

2021 年 3 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米金利上昇に慄く.....	2
中国: 景気、政策を巡る詳細待ちで膠着.....	3
インド: 財政拡張を継続した 21 年度予算.....	4
インドネシア: 政策金利は過去最低水準に.....	5
韓国: 実需面からはやや弱含みやすい局面.....	6
マレーシア: 20 年の GDP は 11 年ぶりのマイナスに.....	7
フィリピン: PHP は約半年ぶりの安値に.....	8
タイ: 米金利上昇が不安材料も実需は堅調.....	9
ロシア: 制裁も利上げも言い訳だが値動きは鈍ろう.....	10
南アフリカ: 好材料一巡、次の好材料を気長に待つ.....	11
トルコ: TRY 反発は一服、様子見のステージに突入.....	12
ブラジル: 財政再建、構造改革に再び不透明感.....	13
メキシコ: ますます深まる政策面の不安要因.....	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：米金利上昇に慄く

マーケット・エコノミスト

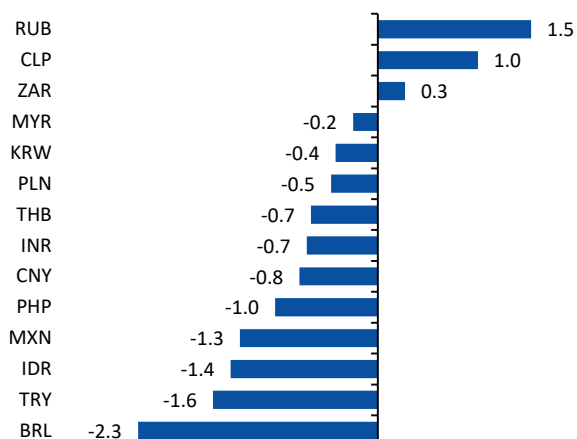
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

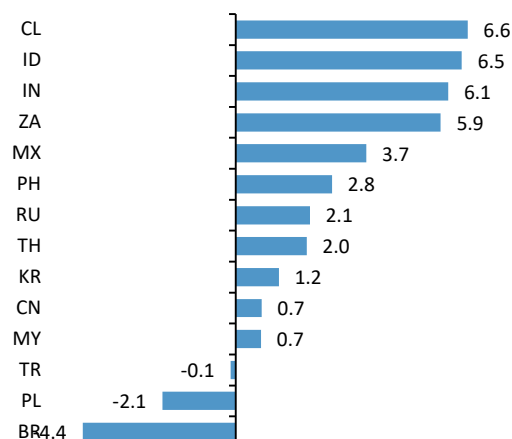
- 2月、MSCI 新興国通貨指数は前月比で小幅続落。1719 台で取引を開始すると、上旬はドル高の流れに一時 1713 台まで下げた。その後、米 S&P500 指数とともに MSCI 新興国株価指数が史上最高値を更新。ドルが弱含む中で、MSCI 新興国通貨指数も 1732 台まで上昇し、史上最高値を更新した。月後半は、米長期金利の上昇が警戒され、新興国資産からは資金が流出。同通貨指数は上値の重い展開を経て、月末にかけては大きく下落した。一時 1711 台を試した後、1715 台までやや戻して月末を迎えた。
- 米 10 年国債利回りは 2 月、一時 1.60% 台を試す動きがみられた。われわれが従来、2021 年末頃と予想していた水準に早くも到達してしまった。われわれは、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、どこまで容認するかは中央銀行次第と考えてきた。だが、実際には経済の正常化が展望され始めた時点で金利は上昇ペースを加速。そうした中で、パウエル FRB 議長が 2 月の議会証言で、足許の金利上昇を「経済再開や経済成長への市場の期待の表れ」と述べ、警戒感を示さなかった。実態はまさにその通りなのだろうが、市場はこの発言に、FRB がさらなる金利上昇を容認する余地を見出した可能性がある。
- もっとも、今後は徐々に金利上昇をけん制するようなサインが FRB から増えてくると考えたい。米 10 年ブレイク・イーブン・インフレ率 (BEI) に頭打ち感が見える中、10 年実質金利 (名目 - BEI) は ▲100bp から ▲60bp まで一時縮小。昨年後半以降では最も縮小した。また、米 2 年国債や 5 年国債の利回り変化は、FRB の「2023 年末までゼロ金利継続」への信頼感の揺らぎを示唆する。金利上昇により米株式市場が調整を余儀なくされている点も見逃せない。少なくとも、バーナンキショック (2013 年) のような市場混乱の再現は避けたいはずだ。
- 新興国は自国の金融市場の安定のためにも FRB の対応を期待したいところだろう。足許の米金利上昇は世界中に供給されてきた潤沢な資金の一部が米国へと還流することを促す。新興国の資金調達環境は従来程には緩和的ではないだろう。また、米国株式市場が調整することでリスクオフムードが高まれば、新興国市場も無傷ではいられない。証券投資フローが流出に傾き、自国通貨安圧力は増す。財政、インフレの問題が内政の足枷となる国も出てこよう。
- 中期的には世界経済の正常化の動きが追い風となろうが、過渡期にある現在、短期的には新興国通貨市場のボラティルな動きにも注意しておきたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2021 年 2 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 2 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 景気、政策を巡る詳細待ちで膠着

マーケット・エコノミスト

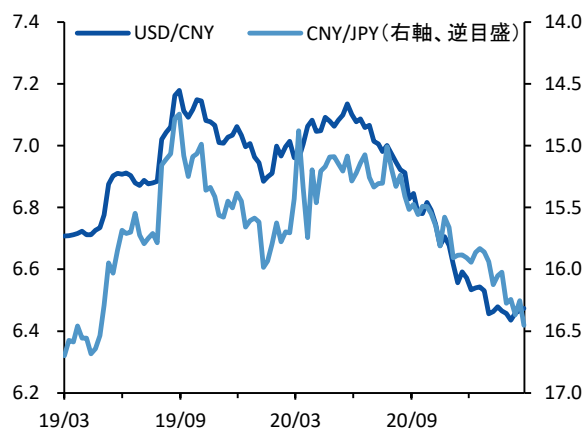
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

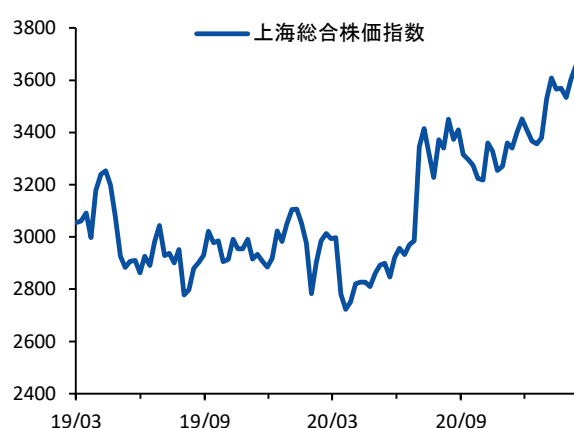
- 2月、CNYは前月比で小幅反落。6.43台で取引を開始すると、月上旬は6.47台まで弱含んだ後に6.43台まで戻す等、ドル見合いで上下する展開となった。春節休暇を経て6.45台で取引を再開すると、一時6.49を窺う水準までCNY安が進む場面もみられたが、月後半には6.44~6.47のレンジ相場に移行。月末にかけての米金利一段高にやや弱含み、6.47台で月末を迎えた。
- 中国の2020年の実質GDP成長率は前年比+2.3%と、主要国では唯一プラス成長を実現した。IMFの最新の見通しでは2021年も前年比+8.1%の経済成長が予想されている。もともと、1、2月の経済指標の多くは3月に公表されるため、足許の状況が把握し難いのも事実。1月および2月のPMIは製造業・非製造業ともに予想以上に低下しており、企業マインドは頭打ちの感がある。また、春節の消費動向は、観光収入の低迷等、引き続きコロナ禍の影響が残る。かねてから消費の持ち直しの遅れが続いてきただけに気がかりだ。
- こうした中で注目されるのが、3月5日から開催予定の全国人民代表大会(全人代)だ。昨年10月に開催された共産党中央委員会第5回会議(5中全会)では、2035年までの長期目標(先進国化や技術立国)が掲げられ、5か年計画(2021~2025年)が採択された。「双循環」政策の下、従来の輸出主導から内需中心(「国内の大循環が主体」)でより自立的な安定成長を目指す。全人代では、その具体的な目標値等が詰められることになる。
- また、財政・金融政策の行方についても同様だ。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。財政については、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)は手控えるとした。金融政策についても急な引き締めは回避する方針だ。全人代を経て具体的な目標値が示されていこう。
- 実体経済、政策といった面で市場には様子見姿勢が強いというのが現状だ。ただ、短期的には、米金利の上昇で米中金利差は着実に縮小しており、CNY安方向の圧力は徐々に高まりやすいだろう。一方で、中長期的には、「双循環」政策の下で進むであろう中華経済圏の構築とそれに伴う「周辺国」内での人民元のプレゼンス向上(CNY高要因)も意識されよう。2月に習近平国家主席バイデン大統領の初の電話会談が実現したが、米中間の立場の違いを確認したにとどまったと伝えられる。当面はCNY高安の要因が相殺しあう展開を予想する。CNYの今後3か月の想定レンジは6.35~6.60を維持する。

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: 財政拡張を継続した 21 年度予算

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

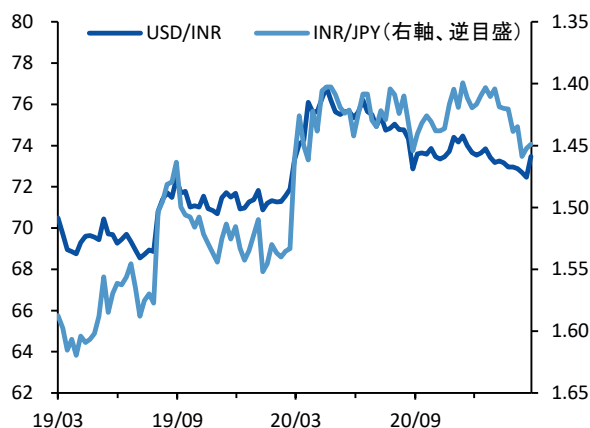
+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

2月のINRは月後半に値が動く展開。月初、72.90台で取引を開始。上旬に発表された予算案は財政赤字の増加を示唆する内容であったことから、73.10台まで下落。その後米雇用統計の軟調な結果やパウエルFRB議長のハト派発言を受けて、じりじりと値を戻した。月半ば以降は、国営企業の大規模な資金調達に伴うINR需要が高まって、一時年初来高値の72.20台をつけた。しかし月末には米金利の上昇を横目に、国内株式の下落と債券利回り上昇が進み、INRは年初来安値の73.50付近まで急落した。

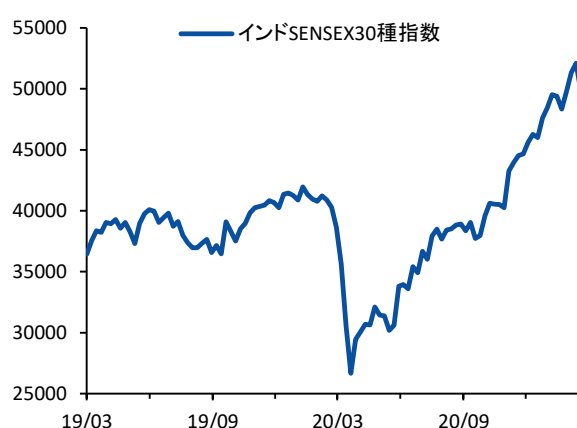
- 政府は21年度予算案を発表した。引き続き財政拡張路線が敷かれ、歳出は34.8兆ルピー(48兆円)規模となり、前年比+14.5%となる。政策の看板となったのはインフラ投資向けの歳出であり、今年度予算対比で+34.5%と大幅に拡充された。また、新型コロナウイルスの感染拡大対策をはじめとする保健関係の歳出も同+10.5%の増額。インド政府は先月中旬に国内でのワクチン接種を開始しており、モディ首相は夏場までに人口の約25%に当たる3億人への接種を完了する方針を示している。加えて、近年インド経済の成長を阻害してきた金融機関の不良債権問題に関し、金融機関の不良債権を買い取る資産管理会社(バッドバンク)の設立を通じて管理・清算を目指すことが発表された。一方、財政拡張路線を継続したことで、当面財政赤字幅は拡大することが見込まれる。対GDP比で▲6.8%と新型コロナウイルスの感染拡大以前の水準から大きく上振れる見通しを示した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は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に4.00%に据え置くことを決定した。声明文では、インド経済は製造業をはじめ徐々に景気の回復が確認されているとした。RBIは経済見通しに関し、20年度は前年比▲7.5%の減速を見込んでいる。21年度に関しては、同+10.5%としており、IMFが1月に提示した世界経済成長見通しが同+5.5%であることを踏まえれば、やや強気な予想となっている。
- INRの動向に関しては上値の重い推移を予想する。冬場を越して先進各国での感染抑制への期待は徐々に強まると考える。経済活動の正常化に伴う期待感の高まりが米金利上昇の一因となっているが、今後の感染状況によっては足許の米金利水準が定着していく可能性もある。また、インド10年金利も騰勢が強まる中で、国内の株式市場も調整局面に入っており、今後の対内証券投資フローの変化には注意すべきだろう。

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:政策金利は過去最低水準に

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のIDRは月末にかけて下落する展開。月初、14000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と景気の回復への期待感から堅調な推移。20年のGDP成長率はマイナスとなったが相場への影響は限定的で一時月高値の13800台まで上昇した。中旬以降は、米金利が上昇しIDRはじりじりと値を下げる展開となった。月末にはオフショアNDF市場でのIDR大幅安に引きずられる格好で大きく下落し、約2か月ぶりの安値となる14200台まで値を下げた。
- 20年のGDP成長率は、前年比▲2.1%を記録し、アジア通貨危機以来、22年ぶりのマイナス成長に陥った。政府は景気対策として新型コロナウイルスのワクチン接種費用を含む今年度の国家経済回復(Pemulihan Ekonomi Nasional)予算を引き上げている。これによって当初約270億円規模であったが約2倍の494億円規模にまで拡大した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は17、18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を▲0.25%ポイント引き下げて3.50%とした。7日物リバースレポレートを主要政策金利として以降では金利水準は過去最低を更新した。声明文では利下げの要因として、世界経済が引き続き回復に向かっているものの、国内では新型コロナウイルスの終息の目途が見えず、経済活動の正常化に時間を要し、内需の減速が長期化している点を指摘した。また、BIは前回会合時点で前年比+4.8~+5.8%としていた21年の成長率をそれぞれ▲0.5%ポイント下方修正した。
- ペリーBI総裁の会見ではIDRは経常収支の堅調推移や海外からの投資資金流入を背景に安定的に推移していると述べ、今回の利下げは大きな通貨の下落圧力にならないとの考えを示した。一方、今後に関しては、利下げ余地は狭まる中で、量的緩和政策の継続のほか銀行の融資規制の緩和などをあらゆる手段を用いて金融緩和を維持するとした。
- IDRの見通しについて、足許の経常収支は堅調に推移しており、今後も先進各国でワクチン実用化の成果が確認されれば、市場はリスクオンに傾き、資源国の同国にとって有利に働くことが考えられる。片や、米国での感染縮小は米金利上昇要因となり、これに伴ってドルの選好が続けば、相対的に値を下げることも考えられる。ただしこの前提の下、新興国においてもワクチンの効果が次第に確認されることで一時的なドル高の後は調整局面に向かうと予想する。

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: 実需面からはやや弱含みやすい局面

マーケット・エコノミスト

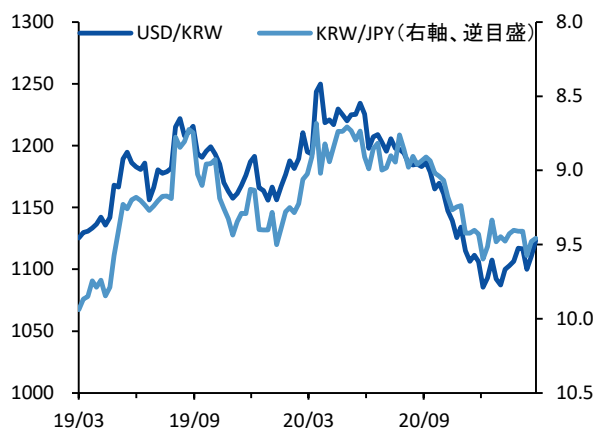
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 2月のKRWは前月比で小幅続落となった。1120台で取引を開始。月上旬は海外投資家の韓国株売りに1127台まで一時弱含むも、月半ばにかけては一転し1097を窺う動きを見せた。海外市場でのリスクオンの流れや実需とみられるKRW買いが追い風となった。月後半は、米金利上昇やテック株の上値の重さからKRWは1110近くでもみ合った後、1123台まで下げて月末を迎えた。
- 韓国銀行(BOK)は25日、最新の経済見通しを発表。実質GDPについては、2021年が前年比+3.0%、2022年は同+2.5%と従来見通しを据え置いた。需要項目別には、コロナ禍の長期化と家計の厳しい環境を考慮し、2021年の民間消費は前年比+2.0%と従来見通し(同+3.1%)から下方修正された。これをIT関連製品の旺盛な需要や世界経済の持ち直しが追い風となる輸出(前年比+7.1%)や、設備投資(同+6.8%)等の伸びが補う格好だ。COVID-19の感染拡大は2021年半ばか後半に国内外で収束に向かうことが前提となる。
- また、BOKは収束時期の異なるサブシナリオも提示しており、COVID-19の動向次第で2021年の成長率は前年比+2.4%~同+3.8%の範囲で上下に振れうる点に言及。経済成長を巡る不確実性は高いという認識をあらためて示した。
- こうした中、BOKは25日、政策金利(7日物レボ金利)を過去最低水準となる0.50%で据え置くことを決定した。李総裁は会見で、上述の不確実性に言及。インフレ見通しが上方修正されたとはいえ依然BOKの目標(前年比+2%)を下回っていることもあり、「金融政策の正常化議論は時期尚早」と述べて、緩和的な金融政策を継続し、景気持ち直しを支える姿勢を明確にした。また、同総裁は国債利回りの上昇を注視していると述べ、必要に応じて市場安定化措置をとる準備があることを確認。翌日には7兆ウォンの国債買入枠を設定した。
- 他方、政府・与党は4月にソウル、プサン両市の市長選挙を控えて、追加財政出動を模索中だ。金融市場、実体経済ともに安定化への政策対応が続く。
- なお、KRWの実需面をみると、1、2月の輸出が事前予想から上振れていることもあり、四半期末のKRW買い需要は相応にあらう。一方で、3、4月は12月決算企業による配当金が外国人投資家に支払われる関係でKRW売り需要も高まりやすい。また、足許の米金利上昇は投資資金の米国への還流や、ハイテク企業の株価調整を通じた資金流出等を促しやすい。いずれもKRW安要因だ。これらを考え合わせると、KRWは短期的にやや弱含みやすい環境にあると言えそうだ。今後3か月の想定レンジは1080~1140としたい。

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:20年のGDPは11年ぶりのマイナスに

マーケット・エコノミスト

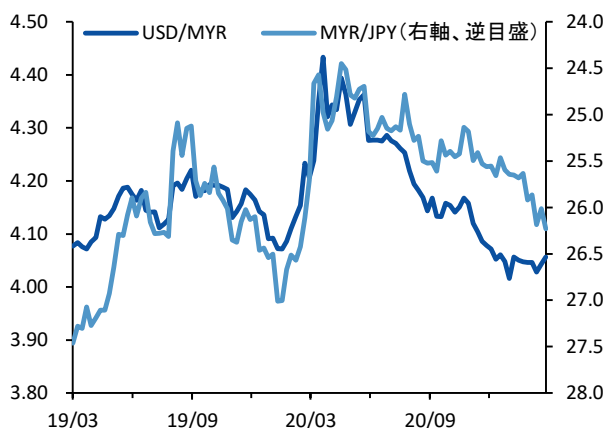
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

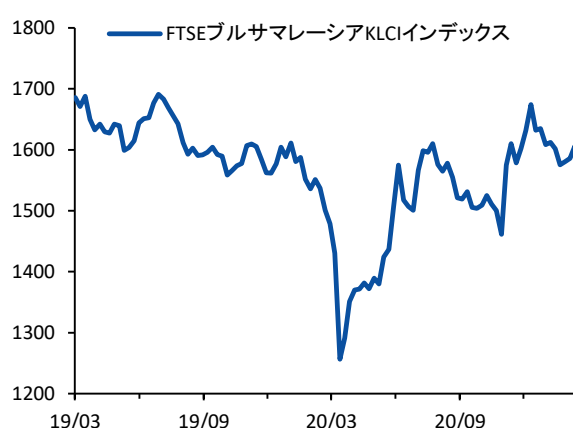
- 2月のMYRは揉み合い推移となった。月初4.05台で取引を開始。上旬は国内での活動制限令が延長されたことが嫌気され月安値の4.07台まで下落。の後は米雇用統計の軟調な結果やパウエルFRB議長のハト派発言を受けて、ドル安となり、国内経済指標にも改善の兆しが見えると月高値の4.02台まで上昇。中旬以降は旧正月の薄商い中でも米金利上昇を受けたドル買いが進展。一方で、原油価格の騰勢も強まった中、MYRは大きく値を下げることなく月末にかけては4.05台での取引となった。
- 10～12月期GDP成長率は前年比▲3.4%となった。コロナ禍における不安定な所得と雇用状況や外出制限の影響が大きく、GDPの約6割を占める個人消費が同▲3.4%となった。また、20年のGDP成長率は同▲5.6%を記録し、リーマンショックの09年以来のマイナス成長となった。21年のGDP成長率に関しては同+6.5～+7.5%を見込んでいるが、昨年11月時点での見通しとなっており、今後数字は下方修正される可能性もある。
- 1月CPIは前年比▲0.2%となり、11か月連続でマイナスを記録した。ただし、12月の同▲1.4%と比較するとやや持ち直しており、これまでの低インフレの原因となっていた原油安による燃料価格の下落抑制されたことが影響した格好となった。政府は1月発令の活動制限令(Movement Control Order、MCO)を2月中旬まで延期しており、物価は再度弱含む可能性が指摘されている。
- 政府は21日、海外産の新型コロナウイルスワクチンが到着したことを発表した。国内での接種は既に開始されており、22年2月までに全人口の8割への接種を目標としている。MCOの発令後、国内の感染者は減少傾向にあり、会議の開催や大規模施設の使用も段階的に緩和されている。政府は現段階で21年4～6月期での経済活動の正常化を予定している。
- MYRの動向は、揉み合い推移を予想する。2月は米国での新規感染者の減少や追加経済政策への期待を背景に米金利の騰勢が強まって、月末には約1年ぶりの水準にまで上昇した。米金利上昇は多くの新興国通貨の重しとなっており今後も注目材料となる。一方、原油価格も段階的に回復の兆しを見せている。こちらも経済活動の正常化への期待によるものであり、マレーシアの貿易収支を占う指標となるとみられる。今月上旬にはマレーシア中銀の金融政策会合を控えるが、仮に利下げとなった場合でも相場への影響は一時的で、先に言及した要素に相場は左右される展開となるものと考えられる。

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:PHP は約半年ぶりの安値に

マーケット・エコノミスト

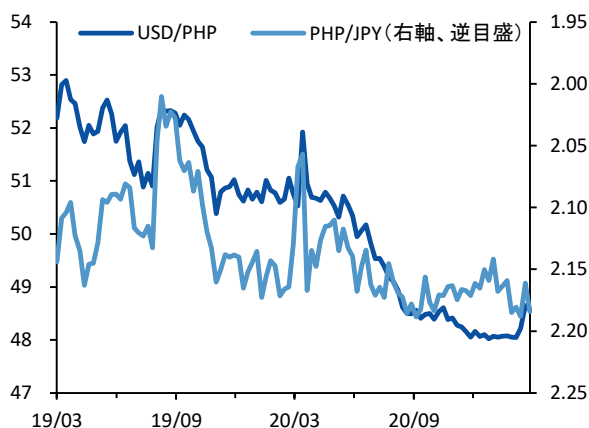
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のPHPは月後半に動意づく展開。月初、48.00台で取引を開始。上旬は米国の主要株式指数が最高値を更新する展開となり、リスクオンムードの中堅調な推移となって、月半ばには月高値の47.90台をつけた。月半ば以降は海外労働者による送金が前年比でマイナスとなったことや米金利上昇の上昇が加速したことをきっかけにPHPは反落した。月末にかけて国内での新型コロナウイルスの感染が再拡大したことや原油価格が上昇こともあいまって、約半年ぶりとなる48.70台まで下落した。
- フィリピン中央銀行(BSP)は11日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート前回会合に続いて従来の2.00%に据え置いた。ジョグノBSP総裁の会見では新型コロナウイルスの変異種に対する警戒が強まっていると指摘し、ワクチン接種の大規模接種がずれ込み、経済回復も遅れるリスクがあると説明した。
- 1月CPIに関しては、前年比+4.2%と12月の同+3.5%から+0.7%ポイント上昇し、2年ぶりの高水準を記録した。アフリカ豚熱の流行に伴う食料品価格の上昇が要因であるが、ジョグノ総裁は一過性の物価上昇と述べており、今後のBSPの政策運営には影響せず、緩和的な姿勢を維持すると述べた。なお、BSPは21年の目標レンジを前年比+2.2~+4.0%に設定している。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金の12月実績は、前年比▲0.4%と市場予想の同+0.3%を下回った。年初からの累計実績は新型コロナウイルスの感染拡大の影響で同▲0.8%と20年ぶりの低水準に留まった。当初の予想よりは下げ幅は抑えられた格好となったものの、OFWが一時的に自帰国する際に本国へ送金した分も含まれている。既に40万人のOFWが帰国しており、経常的な本国への資金流入は軟調に推移するとの見方もある。OFW送金はGDPの1割を占めており、貴重な外貨獲得の手段であることから今後の為替相場にも影響を与えるものと見込まれる。
- PHPは安値方向に動く可能性を警戒したい。月末において米国10年金利は一時1.60%台まで上昇し、今後も米金利の動向はPHPの推移にも大きく影響をもたらすと予想される。また、先進各国で新型コロナウイルスのワクチン実用化が進むと同時に感染抑制の傾向も見られ、これに伴うリスクオンの動きから資源価格が上昇している。原油輸入国のフィリピンにとっては通貨安要因となり、国内での感染状況も踏まえれば買いの材料が少なくなっている印象がある。

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: 米金利上昇が不安材料も実需は堅調

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 2月のTHBは月末にかけて下落する展開。月初29.90付近で取引を開始。ミャンマーでのクーデターや米金利上昇に伴い30を上抜けた。その後は米雇用統計の軟調な結果やパウエルFRB議長のハト派発言を受けて、月高値の29.80台まで上昇。中旬以降は米10年債利回りが1年ぶりの水準となりドル高となった。タイ国内では活動制限緩和やワクチン実用化の報道があったものの、THBはじりじりと下落し、月末にかけて月安値の30.10台まで値を下げた。
- タイ中央銀行(BOT)は2月3日に金融政策委員会(MPC)を開催し、7人の委員の全会一致のもと政策金利を0.50%に据え置いた。政策金利は6会合連続で現状維持となった。声明文では今回の決定に際して、昨年末に新型コロナウイルスの感染再拡大が進んだ中でも、国内の経済活動制限の影響は限定的であり、昨年ほど景気への影響は深刻ではないという見解を示した。
- 一方、BOTは経済の先行きは不透明な点も多く、①外国人観光客の受け入れ状況、②新型コロナウイルスのワクチン接種拡大、③政府による継続的な財政支援、④国内の雇用状況、をはじめとする要因に左右されると述べた。
- 20年のCPIは前年比▲0.84%に落ち込んだ。月別でも昨年1月から目標レンジ(前年比+1.0~3.0%)に到達していない状況となっている。今年は世界経済の正常化に伴う原油価格の回復などからCPIの上昇が見込まれるが、食料品・燃料価格を除いたコアCPIについては14年以降低迷が続いている。国内経済の低成長のほか、新型コロナウイルスの感染拡大、近年のTHB高がディスインフレーションを長期化させていることが大きく影響していると見られる。
- 政府は15日、20年のGDP成長率が前年比▲6.1%と発表した。落ち込み幅はアジア通貨危機があった98年以来、22年ぶりの大きさとなった。新型コロナウイルスの影響で輸出が低迷した。対GDP比で5割に相当するモノとサービスの輸出が同▲19.4%を記録し、特にサービス輸出は同▲60%減少した。新型コロナウイルスのワクチン実用化の計画は進捗しているものの、効果を確認するまでの期間と国内で長期化する反政府デモの動向を考慮すれば、外国人観光客の本格的な受け入れ再開も遅れることが予想される。
- THBは小幅な値動きを予想する。2月は米国で新型コロナウイルスのワクチン実用化と感染抑制の傾向も見られ、米金利上昇圧力が強まった。冬場を越してワクチンの効用が確認されれば、米金利の水準も底堅いと推測される。一方、THBの実需も安定的であるため大きく値を下げる展開も考えにくい。

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：制裁も利上げも言い訳だが値動きは鈍ろう

シニア為替ストラテジスト

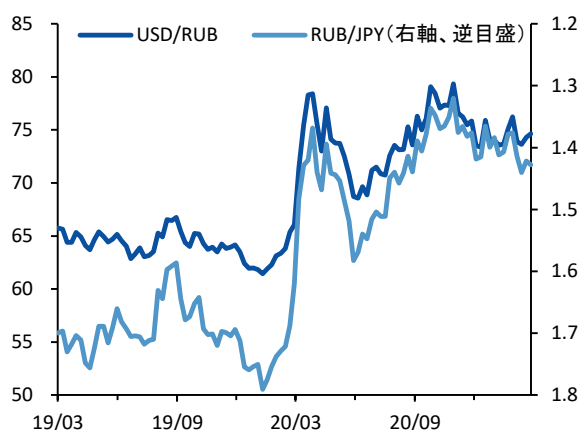
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 2月のRUBは、対ドルで、上昇先行後、頭打ち、じり安と推移。過去半年余りの値動きを振り返れば、引き続き高値圏と言える水準にあったが、新値(高値/安値)を更新することなく、方向感に乏しい横這いにとどまった。
- RUB 上昇には、原油価格続騰が追い風になった。原油上昇の根底には世界的な景気回復=資源需要期待の高まりがあった。月央に掛け、米テキサス州を襲った大寒波が、同州の製油施設を操業停止に追い込んだことも原油押上げに寄与したものの、月末に掛けては、今後の生産調整に関しサウジアラビアとロシアの思惑の食い違いが逆に上値を重くする要因と読まれる局面もあった。
- 世界景気回復期待は、主に、米バイデン大統領による積極的な財政出動や新型コロナウイルスのワクチン接種の拡がりに対する期待感が醸成したが、同じ景気回復期待が、月央から月末に掛けては、むしろ RUB 売り要因と読まれるようにもなった。物価上昇懸念の台頭から、「リフレ取引」と言われる国債売りが、米を始めとした主要国経済を席卷し、主要国の長期金利上昇が、ロシアのような高金利新興国通貨の魅力を削ぐ要因と受け止められるようになった。
- 並行して、ロシアに対する欧米の経済制裁に対する警戒感が強まったことも、RUB にとっては重石となった。ロシア反体制運動の中心人物ナワリヌイ氏の逮捕拘禁や、米サイバー攻撃に対する制裁の可能性は、昨年末から度々材料視されてきたが、22日、EU外相会談が、(ナワリヌイ氏に対する)人権侵害を理由とした制裁導入でさっさと合意してしまった事実には意外感もあった。今後は、米による制裁動向にもより現実的な警戒を払う必要があろう。
- 12日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会は、政策金利(1週間物入札金利)を4.25%に据え置いた。この決定自体は市場の予想通りだったが、どちらかと言うと、追加利下げの有無を警戒していた市場は、同委員会の声明が利下げ打ち止めを明示した点に意外感を抱いた。このことは、折からの RUB 建ロシア国債(OFZ)の下押し、続落(利回りは上昇)と相俟って、RUBの上値を抑えた。
- 主要国の長期金利上昇が通貨高要因と読まれる傾向が強いのに比し、ロシアのような高金利新興市場通貨の長期金利上昇は、国債売りを通じた通貨売り要因と読まれ易い非対称性がある。物価上昇に対する警戒感世界的に定着するものと見込むが、そのことは目先の RUB の重石になるのではないかと。
- もうひとつ、原油価格高止まりは一元的には RUB 押し上げ要因であるものの、同時に財政ルールによる RUB 売り要因でもある点にも留意しておきたい

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: 好材料一巡、次の好材料を気長に待つ

シニア為替ストラテジスト

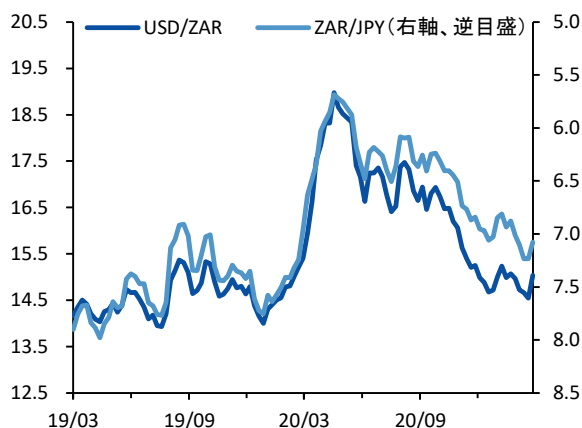
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 2月のZARは、材料が交錯する中、1年ぶりの高値圏における膠着。
- この間のZAR堅調の背景をなしたのは、1月29日に発表された12月財政収支の、強気の予想を更に上振れる黒字。10月末に発表された中期予算政策声明(MTBPS)が過度に保守的だった反動もあったが、財政改善は、資源価格高騰を追い風とした歳入増と構造的で(一時要因ではない)、コロナ対策費捻出、増税回避、債務圧縮など様々な観点で好感された。
- その後も、プラチナ、ニッケルなど南ア主要輸出産品の続騰、高止まりは、南ア経済/財政改善要因として、月を通し一貫してランド押上げ要因となった。
- 2月はラマポーザ大統領の一般教書演説(11日)、ムボウェニ財務相の予算発表(24日)など重要な政治イベントが相次いだ。これも、財政にゆとりが生まれた時点で楽観的な見通しが広がり、結果として特段の反応を誘わなかった。
- 並行して、13~14日に開催された与党アフリカ民族会議(ANC)の全国執行委員会(NEC)が、党の汚職払拭方針に関し、踏み込んだ決定を下さなかったことは軽い失望を招いたものの、ZARの反応はやはり乏しかった。
- 代わりにZARの値動きに目に見える影響を与えたのは、米長期金利の上振れとUSD全面高。バイデン大統領による積極的な財政出動期待がインフレや国債増発に対する警戒感を高め、2月央には米10年国債利回りが11か月ぶりに1.20%を突破。その後月末まで上昇を続けた。
- 並行して、南アでも、電力料金引き上げに絡む物価上昇観測が本格化。南ア電力当局(Nersa)による認可(1月28日)や南ア電力公社(Eskom)とNersaの間の調停(16日)などで、次会計年度(4月~)の電力料金15.63%引き上げが確定した。南ア準備銀(SARB)は、来年度電力料金の引き上げ幅を8.2%と見込んでおり、南ア短期金利市場(FRAなど)は年初の時点で追加利下げの可能性まで織り込んでいたが、ここにきて、むしろ利上げの織り込みが進んだ。
- 2月末までに、市場では少なくとも+25bp×2回の利上げが織り込まれたが、利上げ観測がZARに及ぼした影響は交錯。南ア国債は、19年7月来の上値抵抗線である利回り8.6%水準を2日に上抜けたものの(利回りは低下)、16日には再び割り込んでしまった。南ア国債の反落は、その後月末に掛けてのZAR頭打ちにも少なからず影響したものと考えられた。
- 景気、財政政策、金融政策などに関する材料が一巡したところで、今後は、政府/与党からの汚職払拭、国営企業改革などの成否が市場の焦点になろう。

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: TRY 反発は一服、様子見のステージに突入

シニア為替ストラテジスト

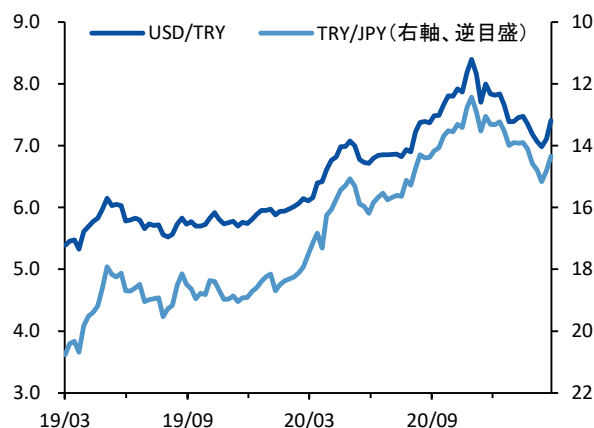
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

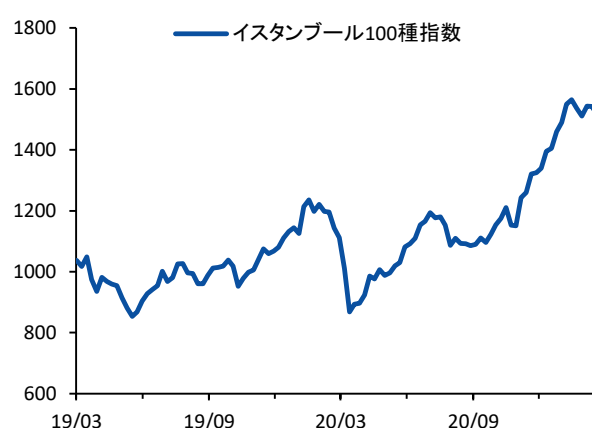
- 2月のTRYは比較的狭い値幅を上昇後、反落。16日には対USDで6.9000、対円で15.26(参照値)とそれぞれ6か月ぶりの高値を更新したものの、その後頭打ちから反落に転じ、月前半の上昇分を帳消しにした。
- 先行したTRY堅調は、引き続きトルコ中銀(CBRT)アーバル総裁のインフレ抑制姿勢に対する信頼感が醸成した。3日発表されたトルコ1月CPIは前年比+14.97%と、強めの予想を更に上振れたが、TRYがほとんど反応しなかった。
- 同総裁は、5日、「物価が予想を上回った場合には利上げの備えがある」「当面利下げの可能性は考慮外」など、繰り返し鷹派姿勢を強調。CBRTは、実際、24日に預金準備率を引き上げ、TRY流動性を吸収する姿勢を示した。
- また、アカル国防相が、9日、ロシア製ミサイルS-400を「お蔵入り」させる(購入はしたものの、実戦配備はしない)可能性を示唆したことも、対米関係改善を期待させる要因として、TRY買いに一定の安心感を与えたものと考えられた。
- TRYの頭打ちは、主に米長期金利上昇を受けたUSD全面高の結果と受け止められた。2月半に前後し、米10年国債利回りが11か月ぶりに1.20%を上抜け、その後もインフレ懸念の台頭を背景に上昇を続けた。
- インフレ懸念は、経常赤字ファイナンスを名目高金利で誘導する必要があり、かつ、有力な地下資源(資源価格上昇は資源国経済には有利にも働く)を持たない新興市場であるトルコにとっては、ひと際重く押し掛かる材料と言えた。
- 追い打ちをかけるように、24日、エルドアン大統領が利下げに向けた決意をあらためて表明。同発言は、「インフレ抑制を優先することで(近い将来の)利下げを可能にする」との主旨と受け止めることもできなくはなかったが、市場は、金融政策に対する同大統領の介入に対する警戒感を強めた。
- 市場が大統領の発言に神経質にならざるを得ないのは、そこに、同大統領と与党公正発展党(AKP)の支持率低下という構造的問題があるから。支持率低迷は、同国経済の低迷(高失業率など)に根差すが、この間も、同大統領は、国内大学の反体制運動や、クルド人政党国民民主主義党(HDP)の弾圧といった「闘う大統領」を演出して世論の目を逸らす常套策を打っている。
- もう一点、留意が必要なのは、アーバル総裁の重要な責務に外貨準備の再構築がある点。経常赤字からの脱却が困難である以上、いずれ市場における外貨買いに乗り出さざるを得ない。まずは、輸出競争力と輸入物価のトレードオフに鑑み、CBRTにとってのTRY適正水準を占う作業が必要となろう。

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: 財政再建、構造改革に再び不透明感

マーケット・エコノミスト

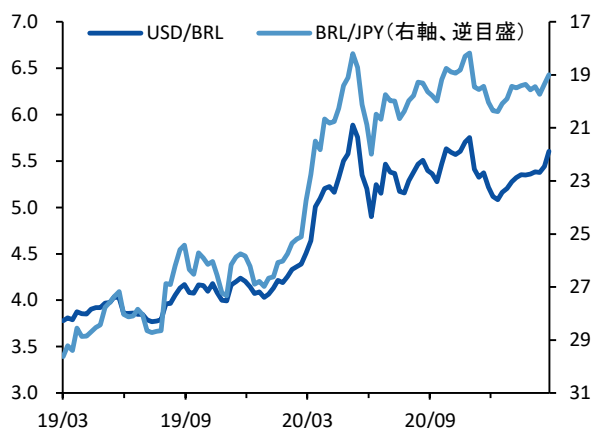
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 2月、BRLは前月比で続落となった。BRLは5.42台で取引を開始。月上旬は上下両院の議長選での大統領支持派の勝利や株高を背景に、一時5.30台までBRL高が進んだ。中旬は、大統領が現金給付再開を示唆したことでやや上値の重い展開。下旬は、米金利上昇やブラジル資産からの資金流出、政治要因が嫌気され5.53台までBRL安が進む場面もみられた。さらに、月末にかけては一段の米金利上昇に値を崩し、5.60台まで売られて月末を迎えた。
- 2020年10～12月期の実質GDPは前期比+3%程度となり、年間ベースでは前年比▲4%程度が予想されている。新興国の中では比較的浅い落ち込みと言える。もっとも、大規模な財政出動によるところは大きく、その効果が剥落した1月以降は回復ペースが鈍化している模様だ。1月の製造業・サービス業PMIはいずれも前月から低下、2月消費者信頼感も昨年12月の水準を下回る。
- 他方、消費者物価指数(IPCA)は2月まで4か月連続でブラジル中央銀行(BCB)の目標水準である3.75%を上回った。BCBはすでに1月、フォワードガイダンスを撤回。過去最低水準の2.00%にある政策金利(翌日物金利、Selic)の引き上げを模索しつつある。追加緩和による景気刺激は望み薄だろう。
- こうした中で、経済や防疫面での国民の不満は、デモやボウソナロ大統領の支持率低迷に表れ始めていた。2022年に大統領選を控える同大統領は独自の対応を求められ、ついに低所得者向けの現金給付の再開方針を表明した。今後の議会審議を見守る必要はあるが、財政不安が再燃する可能性がある。
- ボウソナロ大統領は続いて、国営石油公社のブランコCEOを更迭し、後任にシルバエルナ前防衛相を充てると発表した。ブランコ氏が原油相場の上昇を軽油やガソリンの販売価格に転嫁することを容認したことが理由のようだ。燃料価格の上昇は有権者の不満を呼びやすい。ただ、汚職が問題化した同公社の再建をゲデス経済相がブランコ氏に委ねた経緯を踏まえれば、現政権が目指す構造改革のひとつである国営企業の民営化の先行きは怪しくなってきた。また、価格転嫁を問題視するならば、事実上の補助金の負担が同公社の財務悪化を通じて国庫に生じうる。構造改革と財政の両面で不透明感が高まった。
- 今回の人事介入を受けて、同社のみならず他の国営公社の株価も大幅下落に見舞われた。国債や通貨BRLも売られた。現政権の政策運営に対する市場の不安が読み取れる。当面、上述の議会審議や大統領の動向が注目されそうだ。今後3か月のBRLの想定レンジは4.80～5.80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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:ますます深まる政策面の不安要因

マーケット・エコノミスト

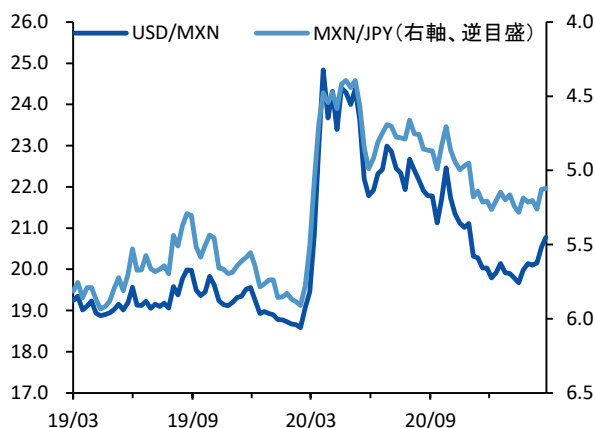
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

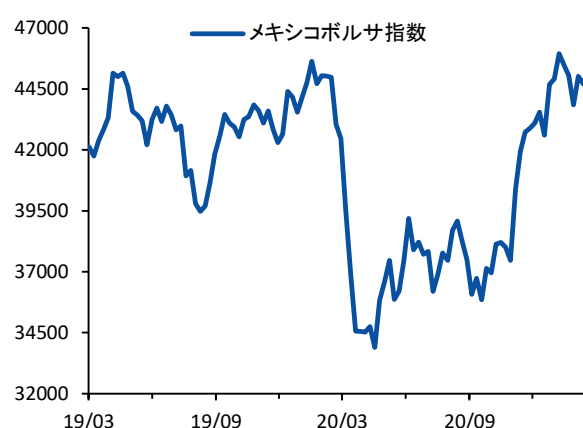
- 2月のMXNは前月比で続落。20.4台で取引を開始すると、月上旬は株高を支えに概ね20.1~20.5のレンジで堅調に推移。中旬にかけては一時19.8台までMXN高が進んだ。しかし、米金利上昇やメキシコ中銀の利下げ再開、米テキサス州での寒波による悪影響の波及等が重なり、月末にかけては一時21.0台まで急速にMXN安が進展。その後やや戻し、20.8で月末を迎えた。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は11日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を25bp引き下げ、4.00%とすることを全会一致で決定した。利下げ判断は3会合ぶり。2020年11月以降、3か月連続で消費者物価指数(CPI)がBanxicoの目標レンジ(前年比+2%~+4%)に収まったことが確認され、先行き不透明感の残る実体経済を下支えする必要性がより重視された。
- 今後の政策判断については追加緩和含みと考えておきたい。現政権はコロナ禍においても財政出動には消極的だ。他方、経済回復の担い手となる民間企業にはひたすら負担を強いている。経済正常化のペースは鈍くならう。足許で行動規制緩和の動きが出つつあることは好材料も、米テキサス州の寒波被害でエネルギー供給の問題が発生、半導体の調達難も新たな逆風となる。
- また、現政権による国有企業の優遇政策によって、国内外企業によるメキシコでの投資意欲が削がれるリスクも高まっている。ロペスオブラドール大統領は1日、電力産業法の改正法案を国会に提出。公共電力サービスの電力調達で国営公社(CFE)を優先することや、CFEと独立発電事業者(IPP)で締結済みの電力調達契約の修正等を目指している。これには、経済団体であるメキシコ企業家調整評議会(CCE)やメキシコ連邦経済競争委員会(COFECE)のほか米国商工会議所も、法案撤回や国会での不承認を求めている。経済性(電力コストと補助金)や環境負荷(火力発電依存)、合憲性(独占禁止や自由競争の原則)、通商協定(USMCAやCPTPP)上の問題も指摘されている。それでも、上下両院で与党が過半数を占める国会では可決されうるのが現状だ。
- 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行方についても同様だ。金融政策を歪める可能性や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も、撤回・否決には至っていない。
- 政策面の不安に外部要因も重なり、輸出や投資の回復は鈍そうだ。追加緩和が模索されようが、米金利が上昇しつつある中で証券投資フローには逆風となりうる。今後3か月のMXNの想定レンジは19.5~21.2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 2月(実績)	SPOT	2021年 3月	6月	9月	12月	2022年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.4236 ~ 6.5560	6.4625	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7575	7.7566	7.75	7.75	7.76	7.77	7.78
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 73.510	73.469	73.6	75.5	74.0	73.0	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14255	14273	14350	14600	14200	13880	13850
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1127.52	1121.30	1125	1110	1090	1100	1110
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.0767	4.0525	4.06	4.12	4.02	3.96	3.90
フィリピンペソ	(PHP)	47.851 ~ 48.869	48.603	48.6	49.5	48.2	48.2	47.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3390	1.3300	1.33	1.34	1.31	1.30	1.28
台湾ドル	(TWD)	27.774 ~ 28.127	27.876	28.0	27.8	27.5	27.8	28.0
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 30.54	30.37	30.3	30.7	29.9	29.2	29.4
ベトナムドン	(VND)	22953 ~ 23164	23024	23100	23170	23000	23100	23000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	73.0649 ~ 76.5024	74.2750	75.00	78.00	77.00	79.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	14.3966 ~ 15.6625	15.0302	15.40	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 7.5426	7.4007	7.50	7.70	8.20	8.00	8.40
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.1213 ~ 5.6072	5.6023	5.35	5.20	5.00	4.90	4.77
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.0477	20.7637	20.60	20.30	20.00	19.70	19.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 16.480	16.500	16.31	16.59	16.88	17.03	17.19
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 13.755	13.746	13.68	13.81	13.92	14.03	14.14
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.469	1.452	1.44	1.42	1.46	1.49	1.52
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.763	0.747	0.739	0.733	0.761	0.785	0.794
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.635	9.510	9.42	9.64	9.91	9.91	9.91
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 26.347	26.311	26.11	25.97	26.87	27.53	28.21
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.202	2.195	2.18	2.16	2.24	2.26	2.30
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 80.63	80.16	79.70	79.85	82.44	83.85	85.94
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.827	3.825	3.79	3.85	3.93	3.93	3.93
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.547	3.514	3.50	3.49	3.61	3.73	3.74
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4635	0.4631	0.46	0.46	0.47	0.47	0.48
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.445	1.437	1.41	1.37	1.40	1.38	1.41
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.347	7.093	6.88	6.69	6.75	6.61	6.47
トルコリラ	(TRY)	13.673 ~ 15.265	14.392	14.13	13.90	13.17	13.63	13.10
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.772 ~ 20.091	19.029	19.81	20.58	21.60	22.24	23.06
メキシコペソ	(MXN)	5.054 ~ 5.307	5.135	5.15	5.27	5.40	5.53	5.67

注:1.実績の欄は2020年2月28日まで。SPOTは3月1日の12時15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。