

2024 年 3 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: グローバルサウスは真の一枚岩となるか	2
中国: 当局は金融市場の安定化に追われる	3
インド: 動意に乏しい展開が続く	4
インドネシア: 政治面の不透明感は後退	5
韓国: 半導体市況と輸出実績は着実に回復	6
マレーシア: コロナ禍における安値を再度更新	7
フィリピン: BSP は将来の利下げ開始を示唆	8
シンガポール: 外部環境次第の相場が継続	9
タイ: BOT はあくまで現状維持を強調	10
ロシア: ウクライナ侵攻から 2 年が経過	11
南アフリカ: 総選挙は 5 月 29 日に開催予定	12
トルコ: エルカン中銀総裁が突然の辞任	13
ブラジル: 良好な労働市場には要警戒	14
メキシコ: 利下げへの道を開いた Banxico	15
為替相場見通し	16

金融市場部
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

マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@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@mizuhoemea.com

新興国: グローバルサウスは真の一枚岩となるか

マーケット・エコノミスト

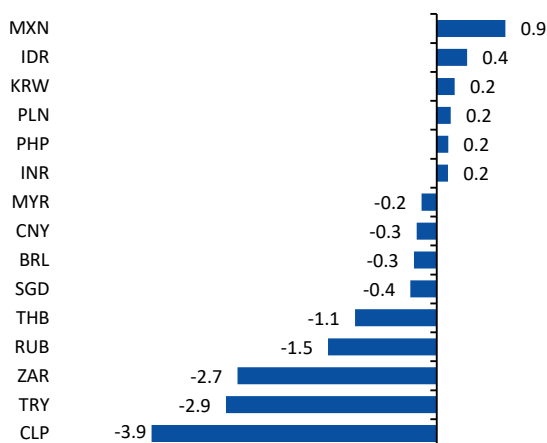
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

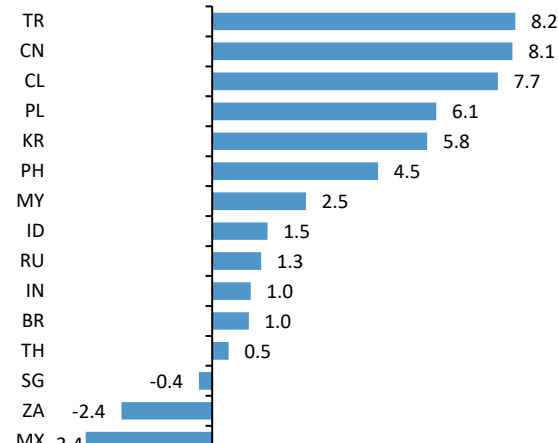
- 2 月の MSCI 新興国通貨指数は概ね横ばいの推移。同指数は 1720 台前半で取引を開始。月初、FOMC にて早期の利下げ期待が後退したこと、米 1 月雇用統計をはじめ良好な米国経済指標の結果が材料視されてドルが優勢となった。その後、アジア圏が春節期間に入り総じて動意を欠いた。月後半は米金利の高止まりが続く中で、方向感なく推移。米経済指標は強弱まちまちの中で、同指数は小幅に上昇したが、月間を通じて狭いレンジで推移した。
- ウクライナ危機が勃発して 2 年が経過した。戦況はロシアが一部ウクライナ領へ侵攻したまま膠着状態が続く。従前は米国を中心とした対露経済制裁によって、ロシアは経済的にひっ迫するといった見方が強かったが、ロシアは石油輸出ルートを欧州からアジアなど新興国中心にシフトすることなどで軍事費を捻出している。現にロシアの 23 年実質 GDP は前年比+3.6%と 22 年のマイナス成長から伸びを見せた。3 月の大統領選ではプーチン氏の続投は確実と見られ、戦争終息への糸口が見えず地政学リスクが燦々することは新興国通貨にとって引き続きマイナス要因となろう。
- こうした中で、下旬には G20 外相会合が実施された。ウクライナ危機に加えてパレスチナ紛争も議題となったが、共同声明の公表もなく事態の好転が見込める内容とは言えなかった。今回議長国を務めたブラジルのビエイラ外相は世界の多極化とそれに伴う紛争の増加を受けて、国際政治におけるグローバルサウスの地位向上を視野に入れつつ、足許における国連機関の機能不全を指摘して改革を求める発言を残した。
- もともと、いわゆる西側諸国と東側諸国の対立だけが地政学リスクを焚き付けている訳ではない。グローバルサウスと形容される国々は政治的に中立を維持するケースが多いが、ロシアへの原油依存や西側諸国からの積極的な投資案件の呼び込みの様に双方からの経済的なメリットは積極的に享受していく姿勢である。特に前者に対し、紛争長期化の一因となっているのは先述の通りだ。
- また、グローバルサウスの大国とされる国々（インド、インドネシア、ブラジルなど）においてもこうした「自国優先」の姿勢が垣間見えており、西側諸国、東側諸国に次ぐ第三の陣営として一枚岩となり切れていない印象を受ける。仮にグローバルサウスの盟主の座を巡り各国間の関係性が希薄化すれば、むしろ世界の多極化ひいては IMF が危惧する「スローバリゼーション」の動きは加速していく可能性もある。こうした点も世界経済にとって潜在的なリスク要因である。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024 年 2 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(2024 年 2 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 当局は金融市場の安定化に追われる

マーケット・エコノミスト

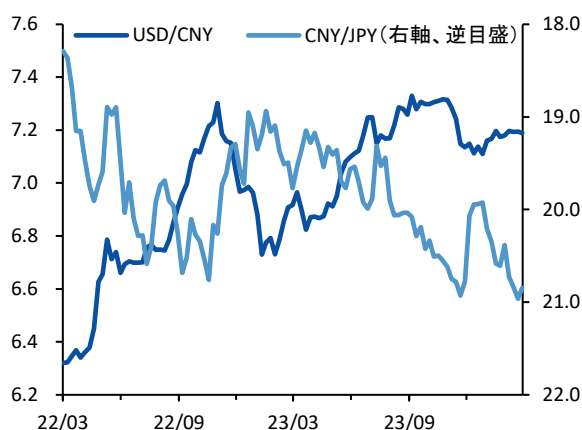
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

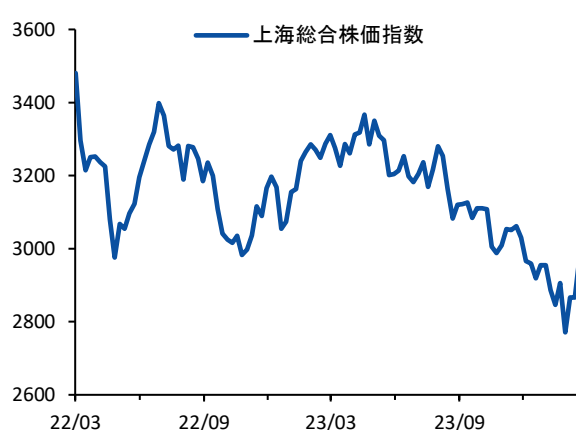
- 2 月の CNY は対ドルで上値重く推移。月初 7.18 付近で取引を開始。上旬は中国当局による株式市場安定化策への期待感から一時持ち直すも、1 月消費者物価指数の結果が軟調に終わり、じりじり値を下げた。その後は春節期間に入り、やや動意に欠いて 7.20 を下限とした取引となった。下旬、中国人民銀行 (PBoC) が 5 年物ローンプライムレートを引き下げたことを受けて一時持ち直すも長続きせず。米金利の高止まりもあり、月末も 7.20 付近で推移した。
- 2 月上旬に上海総合株価指数は一時約 5 年ぶりの安値を記録。かかる中、政府は株式市場の安定化を意図した支援策を実施。政府系ファンドによる株式 (ETF) の購入買い支え、上場企業に対する自社株買いの促進などを軸とした内容で以降は徐々に持ち直した。片や、安定策の一環として実施された空売りの抑制を規制の厳格化として嫌気した投資家も少なくなかった様で、不動産部門をはじめ中国経済の先行き不透明感が反映される様な動きも散見される。
- これを象徴しているのが諸外国の対中直接投資の姿勢である。23 年 10~12 月期の実績は+175 億ドルの流入超となったが、年間でみると+330 億ドルの流入超でこれは、22 年と比較して約 8 割減、ピークを付けた 21 年との比較では 9 割弱減少した計算となる。近年の政治的な親密度を重視したフレンドシップリングの潮流が強まっていることを考慮しても、たった 2 年間で大きく中国投資を巡る環境は急変しており、CNY の需給環境にも影響を及ぼしていると考えられる。景気減速に目が行きがちだが、これも CNY の軟調推移の一因だろう。
- 物価動向も持ち直しは見られない。1 月消費者物価指数 (CPI) は前年比▲0.8%と 4 か月連続でマイナス圏を推移しており、市場予想の同▲0.3%および 12 月の同▲0.5%を下回った。一方、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.4%と 12 月の同+0.6%から伸びが鈍化。マイナス推移の要因は食料品価格の下落が主でありながら、コア部分の弱さも無視できない状況にある。なお、川上部門の 1 月生産者物価指数 (PPI) は、同▲2.5%と 12 月の同▲2.7%を上回り下落幅は段階的に縮小も、16 か月連続でマイナス圏を推移した。
- かかる中、PBoC は金融緩和を継続。先述の通り、景気動向や当局政策指針に対して、追加の対応を待つ様な海外投資家の動きも見られており、目下の相場イベントは 3 月前半の全国人民代表大会 (全人代) になりそう。それまでの間、CNY 側の買い要素に欠く中で、上値の重い推移が続くと考えたい。3 月は対ドルで 7.00~7.25 での動きを予想する。

図表 3: 中国人民元相場 (対米ドル、対円)



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: 動意に乏しい展開が続く

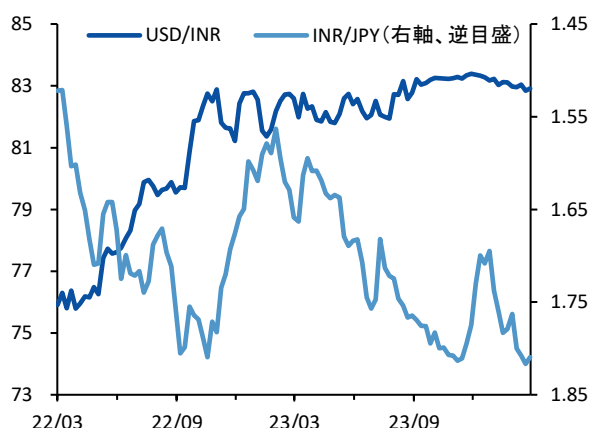
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

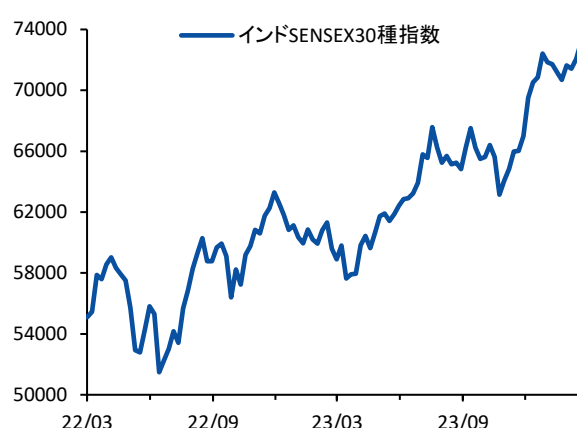
- 2月のINRは+0.2%と小幅ながら上昇した。83.0付近で取引開始。月前半は、インド24/25年度予算案の内容が財政健全化路線との評価を受けて82.8付近に買われるも、米金利上昇が重しとなる中で、83.1を超えて反落した。月後半は、良好な域内経済指標や中国株高が好感され小幅に上昇し、82.9付近で引けた。全体として、83.0を挟んだ非常に狭い範囲でのレンジ推移となった。
- インド準備銀行(RBI、中央銀行)は6~8日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレート(6.50%)で据え置くことを決定。決定は、政策委員メンバー6人のうち、5名の賛成多数によって決定されている。これまでの据え置き局面では、全て全会一致の決定となっていた。今回合合では、ジャヤント・R・ヴァルマ氏が政策金利の引き下げ(▲25bp)を主張した。加えて、インフレ見通しの下方修正や、利上げ含みの文言削除など、タカ派姿勢は明確に後退している。デイスインフレの流れに変化がなければ、最速でインド総選挙通過後の6月会合での利下げ着手が視野に入る。
- 域内の物価動向に関して、1月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.10%と、市場予想の同+5.00%を上回ったものの、12月の同+5.69%からは伸びが減速した。なお、5か月連続でRBIの目標レンジ(同+2.0~+6.0%)に収まっている。コアCPIも同+3.6%と約4年ぶりの低水準となっており、RBIのタカ派姿勢後退と今後の利下げ局面入りを支持する内容だ。昨年後半高騰した野菜価格も年初以降安定しており、天候要因による攪乱も一服している。域内経済が底堅いだけに、サービス分野のデイスインフレの持続性にはやや疑問符が付くものの、RBIの利下げを大きく阻害するほどの規模にはならないだろう。
- 3月のINR相場は上値の重い推移を予想。2月に入って以降も野菜価格は安定した推移となっており、インフレ鈍化は続きそうだ。RBIに対する利下げ期待が金利面からINRの重しとなる。インド貿易収支は赤字幅を縮小させているが、底堅い原油価格などに鑑みれば、一層の縮小、あるいは黒字転換は難しい。需給面の逆風は弱まってはいるものの、残存するだろう。ただし、国際通貨基金(IMF)が安定化制度(stabilized arrangement)と批判するRBIの積極的な為替介入が行われている限りにおいては、INR相場の値動きは限定的となるだろう。その他、総選挙を前に一部の地域ではデモなども発生しており、政治面のニュースがINRのボラティリティを高める可能性にも警戒したい。

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: 政治面の不透明感は後退

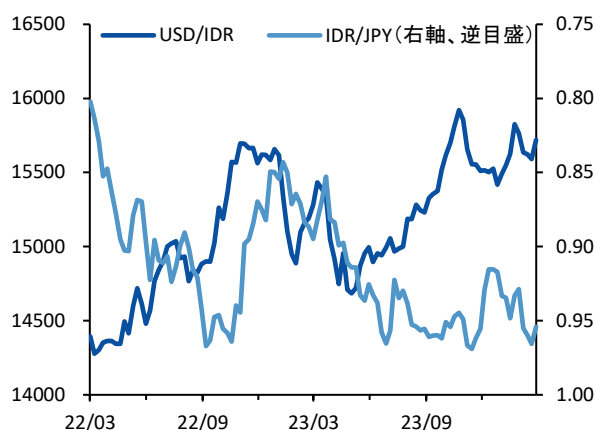
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

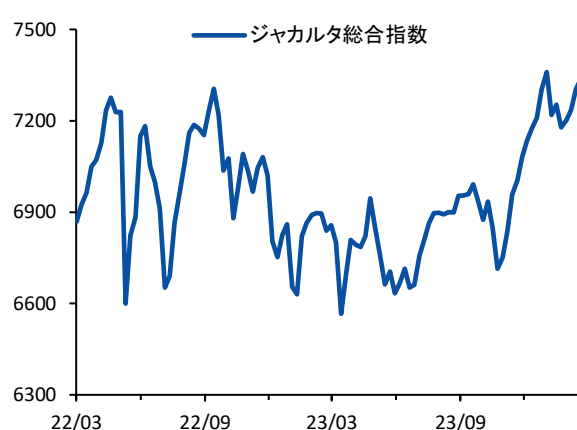
- 2 月の IDR は+0.4%と上昇した。IDR は 15800 付近で取引を開始。月前半は、中国株価上昇やインドネシア大統領選におけるプラボウォ氏の勝利報道などが好感され、15500 を目指し上昇した。月後半は、高止まりする米金利や、インドネシア政府の財政拡大路線への懸念が重しとなり、15700 付近にやや売り戻されて引けた。
- 14 日、インドネシアでは大統領選挙が行われ、即日開票がスタートした。開票速報などを確認すると、プラボウォ氏が 60% 近く得票率を獲得した。同氏が優勢であることは予想通りではあったが、過半数を大きく上回る得票率はやや予想外であった。過半数票を獲得する候補者が不在の場合、6 月の第二回投票に結果が持ち越しになる運びであったが、第一回投票で決着がついた可能性が非常に高い。現状路線の継続が見込まれるなか、政治の不透明感は一定程度後退した。先行きは財政問題が焦点となろう。
- インドネシア銀行 (BI) は、20~21 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI 金利を従来の 6.00% に据え置いた。据え置きは 4 会合連続。ペリー BI 総裁は、「当面の間 (for the time being)、金利を据え置くだろ」と述べており、早晩の利下げ開始を否定している。FRB の動向に関しては、年後半に ▲75bp (計 3 回) の利下げを行うと想定していると説明しており、こちらに関しては前回会合の説明から変化はなかった。会合間の米金利上昇やドル高の流れを受け、輸入インフレ抑制のためにルピアの安定化を志向する BI としては、ハト派な情報発信を行うことができなかったと推察される。ただし、年初以降 FRB に対する市場の利下げ期待が相応に剥落した中で、ドル高圧力がさらに強まるリスクそれほど大きくはないとみている。「当面の間」が何か月を指すかは不透明だが、域内のデフインフレや、今後のドル高圧力の一服を見込み、本欄では早ければ 4~6 月期の利下げ開始との予測を維持したい。
- 3 月の IDR 相場は、上値の重い推移を予想する。BI は、しばらく現状維持を続けそうだが、利下げに向けた情報発信は始めており、上述の通り早ければ 4~6 月期の利下げ開始を見込んでいる。なお、域内経済は減速基調にあり、1~3 月期は前期比でマイナス成長を予想している。こうした要素が、引き続き IDR 相場の逆風となるだろう。一方、資源価格は、中国や欧州の景気停滞という下押し圧力がありながらも、地政学リスクなどが意識されてか底堅い推移となっている。こうした流れは、IDR の下値を支えるだろう。

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: 半導体市況と輸出実績は着実に回復

マーケット・エコノミスト

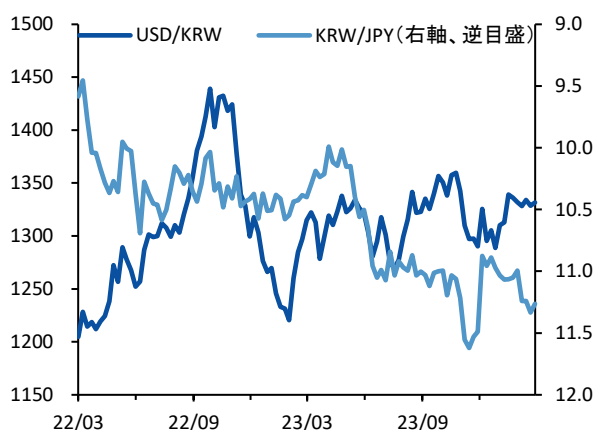
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

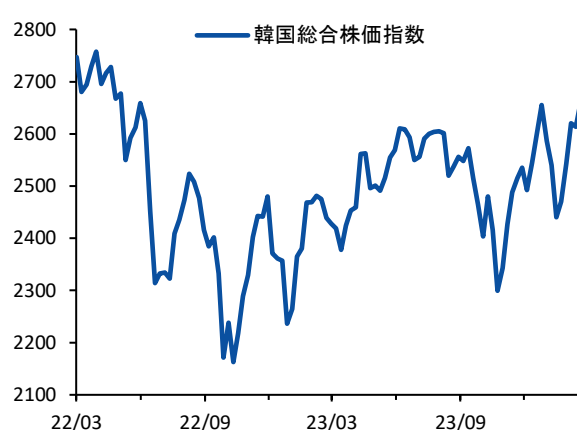
- 2 月の KRW は方向感なく推移した。月初、1330 台で取引を開始。FOMC や米 1 月雇用統計の内容が意識されて、一時的に弱含むも、中国の株式市場支援策を受けた CNY の持ち直しから KRW も上昇。春節期間はやや動意を欠いたが実需の KRW 買いや海外投資資金の堅調な流入もあり、米金利が高止まる中でも底堅く推移。月後半は韓国中銀の政策決定も相場への影響は限定的となって一進一退の相場に。月末にかけては 1330 付近で推移した。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 22 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を委員会メンバーの全会一致で 3.50% に据え置いた。
- 今回合会において、BOK は経済見通しを更新。国内経済について、24 年の実質 GDP 成長率は前回 23 年 11 月の数字に据え置いた。内訳をみると、個人消費をはじめ内需関連項目の下方修正が散見されたが、一方で外需部門の数字は引き上げられており、これは半導体市況の持ち直しを織り込んだものであると考えられる。直近の数字を見ても、韓国が世界シェアの半分以上を占めると言われる半導体メモリの輸出実績は大きく上向いており、1 月の輸出は前年比+18.0%と市場予想を大きく上振れた。国内では家計債務比率の高まりや不動産部門の停滞、海外では中国をはじめ外需の動向や先行きの資源価格動向など複数のリスクは残るが、昨年以上の成長を見込む内容となった。
- 物価動向について、1 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.8%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+2.7%と 3 か月連続で減速。国内のインフレも着実に減速しているが、BOK はインフレの収束を見込むのは尚早との見解を示した。片や、李 BOK 総裁は政策転換のタイミングについて、次回の経済見直し更新に該当する 5 月会合後にはより具体的な検討が可能となることを示唆した。また、今回の現状維持は委員会メンバーの全会一致での決定だが、うち 1 名は利下げを視野に入れる姿勢を示しており、政策転換への動きは穏当ながら着実に進んでいることが確認された。
- 3 月の KRW は引き続きレンジ推移となりそうだが、春先以降は持ち直しを予想する。BOK は FRB の利下げ着手の後ずれを金融市場のリスクと指摘しており、BOK が早期の利下げを否定したのも KRW の動向に配慮した側面もあると思われる。一方で、KRW の追い風となりそうなのが実需面だ。先述の貿易収支改善期待のほか、半導体市況の改善期待から韓国株式市場への資金流入が戻りつつある点も評価出来る。

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:コロナ禍における安値を再度更新

マーケット・エコノミスト

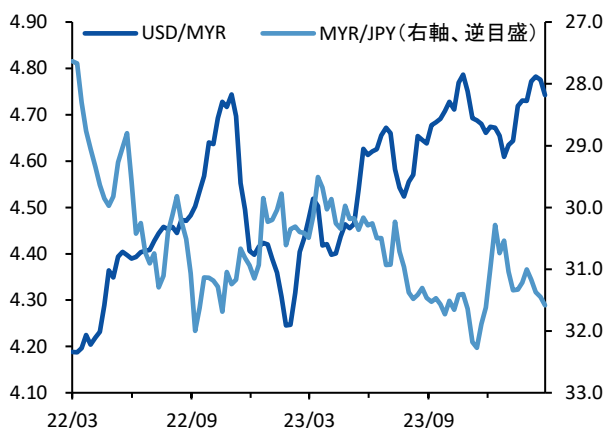
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のMYRはアジア通貨危機以来の水準まで下値を更新した。月初4.72付近で取引を開始。上旬はFOMCや米1月雇用統計の結果が意識されてややドルが優勢の相場展開。月半ばにかけても米利下げ期待の後退や10～12月期GDPの下方修正などが重しとなって、MYRは月安値となる4.80台を記録。下旬にかけてはマレーシア中銀による口先介入もあって、売りは一巡も小幅な調整に留まり、月末にかけては4.76台で取引された。
- 1月製造業PMIは49.0と22年9月以降中立(50)割れが続く。主要製品の電子機器をはじめ製造業の停滞を示唆する内容となった。その後公表の23年10～12月期実質GDP成長率(改訂値)の結果は前年同期比+3.0%と速報ベースから▲0.4%から大きく下方修正された。製造業の停滞のほか、内需が想定以上に減速基調にあることも影響した。この結果、23年年間の経済成長率は前年比+3.7%と政府見通しの同+4.0%を下回った。今年については、目標を同+4.0～+5.0%としているが、一段と景気支援策が求められる状況にある。一方で、1月貿易収支は+145億リンギの黒字を計上、輸出については前年比で+8.7%と23年2月以来となるプラスを記録。昨年のベース効果の影響もあろうが、主要相手国の中国をはじめ外需の持ち直しが待たれる。
- 10～12月期の経常収支は+2.5億リンギを記録、黒字を維持したが四半期ベースでは統計で遡れる05年3月以来で最少額に落ち込んだ。貿易黒字が+308億リンギと前年同期比で▲46.6%縮小したほか、金利上昇や通貨安の影響で第一次所得収支が▲208億リンギとこちらは05年3月以来で最大の赤字を計上した。22年は資源価格の高騰もあってMYRの実需環境は好転していたが、23年に入り、外需の減速も相まって状況が変化していることが確認された。
- 物価動向に関して、1月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.6%、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+1.8%となった。今年よりCPIの構成項目に修正はあったものの、トレンドに大きな変化はなかった。
- 3月のMYRも不安定な動きが続くと予想される。足許のMYR安は米金利高止まりに加えて、23年経済成長に関する失望と先行きの不透明感、貿易黒字の縮小をはじめ実需環境に歪みが生じていることが影響したと整理したい。中東情勢が不安定であることもあり原油価格の大崩れは考えにくい、それ以外の買い要素に乏しい印象にある。かかる中、MYR相場の変化には米国の金融政策の転換が必要条件であると思われる。

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: BSP は将来の利下げ開始を示唆

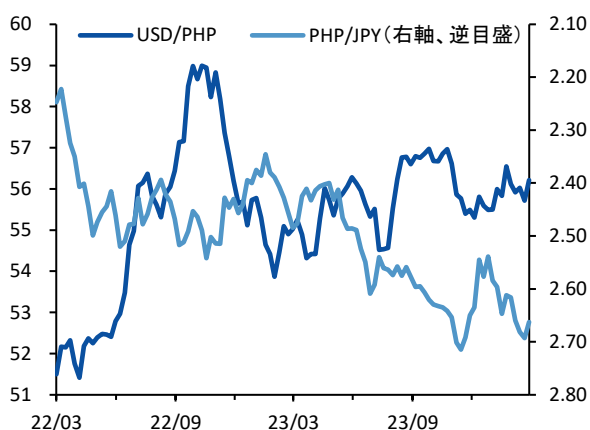
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

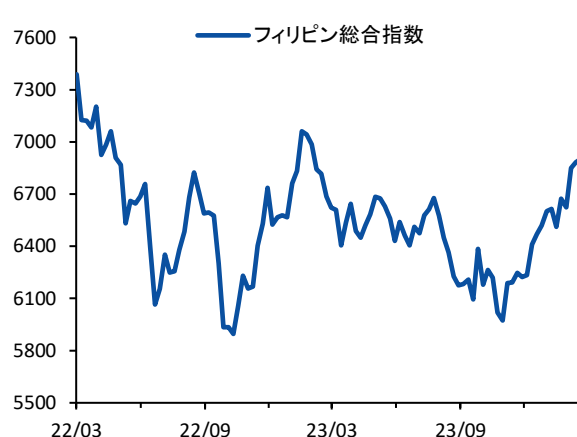
- 2月のPHPは+0.2%と小幅に上昇。PHPは56.3付近で取引を開始。月前半、米金利上昇や底堅い原油価格が重しとなった一方、中国株価の堅調推移が下支えとなる中、56.1を中心にレンジ推移。月後半、グローバルなリスクセンチメント改善を受け55.7付近に買われる場面もあったが、その後は原油価格上昇や高止まりする米金利が嫌気され、56.2付近に売り戻されて引けている。
- 域内の物価動向に関し、1月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.8%と、市場予想の同+3.1%および12月の同+3.9%を下回った。食品とエネルギーを除くコアCPIも同+3.8%となり、フィリピン中央銀行(BSP)の目標レンジである+2.0~+4.0%のレンジに18か月ぶりに回帰。総合、コアいずれも目標圏内に収まるのは、実に22か月ぶり。インフレ鈍化の太宗は食品・飲料で説明でき、寄与度ベースで確認すると、同+2.09%から同+1.34%に大きく減速。もっとも、コアで確認できる通り、その他の項目に関してもデイスインフレが順調に進んでいる。
- BSPは、15日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利の翌日物リバースレポレート従来6.50%に据え置いた。上述のインフレ鈍化などを踏まえ、2024年の物価見通しを引き下げるに至った。また、先行きの金融政策に関しては、前回会合で「インフレ期待を安定させるために、政策金利を十分抑制的な水準に設定する必要がある」とされていた部分が、「インフレ状況が改善する中、短期的には政策金利を変更しないことが適切である」に変更されており、やはりタカ派姿勢が後退している。「必要に応じて金融政策を調整する用意がある」旨の記載に変化はなかったものの、「短期的には据え置きが適切」との文言は、その後の利下げ開始を示唆していると解釈できるだろう。今後、インフレのリスクバランスが均衡に向かえば、明確な利下げ示唆へ動ける公算が大きい。こうした声明文の変化や、BSP高官の発言などを考慮に入れると、やはり8月会合での利下げ開始が本命だ。
- 3月のPHP相場は、上値の重い推移を続けると予測する。BSPは将来の利下げを示唆しており、こうした動きが引き続き金利面からPHPの重しとなりそうだ。加えて、底堅い資源価格動向などを受け、貿易赤字には縮小の兆しが見えてこない。需給面で売られやすい立ち位置は、当面続きそうだ。もっとも、57.0近傍ではBSPの為替介入による下支えが期待できること、FRBに対する市場の利下げ期待が一定程度剥落し、一層の米金利上昇余地が乏しいことなどを考慮に入れば、PHPの大幅安も想定されないだろう。

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

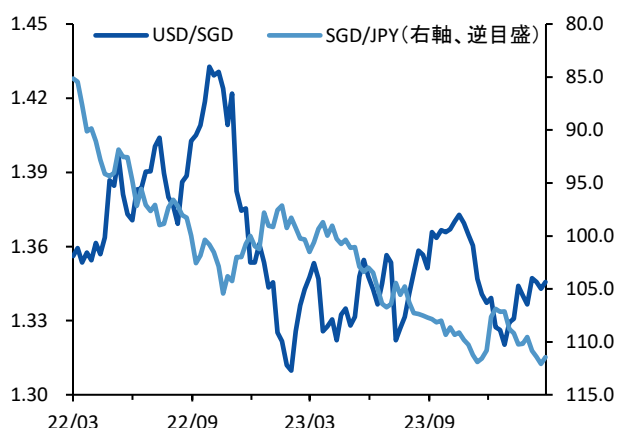
シンガポール: 外部環境次第の相場が継続

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

アジア・オセアニア資金部
マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

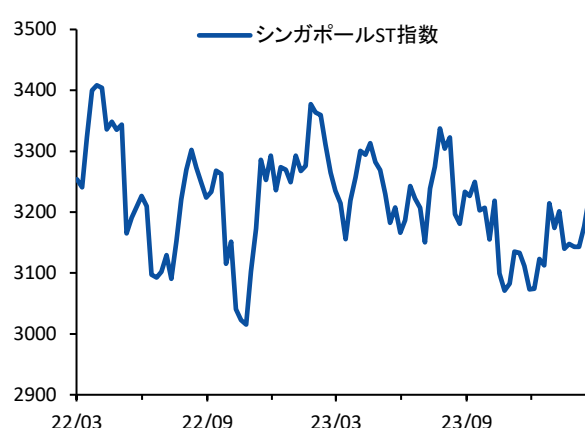
- 2 月の SGD は 1 月に続き、狭いレンジで推移した。月初 1.33 台で取引を開始も、FOMC や米 1 月雇用統計の結果を受けてドル優勢の展開。月半ばにかけても米 1 月消費者物価指数 (CPI) の結果が材料視されて一時月安値の 1.35 台半ばまで下落。以降は春節の影響でやや薄商いとなり、動意を欠いた。月後半は相場材料を探る地合いとなり 1.34 台半ばを中心に取引された。
- 10~12 月期実質 GDP 成長率 (改定値) は前年同期比 +2.2% と速報ベースから ▲0.6%pt の下方修正。情報通信業や金融業などサービス業が成長をけん引したが、製造業の減速が重しとなった。なお、23 年の年間の成長率は同 +1.1% に留まり、外需の持ち直しにも不透明感が残る中で、貿易産業省は 24 年の成長見通しを従来の同 +1.0~+3.0% に据え置いた。足許の動向について、1 月鉱工業生産は前年比でプラスを維持も前月比では ▲5.7% と不安定な状態となっている。一方で、1 月非石油地場輸出は前年比 +16.8% と 22 年 8 月以来となる 2 桁台のプラスとなった。半導体市況の持ち直しを受けて高付加価値の機械製品の需要が好調だった。
- 1 月 CPI は前年比 +2.9% と市場予想の同 +3.8% を下回った。民間輸送費用と住居費を除いたコアベースでも同 +3.1% と減速した。もっとも、その要因は宿泊費および民間輸送費用に関する一過性のものであるとの見方が強い。
- シンガポールドル名目実効為替レート (S\$NEER) は引き続き政策バンドの上方での小動きで、これも SGD が動意を欠いた要因だ。次回のシンガポール通貨管理局 (MAS、中央銀行) の会合は 4 月に実施されるが、GDP 統計は着実に金融引き締め効果を確認出来る内容となったものの、インフレ収束に確信を持てるまで MAS は金融政策の現状維持を継続すると予想される。金融政策面での SGD の上昇余地は既に限定的である中で、3 月の相場変動要因はやはりドル要因、特に下旬に予定される FOMC の内容に大きく左右されるだろう。
- また、FRB の動向以外のリスク要因にも警戒が必要だ。地政学リスクが燃る中での原油価格動向のほか、1 月に実施された物品・サービス税 (GST) の増税は、今後の経済・物価関連指標に波及し、MAS の政策転換を促す内容となる可能性はある。また、SGD の通貨バスケットでも多くの比重を占めるであろう CNY も、国内景気動向が嫌気されて軟化が続けば当然 SGD にも影響が及ぶ。この点、3 月の全国人民代表大会 (全人代) での情報発信は SGD を含むアジア通貨全般の取引材料となろう。

図表 13: シンガポールドル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

タイ: BOT はあくまで現状維持を強調

マーケット・エコノミスト

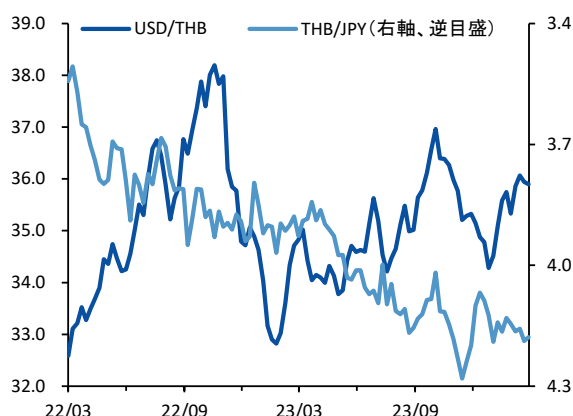
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

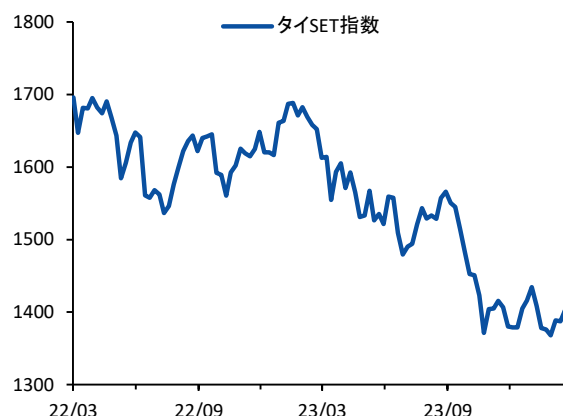
- 2月のTHBは軟調な値動き。月初35台半ばで取引を開始。上旬はFOMCや米1月雇用統計の内容が意識された中で、ドル優勢の展開。タイ中央銀行(BOT)の会合では現状維持ながら、市場の利下げ期待が高まって36近辺まで下落した。中旬、米1月消費者物価指数(CPI)の結果を受けて、月安値の36.10台をつけた。下旬は、10~12月期GDPが冴えない結果となり上値重く推移。月末にかけてはやや動意に欠き、36付近を推移した。
- BOTは7日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.50%に据え置いた。声明文では景気動向について、今年の成長見通しを従来の前年比+3.2%から同+2.5%~+3.0%に下方修正した。その要因として、内需は堅調さを維持する見込みである一方、世界経済に不確実性が残る中で、財輸出や観光業の回復が遅れる可能性があることに言及した。
- 10~12月期実質GDP成長率は前年同期比+1.7%と市場予想の同+2.6%を大きく下振れ、前期比では▲0.6%のマイナス成長となった。内訳を見るとサービス輸出や個人消費の伸びが鈍化している。年間の成長率は、前年比+1.9%と22年の同+2.5%から減速。総じて景気減速色が目立つ内容となった。
- 物価動向については、BOTが定める目標レンジ(+1.0~+3.0%)を下回っている。1月CPIは前年比▲1.1%と4か月連続のマイナスを記録。先行きの見通しについて、燃料価格の低下は継続する見込みであり、プラス圏への回帰は春先以降と予想される。その間、観光業の持ち直しに伴うサービス価格の押し上げが期待されるが、これも制御可能な範囲での動きとなる見込みだ。今回合合にて、BOTは年間でのCPI上昇率が前年比+1.0%近辺で推移すると述べた。
- かかる中、一部メンバーは利下げを支持したが現在の政策金利は長期的に持続可能な成長、安定的な物価推移や金融市場を維持する上で適当とした。
- セタプットBOT総裁は景気鈍化の要因は少子化など構造的な問題による部分も多く、利下げという応急的な景気刺激策で対応すべきではないという立場を示している。とは言え、政策転換のタイミングが近づいているのも確かだ。声明文にも必要に応じて金利を調整していく旨の記載が見られ、FRBよりもBOTが先に利下げに着手する可能性も否定できない。今後思わぬ成長鈍化リスクが生じればその確度も高まることとなろう。この場合、目先にかけてTHBの軟化は継続することとなり、今後の政府・中銀の情報発信には一層警戒したい。かかる中、3月の想定レンジを34.0~36.5とした。

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:ウクライナ侵攻から 2 年が経過

シニア為替ストラテジスト

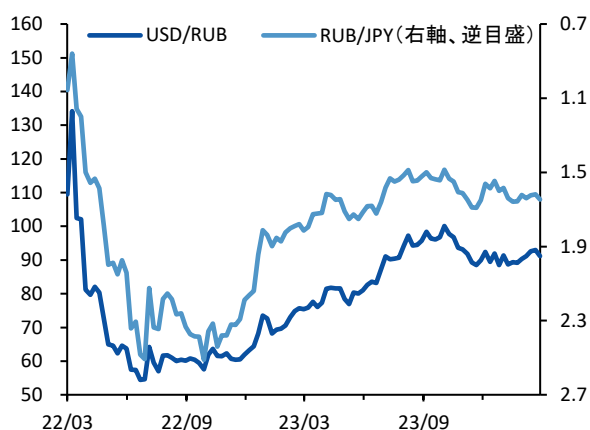
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

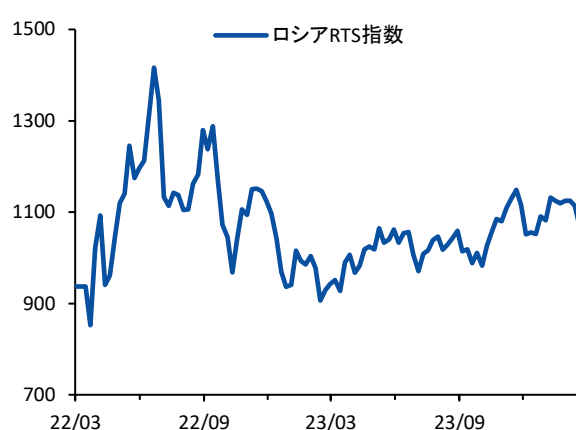
- 2 月の RUB は対ドルで下落。2 月 24 日にロシアによるウクライナ侵攻開始 2 年を迎えることにあわせて、EU、英国、米国がそれぞれ新たな経済制裁を発表した。目を引くのは制裁の対象となる団体や個人の多さであり、EU が約 200、英国が約 50、米国が約 500 となっている。ロシアの金融市場では、RUB 以上に、株価指数の下落が大きくなっている。
- もともと、ロシア経済が戦争や経済制裁で疲弊している様子は少なくとも経済指標からは確認できない。8 日に公表された 2023 年の実質 GDP 成長率(速報)は前年比+3.6%という高い伸びとなった。堅調な雇用情勢や実質賃金の高まりに伴う家計消費の伸び、軍事関連の支出の拡大、ロシアのソブリンウェルスファンドである国民福祉基金を活用したインフラや国内企業への投資、といった要因が背景に挙げられる。何よりも、ロシアの石油・ガス関連収入が依然として高水準で推移しているように、ロシアが中国、インド、トルコといった第 3 国への輸出を拡大させ、ドルへの依存度を大幅に低下させていることが、経済制裁の実効性を著しく低下させているものと見られる。欧州を中心に、エネルギー供給やインフレ抑制の観点から、一部制裁の手を緩めざるを得ないといった事情も影響しているだろう。
- ロシア中央銀行(CBR)は 2024 年 2 月 16 日の金融政策発表時に、2024 年の実質 GDP 成長率の予測を 2023 年 10 月時点の前年比+0.5~1.5%から同+1.0~2.0%に引き上げている。IMF は 2024 年 1 月公表の「世界経済見通し(アップデート)」で 2024 年のロシアの実質 GDP 成長率の見通しを前年比+2.6%と CBR より高く見積もっている。
- プーチン大統領は 29 日の年次教書演説において、3 年目に入ったロシアのウクライナ侵略が国民の大多数に支持されていると主張し、侵略の継続を改めて主張している。ロシアの攻勢が強まることが懸念されるなか、欧米も対抗措置として、上限価格規制に従わないタンカーに対する制裁を強化しているほか、バイデン米大統領は、G7 サミット前にロシア資産を使ったウクライナ支援計画を目指すと言っている。対立の先鋭化が意識されるなか、引き続き RUB には圧力がかかる展開が想定される。2023 年の安値水準 100 に向け、じりじりと値を下げると見込んでいる。

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:総選挙は 5 月 29 日に開催予定

シニア為替ストラテジスト

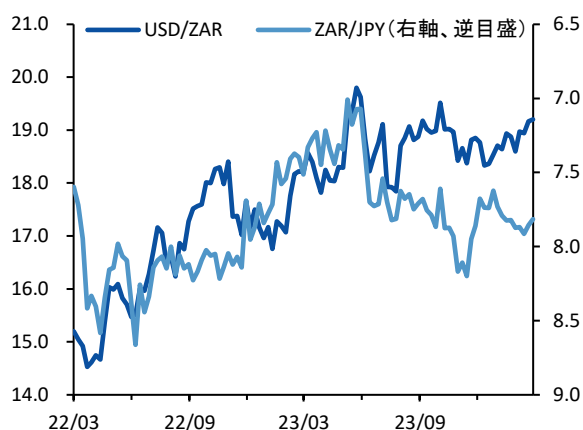
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

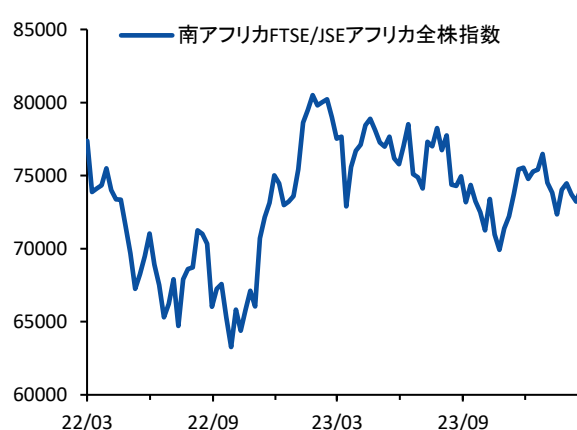
- 2 月の ZAR は 1 月末の対ドル 18.68 から 2 月 29 日時点で 19.2 前後へと約▲3%下落している。米景気・物価指標の力強さを背景とする米金利上昇・ドル高の流れの裏返し、という側面も大きい。ZAR の下落率は他の新興国通貨と比較しても大きい。下院議会・大統領選挙が 5 月 29 日に迫るなか(日程は 2 月 20 日に公表された)、政治的不透明感の高まりや、2 月 21 日に公表された 2024/25 年度予算案を巡る懸念も ZAR の重しとなっていよう。
- 2 月 8 日のラマポーザ大統領の施政方針演説は、2024 年半ばにも実施される総選挙で、与党アフリカ民族会議(ANC)が 1994 年のアパルトヘイト廃止・民主化選挙以降、初めて下院議席が過半数割れとなるリスクが意識されるなかで注目されたが、結果として市場に影響を及ぼすような目新しい材料は示されなかった。大統領は 30 年の ANC の実績を強調したほか、雇用の創出、国民皆保険制度の段階的な実施、汚職の防止、エネルギー不足解消といった課題に今後も取り組む姿勢を示している。
- 2 月 21 日に公表された 2024/25 年度予算案は、財政赤字を削減するほか、一般政府総債務対 GDP 比率も 2025/26 年度のピークの値を 77.7%から 75.3%に引き下げる見通しが示された。基本的には財政健全化路線だが、債務削減の方法論に関しては疑念を投げかける向きもある。南ア財務省は、南アフリカ準備銀行(SARB)が管理する金と外国為替の緊急準備金勘定からの取り崩しを通じて政府債務比率を引き下げる方針を示している。この勘定には金やドル・ユーロに対するランドの価値の下落に伴い約 5,000 億ランドの含み益が発生しており、今回、南ア財務省はそのうちの 1,500 億ランドを債務返済に充てるとしている。しかし、緊急準備金勘定の含み益は、金や外貨を売却しない限りは未実現の利益であり、政府会計上の操作に過ぎないとも受け止められかねない。米大手格付会社 S&P は中銀に政府の債務の一部を負担させるこの措置が、中銀の独立性に悪影響を及ぼしかねない点に懸念を表明している。
- こうした金融・財政政策を取り巻く不透明感や、電力不足・双子の赤字など国内の悪化したファンダメンタルズを考慮する形で、ZAR の見通しについては慎重姿勢を維持している。引き続き、じりじりと弱含む展開を予測している。

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:エルカン中銀総裁が突然の辞任

シニア為替ストラテジスト

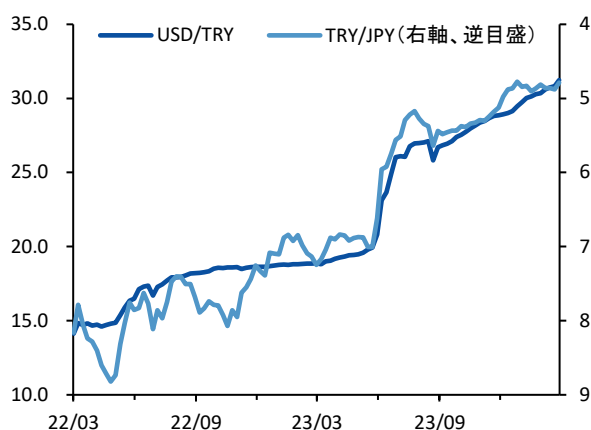
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

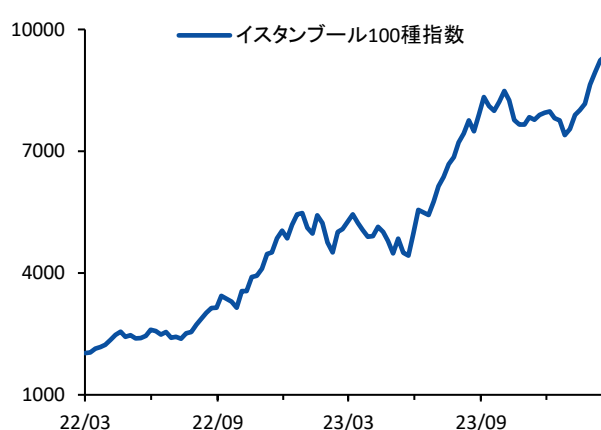
- 2 月の TRY はじりじりとした対ドルでの下落が継続した。2 月 2 日には、トルコ中央銀行 (CBRT) のエルカン総裁が突然辞任を発表するというサプライズがあったものの、後任人事が速やかに発表され、市場の信認の厚いファティ・カラハン副総裁が新総裁に昇格したこともあり、市場の反応は総じて落ち着いたものとなった。
- カラハン新総裁は、就任直後の 2 月 8 日における四半期インフレーションレポート公表時に、記者会見を行っている。CBRT は、2024 年末の消費者物価指数 (CPI) を前年比+36%とする見通しを据え置いた。また、カラハン総裁は、現時点で追加利上げが必要だとは考えていないものの、利下げを語るには早すぎると発言し、量的引き締めによる過剰流動性の吸収も継続する姿勢を示している。
- 2 月 22 日の金融政策決定会合では、市場予想通り政策金利が 45.00% で据え置かれた。声明文では、追加利上げに関する文言が「インフレ見通しの大幅かつ持続的な悪化が予想される場合には、金融政策スタンスを引き締める」と 1 月会合での「インフレ見通しに対する顕著で持続的なリスクが浮上すれば、金融政策スタンスを再評価する」からトーンがやや強められた。また、「高金利政策の継続は、デフインフレの鍵となるトルコリラの実質的な価値の上昇に資するだろう」という文言が追加されたことも注目される。総じて、エルカン前総裁の高金利政策路線が引き継がれた形だ。TRY は対ドルでの下落傾向が続いているものの、下落ペースは緩やかになりつつある。
- ただし、CBRT の高金利政策の持続性を判断するには、3 月 31 日に控える統一地方選挙が重要であろう。主要都市の市長選に敗北した場合、エルドアン大統領が 2023 年 5 月の総選挙以降、定着しつつある正統派の金融・財政政策の方向性を再び転換してしまうのではないかと、という懸念がマーケットのトルコ金融市場に対する慎重姿勢の背景にあると見られるためだ。最大都市イスタンブールでは野党所属の現職のイマモール市長がやや優勢という結果が世論調査から出ているが、今後 1 か月の情勢を見極めたい。

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: 良好な労働市場には要警戒

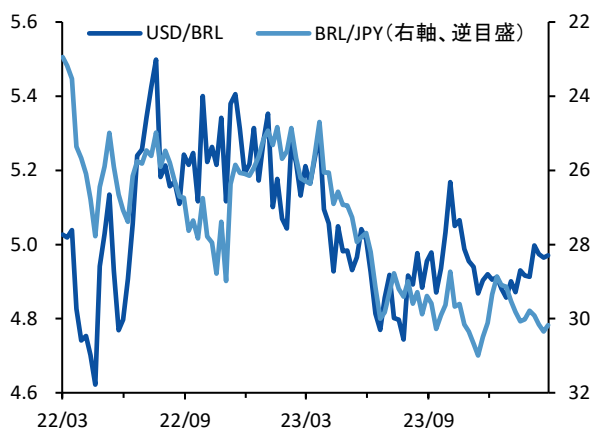
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 2 月の BRL は▲0.3%と小幅に下落した。4.96 付近で取引を開始。月前半は、米金利上昇や商品価格下落が嫌気され 5.02 付近に売られる場面もあったが、その後は商品価格の底入れやブラジル株高に加え、域内の好調な経済指標などが下支えとなり、月初の水準にほぼ往って来い。月後半は、米金利が横ばい圏で推移する中、域内の新規材料にも乏しいことも相まって、4.96 を挟んでレンジ推移、結局 4.97 付近で引けた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 6 日、1 月金融政策委員会(Copom)の議事要旨を公表した。内容を確認すると、サービスインフレの粘着性と、その背景にある賃金上昇の強さに対する警戒感が強く感じられた。声明文では次回 3 月会合での▲50bp の利下げが予告されているが、やはり利下げ幅の拡大は見込めない。むしろ、足許における失業率改善や実質賃金指数上昇に代表される労働市場のひっ迫に鑑みれば、年央のいずれかのタイミングで利下げ幅の縮小に動くと考えたほうがよさそう。もっとも、利下げ路線そのものは不変であり、年末の政策金利は、現状の 11.25%から 9.00%前後に引き下げられるだろう。
- 最新の物価動向に関し、2 月半ばまでの 1 か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+4.49%(前年比、以下同様)と、1 月の+4.47%をわずかに上回ったものの、市場予想の+4.54%を下回った。2024 年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)にはぎりぎり収まった格好だ。食品・飲料価格の伸びが 7 か月ぶりの高水準と強まっていることは気付きではあるが、食料品・エネルギーを除いた指数は伸びを減速させており、基調的物価は下向きだ。BCB の利下げ路線に水を差す内容とはなっていない。BCB が行っているエコノミストサーベイでも、インフレ期待は安定した推移を続けている。
- 3 月の BRL 相場は、弱含む展開を予測。BCB の利下げ路線継続が、金利面から BRL の重しとなる構図が続くだろう。投機筋のネット・ロングポジションは取り崩しが進んでおり、こうした要素も BRL の売り材料となる。商品価格が底堅いことや、デカップリングの流れを受けた対中輸出増大は輸出総額の押し上げに寄与しているが、先進国向けは軒並み不調で、貿易黒字の水準は切り下がっている。需給環境も、BRL の上値を押さえる要因になる。一方、力強い米経済指標などを背景に、FRB に対する市場の利下げ期待もすでに相当剥落した。一層の米金利上昇余地は乏しく、よって BRL の下値も限定的となるだろう。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

メキシコ: 利下げへの道を開いた Banxico

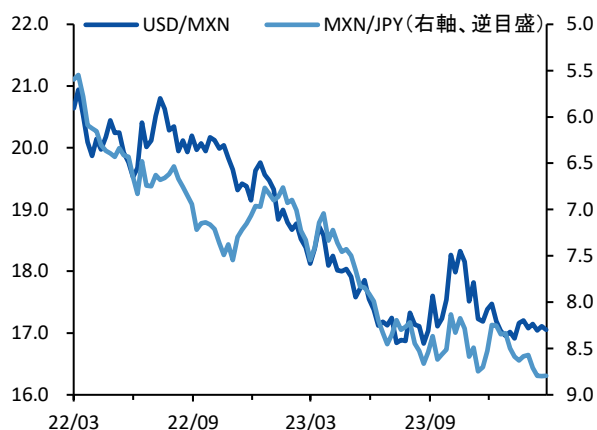
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

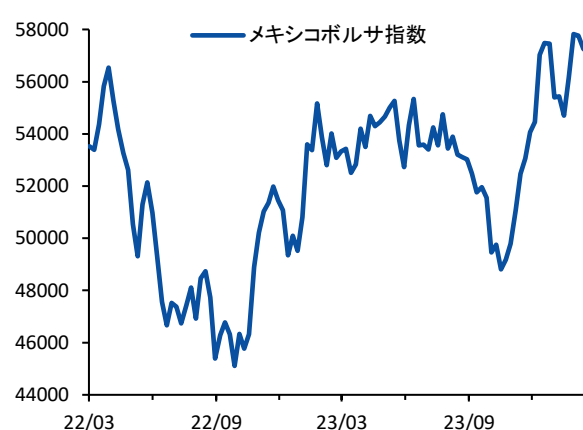
- 2月のMXNは+0.9%と上昇した。17.2付近で取引開始。上旬は、メキシコ株高や原油価格反発が好感され、17.0付近に強含んだ。中旬は、米金利急騰を受け一時17.2を超えて弱含む場面もあったが、市場心理の改善や原油高が下支えとなり、一時17.0を割り込んで上昇した。下旬は、軟調な域内経済指標やメキシコ株安に加え、メキシコ中央銀行(Banxico)の利下げ転換が意識される中で弱含んで推移し、その後17.05付近で引けた。
- Banxicoは8日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を11.25%で据え置くことを全会一致で決定した。声明文では、「インフレ目標を達成するために政策金利を現在の水準にしばらくの間維持することが必要」との政策金利のフォワードガイダンスが、「次回会合では、入手可能な情報に応じて、政策金利の調整の可能性を評価する」と変更され、利下げ開始を示唆するに至った。22日に公表された議事要旨を確認しても、多数の委員が2023年のデイスインフレを強調し、経済状況が許せば政策調整を検討すべきと表明している。忍耐力を保つべきと主張する委員も存在しているが、あくまで少数派に留まっているようだ。
- 域内の物価動向に関しては、最新の2月前半の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+4.45%と、市場予想の同+4.70%および1月後半の同+4.87%を下回った。コアベースでも、同+4.63%と1月後半の+4.75%から順調に鈍化を続けており、広範にデイスインフレが進んでいる。依然として中銀の目標(同+3.0%)には距離があるものの、高水準の実質政策金利が引き続きデイスインフレに寄与すると見込んでいる。上述のBanxicoの情報発信と併せて考えても、3月会合での利下げ開始との予測を維持してよいだろう。
- 3月のMXN相場は、弱含む展開を見込む。上述の通り、Banxicoの利下げ開始は目前に迫っており、域内金利の低下がMXNの逆風となりそうだ。昨年のMXN相場の堅調さを支えた海外労働送金も、米求人件数の減少などを背景に、既に失速の兆しを見せている。需給面の追い風も、弱まると考えている。また、経済面でも、米景気失速の悪影響は不可避だろう。もっとも、原油価格動向やFRBの政策スタンス次第では、MXNが底堅く推移する可能性もある。当然、米大統領選挙の動向にも要注意だ。スーパーチューズデーを間近に控える中、共和党候補者選出に関する各種報道でMXN相場が変動するリスクにも警戒を払いたい。

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

		2024年 1～2月（実績）	SPOT	2024年 3月	6月	9月	12月	2025年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	7.1040 ～ 7.1997	7.1886	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.8048 ～ 7.8296	7.8292	7.82	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー	(INR)	82.776 ～ 83.350	82.914	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア	(IDR)	15426 ～ 15846	15719	15500	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン	(KRW)	1290.39 ～ 1346.85	1331.46	1310	1290	1280	1260	1250
マレーシアリングギ	(MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.7428	4.67	4.64	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ	(PHP)	55.355 ～ 56.559	56.215	55.8	56.2	56.2	55.2	54.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ～ 1.3525	1.3461	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.518 ～ 31.698	31.602	31.0	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ	(THB)	34.11 ～ 36.21	35.86	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 24705	24648	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	87.4000 ～ 95.4670	91.2001	92.0	94.0	96.0	98.0	100.0
南アフリカランド	(ZAR)	18.2639 ～ 19.3899	19.1909	19.2	19.4	19.6	19.8	20.0
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 31.3261	31.3183	31.5	32.0	31.5	31.0	30.5
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8317 ～ 5.0173	4.9703	5.02	5.07	5.05	5.02	5.00
メキシコペソ	(MXN)	16.7852 ～ 17.3860	17.0470	17.4	17.7	17.9	18.0	18.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.830 ～ 21.020	20.847	20.84	20.70	20.42	20.85	21.29
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 19.295	19.157	19.05	18.97	18.61	18.89	19.18
インドルピー	(INR)	1.695 ～ 1.820	1.809	1.78	1.75	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア	(100IDR)	0.913 ～ 0.967	0.954	0.961	0.942	0.934	0.958	0.980
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ～ 11.361	11.264	11.37	11.47	11.33	11.67	11.92
マレーシアリングギ	(MYR)	30.593 ～ 31.662	31.582	31.91	31.90	30.98	31.89	32.53
フィリピンペソ	(PHP)	2.541 ～ 2.699	2.663	2.67	2.63	2.58	2.66	2.72
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 112.18	111.42	111.36	107.25	107.17	110.69	112.71
台湾ドル	(TWD)	4.576 ～ 4.809	4.736	4.81	4.93	4.90	5.03	5.14
タイバーツ	(THB)	4.096 ～ 4.205	4.183	4.20	4.10	4.12	4.30	4.38
ベトナムドン	(10000VND)	0.5807 ～ 0.6175	0.6076	0.61	0.60	0.60	0.61	0.62
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ～ 1.689	1.645	1.62	1.57	1.51	1.50	1.49
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 7.991	7.818	7.76	7.63	7.40	7.42	7.45
トルコリラ	(TRY)	4.748 ～ 4.945	4.775	4.73	4.63	4.60	4.74	4.89
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.829 ～ 30.567	30.172	29.68	29.19	28.71	29.28	29.80
メキシコペソ	(MXN)	8.297 ～ 8.831	8.799	8.56	8.36	8.10	8.17	8.19

注：1.実績の欄は2024年2月29日まで。SPOTは3月1日の7時10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(2月29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。