

2020 年 6 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米中デカップリング懸念が再燃	2
中国: 政策総動員の方針を確認した全人代	3
インド: RBI は臨時会合にて利下げを前倒しで実施	4
インドネシア: 市場予想に反し利下げを見送った BI	5
韓国: BOK は金利以外の緩和手段を模索	6
マレーシア: 政治機能の麻痺が長期化する懸念も	7
フィリピン: OFW による送金額は今後更に減速へ	8
タイ: 政策金利は過去最低を更新	9
ロシア: 好環境は変わらずも上昇余地は狭まる	10
南アフリカ: 売り過ぎの反動だけで堅調は続かない	11
トルコ: あの手この手で現在までは TRY 安を抑制	12
ブラジル: 政治問題も重なり BRL は最安値を更新	13
メキシコ: 現政権の経済政策を巡る不安は根強い	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@mhc.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：米中デカップリング懸念が再燃

マーケット・エコノミスト

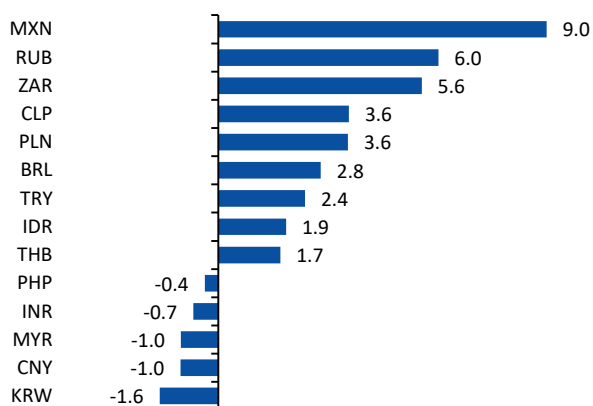
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

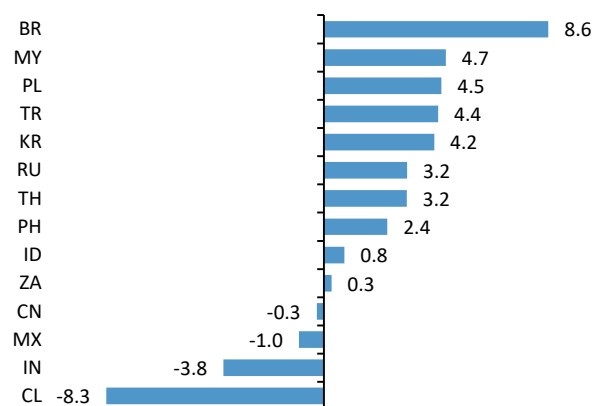
- 5 月の新興国通貨のパフォーマンスはまちまちとなった。月前半は新型コロナウイルスの問題を巡る米国の対中強硬姿勢等の弱気材料が優勢も、月後半は徐々に好材料を評価する動きに。欧米諸国の段階的な経済活動の正常化や南米諸国での追随の動き、原油価格の持ち直しや財政不安の和らぎ等が、新興国通貨の持ち直しを支えた。MSCI 新興国通貨指数は一時、前月末比▲1.2%まで下落したが同▲0.2%で月末を迎えた。なお、アジア通貨は、香港問題を巡りさらに高まった米国の対中強硬姿勢を嫌気して、月後半も伸び悩んだ。
- 各国で金融・財政政策が出揃ってきたほか、経済活動の正常化への動きが始まる中、金融市場におけるリスクオフやドル調達への逼迫感は後退した。EPFR Global の集計データによれば、先進国社債ファンドや先進国 HY ファンドには、3 月にみられた流出額以上の資金が 4 月以降に流入している。一時は急いで現金化された投資資金がリスク資産に再流入した格好だ。一方、新興国債券ファンドでは大きな資金流出は 3 月で一服したもの、その後も資金が戻ってきている様子は窺えない。
- この背景として、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大の中心地となりつつある点が挙げられる。南米諸国やアフリカ諸国はこれから冬を迎え、さらなる感染拡大が懸念される。医療崩壊回避等から行動規制が強化されれば、経済活動の正常化にはより時間を要する。一部に感染拡大が続く中で行動規制を解除する動きがあるが、家計と企業を政府（財政）がこれ以上支援し続けられないという事情があろう。財政の脆弱性が、家計と企業の信用リスク悪化に歯止めをかけられない。これは金融緩和のみでは難しい。
- 実際、足許にかけての新興国通貨高は、3 月の急落分のいくらかを取り戻す範囲に留まる。新興国が従来から抱える脆弱性が改善したわけではなく、新興国通貨の反発はドル調達環境の改善によるところが大きい。
- そして、米中のデカップリング懸念の再燃はそれを揺るがしかねない。新型コロナウイルスや香港問題を巡り、米中の対決姿勢が高まるほどに、世界経済の正常化見通しもそれだけ先送りされる。IMF は 5 月、低格付け企業向け貸出の抱える問題点を指摘、「今後 5 年間に於いて返済期限を迎えるローンは記録的な額にのぼる」とした。政策対応が進んでおり、3 月ほどの相場変動は想定していないものの、米中対立がクレジット市場へ飛び火する場合、ドル調達環境が再びタイトになりうる点には当面注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020 年 5 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 5 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:政策総動員の方針を確認した全人代

マーケット・エコノミスト

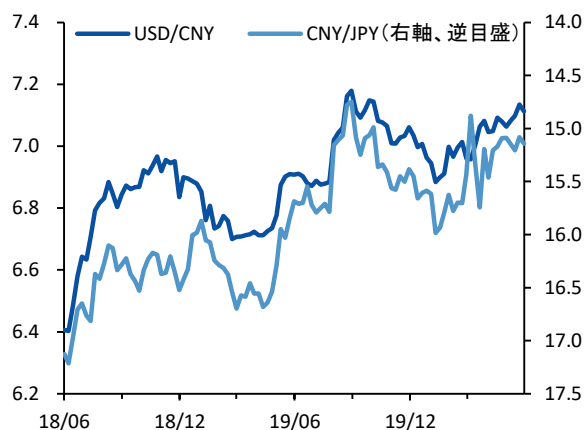
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

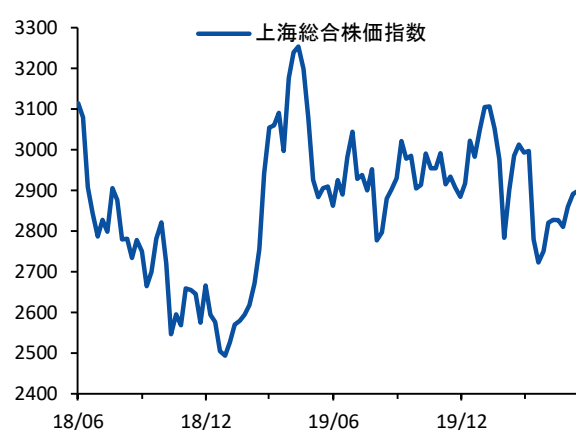
- 5月のCNYは前月末比で下落。対米関係の悪化懸念からCNY売り圧力が高まった。祝日明けの5月6日、CNYは7.09台で取引を開始。中国企業への追加制裁措置の発表も重なり、CNYは中旬に7.11台へ。全国人民代表大会(全人代)で示された「香港国家安全法」を巡り米中の緊張が高まった下旬には、一時7.17台後半までCNY安が進んだ。その後、7.13台で月末を迎えた。
- 中国景気の不透明感は依然根強い。全人代(5月22~28日)では2020年の成長率目標の設定が見送られた。李首相は世界規模の新型コロナウイルスの感染拡大や経済の見通しの不確実性に言及した。実際、1~4月期の小売売上高(前年比▲16.2%)や固定資産投資(同▲10.3%)等、内需の回復が鈍い。また、新型コロナウイルスを巡り、東北部では厳しい行動規制が再開されたとも伝えられる。
- こうした中で、全人代では政府が政策を総動員して対応する姿勢が確認された。まず、財政を拡張する。2020年の財政赤字の規模は3.8兆元(GDP比3.6%程度)と2019年の2.8兆元から拡大。感染症対策に特別国債で1兆元を別途調達し、前年比で約2兆元を積み増す。これを地方政府の財源強化に用いて、雇用安定や生活保障のほか、企業減税や利子補給に取り組む。インフラ投資では、地方政府専項債の発行額を3.75兆元(前年比+1.6兆元)に増やし、5G等の新型インフラ建設や住宅改修等の新型都市化建設に充てる。
- 次に、金融政策の活用も進める。マネーサプライの伸びは「前年より明確に高める」。従来は「前年比並み」だった。政策手段は、「預金準備率や利下げ、再貸出等を総合的に活用」するほか、新たな政策手段の導入も検討中のような。小規模零細企業向けの支援も強化する。元利金の返済猶予を2021年3月末まで延長し、大手行には融資額目標(前年比+40%、従来は同+30%)を課す。
- 一方、全人代で示された「香港国家安全法」の適用方針は、米中の関係悪化の再燃を促し、中国経済の先行き不透明感を強めた。新型コロナウイルスを巡り、米政府は対中姿勢を硬化させてきた。5月には中国企業を対象とする輸出規制措置を延長・拡充した。米議会も中国企業の米株式市場への上場要件を厳格化する法案を可決。「香港国家安全法」を巡り、トランプ大統領は、香港への優遇措置の廃止と中国・香港当局者への制裁を示唆している。
- かかる状況下、人民元相場は米中関係を巡る動向に左右されやすい。もともと、中国当局は資本流出リスクを抑制すべく、為替市場の不安定化を容認しないだろう。今後3か月の想定レンジは6.85~7.20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: RBI は臨時会合にて利下げを前倒しで実施

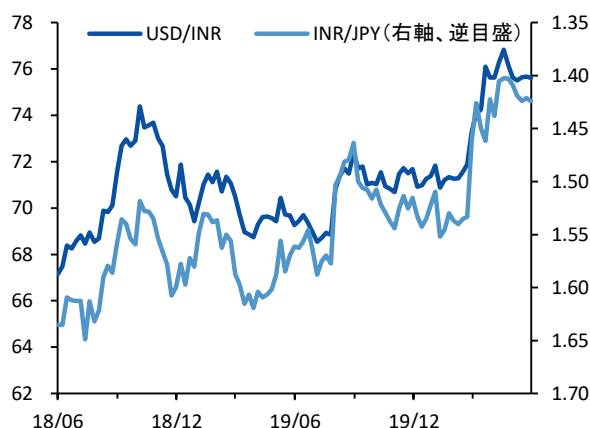
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

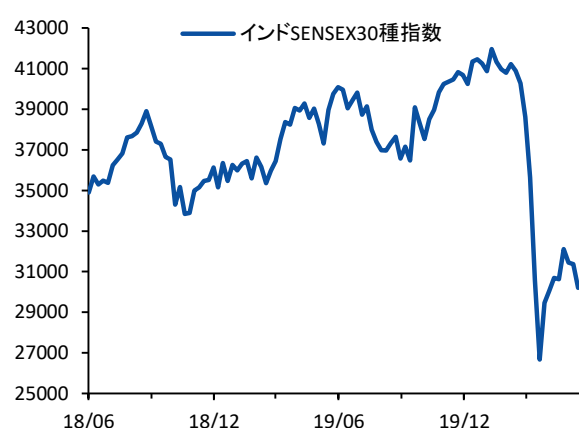
- 5月のINRは上値の重い展開。月初、75.60台で取引を開始し、狭いレンジでの推移が続いた。中旬にかけて米大手IT企業によるインド企業への大型出資や、先進国で経済活動が徐々に再開されて期待感が高まるも、INRの上昇手掛かりとはならなかった。月中にかけて一時月高値の75.00台をつけるも、複数回にわたり発表された経済政策が即効性の無いものとの見方が広がるとINR安へと動き一時月安値の76.00台を付けた。下旬にかけては22日に予定を前倒してインド準備銀行(中央銀行、RBI)が利下げを決定したものの相場への影響は限定的で、その後も動意のない推移となり月末にかけては75台後半を推移した。
- 政府は13日、新型コロナウイルス対策として20兆ルピー(約28兆円)規模の経済政策を発表した。地場製造業や農業振興を通じて自国生産機能の強化を図るほか、インフラやITを活用した最新のシステムに投じ、土地や雇用、税制を巡る法体系も見直すとしている。インド国内では月半ば以降に感染者数が急増しており、月末時点で累計15万人を突破し、中国での累計感染者数(約8万人)を上回った。
- RBIは22日、6月初旬に予定されていた金融政策委員会(MPC)を前倒しで開催し、政策金利のレポレートを40bps引き下げて4.00%とすることを決定した。また、同時にリバースレポレートも3.75%から3.35%へ引き下げられた。
- 声明文では新型コロナウイルスの影響で世界経済が減速している状況を踏まえ、インドにおいても感染拡大を封じ込めるためのロックダウンによって予想以上に景気が減速している点に言及した。RBIは利下げのほかにも、企業向けの貸出や個人ローンなどを対象に債務の返済猶予を6か月間に拡大することを発表した。今後も物価水準を見ながら可能な限り緩和的な金融政策を実施していく姿勢を表明した。
- INRの動向に関しては、4月に記録した史上最安値(76台後半)の更新も視野に入る。新型コロナウイルスの感染拡大の中心は、インドを含めた途上国にシフトしている。国内のロックダウンは一旦5月末までとなっているが、現在の感染拡大状況を踏まえれば引き続き活動が制約される可能性もある。先進国と比較して医療体制は脆弱で、対応は長期化する懸念もある。3月以降、値動きはINR安方向に大きくなっており、今後の各種経済指標の結果が市場予想以上に弱含んだ場合に一段のINR圧力がかかる可能性を考慮しておきたい。

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:市場予想に反し利下げを見送った BI

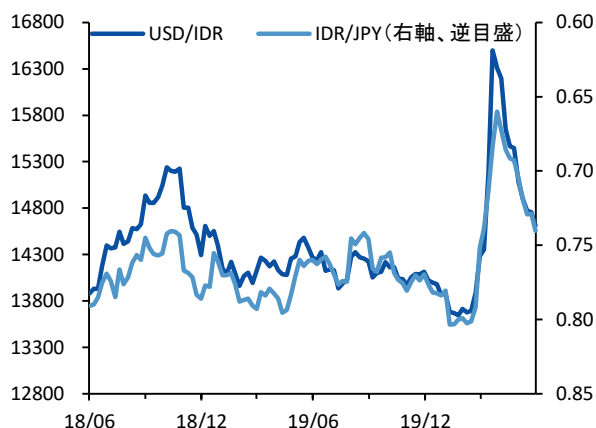
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

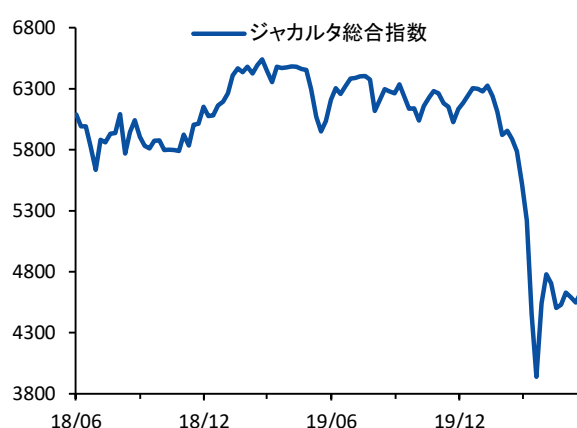
- 5月のIDRは上昇する展開。月初、14900台で取引を開始した後、米中関係悪化懸念と株安の影響で月安値圏の15100台まで下落。その後はCPI、GDP等の主要経済指標の結果が軒並み減速するも、徐々に世界各国で経済活動が再開されたことが好感されじり高の展開。月後半のインドネシア中銀(BI)の政策会合では、政策金利の現状維持が決まり、IDRの堅調推移をサポートした。月末は株価も回復に転じたことで月高値圏の14600台を推移した。
- 政府は国内の移動制限を6月4日まで再延長した。新型コロナウイルス感染拡大に歯止めがかからない状況は続き、国内では今後感染ピークを迎えるデング熱の感染が例年以上に報告され、医療崩壊リスクが警戒されている。
- 1~3月期のGDP成長率は同+2.97%と、前年の同+4.97%から大きく減速した。4月以降のロックダウンが国内経済に大きな影響を与えたかたちとなり、統計が残る01年以降、最低を記録した。BIは4月の会合にて今年のGDP成長率について、前年比+2.3%まで引き下げの見解を示していた。
- 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市場予想に反して従来の4.50%に据え置くことを決定した。声明文では、新型コロナウイルスの感染拡大が進み、世界経済が減速する見込みが強まっている中でも、現行の金利水準は市場の安定確保を目指すBIの方針に沿うものであると説明した。
- その他の決定事項として、預金準備率が6月1日から引き下げられることが発表された。また、流動性供給オペレーションを強化し、これまでに同措置によって約192億ドル規模の流動性が市場に追加されてきたが、今後、約75.5億ドル規模の流動性が追加で拡充されることとなった。今後もBIは中小企業向け資金供給の強化をはじめ、経済成長を支える観点から、状況に応じて追加の利下げの可能性を残すと説明した。
- IDRの動向は、先進諸国が次第に経済活動を再開したことで徐々に値を戻す展開となっているが、主に下落リスクを警戒したい。経常赤字と財政赤字が常態化しているため、IDRはリスクオフ時には特に売られ、過小評価されやすくなる性質を持つ。新型コロナウイルスの感染拡大の中心が新興国にシフトする中、再度下落に転じるリスクは依然存在する。また、BIは今月IDR安が修正されていく状況を見て利下げを見送った側面もある。今後IDR高が加速した場合、経済支援の金融緩和を通じて通貨高は抑制されやすいものと予測する。

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:BOKは金利以外の緩和手段を模索

マーケット・エコノミスト

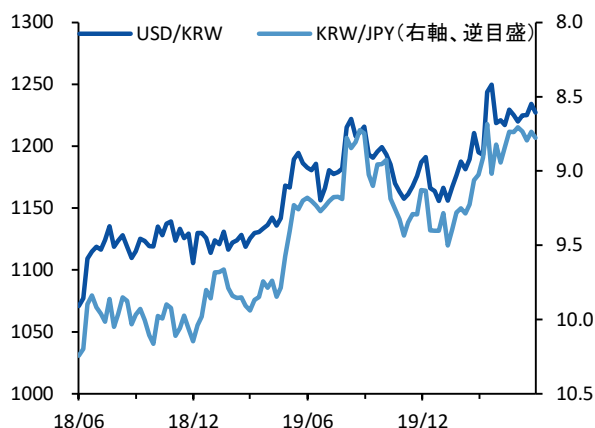
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のKRWは前月末比で小幅下落。KRWはメーデー明けに1220台後半で取引を開始。再燃した米中対立の動きを手掛かりに、月半ばにかけて1215～1230のレンジでもみ合った。ただ、米国の対中強硬姿勢に徐々にKRW安圧力は増し、いわゆる香港国家安全法を巡る動きに一時1240台でまでKRW安が進んだ。その後も米中睨みで上下し、1230台後半で月末を迎えた。
- 韓国における新型コロナウイルスの感染拡大はほぼ終息していたものの、首都圏では再拡大の兆しに6月半ばまでの外出自粛が再開。欧米諸国で経済活動の正常化への動きが始まる一方、中南米等の新興国では感染拡大が進行中である。感染終息に時間を要しているほか、経済的打撃も確認されつつある。
- 韓国銀行(BOK)は最新の経済見通しで、2020年の実質GDP成長率見通しを前年比▲0.2%と2月時点の見通し(同+2.0%)から大幅に下方修正した。年前半は主に内需(消費や投資)が、年後半は外需(輸出)が成長の足枷となるとした。もっとも、世界的な感染拡大のピークが4～6月期でなく、7～9月期にずれ込む場合、この成長率見通しは同▲1.8%まで落ち込むという。足許での米中対立の再燃も考慮されておらず、BOKの見通しは下振れ含みといえる。
- 未曾有の経済危機に直面し、文大統領は雇用創出のための「韓国版ニューディール」に取り組むと表明。政府・与党は今年だけでなく来年も積極的な財政拡張を続ける方針を固めた。BOKの李総裁も、財政拡張に伴う国債の増発で金利の変動が大きくなる場合、市場安定化の観点からBOKが市場から国債を買い入れる可能性に言及した。また、政府は5月、低格付けの社債・CPを買い入れる中小企業支援ファンドを設立し、BOKが8兆ウォンをここに融資する計画を表明。BOKが直接的に企業への与信支援を行う初めての事例となる。
- 金融政策では、BOKは5月会合で政策金利(7日物レポ金利)を過去最低の0.50%に引き下げた。李総裁は会見で、政策金利は「実効下限」に近付いたとし、詳細の説明は避けたものの、今後は金利以外の緩和手段を活用していくことを示唆した。6月中で終了するレポ取引の無制限応札(市場には事実上の量的緩和という見方もある)の延長の有無等がまずは注目されそうだ。
- 米中対立の再燃や国内の感染再拡大といった悪材料は目先意識されやすい点には注意したい。一方で、韓国債は高格付けと好利回りから市場で選好されている。また、BOKも金融市場の安定維持の姿勢を見せている。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1190～1270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:政治機能の麻痺が長期化する懸念も

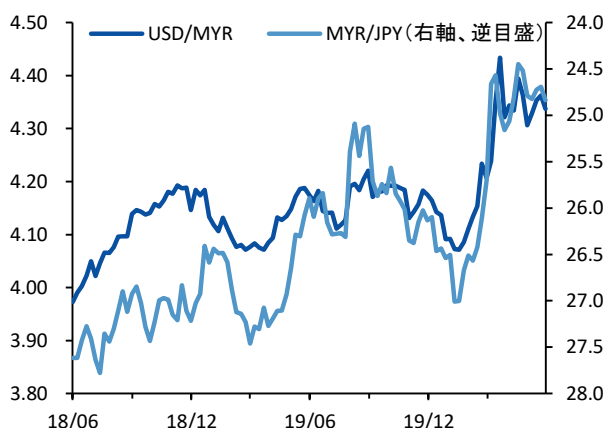
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

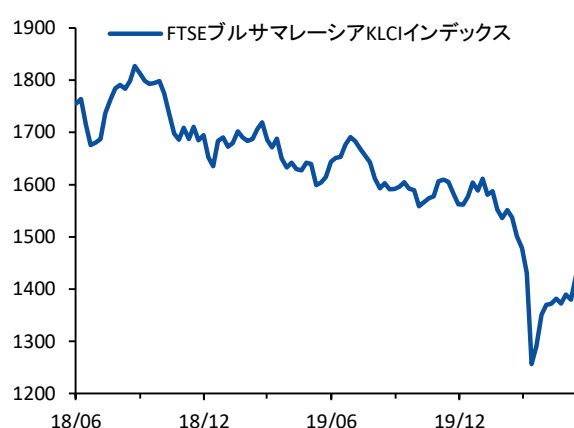
- 5月のMYRは月初に高値をつけ、下落する展開。4.34台で取引を開始し、国内の経済活動が再開する期待が強まったことや、原油価格が徐々に回復する流れを受けて、一時月高値の4.30台まで上昇。中旬にかけては、軟調な経済指標の結果や反不正委員会によるナジブ元首相の不正資金疑惑への対応に不透明な点が浮上し、MYRは一時月安値の4.37台まで下落。下旬にかけては、下落が一服し、概ね4.33～4.36台での推移が続いた。
- 1～3月期の実質GDP成長率は前年比+0.7%の上昇となった。市場予想ではマイナス成長の予想が強かったが、民間消費の伸びが堅調でプラスを維持した。新型コロナウイルスの影響で広範な業種がダメージを受ける中、ロックダウンの影響が翌期の成長率に波及する懸念が高まっており、4～6月期についてはマイナス成長に転落する見通しが強まっている。
- マレーシア中銀(BNM)は5日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を50bp引き下げて2.00%にすることを決定した。同時に上限金利と下限金利もそれぞれ2.25%と1.75%に引き下げられた。3会合連続での利下げにより、政策金利はリーマンショック後の2010年の水準まで下落した。このほか、BNMは銀行が法定所要準備を充足させるために政府債を使用することを認め、約37億ドル規模の流動性を銀行システムに供給させる決定を下した。
- 上記の政策決定について、BNMは、世界的な新型コロナウイルス感染封じ込めの影響がマレーシア経済にとって大きな負荷になっているとの見解を示した。BNMは今年の経済成長率を段階的に下方修正している。現状、前年比で▲2.0%～+0.5%と見込んでいるものの、新型コロナウイルスのパンデミックを巡る状況を中心に大きな不確実性を含むものであるとしている。物価動向については、今年のCPIの上昇率は前年比で▲1.5%～+0.5%の従前予想から弱含む可能性が高まり、通年でもマイナスに陥る懸念が高まっている。
- 18日、ムヒディン首相は就任後初めての国会を開催した。事前の予想通り、憲法規定に基づく対応目的でマハティール前首相による内閣不信任動議を含め一切の議事が執り行われず、1日のみの開催となった。両氏の対立は長期化の様相を呈しており、マレーシアの政治機能の麻痺が続く。
- 新型コロナウイルスの感染拡大への対応や次回国会の開催予定は7月となっていることから政治機能の回復にも引き続き時間を要すと見られる。これらの点からMYRの上値は引き続き重くなることを見込む。

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: OFW による送金額は今後更に減速へ

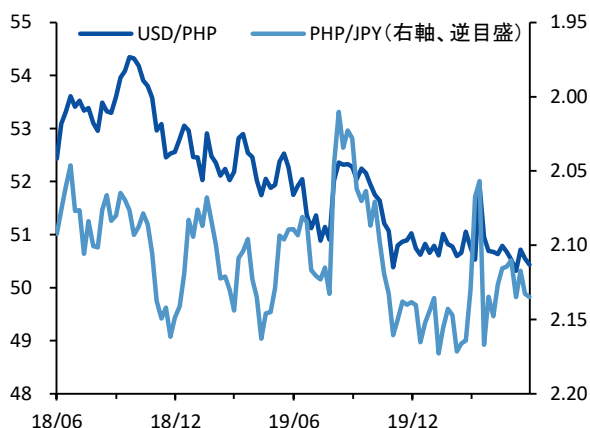
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の PHP は月末に上昇する展開。月初、50.50 台で取引を開始し、米中関係悪化が懸念される中で、ドル買いが強まる展開。中旬にかけて国内でのロックダウン部分的解除への期待感が高まったことで、一時月高値の 50.20 台を推移。その後は下落に転じ、外国からのフィリピン労働者送金の伸びが鈍化したことや、原油価格が回復する流れを受けて、一時月安値の 50.90 台まで下落した。後半にかけては、4 月財政収支が過去最大の赤字となったこと、香港を巡る米中対立の激化が嫌気され上値は重く、50.70 台を中心に推移した。
- 1～3 月期の GDP 成長率は前年比▲0.2%のマイナス成長となった。GDP の 3 分の 2 を占める家計支出の減速が市場予想の+2.9%を大きく下振れさせた要因となった。底固い景気推移を支えていた公共投資に関しても前年比+7.1%の伸びにとどまり、前期から約 10%pts 減速する結果となった。国内のロックダウンによって 4～6 期の成長率はさらに悪化する見通しで、ブルームバーグでは通期で前年比約▲2%のマイナス成長を予想している。
- 個人消費の源泉となる 2 月の海外フィリピン労働者 (OFW) 送金は、前年比+2.5%と市場予想の同+3.7%を下回ったほか、1 月 (同+6.6%) から大きく減速した。世界銀行は 4 月の段階で、今年の世界の送金規模は新型コロナウイルスの影響による経済危機が出稼ぎ先の賃金低下と雇用の悪化を招き、約 20% 減少する見通しを示していた。また、出稼ぎ先でのロックダウンの影響で短期的に送金が滞る懸念が浮上している。
- 政府は新型コロナウイルス感染拡大防止の観点から外出制限を 5 月 15 日まで延長していたが、16 日以降、地域ごとの感染状況を鑑みながら、段階的に緩和されている。さらに 29 日には 6 月以降、首都のマニラも含めて工場や商業施設も再稼働することが表明され、経済活動の再開に向け舵を切った。
- PHP の動向については引き続き下落リスクを考慮したい。経済活動は再開されるが、新型コロナウイルスを常に意識する状況は続く。また、OFW の減速は今後も PHP 安要因となりそうだ。そのほか、月末にかけて香港を巡る米中対立が本格化しつつあり、市場のリスクオフムードが強まることも考えられる。最後に、6 月下旬にはフィリピン中央銀行の政策金融会合が予定されており、市場では第 3 四半期までに追加の利下げや預金準備率を引き下げるとの見込みが強まっている。これまでも早い段階で金融緩和の決定をしていることから、次回会合で利下げを行う可能性も PHP 安要因として想定しておきたい。

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: 政策金利は過去最低を更新

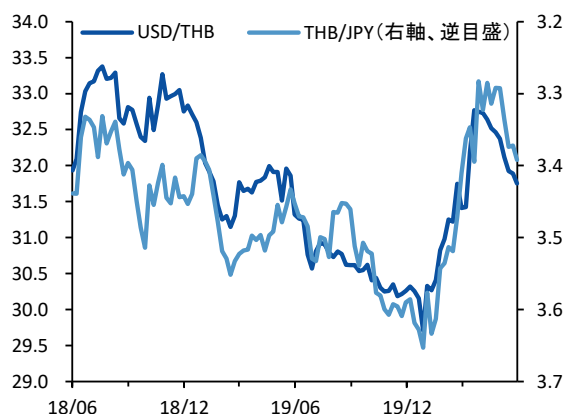
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

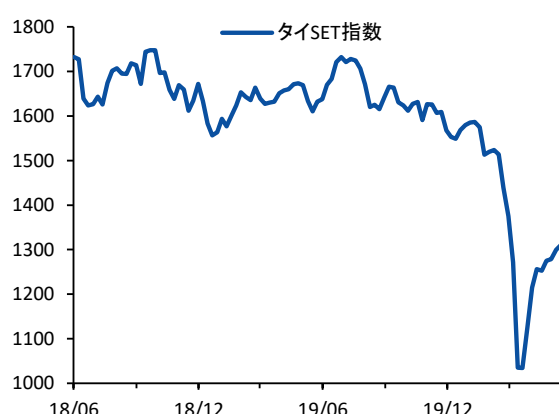
- 5月のTHBはじり高の展開。32.50台で取引を開始し、月初に月安値の32.60台まで下げたものの、その後は、国内の新型コロナウイルス感染が落ち着き、経済再開期待から上昇に転じた。その間、CPI、GDPといった主要経済指標の結果が悪化したものの、米国でのマイナス金利導入の可能性などが意識され、THBの上昇は緩やかながら継続し32.00を下抜けた。下旬にかけては、中国株や香港株の急落を受けて、一時軟化した但其後は底堅く推移し、月高値圏の31.80台を推移した。
- 国内では5月に入ってから感染者数が減少しつつあることを踏まえて、徐々に経済活動が再開されている。非常事態宣言については5月末まで延期されたものの、5月に入り飲食店やデパートといった商業施設が順次再開された。その背景にはタイの1~3月期GDPが前年比▲1.8%のマイナス成長を記録したことがあり、GDPの約半分を占める個人消費が今後の景気浮沈の鍵を握る。
- 4月のCPIは市場予想の同▲1.20%に対し、前年比▲2.99%と大きく減速した。内訳を見ると、原油安を背景とした電力光熱費や、景気減速による車両運搬具の価格が大きく下落した。CPIは来月以降も軟調な推移が見込まれ、通年ベースでマイナスに転落する可能性が高まっている。
- タイ中央銀行(BOT)は20日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を25bps引き下げ、0.50%とすることを決定した。BOTは3月にも25bps政策金利を引き下げており、政策金利は過去最低水準を更新した。
- 声明文では、前回会合時に続き、新型コロナウイルスの感染拡大の影響が深刻化し、予想以上に経済が悪化したことを踏まえて利下げを決定したと述べた。BOTは既に決定済みの財政・金融政策によって、企業や家計の債務負担を和らげ、資金供給が円滑化されている点に言及し、適切な金融政策を用いることで景気悪化の影響を軽減させていく姿勢を引き続き強調した。
- THBの動向については、今後上昇は一服していくものと予想する。その要因として景気が想像以上に減速している状況や、新型コロナウイルスの感染拡大の第2波が到来する可能性など、リスク要素が依然存在する点が挙げられる。また、BOTが追加の金融緩和を通じて、過剰なTHB高を牽制していくことも想定されよう。今後、国内で新型コロナウイルスの感染が終息に向かうフェーズでは、タイは輸出依存度の高い産業構造であるため、内需のみならず、外需の回復状況にも注意を払いたい。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア: 好環境は変わらずも上昇余地は狭まる

シニア為替ストラテジスト

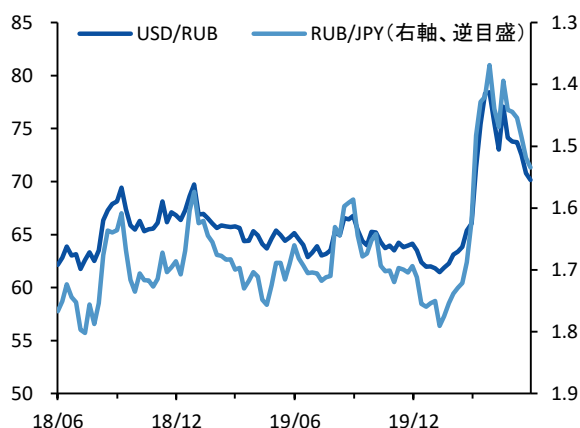
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

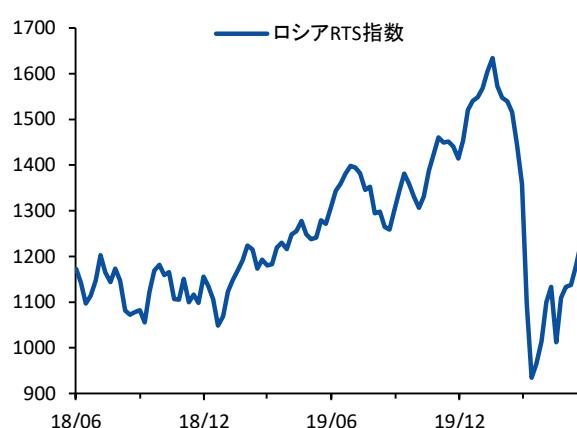
- 4月末の下落後の水準を起点としたものの、5月のRUBは、ほぼ一貫した上昇。対EURでの上値は重かったものの、対USD、対円では、(サウジアラビアとの原油減産交渉が決裂した週明けの)3月9日以来の下落分を粗方回復した。
- 中国を筆頭に、コロナ禍一服、経済立て直しに対する楽観が強まるのと並行して、主要中銀が競うように巨額の流動性を供給したことが、金融市場のリスク許容性を高め、RUB含む新興市場通貨全般の押し上げに寄与した。
- 世界景気回復期待の高まりは、また、資需要回復期待、原油価格押し上げを通じてRUB堅調に寄与した。4月のOPEC+による減産合意(日産9.7百万バレル)に上乗せして、サウジアラビアを中心とした湾岸諸国が自主的追加減産(同1.2百万バレル)を表明した(12日)ことも、原油を一段と押し上げた。
- 並行して、ロシア固有の要因では、8日、ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁が、6月(19日)金融政策委員会で100bp追加利下げの可能性を示唆したことも、RUB建ロシア国債(OFZ)の利回り低下(価格は上昇)を通じて、RUBへの資金流入を促したものと考えられた。20日実施された国債入札では、7年物OFZに1,490億ルーブルという巨額の応札を集めるなど、強い需要を確認した。
- 20日に前後し、(歳入に応じて歳出規模を縛る)財政ルール棚上げが一部で報じられたが、現在までにその真偽は定かでない。RUBの反応は乏しかったが、こうした観測は、政権内の財政拡張派(ペロウソフ副首相など)と同緊縮派(シルアノフ財務相など)の駆け引きが強まっている証と受け止められた。
- 新型コロナ蔓延や香港に対する(中国の)国家安全法制定などを通して、通商交渉を含む米中関係が再び悪化の兆しを見せているのは、世界景気(リスク許容量)の先行きという意味でも、世界需要(原油価格)の先行きという意味でも、潜在的なRUB売り要因として警戒されよう。
- まずはOPEC+減産延長の可否が目先の注目となろうが、当初6月9~10日に予定されたOPEC+会合に向けては、現在までに、会合前倒し観測と併せて、減産延長に対する期待が強まっている。米シェールなどの自然減産と併せ、原油需給に関しては、少なくとも供給要因からは安定的な改善が期待できそうだ。
- CBR追加利下げ(6月19日)に向けては、100bpの大幅利下げがほぼほぼ織り込まれたものと考えられる。視点を変えればOFZの価格上昇と、それを受けたRUB上昇も限界が近づいている。RUBを取り巻く好環境は変わらないものの、過去2か月あまりの堅調がこのまま続く余地も狭まってきたものと考えられる。

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: 売り過ぎの反動だけで堅調は続かない

シニア為替ストラテジスト

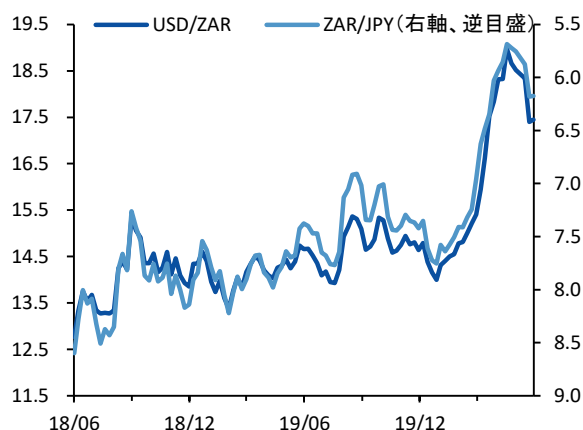
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のZARは堅調気味の横這いから、一段と水準を切り上げ、対USD、対円共に約2か月ぶりの高値を更新した。ZAR上昇に、世界的な株価堅調や原油価格反発などに読み取れた、世界景気底打ち・リスク許容量拡大に対する楽観や、資源需要回復に対する期待感が貢献したのはほぼ間違いなからう。
- もうひとつ、ZARの追い風になったのは、南ア国債の堅調。5日実施された入札では、10年物に対する応札倍率が8.29倍を記録。19日の入札でも、10年物が3.6倍、15年物が3.1倍と高い倍率を集めた。3月末の投資適格格級喪失、4月末の主要世界国債指数からの除外を経て、財政資金の調達が不安視された南アだが、現在までは、拍子抜けするほど安定的な資金調達ができています。
- もっとも、5月末までに9.0%前後の水準に収束している10年物国債利回りは、「コロナ禍以前の水準を回復」と評価することもできる一方、「計250bpもの利下げを経て元の水準がやっと」と否定的に受け止めることもできる。それでも、主要国が軒並み財政出動と(中銀による)国債購入の合わせ技で巨額の過剰流動性を供給する昨今、10年物実質利回り+5%を優に超える南ア国債の魅力が、投資家にとって見過ごすことが難しいのも、事実と言えるのではないかな。
- 株価全般、原油価格の反発と並行して、プラチナ、ニッケルなどの南ア主要輸出品の価格が持ち直してきているのも、ZARにとっては明るい要因。29日に発表された南ア4月貿易収支が350億ランドの赤字と、3月の史上最大の黒字(242億ランド)から一転史上最大の赤字(ZAR建てで)を記録したのは失望を買った。ただし、内需の落ち込みや交易条件の改善(ZAR安、資源価格上昇など)を受けた貿易収支・経常収支の改善期待は大きくは揺るがず、南ア国債も南ア株価指数もZARも、値動きに目立った失望は見せなかった。
- 南ア準備銀(SARB)は、26日、政策金利を50bp引き下げ3.75%とした。直前(3月、4月)2回の利下げ(各-100bp)との比較で小幅、かつ、3対2(2票は-25bp)の僅差で、市場の一部には利下げ打ち止め感も色濃く出てきている。3月末をピークに、ここまで順調に利回りを切り下げてきた(価格を切り上げてきた)南ア国債の値動きが鈍ってきたのは、若干の懸念材料と言える。
- それ以上に重要なのは、各種改革の停滞。電力供給、財政、労使関係、内政など各方面に問題を抱える南アにとって、足元コロナ禍は、絶好の「時間稼ぎ」の機会になった。残念ながら、現在までのところ、目に見える形での改革の進展は読み取れず、稼いだはずの時間を徒に浪費しているように見える。

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:あの手この手で現在までは TRY 安を抑制

シニア為替ストラテジスト

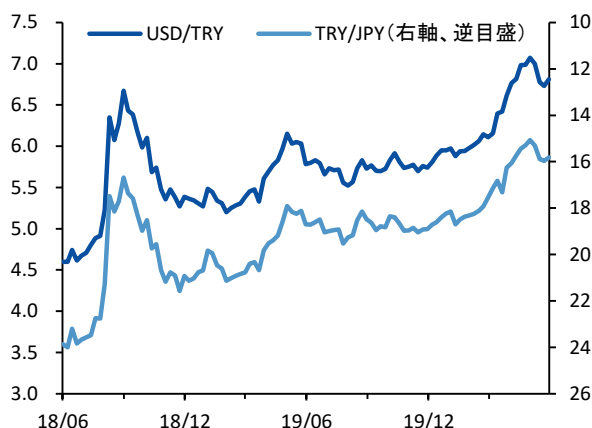
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のTRYは続落が先行。1日に対USDで7.0を割り込み、7日までの対USDで7.2690、対円で14.64とそれぞれ史上最安値を更新。その後、4月半ばに推移していた水準までの一方的な反発を見せたものの、月後半は対USDで6.80を挟んだ水準、対円で15台後半の狭い値幅に膠着した。
- トルコ銀行監督当局(BDDK)は、6日、国内銀行が非居住者に供給するTRY流動性の残高を自己資本の0.5%までに制限した(同制限は4月に1%に引き下げられていた)。こうした規制変更も反映して、非居住者のTRY売買比率は、2018年8月直前の60~70%から、足下30%を割り込む水準にまで急低下(とりわけフォワード取引の激減ぶりは凄まじい)。大手クリアリングハウス2社は、14日、居住者/非居住者間のTRY決済サービス停止を発表した。
- 他にも、トルコ政策当局は、5月中に、鉄鋼、アルミ、ゴム、ガラス製品などに対する追加関税導入(20日)、金購入の引渡しを1日遅延させた上、金融取引税(BSMV)の課税対象にし(21日)、その税率を(他の金融取引も含め)1.0%に引き上げる(24日)など、様々な策を用いて、外貨流出の抑制を図った。
- トルコ中銀(CBRT)は、5日、地場市中銀行が中銀と結べる為替フォワード取引(中銀による実質的な外貨借り入れ)の残高上限を、(中銀の定める)各行の取引枠の40%に引き上げた。これは4月に同20%から30%に引き上げられたものの再引き上げ。28日公表された統計によると、4月末の時点で、向こう1年以内に約定期限を迎える当該為替フォワード取引の残高は、4月中旬に59億ドル増加し、史上最大となる355億ドルに達していた。
- CBRTは当該為替フォワード取引により借り入れた外貨も、純外貨準備の一部に計上しているが、同残高は5月1日の時点で既に280億ドルだった。
- BDDKは、7日、取引規制違反を理由に大手外銀3行のTRY取引を停止した。同措置は3日後に解除されたものの、前後したTRYの底打ち、反発に少なからず影響したものと考えられた。
- CBRTは、20日、カタール中銀とのスワップ協定の規模を従来の50億ドルから150億ドルに3倍増したと発表。現地では、日銀、英中銀などとのスワップ協定締結なども前後して観測されたが、現在までに実現に至っていない。
- CBRTは、21日、政策金利を50bp引き下げ8.25%とした。この決定は市場の予想通り。直近(4月)CPIの前年比+10.94%と比べれば実質マイナス金利だが、CBRTの年末CPI予想(同+7.4%)と比較すればまだ実質プラスと言える。

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: 政治問題も重なり BRL は最安値を更新

マーケット・エコノミスト

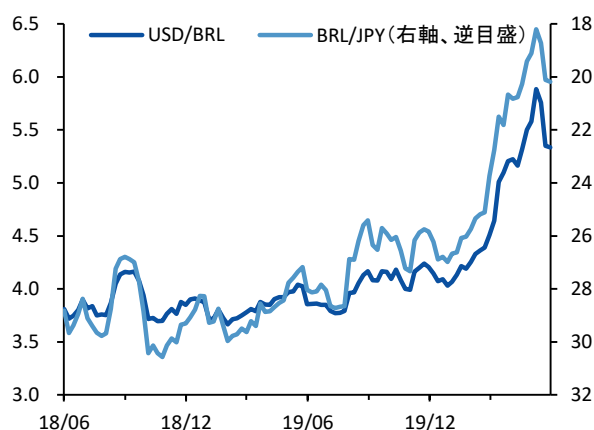
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

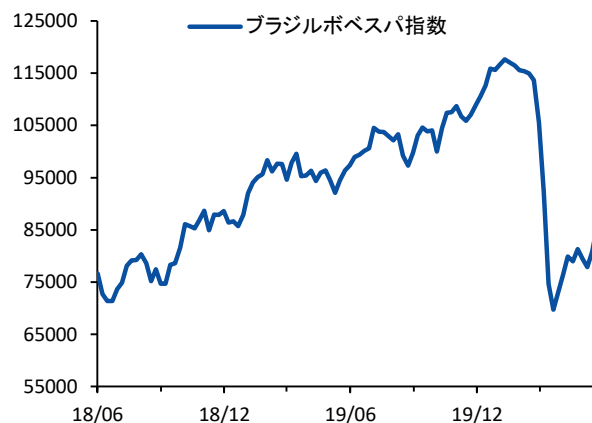
- 5 月、BRL は前月比のぼ横ばい。BRL は 5.5 台後半で取引を開始、月半ばにかけて一時 5.9 台半ばまで BRL 安が進み、史上最安値を更新した。ドル高進展のほか、ブラジル中央銀行 (BCB) の予想以上の利下げや財政不安、さらに大統領を巡る政治問題が重なった。月後半は、ドル高の一服や市場安定化に向けた BCB の姿勢を手掛かりに BRL は持ち直し、5.3 台で月末を迎えた。
- 欧米諸国における経済活動の正常化への動きは、原油価格の底打ちも伴ってブラジル経済や BRL の追い風となろう。ブラジル国内でも、ボルソナロ大統領の景気優先の方針から、各州・都市の行動規制に緩和の動きがみられる。もっとも、死亡者数が前月比で 4 倍になる等、感染拡大のピークには程遠い。感染予防優先の世論も根強く、経済正常化には欧米以上に時間を要しそうだ。
- 政府は 4 月の 1.1 兆リアル超 (GDP 比 15% 相当) の緊急経済対策に続き、5 月にはさらなる政策余地を確保すべく戦時予算法案 (war budget bill) を取りまとめた。ただし、機動的な政策運営が可能になるとして、財源の調達が容易になる訳ではない。事実上、ブラジル政府に財政出動の余地は限られており、これが大統領の景気優先姿勢を強める一因であることは、周知の通りだろう。
- また、大統領の景気優先姿勢の一因として、親族への捜査回避が指摘されていることは、政権の求心力、ひいては構造改革停滞への懸念を生む。事実、4 月以降、3 閣僚 (保健相 2 名、法務公安相 1 名) が政権を去った。大統領と距離を置き始めたと言われるゲデス経済相の動向も注目される。
- こうした中、BCB は 5 月会合で、政策金利 (Selic) を 75bp 引き下げ、過去最低水準となる 3.00% とした (市場予想は 50bp の引き下げ)。景気減速が従来見通しを大きく上回ると判断した。他方、次回会合 (6 月 16~17 日) では、最終的な調整として 25~50bp の追加利下げを行う可能性にも言及。利下げ打ち止めを示唆した。もっとも、利下げの打ち止めが金融緩和の一巡を意味する訳ではない。上述の戦時予算法案により BCB には社債の買い入れが認められた。ネット BCB 総裁は 5 月後半の講演で、追加措置が数週間内に発表される可能性に言及。量的な面からの金融緩和は今後も拡充の方向にあるとみられる。
- 以上のように、従来からの BRL 安要因に早期の改善は期待しにくい。一方、ネット BCB 総裁は為替相場への介入を強めていく姿勢にあり、潤沢な外貨準備の存在にも言及している点は、過度な BRL 安の動きを牽制しよう。今後 3 か月の BRL の想定レンジは、5.0~6.0 とみておきたい。

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: 現政権の経済政策を巡る不安は根強い

マーケット・エコノミスト

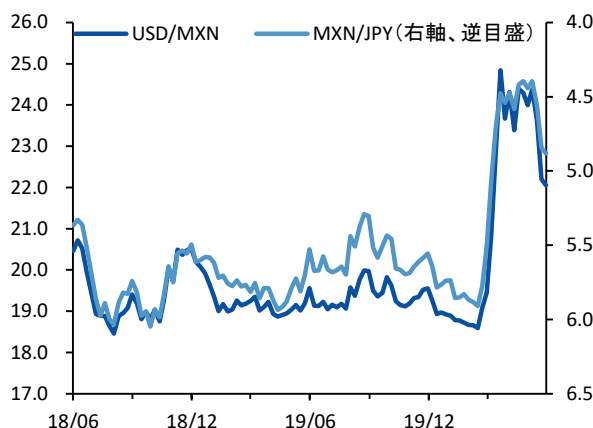
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMXNは前月末比で反発。月初、メーデーで取引が閑散のなか、MXNは24.1台で取引を開始し一時は24.8台まで売られた。その後は、米株や原油価格の持ち直しもあり、月半ばにかけて23.5～24.5のレンジでもみ合い。月後半は、国内の経済活動の正常化に向けた動き等を手掛かりにMXN高が続き、MXNは約2か月半ぶりの22.1台で月末を迎えた。
- 欧米諸国、特に経済的な結びつきが強い米国における経済活動の正常化への動きは、原油価格の底打ちも伴ってメキシコ経済やMXNの追い風となっている。メキシコ国内では5月18日以降、段階的な経済活動の再開が図られており、輸送用機器、建設、鉱業の操業再開に向けた指針も発表された。こうした動きに、3月以降急拡大していたメキシコのソブリンCDSスプレッドは縮小。財政不安の後退を窺わせるとともに、MXNの反発を促している。
- 一方で、現政権の経済政策運営を巡る不安感に大きな改善はみられていない。上述の輸送用機器の操業再開は、サプライチェーン復旧を求める米国の外圧によるところが大きい。また、新型肺炎の感染拡大が続く中で、早々に経済活動の再開に踏み切った背景には、現政権の緊縮財政への拘りがある。支持基盤といえる社会的弱者の支援等にはGDP比1.6%の規模の経済対策をまとめたものの、企業の資金繰り支援等を求める経済界の要望には今なお冷淡だ。操業再開を認めることで、雇用問題等を丸投げした感は否めない。5月には、電力の安定供給を盾に民間の再生エネルギー事業の事実上の排除を試みたものの、法的不備から司法が差し止める等、混乱が尽きない。
- かかる状況下、メキシコ中央銀行(Banxico)は経済の下支え役を一身に担っている。5月会合では、政策金利(翌日物金利)を5.50%へと50bp引き下げた。4～6月期に景気下押し圧力がさらに深刻化し、著しい雇用減をもたらす見通しに言及。経済や金融市場の動向をみながら「必要な手段を講じる」として、追加利下げを示唆した。ただし、金融安定性を損なわないよう政策運営に努めるとのディアス Banxico 総裁の発言が会合後に報じられている。今後は25bp刻みの利下げに移行していく可能性がある。
- 外部環境の改善が進む一方、国内には経済政策運営を巡る不安が根強く残り、中長期的な景気回復シナリオは描きにくい。実需面では、MXN高要因(実質金利の高さ)とMXN安要因(海外送金が落ち込む懸念)が拮抗している。今後3か月のMXNのレンジは、20.0～25.0と見ておきたい。

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 1～5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 ～ 7.1777	7.1216	7.10	7.05	7.05	7.00	6.95
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7509	7.76	7.78	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	75.545	76.2	74.5	75.3	73.5	72.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14610	14880	14500	15200	14650	14800
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1225.29	1230	1230	1210	1200	1190
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.2952	4.42	4.40	4.35	4.30	4.25
フィリピンペソ	(PHP)	50.256 ～ 51.959	50.369	50.8	50.5	50.9	50.6	50.4
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.4074	1.43	1.40	1.43	1.39	1.37
台湾ドル	(TWD)	29.714 ～ 30.533	29.920	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.65	32.6	32.1	31.5	31.7	31.4
ベトナムドン	(VND)	23170 ～ 23637	23255	23600	23360	23200	23300	23200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	69.1523	70.00	72.00	70.00	67.00	69.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	17.4095	17.50	17.00	16.50	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.2690	6.8117	7.10	7.30	7.50	7.20	7.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.3649	5.40	5.30	5.35	5.30	5.25
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	22.0498	22.00	21.50	22.00	21.50	21.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.117	15.07	15.04	14.89	14.86	14.82
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.890	13.79	13.62	13.46	13.32	13.17
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.425	1.40	1.42	1.39	1.41	1.41
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.740	0.719	0.731	0.691	0.710	0.696
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.786	8.70	8.62	8.68	8.67	8.66
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.064	24.21	24.09	24.14	24.19	24.24
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.138	2.11	2.10	2.06	2.06	2.04
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	76.49	74.83	75.71	73.43	74.82	75.18
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.599	3.57	3.53	3.51	3.49	3.47
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.402	3.28	3.30	3.33	3.28	3.28
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4629	0.45	0.45	0.45	0.45	0.44
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.557	1.53	1.47	1.50	1.55	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.184	6.11	6.24	6.36	6.50	6.24
トルコリラ	(TRY)	14.635 ～ 18.875	15.800	15.07	14.52	14.00	14.44	13.92
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	20.060	19.81	20.00	19.63	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.882	4.86	4.93	4.77	4.84	4.90

注: 1.実績の欄は 2020 年 5 月 31 日まで。SPOT は 6 月 2 日の 10 時 55 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(6 月 2 日発刊)』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。