

2023 年 6 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米国の動向、市場心理の悪化に揺れる	2
中国: 対ドルレートで 7.0 を上抜ける	3
インド: インフレ鈍化が利上げ再開の芽を摘む	4
インドネシア: IDR 下落リスクの顕在化に警戒	5
韓国: BOK は 23 年の成長率予想を下方修正	6
マレーシア: 利上げを再開した BNM	7
フィリピン: GDP は堅調も下げ幅を広げた PHP	8
シンガポール: ドルの勢いと人民元の弱さに揺れる	9
タイ: 観光業の持ち直しが GDP 押し上げに寄与	10
ロシア: 当局は RUB 安への警戒姿勢を強める	11
南アフリカ: ロシアへの武器提供疑惑を機に急落	12
トルコ: エルドアン大統領が再選	13
ブラジル: BCB のハト派傾斜に警戒感が高まる	14
メキシコ: 6 年ぶりの高値を記録も、持続性に疑問	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
+81 3 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：米国の動向、市場心理の悪化に揺れる

マーケット・エコノミスト

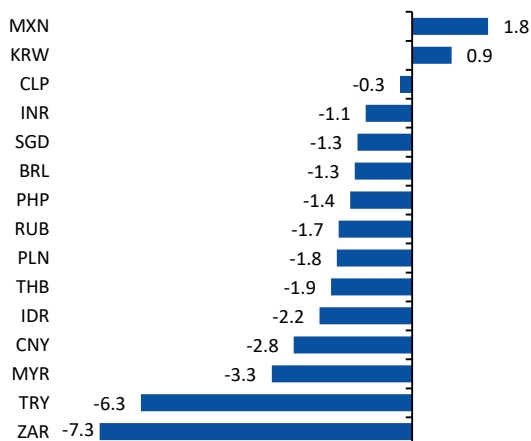
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

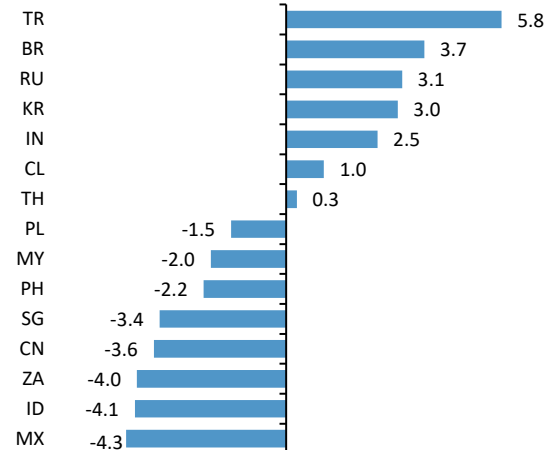
- 5 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.9%の下落。同指数は 1688 付近で取引を開始、上旬は米 4 月 CPI 公表前後に一時 1696 台まで上昇した。中旬以降は中国主要経済指標の軟調な結果や米債務上限問題を巡る交渉が難航してリスク心理が悪化。月後半には 6 月 FOMC にて追加利上げを織り込む動きが出た中で、ドル優勢の地合いが継続した。同指数は下げ幅を拡大させる格好となり、月末付近では 1671 台を推移、3 月以来の水準で取引を終えた。
- 5 月 FOMC 終了後は本会合をもって利上げが一巡し、年内は現在の水準を維持するムードが高まった。しかし、月後半には複数の FRB 高官の情報発信を受け、追加利上げを予想する声も大きくなった。6 月 FOMC (13 日～14 日開催) ではドットチャートや経済・物価見通し (SEP) が更新される。イベント前後においては特にタカ派維持を織り込みつつある市場の反応にも警戒が必要だ。
- 新興国通貨動向にも大きな影響をもたらした米債務問題については、27 日にバイデン米大統領とマッカーシー下院議長の間で、上限引き上げの基本合意に至った。金融市場からのアラームも日に日に高まり、最終的に大統領側は共和党が要求してきた今後の歳出削減を受け入れる格好となった。これによって米国債のデフォルト回避に大きく前進したが、年後半にかけて米国経済が FRB による金融引き締めとバイデン政権による歳出削減を耐えうるかといった別の話題が浮上していくと考えられる。FRB の 6 月以降の政策決定、見通し策定上にも影響が及ぶと見られ、まずは 6 月時点での見解が待たれる。
- また、市場のリスク心理も上向かなかった。特に中国主要経済指標の結果は市場の期待に反する内容となった。内需の押し上げは道半ばであり、貿易取引を通じた周辺国経済への波及効果は依然として限定的と見られる。今年に入り、輸入実績は 2 月を除いて厳格なコロナ規制下にあった昨年の水準を割り込んでおり、東アジア・東南アジアを中心に各国の財取引は勢いを欠きつつある。この他にも 5 月に大きな政治イベントを迎えたトルコやタイでは共に政治の先行きへの不安感が先行するなど、市場は好意的な反応を見せたとは言えない。南アフリカではロシアとの武器取引疑惑、電力不足の長期化・深刻化を背景に ZAR は断続的に史上最安値を更新した。新興国通貨の動きは上述のドル側の要因で弱含んだ面もあるが、各国の個別材料も相応に働いた印象だ。
- 新興国でも金融引き締めは概ね一巡している状況で、今後各国の実体経済への波及具合と経済の強弱が通貨の選好にも繋がりそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2023 年 5 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 (2023 年 5 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:対ドルレートで7.0を上抜ける

マーケット・エコノミスト

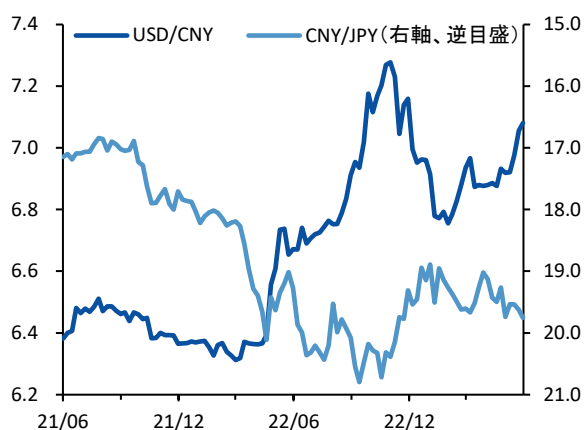
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のCNYは年初来安値を更新する展開。CNYは6.91台で取引を開始、上旬は5月FOMCが市場予想通りに通過し、底堅く推移。中旬は4月の国内主要経済指標が公表され、市場期待に反する結果に終わるとCNY売りが加速。17日に対ドルで7.0を上抜けて以降も米国の債務上限交渉を巡る報道に市場心理が悪化して続落。月末にかけてはFOMCでの利上げ継続予想が高まってドルの優勢が続き、一時7.09台まで値を下げて取引を終えた。
- 4月貿易収支は+902.1億ドルの黒字を計上。内訳を見ると、輸出が前年同月比+8.5%、輸入が同▲7.9%となった。輸出については、去年の厳格なコロナ規制の影響で強い数字が出やすいのに対し、輸入は依然内需の弱さが懸念される内容となった。また、1~3月期の経常収支は、+820億ドルを記録、黒字幅は前四半期の+1031億ドルから縮小した。当該期間での貿易黒字縮小のほか、サービス収支が着実に悪化していることが確認された。ゼロコロナ政策の解除以降、中国人による海外旅行も解禁されており、旅行収支の悪化が寄与した。一方で、未だ一部の地域向けには団体旅行が解禁されていない現状も踏まえれば、今後中国人の海外渡航の増加が一層見込まれる。サービス収支は悪化のペースについてもCNYの需給環境を展望する上で注意が必要だ。
- 物価動向に関して、4月消費者物価指数(CPI)が前年比+0.1%と3月の同+0.3%から減速。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。内訳を見ると、食料品価格が大きく減速したことが影響した。片や、サービス価格は同+0.8%から同+1.0%へ加速したが、総合ベースへの影響は限定的。また、消費財価格は同▲0.4%へ約2年ぶりにマイナス圏に突入した。生産者物価(PPI)においても、同▲3.6%と20年5月以来の落ち込みを記録しており、景気回復が物価に波及していない状況が窺える。
- CNYは4月主要経済指標の結果を受け軟調地合いが続く。世界貿易取引量減少に伴い貿易黒字の縮小が懸念されるほか、旅行収支の悪化などCNYの需給にも逆風が吹きつつある。中国人民銀行は短期的なCNYの変動をけん制したもののその効果は限定的で、6月においても主要経済指標の結果や米国での債務上限問題を巡る議論の行方、FOMCでの政策決定などの影響でCNY相場も上下しやすい展開になると見られる。かかる状況を踏まえ、本欄では段階的に習政権が掲げる5%の成長実現に向かうと想定するが、CNYの6月想定レンジはCNY安方向に修正し6.90~7.20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:インフレ鈍化が利上げ再開の芽を摘む

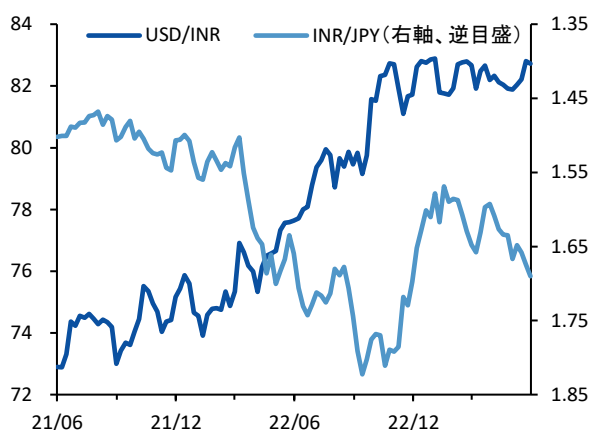
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の INR は▲1.1%と下落した。月初、81 台後半で取引開始。上旬は、米金利上昇や中国の軟調な貿易統計が重石となり、82 台へ下落。中旬は、米金利の続伸や中国景気加速期待の後退を受けたアジア通貨安を背景に 82.8 付近へ続落。下旬は、米債務上限問題に関する懸念が後退し、市場心理が改善する中インド株高に連れやや上昇、82.7 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 成長率は前年比 +6.1%と市場予想(+5.0%)および前期(修正後:+4.5%)を上回った。内訳を確認すると、政府支出や総固定資本形成の増加に加え、輸入減少が成長率押し上げに寄与した。他方、個人消費の拡大は緩慢であり、内需回復が待たれる状況だ。先行きに関しては、累積的な利上げの影響や外需低迷を受け年内は成長率鈍化を余儀なくされよう。また、対外経済活動に関し、4 月の貿易収支は輸入の大幅減の影響で▲152.3 億ドルと前月から赤字幅を縮小させた。足許の原油価格も下落基調にあり、今後の貿易収支も改善が見込まれる。
- 直近 4 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.7%と、3 月から▲1.0%ポイントと大きく減速した。2 か月連続で中銀の目標レンジ(前年比+2.0~+6.0%)に収まった格好だ。年初2 か月は一時的に食料品・飲料が騰勢を加速したが、以降は伸びが大きく鈍化している。また、食料品・燃料価格を除くコア CPI も同 +5.2%と伸びが鈍化。先行きに関し、エルニーニョ現象に端を発する天候不順による食品価格上振れのリスクは残存するが、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、原油価格続落により輸入物価高騰が和らぐことが見込まれている。川上部門の卸売物価も予想以上の下落を見せており、ディスインフレの進行を支持するだろう。かかる中、前月の本欄での予測通り、インド準備銀行(RBI)は 6 月会合でも政策金利を据え置こう。
- 6 月の INR 相場は、上値の重い展開を想定。4 月会合の決定をあくまで「一時停止」とした RBI だが、足許の物価動向は利上げ再開を支持しない。6 月会合では、政策金利の据え置きを決定するとともに、タカ派なトーンも前回会合時点からは軟化すると予測している。金利面からの INR 安が引き続き意識されよう。ただし、原油価格は 4 月半ば以降下落基調にあり、これが需給面から INR の下支えをする見込みだ。加えて、INR が大きく弱含む局面では、引き続き為替介入の発動も期待される。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ものと考えたい。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア: IDR 下落リスクの顕在化に警戒

マーケット・エコノミスト

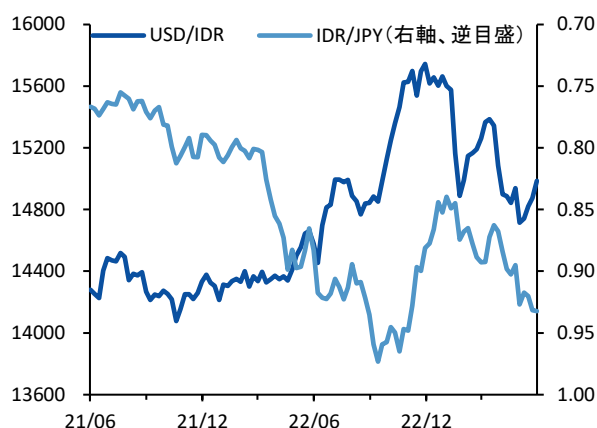
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のIDRはじり安の値動きとなった。月初、14700付近で取引を開始。上旬はFOMCを経て、米4月雇用統計の公表以降はドル高となった。中旬に入ると4月貿易実績の悪化、中国主要経済指標の内容が材料視され、IDRは続落。中旬以降は、米債務上限引き上げ交渉が難航したこと、6月FOMCでの利上げ継続予想が高まると米金利上昇に押される展開となった。月末にかけても断続的に月安値を更新する推移となり、15000付近での取引となった。
- 5日、1～3月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年比+5.0%と前四半期とほぼ同水準の数字を記録した。個人消費と政府消費の拡大がGDP押し上げに寄与した。外需部門は引き続きプラス寄与となったが、輸出・輸入とも徐々にボリュームが縮小していることが確認されており、特に直近5月の輸出は前年比▲29.4%とコロナ禍以降で最大のマイナスを記録するなど、年後半にかけての減速が懸念される状況だ。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は24～25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、国内経済について堅調さを維持していることを強調。23年の実質GDP成長率予想は同+4.5～+5.3%に据え置いたが、前回までの「レンジ内の上限付近」といった記述は削除された。
- 4月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.3%とBIの定める目標レンジ(+2.0%～+4.0%)の上限を11か月連続で上振れたが、総合ベースでのインフレは着実に減速している。食料品・燃料価格を除くコアCPIは同+2.8%と3月の+2.9%から鈍化した。ペリー総裁は総合CPIが23年7～9月期にインフレ目標内に収束するとの見解を示し、インフレ抑制への手応えを述べた。
- こうした状況下、BIは政策指針の主眼をインフレの収束からIDRの安定性維持にシフトしていくことを示唆した。特に、米国の債務上限問題の長期化や今後の歳出削減の可能性に触れながら、通貨安とそれを經由した輸入インフレの動向を注視していくと述べた。
- 5月のIDRは軟調地合いとなったが、年初来ではASEAN通貨の中で唯一対ドルでの値を上げている通貨である。主要産品である商品需要が好調であったこと、海外からの投資が着実に伸びていることなどを要因として考えられる。もっとも、世界的な景気後退懸念を背景に年後半以降には商品市況の悪化、海外からの投資減速が進む可能性は強まると見られ、その動向は注視したい。

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:BOK は 23 年の成長率予想を下方修正

マーケット・エコノミスト

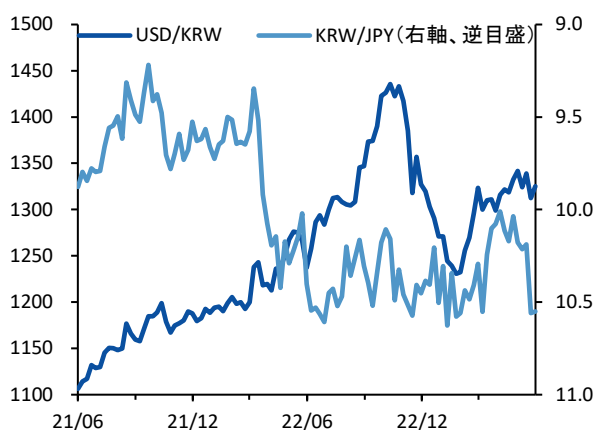
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の KRW は対ドルで小幅に値を上げた。KRW は 1340 台で取引を開始した後、4 月貿易収支の結果が軟調に終わるも、米国のインフレ減速が確認されて方向感に欠く推移。中旬は中国主要経済指標の弱含みもあったが、韓国株式市場への堅調な投資資金流入が確認されて一時 1310 前後まで上昇。その後は、米債務上限に関する交渉や 6 月 FOMC にて利上げを織り込む動きが出るとドル買いが優勢となり、月末時点では 1325 付近での取引となった。
- 4 月の貿易統計も低迷が続いた。輸出実績は前年比▲14.2%と市場予想の同▲12.2%を下振れた。主要製品の半導体・自動車の輸出が伸び悩み、世界的にもサービス需要が経済をけん引する一方、財需要が着実に縮小する中で、特に中国を中心にアジア地域向けの実績が停滞している。
- 韓国銀行(BOK)は 25 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 会合連続で 3.50%に据え置くことを決定した。声明文では、23 年 1~3 月期実質 GDP 成長率予想について、IT 関連産業をはじめとした輸出関連産業の停滞を背景に、従来の前年比+1.6%から同+1.4%に下方修正した。
- 4 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%と 22 年 2 月以来となる 3%台での推移となった。食料品価格や燃料価格の下落が確認される中、BOK はサービス物価や家賃価格の動向をより注視していく姿勢を示した。23 年のインフレ見通しは総合ベースでは前年比+3.5%に据え置かれたが、コアベースについては+3.3%と 2 月時点での同+3.0%から上方修正された。
- かかる中、BOK は経済・物価動向とも不確実性を伴うとしたものの、インフレ動向を中心に今後の金融政策を策定する方針を示した。この他、FRB の政策動向、IT 産業の動向、中国経済の回復動向、世界の金融環境といった要素も注視するとした。また李総裁は、現在利上げを休止している状況ながら、委員会メンバー全員が 25bp の追加利上げの可能性を否定していないと言及している。
- 5 月の KRW は対ドルで小幅に上昇したが、年初来でみるとアジア通貨で最も値を下げた通貨となっている。6 月 FOMC での利上げ継続を巡るヘッドラインに押されているほか、国内の軟調な経済指標の結果も材料視されていると考えられる。為替見通し上も、コロナ禍において堅持してきた経常黒字が剥落している点は無視できない。製造業については世界各国で回復は一巡しており、頼みの綱とも言える中国からの需要も不透明な部分が多い。半導体市況の上向きが見えない状況下、KRW は上値の重い取引が続くと想定したい。

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: 利上げを再開した BNM

マーケット・エコノミスト

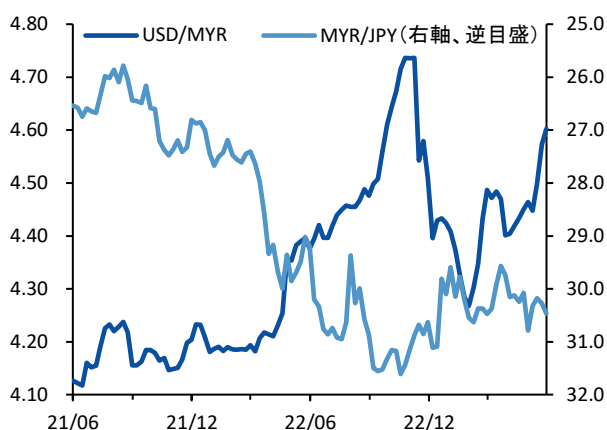
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の MYR は大きく年初来安値を更新した。月初 4.46 付近で取引を開始。上旬はマレーシア中銀 (BNM) の予想外の利上げを受けて上昇も、米 4 月雇用統計の結果を受けて反落。中旬は米国のインフレ減速が確認されたが、中国主要経済指標が軟調に終わり、MYR も連れ安となった。中旬以降は原油価格の下落、米債務上限交渉の難航、6 月 FOMC での利上げ継続予想を受けてドル優勢の地合いとなり続落。月末時点では一時 4.64 付近での取引となった。
- 23 年 1~3 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+5.6%と市場予想を上回ったものの、22 年 10~12 月期の同+7.1%から減速した。個人消費の伸びが若干弱まっているもののプラス成長を維持、GDP 押し下げの主な要因は政府支出の減少と在庫調整によるものだった。なお、外需部門についても、前年比でプラスの推移となり、サービス輸出の回復が目立った。財取引については輸出・輸入ともに前年割れとなった。
- BNM は 3 日の金融政策委員会で、市場予想に反して政策金利を従来の 2.75%から 3.00%に引き上げた。BNM は今年に入り利上げを打ち止めていたが、3 会合ぶりに利上げを実施した。今回は堅調な国内景気、サービス価格をはじめ高止まりするインフレ動向に鑑みて追加利上げに至った格好となった。
- 4 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.3%、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+3.6%となった。過去半年のトレンドを見ると、インフレ鈍化の要因は食料品とエネルギー価格が下落した影響が大きく、コア CPI の数字が総合 CPI を上回る構図となっている。予想以上の内需の勢いもあり、コア CPI の押し下げに時間を要している。今後の動向について、BNM は景気やインフレ動向を示すデータ次第とする姿勢を示した。必要に応じて金融政策の姿勢を柔軟に検討していく可能性を示唆している。
- 6 月の MYR は上値の重い推移を予想する。米債務上限に関する交渉が合意したことは好材料であるが、6 月 FOMC での政策決定前後まではかかるヘッドラインに相場が上下すると予想される。また、月中の取引を見ても CNY に連れ安となる展開が目立ったことから、中国主要経済指標の結果には注目したい。国内指標では 4 月輸出実績が 20 年 5 月以来の水準まで落ち込んで、貿易黒字も市場予想の半分程度のもで縮小した点は無視できない。原油価格が軟調に推移していることも踏まえ、ASEAN 域内や中国の景気動向次第では今後も輸出が急速に勢いを欠く可能性も考慮したい。

図表 11: マレーシアリング相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: GDP は堅調も下げ幅を拡げた PHP

マーケット・エコノミスト

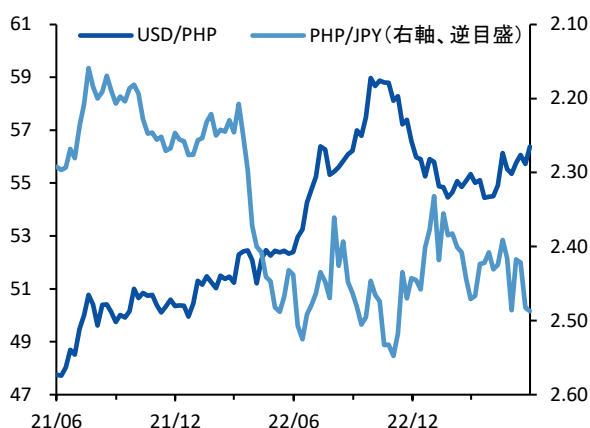
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5 月の PHP は年初来安値を更新。月初 55 台前半で取引を開始。上旬は米 4 月雇用統計の強い結果や 3 月貿易赤字の予想以上の悪化を受けて上値重く推移。中旬に入り、3 月海外労働者送金実績が軟調に終わり PHP の売りが加速、一時 56 台前半まで値を下げた。下旬には FRB 高官によるタカ派な情報発信や米債務上限に係る交渉が難航するとドル買いの動きが強まった。月末にかけても不安定な推移となったが、一時 56.40 台まで PHP 売りが進んだ。
- 1～3 月期実質 GDP 成長率は前年比+6.4%と堅調さを保った。冬場にかけても個人消費が大崩れしなかったことや建設投資を中心に政府支出が拡大したことが成長を支える格好となった。とは言え、前四半期の同+7.1%からは各項目とも鈍化し、財輸出については前年割れを記録するなど内外需ともに景気回復の一巡を示唆する結果となった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 18 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に従来の 6.25%に据え置いた。BSP は過去 9 会合連続で利上げを実施してきたが、利上げを停止することとなった。声明文では長く続いてきたインフレの鈍化や個人消費の若干の鈍化に触れながら、昨年から継続して来た利上げの効果が徐々に実体経済に波及し始めているとした。
- 4 月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.6%と 3 月の同+7.6%からまとまった幅で低下した。また、BSP は 23～24 年にかけてのインフレ見通しを更新しており、それぞれ前年比で+5.5%、+2.8%とした。23 年のインフレ見通しは▲0.5%ポイント引き下げられた。インフレ目標は+2.0%～+4.0%としているが、早ければ今年の 10～12 月期にレンジ内へ収束していくと予想した。
- メダラ BSP 総裁は会合後の会見にて、インフレリスクは引き続き上方向に強い点に言及し、必要に応じて利上げを再開する可能性があることを示唆した。先行きの政策運営についてはデータ次第の側面が大きく、今後数回の会合では政策金利据え置きが基本線となるとの見方を示した。
- 6 月の PHP は小幅に値を戻す展開を予想。5 月の PHP の軟調な動きは米国での利上げ期待の再燃、債務上限問題といった短期的なヘッドラインに動いた側面もあり、イベントが一巡後は揺り戻しの余地があるように思える。もともと、国内経済の回復がピークアウトしたことに加え、景気押し上げ要因に挙げられる中国経済の正常化ペースは緩やかである。アジア通貨全体の買い要素に乏しい地合いが変わることは期待しづらく、この点は割引くことが必要だろう。

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:ドルの勢いと人民元の弱さに揺れる

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

- 5月はSGDの名目実効為替レート(S\$NEER)が上昇する一方で、SGDは軟調に終わっている。これは通常、ドル優勢の相場で起きる現象だが、今回はCNYの急落も影響したと考えている。SGDの通貨バスケットにおいてCNYの比重は元々高いが、バスケット内に含まれるアジア通貨全体がCNYに連れ安となったことにより、こうした動きが色濃く現れた。
- また、長期化した米国債務上限引き上げの交渉の間やその合意後にもドルの需要は高まっており、6月に入ってもSGDの上値を押さえる可能性はある。これは6月FOMCの政策決定についても同様で、タカ派観測が5月後半ににわかには強まったこともあり、短期的なSGDの相場要因として経過を確認したい。
- 以降の相場についても、ドルとCNYの動きは無視できない。CNYの下落は中国経済指標の市場期待に反する結果によるものと見られるが、中国経済正常化に対する懸念の払拭が相場の持ち直しには不可欠だ。米国の利上げ終了が見えた段階でドルはピークを打つだろうが、債務上限引き上げの合意によって米国債が追加発行されれば、一時的にドル需要を喚起する可能性もある。米国債がデフォルトを回避出来そうなこともあり、金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、その次に起きそうな動きも念頭に置いておく必要があるだろう。
- 一方、国内の要因としては、サービス物価をはじめとする物価動向が長期にわたって高止まりを続けた場合の、シンガポール通貨管理局(中央銀行、MAS)の動きだ。MASは景気下振れリスクの増大を背景に4月会合で現状維持を決めた。これまで前倒しで積極的な金融引き締めを実施してきたことから、MASがさらなる引き締めを行う余地はきわめて小さくなった。ここで、10月に引き締めを行うとの観測が再び強まれば、S\$NEERがわずかに上振れする可能性はある。言い換えれば、ドル高にあっても周辺国通貨に対して、SGDが相対的にアウトパフォームすることがあり得るということである。
- この他、輸出の底打ち期待もSGDのアップサイドリスクだろう。依然低調ながら、韓国の出荷・在庫統計が底を打ったというデータはこれまでSGDの重荷になっていた半導体市況の持ち直し期待にも繋がる。しかし、これには予見される世界景気減速の回避も条件となり、期待外れになる可能性も大いにある。ここにもMASが指摘した金融引き締めに伴う市場心理の悪化や地政学リスクの高まりなど様々な不安要素が介在しており、短期的にも中長期的にもSGDのボラティリティが高まりやすい地合いにあることは改めて認識しておきたい。

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: 観光業の持ち直しが GDP 押し上げに寄与

マーケット・エコノミスト

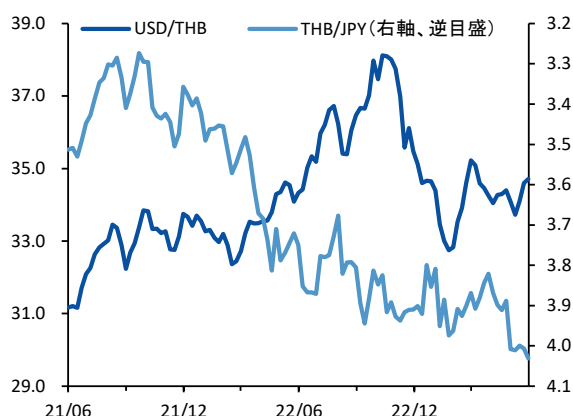
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のTHBは月後半に下げ幅を拡大した。月初34台前半で取引を開始。上旬は観光業の持ち直し期待や米4月消費者物価指数(CPI)の軟化を受け月高値の33.50台まで上昇。中旬に入ると、米債務上限問題を巡る交渉が難航しリスク心理が悪化、THBはじり安の展開となった。下旬には、下院総選挙以降の連立政権組成に対する不透明感が高まり、THB売りが継続。月末付近では34台後半まで下落、3月以来の安値水準での取引となった。
- 14日に4年ぶりとなる下院(任期4年、定数500)総選挙が実施された。結果は事前調査でも支持されたピタ氏率いる前進党やペートンタン氏率いるタイ貢献党など野党勢力が大きく議席を拡大した。両政党の躍進によって野党勢力での下院総議席の過半数を確保することとなった。一方、現与党勢力の中核である国民国家の力党(PPRP)やプラユット現首相が所属するタイ団結国家建設党は軒並み伸び悩んだ。総選挙後は野党勢力を中心に連立政権の成立に向けた動きが出つつあるも、月末時点では次期首相や連立政権の構成政党などの大枠については未だ不透明となっている。
- 国家経済社会開発委員会(NESDC)は23年1~3月期実質GDP成長率を公表。結果は前年同期比+2.7%で6四半期連続のプラスを維持し、前四半期の同+1.4%から加速した。内需部門が堅調さを保ったほか、観光業を中心としたサービス輸出の伸びは同+87.8%と引き続き強い数字を記録した。なお、NESDCは23年の成長率予想を同+2.7~+3.7%に据え置いた。
- 4月CPIが前年比+2.7%と4か月連続で減速。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+1.7%とインフレ鈍化は着実に進んでいる。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ている。
- 6月のTHBは値を戻す動きを予想する。観光業の堅調回復を受け、THBの最大の強みと言える需給環境が着実にコロナ前に戻りつつある点は大きい。もっとも、THBの下落リスクが無いわけではなく、国内では今後も連立政権成立までに時間を要し、政治の先行きが不透明化することは投資家心理の悪化に繋がらう。対外要因では6月FOMCにて市場の織り込み通りに利上げが終了するか、債務上限引き上げに関する交渉でデフォルト回避が確実となれば、市場心理が徐々に上向いていく展開も期待できる。

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



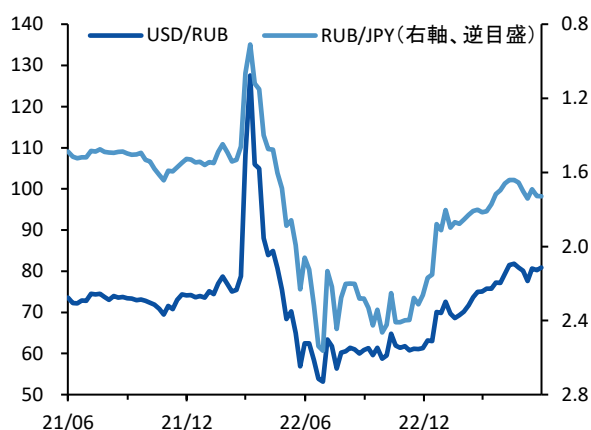
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:当局は RUB 安への警戒姿勢を強める

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

- 5月のRUBは上旬に月初の対ドル80.43から75.25まで反発し、今年4月初めの急落前の水準を取り戻したが、その後はRUB安方向に押し戻され、結果、月間で見ればほぼ横ばいの展開となった。
- 5月上旬のRUB反発の要因ははっきりとはしないが、ロシア当局がRUB安のリスクへの警戒姿勢を強めていることが影響した可能性があるだろう。プーチン大統領は5月22日にロシアから撤退する企業による外貨購入を月10億ドルに制限するよう指示した。ロシアから撤退する企業による外貨買いは今年4月初めのRUB相場的大幅下落の要因の1つと見られている。モスクワ市場でのドルの流動性の低さや、ウクライナ侵攻に対する国際社会からの制裁の影響で輸出収入が減少していることも、RUB相場の変動が増幅されやすくなっている要因として挙げられる。
- もともと、対ロシア制裁は今後も強化される方針で少なくともG7は一致している。広島で行われたG7サミットで5月19日に公表された声明文では、対ロシア制裁を強化する方針が6つの項目にわたって並べられており、その中には、輸出制限の対象をロシアがウクライナ侵攻を進めるうえで重要なすべての品目に拡大できるように行動するほか、製造や建設、輸送などの従事者を制裁対象に加える、といった項目が含まれている。また、新たな品目ではロシアで産出・加工されたダイヤモンドの取引や使用を制限する方向で協議を進める方針が示されている。
- 6月は9日のロシア中央銀行(CBR)の金融政策決定会合が重要である。4月CPIは前年同月比+2.31%と3月分の同+3.51%から一段と低下したものの、CBRはタカ派姿勢を崩そうとせず、今会合で追加利上げに動く可能性は高いと見ている。(1)4月のRUBの大幅な下落の影響が時間差を伴ってインフレ押し上げに寄与する可能性が高いこと、(2)労働力不足によるサービス価格の押し上げ圧力、(3)天候不順による穀物の不作、といった要因が先行きのインフレ押し上げ要因として効いてくる可能性が高いため。
- 5月上旬のRUB反発は予想外だったが、中長期的なRUB安方向への展開が続くという見方に変わりはない。経常収支や財政収支など通貨ファンダメンタルズの悪化が最大の理由である。アップサイドリスクとしては、CBRの追加利上げ観測が挙げられるが、金利収入を目的とする海外からの資金流入が見込めない以上、RUB安圧力を食い止めるには力不足であろう。

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



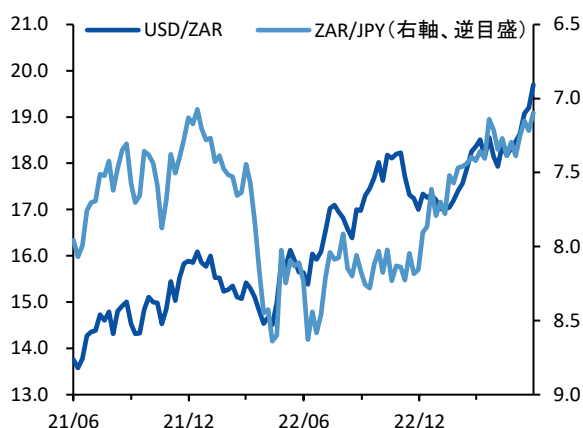
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:ロシアへの武器提供疑惑を機に急落

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

- 5 月の ZAR は急落し、対ドルで 2020 年のパンデミック時につけていた史上最高値(19.35)を更新した。本稿執筆時点(5 月 31 日)でも過去最高値を更新し続ける値動きとなっており、月初来の下落率は約▲8%に達しようとしている。同時に長期金利も急騰(債券価格は下落)しており、同国経済の先行きに対する市場の懸念が強まっていることが窺われる。
- ZAR 急落の要因として、南アがロシアに対して秘密裡に武器や弾薬を提供した疑いがあるとの米国のブリゲティ駐南ア大使の 5 月 11 日の記者会見での発言や、電力不足の長期化が挙げられる。
- 南アとロシアとの歴史的な友好関係は、ロシアによるウクライナ侵攻後、しばしばクローズアップされてきた。しかし、武器や弾薬をロシアに提供していたとなれば、米国の敵対者に対する制裁法(CAATSA)に抵触し、南アが米国の制裁対象となりかねない。ゴドングアナ財務相は 5 月 14 日に同国がロシアに武器を供給したと主張する米国との対立は既に解消したと述べ、この対立で何らかの影響が生じる可能性は低いとの見解を示しているものの、今回の件によって、南アとロシアとの歴史的な友好関係が改めてリスク要因としてクローズアップされたことは否めない。
- また、5 月第 2 週の ZAR 相場は、ロシアとの武器取引疑惑が持ち上がる前から電力不足の長期化・深刻化への懸念を受けて下落ペースを速めつつあった点は重要であろう。7 日曜日には発電ユニットが 24 時間にわたり故障したことで、複数の発電所からの電力供給を無期限に停止したと国営電力会社が発表していた。2023 年に入り、5 月 31 日までに計画停電が実施された日数は 146 日と、既に 2022 年年間の 157 日に近づいている。さらに、計画停電には影響が小さいものから大きいものまで現状、実施された実績のあるもので 6 段階あるが、最も深刻度の高いステージ 6 の実施が頻繁に行われるようになっている。
- 南アフリカ準備銀行(SARB)は 5 月 25 日の会合で市場予想通り+50bp の追加利上げを実施し、政策金利を 8.25%へと引き上げたが、ZAR の下落は止まっていない。電力不足の問題もあり景気悪化リスクが強まっているほか、インフレ期待の高進もあり実質政策金利がそれほど上がっていないことが要因に挙げられる。また、外部環境も追い風ではなくなりつつある。米インフレ懸念の再燃に伴い米金利上昇・ドル高となっているほか、最大の貿易相手国である中国の景気に対する先行き懸念が広がっていることも、ZAR にとって重石となろう。

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:エルドアン大統領が再選

シニア為替ストラテジスト

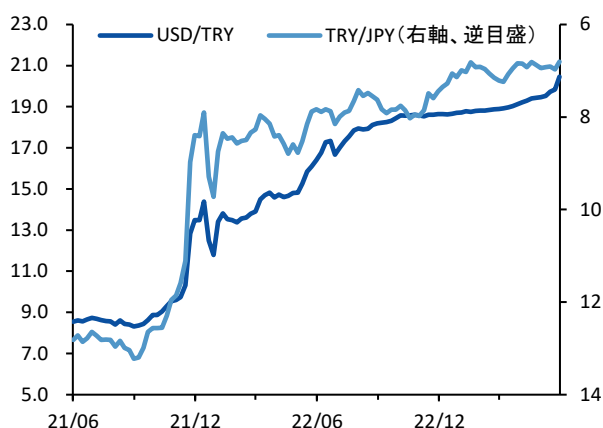
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 5 月の TRY は大幅に下落。とりわけ 5 月 28 日に行われた大統領選挙の決選投票に下落が加速しているが、これは選挙結果自体に対する市場の反応というよりも、選挙前に TRY の下落を抑えるために行われていたと見られる為替介入やオフショア市場への TRY の流動性供給の抑制などの政策が徐々に緩和されつつあることを反映しているだろう。
- 決選投票では、現職のエルドアン大統領が 52.18%を得て勝利宣言を行っている。野党候補のクルチダルオール氏は 47.82%の得票だった。5 月 14 日に大統領選挙（第一回投票）と共に実施された議会選挙では、与党・公正発展党（AKP）を中心とする連立である「人民同盟」が議席の過半数を獲得している。大統領選挙・議会選挙ともに与党側が勝利し、現在の政治体制が継続する結果となった。
- TRY 相場は大統領選挙の決着が着いた今、一段と下落圧力が強まる公算が大きい。選挙前に TRY の下落を抑えるために行われていたと見られる為替介入やオフショア市場への TRY の流動性供給の抑制などの政策は継続が困難だと見られるためだ。TRY の下落ペースが速まるなか、トルコ政府は市場からの圧力に迫られる形である程度、オーソドックスな形の金融・財政政策に回帰する姿勢を示す公算が大きいと見ている。とりわけ、トルコ中銀による金融引き締めや、信用拡張に依存した政策の転換が行われるかが重要である。選挙後、誰が金融・財政政策の司令塔を担うのかがまずは焦点となろう。ブルームバーグはトルコ政府関係者の発言として、エルドアン大統領が 6 月 2 日までに経済閣僚を発表する見通しだと報じている。市場の評価の高いシムシェキ元財務相らの名前が取り沙汰されている。
- リスクシナリオとしては、エルドアン政権が大統領・議会選挙で勝利したことを受けて、現在の低金利・信用拡張政策に対する自信を深め、一切の政策的な妥協を許さない強硬な姿勢を市場に対して示すケースが挙げられる。とりわけ、現在 8.50%のトルコ中銀の政策金利が一切引き上げられなければ、通貨危機発生への懸念が高まることは避けられないだろう。2024 年 3 月に地方選挙を控えるなか、低金利・信用拡張政策を現政権が続けるインセンティブは強いと見られ、こうしたリスクシナリオへの警戒も一定程度、必要となろう。

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:BCB のハト派傾斜に警戒感が高まる

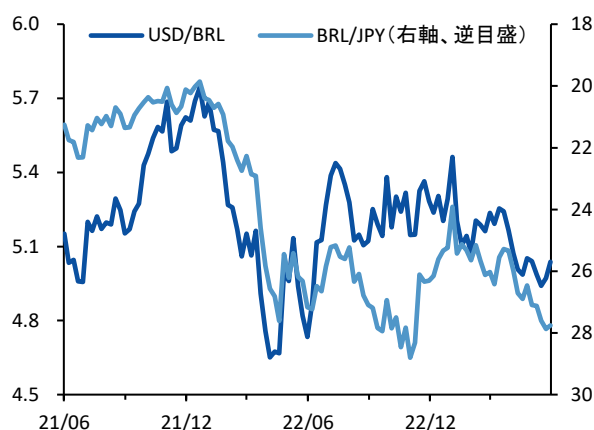
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 5月のBRLは▲1.3%と下落した。5.00を若干下回る水準で取引開始、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4.90を割り込む水準までBRL高が進行。月後半は、米利上げ観測の高まりを受けた米金利上昇や一次産品下落に加え、ブラジル中央銀行(BCB)ネット総裁によるハト派発言を背景に5.04付近に反落。月末にかけては、ブラジル株高を受け一時5.0を割り込むも、4月総合物価指数の弱い結果を受け、利下げ期待が高まり反落、軟調な中国経済指標も逆風となり5.05台半ばで引けた。
- 金融政策に関し、BCBは、3日の金融政策委員会(Copom)において市場予想通り政策金利の据え置きを決定。インフレ減速を受け声明文のタカ派なトーンは若干和らいだものの、先行きのインフレ期待の高まりを警戒する姿勢に変化はなかった。なお、ルラ政権からは相変わらず利下げ圧力がかかっているが、これにも動じることはなかった。また、同会合の議事要旨においては、緩やかな財政政策は中立金利の上昇をもたらすと政権サイドを警告した。
- また、アダジ財務相は8日にガブリエル・ガリプロ氏とアリソン・アキノ・ドスサントス氏をCopomメンバーとして指名する方針を示した。前者は現財務次官であり、市場ではルラ大統領の意向に則った金融政策を志向するのではないかとこの警戒感が高まっている。また、6月には国家通貨審議会(CMN)が開催予定となっており、26年までのインフレ目標が決定される。
- 他方、域内の物価は減速を継続している。4月のインフレ率(IPCA)は前年比で+4.18%となり、市場予想(+4.12%)こそわずかに上回るも、前月(+4.65%)からは鈍化した。2か月連続でインフレ目標の上限(23年:+4.75%)を下回った。先行きに関し、最低賃金引き上げはリスク要因だが、石油公社によるガソリン価格引き下げが予想される中、インフレ鈍化は継続しよう。
- かかる中、①インフレ率の順調な鈍化、②インフレ期待の安定、③政権からの利下げ圧力、④金融不安による不確実性の高まり等を受け、本欄ではBCBが9月会合で利下げに転じると予測。
- 6月のBRL相場は、レンジ推移を想定。BCBの利下げ期待は日に日に増している印象も、本欄の予測する9月利下げ開始は市場においてほぼ織り込まれている状況だ。とはいえ、目先の6月会合では急なハト派転換は見込み難い。金融政策や新財政規則に関する注目がやや後退する中、米金利動向や域内、または中国の経済指標に加え、商品市況に振られる展開を予測する。

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: 6 年ぶりの高値を記録も、持続性に疑問

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

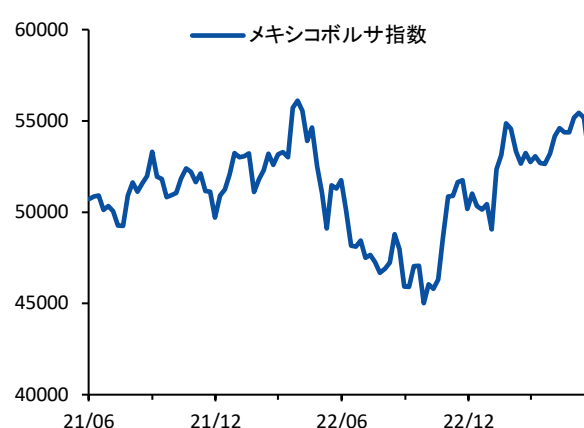
- 5 月の MXN は +1.8% と上昇した。MXN は 18.0 付近で取引を開始、上旬は市場心理が改善する中、堅調な域内の経済指標や米物価指標の鈍化を受け 6 年ぶりの高値となる 17.4 付近へ上昇。下旬にかけては、米債務上限問題が燃える中、リスク資産が敬遠されたことに加え、米金利上昇も相まって一時 18.0 付近に値を戻した。その後、メキシコ政府が民間会社の保有する鉄道を接収したことに関し、同社に補償金を払うことで和解した旨が伝わると、政府による市場への介入を懸念する向きが後退、MXN は上昇し 17.7 付近で月末を迎えた。
- 1～3 月期経常収支に関し、▲142.8 億ドルと過去最大の赤字を記録。ただ、主因は第一次所得収支の赤字拡大であり、域内子会社・域外親会社間の資金循環が一時的に膨らんだ可能性が大きく、経常赤字の規模ほどに悲観する必要はないだろう。実際、基礎収支は黒字幅を拡大しており、実勢として実需は MXN 買いに寄与した模様だ。もっとも、貿易赤字拡大や第二次所得収支の黒字縮小は気になるところであり、今後米国を中心に一定の景気減速が見込まれる中、輸出の減少や海外労働者からの送金縮小は不可避の状況に映る。
- かかる中、Banxico は 18 日の金融政策会合で政策金利の据え置きを決定。「政策金利を現在の水準に長期間維持することが必要」とのフォワードガイダンスを導入し、2 年に及んだ利上げサイクルの終了を印象付けた。利上げ打ち止めの主因は足許の物価動向と考えられ、4 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +6.25% と前月の +6.85% から大きな鈍化を見せた。実際、声明文においても「デysinフレのプロセスが始まった」とデysinフレの進行を追認した。
- 他方、早期の利下げ転換は現状見込めない。Banxico によれば、インフレのリスクは未だに上方に傾いており、この傾きが解消され、更なるデysinフレ進行を待っての利下げ開始となろう。国際金融市場の不安定化や FRB の動向には注意を払うべきではあるが、本欄では本年末もしくは来年初めでの利上げ開始を基本線としたい。
- 6 月の MXN 相場は、弱含みを予想。まず、米景気減速はメキシコ人労働者からの送金縮小や対米輸出低迷をもたらしうる。次に、REER ベースで確認すると MXN の割高感が非常に強く、今後巻き戻しが期待される。さらに、Banxico の利上げサイクルが終了した中、MXN 相場を下支えしていた投機筋のサポートも剥落するだろう。ただし、FRB が市場期待に沿い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る。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2023年 1～5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 ~ 7.1128	7.1086	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8300	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.949	82.729	83.2	83.8	82.0	80.4	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ~ 15643	14994	15050	15600	15000	14900	14800
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ~ 1343.02	1325.81	1330	1330	1290	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ~ 4.6398	4.6130	4.65	4.68	4.43	4.36	4.28
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ~ 56.438	56.183	56.3	56.6	53.8	53.5	53.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3520	1.37	1.37	1.33	1.34	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ~ 30.915	30.775	30.5	31.2	30.7	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 35.39	34.72	34.8	35.0	33.8	32.8	32.7
ベトナムドン	(VND)	23415 ~ 23858	23490	23600	24500	23800	23700	23600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ~ 83.2879	81.2679	81.0	82.0	83.0	84.0	85.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ~ 19.8672	19.7173	20.0	21.0	20.0	19.0	19.0
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ~ 20.8081	20.7579	22.0	21.0	20.0	19.5	21.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8858 ~ 5.4798	5.0555	5.05	5.20	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ	(MXN)	17.4207 ~ 19.5882	17.6871	18.0	18.5	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 ~ 19.919	19.592	20.00	20.43	20.43	20.29	20.29
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.988	17.782	17.86	18.11	18.03	17.82	17.78
インドルピー	(INR)	1.559 ~ 1.704	1.683	1.68	1.69	1.72	1.73	1.73
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.942	0.928	0.930	0.910	0.940	0.933	0.932
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ~ 10.743	10.502	10.53	10.68	10.93	10.94	11.04
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ~ 31.133	30.326	30.11	30.34	31.83	31.88	32.24
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.522	2.487	2.49	2.51	2.62	2.60	2.60
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 104.36	102.97	102.49	103.50	105.70	103.58	104.15
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.599	4.527	4.59	4.55	4.59	4.63	4.68
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 4.053	4.010	4.02	4.06	4.17	4.24	4.22
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5999	0.5953	0.59	0.58	0.59	0.59	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.593 ~ 1.948	1.714	1.73	1.73	1.70	1.65	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ~ 7.863	7.062	7.00	6.76	7.05	7.32	7.26
トルコリラ	(TRY)	6.189 ~ 7.482	6.669	6.36	6.76	7.05	7.13	6.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 28.244	27.523	27.72	27.31	27.65	27.15	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 8.002	7.872	7.78	7.68	7.42	7.28	7.19

注: 1.実績の欄は2023年5月31日まで。SPOTは6月1日の7時45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。