経済の下振れリスクを増大させていると指摘した。
- タイ11月消費者信頼感指数は72.3とプミポン国王崩御後の10月から2か月連続で低下している。タイ政府は景気を下支えるため、11月末に低所得者を対象とした給付金支給を承認したほか、観光振興を目的としたタイ人の国内旅行(12月分)に対する税制優遇策や、年末の国内における物品やサービス購入に対して所得控除を認める景気刺激策を承認している。
- BOTはこれらの景気刺激策の効果を見極めたい考えもあり、政策金利を据え置いたのだろう。足許、11月CPIは前年比+0.6%と10月(同+0.3%)から加速したが、依然としてBOTの目標(+1~4%)を下回っており、BOTには緩和余地が十分にあると言えるだろう。
- なお、プミポン国王崩御による国民の喪失感が大きく、自動車や娯楽関連での消費自粛が見られた。もっとも、現地では自粛が2016年内もしくは崩御後100日程度の短期間で収束するとの見方が大勢だ。そのため、内需は2017年1~3月期からは緩やかに回復する可能性が高いと考える。
- 12月1日にワチラロンコン皇太子が新国王に即位した。新国王誕生を受け、2017年2月までに国王の署名を経て新憲法が公布される予定である。2017年末には新憲法下で民政復帰に向けた総選挙が実施される見込みだ。プミポン国王崩御で不透明となっていた民政復帰への道筋だが、今後は詳細なスケジュールが明らかにされていくと考える。
- トランプ次期大統領の経済政策とFRBの連続的な利上げに対する期待の高まりから、当面THBは軟調な値動きとなるだろう。しかし、高水準の経常黒字に加え、内需の回復に連れて資金流入額の増加が見込まれることから、2017年後半は徐々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)



図表 18: タイ SET 指数



(資料)ブルームバーグ

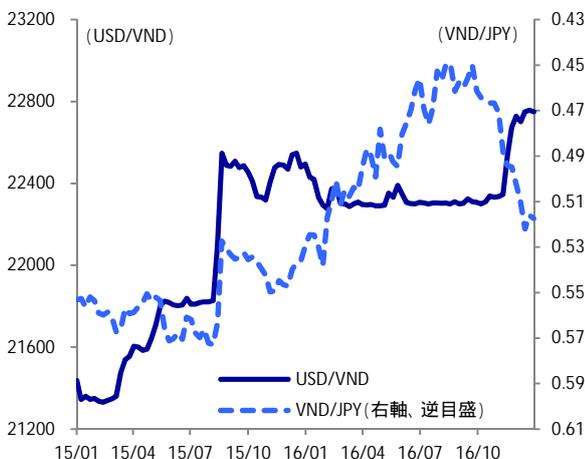
2017年1月4日

(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：10～12月期 GDP は加速

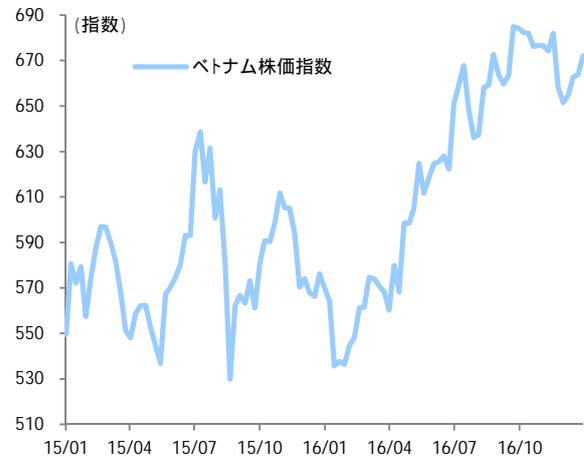
- 12月のVND相場は下落した。月初よりドル高が進む展開を受けて、VNDは22600台から22700台に値を下げた。一時22500台まで買い戻されるも、FOMC後に再び22700台まで売り込まれた。非公式レートは月初22900近辺でオープン後、下落し続け月末にかけては23200台で推移した。
- 12月28日に発表された10～12月期GDPは前年比+6.68%と7～9月期GDP(同+6.56%)から加速した。2016年の年間GDP成長率は+6.21%となり、政府目標(+6.3%～+6.5%)を下回る結果となった。もともと、2016年初に農業生産が干ばつにより落ち込んだことや、塩害を受けた生産ラインの停止など悪天候が主因であり、足許のベトナム経済は底堅さを取り戻している。
- 実際、同日に発表された12月小売売上高は同+8.7%と11月(同+7.4%)から加速し、12月鉱工業生産も前年比+8.3%と11月(同+2.0%)から伸び幅が拡大し、2015年12月以来の高水準となった。
- なお、12月CPIは前年比+4.74%と政府目標(同+5%)を下回るも、14か月連続で加速した。引き続き医療費(同+55.72%)の引き上げがCPI加速の主因となっている。政府は2017年の目標を平均+4%とし、インフレ率を2016年よりも抑制することを目指しているため、医療費の引き上げペースは鈍化する可能性が高い。
- 底堅さを見せているベトナム経済だが、先行き不透明感は依然として強い。ベトナムは対名目GDP比で見た輸出の規模(86.4%)が他の新興国と比べても大きく、また米国向けが輸出全体に占める割合は19%と相応のシェアを占めている。そのため、米国が保護主義的な通商政策を導入した場合、経済が下押しされる公算が大きい。
- 米大統領選後のドル高局面では、ベトナム国立銀行(SBV、中銀)が中心レートをVND安方向に切り下げ続けた。VNDを続落させることは輸入物価の上昇を引き起こす可能性を高めてしまうものの、ベトナムの外貨準備は乏しく、SBVは為替レートの安定よりも外貨準備の保全を優先させた模様だ。
- 米金利上昇などを受けたドル高基調が当面は続く見込まれることから、SBVは中心レートを切り下げ続け、VNDは続落する展開を予想する。

図表 19: ベトナムドン相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 20: ベトナム株価指数

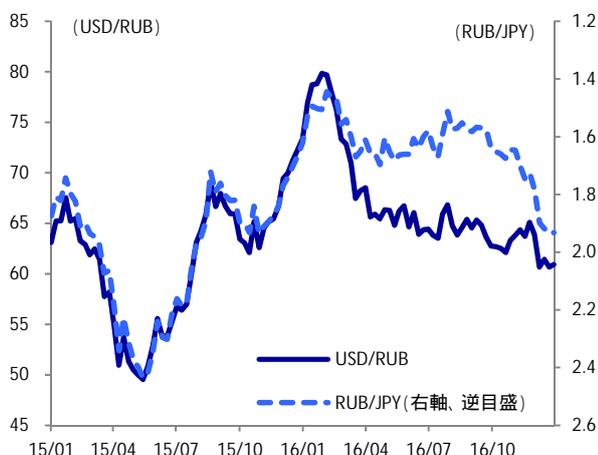


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)：原油安定なら、政治・金融政策に死角なし

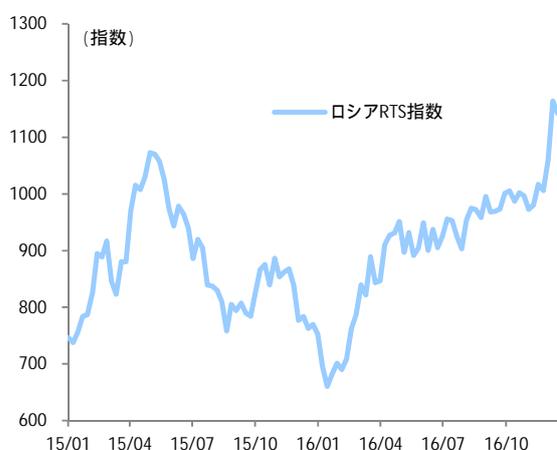
- 12月のRUBは上昇。対USDで15年7月来となる60.285の高値をつけた。
- 11月30日のOPEC減産合意を受け、原油価格が翌1日から水準を切り上げたのに比し、RUBが本格的に水準を切り上げたのは7日以降に遅れた。
- 7日以降、原油価格頭打ちにもかかわらず、RUBが上昇を始めた背景には、ロシア国営石油会社株(総額105億ユーロ)を、国際的資源会社とカタール投資ファンドが購入するとの報があった。
- 10日にはOPEC加盟国・非加盟国が会談を開き、ロシアを含む非加盟国全体で55.8万バレル/日の減産が合意された。週明け12日、原油価格は15年7月来の高値となる56.38(ブレント直物)まで上昇した。
- RUBも並行して上昇し、13日には、対USDでやはり15年7月来の高値となる60.495まで上昇した。
- 14日のFOMCは、政策金利の25bp引き上げは広く市場に予想された通りだったが、同委員会の予想する政策金利推移が全般に引き上げられた点には相応の意外感があった。USDは全面高に反応し、RUBも対USDで一旦水準を切り下げたものの、20日以降は反発に転じた。
- RUBの先行きは引き続き原油価格動向の強い影響下にある。原油価格の先行きを占う上では、OPECが減産の達成期限とした1月の産油量に大きな関心が集まるはず。実績が統計として確認されるまでには時差もあろうが、国別の進捗などは、断片的に漏れ聞こえてくる可能性もあろう。
- 中期的には、大統領選に向けた放漫財政を警戒。18年3月を照準に有権者の歓心を狙うなら、17年前半にも積極的な財政出動を開始する必要があるだろうが、逮捕されたウリュカエフ前経済相の後任として、シルアノフ財務相の強い推しでオレシュキン財務次官が任命された事実は、財務省寄りの財政健全化姿勢をプーチン大統領自身も志向している可能性を示唆する。
- また、ロシア中銀(CBR)の金融政策動向もRUBに影響するはず。同銀は9月金融政策委員会で、17年以降も高めの実質金利を維持する方針を表明したが、12月9日には調査統計局長が、物価が+4%まで低下し、期待インフレ率が同水準に落ち着くまで政策金利を6.50~6.75%に維持すると言及している。

図表 21: ロシア RUB 相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

図表 22: ロシア RTS 指数

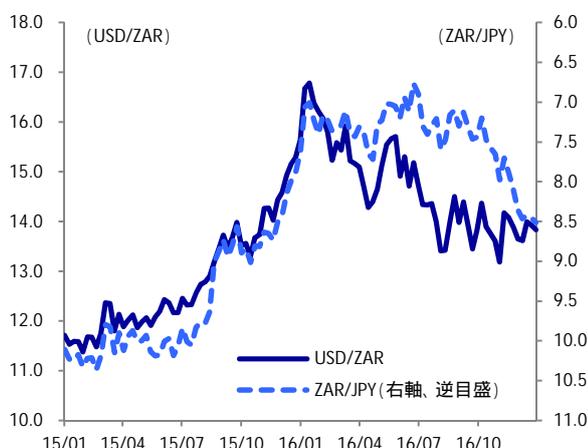


(資料)ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：ズマ体制刷新なれば上昇余地は拡大か

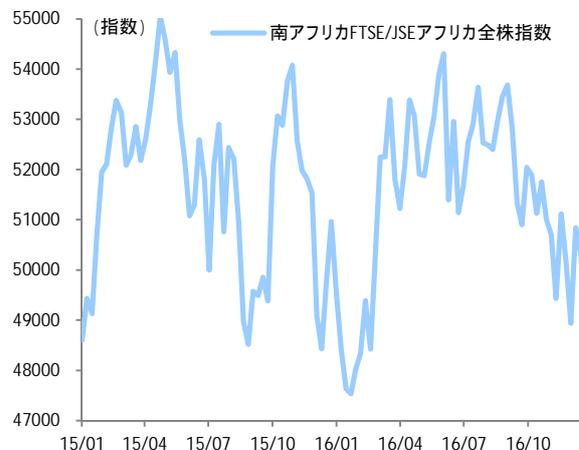
- 12月のZARはもう一段の上昇が先行。14日のFOMC以降、対USDで一段水準を切り下げたが、これはUSD全面高の結果。月を振り返って対USDではほぼ横ばいとどまったが、EUR、円など他の多くの通貨に対しては高止まりのまま月の取引を終えた。
- 月初からのZAR上昇には、一部格付会社による南ア国債格下げの見送りが貢献した。他社よりも高めに格付された自国通貨建長期国債格付の引き下げが警戒されていた。同時に投資適格級の最下級に格付された外貨建長期国債格付も据え置かれ、これで大手格付三社による年内の投機的格付落ち回避が確定した。
- この間発表された鉱業生産、製造業生産、小売売上高など10月の南ア主要経済指標は軒並み大きく下振れし、同国GDP低迷が10～12月期も続く懸念を高めたが、ZARに対する悪影響は限定的に見えた。
- 年明け以降のZAR相場動向は、年末を前に停滞していた南ア政治の再稼働に注目。まずは、11月初にズマ大統領が検察調書の差し止めを断念した、同大統領職権乱用疑惑の係争の進捗を見守りたい。
- また、大統領が署名を拒否した金融情報センター法(FICA)修正案の議会再審議の進捗にも注目。大統領が署名を拒否した理由は、資金洗浄など経済犯罪(汚職)の捜査を強化するための同法修正案が、大統領周辺に司直の手を伸ばす結果になるからと目されるが、与党アフリカ民族会議(ANC)の内外から、同法修正案の成立を急ぐ声が強まっている。
- 17年12月にはANC党首選が行われるが、反ズマ派から任期満了前の辞任を求める声が強まる可能性は考えられよう。大統領としての任期は19年5月まで残っているものの、ANC党首選任と同時に大統領としても辞任に追い込まれる可能性は十二分に考えられる。
- 政治的混乱は、一時的にはZAR売り要因と受け止められる可能性もあるが、南ア政治の汚職体質や、南ア経済の不効率の根幹にズマ大統領の存在があるとの認識は広く共有されており、ズマ体制の刷新は、投資市場から歓迎される可能性の方が高いものと考えられる。
- 一方、ズマ大統領からの反撃としては、内閣改造による反ズマ派の要職からの排斥が懸念される。

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

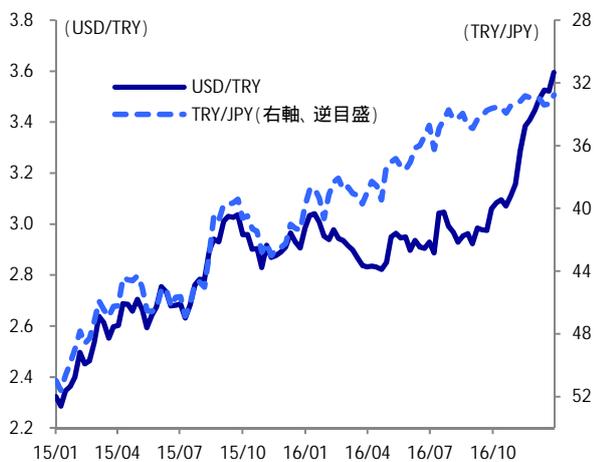


(資料)ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)： 治安にも金融政策にも改善は見られず

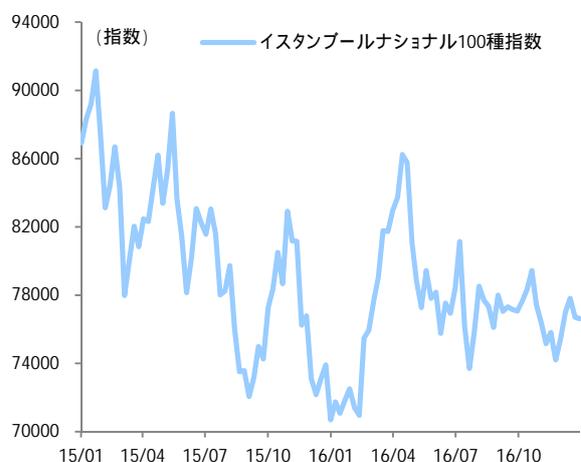
- 12月のTRYは急落、急反発と乱高下先行後、安値圏でこう着。月初の急落で対USDで3.4754、対バスケットで3.5708(それぞれ参照値)と史上最安値を更新したが、ほどなく大きく反発。その後は、散見された悪材料にも拘わらず、安値圏での膠着にとどまった。
- 月初のTRY急落の要因としては、TRY安にも拘わらず、エルドアン大統領が「金利を引き下げて投資を促進すべき」などと、引き続き利下げ圧力をかけたこと(2日)などが影響したものと考えられた。11月30日の原油減産合意も、TRYにとっては経常赤字拡大要因=悪材料と読むことができただろう。
- 5日以降のTRY急反発は、大統領による「TRY防衛のための外貨売り」の呼び掛け(2日)にトルコ国民が呼応した可能性が考えられた。8日までにTRYは対USDで3.3370、対バスケットで3.4700(それぞれ参照値)まで反発した。
- その後再びTRYは軟調に転じたが、後述の通り相次いだ悪材料にも拘わらず、月末まで対USDで3.50台、対バスケットで3.60割れの水準を中心とした横這い推移に終始した。
- トルコ発の悪材料としては、10日にイスタンブールで発生したクルド武装勢力による爆弾テロや、19日に起きた現役警察官によるロシア大使暗殺事件などの他、トルコ中銀(CBRT)による利上げ見送りも考えられた。
- 進行中のTRY安を受け、20日のCBRT金融政策委員会では、翌日物貸出金利(上限金利)の25bp引き上げた。一部では1週間物レポ金利の引き上げも予想されていたが、CBRTはいずれの金利も据え置きとした。
- 対照的に、14日開催されたFOMCは、政策金利(FF金利誘導目標)の25bp引き上げは市場の予想した通りだったが、同委員の予想する将来的な政策金利推移が全般的に上方修正されたことでUSD全面高を招いた。
- TRYは当面軟調推移を予想。ロシア大使射殺事件はロシアとの共同歩調を演出することで無難にやり過ごしたが、引き続き同国が「イスラム国」、クルド人勢力、ギョレン運動の三方面と敵対する状況に変わりはない。
- 17年前半は、エルドアン大統領の政治権限を強めるための憲法改正を問う国民投票が大きな注目材料となろう。現時点でトルコ経済、TRYへの影響は不透明ながら、同大統領が強権化を進めることが国際的な投資社会から好感される可能性は高くないものと見込む。

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 1～12月(実績)	SPOT	2017年 3月	6月	9月	12月	2018年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4528 ~ 6.9649	6.9545	7.05	7.15	7.17	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7488 ~ 7.8295	7.7558	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.071 ~ 68.863	68.214	70.0	67.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	12886 ~ 14002	13459	13900	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1089.72 ~ 1245.13	1205.82	1220	1240	1220	1200	1180
マレーシアリング	(MYR)	3.8442 ~ 4.4872	4.5002	4.55	4.40	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	45.860 ~ 50.056	49.712	51.0	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3313 ~ 1.4537	1.4490	1.46	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.006 ~ 33.791	32.298	32.60	33.00	32.60	32.40	32.20
タイバーツ	(THB)	34.49 ~ 36.42	35.90	36.4	35.9	35.4	35.0	35.0
ベトナムドン	(VND)	22059 ~ 22773	22727	22880	22750	22650	22500	22450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.0016 ~ 85.9573	60.8696	60.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1726 ~ 17.9169	13.7496	14.00	14.50	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	2.7901 ~ 3.5935	3.5893	3.50	3.60	3.70	3.80	3.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1022 ~ 4.1720	3.2650	3.40	3.50	3.42	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	17.0507 ~ 21.3897	21.0712	22.00	21.00	20.50	20.20	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.964 ~ 18.563	16.979	16.45	15.66	15.20	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	12.835 ~ 15.615	15.225	14.95	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.468 ~ 1.823	1.731	1.66	1.66	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.740 ~ 0.896	0.877	0.835	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	8.488 ~ 10.267	9.792	9.51	9.03	8.93	8.75	8.81
マレーシアリング	(MYR)	23.879 ~ 29.357	26.237	25.49	25.45	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.062 ~ 2.570	2.375	2.27	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	72.61 ~ 85.54	81.49	79.45	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.077 ~ 3.718	3.656	3.56	3.39	3.34	3.24	3.23
タイバーツ	(THB)	2.814 ~ 3.412	3.289	3.19	3.12	3.08	3.00	2.97
ベトナムドン	(100VND)	0.4466 ~ 0.5482	0.5189	0.51	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 ~ 1.954	1.937	1.93	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	6.397 ~ 8.603	8.588	8.29	7.72	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	30.804 ~ 41.265	32.892	33.14	31.11	29.46	27.63	27.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	27.727 ~ 36.021	36.166	34.12	32.00	31.87	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	4.969 ~ 7.018	5.604	5.27	5.33	5.32	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2016年12月30日まで。SPOTは1月4日の14時50分頃。2. 実績値はブルームバーグの値。3. 予想の欄は四半期末の予想レベル。4. 対円の見通し値は『中期為替相場見通し(2016年12月22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%)			
	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	5.4	6.4	6.4	3.6	4.1	-3.0	-2.1	-2.1	-2.3
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	3.2	3.4	1.9	-0.9	0.3	2.0	3.5	8.1	5.1	4.8
ベトナム	6.0	6.7	6.0	6.4	1.8	0.6	2.5	3.7	4.9	1.4	0.9	0.7

(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		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
エマージングアジア								
中国	1年物貸出基準金利	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25
インドネシア	7日物リバースレポレート	4.75	4.50	4.50	4.50	4.75	4.75	4.75
韓国	7日物レボ金利	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
マレーシア	翌日物金利	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	3.25	3.25	3.00	3.25
タイ	翌日物レボ金利	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	6.50	5.50

(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。