

2023 年 5 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:FRB 利上げ終了後の経済の行方は	2
中国:景気は回復も緩和的な金融政策を維持	3
インド:利上げ停止は「一時的」なのか	4
インドネシア:インフレ鈍化は早いペースで進展	5
韓国:貿易赤字の定着が KRW を下押し	6
マレーシア:金融政策正常化の終了が視野に	7
フィリピン:実需の売りに押され年初来安値を更新	8
シンガポール:混在する SGD のリスク材料	9
タイ:下院総選挙の戦局は未だ読めず	10
ロシア:通貨ファンダメンタルズが急激に悪化	11
南アフリカ:「悪い金利上昇」でも ZAR は堅調	12
トルコ:嵐の前の静けさ	13
ブラジル:新たな財政枠組みに関する思惑が交差	14
メキシコ:利上げサイクルは最終局面	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 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@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
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@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:FRB 利上げ終了後の経済の行方は

マーケット・エコノミスト

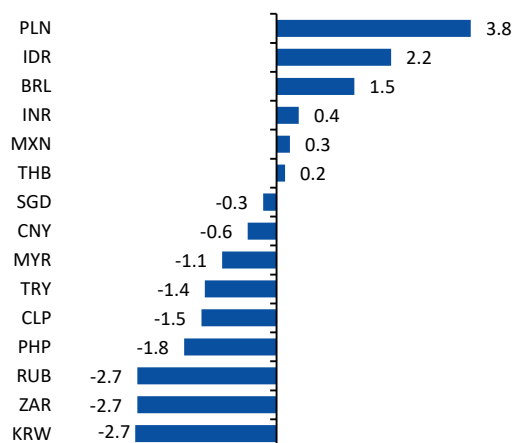
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

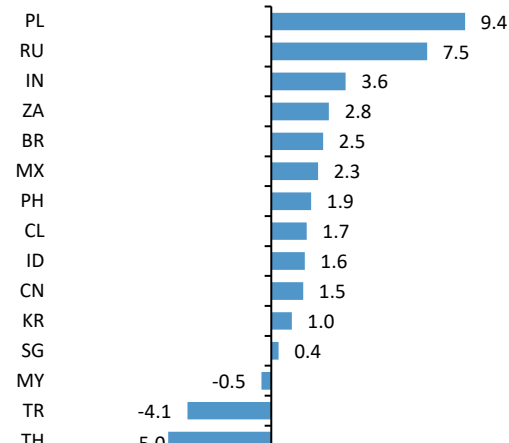
- 4 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.26%の下落。同指数は 1691 台で取引を開始すると、上旬は米 3 月雇用統計、インフレ関連指標の軟化に伴って、1700 に近づくも米金利反発を受け伸び悩んだ。中国 1～3 月期 GDP は市場予想を上回るが積極的な買いには繋がらず、1690 を挟んだ推移が続いた。5 月初旬に FOMC を控える中、徐々に動意に欠く展開となり、同指数は月末付近でも同水準を推移、1687 台で取引を終えた。
- 5 月最大の相場材料は開催を目前に控える FOMC の動向であろう。3 月更新のドットチャートに則せば、今回会合をもって利上げは終了するというのが大方の見方であるが、シリコンバレーバンク(SVB)の破綻以降、銀行の貸出態度が厳格化したとの報告が確認されており、利上げを見送るといった声もある。FRB の早期利下げ観測の強まりはドル安リスクであるが、為替見通し作成上では根強い賃金インフレを抑えるべく、FRB は利上げ終了後も FF 金利を高水準に維持するとの前提には変更はない。昨年後半以降、FRB の利上げ動向に揺れた新興国通貨の相場環境にも近々転機が来るとみられる。
- 中国経済の回復期待は今後の大きな相場材料1つで、市場心理全体のリスク心理を改善させる材料となりえる。しかし、現状では中国のコロナ規制緩和以降で各国の財・サービス輸出への波及余地はまだあるようにも見えるが、波及効果はサービス方面に集中している印象がある。また、影響度合いも国によってまちまちであり、この差が今後の通貨の選好に繋がることも考えられる。
- 中国経済の正常化を見れば、世界は本格的にポストコロナの時代を迎えることとなる。しかし、コロナ禍においても米中間の緊張は解かれず、ウクライナ危機についても終息の糸口を未だ掴めていない。IMF は 4 月の世界経済見通し(WEO)にて、かかる国際情勢の悪化を踏まえ、世界経済の一体化の意味合いを持つグローバル化に対して、地政学・地経学の観点を踏まえた新たな国際経済の枠組みを「スローバライゼーション(slowbalization)」と形容した。この枠組みの下では経済合理性重視の国際連携は薄れ、新興国ひいては世界経済の成長を下押しさせるとの見方を提示した。この他にも、コロナ終息まで先延ばしとなっていた途上国の債務問題が今後明るみに出てくることも想定される。目先では世界的な金融引き締めや欧米での金融不安による景気減速懸念が燦々しているが、コロナ禍を抜けた先にも景気停滞リスクの芽が出てきていることは新興国経済と為替を展望する上で、軽視できない点であるように思える。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023 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(2023 年 4 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 景気は回復も緩やかな金融政策を維持

マーケット・エコノミスト

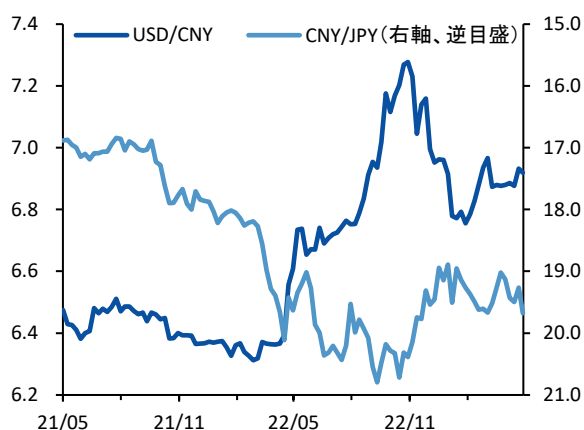
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のCNYは小幅に値を下げる展開。CNYは6.88付近で取引を開始、企業マインドは前月比で悪化するも、大きな下落には至らず。中旬は、米国のインフレ関連指標の軟化を受けて、CNYは月高値の6.83台まで上昇も、1～3月期GDP公表後も緩やかな金融政策を維持したことで上昇幅は限定的となった。下旬は、米国の金融不安再燃に市場心理が悪化してじり安となった。月末にかけてはFOMCの動向も意識され、6.92付近で膠着し取引を終えた。
- 18日、1～3月期の実質GDP成長率が公表され、結果は前年比+4.5%となった。前回10～12月期の同+2.9%を上回ったが習政権が掲げる+5.0%には届かなかった。昨年末以降のゼロコロナ政策の転換を機に、人・モノの移動が活性化し、春節シーズンを迎えて個人消費が活性化したことが成長に寄与したと考えられる。片や、直近の鉱工業生産はプラスを維持しているものの、市場予想を下回る状況となっている。3月固定資産投資は2月から減速したほか、不動産開発投資は前年割れとなり、不動産市況の改善を確認するには再度時間を要する状況となっている。
- 現段階ではコロナ規制緩和の恩恵もあり、4～6月期の実質GDPも加速が続くとの見方が強い。直近のPMIの推移を確認すると製造業と非製造業で対照的な動きとなっていることもあり、非製造業の持ち直しが一層期待される状況だ。
- 物価動向に関して、3月消費者物価指数(CPI)が前年比+0.7%と2月の同+1.0%から減速した。食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+0.7%と低位安定している。3月生産者物価指数(PPI)においても、▲2.5%と20年6月以来の落ち込みを記録しており、輸入インフレの一巡と共に需要の弱さが示唆される結果となっている。
- CNYの方向感について従前の予想から変更はない。1～3月期GDPの結果は業種毎にむらが出る結果となったが、良くも悪くも大きなサプライズはなかったと総括出来る。今四半期で堅調な景気回復が確認できれば、CNYは大きく値を崩さないと考えたい。片や、米国は年後半にかけての景気減速が濃厚とされており、FRBの利上げ終了が間近であることも金利面で追い風となるのではないかと。米中関係について、本欄では両国間での緊張の高まりが貿易・投資面でのデカップリングを増幅させる点はリスク要因として織り込んでいるものの、こうしたリスクは現段階では顕在化していないと考えている。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: 利上げ停止は「一時的」なのか

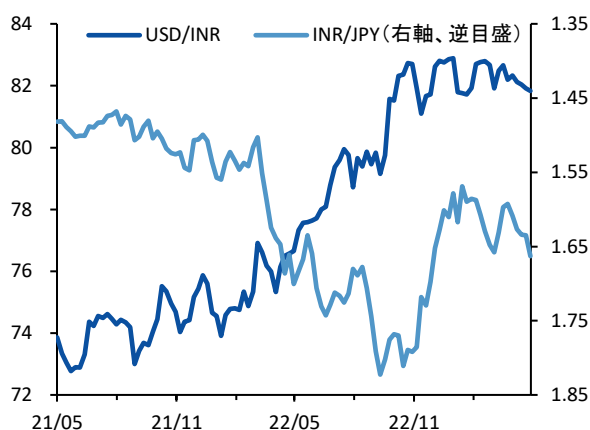
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

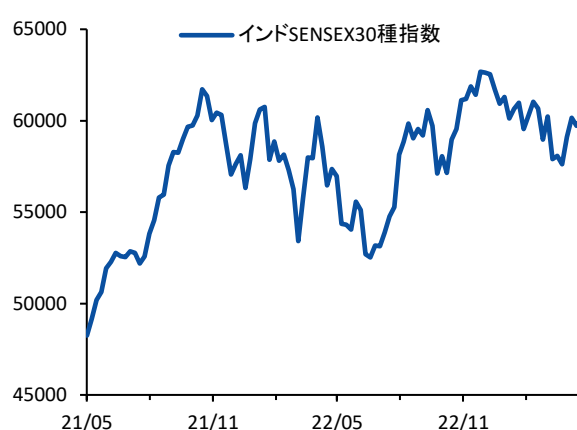
- 4月のINRは対ドルで+0.43%と強含んだ。月初、82台半ばで取引を開始。上旬は軟調な米景況感指標を受けた米金利低下の流れや、インド準備銀行(RBI)による政策金利据え置きが好感され81円台後半に上昇。中旬は堅調な米経済指標等を受けた米金利上昇やインド株安を背景に82円台前半に値を戻した。下旬は、米金利低下やインド株高に加え、原油価格下落が好感されたことを背景にINRは上昇、月末付近では81円台後半で月末を迎えた。
- RBIは4月会合において、市場予想に反しレポレート据え置いた。昨年5月以降合計+250bpsの利上げを行い、今次利上げ局面で初めて据え置きに転じた。しかし、声明文や議長会見では「我々の仕事はまだ終わっていない」「さらなる行動をとることを躊躇しない」等タカ派な発言が目立った。ハト派な印象を与えるのを嫌った側面が大きく、バランスをとったものと推察される。
- 直近3月の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.7%と、2月から▲0.7%ポイントと大きく減速。3か月ぶりに中銀の目標レンジ(前年比+2.0~+6.0%)に回帰した。年初2か月は食料品・飲料が騰勢を加速したが、一時的だった可能性が高い。また、食料品・燃料価格を除くコアCPIも同+5.9%と伸びが大きく鈍化した。インフレ見通しについては、天候不順による食品価格上振れのリスクは一定程度残存しようが、好調な穀物生産により食料品価格下落が見込まれることや、内需回復の一巡により輸入物価高騰が和らぐことが見込まれている。かかる中、RBIによる利上げの再開は基本線ではないだろう。
- ただし、4月会合の議事要旨は、複数の委員が利上げ停止を「一時的」と指摘するなどタカ派な内容が目立った。次回の会合は6月初旬であり、そこまで多くの経済指標の公表を控えている。上述の通り本欄では利上げの再開はメインシナリオとはしないが、データ次第の決定とされている以上、予想は可変的だ。来月の本欄で、政策金利の予想を再度検証することとしたい。
- 5月のINRは上値の重い展開を予想。金融不安の一巡を背景に、FRBによる利上げ予想は再度盛り返しつつあり、5月FOMCでの利上げ継続は広く予想されるところだ。利上げ停止を決定したRBIとの対比が意識されよう。しかし、INRが大きく弱含む局面では、足許手控えているとみられる為替介入の発動が期待される。大きく市場心理が悪化しない限り、INRの急落は回避されると見込む。加えて、OPEC+による原油減産公表以後も原油価格は顕著な上昇を見せておらず、この点も需給面からINRの下支えをするだろう。

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：インフレ鈍化は早いペースで進展

マーケット・エコノミスト

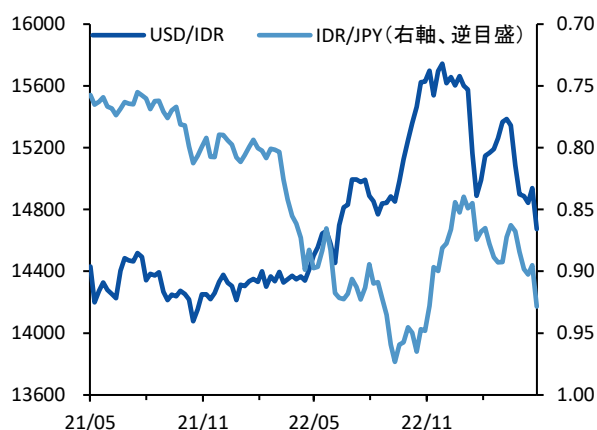
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のIDRは堅調推移が続き、年初来高値を更新。月初、15000付近で取引を開始。上旬は3月PMIの良化、3月消費者物価指数(CPI)の軟化が材料視されIDRはじりじりと値を上げる展開。中旬に入ると米国インフレ指標の軟化を受けて、一時14600台まで年初来高値を更新した。中旬以降は、米国の金融不安によりリスク心理が悪化するも、月末にかけて再度IDRは値を上げる展開となり、年初来高値付近での取引となった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は17~18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、23年の世界経済成長予想に関し、中国経済の回復期待を背景に、前回会合での同+2.6%に据え置いた。また、国内経済については、人流・物流の活性化やインフレ鈍化もあって、堅調な回復が続いている点に言及。直近の消費者心理や雇用動向も改善基調が確認できている。
- 3月CPIは前年比+5.0%とBIの定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)の上限を10か月連続で上振れたが、2月の同+5.5%から減速した。食料品・燃料価格を除くコアCPIは同+2.9%と2月の+3.1%から鈍化した。過去数回の会合でBIはインフレ圧力の減退に言及しており、こうした傾向が数字で確認できる状況となっている。ペリー総裁は総合CPIが23年8月までにインフレ目標内に収束するとの見解を示し、インフレ抑制に更なる自信を示した。
- こうした状況下、ペリー総裁は現行の政策指針をインフレの鈍化とインフレ期待の安定を目指す方針に合致しているとした上で、金融政策の現状維持を決定したと述べた。また、今回会合では、銀行部門にてコロナ禍以降、業績回復が遅れる中小企業や環境関連業種への貸出拡大に向けたインセンティブ付与を進める方針も示している。
- 5月のIDRは底堅い動きを予想する。4月はIDRの上昇が目立ったが、これは中国のコロナ規制緩和以降、対中貿易取引の回復が周辺国と比較して早く、主要産品の資源価格もコロナ前よりも高い水準で推移していることが要因として考えられる。世界景気減速と資源価格の下落により貿易赤字に転落することがIDRの下落リスクであるが、中国経済の回復はまだ道半ばであることから、4~6月期の段階では避けられる可能性が高い。月初のGDP関連指標を確認する必要があるが、内需の減速ペースも周辺国と比較して緩やかと見受けられ、この点もIDRの下支えとなりそうだ。

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: 貿易赤字の定着が KRW を下押し

マーケット・エコノミスト

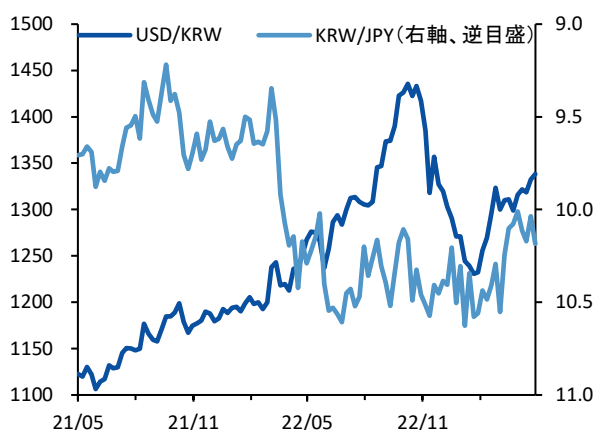
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4 月の KRW は対ドルで弱含む展開となった。KRW は 1310 台で取引を開始した後、3 月貿易収支、3 月 PMI の結果が軟調に終わり、KRW は上値の重い推移。中旬は米国のインフレ関連指標が弱含む、一時月高値の 1290 台まで値を上げたものの、米国の金融不安の再燃に伴いリスク心理が悪化し、KRW は再度 1300 台での取引となった。下旬には、1~3 月期 GDP が公表されたが、景気の停滞感は拭えず、KRW も軟調地合いの推移となり、月末付近では 1340 台まで値を下げ、年初来安値を断続的に更新する取引となった。
- 韓国銀行(BOK)は 11 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を 3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは前回利上げを停止してから 2 会合連続での決定となった。声明文及び李総裁の会見では、国内の景気減速とインフレの長期化に警戒感を示した。
- 23 年 1~3 月期実質 GDP 成長率は前期比+0.3%を記録し、2 四半期連続でのマイナス成長は回避した。内需の改善や在庫積み増しが GDP の押し上げに寄与したが、IT 関連産業をはじめとした輸出産業の停滞が長引いており、GDP へのマイナス寄与となった。22 年 3 月以降貿易赤字計上が続く、23 年に入っても輸出実績は 3 か月連続で前年割れの推移が継続している。
- インフレ動向について、直近 3 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.2%と約 1 年ぶりの水準まで低下した。片や、サービス価格は高止まりしており、コア CPI は高水準を維持している。当面はベース効果によるインフレ減速を見込んでおり、23 年のインフレ見通しを前年比+3.5%に据え置いたが、BOK が目標に掲げる+2.0%とは依然大きな離れがある状況と整理できる。
- かかる中、BOK は第一にインフレの減速度合いを注視していく方針を示した。その一方で、景気減速懸念が高まる中で、過剰な引き締めは景気のオーバーキルとなる点に考慮して政策金利の据え置きに至ったと考えられる。李総裁は今後インフレ鈍化が続くことを前提に追加利上げを実施する必要はないと述べている。こうした発言からは前回会合よりもハト派な姿勢が見て取れた。
- 5 月の KRW は軟調な動きを予想。世界的に貿易取引量が伸び悩む中で、主要製品の半導体輸出をドライバーとした景気回復への期待感が後退しつつある。市場では 4~6 月期も低成長が続くといった見方が強く、月末の年初来安値の断続的な更新に繋がったと考えられる。かかる中、6 月までの KRW の想定レンジは 1310~1380 と前月から KRW 安方向へ修正したい。

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:金融政策正常化の終了が視野に

マーケット・エコノミスト

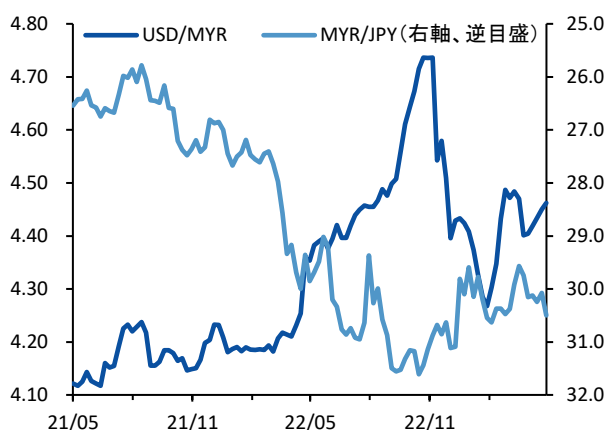
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

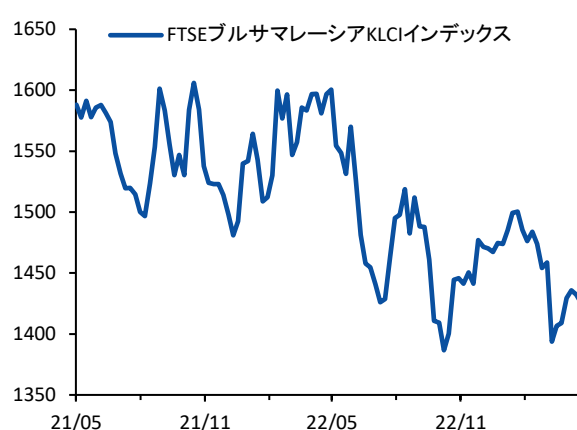
- 4月のMYR月後半に下落する展開となった。月初4.42付近で取引を開始。上旬はOPEC+の原油減産合意を受けMYRは堅調な値動き。中旬も米国のインフレ関連指標が軟化し、FRBの5月利上げ終了の観測が強まりドル安が進展した。以降は、原油価格の反落や軟調に終わった3月貿易指標の結果を受けてMYRは下落。下旬にかけては5月FOMCを見据えた慎重な取引となるも、原油価格が続落し、26日にMYRは月安値の4.46台まで値を下げた。
- 3月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.4%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+3.8%と共に2月から減速した。内訳を見ると、食料品価格は同▲7.5%と高止まりしているが、着実に減速の兆候は確認されている。また、サービス物価は同+4.0%と2月から▲0.2%ポイント減速した。コアベースでのインフレ長期化も懸念されていたが、内需回復と輸入インフレが一巡したこともあり、段階的なインフレ抑制が続いている。
- 3月貿易収支は267億リンギの黒字を記録。黒字幅は2月から拡大したものの、輸出は前年比▲1.4%、輸入は同▲1.8%とそれぞれ前年割れとなった。輸出については20年8月以来のマイナスを記録し、その内訳を見ると、石油関連製品はプラスを維持しているものの、その幅は縮小傾向となっているほか、電子製品、鉄鋼、化学製品といった財輸出は軒並み悪化した。国別では中国への輸出が4か月連続で前年割れとなり、ASEAN諸国や米国向けの輸出も勢いを欠く状況となっている。輸入についても20年11月以来となる前年割れを記録し、内需回復の伴う輸入の増勢にも一服感が出ている。
- 5月のMYRは方向感の出にくい展開を予想する。5月FOMCにおいて、利上げ終了が確認できれば、それ以降はMYRも含めて新たな相場材料を探る地合いになることが考えられる。マレーシアにおいても、内需の勢いは徐々に軟化しており、国内のインフレも抑制されつつある中で、金融政策の正常化は近いうちに終了すると見込まれる。こうした中で、FOMCと同時期に開催されるマレーシア中銀の金融政策は現状維持となる可能性が高い。
- 年前半の値動きとしては、FRBの利上げ終了が見込まれる(ないし終了する)中でドルが金利面で強含む展開は考えにくく、4月下旬の値動きに象徴されるように、貿易関連統計や資源価格動向に相場が上下する展開が想定される。後者について、コロナ規制緩和後の対中貿易実績は軟調で資源輸出頼りの印象もある中で、今後の動向には引き続き注意を払いたい。

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: 実需の売りに押され年初来安値を更新

マーケット・エコノミスト

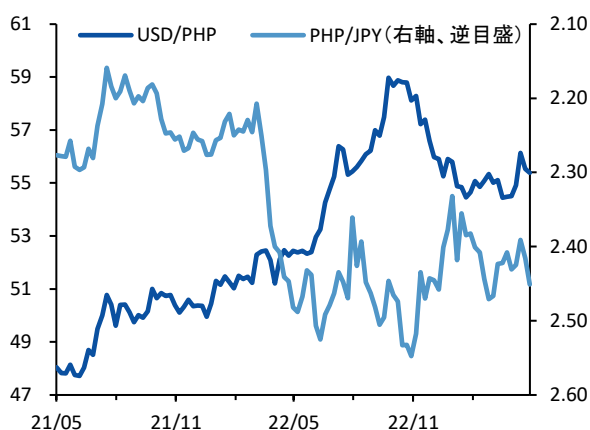
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

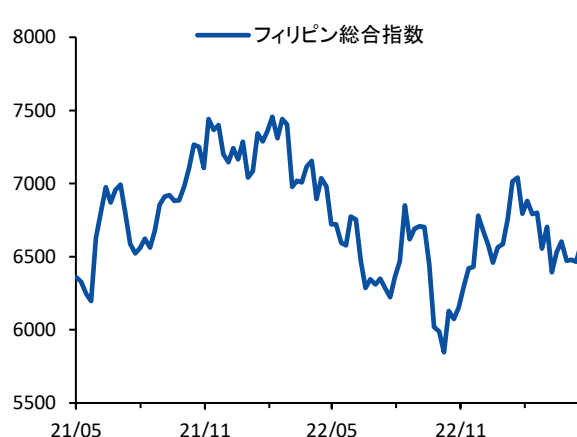
- 4 月の PHP は年初来安値を更新。月初 54 台半ばで取引を開始し、上旬は 3 月消費者物価指数(CPI)の軟化や OPEC+での原油減産合意を受けて緩やかに上昇し、55 台をつけた。中旬に入り、メダラ・フィリピン中銀総裁がインフレ減速を受けて利上げの中断を示唆したことが材料視され、56 台前半まで年初来安値を更新した。下旬は原油価格に調整の動きが見られたことで反発、その後は 5 月 FOMC を見据えて様子見ムードとなって、55 台後半での取引となった。
- 2 月海外労働者 (OFW) 送金実績は前年比+2.4%と市場予想 (同+3.9%) を下回り、7 か月ぶりの低水準に落ち込んだ。国別では全体の約 4 割を占める米国からの送金が前年比+0.2%と伸び悩んだ。米国に限らず送金実績は世界経済の動向に左右されやすく、またその規模はフィリピン経済の内需や PHP の実需動向にも影響を及ぼすため、今後の動きにも注意を払いたい。
- 2 月の貿易収支は▲38.8 億ドルの赤字を計上した。市場予想より改善したほか、前月の水準 (▲57.3 億ドル) も下回った。内訳を見ると、輸出は前年比▲18.1%、輸入は同▲12.1%となった。輸入の大幅減少が貿易赤字の縮小の要因となり、単月の輸入額では 21 年 4 月以来の小ささとなった。資本財・中間財・燃料と満遍なく輸入減少が確認されており、製造業を中心に業況回復がピークアウトしていることも示唆される。輸出については、特に電子製品、農産物や銅などの鉱石資源の実績が伸び悩んだ。
- 3 月 CPI は前年比+7.6%と 2 月の同+8.6%からまとまった幅で減速した。天候不順による食料品供給事情が改善したこと、エネルギー価格の調整が要因として指摘された。片や、食料品とエネルギー価格を除いたコア CPI は 2 月の同+7.8%から同+8.0%に上昇しており、99 年 3 月以来で最大を記録した。内需は堅調さを保ちながらも、外需部門は減速が色濃くなっており、5 月でフィリピン中銀 (BSP) は利上げを中断する可能性を示唆している。足許において政策運営の難易度が高まる状況にある中で、インフレ動向と共に BSP の景気に対する見解にも注目が集まる。
- 5 月の PHP は上値の重い推移を見込む。米金利の先高観は薄れつつも、4 月の PHP は上述の海外送金実績の軟化、貿易赤字の常態化など実需の売りに押され、周辺国通貨と比較して値を下げた通貨となった。世界各国の経済は正常化に向かう中でも、資源価格はコロナ前の水準には当面戻りそうにないことを踏まれば、PHP が大きく値を戻す展開は想定しにくい。

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: 混在する SGD のリスク材料

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

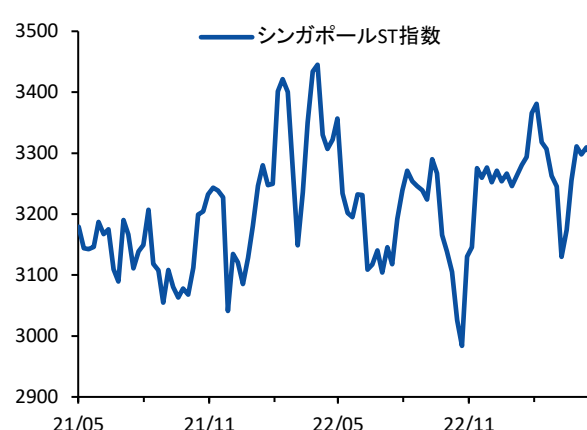
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は14日、定例の金融政策会合を開催し、金融引き締め打ち止めを決定した。本欄では金融引き締め効果が着実にシンガポール経済に浸透してきていること、ここまでの引き締めが過去と比較しても既に相当に強い度合いであることを背景に現状維持を予想したが、かかる想定は間違いでは無かった。MASはサービス物価の抑制に苦慮しながらも、過度な引き締めが景気へのオーバーキルとなる懸念に配慮する方向にシフトしつつあるようだ。しかし、市場では現行の積極的な引き締め路線を反転させる可能性は低いという見方もあり、インフレの高止まりが続けばそういった声も徐々に目立ってくるように思われる。
- MASは、23年の実質GDP成長率が前年比+0.5~+2.5%と22年の同+3.6%から大きく減速するとの見方を示した。26日には、半期報告書を公表し、世界的な製造業低迷に伴い貿易取引が縮小していることを受けて、シンガポール経済が22年10~12月期以降減速が顕著となっている点を指摘した。リスクは下方方向に傾いており、更なる下方修正の可能性も考えられる状況と言えよう。
- かかる声明に対し、SGDは対ドルで若干値を下げる格好となったが、ここも想定内の動きであった。政策バンドの中央値が長期間高く設定される可能性が後退したことをはじめ、MASのタカ派維持期待の弱まりが相場に現れたのであろう。以降の値動きを見るとSGDは下旬にかけて一時1.339まで値を下げたが、これはMASの政策決定と区別して整理する必要がある。その間のドルの動きを見ると、FRB高官によるタカ派な情報発信や米国での金融不安の再燃によりリスク心理が悪化したことでドルが選好されたようで、月末にかけてもSGDは上値の重い推移が続いた。
- こうした動きを見てもFRBが利上げ終了を間近に控えるとは言え、ドルのその後の方向感は無視できない。利上げ終了前後においては米金利が上下する動きを受けて少々荒い値動きとなる可能性もあるが、23年後半から23年末にかけては利下げを織り込んだ取引が優勢となれば、新興国通貨全体の追い風となる。その間、従前からの想定通り中国経済の正常化を背景にCNYが大崩れなく取引されれば、米金利の上下に揺れた相場からCNY相場に連れ高となる展開に変わる可能性もある。しかしながら、地政学リスクの顕在化や不動産セクターをはじめとした当局規制の強化が成長の足かせとなった場合はむしろSGDのリスク要因に変わることとなり、方向感が読みにくい地合いは続く。

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: 下院総選挙の戦局は未だ読めず

マーケット・エコノミスト

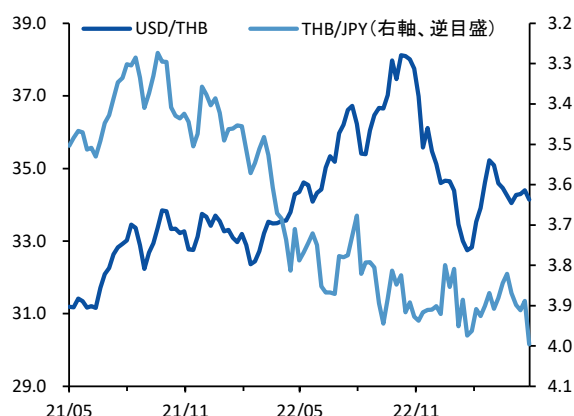
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

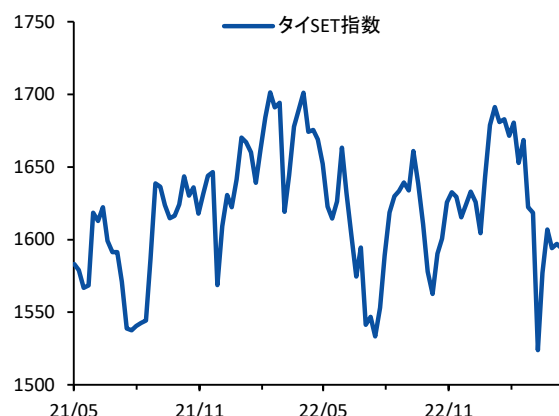
- 4 月の THB はやや方向感に欠く展開。月初 34 台前半で取引を開始。上旬は OPEC+での原油減産合意もあり、THB は上値の重い推移。中旬に入ると米国インフレ指標の軟化が確認されたが、FRB 高官のタカ派な情報発信もあり、小幅ながら上下に揺れる値動き。下旬は米国での金融不安が再燃するも、3 月貿易統計で市場を上回る結果が好感されるとその後は堅調さを維持し、月末付近では 34 台前半まで上昇、月中の下落分を取り戻す格好となった。
- 5 月 7 日に下院の解散総選挙が 4 年ぶりに開催される予定だが、引き続き混戦が予想されている。親軍政権の継続か、民主化を推進し、事前調査では最大の支持を得ているペートンターン氏率いるタイ貢献党が政権を奪取するかが大まかな構図となっている。もっとも、首相指名選は上院と下院の合同投票で実施され、上院の票は親軍与党に流れると予想される中で、野党は 4 分の 3 よりも多くの議席を確保がある。こうした中で、与野党連立の可能性も浮上しており、そうなった場合には政局の混乱が懸念されることとなる。
- 3 月消費者物価指数(CPI)が前年比+2.8%と 2 月の同+3.8%からまとまった幅で減速した。22 年 8 月は同+7.8%の推移であったが、以降 7 か月で▲5%ポイント減速したこととなる。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコア CPI も同+1.8%とこちらも 1 月の同+1.9%から減速した。タイ中銀は 3 月の金融政策会合においてもインフレ見通しを引き下げており、早ければ 23 年後半の早い段階にインフレ目標(+1.0~+3.0%)内で安定的に推移することが予想される。
- 2 月の外国人観光客受入は 211 万人とコロナ前の同時期と比較して約 6 割程度の水準にまで回復している。また、22 年 10~12 月期の旅行収支は 66 億ドルの黒字で、前四半期の 43 億ドルから着実に増加している。また、サービス収支全体で見ても赤字幅は縮小傾向にあり、春節シーズンにおいて中国人観光客の割合が増加していることも踏まえれば、旅行収支の黒字幅は拡大し、今年後半にはサービス収支全体が黒字化することも考えられる。
- 5 月の THB は底堅い動きを予想する。月初開催の FOMC および総選挙の結果次第では多少荒い値動きとなる可能性は残るものの、サービス収支の改善を通じた THB の実需環境には好転の兆しが見える。貿易収支はコロナ前の水準に戻るに至っていないが、コロナ前からタイの経常黒字の源泉は貿易黒字からサービス黒字に移っており、堅調な観光業の再開が、目先のタイ経済と THB 相場を下支えすると予想したい。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア:通貨ファンダメンタルズが急激に悪化

シニア為替ストラテジスト

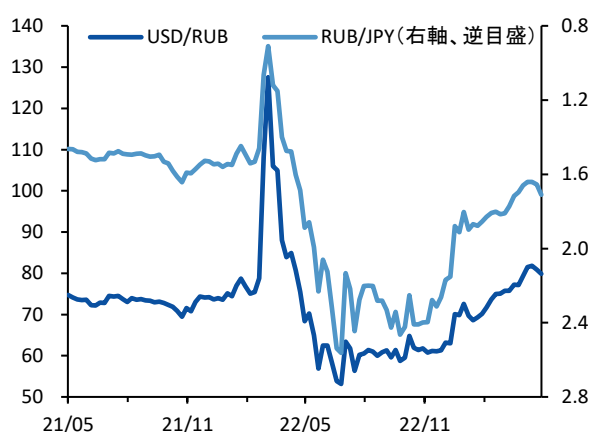
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 4 月の RUB 相場は大幅下落。3 月末の対 USD77.6 前後から 4 月 7 日には対 USD83.44 までわずか一週間で約 7% 下落した。その後、対 USD81 台まで反発したものの、上値の重い展開が続いている。
- 4 月に入ってから RUB の大幅下落の背景については、2 つの異なる見方がある。1 つは、欧米からの経済制裁や、外資系企業の撤退が影響しているという見方だ。G7、EU、オーストラリアは 2022 年 12 月 5 日以降、海上輸送で輸入するロシア産原油に 1 バレル=60 ドルの価格上限を設けている。また、4 月 12 日に欧州に本拠を置く大手エネルギー企業による事業撤退に伴うロシアのエネルギー会社に対する株式の売却をロシア政府が承認したことも、タイミング自体は RUB 急落の後だが、事前に意識されていた可能性はあるだろう。
- もう一方の見方は、RUB 安は輸出業者の外貨売却の減少が原因だというものだ。つまり、ロシアと友好国の関係強化に伴い、ロシアの輸出企業が輸出代金の一部を友好国で保有するようになり、外貨売り・RUB 買いのフロー減少につながったというロジックである。ロシア中央銀行が 4 月 10 日に公表した調査でこうした見解を示している。
- しかし、4 月 11 日に発表された 2023 年 1-3 月期の経常黒字額が 186 億ドルと、前年同期に比べ 510 億ドルもの大幅減少となったことを受けて、前者の見方が説得力を増しているように感じられる。4 月 7 日に発表された 2023 年 1-3 月期の財政収支が 2 兆 4,000 億ルーブルの赤字と前年同期の 1 兆 3,035 億ルーブルの黒字から大幅な悪化となったことも考慮すれば、制裁のロシア経済に対する打撃は鮮明となったと言えよう。財政収支に加え、経常収支も大幅な悪化を示したこともあり、今後も RUB 安方向への展開が続く可能性が高い。RUB 高方向のリスクとしては、ロシア当局が RUB 安抑制のために為替取引規制の再強化に乗り出すシナリオが挙げられる。
- この他の経済指標では、4 月 12 日に 3 月分の消費者物価指数 (CPI) が発表された。前年同月比 +3.51% と 2 月分の同 +10.99% から急低下した形だが、これは前年比較時点 (2022 年 3 月) の物価水準がロシアによるウクライナ侵攻開始後の RUB 急落の影響もあり高水準であったことが影響している。今年 4 月初めからの RUB 安圧力もあり、ロシア中央銀行は 4 月 28 日の会合で製作金利を 7.50% で据え置き、インフレ警戒的なスタンスを継続している。

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:「悪い金利上昇」でも ZAR は堅調

シニア為替ストラテジスト

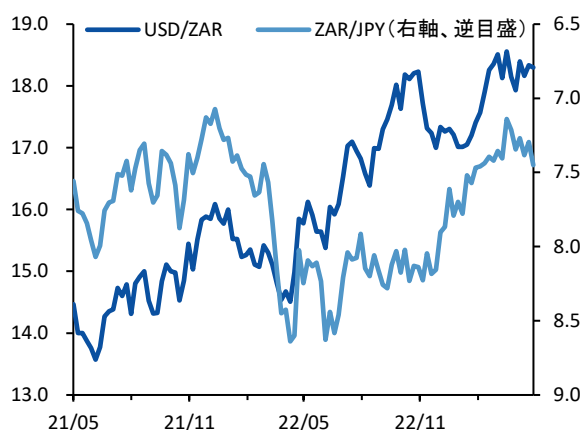
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 4月のZAR相場は前月に引き続き、対USD18.0から18.5をコアレンジとする横ばい圏での推移が続いている。
- ZARの底堅さは南アフリカ準備銀行(SARB)のさらなる利上げへの期待が高まっていることが最大の理由であろう。手がかりとなるのは、4月19日に発表された3月分の消費者物価指数(CPI)とSARBが4月25日に公表した金融政策報告書である。3月CPIは前年同月比+7.1%と2月分の同+7.0%から伸びが加速し、小幅減速(同+6.9%)を見込んでいた市場予想を上回った。CPIの伸び加速につながったのは食料品価格だが、食料・エネルギーを除いたコア指数の伸びも前年同月比+5.2%と前月から横ばいとなり、インフレ圧力が広範囲にわたっていることを示している。
- 金融政策報告書では、現在、南アフリカの経済活動を大きく制限する要因となっている電力不足の問題について、供給が制約を受けることによってCPIが23年には追加で0.5%ポイント押し上げられるという見解が示された点は重要である。SARBはこの推計をする際に、計画停電が行われる日数が昨年の157日から今年は250日に増加するという前提を置いている。22年にはCPIが0.6%ポイント押し上げられた一方、23年には1.1%ポイントに影響が拡大する見通しだ。市場のインフレ期待はこのところ再び押し上げられているが、電力不足の影響も意識されている公算が大きい。SARBはこうしたインフレ率とインフレ期待の上方スパイラルを抑制するためにも、5月25日に控える次回金融政策決定会合で再び50bpの大幅利上げを迫られる公算が大きい。
- 筆者は向こう1、2か月はZARの底堅い展開が継続すると見ている。SARBの大幅利上げ継続への期待に加え、VIX指数の低下に表れているようにグローバルな金融環境が新興国・高金利通貨にとって追い風となっているためだ。もちろん、南アの高金利が「悪い金利上昇」の結果であることは意識する必要があるだろう。景気低迷が続くなか、インフレ加速を抑えるために金融引き締めを継続せざるを得ない状況は、経済に悪影響を与えるリスクが大きく、持続的でない。こうした状況下で同国の金融市場に流入する資金は逃げ足の速い短期資金が中心になると考えられる。米金利上昇・信用不安再燃などをきっかけに市場環境が悪化に転じる際には、ZARの下落は大きくなりやすい点には注意が必要となろう。

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：嵐の前の静けさ

シニア為替ストラテジスト

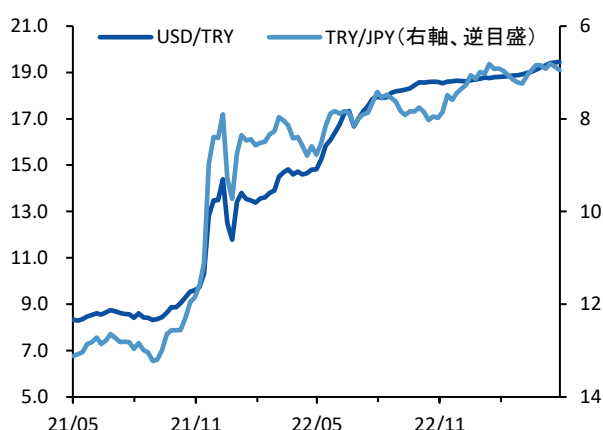
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

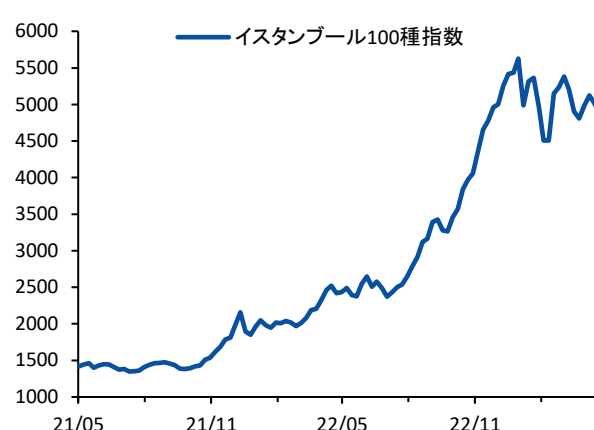
- 4月のTRYは対USDで続落。終値ベースでは緩やかな下落トレンドを辿っているが、日中に瞬間的に対USDで1%程度下落し間もなく元の水準に戻す値動きが断続的に見られており、流動性の薄さが感じられる。5月14日に控える大統領・議会選挙の投票日まで1か月を切り、市場で予想されているTRYの値動きの大きさを示すインプライド・ボラティリティー(1か月物)は22年6月以来の高水準に押し上げられており、嵐の前の静けさと見るのが妥当であろう。
- 選挙後のTRYの変動につながりうる要因として、選挙自体の不透明感もさることながら、トルコ当局のTRYリラ安抑制策の持続可能性を意識するべきである。昨年10月以来の対USDでのTRYの下落スピードは、記録的な高水準にある貿易赤字及び経常赤字、実質政策金利の大幅なマイナス、といった通貨安要因を考慮すれば、緩やかに過ぎよう。トルコ当局はTRY売り圧力を和らげるために公式・非公式に様々な施策を打っている。具体的には、トレーダーに対し、USD買いの注文の執行に際し、詳細な説明を逐次求めているとブルームバーグが3月29日に報じているほか、4月7日には預金総額に占めるTRY預金の比率が60%未満の銀行に対し、外貨預金に対して求めている準備金の比率を25%から30%に引き上げるとトルコ中銀が発表している。ここで紹介した施策は一部に過ぎず、選挙後に為替市場への一連の規制措置が緩和されるようであれば、これまで溜まっていたリラ売り/外貨買い需要が解放されるリスクがある。こうした見方を反映する格好で、トルコ国内では今のスポットレートから5%程度TRY安方向の対USD20.50前後が実勢レートとして取引されている模様だ。
- 選挙のTRY相場への影響について、野党勝利なら中央銀行の独立性の回復と政策金利の大幅引き上げが織り込まれる形でTRY買い、という見方もある。こうした見方を否定するものではないが、世論調査でエルドアン大統領及び与党・公正発展党(AKP)の苦戦が報じられるなかでも海外投資家がトルコの金融資産の購入に動こうとしないのは、上述の要素が一因であろう。
- トルコ中央銀行は4月27日の金融政策決定会合で8.50%の政策金利を据え置いた。TRYの対USD相場は表面上は落ち着いて見えるが、インプライド・ボラティリティーの急騰が示すように潜在的な通貨安リスクが高まっていることが選挙前の金融緩和をトルコ中銀に躊躇させたものと見られる。

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:新たな財政枠組みに関する思惑が交差

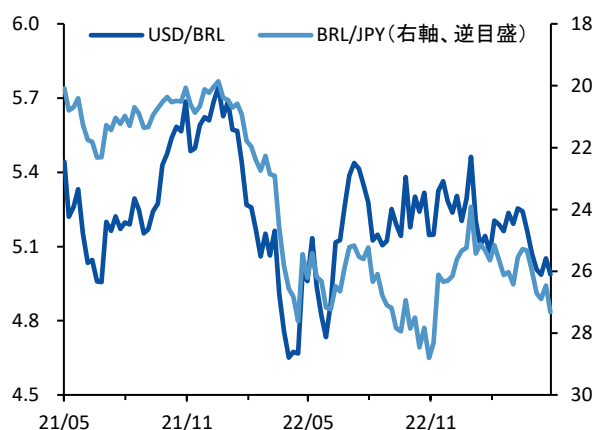
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のBRLは対ドルで+1.51%と強含んだ。5.05近辺で取引を開始、月前半はブラジルの新財政規則案が好感されたことや、米インフレ指標の弱い結果を受け一時4.90を割り込む水準までBRL高が進んだ。もっとも、月後半には上述の財政案に対する懸念が高まったことや、英国の強いインフレ指標の結果等を受けた米金利上昇を背景にBRLは5.05台後半に反落。月末にかけては、市場心理の改善やBCB(ブラジル中央銀行)高官のタカ派な発言を受けBRLが買われ、5.0を割り込んで月末を迎えた。
- 3月30日にアダジ財務相が公表した新財政規則案は、24年に基礎的財政収支の均衡を目指す、歳入増加額の7割を歳出増の上限とするなど、パンデミック期に緩んでしまった財政規律の健全化を謳った内容だ。4月18日には同法案を国会に提出、リラ下院議長によれば、5月10日までには投票に移行させたい方針だ。規則案公表直後は、市場はこれを好感しBRLは上昇で反応したものの、複数の項目が歳出制限の対象外となっていることなどが嫌気されBRLは戻り売りに至った。短期的に見れば、新財政規則案の動向がBRL相場を動かす可能性は相応に高い。
- 他方、域内の物価は減速を継続しているようだ。3月のインフレ率(IPCA)は前年比で+4.65%となり、前月(+5.60%)及び市場予想(+4.71%)を下回った。21年2月以来約2年ぶりに中銀によるインフレ目標の上限(23年は+4.75%)を下回った。インフレ減速をけん引したのは食品・飲料価格であり、+9.8%から+7.3%へ大きく鈍化。一方、コアインフレ率(+7.8%)やサービスインフレ率(+7.6%)の鈍化は緩やかであり、今後は賃金動向などに大きく左右されよう。
- かかる中、BCBは22年8月の利上げを最後に政策金利を据え置いているが、①インフレ期待の安定、②ルラ政権からの利下げ圧力、③金融不安による不確実性の高まり等を受け、本欄では9月会合で利下げに転じると予測。
- 5月のBRL相場については、①BCBの利上げが一巡していること、②堅調な資本流入の巻き戻しが予測されること、③新財政規則案に関する不確実性の高まり、などを主因に軟調推移を予測。加えて、足許では一服したかに見える金融システム不安が深刻化する場合も、市場心理の悪化を通じBRLにとっては向かい風となろう。もっとも、3月半ば以降商品価格は緩やかながら上昇傾向にあり、今後需給がひっ迫するなどに至れば貿易黒字拡大を通じBRLの下支えをする可能性もあろう。

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: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 利上げサイクルは最終局面

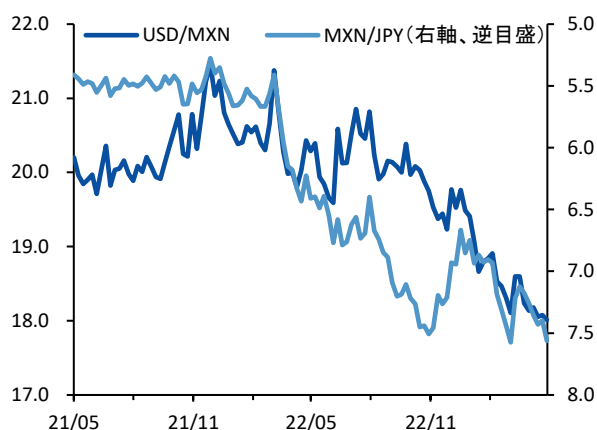
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

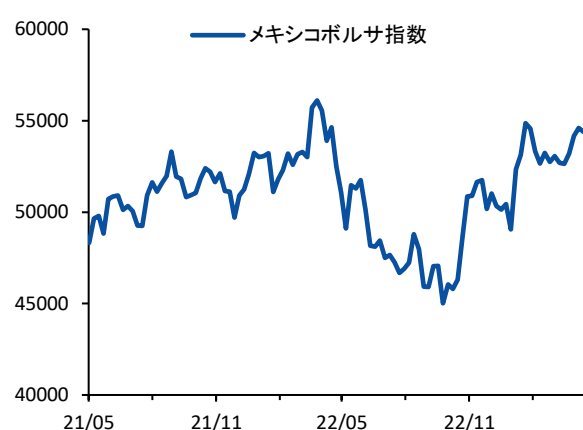
- 4 月の MXN は対ドルで+0.25%と上昇した。MXN は 18.0 台で取引を開始、上旬は軟調な米経済指標を受け、市場心理の悪化とともに 5 日には一時 18.40 まで弱含んだ。もっとも、中旬にかけてはドルの戻り売りや弱い米インフレ指標を受け 17 日には 17.93 付近まで値を戻した。下旬にかけては、米国の金融不安再燃を受け 18.2 付近に弱含む場面も見られたが、3 月貿易統計の良好な結果や市場心理の改善を背景に下げ幅を縮小、18.0 付近で月末を迎えた。
- 域内の経済活動について、2023 年 1~3 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前年比+3.9%と市場予想(+3.3%)及び前四半期(+3.6%)を上回った。潜在成長率こそ下回るも、メキシコ中銀(Banxico)の成長率見通しである+2.8%を大きく上回るポジティブな結果と評価できる。内訳を確認すると、第一次産業や製造業は軟調だったものの、サービス業の需要拡大が目立った。もっとも、年末にかけて米景気の減速が見込まれる中、域内経済もそれにつられる形で一定の調整を余儀なくされるだろう。
- 他方、物価動向に関しては 3 月の消費者物価指数は総合ベースで+6.85%と前月(+7.62%)及び市場予想(+6.89%)を下回った。イースター休暇を前にサービス価格の伸びは加速も、財価格の伸びは順調に減速している。中銀のインフレターゲットレンジには程遠いが、Banxico の見通しによれば、24 年の 4~6 月期にレンジに回帰することが示されている。
- 13 日に公表された議事要旨(3 月会合分)では、声明文において追加利上げを示唆する文言が削除されたことに関し、タカ派なメンバーからも反対がなかったことが判明。かかる中、5 月会合においては、Banxico は利上げ停止に至る可能性がやや優勢と判断する。むしろ、FRB が利上げを継続すると予想されていることも相まって、Banxico に関しても再度+25bp の利上げを実施する可能性もあろうが、遅くともそこで利上げ停止なのだろう。
- 5 月の MXN 相場については、弱含みを予想する。第一に、中銀の姿勢を確認すると FRB 対比で Banxico はタカ派姿勢で劣り、今後金利差縮小が見込まれる。第二に、米景気減速はメキシコ人労働者からの送金の縮小や対米輸出低迷による貿易赤字の拡大をもたらす。第三に、IMM 通貨先物ポジションを確認すると MXN のショートポジションが拡大傾向にあり、投機筋の動きも MXN 安を支持するものと見込む。もっとも、FRB が市場期待に沿いつつハト派に転じるなどに至れば、MXN は対ドルで堅調推移を続ける可能性もあろう。

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 1～4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	6.9184	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	81.834	81.5	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14633 ~ 15643	14674	14800	15600	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1342.87	1339.03	1360	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ~ 4.5315	4.4622	4.38	4.55	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.376	55.384	54.8	55.5	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3343	1.33	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 30.915	30.752	30.5	31.2	30.7	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.39	34.14	33.6	34.5	33.6	32.8	32.7
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23858	23459	23600	24500	23800	23700	23600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ~ 83.2879	79.8783	80.0	82.0	84.0	86.0	88.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ~ 18.7192	18.2951	17.5	18.2	18.4	18.6	18.8
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ~ 19.7079	19.4515	22.0	20.0	19.0	20.0	22.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8955 ~ 5.4798	4.9878	5.20	5.15	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.8981 ~ 19.5882	18.0102	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	19.701	20.00	20.59	20.60	20.60	20.61
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.568	17.358	17.35	17.73	17.65	17.56	17.53
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.680	1.663	1.67	1.66	1.68	1.70	1.71
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.930	0.928	0.919	0.891	0.920	0.919	0.919
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ~ 10.743	10.177	10.00	10.45	10.53	10.62	10.71
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ~ 31.133	30.496	31.05	30.55	31.15	31.42	31.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.494	2.451	2.48	2.50	2.57	2.56	2.57
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 102.18	102.11	102.49	101.61	103.45	102.09	102.64
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.494	4.421	4.46	4.46	4.50	4.57	4.61
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.999	3.996	4.05	4.03	4.11	4.18	4.16
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5821	0.5791	0.58	0.57	0.58	0.58	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.593 ~ 1.948	1.706	1.70	1.70	1.64	1.59	1.55
南アフリカランド	(ZAR)	7.027 ~ 7.863	7.446	7.77	7.64	7.50	7.37	7.23
トルコリラ	(TRY)	6.689 ~ 7.289	6.935	6.18	6.95	7.26	6.85	6.18
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 27.348	27.300	26.15	26.99	27.06	26.76	26.41
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.650	7.559	7.35	7.39	7.26	7.17	7.08

注: 1.実績の欄は2023年4月29日まで。SPOTは5月1日の7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(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。