

2024 年 4 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: アジア通貨の軟調が目立つ	2
中国: 「前年並みの成長」という高いハードル	3
インド: 利下げの後ずれリスクが高まる	4
インドネシア: 内政の先行き不透明感が長引く	5
韓国: 総選挙は混戦の様相	6
マレーシア: BNM が口先介入も MYR 安は定着	7
フィリピン: 資源価格動向に押される PHP	8
シンガポール: 多くのリスク要因が混在	9
タイ: THB の軟化は外的要因だけではない	10
ロシア: 大統領選は大方の予想通りプーチン氏勝利	11
南アフリカ: SARB は改めてタカ派姿勢を示す	12
トルコ: 選挙直前のサプライズ利上げ	13
ブラジル: 利下げ幅縮小を示唆した BCB	14
メキシコ: 9 年ぶりの高値を更新	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:アジア通貨の軟調が目立つ

マーケット・エコノミスト

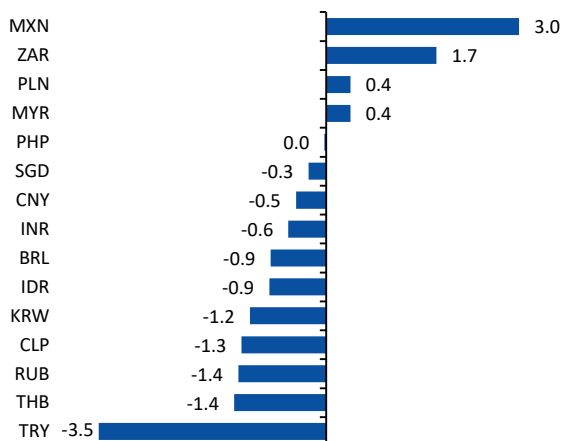
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

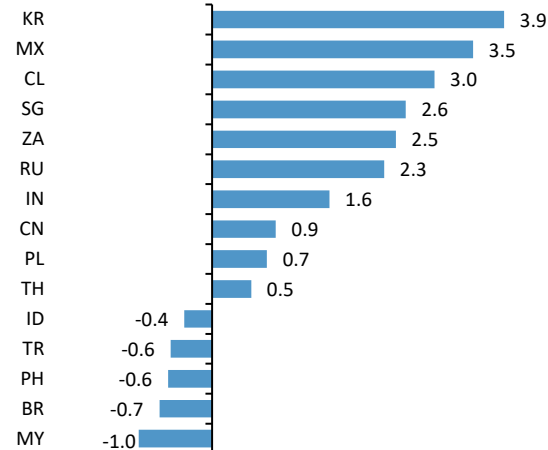
- 3 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.2%。同指数は 1720 台前半で取引を開始。月初、軟調な米経済指標や 3 月 FOMC を巡る情報発信を受け、一時 1740 に迫るも、追加材料に欠いた。月半ばにかけて、同指数はやや軟調で、FOMC 直後はドル安を受け上昇も長続きせず。月後半にかけては、米 23 年 10~12 月期 GDP の上方修正や FRB 高官のタカ派な情報発信もあり、ドルが堅調に推移、同指数は 1720 台での取引となった。
- 3 月 FOMC で FRB は政策金利を 5 会合連続で据え置いた。前回会合に続き、早期の利下げ期待が後退したが、24 年の利下げは 3 回という見通しを維持しており、タカ派度合いを強めた訳でもない。経済・物価見通しでは景気認識及び物価予測を上方修正させており、これが高水準の政策金利を維持する材料になったとみられる。パウエル議長はインフレが持続的に目標の+2%に向かう確信が強まるまで、利下げは想定していないと述べた。
- かかる決定を受け、新興国通貨はドルに押される展開が続く。地域別にみるとアジア通貨の落ち込みが目立つが、やはり CNY の軟化は無視できない。3 月は全人代での中国景気支援策に関する情報発信が特に注目されたが、市場の期待に沿う内容にはならず、これが CNY については周辺国通貨の下落を招いた。また、ドル/円も日銀の正常化着手が決定されながらも、その後の情報発信から日銀発の円買い材料が当面出尽くしとなった状況下、売りが先行し、34 年ぶりの高値をつけるに至った。アジア 2 大経済大国の通貨が値を下げる中、アジア通貨全体が持ち直しのきっかけを掴めない状況だ。この他にも 3 月は INR が過去最安値を、THB、KRW などは年初来安値を更新した。
- 物価動向に目を向けると、「インフレは鈍化傾向にあるが、高止まる国」が散見される。主に食料・資源価格の水準がコロナ前を上回り、人件費の高止まりも影響している様だ。一方で、過去の金融引き締め成果を見て、多くの国で 24 年が利下げの年となるのも事実だ。中銀にとって、インフレ抑制の確信が持てるまで利下げに転じないことが基本指針となろうが、世界各地で選挙が予定される中、政治的には景気支援的な施策が打ち出されることが予想される。自国保護やばら撒き志向の政策や中銀に金融緩和を促す動きはインフレ再加速の引き金となり、これは IMF も警鐘を鳴らしている。足許、FRB に付随して政策転換のタイミングは後ずれしているが、物価・金融市場の番人として各国中銀が役割を果たすことが一層期待され、これは通貨の選好にも繋がり得る。

図表 1:新興国通貨騰落率(2024 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(2024 年 3 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:「前年並みの成長」という高いハードル

マーケット・エコノミスト

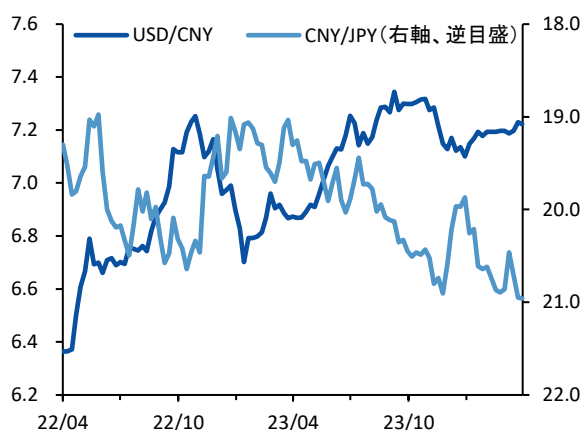
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の CNY は年初来安値を更新した。月初 7.19 台で取引を開始。上旬は全国人民代表大会(全人代)での情報発信が注目されたが、その間の米金利低下を受けて小幅に上昇。その後、FOMC を控える中、7.20 を上限に方向感を欠く時間帯が続いた。FOMC 後は中国人民銀行(PBoC)が人民元安方向に基準値を設定したことで、一時 7.23 台まで下落。その後持ち直すも長続きせず、ドル優勢の地合いの中で、月末も 7.23 付近までじりじりと値を下げた。
- 中国の最重要政治会議である全国人民代表大会(全人代)では、24 年の成長目標が前年同様+5.0%前後に設定された。従前の通り、「質の高い発展」と「高水準の科学技術の自立自強」を推進するとしたが、懸案の内需刺激策や即効性のある不動産部門への支援策の打ち出しはされなかった。政府は目標公表の際にも「決して容易な数字」ではないとの認識を示しており、目標達成には超財政出動や金融緩和の継続など、財政・金融両面でのサポート、対外的には西側諸国とのデカップリング解消といった動きも必要と思われる。
- 足許の経済指標の内容も強弱まちまちであり、数字の上でも昨年並みの成長を確信できる状況とは言い難い。特に、不動産投資は前年比▲9.0%と低迷が続き、需給ギャップが解消していないことが示唆される。これを裏打ちするような格好で主要 70 都市の新築住宅価格は同▲1.9%と、約 2 年にわたって前年割れが続く。また、不動産価格の下落による逆資産効果によって消費者心理が悪化する中で、物価も停滞している。2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.7%だが、プラス推移は 5 か月ぶりだ。全人代では物価目標を、前年比+3.0%前後に設定したが、この数字の達成もやや困難と言える。
- また、全人代期間中は近年の米中関係の悪化もあり、「独立自主の平和外交政策を堅持、覇権を握ろうとする行為に反対し、世界の公平と正義を守らなければならない」といった表明をはじめ、国家の安全を優先する情報発信が散見された。中国の国防費は前年比で+7.2%増加しており、数字の面でも地政学リスクの高まりを意識していることが読み取れる。
- 結果として、全人代での一連の情報発信はCNY 買いに繋がらなかった印象が強い。3 月 FOMC において、早期の利下げ期待が後退した一方で、PBoC は当面金融緩和を維持する姿勢に変化はなく、対米金利差が高水準で安定していることも CNY にとって逆風となっている。かかる中、4 月の CNY は対ドルで 7.05~7.25 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: 利下げの後ずれリスクが高まる

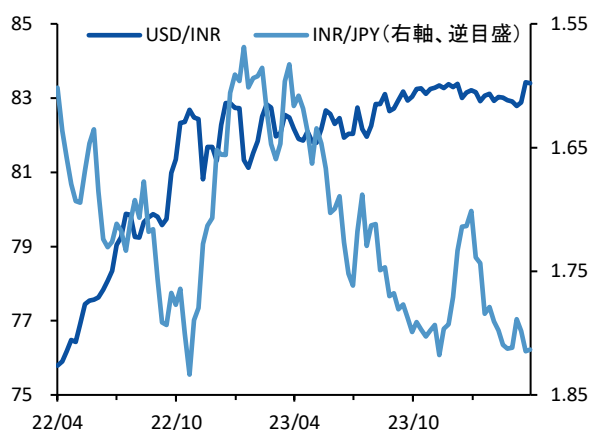
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の INR は▲0.6%と下落した。82.9 付近で取引開始。月前半は、材料難の中で、82.6～82.9 程度で方向感なく推移した。月後半は、CNY に連れ安になったほか、インド準備銀行 (RBI、中央銀行) による INR 売りの為替介入を受け、83.4 付近に弱含んで引けた。もっとも、他の EM 通貨に比べて狭いレンジでの推移が継続しており、為替管理と批判を受けるのも頷ける相場動向だ。
- 域内物価動向に関し、2 月消費者物価指数 (CPI) は+5.09% (前年比、以下同様) と市場予想の+5.04%を上振れ、前月からほぼ横ばいとなった。一方、コアベースでは+3.3%と 4 年以上ぶりの低水準となっており、基調的物価は明確に下向き。食料品・飲料の項目が+7.6%から+7.8%に反発しており、総合ベースの下げ止まりを規定。コアのインフレ鈍化は朗報だが、RBI はあくまで総合ベースの数字を+4.0% (目標レンジの中心) に収束させることを意識しており、依然距離があると評価したい。食料品・飲料の反発は一過性としても、経済が底堅い以上コアのデシインフレはそう長続きはしない。これらを加味すれば、総合ベースの+4.0%近傍への収束は 7～9 月期まで待たなければならないだろう。
- かかる中、RBI は 3～5 日に金融政策委員会を開催する。従前より本欄では、早ければ 6 月会合での利下げ開始を見込んでいたが、これが後ろ倒しになる蓋然性が高まっている。もとより 8 月に持ち越しになる可能性も指摘していたため大きな変化があったわけではないが、2 月会合以降の経済指標や RBI 高官の情報発信などに鑑みれば、もはや 6 月会合での利下げ開始はメインシナリオにはなりえない可能性がある。この点は、4 月会合を経て改めて論じたい。
- その他、19 日にインド総選挙の投票が開始される (6 月 4 日まで)。投票は段階的に実施され、出口調査は 6 月 1 日から明らかにされる見込み。野党連合の結末は乱れており、現状では与党連合勝利とモディ首相再選が見込まれる。これに水を差すような報道があった場合、金融市場への影響を警戒したい。
- 4 月の INR 相場は上値の重い推移を予想する。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。需給面で売られやすい構図は不変だ。もっとも、域内の経済物価情勢の底堅さや、急速な INR 安の場面では RBI による為替介入による下支えが期待できることなどを考慮に入れば、自ずと INR の一段安の幅も限定的となる公算が大きい。年央以降の買い戻しに期待したいところだ。

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: 内政の先行き不透明感が長引く

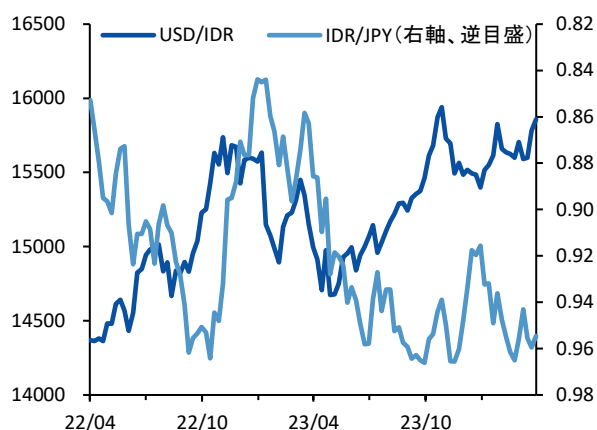
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

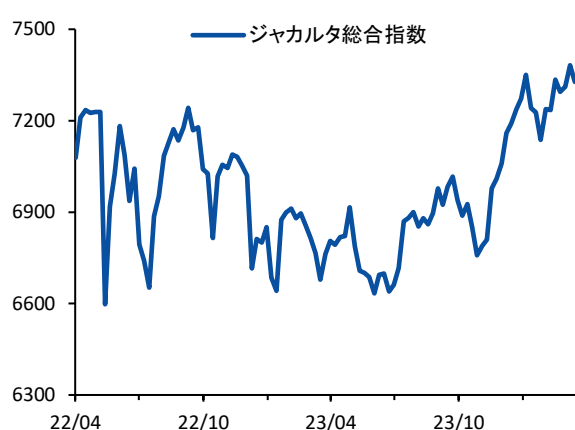
- 3 月の IDR は▲0.9%と下落した。IDR は 15700 付近で取引を開始。月前半は、米金利低下を受け、一時 15570 付近に上昇した。月後半は、米金利の反転上昇や CNY 安に加え、インドネシア大統領選挙に関する先行き不透明感が嫌気される中で、15850 付近に反落して引けた。当局者からは為替介入を匂わす情報発信もあったが、影響は限定的となっている。
- インドネシア銀行 (BI) は、19~20 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを従来の 6.00%に 5 会合連続で据え置いた。ペリー総裁は、「下半期に政策変更の余地がある」と述べており、早晩の利下げ開始を否定。FRB の動向に関しては、年後半に複数回の利下げを見込んでいると説明した。もっとも、これらの決定は 3 月 FOMC 前に行われており、3 月 FOMC が実際にはややハト派だったことも踏まえれば、BI の想定はタカ派バイアスがあったと考えている。FRB の利下げも、早ければ 6 月での実施が市場では予想されている状況。そのほか、域内の基調的物価の弱まりなどを考慮に入れば、FRB の動向次第ではあるものの、BI の利下げは早ければ年央に開始される可能性がある。
- 21 日、選挙管理委員会より大統領選挙の結果が公式に公表され、プラボウォ氏が 60%近くの得票を集め、当選したことが宣言された。この結果は開票速報からわかっていたことであり何ら材料にもなっていないが、落選が確定した 2 名の候補者は、いずれも選挙の過程で不正があったと主張し、憲法裁判所に異議申し立てを行う方針を示している。ジャカルタでは落選者の支持者によるデモも相次いでおり、場合によっては、政情不安から IDR が売りに晒される場面も十分に考えられ、警戒したい。もっとも、結果が覆る可能性はほぼなく、一時の波乱材料に留まるだろう。政治に関する市場の注目点は、徐々に財政政策などに移っていくはずだ。
- 4 月の IDR 相場は、上値の重い推移を予想する。FRB の情報発信に鑑みれば、BI は 4 月会合においてややタカ派姿勢を後退させる可能性が高い。外需減速などに伴って輸出は落ち込んでいる一方、底堅い内需や首都移転工事に伴って輸入はそれほど落ちず、貿易黒字の取り崩しが進んでいる。一層の資源価格高騰などが無ければ、需給面の強さが早期に復元する見込みは立っていない。基本的には、FRB の利下げ局面入りが見込まれる年央にかけては、積極的に IDR が買われる展開は考えにくく、上値の重い推移を続けるだろう。

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:総選挙は混戦の様相

マーケット・エコノミスト

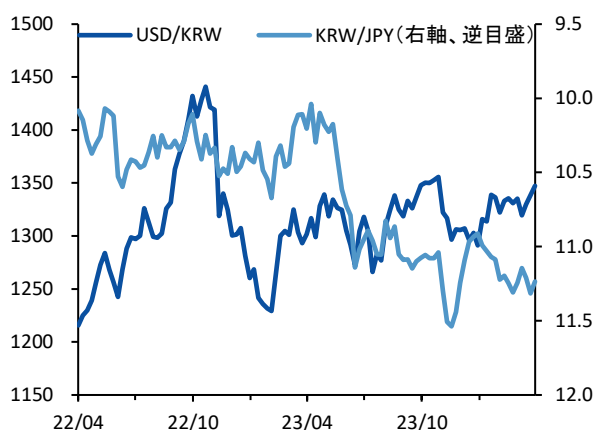
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の KRW は小幅に値を下げた。月初、1330 台で取引を開始。上旬は堅調な輸出関連指標とパウエル FRB 議長の議会証言の内容が意識され、じりじりと上昇。月半ばにかけては、日米で金融政策会合を控えやや動意を欠いた。FOMC では大きなサプライズはなかったが、以降はドル優勢の地合いになり、月後半にかけての CNY 安も重しとなった。月末にかけては、一時年初来安値を更新する 1350 付近まで値を下げ、上値重く推移した。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 14 日、四半期金融政策報告書を公表。米国の利下げ期待後退や国内の不動産市況や内需動向など複数のリスク要因が残る中で、金融政策の転換は慎重に検討するべきとの見方を示した。特に BOK は時期尚早の利下げは金融市場の安定性を損ねるとしており、改めて当面は現行の金利水準を維持する姿勢を強調した。早くとも BOK の政策転換のタイミングは年後半ないし、米国の利下げ着手以降と考えたい。
- 2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と前月の同+2.8%から騰勢を強めた。旧正月期間での食料品価格上昇が影響した格好だ。なお、食料品とエネルギー価格を除いたコアベースでは同+2.5%と横ばいとなった。
- 2 月貿易収支は+42.9 億ドルと 9 か月連続で黒字を記録、黒字額も増加基調にある。2 月輸出実績は前年比+4.8%と市場予想の同+1.4%を大きく上振れた。特に半導体の輸出は同+66.7%と市況の改善に後押しされた。中長期的にも AI 関連産業や電子機器産業における需要の継続的な持ち直しが見込まれ、半導体輸出を主軸として安定的な貿易黒字の計上が期待される。
- KRW は FRB の情報発信や中国全人代後の CNY 安の影響など外部要因に押される展開だが、貿易収支改善など実需面の下支えもあり底堅く推移すると予想される。金利面では、米韓とも金融政策のタイミングを探る地合いの中で、大きく金利差が変動することは今のところ考えにくい。なお、政治面では、4 月 10 日に総選挙が実施される。選挙の争点は尹(ユン)錫悦政権が国民の支持を得て、与党「国民の力」が過半数の議席を獲得し、国会のねじれを解消できるかである。事前報道では、最大野党「共に民主党」の優勢の展開だったが、同党の候補者公認を巡る混乱の影響で接戦となることが予想されている。現時点では為替市場への影響は限定的と考えているが、野党が議会での存在感を高める結果となれば、KRW 売りに繋がる可能性はある。かかる中、4~6 月期の想定レンジを 1300~1360 とした。

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:BNM が口先介入も MYR 安は定着

マーケット・エコノミスト

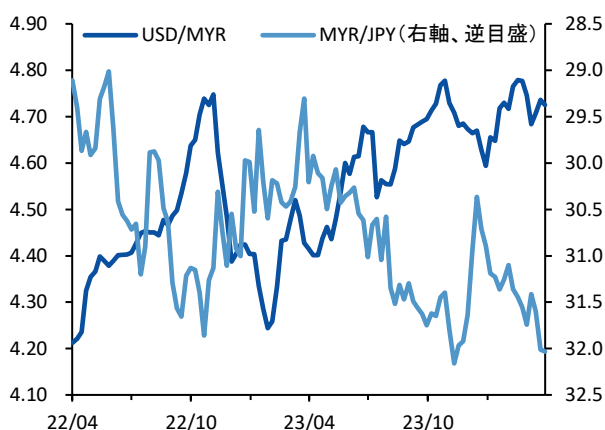
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の MYR は僅かに持ち直した。月初 4.74 付近で取引を開始。上旬はパウエル FRB 議長の議会証言やマレーシア中銀(BNM)の情報発信が材料視されて持ち直し、月半ばにかけて 4.67 台まで上昇。その後は、米インフレ指標の結果を受け下落に転じ、FOMC 後の反発も長続きせず。下旬にかけては日銀会合後の円安や CNY 安にアジア通貨全般が軟調な値動きとなった。月末付近では 4.73 付近の取引となり、月間でみれば小幅な変化に留まった。
- BNM は 7 日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の 3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は 5 会合連続での決定となった。直近のマレーシア経済について、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。これに対して、BNM は 24 年の成長率に関して、官民による投資や貿易収支の持ち直しに言及しながら、年間の成長予想を前年比+4.0~+5.0%に据え置き、成長幅は拡大するとの見方を示した。
- 2 月輸出は前年比▲0.8%とマイナスを記録。足許では既に半導体市況の持ち直しが確認されているが、主要産品である電子機器関連の需要の持ち直しはこうした動きに遅行することが予想される。中国をはじめ主要相手国の景気動向も影響するだろうが、本格的な持ち直しは年後半以降と考える。
- 物価動向に関して、2 月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.8%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースも同+1.8%と、総合 CPI については市場予想を上回ったが安定的に推移した。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く、インフレは収束に向かっている。
- かかる中、BNM は現行の金融政策は景気支援的で足許のインフレ・経済成長評価と一致しているとした上で、政策金利を据え置いた。今後は一層景気支援を優先した姿勢に変わっていくことが予想されるが、利下げの決定は FRB のハト派化を確認した後の判断になると考える。
- 先月の本欄では、MYR 相場の変化には米国の金融政策の転換が必要条件となるとしたが、3 月 FOMC で早期利下げ期待が後退した中、引き続き MYR の買い要素に乏しい状況は続く。BNM は MYR が過小評価されていると述べ、マレーシア経済のファンダメンタルズを十分に反映していないと主張した。この口先介入に加えて、国営企業を中心とした本国への資金還流(レパトリ)を奨励し、MYR の実需環境改善にも着手しているが MYR 安が定着している。以上を踏まえ、4~6 月期の MYR のレンジを 4.72~4.93 とした。

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: 資源価格動向に押される PHP

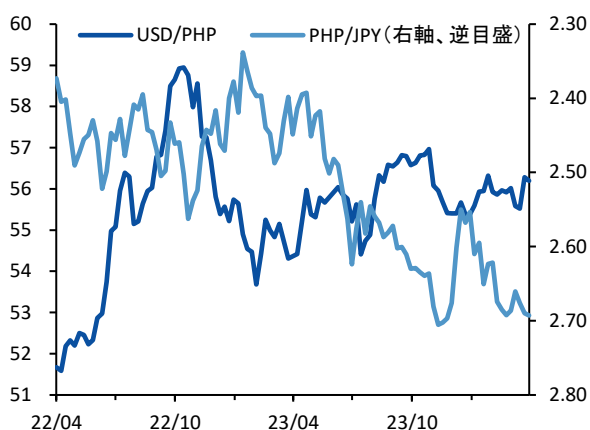
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の PHP はほぼ横ばい推移。PHP は 56.2 付近で取引を開始。月前半は、米金利低下やフィリピン中央銀行 (BSP) 高官のタカ派な発言などが材料視され、一時 55.3 に上昇した。月後半は、米金利反発や原油価格上昇に加え、CNY 安が嫌気される中で、56.2 付近に売り戻されて引けた。
- 域内の物価動向に関し、2 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.4%と、市場予想の同+3.0%および 1 月の同+2.8%を上回った。一方、食品とエネルギーを除くコア CPI は、同+3.6%と鈍化を継続させている。なお、総合、コアいずれも BSP の目標レンジである+2.0~+4.0%のレンジに収まってはいる。食品・飲料の項目が、寄与度ベースで+1.34%から+1.77%へ大きく反発しており、総合ベースの強まりを規定した。
- かかる環境下、BSP は 4 月 8 日 (4 日から日程変更) に金融政策会合を開催する。レモロナ BSP 総裁は 20 日、コメ価格上昇を警戒するコメントを残しており、利下げに向けた情報発信も全く見られなかった。上述の日程変更も、「3 月 CPI の結果を確認するため」としており、インフレ情勢を警戒している。前回会合の声明文なども併せて考えれば、現状、8 月会合での利下げ開始が基本線だ。
- なお、PHP の動向を見極めるうえでは貿易収支も重要な要素であるが、底堅い資源価格も相まって、貿易赤字がなかなか縮小してこないのは気がかりだ。エネルギー関連の輸入額は、2022 年 6 月を境に減少はしているものの、足許では下げ止まりの様相を呈している。もっとも、内需が強くない中、輸入額全体の水準はそこまで大きくない。今後は、外需動向と資源価格に振らされる展開となろうが、貿易赤字が大きく縮小する展開は現状見込みがたい。
- 4 月の PHP 相場は、上値の重い推移を続けると予測する。BSP は早期の利下げこそ否定しているものの、FRB の利下げ転換が見えてくるまでは、金利面で PHP が選好されにくい相場が続くだろう。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。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。本格的な買い戻しは年央を待たねばならないという姿勢に関し、従来から変化はない。

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

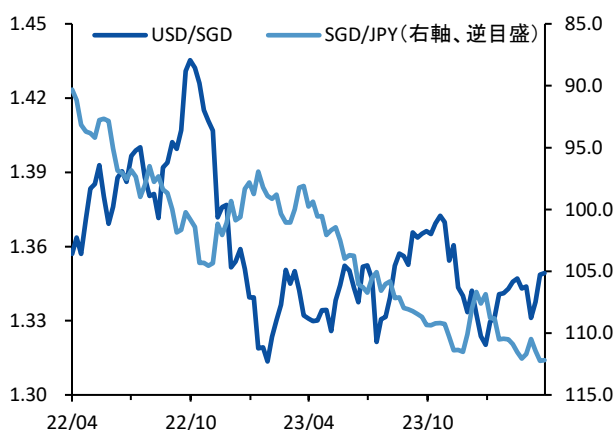
シンガポール: 多くのリスク要因が混在

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

- 3 月の SGD は方向感なく推移した。月初 1.34 台で取引を開始。上旬は軟調な米経済指標やパウエル FRB 議長の議会証言が材料視されて、SGD は一時月高値となる 1.32 台まで上昇。中旬は米国インフレ指標や FOMC の動向を窺う格好でじり安の展開。FOMC 後は一時的に持ち直すも長続きせず、人民元の対ドルでの下落に連れ安となる地合いの中で、月安値となる 1.35 台を記録。月末付近かけても月安値圏での取引が続いた。
- シンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)の 4 月会合を前に、S\$NEER(シンガポールドル名目実効為替レート)は概ね安定的に推移すると思われる。S\$NEER は政策バンドの上限付近を推移し、政策バンドも緩やかな上昇方向に設定されているが、更なるタカ派政策が実行されない場合、上昇余地は限定的と考えたい。一方で、年央以降に利下げに着手するという 3 月 FOMC での情報発信の確度が高まれば SGD にとって好材料となりそう。
- とはいえリスク要因が無い訳ではない。1 つは、予期せぬ外需の減速や金融ショックが引き金となり、成長とインフレ予想が変化することによって生じる政策バンド内での下落である。第 2 に、CNY の軟調な値動きが続く中で、アジア通貨全体が低迷する点である。SGD の通貨バスケットにおける CNY の存在感を考えると、中国景気悪化と人民元の下落が S\$NEER の足かせとなる。
- かかる中でも、MAS の 4 月会合は現状維持となる可能性が高い。国内のインフレは一過性要因と見られるが直近で再加速し、現行の姿勢は既にかなりタカ派ではあるものの、金融政策を変更する材料が整ったとは言えない。一方、過去の決定を踏まえればこれ以上の金融引き締めを決定する見込みもほとんどなく、MAS 発信の SGD 上昇材料はほぼ出尽くしている状況とも言える。
- 結果として、政策バンドの傾斜は上昇方向に規定され、S\$NEER も堅調推移が続くと思われるが、上記リスクは念頭に置きたい。特に今後 3~6 か月は SGD にとって逆風の相場環境となりそう。その後、24 年下半年にかけて持続的な持ち直しが見られ、値を戻す動きを予想する。もっとも、米国大統領選を経て世界がより保護主義色を強める場合や、米国の新体制の下で、米中関係をはじめ地政学リスクが再燃する可能性まで考慮すると、双方向のリスク要因が混在する状況に変わりはない。こうした相場環境の下、SGD も一方向的ではなく、ある程度の幅を持ちながら推移すると考えられる。以上を踏まえて、4~6 月期の相場レンジを 1.34~1.39 とした。

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: THB の軟化は外的要因だけではない

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は年初来安値を更新した。月初35台後半で取引を開始。上旬は軟調な米経済指標やパウエルFRB議長の議会証言が材料視され米金利が低下、THBは月高値の35.30台まで上昇。その後、国内での政情不安が嫌気されTHBはじりじりと下落した。FOMC終了後はドルが大崩れなく推移し、CNY安もTHBを含めアジア通貨全般の売り要因となった。月末にかけてはイースター休暇を控えやや動意に欠き、36台半ばでの取引となった。
- 12日、選挙管理委員会は野党第1党の前進黨の解散を憲法裁判所に請願すると発表した。同党の王室への不敬罪の緩和に関する公約を国家転覆の意図があると認定したことが発端で、この裏では国軍が民主派排除を画策していることが指摘されている。憲法裁判所の判事は全員が軍事政権下で指名され、実質的に国軍の影響下にあるため、急進的な民主化を掲げる前進黨を解散させて国政に対する親軍派政党の影響力強化を目論んでいる。前年の総選挙では民主化を求める民意を反映した様な結果となったが、貢献党や親軍派政党を主軸とした大連立政権の成立以降、その勢いは弱まっている。
- 1～2月の外国人観光客受入実績は累計で649万人を記録。前年同期は426万人であり、+52.3%増加した。動向が注目された中国人観光客について、春節期間を含む1月の実績は67万人と、コロナ前の水準から7割程度まで数字を戻している。政府は1月に中国とのビザ相互免除を結び、受入を強化する方針で25年を目標にコロナ前の水準に観光業の完全復活を進めている。タイのサービス収支は20年4～6月期以降、大幅な赤字に転落しているが、今年に旅行収支の持ち直しを追い風に黒字を回復できるかはTHBの実需環境を見通す上で重要な論点となる。
- THBは上述の政治動向を巡る報道やデフインフレの兆候、対外要因ではFOMCが早期の利下げを否定したことでやや買い要素に欠く状況となっている。先行きについても、景気支援を優先すべきとする政府と金融緩和によって景気を押し上げる必要性を否定するタイ中銀の意見の食い違いもあり、政策指針の不透明性が強まっている点も市場心理を押し下げている要因と考えられる。こうした中で、数少ないサポート要因となり得るのが、外需の持ち直しで、タイの輸出実績は6か月連続でプラス推移となっている。引き続きFRBの政策動向をはじめ外部要因に揺れる相場となりそうで、4～6月期における想定レンジを34.3～36.8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:大統領選は大方の予想通りプーチン氏勝利

シニア為替ストラテジスト

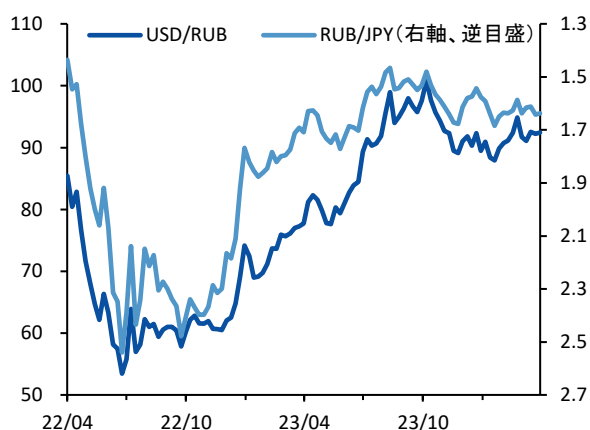
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 3 月の RUB は対ドルで下落した。特段為替市場を大きく動かすような材料はなく、グローバルに見たドル高の動きを反映したものと見られる。
- 3 月 15 日から 17 日にかけて行われたロシア大統領選挙では、大方の予想通りプーチン氏が再選された。プーチン大統領の次の任期は、プーチン氏が 78 歳となる 2030 年までとなる。プーチン大統領は勝利後の演説でも過去最高の得票率という「民意」を背景に、ウクライナ戦争を継続する構えを鮮明にしている。プーチン氏はこれまでも大統領選挙後に、不人気な政策を実行に移してきた経緯があり、今年は追加動員や、個人および法人の税率の引き上げが見込まれる。
- 3 月 22 日にはロシア中央銀行 (CBR) が金融政策決定会合を開催し、市場予想通り政策金利を 16.00% で据え置いた。据え置きは 2 会合連続。ナビウリナ総裁は CBR がインフレ鈍化を示す説得力のある証拠を確認できれば、今年下半期に金融緩和が開始される可能性が高いとの考えを改めて示した。
- RUB 相場の反応は限定的だったものの、モスクワ近郊で起きた大規模なテロ事件のウクライナ情勢への影響は意識する必要があるだろう。イスラム過激派組織 IS が犯行声明を出しているこのテロ攻撃については不明瞭な部分が多いが、ロシア大統領選挙でプーチン氏が圧勝した直後のテロは、プーチン政権の国内統治の不安定さを内外に示し、権威を失墜させることを狙った可能性がある。また、このタイミングになったことについては、ラマダン月及びラマダン明けの祭り (3 月 11 日頃から 4 月 12 日頃まで) の期間という時期も影響した可能性があるだろう。
- 今回のテロ攻撃にウクライナが関与しているのかは現時点で不明である。しかし、プーチン政権がテロ攻撃を防げなかったという批判を避けるためにも、ウクライナへの攻撃激化という対外強硬策に打って出る可能性に留意が必要となろう。

図表 17: ロシアルーブル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

南アフリカ:SARB は改めてタカ派姿勢を示す

シニア為替ストラテジスト

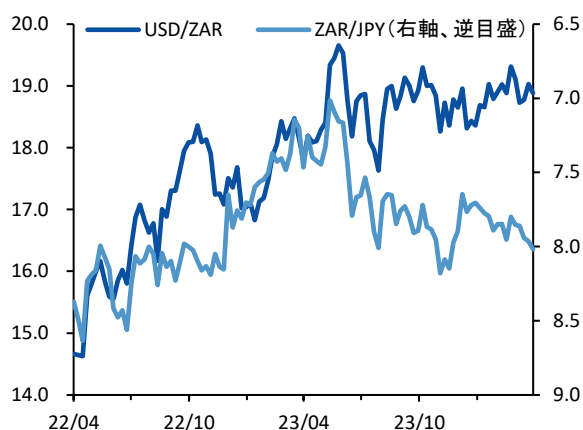
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 3 月の ZAR は 2 月末の対ドル 19.20 から 3 月 28 日時点で 19.0 前後へと約 +1.4% 上昇している。もっとも、3 月初旬から中旬にかけてはリスク選好姿勢の強まりから対ドル 18.5 まで上昇する場面もあったが、その後は米長期金利の反発もあり、ZAR 安方向に押し戻される展開となっている。
- ZAR は引き続き、外部環境の影響が大きい状況が継続しているが、国内では南アフリカ準備銀行 (SARB) の 3 月会合や、2023 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率の発表が注目された。
- SARB は 3 月 27 日の金融政策決定会合で政策金利を 8.25% で据え置いたものの、市場予想通りの結果であり、ZAR の反応は限定的となった。もっとも、クガニャゴ総裁の記者会見では、エルニーニョ現象に伴う食料品価格上昇のリスクが強調されたほか、声明文でも消費者物価指数 (CPI) が中銀のターゲット中央値に収束すると想定される時期が 2024 年 1 月会合時点の 2025 年 7~9 月期から 2025 年 10~12 月期に後ずれされるなど、全体的にタカ派的な印象の強いものだった。
- 南アフリカの景気の弱さや、5 月 29 日に同国で総選挙を控えることを考慮すれば、SARB は改めてその独立性の高さを発揮したと評価できよう。3 月 5 日に発表された南アフリカの 2023 年 10~12 月期の実質 GDP 成長率は、前期比 +0.1% となり、2023 年 7~9 月期の同 ▲0.2% から反発し、テクニカル・リセッション (2 四半期連続のマイナス成長) は回避した。しかしながら、市場予想の同 +0.2% は下回った。産業別内訳を見ると、「鉱業」や「運輸・倉庫」がプラスに寄与したことで辛うじてプラス成長を確保した形となっている。鉱業部門の持ち直しは、電力不足の悪影響が和らいでいる可能性を示唆しているが、現時点でこの問題が解決に向かっているとは見込みがたい。
- SARB のタカ派姿勢は、先行きも ZAR 相場にとってサポート要因として挙げられる。もっとも、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。

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:選挙直前のサプライズ利上げ

シニア為替ストラテジスト

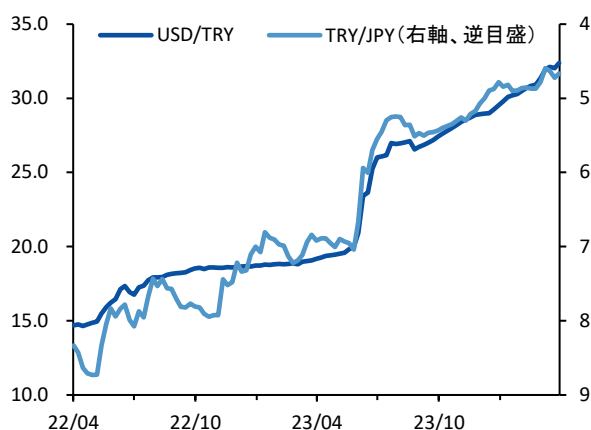
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

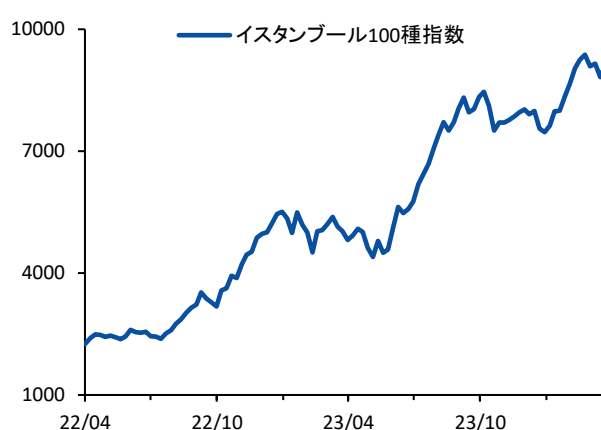
- 3 月の TRY は月末に地方選挙を控えた不透明感もあり、下落が過去 7 か月と比較して加速。3 月 28 日時点で、対ドルで 2 月末から約▲3.4% 下落している。3 月 21 日のトルコ中央銀行 (CBRT) のサプライズ利上げ後はしばらく TRY が持ち直す場面もあったが、その後は再び下落基調が続いている。
- CBRT は 3 月会合で+500bp の利上げを実施し、政策金利を 50.00%に引き上げた。ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では 21 名中、利上げを予想していたのは 2 名のみで、残りの 19 名は据え置きを予想していた。サプライズ利上げを受けて TRY は対ドルで直後に 32.41 から 31.92 まで最大約+1.5%上昇した。
- CBRT は 2 月消費者物価指数 (CPI) の想定以上の加速に加え、堅調な国内の需要を追加利上げの理由として挙げている。CBRT は、1 月会合で金融引き締め局面の終了を宣言し、2 月会合では実際に政策金利の据え置きを発表していた。
- CBRT による追加利上げの可能性は市場で意識されていたものの、選挙への影響を避けるために利上げ再開は選挙後になるという見方が大勢であった。これは、上述の市場予想からも見て取れる。加えて、3 月会合を前に、「クレジットカードによる現金引き出しと当座貸越の上限金利の引き上げ」など、政策金利引き上げに依らない金融引き締め策が取られていたことも、「3 月会合では利上げなし」という見方を強める一因となっていた。
- CBRT の今回の追加利上げは、「インフレリスクが高まったために金利を引き上げる」というオーソドックスな政策運営と評価できる。TRY が政策決定後に上昇したのは妥当な反応であろう。もっとも、3 月末の地方選挙において、大都市の市長選で与党・公正発展党 (AKP) の候補が負けるようであれば、CBRT に責任を負わせようとする動きが出てこないかが気かりである。地方選挙で最大の焦点となっているイスタンブール市長選に向けた世論調査では、現職のイマモール氏 (最大野党 CHP に所属) が与党 AKP の候補者を僅差ながら上回っている。当面は、地方選挙が TRY の先行きの不確実性を高める要因となっている状況自体には変わりがない。

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: 利下げ幅縮小を示唆した BCB

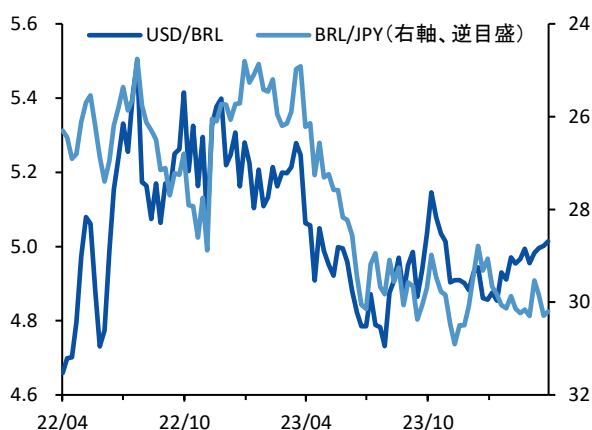
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の BRL は▲0.9%と小幅に下落した。4.96 付近で取引を開始。初旬から 19 日にかけては、高水準で推移する米金利が重しとなる中で、ルラ大統領による国有石油大手企業に対する介入を受けたブラジル株式下落が嫌気され、一時 5.05 を超えて下落した。その後はブラジル中央銀行 (BCB) のハト派姿勢後退や商品価格上昇が好感される中で 4.96 付近に上昇も、イースター休暇を前にリスク回避の動きが広がる中、5.00 を超えて売り戻されて引けた。
- BCB は 20 日、金融政策委員会 (Copom) を開催し、政策金利 (翌日物金利、Selic) を▲50bp 引き下げ、10.75%とした。金融政策の先行きに関しては、次回会合での▲50bp の利下げの後、利下げ幅を縮小する方針を明確にしており、ハト派姿勢が明確に後退。国営石油大手企業への過度な介入が問題視され支持率が低まっているルラ大統領からは中銀批判や利下げ圧力が行われているが、現状ルラ政権によって指名された Copom メンバーは 9 名中 4 人に留まっており、本年は今の状態が続く。当面は、政権からの口先での介入はあれど、それで BCB が判断を変えるようなことはないと考えたい。
- 最新の物価動向に関し、3 月半ばまでの 1 か月間のインフレ率 (IPCA-15) は、+4.14% (前年比、以下同様) と市場予想の+4.09%を上回ったものの、2 月の+4.49%からは伸びが鈍化した。本年のインフレ目標である、+3.0% (±1.5%) には 3 か月連続で収まっている。食品・飲料価格の伸びが 3 か月連続で加速傾向にあることは気がかりだが、食料品・エネルギーを除いた指数は順調に伸びを減速させており、基調的物価は下向きだ。
- ブラジル政府が 22 日に公表した財政レポートでは、今年度の基礎的財政赤字予測を GDP 比で▲0.1%とした。市場はこれよりも大きな赤字幅を見込んでおり、去年施行された新財政規則案 (プライマリーバランスの均衡を目標とし、±0.25%を許容) の遵守が危ぶまれている状況。支持率回復を目論むべく、ルラ政権が財政拡大路線を強めた場合、BRL 安がさらに進行する可能性がある。
- 4 月の BRL 相場は、弱含みを予測。BCB の利下げ幅縮小や停止が視野に入るとはいえ、FRB の現状維持が続くであろう年央にかけては、BRL が弱含むというシナリオは不変だ。現に IMM 通貨先物のポジション動向を確認しても、BRL の買い持ち高縮小が進んでおり、この動きはしばらく継続しそうだ。もっとも、多くの政治的問題が足許ではブラジル金融市場の大きな懸念材料となっているが、これが早急に剥落する場合、BRL に買い戻しが入る可能性もある。

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: 9 年ぶりの高値を更新

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 3 月の MXN は+3.0%と上昇した。17.06 付近で取引開始後、月を通して上昇基調を継続し、結局 16.6 付近で引けた。原油価格上昇、メキシコ中央銀行 (Banxico) による「タカ派」な利下げ実施、グローバルな市場心理改善を受けたメキシコ株式の大幅上昇に加え、キャリートレードに伴う MXN のロングポジションの積み増しなどが MXN 相場の上昇要因となった。27 日には、9 年ぶりの高値を記録するなど力強く推移した。
- Banxico は 21 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%から▲25bp 引き下げ、11.00%とすることを賛成多数で決定した。利下げは 3 年ぶり。先行きに関しては、「入手可能な情報に基づいて決定を行う」「インフレ見通しの進展を考慮する」と説明することとされており、利下げ継続を確約してはいない。インフレ見通しの上方修正と合わせて考えても、「タカ派な利下げ開始」との表現が適切だろう。これらの情報を踏まえると、長い目で見た利下げ路線そのものは不変とは思ふものの、特に短期的には利下げのスキップも選択肢になると考えておきたい。
- かかる中、IMM 通貨先物のポジションを確認すると、ネットのロングポジションは昨年 11 月以降緩やかに拡大傾向にあり、この動きが MXN を支えていた。先々に関しては、Banxico の利下げ入りや、メキシコ、米国の政治イベントへの不透明感などもあり、ロングポジションの取り崩しが進行すると想定している。
- 域内の物価動向に関しては、最新の 3 月前半の消費者物価指数 (CPI) は総合ベースで前年比+4.48%と、市場予想の同+4.35%および 2 月後半の同+4.44%を上回った。コアベースでも、同+4.69%と 2 月後半の同+4.66%および市場予想の同+4.63%を上回った。総合、コアいずれも依然として中銀の目標 (同+3.0%) には距離があり、上述の Banxico の慎重姿勢を裏付ける中身となっている。利下げは継続的にはなろうが、やはりスキップも選択肢に入る。
- 4 月の MXN 相場は、弱含む展開を見込む。上述の通り、Banxico は利下げ開始を決定し、FRB に先行することとなった。継続的な利下げが予想される中、金利差が MXN の低下要因となろう。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、今後米景気失速の悪影響は不可避と見ており、MXN の逆風になる。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。

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 1～3月（実績）	SPOT	2024年 6月	9月	12月	2025年 3月	6月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	7.1040 ～ 7.2308	7.2224	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	（HKD）	7.8048 ～ 7.8298	7.8260	7.80	7.79	7.78	7.77	7.78
インドルピー	（INR）	82.649 ～ 83.451	83.405	84.5	82.8	84.0	82.2	80.9
インドネシアルピア	（IDR）	15426 ～ 15888	15857	15950	15600	15900	15400	15200
韓国ウォン	（KRW）	1290.39 ～ 1352.88	1344.07	1320	1300	1290	1280	1270
マレーシアリング	（MYR）	4.5892 ～ 4.8053	4.7270	4.79	4.62	4.76	4.58	4.43
フィリピンペソ	（PHP）	55.300 ～ 56.559	56.201	56.5	55.6	56.8	55.2	54.6
シンガポールドル	（SGD）	1.3193 ～ 1.3525	1.3479	1.37	1.35	1.37	1.34	1.33
台湾ドル	（TWD）	30.518 ～ 32.031	31.983	31.5	31.0	30.0	29.6	29.2
タイバーツ	（THB）	34.11 ～ 36.55	36.35	35.8	34.8	36.2	35.0	34.2
ベトナムドン	（VND）	24260 ～ 24810	24791	24800	24580	24830	24400	24400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	87.4000 ～ 95.4670	92.4615	93.0	94.0	95.0	96.0	97.0
南アフリカランド	（ZAR）	18.2639 ～ 19.3899	18.8582	19.1	19.2	19.3	19.4	19.5
トルコリラ	（TRY）	29.6646 ～ 32.6046	32.3755	32.0	31.5	31.0	30.5	30.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	4.8317 ～ 5.0544	5.0145	5.07	5.05	5.02	5.00	5.02
メキシコペソ	（MXN）	16.5120 ～ 17.3860	16.5583	17.2	17.4	17.5	17.7	18.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	（CNY）	19.830 ～ 21.087	20.960	20.98	20.70	21.27	21.56	21.86
香港ドル	（HKD）	18.032 ～ 19.418	19.332	19.23	19.00	19.41	19.56	19.67
インドルピー	（INR）	1.695 ～ 1.826	1.814	1.78	1.79	1.80	1.85	1.89
インドネシアルピア	（100IDR）	0.913 ～ 0.969	0.954	0.940	0.949	0.950	0.987	1.007
韓国ウォン	（100KRW）	10.820 ～ 11.474	11.250	11.36	11.38	11.71	11.88	12.05
マレーシアリング	（MYR）	30.593 ～ 32.131	32.007	31.32	32.03	31.72	33.19	34.54
フィリピンペソ	（PHP）	2.541 ～ 2.708	2.693	2.65	2.66	2.66	2.75	2.80
シンガポールドル	（SGD）	106.65 ～ 113.05	112.25	109.89	109.96	110.62	113.86	115.04
台湾ドル	（TWD）	4.576 ～ 4.809	4.731	4.76	4.77	5.03	5.14	5.24
タイバーツ	（THB）	4.096 ～ 4.212	4.163	4.19	4.25	4.17	4.34	4.47
ベトナムドン	（10000VND）	0.5807 ～ 0.6175	0.6100	0.60	0.60	0.61	0.62	0.63
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	（RUB）	1.552 ～ 1.689	1.637	1.61	1.57	1.59	1.58	1.58
南アフリカランド	（ZAR）	7.588 ～ 8.094	8.025	7.85	7.71	7.82	7.84	7.85
トルコリラ	（TRY）	4.538 ～ 4.945	4.667	4.69	4.70	4.87	4.98	5.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	（BRL）	28.829 ～ 30.567	30.201	29.59	29.31	30.08	30.40	30.48
メキシコペソ	（MXN）	8.297 ～ 9.161	9.137	8.72	8.51	8.63	8.59	8.50

注：1.実績の欄は2024年3月31日まで。SPOTは4月1日の9時20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。