

2020 年 5 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:通貨安を促してきた構図に変化	2
中国:5 月以降は財政出動も本格化へ	3
インド:RBI は相次いで大規模な景気支援を実施	4
インドネシア:IDR は上昇も外貨準備の減少に注意	5
韓国:量的緩和に舵を切りつつある BOK	6
マレーシア:原油価格下落が MYR 安を誘引	7
フィリピン:BSP は 3 か月連続で利下げを実施	8
タイ:景気下向きも THB は上昇	9
ロシア:恐慌的な世界を尻目に冷静沈着なロシア	10
南アフリカ:徒な悲観よりは改革加速に期待	11
トルコ:IMF 支援以外 TRY 反発要因は見当たらず	12
ブラジル:BRL の史上最安値更新が続く	13
メキシコ:現政権の経済政策運営に不安	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:通貨安を促してきた構図に変化

マーケット・エコノミスト

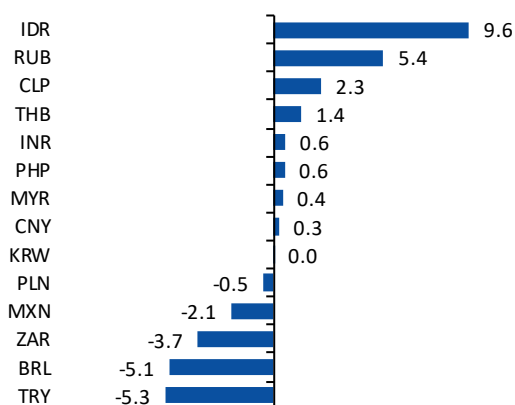
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

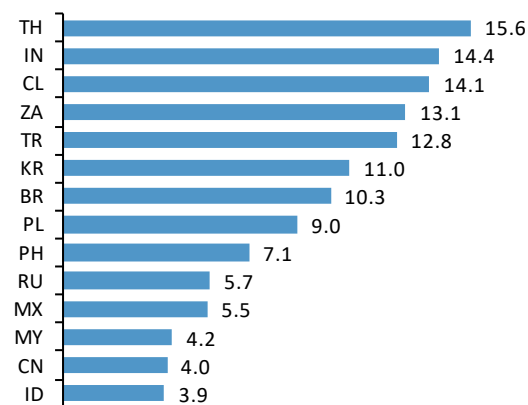
- 4月の新興国通貨のパフォーマンスはまちまち。世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化する中、先進国を中心に金融緩和と財政出動が総動員される展開となり、リスクオフ・ムードは和らいだ。MSCI 新興国株式指数は前月末比+9.0%、MSCI 新興国通貨指数は同+0.6%と、いずれも4か月ぶりに上昇した。もともと、財政出動の余地という点で脆弱性を抱える新興国の通貨は引き続き弱く、BRLやZARが史上最安値を更新。TRYもその瀬戸際にある。
- 「The Great Lockdown」。最新のIMF経済見通しの第1章のタイトルだ。新型コロナウイルスの感染拡大を巡り、世界各国が外需と内需が同時に落ち込む状況に直面している。IMFは2020年の世界の実質GDP成長率見通しを前年比▲3.0%と1月時点(同+3.3%)から6.3%pt下方修正した。ちなみに、この見通しは年後半に向けて感染が終息する前提であるが、サブシナリオも提示されている。例えば、感染抑制策が年内続けば2020年の成長率を3%pt下押しする。その上、2021年に感染第2波が発生する場合は、2021年の成長率を8%pt下押しするという。
- 金融市場ではリスク回避姿勢が根強く残り、資金流出圧力に晒されるとともに、「ドル化した世界」ではドルの調達も迫られる。これが新興国を取り巻く環境だろう。最新のIMFの国際金融安定報告書によれば、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う新興国からの資本流出(証券投資)は、リーマンショック時の1.5倍程度のスピードで進んだという。また、ソブリンや企業の格付けを下方に見直す動きが散見されるようになってきた。
- 一方で、各国が景気対策を拡充しているのも事実だ。なかでも、ドルの資金調達環境に最も影響力を持つ米国では、FRBがバランスシートを無制限に活用するほか、幅広い金融資産を担保とする流動性救済措置をラインナップ済みだ。また、財政政策の規模は検討中の第4弾も含めて2.9兆ドル弱(GDP比13%に相当)、今年度の財政赤字は1.6兆ドル拡大する。
- そして、中国に続き、欧米各国でも経済正常化への動きが模索され始めている。漸進的であれ経済活動の正常化は経済面の逆風を和らげ、市場のリスク警戒感の後退を促そう。米国が金融緩和と財政支出を拡大する中、足許のドル高是正にもつながり得る。新興国通貨安を促してきた構図には変化が出てきている。依然として新興国経済の自律的な回復は中国等一部に限られようが、5月以降も新興国通貨の持ち直しは続くと考える。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年4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4月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:5月以降は財政出動も本格化へ

マーケット・エコノミスト

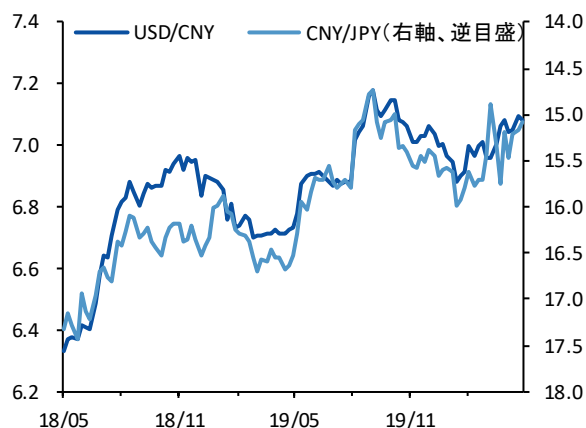
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4月のCNYは前月末比で小幅高。上旬は欧米での感染拡大の動きに一時は7.12台まで弱含むも、その後は、警戒感が和らぐに従って7.03台まで反発した。中旬は人民銀行(PBoC)が一層の金融緩和を進めるとの見方から押し戻され、下旬には7.08前後の水準でのみ合いに移行。月末にかけては、欧米での経済正常化を模索する動きに7.04台を再び試し、7.06台で取引を終えた。
- 中国における新型コロナウイルスの感染拡大はほぼ終息、いまや世界各国に支援の手を差し伸べる立場となった。3月以降は、経済活動の正常化の動きが進む。もっとも、そのペースは鈍い。1~3月期の小売売上高(前年比▲19.0%)や固定資産投資(同▲16.1%)は1~2月期からマイナス幅を縮小も、市場予想を下回った。内需は家計の回復やインフラ投資等の財政出動を待つ状況だ。
- 政府の後押しもあり、工場の再稼働が進んだことで1~3月期の鉱工業生産(同▲8.4%)は予想を上回った。ただ、4月製造業PMIでは輸出向け新規受注が前月から大きく悪化(46.4→33.5)している。欧米の感染封じ込め策は5月以降に順次緩和される可能性があるが、海外需要低迷の影響は当分続こう。
- こうした中、PBoCは引き続き金融緩和を進めている。4月3日、一部市中銀行の預金準備率引き下げを発表(4月15日と5月15日に0.5%ptずつ実施)。これにより4,000億元が市場に供給される。また、4月7日には市中銀行の超過準備への付利を引き下げ(0.72%→0.35%)、翌日物金利の低下を通じて金利全般に低下を促したほか、4月15日には中期貸出制度(MLF)の1年物金利を引き下げた(3.15%→2.95%)。この結果、事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)は前月から低下した(1年物:4.05%→3.85%、5年物:4.75%→4.65%)。いずれも、中小零細企業の資金繰り支援という側面が強い。
- 延期されていた全国人民代表大会は5月22日に開催されることとなった。例年3月に開催される全人代を経て、春節明けの中国経済が本格的に動き出す。今年は新型コロナウイルスに伴う経済休止期間が長期化したものの、金融緩和に続いていよいよ財政出動が加速してきそう。一段の財政赤字の容認や特別国債(財政収支と別枠での財源確保)発行の行方等も注目される。
- 経済活動の正常化に一足先に移行したことや、金融・財政政策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。他方、新型コロナウイルスによる海外景気の落ち込みの影響は免れず、大幅なCNY高は想定しにくい。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 は相次いで大規模な景気支援を実施

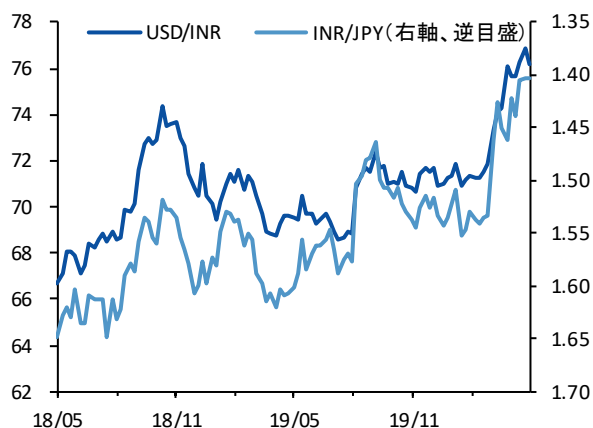
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

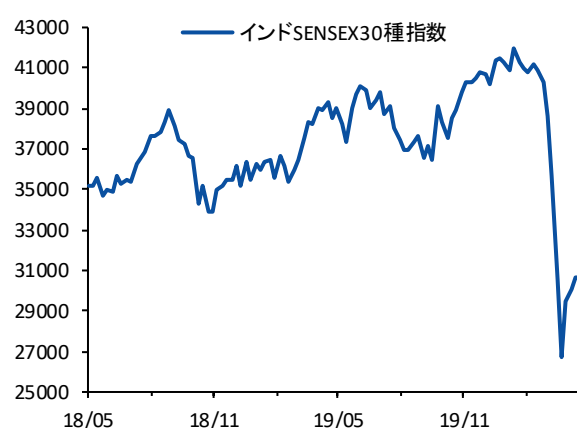
- 4月のINRは前月の史上最安値を更新した。月初、76.00で取引を開始し、上旬にかけて一時月高値の75.50台をつけるも、不安定な原油価格や、IMFが経済見通しを下方修正したことで徐々にじり安の展開となった。その後、WTI原油先物価格のマイナス転落に象徴されるリスクオフの動きにINRは一時76.92まで下落し、史上最安値を更新した。下旬にかけては、米IT大手のインド通信会社大手への出資案件が好感され、世界各国で徐々に経済活動が再開される期待が増し、月末にかけて75.00付近の高値圏を推移した。
- モディ首相は14日、新型コロナウイルスの感染者数増加が進む中、インド国内の全土封鎖を5月3日までの延長することを発表した。一方で、経済活動の停止については徐々に解除していく方針で、感染者数の確認されていない地域において、農業などの一部業種について再開を認めた。
- インド準備銀行(RBI)が3月に4兆ルピー規模の景気支援策を打ち出して以降、4月には2度の追加支援策を発表した。17日、1兆ルピー規模の長期資金供給オペレーションを実施し、社債やコマーシャルペーパーの購入を進めるほか、農業従事者や中小企業向けに資金供給を実施した。また同日、金融機関の余資運用向けのレートであるリバースレポを25bp引き下げて、民間への資金移動を促進させた。27日には、投資信託向けに5000億ルピーの資金を供給する枠組みを発表し、縮小が続く投信市場への支援を実施している。
- 3月のCPIは前年比+5.9%となり、2か月連続で減速した。高インフレの原因であった食料品価格が落ち着きつつあり、引き続き、原油価格の下落もCPI抑制に寄与した。依然CPIはRBIの目標レンジ上限(同+6.0%)付近での推移となるも、上昇が一服したことでRBIの景気政策の実施を後押しした。
- 21日、米IT大手がインドの大手通信会社への出資を発表した。出資額は57億ドルと大規模で、今後にかけてINRの需要も膨らむことが期待されている。両社は食料品を中心とする電子商取引に参入し、アプリを活用して広範な事業への参入を目指す。
- INRの推移については引き続き軟調な推移を見込む。人口13億人のインドでは新型コロナウイルスの封じ込めは難しく、未だ感染状況の実態が掴めないばかりか、今後さらに感染拡大が本格化する懸念が高まっている。INRは史上最安値を更新する展開が続いているが、未だ大きな買い要素もなく、安値圏での推移が続くことが予想される。

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: IDR は上昇も外貨準備の減少に注意

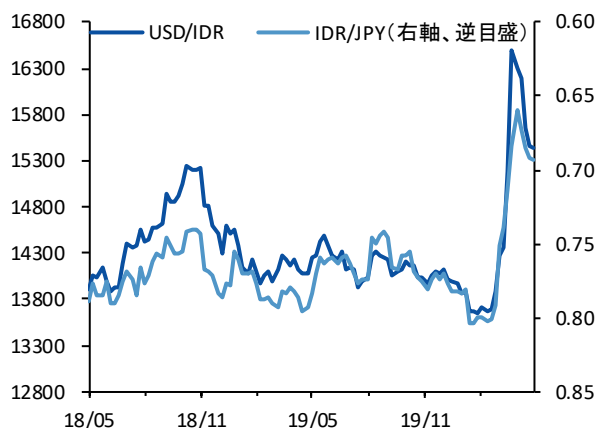
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

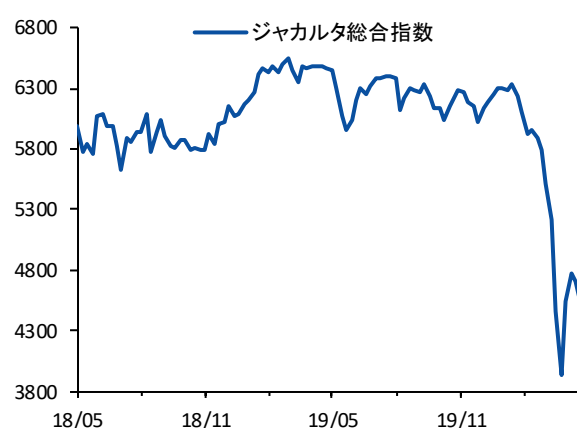
- 4月のIDRは上昇する展開。月初、16400台で取引を開始し、上旬は新型コロナウイルスの感染拡大によるリスクオフの動きで、16500付近の月安値圏を推移。その後インドネシア中央銀行(BI)がFRBとの間でレポ取引枠を確保したとの発表を受けIDRは徐々に上昇した。中旬以降は原油価格の下落に連れて、上値の重い推移となったが、月末にかけて先進諸国が次第に経済活動を再開するとの期待からIDRは上昇し、一時月高値の15200台まで上昇した。
- BIは4月13日～14日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに従来の4.50%に据え置くことを決定した。BIは自国通貨の安定を標榜するなかで、今会合での追加利下げは再度IDR安を加速させると判断した。新型コロナウイルスの収束時期が不透明である点が考慮されて、今後には政策余地を残すこととなった。
- その他の決定事項として、預金準備率が来月1日から引き下げられることが発表された。加えて、BIは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いたが、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。
- 新型コロナウイルスの経済活動への影響はさらに深刻化する見込みだ。BIは、先月時点で今年のGDP成長率を同+4.2～4.6%としていたが、今回会合にてその水準を約半分の同+2.3%まで引き下げる見解を示した。なお、物価水準に関しては大きな変化はなく、3月のCPI上昇率は前年比+2.96%と2月(同+2.98%)からはほぼ横ばいの推移となった。
- 政府は今後にかけて新型コロナウイルスの感染ピークを迎える予測を踏まえ、国内の移動制限を継続している。4月下旬に始まった断食月(ラマダン)明けの地方への帰省を禁止することとし、これに付随して国内航空旅客輸送を5月31日まで原則禁止とすることを決定した。
- IDRは4月の1か月間で対ドルで約9.6%上昇しており、年初から進んだ通貨安が一服した状況だ。IDRの見通しについては、BIのほかIMFも経済成長率を年+0.5%まで引き下げるなど経済の回復は来年以降という認識となっている状況下、5月以降IDRが反落する可能性も考慮しておきたい。ただし、BIの市場介入もあり3月の安値水準(16500台)の大幅更新までには至らないものと考えられる。ただし、2月から3月にかけて外貨準備高の残高が▲7.2%減少した経緯があり、今後の推移については注意を払っておきたい。

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: 量的緩和に舵を切りつつある BOK

マーケット・エコノミスト

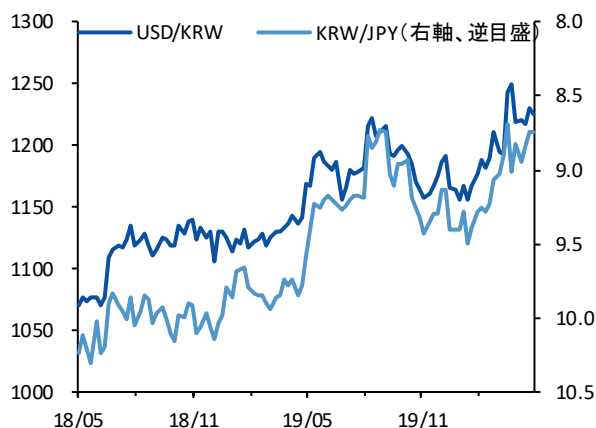
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4月のKRWは前月末比でほぼ横ばいで推移。初旬に1240台までKRW安が進むも、リスクオフの巻き戻しに伴って1200台まで持ち直した。中旬は1220前後でもみ合う展開。産油国の減産合意への鈍い反応や、軟調な米経済指標にやや弱含んだ。下旬は、WTI原油価格のマイナス圏入りに再び1240台を試すも、欧米で経済正常化を模索する動きを受けて1210台まで持ち直した。
- 韓国における新型コロナウイルスの感染拡大はすでに終息の兆しがみられる。同国の新型コロナウイルス対応には世界から賞賛が寄せられており、これが総選挙(4月15日)における与党(共に民主党、共に市民党)の圧勝につながったようだ。与党は総議席の6割(180議席)を確保、大半の法案採決が与党単独で可能となる。輸出減退と内需の低迷が続く中、迅速な経済政策の運用等が期待される。
- 文政権は4月22日、第3次補正予算を策定する方針を明らかにした。雇用維持を目的に7業種(航空、自動車、造船、海運、機械、電力、通信)を対象とする「基幹産業支援基金」(40兆ウォン)を創設する。また、これとは別に雇用対策(10兆ウォン)も行うという。経済対策の規模は既存措置と合わせて総額240兆ウォンとなり、40兆ウォン(GDP比2.1%)の追加財政支出となる模様だ。
- 金融政策による支援も続く。韓国銀行(BOK)は4月9日の金融通貨委員会で利下げは見送ったものの、レポ取引要件を緩和し、適格担保に預金保険公社債を追加した。3月に実施した適格担保拡大と無制限の応札(2020年6月末まで)に続く措置となる。また、資産買い入れ措置の対象資産に産業銀行債や住宅公庫MBS等を追加。1.5兆ウォンの国債買い入れも明らかにした。この国債買い入れ(active purchase)と既存の流動性調節目的の買い入れ(purchase)を区別する報道もある。BOKは量的緩和方向に政策の舵を切りつつある。
- さらに、BOKは4月16日に臨時会合を開催し、金融特別貸付制度を創設した。社債(残存5年未満、AA-以上)を担保に、銀行のみならず、証券会社や保険会社にも流動性を提供する。3か月間の運用で、10兆ウォンが上限となる。中銀による営利企業への与信支援は異例で、通貨危機以来となる。
- 経済政策を梃子に韓国経済は徐々に持ち直しに向かおう。KRWも足許で落ち着きを取り戻しつつある。もっとも、第2次補正予算による家計への現金支給はなお実現できていない点等には注意したい。現政権の経済政策運営にはなお不安が残る。それは、金融政策依存が深まりやすいことを意味する。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1150~1260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:原油価格下落が MYR 安を誘引

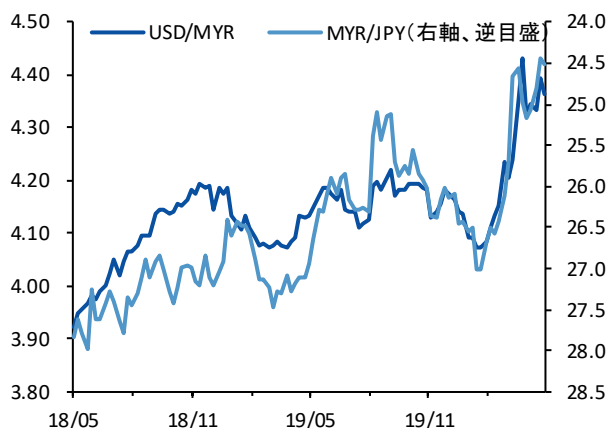
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

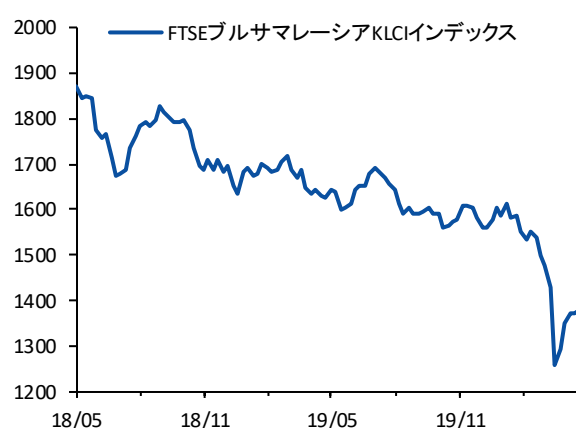
- 4月のMYRは4.30を中心に推移する展開。月初、4.30台で取引を開始し、世界的な金融政策緩和の恩恵を受けて、一時月高値の4.28台まで上昇。その後、新型コロナウイルスの感染者が拡大してリスクオフの展開となり、4.40付近まで下落した。中旬以降は原油価格の下落が進みMYRは軟調に推移。下旬にかけて一時4.40を上抜け、月安値を記録したが、世界各国でロックダウンから経済活動を再開する期待が強まると、次第にMYRは反発し、月末時点で4.30台前半まで上昇した。
- 原油価格の低迷が引き続きMYR安を誘引した。20日に、WTI原油先物がマイナス価格で取引されて以降、マレーシアの貿易収支と国営石油関連企業からの歳入減による財政悪化が懸念され、MYRは月安値圏を推移した。
- マレーシア中央銀行(BNM)は3日の年次報告で20年の経済成長率を前年比+3.2~+4.2%から同▲2.0%~+0.5%へ引き下げた。また、IMFも4月発表の世界経済見通しにて同▲1.4%のマイナス成長を見込んでおり、昨年以上の低成長を記録する見込みが大きくなっている。
- 物価動向も軟調な推移が続いている。3月CPIは前年比▲0.2%となり昨年2月以来のマイナスを記録した。原油安による燃料価格の下落や、交通部門で同▲8.9%を記録したことが大きく影響した。BNMは経済成長と同様に物価上昇見込みを下方修正し、従来の同+2.0%から▲1.5~+0.5%とした。
- マレーシア国債は2日、FTSE ラッセル世界国債インデックスの構成銘柄に残留することが決定した。昨年4月から除外検討候補に挙げられてきたものの、今回もインデックスからの除外を回避した格好だ。これにより、2月の国内政変以降続いていた資本流出ペースに歯止めがかかる期待もあり、マレーシアにとって数少ないポジティブなニュースとなった。
- MYRの動向については、新型コロナウイルスの感染拡大への対応や原油価格の回復には引き続き時間を要する懸念が高まっており、MYRの上値を重くする公算が高い。そのほか、政治関連ではムヒディン政権が5月中旬に国会を召集する予定となっている。しかし、未だに要人の辞職や交代が相次ぎ、議会が正常に機能する状態には至っていない。新政権はこれまで、前マハティール政権の政策を概ね踏襲するに留まっており、足許の景気刺激策にも期待の声は薄い。そのなかで、今後のムヒディン政権の政策指揮や国内外の信認状況は為替動向にも影響を及ぼす要因となると考えられる。

図表 11: マレーシアリング相場(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: BSP は3か月連続で利下げを実施

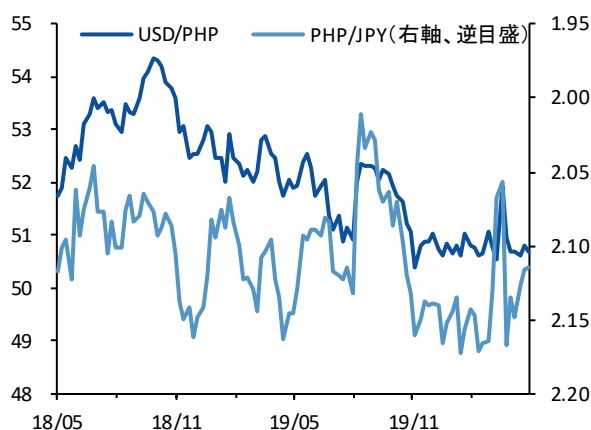
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

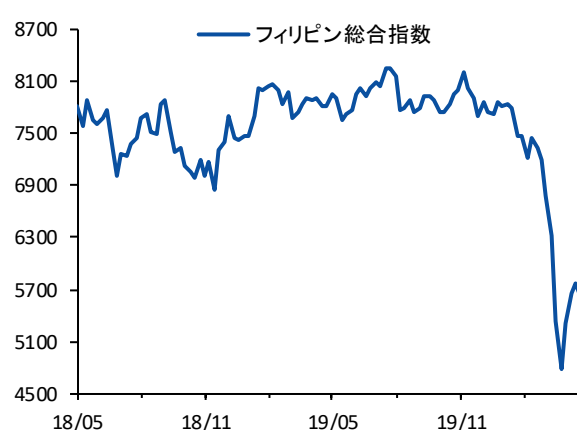
- 3月のPHPは月末に上昇する展開。月初、50.70台で取引を開始。一時月安値の51.00付近まで下落するも、中国の3月PMIの強含みやFRBのドル流動性供給を追い風にPHPはじり高の展開。中旬はフィリピン中央銀行(BSP)が緊急利下げを実施し、PHPは月安値圏を推移した。下旬にかけて先進諸国が次第にロックダウンから経済活動を再開するという期待が強まり、PHPは月末にかけて50.50を下抜け、月高値圏を推移した。
- BSPは16日に開催した臨時の金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート従来3.25%から50bp引き下げて2.75%とした。BSPは3か月連続で利下げに踏み切ることとなり、政策金利は過去最低を更新した。
- 今回の政策決定について声明文では、利下げの背景には新型コロナウイルスの感染拡大によって特に経済活動が制限される業種に対し、資金繰りを援助する意図があると言及した。ジョグノBSP総裁の会見では、本来追加利下げの実施はこれまでの措置の経過を見極めることが前提としながらも、未曾有の危機のもと政策決定は遅いより早い方が良いという旨の発言を残した。今後についても、必要最大限の金融緩和政策を継続していく姿勢を表明した。
- 2月の貿易統計は輸出が前年比+2.8%と1月(同+9.7%)から大幅に減速し、輸入は同▲11.6%と1月(同+1.0%)から大幅に減速した。また、3月製造業PMIについては39.7と2月(52.3)から大幅に悪化しており、徐々に新型コロナウイルスの影響が経済へ波及している点が見て取れる状況となっている。
- 国を挙げた景気減速への対応が続いており、政府は感染拡大防止の観点から外出制限を5月15日までに延長した。また、その影響で日払い雇用者の困窮が続くことを懸念し、今月上旬に非公式労働者を中心とする低所得層向けに現金給付を決定した。そのほか、BSPは利下げ以外に預金準備率を引き下げ、今後は中小企業向けの債務負担を緩和させる措置を検討している。物価水準は低位ながらも安定しているなか、緩和的な政策は打ち出しやすい状況となっており、景気減速への対応は多方面に亘る見込みだ。
- PHPは今後のファンダメンタルズの動向やリスクオフムードのなかで、海外からの直接投資動向が弱含むことを踏まえればこれ以上に買われる要因は薄い。今後海外労働者による送金も減速が見込まれる点もPHP安要因となりそうだ。PHPは周辺国と比較して堅調に推移しており、BSPはPHP安方向へ誘導したい思惑があるはずで、5月以降、反落する可能性を考慮しておきたい。

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: 景気下向きも THB は上昇

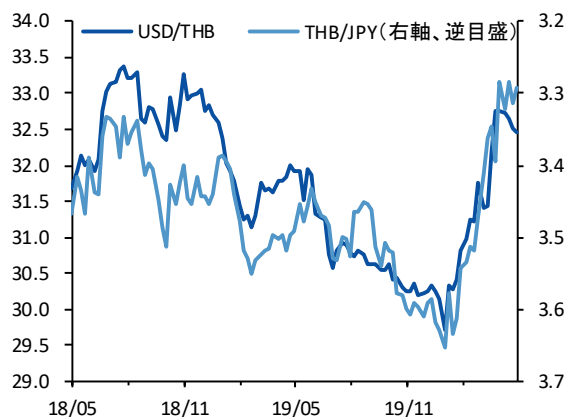
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のTHBはじり高の展開。月初、32.70台で取引を開始し、タイ中央銀行(BOT)の弱気な景気見通しや観光業の景況感が9年ぶりの低水準に落ち込むと、一時月安値の33.10台まで下落。中旬にかけてTHBはじりじりと上昇し、その間、経済指標は軟調な結果が多かったが、市場の参加者が少なく値動きは限定的となった。下旬は国内で新型コロナウイルスの新規感染者が1か月ぶりの水準まで低下したことで、一時月高値の32.30台を推移。その後も世界各国でのロックダウン解除の期待から月高値圏を底堅く推移した。
- 政府は新型コロナウイルスの感染拡大に対し、非常事態宣言を延長し、4月に発令された夜間外出禁止令や国内の移動制限も5月末まで延長することを決めた。そのほか、7日には金額規模では3度目の経済対策を発表した。GDPの約1割に当たる1.9兆バーツ(約6兆円)規模の内容で、主に失業者への現金給付やBOTが企業向けに直接融資ができる枠組みが盛り込まれた。既に発表された景気政策と合わせて総計2.5兆バーツの規模となっている。
- タイの自動車生産台数は減少が続いている。タイは東南アジア最大の自動車生産国であるものの、前年比で約1年間連続して減少が続く。特に3月に関しては、前年比▲26%の減少幅を記録しており、軍事クーデターのあった2014年以来の落ち込みとなった。新型コロナウイルスの影響で多くの日系企業でも3月以降一時的な生産停止を決定した。一部企業では5月以降、順次生産再開見込みだが、今後も下振れの懸念が高まっている。一方、国内の自動車販売台数も減少しており、3月は前年比▲42%の下落幅を記録した。
- 3月消費者信頼感指数は50.3と2月(64.8)から大幅に下落し、1999年以降で最低を記録した。内訳項目の経済状況、雇用、将来収入の全てで大幅な悪化となった。景況感の後退は物価動向にも現れており、3月CPIは2月の前年比+0.74%から同▲0.54%と2017年6月以来のマイナスに転落した。
- THBは、新型コロナウイルスの感染動向に影響される展開が予想される。4月下旬にかけて、感染抑制への期待感から新興国通貨全体が上昇した。その一方で、各国の主要経済指標は一時的に悪化することが共通認識となっており、タイでも多くの経済指標が軟調な結果となったが、大きな為替下落要因とはならなかった。とは言え、世界的に新型コロナウイルスの終息目処が立つまでは、外需への依存が大きいタイ経済にとって逆風が続くものと見込まれ、域内通貨では相対的に弱い推移が続くものと予想する。

図表 15: タイバーツ相場(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：恐慌的な世界を尻目に冷静沈着なロシア

シニア為替ストラテジスト

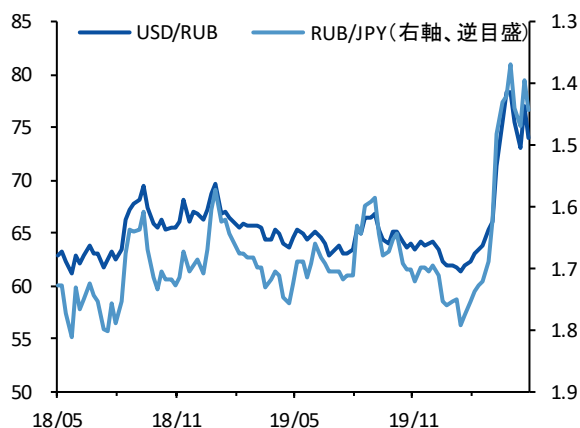
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

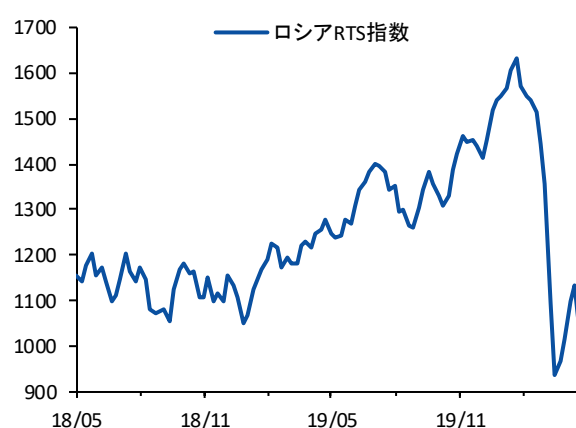
- 4月のRUBは上昇。原油価格急落を受けて反落する局面も見られたが、概ね堅調推移を支配的とした。ただし、4月中の上昇幅(高値-3月終値)は、3月の下落幅(安値-2月終値)の3分の1程度(対USD)に過ぎなかった。
- この間、原油とRUBの連動は必ずしも高くなかった印象だったが、こうして振り返ってみると、月初のRUB高も、月央のRUB安も、原油動向の影響と思われた。月初の原油上昇は、2日、トランプ米大統領が、「サウジアラビアとロシアは(日量)10百万バレル以上の減産をする」と述べたのがきっかけを与えた。
- OPEC+は、12日、9.7百万バレル/日の合意にこぎつけたものの、その後も原油価格は低迷を続けた。20日には、北米の原油先物市場で、5月限の決済価格が史上初のマイナスに転落。前後して期先限物や現物も急落し、22日までにブレントは14ドル/バレルを割り込む水準まで急落。連れてRUBも急落した。
- 一方、RUB建ロシア国債(OFZ)は、17日に前後して水準を切り上げ。ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁は、3日の時点で、年内の利下げの可能性に言及。更に17日には、「利下げ幅を量っている」との表現で、24日の金融政策委員会における大幅利下げの可能性を示唆した。果たして同委員会は、期待通り50bpの利下げに踏み切った上、引き続き追加利下げの可能性を示唆した。上述原油急落を受け、RUBの反応は読みづらかったが、月末に掛けてのRUB堅調に、OFZの水準切り上げ、一貫した堅調が貢献した可能性は考えられただろう。
- 結局、4月を振り返ると、原油価格は概ね横這い、10年物OFZはCBRの利下げ幅以上に上昇し、3月中の急落分をほぼ回復、RUBは7%前後の上昇(対USD)となった。北米原油先物5月限の暴落は、現物受け渡しの貯蔵施設の容量不足という極めて特殊な要因を受けており、燃料需給や資源需要などへの含意を深読みすべきではないだろう。
- 世界中の政府が競うように財政赤字を拡大させ、中銀が資産購入策で国債発行を支援する中、ロシア政府も国債発行を増やす方針を明確にしている。国家福祉基金を含む潤沢な外貨準備の温存を「出し惜しみ」と批判する声もあるが、追加利下げ期待もあって、上述の通りOFZ市場は安定推移を続けている。
- CBRは、4月の経済予想で、ウラル産原油価格の2020年通年平均を2月時点の55ドル/バレルから、27ドル/バレルまで引き下げた。現状に鑑み、それでも楽観過ぎとの見方はあるものの、慌てふためく世界を尻目に、財政政策、金融政策共に、ロシアのそれは地に足がついているように感じられる。

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: 徒な悲観よりは改革加速に期待

シニア為替ストラテジスト

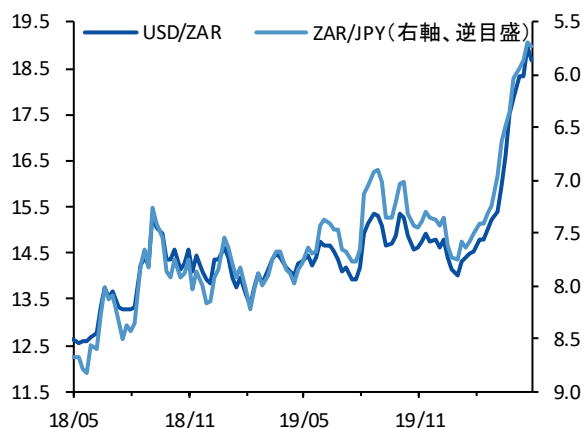
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

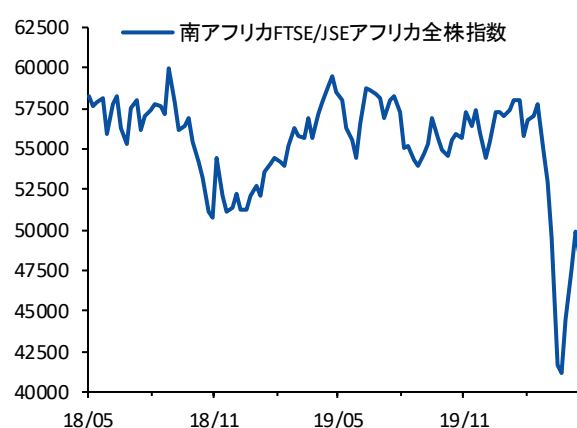
- 4月のZARは、連日のように史上最安値を更新する続落が先行、その後は、安値圏と言える水準を抜け出せないまま、大きく上下動した。
- 月初のZAR安は、一部大手格付会社による南ア長期国債格下げ(観測)に伴う売りに、コロナ禍の広がり一段と弾みをつけた、3月のZAR急落の勢いを引き継いだ値動きと考えられた。2日発表された週次の米新規失業保険申請件数が、3百万人超にまで爆騰した前週の数字を更に倍する水準にまで悪化したこと、3日発表された米3月雇用統計が、予想された急速な悪化以上に更に悪化したことなどが、リスク回避の新興市場通貨売りを招いたとの解釈もできたが、並行して米株の反応は乏しかった(翌週以降むしろ上昇した)。
- また、3日には、上記とは別の大手格付会社が、南ア国債の格付を引き下げたが、同社は、この格下げ前から、既に南ア国債を投機的等級としており、大きな影響があるとは考え難かった。実際、ZARの続落を他所に、南ア国債は若干の下押しを見た程度で、週明け6日以降は、やはり、むしろ堅調に転じた。
- 14日、南ア準備銀(SARB)は政策金利を5.25%から4.25%に緊急利下げした。3月19日の大幅利下げ後同様、ZARは下落したが、3月利下げ時とは異なり、南ア国債は素直に水準を切り上げ、その後も堅調推移を続けた。
- 21日、ラマポーザ大統領が、総額5,000億ランドの経済/社会支援策(コロナ対策パッケージ)を発表したが、この発表に対しては、逆に、ZARの緩やかな値動きを他所に、南ア国債が明確に売り込まれた。前後して、IMFが南アに融資枠を設定したと報じられたことなども、南ア財政悪化への懸念を深めたのであろう。
- しかし、ZARも南ア国債も、その後、一旦は方向感を欠いた膠着に陥り、月末に掛けて明確に水準を切り上げた。5,000億ランドと言っても、政府保証や、財政支出項目の振り替えなどを除く、純粋な歳出増は1,700億ランドにとどまる。上述IMF融資枠も、貸出条件の緩い短期融資過ぎないといった認識が、広く市場に浸透したことが、南ア国債、ZARの反発に寄与したものと考えられた。
- 集会/移動制限の早期発動や今般発表された巨額の支援策など、ラマポーザ大統領のコロナ対策に対する内外の評価は、現在までに高いと言える。南アの政治経済が、与党アフリカ民族会議の分裂、南ア電力公社(Eskom)など国営企業の非効率、人種間の格差などの問題を多々抱えている事実には変わりはないものの、少なくとも当面は、コロナ禍を「錦の御旗」に、各種改革に弾みがつく可能性に期待を掛けることもできるのではないかな。

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: IMF 支援以外 TRY 反発要因は見当たらず

シニア為替ストラテジスト

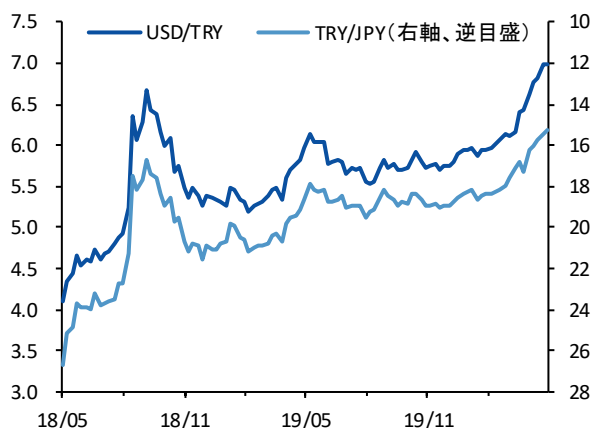
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 4月のTRYは続落。対円で史上最安値を更新。対USDでも史上最安値に0.5%と迫る水準まで下落した。TRY安は構造的と言え、非居住者による対内(直接/証券)投資に対する意欲が乏しい一方、対外債務返済、居住者による外貨預金需要、経常赤字ファイナンスなどの外貨需要がTRYを押し下げた。
- トルコ中銀(CBRT)は22日、政策金利を9.75%から8.75%に引き下げた。前後してトルコ国債利回りは大幅に低下(価格は上昇)したが、10年物で11%台半ばという利回りは、政策金利が12.00%だった昨年12月の水準。計325bpの利下げを実施して、元の水準を回復するのがやっとなとも言えた。CBRTは30日、年末のCPI予想を従来の8.2%から7.4%に引き下げたが、広く「追加利下げ余地を捻出する狙い」と受け止められた。トルコ3月CPIは+11.86%で、政策金利がCPIを大幅に割り込んでいるのは、同国債不振の大きな要因であろう。
- 9日に見られたTRY反発は、トルコに対するIMF支援の可能性に期待した値動きと考えられた。並行してトルコ国債価格の上昇も観察されたが、TRYの反発も国債堅調も長続きはしなかった。
- エルドアン大統領などトルコ当局側は、しかし、一貫してIMF支援の可能性を否定、外貨調達代替手段として、米連銀や欧州中銀とのスワップ協定締結への要望を示している。EUとは移民、米とはロシア製ミサイル配備などが障害となっており、いずれも近い将来実現する可能性は低いと見られている。
- 12日、CBRTの公開市場操作による資産残高の上限を、同銀資産の5%から10%まで引き上げる決定が発表された。臨機応変と言えれば聞こえは良いが、これも同銀による資産購入策の余力を作るための弥縫策と考えられた。
- 12日、トルコ銀行監督当局(BDDK)は、国内金融機関が非居住者と結べる為替デリバティブ取引の残高を資本の1%までに制限すると発表した。実質的にTRYのオフショア取引を禁じたに等しい。しかし、翌13日以降、オフショア市場におけるリラ金利は、予想外に大幅低下。為替フォワードから逆算した当翌物金利はマイナスにまで落ち込んだ。BDDKの規制強化は、はからずしも、非居住者からのTRY需要の低下ぶりを明らかにしてしまったと言えよう。
- BDDKによる実質的資本規制強化の他、トルコ政府は、21日、ガラス、金属、繊維、革製品など幅広い鉱工業製品への追加関税導入(2.3~45.0%)を発表した。TRY防衛も、自国産業保護も重要ではあるが、国際社会からの孤立を深めることが、トルコ経済復調にも、TRYの安定にも、貢献するとは考え難い。

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:BRL の史上最安値更新が続く

マーケット・エコノミスト

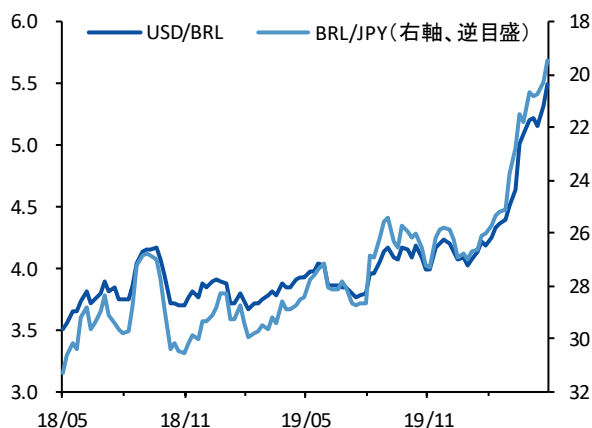
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4月、BRLは前月末比で続落、史上最安値も更新した。BRLは5.2台前半で取引を開始。上旬は米景気やFRBの追加緩和計画を材料に上下するも、月半ばには再び5.2台に落ち着く展開となった。月後半は、原油市況の混乱に伴うリスクオフと政権内の不和が重なり5.7台まで急速にBRL安が進展。ただ、月末にかけてはドル高巻き戻しの動きに5.4台まで持ち直した。
- 新型コロナウイルスの感染拡大が続いており、ブラジルでは4月、感染者数が毎週2倍となるペースで増加。死者数はそれを上回るペースで増えた。感染封じ込め策の行方は見通し難く、原油価格の低迷長期化も懸念されるなか、企業及び消費者のマインドは著しく落ち込んでいる。2020年は大幅なマイナス成長に陥る見込みだ(市場サーベイ:前年比▲3.3%、IMF予想:同▲5.3%)。
- 政府は景気対策の拡充に動いている。3月にまとめた7,500億レアル規模の緊急経済対策(弱者救済、雇用維持、医療支援、州・地方政府支援)について、1.1兆レアル超(GDP比15%相当)に拡大した。また、3月の非常事態宣言により財政目標の順守義務は停止されているものの、さらなる政策余地を確保すべく戦時予算法案(war budget bill)の審議が議会で進展中だ。新型コロナウイルス対応として、通常予算とは別枠で機動的な財政運営が可能となる。
- もともと、経済政策の先行きには不透明感も漂う。新型コロナウイルス対応を巡り、ボルソナロ大統領は自身が否定する社会隔離政策を堅持するマンデッタ保健相を解任。同大統領による連邦警察庁長官の交代強行も重なり、モロ法務公安相は辞意を表明した。新型コロナウイルスへの対応を巡っては、構造改革と緊急経済対策をまとめてきたゲデス経済相やマイア下院議長との関係も懸念され始めている。
- こうした中、金融政策への期待は大きい。ブラジル中央銀行(BCB)は次回会合(5月5~6日)で、政策金利(Selic)を50bp引き下げると市場ではみられている。また、上述の戦時予算法案にはBCBに社債の買い入れを認める法案が含まれているようだ。ネットBCB総裁もビデオ・カンファレンスの場でこの点に言及し、量的緩和の可能性を示唆している。このほか、3月のような預金準備率の一段の引き下げもあり得よう。同総裁曰く、幅広い緩和手段が残されている。
- 政策面の進展に期待しつつも、財政政策の財源には注意したい。現状の市場環境と同国の信用格付けを考慮すると、海外資金は当てににくい。中央銀行が事実上の債務引き受けを担う可能性が高まれば、BRLには重しとなる。今後3か月のBRLの想定レンジは、5.0~5.8と依然広めにみておきたい。

図表 23: ブラジルレアル相場(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: 現政権の経済政策運営に不安

マーケット・エコノミスト

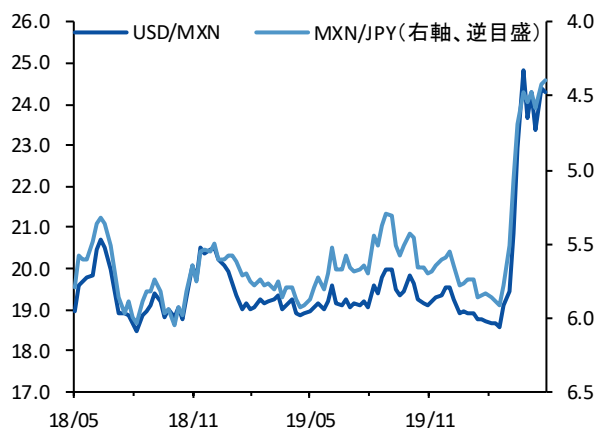
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4月のMXNは前月末比ではほぼ横ばい。月初、MXNは23.6台で取引を開始。米雇用統計の下振れに史上最安値となる25.7台後半までMXN安が進んだ。FRBの追加緩和計画等を受けて、中旬には一時前月比プラス圏で推移も、格付け引き下げに24.5近くまで反落。月後半は、原油市況の混乱に伴うリスクオフに25.2台までMXN安が進んだ後、23.7台まで戻して月末を迎えた。
- 新型コロナウイルスの感染拡大が続いており、4月末までとされていた行動規制は5月末まで延長された。世界景気の急減速や原油価格低迷の長期化も懸念され、メキシコ中央銀行(Banxico)の推計では、2020年上半期のGDP成長率は前年比▲5%となる可能性があるという。経済への下押し圧力は強まっている。
- こうした中にあってもなお、現政権の対応は鈍い。4月上旬に発表された経済対策は、社会的弱者の支援を中心にGDP比1.6%の規模にとどまった。経済界が求める企業の資金繰り支援等はほとんど含まれなかった。企業マインドは低下、雇用は失われつつあり、感染終息後の景気回復シナリオも危うい。
- 3月以降、大手格付け会社はソブリンおよび国営石油公社(Pemex)の格付け見直しに動いた。ソブリン格付けはいずれも投資適格級にあるものの、Pemexに関しては投資適格級を付与する大手格付け会社が1社となった。ソブリンCDSや債券利回りの急上昇、MXNの安値圏での推移につながっている。
- かかる状況下、金融緩和による景気下支えと金融市場の安定化が求められる。Banxicoは4月21日、臨時会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を従来の6.50%から6.00%へと50bp引き下げた。また、3月の臨時会合と同様、新たな流動性支援策(最大7,500億ペソ)も採択した。Banxicoによれば、流動性支援策の規模は、既存策と合わせてGDP比3.3%になるという。
- 新たな流動性支援策の内容は、①国債を用いたより長期のレポ取引(最大1,000億ペソ)、②社債等と国債の交換措置(同1,000億ペソ)、③社債を用いたレポ取引(同1,000億ペソ)、④中小企業・事業者や家計への融資支援措置(計、同3,500億ペソ)、⑤長期債と中期債の国債交換措置(同1,000億ペソ)。このほか、既存の追加流動性ファシリティの規模拡大や担保要件の緩和、対象金融機関の追加や、海外市場における為替介入等が含まれる。
- MXNが安値圏から持ち直すには、新型コロナウイルスや原油価格の動向の改善のほか、経済界に対する現政権の姿勢変化(蔑視→活用)が必要だろう。今後3か月のMXNのレンジ想定は、22.0~26.0と幅広く見ておきたい。

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 1～4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)	6.8406 ～ 7.1281	7.0633	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7521	7.77	7.78	7.79	7.80	7.81
インドルピー	(INR)	70.705 ～ 76.909	75.100	75.0	73.2	73.8	72.4	71.0
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14882	16250	16150	15950	15900	15850
韓国ウォン	(KRW)	1150.65 ～ 1296.75	1218.50	1200	1180	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0515 ～ 4.4490	4.3022	4.42	4.40	4.35	4.30	4.25
フィリピンペソ	(PHP)	50.370 ～ 51.823	50.420	50.8	50.7	50.5	50.5	50.4
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.4118	1.41	1.38	1.40	1.38	1.37
台湾ドル	(TWD)	29.723 ～ 30.486	29.766	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.97 ～ 33.18	32.35	32.1	31.5	31.7	31.4	31.0
ベトナムドン	(VND)	23170 ～ 23637	23426	23360	23200	23300	23200	23160
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8860 ～ 82.8386	74.3924	75.00	73.00	70.00	67.00	70.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	18.5472	17.50	17.00	16.50	16.00	16.50
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.0077	6.9902	7.20	7.30	7.50	7.10	7.30
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0044 ～ 5.7475	5.4866	5.20	5.10	5.15	5.10	5.05
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	24.2127	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	15.150	15.04	15.00	14.86	14.82	14.78
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.813	13.64	13.50	13.35	13.21	13.06
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.426	1.41	1.43	1.41	1.42	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.713	0.652	0.650	0.652	0.648	0.644
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.824	8.83	8.90	8.97	8.88	8.79
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	24.784	23.98	23.86	23.91	23.95	24.00
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.112	2.09	2.07	2.06	2.04	2.02
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	75.85	75.18	76.09	74.29	74.64	74.45
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.601	3.53	3.50	3.48	3.46	3.43
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.299	3.30	3.33	3.28	3.28	3.29
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4569	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	1.440	1.41	1.44	1.49	1.54	1.46
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	5.772	6.06	6.18	6.30	6.44	6.18
トルコリラ	(TRY)	15.222 ～ 18.875	15.315	14.72	14.38	13.87	14.51	13.97
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.701 ～ 27.687	19.520	20.38	20.59	20.19	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.420	4.51	4.57	4.47	4.48	4.48

注：1.実績の欄は2020年4月30日まで。SPOTは5月1日の7時50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(5月1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。