

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国: 大半の通貨がドル高に押される .....	2
中国: 1~3 月期 GDP の結果は過信出来ない .....	3
インド: 不自然な変動性の低さが続く .....	4
インドネシア: 通貨防衛のための追加利上げを実施 .....	5
韓国: 当局は KRW 安への警戒感を強める .....	6
マレーシア: 引き続き外部要因次第の MYR 相場 .....	7
フィリピン: 利下げ開始時期は後ろ倒しに .....	8
シンガポール: 慎重に政策転換タイミングを見極め .....	9
タイ: 通貨安を受けて金融政策転換は後ずれか .....	10
ロシア: 輸出企業の外貨売却規制を 1 年延長 .....	11
南アフリカ: 総選挙では与党が議席過半数割れへ .....	12
トルコ: オーソドックスな金融・財政政策が継続へ .....	13
ブラジル: 財政悪化懸念が重しに .....	14
メキシコ: デイスインフレの緩慢さが目立つ .....	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:大半の通貨がドル高に押される

マーケット・エコノミスト

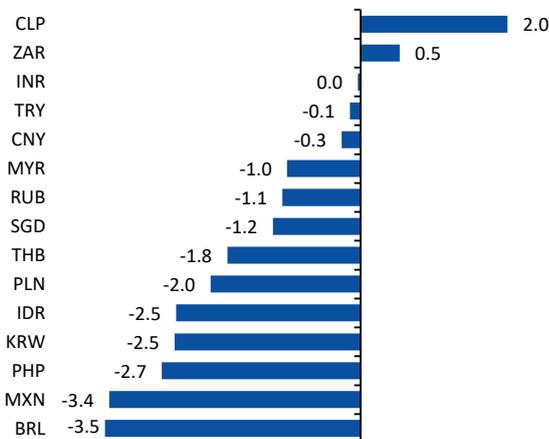
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

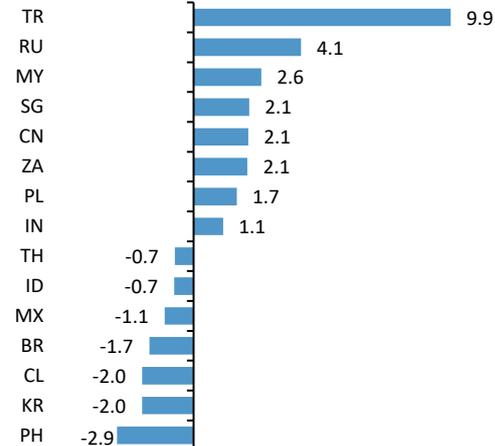
- 4月のMSCI新興国通貨指数は前月比▲0.5%。同指数は1720台前半で取引を開始。月初、堅調な米3月雇用統計やFRB高官のタカ派発言を受け、ドルが優勢の展開に。中旬、米3月CPIが強い結果や中東情勢の悪化も相まって、同指数は約5か月の水準となる1700台まで下落。月後半にかけては、米金利が高止まりする状況下、1710台を中心に狭いレンジでの動きとなった。その後は次第に5月FOMCが意識され、同水準を方向感なく推移した。
- 4月を通じて市場ではFRBの利下げ期待が後退し、為替相場はドル全面高の様相を呈した。米国のインフレ長期化懸念が強まる中で、5月FOMCでは最早今会合での利下げの有無ではなく、先行きの利下げ路線は維持されるのかが焦点となっている。既に為替市場ではFRBの利下げ後ろ倒しの織り込みが入った印象だが、FRBによる一段のタカ派な情報発信には警戒したい。
- 4月中旬にはIMFが世界経済見通し(WEO)を更新した。「Steady but Slow: Resilience amid Divergence(安定かつ緩慢、まちまちな様相の中、強靱性も)」と題され、見通しの数字に大きな変化はなかったものの、概ね成長率、インフレ率とも上方修正が施された印象だ。国別では米国の24年の成長率が前年比+2.1%から同+2.7%へ3か月で+0.6%ポイントも引き上げられており、これが数字の上でも世界経済の腰折れを防いだ。片や、欧州(特にドイツ)や中国の景気見通しは楽観的でなく、新興国を中心に高インフレが定着する見通しとなっていることから、必ずしも先行きへの懸念が払拭しきれない内容でない。
- インフレの高止まり懸念については、中東情勢の悪化に伴う資源価格の再高騰や反グローバリズムの機運の高まりもその一因とされている。財・資本・人の流れが分断されれば、財・サービス価格や人件費といったコストが増加していくことは避けがたい。この前提の下、インフレ収束のペースが引き続き緩慢で、タカ派なFRBの姿勢も不変であるのならば、物価や金融市場の安定を図る上で新興国中銀も金融緩和へ舵を切るタイミングを見極める必要も強まり、その時期も後ろ倒しとなる可能性が高い。
- 巻末の各国通貨の見通しでは、FRBの利下げ後ろ倒しを見越して、短期的な見通しは概ねドル高方向に切り上げた。FRBの利下げ開始後は持ち直しを期待したいところであるが、過去のトレンドを見ると米大統領選後は相場がドル高に動く傾向が強い。民主党・共和党いずれが勝利しても保護主義的な政策を打ち出す見込みが強く、この点も新興国通貨には逆風となりそうである。

図表 1:新興国通貨騰落率(2024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(2024年4月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:1~3月期 GDP の結果は過信出来ない

マーケット・エコノミスト  
堀 堯大  
+81 3 3242 7065  
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のCNYは年初来安値を更新した。月初7.22台で取引を開始。上旬は堅調な米経済指標を受けて米金利が上昇、CNYはじり安の展開に。その後、米3月消費者物価指数(CPI)が材料視され、FRBの利下げ期待が後退すると下げ幅を拡大し、個別の買い要素に欠く中で7.24台まで下落した。月後半はFOMCの動向が意識され、7.24台を中心に狭いレンジでの取引となった。
- 1~3月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+5.3%と、市場予想の同+4.8%を上回った。業種別では第2次産業が同+6.0%、第3次産業が同+5.0%とそれぞれ堅調さを保った。また、同じ1~3月期における鉱工業生産は同+6.1%、小売売上高が同+4.7%とそれぞれ増勢を保ったが、共に市場予想を下回った。GDPの詳細項目は今後公表予定であるが、特に小売売上高が減速基調にある中で、個人消費は停滞し外需部門や政府支出といった項目がGDPを底上げた可能性が高い。24年について、政府は前年比+5%程度の成長率を目標に掲げており、それを上回るスタートとなったが、その持続性には依然として確信が持てない状況だ。
- 3月CPIは前年比+0.1%とほぼ横ばいながら2か月連続でプラスを記録。また、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+0.6%とプラスを維持した。もっとも、前月の物価上昇は旧正月期間での一過性要因であった可能性が高く、サービス価格も旧正月を終えて前月比▲1.1%となった。
- CNYは22年11月以来の安値を記録した。対米金利差とCNY相場の方向感が概ね一致している中で、本欄ではCNY安に歯止めをかけるイベントはFRBの利下げ着手であると考えてきた。かかる中、米3月雇用統計、CPIの結果を踏まえ、FRBの利下げ期待が後退したことで金利差は更に拡大した。片や、中国人民銀行(PBoC)は月初に穏健的な金融政策を維持し、内需拡大と金融市場の安定を図る方針を示した。対照的な米中の金融政策指針が当面続くのであれば、一層の金利差拡大とCNY安を招く可能性はある。中国の金利上昇が見込めない以上、CNYの持ち直しにはやはりドル側の要因が必要となる。
- 足許、CNYの独歩安と見受けられる状況にはないが、PBoCの基準値設定も人民元安方向にシフトしている中で、CNYは断続的に年初来安値を更新する状況だ。その間、PBoCはFRBと金融市場の安定のための意見交換を実施したほか、外為分野の監督も強化していく指針を示したが、こうした情報発信を通じてCNY安に粘り強く対応する時間帯は継続しそうだ。

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



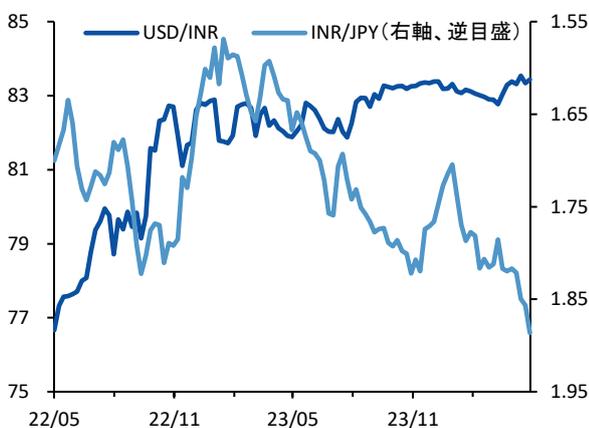
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## インド: 不自然な変動性の低さが続く

長谷川 久悟  
+81 3 3242 7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のINRは▲0.04%とほぼ横ばい推移。中東情勢緊迫化などもあり、他のEM通貨の変動性が高まる中でも、INRの値動きは非常に限定的だ。インド準備銀行(RBI、中央銀行)による為替介入が効果を発揮しているのだろう。国際通貨基金(IMF)が為替管理と批判するのも頷ける相場動向だ。
- インド準備銀行(RBI、中央銀行)は3~5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を6.50%で据え置くことを決定した。前回会合に続き、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。RBIは、2024-2025年度のインフレ率見通しについて同+4.5%と公表し、前回会合時点から据え置いた。ただし、目先の4~6月期と7~9月期の見通しは、小幅ながら下方修正している。据え置きを説明する文章においては、「インフレが持続的に+4.0%に達するまでディスインフレの道筋を維持する必要があるため」とした。「+4.0%」という文言は新たに追加された。上述の通り、7~9月期のインフレ率見通しは+4.0%から+3.8%に引き下げられ、一時的であれ明確に+4.0%を割り込んでいくパスが描かれている。下記の物価情勢と併せて考えても、やはり8月会合での利下げ着手が本命と予測する。
- 域内物価動向に関し、3月消費者物価指数(CPI)は+4.85%(前年比、以下同様)と市場予想(+4.90%)および2月(+5.09%)を下回った。また、コアベースでも、+3.3%と落ち着いた推移を続けている。一部、政府の燃料価格統制策が総合ベースの押し下げに寄与している可能性が高いものの、過去騰勢を極めた野菜価格は徐々に軟化してきており、全体としては再浮揚が懸念される状況ではない。天候要因によるかく乱や、地政学的緊張に伴う資源価格のさらなる高騰などが無ければ、やはり7~9月期には総合ベースで+4.0%近傍に取れんできそうだ。
- 5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、反発基調にある原油価格や相対的に好調な内需などに鑑みれば、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。FRBに対するタカ派期待が一巡すれば、INRの買い戻しにも期待ができるだろう。

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



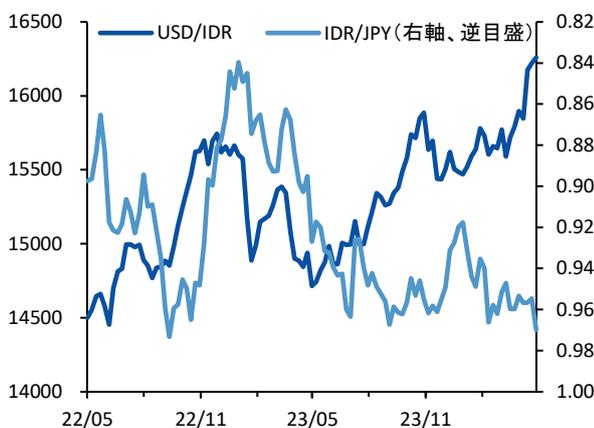
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## インドネシア:通貨防衛のための追加利上げを実施

長谷川 久悟  
+81 3 3242 7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のIDRは▲2.5%と下落した。IDRは15900付近で取引を開始。月前半は動意に欠ける展開となったが、インドネシア休場明けの16日以降、16300付近へ大きく値を下げた。米金利上昇や中東情勢緊迫化に加え、CNY安などIDRにとっては逆風が吹き荒れる展開であった。22日以降は落ち着きを取り戻したものの、買い戻しには至らず、16260で引けている。
- インドネシア銀行(BI)は、23~24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%から6.25%に+25bp引き上げた。利上げ実施は6会合ぶり。市場予想では据え置きが優勢だったが、弊行では利上げ可能性が高いとしていたこともあり、驚きはない。声明文冒頭では、利上げ実施の理由を「世界的な市場心理の悪化からIDR相場の安定性を強化するため」としており、文字通り通貨防衛を目的とした利上げと考えると差し支えないだろう。ペリー総裁は、前回会合までは示唆していた利下げ時期に関し明言を避ける一方で、FRBの動向に関しては12月に1回(▲25bp)の利下げを見込むと説明した。前回3月会合では、年後半に複数回の利下げを見込んでいた経緯もあり、FRBのタカ派シフトを警戒している。
- なお、ペリーBI総裁はIDRに関し「10~12月期にかけて15800への上昇を見込む」としており、今回利上げ実施をしてもなお、大きな反発を見込んではいないようだ。今後のBIの金融政策も、やはり「FRB次第」としか言いようがない。現状、FRBに対する言及やIDR相場に対する姿勢などに鑑みれば、BIの利下げ開始は早くて12月と見込む。BIの12月における政策決定はFOMC直前ではあるものの、FRBの利下げが確実視され、なおかつIDR相場が目論見通り一定強含んでいれば、BIも問題なく利下げに着手できると予測する。もちろん、今後一層IDRが売り込まれれば、さらなる利上げ実施も選択肢に入る。
- 5月のIDR相場は、上値の重い推移を予想。利上げ再開を受けてもIDRは反転しておらず、明確な上昇には、最近の米金利上昇基調が逆進することが必須だ。本欄は5月FOMCの政策決定前に執筆しているが、直近のパウエルFRB議長発言などに鑑みれば、5月FOMCもハト派な印象にはならないだろう。当面は、IDRにとっては厳しい展開が続く。もっとも、大幅なIDR安をBIが容認するとは思えず、為替介入や追加利上げで対応するだろう。よって、IDRが更に水準を切り下げる可能性もまた、大きくはないと考えている。ただし、外貨準備は十分とは言えず、投機筋に売りを仕掛けられないかは気がかりだ。

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:当局は KRW 安への警戒感を強める

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のKRWは年初来安値を大きく更新。月初、1340台で取引を開始。上旬は米国利下げ期待後退からじりじりと下落。月半ばにかけて、KRW安ペースが加速し、一時1400近辺まで下落。その後、日韓財務相が合同で自国通貨安を懸念する声明すると持ち直したが、戻り幅は限定的。以降も、1~3月期GDPが好感されるも積極的な買いには繋がらず、1380近辺での取引が継続した。
- 10日、総選挙が実施され、結果は革新系最大野党「共に民主党」が単独で過半数を確保した。片や、与党「国民の力」は過半数獲得に至らず、選挙前の議席数を下回った。尹大統領の任期は残り3年程となるが、円滑な政策運営を進めることは非常に困難になった格好だ。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は12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%に据え置くことを決定した。声明文では米国景気の底堅さとインフレ長期化を背景にFRBの利下げ期待が後退していることに警戒を示した。国内経済は、1~3月期実質GDP成長率が前年同期比+1.3%を記録。半導体市況の持ち直しが順調であり、輸出産業がけん引役となって成長が加速した。BOKは今年の成長率は2月会合時に公表した前年比+2.1%を上振れる可能性を示唆している。
- 物価動向について、総合ベースでのインフレは農作物の価格上昇も相まって一時的に騰勢を強めたが、コアベースでは段階的ながら減速が続いている。BOKの見通しでは年末までの2%への回帰を見込んでいる。
- かかる中、BOKは現行の金利水準を保ち、物価目標の2%収束を主導しながら、金融市場の安定性も維持する方針を示した。李BOK総裁の会見では数字以上にインフレへの警戒を抱いている印象だが、声明文では若干ハト派に寄った書きぶりも見られた。もっとも、その後に開催された日米韓3か国間での財務相会合を受けて、BOKは一層通貨安を考慮した運営を意識する指針を示しており、利下げ着手は早くとも年後半以降と考えたい。
- 4月のドル高を受けて、BOKは為替介入を示唆する様な発言を残しており、これが目下のKRW高リスクとなる。需給面では、半導体市況の持ち直しと貿易収支の改善がKRW相場の好転に寄与していくと考えているが、韓国は資源輸入国であり、資源価格の高騰が貿易黒字を縮小させる懸念は残る。22年のように貿易赤字に転落することは想定しないが、最大の買い要素と見られた実需の強さが剥落すれば、KRW相場下落に直結し得るため、注意が必要だ。

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:引き続き外部要因次第の MYR 相場

マーケット・エコノミスト

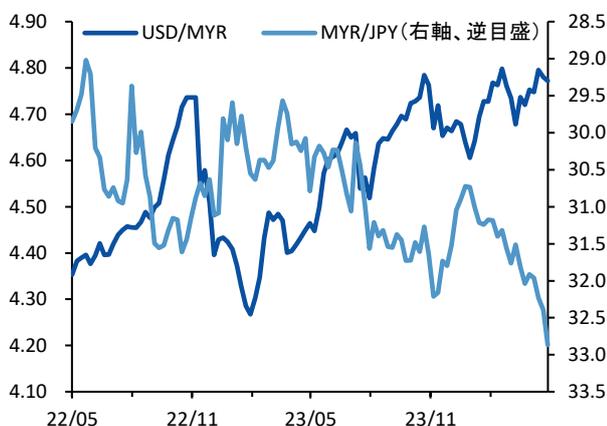
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のMYRは一時年初来安値に接近。月初4.72台で取引を開始。上旬は強弱まちまちの米経済指標を受けて上下に振れたが、米インフレ指標公表後はドル高に押され、4.80付近まで下落幅が拡大した。中旬以降は1~3月期GDPの堅調推移や中東情勢の緊張緩和が支援材料となるも、5月FOMCにおけるタカ派路線継続を織り込む格好で持ち直し幅は限定的となった。月末付近では4.77付近の取引となり、月間では▲1.0%下落した。
- 1~3月期実質GDP成長率(速報値)は前年同期比+3.9%を記録し、前四半期の同+3.0%から加速した。サービス業が同+4.4%と成長をけん引したほか、建設業も同+9.8%と伸びが目立った。また、製造業は同+1.9%と3四半期ぶりにプラスとなったが、製造業PMIは22年9月以来50を割って推移しており、先行きが良好とは言い難い状況にある。
- 中国やシンガポールをはじめアジアの貿易相手国との輸出が伸び悩む中で、3月の輸出は前年比▲0.8%と2か月連続でマイナスを記録した。主要製品の電子機器や石油関連製品の実績も軒並み軟調に終わった。片や、輸入は同+12.5%と22年11月以来の伸びを記録。過去1年でMYRは名目実効為替レート(NEER)ベースで▲2.5%下落したことを考慮しても強い数字が出ており、先のGDPの結果も含めて内需が市場予想以上に堅調であることを示唆する結果となった。
- 物価動向に関して、3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+1.7%といずれも2月から大きな変化はなく安定的に推移した。5月上旬にはマレーシア中銀の金融政策会合が予定されているが、インフレの観点から金融引き締め必要性は決して高くはないと言える。一方で、周辺国では為替安定化を意図して利上げを再開する国も出ており、FRBの直近の情報発信を踏まえても緩和方向へ政策を転換する難易度は上がっている状況だ。こうした点を踏まえ、5月会合は現状維持を基本線と考えたい。
- 前月からドル主導の為替相場であることに変わりはなく、MYRを含めて新興国通貨全般の持ち直しには米国の金融政策の転換が待たれる。もっとも、4月のFRB高官の発言を踏まえれば、FRBはタカ派路線を維持する見込みが強く、目の前に控えるFOMCを挟んで再度MYRは年安値圏まで値を下げる可能性はある。かかる中、5~6月期のMYRのレンジを4.73~4.93とした。

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



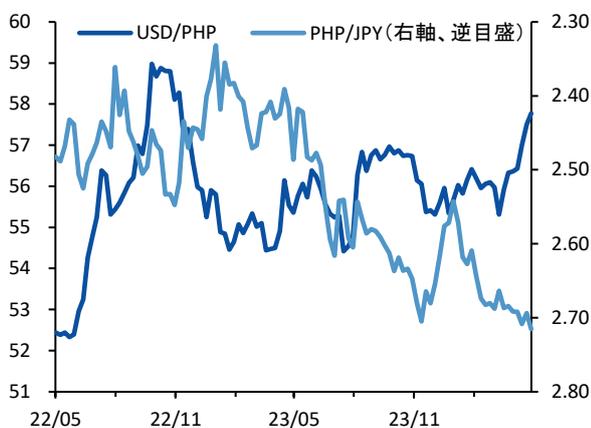
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## フィリピン: 利下げ開始時期は後ろ倒しに

長谷川 久悟  
+81 3 3242 7065  
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のPHPは▲2.7%と下落した。56.1付近で取引開始後、月を通じじりりと下落し、25日には58.0付近と2022年11月以来の安値水準を更新した。他のアジア新興国通貨と同様、米金利上昇、中東情勢緊迫化に伴う市場心理悪化、CNY安、原油価格高騰がPHP相場を直撃した格好だ。
- 従前、57.0がフィリピン中央銀行(BSP)の事実上の防衛ラインと見られていたが、16日にはレモロナ・BSP総裁が「為替介入をほとんど行っていない」「57は重要な下値水準ではない」と述べたこともあり、同水準を軽く突破するに至った。25日にはレクト・財務大臣がPHP安に対抗する意味合いでの追加利上げに関し「今のところ必要ない」と発言したこともあり、PHP安に拍車がかかっている状況である。次に市場が意識しているラインは、58.0だろう。幸いにも4月には突破されなかったが、米金利次第では同水準を早々に試す展開も十分にあり得ると構える必要がある。
- BSPは8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ートを4会合連続で6.50%に据え置いた。先行きの予想インフレ率についてBSPは、2024年は前年比+4.0%、2025年は同+3.5%としており、2024年の見通しを前回会合時点から+0.1%ポイント上方修正した。レモロナ総裁の発言を確認しても、インフレが長引けば利下げ開始を2025年まで待たなければならない、と明確にタカ派な情報発信を行っている。もちろん、「第3四半期に利下げを検討する可能性がある」ともしているが、その他のレモロナ総裁の発言を踏まえれば、そのためには「予想以上のデフインフレ」「コモ価格の安定」「FRBの利下げ開始」「やや弱い国内経済成長」などが揃う必要があると見られる。現状、これら全てが揃うと自信を持つことはできないことから、BSPの利下げは早くても10~12月期に後ろ倒しになるだろう。
- 5月のPHP相場は、上値の重い推移を続けると予測。BSPの早期利下げはもはや選択肢には無く、むしろ4月会合後もPHP安が加速した。輸入物価抑制の観点からは、最悪のシナリオでは年内利下げなし、すらあり得る状況だ。ただ、インドネシア中銀がサプライズ利上げを行ってもなお、IDR安が押さえられていない状況も踏まえれば、利下げ時期を後ろ倒しにしてもPHPが買われるとは予想できない。結局、PHP相場の本格的な反転に向けては、①FRBのタカ派シフトの明確な巻き戻し、②資源価格の低位安定、が必須条件と考える。これらが短期的に満たされることは考えにくいのが実情だ。

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: 慎重に政策転換タイミングを見極め

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

- 4月のSGDは年初来安値を更新した。月初1.34台で取引を開始。上旬はやや強含む時間もあったが、米国インフレ関連指標の公表後はドル高に押される展開。SGDは中旬にかけ一時年初来安値となる1.36台後半まで下落。以降は、アジア通貨全般が弱含む中で、個別の買い要素にも乏しく1.36台での取引が継続。月末は次第に5月FOMCが意識され、じりじりと値を下げた。
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は12日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MASは通常、会合の度にS\$NEER(名目実効為替レート)の政策バンドの中央値及び幅、政策バンドの傾斜を検討するが、いずれも変更はされなかった。
- 今回の声明で重要な点はMASが現在の政策バンドの傾斜が「輸入インフレと国内の物価上昇圧力を抑制するために」必要だと主張している点である。一方で、「中期的に物価を確実に安定させるにはこれで十分だ」としており、インフレが予想に反して再燃しない限り、これ以上の引締めは行わないという意図が見て取れる。
- 先行きの見通しを見ても、輸入物価圧力と国内物価圧力がともに弱まっていく内容である。足許における資源価格の上昇やGST(消費税)の増税の影響もあって、MASは现阶段ではインフレ収束に確信が持てないとしているが、24年の見通しは、CPI、コアCPIとも同+2.5~+3.5%としている。エネルギー価格の上昇や重大な地政学リスクの高まりに伴う供給網の混乱などがなければ年後半以降、MASの金融政策は緩和方向に向かう可能性が高いと思われる。
- また、S\$NEERは政策バンドの上限付近を推移しており、S\$NEERの上昇余地は限られている。MASの次の一手は金融緩和への動きであると考えられる以上、金融政策面でSGDが強含む余地は極めて小さい。直近は強い米国経済指標やFRB高官のタカ派な情報発信を受け、ドル主導の為替相場となっており、FOMCでの声明が利下げの後ろ倒しを印象付ける結果となれば、尚のことドルに押される展開は継続するだろう。
- 加えて、CNYの下落リスクは依然として残り、中国不動産の先行き懸念は相変わらず持続的な景気回復を阻害する要因となっている。アジア通貨全体がCNYや円の軟化に連れ安となっている状況下、特に通貨バスケットにおける比率が高いCNYの持ち直しが待たれる。中国人民銀行や中国政府による景気刺激策はその材料の1つになるが、その可能性は限定的だろう。

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:通貨安を受けて金融政策転換は後ずれか

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 4月のTHBは年初来安値を更新した。月初36台前半で取引を開始。上旬は25年予算案の早期承認などが好感されたが、米インフレ指標の強い結果を受けTHB安が加速した。以降、FRB高官からもタカ派発言が出た中で、THBは37を上抜けし、年初来安値を更新。月後半はやや動意に欠いたが、CNYや円に連れ安となり、37付近での取引が継続した。
- タイ中央銀行(BOT)は10日に金融政策委員会を開催し、政策金利を3会連続で従来の2.50%に据え置いた。BOTは現在の政策金利は長期的に持続可能な成長、金融市場を維持する上で適当であるとした。政府が景気浮揚策を複数決定し、足許でもセター首相はBOTに対して利下げを要求する姿勢を強めているが、あくまでBOTは現時点では金融緩和による景気刺激はタイ経済にとって有効な手段ではないと述べた。
- 景気動向について、BOTは昨年以上の成長を記録するとの見方を維持した。その要因として、25年を目途に観光業の完全回復を見込んでいること、先行きかけての政府消費の加速を挙げた。また、政策面では来月から実施予定のデジタルウォレットを通じた現金給付や、取引手数料の引き下げを主軸とした不動産購入促進策が内需を押し上げるとの期待もあるようだ。もっとも、BOTはタイの財輸出における国際競争力の減退や少子高齢化をはじめとする構造的な問題を指摘し、世界経済は軟着陸の見込みが強まっているものの、その恩恵を得られる余地は決して大きくないと考えているようだ。
- 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。3月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.47%と6か月連続でマイナス圏を推移。生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIも3月は同+0.37%とデフインフレが定着している。BOTは物価押し上げの必要性が高まるが、足許のTHB安の影響で安易に金融緩和へ着手できない状況にあることが窺える。
- THBは周辺国通貨との比較でも対ドルでの下げ幅が大きくなっている。政府の財政規律への懸念や国内の政治リスクなど、個別要因で嫌気されている印象もある。金利面でドルに押される中で、THBの実需環境の好転にももう少し時間を要する状況だ。経常収支は2四半期連続でプラスを維持したが、黒字の源であった旅行収支の水準はコロナ前と比較して4~5割程度に留まっている。観光業の完全回復は25年と見込まれる中で、実需環境の段階的な持ち直しはTHB相場に寄与し始めるのは早くても今年後半以降と考えたい。

図表 15:タイパーツ相場(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



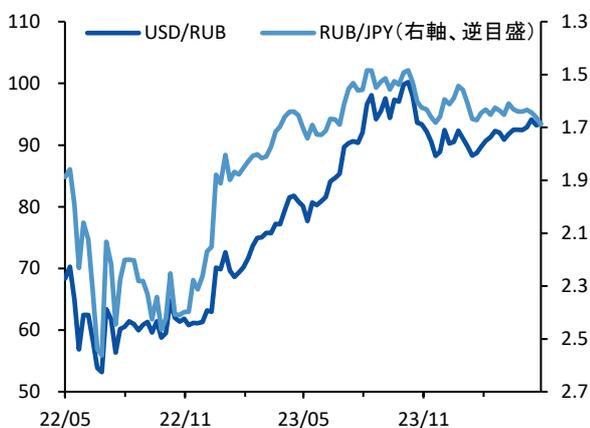
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ロシア:輸出企業の外貨売却規制を1年延長

シニア為替ストラテジスト  
 中島 将行  
 +44 20 7786 2505  
 masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 4月のRUBは対ドル93.0を挟んで狭いレンジ圏の動き。RUB相場は4月に入り、他の新興国通貨が米金利上昇・ドル高の流れで下落するなかでも堅調な展開が続いている。RUB相場の安定は、経常黒字などのマクロファンダメンタルズやロシア中央銀行(CBR)の高金利政策の影響もあろうが、ロシア政府が昨年10月に再導入した輸出企業に対する外貨の強制売却規制によるものが大きいだろう。ロシア政府は4月27日に強制売却規制を2025年4月まで1年間延長すると発表している。
- CBRは4月26日の会合で政策金利を16.00%で据え置いた。物価・景気見通しが共に上方修正された。さらに、2024年の政策金利の見通しが引き上げられ、「年内利下げ無し」の可能性が示唆された。
- 主なポイントは以下の通り。(1)インフレ率が目標値に戻る時期は従来予測より遅れるとし、長期の金融引き締め維持を前提に、今年のインフレ率を2月時点の年率+4.0~4.5%から上方修正し、年率+4.3~4.8%と予測した。(2)ロシア経済は所得拡大と活発な消費により速いペースで成長しているとし、今年の実質GDP成長率予測を2月時点の年率+1.0~2.0%から上方修正し、年率+2.5~3.5%と予測した。(3)2024年の政策金利の見通し(年間平均)を2月時点の13.5~15.5%から15.0~16.0%に引き上げた。
- ウクライナ情勢を巡っては、4月23日にバイデン米大統領が、ウクライナを支援するためにロシアのドル資産を差し押さえる新たな権限を大統領に付与する法案に署名したほか、4月27日にはイエレン財務長官が欧米などによって凍結されたロシア資産をウクライナ支援へ差し向ける方途に振れ、イタリアで今年6月に開催予定のG7サミットへいくつかの選択肢を提示したいと述べている。凍結したロシア資産の活用を巡っては、ロシア側も報復措置を宣言しているほか、他の新興國中銀のハードカレンシー離れが加速する可能性もあり、国際金融市場でもその影響が注目を集めている。

図表 17: ロシアループ相場(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



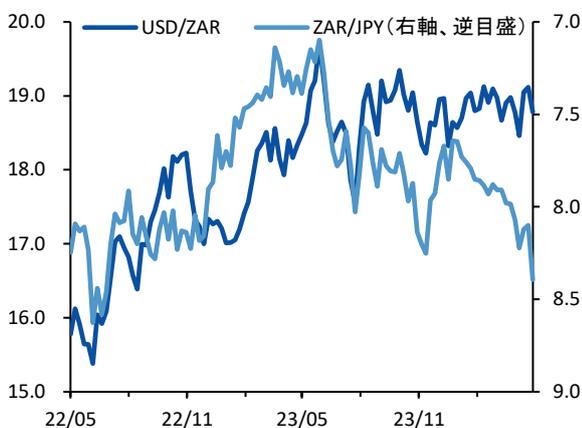
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 南アフリカ:総選挙では与党が議席過半数割れへ

シニア為替ストラテジスト  
 中島 将行  
 +44 20 7786 2505  
 masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 4月のZARは上下に振れ幅の大きい展開。1日から9日にかけては、19付近から18.41までZAR高となったが、その後は米利下げ期待後退や、中東情勢緊迫化を受けたリスクオフで一転し下落圧力が強まり、19日までに対ドル19.38まで反落した。25日以降は市場も落ち着きを取り戻し、30日時点で対ドル18.8前後まで持ち直している。
- ZARは引き続き、外部環境の影響が大きい状況が継続しており、国内の経済・政治情勢のZAR相場に及ぼす影響は限定的となっているが、5月29日に控える総選挙は意識する必要があるだろう。
- 4月26日には最も信頼性が高いとされるIpsosの世論調査が発表されている。与党・アフリカ民族会議(ANC)の支持率は40.2%に留まっており、2019年の総選挙での得票率である57.5%と比較して支持率低下は鮮明であり、議席過半数割れがほぼ不可避な情勢だ。とはいえ、ANCは第一党の座は維持する公算であり、どの党と連立を組むかが焦点となる。中道寄りの民主同盟(DA)がベストシナリオと見られる一方で、急進左派の経済的解放の闘士(EFF)や、汚職問題や政治的対立でANCから除名処分を受けたズマ元大統領が設立した国民の槍(MK)との連立となれば、市場は拒否反応を示す恐れがある。
- なお、ZAR相場では、豪州の資源大手による英資源大手への買収提案も注目を集めている。買収の条件として、英資源大手が保有する南アのプラチナ及び鉄鉱石部門を分離することが挙げられている模様だ。まだ実現可能性は不透明なほか、ZARの為替フローは発生しない可能性もあるが、約270億ドルもの巨額買収となる可能性があるだけに、南アの金融市場でも潜在的なZAR買い要因として意識されている模様だ。

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

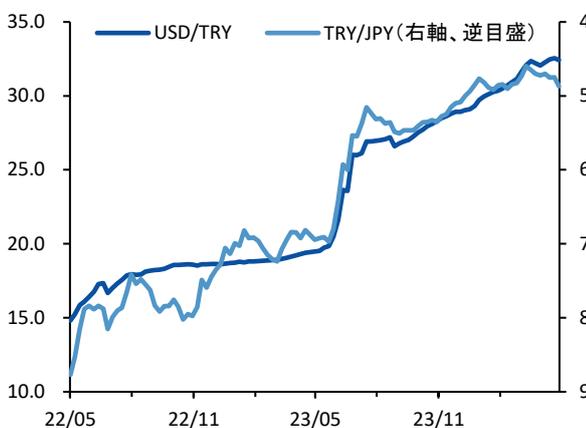
## トルコ:オーソドックスな金融・財政政策が継続へ

シニア為替ストラテジスト  
中島 将行

+44 20 7786 2505  
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 4月のTRYは3月末に行われた地方選挙の結果を消化し、対ドルでほぼ横ばいの動きとなった。
- 地方選挙はエルドアン大統領が率いる公正発展党(AKP)の歴史的な敗北という結果となった。5年前の地方選挙に続き、イスタンブールをはじめとする大都市の市長選で敗北したほか、地方でもAKPに対する支持後退が鮮明になった。AKPは全国81市長選のうち、24の都市で勝利したものの、2019年の地方選挙での39から勝利数を大きく減らしている。対する共和人民党(CHP)は、35の市長選で勝利した。
- トルコ中央銀行(CBRT)による政策金利の大幅引き上げ(2023年6月から2024年3月にかけて、8.5%から50%へと累計+41.5%ポイント利上げ)にも関わらず、高止まりするインフレ、賃金や年金がインフレ加速に追い付いていない状況が、有権者の与党AKP離れを引き起こした可能性が高い。
- 選挙の結果を受けて、エルドアン大統領が再び金融・財政政策を景気拡張路線に転換してしまうのではないかと、懸念が高まったものの、当のエルドアン氏は選挙後の演説で「今年後半にはインフレ抑制に向け前向きな結果が出るだろう」と発言し、現在の引き締めの金融・財政政策の継続を支持する姿勢を示した。
- 加えて、CBRTもタカ派姿勢を維持している。CBRTは4月25日の会合で市場予想通り政策金利を50%で据え置いたほか、声明文では「月次インフレ率の大幅かつ持続的な低下が確認され、インフレ期待が予測レンジに収斂するまで」、金融引き締めスタンスは維持されるとした。
- 今後、年後半から年末にかけては、CBRTの金融政策も「いつ利下げが行われるか」が焦点になると見られる。もっとも、CBRTの現在のタカ派姿勢を考慮すれば、早期利下げの可能性は低く、インフレ調整後で見た実質政策金利がプラス圏に浮上する公算が大きくなっており、TRYのサポート要因になると見込まれる。

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: 財政悪化懸念が重しに

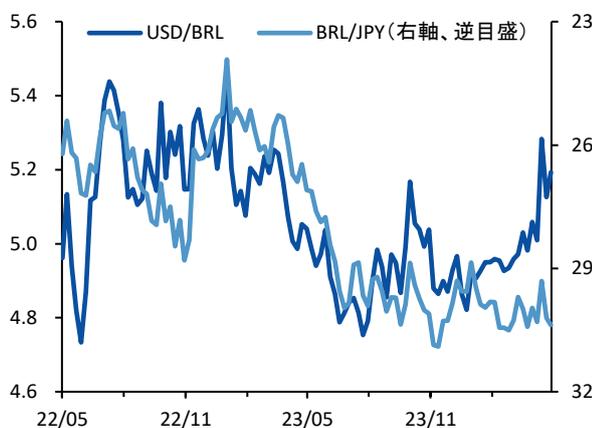
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のBRLは▲3.5%と下落した。5.00付近で取引を開始。16日にかけては、米金利上昇や中東情勢緊迫化に加え、ブラジルの財政悪化懸念が嫌気される中で、昨年3月以来の安値となる5.30付近に急落した。もともと、その後はブラジル株式の底入れや一次産品上昇に加え、ブラジル中央銀行(BCB)へのタカ派期待が高まったことなどを背景に、一時5.10付近に買い戻された。月末にかけては、米金利上昇や中南米通貨安に押され、5.19に下落し引けた。
- 15日、アダジ財務相は基礎的財政収支の目標に関し、2025年で均衡、2026年で+0.25%(GDP比、以下同様)に引き下げざることを公表した。従前、それぞれ+0.50%、+1.0%とされていた。引き下げそのものはサプライズではなかったように思えるが、アダジ財務相の発言の中で、歳出抑制に向けた姿勢があまり確認できなかったことが、市場では特に嫌気されたのだろう。一方、歳入面に関しては、今年半ばまでに所得税の改革案を議会に提出すると述べている。
- 最新の物価動向に関し、26日公表の4月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+3.77%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.85%および前回の+4.14%を下回った。本年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)には4か月連続で収まった。ただ、ネット・BCB総裁は22日、次回5月会合において、ガイダンスに反して利下げ幅を▲50bpから縮小させる可能性に言及。インフレ鈍化、足許の資源高と通貨安が入り混じる中、BCBの判断は難しいものになる。
- 5月のBRL相場は、段階的な買い戻しを想定する。最近のBCB高官の発言を見る限り、近い将来の利下げ幅縮小は、それが5月か6月なのかは別にして、既定路線だ。市場の利下げ期待も同様に剥落傾向にあり、金利面での逆風は徐々に弱まるだろう。ルラ政権は国有大手石油企業に対する過度な介入を最近控えており、これも金融市場全般の下支えとなろう。投機筋によるBRLのポジションも足許ではほぼ中立水準となっており、さらなる売り材料が出てこなければ、ショートポジションの積み増し余地は大きくはない。
- 懸念材料は、やはり財政にまつわる問題と、FRBの動向だろう。金融市場は上述の財政収支見直し下方修正を既に消化したと考えているものの、今後税制改革が難航した場合などは、財政悪化懸念が更に高まる可能性も十分にある。また、本欄は5月FOMCの決定を前に配信している。5月FOMCではタカ派な情報発信が行われると市場では織り込まれているように思うが、それ以上に強い言葉が出てきた場合、やはりBRLの買い戻しも遅れざるを得ない。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## メキシコ: ディスインフレの緩慢さが目立つ

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 4月のMXNは▲3.4%と下落した。16.6付近で取引開始。上旬は原油価格上昇などが好感されじり高で推移したが、中旬にかけては米金利上昇やメキシコ株式下落が嫌気される中で、反落するに至った。19日には、中東情勢緊迫化に伴う市場心理悪化を受け、瞬間的ではあるが18.2と昨年10月以来の安値を更新した。すぐに水準を17.0付近に戻した後は、材料に欠ける展開の中で、方向感なく推移し、17.14で引けている。
- 域内の経済動向に関し、1～3月期の実質GDP成長率(速報)は、前年比+1.6%と、10～12月期の同+2.5%から伸びが減速、市場予想の同+2.3%を下回った。もともと、前期比(季節調整済み)では、+0.2%と10～12月期の+0.1%から伸びが加速している。需要項目の詳細はまだ確認できないが、部門別ではサービス業の底堅さが確認されている。先行きに関しては、引き続き高水準な実質政策金利が内需を抑制し、米景気失速を前に外需も減速に向かう中、年後半にかけては低水準な経済成長を見込んでいる。
- 域内の物価動向に関しては、最新の4月前半の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+4.63%と市場予想の同+4.51%および3月後半の同+4.37%を上回った。一方で、コアベースでは同+4.39%と3月後半の+4.41%から僅かに伸びが鈍化した。中銀の目標レンジの上限(+4.0%)への収れんも未達であるどころか、コアの鈍化ペースも落ちている。下記の通り、メキシコ中央銀行(Banxico)の利下げ路線にとって、明確な障害になる。
- Banxicoが4日に公表した金融政策理事会議事要旨(3月会合分)を確認すると、インフレ上振れリスクに対する評価はまちまちで、次回5月会合に向けては、据え置きと▲25bpの利下げ継続の意見で割れているようだ。ただ、上述の通り、3月会合以降に公表された経済物価指標の強さに鑑みれば、現状5月会合(9日)では政策金利の据え置きを選択する可能性がやや優勢と考える。
- 5月のMXN相場は、弱含む展開を見込む。上述の通り、Banxicoは短期的には政策金利の据え置きもまぶしていく公算が大きいが、少なくとも利下げがFRBに先行したことは重要だ。今後も、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、若干失速傾向だ。需給面の追い風も、弱まると考えている。投機筋のMXNロングポジションも十二分に積み上がった状態にある中、警戒すべきは巻き戻しに伴うMXN下落だろう。

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

	2024年 1～4月(実績)	SPOT	2024年 6月	9月	12月	2025年 3月	6月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	7.1040 ~ 7.2474	7.2410	7.25	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.8048 ~ 7.8387	7.8238	7.82	7.80	7.80	7.78	7.77
インドルピー (INR)	82.649 ~ 83.575	83.435	84.5	82.8	84.0	82.2	80.9
インドネシアルピア (IDR)	15426 ~ 16290	16259	16000	15780	15900	15400	15200
韓国ウォン (KRW)	1290.39 ~ 1400.13	1382.18	1360	1340	1350	1330	1310
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.8053	4.7725	4.79	4.62	4.76	4.58	4.43
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 57.968	57.774	56.5	55.6	56.8	55.2	54.6
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3670	1.3652	1.37	1.35	1.37	1.34	1.33
台湾ドル (TWD)	30.518 ~ 32.666	32.578	32.0	31.5	31.8	31.3	30.5
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 37.20	37.18	36.3	35.2	36.2	35.0	34.5
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25463	25330	25200	24800	25200	24900	24700
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	87.4000 ~ 95.4670	93.4501	93.0	94.0	95.0	96.0	97.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2639 ~ 19.3899	18.7680	18.9	19.1	19.2	19.3	19.4
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 32.8170	32.4193	32.0	31.5	31.0	30.5	30.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	4.8317 ~ 5.2866	5.1936	5.10	5.08	5.05	5.08	5.10
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 18.2137	17.1573	17.2	17.4	17.5	17.7	18.0
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	19.830 ~ 22.066	21.773	21.79	21.67	22.24	22.82	23.26
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 20.437	20.161	20.20	20.00	20.38	20.82	21.11
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.920	1.886	1.87	1.88	1.89	1.97	2.03
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.984	0.970	0.988	0.989	1.000	1.052	1.079
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.550	11.399	11.62	11.64	11.78	12.18	12.52
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 33.493	32.865	32.99	33.77	33.40	35.37	37.02
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.765	2.715	2.80	2.81	2.80	2.93	3.00
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 117.51	115.56	115.75	115.90	116.48	121.35	123.31
台湾ドル (TWD)	4.576 ~ 4.894	4.836	4.94	4.95	5.00	5.18	5.38
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.310	4.241	4.35	4.43	4.39	4.63	4.75
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6291	0.6226	0.63	0.63	0.63	0.65	0.66
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ~ 1.739	1.688	1.70	1.66	1.67	1.69	1.69
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.498	8.399	8.36	8.17	8.28	8.39	8.45
トルコリラ (TRY)	4.538 ~ 4.945	4.865	4.94	4.95	5.13	5.31	5.47
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	28.829 ~ 31.200	30.362	30.98	30.71	31.49	31.89	32.16
メキシコペソ (MXN)	8.297 ~ 9.341	9.188	9.19	8.97	9.09	9.15	9.11

注: 1.実績の欄は2024年4月30日まで。SPOTは5月1日の9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(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。