

2023年3月2日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 逆風にさらされやすい状況は残る	2
中国: 国内要因も踏まえボラタイルな展開を想定	3
インド: 新興財閥の疑惑を巡り相場は動揺	4
インドネシア: インフレ収束への期待が高まる	5
韓国: 金利据え置きも利上げ終了にあらず	6
マレーシア: GDP 成長率は今後減速へ	7
フィリピン: BSP の引き締めは続く	8
シンガポール: 外部要因に揺れた SGD	9
タイ 4 年ぶりの解散総選挙実施へ	10
ブラジル: 年内利下げの可能性がさらに後退	11
メキシコ: 逆行高となった MXN	12
為替相場見通し	13

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

ブラジルみずほ銀行

チーフストラテジスト

Luciano Rostagno

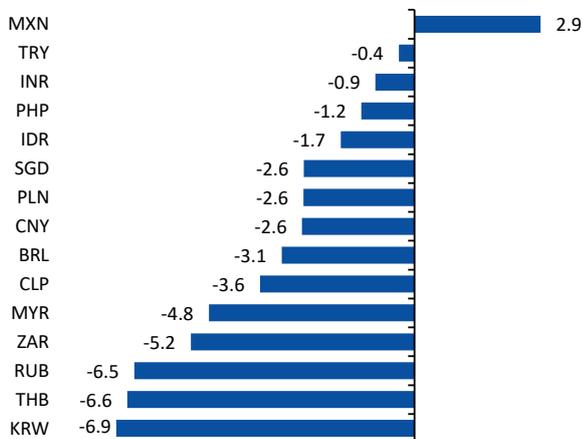
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:逆風にさらされやすい状況は残る

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

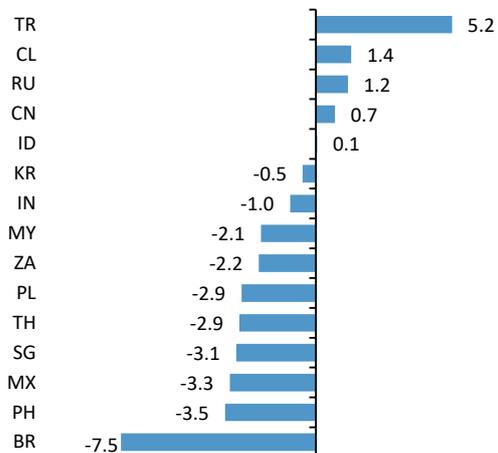
- 2月のMSCI新興国通貨指数は前月比▲2.2%と4か月ぶりの反落となった。同指数は1704台で取引を開始。パウエルFRB議長によるディスインフレへの言及がハト派化とみなされ、FOMC後には同指数は1717台の年初来高値を試した。しかし、その後は一転、反落。雇用や物価といった米経済指標の上振れに、FRBのタカ派化懸念が高まり、米金利上昇とドル高が続いた。同指数は一時1658台まで下落し、年初来の上昇幅を一旦消失。1665台で月末を迎えた。大半の新興国通貨が下落する中、TRYは史上最安値を更新した。
- 当面は以下の3点に注目したい。まずは、米国の金融政策の行方だ。3月FOMCではいわゆるドットチャートが更新される。米政策金利の今後のパスをここで確認することになる。年内は利下げを考えていないというFRBの見解に変化がないのであれば、2023年末の想定水準がターミナルレート(利上げの到達点)となろう。前回公表時の中央値は5.00~5.25%。足許の短期金融市場の動向を参考にすれば、5.25~5.50%なら織り込み済み、それ以上ならネガティブ・サプライズとみなされそう。また、2024年末の想定水準(前回の中央値:4.00~4.25%)も先行きの利下げ時期の目安となりうるだけに重要となろう。
- 次に、中国の経済正常化の進捗と政策運営の行方だ(詳細はP.3参照)。特に、前者については期待感先行の部分があったが、実績の確認が可能となってくる。ただし、市場の期待は往々にして過剰になりがちな点には注意したい。
- そして、ウクライナ危機を巡る動向だ。軍事衝突が激化するとの見方は根強く、特に食料供給への影響が懸念される。去年はアクセスの問題であったが、今年モノ自体が乏しくなりうるという指摘もある。当該地域への依存度が高い中東・アフリカ地域の混乱にもつながるようなら、資源の供給制約への懸念が再び高まりかねない。また、対ロ制裁の抜け穴を塞ごうという動きが本格化し、世界貿易への影響がより顕著になる可能性もあろう。この点では、米中対立の激化がリスクシナリオとなりそう。その影響は貿易にとどまらず、直接投資や証券投資の動向にも及ぼう。世界におけるモノとカネの流れをさらに変える。
- このほか、中長期的には世界的に金融引き締めが長期化しつつある影響にも注意が必要だ。金利上昇により政府、企業、家計の債務負担は確実に高まっている。脆弱性が露呈すれば、市場では新たな手掛かり材料とされそう。
- 市場を覆っていた楽観はすでに是正されつつあるようだ。ただ、上述の環境を考慮すれば、新興国通貨市場は依然逆風にさらされやすいと考えたい。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023年2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(2023年2月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：国内要因も踏まえボラタイルな展開を想定

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

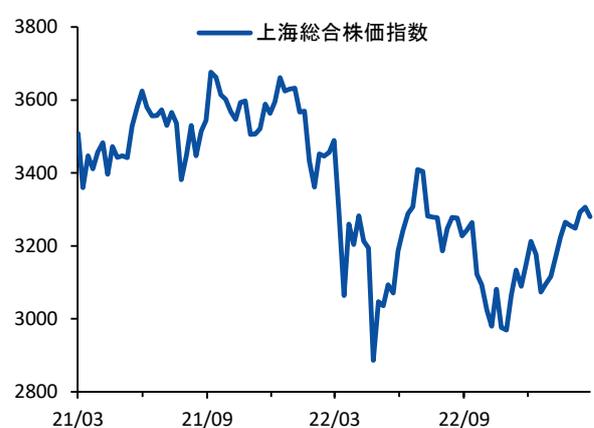
- 2月のCNYは前月比▲2.6%と反落。CNYは6.75台で取引を開始し、FOMCを経て一時6.70台を試す動きがみられた。ただし、米雇用統計の上振れにドル高が進むと押し戻され、CNYは6.77~6.81のレンジ推移に移行。中旬以降は米経済指標の上振れにFRBのタカ派化懸念が高まり、米金利上昇とドル高が進む中で、CNYはじりじりと値を崩し、一時は6.97台までCNY安が進んだ。その後はやや持ち直し、CNYは6.93台で月末を迎えた。
- 2月については、外部要因主導で動いた感のあるCNY相場だが、3月以降は中国固有の要因での動きも再び出てきそう。まず、主要経済指標の内容だ。急速な感染再拡大や経済の一部混乱は見られたものの、春節を巡るモビリティは回復、感染もピークアウトした模様だ。with コロナへのシフトは予想以上の進捗を見せており、中国経済の正常化期待は根強い。特に非製造業でその傾向があり、2月PMIはすでに高水準(56.3)に達している。やや出遅れていた製造業PMI(2月:52.6)にも改善の動きが見えつつある。
- 次に、経済政策の運営方針だ。大枠は昨年12月に開催された経済工作会議等で示されているが、3月5日から開催される全国人民代表大会での承認を経て、予算執行も本格化していくとみられる。経済正常化の進捗が再び意識されやすくなる。また、懸案の不動産セクターを中心に金融支援が続く見込みだが、流動性のみならず金利面からの支援の有無がポイントになりそう。
- そして、対米関係の行方も注目されよう。気球問題もさることながら、ロシアとの関係を巡り米中関係は岐路にあるとみられる。中国の判断次第で、米国は経済面で実施している部分的デカップリングの範囲をさらに拡大していくことになる。このことは、中国に対する海外からの証券投資や直接投資に逆風となるのではないかと。また、上海ロックダウン以来のサプライチェーンの混乱を再び惹起し、実体経済だけでなく金融市場にも混乱をもたらすことも懸念される。
- これらに、3月FOMCといった重要イベントやウクライナ危機の深刻化リスクの高まりといった外部要因が加わる。目先のCNY相場はボラタイルな展開が予想されよう。概ね期待通りの経済正常化の進捗を確認、政策面でサプライズは乏しく、米中对立の激化は回避されるというのが好ましいシナリオだろう。一方、期待には及ばない経済指標の内容や、さらなる金融緩和の強化、米中が妥協出来ずにデカップリング深化に至るといった組み合わせがリスクシナリオと言える。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.60~7.10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:新興財閥の疑惑を巡り相場は動揺

マーケット・エコノミスト

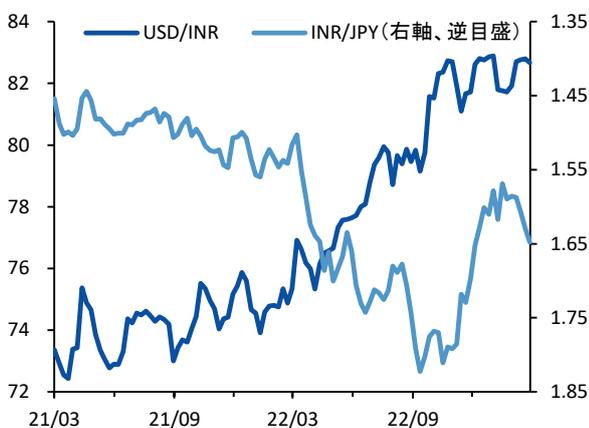
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のINRは上値の重い推移。月初、81台後半で取引を開始。上旬は23年度予算案の内容が好感されたが、米1月雇用統計の結果を受けたドル高が進み、82台半ばまで下落。その後も国内新興財閥の不正会計疑惑から株式市場が軟調となるとINRもじり安となった。中旬も米金利の先高観が継続しドルに押される展開となった中、スポット的な為替介入を挟みつつ82台後半での推移が継続した。下旬も相場材料に欠く中で同水準でのレンジ取引となった。
- 政府は1日、23年度予算案を発表した。政策の看板となったのはインフラ投資向けの歳出であり、22年度予算対比で+33.4%と大幅に拡充。特に交通やIT・通信部門への充当が目立った。片や、低所得層や一部の中間層を対象に所得減税を実施することを表明したが経済は正常化に向かったこともあり、税収自体は増加すると見込まれている。財政赤字の規模は、22年度の予想を対GDP比で▲6.4%としているが、23年は同▲5.9%まで削減させるとした。
- 直近1月の消費者物価指数(CPI)は前年比+6.5%と、3か月連続ぶりにRBIの目標レンジ(前年比+2.0~+6.0%)を上振れ。モンスーン期の穀物生産が安定的に推移していたが、一部産品の高騰が影響した。食料品・燃料価格を除くコアベースも同+6.4%と前月から僅かに加速した。引き続き内需回復に加え、物流コストと広範な業種での人件費上昇が懸念される。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は6~8日に実施された金融政策委員会で政策金利のレポレートを従来の6.25%から6.50%に引き上げることを決定した。利上げは6会合連続での実施となった。RBIは景気動向に配慮しながら、インフレの目標レンジへの収束を目指して金融緩和の解除を継続する方針を示した。一方で、昨年12月会合以降、利上げを反対するメンバーが出たことに象徴されるように、利上げの終了が検討される局面に入ったことも推察出来る。
- 国内新興財閥の不正会計疑惑を巡り、株式市場は調整局面に入った印象があるが、現状為替市場への影響は限定的だ。今後最大の不安材料は本件が来年の総選挙に波及することだ。同財閥の会長がモディ首相と同郷であり、業績もモディ政権下で大きく成長を遂げた中、事実解明の過程で両者の関係性に対する疑念が増幅する可能性も払拭できない。短期的な為替要因としては、強いインフレと底堅い景気動向を背景とした米国での利上げ延長の可能性だ。INRはRBIの介入もあり83を上限とした取引が継続しているが、3月FOMCでの情報発信次第では、一段とドル高に押される展開も想定される。

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: インフレ収束への期待が高まる

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のIDRは対ドルで値を下げた。月初、15000付近で取引を開始。上旬はFOMCや米1月雇用統計の内容から次第に利上げ継続期待が強まり、IDRはじりじりと値を下げる展開。その後下落は一服したものの、巻き戻しの材料に欠いた。中旬以降は10~12月期の経常収支が黒字を維持したことが好感されたが、FOMC議事要旨の内容やFRB高官のタカ派な情報発信が散見された中でドル買い優勢となり、月末付近では15200台での取引となった。
- 10~12月期GDPの結果は前年同期比+5.0%となった。内訳をみると、特に外需部門のGDP押し上げが目立ち、財輸出は同+12.7%、サービス輸出は同+56.4%と大きな伸びを記録した。片や、個人消費については同+4.5%と7~9月期から鈍化しており、コロナ禍からの景気のリバウンドは一巡したとの指摘もある。22年通年での成長率は前年比+5.3%となった。行動制限緩和後の内需の回復に加えて、世界的な商品需要の高まりが追い風となったと総括できる。23年については中国経済の回復期待がありながらも、世界経済は鈍化するという見方も強く、資源価格の動向には改めて注意が必要である。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は15~16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関し、従来の5.75%を維持した。BIは22年8月以降、7会合連続で合計+225bpsの利上げを行ったのち、利上げ停止に踏み切った格好だ。声明文では「現行の政策金利水準でのインフレ抑制に自信がある旨の記載があり、ペリー総裁も会見で今後の利上げ再開を考えていないことを強調した。
- 消費者物価指数(CPI)はBIの定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)の上限を8か月連続で上振れた。1月CPIは前年比+5.3%、食料品・燃料価格を除くコアCPIも同+3.3%と共に僅かながら12月から鈍化した。BIもインフレ圧力の減退に言及し、コアインフレ率は23年の前半に、総合ベースでは23年の後半にインフレ目標内に収束するとの見解を再度示した。こうした状況下、BIは金利を当面据え置くと見られる。
- 3月のIDRは上値の重い展開を予想する。1月は米国の利上げ終了期待を背景に持ち直しが続いたが、足許の相場つきを見るとその前提が崩れつつある状況である。一方で、もう1つの拠り所であった中国経済の回復期待も景況感ピークアウトの兆候が見られるものの、実体経済が浮上するには至っていない。かかる中、IDRにとっては逆風が続く相場展開となるのではないかと。

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



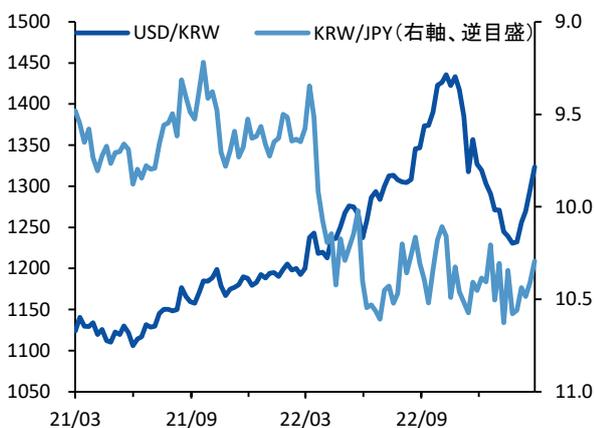
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国: 金利据え置きも利上げ終了にあらず

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

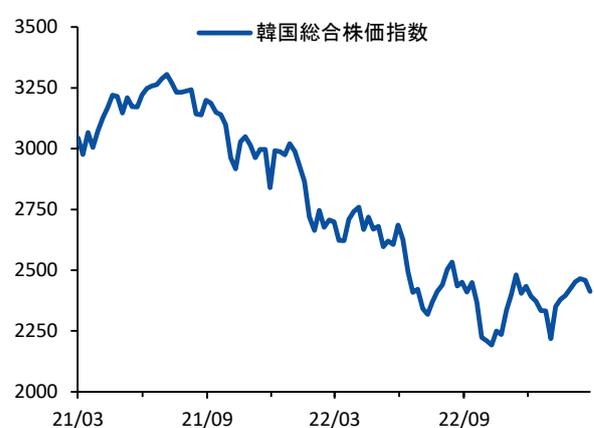
- 2月のKRWは前月比▲6.9%と5か月ぶりの大幅反落となった。1233台で取引を開始。FOMCを経て迎えた翌日に1216台を試すも、その後は下落基調を辿った。米国の堅調な雇用や根強いインフレ圧力が確認されるにつれ、FRBのタカ派化懸念が台頭。米金利上昇にドル高が続いた。KRWは年初来の上昇幅を失い、月末にかけては1326台を試した後、1323台で取引を終えた。
- 韓国銀行(BOK)は23日、最新の経済見通しを公表。2023年の成長率見通しを小幅に下方修正(前年比+1.7%→同+1.6%)した。欧米経済の景気後退懸念が和らぐ一方、ITセクターや不動産市場の低迷が想定以上になることが加味された。方向感としては、世界経済の減速や金利上昇が当面重しとなるも、年後半以降は中国景気やITセクターの持ち直しが追い風となる見立てだ。
- 需要項目別には、民間消費の伸びがインフレや債務負担増の影響で下振れ。設備投資は外需低迷と資本コストの高まりにより落ち込む見通しに変わりはない。建設投資も住宅市場の低迷とインフラ整備予算の削減もあり、さらなる落ち込みを見込む。輸出については上期の落ち込みが深まる一方、下期には緩やかな回復を見込むものの、通年での伸びは下方修正された。
- インフレの見通しは、2023年をやや下方修正(前年比+3.6%→同+3.5%)、2024年をやや上方修正(前年比+2.5%→同+2.6%)した。足許では、原油価格やKRW相場でみたベース効果や需要面での下押しも効いてくる。他方、電力等の公共料金の引き上げはラグをもって生じてきており、年後半以降の景気持ち直しも下支え要因となる。インフレの上振れリスクには警戒が必要だ。
- こうした中、BOKは同日、前回会合で示唆していた通り、政策金利(7日物レポ金利)を3.50%に据え置くと決定した。ただし、政策判断を巡る不透明要因を見極めるべく、金融引き締めを「かなりの期間(for a considerable time)」続けるとした。李総裁も会見で、今回の据え置きを利上げ終了とみなさないよう求めた。実際、3.75%までの利上げ余地を残しておくよう主張した委員は5名と、3名だった前回からむしろ増加。環境次第では、追加利上げの可能性は残ろう。
- もともと、米国の利上げを巡る思惑次第でKRW相場は逆風にさらされやすいのも事実。実需面では、上述の経済見通しで、上期の貿易収支が赤字に陥る見通しへと下方修正された。12月決算企業による配当が本格化、ウォン安となりやすい季節性にも注意したい。かかる状況下、KRW相場には調整圧力が当面残ろう。今後3か月の想定レンジは1290~1390と考えたい。

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: GDP 成長率は今後減速へ

マーケット・エコノミスト

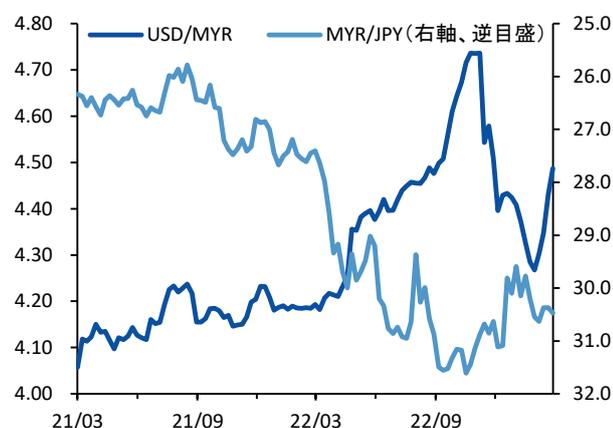
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

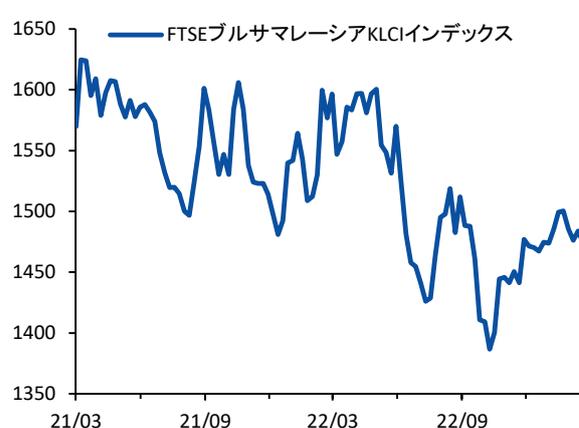
- 2月のMYRは対ドルで続落する展開となった。月初4.24台で取引を開始。上旬はFOMCや米1月雇用統計の結果を受けてドル買いが優勢となった。中旬は10～12月期GDPの堅調な結果が確認されたが、米国のインフレ高止まりと米金利の騰勢に押され4.40台まで下落。月後半にかけては、やや動意に欠いたが、月末公表の米国経済指標の結果を受けて、FRBのタカ派傾斜を織り込む動きが加速し、MYRは4.48付近での取引となった。
- 10～12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.0%と高い伸びを維持したが、21年の新型コロナ感染拡大に伴うリバウンド需要は一巡したことが示唆される結果となった。内訳をみると、個人消費は前年同期比+7.4%と7～9月期の同+15.1%からは減速。政府部門の投資が減速したのに対して、民間投資は同+10.3%と7～9月期から加速した。外需部門はインバウンド産業関連でのサービス輸出の回復が目立ちGDPを押し上げる格好となった。なお、年間で見るとGDP成長率は前年比+8.7%を記録し、2000年以来の伸びを記録した。23年の予想については、内需のピークアウト、資源価格の下落といったリスク要因が燻る中で、IMFの世界経済見通しでは前年比+4.4%と予想している。
- 1月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+3.9%と共に12月から減速した。3月にマレーシア中銀の金融政策会合を控えるが、インフレピークアウトの兆候が見られており、景気支援の観点からも1月会合に続いて利上げは見送られる見込みが強い。
- 政府は24日、23年度の修正予算案を公表した。歳出総額はイスマイルサブリ政権下での予算案を上回ったが、22年度の歳出実績から▲2.3%となった。歳出縮小の背景には国内外での経済回復ペースの減速懸念があったものと見られる。片や、財政赤字の対GDP比率は▲5.6%から▲5.0%へ縮小させるとした。富裕層への課税強化や奢侈品への課税を設定する一方で、原油関連の税収減の予想や法人税の一部引き下げの方針も示しており、財政赤字縮小のハードルはやや高いものとなっている。
- 3月のMYRは上値の重い推移を予想する。国内経済指標で大きな売りに繋がるような材料は無かったが、春先以降もFRBが利上げを継続するといった見方が強まっている点が大い。3月FOMCでのドットチャートの仕上がり次第では昨年11月の水準(4.70台)に近づく可能性にも警戒したい。その後も米国の利上げ観測が後退しない限りはドル主導の為替相場が続くことが予想される。

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 の引き締めは続く

マーケット・エコノミスト

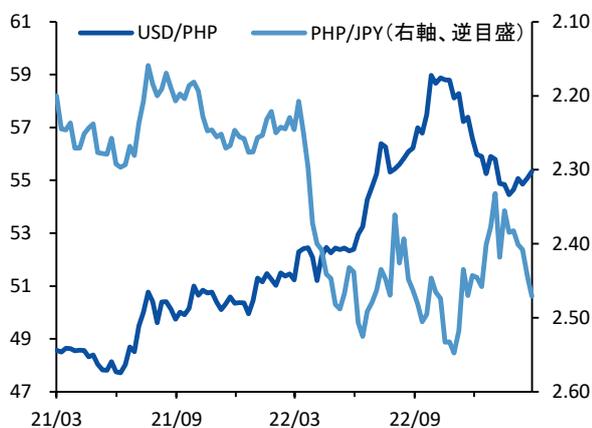
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

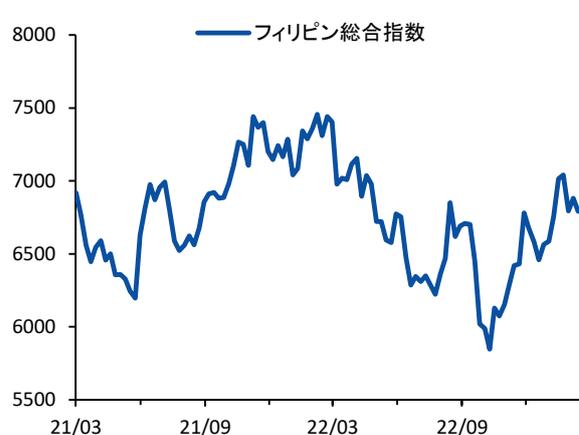
- 2月のPHPは軟調な動きとなった。月初54台半ばで取引を開始。上旬は米金利上昇と国内インフレの加速を受けて、55台を上抜け。中旬以降は一時持ち直すも、ドルも堅調に推移した。中旬以降はフィリピン中銀銀行(BSP)の政策決定やタカ派なFOMC議事要旨の内容など強弱まちまちな材料に方向感を欠いたが、月末公表の米1月PCEデフレーターの結果からFRBのタカ派傾斜を織り込む動きが強まり、一時月安値の55.50台まで値を下げた。
- BSPは16日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の5.50%から6.00%へ引き上げた。8回連続での利上げとなり、利上げ幅は50bpsを維持した。声明文では、国内のインフレの状況と今後の見通しに関する記載が目立った。
- 22年通年の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.8%とBSPの目標レンジ(+2.0%~+4.0%)を大きく上振れた。23、24年についてはそれぞれ前年比で+6.1%、+3.1%として、12月時点と比較して23年は+1.6%ポイント、24年は+0.3%ポイントそれぞれ引き上げた。なお、1月CPIは前年比+8.7%と08年以来の水準となっており、既に年内でのインフレ収束が困難な状況となっている。
- メダラBSP総裁は会合後の会見にて、インフレ率を中銀目標へ収束させるため金融引き締め措置を続ける必要がある点に言及した。メダラ総裁は次回3月会合での利上げ幅が+25bpsか+50bpsと明言し、それ以降の金融政策の方向感インフレ関連指標をはじめデータ次第としているが、市場では既に利上げが4~6月期まで長期化する可能性も浮上している。
- 10~12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.2%と高水準を維持した。なお、政府は23年の実質GDP成長率について前年比+6.0%~+7.0%の予想を堅持している。世界経済の減速の影響を受け伸びが鈍化する見込みながら、中国経済のリオープン期待が下支えとなり、インバウンド関連産業を含むサービス輸出等を通じて大きな成長減速は回避される見通しとなっている。
- 3月のPHPは上値の重い推移を見込む。月中は米国の雇用統計やCPI、FOMCの動向を見ながらの値動きとなりそうだ。3月は特にFRBの政策動向に注目が集まりやすいと考えられる。需給面を見れば貿易収支は大きなマイナスながらその水準はやや改善に向かっている状況にある。PHPが買われる相場にはなりにくいだろうが、FRBが大幅なタカ派傾斜に至らない限り、去年の安値水準(59付近)にタッチするには至らないと予想したい。

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:外部要因に揺れた 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

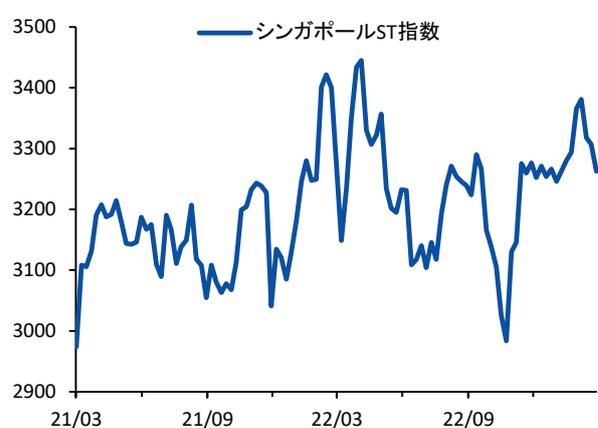
- 先月予想した通り、22年末以降の SGD 上昇は行き過ぎであった。SGD は対ドルで1月は+2.5%上昇したが、2月については▲2.6%と真逆の動きを見せた。結果として2月で1月の上昇分を全て吐き出したこととなった。
- 昨年末からの FRB の利上げペース減速を受けて、市場では楽観的すぎる政策転換を想定する動きがある点を指摘したが、この想定が崩れつつあるというのが足許の整理だ。しかし、FRB の政策動向を市場が完全に織り込んだとも言えず、今後も外因的な相場変動が生じることを念頭に置いておきたい。
- 4月にはシンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)の定例会合が予定されている。周知の通り MAS の設定する政策バンドを通じて SGD の過度な相場変動を抑制しており、昨年のドル高に対しても異例のバンド調整(引き締め対応)をもって周辺国通貨に対して下落幅を抑えてきた実績もある。しかし、金融政策だけで想定される為替リスクの全てを消すことができないのも事実だ。
- MAS の定例会合では、SGD の上昇を促すような(≒引き締め)政策決定となる可能性は低いと考える。インフレ動向について、特にコアインフレ率は前年比+5.5%まで上昇している。一過性ながら物品・サービス税(GST)引上げの影響も考慮すれば MAS の想定以上にインフレが長期化する可能性もある。しかし、10~12月期 GDP は前年同期比+2.1%と着実に減速しており、前倒しで行われた異例の積極的引締めが効いてきている。昨年の対応が異例である以上、景気に配慮した政策決定も今年は必要となってくるだろう。
- 本欄ではシンガポールドル名目実効為替レート(S\$NEER)が政策バンドの上方を推移し、S\$NEER の上昇余地が狭まって、アウトパフォーマンスが起きる可能性が小さくなっている点を再々指摘してきたが、S\$NEER が政策バンドの中央よりも上を推移してきたことも重要な視点である。S\$NEER と対ドルでのレートはある程度整合的な動きをしていることを踏まえれば、過去のトレンドを踏まえても SGD が短期間で大きく値が下がるとも考えにくい。
- 3月も FRB のタカ派継続を織り込む動きがドル高として現れ、SGD 安が一時的に強まる可能性がある。それ以降は、中国経済再開への期待、FRB の利上げ終了を織り込む動きが出てきて、その動きは弱まるのが予想される。23年7~9月期の下落については引き続き、FRB の利上げ終了を織り込んだドル売り相場の終了と、世界景気減速によってアジア通貨全般に及ぶ売り圧力の強まりを想定している。

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4年ぶりの解散総選挙実施へ

マーケット・エコノミスト

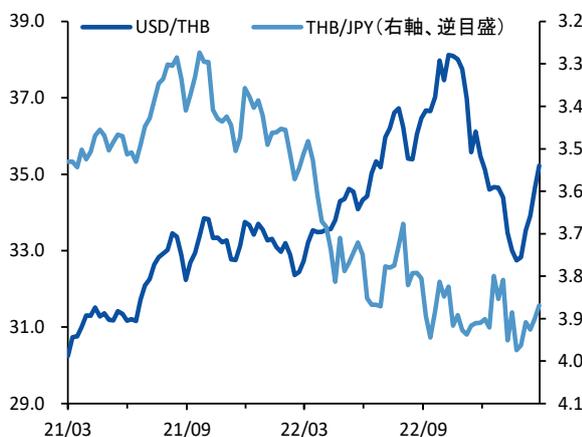
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

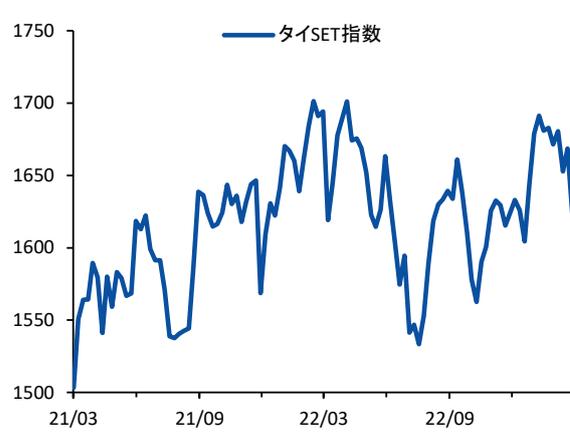
- 2月のTHBはドル高に押される展開となった。月初33付近で取引を開始。上旬は米1月雇用統計の堅調な結果を受けて、米金利が上昇すると33台半ばまで下落。中旬も米国のインフレ長期化懸念が煽る中、米国の利上げ延長を織り込む動きが強まり、THBはじり安の展開となった。中旬以降は10~12月期GDPでの成長減速、1月消費者物価指数(CPI)の鈍化を受けて引き続きTHB売りが優勢となり、月末時点では35付近での取引となった。
- 国家経済社会開発委員会(NESDC)は22年10~12月期の実質GDP成長率を公表。結果は前年同期比+1.4%で5四半期連続のプラスを維持したが、7~9月期の同+4.5%からは減速した。個人消費の回復にピークアウトの兆候が出ていることや、財輸出が伸び悩んだことが影響した。片や、観光業を中心としたサービス輸出の伸びは同+94.6%と引き続き強い数字を記録した。なお、NESDCは外国人観光客の訪問人数を引き上げ、今後も観光業の本格再開を景気回復のドライバーとなることに期待感を示しているが、23年の成長率は昨年の内需に代わり、外需の動向に依存することが示唆される内容となった。
- 1月CPIは前年比+5.0%、また、コアCPIは同+3.0%と共に12月から減速した。エネルギー価格の騰勢の弱まりがCPI押し下げに寄与した。コアCPIについては、内需回復の落ち着きが抑制材料となり得るが、観光業の本格再開に伴うサービス価格の動向には引き続き注意が必要な状況だ。
- プラユット首相は21日、3月に下院を解散することを発表した。解散総選挙は4年ぶりの実施となり、投票日は5月7日の予定だ。プラユット首相は新党を設立して、プラウィット副首相と首相の座を争うこととなるほか、14年にクーデターにより政権を奪取した親軍政権が継続するかも大きな争点である。主な対抗勢力はタクシン元首相の次女にあたるペートンターン氏率いるタイ貢献党や19年の総選挙で反軍政を掲げて躍進した前進党などがあるが、現段階では単独で過半数の議席の獲得に至る政党は存在しないという見方が強い。
- 3月での最大の相場材料はFOMCの動向となりそうだ。FRB高官からのタカ派な情報発信が散見される中、ドットチャートが再度上方修正されればドル高に動くことが見込まれる。国内景気に関しては、数字の上ではコロナ前に戻ったものの、内需はこれ以上のアップサイドも望みにくい。外需についても財輸出の上振れは中国経済次第の側面も大きく、観光業の再開に伴うサービス輸出に頼らざるを得ない状況で、昨年の外部環境次第の相場つきに戻りつつある。

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

ブラジル:年内利下げの可能性がさらに後退

マーケット・エコノミスト

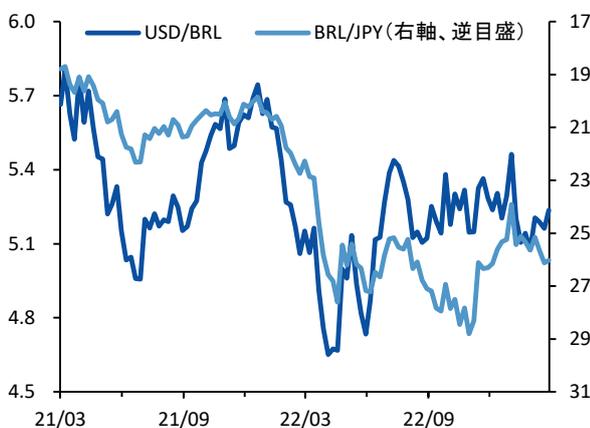
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

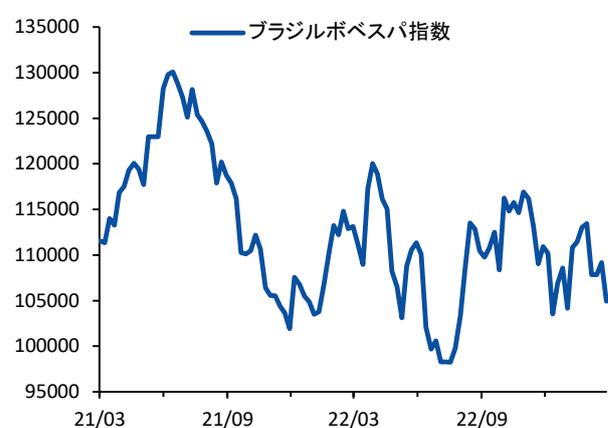
- 2月のBRLは前月比▲3.1%と反落。BRLは5.06台で取引を開始すると、FOMCを経ては一時4.94台を試す動きをみせた。しかし、米経済指標の上振れに米金利上昇とドル高が続くと、5.30台まで急速にBRL安が進展。中旬以降は、FRBのタカ派化懸念と米景気のソフトランディング期待が交錯する中、BRLは5.11~5.26のレンジでもみ合う展開となり、5.23台で月末を迎えた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は1日、政策金利(翌日物金利、Selic)を13.75%に据え置いた。据え置き判断は4会合連続。これまでの金融引き締めの効果を引き続き確認する構えだ。ただし、声明文では、従来指摘してきた財政を巡る不透明感のほか、期待インフレの高止まりが長期化するリスクに言及。前者は新政権による歳出拡張の動きが、後者は新政権からインフレ目標を引き上げて早期の利下げを可能にすべきという声が出ていることが念頭にありそうだ。
- 今後の政策運営については、状況次第で金融引き締めの再開も躊躇しないという姿勢は維持。また、不透明感が増したインフレ見通しを目標(2023年:3.25%、2024年:3.00%)に収斂させるべく、より長期間にわたる政策金利の据え置きを検討するとした。こうしたBCBによる早期利下げ期待を牽制する動きに、2023年末の政策金利を巡る市場見通しも上方修正が続いており、年内利下げの可能性は一段と後退することになりそうだ。
- なお、利下げが先送りされることは、FRBのタカ派化懸念が台頭する中においては、ドル高圧力への緩衝材の役割を果たすという面がある。ただし、同時にそれは景気の下押しが長期化することも意味する。債務の短期化を進めてきたブラジルにとって、それは利上げによる利払い負担増加と合わせて、財政不安につながりかねない。結果として、BRL安要因となりうる点にも注意したい。
- ルラ政権の政策運営の行方も引き続き注目材料となる。現状では、税制改革の動きがうかがえる。前政権下で複数の税を付加価値税(VAT)に統一する憲法改正案が議会に提出されており、この案に基づく審議が再開される可能性がありそうだ。他方、債務上限問題の行方や、前政権で進められた規制緩和や国営企業民営化の巻き戻しは懸念材料となる。いずれにせよ、いわゆるブラジルコストの改善につながる動きとみなされれば好意的(BRL高)な、悪化につながるとみなされれば否定的(BRL安)な反応が市場から示されることになろう。
- 実需面では、米欧の景気後退回避や中国景気の回復期待が支援材料となる。
- かかる状況下、今後3か月のBRLの想定レンジは4.80~5.60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:ブラジルボブスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:逆行高となったMXN

マーケット・エコノミスト

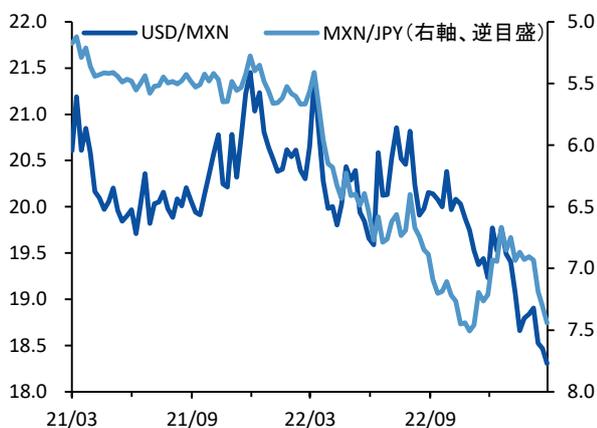
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

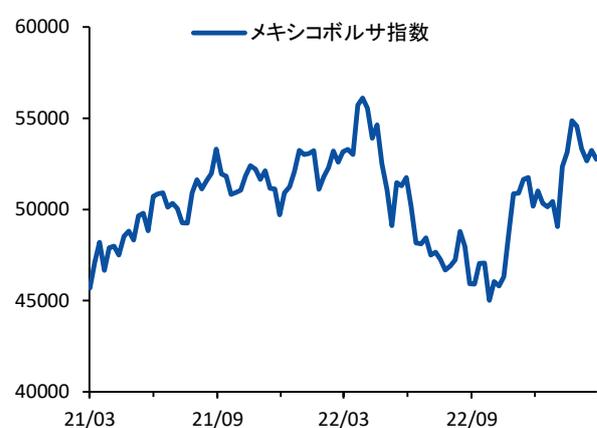
- 2月のMXNは前月比+2.9%と続伸。多くの新興国通貨が値を下げる中で、逆行高の動きをみせた。MXNは18.8台で取引を開始。上旬は、FOMCを経て18.5台を試した後、ドル高の流れに19.3近くまで押し戻される場面もみられた。ただ、メキシコ中央銀行(Banxico)のタカ派姿勢や、世界的なサプライチェーン再編と米景気のソフトランディングへの期待感を手掛かりに、中旬にかけてMXNは反発。下旬には一時、2018年4月以来となる18.3割れを試す等、概ね18.3~18.5のレンジで底堅く推移し、18.3台で月末を迎えた。
- 非常に底堅い推移をみせるMXN相場について、その背景をあらためて整理しておきたい。まず、市場の予想外に、Banxicoが9日の会合で追加利上げ幅(50bp)の維持を全会一致で決めたことだ。2022年の米国の利上げ開始以降、両国の政策金利差は525~600bpで推移してきたが、足許でこれが625bpに拡大した。また、同行はインフレ上振れリスクを警戒する姿勢を維持。次回会合(3月30日開催予定)でも、25~50bpの追加利上げを示唆している。
- 次に、米国のソフトランディング期待が高まった点だ。言うまでもなく、メキシコはその恩恵を最も受ける国のひとつだ。輸出、在米メキシコ人労働者からの送金による実需面での追い風が続くことになる。もちろん、想定以上に堅調な米景気はFRBのタカ派化懸念を惹起し、米金利上昇とドル高が多くの新興国通貨を下押しした。だが、MXNには上述の利上げ継続が緩衝材となったようだ。
- そして、対米輸出拠点として優位性を持つメキシコへの直接投資ニーズは根強いとみられることだ。米中対立の高まりやウクライナ危機を経て、世界的なサプライチェーン再編の機運が高まっている。すでに工業団地の利用率が歴史的水準にあるとも伝えられる。政府も2月に外資誘致の支援策を打ち出した。2月は米中間でウクライナ危機を巡る緊張の高まりもうかがえた。こうした動きを捉えて、市場ではメキシコへの直接投資が増えるとの思惑も高まりやすい。この点、対ドルで18.0程度まで特段の節目が見当たらないことも支援材料となる。
- 一方で、上述のMXN高要因には期待感や思惑が先行している部分もあるのではないか。現実的には、外資誘致にもキャパシティの問題は残ろう。また、ハードデータで米景気の落ち込みが確認されてくれば、実需面からのMXN安圧力が増しうる。それだけでなく、FRBのタカ派化懸念で売られていた新興国通貨が買い戻される中で、MXNが相対的に売られやすくなる状況も考えられる。
- かかる状況下、今後3か月のMXNの想定レンジは18.0~20.0を維持したい。

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

		2023年 1～2月(実績)	SPOT	2023年 3月	6月	9月	12月	2024年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ~ 6.9732	6.9356	6.85	6.80	6.75	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8492	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.949	82.669	83.5	81.8	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ~ 15643	15261	15320	15000	15400	15500	15500
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1326.68	1323.49	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ~ 4.4895	4.4873	4.55	4.45	4.58	4.43	4.36
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.131	55.335	55.0	54.0	55.5	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3518	1.3479	1.35	1.32	1.37	1.33	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 30.780	30.563	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.39	35.22	35.0	34.2	35.2	34.0	33.8
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23858	23791	23810	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.9410 ~ 5.4798	5.2364	5.30	5.25	5.15	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	18.2821 ~ 19.5882	18.3181	18.8	19.0	19.5	19.8	20.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ~ 19.735	19.604	19.85	20.29	20.74	20.30	20.15
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.443	17.355	17.35	17.60	17.90	17.44	17.27
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.656	1.648	1.63	1.69	1.65	1.66	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.897	0.893	0.888	0.920	0.909	0.877	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	10.181 ~ 10.743	10.289	10.30	10.30	10.61	10.46	10.39
マレーシアリング	(MYR)	29.429 ~ 31.133	30.472	29.89	31.01	30.57	30.70	30.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.475	2.471	2.47	2.56	2.52	2.53	2.50
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 101.53	101.05	100.74	104.31	102.19	101.95	99.85
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.464	4.458	4.46	4.45	4.59	4.53	4.54
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.994	3.868	3.89	4.04	3.98	4.00	3.96
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5755	0.5725	0.57	0.58	0.57	0.57	0.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 26.434	26.024	25.66	26.29	27.18	27.20	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.470	7.436	7.23	7.26	7.18	6.87	6.70

注:1.実績の欄は2023年2月28日まで。SPOTは3月1日の7時40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。