

2021 年 4 月 30 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 悩ましい米国で進む正常化.....	2
中国: CNY は実需面で強弱材料が拮抗	3
インド: 国内で猛威を振るう二重変異株	4
インドネシア: 経済成長の下方修正が続く.....	5
韓国: KRW の実需環境がやや改善へ.....	6
マレーシア: コモディティ需要回復が MYR を下支え	7
フィリピン: 累計感染者は 100 万人超えに.....	8
シンガポール: 騰勢が強まる SGD	9
タイ: 感染第 3 波が到来、成長率も下方修正へ	10
ロシア: 目ぼしい新規材料に乏しく方向感が出ない	11
南アフリカ: ZAR 続伸には構造改革の成果が必要	12
トルコ: 引き続き状況が好転する見通しが立たない	13
ブラジル: 再び深まる政治的な不透明感	14
メキシコ: 国有企業優遇の動きがさらに進む	15
為替相場見通し.....	16

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

マーケット・エコノミスト

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

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：悩ましい米国で進む正常化

マーケット・エコノミスト

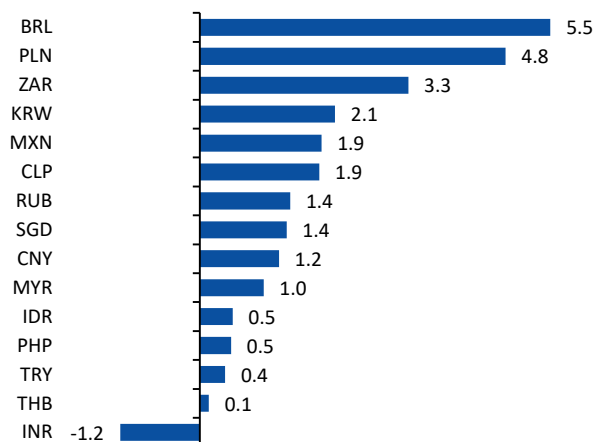
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

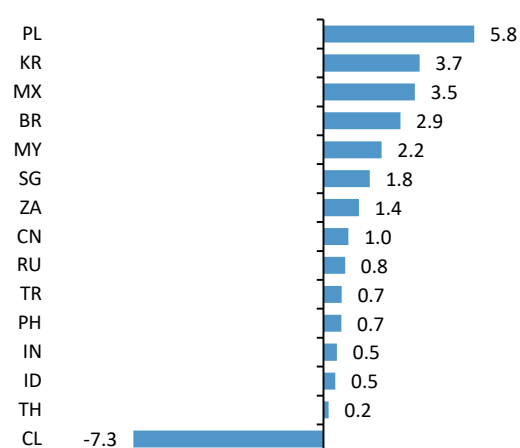
- 4 月の MSCI 新興国通貨指数は反発、前月の下落幅を取り戻した。1702 台で取引を開始すると、直後に 1696 台まで下げるも、その後は米金利低下とドル安を支えに 1697~1709 のレンジで底堅く推移した。米金利が一段と低下した中旬には 1720 台まで一時上昇。その後リスクオンムードの停滞にやや伸び悩むも、米株価指数の高値更新等を経て、1720 を上抜けた。月末にかけては、パウエル FRB 議長の「まだテーパリングを議論する時期ではない」との発言に市場が米金利低下とドル安で反応。同指数は 1731 台まで一時上昇した。その後はやや戻して 1730 割れを推移している(4 月 29 日時点)。
- 4 月に公表された IMF の世界経済見通しでは、ワクチンの普及に伴う経済正常化の動きを評価し、2021 年の世界経済の成長率見通しは前年比+6.0%と 1 月時点の見通しから 0.5%pt 上方修正された。もっとも、上方修正は米国等の先進国に目立つ。先進国の成長率見通しが前年比+5.1%(上方修正幅:0.8%pt)とされたのに対し、新興国・発展途上国は同+6.7%(同:0.3%pt)にとどまる。両地域の成長率格差がここまで近づくことは珍しい。世界経済はコロナ禍からの回復局面にあるが、そのペースはワクチンへのアクセスに依存する。こうした構図を踏まえて、同経済見通しのサブタイトルは「広がる回復の格差を管理する時(Managing Divergent Recoveries)」とされた。
- コロナ禍からの回復ペースの格差もさることながら、市場でより注目されつつあるのは米国の金融政策の正常化がいつ頃始まりそうかということだろう。言うまでもなく、2013 年 5 月の「テーパータントラム」の再燃を警戒してのものだ。米 3 年国債利回りの動きは 3 月以降、2024 年の早い時期に利上げが行われることを織り込みつつあるように見える。前回の利上げ開始は 2015 年 12 月であったことを考えると、2021 年後半に FRB による資産買入規模縮小についての方針が打ち出される可能性は否定できないということだ。4 月 FOMC では否定されたものの、6 月以降の定例会合、7 月の議会証言、8 月のジャクソンホール会合といったイベントの度にこうした懸念は市場で高まりやすいのではないか。
- 短期的には、経済正常化ペースで米国と新興国の格差拡大は続こう。再び「金利のある世界」となった米国への資金還流が促されるリスクは付きまとう。そして、中長期的には「テーパータントラム」、さらには世界の資本コストである米国の政策金利引き上げが控える。米国の経済正常化は新興国経済にとっても好ましいが、金融政策の正常化は困難もたらさうという点では悩ましい。

図表 1:新興国通貨騰落率(2021 年 4 月 29 日まで、%)



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(2021 年 4 月 29 日まで、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: CNY は実需面で強弱材料が拮抗

マーケット・エコノミスト

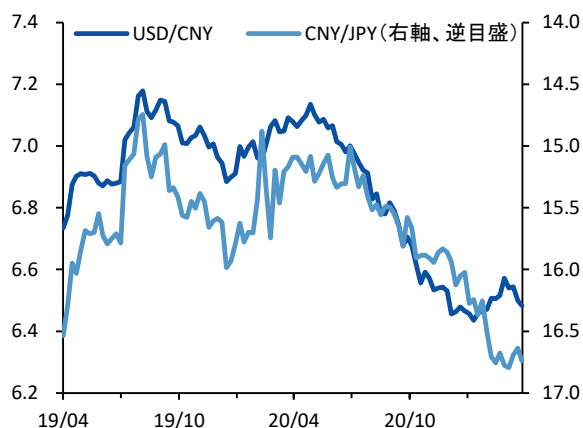
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4 月、CNY は前月比で反発。月初は 6.55 台で取引を開始した後、市場予想を下回る 3 月製造業 PMI に 6.57 台まで弱含む場面が見られた。もともと、その後は持ち直し、上旬は 6.54~6.56 でもみ合った。中旬は米金利低下とドル安の流れが追い風となり CNY は 6.50 に向けて上昇。下旬には 6.48~6.50 のレンジに居所を変えた。FOMC の結果を受けた一段のドル安に CNY は一時 6.46 台を試した後はやや戻し、6.47 台で推移している(4 月 29 日時点)。
- 1~3 月期の実質 GDP は前期比+0.6%と 4 四半期連続のプラス成長となった。昨年 10~12 月期についても前期比+3.2%と上方修正された(従来は同+2.6%)。また、前年比では+18.3%と大きく伸びた、コロナ禍の影響が顕著であった前年同期(前年比▲6.8%成長)の反動といえる。需要項目別には、寄与度順に消費(+11.6%pt)、投資(+4.5%pt)、純輸出(+2.2%pt)となった。
- 1~3 月期の経済指標をコロナ禍前の 2019 年の同時期と比較すると、輸出が+28.7%と例年と比べて高い伸びを維持している。ワクチン接種の進捗による経済正常化への動きを反映して、米国や欧州向けの伸びが目立つ。好調な輸出等を支えに、鉱工業生産(+14.0%)の伸びも依然高水準だ。また、小売売上高(+11.6%)や固定資産投資(+5.4%)も例年並みの伸びに戻りつつある。こうした点は、3 月の製造業・非製造業 PMI が改善した背景のひとつといえそうだ。
- CNY の実需については、足許で加速する輸入の伸びに注意したい。輸出は想定以上に伸びている感があるものの、その分、原材料や中間財の輸入も増えやすい。エネルギーはじめ商品市況の高騰も輸入額を拡大させる。2020 年の CNY 高を支えた貿易収支黒字には縮小の余地がありそうだ。アジアから米国および欧州へのコンテナ輸送の逼迫が長期化・悪化するケースでは、輸出面からの貿易収支黒字への影響を考える必要が出てきよう。
- また、証券投資の点では、国有の不良債権受け皿会社大手の資金繰りと当局の対応が注目される。足許では、大手格付け機関が同社の発行体格付けを引き下げる動きがでてきた。株式市場では、大手企業を対象に当局による規制・管理の強化が伝わってきている。米国市場が再び魅力を取り戻しつつある中で、中国市場における懸念の高まりは一部資金の流出を促しかねない。
- もともと、堅調な輸出や内需の持ち直し、世界国債インデックスへの中国国債の組み入れ、人民元のプレゼンス向上(CNY 高要因)等の CNY 高要因も健在だ。CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.40~6.70 を維持する。

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:国内で猛威を振るう二重変異株

マーケット・エコノミスト

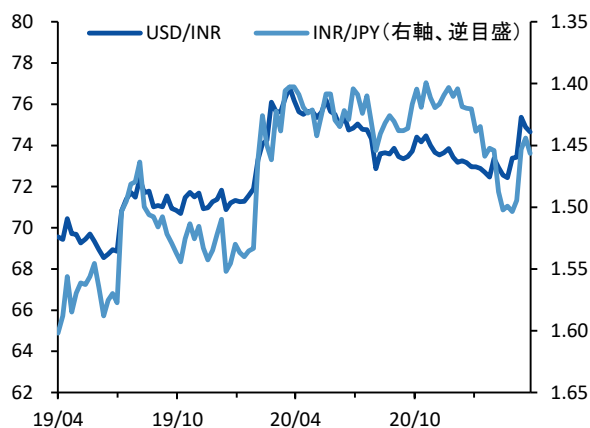
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のINRは年初来安値を更新する展開。月初、73.30台で取引を開始。米3月雇用統計の強い結果と国内での新型コロナウイルスの感染急拡大を受けてINR安が進んだ。月半ばには、一時月安値の75.30台まで下落し、年初来安値を更新した。後半も、ムンバイ、デリーなどの大都市でロックダウン措置が相次ぐ中、軟調な推移が継続。月末にかけて、米国でのFOMCの結果を受けたドル売りが進み、徐々に値を戻し、74.00付近での取引となっている。
- 国内の新型コロナウイルスの新規感染者数が世界最大を記録している。過去の拡大ペースを優に上回る状況となっており、政府は首都封鎖や海外への物資支援依頼などを進めるも、医療崩壊を引き起こす事態にまで深刻化している。これまでのロックダウンよりも厳格な体制が敷かれ、比較的影響の小さかった製造業にまで波及していると指摘があり、経済への打撃も懸念される。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は5~7日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートを全会一致のもと4.00%に据え置いた。ダスRBI総裁は会見で、国内での新型コロナウイルス感染拡大を受けて、一部の州政府が制限を強化する中で、持続的な回復が見込まれるまで緩和的な金融政策を維持する方針を示した。
- このほか、RBIは流通市場での国債買い入れプログラム「G-SAP 1.0」を発表している。RBIは従前より政府の財政支出の拡大に伴って大規模な国債購入を進める指針を示していたが、今回、4~6月期に1兆ルピー相当の購入を進めることを明らかにした。米金利上昇によってインドの長期金利にも上昇圧力が強まった中で、債券購入を通じて金利水準をコントロールする格好となった。
- 3月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.5%と2月(同+5.0%)から加速し、市場予想(同+5.4%)を上回る結果となった。食品と輸送費の上昇が全体を押し上げた。4か月連続でRBIの目標レンジ(+2.0~+6.0%)に収束しているものの、インフレに対する警戒感は続いている。
- INRの動向に関しては上値の重い推移を予想する。これまで世界でも例を見ないペースで国内での感染拡大が進んでおり、成長率の下方修正は避けられない情勢となっている。インドはワクチン生産大国であるものの、感染拡大の影響で輸出停止のみならず、国内への供給も間に合わないといった事態に瀕している。インドでの変異株はもはや一国に留まらないリスク要因となっている。今後の感染動向によっては昨年の史上最高安値に近づく展開も想定したい。

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: 経済成長の下方修正が続く

マーケット・エコノミスト

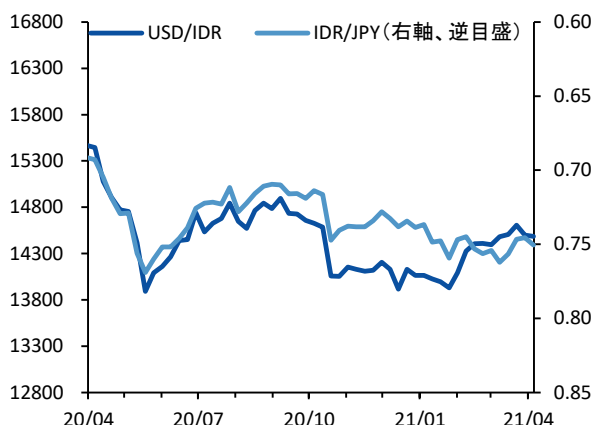
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のIDRは前月に続いて年初来安値を更新するも、動意に乏しい展開。月初、14500台で取引を開始。米金利の高止まりを背景にIDRは軟調地合いとなった。途中、インドネシア銀行(中央銀行、BI)関係者からもIDR安をけん制する動きがあったが、流れは変わらず中旬に年初来安値を更新する14600台まで下落した。後半は、米金利の調整局面に入りIDRは値を戻す展開となった。月末には米国でのFOMCにて金融緩和縮小に慎重な姿勢が表明されると、ドル売りの動きが強まりIDRは月高値の14400台を推移した。
- BIは20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前回会合に続き過去最低水準の3.50%に据え置いた。声明文では、世界経済が堅調に回復に向かっているものの、国内では新型コロナウイルスの感染拡大が続き、内需の減速が長期化している点を指摘した。その他、1~3月期にかけて米国での景気回復期待の高まりによって米金利が上昇して、IDRも昨年10月以来の水準にまで下落していることに言及し、IDR相場の安定を維持する政策を強化することを表明した。
- BIは前回会合時点で前年比+4.3~+5.3%としていた21年の成長率をそれぞれ▲0.2%ポイント下方修正した。経済成長の下方修正は今年2回目となる。内需の回復が遅れる一方で、世界経済の回復にけん引される格好で輸出が伸びていることや、国内でのワクチン接種プログラムの進展で4~6月期以降は成長率が前年比でプラスに戻るとの見方を示した。
- 物価動向(CPI)は今年に入っても前年比1.5%台と低迷が続く。昨年6月からBIが目標としている+2.0~+4.0%のレンジから下振れる状況が続いている。しかし、4~6月期以降は昨年パンデミックの影響で大きくインフレ率が大きく落ち込んだため、今年はその水準からは上昇するとみられており、BIの目標レンジは据え置きとなっている。
- IDRの見通しについて、引き続き軟調な推移を予想する。米金利の上昇に伴うドルの選好は現在やや落ち着きを見せつつあるが、政府とBIの国債購入プログラムに関しては進捗を引き続き注視したい。中銀の責務として雇用や経済成長といった項目を追加するほか、金融政策における政府の権限を強める法案が審議されることとなっており、中銀の独立性やIDRの通貨の信認に再度懸念が生じている。今後の経済回復のため政府は財政支出拡大の方針を示しており、財政赤字幅の拡大は意図しない金利上昇が加速するリスク要因となる。

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: KRW の実需環境がやや改善へ

マーケット・エコノミスト

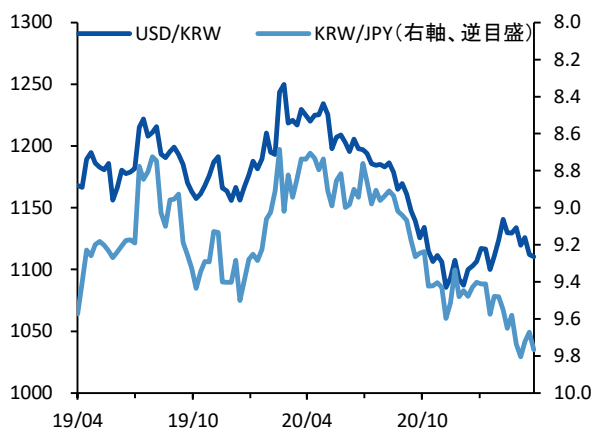
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の KRW は前月比で反発。月初は、3 月輸出額の高い伸びに 1128 台と前月末(1131 台)から KRW 高となって取引を開始も、中国の 3 月製造業 PMI が市場予想を下回ると早くも上昇幅を失った。その後は堅調な株式市場を支えに持ち直し、米金利反発で一時 1127 台まで押し返される場面はあったものの、中旬以降は概ね 1108~1122 のレンジ相場となった。月末にかけては FOMC 後のドル安の流れから 1108 近辺での動きとなっている(4 月 29 日時点)。
- 2021 年 1~3 月期の実質 GDP は前期比+1.6%と市場予想(同+1.2%)を上回った。純輸出は 3 四半期ぶりにマイナス寄与(▲0.2%pt)となったが、輸出の伸びが輸入のそれを下回ったに過ぎない。輸出は引き続き高水準にあり、投資(寄与度:+0.7%pt)を促している。民間最終消費支出もプラス寄与(+0.5%pt)に転じた。足許では小売関連の経済指標に改善が見られつつあることや、消費者信頼感が 3 月に中立水準を上回ってきていることと概ね整合的といえる。もっとも、1~3 月期の水準としては 2020 年を 1.0%上回る一方、コロナ禍前の 2019 年を 3.8%下回る。また、小売統計をみると、堅調なオンラインに続き、百貨店の回復が目玉を引く一方、スーパーマーケットは落ち込んだままだ。
- こうした経済状況に加えて、4 月 7 日投開票のソウル、プサン両市の首長選で与党候補がいずれも惜敗したことで、政府・与党の財政拡張方針がさらに強まりそうだ。2022 年 3 月の大統領選を控えて支持立て直しを図る必要がある。一部報道によれば 2022 年度予算は 600 兆ウォン(2021 年度は補正予算込みで 573 兆ウォン)を上回る可能性があるという。
- かかる状況下、韓国銀行(BOK)は難しい政策のかじ取り迫られている。BOK は 15 日、金融通貨委員会において政策金利(7 日物レポ金利)を過去最低の 0.50%で据え置いた。成長率見通しの上振れの可能性に言及も、COVID-19 を巡る不確実性を強調した。李総裁は会見で、フォワードガイダンス導入は容易でないと述べたが、望まない利上げを迫られるリスクを回避したとも読める。実際、利上げ観測により金利上昇が過度に進み、市場に混乱が生じることが BOK にとって最大の懸念材料だろう。財政拡張による国債発行増で需給が緩みかねない中、李総裁は金利動向を注視しているとの姿勢を重ねて示した。
- 実需面では、配当金の支払い一巡や輸出の堅調が続くとみられる点が KRW を下支えしよう。証券投資では債券への資金流入超が続いている点がサポート材料となる。KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1070~1130 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:コモディティ需要回復が MYR を下支え

マーケット・エコノミスト

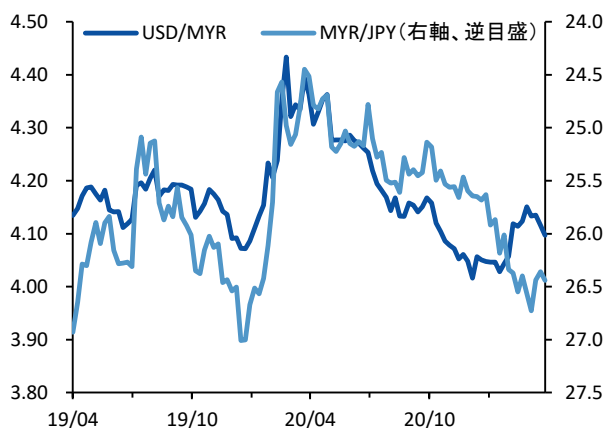
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の MYR は小幅に値を上げる展開。月初 4.14 台で取引を開始。上旬は米金利の高止まりや、米国での 3 月 ISM 景気指数、雇用統計を受けて軟調な推移となった。中旬は米金利が下げ幅を拡大させたほか、原油をはじめとするコモディティ価格が上昇する展開に MYR は反発した。後半にかけても、この流れが継続した。月末には貿易収支が実需の堅調さを裏付ける結果となったことに加え、米国での FOMC の結果を受けたドル安の動きが強まったことで月高値の 4.09 台まで続伸した。
- マレーシア中銀(BNM)は 3 月末に公表した 20 年の年次報告書にて、21 年の成長率を▲0.5%ポイント下方修正して、前年比+6.0~+7.5%になるとの見通しを示した。新型コロナウイルスの影響により、国内の経済活動や観光業の正常化に時間を要している点が背景にあるものとみられる。国内のワクチン接種は 21 年 1~3 月期に完了することを前提としており、その間も世界経済の回復とロックダウン措置の緩和を通じて段階的に景気は上向くと予想している。
- BNM は物価動向について、同報告内で 21 年のインフレ率を前年比+2.5~+4.0%と予想した。ノル総裁は、20 年の 4~6 月期以降は原油価格をはじめ物価が低水準で推移したことで、一時的に+5.0%程度まで上昇する可能性を示唆した。ただ食品やエネルギーなど政策の影響を受けやすい項目を除いたコアインフレ率は同+0.5~+1.5%に留まるとの見方を維持している。
- 米財務省は 16 日、バイデン政権下で初の為替報告書を公表し、マレーシアは監視リストに残存した。詳細についてはトランプ前政権時の内容をほとんど踏襲したものとなっており、経常黒字が GDP 比で 2012 年以降、最大の水準にある点、対米貿易黒字の堅調推移などが要因として挙げられた。報告書内では、対外収支を是正すべく MYR 高を容認すべきとした。また、マレーシア中銀が為替介入の実績を公表しない方針である点を指摘し、運営の透明性を高めることを要請した。
- MYR は、底堅い推移を予想する。先月まで最大の相場要因となっていた米金利上昇に起因するドル高は落ち着きを見せつつある。その一方で、中国に加えて米国でも感染抑制に効果が出たことでリスク許容度が改善し、原油、天然ゴム、パーム油といったコモディティの需要が伸びている点は MYR にとって追い風となろう。また、中旬以降は感染者数が増加傾向にあり、国内の条件付き活動制限令が延長されている点は MYR 下落要因として注視したい。

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: 累計感染者は 100 万人超えに

マーケット・エコノミスト

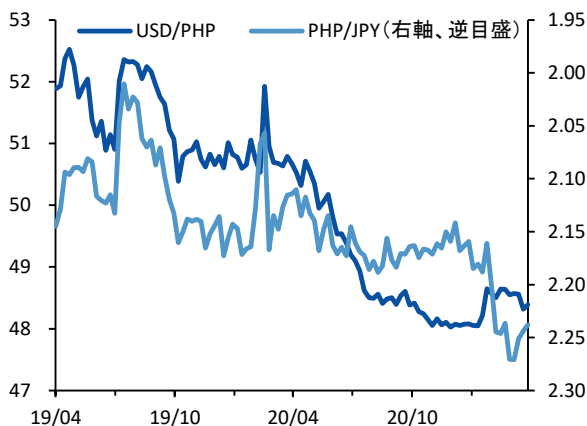
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の PHP は月末に値を戻す展開。月初、48.50 台で取引を開始。上旬は米 3 月雇用統計の堅調な結果と高止まりする米金利の水準を見ながら、月高値の 48.60 付近での軟調に推移した。中旬にかけて、米金利低下の動きが強まると PHP は値を戻す局面に入った。途中、国内でのロックダウン措置の継続も意識されて動意に乏しい状況も見られたが、米国での FOMC の結果を受けてドル安が加速し、月末にかけては 48.10 台での取引となった。
- 国内では外出制限措置が継続している。4 月に入っても変異株の拡大によって 1 日当たり 1 万人程度の新規感染者が確認されている。ワクチン接種が先月開始されたものの、1 度目の接種を終えた割合は全人口の 1%程度に留まっており、接種の遅れを指摘する声が出ている。活動制限の長期化に伴って、国家経済開発庁は今年の経済成長率を前年比+6.5~+7.5%と定めていたが、その下限に到達しない可能性を示唆した。なお、世界銀行は既に 1 月時点での同 +5.9%から+5.5%へ予想を下方修正している。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者 (OFW) 送金の 2 月実績は、前年比+5.1%と市場予想の同+2.0%を上回った。伸び率は 3 か月ぶりにプラスに転じた。一方、フィリピン海外雇用局 (POEA) によると 20 年に海外に渡航した OFW は 55 万人で前年比▲74.5%と大きく落ち込んだ。規模としては 19 年のピーク時の約 4 分の 1 で、30 年ぶりの低水準となる。今年の実績についても、新型コロナウイルス感染抑制に応じた海外渡航の緩和状況に大きく左右される展開となりそうだ。
- 2 月の輸出は輸送機器や主要相手国である米国や日本向けの実績が伸び悩んで前年比▲2.3%と 2 か月連続でマイナスとなった。一方、内需の回復に伴うかたちで中国からの輸入が増加し、輸入は前年比+2.7%と 19 年 5 月以来のプラスを記録した。これによって貿易収支は▲22.9 億ドルの赤字となっている。
- PHP は引き続き軟調推移を予想する。4 月は国内で新型コロナウイルスの対応が長期化する中でも、米金利の騰勢が落ち着きを見せたことで、PHP 大きな下落を免れた。とは言っても、国内でのワクチン接種計画に遅れが出る一方、米国では順調に接種率は上昇しており、今後も格差が広がるのが予想される。こうした背景から対ドルでは当面弱含みが予想されるほか、経済制限措置の動向次第では周辺国と比較しても嫌気される可能性を警戒したい。

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

シンガポール：騰勢が強まる SGD

アジア・オセアニア資金部

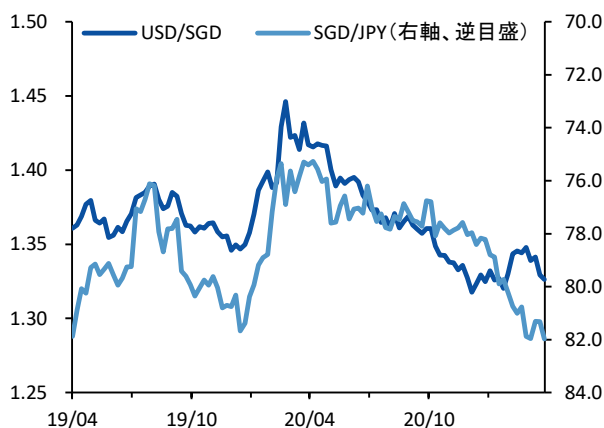
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- シンガポール金融管理局(MAS)は14日、半年に一度の政策決定会合を開催した。政策バンドの中心値、バンドの幅、傾斜共に据え置かれ、「緩和政策の継続が妥当」として金融政策は維持された。ただし、緩和の期間に関して、「当面の間」という表現が削除された点には注目が集まった。
- 上述の声明文の内容や市場予想を上回る強い GDP の結果が示されたことを受けて、MAS の政策決定会合以降、SGD が対ドルで 1.34 台から 1.32 台半ばへと急伸した。4 月の SGD 上昇率は 1.4% に達したものの、年初来では▲0.3% とわずかに下げている(本稿執筆時点)。
- 足許の SGD の NEER(名目実効為替レート)を見ると、昨年のパンデミック以降から大幅に上昇しているばかりか、政策バンドの中心値からの乖離が拡大し、21 年 1~3 月期には概ね+40~+80bps の範囲にあったものが、MAS の政策会合以降、+150~+170bps とバンドの上限である+200bps に接近した。こうした状況に鑑みれば、MAS としても現行の金融政策の出口を模索する蓋然性が出てきていると思われる。
- MAS の次なる動きは十中八九引き締め方向となる。とは言っても、予想されているような荒々しいものではなく、政策バンドの傾きの復帰に向けて微修正されるといった内容が考えられる。しかし、仮に MAS が予想より早く引き締めに動いたとしても、政策バンド内での NEER の上振れ余地はすぐには大きくならないと見られる。NEER の上昇は 1 年で 50bps ほどの穏当なものとなるだろう。
- SGD は通貨バスケットの最大の構成通貨であるユーロ、CNY、MYR の動きにも左右されるが、引き続きドルの動向に最も影響を受ける可能性が非常に高い。そのほか、国内での COVID-19 の感染の抑制に成果を上げ、経済活動の正常化への動きも順調であることから、SGD は日本円に次いでリスクオフの展開で選好される通貨になることも考えられる。しかし先述の通り、上昇幅はかなり限られたものとなる。
- 米金利上昇の一服やそれに伴うドル高の鈍化によって、年後半にかけては、SGD が 1.31 を割り込む展開も想定される。一方で、米中関係の悪化による市場心理の悪化懸念や米国の経済回復ペースの加速、FRB が金融緩和の縮小時期を早期化するという可能性は無視できないドル高の要因となる。

図表 13:シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14:シンガポール ST 指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ: 感染第 3 波が到来、成長率も下方修正へ

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の THB は年初来安値を更新する展開。月初 31.20 付近で取引を開始。米 3 月雇用統計の改善や、国内での新型コロナウイルスの感染第 3 波が意識され THB 売り優勢となった。中旬もこの流れが加速し、月安値の 31.60 付近まで下落し、年初来安値を更新。その後は米金利低下の動きに下落が一服したが、新規感染者数が高止まる状況に上値の重い推移。月末は米国での FOMC の結果を受けてドル売りが進み、月高値圏の 31.20 台での取引となった。
- 国内で新型コロナウイルスの感染第 3 波が到来した。4 月中旬の旧正月で人々の往来が増加した結果、1 日当たりの新規感染者数が断続的に過去最高を更新する状況となっている。政府は商業施設や飲食店の営業時間の規制などの施策を通じて感染抑制を強化する体制を敷いている。かかる中、THB は一時約半年ぶりの安値を記録した。また、新型コロナウイルスの感染拡大の長期化に伴う旅行者の受け入れの遅滞を懸念して、政府やタイ中央銀行 (BOT) が成長見通しを再度下方修正する見込みは強まっている。
- 米財務省は 16 日公表の為替報告書にて、タイを監視リスト対象国とした。バイデン政権下で最初の公表となったが、監視リスト入りの目安となる経常収支、対米貿易黒字及び外貨準備高が共に高水準を維持した点が要因として指摘された。報告書内では、経済のファンダメンタルズに基づいて為替レートを柔軟にすべきと提言した。これに対して、BOT は、米国の指摘に対して反論し、国内経済の安定を支えるために中銀が実施する各種の政策実施を妨げるものではないとの姿勢を表明している。
- 3 月の貿易統計 (通関ベース) は輸出が前年比 +8.5% 上昇した。電子部品やゴム製品の輸出が好調で、国別では経済の正常化が進む米国向けの輸出が好調であった。輸入は同 +14.1% と前月に続いて強い伸びを記録した。この結果、貿易黒字は 7.1 億ドルとなった。今後も外需の回復がタイ経済を押し上げる構図は続くことが予想される。
- THB は軟調な値動きを予想する。1~3 月期に騰勢を強めた米金利の動きが落ち着く中、タイに限らず国内での新型コロナウイルスの感染拡大が見られる国の通貨が売られる展開となっている。来月もこういった状況は続くものと考えたい。また、BOT は来月金融政策会合を控えるが、そこで成長見通しの下方修正を発表する可能性もある。金融緩和の余地が狭まる中で BOT の対応にも市場の注目が集まりそうだ。

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：目ぼしい新規材料に乏しく方向感はない

シニア為替ストラテジスト

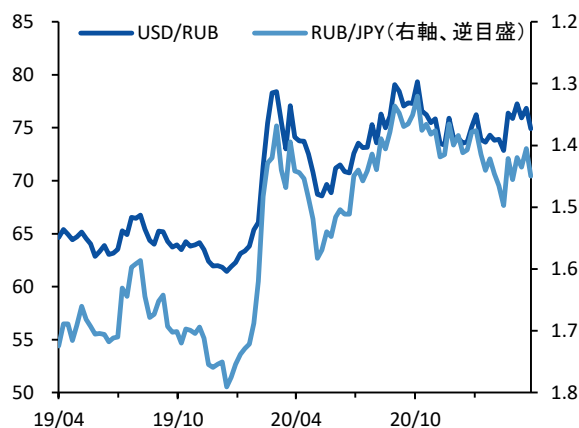
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 4月のRUBは、月末に掛けての上昇で、対USDでは小幅ながら水準を切り上げた。ただし、これはUSD安の結果であり、月末に向けてやはり反発したものの、対円でRUBは概ね横這い、対EURでは小幅ながら水準を切り下げた。
- RUBを動かした要因は、重要な順に、①米による対ロ制裁 ②ウクライナに絡む地政学的リスク ③ロシア中銀金融政策動向の3点が挙げられた。
- ②は、①にも直接影響した。ウクライナ東部とロシアの国境近辺で両国の小競り合いは3月末から散見されるようになったが、6日、ロシアのショイグ国防相が、4月中にロシア全土で大規模な軍事演習を実施すると発表、ウクライナ国境付近に部隊を配備したことで、緊張感は一気に高まった。この緊張感は、22日、ウクライナ国境付近とクリミアからの陸上部隊撤収が発表されるまで続いた。
- ①は、②以外にも、ロシア反体制派指導者ナワリヌイ氏の安否、米を対象としたサイバー攻撃などに絡んで、様々な観測が広がったが、奇妙な浮沈を見せた。13日、バイデン米大統領はプーチン大統領と電話会談を実施し、首脳会談開催などを呼び掛けた。米ロ関係改善に向けた期待感からRUBは急騰したが、その2日後(15日)、米政府は、米投資家によるRUB建ロシア国債(OFZ)の発行市場における購入禁止を含む追加制裁を発表。RUBは急反落した。
- ロシア中銀(CBR)金融政策委員会は、23日、政策金利(1週間物入札金利)を50bp引き上げ5.00%とした。市場の過半は25bp利上げを予想していたが、大幅利上げは必ずしもサプライズというわけでもなかった。RUBは前日(22日)のロシア軍撤退発表を受けて大きく水準を切り上げており、③の影響は、総じて限定的、敢えて読むなら心持ちRUBを押し上げた程度にとどまった。
- 原油価格はこの間、60ドル/バレル台(ブレント)で堅調気味の動き。①にもかかわらず、OFZも方向感に乏しい動きが支配的で、月を振り返れば概ね横這い。いずれもRUBとの明確な連動はほとんど読み取れなかった。
- 今月材料視された①～③のうち、②は一旦の收拾を見たと言えよう。CBRは追加利上げにも積極的な鷹派的姿勢を崩していないが、追加利上げが相応に織り込まれた可能性から、目先、③が大きく材料視された可能性は低下したと言える。①も、既に米政府「関係者」から、「ロシア国立銀発行の金融債の流通市場における取引禁止」までを含む観測気球が上げられている。ロシアによる今後の攻撃をけん制することが目的と思われるものの、金融市場への影響という目線では、やはり、相応に織り込みが進んでしまっ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:ZAR 続伸には構造改革の成果が必要

シニア為替ストラテジスト

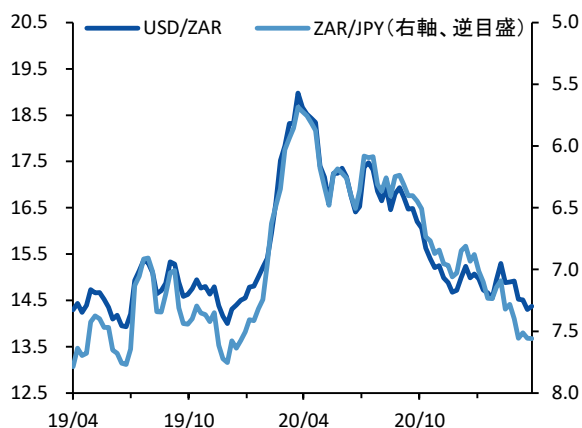
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 4 月の ZAR は月央に掛けて上昇し、対 USD、対円共に 15 か月ぶりの高値を更新したものの、過熱感はなく、方向感を欠いた横這いを支配的とした。
- この間の膠着を反映するかのように、南ア発の新規要因は乏しかった。
- 南ア準備銀 (SARB) のクガニャホ総裁は、15 日、「物価上振れ/下振れリスクは均衡しており」「現在の緩和的金融政策を継続することができる」などと述べた。こうした発言や、3 月 CPI の小幅下振れ (21 日) などを受け、月初の時点で、年内に +25bp の利上げ 2 回半分ぐらいを織り込んでいた金利先渡市場 (FRA) は、月末までに同 1 回半を織り込む程度までに低下。しかし、ZAR に与えた影響は限定的にとどまった。
- 南ア国内政治を巡っても、この間、ZAR の値動きに目に見える影響を与えるような要因は観察されなかった。26 日、ムボウェニ財務相が「不安定な電力供給が経済成長の阻害要因になる」「原油価格 (の高止まり/上昇) が交易条件の悪化をもたらす」などと述べたのは気掛かりだったが、同発言の趣旨が「だからこそ (電力事業再編などの) 構造改革を推し進める必要がある」という点にあり、同相特有の危機感を煽って改革を促す発言との見方は市場に共有されていた模様で、やはり ZAR は反応を示さなかった。
- 代わりに ZAR の値動きに直接影響を与えたのは、米長期金利動向。13 日から 15 日の ZAR 上昇は、米長期金利低下を受けた USD 安が主因と考えられた。
- 今後も米長期金利動向は、USD の強弱という目線だけでなく、新興市場への投資資金の流入度合を占う上で重要な判断材料になると思われるが、そういう目線で気になるのは、とりわけ 4 月後半になって顕著になった商品価格の全般的な上昇。コロナ禍による落ち込みから急速に回復した原油価格や貴金属価格だけでなく、こもと、とうもろこし、豆、小麦などの食品価格、銅、木材などの価格も明らかに従来とは一線を画した上昇を見せている。こうした動向が世界的なインフレ懸念を煽ることになれば、米長期金利上昇、USD 高、ZAR を含む新興市場通貨安という構図は現実味を帯びてくるだろう。
- また、昨夏来の ZAR 堅調の大きな要因であった与党アフリカ民族会議 (ANC) 内におけるラマポーザ大統領派=構造改革推進派の地歩固めだが、既に政治基盤の拡充だけではこれ以上の南ア資産価格上昇は見込めないところまで市場の織り込みは進んでしまったように見える。もう一段の ZAR 上昇には、具体的な構造改革の成果が確認できることが必要になるのではなかろうか。

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



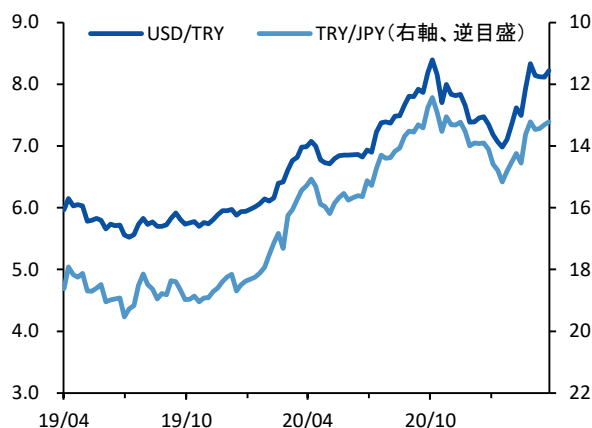
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 引き続き状況が好転する見通しが立たない

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

- 4月のTRYは、対USDでは、月後半の乱高下を除き、方向感を欠いた膠着を支配的とした。月を振り返って概ね横這いに終わった。ただし、対EURでは史上最安値を更新、明確に水準を切り下げた。
- 市場の関心は15日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会に集まっていた。+200bpの大幅利上げを強行した2日後(3月20日)に、エルドアン大統領に更迭されたアーバル前総裁の後を継いだカプジュオール新総裁が、早々の利下げに踏み切る可能性が予想されたからだ。
- しかし、同新総裁が就任早々から、「緊急利下げはしない」「政策金利を物価よりも高い水準に維持する」「政策の継続性が重要」など、自身の従来の主張とは相容れない発言を繰り返したことは、市場に一定の安心感を与えたようだ。
- 果たして、15日、CBRTは政策金利(1週間物レポ金利)を19.00%に据え置き。その声明から「必要があれば追加利上げを実施する」との文言が削除されたことは、従来よりも金融引き締めに消極的と読まれたものの、利下げが回避されたことで、引き続き史上最安値圏にありながらも、TRYは堅調推移を続けた。
- 22日以降のTRY急落は、24日のアルメニア人追悼記念日に、バイデン米大統領が、オスマン帝国(当時)によるアルメニア人に対する1915年の残虐行為を「大量虐殺」と認定すると観測が浸透したことが主因。26日まで、対USDで史上最安値(昨年11月の8.5800)に1.1%まで迫る8.4850まで下落したTRYは、並行して対EURでは史上最安値を10.2734(参照値)まで更新した。
- カプジュオール新総裁がエルドアン大統領の指名を受けたのは、同総裁が同大統領同様「高(政策)金利が高インフレを招く」との信念をもち、前総裁の大幅利上げを厳しく批判していたことが大きな要因と考えられた。同総裁が金融市場の信認を得るべく実質高金利維持などの努力していることは認めるものの、そのことは、近い将来、大統領の不興を買う可能性も意味している。
- 12日、ロシアがトルコとの定期便を6月まで就航停止にすると発表したのは、観光立国でもあるトルコには大打撃。表向きはトルコにおけるコロナ禍悪化を理由としたが、同国とウクライナの接近をけん制するのが真の狙いとの見方もある。
- 一方で、エルドアン大統領と個人的な「信頼関係」を結んでいたトランプ前米大統領とは対照的に、バイデン大統領は就任早々、トルコに対する強硬的な姿勢を示した。EUを含め、主要国・経済とトルコの戦略的・地政学的関係は、現在までに改善の兆しを見せていないように思われる。

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:再び深まる政治的な不透明感

マーケット・エコノミスト

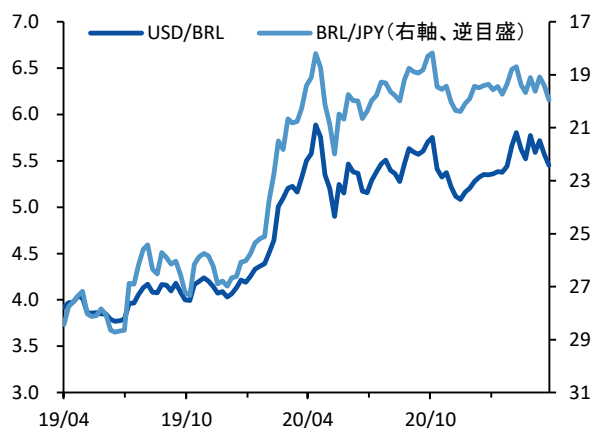
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4 月、BRL は前月比で反発。米金利低下・ドル安のほか原油価格上昇が下支えとなった。BRL は 5.62 台で取引を開始。月上旬に 5.53 台を試した後は、米金利反発に 5.75 まで一時押し戻された。もともと、月後半は総じて BRL 高の展開となり、ほぼ 2 か月ぶりとなる 5.41 台をトライした。月末にかけては FOMC 後のドル安も追い風となり、5.33 付近で推移している(4 月 29 日時点)。
- 2021 年度予算を巡る政府(ゲデス財務相)と議会との対立は、一定程度の財政規律を維持する方向で終わりを迎えた。3 月以降、一部議員による歳出上限ルールの骨抜きや憲法改正を模索する動きが伝わり、市場では財政悪化懸念が生じていた。ボウソナロ大統領は 22 日、議員らが求める裁量的支出のうち 198 億リアルに拒否権を行使、90 億リアルを凍結したうえで予算法案に署名した。
- 一方で、政治的な不透明感はさらに深まりつつある。ブラジル連邦最高裁判所ではルラ元大統領に対する裁判を巡る審理が重ねられたが、いずれも「偏りがあった」との判断に至っており、3 月の有罪判決取り消しを支持した。これで、同氏が 2022 年の大統領選に出馬できる可能性は一層高まった。4 月に行われた世論調査では、同氏がボウソナロ大統領を上回る支持を集めた。
- また、最悪の一途を辿ってきた COVID-19 の感染再拡大が、別の面でボウソナロ大統領を追い詰めていく。最高裁判所が議会に政府の COVID-19 対策が妥当であったか調査を命じたのだ。反ボウソナロ派のカレイロス上院議員が結果を報告する予定。大統領弾劾の可能性もあると報じられている。
- ルラ元大統領に再登板の芽が出てきたことで、左派のみならず中道派の議員にもボウソナロ大統領の続投以外の選択肢が生まれた。現政権の求心力低下はやむを得ないものの、仮にレームダック化が進むならば、同政権が掲げてきた財政再建や構造改革について、議会が議論する気運も失われよう。
- こうしたなかで、ブラジル中央銀行(BCB)の政策運営が注目される。BCB は 3 月、政策金利(翌日物金利)を過去最低水準の 2.00%から 2.75%に引き上げた。インフレ動向に大きな変化が見られない中、5 月も同程度(75bp)の利上げが見込まれる。その後は、インフレ動向のほか、上述の財政や構造改革の行方も影響を与えそうだ。この辺りは声明文等から確認したいところだ。
- 4 月の持ち直しは外部要因によるところが大きかったとみられる。国内の不透明要因は増した感もあり、引き続き BRL の荒い値動きには注意したい。今後 3 か月の BRL の想定レンジは 5.10~5.80 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：国有企業優遇の動きがさらに進む

マーケット・エコノミスト

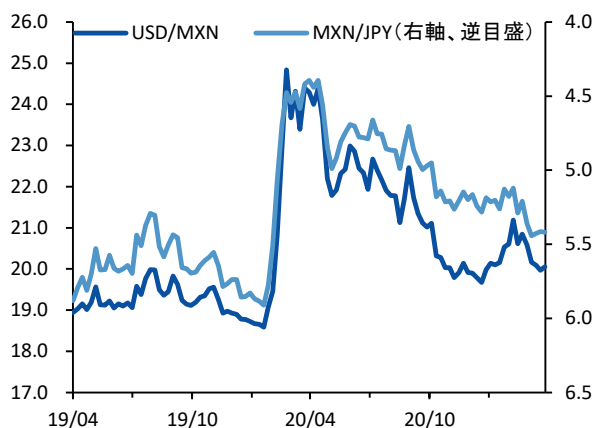
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の MXN は前月比で続伸。20.4 台で取引を開始すると、米金利低下やドル安を支えに、中旬にかけて 19.7 台まで MXN 高が進んだ。下旬に入るとやや伸び悩み、概ね 19.8~20.0 でのレンジ相場に移行。月末にかけては、米金利上昇が重しとなり上昇幅を失う展開となった。FOMC 後のドル安の追い風も一時的にとどまり、20.0 台での推移となっている(4 月 29 日時点)。
- 30 日に発表される 1~3 月期の実質 GDP は 3 四半期ぶりの前期比マイナスも想定される。国立地理統計情報院が算出する経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は 1、2 月ともに前期比マイナスとなった。政府が財政支出を渋ってきたことで内需の回復が鈍いほか、頼みの対米輸出についても依然として半導体調達の問題から自動車生産に支障が生じているようだ。3 月に入り企業マインドにはいくらか改善がみられているが、実体景気には依然弱さが残る。
- 従来であれば、メキシコ中央銀行(Banxico)の金融緩和が景気下支えを担ってきた。しかし、Banxico は 3 月、インフレ率上昇を理由に利下げを全会一致で見送った。3 月の消費者物価指数(CPI)が前年比+4.7%と、Banxico の目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回ってきたことを考慮すると、5 月に利下げに踏み切る可能性は小さそうだ。再び全会一致の据え置きとなるかが注目点となる。
- こうした中、ロペスオブラドル大統領の国有企業の優遇方針は、引き続き懸念材料だ。3 月に成立した電力産業法(公共電力の調達で国営電力公社を優遇)は裁判所が暫定差し止めを命じたが、最終判断には至っていないようだ。
- また、国営石油公社の優遇措置も進められている。連邦議会は 22 日、炭化水素法の改正法案を可決した。民間事業者による石油精製品の流通・販売に関する許認可要件を追加し、「国防、エネルギー安全保障、国家経済に差し迫った危険が存在する場合」は許認可の取り消しも認める内容だ。連邦経済競争委員会は同改正案の不承認を議会に要請したものの、与党が大勢を占める議会が押し切った。恣意的な運用や事実上の収用といった問題が指摘されており、上述の電力産業法と同様に民間事業者からの訴訟は必至である。このほか、議会では同石油公社の寡占化規制を解除する法案の審議も進む。
- 国営企業優遇は民間企業の投資意欲を削ぐほか、新 NAFTA(USMCA)協定にも抵触し対米輸出を巡る障害となりうる。その負担は企業だけでなく家計や財政に及ぼう。かかる状況下、MXN を巡っては依然として固有の悪材料が目立つ点に注意したい。今後 3 か月の MXN の想定レンジは 19.4~20.8 とする。

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

		2021年 1～4月(実績)	SPOT	2021年 6月	9月	12月	2022年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4236 ~ 6.5793	6.4722	6.55	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7864	7.7634	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.651	74.036	76.2	75.3	74.2	72.8	76.8
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14450	14750	14750	14350	14200	14960
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1144.95	1108.35	1100	1100	1090	1100	1110
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.1590	4.1038	4.04	4.13	4.08	4.02	4.19
フィリピンペソ	(PHP)	47.851 ~ 48.869	48.295	48.2	48.8	48.3	48.0	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3531	1.3265	1.31	1.32	1.31	1.30	1.35
台湾ドル	(TWD)	27.764 ~ 28.663	27.933	28.0	27.8	27.6	27.8	28.0
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 31.60	31.22	31.3	31.2	30.6	30.2	31.8
ベトナムドン	(VND)	22953 ~ 23164	23053	23030	23090	23060	23020	23200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	72.5378 ~ 78.0400	74.6264	75.00	77.00	78.00	76.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.1484 ~ 15.6625	14.3190	14.20	13.90	14.90	15.50	16.00
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 8.4851	8.2112	8.70	9.20	9.70	9.40	9.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.1213 ~ 5.8789	5.3396	5.45	5.30	5.20	5.15	5.10
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.6357	20.0483	20.30	20.10	20.00	19.90	19.80
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 16.919	16.826	16.64	16.92	17.36	17.66	17.81
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.270	14.033	14.05	14.16	14.40	14.51	14.62
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.517	1.470	1.43	1.46	1.51	1.55	1.48
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.765	0.754	0.739	0.746	0.780	0.796	0.762
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.865	9.830	9.91	10.00	10.28	10.27	10.27
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 26.744	26.554	26.98	26.63	27.45	28.11	27.21
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.286	2.254	2.26	2.25	2.32	2.35	2.33
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 82.44	82.12	83.21	83.33	85.50	86.92	84.44
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.908	3.906	3.89	3.96	4.06	4.06	4.07
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.561	3.492	3.48	3.53	3.66	3.74	3.58
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4808	0.4726	0.47	0.48	0.49	0.49	0.49
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.502	1.457	1.45	1.43	1.44	1.49	1.46
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.688	7.603	7.68	7.91	7.52	7.29	7.13
トルコリラ	(TRY)	12.669 ~ 15.265	13.240	12.53	11.96	11.55	12.02	11.88
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 20.430	20.401	20.00	20.75	21.54	21.94	22.35
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.479	5.434	5.37	5.47	5.60	5.68	5.76

注: 1.実績の欄は 2021 年 4 月 29 日まで。SPOT は 4 月 30 日の 7 時 00 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(4 月 30 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。