

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨： 今月の新興国通貨は小幅な下落を見込む	2
中国人民元(CNY)： 米中関係の緊張が懸念される	3
インドルピー (INR)： 当面のテーマは州選挙と高額紙幣廃止の影響	4
インドネシアルピア(IDR)： 引き続き政治リスクに注目	5
韓国ウォン(KRW)： 消費者マインドの悪化が懸念材料に	6
マレーシアリンギ(MYR)： BNM の通貨政策が重要に	7
フィリピンペソ(PHP)： 景気は一時的に減速	8
シンガポールドル(SGD)： 爛る MAS の NEER 切り下げ期待	9
タイバーツ(THB)： 新憲法案修正により民政復帰に再び遅れ	10
ベトナムドン(VND)： ベトナム政府は経済の「安定」を優先	11
ロシアルーブル(RUB)： まずは財務省と CBR の綱引きに注目	12
南アフリカランド(ZAR)： ズマ派・反ズマ派の政権抗争を見守る	13
トルコリラ(TRY)： 国民投票前に一定の調整高は期待できるか	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

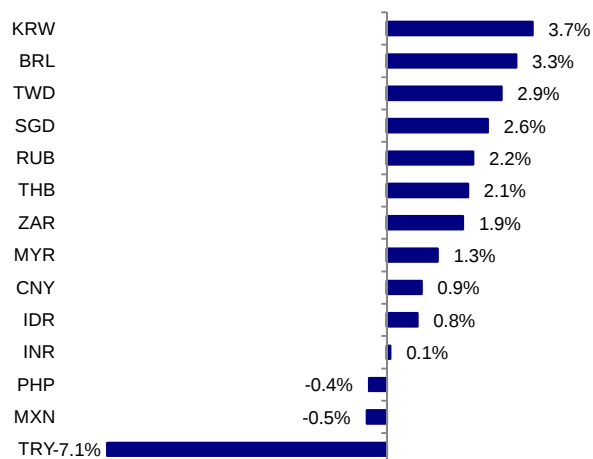
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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： 今月の新興国通貨は小幅な下落を見込む

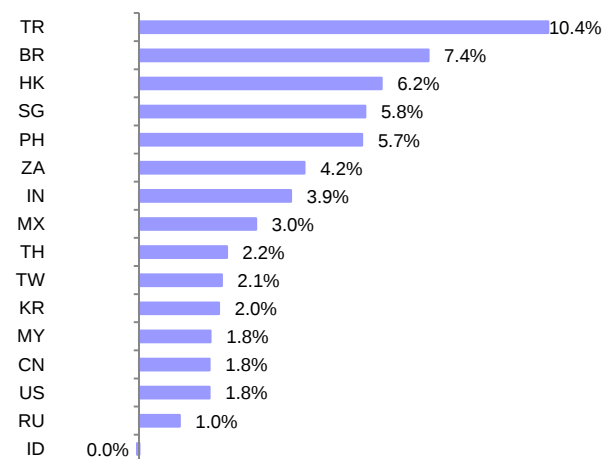
- 1月の新興国通貨は、大半の通貨が上昇した。月初にオフショア人民元(CNH)市場における短期金利の急騰を受けてCNHが急上昇すると、アジア通貨を中心に新興国通貨は連れ高となった。また、トランプ米大統領が記者会見及び就任演説で経済政策の詳細を発表しなかったことに伴う失望感がドル売りに繋がり、新興国通貨は底堅さを増す展開となった。
- 1月23日、トランプ大統領は就任直後に環太平洋経済連携協定(TPP)から「永久に離脱する」とした大統領令に署名した。また、米大手企業の経営者との会談では、米国外に生産拠点を移転する企業には「非常に大きな関税を課す」と言及するなど、保護主義的な政策の導入を改めて示唆している。
- イエレンFRB議長は18日の講演で「2019年まで年数回の利上げを見込む」と述べた。同発言後、米金利は低下から上昇に基調が変わりつつあり、米金利の上昇が今月の新興国通貨を下押しする見込みだ。
- 一方で、米新政権はドル高に対する懸念を強めており、今後は通貨の切り上げを主要な貿易相手国に要求する可能性が高まっている。トランプ大統領は円安や人民元安が米企業の競争力を低下させていると述べたほか、ナバロ国家通商会議トップは「暗黙のマルク安が貿易交渉の障害になっている」とユーロ安がEU、特にドイツとの貿易赤字拡大に繋がったと批判している。
- こうした動きを受けて、積極的にドル買い・新興国通貨売りを仕掛ける向きが少なくなることから、今月の新興国通貨は小幅な下落を予想する。
- そのほか、OPEC諸国からは昨年の合意に基づき原油生産量の減少が報告されているため、原油相場は底堅く推移し資源国通貨も堅調な値動きとなる。また、中国経済については旧正月明けの今月に発表される経済指標の数は少なく、新興国通貨に与える影響は限定的と考える。
- なお、トランプ大統領は今月ないしは来月に予算教書演説を行い財政政策の詳細について述べる見込みだ。米新政権の予算案作成を担うマルバニー次期米行政予算局長は財政健全化志向の強さで知られており、債務上限の引き上げに反対してきた。既に同氏は各種助成金廃止など歳出削減案を作成しつつあると報道されている。そのため、市場が予想するよりも保守的な予算方針が発表されることで、トランプ大統領の経済政策(トランプノミクス)への期待が後退し、ドル安・新興国通貨高の流れが加速するリスクには注意したい。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年1月)



(資料) ブルームバーグ

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年1月)

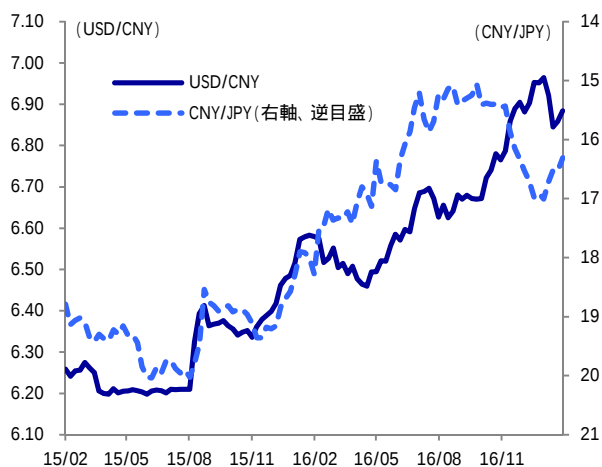


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：米中関係の緊張が懸念される

- 1月のCNYは底堅く推移した。年初よりオフショア人民元(CNH)市場において短期金利が上昇し、CNH 売りポジションの解消が進んだことで CNH は 6.99 近辺から 6.80 近辺まで急激に買い戻された。CNYも連れ高となり、6.95 近辺から 6.85 近辺まで上昇。月末にかけては、やや売り戻されるも引き続き 6.8 台後半での値動きとなった。
- 1月20日に発表された10～12月期GDPは前年比+6.8%と7～9月期(同+6.7%)から僅かに加速した。なお、2016年の年間成長率は同+6.7%となり、政府目標(+6.5%～7.0%)を達成した。
- 中国政府は昨年に続き、積極的なインフラ投資で景気下支えを図っている。12日に国家発展改革委員会(NDRC)は、情報インフラの整備に3年間で1.2兆元(名目GDP比+1.6%)を投じると発表した。徐・NDRC主任は「2017年初の中国経済は安定に向かう」と述べており、中国政府は国内経済が当面は底堅く推移することに自信を示している。
- もっとも、同主任は「中国経済の国内外の状況は複雑で厳しい」としており、中期的な経済の先行きについて不透明感が強いことを示唆した。「国内の状況」は、自動車取得税の減税終了に伴う自動車販売の反落や不動産規制強化に伴う不動産市況の急速な悪化を念頭に置いている模様だ。
- 「国外の状況」は、トランプ大統領の中国に対する強硬姿勢を指すと考えられる。同氏は中国の税制度や人民元安が米国企業にとって貿易上不利になっていると発言した。そのため、今後は中国に対して税制制度の見直しや、人民元の切り上げを要求してくる公算が大きい。
- しかしながら、中国は米国の要求に応じないだろう。2014年下旬から2015年上半にかけて他の通貨が対ドルで下落する中、中国当局は人民元を対ドルで安定推移させた。その結果、人民元の実効レートが上昇し、輸出の減速と製造業の業況悪化を招いてしまった。こうした過去の経緯に鑑みれば、米国側の要求に応じて人民元が切り上げられる可能性は低い。
- 今後は米新政権が中国に対して通商・通貨政策の見直しを迫るも、中国は応じないという展開が見込まれる。国内経済の先行き不透明感が強い中、米中関係が緊張することで資本流出圧力は後退せず、CNYは軟調な値動きが続くと予想する。(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



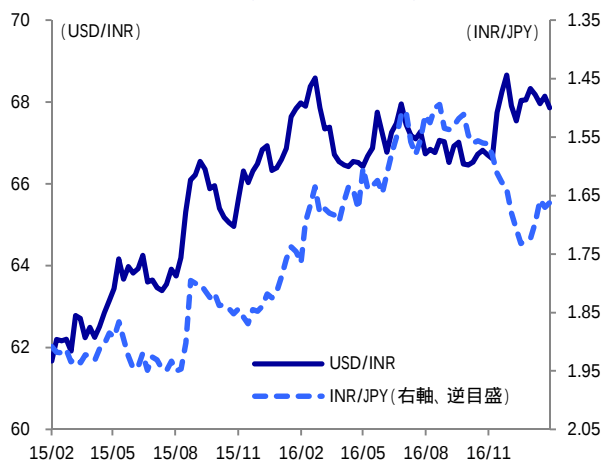
(資料) ブルームバーグ

インドルピー (INR)：当面のテーマは州選挙と高額紙幣廃止の影響

- 1月のINR相場はレンジ内で推移。月初は米金利上昇に伴いINRは下落したが、人民元が対ドルで上昇するとルピーも堅調に推移。トランプ大統領や米高官からのドル高けん制発言を背景に68を挟んだ推移が続いた。
- インド経済は軟化している。11月鉱工業生産は前年比+5.7%と2か月ぶりに増加した一方、12月製造業PMIは49.6と12か月ぶりに景気拡大/縮小の節目となる50を下回り、12月非製造業PMIも2か月連続で50を下回った。また、12月自動車販売は前年比▲18.7%と大幅な落ち込みを見せている。
- 特に国内二輪メーカーの一部は生産調整に入っており、生産台数を前年比約▲3割縮小する動きもある。こうした景気鈍化の背景には、昨年11月に実施された高額紙幣廃止の影響がある。インドでは農村部を中心に高額消費でも紙幣によって決済することが多く、その手段が失われたことで個人消費の低迷とそれに伴う生産停滞が発生している模様だ。
- なお、廃止を決定したモディ首相には3月の州選挙を前に、野党が不正に貯蓄している現金を無効化する狙いがあったと言われている。しかし、既に廃止された高額紙幣(15兆4000億ルピー)は約94%が回収されており、不正蓄財が解消されたとは言いがたい。一方、新紙幣の供給は9兆2000億ルピーと追いついておらず、景気下押し圧力だけが残る結果となっている。
- このほか、ジャイトリー財務相は16日に物品・サービス税(GST)の導入時期は当初予定から3か月遅れた7月1日が「現実的」と発言している。背景にはGSTの管理方法を巡って連邦政府と州政府との意見対立が長引き、細則に関する合意形成が進んでいない実態がある。
- こうした経済混乱や改革の遅れは州選挙において政権与党であるインド人民党(BJP)の向かい風になる可能性が高い。但し、国内で最大の人口を抱えるウッタル・プラデシュ州選挙の世論調査を見るとBJPの獲得議席予想数は403議席中129~139議席との結果もあれば、206~216議席との結果もあり、BJPが選挙戦で勝利できるか不透明感は強い。
- 3月の州選挙に伴って国内の構造改革は停滞すると見られるほか、高額紙幣廃止によって2017年上期の成長率は下押しされる可能性が高い。RBIの利下げも予想される中で、インドルピーは緩やかな下落を続ける見通しだ。

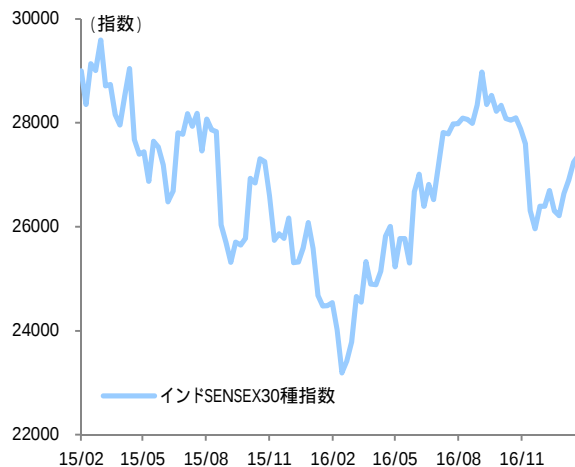
(斉藤周)

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

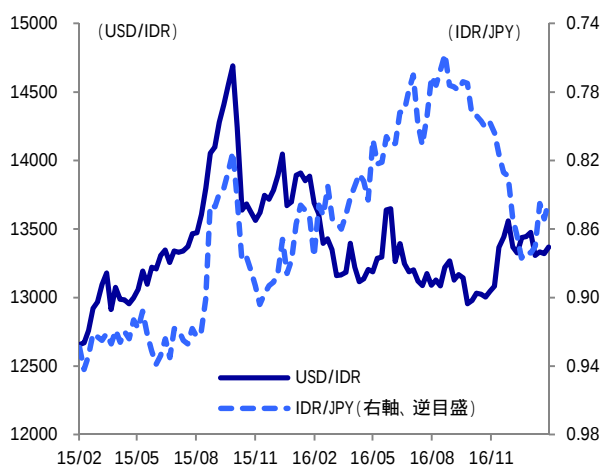


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：引き続き政治リスクに注目

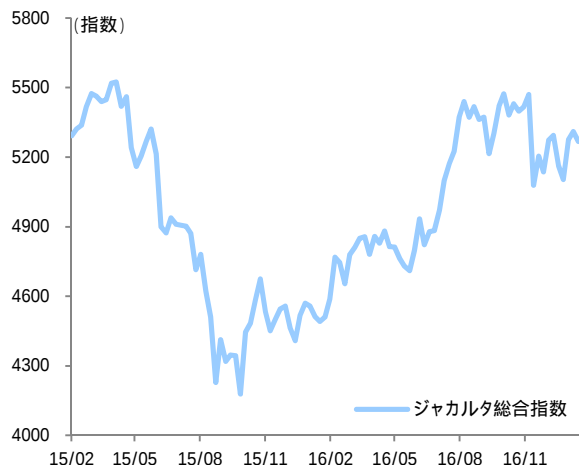
- 1月のIDRは13260～13490近辺の狭いレンジ内での推移となった。月初から堅調に推移していたが、トランプ大統領就任式を前に一時13400台まで軟化。しかし、その後は13300台に戻り同水準で越月した。
- インドネシア経済は弱い動きが見られる。12月輸出は前年比+15.6%と11月(同+21.4%)から減速したが、資源価格の上昇を受け2011年10月以来の高い伸び率を維持した。一方、政府によるインフラ投資減速を背景に、12月製造業PMIは49.0と3か月連続で景気拡大/縮小の分かれ目となる50を下回った。また6日に発表された12月消費者信頼感指数は115.4と11月(115.9)から低下している。
- 19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3会合連続で据え置かれた。声明文では、2017年のリスクとして米国と中国における政策動向を指摘し、特にトランプ大統領の政策を見極める姿勢を示した。それに加え、原油価格の上昇をインフレ率に対する上振れリスクとして新たに挙げている。
- 足許、12月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と11月(同+3.6%)から鈍化したが、政府による年末年始の食材価格統制によるものであり、今後は原油価格上昇によるインフレ加速が予想される。
- 12日、政府は2014年により禁止してきたニッケル鉱石とボーキサイトの輸出を一定条件の下で認める規制緩和を発表した。この禁輸を背景に輸出は月間1億ドル程度押し下げられてきたため、今後は貿易黒字(12月:約10億ドル)の拡大要因となりそうだ。
- 2月15日(水)実施のジャカルタ州知事選を前に、1月13日に現職で政権与党が支持するバスキ候補、アグス候補とアニエス候補による公開討論会が行われた。バスキ候補は宗教冒涇罪で公判中だが、その後14日～19日にかけて行われた民間調査では、36.8%の支持を集める結果となった(アニエス候補は28.5%、アグス候補は25%の支持率)。但し、支持率は拮抗しており、バスキ氏が敗れた場合、ジョコ政権への打撃となる可能性も窺っている。
- 国内経済の弱い動きに加え、トランプノミクスへの期待などを背景に当面IDRは軟調推移となるだろう。(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



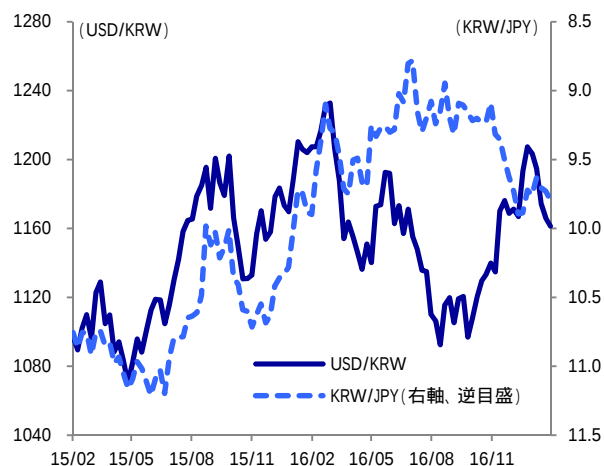
(資料)ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW): 消費者マインドの悪化が懸念材料に

- 1月のKRWは上昇した。月初は1210近辺でオープン後、CNHの急上昇を受け1180台まで連れ高となった。その後、トランプ大統領から具体的な政策が発表されなかったことに伴う失望感からドル売りの流れとなり、月末にかけては1160近辺まで買い進められた。
- 1月25日に発表された韓国10～12月期GDPは前年比+2.3%と7～9月期(同+2.6%)から減速した。内訳を見ると、輸出の回復とそれに伴う製造業の設備投資増加などを背景に総固定資本形成が同+7.0%と7～9月期(同+5.3%)から伸び幅が拡大している。一方、消費者マインドの悪化を受けて民間最終消費支出が同+1.6%と7～9月期(同+2.7%)から減速した。
- 今後は政局不安を受けた消費者マインドの更なる悪化が民間最終消費支出を下押しすることで、韓国経済は低迷を続ける可能性が高い。朴大統領のスキandalを巡る影響が深刻化した11月以降、消費者信頼感指数は悪化を続けており、1月は93.3と2009年3月以来の低水準まで落ち込んだ。
- 朴大統領罷免の是非を問う憲法裁判所の弾劾審判については、3月中に最終判断が下される公算が大きい。但し、仮に弾劾が有効とされ大統領選挙が実施されたとしても、各候補者の支持率は拮抗しており、新政権がどのような政策を採用するかは不透明感が強い。そのため、政局不安は払拭されず、消費者マインドの悪化が続き、韓国経済の低迷は当面続くと見込む。
- 国内の政治情勢に加え、米新政権の動向も韓国経済の先行き不透明感を強める要因となっている。最も懸念されるのは米韓自由貿易協定(FTA)の破棄であろう。現代経済研究所は破棄された場合、2017年～2020年の間に対米輸出は最大130億ドル(2016年の輸出総額比2.8%)減少し、それに伴い12万7千人の雇用(労働人口比0.5%)が失われると試算している。
- 13日に開催された韓国中銀(BOK)の金融政策決定会合では、7会合連続で政策金利を1.25%で据え置いた。BOKは2017年の韓国経済は小幅に減速するとの見通しを発表するも、米新政権の動向を見極めるため、現状の金融政策を維持した模様だ。
- 政治情勢の混迷化に伴う景気減速や、トランプ大統領の米韓FTA見直しに対する懸念を背景に当面のKRWは軟調推移を予想する。

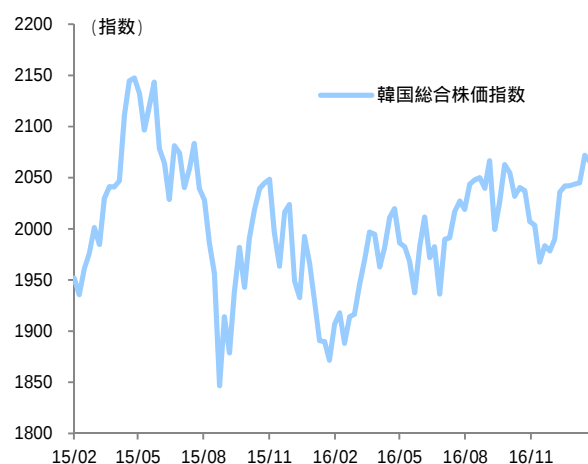
(佐々木貴彦)

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

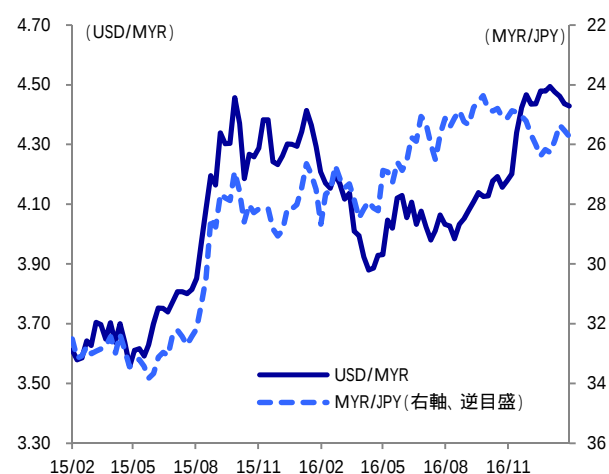


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：BNMの通貨政策が重要に

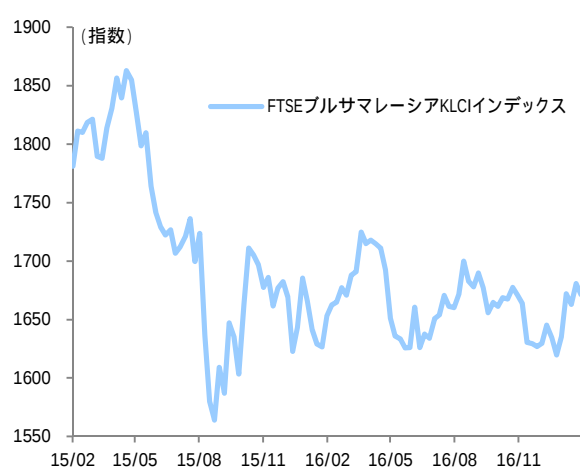
- 1月のMYRは上昇する展開。MYRは4.48台でオープン後、人民元の上昇や堅調な原油価格、米金利の低下を背景にドル売りMYR買いの流れとなった。また、米新政権からのドル高けん制発言もあり、4.43近辺で越月した。
- マレーシア経済は一部で回復の動きが見られる。12月製造業PMIは47.1と22か月連続で景気回復の境目である50を下回った。もっとも、11月輸出は前年比+7.8%と3か月ぶりに増加し、11月鉱工業生産も同+6.2%の高い伸びになるなど、指標によっては良好な結果が見られる。
- 19日のマレーシア中銀(BNM)の金融政策決定会合では、政策金利が3.00%に据え置かれた。声明文では、世界的に台頭している保護主義や地政学的動向、商品価格の変動に伴い世界経済の先行き不透明感が増しているとした。
- マレーシア経済については、民間セクターが景気のけん引役になり、今後は概ね予測通りの経済成長が見込めるとの見方を維持した。インフレに関しては、2017年は原油価格の上昇に伴い2016年(+2.1%)から加速するとの見通しを示している。
- なお、18日発表の12月CPIは前年比+1.8%と11月から伸び率が横ばいとなった。但し、エネルギー価格の影響を受ける交通費のマイナス幅が徐々に縮小しており、BNMの指摘通りマレーシアのインフレ圧力は強まっていよう。
- 昨年12月2日に変更された為替管理制度に関して、BNMは今年の年央まで同措置を継続する考えを示した。変更は①為替リスク管理の容易化、②MYR払い決済の促進、③金融市場の深化と流動性の拡大を目的としており、マレーシアの輸出業者が輸出代金の75%をMYRで保有することなどが義務付けられている。
- ムハンマド BNM 総裁は「規制は資本コントロールを目的としたものではない」と、導入目的がMYR相場の安定にあることを強調した。また、為替介入を目的とした新たな措置の導入も示唆されており、マレーシア当局の動向には注意が必要だ。
- FRBによる連続的な利上げとトランプノミクス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。(齊藤周)

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

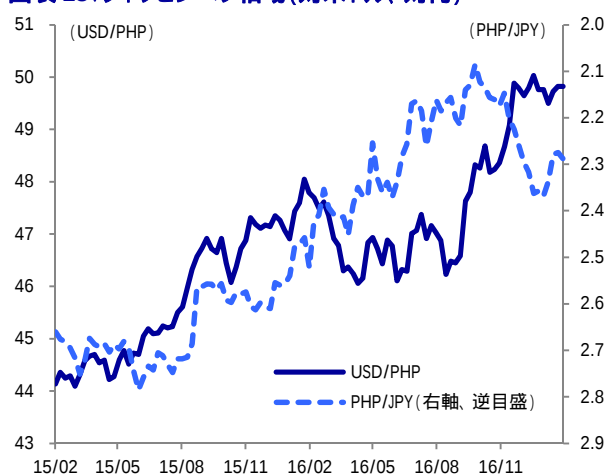


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：景気は一時的に減速

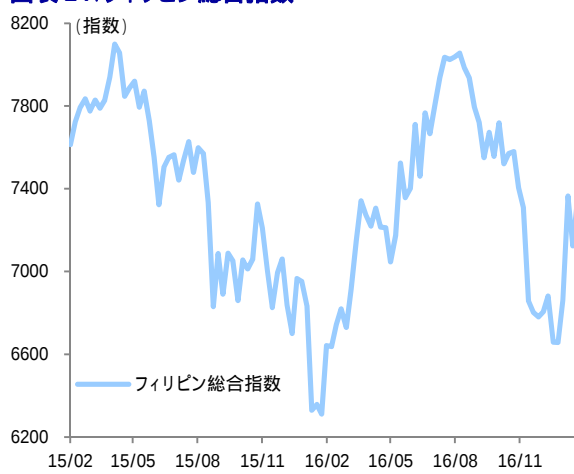
- 1月のPHPはレンジ内で推移。月初、人民元が急騰するに連れてPHPも堅調に推移。その後、米12月雇用統計の好調な結果を背景にドル買いの動きとなるも50近辺では当局の介入警戒感も強く、結局49.80近辺で越月した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン人労働者(OFW)送金は11月に前年比+18.5%と10月(同▲3.0%)から大幅に加速した。直近3か月の平均で見ても、9～11月期は同+7.4%と2016年平均(同+5.6%)を上回って推移している。また、PHPベースでは11月は同+23.9%と2014年3月以来の高い伸びとなった。
- 1月26日に発表された10～12月期GDPは前年比+6.6%と7～9月期(同+7.0%)から減速した。輸出(7～9月期：同+8.8%→10～12月期：同+10.4%)が堅調だったことから純輸出寄与度が▲3.1%ポイントと前期から横ばいを維持した。一方、食品インフレを背景に食料品消費が押し下げられ、家計最終消費支出(7～9月期：同+7.1%→10～12月期：同+6.3%)が減速したほか、民間投資を中心に総固定資本形成(7～9月期：同+23.8%→10～12月期：同+18.7%)の伸びが鈍化したことで成長率を押し下げている。
- もっとも、個人消費の減速は一時的と言え、好調なOFW送金を背景に底堅く推移する見込みだ。また、ドゥテルテ大統領はインフラ整備を加速する姿勢を示しており、今後もフィリピン経済は堅調な成長が予想される。
- なお、フィリピン経済はビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)によるコールセンターなどの設置を通してサービス輸出を拡大してきた。しかし、トランプ大統領は米国への雇用回帰を狙いとした保護主義的な政策を打つ可能性が高く、その動向によってはBPOの伸び悩みやOFW送金の縮小に繋がり、フィリピン経済の成長率が押し下げられる恐れがある。
- このほか、外国人がマニラの警察本部で殺害された事件に関連して、容疑者が麻薬犯罪捜査官だったことから、政府による麻薬犯罪対策への支持低下を指摘する向きがある。当面は政権運営に大きな影響を与えるとは見ていないが、政治混乱リスクとして留意は必要だろう。
- トランプノミクスと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、政治的な不透明感からPHPが売られる展開には注意したい。(斉藤周)

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

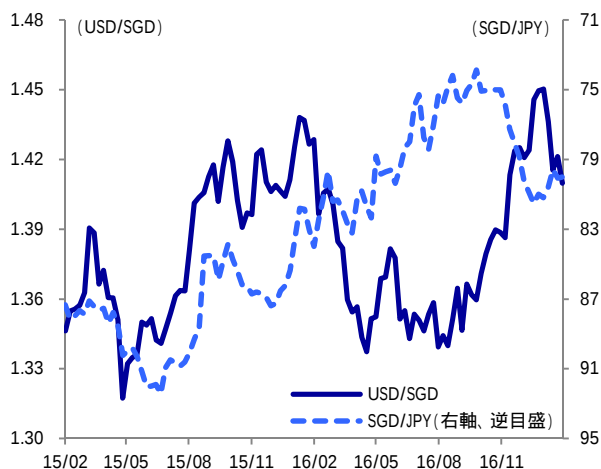


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): 燦る MAS の NEER 切り下げ期待

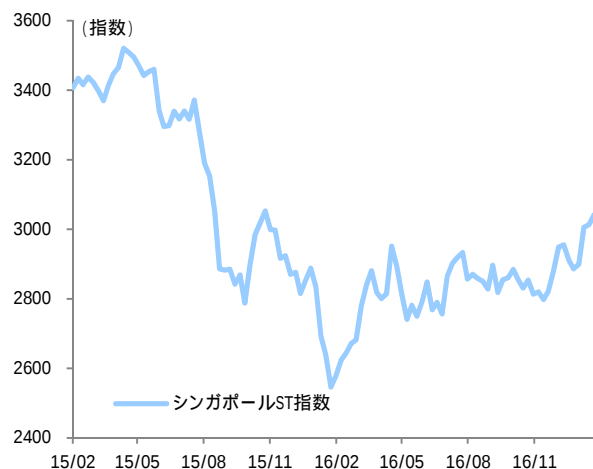
- 1 月の SGD は、1.45 近辺でオープン。その後、記者会見などでトランプ大統領から具体的な政策内容が発表されなかったことに伴う失望感からドル売りの流れとなると、月央にかけて 1.42 近辺まで上昇した。月末にかけても続伸し、1.41 近辺で越月した。
- 1 月 3 日に発表された 10～12 月期 GDP は前年比+1.8%と市場予想(同+0.3%)を上回り、7～9 月期(同+1.2%)から加速した。電子機器やバイオ医療分野の伸びを背景に製造業が同+6.5%と 7～9 月期(同+1.7%)から大幅に加速したことが、シンガポール経済全体の伸びをけん引した。なお、2016 年の年間 GDP 成長率は+1.8%となり、シンガポール通産省(MTI)の見通し(+1.0%～1.5%)を上回った。
- 12 月 PMI(総合)は 50.6 と 5 か月連続で改善し、電子機器の輸出は 12 月に前年比+5.7%と 11 月(同+3.5%)から加速し、2015 年 9 月以来の高水準となるなど、シンガポール経済には明るい兆しが見られる。
- もともと、米新政権の保護主義的な通商政策によってシンガポール経済の先行きに対する懸念は強まっている。また、SGD の動向に左右されるシンガポールの短期金利は、米大統領選後の SGD 安を受けて急上昇しており、不動産市況は冷え込む可能性が高い。
- こうした経済情勢を受けて、シンガポール通貨庁(MAS、中央銀行)が政策操作対象である SGD の名目実効為替レート(NEER)を SGD 安方向に切り下げるとの思惑が燦っている。
- しかしながら、MAS が NEER の切り下げを行うのは、IT バブル崩壊、重症急性呼吸器症候群(SARS)の発生やリーマンショックなど経済危機が発生した時に限られる。世界経済が深刻な状態に陥っていない以上、現時点で切り下げが行われる公算は小さい。
- また、12 月 CPI が前年比+0.2%と 2014 年 10 月以来となる前年比プラスに転じるなど、インフレ圧力が徐々に高まっていることも、MAS が現状の金融政策を維持する理由となろう。
- MAS が金融政策を変更する可能性は低いものの、米新政権の保護主義的な通商政策に対する懸念と、それに伴うシンガポール経済の先行き不透明感を背景に当面の SGD は軟調推移を予想する。(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

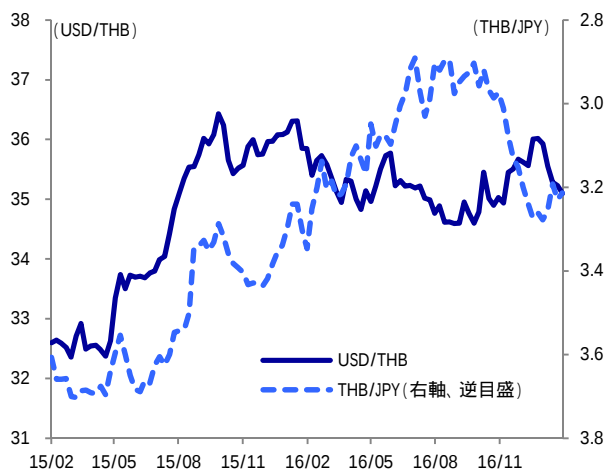


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：新憲法案修正により民政復帰に再び遅れ

- 1月のTHBは小幅に上昇した。月初は35.80台だったが堅調に推移し、月中旬には35.20台まで上昇した。トランプ大統領就任式後は一時35.40台まで軟化するも、その後反発し月末は35.10台で取引を終えた。
- タイ経済は回復の動きが見られる。1月24日に発表されたタイ12月貿易統計(通関ベース)によると、輸出は前年比+6.2%と11月(同+10.2%)から減速したが、エネルギー価格の上昇を背景に2か月連続でプラスの伸び率となった。また、輸入は同+10.3%と11月(同+3.0%)から大幅に加速した。
- 輸入加速の背景として堅調な民間消費が挙げられる。11月民間消費は前年比+1.3%(10月:同+3.0%)と、10月のプミポン国王崩御に伴う服喪期間中にも拘らず前年比プラスを維持した。また、政府の景気刺激策を受けて、国王崩御後に低下していた消費者信頼感指数は12月に73.7と3か月ぶりに上昇している。民間における服喪期間の目安とされた100日間が経過し、今後は民間消費の回復が期待される。
- 24日にウィラタイ・タイ中銀(BOT)総裁は、「景気回復の勢いは増しているが、非常に緩和的な金融政策を維持する」と述べた。BOTはハト派色を強めており、今後景気が下振れする場合は利下げに踏み切る可能性が高まった。なお、トランプ政権の下での保護主義の台頭や、英国のEU離脱(Brexit)などが為替相場に変動をもたらすリスクがあるとの懸念を示した。
- ワチラロンコン新国王は新憲法案の国王の権限に関する事柄の幾つかに修正を求めた。具体的には国王が国内不在の際に摂政を任命する条項について、外遊中は摂政を置かないことを認めることなどを求めた模様だ。
- 暫定議会は13日に新憲法発布に必要な国王の署名期限を延ばすため、暫定憲法の修正を可決した。国王は新憲法案を20日に政府に差し戻しており、政府は新憲法案を修正し国王に再び奏上する予定だ。新憲法発布の遅れにより、2017年末に予定されていた総選挙は2018年半ばになる可能性が高い。選挙結果の確定や閣僚選任などにも時間がかかると見られ、新政権発足は2018年末頃にずれ込む見込みだ。民政復帰が遅れることから、政治動向がTHB相場に対する公算は小さいと言えよう。
- トランプノミクスへの期待からドル買い地合いが継続しやすく、THBは当面下押しされやすいだろう。しかし、安定した経常黒字を背景に年後半は緩やかな上昇を予想する。(大島由喜)

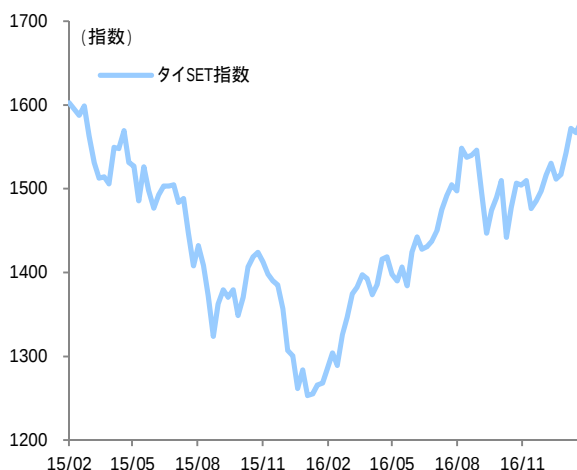
図表 17: タイバーツ相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2017年2月2日

図表 18: タイ SET 指数

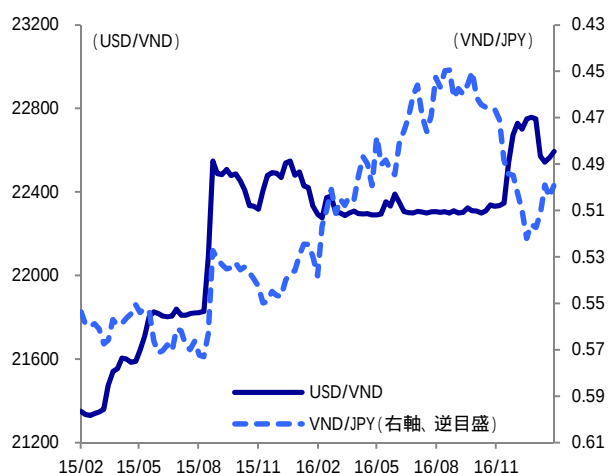


(資料)ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：ベトナム政府は経済の「安定」を優先

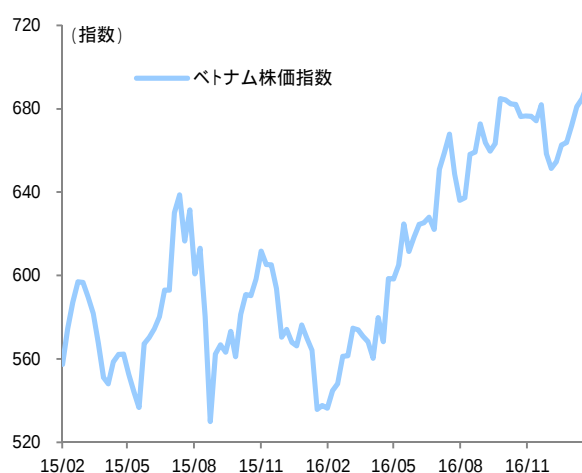
- 1月のVND相場は上昇した。年初、オフショア人民元(CNH)の急騰に連れ、VNDも22750近辺から22550近辺まで急上昇した。その後は、小幅に下落し22600近辺で越月した。非公式レートは年初に23000近辺から22700近辺まで上昇。月末にかけては売り優勢となり、22900近辺まで下落した。
- 年初よりベトナム政府は経済成長よりも安定を優先する姿勢を改めて強調している。6日、フック首相は公的債務残高が国会で設定した上限(対GDP比65%)を既に超過しており、「債務の上昇傾向を止めなければ、国家財政の破綻を引き起こしかねない」と、緊縮財政政策の採用を示唆した。
- また、ベトナム国立銀行(SBV、中央銀行)のフン総裁は、景気下支えや為替レートの安定などSBVは様々な政策目標を課せられているものの、「インフレ率を+4%に抑えること」を優先的な目標にすると述べた。実際、2017年における与信の伸びについては前年比+16%と2016年の目標(+18%~20%)を下回る水準に止め、景気の過熱を防ぐとしている。
- ベトナム税関局は2016年における国・地域別の貿易統計を公開した。貿易額は中国が最大となったものの、貿易黒字額では米国(+298億ドル)が最大となり、かつ過去最大を更新している。外需における米国の重要性が高まる中、トランプ大統領が保護主義的な通商政策を導入することにより、ベトナム経済が大きく下押しされるとの懸念は根強い。
- もっとも、中国(+3472億ドル)、日本(+690億ドル)やメキシコ(+634億ドル)の対米貿易黒字(米商務省、直近12か月)と比べて規模は小さく、ベトナムが標的になる可能性は小さいとの意見もある。また、2018年には重要輸出先であるEUとの自由貿易協定(FTA)が発効されることから、外需の急激悪化は見込みがたい。
- 年初よりVNDの実勢値が上昇する中、SBVは中心レートを22160近辺から22200近辺までVND安方向に設定し続けた。また、ドル買い介入を実施したとも報じられており、SBVは国際競争力を維持するためにVNDの急騰を抑制している模様だ。
- 米国の保護主義的な通商政策への懸念を背景に当面のVNDは下落するだろう。但し、現時点でベトナムが米通商政策の標的になる可能性は低く、VNDは年末にかけて底堅さを取り戻していくと予想する。(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

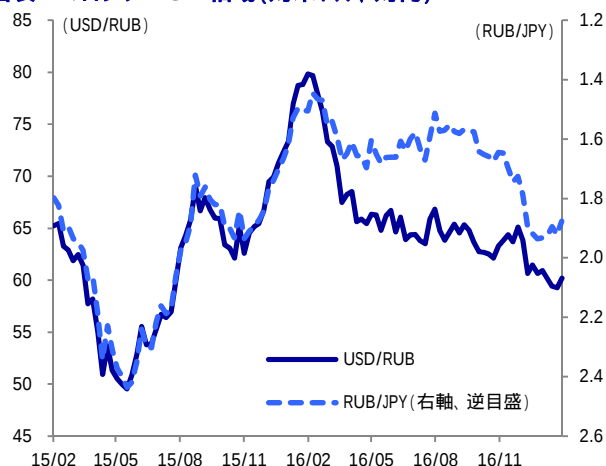


(資料) ブルームバーク

ロシアルーブル(RUB)：まずは財務省と CBR の綱引きに注目

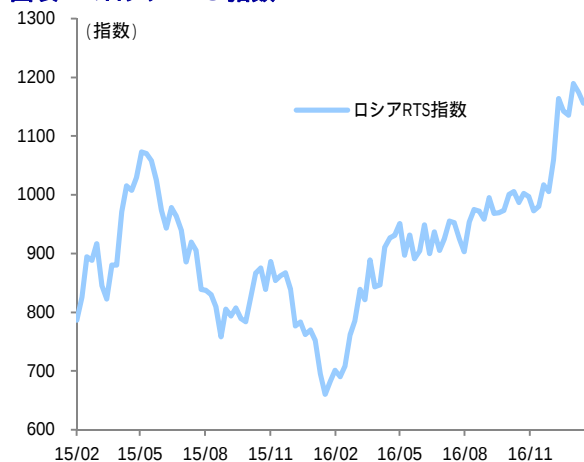
- ・ 1 月の RUB はもう一段の水準切り上げ先行から、高止まり、月末にかけては若干水準を切り下げた。
- ・ 月初の RUB 上昇は、原油価格の続騰に追い付く格好で進んだ。原油価格は昨年 11 月に合意に達した減産について、クウェート、オマーンなどの履行を確認することで上昇した。
- ・ ただし、モスクワ市場は年末から 1 月 8 日まで連休で、この間の RUB 高は、流動性に乏しい市場で、思惑によって持ち上げられた感が否めなかった。実際、9 日以降、RUB は下落に転じたが、この値動きは米シェールやイラクの増産に対する警戒感から反落した原油価格に連れたものと考えられた。
- ・ その後、RUB は高止まり。原油価格の安定に加え、トランプ米大統領が、ロシア向け経済制裁の解除に前向きとの思惑も RUB を押し上げた。
- ・ 様相が一変したのは 25 日。ロシア財務省が、40 ドル/バレル(ウラル産)を越える分の原油収入(RUB)を市場で USD に転換する計画を発表。現行原油価格で月額 15 億ドル程度の USD 買いになるとの試算も聞かれた。
- ・ RUB は当面軟調を予想。原油価格は、過去一年余りを振り返れば高止まりと言える水準にあるが、過去三年を振り返れば、まだまだ安値圏を抜け出してはいない。それでも、米シェール石油の生産は明確に上向いてきており、足元は昨夏の最低水準から 50 万バレル/日程増加している。OPEC 加盟国・非加盟国が昨年 11 月末に合意した減産が合計 180 万バレル/日だから、数字の上では供給減は事実だが、OPEC 加盟国・非加盟国の減産がどこまで遵守されるかは、時間を追って確かめるまで過信はできない。
- ・ 米国によるロシア経済制裁解除に対する期待に、先走った感が強いのも RUB の反落余地を見込む要因のひとつ。
- ・ ロシア財務省による RUB 売りは、日額にすると 70 百万ドル程度と、RUB 水準に影響するほどの規模ではないとの声も聞かれる。2014 年春、ロシア中銀(CBR)は同省のために日額 100 万ドル規模の RUB 売りをひと月半ほど続けたが、実際、RUB の値動きにはほとんど影響がなかった。まずは 3 日発表の 2 月分の RUB 売り計画を待つが、財務省に過度の RUB 高を牽制する意図があるのは確実で、物価抑制を最優先する CBR が今後どう折り合いをつけていくか(RUB 安は物価押し上げ要因)も注目される。(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

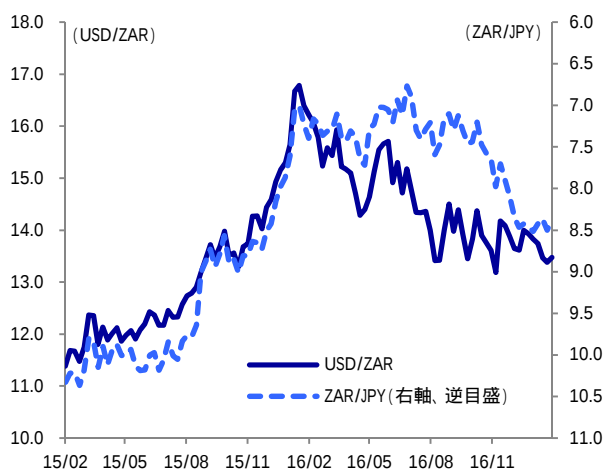


(資料) ブルームバーク

南アフリカランド(ZAR)：ズマ派・反ズマ派の政権抗争を見守る

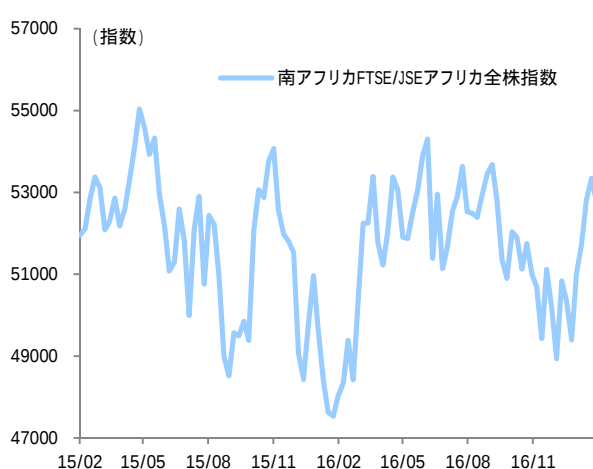
- 1月のZARは堅調推移先行から、対USDでは26日に13.1950と11週間ぶりの高値をつけた。しかし、昨年8月、11月と二番天井を打った13.20水準を上放れるには至らなかった。対円では4日につけた8.65(参照値)が結局月の高値となったが、戻り安値も浅く、高止まりと呼べる値動きとなった。
- ZAR堅調の背景には、南ア主要輸出品である貴金属・産業金属の堅調が一因と考えられた。実のところ、すんなりと全面堅調というわけではなかったが(ニッケルなどはむしろ軟調に推移していた)、月を振り返れば押し並べて堅調と言えた。JSE全株指数も、25日にUSD換算で4000ドルを突破すると調整的な反落に転じたが、月を振り返って概ね堅調な推移を見せていた。
- 更に重要な要因として、昨年1年間、ZARの重石になってきた政治的不透明感を強めるような報道・出来事がこの間見られなかったこともZARの反発を促す追い風になったものと考えられた。
- 月末にかけてZARが軟調に転じたのも、まさに政治的要因で、27日、与党アフリカ民族会議(ANC)高官の発言として、「ズマ大統領は、彼に反駁する閣僚の更迭(内閣改造)を検討している」との観測が伝えられた。
- もっとも、内閣改造の噂は昨年末から絶えず聞かれていたし、14年12月に、ズマ大統領が突然ネネ財務相(当時)を解任した経緯を振り返れば、このように政府高官を通して観測気球を上げてくるだけ、ズマ大統領も政策運営に慎重になっている証とも受け止めることができた。
- 引き続き、内閣改造の可能性はZARの大きな重石になろう。一部に、ズマ大統領は、反ズマ派の精神的支柱であるゴードン財務相その人ではなく、その懐刀と言えるヨナス財務次官の更迭を目論んでいるとの観測も聞かれる。ズマ大統領が「刀を抜け」ば、「ことは穏便に片付かない=本格的な権力抗争」につながる展開は十分に想定でき、その風向きによってはZARに売り圧力が加わる可能性も考えられよう。
- 並行して、今年末のANC党首選に向けたラマポーザ副大統領(反ズマ派)とドラミニ=ズマ・アフリカ連盟委員会委員長(ズマ派)による(ズマ党首退任後の)後継者争いも今後本格化していくことが予想される。
- 現時点で通貨市場は、反ズマ派の劣勢は南ア国債格下げリスクに直結するZAR安要因との単純な反応を見せる可能性が見込まれる。(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

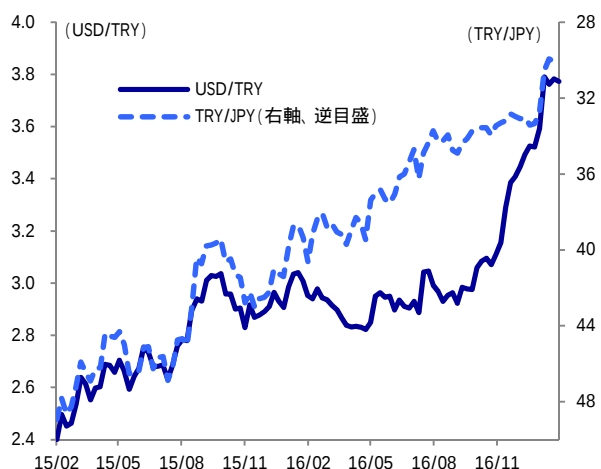


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：国民投票前に一定の調整高は期待できるか

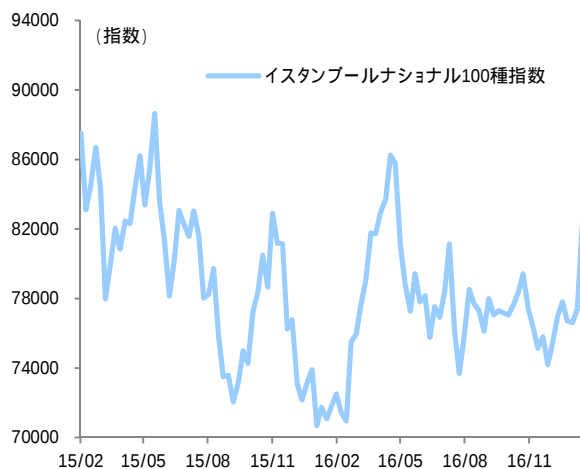
- 1月のTRYは続落。12日以降、トルコ中銀(CBRT)が1週間物レポ金利における資金供給を停止、為替スワップ入札なども活用した流動性調整による市場金利の高め誘導に踏み切ったことから一旦は反発したが、24日、1週間物レポ金利の引き上げを見送ったことから、再び下落した。
- CBRTの目線で見れば、「政策指標金利」である1週間物レポ金利(8.00%)の据え置きは、エルドアン大統領周辺からの「利上げ牽制」「利下げ圧力」をかわすための窮余の策。実際の金利誘導策は、当日物貸出金利(9.25%)と「後期流動性貸出金利」(11.00%)でそれぞれ、どれだけの資金を供給するかという流動性調整に移っている。加えて為替スワップ(USD 供給・TRY 吸収)も積極的に活用しているが、CBRTの腰が引けているのは否めない。
- 市場のTRY不信も、こうしたCBRTの姿勢が、政治からの独立を中銀が確保できていないとの判断に根差していると思われる。
- 1月20日、トルコ議会は大統領の権限強化を問う国民投票の実施を決定した。4月上旬と予想される国民投票を前に、エルドアン大統領は「強い大統領」の演出に腐心するが、内外に敵を作り、叩く戦略は必ずしも成功していない。元旦の銃撃テロは「イスラム国」の犯行だし、5日の爆弾テロはクルド人勢力の犯行。7日にはギョレン運動勢力排斥を目的に、もう一段の公務員解雇を実施したが、こうした公務員解雇が、警察、軍など治安維持に必要な人員の不足にもつながっており、テロの温床を作っているとの見方もある。
- 一方で、政権の先行き不透明感、上述テロリスク、観光収入激減や燃料輸入拡大による経常赤字拡大懸念、燃料価格上昇・リラ安・食品価格高騰などを背景とした物価上昇懸念に中銀の不作為と、材料は揃っていたものの、過去2か月で18%ものTRY安(対USD)はさすがに行き過ぎの感が否めない。
- 足元、「国民投票で大統領が政権の地歩を固めてしまえば、もう少し現実的な対応(ギョレン運動関係者への弾圧の緩和、クルド人勢力との融和、米政府との対立関係の解消や、中央銀行の独立の尊重など)に舵を切る可能性も期待できる」との思惑が、TRYの反発を促すとの期待感が台頭しつつあるように見える。確かに、そうした期待感が調整的な反発の誘引になる可能性は考えられるものの、2か月も先の、結果の知れない国民投票に、過度の期待を寄せるのは慎重になるべきであろう。(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

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)	6.8315 ~ 6.9640	6.8840	6.90	7.00	7.07	7.17	7.17
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7598	7.7595	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	67.753 ~ 68.388	67.475	68.3	68.8	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13379	13500	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1155.70 ~ 1211.78	1153.30	1180	1200	1180	1160	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	4.4250 ~ 4.5002	4.4415	4.48	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.026	49.815	50.2	49.8	48.8	48.0	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.4069 ~ 1.4547	1.4125	1.43	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	31.199 ~ 32.447	31.181	32.00	32.20	31.90	31.60	31.30
タイバーツ	(THB)	35.05 ~ 36.01	35.10	35.6	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22768	22604	22680	22750	22650	22500	22450
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	58.9611 ~ 61.7190	60.1047	62.00	62.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.1981 ~ 13.9810	13.4425	13.80	14.20	14.50	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.7730	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	3.1025 ~ 3.2912	3.1281	3.24	3.30	3.35	3.40	3.40
メキシコペソ	(MXN)	20.5836 ~ 22.0385	20.7150	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)	16.286 ~ 17.031	16.429	16.09	16.00	15.42	14.64	14.50
香港ドル	(HKD)	14.449 ~ 15.291	14.575	14.30	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.676	1.63	1.63	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.839 ~ 0.880	0.845	0.822	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 9.850	9.807	9.41	9.33	9.24	9.05	9.12
マレーシアリンギ	(MYR)	25.287 ~ 26.274	25.464	24.78	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.261 ~ 2.377	2.270	2.21	2.25	2.23	2.19	2.19
シンガポールドル	(SGD)	79.38 ~ 81.66	80.07	77.62	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.676	3.627	3.47	3.48	3.42	3.32	3.32
タイバーツ	(THB)	3.191 ~ 3.300	3.222	3.12	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4942 ~ 0.5213	0.4997	0.49	0.49	0.48	0.47	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 1.979	1.882	1.79	1.81	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.322 ~ 8.647	8.412	8.04	7.89	7.52	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	29.945	30.83	31.11	29.46	27.63	26.67
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	34.866 ~ 36.678	36.154	34.26	33.94	32.54	30.88	30.59
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.717	5.460	5.05	5.33	5.32	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年1月31日まで。SPOTは2月2日の11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(2月1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	4.35	
インド	翌日物レボ金利	6.25	6.00	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00	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	4.50	4.75	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	2.75	2.75	2.75	3.00	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	3.00	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	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	6.50	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。

2017 年 2 月 2 日