

2020 年 4 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 主要国の政策対応で流動性懸念は緩和	2
中国: 相対的な堅調さをみせる CNY	3
インド: 史上最安値を更新した INR	4
インドネシア: 域内通貨で最も下落した IDR	5
韓国: 矢継ぎ早に経済対策を拡充	6
マレーシア: MYR の安値更新が続く	7
フィリピン: 証券取引所一時閉鎖後、取引は閑散に	8
タイ: 「コロナショック」の脅威が増す	9
ロシア: 財政も中銀も冷静だが、目先はコロナ次第	10
南アフリカ: 噂(観測)で売って、事実で買えはしない	11
トルコ: TRY 安の構造は改善せず、むしろ悪化	12
ブラジル: 新型肺炎の感染拡大に本格化の兆し	13
メキシコ: MXN が史上最安値を大幅に更新	14
為替相場見通し	15

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
+81 3 3242 7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
+81 3 3242 7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

香港資金部
シニアアジア FX ストラテジスト
Ken Cheung
ken.cheung@mizuho-cb.com

アジア・オセアニア資金部
シニアエコノミスト
Vishnu Varathan
vishnu.varathan@mizuho-cb.com

マーケット・エコノミスト
Huani Zhu
huani.zhu@mizuho-cb.com

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

ブラジルみずほ銀行
チーフストラテジスト
Luciano Rostagno
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国：主要国の政策対応で流動性懸念は緩和

マーケット・エコノミスト

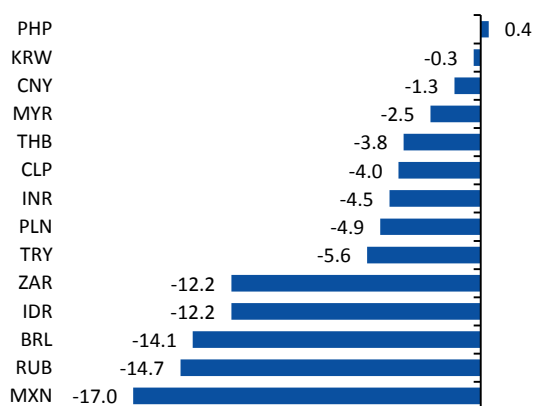
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

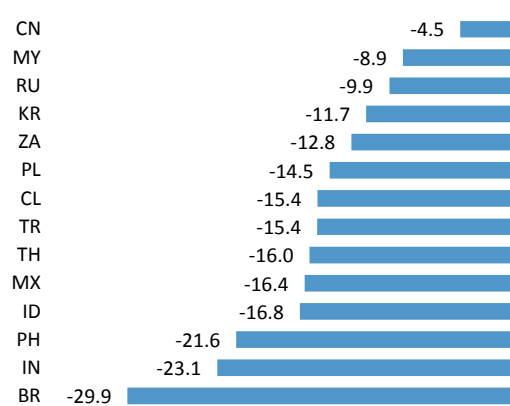
- 3月はほとんどの新興国通貨が続落。新型肺炎の感染拡大が世界的に深刻化、原油価格の急落も重なり、金融市場ではリスクオフの様相を再び強めた。S&P500指数が高値から一時35%下落、米10年国債利回りは一時0.3%台まで低下した。調達環境の逼迫化からドル高も急速に進んだ。各国中銀の大規模な追加緩和やドル資金供給策を打ち出す中で、ドル高は月下旬に一服しつつあるものの、新興国通貨の下振れ警戒感が残る。MSCI 新興国通貨指数は2017年3月以来の水準まで下落、前月末比▲3.5%の水準で月末を迎えた。
- 新型肺炎の感染拡大は欧州諸国や米国ですでに本格化、中南米諸国にもその兆しがある。各国は移動規制等の感染封じ込め策を強化、医療崩壊のリスクに直面し都市封鎖（ロックダウン）の動きも今後増えそう。経済活動の停滞が世界規模で強まるなか、企業や家計の資金繰りと継続性が危機に晒されている。市場ではリスク資産の処分が進み、現金需要は急増する。「ドル化した世界」に供給されていた資金の本国回帰も強まる。
- 一方で、主要国で政策総動員の動きがある。緊急利下げで市場の不興を買ったFRBだが、資産買入措置（いわゆるQE4）や流動性支援策（レポの拡充、資本・流動性規制の緩和等）を拡充。ドル調達環境の改善に向けて、通貨スワップ協定を拡充（主要6中銀+9中銀）、外国中銀との暫定的レポファシリティを設置した。財政政策では、「経済対策第3弾（2兆ドル規模、GDP比10%程度）」までが可決済みの米国で、さらに「第4弾」を模索する動きがある。ドイツも財政健全化路線を一旦放棄し財政拡張に転じた。いずれも、企業の資金繰り支援に重点が置かれている。
- 新型肺炎の感染拡大は続いており、新興国通貨には下押し圧力が残る。ただ、上述の政策対応により3月のような急速なドル高・新興国通貨安のリスクは抑制されていると考える。中国のケースを考慮すると、欧米諸国も4～6月期のどこかで、経済の正常化に動き出す可能性はある。新興国通貨は当面弱含むも、6月末にかけて持ち直しに向かう展開を想定する。
- なお、原油価格の下落には景気下支え効果があるものの、産油国にとっては問題だ。需要に弱さが見える中で、サウジアラビアとロシアはシェア拡大を目指して供給を増やす。原油価格急落で、産油国は輸出額の減少や歳入減少、投資減少等、経常収支や財政収支、景気悪化が懸念されやすい。新興国のなかでも産油国の通貨は相対的に弱い値動きを想定する。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年3月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2020年3月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 相対的な堅調さをみせる CNY

マーケット・エコノミスト

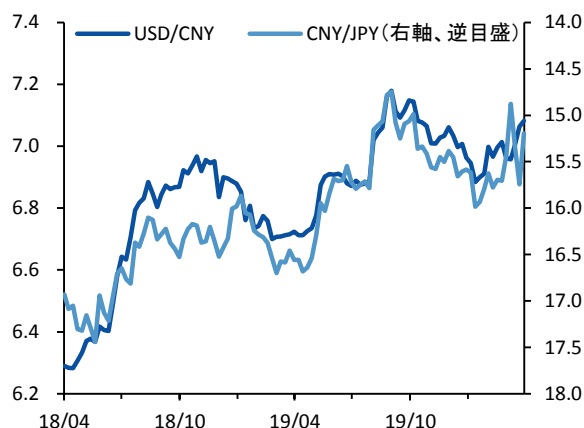
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のCNYは前月末比で続落。上旬はFRBの緊急利下げを受けたドル安の流れから、6.91台までCNY高が進んだ。ただ、新型コロナウイルスの世界的感染拡大が顕著となるにつれ、中旬以降はドル調達環境が逼迫感から押し戻される展開。中国政府や人民銀行(PBoC)の政策対応、国内経済の正常化への動きもあり、新興国通貨の中では相対的な堅調さをみせたが、一時7.12台までCNY安が進んだ。ドル高が一服した下旬は、7.05~7.12のレンジでもみ合いとなった。
- 都市封鎖を含む新型コロナウイルスの感染封じ込め策は、大規模な需要減退と供給制約を生じさせたことが1-2月期の経済指標で確認された。輸出(前年比▲17.2%)、小売売上高(同▲20.5%)、工業企業利益総額(▲38.3%)、鉱工業生産(同▲13.5%)、固定資産投資(同▲24.5%)といずれも急減速した。
- もっとも、公表値ベースでは中国における新型コロナウイルスの新規感染者数および死亡者数の増加は2月中旬にピークアウト。2月下旬より経済活動の正常化へ向けた動きが始まっている。工業情報化省によると3月28日時点で、製造業(売上高2,000万元以上)の98.6%が操業を再開、従業員の9割が職場復帰した。湖北省でもそれぞれ95%と7割程度という。3月のPMIは製造業・非製造業ともに急反発(いずれも50超を回復)、企業マインドには改善がみられる。
- もちろん、経済活動が企業マインド同様に急回復するのは困難だ。実際、需要や供給、感染拡大の抑止等の面で問題は残り、稼働率は依然低い水準にあるようだ。引き続き、企業支援を中心とした金融・財政政策の拡充が求められる。
- PBoCは13日、預金準備率の引き下げを発表(16日より実施)。小規模零細企業向け貸出で一定の条件を満たす銀行が0.5~1.0%pt、一定の条件を満たす株式制商業銀行(大手・準大手行等)はさらに1.0%pt引き下げた。これにより、5,500億元の流動性が市場に追加供給されるという。また、PBoCと市中銀行が預金基準金利の引き下げについて協議しているとの報道もある。実現すれば、銀行の収益性改善を通じた貸出金利の低下や貸出増加が期待される。
- すでに2兆元近くと見られる財政による支援措置もさらに拡充されそうだ。中央政治局会議では27日、一段の財政赤字の容認と特別国債(財政収支と別枠での財源確保)を発行する方針が固まったと報じられている。政策内容については、全国人民代表大会に詰める見通しだ(開催日未定も4月下旬頃か)。
- 経済活動の正常化や政策対応の余地を考慮すると、CNYは他通貨と比べ安定推移が期待される。今後3か月の想定レンジは6.9~7.2とみておきたい。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:史上最安値を更新した INR

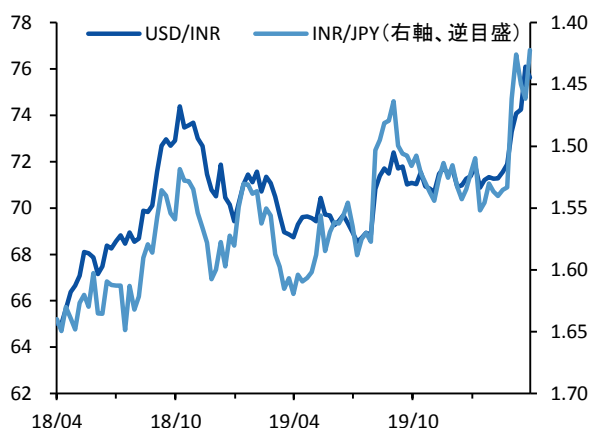
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

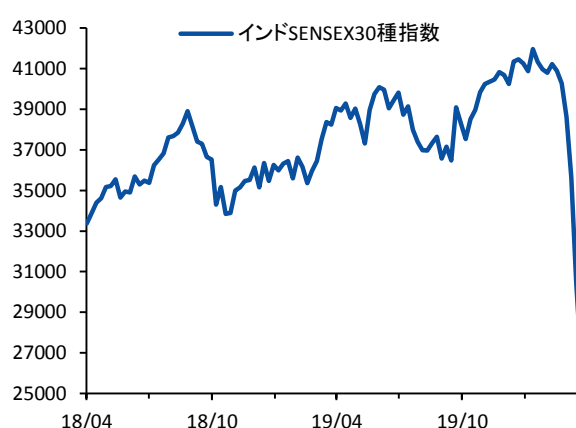
- 3月、INRは史上最安値を更新した。月初、72.25付近で取引を開始し、新型コロナウイルスを発端とするリスクオフの動きによってINR安が続き74を突破した。それ以降もリスク回避のドル買いが続き、ドルの流動性が懸念される中、インド国内でも新型コロナウイルスの感染拡大が進み、政府がロックダウンを宣言したことを受け一時、一昨年の史上最安値を大きく更新する76.30まで下落した。その後、各国中銀が流動性供給策を打ち出すに連れて、徐々にドル高が解消され、月末にかけては75台半ばを推移した。
- インド国内でもヒト、モノの動きの制限が強化されている。13日から全世界の観光・商用ビザを停止。25日にはモディ首相が新型コロナウイルスへの感染防止策として全土を同日から21日間封鎖すると表明し、必需品を扱う特定業種以外の業務停止や商業、娯楽施設の閉鎖を命じた。
- 2月の消費者物価指数(CPI)は前年比+6.6%となり、上昇が一服した。主な要因は、高インフレの原因であった食料品価格の上昇が落ち着き、また、原油価格の下落もCPI抑制に寄与した。しかしながら、3か月連続でインド準備銀行(RBI)の目標レンジの+2.0~6.0%から上振れる状況は続いている。
- 民間大手のイエス銀行が経営難からの再建を目指す。融資先の経営不振による不良債権拡大と預金流出が止まらなかったことが要因で、16日、RBIは再建案を発表し、国営の商業銀行最大手のインドステート銀行をはじめ複数の銀行が共同出資をすることとなった。金融機関の脆弱性は政府の抱える課題となっており、昨年もRBIは大手ノンバンクの破綻処理を行った経緯がある。
- RBIは27日に臨時の金融政策委員会(MPC)を実施し、政策金利のレポレート75bp引き下げて4.40%とした。CPIが高止まりしており、景気が低迷しながらも利下げに踏み込めない状況が続いていたが、CPIの上昇が一服したことで、各国中銀に続いて景気刺激策を打った格好となった。
- 新型コロナウイルスが猛威を振るう中、RBIはCPIの上昇一服を契機に利下げを再開した。一方、政府は貧困層を中心に1兆7000億ルピー(約2.5兆円)の経済対策を発表し、一連の緩和措置による通貨下落リスクは続く。目下、INRは史上最安値を更新しており、通貨下落を是正すべく、今後も断続的にRBIは市場介入に踏み込むことが予想される。原油純輸入国であるインドは資源価格の下落の恩恵を受け、大幅な通貨安には陥っていないものの、景気後退や財政赤字の拡大が懸念される中、INR安をメインシナリオと想定する。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:域内通貨で最も下落した IDR

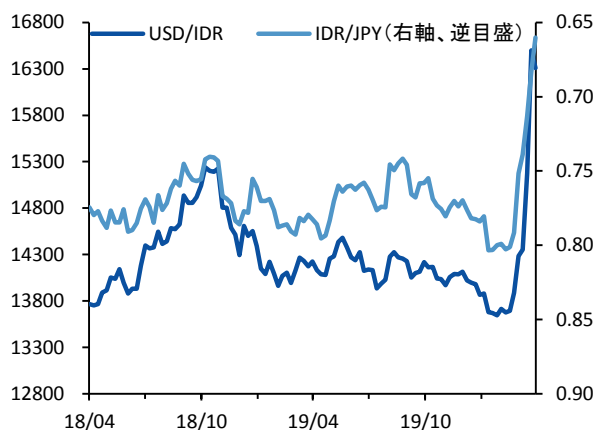
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

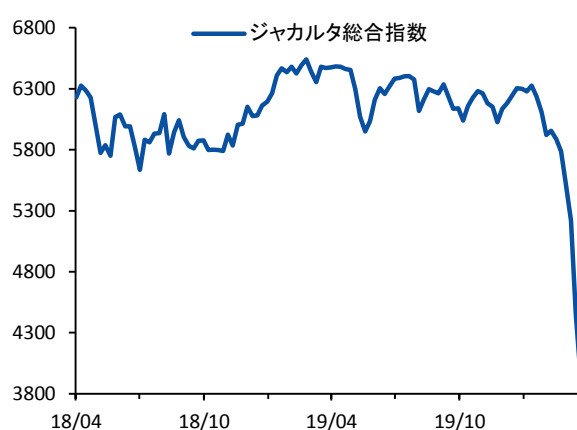
- 3月のIDRは下旬にかけて急落する展開。月初、14300台で取引を開始し、前月末からのIDR安は続くも、インドネシア中央銀行(BI)の介入もあり小幅な推移となった。新型コロナウイルス感染拡大が続く中、中旬にジャカルタ総合指数が5%超の悪化を記録したことでIDR安が加速。その後の金融政策会合で追加利下げが発表され、リスクオフムードが続くと16000を上抜け、一時月安値の16600台をつけた。月末にかけては、流動性確保のドル買いは弱まるも、IDRが大きく反発する動きはなく、月末時点で16000台前半を推移した。
- 新型コロナウイルスの感染拡大が進む中、BIは今年の経済成長率が当初より下振れることを発表し、今年のGDP成長率を前年比+5.0~5.4%から0.8%pts引き下げて同+4.2~4.6%とした。なお、CPI上昇率は当初目標レンジ(同+2.0~4.0%)に据え置かれており、2月CPIは前年比+2.98%と前月(同+2.68%)から若干加速した。
- BIは19日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを従来の4.75%から4.50%に引き下げることを選定した。声明文では、国内経済の停滞を凌ぐための景気刺激が必要となり、BIは緩和的な金融政策を継続する方針を示した。また、自国通貨の下落に歯止めをかけ、国内経済の安定化を図るべくポリシーミックスを強化し、政府一体での政策運営を進めていく姿勢を表明した。
- 政府は13日に約9,000億円規模の財政政策を発表した。製造業で働く人の所得税を半年間免除し、企業が物品の輸入時にかかる税金の納付にも猶予を与える内容だ。なお、財政赤字の規模は対GDP比2.5%に収まるかたちとなっており、政府が目標として掲げる同3.0%以内となる公算である。
- IDRは年初から対ドルで約15%下落し、域内通貨で最大の下げ幅を記録した。インドネシアは経常収支・財政収支が共に赤字で、産油国であることが嫌気され特に売られた格好だ。それゆえ、大規模な金融・財政政策が注目される一方で、今後の経常収支の推移や財政赤字の規模感、ないし市場介入に堪えうる外貨準備の水準を維持できているかといった基礎的な指標を改めて注視していく必要がある。しばらくは新型コロナウイルスの感染に終息の目処が立たず、リスクオフの展開は続く見込みだ。インドネシアでも政府が国民の移動制限や工場の稼働停止要請などをしており、景気減速の懸念が膨らむなか、IDRは当面上値の重い展開が続くものと見込まれる。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国: 矢継ぎ早に経済対策を拡充

マーケット・エコノミスト

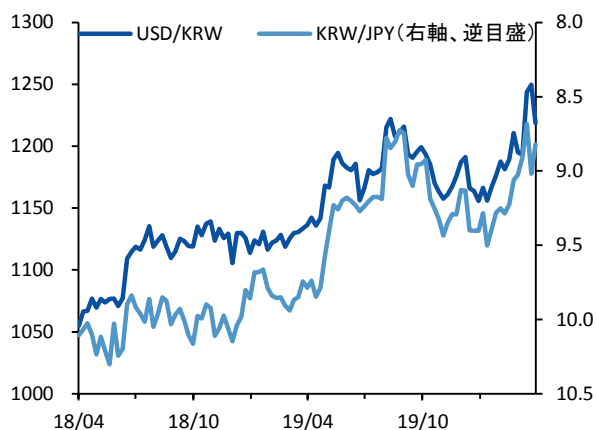
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のKRWは上下に振れた後、前月末比でほぼ横ばい。上旬はFRBの緊急利下げによるドル安で、1170台を試すまでKRW高が進展。一方、ドル調達環境が逼迫した中旬には、一時1300を窺う水準までKRW安へと急転回した。下旬は、ドル安に加えて、金融・財政政策の追加発動も手掛かりにKRWは1200台まで一旦持ち直し、1220台で月末を迎えた。
- 新規感染者数の増加が顕著となった2月下旬以降、政府は移動制限措置を強化するとともに景気対策を拡充した。3月4日、防疫体系強化と事業者・雇用支援等を目的に11.7兆ウォン規模の補正予算案を発表。19日には中小・零細事業者向けの特別金融支援措置(50兆ウォン)を打ち出し、26日にこれを大企業向けやファンド組成を含めた措置(100兆ウォン)に拡大した。30日には家計への現金給付を含む第2次補正予算案(7.1兆ウォン)を明らかにした。
- 他方、韓国銀行(BOK)も16日、臨時の金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポレート)を1.25%から0.75%へと50bp引き下げた。金融市場の安定性回復と経済成長やインフレへの影響の軽減が必要と判断した。また、銀行向け貸出支援ファシリティの適用金利も引き下げた(0.50~0.75%→0.25%)。事業主や地域の中小企業に的を絞った金融支援強化という位置付けだ。
- さらに、BOKはレポ取引の適格担保の対象を拡大(4月以降1年間)。産業銀行や中小企業銀行、農業銀行、輸出入銀行等の発行する金融債を追加した。資金調達環境の改善を通じてマネーマーケットの安定化や貸出拡大を図る。ちなみに、同レポ取引については26日に、6月末までの3か月間はBOKが市場の需要に対して無制限に流動性を供給することも決定された。
- 李総裁は会見で、新型コロナウイルスの感染拡大規模は予想以上とし、成長率の下振れリスクに言及。対応していく上で必要であれば、国債買い入れも辞さない姿勢をみせた。量的緩和がはいよいよ選択肢となってきたこともうかがえる。
- このほか、企画財政部は16日、銀行の為替先物ポジションの規制を緩和。BOKは19日、FRBと通貨スワップ協定を締結した。いずれも、銀行や企業の外貨調達をサポート(ドル調達環境の逼迫を緩和)する効果が期待される。
- 韓国では金融・財政政策の拡充が進み、新型コロナウイルスの感染もピークアウトした感がある。一方、海外では感染拡大が本格化している段階であり、外需や供給制約、さらには金融市場の先行きには不透明感が残る。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1170~1270とみておきたい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:MYR の安値更新が続く

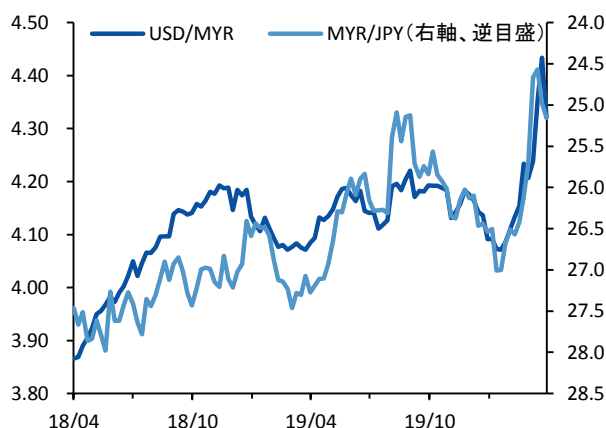
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

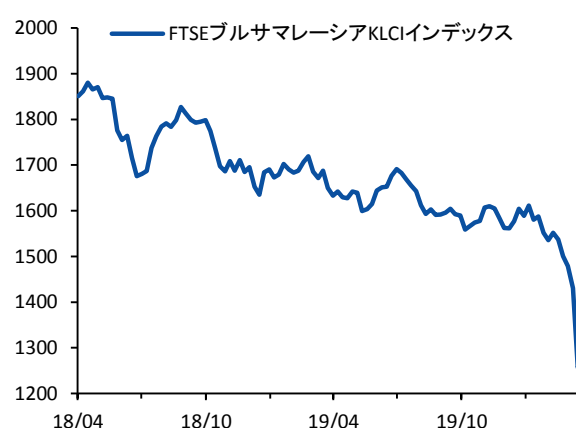
- 3月のMYRは大きく下落する展開。月初、4.20台で取引を開始し、FRBの臨時利下げ決定を受け、月高値の4.15台後半まで上昇。その後、OPECプラスで原油協調減産が決裂し、原油価格が急落するとMYR安に転じ、新型コロナウイルス感染拡大による、流動性確保のドル買いもあいまって、一時月安値の4.44台後半をつけた。下旬は、マレーシア政府が経済政策を前倒しで発表したことで、4.25台まで急伸したが、政策規模が大きく、財政赤字の拡大が懸念されると再度MYR安に転じ、月末付近で4.35付近での推移が続いた。
- 6日にOPECプラスの会合で協調減産合意が拒否されて原油価格が大幅に下落したことがマレーシア経済にも痛手となりそう。1月の貿易収支は120億リンギの黒字を維持したが、主要産品である石油製品の価格低下に直結し、今後の貿易収支が悪化する可能性が増した。また、20年の歳入の約2割を国営の石油企業関連収入で賄う予定であったが、価格下落による収入減が見込まれ、新型コロナウイルス対策で財政支出を増加した政府には逆風となる。
- マレーシア中銀(BNM)は3日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を25bp引き下げて2.50%にすることを決定した。声明文では、安定した物価動向の下での経済成長を支えるため、一段と緩和的な金融環境を提供する必要があると述べた。今後の見通しについては、新型コロナウイルスの感染拡大の影響で、特に1~3月期の経済成長率が停滞する点に言及した。
- 2月末に国王から次期首相に任命されたムディヒン氏は、9日、閣僚32名を発表した。また、当初3月に予定されていた国会の開催は、5月に延期となった。しかし、これで政権交替問題は収束とはいかず、前首相のマハティール氏をはじめとする勢力が5月の国会にてムディヒン政権への不信任案提出と形勢逆転を狙っているとの報道もあり、政局の安定にはさらに時間を要しそうだ。
- マレーシアは今月、原油価格の下落、政権を巡る混乱、新型コロナウイルスの感染拡大の対応に追われた。どの事態の収拾にも目処がつかない中、市場では通貨安・株安に象徴される急速な「マレーシア売り」が進んだ。今後も新型コロナウイルスの影響で経済活動が制限されるなか、財政政策や金融政策の効果も不透明である。今後、政権を巡る問題と経済の減速が続けば、積極的な外資誘致を進めてきたマレーシアから投資が逃げていく懸念も膨らむ。さらに今月はFTSEラッセル世界国債インデックス組入れ国の見直しを控えており、この結果もMYRの動向に大きな影響を与えるだろう。

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:証券取引所一時閉鎖後、取引は閑散に

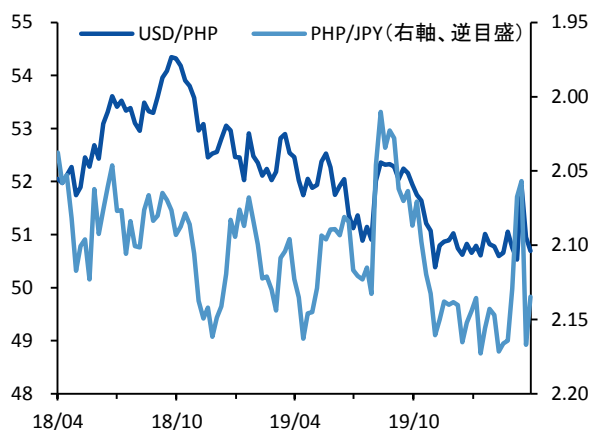
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

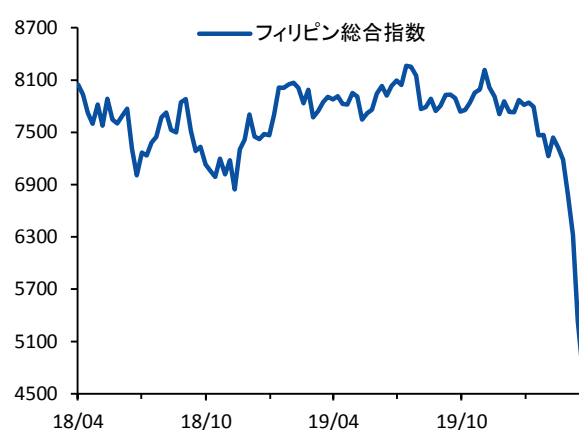
- 3月のPHPは月半ばに安値をつける展開。月初、51.00台で取引を開始。中国の2月PMIの悪化が懸念されるも、FRBの緊急の利下げや、OPECプラスの協調減産の決裂による原油価格の下落にサポートされ、PHPは底堅く推移した。中旬はWHOによる新型コロナウイルスのパンデミック宣言や米国株式市場の暴落の影響でリスクオフの動きが強まり、一時月安値の51.50台まで下落した。下旬は流動性確保のドル買いが進み、PHPの下落が懸念されたが、原油安やFRBの量的緩和の影響もあり、月末は51付近の値動きとなった。
- フィリピンでも国を挙げた新型コロナウイルス感染対応に追われている。17日、感染動向を踏まえて、域内で初めて証券取引所が閉鎖され、その後も取引時間を短縮しての運営を続けている。20日には外国人の入国を禁止したほか、フィリピンの大統領府は25日、大統領権限を強化する法律を発表し、大統領が独自で20年度の未消化予算の2750億ペソ(約6千億円)を再配分できることとなった。多くの企業が活動を停止する動きは依然続いており、本法律成立後のドゥテルテ大統領の指揮にも注目が集まっている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は19日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを手元の3.75%から50bp引き下げて3.25%とした。ジョグノBSP総裁は昨年末に、今年中に50bpの利下げを実施すると述べていたが、BSPは今回を含めて既に計75bpの利下げを実施したこととなる。
- 今回の政策決定について声明文では、新型コロナウイルスの影響で経済活動が滞る中、景気減速を凌ぐための措置として利下げを実施した点に言及し、今後も自国経済と金融システムの安定化を図るべく、必要に応じて金融緩和政策を継続していく姿勢を表明した。ジョグノBSP総裁は会見で物価水準は安定しており、景気浮揚に向けてさらなる利下げの余地があると述べた。
- BSPは今後も利下げに留まらない機動的な金融政策を講じる公算が大きい。国内経済の一時的な減速は避けがたく、また、ヒト、モノの移動に制限がかかる中、観光業や貿易のほか、海外労働者(OFW)の活動にも今後影響が出ることが懸念される。世界的なリスクオフの動きで新興国通貨が軒並み下落している中、フィリピンは資源(原油)純輸入国で原油安の恩恵を受けた可能性があったほか、ルソン島の取引所が一時閉鎖した後、市場参加者の積極的な取引が控えられ、足許の下げ幅が低く留まっていることが考えられる。とはいえ、これ以上に買われる要因は薄く、当面は上値の重い動きが予想される。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ:「コロナショック」の脅威が増す

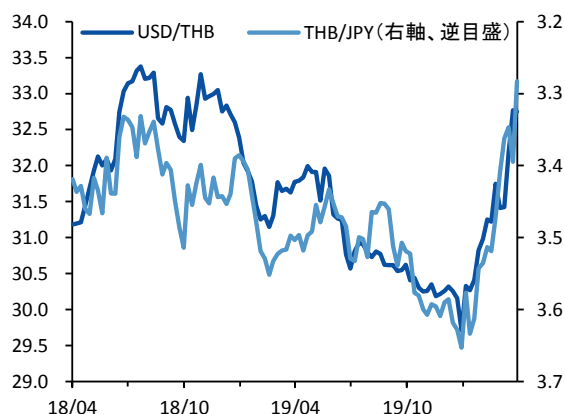
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

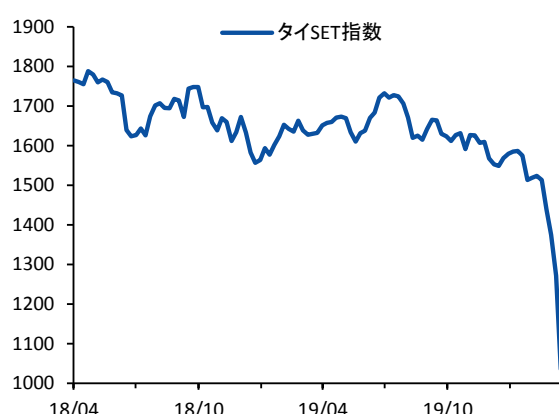
- 3月のTHBは下落する展開。月初、中国の2月PMIが過去最低を記録したことが懸念され、31台半ばを推移。その後FRBの緊急利下げ決定を受け、31台前半まで上昇するも、中旬以降は、新型コロナウイルス感染拡大が深刻化し、各国金融市場の混乱やリスクオフの動きが強まるなか、THB安が加速した。タイ中央銀行(BOT)が臨時の会合を開催し利下げを決定すると月安値の33台前半を記録。下旬は、各国政府による感染防止の対応への期待感から株価が上昇するとTHB安が一服し、32台半ばから後半を推移する動きとなった。
- BOTは20日に臨時の金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を25bp引き下げ、0.75%とすることを決定した。BOTは先月も政策金利を引き下げており、前回会合に続き、過去最低水準を更新した。また、25日には定例のMPCが開催された。政策金利の追加引き下げは見送られたものの、今後も追加利下げを含めた機動的な金融緩和姿勢を維持することが示唆された。
- 声明文では、新型コロナウイルスの影響が想定以上に深刻化したと述べた。今回の利下げを通じて、事業法人や家計の流動性懸念や債務負担軽減を見据えるほか、適切な市場介入を通じて金融市場の安定性を確保していく姿勢を表明した。また、BOTは20年の経済成長率予想を前年比▲5.3%とし、先般、国家経済社会開発委員会が公表した同+1.5~2.5%の予想を大幅に下回る見通しを述べた。
- 政府は26日、新型コロナウイルスの感染拡大に対し、非常事態宣言を発動した。また、4月中旬のタイ旧正月の延期も正式決定された。今後、外国人の入国が禁止され、移動制限など措置を通じ感染拡大を防ぐ構えだ。
- THBは、昨年末のTHB高から下落に転じ、一昨年の安値にまで接近している。理由は、唯一堅調に推移していた観光業に大きな打撃を与えたことであろう。観光業はタイのGDPの約2割を占めるが、未だヒト、モノが自由に移動できるようになる目処は立っていない。また、貿易収支も黒字は維持しているが、新型コロナウイルスの影響で世界的な経済活動の収縮が進み、サービス収支の悪化を含めた経常収支の悪化が懸念される。来月以降も各種経済指標が公表されることで、ファンメンタルズの悪化を嫌気する声も出てくる可能性があり、THBは短期的には安値を更新する展開も考えられる。しかしながら、新型コロナウイルスの感染が終息に向かうに連れドル高が是正され、徐々に値を戻す展開を予想する。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：財政も中銀も冷静だが、目先はコロナ次第

シニア為替ストラテジスト

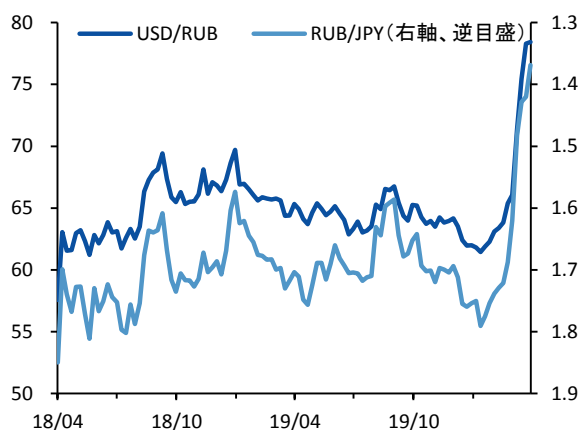
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

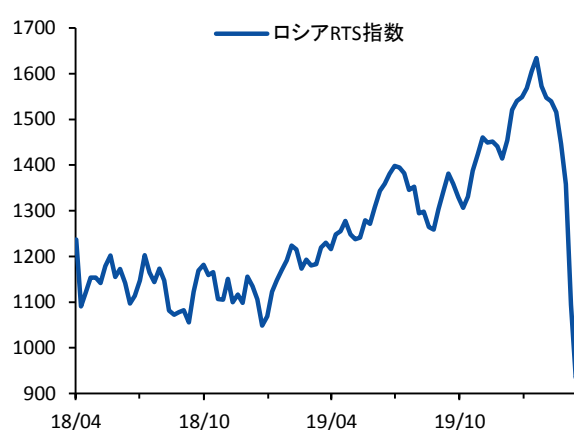
- 3月のRUBは世界経済減速に起因する投資資金の流動性懸念と原油価格急落によるロシア経済への直接の打撃に対する懸念を理由に急落。2月末の終値から19日につけた安値(対USD)までの下落幅は17.9%にも及んだ。
- 新型コロナウイルス騒動と並行して、もうひとつ、金融/資産市場を震撼させたのは原油価格の暴落。5日、OPEC+が「合意」した1.5百万バレル/日の原油減産を、6日、ロシアが拒絶、7日には早くもサウジアラビアが4月以降の増産などを発表、原油市場は「価格競争」へと突入した。既に45ドル/バレル水準にまで下落していた原油価格(ブレント)は、週明け9日には30ドル台前半まで続落、その後更に水準を切り下げ、3月後半には25ドル近辺を低迷した。
- 9日、財務省は財政ルールに基づくRUB売却を30日間停止すると発表。翌10日には、ロシア中銀(CBR)が、財政ルールに基づくRUB購入を即日開始すると発表した。本来、油価予想に基づく売却・購入額を財務省が月次で算出するはずのところ、売買の代理人に過ぎないCBRが見切りで先行実施。更に、19日、CBRは、油価(ウラル)が25ドル/バレルを割り込んだ場合、財政ルールに基づくRUB購入に上乗せして独自のRUB購入を実施すると発表した。
- 20日のCBR金融政策委員会に向けては、市場の大半が利上げを警戒する一方、世界の潮流に鑑み利下げを見込む声も一部で聞かれた。世界中の中銀が競うように金融緩和を繰り出す中、同委員会が政策金利(1週間物入札金利)を6.00%に据え置いたのは、冷静な対応と評価できたのではないかと。
- サウジアラビアとロシアの「価格競争」が、早晚収束する可能性は低い。19日、トランプ米大統領が「『価格競争』に介入する可能性」を示唆したものの、ロシアはおろか、かつて「同盟国」であったサウジアラビアに対しても、米政権が影響力を有するとは考え難い。それ以上に、油価下落は、需要減の問題であり、仮に供給側に調整がついたとしても、目先の需給均衡=価格回復は考え難い。
- 10日、プーチン大統領は、大統領任期延長の可能性に言及。4月22日に、それを可能にするための憲法改正の是非を問う国民投票を行うことになった。しかし、25日、同大統領は、病欠手当、失業手当の拡充、各種納税先送りなどのコロナ対策経済パッケージ発表と併せ、国民投票実施の延期を発表した。
- ロシアの財政出動が(世界で唯一)財政ファイナンスに依存しない点は、中期的な好材料と言えるが、投資資金流動性という意味でも、油価という意味でも、当面のRUB動向は、つまるところ新型コロナウイルスの動向に掛かっている。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 噂(観測)で売って、事実で買えはしない

シニア為替ストラテジスト

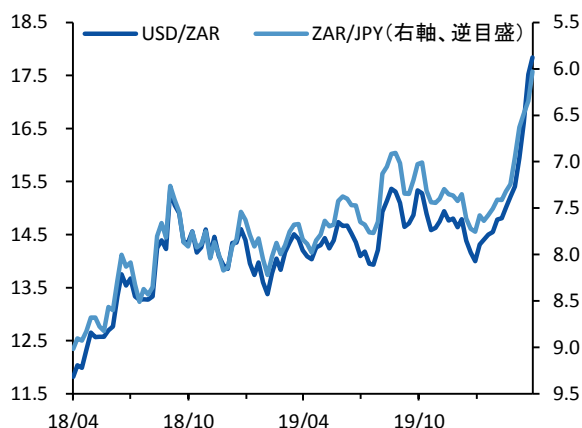
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

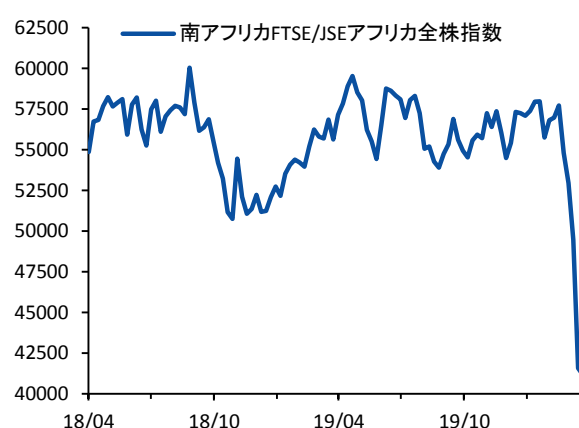
- 3月のZARは対USD、対円共史上最安値を更新する下落。
- ZAR安の主因は、引き続き、新型コロナウイルス蔓延による深刻な世界景気減速懸念。経常赤字を国外からの資金流入で埋める南アには、世界的な投資資金の流動性低下は経常赤字ファイナンスを困難にする要因だし、資源輸出国である南アの経済にとって中国を始めとする資源需要急減は致命的と言えた。
- 新型コロナウイルスに対する懸念が欧州、更に米に広がるのと並行して、もうひとつ、金融市場を震撼させたのは原油価格暴落。ただ、中国(世界)需要減退が、原油下落を誘うのは理に適った反応と言えたが、原油続落が世界的な株価続落を誘ったのは本末転倒。そうは言っても、実際に株価全般が続落したことは、ZARを含む資源通貨/新興市場通貨全般には売り要因となった。
- この間、世界各国の政府中銀は、先進国/経済も、新興国も、競うように巨額の財政支出拡大と大胆な利下げ・資産購入などの金融緩和とを惜し気もなく注ぎ込んだ。南ア準備銀(SARB)も、19日、市場予想に倍する100bpの利下げを決定。更に翌20日には、追加で常設預金/貸出金利を更に100bp引き下げた。しかし、12日以降、10年債利回りにして18年ぶりとなる13%超まで暴落していた南ア国債の反発は緩慢かつ、小幅なままにとどまった。
- その他南ア要因では、10日、南ア高裁が、ラマポーザ大統領に対する汚職嫌疑を「根本的に欠陥のある訴え」と退けたのは、好材料と受け止めることができたはずだが、金融市場の反応は薄かった。
- 13日、公務員労組が20/21年度賃金の再交渉を拒絶、それに対し、18日、政府は同賃金凍結を一方的に通告。財政健全化の目玉である賃金抑制は打開の目途が立たないまま膠着したが、新型コロナのどさくさのおかげで、財政再建を含む各種改革の成否に関する判断は(6月末から)無期限に延期された与党アフリカ民族会議(ANC)の全国総務会以降まで保留された格好になった。
- 27日の一部大手格付会社による南ア国債格付判断は、元々、年内の格下げは不可避との見方が支配的だったところ、新型コロナの蔓延で、今回で投機的等級落ちとの見方は一段と強まっていた。格下げ確定後、週明け30日以降のZAR売りは、思ったよりも抑制が効いたものに見えたが、対USD、対円共に史上最安値更新はさすがに避けられなかった。ただ、31日実施された南ア国債入札の高倍率は、指数運用から脱落しても、適切な利回りさえあれば需要が集められる事実を確認する結果になった。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: TRY 安の構造は改善せず、むしろ悪化

シニア為替ストラテジスト

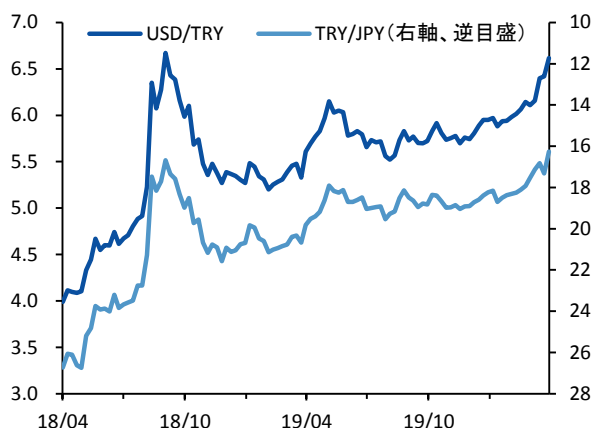
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

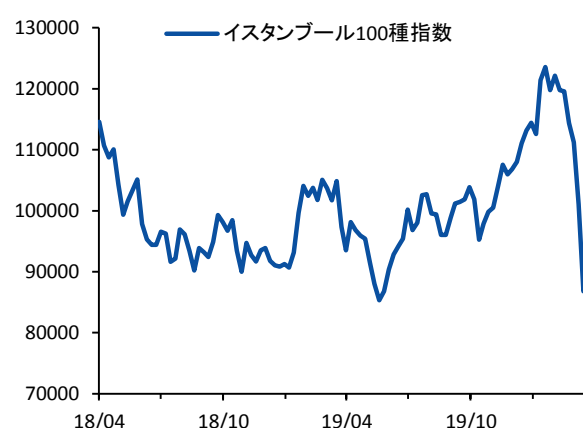
- 3月のTRYは、月初の反発など、散発的な上昇局面も観察されたものの、月を通して振り返って見れば、対USD、対円共に明確に下落。
- 月初のTRY反発は、3日発表されたトルコ2月CPIの下振れを好感した動きと考えられなくはなかったものの、同局面のTRYの上昇幅は、並行したZARやRUBの上昇幅と大差なく、むしろ、米連銀による同日の緊急利下げ(-50bp)と株価全般の反発を好感したリスク許容の流れに乗った値動きと考えられた。
- その後、軟調気味ながら膠着気味の横這いを続けたTRYは、12日以降、勢いをつけて下落。ただし、このTRY安の背景ははっきりしなかった。エルドアン大統領とミシェル欧州理事会議長、フォン・デア・ライエン欧州委員会委員長との移民問題を巡る会談(9日)やババジャン元経済相/副首相らによる新党旗揚げ(11日)といったトルコ固有の要因も、BoE緊急利下げと英歳出拡大(11日)、ECB金融緩和(12日)、FRB追加緊急利下げ(16日)などの外部要因も、取り立てて目に見える影響をTRYに与えた様子は読み取れなかった。
- 並行して、トルコ当局も、トルコ中銀(CBRT)が17日、19日に予定されていた金融政策委員会を2日前倒しで実施し、100bpの利下げ(利下げ後9.75%)を決定、18日には、アルバイラク国庫財務相が返済/納税猶予、現金支給などで総額1000億リラに上る財政刺激策を発表した。しかし、各国が競うように大規模なコロナ対策(財政政策・金融政策)を打ち出す環境で、トルコの一連の対策が金融市場の反応を誘った様子は特に読み取れなかった。
- USD流動性に対する恐慌的な需要が一巡、ドル指数(ICE)が頭打ちから反落する局面(24日以降)で、TRYも一時的には対USDで反発を見せたものの、その堅調は長続きしなかった。背景には構造的なUSD高圧力が存在する。元々地場民間企業が大量の対外負債(その概ねはUSD建と考えられる)を抱える上に、近年、TRY金利急騰を嫌って国も外貨建国債を積極的に発行してきた。18年夏のTRY暴落で黒字に転じていた経常収支は再び赤字傾向を強めてきたが、新型コロナウイルス蔓延の影響で、輸出減速だけでなく、外貨獲得の主要な産業である観光業への打撃も不可避と考えられた。
- こうした構造が存在する一方、同国の備えは圧倒的に足りない。26日発表された週次外貨準備残高統計が、2週連続となる30億ドル前後の減少(純外貨準備は2週間で371億ドル→307億ドルに急減)を示したこと、同日以降のTRY反落、史上最安値更新が重なったのも、単なる偶然ではなかったと言えよう。

図表 21: トルコリラ(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 新型肺炎の感染拡大に本格化の兆し

マーケット・エコノミスト

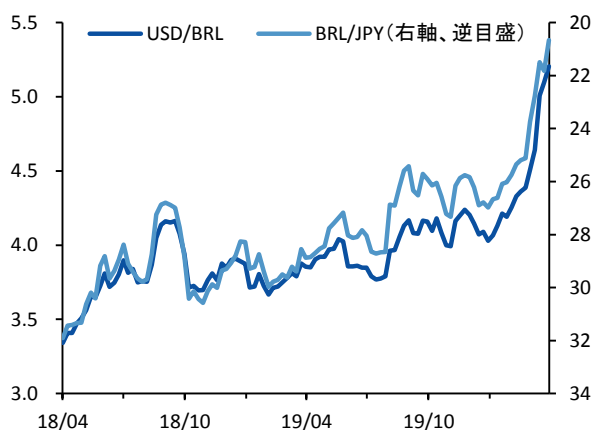
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月、BRLは前月末比で続落、史上最安値も更新した。BRLは4.4台後半で取引を開始。上旬は新型肺炎の感染拡大への警戒感に原油価格の急落も重なり、4.8手前までBRL安が進んだ。ドル調達環境が逼迫した中旬には5.2台半ばまでBRL安が加速、史上最安値を更新した。ドル高が一服した下旬は4.9～5.2でもみ合いとなり、5.2台で月末を迎えた。
- ブラジルでも新型肺炎の感染拡大が加速。3月下旬には、感染者および死者数が日本を上回った。連邦政府は経済への影響を考慮して、移動制限措置等を段階的に進めてきたが、裏目に出た格好だ。一部研究グループはイタリアとの類似性を指摘、保健相は4月末までに医療システムが崩壊するリスクに言及した。各州・市当局が都市封鎖に踏み切っており、経済的圧力は強まろう。
- また、3月は原油価格急落がブラジル経済を襲った。輸出収入減(経常収支悪化≡BRLの実需減)と歳入減(財政収支悪化≡金利上昇)が警戒され、ブラジルの金融市場はトリプル安(株安・金利上昇・通貨安)に見舞われた。ドル調達環境が逼迫した局面では、投資家のインデックス売りを促し、高金利通貨として選好されてきたブラジル資産の価格変動を大きくした面もある。
- こうした中、ブラジル中央銀行(BCB)は18日、政策金利(Selic)を50bp引き下げて史上最低水準となる3.75%とすることを全会一致で決定。2019年7月以降、6会合連続、累計275bpの利下げ幅となる。利下げ一巡を示唆した前回会合から、早くも方針転換を迫られた格好だ。また、19日にはFRBと通貨スワップ協定を締結し、ドル資金供給措置の拡充が行われた。
- なお、BCBは今後の政策判断について、政策金利維持が適当とする一方、更なる経済データを確認したいとしたほか、危機と戦うために政策対応の準備に努めるとし、追加緩和の余地を残した。BCBの市場サーベイ(3月27日時点)によれば、2020年末のSelicは3.50%と予想されている。
- もっとも、BCBの金融緩和のみで市場安定化は難しい。足許のトリプル安一服の背景には、FRBの大規模な追加金融緩和措置でドル調達環境の逼迫感が一旦和らいだことがある。また、新型肺炎の感染拡大が本格化し始めた。ブラジルが悩まされてきた双子の赤字問題が再燃、経済政策を巡る政府と議会の対立も報じられており、先進国のような大規模な財政措置も期待しにくい。
- かかる状況下、BRLの方向感、新型肺炎や原油価格の動向に左右されやすい。今後3か月のBRLの想定レンジは、4.7～5.5と広めにみておきたい。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:MXN が史上最安値を大幅に更新

マーケット・エコノミスト

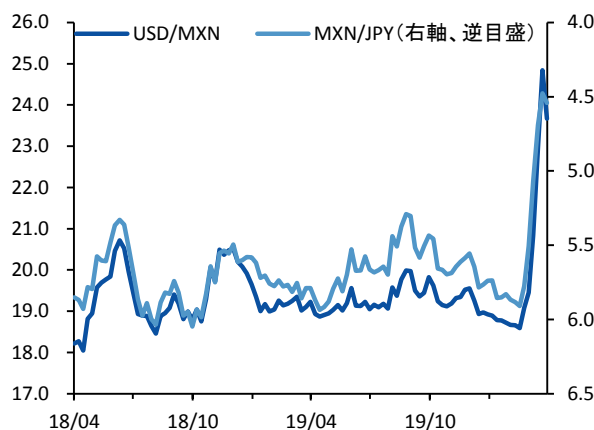
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のMXNは前月末比▲17%と大幅に下落した。MXNは19.7台で取引を開始。上旬は、新型コロナウイルスの感染拡大への警戒感に原油価格の急落が重なり、2017年1月につけた史上最安値を更新した。ドル調達環境が逼迫した中旬にはさらにMXN安が進展、25.4台を試した。下旬はドル安からMXNは22.9台まで一旦戻し、23.7台で月末を迎えた。
- 新型コロナウイルスの感染拡大リスクの高まりに、政府は人の密集や移動を伴う活動（一定の条件の下で輸出製造業の活動は継続）の4月19日までの停止を要請。連邦政府の不要不急の業務停止も報じられている。急速な感染拡大の抑止には必要と見られるものの、経済面での影響も懸念される。もはや、新型コロナウイルスは海外リスク（外需の減退、供給制約、海外送金の減少）にとどまらない状況だ。
- ただ、経済界からの緊急対策要請に現政権の動きは鈍い。むしろ経済政策の混乱が目立つ。法的根拠のない住民投票によって米ビール会社の工場建設（投資額の6割程度が実施済み）が中止に追い込まれつつある。また、大統領府と外務省が、所管官庁である経済省や産業界の専門家に相談なく米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の協議を進めた疑惑が浮上。業界団体は自動車分野の詳細が不明で準備が間に合わないため、適用延期を求めている。
- こうした中、欧米での感染拡大もあり、メキシコ資産市場ではトリプル安（株安・金利上昇・通貨安）が進展。メキシコ中央銀行（Banxico）は政策会合を前倒し開催し、政策金利（翌日物金利）を6.50%へと50bp引き下げた。利下げは2019年8月以降で6会合連続（累計175bp）となる。また、流動性強化措置として①中銀への強制預託金の削減、②流動性ファシリティの金利引き下げ（政策金利の2.0～2.2倍→1.1倍）、③FRBとの通貨スワップ協定を活用したドル資金供給、④国債マーケットメーカー・プログラム（MMP）の強化を導入した。
- ただ、原油市場への対応は困難だ。原油価格の下落は、輸出収入減（経常収支悪化⇔MXNの実需減）と歳入減（財政収支悪化⇔金利上昇）の懸念を呼んでいる。メキシコの場合、財政で国営石油公社（Pemex）救済を進めており、後者の側面がより警戒されている。実際、原油価格急落にソブリンCDSは急拡大、高金利で選好されてきた国債の利回りは急上昇した。大手格付会社は26日、同国の外貨建て長期債務格付けを引き下げた（BBB+→BBB）。
- 市場の安定化には、新型コロナウイルスと原油価格の動向にそれぞれ改善が必要だろう。今後3か月のMXNのレンジ想定は、21.0～26.0と幅広くみておきたい。

図表 25: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2020年 1～3月（実績）	SPOT	2020年 6月	9月	12月	2021年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ～ 7.1264	7.0822	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7506 ～ 7.7989	7.7524	7.78	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.325	75.628	72.4	73.2	73.8	72.2	71.0
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	16310	16200	16000	16200	16000	15800
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1222.00	1200	1180	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.3050	4.30	4.28	4.35	4.22	4.20
フィリピンペソ	(PHP)	50.321 ～ 51.959	50.694	50.5	50.2	51.0	50.7	50.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.4225	1.40	1.38	1.40	1.38	1.37
台湾ドル	(TWD)	29.850 ～ 30.533	30.255	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.06	32.76	32.1	31.5	31.7	31.4	31.0
ベトナムドン	(VND)	23170 ～ 23637	23637	23360	23200	23300	23200	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	78.4636	75.00	75.00	70.00	65.00	70.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 18.0863	17.8482	17.00	17.00	16.50	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 6.6193	6.6166	6.80	7.00	7.20	7.10	7.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.2523	5.2053	5.20	5.10	5.15	5.10	5.05
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.4583	23.7765	23.50	23.00	23.25	23.00	22.75
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.194	15.04	15.00	14.86	14.82	14.78
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.854	13.62	13.50	13.35	13.21	13.06
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.420	1.46	1.43	1.41	1.43	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.656 ～ 0.817	0.657	0.654	0.656	0.642	0.644	0.646
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.787	8.83	8.90	8.97	8.88	8.79
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	24.955	24.65	24.53	23.91	24.41	24.29
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.135	2.10	2.09	2.04	2.03	2.02
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	75.51	75.71	76.09	74.29	74.64	74.45
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.550	3.53	3.50	3.48	3.46	3.43
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.279	3.30	3.33	3.28	3.28	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4548	0.45	0.45	0.45	0.44	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.369	1.41	1.40	1.49	1.58	1.46
南アフリカランド	(ZAR)	5.915 ～ 7.821	6.018	6.24	6.18	6.30	6.44	6.18
トルコリラ	(TRY)	16.240 ～ 18.875	16.231	15.59	15.00	14.44	14.51	13.97
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.524 ～ 27.687	20.633	20.38	20.59	20.19	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.357 ～ 6.013	4.517	4.51	4.57	4.47	4.48	4.48

注：1.実績の欄は2020年3月31日まで。SPOTは4月1日の9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。

4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(3月31日発行)』に基づく。

出所：ブルームバーグ、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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。