

2022 年 4 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 明らかとなろう世界経済の下振れ.....	2
中国: 高めの成長率目標に金融緩和観測燦る	3
インド: コロナ禍での安値を更新した INR.....	4
インドネシア: 資源高を背景に底堅い IDR	5
韓国: 内憂外患の様相	6
マレーシア: 原油価格の変動に揺れ動く MYR	7
フィリピン: 需給面での逆風は続く	8
シンガポール: タカ派傾斜が強まりそうな MAS 会合	9
タイ: 22 年実質 GDP 成長予想を引き下げ.....	10
ロシア: 現時点で相場として成立していない	11
南アフリカ: 改革には進捗も、市場の関心は乏しい.....	12
トルコ: ウクライナ情勢が落ち着けば売りの標的に	13
ブラジル: 遠のくインフレ率の目標レンジ収束.....	14
メキシコ: タカ派姿勢で足並みを揃えた Banxico	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：明らかとなろう世界経済の下振れ

マーケット・エコノミスト

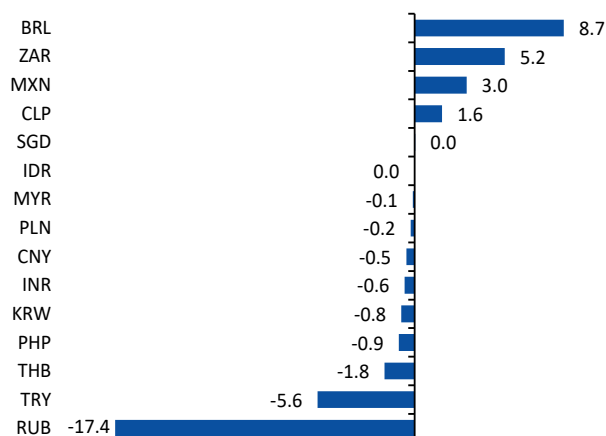
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

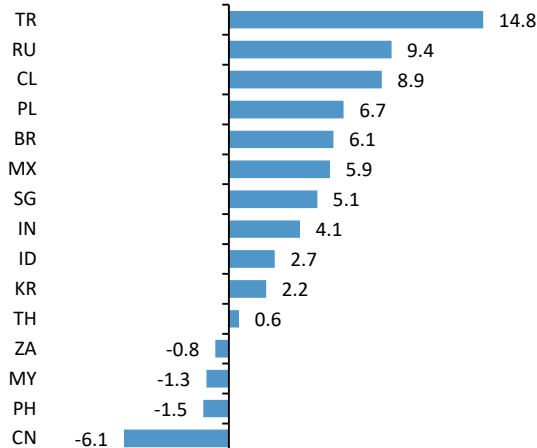
- 3 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比で反発。ロシア軍侵攻(2 月 24 日)以降の下落幅の約 9 割を取り戻した。同指数は 1729 台で取引を開始。上旬はウクライナ情勢を巡る懸念から年初来安値となる 1701 台を試した。月半ばにかけては、停戦協議の行方睨みで 1701~1719 でもみ合い。FOMC を経て迎えた月後半は、停戦協議への期待感からリスクセンチメントが改善し、同指数も急速に持ち直す動きを見せ、1718~1730 のレンジに居所を変えた。月末にかけては停戦協議への期待感から一段高、1744 台で取引を終えた。
- 通貨別のパフォーマンスはまちまち。BRL や ZAR をはじめ資源輸出国通貨の上昇が目立った。資源価格高騰と代替供給の恩恵を享受すると思惑がうかがえる。また、こうした国々の多くはすでに利上げに踏み切っており、高金利であることも一因とみられる。一方、アジア諸国をはじめとする資源輸入国の通貨や、東欧通貨等は月前半の下落幅を取り戻しきれなかった。
- ウクライナ危機を巡っては、ロシア軍がウクライナ東部・南東部への攻勢を強める動きがあり、停戦協議の行方は予断を許さない。事態の膠着は資源価格を高止まりさせ、上述の資源国通貨に対する市場の選好は根強く残ろう。
- もっとも、資源価格が注目され過ぎ、その需要の行方に対する警戒感が希薄な点にはやや違和感も覚える。価格高騰は需要を抑制しうるほか、ウクライナ危機と対口経済制裁がもたらす世界経済の下振れリスクの影響には注意したい。4 月に公表される IMF 経済見通しではこの点に焦点が当てられよう。
- また、4 月はウクライナ危機が深刻化した 3 月分の経済指標が明らかとなってくる。特に、変化を比較的早く映しやすいマインド指標が注目される。例えば、中国の 3 月製造業 PMI の 50 割れの背景には一部都市でのロックダウンもあるだろうが、資源価格高騰の影響が大きいのも事実だ。中国経済の先行き懸念が台頭するようならば、資源の需要見通しにも影響が及ぼう。これは各国も同様だ。
- そして、資源価格高騰は各国にインフレ対応を強いる。米国はついに利上げに着手し、来年には中立金利を上回る水準まで利上げが行われうることが示唆された。3 月に米金利は逆イールドの状況に陥ったが、金融引き締めによる景気のオーバーキルへの懸念が読み取れる。新興国においても、インフレ対応の金融引き締めが成長を下振れさせるリスクは当然考えられるところだ。
- ウクライナ危機は資源高を通じて市場に選別を促している。ただ、このパスが世界景気の下振れに置き換われば、新興国通貨は再び逆風に見舞われよう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2022 年 3 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2022 年 3 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 高めの成長率目標に金融緩和観測燦る

マーケット・エコノミスト

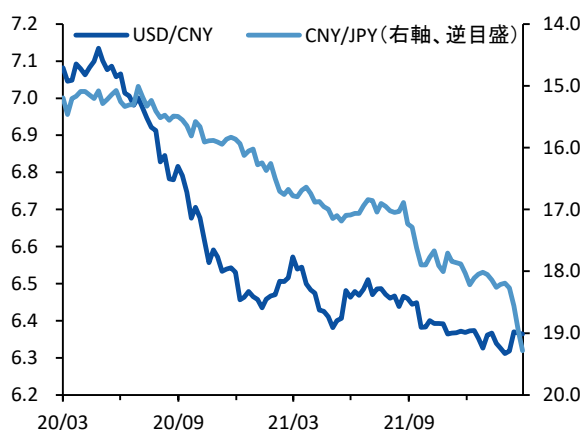
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

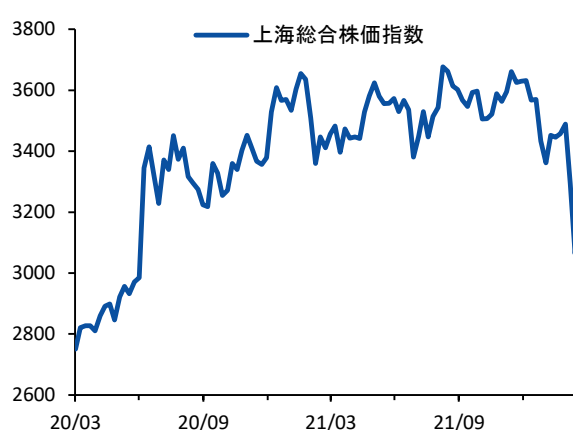
- 3月のCNYは前月比で反落。CNYは月初に6.30台で取引を開始し、上旬は概ね6.30～6.33で底堅く推移した。ただ、月半ばにかけては一時6.38台までCNY安が進展。国内における感染再拡大や株式市場の一段安に、FOMCを控えてのドル高が重なった。その後、国务院より金融市場安定化と成長喚起の方針が打ち出され、CNYは6.34台まで持ち直すも、上海市でのロックダウン実施が発表されると6.38台を再び試す動きも見られた。月末にかけては、株式市場の反発やドル安を追い風に切り返し、6.34台で取引を終えた。
- 5日から全国人民代表大会会議が開催され、「安定第一」の経済政策方針が採択された。注目された2022年の成長率目標は前年比+5.5%前後となった。同+5%程度が市場予想の大勢であったことから、やや驚きをもって受け止められた。
- その達成を支えるべく、「積極的な財政政策」が踏襲されている。具体的には、①中小零細企業等を対象とする2.5兆元規模の減税・税還付、②インフラ投資の原資となる3.65兆元の地方政府专项債(レベニュー債)の発行枠設定、③6400億元の中央政府インフラ投資予算、等が挙げられる。①は前年比+1.4兆、③は同+300億元となる。②は前年比横ばいも2021年分の一部が2022年に繰り越されており、実質的には前年比プラスとなるもようだ。予算全体では2兆元(前年比+8.4%)ほど拡大されており、名目GDP比で1.7%に相当する。
- もともと、不動産セクターの債務問題やゼロコロナ政策が景気を下押しする状況は続こう。3月には上海市がロックダウンを導入するに至ったほか、ウクライナ危機に伴う資源価格高騰が、景気先行きの目安となる企業マインドを冷やし始めているのも事実。3月の製造業/非製造業PMIは再び50を下回った。
- こうした中、金融緩和が必要になるとの見方は根強い。本年も「穏健な金融政策」が維持されるも、「実体経済にさらに有力な支援を提供」との考えも示され、従来以上に金融緩和に軸足を移すことが示唆されている点も背景にある。米中の金融政策の方向感の違いが、CNY相場により影響をもたらしそうだ。
- また、中国内でのロックダウン再開の動きや中国企業の米国上場を巡る問題も重なり、ストックコネクトを通じた中国本土株への資金フロー(ネット)は年初来でマイナスに転じている。国务院が金融市場安定化を図る方針を打ち出し、株価は持ち直しているが、こうした変化には注意したい。堅調な輸出が支えになっているとはいえ、CNY高を支えてきた実需の強さは一部剥落しつつある。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.30～6.50としたい。

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:コロナ禍での安値を更新した INR

マーケット・エコノミスト

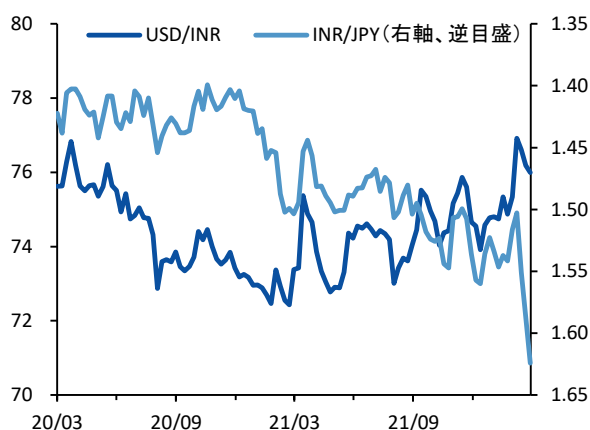
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

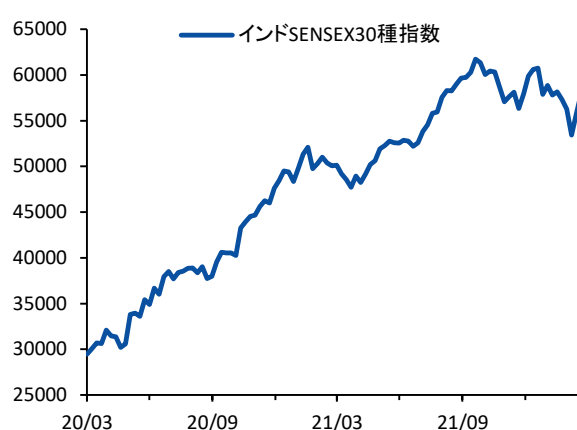
- 3月のINRは史上最安値を更新する展開となった。月初、75.80付近で取引を開始。上旬はウクライナ情勢悪化のヘッドラインやこれを受けた原油価格の高騰を受けて、一時76.98まで下落、史上最安値を更新した。その後はインド準備銀行(RBI、中央銀行)の為替介入観測から下落は一段落したが、2月CPIの加速、2月貿易収支の悪化などINR買いに繋がる結果とはならず、安値圏での取引が続いた。3月FOMC後も、FRBのタカ派な情報発信が継続し軟調地合いとなったが、下旬にはロシア・ウクライナ間の停戦合意に向けた期待から徐々に値を戻す展開となり、月末時点で75.70付近での取引となった。
- INRは7日対ドルで過去最安となる76.98をつけ、20年に記録した水準を更新した。主要要因はウクライナ情勢の悪化に伴う資源価格の高騰である。近年のINRと原油価格の関係性を見てもデルタ株、オミクロン株拡大の影響でINRが売られた展開もあったが、概ね原油価格の動向と同じ方向感で動いており、原油価格の高止まりはINR相場にとって引き続き重しになると見られる。
- 2月貿易収支は▲208億ドルの赤字となっている。資源高が進んだ昨年後半以降、貿易赤字幅の拡大も顕著となっており、INRの需給環境の悪化に繋がっている。2月の輸入実績は前年比+36.1%と1月の同+23.5%から伸びが強まっており、内需の改善が貿易赤字拡大の一因となっているものと考えられる。
- 2月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.07%とRBIの目標レンジである+2.0~+6.0%の上限を2か月連続で僅かに上振れた。1月同様、商品価格の高騰と食料品価格が影響した格好となっている。こうした状況が早い段階で解決するとは考えにくく、当面はインフレの高進が経済にもたらす影響が懸念される。こうした状況下、4月上旬にはRBIの金融政策決定会合を控えるが、足許のINR安を踏まえてタカ派な情報発信を実施する可能性も残る。
- INRに関しては軟調な動きを予想する。目下のリスク要因はウクライナ情勢の悪化に伴うリスク心理の悪化であるが、原油価格高騰、高止まりは仮に早期にウクライナ危機が終息しても、INR相場の重しとなりそうな印象がある。加えて、国内のインフレ加速と景気減速懸念も注視すべき点で4月のRBIの政策決定には注目が集まる。一方で、ドル側の要因については金融政策正常化を織り込んだドル買いが進むが、今後も順調に利上げが継続すればドルも大崩れはないがINRも下げ止まろう。仮に過度な引き締めによって米国経済が冷え込む展開となればドル相場にも調整が入り、これが数少ないINR高要因となる。

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: 資源高を背景に底堅い IDR

マーケット・エコノミスト

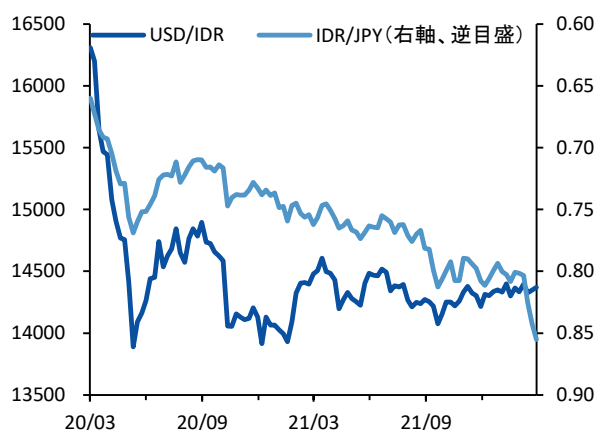
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の IDR は狭いレンジでの推移となった。月初、14300 台後半で取引を開始。上旬はウクライナ情勢悪化のヘッドラインを受けて新興国通貨全般が売られる展開となり、一時月安値の 14400 台前半まで上昇。中旬以降は原油価格の下落と好調な 2 月貿易収支の結果を受けて、IDR は 14300 付近を安定的に推移。その後は 3 月 FOMC を経て米国の金融政策正常化ペースの加速が市場で織り込まれて小幅に下落したが、下旬に入りその動きも弱まって、月末時点では 14300 台前半を方向感なく値動きする時間が続いた。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 16~17 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 13 会合連続で 3.50% に据え置いた声明文では国内経済について、22 年に入ってから個人消費を中心に堅調に回復していると総括。オミクロン株の感染拡大はピークアウトしており、一時的に敷かれていた行動制限措置は緩和方向に動いている点も景気をサポートするとの見方を示している。今後のリスク要因としてはオミクロン株関連の言及は減っており、むしろリスク意識はウクライナ危機に向いている内容であった。
- 2 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.06%と昨年後半以降緩やかな上昇傾向にあるものの、引き続き BI が目標としている同+2.0~4.0%の水準の範囲内で推移している。かかる中、BI は景気回復を優先し緩やかな金融政策を維持する方針を示した。22 年前半は経済・物価の動向を睨みつつ緩和姿勢を続けるとの予想からは大きな相違はなく、足許でも穏当な物価水準を維持していることもあり、政策変更を急ぐ必要性も低いといえる。
- ウクライナ情勢は 3 月に入っても大きな改善に向くことはなかった。地政学リスクは引き続き新興国通貨全体の大きなリスク要因である。インドネシア経済に目を向けると商品価格の高騰が追い風となって、外需部門は好調で堅調な貿易黒字の計上などもあるが、GDP の約 6 割を占める内需に関してはコロナ禍前の水準に戻るのが 4~6 月期以降となる見込みが強い。ドル側の要因としては 3 月 FOMC にて今年 7 回の利上げを示唆する格好となり、金融政策正常化プロセスが先進国内でも早く進むことで選好が続くことが予想される。一方、インドネシアについては景気の本格回復と金融政策正常化の時期は年後半以降をメインシナリオと想定するため、年前半は引き続きドル高に押される展開を、それ以降になって IDR が値を戻す展開を予想する。

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：内憂外患の様相

マーケット・エコノミスト

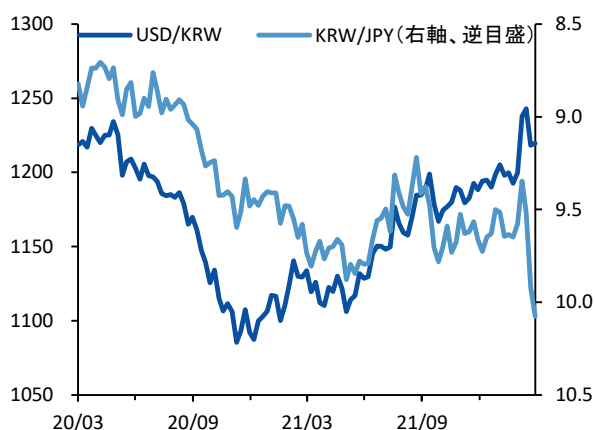
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のKRWは前月比で反落。月初は1205台で取引を開始、ウクライナ危機の不透明感や原油高に押され、KRWは月上旬に一時1238台まで売られた。中旬はFOMCを控えてのドル買いにKRWは2020年5月以来の1244台を試すも、イベント通過後は1207まで急速に持ち直す場面もみられた。下旬は新規材料に乏しい中、1207～1228でもみ合い。1211台で月末を迎えた。
- ウクライナ危機の影響は、原材料価格の高騰を通じて韓国経済に及んでいる。昨年以降、輸入物価の伸びが輸出物価のそれを上回る状況が続いているが、足許の資源価格の再上昇を受けて、今後はその乖離がさらに広がることも懸念される。貿易収支は1月に大幅な赤字となった後、2月に黒字を回復したが、水準は前年比で大きく縮小した。3月も同様の結果が予想されている。
- 当然、物価の上振れも想定される。2月時点では物価の伸びは概ね高止まりという状況だが、食品、エネルギーを中心に3月以降は再加速してきよう。2月に公表された韓国銀行(BOK)の最新の見通しでは、2022年の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%とされているが、上方修正は必至とみられる。
- こうした中、BOKは4月14日開催予定の政策会合で、政策金利(7日物レボ金利、現在1.25%)を25bp引き上げる可能性が高いと考える。米国が利上げに踏み切り、今後の連続利上げを示唆したことも、BOKの背中を押しそう。
- もっとも、前回同様に次期総裁人事に絡んで利上げが見送られる可能性にも注意したい。現政権は23日、BOK次期総裁に李IMFアジア太平洋局長が内定と発表した。次期政権(5月10日発足)との協議なしに決めたことが問題化している。議会は現政権を支える革新系与党が過半を占めており、聴聞会が開催されれば承認されそうだが、未だその開催日が未定のままだ。
- この問題の行方は、尹次期大統領の政策運営にも関わってくる。次期政権には、現政権の「所得主導成長」や不動産問題への対応が求められる。また、経済界には、現政権が進めた反企業政策が見直されることへの期待も大きい。しかし、大統領府と議会のねじれ関係がその障壁となることが警戒されている。
- 韓国経済については、内憂外患といった様相が続くそう。ウクライナ危機による資源価格高騰と米金融政策の正常化加速によるドル高(≡KRW安)圧力に、ゼロコロナ政策による中国経済の減速が重なれば、貿易黒字は一層縮小する可能性がある。政権移行期における政策停滞も懸念材料とされそう。
- かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1190～1240としたい。

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:原油価格の変動に揺れ動く MYR

マーケット・エコノミスト

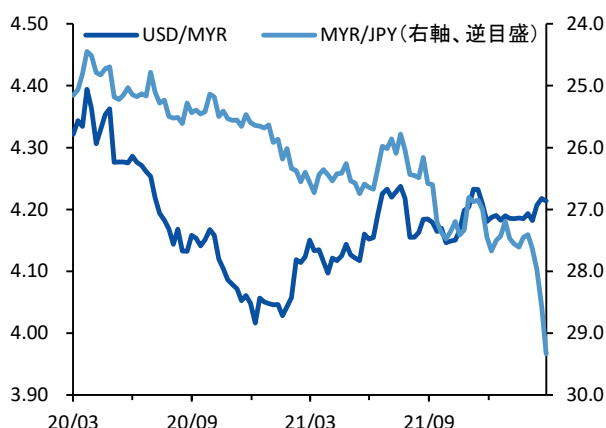
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

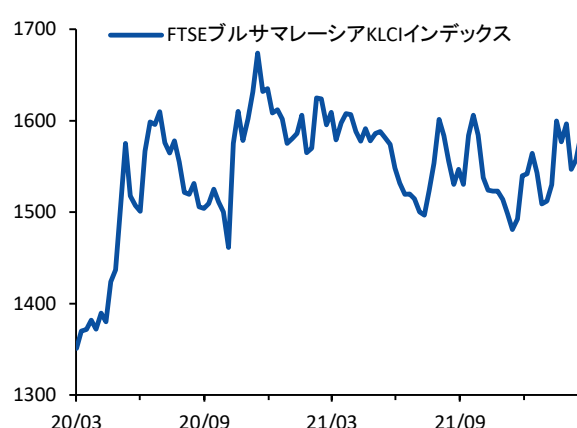
- 3月のMYRは上値重く推移した。月初4.18台で取引を開始。上旬はウクライナ情勢悪化のヘッドラインで新興国通貨全般が売られたが、同時に原油高も進行し、MYRの下げ幅は小幅にとどまった。中旬にかけては米2月CPIの強い結果にドルの選好が強まり4.21付近まで値を下げた。FOMC前に下落は一服したものの、その後もFRB関係者からのタカ派な情報発信が相次ぎ一時月安値の4.23台まで売られた。下旬はロシア・ウクライナ間の停戦合意に向けた期待から上昇に転じ、月末時点では4.20付近での取引となった。
- マレーシア中央銀行は3日の金融政策委員会で、政策金利を10会合連続で1.75%に据え置くことを決定した。リーマンショック後の10年以来、史上最低での推移が続いている。声明文ではロシアによるウクライナ侵攻は世界の経済成長や貿易、商品相場、金融市場にとって下向きのリスクになっている点を指摘。一方、国内経済の回復は段階的ながらも順調で22年に加速するとし、オミクロン株の拡大もデルタ株拡大ほどの影響を経済に及ぼさないと指摘した。
- 2月の消費者物価指数は前年比+2.2%と1月の同+2.3%から減速した。生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアCPIは同+1.8%となっている。依然として物価動向は穏当に推移しており、この点も景気支援を優先した金融緩和の継続を後押しする格好となった。BNMにとって利上げを急ぐ必要性は低く当面は政策金利が据え置かれるとの見方が強まっている。
- 2月の貿易収支は19.8億リンギの黒字となった。輸出実績は前年比+16.8%となり、パーム油の輸出については前年比+58.9%と世界的に商品への需要が高まる中で大幅に実績を伸ばした。地域別では、ASEAN地域への輸出は堅調さを維持したが、中国向け、米国向けの輸出が前月からやや伸びを欠いた。
- MYRの動向については、短期的には小幅な値動きが続くと予想する。ASEAN通貨の動向をみると資源国通貨であるか否かによって強弱が出つつあり、地政学リスクの高まりに伴う商品価格の高止まりは引き続きMYRにとっては追い風となる。一方で、ドル側の動きとしては3月下旬に2年債利回りが10年債利回りを上回る逆イールドが確認されており、FRBのタカ派な情報発信を織り込んだ動きはやや過剰な印象がある。こうした中で、金利上昇を起因としたドルの選好は近く転換点を迎える可能性もある。従前予想通り、マレーシア中銀が景気回復を確認した上で、政策転換に踏み込めばMYRの反発する展開となりそうで今年後半からは緩やかな上昇を見込む。

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: 需給面での逆風は続く

マーケット・エコノミスト

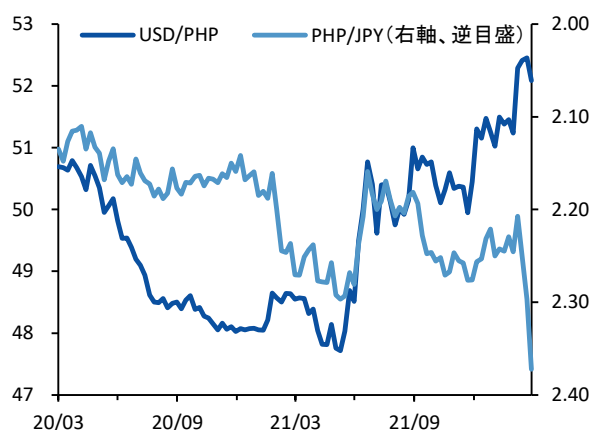
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

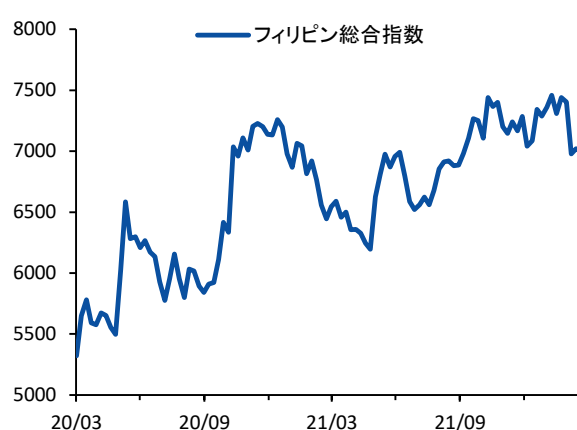
- 3 月の PHP は軟調地合いも、月末にかけてやや値を戻した。月初、51 台半ばで取引を開始。上旬はウクライナ情勢悪化のヘッドラインやこれを受けた原油価格の急騰を受けて、大きく値を下げる展開。52 を上抜けた後も、1 月貿易収支の悪化が嫌気され、中旬にかけて 19 年 8 月以来となる 52.40 台まで値を下げた。PHP 売り一巡後も 3 月 FOMC 以降の FRB のタカ派な情報発信が続く軟調地合いとなったが、下旬はロシア-ウクライナ間の停戦合意に向けた期待から上昇に転じ、月末時点では 51.80 台での取引となっている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 24 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを 11 会合連続で過去最低の 2.00%に据え置いた。声明文では、インフレ予想を引き上げることが発表された。22 年と 23 年の物価上昇率をそれぞれ前年比+4.3%、+3.3%とした。22 年については BSP が目標とするレンジ(同+2.0~+4.0%)を上振れる見込みとなった。
- インフレ懸念がかなり強まる中、今後の政策運営に関してジョグノ総裁は引き続き経済を下支えすることを優先する意向を示した。この決定は本会合以前にも示唆された通りであったが、米国の利上げを受けて追随した利上げを検討することはないとの見解を示している。その一方で、インフレ懸念が高まった際にはその対応の準備を整えるとした他、コロナ禍において継続していた流動性供給措置については見直しを検討する方針も示している。
- 5 月の総選挙は引き続きマルコス元上院議員が優勢となっている。ドゥテルテ現大統領が議長を務める与党 PDP ラバンは現政権の政策の継続性の観点からマルコス氏を支援すると発表した。マルコス氏は既に副大統領選出馬予定のドゥテルテ大統領の娘サラ氏とも共闘を発表しており、2 月の世論調査では 6 割の支持を得ている。
- ウクライナ危機の長期化で資源価格の高騰は続き、PHP 需給環境において逆風となっている。こうした傾向は非資源国のアジア通貨にも同様の傾向が見られている。ウクライナ危機の終息を見ない限りこの相場動向は続くと考えたい。また、ドル側の要因を見ると FRB のタカ派傾斜が 3 月 FOMC 以降更に加速し、この動きを織り込んだ米金利の上下動が各国の個別要因よりも大きな相場要因として働いている印象がある。金利上昇の上昇を見越したドル買いも先細りつつあるが、FRB の量的縮小にかかる情報発信が次第ではドル高を織り込む余地があり、それがドル高のピークとなりそうだ。

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:タカ派傾斜が強まりそうな MAS 会合

アジア・オセアニア資金部

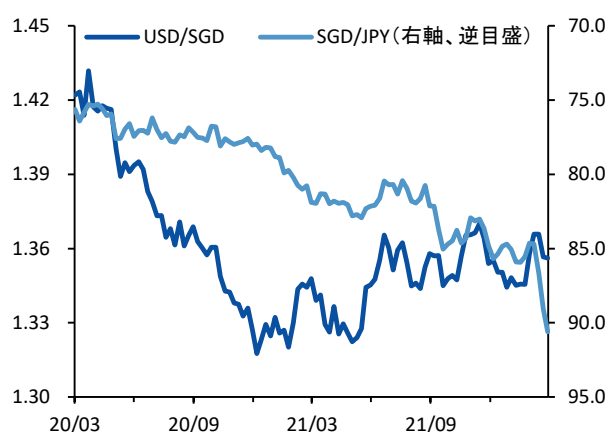
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- 先月の本欄では地政学リスクの高まりが原油価格を筆頭にインフレ圧力を強めたこと、労働市場の逼迫に伴う賃金水準上昇がインフレ高進を助長しかねないことを指摘したが、その傾向は顕著になった。これによってシンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)は今後さらに積極的な引締めに向かう可能性が高まり、本欄は、MAS が、①S\$NEER(名目実効為替レート)の中央値の上方修正、②S\$NEER 政策バンドの傾斜を上向きに修正という二本立てのタカ派政策に打って出ると予想する。
- まずは、中央値の引き上げについてだが、これはどの程度引き上げるかによって SGD の上昇余地は変わる。一般的には中央値を「S\$NEER(調整後名目実効為替レート)の一般的水準」と想定するのが通例だが、足許の S\$NEER が政策バンド内の中心値から+140bps 程度を推移していることを考えると、この水準まで引き上げるのはタカ派色の濃すぎる調整である。ウクライナ危機の先行き不透明感や中国景気後退懸念が周辺国に伝播する可能性を考慮した場合、MAS はさすがにこれを実行したとらないだろう。
- 一方、11 年 4 月に MAS が中央値の水準を「高めだが、S\$NEER 実勢水準よりは下」としたように、今回もそういった対応を採るのであれば SGD 上昇余地は限られる。政策バンド内の S\$NEER 水準は市場を通じて決定されるため、そもそもどの時点においても政策上最適である必要はない。また、数多くのリスクが政策の見通しを不透明にする危険性を考えると、この選択肢も排除できない。
- 片や政策バンドのタカ派傾斜は、直ちに S\$NEER を大きく押し上げることはない。本欄でここから 20~30bps の上昇を見込むが、SGD 上昇の大部分が、S\$NEER の中央値修正に起因することは間違いない。S\$NEER は 2 月初旬のロシアによるウクライナ侵攻後数週間後で中央値から+70~80bps まで下落した。しかしその後、これまで以上の勢いを取り戻し、直近 2 週間は+140bps に達している。MAS 会合の前後でどの辺りに着地するかは予測困難だが、政策バンドの上半分(中央値から+110bps~+150bps)に落ち着くものと思われる。
- この前提の下、MAS 会合後の SGD は 1.36 前後から 1.34 半ば前後まで上昇余地がありそうだ。地政学的リスク、FRB の動き、中国景気後退リスクを背景としたリスクオフの動きで SGD 上昇が妨げられるかもしれない。しかしながら、MAS は引締めに傾いた姿勢を維持する可能性が高いため、4~6 月期以降も堅調さを維持し、その後も SGD 高に向かうはずである。

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:22 年実質 GDP 成長予想を引き下げ

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

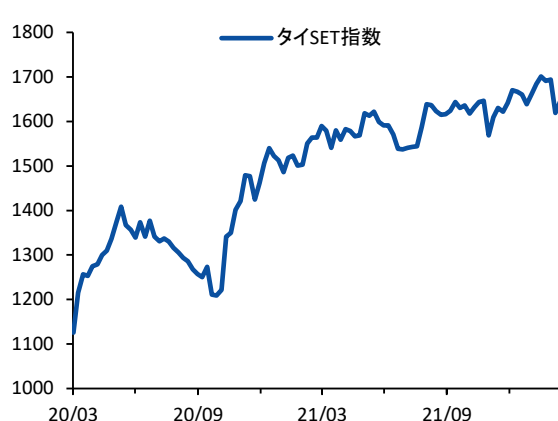
- 3月のTHBは上値の重い推移となった。月初32台半ばで取引を開始。上旬はウクライナ情勢悪化や原油価格の急騰を受けて、軟調地合いとなった。その後2月CPIの強い結果を受けてFRBのタカ派傾斜観測が強まると33.50台まで下落。FOMC通過後も米金利上昇から断続的に安値を更新し、下旬には一時33.80付近まで値を下げた。その後はロシア-ウクライナ間の停戦合意に向けた期待から上昇し、月末時点では33.30付近での取引となった。
- タイ中央銀行(BOT)は30日に金融政策委員会を開催し、政策金利を過去最低水準の0.50%に据え置いた。政策金利は委員会メンバーの全会一致の下で15回連続の現状維持となった。声明文では、ウクライナ危機の長期化によって外需が低迷し景気に打撃を与える点、インフレの高進が企業、家計部門に負担を与える点を主なリスク要因として言及。インフレ懸念がかなり強まっている中でも、BOTは景気支援の観点から緩和姿勢を維持する方針を示した。
- また、今回会合ではBOTは経済物価見通しを更新している。実質GDP成長率予想については、22年は前年比+3.2%、23年は同+4.4%と12月時点からいずれも下方修正された。片や、物価見通しについてはまとまった幅で上方修正されており、特に22年に関しては前年比+4.9%と12月時点から+3.2%ポイントも引き上げられている。これはBOTの目標とするレンジの+1.0%~+3.0%を大きく上回る格好となる。直近に公表されている2月CPIは前年比+5.3%と13年ぶりの伸びを記録し、エネルギー価格、食料品価格の上昇に伴って既に大きく高進している。声明文では今年の7~9月期にかけてまでCPIが前年比で5%を超えるとの見方を示しており、前回会合から更にインフレへの懸念を強めていることが見て取れる。
- THBは引き続き上値の重い推移を予想する。資源高とインフレの加速は経済成長及びTHBの需給環境に対しマイナスに働くと考えられ、やや買い要素に乏しい状況にある。一方、ドル側の要因としては3月FOMC以降のFRBのタカ派傾斜加速を織り込んだ米金利上昇はややピークアウトの兆候が見られておりこの点はTHBの対ドルでの下落も終わりが近づいていることが示唆される。その後は景気回復を見込んで徐々に値を戻す展開を想定するが、ウクライナ情勢に関する動向、新たな変異株の発見などリスクの芽が残る状況は変わらず外部要因に揺れる相場動向は継続しそうである。

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：現時点で相場として成立していない

シニア為替ストラテジスト

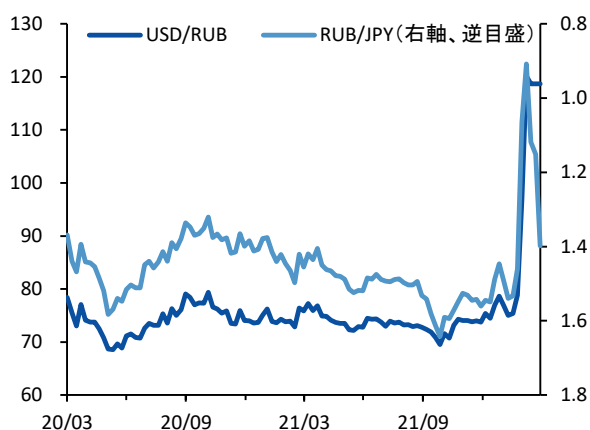
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

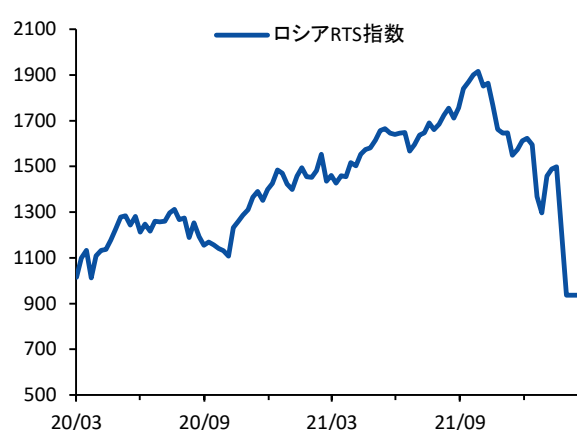
- 3月のRUBは大幅続落から、急反発、月末を前に更にもう一段反発した。
- RUB 続落/暴落の主因は、西側による2月27日のロシア中銀(CBR)の資産凍結。週明け28日に対USDで120まで暴落したRUBは、その後、3月4日まで97~126の間を激しく乱高下。CBRは為替介入を封じられたものの、RUB下落が限定されたのは、ロシア当局が非居住者の保有資金国外持ち出しを禁ずるなどの資本規制を導入したため。合わせて現地株式市場、RUB 建国債(OFZ)市場も取引停止となり、実質的にロシア金融資産売却は封じられた。
- それでもなおRUB売りを加速させ、7日に一時160までの続落/暴落を招いたのは、西側によるロシア産燃料禁輸観測。8日、米は実際にロシア産原油の禁輸を発表したものの、EUは足並みを揃えず。とりわけ、天然ガス輸入に関しては「段階的に削減する」との方針にとどまったことでRUBは反発に転じた。
- 更に断続的なRUB反発を促したのは、紛争の早期終結に対する期待感で、14日に前後して「中国がウクライナとの停戦の仲介に動く」との観測が、29日には、初めて、停戦に向けた現実的な条件が挙げられたことが楽観を強めた。
- 月央に前後したRUB反発の背景には、16日に予定されたUSD建てロシア国債の利払いが実行された事実も挙げられたのではないかと。
- 21日以降OFZが、24日以降一部のロシア株式が取引を再開したが、現在までに大きな混乱はない。しかし、RUB反発と併せ、それは上述資本規制の結果に過ぎない。非居住者がロシア資産を売却できず、そもそもロシア国内から資金を持ち出すことができない状況で、相場が機能しているとは言えない。
- CBRの外貨準備を凍結されたロシアにしてみれば、「目には目を」ということであろうが、これは、ロシア経済が西側経済から完全に分断されたことを意味する。ウクライナ危機は、或いは、数週間~数か月の間に一旦の収束(停戦合意)を見るかもしれないが、西側の経済制裁が早晚解除される可能性は極めて低い(ロシアがクリミアやドンバス地方を返還するとは考え難いから)。
- ロシア経済がイラン経済や北朝鮮経済のように西側経済から隔絶されるのは、西側経済にとって以上に、はるかに重くロシア経済に押し掛かる打撃となろう。イラン同様、物資不足は成長鈍化と物価上昇を招くはずで、IRRのような一方的、かつ大幅なRUB安定着が中長期的に危惧される。
- 資本規制が解除されれば巨額のRUB売りが動くだろうし、解除されなければ経済の分断は続く。RUBに強気になれる根拠は乏しい。(3月29日出稿)

図表 17: ロシアルール相場(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:改革には進捗も、市場の関心は乏しい

シニア為替ストラテジスト

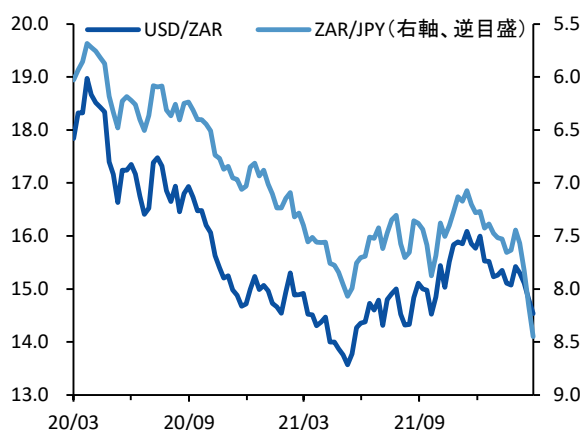
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 3 月の ZAR は、堅調気味の横ばい先行から、上昇、月末に掛けて加速度的に上げ足を強めた。月末までに、対 USD では昨年 10 月来の高値に上昇したが、対円では実に 18 年 8 月来 3 年半ぶりとなる高値まで達した。
- 月央以降、円は全面安と言える値動きで、日本側に物価/金利低迷見通し、燃料価格高騰による経常赤字悪化観測といった明確な円安要因が存在した。ZAR/円の急上昇も円安に煽られた部分が大きかったし、対 USD での ZAR 高も、ZAR/円の急上昇がけん引した感が強かった。
- 金融市場全般の関心は、ウクライナ情勢に大きく集まっており、月初、南ア国債は、他の新興国国債の多くと同じように大きく水準を切り下げた。しかし、並行して、多くの新興市場通貨が明確に下落したのとは対照的に、ZAR の下値は限定的、むしろ堅調気味の推移を維持した。また、多くの新興国国債が月末まで下落を続けたのとは対照的に、南ア国債は早々に底打ち、明確に反発した。
- 例えば、ポーランドやハンガリーなどと比較して、ウクライナから地理的に遠隔にあること、ロシア産燃料輸入に対する依存が低いこと、更に、商品価格全般の堅調が資源輸出国である南アの経済にとっては必ずしも悪材料だけでないことも、南ア国債、ZAR の相対的な堅調につながったのではなかろうか。
- 南ア固有の要因では、10~12 月期経常黒字の予想以上の下振れ(10 日)は失望を買う要因だったが、上述の通り、貴金属など南ア主要出産品の価格が堅調に推移したことは、過去の貿易/経常収支悪化を打ち消す効果を示した。
- 南ア準備銀(SARB)は 24 日の金融政策委員会で、政策金利を 25bp 引上げ、4.25%とした。同決定が 3 対 2 の僅差で、2 票は 50bp 利上げに投じられた事実は、その後の ZAR 続騰/急伸に貢献した。
- 一方、実施が遅れていた周波数帯入札が 17 日実施され、当初政府が見込んだ 80~100 億ランドを大幅に上回る 144 億ランドを落札。財政貢献というだけでなく、ラマポーザ大統領による与党内掌握、改革推進基盤固めという意味でも好感できたはずの出来事だったが、ZAR はほとんど反応を示さなかった。
- 利上げのような分かり易い材料には ZAR も反応を示すものの、金融市場全般の関心は、引き続き、ウクライナ情勢や、燃料/食品/資源価格動向、物価上昇圧力に対する金融政策対応などに偏っている。紛争から(地理的にも、経済的にも)遠くにあることが、目先の ZAR 堅調に貢献するだろうが、政治・経済改革のような南ア固有の要因が関心を集める可能性は当面低い。(3 月 29 日出稿)

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:ウクライナ情勢が落ち着けば売りの標的に

シニア為替ストラテジスト

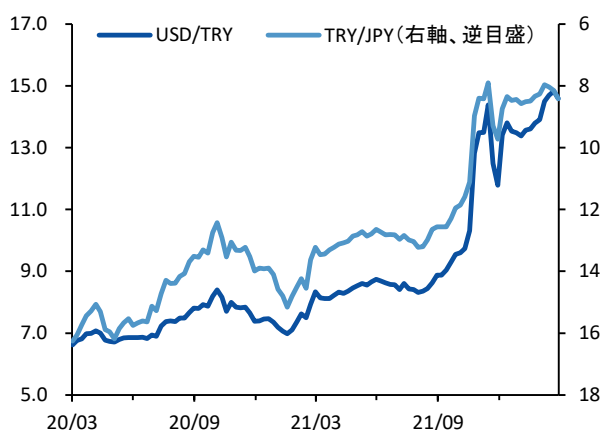
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 3月のTRYは、続落の先行から、月央にかけて底打ち、その後、対USDで極めて狭い値幅に膠着した一方、対円ではほぼ一方的な堅調推移を続けた。
- 昨年12月の乱高下に慣れた目には、3月のTRYは小動きに見えたものの、月前半の下落幅は2月終値(13.8700)から11日の安値(14.9950)まで最大+7.5%に上り(対USD)、必ずしも小動きとは言えなかった。
- TRY安の要因は、引き続き、ウクライナ危機に根差すもので、①ロシアからの燃料輸入依存 ②ロシア・ウクライナからの食糧輸入依存 ③その結果の燃料・食品インフレ懸念 ④両国向け輸出減少 ⑤ロシアからの観光客(外貨獲得源)減少など、枚挙に暇がなかった。また、⑥NATOの一角にありながら、ロシアからS400ミサイルシステムを購入するなど、軍事的に緊密な関係を維持している事実が、トルコの政治的立ち位置を難しくしていると考えられることもできただろう。
- ⑥に関しては、両国の停戦協議の仲介を務めるなど、相応の存在感を示す局面も見られたものの、①～⑤の悪材料に関しては、この間、特段の変化は見られなかった。にもかかわらず、月後半にかけ、対USDでTRYの値動きが膠着したのは、単純に、市場の関心が薄れた結果と考えられた。対円での堅調も、円全面安の一環と言え、TRY側の要因による値動きとは思えなかった。
- 3日発表されたトルコ2月CPIは、前年比+54.44%まで続伸したものの、17日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、政策金利を予想通り14.00%に据え置き。トルコでは、物価も金融政策も、主要国経済、他の新興国経済とは異なる次元で動いており、金融市場が注目することも、反応することもなかった。
- 12月末に導入された為替差損補填リテ預金の3か月物は、3月末に約定期限を迎え、預金金利(政策金利=14.00%)を超えた分の為替差損は実際に補填されたはず。約定期限を迎えた資金の行き先などは現在までに詳らかでない。
- 17日のCBRT声明は、トルコが「22年経常黒字に転じる」との表現を削除した。高インフレ、TRY安を看過して、輸出競争力を高め、貿易/経常黒字を成長の原動力にしようとのエルドアン大統領の経済成長計画は既に破綻している。
- 月末に向けて、米など主要国(日を除く)の長期金利が軒並み急上昇する局面で、トルコ長期金利も相応に上昇したことでTRYの変動は限定的に止まった。ただし、名目金利は上昇しても、物価が前年比+50%を超える状況で、トルコの実質金利に魅力が乏しいのは確実。ウクライナ危機が一定の落ち着きを取り戻せば、市場が再びTRYを標的にする局面が訪れよう。(3月29日出稿)

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: 遠のくインフレ率の目標レンジ収束

マーケット・エコノミスト

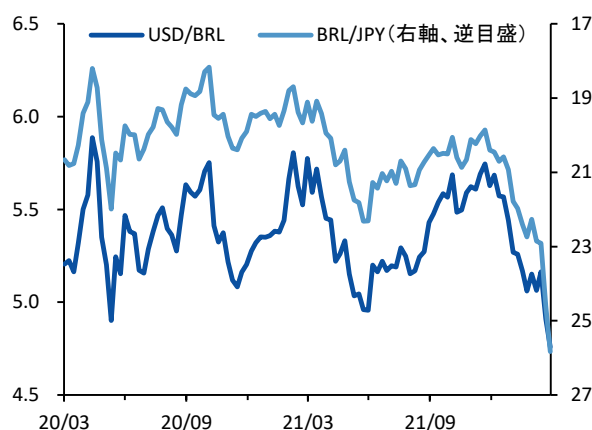
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

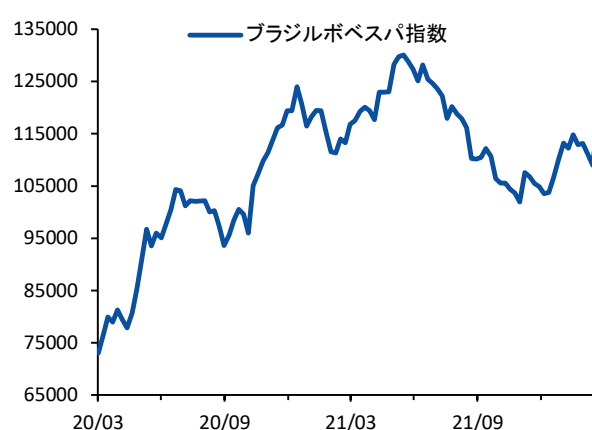
- 3 月、BRL は前月比+8.7%と大幅続伸。ウクライナ危機を巡っては、紛争地域との経済的結びつきが相対的に低いことや、供給制約懸念からの資源価格の再上昇の恩恵を享受するとの見方から、BRL は選好されやすい代表的な通貨の立ち位置を維持している。また、ブラジル中央銀行(BCB)の利上げ継続により、米国の金融正常化を背景とするドル高の影響は、BRL については限定的となっている。BRL は月初に 5.12 台で取引を開始、4.74 台で月末を迎えた。
- 2021 年の実質 GDP 成長率は前年比+4.6%と、コロナショックに見舞われた 2020 年(同▲3.9%)の落ち込みを埋めた。もっとも、ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(3 月 25 日時点)によれば、2022 年成長率見通しは前年比+0.50%にすぎない。2023 年も同+1.30%と低成長が続く見通しだ。
- 他方、インフレ圧力は根強い。2 月の消費者物価指数(IPCA)は前年比+10.54%と、前月(同+10.38%)から再加速。直近ピークであった 2021 年 11 月の水準(同+10.74%)に再び近づきつつある。上述のサーベイの IPCA 見通しは、2022 年が前年比+6.86%、2023 年は同+3.80%と依然上方修正が続いている。これは、BCB の目標レンジ(2022 年:前年比+2.00~+5.00%、2023 年:同+1.75~4.75%)に収束してくる時期が遠のきつつあることを意味する。
- こうした中、BCB は 16 日、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 10.75%から 11.75%へと 100bp 引き上げることを全会一致で決定。声明文では、次回 5 月会合でも同程度の利上げを示唆した。また、BCB は 2022 年と 2023 年のインフレ率を前年比+7.1%、同+3.4%と推計。政策金利が 2022 年中に 12.75%に達し、2023 年中に 8.75%まで低下することを前提としている。前回会合時では、2022 年内に利下げに転じるとの前提であったが、先送りされた格好だ。
- ブラジル政府もインフレ抑制策を強化している。23 日付官報によれば、コーヒーをはじめ食料品 6 品目とエタノールに対する輸入関税が、2022 年末を期限に免除される。また、資本財等の関税率も 4 月に引き下げられるようだ。
- 実際のところ、インフレ見通しが落ち着いてこない限り、2 桁台の政策金利も維持される。現状、高い政策金利はドル高圧力の緩衝材の役割を果たしているが、ブラジル経済を下押しし低成長では済まないリスクも孕む。また、ウクライナ危機は資源価格高騰というルートを通じて BRL を足許では支えているが、遠からず、世界経済の下振れというルートを通じてむしろ重しとなってこよう。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.60~5.60 としたい。

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:タカ派姿勢で足並みを揃えた Banxico

マーケット・エコノミスト

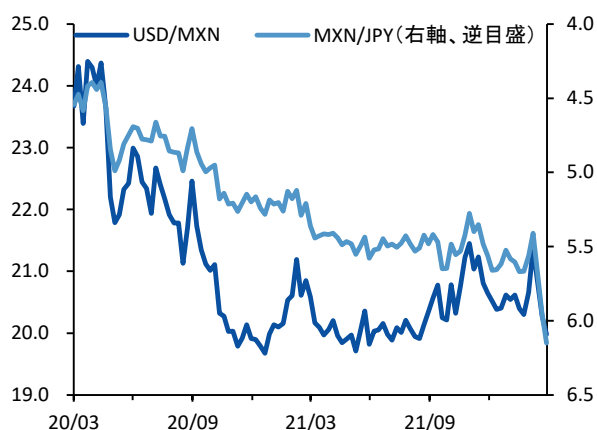
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3月のMXNは前月比+3.0%と反発。MXNは月初に20.4台で取引を開始、上旬はウクライナ危機を巡るリスクオフの動きに押され、一時は21.4台までMXN安が進んだ。もともと、その後は底堅い展開に移行。資源国通貨、高金利通貨が選好される流れの中で、MXNの相対的な出遅れ感が注目された。月末にかけては、2021年9月以来となる19.8台までMXN高が進んだ。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は24日、政策金利(翌日物金利)を50bp引き上げて6.50%とすることを全会一致で決定。全会一致での決定は今次利上げ局面に入って初めてとなる。ウクライナ危機に伴う追加的なインフレ圧力に言及。インフレリスクの一段の高まりに、同行はタカ派姿勢で足並みを揃えた格好だ。
- 実際、2月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.28%と前月(同+7.07%)から再加速。3月前半のCPIも同7.29%と高水準を維持しており、直近ピークの同+7.36%に近付きつつある。また、2月コアCPIも同+6.59%と加速を続けており、インフレ圧力がより広範囲に及んでいることがうかがえる。
- インフレ見通しも上振れが続いている。Banxicoの公表した最新のCPI見通しでは、足許の2022年1~3月期から2023年10~12月期にかけての8四半期について、前回会合時点から再び上方修正が加えられた。コアCPI見通しについても同様だ。インフレリスクのバランスは悪化しているとの認識も示した。
- また、Banxicoは追加利上げ決定の背景として、グローバルな金融環境の引き締めも指摘した。米金融政策の正常化加速観測の下、市場ではドル選好が根強い。しかし、ペソ下落はインフレへの影響の観点から同行も無視できない。
- さらに、地政学リスクの高まりでこのドル選好は強まるもしくは長期化する可能性がある。市場におけるリスク回避が促されればMXNが弱含み、間接的なインフレ圧力となりうる。ウクライナ危機を受けての資源価格高騰は、現状でこそMXNのサポート要因となっているが、インフレ圧力を伴うのも事実だ。
- 以上を考慮すると、Banxicoは次回5月会合でもタカ派姿勢を維持するとみられ、追加利上げの可能性も高そうだ。同行が挙げるインフレ下振れリスク(①ウクライナ危機の沈静化、②需給不足の影響が想定以上に顕在化、③原油価格の下振れ、④ペソ高)については、④を除き早期の実現は難しいと考える。
- Banxicoによるタカ派姿勢の継続や資源価格上昇は、MXNを当面下支えしよう。もともと、世界景気の下振れリスクが市場のテーマになってくれば流れも変わりうる。今後3か月のMXNの想定レンジは19.5~20.5としておきたい。

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

		2022年 3月(実績)	SPOT	2022年 6月	9月	12月	2023年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ~ 6.3861	6.3400	6.43	6.46	6.50	6.53	6.55
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8342	7.8317	7.83	7.84	7.84	7.85	7.85
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 76.981	75.789	76.6	74.8	74.2	73.0	73.5
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 14425	14363	14630	14400	14250	14100	14050
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1244.24	1211.93	1210	1220	1220	1230	1230
マレーシアリング	(MYR)	4.1645 ~ 4.2370	4.2040	4.26	4.18	4.14	4.17	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 52.486	51.755	52.8	51.6	51.0	50.6	49.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.3688	1.3551	1.34	1.34	1.32	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 28.861	28.627	29.0	29.3	29.5	29.8	30.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 33.80	33.26	33.8	33.0	32.0	31.6	31.0
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 22910	22837	23080	22850	22600	22650	22550
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.1777 ~ 177.2606	81.2215	100.0	110.0	115.0	120.0	120.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ~ 16.0902	14.6108	14.8	15.5	16.3	17.2	16.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 14.9932	14.6676	15.0	15.4	15.8	16.0	16.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.7195 ~ 5.7239	4.7411	5.30	5.55	5.40	5.45	5.50
メキシコペソ	(MXN)	19.8178 ~ 21.4676	19.8782	20.2	20.3	20.5	20.7	20.8
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ~ 19.620	19.153	18.99	19.04	19.08	19.16	18.93
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 15.975	15.552	15.58	15.70	15.82	15.93	15.81
インドルピー	(INR)	1.491 ~ 1.641	1.602	1.59	1.64	1.67	1.71	1.69
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.869	0.848	0.834	0.854	0.870	0.887	0.883
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ~ 10.183	10.051	10.08	10.08	10.16	10.16	10.08
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ~ 29.628	29.050	28.64	29.43	29.95	29.98	30.10
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ~ 2.384	2.350	2.31	2.38	2.43	2.47	2.52
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ~ 91.94	89.88	91.04	91.79	93.94	93.98	93.94
台湾ドル	(TWD)	4.060 ~ 4.340	4.255	4.21	4.21	4.20	4.20	4.13
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.695	3.661	3.61	3.73	3.88	3.96	4.00
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.5461	0.5331	0.53	0.54	0.55	0.55	0.55
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ~ 1.558	1.500	1.22	1.12	1.08	1.04	1.03
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 8.620	8.340	8.24	7.94	7.61	7.27	7.52
トルコリラ	(TRY)	7.639 ~ 9.008	8.297	8.13	7.99	7.85	7.81	7.75
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ~ 26.332	25.697	23.02	22.16	22.96	22.94	22.55
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ~ 6.248	6.128	6.04	6.06	6.05	6.04	5.96

注: 1.実績の欄は 2022 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 1 日の 7 時 20 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。