

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨： 月前半は軟調推移、月末にかけて値を戻すと予想.....	2
中国人民元(CNY)： 当面の CNY はレンジ内で推移か	3
インドルピー (INR)： 開票結果への注目が集まる.....	4
インドネシアルピア(IDR)： 政治リスクは熾り続ける	5
韓国ウォン(KRW)： 政治情勢の混乱は続く.....	6
マレーシアリンギ(MYR)： 国内経済に明るい兆し	7
フィリピンペソ(PHP)： 財政・金融政策に注目	8
シンガポールドル(SGD)： 外需は好調も、内需が足枷に.....	9
タイバーツ(THB)： 総選挙は延期も THB は堅調に推移	10
ベトナムドン(VND)： SBV は VND の安定を志向する	11
ロシアルーブル(RUB)： RUB 安率制の次は RUB 高抑制か	12
南アフリカランド(ZAR)： 引き続き現地政治の不透明感が重石に.....	13
トルコリラ(TRY)： 国民投票に対する過大な期待の剥落を警戒	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

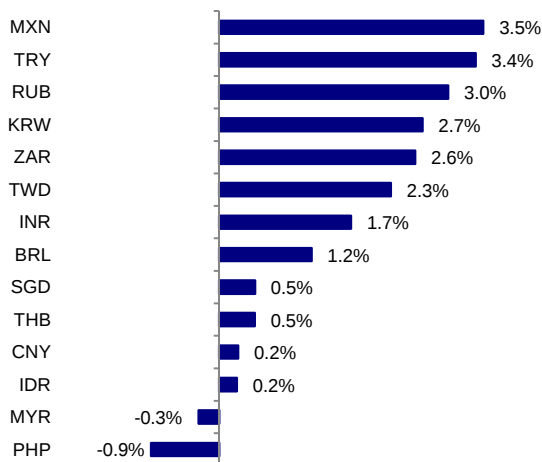
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：月前半は軟調推移、月末にかけて値を戻すと予想

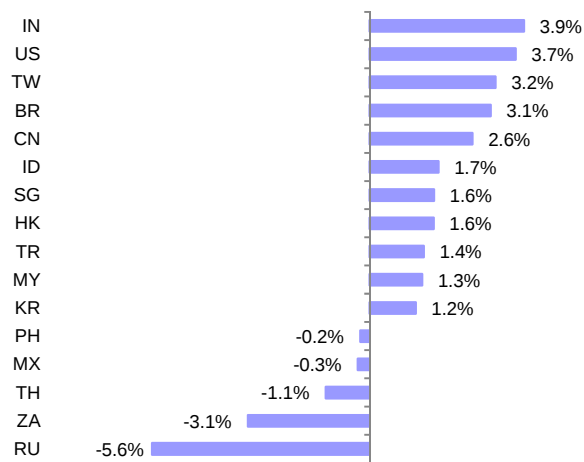
- 2月の新興国通貨は、大半が上昇した。月初に発表された米経済指標が予想を下回る結果となったことで、ドル安の流れとなり新興国通貨は底堅く推移。月央にイエレン FRB 議長が早期利上げの必要性を示唆すると、新興国通貨は値を下げた。その後はトランプ政権から期待された経済政策の詳細が発表されず、失望感からドル売り優勢となり新興国通貨は堅調に推移した。
- 景気の先行指標である新興国 1 月 PMI (マークイット集計、総合) は 51.9 と 12 月 (51.8) から上昇し、2015 年 2 月以来の高水準となった。各国で発表されている 2 月 PMI も良好な結果が目立っており、当面の新興国経済は底堅く推移する可能性が高い。こうした経済情勢に加え、2 月は市場のボラティリティが低下したことでキャリー取引 (低金利通貨を売って高金利通貨を買う) に有利な状況となり、TRY や RUB のような高金利通貨が大きく買い進まれた。
- 今月は中旬に米予算教書 (13 日前後の見込み)、FOMC (14~15 日) 及びオランダ総選挙 (15 日) など重要なイベントが集中しており、月前半の為替市場は不安定となり、ボラティリティが高まりやすい地合いとなるだろう。そのため、2 月では盛んに見られたキャリー取引が解消され、高金利通貨を中心に新興国通貨は軟調推移を予想する。
- もっとも、各イベントの結果は新興国通貨売り材料にならないと考える。米共和党内では、オバマケア廃案に伴う代替案など多くの政策事項が合意を得られておらず、予算教書で事前に提示されている以上のインフラ・減税策が出てくるとは見込みがたい。
- また、今月の FOMC に対する市場の利上げ織り込み確率は約 70% と、既に利上げを予想する向きが多くなっている。かかる状況下、実際に利上げが実行されたとしても市場に与える影響は限定的となる。
- オランダ選挙では極右・自由党が第 1 党となるも過半数は得られないと予想されることから、EU 離脱に向けた動きは進展しないだろう。このように各イベントを前に市場の警戒感は強まるも、結果自体は新興国通貨の大きな下押し要因にならないことから、月末にかけて値を戻していくと予想する。
- なお、韓国では朴大統領の弾劾裁判の判決 (中旬に予定) が下され、インドでは大型地方選挙の開票 (11 日) が行われ、インドネシアではジャカルタ州知事選挙の結果が発表される。政治リスクに市場全体が敏感になる中、結果次第では他の新興国通貨と異なる動きをする可能性があるため、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 2 月)



(資料) ブルームバーグ
2017 年 3 月 1 日

図表 2: 新興国株式騰落率 (2017 年 2 月)

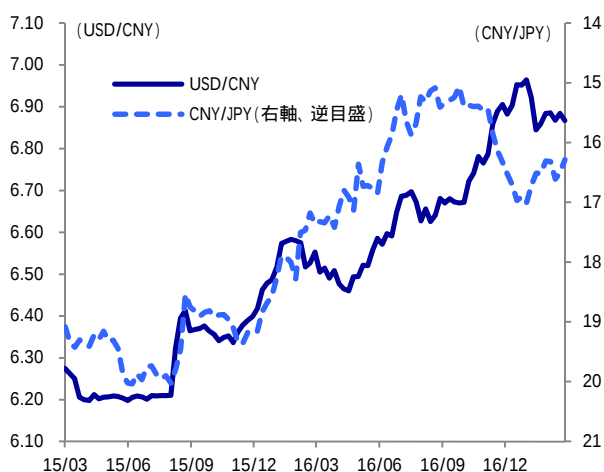


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)：当面のCNYはレンジ内で推移か

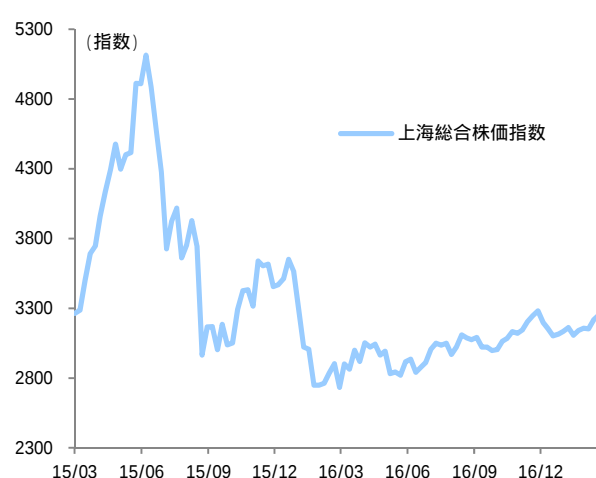
- ・ 2月のCNYはレンジ内で推移した。旧正月の長期休暇が明けた3日、CNYは6.87近辺でオープン。月央はイエレン議長のタカ派な発言を受けて一時6.89近辺まで下落した。その後は主要通貨が小動きとなる中、CNYも動意が乏しい展開となり、月末にかけては6.87近辺で推移した。
- ・ 2月10日に発表された1月輸出は前年比+7.9%と10か月ぶりの前年比プラスに転じた。また、製造業PMIは51.3と12月(51.4)から小幅に低下するも、景況判断の分かれ目である50を5か月連続で上回るなど、外需の回復を背景に製造業の業況は引き続き良好となっている。
- ・ 交通運輸省が幹線道路や水路開発プロジェクト(1.8兆元、GDP比2.4%)を2017年予算に組み入れるなど、政府の大規模なインフラ投資は2017年も継続する模様だ。3月5日(日)から開催される全国人民代表大会(全人代)では2017年予算案が正式に承認され、インフラ投資が順次実行されていく見込みだ。
- ・ 一方、2016年末で自動車取得税の大幅減税が終了し、2017年から税率が引き上げられたことで、昨年急増した自動車販売は反動減が続くと考えられる。特に2016年下半期に減税前の駆け込み需要が目立っていたため、落ち込み幅は下半期にかけて拡大し、消費は減速していくだろう。
- ・ また、昨年秋から中国人民銀行(PBoC)が流動性を引き締めたことで銀行間金利は上昇し、その結果、新築住宅販売価格の伸びは鈍化し始めている。PBoCはリバースレポ金利(実質的な市場金利下限)を2月3日に10bp引き上げ2.35%とするなど金融引き締めを続けており、今後の不動産市況は金利上昇に伴い更に悪化し、経済の下押し圧力を強める公算が大きい。
- ・ 中央経済工作会議(2016年12月14日～16日)で「人民元を合理的で均衡ある水準で安定させる」と決定されたことなどを背景に、PBoCは通貨政策の対象である実効レート年初から横ばい推移させている。当面の中国経済が堅調に推移する中、PBoCは現状の通貨政策を維持すると見込む。
- ・ 底堅い中国経済動向やPBoCの通貨安定策を背景に、目先のCNYはレンジ内の推移を予想する。但し、下半期に経済が軟化するに連れ、CNYは売り優勢の展開になると考える。(佐々木貴彦)

図表3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表4: 上海総合株価指数

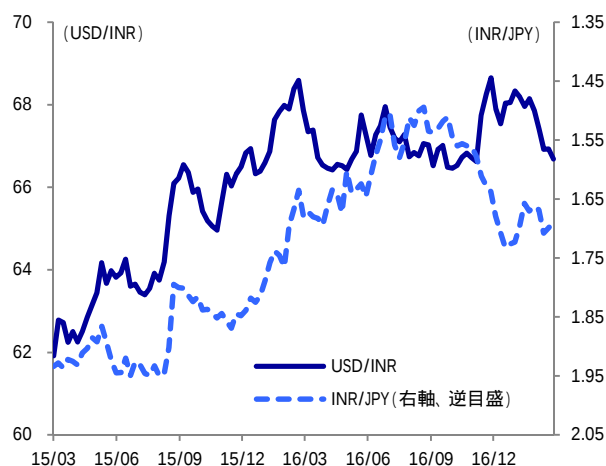


(資料) ブルームバーク

インドルピー (INR)：開票結果への注目が集まる

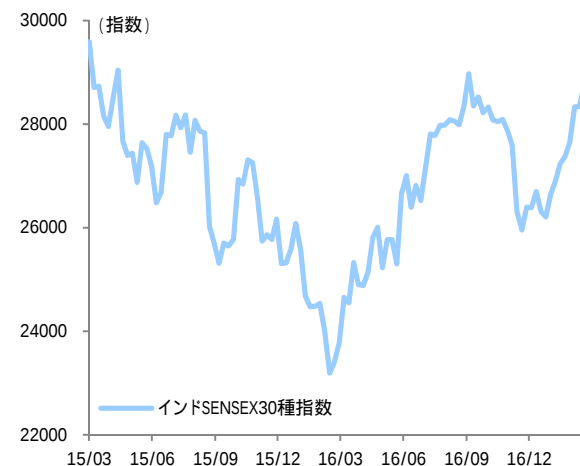
- 2月のINR相場は上昇した。月初、67台半ばでオープンしたINRは、8日に開催されたインド準備銀行(RBI、中央銀行)が市場予想に反して政策スタンスをタカ派化したことから66.6台まで強含み、同水準で越月した。
- 2月1日に発表されたインド政府2017年度予算案(2017年4月～2018年3月期)では中央政府の税収が前年度比+12.7%の約12兆ルピー、歳出総額は同+6.6%の約21兆ルピーとなった。注目されていた財政赤字に関しては、昨年度補正後予算と同じ対GDP比▲3.2%に据え置かれ、財政赤字目標(同▲3.0%)の達成時期が来年度に先送りされている。
- 歳出の内訳を見ると、農村部向けは前年度比+24.0%と大幅に拡大し、主に電力設備や住宅の供給が行われることになった。農村部は都市部に比べて現金決済の頻度が高く、高額紙幣廃止の悪影響を強く受けている。政府が財政赤字目標を先送りし、農村部向けの歳出を増やした背景には、高額紙幣廃止の影響を軽減することで、3月11日に開票される5つの州選挙で政府与党のインド人民党(BJP)への支持を集める狙いがあったと考えられる。
- 州選挙では2月4日のゴア州、パンジャブ州を初めとして随時投票が行われており、過去の選挙戦に比べて買収行為は減少している模様だ。高額紙幣廃止で野党の不正資金を根絶するとの目論見は一定の成功を収めている。
- なお、同選挙は、モディ政権の中間選挙と位置づけられており、特に最大の人口を擁するウッタルプラデシュ州でBJPが勝利するが注目される。世論調査の結果は割れており、BJPが勝利するかは依然として不透明な情勢だ。
- 8日に開催されたRBIの金融政策決定会合では、我々の予想通り政策金利が6.25%に据え置かれ、金融政策スタンスがこれまでの「緩和的」から「中立」に変更された。しかし、この決定は市場参加者にとっては驚きとなった。
- 声明文では、インフレ率について、世界的な商品価格の上昇や内需の安定によって徐々に上昇しているとしたほか、昨年決定された公務員給与引き上げによる影響を注視する姿勢を見せている。そうしたインフレ率の加速懸念がRBIの政策スタンス変更につながった。
- トランプ米大統領の経済政策(トランプノミクス)や米利上げに対する期待が燦々なか、4～6月期にかけてINRは下落する見通しだ。もっとも、その後はモディ政権の経済改革への期待やRBIの引き締め姿勢を背景に、INRは緩やかに上昇すると予想する。(齋藤周)

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

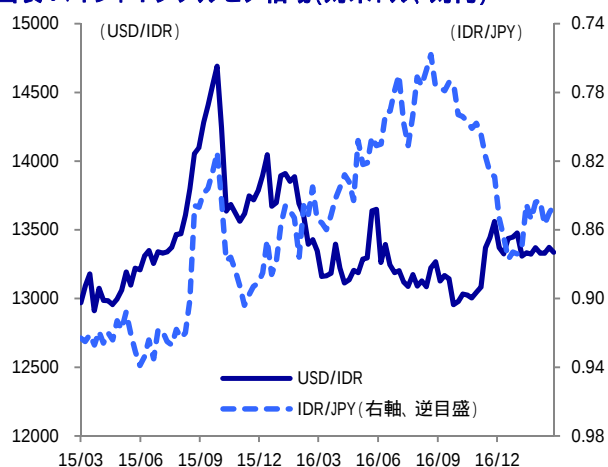


(資料)ブルームバーグ

インドネシアルピア(IDR)：政治リスクは煽り続ける

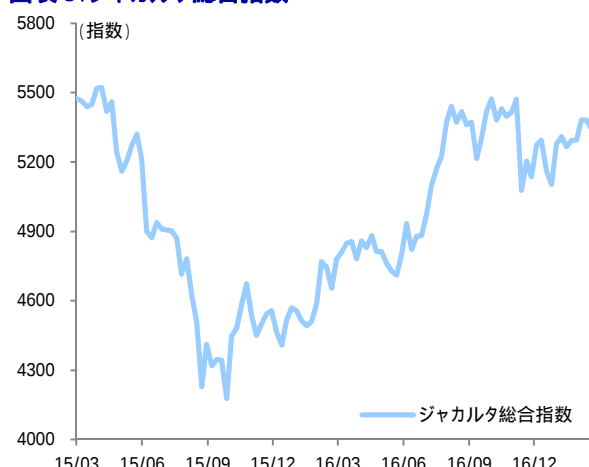
- 2月のIDRは13280～13390の狭いレンジでの取引となった。8日に大手格付け会社がインドネシアの格付けを「安定的」から「ポジティブ」に変更したことが好感され、一時13289まで上昇した。月末は13330台で取引を終えた。
- 2月6日に発表されたインドネシア10～12月期GDPは前年比+4.9%と7～9月期(同+5.0%)から僅かに減速した。内訳を見ると、各種投資を含む総固定資本形成と財・サービス輸出は加速し、最終家計消費支出は横ばいを維持している。一方、政府最終消費支出がマイナス幅を拡大したことが、成長率押し下げの主因となった。しかし、先行きの景気については、堅調な内需や、実行予定の政府のインフラ投資計画を背景に緩やかな加速が見込まれる。
- 16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にて、政策金利は4.75%に据え置かれた。声明文では引き続き米国の経済政策に関するリスクが指摘されたほか、欧州での地政学リスクやエネルギー価格の影響を受ける管理価格上昇への懸念が示された。
- BIは金融スタンスを「慎重ながら緩和的」に維持するとしているが、エネルギー価格上昇を受けたインフレ圧力に鑑みると、利下げ余地は乏しく、当面は現状の金融政策を維持すると予想する。
- 13日にインドネシア財務省税務局は3月末で終了するタックス・アムネ스티(租税特赦)後に進める3つの施策、①納税者の口座情報へのアクセスの容易化、②正しい申告を行わない制度利用者への税率の引き上げ、③納税サービスの向上、を打ち出した。政府はタックス・アムネスティ終了に伴う税収減の回避を目指していると考えられる。
- 15日に行われたジャカルタ州知事選の出口調査の結果では、いずれの候補者も得票数が過半数に届かず、結果は4月19日に予定されている決選投票に持ち越す公算が大きくなった。現職のバスキ候補は政府与党の闘争民主党やゴルカル党が支持しているほか、ジョコ大統領の盟友とも言われている。決選投票でバスキ候補が敗れるようであれば、ジョコ大統領や政府与党に少なからず打撃となり、これまで安定していた政権基盤が揺らぐとの懸念は強まり、IDR相場押し下げ材料となるだろう。
- 国内の政治的不透明感の高まりへの懸念や、トランプノミクスへの期待などを背景に当面のIDRは上値の重い推移を予想する。(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) ブルームバーク

図表 8: ジャカルタ総合指数

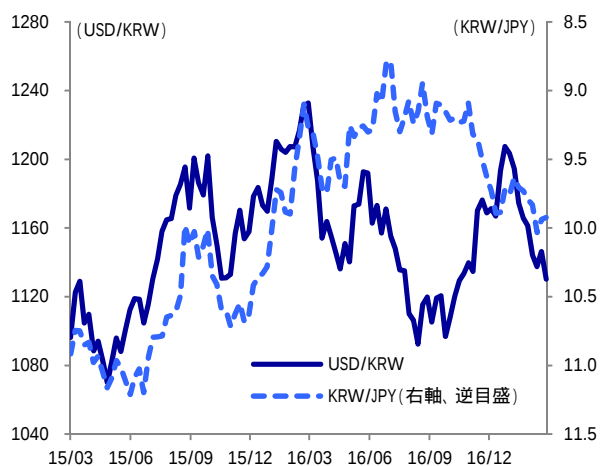


(資料) ブルームバーク

韓国ウォン(KRW)：政治情勢の混乱は続く

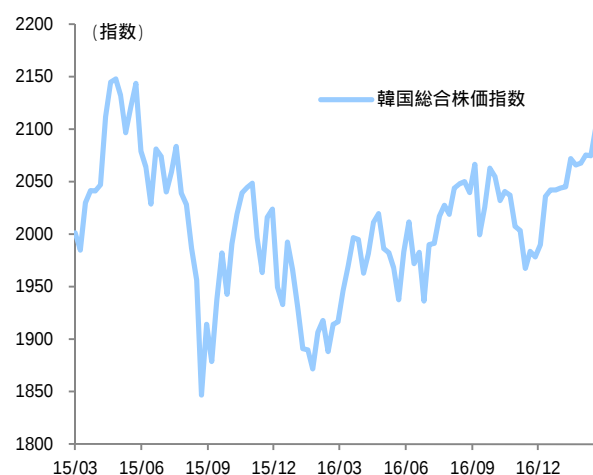
- 2月のKRWはレンジ内の値動きとなった。KRWは1150台半ばでオープン後、米経済指標の予想対比で弱い結果を受けて1130台半ばまで上昇。中旬はイエレン議長のタカ派な発言を背景に1150台半ばまで売り込まれるも、その後は買い戻され、月末にかけては1130台で推移した。
- 2月1日に発表された1月輸出は前年比+11.2%と3か月連続で加速し、2012年2月以来の高水準を記録した。また、12月鉱工業生産は前年比+4.3%と11月(同+5.3%)から減速したが、2か月連続で前年比プラスとなるなど、外需の改善が鉱工業生産の持ち直しに繋がっている。
- 片や、朴大統領を巡るスキャンダルに伴う国内政治情勢の混迷を背景に2月消費者信頼感指数は94.4と2か月連続で2009年4月以来の低水準になった。12月ディスカウント売上高が前年比▲1.9%と2か月連続で前年比マイナスとなるなど、消費者マインドの悪化は内需に悪影響を及ぼしている。
- 憲法裁判所では国会が可決した朴大統領に対する弾劾訴追案の是非を問う裁判が行われている。弾劾が有効となるには判事の定員(9人)の2/3にあたる6人の賛成が必要となる。しかし、既に1名が任期満了に伴い退職し、もう1名も3月13日に任期満了を迎える。大統領側は弁論の引き伸ばしを図っており、仮に判決日が13日以降になった場合は7人中6人の賛成が必要となるため、弾劾が棄却される可能性が高まるだろう。
- なお、米大統領選後は韓国株・債券を売り越していた外国人投資家だが、12月以降は買い越しに転じている。特に債券に関しては、2月は+28.8億ドル(21日時点)と2015年10月以来の高水準となった。
- 背景としてキャリー取引の活発化が挙げられる。市場のボラティリティが低下する中、低インフレと高水準の経常黒字国である韓国は、為替の変動が他の新興国対比で小さく、安定的に金利差収益を見込めるとの見方があった模様だ。
- 政治情勢の混迷が嫌気されるも、外需の改善を背景に緩やかな成長が続くと見込まれるほか、外国人投資による債券投資需要は底堅く、当面のKRWはレンジ内で推移すると予想する。(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

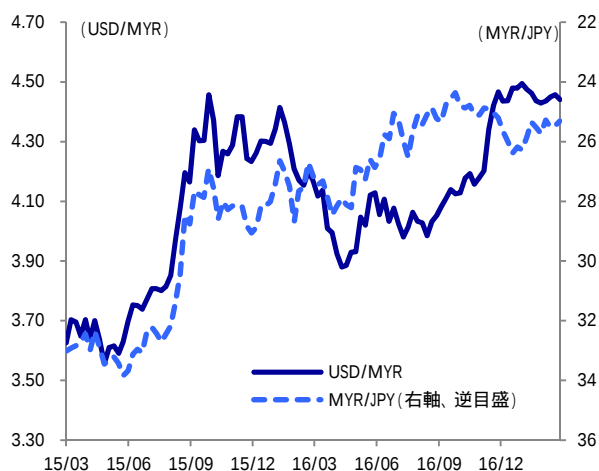


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリンギ(MYR)：国内経済に明るい兆し

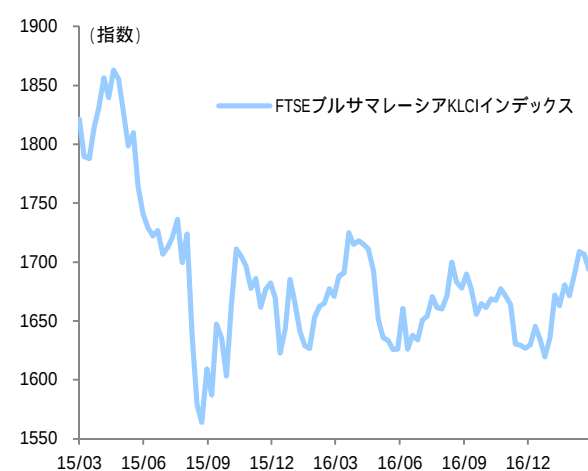
- ・ 2月のMYRは小幅に下落した。月初4.42 台推移していたが、仏大統領選を巡る政治的不透明感から、リスクオフムードが拡がり、徐々に軟化。一時 4.45 台をつけた。その後やや値を戻し、4.44 台で越月した。
- ・ 2月16日に発表されたマレーシア10～12月期GDPは前年比+4.5%と7～9月期(同+4.3%)から僅かに加速した。内訳を見ると、政府最終消費支出(同▲4.2%)が減速した。一方、家計最終消費支出(同+6.2%)は底堅さを維持し、総固定資本形成(同+2.4%)の加速が経済全体を押し上げた。
- ・ 年ベースで見ると、2016年GDPは+4.2%とマイナス成長だった2009年以来もっとも低い伸び率となった。但し、1月製造業PMIは48.6と景況感の境目である50を下回ったが、12月(47.1)から改善したほか、商品価格の上昇を背景に12月輸出は前年比+10.7%と2015年以来の高水準となっており、マレーシア経済には明るい兆しが窺える。
- ・ 3月2日にマレーシア中銀(BNM)が開催する金融政策決定会合にて政策金利は3.00%に据え置かれると予想する。前回会合(1月19日)の声明文では、世界的に台頭している保護主義や地政学的動向、及び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。
- ・ BNMは世界経済や政治情勢に対する先行き不透明感がMYRを含む金融市場を不安定にする可能性に言及しており、MYR安を懸念している模様だ。足許、インフレも加速する中、年初に買い戻されていたMYRは2月に入ってから軟化している。かかる状況下、BNMは政策金利を据え置くだろう。
- ・ 8日、BNMは米大統領選挙後に対ドルで急落したMYR防衛のために実施していた規制の一部を緩和すると発表した。国内銀行は一回当たり100万ドル未満の小口取引であればどの通貨でも銀行間取引を行えるように修正している。BNMは1月31日時点で外貨準備残高が輸入の8.6か月分を賄う水準、短期外債の1.3倍に達したことを受け緩和に踏み切ったとした。
- ・ 国内経済には明るい兆しが窺えるが、トランプノミクスやFRB利上げへの期待を背景としたドル高地合いから、4～6月期にかけてMYRは上値の重い動きとなるだろう。その後は値の切り返しを見込む。(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

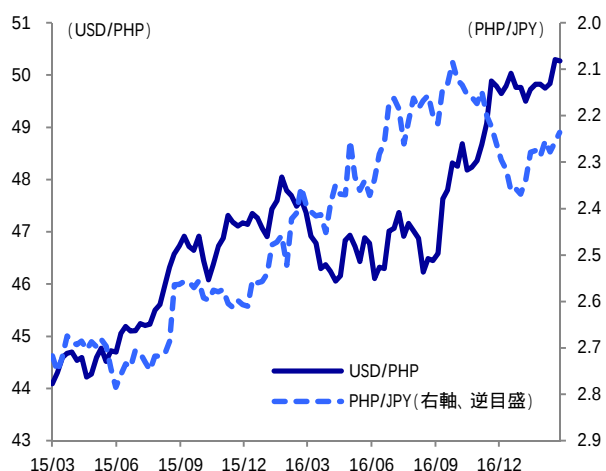


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)： 財政・金融政策に注目

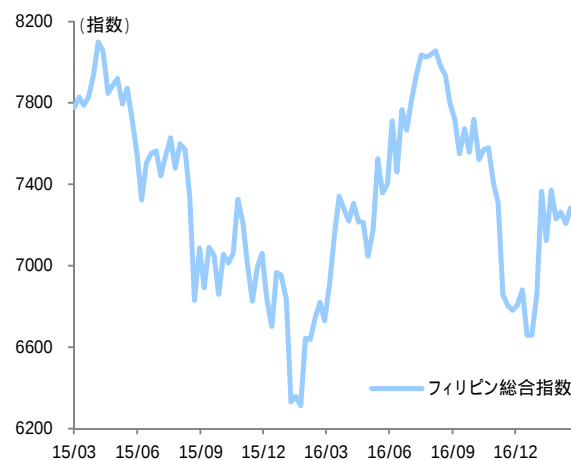
- 2月のPHPは軟調な展開。月初、49.70 台で推移していたが、仏大統領選を控え、政局を巡る不透明感を背景にリスクオフムードが広がり、一時 50.50 台まで軟化した。月末は 50.20 台で取引を終えた。
- ドゥテルテ政権はインフラ整備実現に向け、財源を確保するための税制改革案を下院で審議中だ。実現すれば今後数年で 2 兆 8540 億ペソの増収が見込まれる。しかし、上院では増税によるインフレ圧力の高まりが懸念されており、改革案が導入されるかは現時点では不透明だ。
- 2月7日発表の1月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と12月(同+2.6%)から加速し、2014年12月以来の高水準となった。原油価格の上昇を受けて、輸送・交通費が上昇したことが、加速の主因となっている。今後も前年比で上昇を続ける原油価格や堅調な内需を背景にインフレ率が押し上げられる可能性は高い。
- 9日に開催されたフィリピン中銀(BSP)の金融政策決定会合にて政策金利は3.00%に据え置かれた。声明文では、先進国で予想される経済政策の変更により世界経済は一段と厳しい情勢となっているが、国内経済は好調な消費や投資、財政支出の拡大を背景に堅調に推移するとの見方を示した。インフレについては原油価格の上昇とPHP安により上昇傾向にあるとし、2017年のインフレ予想を従来の+3.3%から+3.5%、2018年予想を+3.0%から+3.1%に引き上げた。これにより、年内利上げの可能性は高まっている。
- テタンコ BSP 総裁は7月2日に2期12年の任期が満了となる。物価安定政策などで手腕を発揮してきた同総裁の続投を望む声は強いが、現行の規定は3選を禁じている。ドゥテルテ大統領が所属するフィリピン民主党・国民の力(PDP、与党)は次期総裁候補には、比イーストウエスト・バンクのモンクパ頭取が最適との見解を示している。
- 背景にはモンクパ氏が PDP の政策シンクタンクの責任者を務めるなど、麻薬犯罪対策を含む政策との親和性が高いことがある模様だ。しかし、テタンコ総裁は BSP 内からの後任選出を望んでおり、総裁人事が今後の PHP 相場で材料視される時間帯は増えそうだ。
- 国内経済は底堅く推移するもトランプノミクスへと FRB の連続的な利上げに対する期待を背景に PHP は当面軟調な地合いが続くだろう。(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



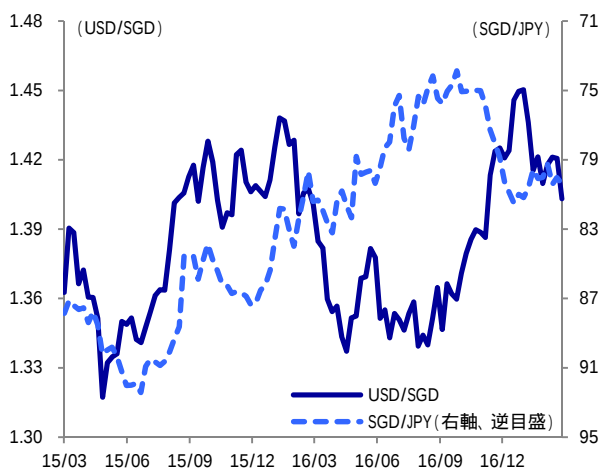
(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD)： 外需は好調も、内需が足枷に

- ・ 2 月の SGD は緩やかに下落した。月初は 1.41 近辺でオープンし、軟調な米経済指標の結果を受けて、同水準で底堅く推移。その後は、トランプ大統領の大幅減税を示唆する発言やイエレン議長のタカ派な発言を受け、1.42 台半ばまで値を下げた。その後は買い戻され、1.40 台で越月した。
- ・ 2 月 17 日に発表された 1 月石油を除く地場輸出は前年比+8.6%と 12 月(同+9.1%)から減速するも、増加基調を維持した。また、1 月製造業 PMI は 51.0 と 6 か月連続で改善し、2014 年 11 月以来の高水準を記録している。
- ・ 外需の持ち直しを背景に製造業の業況改善が進む一方、内需は冴えない。15 日に発表された 12 月小売売上高は前年比+0.4%と 2 か月連続で減速した。10~12 月期の失業率(シンガポール国籍保有者のみ)は 3.5%と 7~9 月期(3.0%)から上昇し、2009 年 10~12 月期以来の高水準となるなど、雇用環境は悪化しており、消費の低迷は当面続く公算が大きい。
- ・ また、10~12 月期の民間住宅価格は前期比▲0.5%と 13 期連続でマイナスの伸びとなったほか、10~12 月期のオフィス空室率が 11.1%と 2012 年 1~3 月期以来の水準まで上昇するなど、不動産市況は悪化し続けている。
- ・ 悪化の背景として、短期金利の上昇が挙げられる。シンガポールの短期金利は SGD 安が進むと上昇する傾向にある。そのため、米大統領選後のドル高・SGD 安の流れを受けて、銀行間金利(SIBOR、3 か月物)は 0.87%近辺から上昇し、2 月央には一時 0.98%と昨年 6 月以来の高水準まで上昇した。
- ・ なお、20 日に発表されたシンガポール 2017 年度(2017 年 4 月~2018 年 3 月)予算案は、歳出が 750.7 億シンガポールドルと前年度(713.9 億シンガポールドル)から+5.2%増額された。
- ・ ヘン財務相は「企業や家計への支援は必要であり、今後も予算は拡大基調が続く」と述べ、歳出の拡大が継続するとの見通しを示した。また、同相は財政収支の均衡にも配慮し、2017 年度の財政収支は+191 億シンガポールドル(GDP 比+0.5%)と前年度(+518 億シンガポールドル、同+1.3%)から黒字幅が縮小するものの、赤字にはならないとした。
- ・ 外需の持ち直しを背景にシンガポール経済は緩やかな成長を続けるだろう。但し、内需の弱含みが嫌気される可能性があるほか、トランプノミクスへの期待が燃えることから、当面の SGD は上値の重い展開を予想する。

(佐々木貴彦)

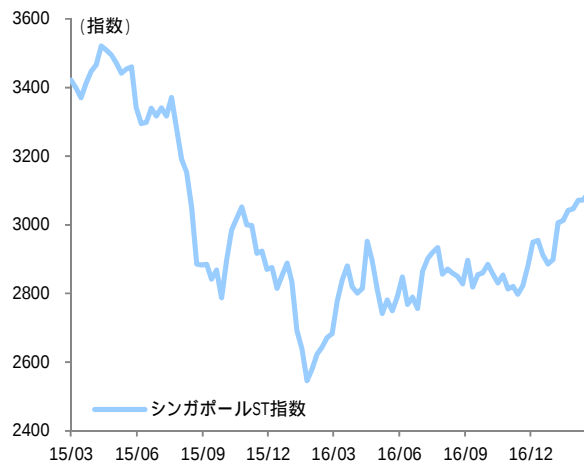
図表 15:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2017 年 3 月 1 日

図表 16:シンガポール ST 指数

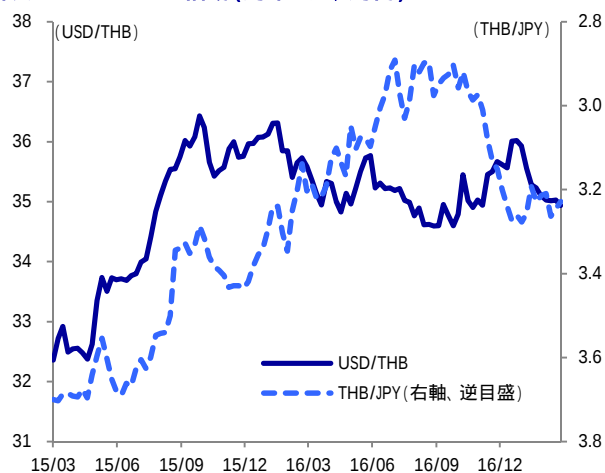


(資料)ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：総選挙は延期も THB は堅調に推移

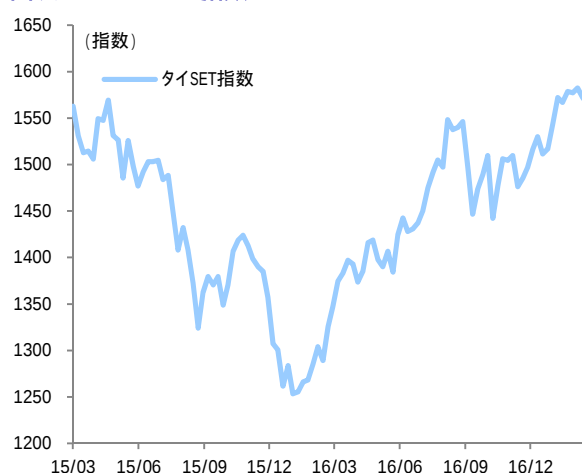
- 2月のTHBは2月のTHBは狭いレンジでの推移となった。月初は35台前半で推移していたが、28日のトランプ米大統領演説でインフラ支出や税制改革を巡る計画の詳細が示されないとの思惑が拡がりドルが軟化したことを受け、一時34.8台をつけた。その後やや弱含み、34.9台で越月した。
- 2月20日に発表されたタイ10～12月期GDPは前年比+3.0%と7～9月期(同+3.2%)から小幅に減速した。内訳を見ると、政府最終消費支出と総固定資本形成は加速した。一方、家計最終消費支出と、純輸出が減少し、成長率を押し下げた。背景には10月のプミポン国王の崩御を受けた服喪期間の影響があると見られる。
- もっとも、年ベースで見ると2016年は+3.2%と2015年(+2.9%)から加速する良好な結果となった。今後については服喪期間が明け、自粛ムードの緩和に伴う消費や観光業の回復に加え、政府による財政支出の拡大(1900億バーツ、対GDP比約1.3%)を背景にタイ経済は底堅く推移するだろう。
- 7日に開催された金融政策決定会合でタイ中銀(BOT)は政策金利を1.50%に据え置いた。声明文ではタイ経済は予想より速いペースで回復する見通しであると述べた。一方、下振れリスクとして、米国の通商政策見直しや中国の財政悪化懸念、欧州の政治状況などを挙げた。また、THBが主要貿易相手国の通貨に対し、割高になっているとして前々回会合(11月9日)以来、2会合ぶりにTHB高を懸念する文言を記載している。
- タイ政府は8日に2017年に行うとしていた総選挙を2018年に延期することを発表した。また、14日に各政党との政治的分裂の和解に向けた対話を開始した。平和的手段による紛争解決、汚職対策、格差是正などについての意見を聞き、4月末までに各政党との合意を目指すとしている。
- 総選挙は延期となるも、政府は和解に向けた対話を行うことで民政移管に対し本気であることを示しているのだろう。しかし、タクシン派は政府の和解委員と作業パネルは大半が軍人で組織されていると指摘している。中立的な立場の人材に欠ける中、和解の試みが達成されるかは不透明な情勢だ。
- 政府の景気刺激策や追加歳出を受け、タイ経済は底堅い推移が見込めるが、トランプノミクスやFRBの利上げ期待を背景に当面は上値の重い展開が続くだろう。(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

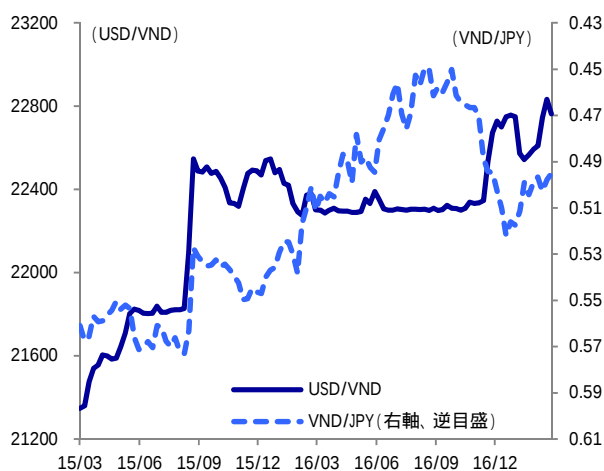


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：SBVはVNDの安定を志向する

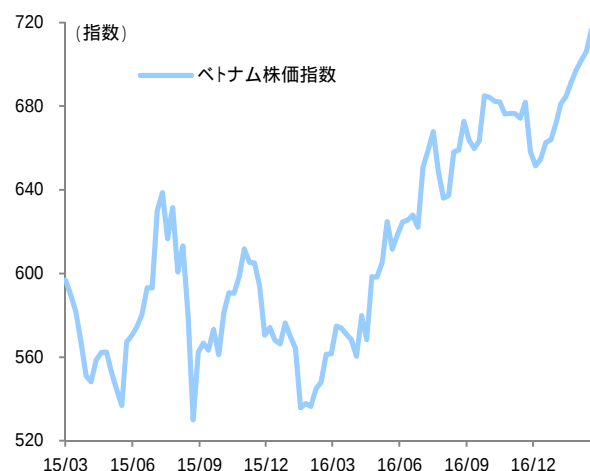
- 2月のVND相場は下落した。月初は22600近辺でオープンし、上旬はレンジ内で推移した。その後、イエレン議長のタカ派な発言を受けてドル買いの動きが強まると、一時22850近辺まで下落。月末にかけては値を戻し、22760台で越月した。非公式レートは22900台でオープンし、一時23100台まで下落するも、月末にかけては22780台まで上昇した。
- VNDの実勢値は下落する中、ベトナム国立銀行(SBV、中銀)が設定する中心レートはほぼ横ばいに設定され続けた。背景にはVNDの下落幅を抑制することにより、輸入物価上昇を通じたインフレ圧力を押さえたいSBVの意図があったと思われる。
- 実際、フンSBV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%に押さえること」を優先的な目標にすると述べた。
- 1月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.22%と、昨年3月からの医療費引き上げの影響を受けて目標を大きく上回る結果となった。足許は医療費の引き上げペースが緩やかとなるも、引き上げ自体は続いていることから今後もインフレ率の加速が見込まれる。
- こうした状況下、SBVは物価目標を達成するために今年はVNDの安定に努めるだろう。しかしながら、ベトナムの外貨準備は他の新興国対比で乏しく、介入余力は小さいため、VNDの下落幅を抑制することは出来ても、方向性までは変えるまでの影響はないと考える。
- 一方、VNDに係る実需の大半を占める対内直接投資は1月に8.5億ドル(前年比+6.3%)となり、新規投資の許可件数も175件(同+23.0%)と良好な結果となっている。
- 背景には2018年に発効されるEUとのFTA(EVFTA)への期待があるのだろう。EVFTAではEUがベトナムの主要な輸出品である縫製品に対して16%としている最高関税率を撤廃に向けて段階的に引き下げるとしており、ベトナム縫製協会は「外国企業による投資熱は続く」と強気な姿勢を見せている。
- 米利上げ期待などを背景としたドル高圧力を受け、VNDは軟調推移が続くだろう。もっとも、SBVの通貨安定策や対内直接投資に係るVND買い需要などを背景に下落ペースは緩やかになると予想する。(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

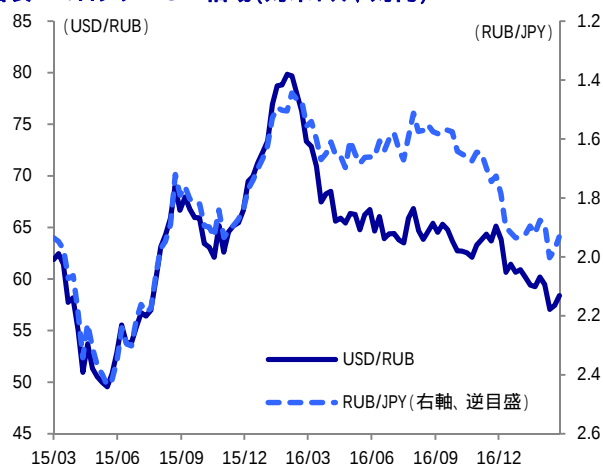


(資料) ブルームバーグ

ロシアルーブル(RUB)： RUB 安率制の次は RUB 高抑制か

- ・ 2 月の RUB は上昇が先行。15 日までに対ドルで 56.568 と 19 か月ぶりの高値を更新。その後は頭打ちしたが、引き続き高値圏での取引にとどまった。
- ・ RUB 堅調は、月を振り返り、局面局面の上下動を経て、原油価格が結局概ね横ばいにとどまった事実と比較すると際立った。これはロシア中銀 (CBR) による意図的な RUB 高め誘導の影響と考えられた。
- ・ 1 月 25 日にロシア財務省から発表された通り、2 月 7 日以降、CBR は財務省のために日額 106 百万ドル相当の RUB 売り/USD 買いを実施したはずだが、この RUB 売りが RUB 安を招き、ロシア物価を押し上げる可能性を警戒した CBR は、敢えて意図的に RUB 上昇を誘導(放置)したものと考えられた。
- ・ また、この間、トランプ大統領の政権下、米の対ロ経済制裁の緩和が期待されたことも RUB の押し上げ要因となった。実のところ具体的な進展には乏しかったし、親ロ派のフリン大統領補佐官の辞任(13 日)といった不測の事態もあったものの、制裁解除に対する期待感は根強かった。
- ・ 原油価格は米シェールのリグ数増加と OPEC 減産合意の進捗とがそれぞれの影響を打ち消しあう格好で上下動を続けた。ただし、原油価格も明確な方向感の確立には至らず、材料が値動きに反映されたよりも、値動きを見て材料(言い訳)を後講釈するような展開が支配的だった。
- ・ 金融市場は、米金融政策動向、欧州の国政選挙などに注目が集まり、新興市場通貨全般への関心は当面薄れるのではないかと。原油価格の膠着継続を前提に、RUB も目先は方向感に乏しい膠着を中心に、敢えて選ぶなら軟調気味の推移を見込む。
- ・ 米金融政策を巡っては、3 月 FOMC(15 日)における利上げの有無に関心が高い。それに先駆けて 10 日の米 2 月雇用統計も注目される。欧州政治状況では 3 月 15 日投票のオランダ総選挙に加え、4 月 23 日/5 月 7 日投票の仏大統領選挙に向けた世論調査の結果などにも一喜一憂することになる。
- ・ RUB 軟調を中心に予想するのは、2 月 15 日までの 57 上抜け(対 USD)で、**CBR が意図した「RUB 安率制」は十分に目的が果たされた**と考えるから。もとより CBR の狙いは RUB 安定にあり、物価抑制のために不必要な RUB 安を回避したいのと同様に、景気維持・歳入水準維持のためにも過度の RUB 高は回避したいものと読むのが妥当だろう。(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

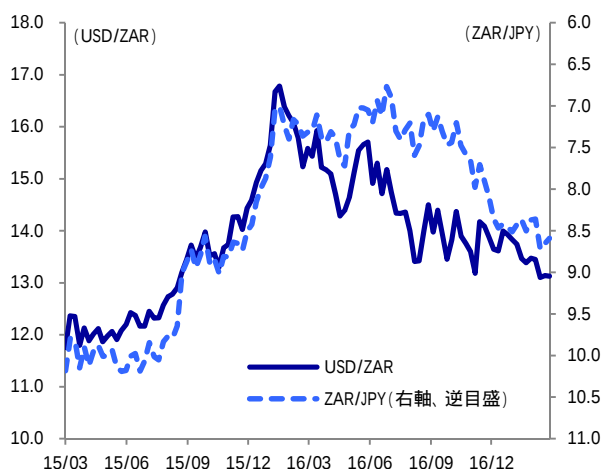


(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR)：引き続き現地政治の不透明感が重石に

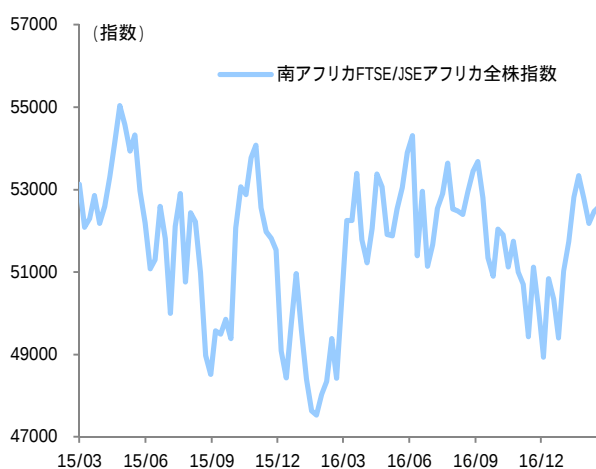
- ・ 2月のZARは断続的な反落を繰り返しながらも、基調は上昇。23日までに対USDで15年8月来、対円で15年10月来となる高値を更新した。
- ・ ZAR堅調の背景には、南ア主要輸出産品である貴金属・産業金属の堅調が追い風になった。ただし、南ア現地株価は低迷を続け、ヨハネスブルク全株指数は1月の高値から一時4%以上下落した。(もともと、並行して進んだZAR高のおかげで、USD建て見た同指数はむしろ高止まりした。)
- ・ 2月は9日にズマ大統領の一般教書演説、22日にゴードン財務相による2017/18年度予算発表があり、金融市場の注目を集めた。いずれのイベントも相応の混乱・失望はあったものの、総じて「大過なし」との評価を得たことも、この間のZAR高には貢献したであろう。
- ・ 特に2017/18年予算は、付加価値税引き上げの見送り(予想通りではあるが)、基礎収支黒字化の1年先送り(17/18年→18/19年)などが失望されたものの、南ア国債の格下げ回避(投機的等級落ち)という所期の目的に関しては「当座はしのいだ」という評価が一般的であった。
- ・ 金融市場は、米金融政策動向、欧州の国政選挙などに注目が集まり、新興市場通貨全般への関心は当面薄れるのではないかと見込む。一方で、南ア固有の要因については、引き続き政治面での不透明感が大きな重石になり、足元ZAR堅調推移が今後も継続する可能性は低いものと見込む。
- ・ 政治的不透明感の最たるものは、ズマ大統領による内閣改造観測が絶えないこと。南ア政治を単純に図式化するなら、国営企業人事やその調達などを巡って既得権益維持に腐心するズマ大統領派と国営企業効率化や調達の公正化で財政健全化を進めたいゴードン財務相派に色分けすることができる。内閣改造は、大統領が財務相派の影響力低下を狙って、財務省その人、もしくはヨナス財務次官の更迭を目論んでいると観測されている。
- ・ また上述対立の図式は、そのまま今年12月の与党アフリカ民族会議(ANC)に向けてのドラマニ＝ズマ候補とラマポーザ副大統領の争いにも当てはまる。
- ・ 南ア財政政策に関しても、「当座はしのいだ」との評価は、言い方を変えれば「中期的な解決策にはなっていない」ということであり、今後、付加価値税率引き上げの検討などが待たれる他、それ以上に、労働市場改革や積極的な成長戦略の導入が期待される。(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

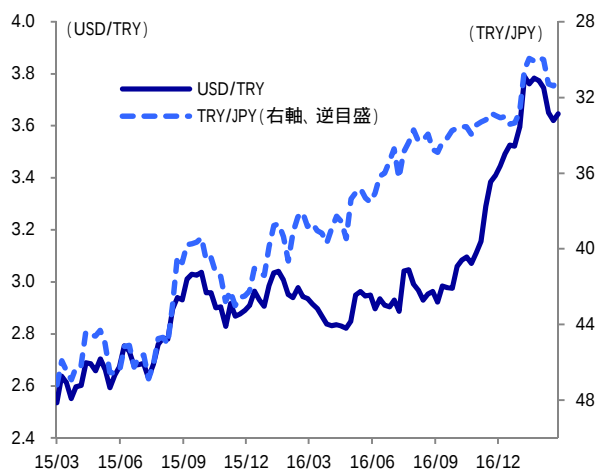
図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



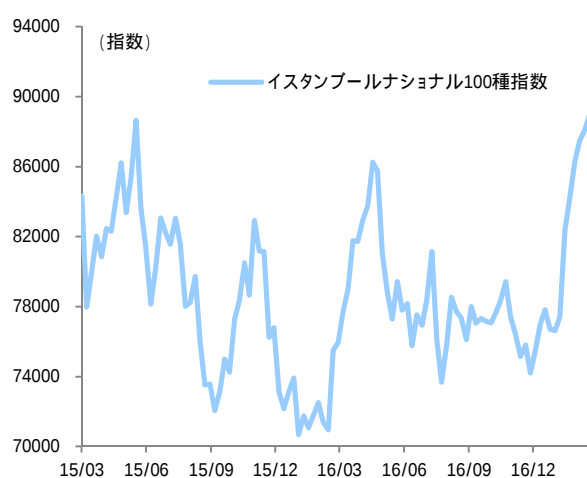
(資料) ブルームバーグ

トルコリラ (TRY)： 国民投票に対する過大な期待の剥落を警戒

- 2月のTRYはほぼ一貫した堅調推移。23日までに対USD、対バスケット、対円と揃って1月上旬来の高値を更新した。
- TRY堅調の背景には、昨年11月来、僅か10週間余りで21%超という急激な下落の反動・調整的反発といった側面も間違いなくあっただろう。加えて1月末から本格化したTRY高基調の背景には、1月24日の上限金利(翌日物貸出金利)、懲罰的金利(後期流動性窓口金利)引き上げと、上限金利による資金供給を絞り、懲罰的金利による資金調達を強いる流動性調整(=トルコ中銀(CBRT)による資金供給オペの加重平均金利の引き上げ)が一定の成果を挙げた結果と位置付けられた(政策指標金利(1週間物レポ金利)における資金供給は1月12日以降既に停止していた)。
- 並行して11日には、大統領権限の強化を問う国民投票実施が4月16日と決められ、「国民投票が可決さえすれば、トルコ政治・経済はかつての安定を取り戻す」といった楽観論が広がったことも、TRY反発の追い風になった。
- 政策金利枠(コリドー)を無視し、従来、緊急避難的な懲罰的金利を日常的な金融政策手段としたり、新規に導入した為替スワップを活用したりと、この間、CBRTのTRY安牽制策は「柔軟性」に富んでいたが、17日には、輸出債権の再割引オペの返済を(本来の外貨でなく)TRYでも受け入れる新政策を発表。その換算レートを1月2日のレート(対ドルで3.5338)を大幅にリラ高水準とすることで、もう一段のリラ高進行を促すことに成功した。
- しかし、この再割引オペのTRY建返済策は、将来的に積み上がるはずの外貨準備をTRYで受け取るという意味でTRY買い為替介入に等しく、意思決定主体は輸出業者側にあり、しかも、市場実勢よりも大幅にTRY高水準で実施される極めて効率の悪い為替介入策と言える。
- TRYの調整的反発の陰で、エルドアン大統領による「インフレは結果で(高)金利がその原因」「格付会社のトルコに対する仕打ちは『経済的テロ』に相当する」などといった、西側投資社会の「常識」を否定する発言は繰り返されていた。大統領が仮に4月国民投票で従来よりも大きな権限を手にしたからといって、俄かにこうした姿勢を転換するとは考え難い。
- CBRTがTRY上値の目処として3.5338という水準を見た以上、同水準を超えたTRY高は当面見込み難いし、国民投票を前に既に大きく膨らんだトルコ政治・経済安定期待が早晩剥落する可能性も警戒される。(本多秀俊)

図表 25: トルコリラ(対米ドル、対円)

(資料) ブルームバーク

図表 26: トルコイスタンブールナショナル 100 種指数

(資料) ブルームバーク

各種予想

図表 21: エマージング通貨相場見通し

		2017年 1～2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	6.8670	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7632	7.7624	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	66.648 ~ 68.388	66.690	66.8	68.5	66.3	65.5	65.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13338	13400	13600	13300	13000	12800
韓国ウォン	(KRW)	1127.76 ~ 1211.78	1130.28	1140	1160	1140	1120	1100
マレーシアリンギ	(MYR)	4.4198 ~ 4.5002	4.4405	4.45	4.45	4.35	4.22	4.10
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.384	50.269	50.3	50.5	49.8	49.0	48.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3975 ~ 1.4547	1.4044	1.42	1.45	1.42	1.40	1.39
台湾ドル	(TWD)	30.655 ~ 32.447	30.679	30.80	31.20	30.80	30.40	30.00
タイバーツ	(THB)	34.77 ~ 36.01	34.95	35.1	35.3	35.0	34.9	34.8
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22764	22800	22900	22750	22650	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	56.5578 ~ 61.7190	58.3748	59.00	60.00	60.00	58.00	58.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.7920 ~ 13.9810	13.1283	13.20	13.80	14.40	14.00	13.50
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6458	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)	3.0413 ~ 3.2912	3.1104	3.15	3.20	3.26	3.30	3.28
メキシコペソ	(MXN)	19.6090 ~ 22.0385	20.1537	22.00	21.00	21.00	20.50	20.20
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	16.253 ~ 17.031	16.285	15.94	16.12	15.57	14.79	14.65
香港ドル	(HKD)	14.386 ~ 15.291	14.536	14.18	14.43	14.05	13.53	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.735	1.691	1.65	1.64	1.64	1.60	1.60
インドネシアルピア	(100IDR)	0.838 ~ 0.880	0.846	0.821	0.824	0.820	0.808	0.813
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.079	9.913	9.65	9.66	9.56	9.38	9.45
マレーシアリンギ	(MYR)	25.182 ~ 26.274	25.317	24.72	25.17	25.06	24.88	25.37
フィリピンペソ	(PHP)	2.227 ~ 2.377	2.236	2.19	2.22	2.19	2.14	2.15
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	80.35	77.46	77.24	76.76	75.00	74.82
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.678	3.57	3.59	3.54	3.45	3.47
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.230	3.13	3.17	3.11	3.01	2.99
ベトナムドン	(100VND)	0.4903 ~ 0.5213	0.4953	0.48	0.49	0.48	0.46	0.46
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.860 ~ 2.024	1.932	1.86	1.87	1.82	1.81	1.79
南アフリカランド	(ZAR)	8.296 ~ 8.852	8.598	8.33	8.12	7.57	7.50	7.70
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.943	30.56	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 ~ 37.450	36.277	34.92	35.00	33.44	31.82	31.71
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.750	5.599	5.00	5.33	5.19	5.12	5.15

(注)1. 実績の欄は2017年2月28日まで。SPOTは3月1日の7時30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	2.4	2.2	2.8	2.5	2.0	2.0
インド	7.2	7.1	7.3	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	1.8	1.9	7.0	7.3	5.6	5.1
マレーシア	5.0	4.1	5.0	5.0	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	2.0	1.8	1.8	2.8	-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	6.5	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		
			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	3.25	3.25	3.50
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	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.00	6.00

(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 3 月 1 日