

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米利下げ路線の維持が支援材料に	2
中国: 不動産救済策は経済を立て直すか	3
インド: RBI は為替介入の強化を表明	4
インドネシア: 通貨防衛の必要性は後退	5
韓国: BOK は GDP 成長率予想を上方修正	6
マレーシア: 財輸出に底打ちの兆し	7
フィリピン: BSP は年内複数回の利下げを示唆	8
シンガポール: 当面は方向感の出にくい相場に	9
タイ: 国内外に点在するリスク要因	10
ロシア: 凍結資産を巡り欧米との対立が強まる	11
南アフリカ: 与党 AKP が議席過半数割れに	12
トルコ: 証券市場に大規模な資金流入	13
ブラジル: BCB は利下げガイダンスを破棄	14
メキシコ: 早くも利下げの「スキップ」を選択	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: 米利下げ路線の維持が支援材料に

マーケット・エコノミスト

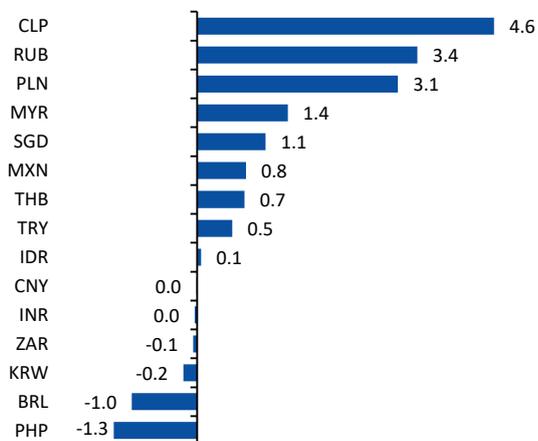
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

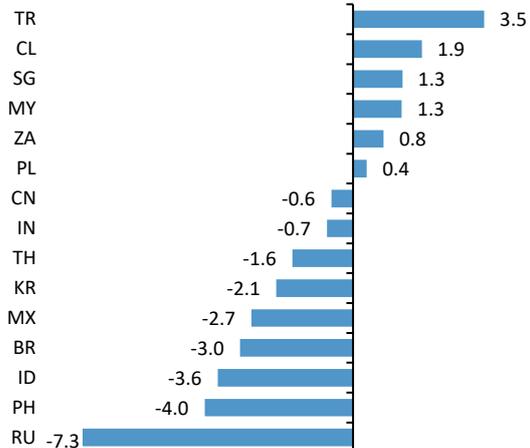
- 5月のMSCI新興国通貨指数は前月比+0.5%。同指数は1710台半ばで取引を開始。月初、FOMCでの情報発信が支援材料となりじりじりと上昇。中旬も、米4月消費者物価指数の鈍化が材料視される格好で同指数は月高値となる1730台まで上昇。月後半にかけては、米5月PMIの結果を受けて米金利が騰勢を強めたが、FRB高官のタカ派発言や米1~3月期GDP(改定値)の結果など強弱まちまちの材料が混在し、月末は1720台前半を推移した。
- 通貨別では、アルミニウムや銅などの資源価格上昇が資源国通貨の選好に繋がった印象を受ける。中南米通貨は一部通貨を除いて持ち直しが目立った。東欧通貨も6月にECBの利下げ着手が濃厚となっているが、ユーロの対ドルでの上昇も相まって堅調推移となった。アジア地域については、大崩れはなかったものの、上昇幅では他地域と比較してやや劣後した。特に中国経済の不透明感に基づく人民元の軟調がやはり目に付く。
- 5月FOMCではFF金利据え置きをはじめ現状維持を決定、市場が最も警戒した利上げ再開には至らなかった。その後公表の米4月雇用統計やインフレ関連指標もFRBの政策指針を変えるような内容ではなく、5月前半は年初から続いた米金利上昇に伴うドル高は小康状態に入った。もっとも、複数のFRB高官がタカ派な情報発信を続けており、こうした点が米金利の高止まりにも繋がっている印象で、頭打ちを確信出来るには至っていない。
- 次回FOMCは6月開催だが、そこでは四半期に1度のドットチャートの更新が行われる。3月時点では3度の利下げが基本線と見られていたが、利下げ開始のタイミングがじりじりと後ろ倒しとなる中で、その回数も下方修正される可能性は十分に考えられる。仮にこうした結果となる場合は、新興国通貨の持ち直しのタイミングも遅れ、早くとも7~9月期の後半以降になると考えられる。
- かかる中、各国の金融政策運営については概ね米国睨みの状況だ。詳細については、国毎のページをご確認頂きたいが、新興諸国も高金利下でもここまで安定的な成長を維持できており、早急の利下げに迫られている国はさほど多くはない。資源価格の再上昇や干ばつや天災による短期のインフレリスク、地政学リスクの高まりに伴う外需や貿易活動の冷え込みといった政策転換材料も今後出て来ることもあろう。しかし現状、通貨安を回避するような政策決定が優先されているように見受けられ、次の政策転換タイミングは不確実なドルの方向感に依存しつつある。概して来月の為替相場も一進一退の動きが続くようだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024年5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5月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:不動産救済策は経済を立て直すか

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のCNYは7.20を上限とした取引。月初、レーバーデーを挟んで7.21台で取引を開始。上旬はFOMCでの情報発信や好調な香港株の動きもあって7.20台まで上値を伸ばすが、追加材料に欠く展開。中旬も米4月消費者物価指数(CPI)の鈍化が支援材料も、米利下げ期待の後退もあってじりじりと値を下げた。月後半もその流れが継続し対米金利差が拡大する中で、月末付近では月安値となる7.25近辺での取引となった。
- 低迷する不動産業のこ入れとして、地方政府を通じて売れ残り住宅買い入れ計画を検討していることが報じられた。本政策の目的は、在庫を減少させて不動産価格の下落に歯止めをかけること、不動産購入を通じてデベロッパーの資金繰りを支援することを主軸としている。もっとも、購入原資は銀行からの融資で銀行側もリスクを被るスキームで、銀行のバランスシートの健全性にも繋がるため、本政策の効果と持続性を疑問視する声も出ている。
- 4月の貿易収支は+724億ドルの黒字を記録、市場予想の+810億ドルを下回ったが3月の+586億ドルを上回った。内訳をみると、輸出は前年比+1.5%、輸入は、同+8.4%と共にプラスとなった。地域別では、米国・日本・台湾の取引シェアが縮小傾向にあるのに対して、欧州の比率が上昇傾向だ。特に米国については、戦略分野である電気自動車(EV)について、中国への制裁関税適用率を引き上げる方向であることが報じられている。米国の対中規制は今後も厳格化していく可能性が高く、今後も他の製品に波及していくことも考えられる。
- 4月CPIは前年比+0.3%と3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は同+0.7%と僅かに増勢となったが、トレンドに変化はなくディスインフレが定着している。なお、川上部門の4月生産者物価(PPI)は、前年比▲2.5%と19か月連続でマイナス圏を推移。原材料需要が底入れする兆候は見られ、こうした動きが物価の押し上げに幾分寄与する可能性はあるものの、全人代で政府が掲げた目標からは程遠い状況だ。
- 6月のCNYは7.20台前半から半ばでの取引が続くと予想。中国人民銀行は日々の基準値設定でCNY安をけん制しているが、不動産部門の持ち直し状況を注視しつつ、緩和的な金融環境を維持する可能性が高い。FRBも6月FOMCにてドットチャートや経済物価見通しを更新するが、少々の利下げの後ろ倒しは織り込まれており、4月から対ドルで7.25が下限となる地合いの下、年初来安値の更新にはそれ以上の材料が必要となると考えている。

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



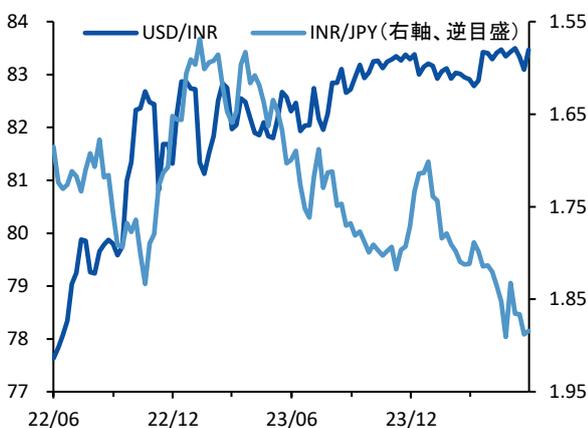
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インド: RBI は為替介入の強化を表明

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

- 5月のINRは▲0.03%とほぼ横ばい推移。16日にかけては、83.5付近で小動き。24日にかけては、インド政府が受け取る配当額が予想を大きく上回ったことを受けた財政健全化期待が好感され、節目の83.0を目指し上昇。その後、米金利や原油価格の上昇が重しとなり、結局83.5付近に値を戻して引けた。
- 31日に公表された1～3月期実質GDP成長率は、+7.8%（前年比、以下同様）と2023年10～12月期の+8.6%からは伸びが鈍化したが、市場予想の+7.0%を大きく上回った。個人消費は小幅に減速も、純輸出や政府消費が成長率を支えた。先行きに関しては、選挙通過に伴う公共投資減少や高金利継続による個人消費の押し下げを受け、成長率はやや鈍化するだろう。
- 域内物価動向に関し、4月消費者物価指数(CPI)は+4.83%（前年比、以下同様）と3月の+4.85%からは伸びが鈍化したが、市場予想の+4.80%を上回った。また、コアベースでは、+3.2%と4年半ぶりの低い伸びとなっている。食品価格の上昇と燃料価格の下落が相殺され、3月から全体的に変化は見られなかった。現状、RBIの想定に概ね沿う格好となっており、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、7～9月期に総合ベースで+4.0%近傍に収れんできそうだ。目先の6月金融政策委員会(MPC)では政策金利の据え置きが確定的だが、先行きの利下げに関し何かしらの示唆があるかに注目したい。
- なお、4月19日から6月1日にかけて段階的に総選挙が開催された。開票は4日に一斉にスタートされる運びとなっている。世論調査の結果などを確認すると、与党のインド人民党(BJP)を中心とした与党連合(NDA)の勝利と、モディ首相の3期目突入の可能性が非常に高い。1日以降出口調査が開始されているが、NDAの勝利とモディ首相の3期目突入が確実視されている。詳細は、本日発刊済みの「通貨ニュース」をご覧いただきたい。
- 6月のINR相場は上値の重い推移を予想する。RBIは、5月30日に公表した年次報告書において、6月にインド国債の新興市場債券指数への組み入れを控える中、予想される為替市場のボラティリティを抑制すべく、為替介入のツールキットを強化する、といった方針を示した。既にRBIの為替介入は「やりすぎ」である中、特に短期的にはINRが大きく動くことは想定されないのが実情だ。もともと、年末付近以降にかけては、FRBの利下げ転換とともに徐々に水準を切り上げると想定している。

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



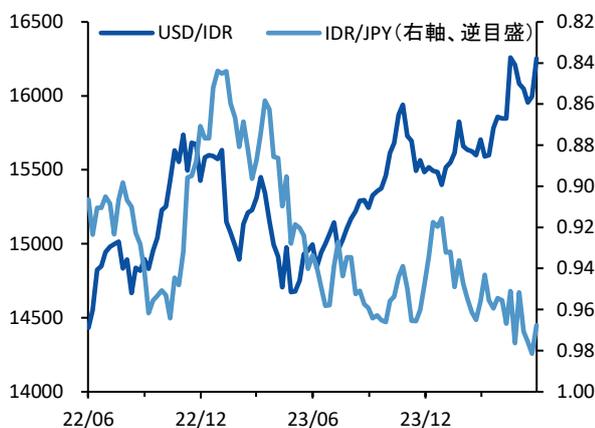
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:通貨防衛の必要性は後退

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

- 5月のIDRは+0.06%とほぼ横ばい推移。IDRは16200台前半で取引を開始。16日にかけては、インドネシア通貨当局高官によるIDR安けん制発言が意識される中で、米金利低下も支援材料となり、15920に上昇した。その後は、米金利上昇やインドネシア株安に加え、CNY安が嫌気され、16250付近に売り戻されて引けた。
- 域内の経済動向に関し、最新の1~3月期GDP成長率は、+5.11%(前年比、以下同様)と、前四半期の+5.04%および市場予想の+5.08%を上回った。大統領選挙期間と被っていたこともあり、政府支出が寄与度ベースで+1.1%ポイントも成長率を押し上げていることは程度割り引いて評価する必要があるが、個人消費も+2.9%ポイントとこちらも強い。純輸出が6四半期ぶりにマイナス寄与となったことも、内需が強かった結果だろう。インドネシア銀行(BI)も5月会合で、2024年の成長率見通しを+4.7%~+5.5%と前回会合から据え置いた上で、4~6月期の経済活動に関しても、「引き続き良好」と自信を示している。
- BIは、21~22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6.25%で据え置いた。前回4月会合では、通貨防衛目的でサプライズの利上げを実施したが、その後IDRは落ち着いて推移しており、その必要性は低まった。なおBIは、「IDRが安定し、上昇傾向にある」としているが、IDR支援のための為替介入を継続させる姿勢も示しており、今後追加利上げが無くとも、やはり過度なIDR安は容認しないようだ。
- また、ペリーBI総裁は先々の金融政策に関し「データ次第」と明言を避けたが、FRBの動向に関しては年内に1回(▲25bp)の利下げが行われる可能性が高いとした。足許の状況を「先月より良い」と表現し、タカ派姿勢を若干後退させた。「FRB次第」だが、FRBがBIの想定通りに動けば、BIも年内1回の利下げ余地が生じる。市場のFRBに対する利下げ予測なども踏まえれば、BIも今年後半に1~2回の利下げ可能性がある、というのが現状の妥当な予測だ。
- 6月のIDR相場は、徐々に買い戻される展開を想定する。5月半ば以降のIDR安もあり、BIがサプライズ利上げを実施した4月の安値水準に限りなく近づいてしまった。かかる中、米金利が高止まり、IDR安に歯止めがかからなければ、当然ながらBIの通貨防衛的な利上げやIDR買いの為替介入が行われるだろう。こうした中、IDRの下値は限定的となる公算が大きい。しかしながら、現状IDRが大きく買われる材料は無く、「米金利頼み」の時間帯が当面続きそうだ。

図表 7: インドネシアルピア相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 8: ジャカルタ総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国:BOKはGDP成長率予想を上方修正

マーケット・エコノミスト

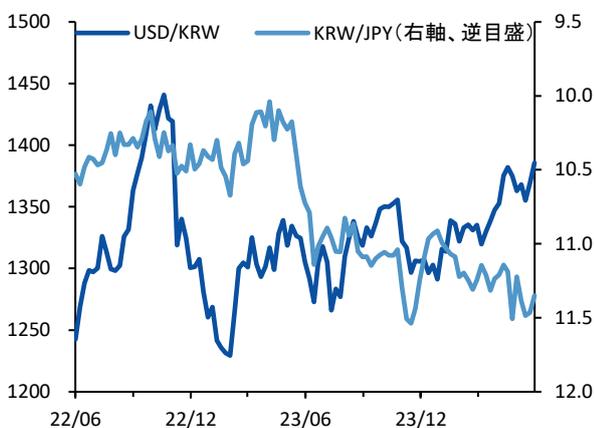
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のKRWは対ドルで小幅に上昇。月初、1380台で取引を開始。上旬はFOMCの結果を受けた米金利の低下に伴い、1350台まで急伸。以降、材料難の中で方向感を欠いたが、米4月消費者物価指数(CPI)が鈍化したタイミングで月高値の1340台を記録。月後半は、米国の利下げ期待の後退や原油価格の上昇が重しとなった、月末にかけては、米国のインフレ指標の公表前後にやや荒い値動きとなり、1380付近で取引された。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は23日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を全会一致で3.50%に据え置くことを決定した。
- BOKは経済見通しを更新し、今年のGDP成長率予想を同+2.5%に引き上げた。特に半導体をはじめ、輸出関連業種の持ち直しが想定よりも早いペースで進んでおり、上半期の貿易収支に関してもまとまった幅で上方修正された。半導体メモリの貿易黒字は4月までで既に+135億ドルを計上しており、前年比でも+75.9%と大きく伸びている。また、内需についても、今後のインフレの鈍化と家計所得の改善を考慮し、同+1.8%と+0.2%ポイント上方修正された。
- 物価動向について、4月CPIは総合・コアベースとも減速基調にあるが、短期のインフレ期待は+3.2%と現在の水準からは若干高く、BOKはインフレ長期化への警戒を解いていない。なお、BOKのインフレ予想はそれぞれ同+2.6%、同+2.2%と2月の数字に据え置かれた。
- 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総裁は、物価が目標水準に収束するのを待って利下げに着手することが望ましいとしたが、利下げに時期については不確実性が増していることが声明文にも記載された。インフレ見通しが24年も+2%を上回ることも勘案して、本欄では引き続き利下げ着手は早くとも年後半以降と予想する。
- 6月のKRWはドル主導の下で一進一退の動きが継続すると考えられる。月後半に実施された日韓中の3か国首脳会議では、相互間の経済連携の推進を強調した一方で、台湾や北朝鮮などを巡る地政学リスクの高まりを想起させる発言も見られた。こうした地政学リスクのほか、中国経済の景気先行き懸念や円・人民元安が東アジア通貨を押し下げているように映る。輸出の持ち直しやGDPの上方修正など前向きな材料は見られたが、外部要因によるKRW安リスクも共存する状況にある。

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: 財輸出に底打ちの兆し

マーケット・エコノミスト

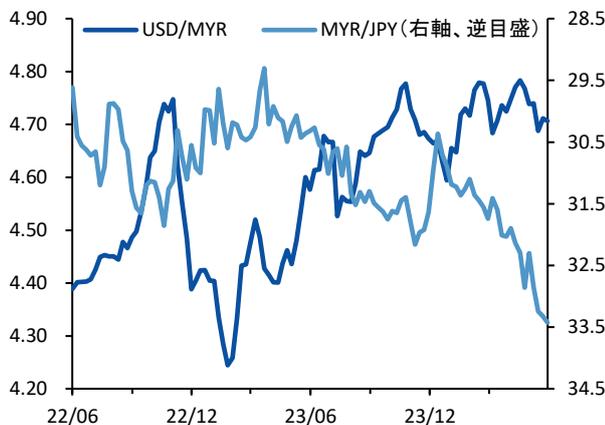
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMYRは対ドルで持ち直した。月初4.77台で取引を開始。上旬はFRBの利下げ路線が支援材料となり上昇、その後のマレーシア中銀(BNM)会合は大きな相場材料にはならなかった。中旬、米インフレ指標公表後に一時月高値の4.67台まで上昇。以降は、米金利が騰勢を強めるも、5月貿易収支や資源価格の上昇が支援材料になった。月末にかけて小幅に下落し4.70台で取引されたが、月間を通じ、周辺国通貨と比較してやや強含んだ。
- BNMは9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。声明文ではマレーシア経済について、民間・政府における投資の活性化、貿易取引の持ち直し、観光業の本格化も相まって、成長が加速するとの見方を示した。物価動向に関して、4月消費者物価指数は前年比+1.8%と安定的に推移したが、先行きのインフレは政府の補助金支出の動向や資源価格など変動要因が多いため、24年の予想については、前年比+2.0~+3.5%と直近の水準からやや高いレンジを示した。
- BNMは前回会合に続き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。とは言え、外部要因に左右される時間帯が続き、その間、BNMもFRBの政策指針を考慮した運営が求められることとなろう。引き続き本欄では、BNMの政策転換のタイミングを早くとも年後半以降と予想する。
- 17日、1~3月期実質GDP成長率(確報)が公表され、結果は速報から+0.3%ポイント上方修正され前年同期比+4.2%となった。詳細項目について、民間消費は同+4.7%となり、前四半期の同+4.2%から加速。総固定資本形成は同+9.6%と好調を維持し、民間投資も堅調だった。外需部門については、輸出が同+5.2%を記録、うち財輸出は、同+1.0%と5四半期ぶりにプラスを回復、サービス輸出は同+33.8%と成長をけん引した。なお、純輸出のGDPへの寄与度は▲1.4%ポイントとなり、4四半期連続でマイナス寄与となった。
- 6月のMYRはFOMCの結果に大きなサプライズがない限り、底堅い動きを予想する。資源価格上昇の恩恵もありながら財輸出が上向きつつあること、観光業の持ち直しからサービス赤字も縮小傾向にあり、MYRを下支えしそうだ。片や、対内直接投資の規模が増加傾向にある一方で、近年は対外直接投資の増加も目立つ。こうした動きに対して、政府は国営企業を中心とした本国への資金還流(レパトリ)を奨励しており、MYRの実需環境改善を図る構えだ。

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: BSP は年内複数回の利下げを示唆

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

- 5月のPHPは▲1.3%と下落。57.7付近で取引開始。20日にかけては、米金利低下が下支えとなったが、軟調な域内経済指標やフィリピン中央銀行(BSP)のハト派な情報発信が嫌気され、57台でレンジ推移。その後、米金利や原油価格の上昇に加え、BSPの政策委員会メンバーを巡るスキャンダルが材料視され、2022年11月以来の安値となる58.75に売られ、そのまま安値圏で引けた。
- 7日公表の4月消費者物価指数(CPI)は、前年比+3.8%と市場予想の同+4.1%を下回ったものの、3月の同+3.7%からは僅かに伸びが加速した。また、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+3.2%となり、22か月ぶりの低水準となっている。なお、総合、コアいずれもBSPの目標圏内(+2.0~+4.0%)に収まるのは、4か月連続だ。食品・飲料が同+6.0%と3か月連続で加速しているのが気付きではあるが、特にコアの伸びは落ち着いている。
- BSPは16日に金融政策会合の結果を公表、政策金利の翌日物リバースレートを5会合連続で6.50%に据え置いた。予想インフレ率について、2024年は前年比+3.8%、2025年は同+3.7%としており、前回会合時点からそれぞれ▲0.2%ポイント、+0.2%ポイント修正。先行きの金融政策に関しモロバ BSP 総裁は、「我々は以前ほどタカ派的ではない」「7~9月期もしくは10~12月期に利下げを行う可能性がある」「8月に利下げを行う可能もある」「年内最大で▲50bpの利下げを行う可能性がある」とハト派的な情報発信を行っている。
- デイスインフレや内需鈍化が確認されているだけに、4月会合対比でハト派な情報発信になることは当然ではあるが、特に総裁会見は予想以上にハト派に傾斜していた。ただし、2025年のインフレ見通しが上方修正されていることからわかる通り、インフレ再浮揚のリスクが完全に払しょくされたわけではない。8月に利下げ着手に至ったとしても、10月にスキップ、12月に再度利下げ、というのが現時点での妥当な予測だ。言うまでもなく、インフレのリスクバランスが上向きな以上、利下げ時期が後ろ倒しになる可能性も相応にある。
- 6月のPHP相場は、上値の重い推移を続けると予測。BSPのハト派傾斜は明確にPHPの売り材料だが、BSPの思い通りに利下げが行えるかには疑問符がついて回る。ただし、結局、PHP相場の本格的な反転に向けては、①FRBの「忍耐」を強調する姿勢の巻き戻し、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:当面は方向感の出にくい相場に

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

- 5月 SGD は月間で+1.0%上昇。数字の上では堅調だが、今後 SGD の持ち直しが続くとは判断するのは尚早だろう。本欄では今後数四半期にかけて SGD がある程度の変動幅をもって上下動するとの見通しを示してきたが、こうした動きの一環であると整理したい。特に月初の FOMC における情報発信が SGD をはじめ ASEAN 通貨の支援材料となったのは事実で、4月の MAS (シンガポール通貨管理局、中央銀行) 会合を振り返っても、既に金融政策における SGD 高材料がほぼ出尽くしている印象を受ける。実際にシンガポールドル名目実効為替レート(S\$NEER)は足許においてむしろ軟化傾向にあり、対 EUR や AUD について、5月はアンダーパフォームとなった。
- 4月の輸出は前年比▲9.3%と冴えない結果に終わったが、前月比で見れば+7.6%と持ち直している。単月の数字であるため過信はできないが、シンガポールも今後の半導体市況の持ち直しと世界的な製造業の好転の恩恵をある程度受けられることが見込まれる。1~3月期 GDP(確報)の公表時に、前期比での成長率の鈍化を懸念する声も出ていたが、上記要因を考慮して、政府は成長見通しを従前の前年比+1.0~3.0%に据え置いたと見られる。
- 一方で、4月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と3月から横ばいだが、段階的ながらインフレは減速基調にある。S\$NEER が引き続き政策バンド内で上方を推移しているため、MASの政策決定によって上昇余地が生まれにくい限り、SGD の上昇には持続性が伴わないと考えられる。もっとも、足許の経済・物価状況に鑑みれば、次回7月の MAS 会合では政策バンドの傾斜拡大をはじめとするタカ派寄りな決定を下す可能性は大きくない。
- こうした状況下、短期的な SGD の動向を占う材料は、米国の金融政策や中国経済の動向など外的要因となってくる。5月 FOMC での情報発信は市場にある程度の安堵をもたらしたものの、FRB が金利をより長く高い水準で維持している中で、SGD の下落リスクを打ち消すには至っていない。6月 FOMC においても急速なハト派転換は考えにくく、この点は SGD の重しとなろう。
- この他にも、東・南シナ海海域における緊張感の高まり、そして米国大統領選など政治イベントが為替相場にまで影響が及ぶ可能性はある。そしてこれは SGD だけの問題でなく、ASEAN、ひいてはアジア通貨全般に関係する話である。仮に米国の利下げが年後半以降に現実味を帯びた場合にも 25 年に向けて、SGD は双方向のボラティリティをもった動きになりそうだ。

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:国内外に点在するリスク要因

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は対ドルで小幅に上昇した。月初37近辺で取引を開始。上旬はFOMCでの情報発信や米4月雇用統計の結果がTHBはじめ新興国通貨の下支えとなった。中旬には米4月消費者物価指数(CPI)の鈍化を受け、THBは続伸し一時35台まで上昇した。月後半にかけては、国内の政情不安の高まりやFRB高官からのタカ派発言もあって、THBはやや軟化した。この流れは月末まで続き、結局36台後半まで下落した。
- 1~3月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.5%となり、市場予想の同+0.8%を上回ったが、前四半期の同+1.7%から減速した。内訳を見ると、個人消費が同+6.9%と堅調さを維持したが、政府消費が同▲2.1%、総固定資本形成は同▲4.2%などが足を引っ張る格好となり、特に、公共投資が同▲27.7%と落ち込んだ。輸出は同+2.5%とプラスを維持したが、輸入がそれを上回ったため、GDPへの寄与度は▲1.7%ポイントとなり、6四半期ぶりのマイナス寄与となった。観光業の持ち直しに伴い、サービス輸出が同+24.8%と大幅に増加したが、財輸出が同▲2.0%とやや停滞感が漂う内容となった。主要相手国の中国や日本向けの輸出が伸び悩んでおり、両国の景気の持ち直しが待たれる。
- 政府は24年の成長率を同+2.0%~+3.0%と予測し、従来の+同2.2%~3.2%から下方修正。下方修正の要因として、地政学リスクの高まりに伴う保護主義の強まりと外需の不安定性を挙げた。政府はその間、デジタル通貨の給付金を通じて景気押し上げを図るが、成果が出るのは年後半以降となる見込みだ。
- 4月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.19%と7か月ぶりにプラスを記録した。もともと、物価の押し上げ要因は一部食料品価格や資源高に伴う輸送費の上昇によるものが大きい。なお、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.37%と横ばいとなっている。
- 外部環境に依存しているのはGDPだけでなく、足許のTHB相場にも共通している。5月は4月のドル高の反動で若干持ち直したものの、先行きの景気停滞やデイスインフレ定着の懸念は払拭できていない。加えて、政治面でもセター首相が所属する貢献党と連立政権を組む親軍政党との関係性が悪化し、タイ憲法裁判所がセター首相の解職を判断する事態となっている。THBが周辺国通貨と比較してやや軟調であることは、国内外にリスク要因が多いことを勘案すれば大きな違和感はない。短期的にTHBが値を戻すにはFRBの姿勢の変化など、外的要因の変化が必要だろう。

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



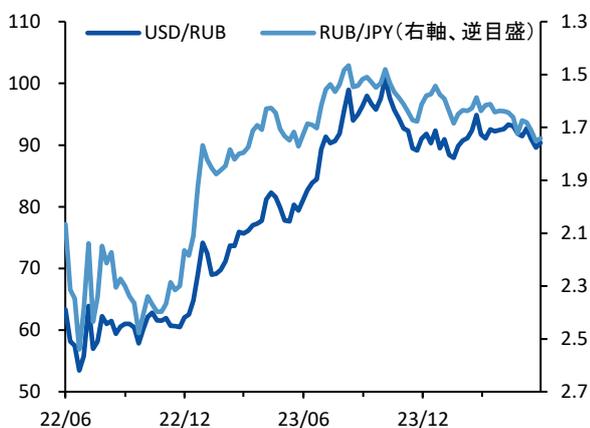
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:凍結資産を巡り欧米との対立が強まる

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

- 5月のRUBは4月末時点の対ドル93.5から5月末時点で90.4と、+3.4%上昇した。ロシア政府が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以降、ルーブル上昇の動きが継続している。
- ルーブルの動きは限定的となったが、ウクライナ情勢を巡る衝突の激化は注視する必要があるだろう。戦線を巡っては、ロシア軍がウクライナ東部ハルキウ州への攻勢を強めている。プーチン大統領は5月12日に、ショイグ国防相を解任し安全保障会議書記に任命する一方で、後任としてペロウソフ第一副首相を国防相に任命した。プーチン大統領は、経済政策の専門家だったペロウソフ氏を国防相に起用した理由は、ロシアの国防費が増加しているからだと指摘している。
- また、5月16日には中ロ首脳が北京で会談、米国の「封じ込め」への対抗強化で結束を表明した。会談では、プーチン大統領から中ロを結ぶ新たなガスパイプライン計画についても言及があった。
- ロシアの凍結資産のウクライナ支援への活用を巡り、5月24日～25日にイタリアで開催された財務相・中央銀行総裁会議において、前向きな進展があったと報じられている。欧米側が具体的な実行方法を協議する段階に進みつつあるなか、ロシアの対抗措置も拡大している。
- 5月23日にはプーチン大統領が、米国が同国内にあるロシアの資産を没収した場合、ロシアが米国の企業や個人が露国内に保有する資産の没収を認める大統領令に署名している。対象はロシア国内にある米国政府と法人、個人などの預金や有価証券、不動産など資産全般に及ぶ。同じく5月には5月にはロシア国営ガス会社の子会社による訴えを認める形で、ドイツやイタリアの大手金融機関がロシア国内で保有する総額約8億ユーロの資産が差し押さえられる事例が起きている。
- 6月13日から15日にかけてのEUサミットでは、ロシア凍結資産を巡り一段と議論が進展する可能性があり、それに伴いロシアからの対抗措置も強化される可能性がある。金融市場への影響も一段と意識する必要があるだろう。

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



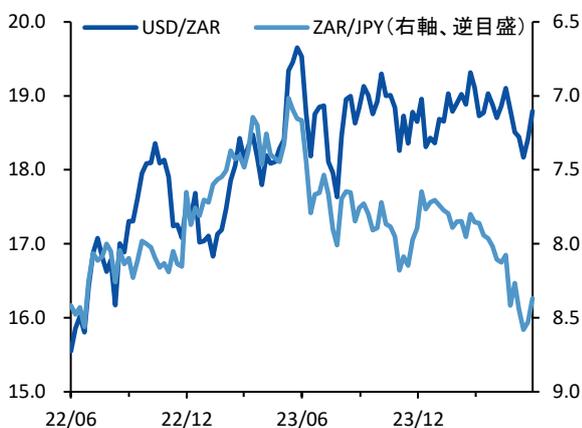
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 与党 AKP が議席過半数割れに

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

- 5月のZARは、結果的には4月末からほぼ変わらずの水準で取引が終了しているが、月内の値動きは上下に振れ幅の大きい展開となった。21日にかけてはグローバルなリスク心理の改善を背景に18.78から18.02まで約▲4%上昇。その後はしばらくもみ合っていたが、総選挙が行われた5月29日以降、投票結果が判明するにつれ、ZARは急落。5月末時点で月初の水準となる18.8まで下落している。
- 5月29日の総選挙は6月2日に最終結果が公表され、与党・アフリカ民族会議(ANC、中道左派)の得票率は40.2%に留まり、議席数は下院400議席中の159議席と過半数を割り込んだ。2019年の総選挙での得票率である57.5%と比較して、大幅な低下となった。1994年のアパルトヘイト廃止・民主化選挙以降、ANCが政権を独占的に握り続けてきたことを考慮すれば、本邦含め多くのメディアが評しているように、今回の選挙は同国の政治史上「歴史的」な転換点となりうる。
- 今後は、ANCがどの党と連立を組むかが焦点となる。ビジネス寄りの中道政党である民主同盟(DA)との連立となれば、構造改革の進展が期待されるためにマーケットにとって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。両党が主張する政策には、白人所有の農地を無償で政府が収用し、黒人小作農に分配する「土地収用」が含まれる。実際に導入された場合、金融市場は、同様の政策を2000年に行ったジンバブエのケースを想起すると見られる。ジンバブエは、土地改革実施後、食糧難、ハイパーインフレ、通貨の暴落、資本逃避等を招いた。マーケットの反応も、DAとの連立ならポジティブ(ZAR高)、EFF、MKとの連立ならネガティブ(ZAR安)となる公算が大きい。
- ANCは結果確定後14日目となる6月16日までに連立を組む必要があり、ANCがどこも連立を組むことができず少数与党となる可能性や、9月にも再選挙実施が発表される可能性まで、様々なシナリオが取りざたされている。
- 当面は、こうした連立交渉を取り巻く不透明感が、ZAR相場の不安定化要因となる公算が大きい。

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



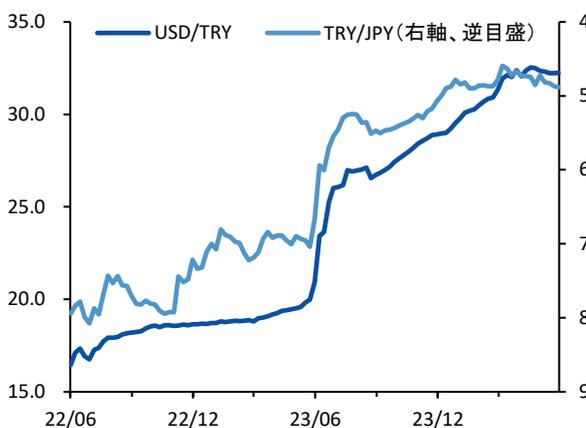
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 証券市場に大規模な資金流入

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

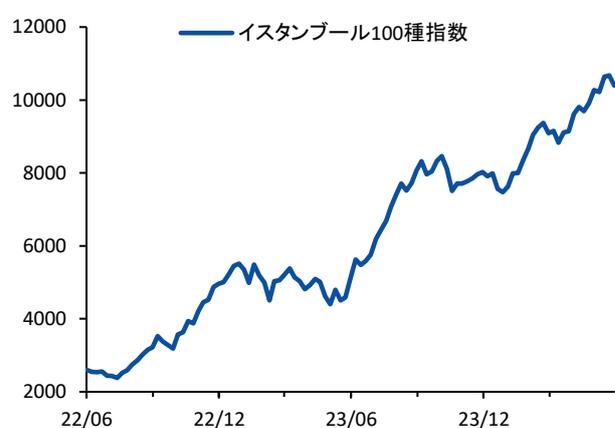
- 5月のTRYは4月末と比較して対ドルではほぼ横ばい圏の動き。TRYは3月末の地方選挙以降、安定の度合いを強めつつある。
- トルコ中央銀行(CBRT)のデータによると、外国人投資家は5月6日~10日までの1週間でリラ建て国債を+28億ドル買い越した。過去10年以上で最大の流入額を記録した。トルコの消費者物価指数(CPI)が今後、低下に向かうとの見方が市場でも広がっていることが背景にある。
- 急激な資金流入に比してTRYの動きは限定的となったが、シムシェキ財務相は5月20日に、CBRTが外貨準備を積み上げるためにドルを購入したことで、TRYの上昇が防がれていると説明した経緯がある。同氏は、CBRTが外貨を購入していなければ、TRYの対ドルレートは30を下回っていたかもしれないと発言した。
- なお、CBRTは5月23日、市場予想通り政策金利を2か月連続で50%で据え置いた。声明文では、「月次インフレのトレンドが有意かつ持続的に低下するまで」MPCは引き締め政策を維持すると改めて表明した。
- さらに、CBRTは会合日と同日、「マクロブルーデンスの枠組みと流動性措置に関するプレスリリース」を公表し、トルコリラ預金及び為替差損保護預金(KKM)に対する準備金比率を引き上げたほか、金融機関による外貨建て融資に対し月2%の伸び上限を導入すると発表している。CBRTの一連の措置は、政策金利を高水準に維持するとともに、流動性を抑制するための追加措置を講じることで、金融引き締め効果を高めようとする狙いがある。
- 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:BCB は利下げガイダンスを破棄

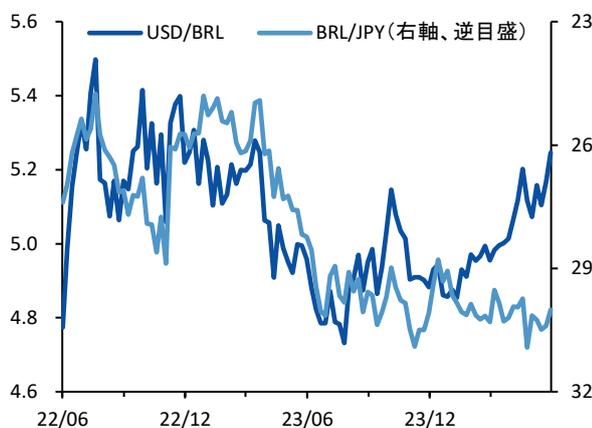
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 5月のBRLは▲1.0%と下落した。5.05付近で取引を開始。20日にかけては、米金利低下や商品価格上昇といった支援材料がありつつも、ブラジル南部での洪水やルラ政権による国有石油大手会社への介入などが嫌気され、5.10を挟みレンジ推移。月末にかけては、米金利上昇やブラジル株式市場の軟調推移が重しとなる中で、5.25付近に下落し引けた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は8日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を▲25bp引き下げ、10.50%とした。評決は5対4の僅差で、4名は▲50bpの利下げ継続を主張。また、BCBはインフレ見通しに関し、24年を+3.8%(前年比、以下同様)、25年を+3.3%としており、それぞれ前回会合時点から+0.3%ポイント、+0.1%ポイント上方修正した。金融政策の先行きに関しては利下げガイダンスを破棄し、明確な示唆を与えてはいない。
- なお、14日に公表された議事要旨を確認すると、インフレの上振れリスクに対する警戒姿勢は広範に確認されたが、評決が割れたことから予想された通り、利下げ幅の評価に関してはタカハト入り混じる内容であった。
- 最新の物価動向に関し、28日公表の5月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+3.70%(前年比、以下同様)と市場予想の+3.74%および前回の+3.77%を下回った。本年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)には5か月連続で収まった。なお、月末付近にはネット・BCB 総裁より「インフレ予測は今後改善する」といったハト派な情報発信も見られており、上記のインフレ情勢も踏まえて考えれば、6月会合では▲25bpの利下げの可能性が優勢だろう。もっとも、その後のパスは不透明であり、利下げのスキップや休止も選択肢に入る。
- 6月のBRL相場は、段階的な買い戻しを想定する。5月の軟調推移は、南部を襲った洪水による金融市場の動揺や、国有石油大手会社のCEO解任に伴うルラ政権による介入懸念による影響が大きく、本欄ではあくまで一時的な要因も大きいと考えている。6月には、ブラジル、米国双方で中銀会合を控えているが、いずれもサプライズにはなりにくく、それほどBRLを動かす材料にはならないと想定している。洪水の影響度は全貌が掴めておらず予断を許さないが、政府の支援策などもすでに進行しており、悲観姿勢は今後後退していくと考えている。ただし、既に財政の先行きも厳しいだけに、洪水の話題が財政懸念に延焼しないか、警戒する必要はあるだろう。

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



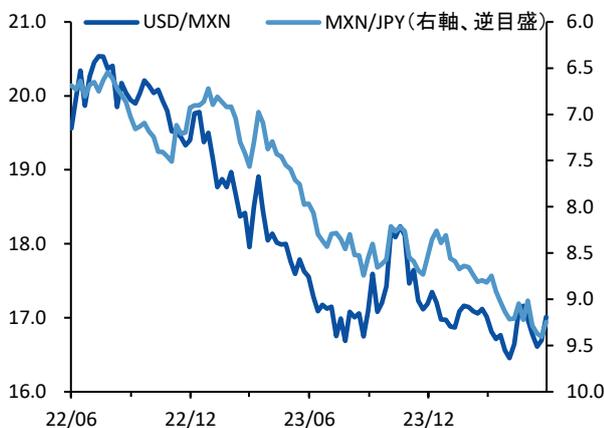
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 早くも利下げの「スキップ」を選択

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

- 5月のMXNは+0.75%と上昇した。17.0付近で取引開始。21日にかけては、米金利低下が下支えとなる中で、メキシコ中央銀行(Banxico)のタカ派な政策決定も好感され、一時16.5付近に上昇した。その後は、米金利反転やメキシコ株安が嫌気される中、6月初旬に控えるメキシコ大統領選挙を前にリスク回避の動きも拡がり、17.0付近に下落して引けた。
- 9日、Banxicoは金融政策決定会合を開催し、政策金利を11.00%で据え置くことを全会一致で決定した。前回3月会合で3年ぶりの利下げを実施したが、早くも利下げの「スキップ」を選択した格好。インフレ見通しは、総合、コアベースいずれも上方修正されており、タカ派姿勢が目立った。先々の決定に関し声明文では、「政策金利の調整について議論するため、インフレ環境を評価する」と言質を与えていない。利下げの確約はしておらず、決定は完全にインフレ情勢次第、ということだろう。もっとも本欄では、政策金利から1年先の期待インフレ率を引いた「短期実質政策金利」がBanxicoの想定する「中立実質政策金利」を大きく上回っていることから、先々の利下げ路線そのものは支持されると考えている。
- 域内の物価動向に関しては、最新の5月前半の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+4.78%と、市場予想の同+4.75%および4月後半の同+4.67%を上回った。一方で、コアベースでは同+4.31%と4月後半の+4.34%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%)への取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。現状、Banxicoの6月会合の利下げ判断は五分五分だろうが、5月会合の議事要旨のタカハト入り混じる内容を確認する限り、投票は割れる可能性が高いだろう。
- 6月のMXN相場は、弱含む展開を見込む。MXNは引き続き底堅く推移しているものの、一昨年から昨年にかけての「最強通貨」としての面影は薄れている。Banxicoの利下げは当初想定より緩やかになりそうだが、年内1回しか利下げを行えないとの思惑すら台頭しつつあるFRBとの対比は明確だ。米労働需給の緩和とともに、米国からの労働者送金額も頭打ちとなっている。金利、需給双方において、本年のMXN相場にとって厳しい環境になるという見立ては不変である。しかし短期的には、昨日投票日を迎えたメキシコ大統領選挙通過に伴う安心感からMXNが買われる可能性もあるだろう。

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 1～5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)	7.1021 ~ 7.2497	7.2418	7.25	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.7964 ~ 7.8387	7.8197	7.82	7.80	7.80	7.78	7.77
インドルピー (INR)	82.646 ~ 83.575	83.465	84.5	82.8	84.0	82.2	80.9
インドネシアルピア (IDR)	15430 ~ 16288	16250	16150	15950	16000	15800	15600
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1400.00	1385.00	1360	1340	1350	1330	1310
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.8053	4.7065	4.72	4.68	4.70	4.65	4.60
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.750	58.526	57.4	57.0	57.4	56.5	56.0
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3670	1.3512	1.35	1.35	1.37	1.34	1.33
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 32.664	32.414	32.0	31.5	31.8	31.3	30.5
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 37.18	36.79	36.3	35.4	36.2	35.0	34.5
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	25450	25200	24800	25200	24900	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	87.4000 ~ 95.4670	90.3800	91.0	92.0	93.0	94.0	95.0
南アフリカランド (ZAR)	18.0290 ~ 19.3899	18.8207	18.9	19.1	19.2	19.3	19.4
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 32.8170	32.2480	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)	4.8314 ~ 5.2869	5.2461	5.20	5.16	5.10	5.12	5.15
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 18.2137	16.9751	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 ~ 22.066	21.722	21.79	21.67	22.10	22.39	22.70
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 20.437	20.107	20.20	20.00	20.26	20.44	20.59
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.920	1.884	1.87	1.88	1.88	1.93	1.98
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.984	0.967	0.978	0.978	0.988	1.006	1.026
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.580	11.347	11.62	11.64	11.70	11.95	12.21
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 33.519	33.422	33.47	33.33	33.62	34.19	34.78
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.765	2.684	2.75	2.74	2.75	2.81	2.86
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 117.51	116.36	116.69	115.90	115.75	119.10	120.30
台湾ドル (TWD)	4.576 ~ 4.894	4.841	4.94	4.95	4.97	5.08	5.25
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.342	4.276	4.35	4.41	4.36	4.54	4.64
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6291	0.6180	0.63	0.63	0.63	0.64	0.65
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ~ 1.787	1.740	1.74	1.70	1.70	1.69	1.68
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.664	8.353	8.36	8.17	8.23	8.24	8.25
トルコリラ (TRY)	4.538 ~ 4.945	4.871	4.94	4.95	5.10	5.21	5.33
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	28.829 ~ 31.200	29.997	30.38	30.23	30.98	31.05	31.07
メキシコペソ (MXN)	8.297 ~ 9.455	9.262	9.19	8.97	9.03	8.98	8.89

注: 1.実績の欄は2024年5月31日まで。SPOTは6月3日の7時50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。