

2023 年 4 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 欧米発の信用危機リスク睨みが続く	2
中国: 重要政治イベントを経て、政策方針固まる	3
インド: 新興財閥に関する懸念は後退	4
インドネシア: 金融政策正常化は終盤に入る	5
韓国: 実需面中心に KRW は弱含みか	6
マレーシア: 伸び悩む対中貿易実績	7
フィリピン: PHP は上昇も主因はドル安の影響	8
シンガポール: 注目される MAS の政策動向	9
タイ: インフレ減速の兆しが見えたか	10
ブラジル: 国内外ともに見極め要因多い	11
メキシコ: MXN 高を支える構図には綻びも	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：欧米発の信用危機リスク睨みが続く

マーケット・エコノミスト

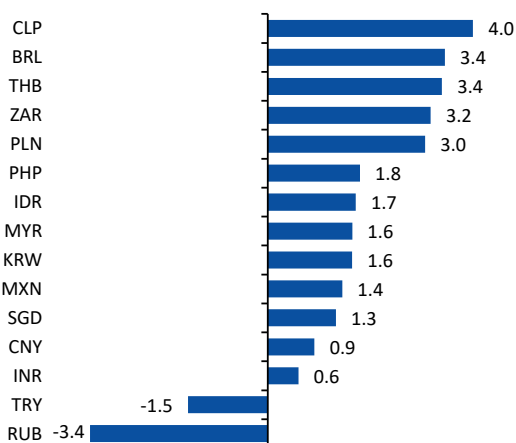
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

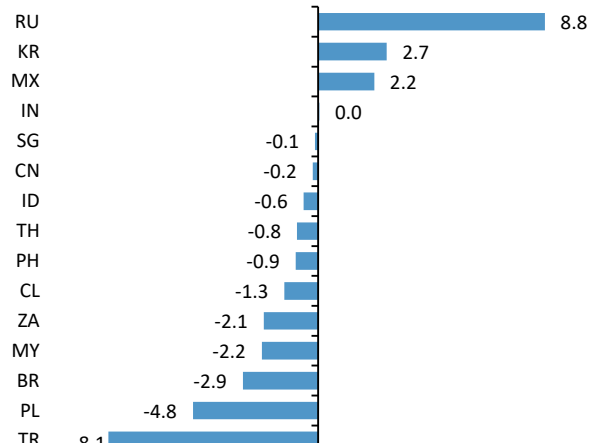
- 3 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+1.6%と反発。同指数は 1663 台で取引を開始すると、上旬は中国景気の回復期待から 1680 に近づくも、FRB のタカ派化懸念には 1664 まで値を下げた。その後は、米シリコンバレー銀行(以下、SVB)の経営破綻が発生、米地銀やスイス大手行にも経営破綻が続き、信用危機を巡る不安が台頭。米金利急落、ドル安に同指数は 1682 台を一時回復も、ドルが反発すると 1665 台まで再び押し戻された。月後半の同指数は概ね堅調。市場の FRB ハト派化期待は 3 月 FOMC を経ても根強く、ドルの軟調が支えとなる格好で、同指数は月末に 1695 を試し、1691 台で取引を終えた。
- 当面、上述の信用危機リスクを巡る動向が最も注目される。すでに米金融当局は預金保護措置の拡充を実施、スイスでは大手行同士の合併が決まったほか、主要 6 中銀はドル流動性供給策の拡充で合意した。当局の迅速な対応に、米金利の先行き不透明感や資金調達のタイト感はピークアウトしつつある。
- もっとも、信用危機を巡る不安が和らいだ背景に、FRB による早期の利下げ期待があるとすれば、注意が必要だろう。FRB は 3 月会合で、金融市場の動向に警戒をみせつつも、インフレ動向を重視する格好で利上げを継続。ドット・チャートも前回会合からほぼ変わらず、利下げは 2024 年が示唆されている。他方、FF 金利先物は一時、6 月利下げを織り込みにかかり、米 2 年国債利回りは 4% を大きく割り込む動きをみせた。現実には、FRB がインフレ重視のタカ派スタンスを維持すれば、早期利下げ期待が剥落。市場で不安感が再燃しかねない。
- また、欧米発の信用危機リスクが当局によって封じ込められたと市場で見なされた場合、新興国から欧米へと資金の流れが変わりかねない点にも注意したい。現状の新興国通貨は、信用危機リスク(≒強力なリスクオフ要因)が煽る中でのドル安に支えられるという奇妙な構図にある。信用危機リスクが煽る欧米「ではない」新興国が、消去法的に選ばれ、いわゆる安全港(safe harbor)の役割を果たしている面もあるのではないか。だとすれば、巻き戻しの余地が残る。
- いずれにせよ、今回の問題を契機に金融規制の強化は必至だ。一般的にこれは銀行貸出の抑制要因となる。それは景気減速をより深めよう。スイス大手行の救済合併では一部劣後債(AT1 債)の保有者が株式保有者以上の損失を被った点が問題視された。特殊なケースとは言え、AT1 債での資本調達に難しければ、銀行貸出にとって追加的な抑制要因となりうる。上述の選好を経て、新興国通貨が直面するのは、ファンダメンタルズ面からの逆風となりそうだ。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023 年 3 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 3 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 重要政治イベントを経て、政策方針固まる

マーケット・エコノミスト

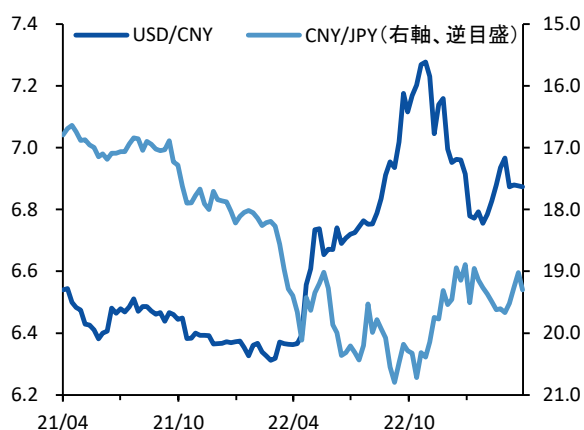
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

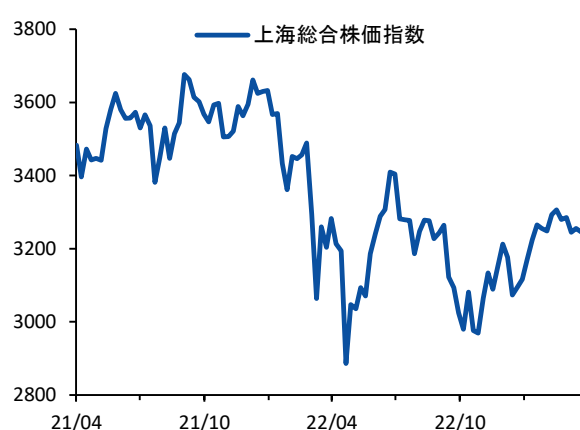
- 3 月の CNY は前月比+0.9%と反発。CNY は 6.93 台で取引を開始、良好な企業マインドに一時 6.86 台を試すも、ドル持ち直しや FRB のタカ派化懸念を背景に 6.98 近くまで押し戻された。中旬は、欧米銀行の破綻に伴う信用不安の高まりにドルが急落、CNY も 6.83 台を試した後に 6.86~6.91 でもみ合った。下旬は、FOMC 後のドル安再燃に 6.82 割れまで CNY 高が進むも長続きはせず。月末にかけては 6.84~6.91 で推移し、6.87 台で取引を終えた。
- 全国人民代表大会(3 月 5~13 日開催)では、習近平・共産党総書記が国家主席に再任されるなど、新たな政府人事が決定された。経済運営の司令塔の役割は、何立峰・前国家発展改革委員会主任が副総理として、前任の劉鶴氏から引き継いだ。なお、劉昆・財務部長と易綱・中国人民銀行(PBoC)総裁は留任となり、市場では財政金融政策の継続性を重視する姿勢と好感された。
- 政府活動報告に明記された 2023 年の実質 GDP 成長率目標は「+5.0%前後」。従来通り、「積極的な財政政策」と「穏健な金融政策」により実現を目指す。中央・地方合わせた一般会計の支出は 27.5 兆元(前年比+5.6%)、財政赤字は 3.9 兆元(前年比+0.5 兆元)とし、地方にも目配りする姿勢がみえる。ただ、インフラ投資の原資となる地方政府専項債の発行枠は 3.8 兆元と前年当初予算(3.65 兆元)を上回るものの、発行実績(4.04 兆元)は下回った点には留意。
- 金融政策は 2021 年 12 月以降、緩和方向の運営がなされてきた。ただ、易総裁は、実質金利の水準は適切とし追加利下げには慎重さがうかがえる。預金準備率(RRR)の引き下げによる流動性供給が景気を支えるとも述べており、実際に PBoC は 17 日、RRR の 25bp 引き下げ(3 月 27 日より適用)を発表した。
- このほか、国家機構の改革方針が承認された。安全をテーマに、金融面ではリスク防止と迅速な介入を可能とするほか、社会面では党組織を通じた指導強化を目指す。自立自強をテーマにしては、科学技術の国家戦略を指導する中央科技委員会を新設。米中対立を念頭にハイテク技術の国産化を急ぐ。とはいえ、イノベーションには民営企業の力が不可欠。この点、習主席が民営企業の発展と強大化を奨励・維持すると強調したことは、市場でも注目された。
- 4 月以降は予算執行の本格化もあり、実体経済の持ち直しがより明確となり、CNY 相場にも追い風になると想定する。欧米のような銀行破綻問題と距離がある点も支えとなりうる。一方、社会経済の統制強化や米中対立を巡る懸念も燦々。かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.60~7.00 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:新興財閥に関する懸念は後退

マーケット・エコノミスト

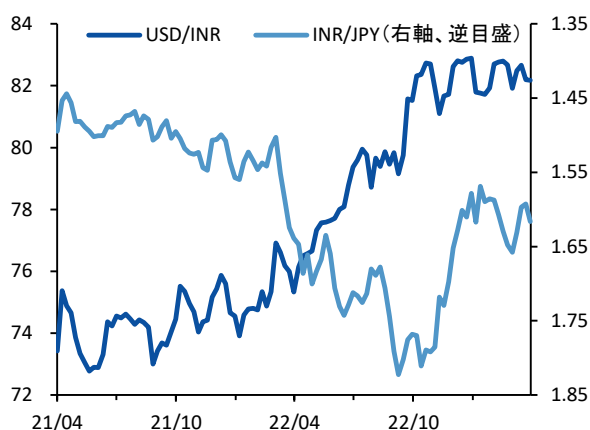
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の INR は方向感に欠ける推移。月初、82 台前半で取引を開始。上旬は国内新興財閥に関する報道を受けて、月高値の 81 台後半まで上昇。その後は SVB の破綻報道を皮切りに市場心理が悪化。INR も上値の重い推移となった。中旬以降は FOMC を前に様子見ムードの相場となったが、会合後はドル売り優勢となって、月末付近では 82 台前半での取引となった。
- 10～12 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+4.4%となった。前回 7～9 月期の同+6.3%からは減速となった。内訳をみると、個人消費の持ち直しが一巡したが設備投資の伸びが堅調に推移した。また、資源価格の調整とサービス輸出の回復に伴い、外需部門のマイナス幅は大きく縮小した。業種別では前期に続いて製造業はマイナス成長となった一方で、サービス業はプラスを維持したが、前期から伸びが鈍化した。23 年 1～3 月期には金融引き締めとベース効果の剥落で GDP 成長率は更なる減速が見込まれる。
- 2 月に浮上した不正会計疑惑によって、国内の新興財閥はその資金繰りに関して懸念が強まったが、同グループは信頼回復に向け投資家との会合のほか、運用会社からの投資を確保したことで事態は沈静化に向かっていることが報じられた。3 月も国内株式市場は軟調に推移したが、その主因は欧米の金融システム不安にシフトしたと見られる。外部環境の悪化によってインドへの証券・直接投資フローが悪化すれば、財輸出の鈍化によって中々改善に向かわない貿易赤字と共に INR の実需に大きな逆風となる。
- 直近 2 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比+6.4%と、1 月から▲0.1%ポイントの減速。2 か月連続で中銀の目標レンジ (前年比+2.0～+6.0%) を上振れた。食料品は品目によって値動きが大きくなっている。また、食料品・燃料価格を除くコア CPI も同+6.2%と高止まりが続いた。インフレ見通しについては、食料品を中心に不確実性が伴うが、内需回復の一巡により輸入物価高騰が和らぐことや、失業率の上昇を通じて賃金上昇ペースも緩和することが見込まれている。
- 4 月の INR はレンジ推移を予想する。米金利の先高観は徐々に薄れつつあるが、INR の上昇幅は限られた。その要因としては欧米の金融不安が払拭出来ず、リスク心理が改善していない点がまず指摘できる。また、インドの貿易赤字が定着しており、需給面が足を引っ張っていることが推測できる。片や、昨年後半からの中銀の為替介入状況を見ると、83 を目安に実施している形跡がある。大きく市場心理が悪化しない限りこの水準が INR の安値となりそうだ。

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:金融政策正常化は終盤に入る

マーケット・エコノミスト

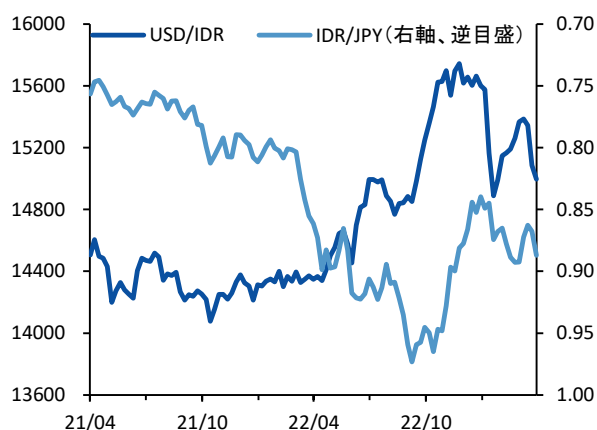
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の IDR は底堅い値動きとなった。月初、15200 付近で取引を開始。上旬は 3 月 FOMC での利上げ継続期待が強まり、IDR はじりじりと値を下げの展開。中旬に入ると欧米での金融不安が顕在化し、FRB のハト派化が織り込まれるとドル安を背景に IDR は上昇した。下旬に開催された FOMC では 5 月での利上げ終了が視野に入ったほか、金融不安に伴うリスク心理も改善に向かって IDR は続伸。月末付近では 2 月初旬以来となる 14900 台での取引となった。
- 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従来の 5.75%に維持した。声明文及びペリーBI 総裁の会見では、世界経済成長予想を上方修正したほか、現行の政策金利水準でのインフレ抑制に自信があることを強調した。一方で、米地銀破綻に端を発するグローバルな信用不安に関しては、国内銀行に関しては不良債権が少ない点、自己資本比率が良好な点などに言及し、信用リスクが顕在化する可能性は低いと述べた。2 月以降、BI は累積的な利上げの効果を見極める段階に入っているが、金融システム不安も含め世界経済の先行き不透明感も燃る状況下、過剰な引き締めを嫌った側面もあるのだろう。また、本会合の翌週にはペリー総裁の続投が決定し、新たな任期は 28 年 5 月となった。
- 消費者物価指数(CPI)は直近において BI の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)の上限を 9 か月連続で上振れた。2 月 CPI は総合ベースでは前年比 +5.5%と 1 月の +5.3%から加速も、食料品・燃料価格を除くコア CPIは同+3.1%と 1 月の +3.3%から鈍化した。断食月(ラマダン)を前にして物価が上振れる可能性を認めつつも、コアインフレ率は 23 年の前半に、総合ベースでは 23 年の 9 月までにインフレ目標内に収束するとの見解を示した。
- 4 月の IDR は底堅い動きを予想する。IDR に限った話ではないが、中央銀行による金融政策正常化は終盤に差し掛かっており、FRB も金融不安が増幅しない限りは目立った動きが少なくなると見られ、徐々に金利以外の要素が相場要因として機能するのではないかと。IDR の需給動向を確認すると、貿易黒字は堅調さを維持している。主要製品の石炭をはじめとする資源価格は下落傾向にあるが、同時に原油輸入金額も縮小しており、双方を考慮する必要があるだろう。総合的に 4~6 月期までは黒字を維持できるものと予想している。その後は、中国経済の正常化が一巡し、23 年後半はアジア通貨全般で上値が重くなり、FRB の利上げが検討される段階で徐々に値を戻す展開を想定している。

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: 実需面中心に KRW は弱含みか

マーケット・エコノミスト

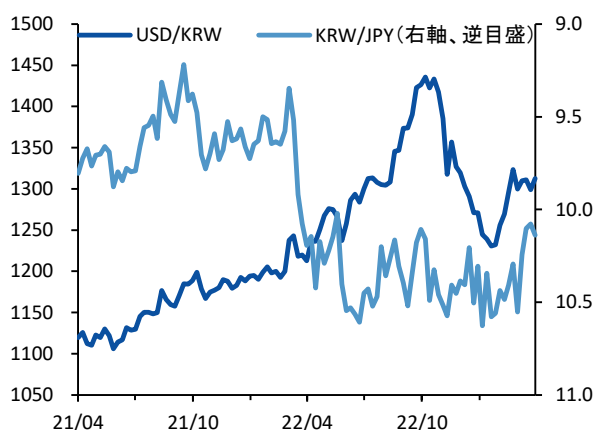
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の KRW は前月比+1.6%と反発。KRW は 1307 台で取引を開始した後、中国景気への期待感から 1300 割れを試すも、FRB のタカ派化懸念に一転、1330 近くまで KRW 安が進んだ。中旬は欧米発の信用危機を巡る不安の高まりに、ドル安とリスクオフが交錯、KRW は 1296~1319 でもみ合い。下旬には、米金利とドル急落の場面で急速に KRW 高が進み、一時 1276 台を試した。ただ、季節性もあり、KRW はその後やや押し戻され、1301 台で月末を迎えた。
- 4 月 11 日に開催予定の韓国銀行 (BOK) の政策会合では、政策金利 (7 日物レポ金利) が 3.50% に据え置かれると考えておきたい。信用危機を巡る不安も漂う中で、FRB は 3 月 FOMC にて 25bp の利上げを決断。いわゆるドットチャートでは追加利上げの余地も示唆したところだ。インフレリスクが残る中で、BOK としても政策方針の変更は容易ではない。委員内の利上げ余地を巡る議論や、かなりの期間 (for a considerable time) とした金融緩和を続ける時間軸にいくらか修正が入る可能性はあろうが、基本的には 5 月会合以降となろう。
- なお、現状は金利そのものの動きよりも、市場のリスク許容度の変化が KRW 相場を左右させる場面も散見される。上述の信用危機を巡る不安の高まりには KRW は弱含み、不安の和らぎには持ち直しをみせた。こうした状況は、各国当局がこの不安の封じ込めに成功したと市場からみなされない限り続こう。
- また、スイス大手行の救済合併に際し一部劣後債 (AT1 債) の価値がゼロとなったことに関連し、同債券市場への不安が高まった。これに対し、韓国の大手行は発行済みの AT1 債の早期償還を実施するという。レピュテーションリスクを回避する狙いだ。もっとも、代わりの資本増強が行われなければ、実体経済には貸し渋りの動きが及ぶリスクも拭えない。AT1 債の早期償還を未発表の金融機関を市場が不安視するという副作用を生みかねない点にも注意したい。
- 実需面で、貿易赤字の拡大が KRW の重しとなる展開も当面続きそう。輸出の落ち込みが目立ち、1~3 月期の赤字額は▲224 億ドルと、同四半期としては過去最高に達している。世界景気の減速が今後も深まりそうな点もさることながら、やはり半導体市場の低迷が主因となっている。半導体サイクルのほか、米中対立の間接的な影響もあろう。足許では米半導体企業の業績見通し上振れといった改善に向けた兆しは見られつつも、楽観は難しい状況だ。
- このほか、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。今後 3 か月の KRW の想定レンジは 1280~1350 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: 伸び悩む対中貿易実績

マーケット・エコノミスト

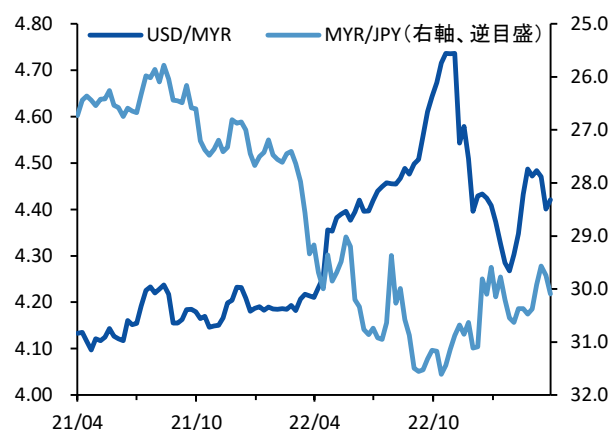
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

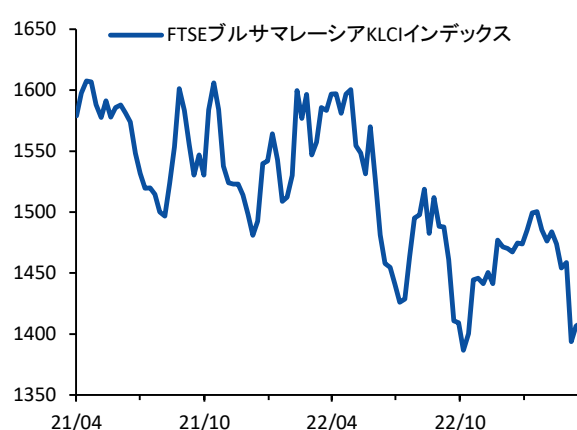
- 3月のMYRは対ドルで上昇する展開となった。月初4.47付近で取引を開始。上旬はパウエルFRB議長の利上げペース加速を示唆する発言に、月安値となる4.53台まで下落。10日、SVBの破綻が報道されて以降はドル安に転じた。中旬はFRBのハト派化、2月貿易収支の堅調な結果を受けてMYRが値を戻す展開となった。3月FOMC終了後は、欧米の金融不安にかかるリスク心理が改善し、MYRは上値を伸ばして一時月高値の4.39台まで上昇した。
- マレーシア中銀(BNM)は9日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の2.75%に据え置いた。BNMは昨年合計で100bpsの利上げを実施してきたが、今年は利上げを打ち止めている。声明文では、前回会合に続いて高インフレに伴う各国中銀の引き締めや地政学リスクの高まりなどの世界経済の下振れリスクを引き続き指摘した。一方で、主要国の経済の堅調さや中国経済の再開期待といった景気の押し上げ要因への言及も見られた。
- 2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1月から横ばいの推移。食料品価格の騰勢が特に目立った。インフレリスクは補助金充当や一部商品に対する価格統制などの政策動向や商品市況次第としており、概して上方向の動きに警戒感を示しているがそのトーンは過去の会合と比較しても弱まりつつある。
- かかる中、BNMは前回会合に続いてインフレ動向と先行きの景気動向の双方を注視していく指針の下で、現状維持の決定に至ったと考えられる。今後の動向についても景気やインフレ動向をはじめとしたデータ次第としており、必要に応じて政策金利を上下させる可能性にも含みを持たせた。
- 2月貿易収支は195億リンギの黒字を記録。輸出は前年比+9.8%、輸入は同+12.4%とそれぞれ市場予想を大きく上回った。輸出について内訳を見ると、電子製品や石油関連製品がけん引した。国別ではシンガポール、米国向けの輸出が好調だったが、中国向けの輸出は3か月連続で前年割れとなった。
- 4月のMYRは欧米の金融不安の動向を見ながらの動きとなりそうだ。3月FOMCでドットチャートの修正は微小に留まり、市場の注目は金融不安が連鎖して世界経済減速の引き金となるかに移っている。足許においてリスク心理は改善方向にあり、マレーシア経済に影響が及ぶことは想定していないが、当面は関連するヘッドラインに相場が荒く反応する可能性に備えたい。国内経済指標ではインフレ動向や資源輸出、対中貿易実績を中心に確認していきたい。

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: PHP は上昇も主因はドル安の影響

マーケット・エコノミスト

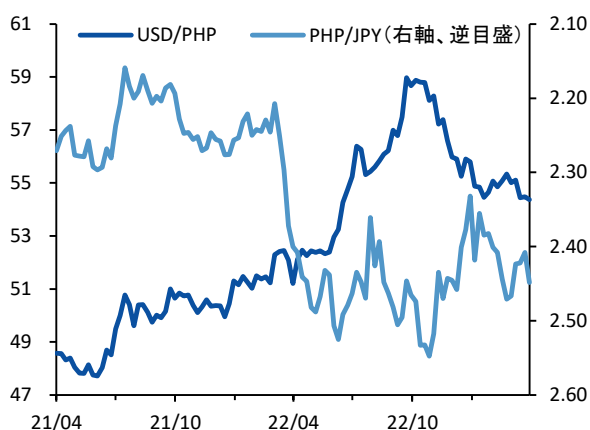
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

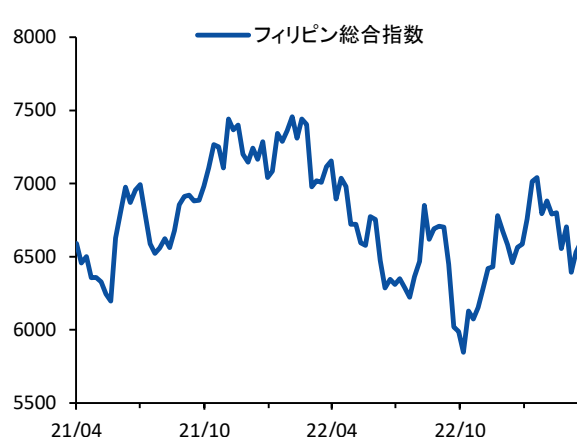
- 3 月の PHP はドル安を受けて上昇した。月初 54 台後半で取引を開始。上旬は 3 月 FOMC での利上げペース加速が警戒され、一時月安値の 55 台半ばを記録。中旬に入り、SVB の破綻が報道されると FRB のタカ派トーンも弱まり、米金利の下落と共に PHP はじり高に推移。中旬以降は FOMC での情報発信に相場が上下するも、概してハト派と捉えられ PHP は 54 台前半で安定的な値動き。月末にかけては、やや材料難となりほぼ同水準での取引が続いた。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 23 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート従来からの 6.00%から 6.25%へ引き上げた。9 会合連続での利上げとなり、利上げ幅は前回の 50bps から 25bps へ縮小した。声明文では、国内のインフレの状況とその見通しに関する記述が目立った。
- 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+8.6%と 1 月の同+8.7%から高止まりが続く、BSP は 23~24 年にかけてのインフレ見通しを更新したが、インフレ基調の変化が示唆される内容とはならなかった。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引き続き金融引き締め措置を実施する必要がある点に言及した。また、今回利上げ幅縮小に至ったのは過去から継続して実施してきた利上げ効果の確認のほか、欧米諸国の金融システムに対する懸念が強まったことを要因として指摘した。
- 今後の利上げ方針についてはデータ次第としているが、先述の通りインフレ基調の変化が確認されておらず、インフレ見通しが中銀目標を大きく上回る状況下、利上げの終了までは 1 四半期程度の時間を要するものと予想する。このほかにも、フィリピンの政策金利は既にコロナ前を上回る水準にあるが、今後予想される世界経済減速と、欧米金融市場での不安が本格化した際により多くの利下げ余地を残しておきたい意図があるようにも見られた。
- 4 月の PHP は上値の重い推移を見込む。3 月 FOMC でドットチャートが更新されたが、大きな変化はなかった。これを受けて米金利の先高観は弱まりつつあるものの、需給面で PHP 売りが根強いことが考えられる。昨年後半以降貿易収支の悪化はピークアウトしたが、年初の数字をみるとやや悪化傾向にある。その要因は輸入の増加ではなく、輸出が落ち込んでいることが大きく影響している。特に中国経済の正常化が期待されながらも、1 月の中国向けの輸出が低迷したことが目を引く。単月の結果を過度に悲観するのは尚早ではあるが、フィリピンの需給動向は為替動向を予想する上で注目すべき視点となる。

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: 注目される MAS の政策動向

アジア・オセアニア資金部

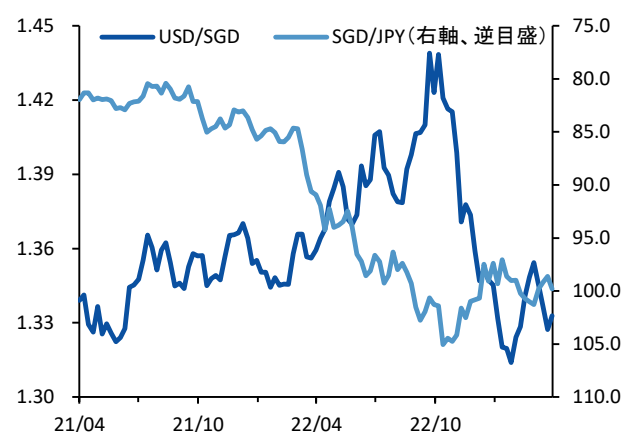
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

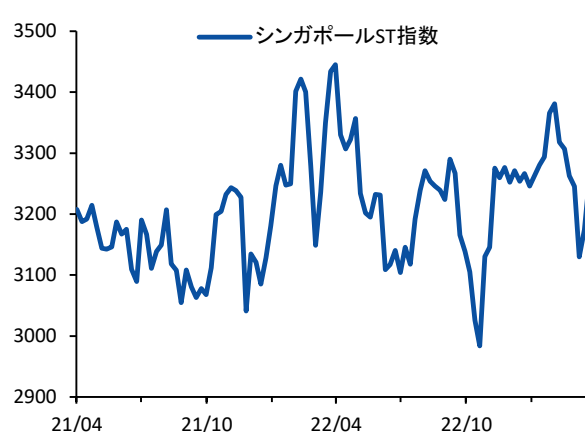
- ・ 米国と欧州で金融危機が連鎖的に発生し、これは必然的に外国為替相場まで影響が及んだ。加えて、3 月 FOMC にてハト派な情報発信がなされたことで 3 月中旬以降はドル安と共に SGD は値を上げる格好となった。
- ・ 欧米の金融不安に関するヘッドラインについては引き続きその動向を注視する必要があるが、シンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) の定例会合が 4 月中旬に迫る中、今回決定が現状維持か引締めかで意見の相違が目立ち、これが SGD の値動きにも影響が出た印象だ。既に高値圏に位置していたシンガポールドル名目実効為替レート (S\$NEER) にアップサイドバイアスが見られたことも少々驚きであった。
- ・ 4 月会合では具体的に、MAS が政策バンド中央値の調整、S\$NEER 傾斜の引上げを実施するか、片や、金融不安に端を発した世界経済減速懸念を織り込んで引締めサイクルを中止するかという複数の選択肢が与えている。従前、ベースケースであった現状維持は勢いを失っており、MAS による市場専門家調査 (22 年 12 月および 23 年 3 月) を比較すると、全体として引締め政策への期待が強まっている。特に、S\$NEER 中央値の引上げへの期待は 11% から 2 倍の 24% に上昇した。かかる予想は MAS 会合までの間、SGD の相対的なアウトパフォーマンスを支える可能性があることに留意したい。
- ・ しかし、本欄では引締め予想の立場を取っていない。その理由は、22 年に極めて積極的に金融引締めを継続したことで、MAS が引締めを強化する余地が著しく小さくなったと考えているためだ。経済指標をみると輸出需要の停滞は顕著であるし、インフレ動向もコアインフレ率を中心に長期化しているが、物品・サービス税 (GST) による一過性の影響も踏まえた検証が今後必要と考えている。
- ・ 4 月の SGD は金融政策動向を巡って多少荒い値動きとなることも想定しておきたい。本欄では、MAS のタカ派維持が市場で徐々に織り込まれている状況下、予想に反して引締め政策が打ち止めとなることや、金融不安が再度悪化して新興国通貨全般に売りが強まることをダウンサイドリスクとして想定している。4~6 月期と 7~9 月期は FRB の利上げ終了が秒読みとなり、米金利の先高観が一服することあつて、SGD 高 (≒ドル安) 方向のバイアスがかかりやすくなる点には特に警戒が必要だろう。以降は、金融不安の動向、世界経済減速度合いなど不確実性が高い要因が混在し、より予想が難解となるが 10 月の定例会合で MAS がハト派転換に至らない限りは対ドルで堅調であると考えたい。

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: インフレ減速の兆しが見えたか

マーケット・エコノミスト

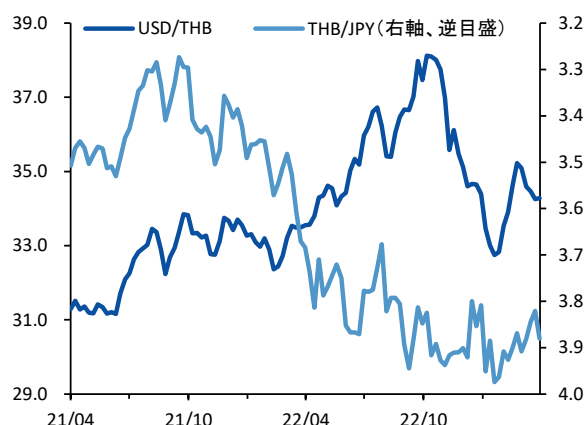
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

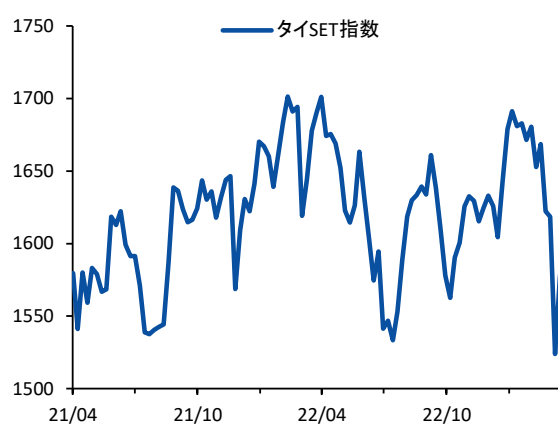
- 3月のTHBは中旬以降に値を戻す展開。月初34台後半で取引を開始。上旬は3月FOMCでの利上げペース加速が警戒され、月安値となる35.20付近まで下落。10日、SVBの破綻の報道を受けてドルが手放されると、THBは34台を回復。中旬以降もFRBのハト派化を織り込む動きが強まり、THBはじり高の展開となった。下旬は3月FOMCでの決定を受けて一時的に相場が変動するもその後は堅調さを維持し、月末付近では34台前半での取引となった。
- タイ中央銀行(BOT)は29日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.50%から1.75%に引き上げた。BOT今回会合後に経済・物価見通しを更新しており、23年、24年の実質GDP成長予想はそれぞれ▲0.1%ずつ下方修正された。声明文でも言及していた世界経済の減速によって財輸出が減少する可能性を織り込んだ格好だ。その一方で、内需と観光業関連産業の回復が順調に進んでいる点を指摘し、今後もタイ経済を支えていくとの見方を示した。
- 2月消費者物価指数(CPI)が前年比+3.8%と1月の同+5.0%からまとまった幅で減速した。内訳をみると直近数か月でのエネルギー価格の減速が目立っている。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+1.9%とこちらも1月の同+3.0%から減速した。もっとも、BOTはインフレの上方リスクに対する警戒は緩めておらず、観光業をはじめサービス業における賃金上昇など需要面からのインフレを引き続き注視する姿勢だ。
- BOTは経済・物価動向を勘案して金融政策の正常化を進めることが適切とし、今後の方針については、経済・物価動向の見通しに修正が生じた場合には正常化の度合いやタイミングを調整する用意があるとした。上述の通りインフレ基調が弱まりつつあることや、欧米の金融不安が高まっていることで22年6月から開始した利上げ停止も近づきつつある印象だ。
- 4月のTHBもドルの動きを見ながらの動きとなろう。4~6月期以降はTHBの需給動向が昨年と比較して好転することが見込まれる中、大崩れはないと考えたい。もっとも、THBの需給は盤石とは言い切れず、昨年は資源輸入が膨れ上がり、これが貿易収支の実績を大きく悪化させた経緯がある。BOTの想定する原油価格は徐々に切り下がっているものの、足許においてコロナ前と比較してまだ約1.5倍程度高い水準を推移している点は無視できない。加えて、23年の財輸出は中国経済の正常化に頼らざるを得ず、引き続き不確実性が高い。欧米の金融不安が解消しても外部要因に左右される相場地合いは続くだろう。

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:国内外ともに見極め要因多い

マーケット・エコノミスト

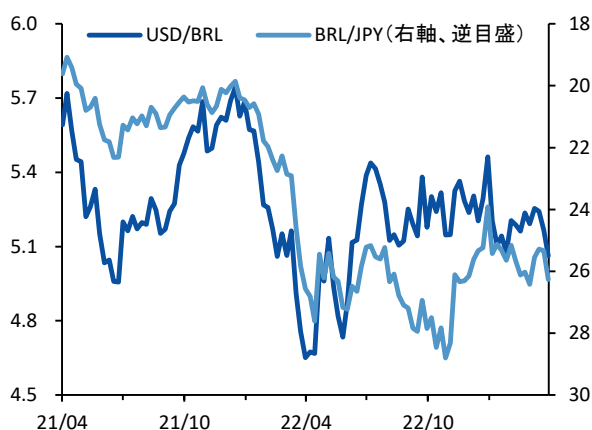
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の BRL は前月比+3.4%と反発。BRL は 5.21 台で取引を開始、上旬は FRB のタカ派化懸念からドルが上昇する中でも堅調さを維持し、一時 5.10 近くまで BRL 高が進んだ。もともと、月半ばにかけては一転、BRL 安が進展。欧米発の信用危機を巡る不安に市場のボラティリティが上昇、高金利通貨が売られる展開となった。月後半には一時 5.34 台まで BRL 安が進むも、月末にかけては上述の不安感の和らぎにより急速に持ち直し、5.06 台で取引を終えた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 22 日、金融政策委員会を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を 13.75%に据え置いた。据え置きは 5 会合連続。信用危機を巡る不安が漂うものの、インフレ見通しの上振れリスクをより重視したようだ。状況次第で引き締め再開を躊躇しないと繰り返した点にもそれがうかがえる。
- 実際、インフレ率(IPCA)の鈍化は 8 か月連続となるものの、その鈍化ペースは徐々に弱まっている。また、BCB の市場サーベイによれば、インフレ見通しはじりじりと上方修正が続く。政府によるインフレ抑制策とその反動も踏まえて BCB は 6 四半期先(2024 年 7~9 月期)のインフレ率を重視しているというが、BCB の見通しは前年比+3.8%と前回会合時(同+3.6%)から上方修正されている。
- また、インフレの上振れリスクとして BCB は、国際商品市況のほか、①財政の不透明感と②長期期待インフレ率の上昇を挙げている。①については、政府が 30 日に 2024 年の基礎的財政収支の均衡を目指すという目標を発表も、遵守されるか懐疑的な見方もある。守られそうになれば②のリスクも増す。市場の 2023 年末の政策金利見通しが 12.75%と前回会合時(12.50%)から上方修正され、利下げ時期がさらに後ずれした背景にはこうした懸念もあろう。
- さらに、興味深いことに、BCB がインフレ下振れ要因に挙げた③金融環境の悪化に伴うさらなる世界景気減速と、④過度な国内金融環境のタイト化にも、BRL 安を通じた短期的なインフレ上振れ余地を見出せる。③の前提には信用危機を巡る不安があり、市場のボラティリティ上昇も伴って高金利通貨には逆風となる。④の前提には金融引き締めの長期化があろうが、それは景気減速と利払い負担の増加による財政不安という、BRL にありがちな売り材料をもたらす。
- もちろん、現政権による税制改革の動きや中国経済の持ち直し、エネルギー・食料の供給国という立ち位置は、BRL の下支え材料となろう。ただ、信用危機を巡る不安は当面熾りそうな中、BRL の値幅も大きくなりうると考えたい。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.70~5.60 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:MXN 高を支える構図には綻びも

マーケット・エコノミスト

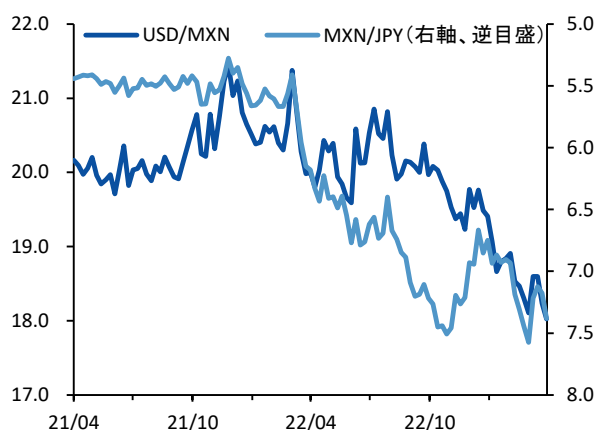
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

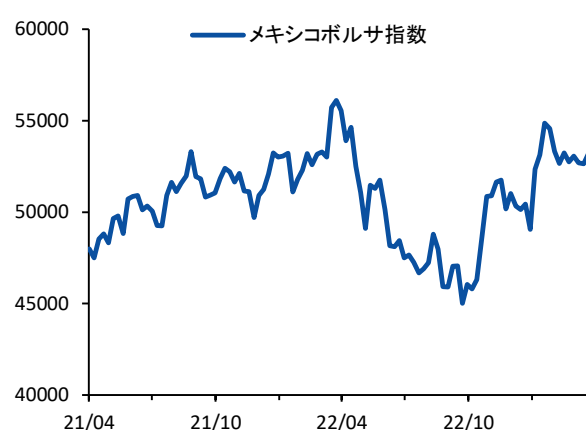
- 3 月の MXN は前月比+1.4%と 3 か月続伸。MXN は 18.3 台で取引を開始、上旬は堅調に推移し一時は 2017 年 9 月以来となる 17.8 台を試した。堅調が続く米景気が支えとなっており、FRB のタカ派化懸念によるドル高の影響も限定的であった。もっとも、米欧発の信用危機を巡る不安の高まりに、中旬には 19.2 台まで MXN 安が進む場面もみられた。下旬は、この不安感の和らぎに MXN は総じて持ち直す展開となり、18.0 台で月末を迎えた。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 30 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を 25bp 引き上げて 11.25% とすることを全会一致で決定した。利上げは 2021 年 6 月以降、15 会合連続。利上げ幅の縮小は、前回会合で示唆していた通り。今会合の声明文では、追加利上げの必要性を示唆する文言自体が削除されており、今次利上げ局面もいよいよ終わりを迎えつつあるようだ。
- 懸案のインフレ動向について Banxico は、短期的には引き続き警戒感を示しつつも、中長期的には目標 (前年比+3%) に収斂していくという見通しを変えてはいない。同行のコア CPI 見通しは、2023 年前半の 2 四半期について僅かながら上方修正されたものの、2023 年後半以降の見通しは据え置かれた。
- なお、足許での欧米銀行の経営破綻の影響について Banxico は、声明文で事実関係に言及した後、グローバルなリスク要因として「金融安定性」を挙げた。他方、それがメキシコ国内に与える影響には注意を要するも、今のところは限定的という認識も示している。上述の政策効果を見極める姿勢を変えうとすれば、この辺りに変化が生じインフレ見通しにも影響が及ぶ場合と言えそうだ。
- この点、金融市場の混乱に伴う MXN 安がインフレ上振れ要因のひとつとなる。3 月中旬にも見られたように、市場のボラティリティが上昇すれば、金利差に着目したキャリー取引は巻き戻されやすい。一方、インフレ下振れ要因は、上述の問題を契機に世界経済が同行の想定以上に減速する場合だろう。特に、経済的結びつきの強い米国における信用危機リスクの行方は注目される。
- MXN 相場については、引き続き弱含みの方向で考えておきたい。ボラティリティ上昇により高金利通貨としての優位性は揺らぎ、一層の米景気減速はメキシコ人労働者からの送金の縮小や輸出低迷による貿易赤字の拡大をもたらす。グローバル・サプライチェーン再編を追い風に対内直接投資 (外資誘致) は堅調を維持する可能性はあるものの、上述の逆風を相殺しきれののだろうか。
- かかる状況下、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 17.6~19.1 としたい。

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 1～3月(実績)	SPOT	2023年 6月	9月	12月	2024年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ~ 6.9774	6.8737	6.80	6.75	6.70	6.65	6.60
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8496	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.949	82.178	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14835 ~ 15643	14996	14800	15300	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1329.15	1301.59	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリングギ	(MYR)	4.2250 ~ 4.5315	4.4152	4.38	4.52	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.131	54.366	54.0	55.0	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3329	1.32	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 30.915	30.487	30.5	31.0	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.39	34.24	33.6	34.5	33.6	33.5	33.2
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23858	23471	23600	24500	23800	23700	23600
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	4.9410 ~ 5.4798	5.0640	5.25	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ~ 19.5882	18.0352	18.5	18.8	19.0	19.1	19.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ~ 19.847	19.302	19.71	20.15	20.00	20.00	20.00
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.568	16.962	17.09	17.35	17.14	17.05	17.01
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.680	1.616	1.64	1.62	1.63	1.65	1.66
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.897	0.888	0.905	0.889	0.893	0.893	0.892
韓国ウォン	(100KRW)	9.962 ~ 10.743	10.204	10.08	10.38	10.39	10.47	10.56
マレーシアリングギ	(MYR)	29.106 ~ 31.133	30.207	30.59	30.09	30.25	30.50	30.84
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.494	2.449	2.48	2.47	2.49	2.49	2.49
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 101.70	99.90	101.67	98.98	100.45	99.11	99.62
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.494	4.374	4.39	4.39	4.39	4.43	4.47
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.994	3.891	3.99	3.94	3.99	3.97	3.98
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5821	0.5659	0.57	0.56	0.56	0.56	0.56
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	23.723 ~ 26.781	26.294	25.52	26.41	26.27	25.98	25.63
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.650	7.383	7.24	7.23	7.05	6.96	6.88

注: 1.実績の欄は 2023 年 3 月 31 日まで。SPOT は 4 月 3 日の 8 時 25 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。