

2021 年 2 月 1 日

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 新興国:ドルを取り巻く状況は変化しつつある.....    | 2  |
| 中国:危機対応からの出口戦略を慎重に模索.....     | 3  |
| インド:国内でのワクチン接種を開始.....        | 4  |
| インドネシア:堅調な推移となった IDR.....     | 5  |
| 韓国:好調な輸出が KRW を支える.....       | 6  |
| マレーシア:約半世紀ぶりに非常事態宣言を発令.....   | 7  |
| フィリピン:20 年成長率は過去最悪となる見通し..... | 8  |
| タイ:20 年貿易黒字は過去最大を計上.....      | 9  |
| ロシア:現状過小評価でも、大幅反発は見込み難い.....  | 10 |
| 南アフリカ:コロナ禍収束と各種改革再始動に期待.....  | 11 |
| トルコ:「鬼の居ぬ間」の洗濯はいつまで続くのか.....  | 12 |
| ブラジル:BCB がフォワードガイダンスを撤回.....  | 13 |
| メキシコ:追加利下げの可能性が浮上.....        | 14 |
| 為替相場見通し.....                  | 15 |

#### 市場営業部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

#### マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

#### 大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

#### 香港資金部

シニアアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

#### アジア・オセアニア資金部

シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

#### 欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

#### ブラジルみずほ銀行

チーフストラテジスト

Luciano Rostagno

luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

## 新興国:ドルを取り巻く状況は変化しつつある

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

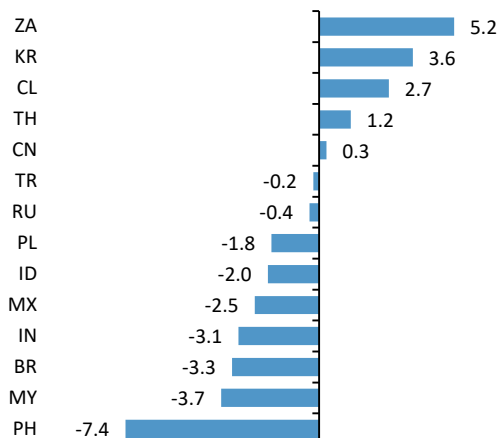
- 1月、MSCI 新興国通貨指数は前月比ではほぼ横ばい。1721 で取引を開始すると、月初旬にリスクオンの流れから 1732 台まで上昇し、史上最高値を更新した。その後、米金利とドルの上昇に 1711 台まで反落するも、米追加財政出動を手掛かりに一旦持ち直した。ただ、COVID-19 の変異種が世界各地で確認され、欧州ではロックダウンの動きが再開。中旬以降は、ワクチンの効果に対する期待感と感染拡大の長期化懸念が綱引きする格好で、同指数は前月末値を上下する展開となり、前月比▲0.1%で月末を迎えた。
- 米国でバイデン政権が発足した。ジョージア州の上院議席をいずれも民主党候補が奪取した結果、トリプルブルー（ホワイトハウス、上院、下院の舵取りを民主党が担う）が成立。市場ではあらためて財政出動による景気刺激への期待が高まった。米国の 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率(BEI)が 2%台を回復、米長期金利は 1.2%近くまで一時上昇した。この過程ではドルも持ち直した。
- 重要なポイントが 2 点ある。まず、景気見通しが改善すれば金利は上がるということだ。政策金利の影響を強く受ける短期金利は当面動きようがないが、より長期の金利はインフレ動向等の影響も加味して上昇しうる。経済が正常化する過程で、実質マイナス金利の縮小という観点から名目金利の上昇はある程度容認されよう。どこまで容認するかは中央銀行次第ということだ。米国はこのプロセスに差し掛かっており、金利上昇がドルの持ち直しを促しつつあるといえる。
- もうひとつは、バイデン大統領による 1.9 兆ドルの追加財政出動案が打ち出されたものの、ドルの下押し圧力は限定的であったことだ。2020 年のように「ドルの過剰感」があらためて意識されドル安に至るという展開にはなっていない。昨年は 3 月以降 3.1 兆ドルもの財政出動を実施。それに伴う財政赤字の急拡大がドル安を促した。しかし、2021 年は現状の 0.9 兆ドルの追加財政出動を含めても、財政赤字は前年比で改善しよう。昨年のドル安の構図は崩れつつある。
- ドルの持ち直しは新興市場通貨にとっては逆風となる。もともと、パウエル FRB 議長はテーパリングを「時期尚早」と述べており、米長期金利の上昇は緩やかに進もう。ドルの持ち直しについても同様だ。また、現状は最悪期ともいえるコロナ禍も、米国はじめ先進国では 4~6 月期にもワクチンの効果が確認されてこよう。世界経済の正常化への動きが新興国通貨には新たな追い風になる。
- 短期的には、米国の追加財政支出を巡る動き、景気見通しや金利の変化、そしてコロナ禍の行方も睨み、新興国通貨は弱含みややすい点に注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2021 年 1 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(2021 年 1 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:危機対応からの出口戦略を慎重に模索

マーケット・エコノミスト

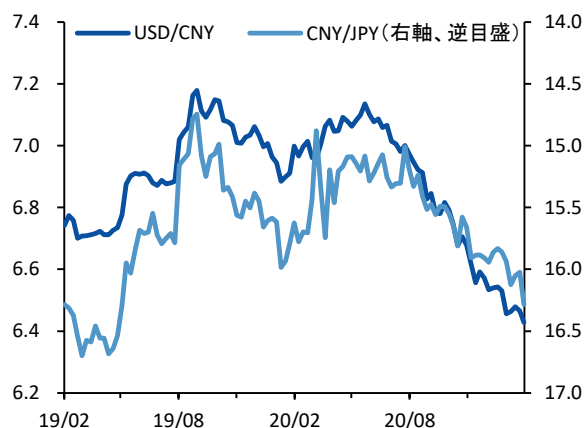
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

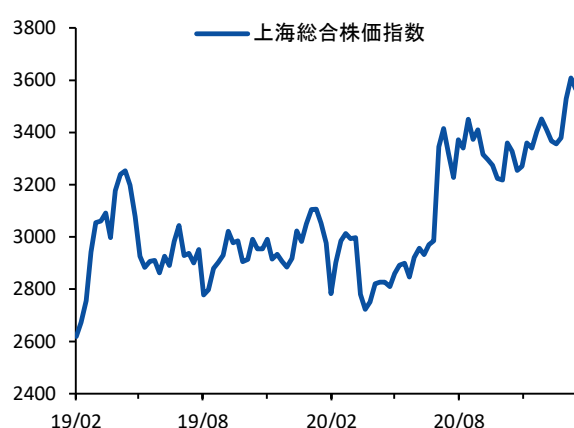
- 1月、CNYは前月比で小幅続伸。月初は昨年末値(6.52 台)からギャップを伴う 6.51 台で取引を開始した。ドル安もさることながら、中国外貨取引センター(CFETS)が、CNY 基準値を算出する際の参考となる通貨バスケットの通貨構成比率を見直したことも寄与したとみられる。翌日には一時 6.43 近くまで CNY 高が進んだ。その後はドル高の動きやか、CNY 基準値が市場予想比で CNY 安方向で設定される場面もみられ、CNY は押し戻される展開。月後半の 6.45 ~6.49 でのレンジ相場を経て、月末に 6.42 を試して取引を終えた。
- 2020年10~12月期の実質 GDP は前期比+2.6%と3四半期連続のプラス成長となった。2020年通期では前年比+2.3%となり、主要国では唯一プラス成長を実現した国となりそうだ。もっとも、寄与度別にみれば、投資(+2.2%pt)と純輸出(+0.6%pt)に対して消費(▲0.5%pt)の出遅れ感はある。また、投資の伸びも危機対応の財政拡張に支えられた面があり、今後は鈍化していこう。世界的な感染再拡大や米中対立の継続は外部環境に不透明感を残す。
- こうした中、昨年12月に開催された中央経済工作会议においては、危機対応からの出口戦略を慎重に模索していく方針が示された。「積極的な財政政策」の方針は維持しつつも今後は「持続可能性」を重視し、昨年のような財政拡張(財政赤字拡大、地方債増発、特別国債発行)は手控え、景気下支えに必要な範囲にとどめる。また、「穏健な金融政策」の方針も維持された。資金供給のペースは「名目 GDP 成長率と基本的に合致した水準を維持」とされており、昨年の供給拡大には至らないまでも、急な引き締めは回避されそうだ。
- 他方、今後一層重点的に進められていくのが、新たな経済モデルである「双循環」へのシフトだろう。巨大な内需を梃子に、中華経済圏の構築と安全保障の両立を図るものだ。12月の工作会议で掲げられた重要政策のうち、「サプライチェーンの自主コントロール」や「内需拡大」と直結するだけでなく、「改革开放」を用いた「科学技術力の強化」も内包する。米国で1月に発足したバイデン政権には対中政策の転換の兆しが見えない以上、推進が急がれよう。その過程では、いわゆる「周辺国」内での人民元のプレゼンス向上は不可避だろう。
- 短期的には、特段の CNY 安材料は見出しにくい。慎重な政策運営と自国通貨高政策との親和性が高い経済モデルへのシフトが主な背景だ。ただ、ドルや米金利の動向、プラットフォーム企業への規制強化が対中投資に与える影響等には注意したい。CNY の今後3か月の想定レンジは 6.35~6.60 とする。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## インド:国内でのワクチン接種を開始

マーケット・エコノミスト

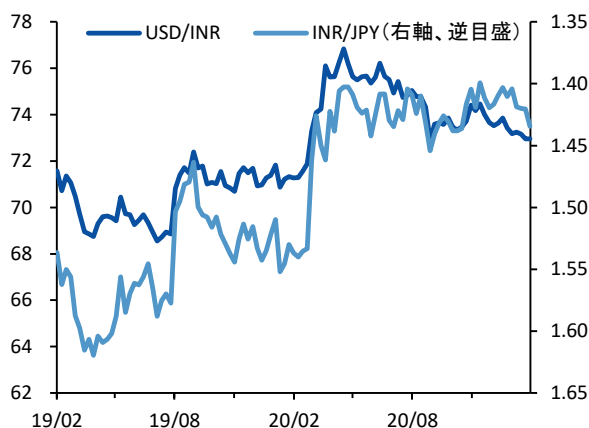
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のINRは往ってこいの展開。月初、73.00台で取引を開始。上旬は米国での大型財政政策への期待感が高まって米金利が上昇したことから月安値の73.40付近まで下落。中旬にかけては、米国での早期の利上げの観測が弱まり、国内でのワクチン実用化が開始したことが好感されてじりじりと値を戻す展開。後半もINR高基調の値動きとなったが、月高値の72.80台をつけた段階ではインド準備銀行(中央銀行、RBI)による為替介入が入り、月末にかけては月初時点の73付近を推移した。
- 政府は16日、新型コロナウイルスのワクチン接種を開始した。モディ首相は夏場までに人口の約25%に当たる3億人への接種を完了する方針を示した。後日、新型コロナウイルスの自国製ワクチンを近隣6か国へ無償提供することも発表した。感染拡大の影響でRBIは20年度の経済成長率を過去最悪の前年比▲7.5%まで引き下げた。一方、IMFが1月に更新した経済見通しでは21年の成長率を同+11.5%に上方修正した。インド以上に上方修正された国・地域はなく、ワクチン普及計画の進捗は今年の経済回復にも直結する。
- SENSEX株式指数は21日に史上最高値を更新し、一時50000を突破した。昨年11月に新型コロナウイルスの感染拡大前の高値を更新した以降も、国内外の投資家からの選好が強まった。月末にかけて調整局面に入っているものの、ワクチン実用化への取組みや今月発表の予算案への期待は依然大きい。
- 12月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.6%と11月(同+6.9%)から減速した。市場予想(同+5.0%)も下回り、9か月ぶりにRBIの目標レンジ(+2.0~+6.0%)に収束した。野菜をはじめ食料品価格が下落したことが要因となった。特にロックダウン期間中は交通網の麻痺し労働力の整備が不十分で、ようやく農村部のサプライチェーンが修復したと指摘された。しかし、12月の食品と燃料を除くコアCPI率は5.6%と、11月の5.8%から大きく変わっておらず、コロナ禍において物価が高止まりする状況は今後の景気回復を下押しする懸念にもなる。
- INRの動向に関しては、直近数か月間、特段大きな材料がなかった中、ドル安基調が続くと、RBIが断続的に為替介入して上値を抑えるといった構図になっていた。今月は予算案の発表やRBIの金融政策会合といったイベントを控え、国内のヘッドラインに対する市場の反応に応じて為替相場も能動的に動くと考えられる。特に予算については、関係者が前例のない規模となると発言しており、特に注目していきたい。

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: 堅調な推移となった IDR

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のIDRは堅調な推移。月初、13900台で取引を開始。上旬は世界各国での新型コロナウイルスのワクチン実用化の動きが強まり、月高値圏を推移。その後、米国での財政政策への期待感が高まって米金利が上昇し、IDRは月安値の14200付近まで下落したが、12月貿易収支の好調な結果もあり、月半ばは上昇に転じた。下旬は今年最初のインドネシア銀行(中央銀行、BI)の金融政策会合が開催されたが、ほぼ無風での通過。その後も大きく値は動くことなく月末にかけては14000台での推移が続いた。
- 12月の貿易収支は21億ドルの黒字を記録した。昨年5月以降堅調な黒字計上が続いた結果、年間では11年以来の大きさとなる217億ドルの黒字となった。主要輸出相手国である中国の経済がいち早い回復を見せたことで、輸出の改善が堅調となった一方で、国内需要の減退によって輸入が抑えられたことが要因となった。ただし、経済の正常化が見込まれる今年後半以降に関しては、内需の回復に伴って貿易黒字は収縮していくことが考えられる。
- BIは20日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに従来の3.75%に据え置いた。声明文およびペリー総裁の会見では昨年後半以降、世界経済が緩やかながら改善に向かっている点や、今後のワクチン実用化への期待感から景気は徐々に回復する見通しを述べ、金融政策を据え置きとした背景を説明した。今後に関しては、国内経済の回復をサポートすべく感染拡大による不確実性を注視しながら銀行の貸付条件の緩和や量的緩和政策を交え、あらゆる政策措置を講じる方針が示された。
- BIは21年の成長率について、昨年時点から下方修正は無く、前年比+4.8~+5.8%の予想をしていると述べた。物価動向(CPI)に関しては、ロックダウンによる活動制限によって消費活動が全体的に下押しされ、年間で+1.68%(前年比、以下同様)での着地となった。この結果、BIが目標としている+2.0~+4.0%のレンジから下振れた。今年に関しては、経済活動が徐々に正常化していく見通しを踏まえて、引き続き+2.0~+4.0%を目標レンジに設定した。
- IDRは対内証券投資の堅調な推移や昨年末から続く貿易収支の改善を背景に、底堅い値動きが見込まれる。一方、政府・中銀は昨年からの例外的な緩和措置を継続中である。財務基盤がぜい弱なインドネシアは為替の下方バイアスがかかりやすい。こうした点から世界経済の減速や新型コロナウイルスの感染拡大の継続といったリスク要因についてはその経過をより注視する必要がある。

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: 好調な輸出が KRW を支える

マーケット・エコノミスト

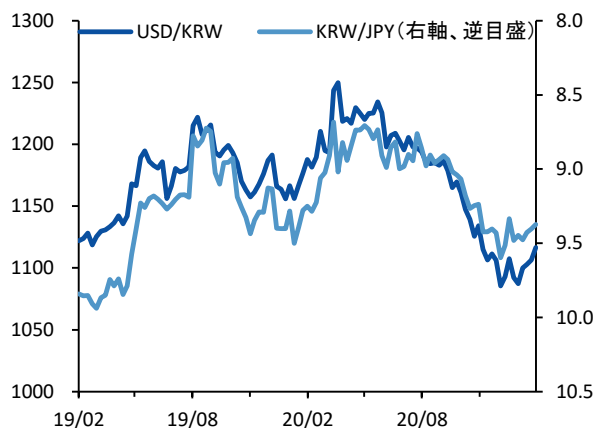
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

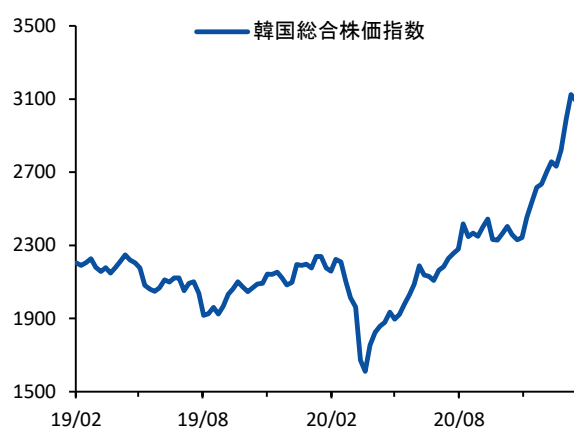
- 1月のKRWは前月比で小幅安となった。1088台で取引を開始すると、月初には人民元高に連れ高し、一時は1080をうかがう動きをみせた。もともと、その後は米金利上昇・ドル高の動きにKRWは押し戻される展開。月後半は手掛かり材料に乏しく、1097~1107の狭いレンジでもみ合いとなった。月末にかけては株価下落に一時1121台まで弱含み、1118台で取引を終えた。
- 2020年10~12月期の実質GDPは前期比+1.1%と市場予想(同+0.9%)を上回る伸びとなった。輸出(寄与度:+1.4%pt)と建設投資(同:+0.9%pt)が成長のけん引役となった。特に輸出については、貿易統計も見る限り、懸念された中国向け特需の剥落の影響は軽微であった。中国向け輸出品目の拡がりや他地域向けの輸出持ち直しにより相殺されたもようだ。
- 一方、COVID-19の感染再拡大により一部行動規制が再開された影響もあり、民間最終消費は3四半期ぶりに前期比マイナス寄与(▲0.8%pt)となった。2020年通期では前年比▲5.0%と韓国銀行(BOK)の見通しである同▲4.3%を下回った。2020年12月時点の失業率や雇用者数は通年で最も最悪の水準(それぞれ4.6%、前年比▲62.8万人)にあり、雇用市場の環境は引き続き厳しい。BOKの見通しによれば、民間最終消費は2021年に前年比+3.1%に持ち直すかとされるが、下方修正含みといえる。当面、輸入の回復も鈍そうだ。
- 世界的なコロナ禍の行方も含めて、韓国経済の先行き不透明感は依然高い。BOKは15日、政策金利(7日物レポ金利)を過去最低水準となる0.50%で据え置くことを決定した。従来通り、政策効果を見極める姿勢を示した格好だが、実際には難しい舵取りを強いられつつある。声明文には、資産価格や家計債務の動向への警戒感が窺える。李総裁は会見で、金融緩和による住宅価格上昇が、借入を用いた株式投資を家計に促している面があることに懸念を示した。現状維持とするにせよ、金融不均衡のリスクには配慮せざるをえない。
- 他方、政府・与党は来年の大統領選の前哨戦となるソウル、プサン両市の市長選挙を4月に控えて、追加景気支援策を模索している。BOKの責務に「雇用」を加えようという動きはそのひとつ。実現すれば金融緩和の拡充もしくは長期化を意味する。また、自営業者がコロナ禍による行動規制で被った損失を補償する案も検討中だ。拡張済みの2021年予算がさらに膨らむ可能性がある。
- 当面は、堅調な輸出がKRWを支えようが、ドルや米金利の動きや政策対応等の影響には注意したい。今後3か月の想定レンジは1070~1140とする。

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:約半世紀ぶりに非常事態宣言を発令

マーケット・エコノミスト

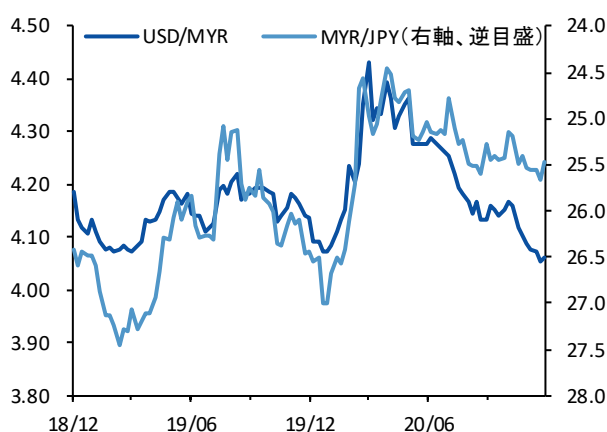
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

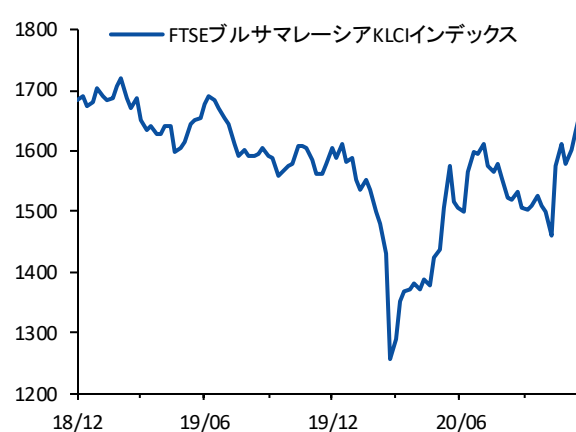
- 1月のMYRは一時4.00を上抜ける展開。月初4.02台で取引を開始。上旬はOPEC プラスにて原油減産合意がされて上昇し、MYRは月高値の3.99台を推移。その後、米国での12月雇用統計の軟調な結果と大型財政政策への期待感から米金利が上昇し、MYRは月安値の4.07台まで下落。中旬以降はドル買いも一巡し方向感のない値動きとなった。下旬のマレーシア中銀(BNM)の金融政策会合、FOMCの結果も相場への影響は限定的だったが、月末の貿易統計の結果を受けて小幅に上昇し、4.04台まで値を上げた。
- 政府は新型コロナウイルスの感染拡大に対応すべく、今月12日、約52年ぶりに全土に非常事態宣言を発令した。非常事態宣言の発令に伴って、政治面では首相・閣僚の権限が強化され、議会の承認なく法律の制定が可能となる。そのほか公衆衛生に関し、軍や警察との連携強化と共に民間部門を活用した感染抑制策の検討が進められる見込みとなっている。
- 政府は上記に付随して18日、昨年9月に続く追加経済政策(3700億円規模)を発表した。①新型コロナウイルスとの闘い、②人民への福利支援、③事業継続の支援を目標として掲げ、医療従事者向けの物資調達や低所得者支援プログラムなどをはじめ、計22項目に及ぶ支援策が用意された。
- BNMは20日、金融政策委員会(MPC)を開催し、翌日物政策金利を過去最低の1.75%に据え置くことを決定した。声明文では現状維持とした要因として、新型コロナウイルスの感染拡大が継続している中でも、外需の回復とそれに伴う製造業の業況が改善しつつあることや、世界各地で新型コロナウイルスのワクチンの実用化が徐々に進む状況を挙げた。
- 21年度の成長見通しは、感染抑制策により短期的な影響は出るものの、4~6月期以降は成長軌道へ向かうとしたが、感染拡大による経済の下振れリスクは大きいと依然警戒感を示している。また、21年のCPI上昇率に関しては、BNMは今回会合の段階で具体的な数値の言及はしなかったものの、世界経済の回復度合いに応じて徐々に上昇していくとの見通しを示している。
- MYRの動向は、上値の重い推移を予想する。コロナ禍において世界経済の停滞が続く中、原油価格の上昇は期待しづらい。国内でも非常事態宣言下で経済活動は制限される見込みが強く、大きな買い要素はない状況。一方、米国の追加経済政策に伴うドルの過剰感の継続とFRBの緩和姿勢に鑑みれば、ドル高にも向かいにくく、膠着した相場が継続する可能性も想定したい。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## フィリピン:20 年成長率は過去最悪となる見通し

マーケット・エコノミスト

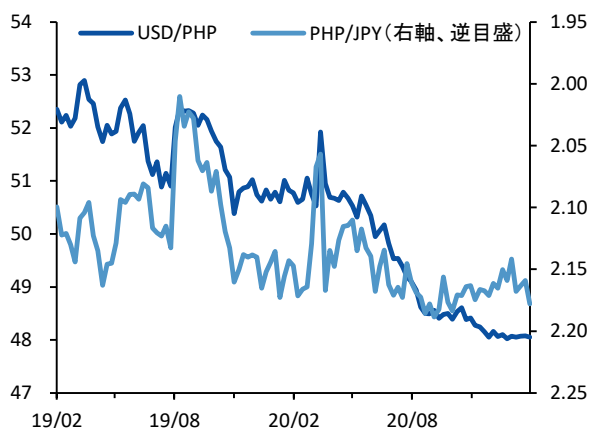
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の PHP は方向感のない値動きとなった。月初、48.00 台で取引を開始。上旬は米国での大型財政政策への期待感が高まって米金利が上昇したことから PHP は上値の重い推移。その後パウエル FRB 議長のハト派な発言やイエレン前 FRB 議長の財務長官指名公聴会での発言を受け、PHP の下落も限定的となって膠着状態となった。下旬以降も、材料に欠けた中、動意に乏しく、月間を通じ 48.00 付近での取引となるレンジ相場となった。
- 20 年の GDP 成長率(速報)は前年比▲9.5%と過去最悪の結果となった。GDP の約 7 割を占める個人消費は前年比▲7.9%となったほか、企業も投資を控え、設備投資は同▲31.3%、建設投資は同▲29.7%と大幅に悪化した。なお、10~12 月期 GDP に関しては同▲8.3%となったが、過去 2 四半期連続で 2 桁の減少率が続いた中、落ち込みはやや緩やかになった。
- 政府は 21 年の成長率を前年比+6.5~+7.5%を見込んでいる。ドミンゲス財務相は、今年 2 月以降の国内でのワクチン実用化に伴って、国内経済が早ければ 21 年 10~12 月期に感染拡大前の水準に回復するとの見通しを示した。また、フィリピン中央銀行のジョグノ総裁は低成長・低インフレからの脱却を図るべく、当面の間政策金利を低水準に維持する方針を表明した。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金の 11 月実績は、前年比+0.3%と市場予想の同+3.5%を下回った。年初からの累計(1~11 月)の実績は同▲0.8%の推移となっている。年間での着地は同▲2.0%程度の落ち込みに留まると予想されているものの、新型コロナウイルスの感染拡大以降、累計で 40 万人以上の OFW が既に帰国している。今後、OFW の本国退避や現金給付などのサポートに約 100 億円規模の予算を割り当てる方針であるものの、コロナ禍において再就職は困難な状況が続いており、OFW 送金実績の停滞は経済の回復を遅滞させる懸念材料となっている。
- PHP は引き続き揉み合い推移を予想する。今後の低成長継続や OFW による海外送金の落ち込み懸念は PHP 安要因としてその内容を注視する必要がある。また冬場の新型コロナウイルスの感染拡大懸念から、経済活動の本格化までには時間を要する様相となっている。こうした中、内需の停滞から輸入が控えられる展開は継続しそうで、貿易収支の悪化に伴う実需の PHP 売りが進むとも考えづらい。今月はフィリピン中央銀行の金融政策会合も控えているが、緩和と政策の維持を示唆しており、大きな相場変動要因とはならないと考えたい。

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



## タイ:20年貿易黒字は過去最大を計上

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のTHBは揉み合う展開。月初30.00付近で取引を開始。上旬に月高値の29.80台を推移したが、その後米国で12月雇用統計結果が軟調な結果に終わると、米国での大型財政政策への期待感が高まって米金利が上昇したことから月安値の30.20台まで下落した。中旬以降は政府が21年の成長率を下方修正したことや国内での活動制限も続いたことから軟調な推移。下旬は国内での新型コロナウイルスのワクチン実用化に関する報道もあり小幅に値を上げたが、その後は大きな材料なく30付近での値動きが継続した。
- 新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、年明け早々に首都圏を中心に活動制限を再開した。今月下旬時点で累計感染者数は1万人程度となっているものの、英国で発見された変異種も確認されている。その一方、2月以降順次ワクチンが普及される見込みで、政府は21年半ばまでにワクチンを国内生産する計画も進めつつ、国民全員に提供できる体制を整えると表明している。
- 20年の貿易収支は過去最高の黒字を記録した。貿易総額は前年比▲9.1%減の4,385億ドル、輸出総額は同▲6.0%減の2,315億ドルとそれぞれ減速したものの、輸入総額は同▲12.4%減の2,070億ドルとそれ以上の減速となったことで、貿易黒字は前年から2.4倍に増えて245億ドルを計上した。輸出に関して、国別では米国が同9.6%増、中国が同2.0%増となった一方、両国以外はほぼ軒並み縮小した。品目別では、主な輸出品目である自動車・同部品は、同22.2%減と大幅に減少した。一方テレワーク需要などに伴い、コンピュータ・同部品が同2.3%増となったほか、コロナ禍での金の売上の活発化によって、宝石・宝飾品も同16.0%増の結果となった。
- 国内では、王室改革、政権退陣や憲法改正を求めるデモが継続している。今年に入っても、元野党党首タナトーン氏がワクチン生産を王室系の製薬会社が独占することに対し、政府による便宜供与ではないかと批判したが、これが不敬罪の疑いとして告発された。同氏は反体制デモの中心である若年層での支持が厚いが、政府は言論を厳しく統制する姿勢を貫いている。
- THBは、今後も揉み合う展開を予想する。過去最高の黒字を計上した貿易収支や海外からの証券投資の流入は引き続き需給面でTHBの堅調推移をサポートするだろう。片や米金利の上昇に後押しされる様な格好でドルインデックスは1月上旬以降上昇しており、今後も追加経済政策を背景に景気の押し上げ期待が高まれば、THB高一辺倒の展開にもなりづらいのではないかと。

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：現状過小評価でも、大幅反発は見込み難い

シニア為替ストラテジスト

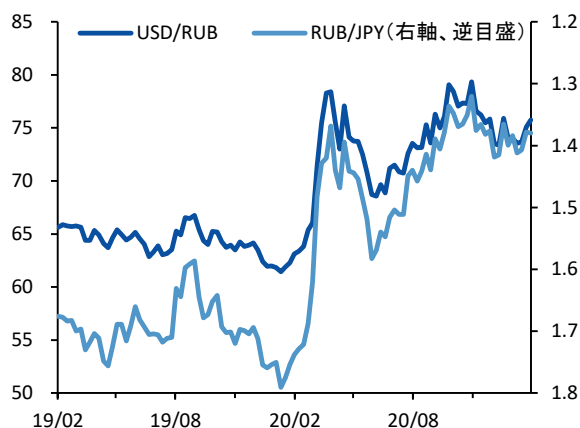
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のRUBは、対USDで下押し。例年通り、年頭のロシア市場は大型連休で、ロシア勢参加は11日以降。前後して膠着したのは昨年10月末/11月初に見た下落からの戻り高値と言える水準だった。
- 22日以降、RUBは明確に水準を切り下げたが、これは前日(21日)、欧州議会がノルドストリーム2事業の中止を加盟国に求める決議(あくまで「勧告」であり、拘束力を持たないものの)を採択したことを嫌気した反応と考えられた。
- 欧米によるロシア制裁は、従来のウクライナ問題、米2016年大統領選介入、英元スパイ毒殺未遂などに加え、ベラルーシ政治介入、ナワリヌイ氏毒殺未遂、米IT企業サイバー攻撃など、新たな制裁追加要因は引きも切らず、今後も折に触れRUBの足を引っ張る要因になることが警戒される。
- 13日、ロシア財務省は、財政ルールに基づくRUB為替操作に関し、1月期からRUB売りを再開する旨公表した(1月15日~2月4日の15営業日で総額1063億ルーブル)。原油価格動向などに鑑みて予想できたことであり、規模も限定的ではあったものの、昨年末までのRUB買いが、一転RUB売りになることの、RUB為替市場への影響は無視できるものではなかろう。
- ロシア中銀(CBR)は、18日、政策金利を4.25%に据え置いた。プーチン大統領が、昨年末、食品物価の抑制を指示したこと(12月10日)、足下物価の上振れ(1月CPIは11月の前年比+4.4%から同4.9%に7か月連続で上昇)を受け、現在までに追加利下げ期待はほぼ潰えている。
- 金利先渡取引(FRA)市場は、むしろ、向こう1年以内の利上げを織り込んだ状況にある。金利先高観は、RUB建ロシア国債(OFZ)の売り圧力となることで、RUBにとっては下押し圧力と読まれる可能性の方が高い。実際、OFZ(10年物)は1月を通してほぼ軟調推移を続けた。
- 一方で、原油価格がコロナ禍拡大前の水準をほぼ回復し、高止まりしている状況は、ロシア経済とRUBにとっては好材料に違いない。ただ、ウラル産原油価格が40ドル/バレル台前半を上回って推移する状況は、ロシア財務省によるRUB売り為替操作に直結する要因。
- こうして並べてみると、RUBの先行きを占う要因には弱気な要因が並ぶ。昨年を通して16%以上も下落(対USD)したRUBの水準自体を、「売られ過ぎ」とする見方には一理も二理もあるものの、2014~16年の経緯に鑑みても、中期的なRUBの水準感そのものが、既に切り下がった可能性は除外できない。

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:コロナ禍収束と各種改革再始動に期待

シニア為替ストラテジスト

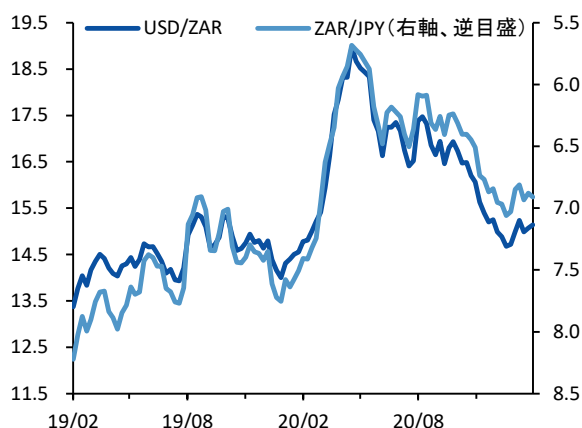
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のZARは、年明け早々こそ明確に水準を切り下げたものの、その後、月末までは方向感に乏しい上下動を続けた。過去1年ほどを振り返れば、引き続き高値圏における横這いと言える値動きを見せた。
- ランド急落の要因は、年末から顕在化した、南アにおける新型コロナウイルス変異種罹患の拡大と、米金利上昇によるドル全面高の、主に2点に求められた。
- 米金利上昇は、6日の米ジョージア州上院選で民主党候補が2議席を獲得、上院多数派を民主党が握ったことに対する反応。バイデン大統領による積極的な財政出動の可能性が高まったことで、国債発行額増加や景気拡大(物価上昇)、長期金利上昇との連想を呼んだ。
- その後のZAR底打ちは、南ア国債の底打ちに前後し、非居住者投資家による同国債への資金流入再開が観測された。その後同国債(10年債)は、やはり、過去5年余りの高値圏と言える水準で堅調気味の横這い推移を続けた。
- もうひとつ、ZARの値動きに影響を与えたのは、金、プラチナなど貴金属の動向。とりわけ、11日に前後したプラチナ急落、急反発以降、プラチナとZARとは、月末まで、密接な連動を見せた。
- プラチナは、19日発表された南ア11月プラチナ生産量が、ロックダウンの影響による大幅な落ち込み(前年比-16.1%)を見せたことを材料視して急騰。その結果、南ア鉱業生産の大幅な落ち込みにも拘らず、ZAR急騰を招いた。今後も、プラチナとZARとは、従来以上に密接な連動を見せるのではなかろうか。
- 南ア準備銀(SARB)は、21日、政策金利を3.50%に据え置いた。この決定は、9月、11月に続いて3対2の僅差によるものであったが、市場の概ねは金利据え置きを予想していた。現在までにSARBによる追加利下げ期待はほぼ払拭されており、南ア国債の上昇余地を限定する要因と読める。それでも、10年債で8%台後半という高い名目金利は、投資家の目に魅力的に映るのではないか。
- 昨年8月末以降の南ア国債高止まり、ZAR水準切上げを支えてきたのは、与党アフリカ民族会議(ANC)による汚職撲滅努力。ラマポーザ大統領の政権基盤の強化と各種改革機運の高まりと受け止められてきた。
- 南ア経済の今後を見据える上で、当地のコロナ禍動向から目は離せないが、今は必ずしも注目度の高くない政治動向という目線で、党職停止が見込まれるマガシューレANC幹事長(反ラマポーザ派)の去就や、5月に予定されるANC全国総会(NGC)に向けた改革機運の高まり/停滞などにも注目したい。

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:「鬼の居ぬ間」の洗濯はいつまで続くのか

シニア為替ストラテジスト

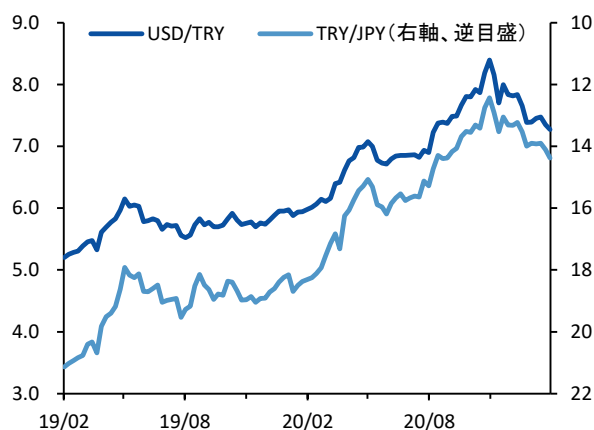
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のTRYは、続伸先行から、頭打ち、そのまま横這いへと推移。過去半年弱を振り返れば、引き続き高値圏と言える水準に膠着した。
- 年明け早々のTRYは、トルコ中銀(CBRT)による昨年末(12月24日)の大幅利上げ(+200bp)の余韻を引いて堅調な滑り出し、6日には対USDで7.2400、7日には対円で14.28と、それぞれ4.5ヵ月、4ヵ月ぶりの高値をつけた。
- 15日には、エルドアン大統領が、「重要なのは、利下げをすることで物価を抑制すること」「金利と物価とは連動している(=金利を上げれば物価も上がる)」などと言った持論をあらためて展開したことで、TRYは明確に水準を切り下げたものの、その後月末まで7.30~7.50(対USD)、14.8~15.1(対円)を中心とした狭い値幅における横這いを抜け出すことはなかった。
- 21日のCBRT金融政策委員会に向け、市場は政策金利の17.00%据え置きを中心に見込んでいたが、15日の上述エルドアン大統領発言で、同銀が「大統領の圧力に屈して利上げを回避した」と見られる(TRY売り要因)リスクが浮上した。果たして、CBRTは大方の予想通り金利を据え置いたものの、アーバル総裁が、金融引き締めを「長期に亘って維持する」と明言したことで、TRYの反応は中立的なものにとどまった。
- CBRTが28日公表したインフレ報告書は、21年末のCPI予想を+9.4%に据え置いたものの、22年末予想を+5%から+7%に引き上げた。従来、同銀の予想は、足下情勢がどうあれ、「中期的には誘導目標(+5%)に落ち着く」ことを既定路線としていたが、2年後の物価が誘導目標を上回るとの予想は、金融引き締めを、文字通り「長期に亘って維持する」姿勢を示したものとして好感された。
- 金融市場にとって、現時点で最大の関心は、アーバル総裁、エルバン国庫財務相らが、いつまで伝統的な金融政策・財政政策運営を維持できるかにある。トルコ当局が追及してきた拡大的な財政政策・信用拡張策と低金利政策の組み合わせが物価抑制にも通貨安定にも、ひいては経済成長にも貢献しないのは、過去4年余りの経緯が雄弁に物語っている。
- それでも、来年に控える議会選、2023年に控える大統領選を前に、足下じり貧の自らの支持率押上げを狙って、エルドアン大統領が金融財政政策に対する介入を早晚強めるとの警戒感は、極めて現実的に存在する。
- もうひとつ注目したいのは、東地中海の資源を巡るギリシャ・キプロスとトルコの緊張。EUによる制裁リスクが拭えない現状も、大きな懸念材料と言えよう。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール 100 種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ブラジル:BCB がフォワードガイダンスを撤回

マーケット・エコノミスト

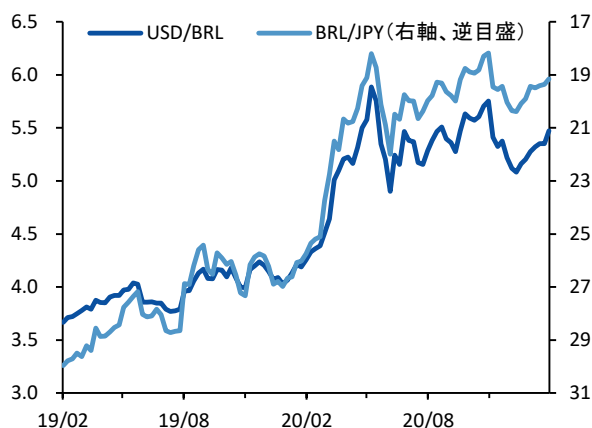
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1月、BRLは前月比で反落。BRLは5.14台と小高く始まるも、その後はドル高に一時5.51台まで押し戻される展開となった。中旬にかけて米追加財政支出に対する期待感から5.19台を取り戻すも、ドル高やコロナ禍による財政悪化懸念が再燃するにつれ伸び悩んだ。月下旬には、リスクオフの流れにBRLは5.52台まで下落幅を拡大。一時反発をみせるも5.47台で月末を迎えた。
- 出遅れが指摘されていたサービス部門の売上高は、2020年11月時点で同1月時点を上回るまで回復。2020年11月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比+0.59%と5か月連続でプラスを維持している。10~12月期については前期(前期比+7.7%)程ではないにせよ、2四半期連続のプラス成長が期待される。さらに、市場では2021年の成長率を3%台半ばと予想している。
- 景気が持ち直してくれば、インフレ圧力も増している。ブラジル中央銀行(BCB)は21日、政策金利(翌日物金利、Selic)を過去最低水準の2.00%に据え置くとともに、2020年8月の会合で導入したフォワードガイダンスを撤回した。足許でのインフレ率上昇は一時的としつつも、先々のインフレ見通しはBCBの目標値を明確に下回るとは言えなくなってきたことが主な理由である。
- フォワードガイダンスの撤回は機械的な利上げを意味する訳ではない。ただ、26日公表の議事要旨が明らかにしたように、委員内には利上げを主張する声もある。また、2022年にもBCBの目標並みのインフレ環境が展望される中、実質金利のマイナス幅は縮小させる必要はあろう。BCBは2019年7月以降、計450bpの利下げを実施し、足許で実質金利は▲2.00%超(1月の消費者物価:前年比▲4.30%)に達している。2021年後半に100bp(25bp×4会合)、2022年に200bp(25bp×8会合)程度の利上げペースを想定しておきたい。
- 他方、先行き不透明感が依然として強いのが財政問題と構造改革の行方であろう。COVID-19の再拡大に伴いブラジルでも追加財政出動の観測が高まると、BRLの値動きが荒くなる場面が1月もみられた。23日にはボウソナロ大統領の退陣を求めるデモが都市部で展開されたように、政権への不支持が高まりをみせている。2022年の大統領選を控えて、大統領が支持率改善を目的とするばら撒き政策に踏み切るリスクは残る。これは、市場から信頼が厚く、構造改革をリードしてきたゲデス経済相の進退リスクも惹きしかねない。また、政府と議会の関係という点では上下両院の議長選(2月1日)の結果も注目される。
- 今後3か月のBRLの想定レンジは4.80~5.75とみておきたい。

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:ブラジルボエスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行



## メキシコ: 追加利下げの可能性が浮上

マーケット・エコノミスト

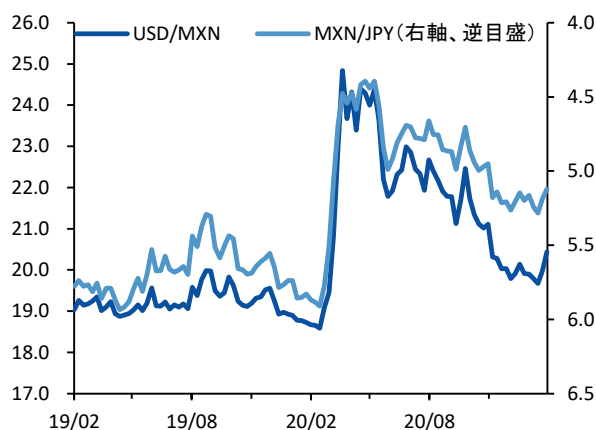
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMXNは前月比で反落。19.9台で取引を開始し、月上旬には19.6を窺う動きがみられたものの、その後の米金利上昇・ドル高の動きに20.2台までMXN安が進んだ。月後半は、米追加財政支出への期待感から反発し、MXNは19.5台を試したものの、リスクオフの流れに再び押し戻される展開。月末にかけてもみ合いながら下落幅を広げ、20.5台で取引を終えた。
- 2020年10～12月期の実質GDPは前期比+3.1%と2四半期連続のプラス成長となった。もっとも、雇用情勢の回復は依然緩慢だ。例年12月は正規雇用者数が減少する傾向にあるが、2020年3月以降に失われた111.7万人の雇用は、同10月までに約半分が取り戻されたが、昨年末にかけて12.9万人の雇用が再び失われた。失業率も3.80%と3月(2.94%)を依然上回る水準にある。
- こうした中、メキシコ中央銀行(Banxico)は昨年12月の金融政策決定会合において、政策金利(翌日物金利)を4.25%で再び据え置くことを決定した。声明文では、インフレ見通しの不透明感を指摘。具体的には、2020年11月の消費者物価指数(CPI)の鈍化が一時的なものか見極めたかったとみられる。同年8～10月のCPIはBanxicoの目標レンジ(前年比+2%～+4%)を上回っていた。この点、2020年12月のCPIは前年比+3.15%とさらに鈍化したことは、2月会合におけるBanxicoの追加利下げの可能性を高めたといえる。前回会合では5名の委員中2名が利下げを主張しており、あと1名が賛同すれば実現する。
- 実際、短期的には景気の不透明感が強い。人口当たりのCOVID-19の新規死亡者数はすでにブラジルを超え、行動規制を強化する自治体は足許で増加中だ。また、現政権はコロナ禍においても企業への財政支援を渋り、最低賃金は15%引き上げた。ロペスオブラドル大統領は3月までに雇用はコロナ禍前の水準を回復するというが、企業負担増で雇用の回復ペース鈍化は必至であろう。国有企業の優遇政策も、民間の雇用・投資意欲を削ぐことになりそう。
- なお、市中銀行に滞留する余剰外貨の買い入れをBanxicoへ義務付ける法案の下院採決が2月にも再開される。同法案を巡っては、金融政策を歪める可能性や、違法な資金がBanxicoに流入すればマネーロンダリング(資金洗浄)の制裁対象となるリスク等が指摘されている。大統領はこの点に懸念を示しつつも議会に対応を委ねている。可決への動きはMXN相場の波乱要因となろう。
- 景気面では改善が窺えるものの、政策面に不安が残るという状況が当面続く。今後3か月のMXNの想定レンジは19.1～20.8としておきたい。

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

|                  |            | 2021年<br>1月(実績)   | SPOT    | 2021年<br>3月 | 6月    | 9月    | 12月   | 2022年<br>3月 |
|------------------|------------|-------------------|---------|-------------|-------|-------|-------|-------------|
| <b>対ドル</b>       |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民元            | (CNY)      | 6.4236 ~ 6.5560   | 6.4608  | 6.50        | 6.45  | 6.40  | 6.40  | 6.40        |
| 香港ドル             | (HKD)      | 7.7510 ~ 7.7575   | 7.7530  | 7.76        | 7.77  | 7.78  | 7.79  | 7.80        |
| インドルピー           | (INR)      | 72.786 ~ 73.504   | 72.954  | 72.8        | 74.8  | 74.0  | 73.0  | 72.5        |
| インドネシアルピア        | (IDR)      | 13865 ~ 14205     | 14035   | 14000       | 14200 | 13900 | 13750 | 13850       |
| 韓国ウォン            | (KRW)      | 1080.08 ~ 1121.38 | 1118.15 | 1080        | 1090  | 1090  | 1080  | 1090        |
| マレーシアリングギ        | (MYR)      | 3.9957 ~ 4.0760   | 4.0400  | 3.98        | 4.06  | 4.02  | 3.96  | 3.90        |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 47.993 ~ 48.144   | 48.068  | 47.9        | 48.5  | 47.6  | 48.2  | 47.8        |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 1.3157 ~ 1.3341   | 1.3291  | 1.31        | 1.33  | 1.31  | 1.30  | 1.28        |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 27.940 ~ 28.127   | 28.015  | 28.2        | 28.1  | 28.0  | 28.0  | 28.0        |
| タイバーツ            | (THB)      | 29.84 ~ 30.21     | 29.92   | 29.7        | 30.1  | 29.6  | 29.2  | 29.4        |
| ベトナムドン           | (VND)      | 23049 ~ 23164     | 23049   | 23100       | 23170 | 23000 | 23100 | 23000       |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 73.0649 ~ 76.5024 | 75.7464 | 76.00       | 78.00 | 79.00 | 80.00 | 80.00       |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 14.5086 ~ 15.6625 | 15.1185 | 15.50       | 16.00 | 16.00 | 16.50 | 17.00       |
| トルコリラ            | (TRY)      | 7.2406 ~ 7.5426   | 7.2795  | 7.60        | 7.80  | 8.00  | 7.80  | 8.00        |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 5.1213 ~ 5.5156   | 5.4717  | 5.05        | 4.95  | 4.88  | 4.80  | 4.77        |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 19.5494 ~ 20.5996 | 20.3801 | 19.90       | 19.80 | 19.65 | 19.50 | 19.40       |
| <b>対円</b>        |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| <b>エマージングアジア</b> |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| 中国人民元            | (CNY)      | 15.731 ~ 16.304   | 16.207  | 15.69       | 16.12 | 16.41 | 16.56 | 16.88       |
| 香港ドル             | (HKD)      | 13.233 ~ 13.536   | 13.506  | 13.15       | 13.38 | 13.50 | 13.61 | 13.85       |
| インドルピー           | (INR)      | 1.402 ~ 1.439     | 1.435   | 1.40        | 1.39  | 1.42  | 1.45  | 1.49        |
| インドネシアルピア        | (100IDR)   | 0.732 ~ 0.749     | 0.746   | 0.729       | 0.732 | 0.755 | 0.771 | 0.780       |
| 韓国ウォン            | (100KRW)   | 9.308 ~ 9.545     | 9.365   | 9.44        | 9.54  | 9.63  | 9.81  | 9.91        |
| マレーシアリングギ        | (MYR)      | 25.548 ~ 25.883   | 25.918  | 25.63       | 25.62 | 26.12 | 26.77 | 27.69       |
| フィリピンペソ          | (PHP)      | 2.136 ~ 2.175     | 2.179   | 2.13        | 2.14  | 2.21  | 2.20  | 2.26        |
| シンガポールドル         | (SGD)      | 77.79 ~ 78.99     | 78.78   | 77.86       | 78.20 | 80.15 | 81.54 | 84.38       |
| 台湾ドル             | (TWD)      | 3.655 ~ 3.745     | 3.736   | 3.62        | 3.70  | 3.75  | 3.79  | 3.86        |
| タイバーツ            | (THB)      | 3.405 ~ 3.508     | 3.500   | 3.43        | 3.46  | 3.55  | 3.63  | 3.67        |
| ベトナムドン           | (10000VND) | 0.4446 ~ 0.4553   | 0.4543  | 0.44        | 0.45  | 0.46  | 0.46  | 0.47        |
| <b>中東欧・アフリカ</b>  |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ロシアルーブル          | (RUB)      | 1.364 ~ 1.420     | 1.380   | 1.34        | 1.33  | 1.33  | 1.33  | 1.35        |
| 南アフリカランド         | (ZAR)      | 6.657 ~ 7.083     | 6.928   | 6.58        | 6.50  | 6.56  | 6.42  | 6.35        |
| トルコリラ            | (TRY)      | 13.673 ~ 14.379   | 14.380  | 13.42       | 13.33 | 13.13 | 13.59 | 13.50       |
| <b>ラテンアメリカ</b>   |            |                   |         |             |       |       |       |             |
| ブラジルレアル          | (BRL)      | 18.772 ~ 20.091   | 19.167  | 20.20       | 21.01 | 21.52 | 22.08 | 22.64       |
| メキシコペソ           | (MXN)      | 5.084 ~ 5.307     | 5.138   | 5.13        | 5.25  | 5.34  | 5.44  | 5.57        |

注:1.実績の欄は 2020 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 1 日の 11 時 40 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(12 月 25 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。