

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国通貨： 上旬は堅調推移も中旬からは軟調な展開を予想	2
中国人民元(CNY)： 全人代では経済の安定優先を掲げる	3
インドルピー(INR)： BJP の勝利から経済改革期待が高まる	4
インドネシアルピア(IDR)： 州選挙はジョコ政権の試金石に	5
韓国ウォン(KRW)： 政治的不透明感が後退	6
マレーシアリンギ(MYR)： 補正予算案は総選挙を見据えた内容に	7
フィリピンペソ(PHP)： 期待されていたインフラ整備に暗雲	8
シンガポールドル(SGD)： MAS は現状の金融政策を維持か	9
タイバーツ(THB)： 軍事政権による安定が続く	10
ベトナムドン(VND)： 1～3 月期 GDP は大きく減速	11
ロシアルーブル(RUB)： 当面方向感を欠いた展開様子見が続くか	12
南アフリカランド(ZAR)：財務相解任を受けて当面 ZAR 安か	13
トルコリラ(TRY)： 当面は政治的不透明感が TRY の上値を限定	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

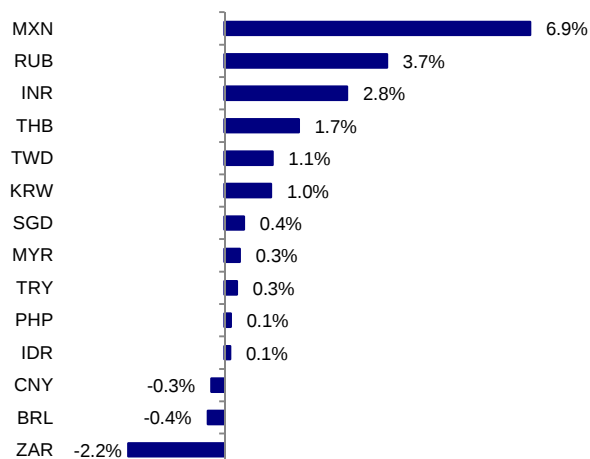
欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
44-20-7786-2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

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：上旬は堅調推移も中旬からは軟調な展開を予想

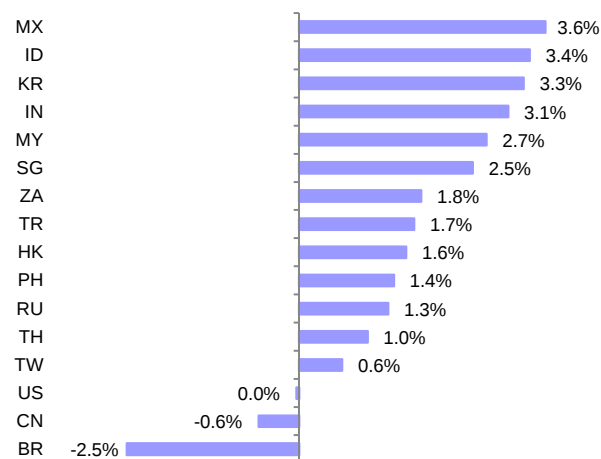
- 3月の新興国通貨は、大半が上昇した。月初はFOMC(14～15日)にて利上げペースの加速が示されるとの思惑から軟調に推移。しかし、FOMCにおいてメンバーの政策金利見通し(ドットチャート)が前回からほぼ据え置きになるとドル売りが優勢になり、新興国通貨は上昇した。その後、トランプ政権が医療保険制度改革法案(通称オバマケア)撤廃に伴う代替案の採決を見送ると、政策運営に対する懸念が強まりドル安・新興国通貨高の展開となった。
- トランプ政権は税制改革や減税策の策定に今後は注力すると見られているが、オバマケア撤廃に伴う財政赤字削減が実現しなかったことにより、減税幅や財政出動の規模が当初より縮小するとの思惑は残るだろう。そのため、当面はドルを買い戻す動きは限られ、新興国通貨は堅調に推移すると考える。
- 但し、米議会は4月7日からイースター休暇に入るため、再開される24日までは米政局の動きも限られる公算が大きい。かかる状況下、トランプ政権の動向は今月の上旬こそ材料視されるも、徐々に注目されなくなると予想する。
- 一方で仏大統領選(4月23日)が材料視されると見込む。現在はEU離脱を掲げる極右・国民戦線(FN)のルペン党首と親EU派のマクロン氏が支持率で拮抗している。投票日が近づくにつれ、大統領選の結果に対する不安の高まりが新興国通貨の上値を押さえると考える。
- 年初から新興国通貨が上昇する中、ZARやBRLなど高金利通貨が大きく値を上げてきたが、政治不安の高まりから値を崩す場面が見られ始めている。27日に南アフリカでゴードン財務相解任の可能性が報じられ、31日にズマ大統領から解任が発表されるとZARは対ドルで12.3近辺から13.4近辺へ、2月から約2か月かけて上昇した分を5日で売り戻す展開となった。
- インドネシアでは、ジャカルタ州知事選挙の決選投票が4月19日に予定されており、与党連合が支持するバスキ氏が敗れジョコ政権の政策運営に支障が出るとの懸念が燃える。また、ブラジルでは年金改革法案に対して労働組合から政府への圧力が強まっており、28日に反対デモが計画されている。
- このように月の中旬からは政治リスクが意識される相場となることから、新興国通貨は高金利通貨を中心に軟調な展開になると予想する。もっとも、新興国2月PMI(マークイット集計、総合)は51.9と2015年2月以来の高水準を維持するなど、新興国経済は好調を維持しており、年を通じては堅調な値動きになるだろう。(佐々木貴彦)

図表 1: 新興国通貨騰落率(2017年3月)



(資料) ブルームバーグ
2017年4月3日

図表 2: 新興国株式騰落率(2017年3月)

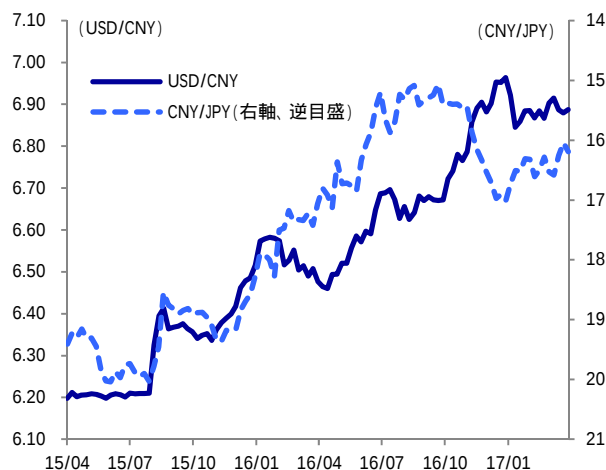


(資料) ブルームバーグ

中国人民元(CNY)： 全人代では経済の安定優先を掲げる

- 3月のCNYはレンジ内で推移した。月初は6.87 台半ばでオープン後、米金利の上昇を受けてFOMC前に6.92 台まで下落した。FOMC後は米金利の低下に連れCNYは一時6.87 台半ばまで買い戻された。月末にかけては6.88 台で小動きとなった。
- 3月5日より全国人民代表大会(全人代)が開催され、李首相は2017年の経済成長率目標を「+6.5%前後」とし、2016年の「+6.5%～7.0%」から僅かに引き下げるとした。財政収支はGDP比▲3.0%と2016年から横ばいとし、昨年と同様に減税やインフラ投資などを積極的に行う姿勢を見せている。
- 一方で、李首相は金融システムリスクについて「厳重に警戒する必要がある」と述べ、現預金総額(M2)の目標値を前年比+12%と昨年(同+13%)から引き下げ、金融政策のスタンスをやや引き締め方向とした。
- 最高指導部が替わる秋の共産党大会を控えて、積極的な財政政策で景気を下支えすると同時に、引き締めの金融政策で金融システムリスクを押さえることにより、経済の安定化を図る狙いがあった模様だ。
- 14日に発表された1～2月小売売上高は今年1月から小型車購入に係る自動車減税幅が縮小したことを背景に、前年同期比+9.4%と昨年1～12月(同+10.4%)から減速し、同時期としては2002年以来の低い伸びとなった。一方、政府によるインフラ投資などを受けて、1～2月固定資産投資は同+8.9%(1～12月：同+8.1%)、1～2月鉱工業生産は同+6.3%(1～12月：同+6.0%)とそれぞれ昨年から加速している。
- なお、4月6日(木)～7日(金)に米中首脳会談が開催される。30日、トランプ米大統領は「米国はこれ以上の貿易赤字を抱えきれない。今回の首脳会談は厳しいものになる」とツイッターで表明した。
- しかしながら、首脳会談では通商・通貨政策について踏み込んだ発言は出てこないと思込む。31日に貿易赤字の要因分析を行う大統領令が発令されたばかりであり、また北米自由貿易協定(NAFTA)の見直し、日本との経済対話の開始を優先してきた経緯に鑑みれば、中国との通商交渉が本格化するの当面先だと考える。
- 中国経済は引き続き政府のインフラ投資を背景に堅調に推移しており、CNY売り圧力は限定的となるため、当面はレンジ内の値動きになると予想する。(佐々木貴彦)

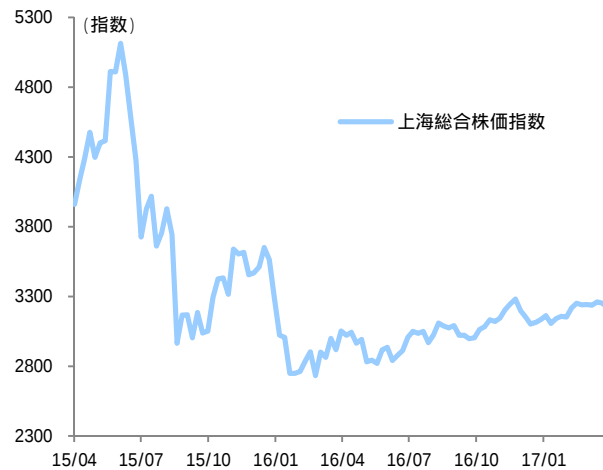
図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



(資料)ブルームバーグ

2017年4月3日

図表 4: 上海総合株価指数

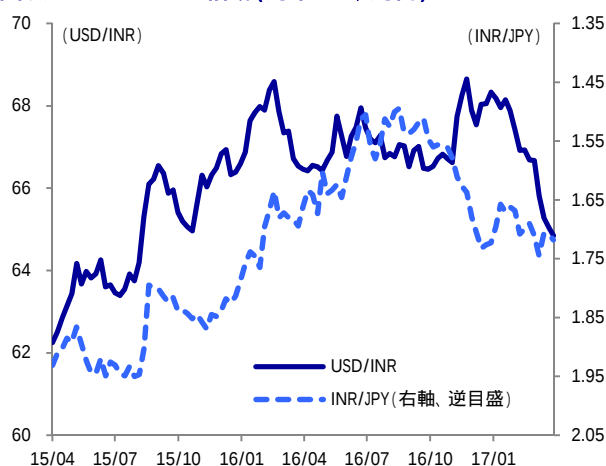


(資料)ブルームバーグ

インドルピー (INR)： BJP の勝利から経済改革期待が高まる

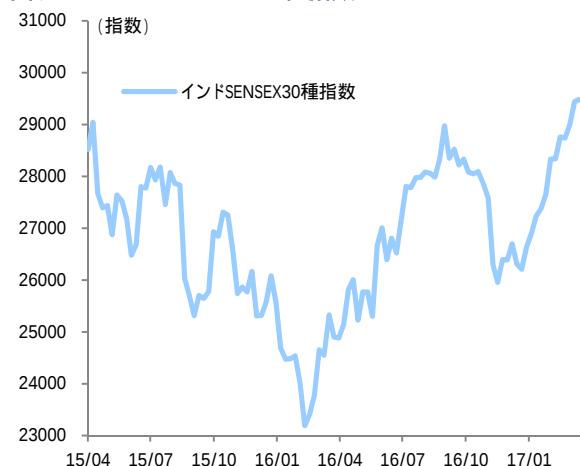
- 3月のINR相場は上昇した。月初、66台後半でオープンしたINRは、11日に開票された地方選挙の結果を受けて65台後半まで上昇した。その後も、15日FOMC以降の米金利低下を背景に堅調地合いは継続し、結局INRは65ちょうど付近で越月した。
- 3月11日に開票が行われた地方選挙(ウッタラプラデシュ州、パンジャブ州、ゴア州、ウッタルカンド州、マニプル州)では、もっとも注目されたウッタラプラデシュ州にてモディ首相が率いるインド人民党(BJP、中央政府与党)を中心とした勢力が地滑りの勝利を収めた。事前調査では同州でBJPは全403議席中200議席弱になると見られていたが、実際には325議席と選挙前の48議席から大幅に拡大した。
- 今回の地方選挙は2019年に予定される国政選挙に向けて、モディ政権の中間選挙との意味合いが強かったほか、突如実施した高額紙幣廃止に対する国民の支持を測るといった点でも最大の州人口を抱える同州で勝利出来るかどうか注目されていた。
- なお、これまでは国会上院(州議会の議席数に応じて議席が配分される)でのBJPの劣勢が、物品・サービス税(GST)導入や土地収用法改正といったモディ政権による経済改革の障壁となってきた。今回の勝利はそうした障壁を取り除くものだが、選挙結果が上院議席に反映されるのは2018年頃の見込みで、経済改革の急激な加速を期待するのは無理筋だろう。
- 2月28日に発表されたインド10～12月期GDP成長率は前年比+7.0%と7～9月期(同+7.4%)から減速した。市場では事前の自動車販売台数などの落ち込みから、成長率の減速が予想されていた。今回のGDPは誤差脱漏による調整が大きく、成長率が過大推計されている恐れに注意が必要だ。
- 実際、産業ごとの付加価値を合計した粗付加価値(GVA)は前年比+6.6%(7～9月期:同+6.7%)と減速しており、インド経済は高額紙幣廃止を受けて成長が鈍化したというのが実情と思われる。
- 足許の選挙結果に伴うINR上昇にはやや過熱感も見られており、目先は一時的に反落する可能性には注意が必要だ。もっとも、高額紙幣廃止による下押し効果が縮小し、インド経済が回復するに連れてINRは来年半ばにかけて65近辺で推移すると予想する。(齋藤周)

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーク

図表 6: インド SENSEX30 種指数

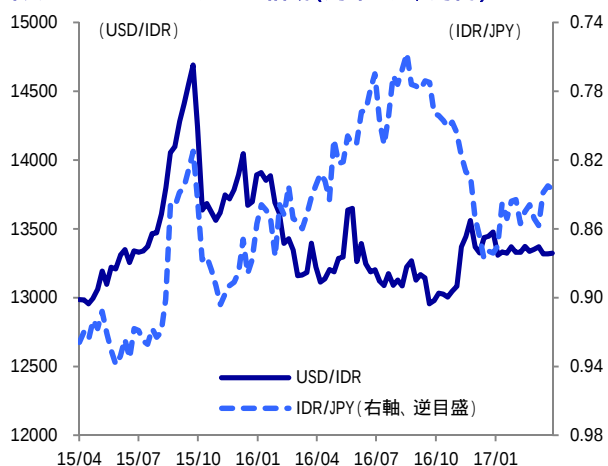


(資料) ブルームバーク

インドネシアルピア(IDR)：州選挙はジョコ政権の試金石に

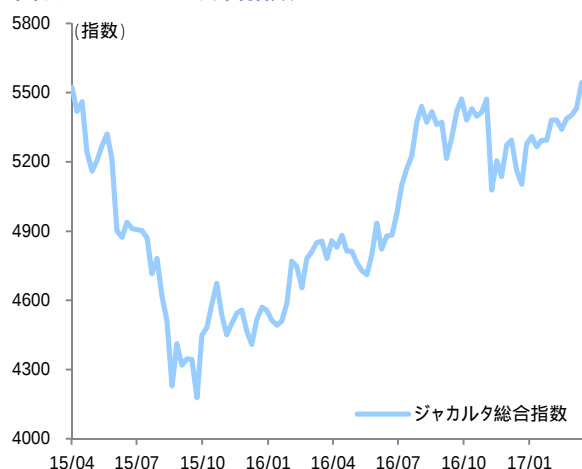
- 3月のIDRはレンジ内で推移した。月初、IDRは13300台後半で取引を開始し、原油価格の下落を受けて軟化した。FOMC後には米金利低下を受けた資金流入からIDRは上昇し、13320近辺にて越月した。
- インドネシア経済は緩やかに加速している。輸出は2014年11月から2016年10月まで前年比で見ると24か月連続で減少していたが、今年2月は前年比+11.2%と5か月連続で増加した。また2月消費者信頼感指数も117.1と1月(115.3)から改善し、2015年2月以来の高水準となっている。
- 3月1日に発表された2月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.8%と1月(同+3.5%)から加速し、2016年3月以来の高い伸び率となった。原油価格の影響を受ける管理価格と食品価格の上昇がCPI加速の主因である。
- 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、据え置き決定の理由として世界経済の先行き不透明感が強く、米通商政策や欧州政治情勢を見極める必要があるためだとしている。インフレについては、管理価格の引き上げや、食料品価格の変動によって見通しに上昇圧力がかかるリスクを指摘した。そのため、BIは金融政策スタンスを「慎重ながら緩和的」とするも、インフレ上昇の懸念から当面は政策金利を据え置く可能性が高い。
- 4月19日にジャカルタ州知事選挙の決選投票が行われる。2月15日の投票では、政府与党が推すバスキ候補と最大野党グリンドラ党のアニエス候補の得票率が拮抗する結果となった。決選投票にかけての選挙活動は12日の公表討論会のみとなっており、討論会で支持を伸ばしてきたバスキ候補に有利に働く公算が大きい。もっとも、足許ではイスラム教徒系団体のよるアニエス候補支持の動きも広がっており、どちらの候補が勝利するかは見通しにくい。
- ジョコ大統領の盟友とも言われている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、安定していた政権基盤が揺らぐとの懸念から、IDR相場押し下げ材料となるだろう。
- トランプ政権の政策遂行能力が問われているなか、国内の政治的不透明感の高まりへの懸念はあるものの、経済が持ち直していることを背景にIDRは緩やかな上昇を予想する。(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

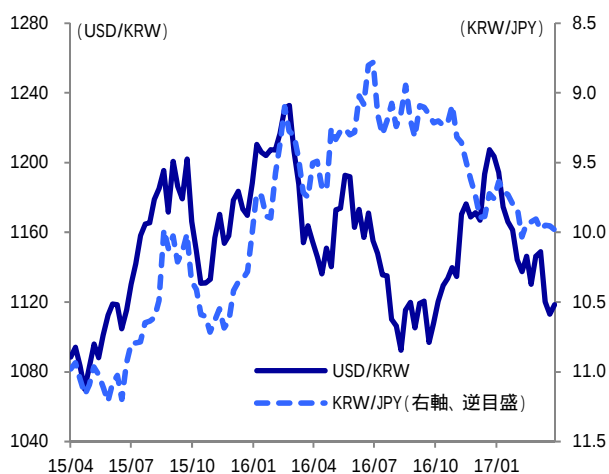


(資料) ブルームバーグ

韓国ウォン(KRW)：政治的不透明感が後退

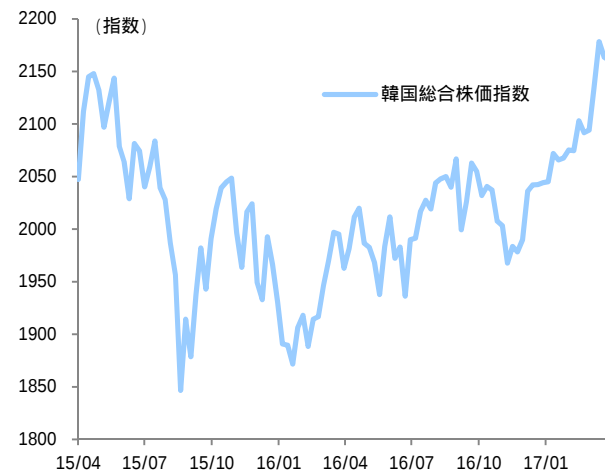
- 3月のKRWは上昇。月初は1140台でオープン。月前半は米金利上昇を受けて1160近辺まで下落するも、FOMC後に米金利が低下に転じると1130近辺まで買い戻された。月末にかけても続伸し1110台で推移した。
- 3月10日、韓国の憲法裁判所は国会が可決した朴大統領（当時）に対する弾劾訴追案を妥当とし、大統領は即時失職した。これを受けて大統領選の正式な日程が公表され、投票日は5月9日（火）とされた。
- 24日の世論調査（ギャラップ）では文在寅氏（共に民主党・前党首）が支持率で31%と、他の候補者の支持率が10%台で低迷する中、支持を伸ばして優勢となった。同氏は雇用創出と拡張的な財政政策を主張しており、当選後は速やかに補正予算が編成される見込みだ。
- 朴大統領が罷免され、文氏が次期大統領に選出される可能性が高まったことで、政治的不透明感は後退した。それに伴い3月消費者信頼感指数は96.7と2か月連続で上昇するなど、今まで低迷していた消費者マインドの改善が見られている。
- 外国人投資家による韓国株式の買い越し額は2月こそ約+4億ドルに止まるも、3月は+30億ドル（24日時点）と急増した。背景としては、2月輸出が前年比+20.2%と2012年2月以来となる高水準の伸びを記録するなど、好調な外需が挙げられる。
- 韓国経済の先行きは明るくなっているが、不安要素も残る。地上配備型ミサイル迎撃システム（THAAD）を北朝鮮との国境に配備する計画に中国が反発し、一部の韓国企業向けに制裁措置を課した。韓国では報復が続けばGDPが▲0.59%ポイント下押しされる（IBK経済研究所）との推計も発表されている。
- また、14日にロバート・ライトハイザー米通商代表部（USTR）代表候補が、メキシコと並んで韓国との貿易協定は修正の必要性が高いと主張しており、今後は韓国の通商政策に対して見直しを求める恐れがある。
- 政治的不透明感が後退し、輸出も好調を保っていることから、韓国経済の先行きは明るく、当面のKRWは底堅く推移するだろう。但し、対中・対米関係ではリスクを抱えており、外交問題の進展によっては急落の可能性がある点には注意が必要となる。（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

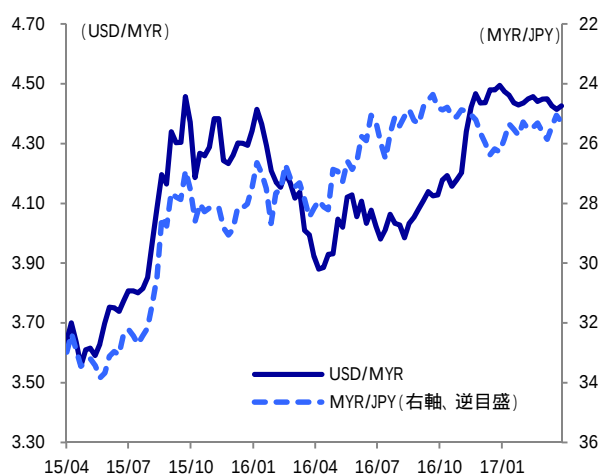


(資料) ブルームバーグ

マレーシアリング(MYR): 補正予算案は総選挙を見据えた内容に

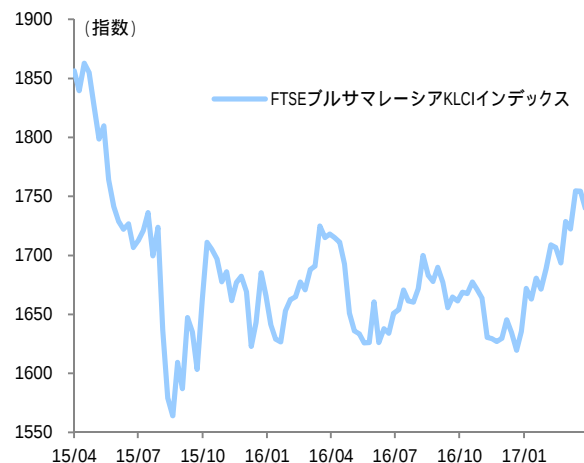
- 3月のMYRは小幅に上昇した。4.44 近辺にて取引を開始したMYRは、他のアジア通貨同様にFOMCにかけて軟調に推移した。その後は米金利の低下やオバマケア代替案の廃案を受けじり高で推移し、4.42 台にて越月した。
- マレーシア経済は緩やかな回復が続いている。2月製造業PMIは49.4と景気回復の境目である50を下回ったが、1月(48.6)から改善した。また、3月3日に発表された1月輸出は前年比+13.6%と12月(同+10.7%)から加速し、3か月連続で前年比プラスを維持している。
- 24日に発表された2月CPIは同+4.5%と1月(同+3.2%)から加速した。原油価格の上昇に伴う交通費の加速がCPIを押し上げた主因となっている。
- 2日にマレーシア中銀(BNM)は金融政策決定会合にて、政策金利を3.00%に据え置いた。声明文では、マレーシア経済は国内外の厳しい環境にもかかわらず民間セクターの活動は持ち直し、純輸出が増加したことより、2016年の成長率は+4.2%だったとした。その上で2017年も成長速度は維持されると楽観的な見方を示した。インフレについては原油価格と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る。
- BNMは2016年前半の景気低迷時に利下げのタイミングを伺っていたが、通貨下落によるインフレ上昇を懸念し、実際の利下げ幅は7月の25bpのみに止まった。もともと、2016年後半に景気回復の動きが見られ、利下げの必要性は低くなったため、BNMは当面金融政策を据え置くだろう。
- 21日、政府は2016年度の補正予算案を下院に提出した。歳出を40億リング上積みし、公共事業省の開発支出や、選挙管理委員会向けの予算を計上している。
- 2020年までに財政均衡を目指すマレーシアは、昨年度補正予算では55億リングの歳出削減を行うなど、引き締め姿勢をとってきた。今年11月頃に策定される2018年度予算案も、タカ派的な内容となる可能性が高い。今回の補正予算案で歳出が増えた背景には、ナジブ政権として補正予算による景気押し上げ効果が期待される早い時期に総選挙を実施したいとの思惑もあると見られる。
- 米利上げ期待がMYRの重石となるも、商品価格や輸出の回復を背景に10～12月期には4.20 台まで上昇するだろう。(大島由喜)

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス

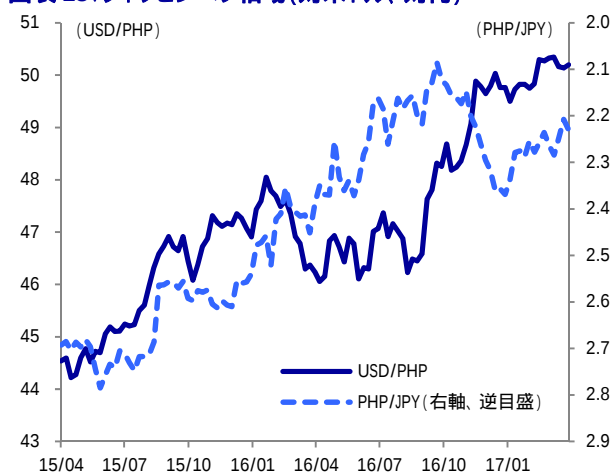


(資料) ブルームバーグ

フィリピンペソ(PHP)：期待されていたインフラ整備に暗雲

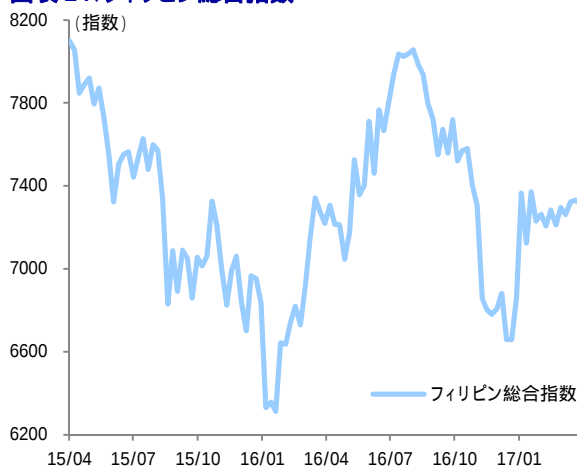
- 3月のPHPは狭いレンジでの推移。月初、50.3でオープンしたPHPは米利上げへの警戒感から軟化し、10年半ぶりの安値を更新した。FOMC後は米金利低下に伴い強含むも、揉み合う展開となり50.2近辺にて越月した。
- 経済は底堅さを維持している。2月製造業PMIは53.6と景気回復の境目である50を上回り、1月(52.7)から改善した。また、1月輸出は前年比+22.5%と12月(同+4.5%)から大幅に加速し、2013年12月以来の伸び率となった。輸出の高い伸び率は昨年1月(同▲3.9%)が低水準だったことも背景にあるが、11～1月の3か月移動平均で見ても同+7.1%と上昇基調になっている。
- 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1月に前年比+8.6%と12月(同+3.6%)から加速した。28日にテタンコ・フィリピン中銀(BSP)総裁は、今後もOFW送金や業務アウトソーシング(BPO)によってPHPは下支えされとの見方を述べている。
- 23日に開催された金融政策決定会合でBSPは政策金利を3.00%に据え置いた。テタンコ総裁は会合後の会見で、インフレ予測値がBSP目標(+2～4%)内に止まっていることや国内経済の堅調推移が見込まれることを政策金利据え置き理由として挙げた。
- 2月CPIは前年比+3.3%と2014年11月以来の高水準となった。テタンコ総裁は、インフレ率は7～9月期まで上昇するが、今年目標(+4.0%)を上回ることはないとの見通しを示している。最終的に通年のインフレ率は+3.4%と管理可能な範囲になるとの予想を示し、「政策金利を見直す必要は無い」と述べているため、当面BSPは政策金利を据え置くだろう。
- 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していたが、法案の成立が10月までずれ込む可能性が高まっている。法案成立による増収を来年度予算の財源に見込んでいたため、下院の歳入委員会の副委員長は「予算案を提出する前に法案を成立させたい」と発言しているが、来年度予算に間に合うかは不透明な情勢だ。
- 米利上げ期待が燃えるほか、税制改革案の審議停滞を背景にPHPは当面上値の重い展開を予想する。(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

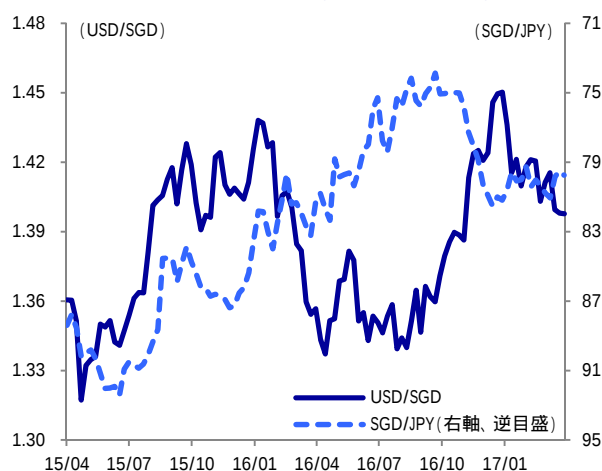


(資料) ブルームバーグ

シンガポールドル(SGD): MAS は現状の金融政策を維持か

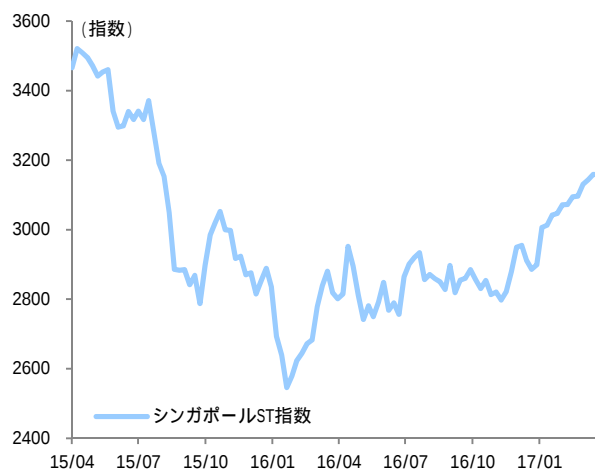
- 3月のSGDは堅調に推移した。月初は1.40 近辺でオープン。月前半は米金利上昇を受けて1.42 近辺まで売られるも、FOMC 後は米金利が低下する展開に1.40 近辺まで買われた。月末にかけても値を伸ばし1.39 台で推移した。
- 3月10日に発表された1月小売売上高は前年比+2.0%と12月(同+0.7%)から加速するも、3か月移動平均で見れば減速基調が続いている。内訳を見ても、食料品・飲食費(同+12.0%)の伸びが目立っており、旧正月に伴う一時的な加速だった可能性が高い。
- 消費が冴えない一方、外需は好調を維持している。17日に発表された2月石油を除く地場輸出は前年比+21.5%と2012年2月以来の高水準を記録した。米国向け輸出(同+1.4%)は小幅な伸びに止まるも、中国向け輸出(同+65.1%)が大きく伸びたことで、輸出全体をけん引している。
- 4月14日までに半期に一度となる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が開催される。今回の会合では政策目標であるSGDの名目実効為替レート(NEER)を上下どちらにも誘導しない中立スタンスが維持され、中央値も変更されないと予想する。
- 20日に発表されたMASが集計する民間エコノミストの2017年GDP予測値は+2.3%と前回(12月集計)の+1.5%から大きく上方修正された。堅調な外需を背景に製造業(+1.1%→+4.5%)の成長予測が引き上げられたことが、経済全体の見通し改善に繋がった模様だ。
- 2017年のGDP成長率がシンガポール通産省(MIT)による予想レンジ(+1.0%~3.0%)の上方部分に収まる可能性が高くなっている状況下、MASがSGDのNEERを切り下げる必要性は低いと言えよう。
- MASが注視している宿泊費・運送費を除くCPI(コアCPI)は2月に前年比+1.2%と予想レンジ(+1.0%~2.0%)内に収まった。もともと、2015年11月(同+0.2%)以降、緩やかだがコアCPIは上昇基調となっている。こうした物価動向も、MASが現状の金融政策を維持する理由となろう。
- 米利上げ期待が燃えるも、シンガポールは外需を中心に緩やかに成長する公算が大きくなっており、当面のSGDはレンジ内で安定推移を予想する。(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

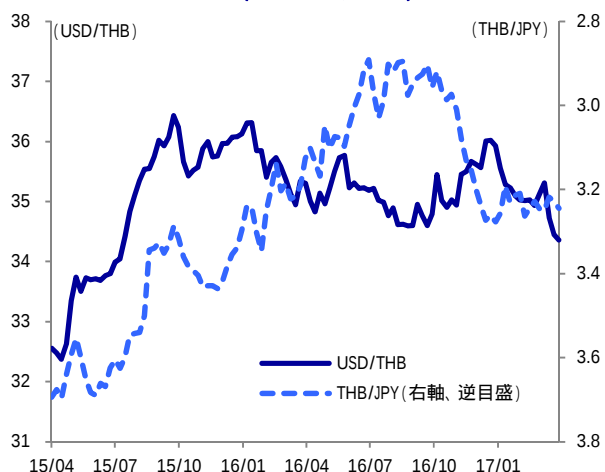


(資料) ブルームバーグ

タイバーツ(THB)：軍事政権による安定が続く

- 3月のTHBは上昇した。月初、34.9でオープンしたTHBは米利上げ期待に伴う資金流出を背景に、35.4まで下落。FOMC後の米金利低下やオバマケア代替案の廃案を受けたドル安を受け上昇に転じ、34.3台で越月した。
- タイ経済は緩やかに回復している。3月22日に発表されたタイ2月輸出(通関ベース)は前年比▲2.8%と1月(同+8.8%)から減速したが、減少幅は市場予想(同▲4.0%)より小幅に止まった。また、3か月移動平均で見ると12月～2月は同+4.1%と底堅く推移している。
- 1月来訪者数も前年比+6.5%と12月(同+2.4%)から大幅に加速し、プミポン国王崩御後の11月(同▲3.7%)に記録したマイナスの伸び率から2か月連続でプラスに転じている。来訪者数の回復を背景にサービス輸出の持ち直しが期待される。
- 2月CPIは同+1.4%と1月(同+1.6%)から減速し、タイ中銀(BOT)のインフレ目標(+1～4%)の下限で推移している。インフレ率が低位安定する中、29日に開催した金融政策決定会合でBOTは15会合連続で政策金利を据え置いた。
- 声明文ではタイの成長見通しは改善し、予想より早いペースで経済回復が見込まれると述べた。一方、タイ経済の下振れリスクとして、米国の通商政策の見直しや、中国の財政悪化懸念、欧州の政治状況などを挙げた。今回の会合でBOTはGDP予測値を更新し、2017年は+3.2%から+3.4%に上方修正した。今後も景気回復は続くと思われるが、下振れリスクもあるため、BOTは当面政策金利を維持するだろう。
- ワチラロンコン国王が新憲法案の国王権限に関する事柄の幾つかに修正を求めたことを受け、新憲法発布は遅れることとなった。そのため、民主化に向けた総選挙も2018年に延期された。軍事政権が総選挙まで続くことで、タイの政治は当面安定する可能性が高い。しかし、リスクとしてはタクシン派によるテロなどの突発的な事件の発生が警戒される。実際19日にタイ国家警察は、タクシン元首相支持者が暫定政権のプラユット首相らを殺害する目的で、銃を含む武器を集めたとして9人を拘束したと発表している。
- トランプ政権の政策遂行能力への懐疑的な見方が拡がる中、タイ経済は緩やかな回復をみせており、安定した経常黒字と政治を背景にTHBは堅調な推移を予想する。(大島由喜)

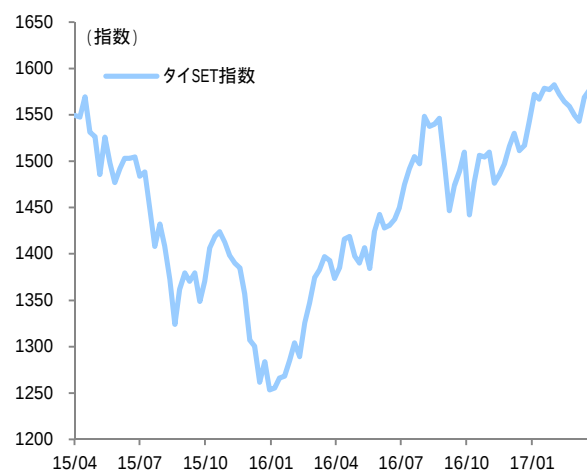
図表 17: タイバーツ相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

2017年4月3日

図表 18: タイ SET 指数

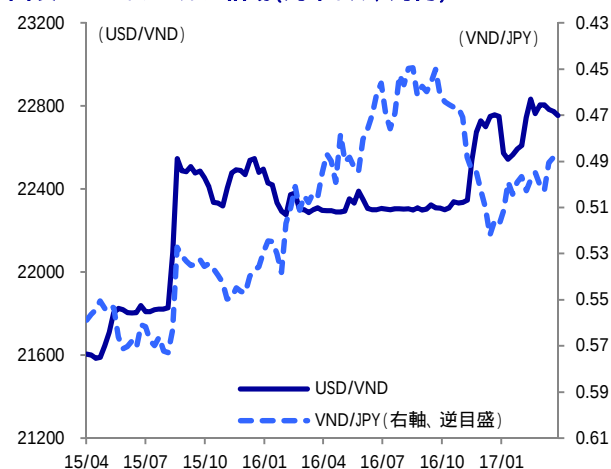


(資料) ブルームバーグ

ベトナムドン(VND)：1～3月期 GDP は大きく減速

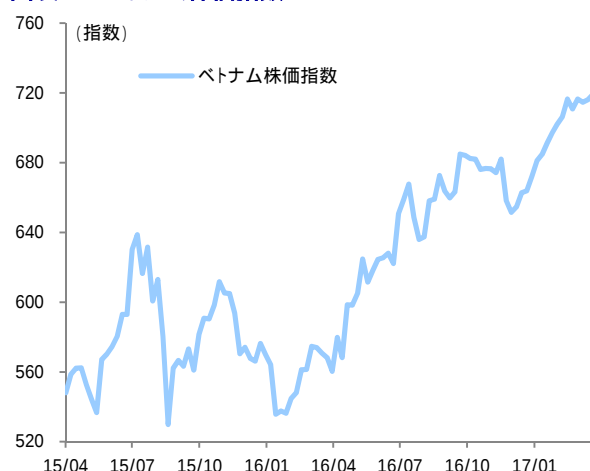
- 3月のVND相場は小幅に上昇した。月初よりドル高が進む展開を受けて、VNDは22800近辺から22800台半ばまで下落。FOMC後はドル売りの流れが強まり22700台後半まで上昇した。非公式レートは、22800近辺から22900近辺まで一時下落するも、月末は22700台後半での値動きになった。
- 3月29日に発表された1～3月期GDPは前年比+5.10%と2016年10～12月期(同+6.83%)から大きく減速した。同日発表の1～3月期小売売上高は前年同期比+9.2%と昨年1～12月期(同+10.2%)から伸び幅が縮小しており、消費の低迷が経済全体の伸びを下押しした模様だ。
- 昨年3月からの医療費の断続的な引き上げを受けインフレ率が加速したことや、ベトナム国家銀行(SBV、中銀)が与信の伸びを抑制したことが消費の低迷を招いたと考える。
- もっとも、3月CPIは前年比+4.65%とSBVの目標(+4%)を上回るも、2か月連続で減速した。医療費引き上げの影響が剥落(2月:同+57.2%→3月:同+35.9%)したことが主因であり、今後も医療費を中心にCPIの伸び幅が縮小すると見込まれることから、国内消費も回復していく公算が大きい。そのため、ベトナム経済は年末にかけて加速していくと予想する。
- なお、同日発表の1～3月期輸出は前年同期比+7.8%と昨年1～12月期(同+8.6%)から加速し、3月鉱工業生産は前年比+5.5%と2月(同+15.2%)から減速するも、3か月移動平均で見た基調は横ばいとなった。良好な外需を背景に生産は安定推移している。
- 3月はアジアにおける主要な貿易取引国の通貨であるKRW、THB、TWD、SGDが対ドルで上昇する中、SBVが設定する中心レートはVND安方向に設定された。
- 背景には政府が緊縮財政を志向し、消費も冴えない環境下、外需にて景気の下支えを行いたいというSBVの意図があったと思われる。もっとも、今後はインフレ率の減速に伴う消費の回復が期待されることから、輸出を振興させる必要性が低下し、SBVはVND高を容認していくだろう。
- 米利上げ期待が燃えるため、当面のVNDは上値が重い展開となろう。但し、年後半は米経済の軟化に伴いFRBのハト派化が見込まれるため、VNDの緩やかな上昇を予想する。(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

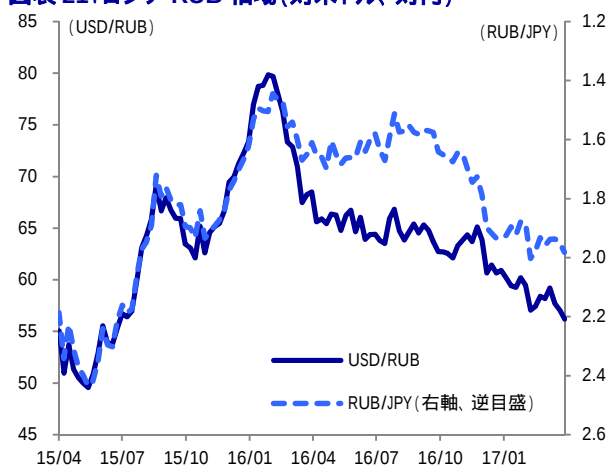


(資料) ブルームバーク

ロシアルーブル(RUB)：当面方向感を欠いた展開様子見が続くか

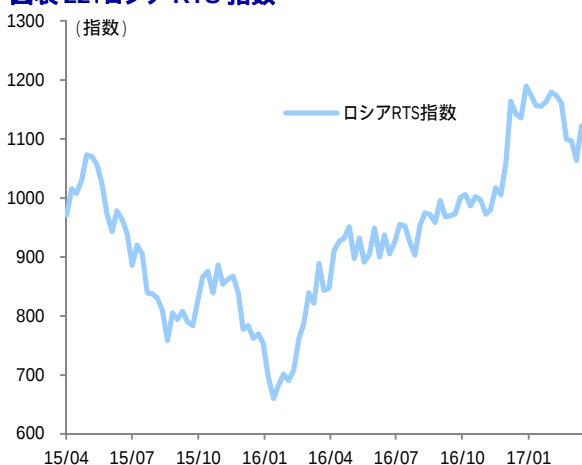
- 3月のRUBは下押し後、反発。月前半に水準を切り下げ、そのまま安値に膠着した原油価格との比較で見ると、明らかな堅調推移を言うことができた。
- 原油価格(ブレント直物)は月初の1バレル=56ドル前後から、8日以降急落。14日までに、11月末のOPEC減産合意以来初めて50ドルを割り込み、その後月末まで50ドル台を中心とした安値で膠着した。月前半の原油価格下落は、米シェールの増産基調を主因としたが、月後半の安値低迷は、米景気の先行きに対する不透明感台頭が上値を押さえる働きをした。
- 一方で、ロシア中銀(CBR)の金融政策を巡る思惑は大きく揺れた。2月金融政策委員会後の声明が「今年前半に利下げする余地はなくなりつつある」と明記したことで、月初、早期利下げはほとんど期待されていなかった。しかし、7日発表された2月コアCPIが1月の前年比+5.5%から同+5.0%に急減速。更にCBRのドミトリエフ金融政策局長が「(足元物価動向は)3月利下げを検討する理由になる」と述べ、俄かに利下げ期待が高まった。
- 果たして、CBRは24日の金融政策委員会で指標金利(1週間物入札金利)を10.00%から9.75%に引き下げた。原油が底堅い値動きを見せたこともあり、その後RUBが堅調気味の推移を続けている。
- ロシア物価の減速がCBRの予想よりも明確に速く進んでいるのは事実だが、今般の利下げはCBRの市場との対話能力に大きな疑問符をつけた。ただ、25bpという利下げ幅は「実質高金利の維持」と「足元物価減速への配慮」に何とか折り合いを付けたとも言えよう(昨年の2回の利下げは50bp幅)。
- また、今年末の物価誘導目標(前年比+4%)を必達とし、(輸入)物価抑制のためのRUB高を志向するCBRが、(RUB建)歳入押し上げのためのRUB安を志向する財務省に、一定の配慮を見せたと受け止めることもできよう。
- 今般の利下げには、市場参加者の過半が意外感を抱いたはずだが、こうして諸般の事情を鑑みると、唐突な利下げにも相応の理があると考えられる。
- 外部要因も、目先は方向感を欠いたRUBの横ばいを示唆する。トランプ大統領の米医療保険改革法(オバマケア)撤廃・改正の失敗で米景気の先行きに不透明感が広がっているのは、原油価格の上値を重くする要因かもしれないが、それで米景気が減速したり、FRBの利上げペースが鈍化したりするのであれば、必ずしもRUBにとって悪材料ばかりとも言えまい。(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



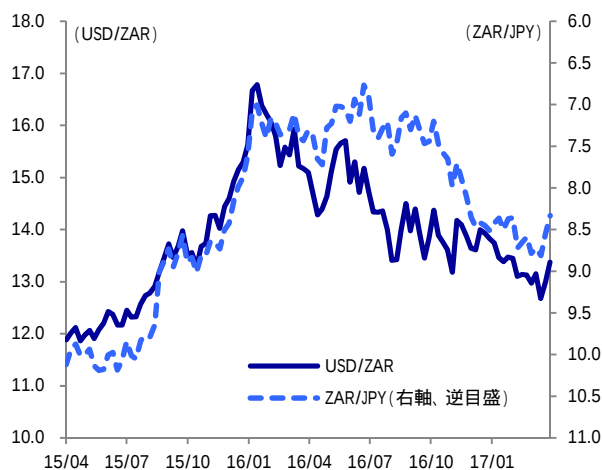
(資料) ブルームバーグ

南アフリカランド(ZAR):財務相解任を受けて当面 ZAR 安か

- 3月のZARは横ばい先行から、月央にかけて下押し、反発と上下動し、その後特に対USDで大きく水準を切り上げたが、月末にかけて急落した。
- 月前半の金融市場では、南ア固有の要因が特段脚光を浴びることもなく、ZARの値動きは専ら15日のFOMCに向けた米金融政策動向の影響が色濃かった。8日に前後したZAR下押しは、米利上げ期待を背景としたUSD高に加え、米利上げを前提とした商品市況の低迷も反映していただろう。
- そうした状況が一変したのは、15日、実際に予想通りの利上げ(+25bp)が発表されてから。FRBの見込む将来的な政策金利推移が、市場の一部で警戒されたほど上方修正されなかったとの読みがUSD全面安を誘った。
- 更に21日以降、トランプ米大統領が推してきた米医療保険制度改革法の撤廃・代替案の成立が難しいとの見方が広がった。24日、同案は採決見送りが決定。市場が期待する大型減税や大規模インフラ投資などトランプ大統領の「看板経済政策」の実現性に対しても不透明感が強まり、USDは一段と水準を切り下げた。ZARも27日の欧州時間朝までに対USDで2015年2月来の高値となる12.3125まで上昇した。
- その直後、ZAR全面安に陥ったのは、ゴードン財務相更迭観測という南ア独自の材料がきっかけ。ズマ大統領は、南ア国債の投資家向け説明会のためロンドンを訪れていたゴードン財務相に対し唐突に帰国を命令。その後、同財務相の所属する南ア共産党の幹部に対し、財務相更迭の意向を伝えたと報じられた。その後、与党アフリカ民族会議(ANC)内部から財務相更迭に反対意見が出たとの観測もあり、一時的にZARの下落は一服した。
- ズマ大統領は31日にゴードン財務相の解任を発表し、ZARは一段と下げ幅を拡大する展開となった。
- 2015年12月に、ズマ大統領が、やはり唐突にネネ財務相(当時)を更迭した際には、市場の信任の厚いゴードン前財務相(当時)という明確な「火消し役」が存在したが、現在の南アにそうした人材は見当たらない。今後は南ア国債の投機的等級への格下げも時間の問題と見られ、中期的なZARの下落余地は、まだまだ広がる可能性が高かろう。
- 仮に格下げが見送られたとしても、ANC内の権力抗争の先鋭化は不可避と見られ、政局不透明感が当面ZARの悪材料になる可能性が高い。

(本多秀俊)

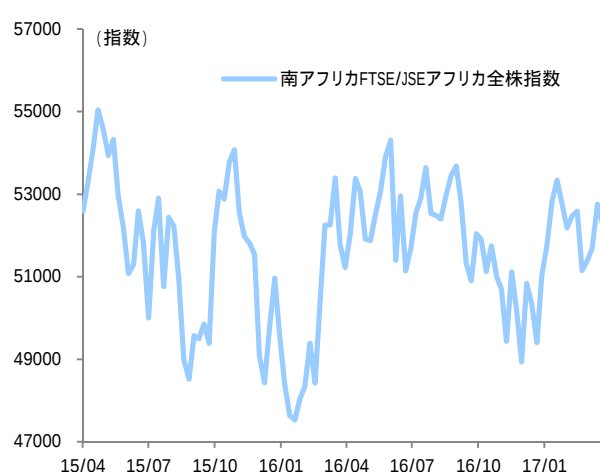
図表 23: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



(資料) ブルームバーグ

2017年4月3日

図表 24: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数

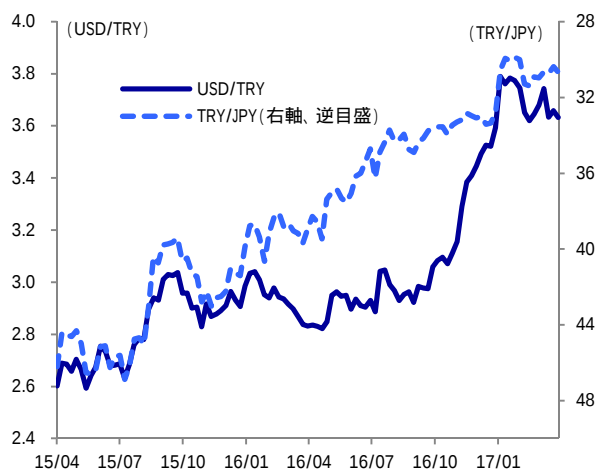


(資料) ブルームバーグ

トルコリラ(TRY)：当面は政治的不透明感が TRY の上値を限定

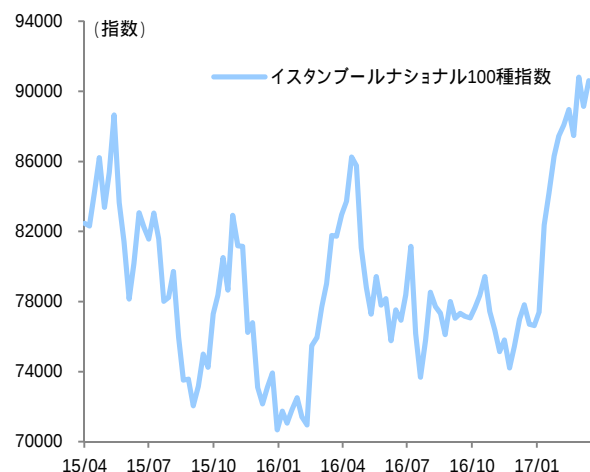
- ・ 3 月の TRY は、下押しが先行、月央に反発したが、その値幅は対ドルで 6% 弱、対バスケットでも 5% 弱と、ここ数か月では比較的狭い値幅にとどまった。
- ・ 月前半の TRY 下押しは、米連銀の利上げ期待感を背景とした USD 高の影響を色濃く受けていた。もっとも、3 日、10 日と観察された USD 安が TRY の値動きには反映されなかったり、8 日には唐突な TRY 独歩安が観察されたりと、必ずしも TRY 固有の値動きが観察されなかったわけではない。
- ・ 15 日、予想通り米連銀が 25bp の利上げに踏み切った後の USD 安局面では、TRY も相応に水準を切り上げたものの、その後月末まで続いた USD 全面安を他所に、TRY は対 USD、対バスケット共に頭打ちにとどまった。
- ・ 16 日、トルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、主要政策金利である 1 週間物レポ金利(8.00%)、翌日物貸出金利(9.25%)、翌日物借入金利(7.25%)を全て据え置く一方で、後期流動性窓口金利を 75bp 引き上げ 11.75%とした。その結果、CBRT が市場に供給する資金の加重平均金利は前日までの 10.8%前後から、17 日以降 11.3%前後まで跳ね上がった。
- ・ USD 全面安にもかかわらず TRY の上値が際立って限定的な要因のひとつは、引き続き、エルドアン大統領周辺から CBRT の金融政策に対する口先介入が止まない事実に加えて、2 月に CBRT が導入した「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(実質的な TRY 買い・外貨売り為替介入)の固定換算レート(対 USD で 3.5338、対 EUR で 3.7088)が TRY の上値として意識されている可能性は考えられる。
- ・ 今月予定される「大統領権限を強化するための憲法改正」の是非を問う国民投票が成功すれば、エルドアン大統領がより現実的な外交・経済政策に舵を切るとの期待感が TRY の下支え要因になっているとの見方がある。一方で、国民投票に向けた不透明感や、同投票のキャンペーンを巡る独断など EU 加盟国との対立関係が TRY の重石になっているとの見方もできた。
- ・ まずは 4 月 16 日の国民投票の結果を見守るしかないが、世論調査の結果は思いの外賛否が拮抗している模様。仮に賛成多数であったとしても、大統領周辺が一変してクルド人や米欧と融和的な政策に転換するとは考え難いし、もし否決された場合、次に何が起こるか誰も明確な見通しを持たない。このような状況で TRY の継続的な上昇は当面見込み難いのではないかと。

(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 4 月 3 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 1～3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	6.8872	6.90	6.95	7.00	7.10	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7531 ~ 7.7725	7.7710	7.76	7.76	7.76	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	64.788 ~ 68.388	64.850	67.5	66.0	65.0	64.5	64.0
インドネシアルピア	(IDR)	13236 ~ 13496	13322	13500	13300	13000	12850	12700
韓国ウォン	(KRW)	1110.52 ~ 1211.78	1118.45	1140	1130	1120	1110	1100
マレーシアリンギ	(MYR)	4.4090 ~ 4.5002	4.4255	4.48	4.38	4.22	4.10	4.05
フィリピンペソ	(PHP)	49.360 ~ 50.467	50.200	51.0	50.2	49.0	48.5	48.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3909 ~ 1.4547	1.3979	1.42	1.41	1.40	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	30.146 ~ 32.447	30.348	30.40	30.20	30.00	29.80	29.60
タイバーツ	(THB)	34.30 ~ 36.01	34.35	35.3	35.0	34.5	34.8	34.0
ベトナムドン	(VND)	22528 ~ 22846	22755	22900	22750	22650	22650	22400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	55.8583 ~ 61.7190	56.1962	60.00	62.00	64.00	62.00	62.00
南アフリカランド	(ZAR)	12.3126 ~ 13.9810	13.3780	13.80	14.40	14.00	13.50	13.00
トルコリラ	(TRY)	3.5143 ~ 3.9415	3.6332	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	3.1220	3.19	3.25	3.30	3.26	3.20
メキシコペソ	(MXN)	18.6160 ~ 22.0385	18.7212	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)	16.012 ~ 17.031	16.190	15.94	15.54	15.00	14.65	14.65
香港ドル	(HKD)	14.176 ~ 15.291	14.346	14.18	13.92	13.53	13.40	13.40
インドルピー	(INR)	1.651 ~ 1.756	1.720	1.63	1.64	1.62	1.61	1.63
インドネシアルピア	(100IDR)	0.827 ~ 0.880	0.837	0.815	0.812	0.808	0.809	0.819
韓国ウォン	(100KRW)	9.599 ~ 10.127	9.985	9.65	9.56	9.38	9.37	9.45
マレーシアリンギ	(MYR)	24.944 ~ 26.274	25.287	24.55	24.66	24.88	25.37	25.68
フィリピンペソ	(PHP)	2.195 ~ 2.377	2.229	2.16	2.15	2.14	2.14	2.16
シンガポールドル	(SGD)	78.88 ~ 81.66	79.75	77.46	76.60	75.00	74.82	75.91
台湾ドル	(TWD)	3.570 ~ 3.741	3.673	3.62	3.58	3.50	3.49	3.51
タイバーツ	(THB)	3.187 ~ 3.300	3.245	3.12	3.09	3.04	2.99	3.06
ベトナムドン	(100VND)	0.4835 ~ 0.5213	0.4905	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	1.983	1.83	1.74	1.64	1.68	1.68
南アフリカランド	(ZAR)	8.219 ~ 8.978	8.331	7.97	7.50	7.50	7.70	8.00
トルコリラ	(TRY)	29.076 ~ 33.476	30.677	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)	34.866 ~ 37.450	35.713	34.48	33.23	31.82	31.90	32.50
メキシコペソ	(MXN)	5.164 ~ 5.999	5.956	5.24	5.27	5.20	5.20	5.20

(注)1. 実績の欄は2017年3月31日まで。SPOTは4月3日の7時10分頃。2. 実績値はブルームバーグの値。3. 予想の欄は四半期末の予想レベル。4. 対円の見通し値は『中期為替相場見通し(3月31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

			2017		2018				
			現在 (%)	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	6.00	6.00	6.00	6.25	6.25	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に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 4 月 3 日