

2021年4月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:当面は一段の弱含みに備えておきたい	2
中国:2021年の成長率目標は6%以上に	3
インド:20年GDP成長率は過去最悪に	4
インドネシア:IDRは年初来安値を更新	5
韓国:注目される4月の首長選挙の行方	6
マレーシア:政府・中銀の景気刺激策が続く	7
フィリピン:感染拡大によりロックダウンを再強化	8
シンガポール:ドル側の動きが相場変動の主軸に	9
タイ:BOTは21年GDP成長率を下方修正	10
ロシア:現行RUB水準は織り込み済悪材料と均衡	11
南アフリカ:当面は国内政治の追い風に乗るか	12
トルコ:期待が膨らんだ分失望が大きい可能性	13
ブラジル:ついに利上げに転じたBCB	14
メキシコ:国有企業の優遇政策の行方に注目	15
為替相場見通し	16

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

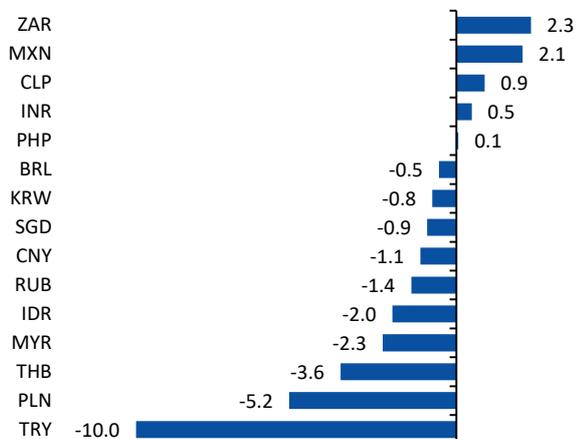
ブラジルみずほ銀行
チーフストラテジスト
Luciano Rostagno
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:当面は一段の弱含みに備えておきたい

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

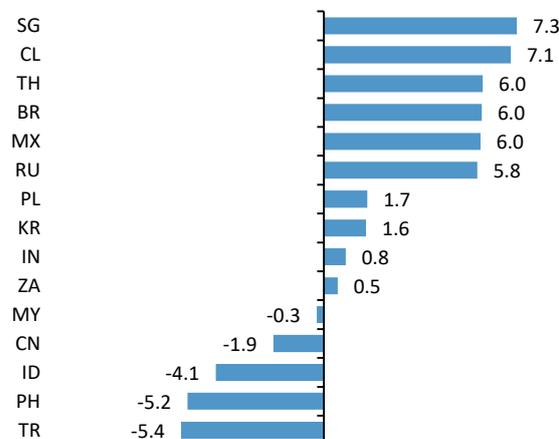
- 3月、MSCI 新興国通貨指数は前月比で続落。1712 台で取引を開始すると、上旬は米金利上昇に株価の調整が促され、一時 1693 台まで下げた。中旬は、米国における追加経済対策法案の成立がみえてきたことでリスクオンムードが再燃。FRB の緩和継続姿勢が確認されたことも重なり、同指数は月初の水準を回復する場面もみられた。ただ、下旬に入ると再び下落に転じ、同指数は 1692 台を試す動きをみせた。COVID-19 の感染再拡大および一部ロックダウン再開のほか、新興国におけるインフレ圧力の高まりや政策混乱も嫌気された。月末にかけては一部買戻しも入り 1700 台で取引を終えた。大半の新興国通貨が売られ、個別には TRY や THB のほか東欧通貨の下げが目立った。
- 2021 年 1~3 月期の MSCI 新興国通貨指数の騰落率は▲1.1%となった。年初の段階では、ワクチン普及に伴う世界経済の正常化期待がリスクオンを促し、新興国通貨はドルに対して強含む展開を予想していた。最も大きな誤算は米金利の上昇ペースであり、予想以上に早い段階でリスク資産価格の調整が増した点である。そして、厄介なことに 4~6 月期もこの動きは続きそうだ。
- 過剰ともいえる米金利の上昇ペースの背景には、ワクチン普及の進捗と感染抑制効果の確認による経済活動および金融政策の正常化への期待感の高まりがある。米国では、5 月にも成人の 90%へのワクチン接種が可能となり、独立記念日(7月4日)をめどに日常生活は正常に向かう見込みという。自ずと金融市場には高揚感が高まりやすい。また、この 4~6 月期は前年同期比でインフレ率が上振れしやすい米金利のオーバーシュートには注意したいところだ。
- もともと、実際には米国の雇用回復には相当な時間を要することになる。アフターコロナの世界はコロナ禍前の世界と全く同じとは考えにくい。このことは 2021 年後半以降の景気持ち直し局面でむしろ確認されるのではないかと。米金利の上昇ペースが大きく減速、実体経済の持ち直しを支えにリスク資産市場が安定を取り戻していくことで、新興国通貨にも追い風が期待されよう。
- その際、一様に新興国通貨が選好されるわけではない。ワクチン普及の進捗と経済正常化で米国がリードしていることを考えれば、米国との経済的結びつきの強さは注目されよう。他方、欧州経済への依存度の高さは、当該通貨の持ち直しを小幅なものにするか、もしくは遅らせる可能性がある。また、エネルギーをはじめ資源輸出国も相対的に早く恩恵を享受しそうだ。一方で、感染抑制の遅れや政治混乱、財政懸念やインフレの高まりは通貨安材料とされよう。

図表 1:新興国通貨騰落率(2021年3月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新興国株式騰落率(2021年3月、%)



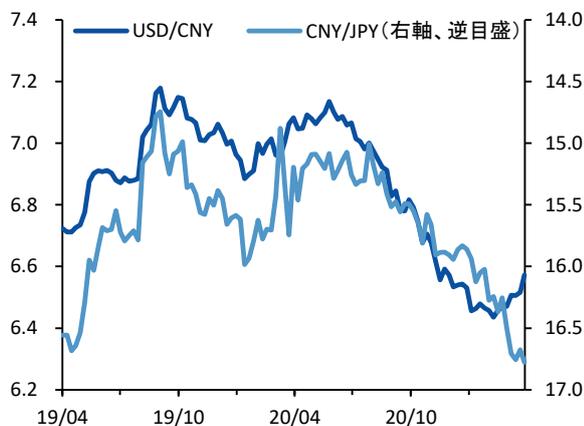
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:2021年の成長率目標は6%以上に

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

- 3月、CNYは前月比で続落。6.46台で取引を開始すると、月上旬は米金利上昇と株価調整を受けて、6.54台までCNY安が進んだ。その後、米金利上昇の一服で一時6.47台まで反発するも、米金利の再上昇とドル高の様相が強まる中で6.49~6.52のレンジ相場に移行した。下旬はロックダウン再開等の海外要因のほか欧米との対立の高まりが嫌気され下落。6.55台で月末を迎えた。
- 全国人民代表大会(5~11日に開催)では、2035年までの長期目標(先進国化や技術立国)と5か年計画(2021~2025年)が審議され、最終決定されたもようだ。一人当たりGDPの倍増や科学技術立国、「双循環」へのシフト、安全保障の強化といった政策方針の下、具体的な施策が詰められたとみられる。
- なお、2021年の成長率目標は前年比+6%とされ、市場予想(同+8%前後)を下回った。李首相は、成長の質や長期的安定性を重視する姿勢をみせる一方、国内経済に依然残る弱さや海外情勢の不確実性にも言及。コロナ禍で拡大した財政赤字も小幅な縮小にとどまっており、重要イベント(党立100周年や北京オリンピック)を控えて、政策運営は安全運転重視の姿勢がうかがえる。
- 実際、1~2月の経済指標は前年の落ち込みの反動で大幅な前年比伸び率となったものの、コロナ禍前の2019年との対比では様相は異なる。1~2月の累計値で、輸出が+33%、鉱工業生産は+17%と例年の2倍超の伸びを示した。一方、都市部固定資産投資は+2%、小売売上高は+6%と例年を依然下回る伸びにとどまった。また、PMIは製造業・非製造業ともに頭打ち気味だ。
- 米中覇権争いも再び熱を帯びつつある。それは通商分野から、人権や民主主義といった分野に拡がり始めた。米国は同盟国との関係強化を進めており、対中追加制裁にも踏み切った。従来、経済関係を重視し慎重姿勢にあったEUも同調、約30年ぶりの対中制裁に踏み切った。中国も制裁で報復するなか、昨年末にEUと中国で暫定合意した包括投資協定の批准は遠のきつつある。
- 市場で米金利上昇とリスク資産価格への調整圧力も増している中、こうした情勢変化も重なり、中国への評価は「経済正常化で先行する強さ」だけではなくなりつつある。足許でCNYが弱含んだ背景のひとつといえよう。もっとも、中長期的には、「双循環」政策の下で進む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。米中高官の会談が不調に終わったことで、その可能性はむしろ高まったと考えたい。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.40~6.70としたい。

図表 3: 中国人民幣相場(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:20年GDP成長率は過去最悪に

マーケット・エコノミスト

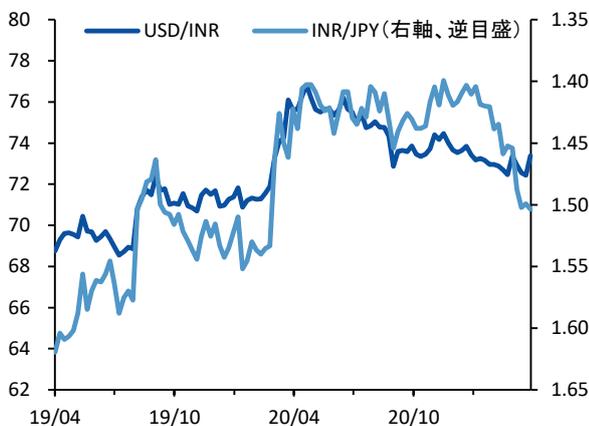
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3月のINRは月後半に値が下がる展開。月初、73.40台で取引を開始。昨月末に発表された20年のGDP成長率が過去最悪であったことが嫌気されて月安値の73.50台まで下落。その後は、米金利上昇が断続的に続いた中でも、海外からの株式市場への資金流入が堅調で72台半ばまで緩やかに値を戻した。月後半は、米国での景気回復への期待が増しリスクオンとなったことから一時月高値の72.20台まで上昇。しかし月末は、米金利が1.70%台まで上昇したことや国内外での感染拡大が再度意識され、73.40付近での取引となった。
- 20年10~12月期GDP成長率は前年比+0.4%と3四半期ぶりにプラスを回復した。国内の感染状況の改善に伴う、ロックダウン措置の緩和によって徐々に内需に持ち直しの動きがみられた点が寄与した。ただし、年間では同▲8.0%と過去最悪の落ち込みを記録した。なお21年に関しては、RBIによれば+10.5%と予想しており、緩和的な金融政策の継続と拡張的な予算が景気回復下支えするとの見解を示している。
- 2月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.0%と1月(同+4.0%)から加速した。この結果、3か月連続でRBIの目標レンジ(+2.0~+6.0%)に収束し、昨年からの高インフレは解消されている。穀物の供給が安定的であるため、今後もレンジを超える推移とはならない見込み。しかし中長期的には、世界的な需要の回復に伴い食料品価格以外の物価に上昇圧力が強まる予想となっている。
- 国内で新型コロナウイルスの感染が再拡大している。3月下旬には1日当たり約5万人の感染者が確認される中、国内の一部大都市圏ではロックダウンを再開した。一方、3月初頭に高齢者を中心にワクチンの接種が開始されたが、現状大きな成果をあげていない。4月に入り接種開始年齢の下限を45歳にまで引き下げる予定であるものの、国産ワクチンの安全性への懸念が完全に払拭できてはおらず、今後の接種の進捗に遅れが出る可能性も指摘されている。こうした動きが続けば、インドの経済成長見通しにも影響が出るものとみられる。
- INRの動向に関しては上値の重い推移を予想する。3月を通じて新興国通貨は米金利の動向に左右される展開となったが、現状米金利水準が大きく下がる要因は少ない。また、国内での感染拡大が再度懸念されているが、それよりもワクチン普及の遅れを警戒したい。政府は集団免疫の獲得を前提に強気の景気回復の画を描いており、株式市場にも継続的に資金が流入している。接種の遅れはその前提を崩すこととなり、足許最大のダウンサイドリスクとなろう。

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: IDR は年初来安値を更新

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

- 3月のIDRは月末にかけて下落する展開。月初、14200台で取引を開始。上旬は米金利の緩やかな上昇が続いた中、4か月ぶりの安値水準である14300台まで下落した。その後、インドネシア銀行(中央銀行、BI)がIDR安をけん制する姿勢を見せたが14400台まで続落。中旬には一時その水準で下げ止まるも、米国で感染の抑制傾向が見られたほか、イエレン米財務長官の議会証言が今後の景気回復への期待感が見られる内容であったことから米金利は更に高水準をつけ、月末は14500台を推移し、年初来安値を更新している。
- 2月の貿易収支は20億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ている。輸出は前年比+8.6%上昇した。主要製品の鉱物資源の輸出が好調であったが、特に原油の輸出額は世界経済の回復の影響で前年比約3倍の規模となった。輸入に関しては、前年比+14.9%と18年10月以来の伸びを記録。機械・電気製品をはじめ消費財の輸入に回復の兆候が見られた。中国向けの輸出が昨年の堅調な貿易黒字計上の後ろ盾となったが、内需の回復に伴う輸入が今後増加することが見込まれ、その動向はIDRの需給環境に影響を与えるものと考えられる。
- BIは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通年最低水準の3.50%に据え置いた。BIは今後もインフレが低水準にとどまるとの見通しや、引き続き金融市場では不確実性が大きい点を緩和的な政策維持の要因として言及した。なお、BIは今年の経済成長の目標レンジを前年比+5.0~+7.0%に設定している。
- 今回会合では米金利上昇によりドル高が進行する中、IDRの安定性を維持する点が強調されており、ペリーBI総裁の会見ではBIがルピア安定のためにスポット外為市場や国内ノン・デリバラブル・フォワード(NDF)、および債券市場への「トリプル介入」を実施したことを発表した。また、上昇がみられる国内の債券利回りについても適正の範囲内としながらも、注視していく姿勢を表明した。
- IDRの見通しについて、引き続き軟調な推移を予想する。春先は米国をはじめ先進各国での感染縮小が確認され、先進国通貨に比べ新興国通貨は売られる見込みではあったものの、欧州では感染再拡大が懸念される中、ドルの選好が強まっている印象がある。こうした中、ドルインデックスは5か月ぶりの水準をつけており、新興国におけるワクチン接種の効果の示現には依然時間を要することから、4月も米金利の水準に左右される展開が続くものと考えられる。

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:注目される4月の首長選挙の行方

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

- 3月のKRWは前月比で小幅安となった。1117台で取引を開始。月上旬は米金利の上昇と株安を受けて1145台までKRW安が続いた。一方、中旬は、米金利の上昇一服のほかFOMC直後のリスクオンの流れを受けて、KRWは一時1121台まで持ち直す動きもみられた。下旬は、実需のフロー(配当支払いと輸出企業のウォン買い)が交錯、もみ合いを経て1131台で月末を迎えた。
- IMFは25日、韓国政府との4条協議を経て同国の2021年の実質成長率見通しを従来の前年比+3.1%から同+3.4%に上方修正した。これは韓国銀行(BOK)が2月に公表した最新見通し(前年比+3.0%)を上回る。また、同日にコロナ禍対応の15兆ウォン規模(GDP比0.8%相当)の補正予算が成立したことから、IMFは上述の成長率見通しを前年比+3.6%まで追加上方修正した。
- もともと、実体経済は依然まちまちの状況だ。IMFが評価したのは、ハイテク製品を中心に外需の回復と、それが設備投資を促している点だ。実際、半導体の供給は逼迫が続いており、韓国企業への期待は増すばかりだ。一方、IMFは消費回復の遅れに懸念を示した。ワクチン普及により行動規制は緩和の方向にあるが、雇用の回復は前途多難といえそうだ。政府が超短時間労働者を財政によって多数創出したことを考慮すると、見た目(雇用者数)以上に雇用状況は深刻とみられる。雇用者側もコスト増と規制強化に悩まされている。
- こうした中、政府は2022年度予算案の編成指針(30日に閣議決定)で、財政拡張を続ける方針を示した。一部報道によれば、予算額は600兆ウォン(2021年度は補正予算込みで573兆ウォン)を上回る可能性があるという。その行方は、4月7日投開票のソウル、プサン両市の首長選挙の結果にも影響されそうだ。両選挙は2022年3月の大統領選の前哨戦となる。不動産投資に絡んだスキャンダルが続き、政府・与党はやや劣勢と伝えられる。仮に敗北となれば、大統領選を見据えて追加財政出動により支持固めに動く展開もありそうだ。
- 金融政策にも影響が及ぶかもしれない。不動産価格上昇への韓国世論の不満は高まるばかりだ。ある世論調査では次期政権に対応を求める問題の筆頭に挙がっており、その原因を「投機」と「政策(再開発規制)」としている。現政府・与党が対応を迫られる場合、自らの政策の非を認めるより、投機を促す一因ともいわれるBOKの政策に働きかける可能性の方が高いのではないかと。
- 両首長選挙の結果如何では今後の経済政策方針にも変化が生じうる状況下、今後3か月の想定レンジは1110~1170とやや幅広にみておきたい。

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: 政府・中銀の景気刺激策が続く

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3月のMYRは下落する展開となった。月初4.05台で取引を開始。上旬は米金利が高止まりしたことや、米国での新規感染者数の減少傾向を受けてドルが選好される展開が続いて、昨年11月以来となる4.10台をつけた。中旬は原油価格が上昇する展開にMYRは下げ止まり、4.12付近を方向感のない推移。その後は、欧州各国でのロックダウン延期を受けてリスクオフの流れが拡がると原油価格の下落もあってMYRは下落。月末にかけて、米金利が一時1.75%をつけると5か月ぶりの安値となる4.15を記録した。
- BNMは4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。政策金利の現状維持は4会合連続となる。声明文では、1月中旬以降、厳格な活動制限令が施行されているものの、ワクチン接種の動きが世界で広がっていることを背景に外需の改善と個人消費の改善が見られる点が指摘された。4~6月期以降も、世界的な需要回復とあいまって国内経済の回復への期待が高まるとの見通しを示した。
- BNMは物価動向について、昨年前年比▲1.2%を記録したCPI上昇率がプラスへ回復することを見込んでいる。しかしながら、昨年低迷していた原油価格上昇を主要因としており、食料品と燃料価格を除いたコアCPIは引き続き抑制的との見方を維持した。今後については、国内外の感染状況やワクチン接種の遅れをリスク要因とし、物価上昇率や国内経済の成長見通しを踏まえながら、必要に応じて適切な金融政策をとっていくと表明した。
- 政府は17日、200億リンギ(約5290億円)規模の新たな景気刺激策を発表した。観光や小売業など新型コロナウイルスの打撃が大きかった業種に絞って給与補助金制度を3か月延長するほか、失業保険の対象を拡大させる。その他、中小企業の支援策として、BNMが新たな融資枠を設けることなどが盛り込まれた。政府の景気刺激策は前政権時も含めて今回で7度目となり、累計で約3400億リンギにまでのぼっている。
- MYRの動向は、軟調な推移を予想する。2月に引き続き米金利の水準は高止まりしており、FRBにも金利の上昇を容認する姿勢がみられた。米国での新規感染者数の縮小に伴う景況感の改善は進んでおり、現状金利水準が逆戻りする展開は考えづらい。一方、MYR側では月末にマレーシア国債はFTSE世界国債インデックスの構成銘柄に残留した。海外投資家による証券投資の流出を防ぐことができた点はMYRにとってポジティブなニュースとなろう。

図表 11: マレーシアリンギ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: 感染拡大によりロックダウンを再強化

マーケット・エコノミスト

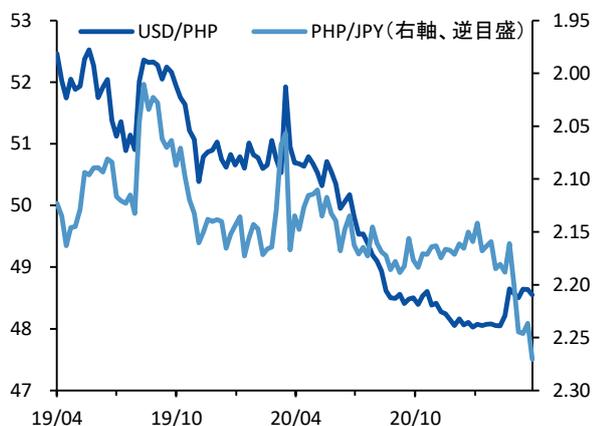
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3月のPHPは狭いレンジでの推移となった。月初、48.60付近で取引を開始。上旬は高止まりする米金利の水準を見ながら軟調な推移となった。中旬にかけて月安値の48.70台をつけ、先月に引き続き年初来安値を更新。その後は追加材料に乏しく小幅な値動きとなった。月後半に入ると原油価格の上昇が一服したことに伴い、PHPは徐々に値を戻したが、国内での新規感染者数の拡大傾向や、米金利の騰勢の影響を受けて、上値をうかがう展開とはならず、月末付近は48.50台での取引となった。
- 国内では1日に新型コロナウイルスのワクチンの接種が開始された。年内に5,000万~7,000万人の国民への接種を目指す。一方で国内の感染者数は過去最大のペースで増加しており、下旬には一日当たりで初めて1万人を突破した。こうした中、政府は対象地域の住民に対し基本的に自宅待機を命じることをはじめ、外出制限措置のレベルを最大まで引き上げている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は25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を前回会合に続いて従来の2.00%に据え置いた。ジョグノBSP総裁の会見では国内で新型コロナウイルスの感染拡大が加速している中、経済成長に下振れリスクが生じている点に言及した。今後に関しては、緩和的な金融政策を継続するとともに、政府の大規模な緩和な財政支出を補完する財政ファイナンスの継続を示唆した。
- 一方、BSPは21年の物価見通しを+0.2%ポイント引き上げて前年比+4.2%とした。2月CPIは前年同月比+4.7%と前月に続いてBSPの目的レンジである+2~+4%を上抜けた。国内の自然災害の影響で食料品価格が上昇しているほか世界経済の回復期待に伴う原油価格の底入れが要因として指摘されている。CPI上昇率が目標レンジを上回る状態は今秋まで継続する見込み。物価上昇率が高止まりした場合には、BSPは経済回復の途上にありながらも利上げに着手する可能性を指摘する声も浮上している。
- PHPは引き続き安値方向に動く可能性を警戒したい。新興国通貨全体が米金利の動向に左右される展開が続く。米金利水準の高止まりが大きなPHP安要因となる。また、国内要因としては、従前から予想していたものの原油価格の押し上げや輸入の回復が進む中で国際収支に悪化の兆候が見られる。その他、国内ではワクチン接種が開始されたものの、前述の通り、足許の新規感染者数の増加が続く中、ロックダウンの強化に伴う経済への影響も懸念される。

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

シンガポール:ドル側の動きが相場変動の軸に

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

- SGD が COVID-19 感染拡大前の水準(1USD=1.35SGD 弱)に戻っているとの見方は間違いではないが、為替レートの変動の振幅そのものを過小評価していることは確かである。具体的には、USD/SGD が昨年初 1.34 台半ばからパンデミックの影響で 2020 年 3 月には一時 1.46 まで上昇後、長い揺り戻しが続き、同 11 月には 1.34 台に戻った。この 3 月は 1.34~1.35 で取引となっているが、2021 年初めには 1.32 台を窺う勢いだった。
- 重要な点は、USD/SGD の動きが SGD のボラティリティを誇張させることだ。2020 年 2~3 月にかけての荒い相場変動は別として、SGD の NEER(名目実効レート)の変動は 100bp 以内に収まっている。これは、1.32~1.46 という USD/SGD の振れ幅の 1 割(10%)にも満たない。さらに言えば、シンガポール金融管理局(MAS)が、2020 年 3 月に政策バンドの傾斜をゼロにして以来、NEER は中央値より約 60~70bp でのレベルを維持している。
- とはいえ、USD/SGD が大きく変動する可能性を否定するわけではない。正確に言えば 2 つの要因がある。一つは、ドルのトレンドが、USD/SGD 相場を動かす可能性がある点。もう一つは、当面可能性は低いものの、MAS の政策決定の変更による影響が相場に反映される点である。
- ワクチン接種が進み、電気・半導体産業や石油化学業をはじめ工業の復活をみて、住宅市場の活況とともに景気の回復を確認できれば、バンドの調整を通じて「若干の SGD 高」バイアスを復活させる根拠が固まる。しかし、MAS は現状、景気回復の余地を拡げる姿勢を明確にしている。おそらく 2021 年中は、「当面の間は緩和的な政策スタンスが望ましい」との見方を維持するだろう。一時的なコストプッシュ要因でインフレがわずかに進んでも、現状の姿勢を見直す可能性は小さい。
- 繰り返しになるが、USD/SGD の相場要因はドル側によるものである可能性が高い。短期的には、CNY、MYR、ユーロといった通貨バスケットでの重みが非常に大きい通貨の下げや、足許の米国債の利回り上昇が、USD/SGD=1.40 レベルまでの SGD 安の下地になるかもしれない。
- 年後半には、米ドル高の勢いが鈍り、USD/SGD に再び若干の下降バイアスが生じれば 1.30 割れを試す展開もありうる。また、この動きは、MAS が 2022 年にバンドの上方修正を再開するとの観測からさらに強まる可能性が高い。

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:BOT は 21 年 GDP 成長率を下方修正

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 3月のTHBはじりじりと下落する展開。月初31.20付近で取引を開始。前月に続いて米金利水準が高止まりする中、パウエルFRB議長の米金利上昇を容認する発言もあり、ドルが選好される状況が続いた。後半は、貿易収支の実績が市場予想を下回ったことが嫌気されたほか、イエレン米財務長官の議会証言が今後の景気回復への期待感が見られる内容であったことから米金利は更に高水準をつけ、THBは月末にかけて月安値の31.30まで下落した。
- タイ中央銀行(BOT)は24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7会合連続で現状維持となった。声明文では景気回復を見据える中で、政府の積極的な財政支出の必要性を指摘した一方、BOTも物価の安定性や経済成長を下支えすべく緩和的な金融政策を維持し、必要に応じて限られた政策余地を活用していく方針を示した。
- 一方、BOTは新型コロナウイルスの感染拡大の長期化に伴い旅行者の受け入れが遅滞していることから、21年の経済見通しを前年比+3.2%から同+3.0%へ下方修正した。外需の回復による輸出の伸びが期待される一方、国内のワクチンの普及とその効用を今後のリスク要因として注視すると述べた。これ以上の経済成長の下方修正を回避すべく、国内では観光地でのワクチン接種を推し進めるなど、政府は早く今年10月から旅行者の全面受入を検討している。
- 2月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲2.6%の減速を記録し、3か月ぶりにマイナスとなった。電子部品やゴム製品の輸出が好調で、米国や中国向けの輸出がそれぞれ同+19.7%、15.7%と好調であったがASEAN域内での輸出が伸び悩んだ。輸入は同+22.0%と単月では18年8月以来の伸びをみせ、徐々に内需が回復に向かっていることを示唆する内容となった。この結果、貿易黒字は0.1億ドルに留まったが、2か月ぶりにプラスを回復した。
- THBは軟調な値動きを予想する。米国では足許の感染者数の減少に伴って景況感が改善し、景気回復への期待感から金利が上昇するサイクルが継続している。片や、ワクチン接種が開始されながらも感染再拡大が報告される国もあり、4月もドルの選好は堅調と考えたい。タイはASEAN最大の経常黒字を有するが、その源泉となる観光業の本格再開の遅れが続くこと、内需の回復による輸入の増加はそれぞれ黒字の剥落要因に繋がるため、4月以降の動向も引き続き注視すべきであろう。

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



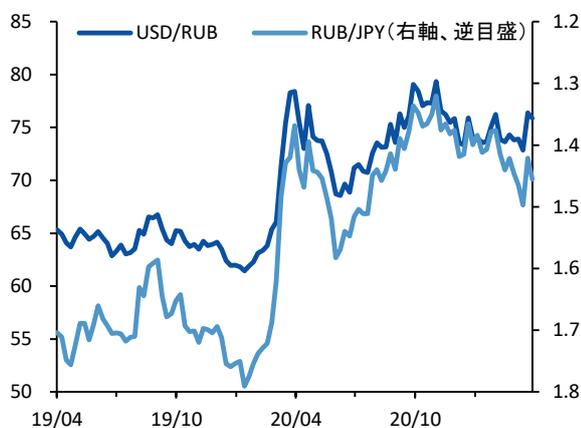
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 現行 RUB 水準は織り込み済悪材料と均衡

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

- 3月のRUBは最終的に下押し。月前半は上昇が先行、16日までに8か月ぶりの高値を更新する72.54(対USD)まで上昇した。しかし、その後反落し、24日には、逆に、4ヵ月ぶりの安値を更新する76.96(同)まで急落した。
- 2日発表された米の対ロ制裁が、RUB建ロシア国債(OFZ)取引制限を含まなかったことは、一定の安心感を与えたが、この間、当該制裁導入観測は、RUBに常に影を落とし続けた。17日には、バイデン米大統領がプーチン大統領を「殺人者」と思うと述べたことが同観測を高め、以降のRUB急落を誘った。
- 4日のOPEC+による原油増産見送り決定後、一時は70ドル/バレル台まで続伸した原油(ブレント)が、18日以降、一段水準を切り下げたこともRUBには重石になったものと考えられた。
- 一方で、3日、ロシア財務省が、原油価格上昇による増収増や、想定以上の景気回復に、国債発行の大幅減額を示唆したこと(9日にはシリアノフ財務相も確認)は、OFZ、RUBそれぞれの下支え要因となったものと考えられた。
- 5日発表された、ロシア2月CPIは前年比+5.7%と上振れ、15日には、早くも、ロシア「情報筋」から、年内の125bp以上の利上げ可能性を示唆する発言が聞かれ、19日には、早速、予想外の25bp利上げ(→4.50%)が発表された。
- ロシア中銀(CBR)が利上げを急いだ背景には、足下物価上振れに加え、国家福祉基金を活用した大規模インフラ投資観測の広がり、需要の高まりによるインフレ圧力の上昇に対する警戒感を強めたことも影響したものと考えられた。
- ただし、同大規模インフラ投資計画自体は、財政ルールに基づくものが、昨年3月来の原油価格急落を受けて、一旦、棚上げにされていたものだし、その規模も抑制されたもので、物価押し上げ要因として深刻に警戒されるようなものでは必ずしもなかった。
- OPEC+は4月1日の総会で、5月以降の原油増産を見送るものと見込まれており、その限りであれば、原油価格が早晩値崩れする可能性は考え難い。
- OFZ取引制限に対する警戒感が払拭される可能性は当面考え難いものの、同制裁は、2014年のクリミア併合以降、常に観測されてきたもので、今般、その可能性が格別が高まったものでもない。上述の通り、OFZ需給は目先むしろ逼迫が予想されるし、何より利回り7%を超える(10年物)投資適格級の国債に、米欧投資家にとっても見過ごし難い投資妙味があることが、当該制裁導入の可能性を限定的にしているものと考えられる。

図表 17: ロシアルール相場(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



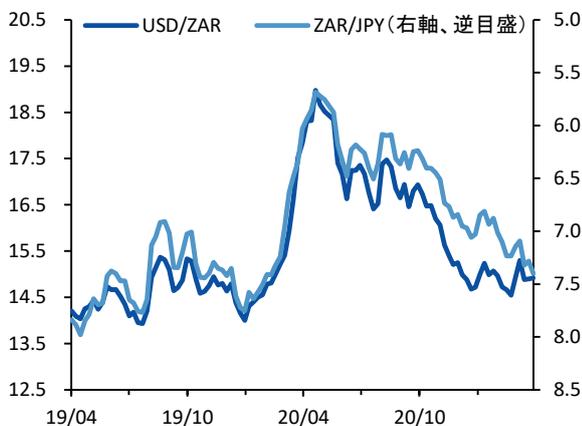
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 当面は国内政治の追い風に乗るか

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

- 3月のZARは、下押し先行後、底打ち。その後は横這いに終始したが、月末にむけては強気の地合を維持し、対円では14か月ぶりの高値を更新した。
- この間、ZARの値動きには、米、南アの長期金利動向が大きく影響した。月初、2月末から8日に掛けての長期金利上昇幅は、実のところ、米が+20bp程、南アのそれは+50bp(それぞれ10年物国債利回り)に上ったが、売られたのはZARだった。米の金利上昇が素直にUSD上昇要因と読まれたのと対照的に、南アのそれは国債価格下落要因と否定的に受け止められたようだ。
- 月央のZAR反発は、南ア長期金利頭打ちと並行して進んだ。米長期金利はその後断続的な上昇で、徐々に水準を切り上げたが、金利の絶対値の振れ幅は南アの方が大きく、結局、金利差(南ア金利-米金利)拡大=ZAR安、金利差縮小=ZAR高という構図は、大枠で、月末まで維持された。
- 10日、欧州連合(EU)が投資家に持続可能性という観点での投資内訳開示を義務付ける持続可能投資開示規制(SFDR)導入を決定したことは、石炭火力発電に電力を頼り、大量の電力消費に依存する鉱業に頼る南ア経済にとって、EUからの南ア投資敬遠/回避要因になるものと警戒された。ただし、同規制はあくまでも中期的な南ア生産性向上/成長阻害要因と受け止められた。
- 月末に掛けては、南ア構造改革に対する期待感の高まりがZARを押し上げた。まず、25日、自身の汚職嫌疑に掛かる再三の証人喚問要請を無視し続けたズマ前大統領に対し、2年間の禁固刑が要求された(憲法裁判所の判断待ち)。続いて、29日、与党アフリカ民族会議(ANC)の全国執行委員会(NEC)が、刑事起訴を受けた党幹部に対し、起訴後30日の間に自主的に党職から一時離脱するか、さもなければ停職に処するとの規制導入を決定した。
- 一連の出来事は、与党内外の反構造改革派の勢力をそぎ落とすはずだが、その結果、ラマポーザ大統領を中心とした構造改革派が、ワクチン接種や電力供給問題などの重要な課題に、今後、政治資源を注力できるようになる可能性が高まったことは、逆に、中期的な南ア経済押し上げ要因として期待できた。
- 南ア準備銀(SARB)による全会一致での政策金利3.50%据え置き決定には少なからぬ意外感もあった(25日)。直前3回(9月、11月、1月)の据え置き決定は、いずれも3対2の僅差(25bp利下げ票が2票)だったからだ。年内の利上げ観測は引き続き根強いが、南ア長期金利上昇要因でもある利上げ観測がZARに与える影響は交錯しており、明確な方向感にはつながらなかった。

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



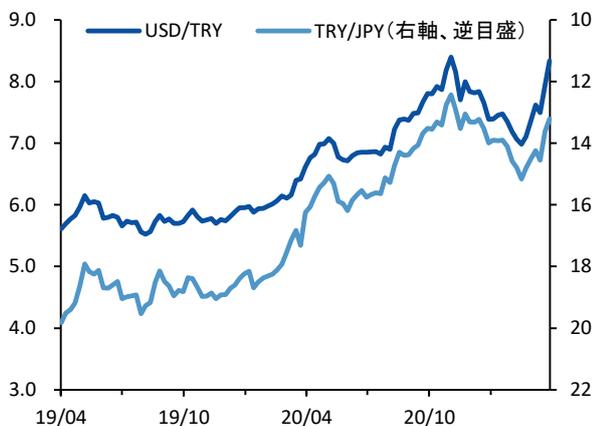
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:期待が膨らんだ分失望が大きい可能性

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

- 3月のTRYは、乱高下の末、昨年11月のトルコ中銀(CBRT)ウイサル元総裁更迭後につけた史上最安値 8.5800(対USD)まで1.5%という水準まで下落。
- 月前半の市場の関心は、18日のCBRT金融政策委員会に集中した。3日発表されたトルコ2月CPIが前年比+15.61%まで上振れたことで「利上げは不可避」との見方が強まり、当日までに市場予想は100bp利上げでほぼ一致した。
- 15日にエルドアン大統領が発表した経済改革計画は、信用拡大/消費刺激による景気拡大策から明確に方向転換し、歳出削減の具体案まで提示したことは、金融引き締めと平仄の取れた物価抑制策として好感できた。
- 18日、CBRTは200bpの利上げを発表(→19.00%)、物価抑制に向けた強い決意を示しただけでなく、TRY高=(輸入)物価下押しの好循環を生む可能性も展望できた。しかも、その結果物価がCBRT予想を下振れれば、早期利下げ余地すら生まれたはず。この決定を受け、TRYは19日の欧州市場引け後(時間外)に対USDで、7.1925、対円で15.13(参照値)まで上昇した。
- 現地時間の20日未明、エルドアン大統領が、突然、CBRTアーバル総裁更迭を発表、後任に「利下げ派」と目されるカブジュオール氏を指名した。
- カブジュオール新総裁は、過去に、大統領と同じく「高金利が高インフレの原因」と明言しており、18日の200bp利上げを激しく非難していた。市場は週明け22日にも緊急利下げの可能性を警戒し、TRYは同日アジア市場(時間外)で、一時、対USDで8.4820、対円で12.80(参照値)までの急落を見せた。
- 同総裁は、政策変更は通常金融政策委員会(次回は4月15日)まで行わない(21日)、利下げは所与ではない(23日)、更には、金融引き締めを維持し、実質金利をプラスに保つ(30日)」とまで述べた。しかし、TRYはかろうじて下げ止まるにとどまった。投資家の目線としては、おそらく、「この国の中銀総裁は立場によって主義主張を変える」という受け止め方をしたのではないか。
- 前後して内閣改造が観測されたこともTRYの重石となった。15日の経済改革計画とは正反対の信用拡大/消費刺激策を推進してきたアルバイラク前財務相の復帰(エルバン財務相更迭)の可能性が観測されたことが警戒された模様。
- 23日にはオフショア為替先物市場における当日物TRY調達金利が1000%を超えた。TRY急落の翌日に起きた同金利急騰は、過去2回(19年3月、昨年8月)の事例(TRY空売りの足伸ばしの逼迫が主因)と異なり、TRY建投資資産の売却とTRY売り為替の期日合わせの逼迫が主因と考えられた。

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



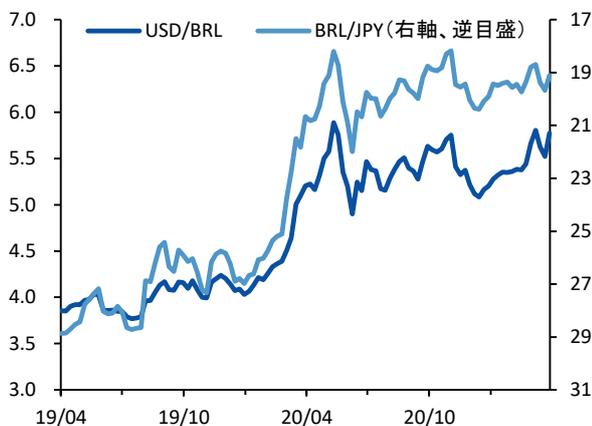
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: ついに利上げに転じた BCB

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

- 3月、BRLは前月比で続落となった。BRLは5.59台で取引を開始。月上旬には一時5.87台までBRL安が進んだ。米金利上昇に伴うリスクオフの流れに、財政と構造改革の先行き不透明感の高まりという固有要因が重なった。中旬にかけては、ブラジル中央銀行(BCB)による為替介入が功を奏し、月初からの下落幅を縮小。しかし、その後は国内の感染拡大や政治状況がいずれも悪化する中でBRLは再び5.80台まで売られ、5.63台で月末を迎えた。
- BCBは17日、政策金利(翌日物金利)を過去最低水準の2.00%から2.75%に引き上げることを全会一致で決定した。声明文では、インフレ率(IPCA)およびその見通しの上振れが主な要因とされた。インフレ率は5か月連続でBCB目標(2021年は3.75%)を上回っているほか、市場参加者の2021年のインフレ率見通しが足許で前年比+4%台後半まで上昇していることに対応する。
- なお、インフレ見通しに大きな変化が見られない限り、BCBは次回会合(5月5日)でも同程度の利上げを見込んでいるとした。また、財政と構造改革の先行き不透明感もBCBの判断に影響を与えそうだ。今回の声明文は多くの部分で変更・追記があった一方、この点についての記述はそのまま残されたからだ。
- 実際、ボウソナロ大統領は1日、ディーゼル燃料や調理用ガスへの一部課税の停止・撤廃を表明した。同大統領は金融機関向けの一部増税に言及も、議会が承認するのか、十分な財源が確保できるのかという点は不明だ。燃料価格の抑制を、減税や補助金もしくは石油公社への介入等、いずれの方法で成し遂げようと国庫負担は避けられず、財政悪化が一層進む可能性は高まった。
- また、ブラジル連邦最高裁判所は8日、ルラ元大統領の有罪判決を取り消した。この判決により、同氏は2022年の大統領選に出馬できる可能性がある。同氏は大統領時代(2003~2010年)に資源バブルを追い風に高成長を実現したことで、根強い支持を維持している。ボウソナロ大統領得としては、支持固めを目指したバラマキ色の強い政策へのシフトも必要になってこよう。それは、財政悪化を伴う。また、ルラ氏ら左派による政権奪取が意識されるほどに、議会内での財政再建や構造改革の気運も薄れやすい点も見逃せない。足許で、重要閣僚や軍幹部の離脱が続いている点も気がかりだ。
- コロナ禍と上述の政治混乱により、市場が期待してきた財政再建と構造改革のさらなる推進は難しくなりつつあるようだ。BRLも荒い値動きが想定され、今後3か月のBRLの想定レンジは5.20~6.00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: ブラジルボベスパ指数



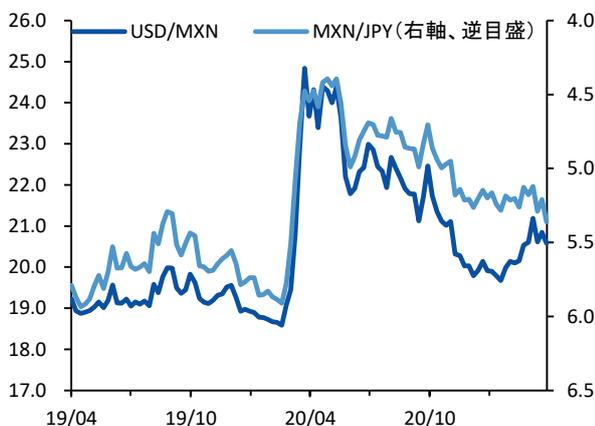
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 国有企業の優遇政策の行方に注目

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

- 3月のMXNは前月比で小幅反発。20.8台で取引を開始すると、月上旬は米金利上昇や株安のほか、電力産業法の改正という固有の問題も重なり、一時21.6台までMXN安が進んだ。その後、米金利上昇の一服や同改正法の一時差し止めを手掛かりに20.5台まで反発。FOMC後のリスクオン局面では20.2台を試した。月下旬はやや押し戻され、MXNは20.5~21.0のレンジ推移に移行。ただ、利下げ見送りもあり、月末にかけては20.4台まで戻した。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は25日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を4.00%で据え置くことを全会一致で決定した。实体经济の先行きには不透明感が残るものの、足許で消費者物価指数(CPI)がBanxicoの目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上抜けつつある点に配慮した。短期的なインフレ見通しに基づけば、年前半の追加利下げの可能性は低下したといえる。
- COVID-19の感染再拡大については、2月後半以降に行動規制を緩和する州が大勢となっており、ワクチンの普及がさらに後押ししよう。米国における追加財政出動は海外送金というかたちで消費を支え続けることになる。一方で、経済指標を見る限り、コロナ禍からの回復ペースは依然緩慢といえる。製造業・非製造業PMIは2月時点でも好悪の目安となる50を下回ったままである。対米輸出の要となる自動車生産に供給制約の問題が生じている点も気がかりだ。
- また、ロペスオブラドール大統領の国有企業の優遇方針も懸念材料だ。議会上院は2日、国内外から批判が集まる電力産業法の改正案を可決。同法案は10日に施行された。ただ、同日、民間事業者の提訴を受けて、裁判所は暫定差し止めを命じ、行政府と民間事業者の主張を公聴会で確認した上で、19日には同法案の差し止め措置を確定した。差し止めは最高裁による合憲判断がなされるまでを期限とし、これを審理する公聴会が4月下旬に開催される予定。もともと、大統領は違憲判断が下されれば、議会で憲法を改正する意向だ。
- 同改正案の影響は多岐に渡ろう。公共電力の調達で国営公社(CFE)が優遇されれば電力価格は上昇しそう。補助金で抑制しようとするれば財政に影響が及ぼう。民間企業からの訴訟も避けられず、賠償額は空港建設撤回問題のそれを上回るという指摘もある。また、国営企業優遇は民間企業の投資意欲を削ぐほか、新NAFTA(USMCA)協定にも抵触し対米輸出を巡る障害となりうる。
- かかる状況下、MXNを巡っては悪材料が相応に見受けられる点に注意したい。今後3か月のMXNの想定レンジは20.0~21.5とする。

図表 25: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

	2021年 1～3月(実績)	SPOT	2021年 6月	9月	12月	3月	2022年 6月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	6.4236 ~ 6.5793	6.5528	6.55	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7764	7.7743	7.78	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー (INR)	72.269 ~ 73.774	73.110	75.5	74.0	73.0	72.5	72.0
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14570	14525	14750	14200	13880	13850	13800
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1144.95	1131.83	1140	1130	1120	1130	1140
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.1590	4.1450	4.15	4.02	3.96	3.90	3.94
フィリピンペソ (PHP)	47.851 ~ 48.869	48.535	49.5	48.2	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3531	1.3451	1.35	1.31	1.30	1.28	1.29
台湾ドル (TWD)	27.764 ~ 28.663	28.500	29.5	29.3	29.0	29.3	29.5
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 31.40	31.24	31.6	30.6	29.9	29.4	29.6
ベトナムドン (VND)	22953 ~ 23164	23065	23170	23000	23100	23000	22950
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	72.5378 ~ 76.9661	75.6766	78.00	77.00	79.00	76.00	78.00
南アフリカランド (ZAR)	14.3966 ~ 15.6625	14.7891	14.20	13.90	14.90	15.50	16.00
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 8.4707	8.2577	8.70	9.20	9.70	9.40	9.60
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	5.1213 ~ 5.8789	5.6344	5.45	5.30	5.20	5.10	5.10
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.6357	20.4404	20.50	20.20	20.00	19.90	19.75
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	15.731 ~ 16.919	16.878	16.64	16.92	17.21	17.50	17.50
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 14.270	14.249	14.01	14.16	14.27	14.38	14.36
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.517	1.515	1.44	1.49	1.52	1.54	1.56
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.765	0.763	0.739	0.775	0.800	0.809	0.812
韓国ウォン (100KRW)	9.308 ~ 9.827	9.819	9.56	9.73	9.91	9.91	9.82
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 26.711	26.666	26.27	27.36	28.03	28.72	28.43
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.286	2.281	2.20	2.28	2.30	2.34	2.36
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 82.44	82.35	80.74	83.97	85.38	87.50	86.82
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 3.894	3.887	3.69	3.76	3.83	3.82	3.80
タイバーツ (THB)	3.405 ~ 3.561	3.545	3.45	3.59	3.71	3.81	3.78
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.4808	0.4803	0.47	0.48	0.48	0.49	0.49
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.502	1.464	1.40	1.43	1.41	1.47	1.44
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 7.512	7.490	7.68	7.91	7.45	7.23	7.00
トルコリラ (TRY)	12.798 ~ 15.265	13.386	12.53	11.96	11.44	11.91	11.67
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	18.478 ~ 20.091	19.660	20.00	20.75	21.35	21.96	21.96
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.427	5.420	5.32	5.45	5.55	5.63	5.67

注:1.実績の欄は2021年3月31日まで。SPOTは4月1日の8時20分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。
4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(3月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。