

2021 年 6 月 1 日

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国:いずれは訪れる米国の金融政策正常化.....	2
中国: CNY 高進展に当局がけん制に動く.....	3
インド: 新規感染者は縮小傾向も依然高水準 .....	4
インドネシア: 年内までの金融緩和の継続を示唆 .....	5
韓国: BOK が経済見通しを再び上方修正 .....	6
マレーシア: 変異株の感染拡大が懸念材料に .....	7
フィリピン: 21 年成長率を下方修正 .....	8
シンガポール: SGD の上昇余地は狭まりつつある.....	9
タイ: 景気低迷の長期化が引き続き懸念される .....	10
ロシア: 市場の注目は低く、目先は材料難が続く.....	11
南アフリカ: ZAR 反発局面はその終盤に差し掛かる .....	12
トルコ: 物価安定も政治的安定も二の次のままか .....	13
ブラジル: BRL 高要因が重なる.....	14
メキシコ: 強まる政権の介入、高まる懸念 .....	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:いずれは訪れる米国の金融政策正常化

マーケット・エコノミスト

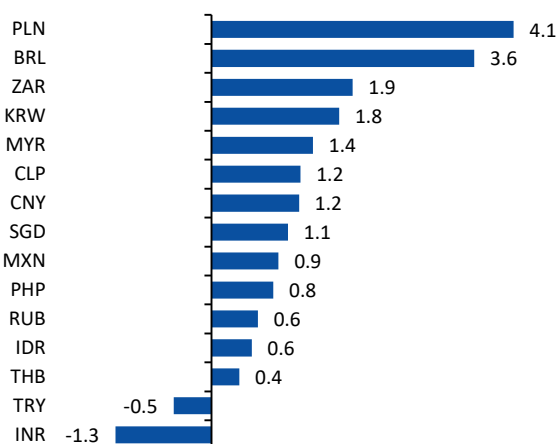
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

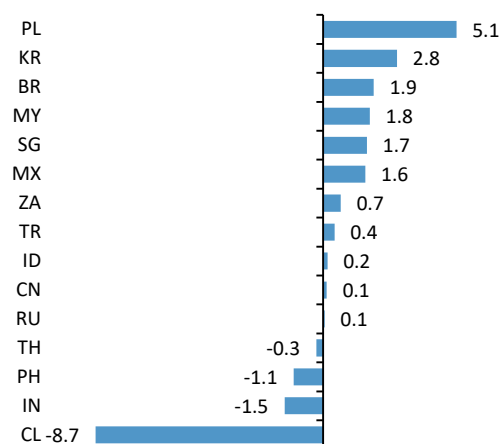
- 5月のMSCI新興国通貨指数は続伸。月初は1724台で取引を開始。米4月雇用統計の冴えない結果に米金利が軟調に推移すると、一時1743台まで上昇した。中旬には米4月CPIの強い結果にFRBのテーパリング早期実施への懸念が高まり、上昇は一服。下旬にかけては、4月FOMC議事要旨の公表を経て早期テーパリングの観測が後退。市場は米金利低下とドル安で反応し、同指数は騰勢を強めた。月末にかけては一時1757台を記録し、年初来高値を更新した。個別には、商品市況の一段高を受けてZARやBRL、RUBといった資源国通貨が堅調だったほか、ユーロ高に連れた東欧通貨の上昇が目立った。
- ドル高が一服した4月以降、先進国通貨はワクチン接種の進捗で選別される相場の様相が強まった。新興国通貨についてもやや趣は異なるがワクチン相場が形成された感がある。それはワクチン接種の進む国・地域との結びつきで選別される相場といえる。米国と中国との結びつきという意味では資源国通貨が、改善傾向がみえる欧州諸国との関係では東欧通貨が選好されやすい。
- 経済正常化が進む国・地域向けの輸出が伸びる一方、ワクチン接種で遅れる新興国は内需の持ち直しが鈍く、輸入の増加ペースが緩慢だ。その結果、新興国の貿易収支が改善(当該通貨の実需増)する恰好だ。もちろん、新興国の内需が回復し輸入が促されるにつれ、この一時的な貿易収支の改善は修正されよう。ただ、ワクチンの普及ペースを考慮すれば当面続きそうだ。
- 短期的に新興国通貨の方向感を変えるとすれば、実需ではなく金利面からとなろう。具体的には、米国金利の動向が引き続き重要となる。
- FRBによる早期のテーパリング実施懸念の高まりは一旦収束したようだが、それはテーパリングの可能性を否定するものではない。米国経済の正常化の進展に伴って、金融政策の正常化(≒テーパリング)はいずれ実施される。
- 5月に公表されたFOMC議事要旨(4月27日～28日開催分)では、「多くの参加者が、経済が目標に向かって急回復を続けるのであれば、来るべき会合のどこかで資産購入ペースの調整計画を議論し始めることが適切であると提案した」との記述が注目された。「次の一手」をテーパリングとして視野に捉え、その時期を探ることで意見集約が始まったようだ。
- 金融政策の正常化で追従できない限り、米金利上昇に耐性を示すことは難しいだろう。ただ、その前提として国内景気の持ち直しが必要だ。その時、自国のワクチン接種の進捗が問われる本来的なワクチン相場が始まろう。

図表 1:新興国通貨騰落率(2021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(2021年5月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国: CNY 高進展に当局がけん制に動く

マーケット・エコノミスト

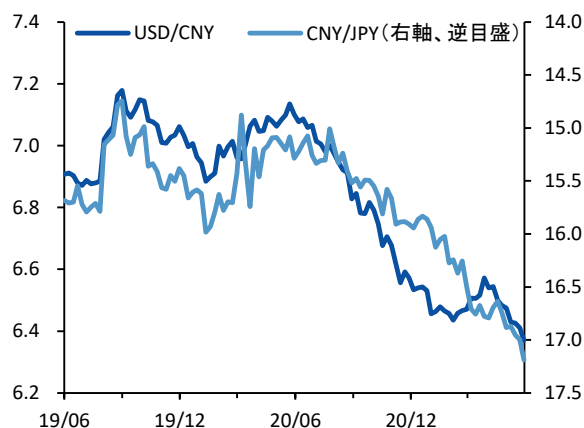
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月、CNYは前月比で反発、3年ぶりとなる水準に到達した。CNYは連休明け6日に6.48台で取引を開始。その後、ドル売りの流れに6.41台までCNY高が進んだ。中旬に入るとドルの反発に6.45台まで一時戻されるも、概ね6.42～6.44でのみ合いに移行した。下旬は米テーパーリング懸念が和らぐ中、商品市況の高騰の影響を相殺すべく通貨高が容認されるとの思惑も重なり、CNYは再び上昇。2018年5月以来となる6.35台を試し、6.37台で月末を迎えた。
- 1～4月期の経済指標には事前の市場予想を下回るものもみられたが、概ね中国経済の再加速を確認するものであった。コロナ禍前の2019年の同時期と比較すると、ワクチン接種の進捗による欧米経済の正常化への動きを背景に輸出が+29.3%、鉱工業生産は同+14.4%、固定資産投資は同+7.6%と1～3月期(それぞれ同+28.7%、同+14.0%、同+5.4%)からやや加速した。
- 他方、1～4月期の小売売上高は2019年の同期比+7.8%と1～3月期(同+7.6%)からやや加速も、2010年以降にみられた10%前後の伸びには依然届かない。失業率はすでにコロナ禍前の水準に低下しつつあるが、いわゆるギグワーカー等の増加が指摘される等、家計の改善は依然鈍い可能性がある。
- 実際、雇用の受け皿となる中小企業を支援すべく、中国人民銀行(PBoC)は潤沢な流動性を供給しており、市場の主要金利は低位安定が続いている。
- こうした強弱まちまちの状況を考慮すると、5月後半にみられたCNYの一段高は、思惑先行であったと考えたい。21日にはPBoC当局者がコモディティの輸入価格上昇を相殺するためのCNY高を容認すべきとの主張が伝えられた。また、中国国家発展改革委員会は24日、原材料価格高騰の問題を巡り、過度の投機や違反行為を「一切容認しない」と表明。前日には、関連企業の幹部を集め、高騰する国際市況に合わせた価格つり上げをやめるよう指導した。
- もともと、PBoCは27日に通貨高は商品価格高騰の相殺手段ではないとの声明を発表。さらに31日、中心レートを市場予想よりCNY安水準に設定し一段のCNY高をけん制したほか、外貨預金準備率の引き上げ(6月15日発効、5%→7%)を発表している。短期的なCNY高相場の一巡は近そうだ。
- 実需面では、商品市況を受けた輸入額拡大や中国EU投資協定発効の事実上の棚上げ、燦る国有の不良債権受け皿会社大手の資金繰り問題といった、悪材料があるのも事実。短期的な反動を経て、中長期的なCNYじり高局面への復帰を想定し、CNYの今後3か月の想定レンジは6.25～6.55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:新規感染者は縮小傾向も依然高水準

マーケット・エコノミスト

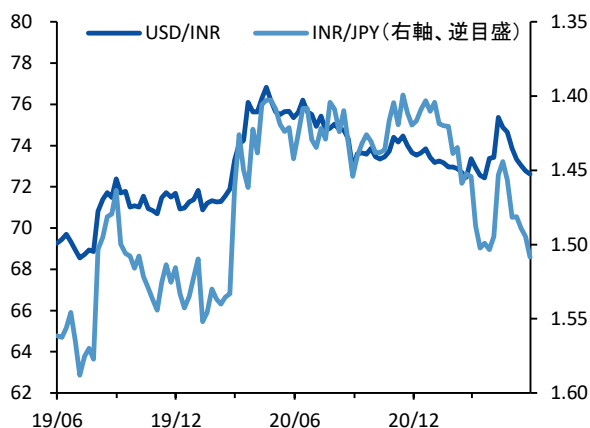
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

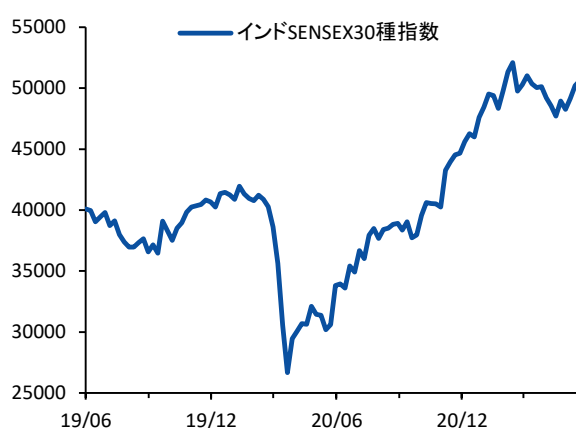
- 5月のINRはじり高の展開。月初、74.20台で取引を開始。上旬は新型コロナウイルスの感染拡大ペースが過去最悪となる状況下、軟調な推移が続いた。月安値の74.30台をつけた後は、米4月雇用統計の結果が予想を下回ったことでドル安に転じた。中旬以降は感染者数のピークアウトが好感される格好となりINRは堅調推移。国内株式市場に資金流入が続いたこともINR相場を支えた。下旬は米国での早期の金融緩和縮小の可能性が後退したことが材料視されドル安が継続すると月末にかけては月高値の72.40台をつけた。
- 1日当たりの新型コロナウイルスの新規感染者数は月前半に40万人を超えるペースとなった。後半にかけては減少傾向となったものの、月末時点で1日当たり20万人程度の新規感染者が確認されている。都市圏では厳重な活動制限措置が継続しているが、政府は31日から段階的に緩和していく方針を示している。また、ワクチンの接種に関してもワクチン不足が懸念材料となっており、中旬には当初予定していた44歳以下の接種を見送ることが決定している。一般の活動制限措置とワクチン接種計画の乱れは、経済回復を遅らせる公算が大きい。市場では今年度のGDPが前年比で▲0.5～▲2.0%ポイント下方修正されるとの見方が広がっている。
- 1～3月期GDP成長率は前年比+1.6%となった。市場予想の同+1.0%を上回り、前四半期に続いてプラスを維持した。内訳をみると、GDPの約6割を占める個人消費が+2.6%と4四半期ぶりのプラスを記録した。産業別では製造業を中心に業績の改善が進んでおり、サービス業に関しても金融・不動産業など、堅調な推移と業種もみられた。なお、21年度(20年4～6月期から21年1～3月期)のGDP成長率は同▲7.3%となり、96年の統計開始以降で初のマイナスとなった。年度後半には製造業と建設が回復の兆しを見せたが、国内での複数回のパンデミックとそれに付随するロックダウン措置の長期化が大きく足を引っ張る格好となった。
- INRの動向に関しては軟調推移を予想する。上述の通り成長率の下方修正は避けられない情勢となっており、今後の経済回復の鍵を握るワクチンも米国をはじめとする先進国との格差を縮める状況には至っていない。これに付随して主要国と経済見通しの内容にも違いが出てくることも考えられる。そういった意味でも、6月初旬に開催予定のインド準備銀行(中央銀行)の金融政策会合では、足許の景況感に関する見解や今後の経済見通しに注目したい。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

## インドネシア：年内までの金融緩和の継続を示唆

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IDRは月半ばにかけて値を戻す展開。月初、14400台で取引を開始。上旬には1〜3月期GDPが発表され、経済活動の正常化に近づいていることが確認されたほか、米4月雇用統計の冴えない結果を受け、一時月高値圏の14100台を推移した。中旬はIDR買いが一巡し、米4月CPIの予想を超える結果が米金利上昇を招き、14400付近まで反落した。下旬は、月末にかけてのドル買い需要と国内市場への資金流入が交錯する格好となりやや方向感にかける値動きとなった。月末にかけては14200台での取引となった。
- BIは25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3会合連続で3.50%に据え置いた。引き続き、BIが16年に7日物リバースレポートを主要政策金利とした以降では過去最低の金利水準となっている。今後についても、量的緩和政策の継続など金融市場の安定性を強化すべく政策スタンスは緩和的な姿勢を維持する方針。また、利下げ余地が狭まりつつある中で、金融機関による貸出のてこ入れや個人消費の喚起など利下げ以外の施策に注力する意向を示した。
- 1〜3月期GDPは前年比▲0.7%となり、4期連続でマイナスを記録した。世界経済の回復が国内経済の回復に先行し、米国や中国への輸出が改善していることが景気を下支えする状況となっている。一方、GDPの約6割を占める内需は減速が長期化しており、前年比▲1.3%となった。しかしながら、BIは4〜6月期以降の成長率はプラスに回復するとしており、前回会合時点で前年比+4.1〜+5.1%としていた21年の成長率予想を据え置いている。
- 4月CPIは前年比1.42%と引き続き低迷が続く。BIは今後、燃料価格の回復に伴うベース効果や経済成長がプラスに転じる過程で上振れ余地があるとしたものの、大幅な上昇は見込んでいない。今回、ペリー総裁は政策金利の変更の目安の1つとして物価上昇の兆候が現れることと述べており、それは早くとも来年初になるとの見解を述べている。
- IDR相場については、軟調推移を予想する。米国経済の正常化に伴う米金利の上振れやインフレ加速の可能性は引き続きIDR安要因になると考えられる。国内要因としては引き続き、新型コロナウイルスの感染とワクチンの接種動向を注視したい。国内のワクチンの接種率は依然100人当たりで10人以下の水準となっており、先進国(特に米国)との接種の格差が広がって、経済正常化ペースの勢いが一層顕在化した場合には、IDRの上値を押さえる公算が大きい。

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 が経済見通しを再び上方修正

マーケット・エコノミスト

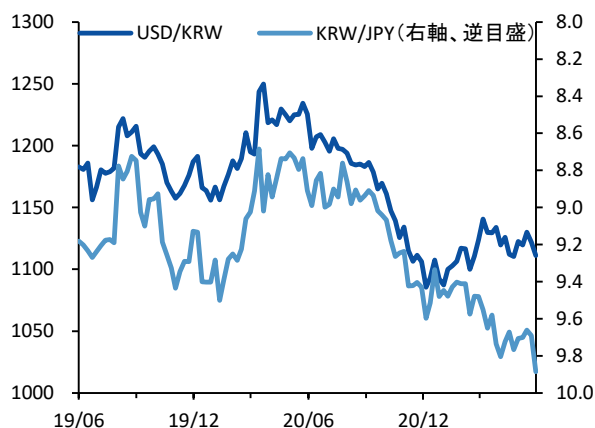
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のKRWは往って来いの展開となり前月比ではほぼ変わらず。1115台で取引を開始すると、米テーパリング懸念を背景とするリスクオフに弱含む展開となった。上旬は1126台までKRW安が進展後、一時1110台まで戻すも、中旬には株売りに伴って1137台まで再び売られる場面がみられた。米テーパリング懸念が和らいだ下旬にはKRWも持ち直しに転じ、1110台で月末を迎えた。
- 韓国銀行(BOK)は27日、最新の経済見通しを発表。実質GDP成長率については、2021年が前年比+4.0%、2022年は同+3.0%と2月時点の見通し(それぞれ同+3.0%と同+2.5%)から上方修正された。需要項目別に設備投資、純輸出(財)、知的財産投資の順で寄与が大きかった。
- 輸出(財)の力強い拡大は、半導体等のIT製品の需要拡大継続のみならず、主要国経済の回復による非IT製品の需要回復にも支えられていく見通し。この従来想定以上に堅調な外需見通しが、国内の設備投資や知的財産投資を一層促す。政府も13日、半導体産業の競争力向上を目指し「K-半導体戦略」を発表。文大統領は「2030年総合半導体強国」という目標を掲げ後押しする。
- 他方、個人消費の回復ペースは依然楽観視していないようだ。今回、BOKは2021年については事実上据え置き、2022年を小幅上方修正したにすぎない。第2次補正予算を巡る観測報道が出てくるのも、財政による支援が必要な世帯が少なくないことを示唆する。建設投資については事実上、下方修正された。
- 当然ながら、こうした見通しはCOVID-19の感染拡大やワクチン接種の動向次第で変わりうる。ちなみに、上述のBOKのベースシナリオは、先進国や韓国では年後半に、新興国は来年にも感染拡大が収束に向かうことが前提となる。
- こうした中、BOKは27日、政策金利(7日物レポ金利)を過去最低の0.50%で据え置くことを全会一致で決定した。声明文では、景気見通しの上方修正や一時的なインフレ圧力に言及しつつも、COVID-19を巡る不確実性が根強く、需要面からのインフレ圧力は穏やかなものととどまるとの見解が示された。
- 李総裁は会見で、金融政策の秩序だった調整に向けた準備を進めつつも、年内の利上げは経済の回復度合いに依存するとの見解を示した。また、金融政策を正常化していく過程で生じうる家計負担を最小にとどめたいとしている。金融政策の正常化(利上げや緩和策縮小)の検討は慎重に進められそうだ。
- 実需面では、堅調な輸出や債券への資金流入の継続でKRW高要因が優勢とみる。KRWの今後3か月の想定レンジは1080~1130とみておきたい。

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: 変異株の感染拡大が懸念材料に

マーケット・エコノミスト

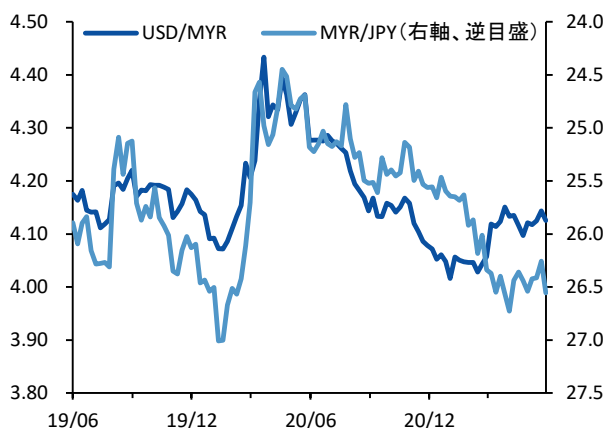
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMYRは下落する展開となった。月初4.10台で取引を開始。上旬はマレーシア中銀(BNM)が政策金利の現状維持とともに景気の回復を示したことが好感され月高値の4.09台まで上昇。その後は、米国で4月CPIが大きく上昇したことをきっかけに米金利が上昇し、軟調地合いとなった。後半にかけては、国内での変異株の感染拡大が急加速し、引き続きMYRも値を下げる状況が続いた。政府が活動制限措置を強化すると月安値の4.14台まで下落し、月末にかけても安値圏での推移が続いた。
- BNMは6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5会合連続となる。声明文では、海外からの変異株が国内で確認されたことによって一部地域ではロックダウン措置が採られているが、現状経済成長に大きな支障をきたすものではないとの見解を示した。引き続き感染再拡大が進む可能性を警戒する必要はあるものの、国内でのワクチン接種の進展や世界経済の回復に伴って国内での経済活動が活性化することで景気の改善は進むとしている。BNMは現在の金融政策を適切とし、今後も物価水準と国内景気の動向を注視しながら、必要に応じて金融政策を活用していくと総括した。
- BNMは21年のインフレ目標を前年比+2.5~+4.0%に据え置いた。同時に、食品やエネルギーなど政策の影響を受けやすい項目を除いたコアインフレ率は同+0.5~+1.5%に留まるとの見方を維持している。
- 1~3月期GDP成長率は前年比▲0.5%となった。前年比で4四半期連続のマイナス成長を記録した。GDPの約6割を占める個人消費が同▲1.5%となった。産業別ではサービス業が同▲2.3%となったものの、製造業は同+6.6%となり徐々に景況感の回復度合いに差が出ていることを示唆する結果となった。また、製造業の回復に伴い、輸出が同+11.9%と大きな伸びを見せており、引き続き外需の回復がマレーシア経済をけん引していくものとみられる。
- MYRは、揉み合い推移を予想する。前月に続き先進各国でのワクチン接種の拡大に伴い、リスク許容度が改善し、原油、天然ゴム、パーム油といったコモディティの需要が伸びている点は好材料であるものの、国内での変異株の感染拡大が大きなリスク要因となっている。また、外部要因に相場が左右される展開も継続しそうであり、特に米国での景気回復ペースと財政・金融政策の見直しに関する議論はMYRの相場変動要因となり得る。

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:21 年成長率を下方修正

マーケット・エコノミスト

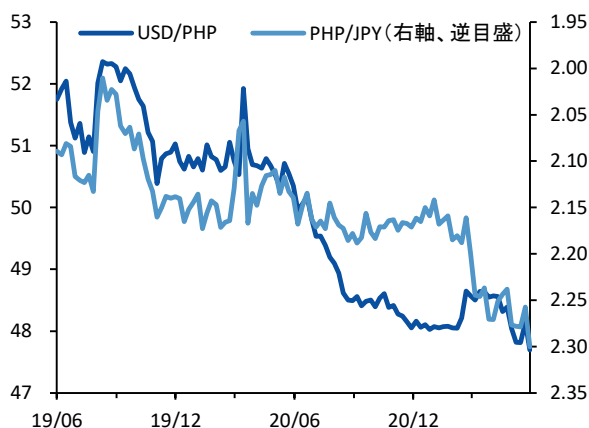
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のPHPは年初来高値を更新する展開。月初、48.10台で取引を開始。上旬は米4月雇用統計の軟調な結果を受けて、PHPは48.00を上抜けた。中旬にかけて、1～3月期GDPの結果が予想を下回ると上昇は一服し、PHPはやや方向感に欠けた値動きとなった。下旬には、月末を意識したドル買いが強まって48.10台まで下落したが、買い一巡後は米金利の低下に伴って、ドル安が進みPHPは47.70付近まで上昇し、年初来高値を更新した。
- フィリピン国家経済開発庁(NEDA)は、ドゥテルテ政権が看板政策に掲げる大規模インフラ整備計画で、新たに総額1兆7,820億ペソ(約2.3兆円)規模の事業の承認に向けて審査に入った。現政権は16年に発足後、積極的な財政支出を通じて累計で3兆8,700億ペソ規模のインフラ投資を継続していた。コロナ禍においてGDP成長率が前年比で5四半期連続のマイナス成長となる中、景気の浮揚策として公共事業の位置付けは依然高いものとなっている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は12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に4会合連続で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長期化する中、内需を継続して支える必要性を述べ、足許の物価と経済成長見通しに鑑みて金融政策の現状維持が妥当であると総括した。
- 21年1～3月期GDPは前年比▲4.2%となった。前期に続いてGDPの約7割を占める個人消費が前年比▲4.8%とマイナスを記録したほか、企業の設備投資に関しても同▲13.8%と軟調な結果となった。一方で、政府部門の支出は同+16.1%と上昇が続いている。しかしながら、政府は中旬に21年のGDP予想を▲0.5%ポイント下方修正して同+6.0～7.0%になるとの見通しを発表した。こうした状況下、巨額の財政支出の継続と減税措置のほか、ワクチン接種計画を展開し、早期の経済活動の正常化を実現させる施策を通じて、来期以降の景気回復を下支えする方針を示した。
- PHPは揉み合う展開を予想する。PHPの堅調推移の背景には米金利の上昇が一服しドルが調整局面にあったほか、貿易赤字が例年比で縮小している状況が続くほか、海外労働者送金実績も昨年多くの帰国者が出た中で、前年比で堅調な水準を推移している点大きい。原油価格の上昇やワクチンの接種の拡大に時間を要している点は引き続きリスク要因であるものの、コロナ禍における実需の堅調さは無視できず、方向感の出にくい値動きとなりそうだ。

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: SGD の上昇余地は狭まりつつある

アジア・オセアニア資金部

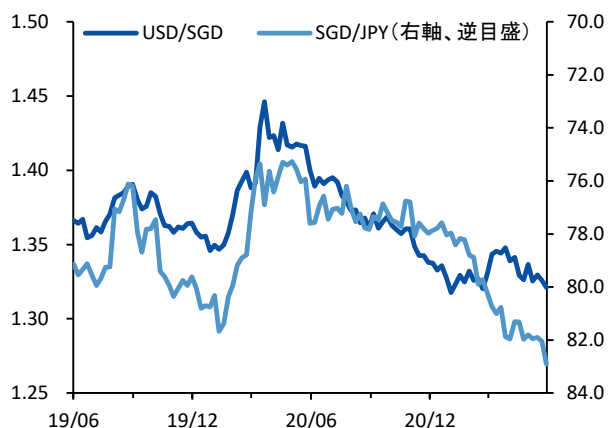
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- SGD の方向感としては、ドルの軟調推移を背景に CNY が断続的に高値を更新している状況を踏まえれば SGD の堅調推移が継続すると予想される。しかし、これはシンガポールのファンダメンタルズの改善やシンガポール通貨管理局 (MAS) の金融政策の正常化への期待に基づくものではない。むしろ、SGD が貿易加重ベースでも、対ドルベースでもやや高値になりすぎていることに注意が必要である。
- 過去の本欄でも、しばらくの間 SGD 高が続くと指摘してきた。当行のモデルが正しいとすれば、名目実効為替レートは 4 月中旬の MAS 会議以降、概ね政策バンドの中央値より 120~150bps 上で推移したことになる。4 月後半の MAS の会合以降、名目実効為替レートが若干軟化したことは確かだが、政策バンドの中央値を 40~80bps 上回っていた 1~3 月期と比べると、SGD の上昇余地はほとんどなくなっている。
- 一方で CNY の堅調推移が続く限り、当面の間 SGD が追随していく可能性がある。CNY は SGD の貿易加重通貨バスケットの最大の構成要素の一つだからである。足許の CNY の騰勢を見ると、向こう 1~3 か月は対ドルで 1.31 を窺う勢いで進む可能性があるが、中国人民銀行 (PBoC) がこれほどハイペースの CNY 高を許容しないのではないかという思惑も垣間見え、3~6 か月後の USD/CNY は調整局面に入ることが考えられる。また、PBoC と米 FRB の異なる政策運営を横目に CNY と USD のボラティリティが同時に、しかも無関係に増す可能性がある。
- ドルの下振れと CNY の上昇に促された SGD の上昇は、長期的視点に立てばやや不安定な値動きへと移行すると我々は予想する。今後米中関係の緊張が続いた場合や、国内でも景気回復によってアフターコロナを見据える局面において米国の政策転換を促すこととなるだろう。先に説明した通り、SGD の上昇余地が限定的であるということが意識されることとなれば、SGD は 22 年 1~3 月期にピークを打つかもしいない。その後は、米国の「テーパリング」リスクが材料視され、SGD は値を下げる展開になるだろう。
- 日本を除くアジア通貨の動きは多様で、それが名目実効為替レートのボラティリティを高める可能性もあるが、SGD 自体は低リスク通貨であり実際にはその魅力を際立たせる可能性のほうが高い。よって、USD/SDG のボラティリティが高まったとしても、現段階では名目実効為替レートは高値圏の推移が続くだろう。

図表 13: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## タイ: 景気低迷の長期化が引き続き懸念される

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 5月のTHBは揉み合う展開。月初31.20付近で取引を開始。上旬は国内での景気刺激策の発表や米4月雇用統計が軟調な結果を受け、一時月高値の31.10台まで上昇。中旬にかけては、米4月CPIが予想を大きく上回り米金利が上昇したことや、国内での感染拡大が嫌気されてTHBは月安値の31.50まで反落した。下旬は米国での早期の金融緩和縮小の可能性が後退したことが材料視されてドル安地合いとなった。月末はCNYが対ドルで3年ぶりの高値をつける動きに連れ高となって、月初の水準にまで値を戻すこととなった。
- タイ国家経済社会開発委員会(NESDC)は17日、21年の1~3月期GDP成長率が前年比▲2.6%と発表した。マイナス成長は5四半期連続となった。詳細を見ると、民間投資や政府投資は前年比でプラスを回復したものの、個人消費が同▲0.5%と軟調地合いが続いたほか、財とサービスの輸出が同▲10.5%、サービス輸出は同▲63.5%減少したことが大きく足を引っ張る格好となった。国内での感染第3波は過去最悪の状況となっており、NESDCは、4~6月期以降の結果についても厳しい内容になると予想している。
- タイ中央銀行(BOT)は5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8会合連続で現状維持となった。BOTは国内での感染第3波の影響で経済成長が大幅に鈍化する可能性を指摘し、金融システムが一段と不安定となっている点も今後のリスク要因として挙げた。
- BOTは今後について、為替動向や資本フローの状況を注視しながら、引き続き緩和的な姿勢を維持するとしうえで、現段階では限られた政策余地を温存する必要があると総括した。ワクチンの接種拡大が景気回復の起爆剤となるとの見解を示し、政府に対してワクチン普及を加速させる政策を実施させるべきとの要望を述べた。
- THBは方向感の出にくい相場を予想する。国内での活動制限措置が長期化している状況は引き続きTHBの上値を押さえる要因となる。片や、CNYの堅調推移は買い材料が大きくないTHBの下支えとなっているほか、今後の中国経済の正常化はタイの輸出をけん引する要素として無視できない。また、米金利水準は上昇リスクの方が強いと考えられるが、金利上昇の引き金となりそうな金融緩和の縮小に関する議論の本格化は年後半になる可能性が高く、米金利変動が相場に及ぼす影響は1~3月期よりも小さいものと考えたい。

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:市場の注目は低く、目先は材料難が続く

シニア為替ストラテジスト

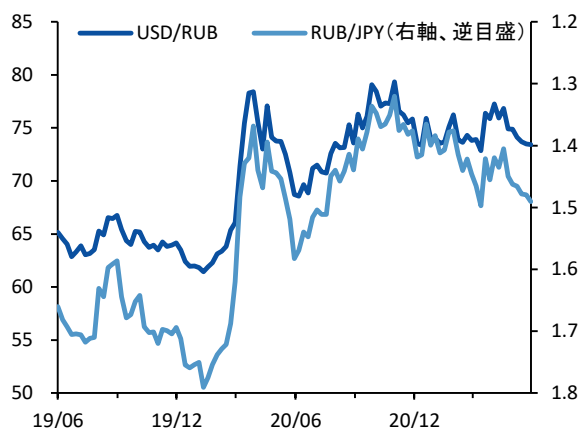
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のRUBは、上昇。原油価格(ブレント)は高止まりと言える水準にはあったものの、必ずしも堅調というわけではなかったし、RUB 建ロシア国債(OFZ)は堅調気味ではあったものの、RUB 続騰を裏付けるほどの勢いはなかったから、RUB だけが一方的な上昇を続けた経緯には些か違和感もあった。
- RUB 堅調の要因を、敢えてロシア側に求めるのであれば、引き続き、ロシア中銀(CBR)による積極的な金融引き締め(利上げ)姿勢や、米ロ間の緊張緩和に対する期待感の高まり(追加制裁懸念の後退)などを挙げることはできた。
- ロシア市場は、5月4日~7日がコロナ禍蔓延抑制のための臨時休日となり、元々休日だった3日、10日と合わせて、月初から10連休となった。その間、流動性の低下した市場で、RUBは3日の安値75.837(対USD)から7日の高値73.500(同)まで大きく水準を切り上げた。
- 7日のRUB上伸は、同日発表された米4月雇用統計の低迷を受けたUSD安の裏返しでもあったし、12日のRUB下振れは同じく米4月CPIの大幅上振れが米長期金利上昇を誘った結果のUSD高の裏返しでもあった。
- RUBが独自の要因で水準を切り上げ始めたのは、18日、「バイデン米大統領が、建設中のノルド・ストリーム2の運営会社を追加制裁の対象から除外する」との観測が広がったことが一因となった。前後して、「米ロ首脳会談は6月半ば、ジュネーブにて開催」との観測が広がり、25日までに正式に「16日に開催」と確認されたことも、同じ文脈でRUB押し上げに寄与したことだろう。
- ただ、RUBの一方的な堅調推移とは裏腹に、金融市場全般のRUB、或いはOFZに対する関心は極めて低いように感じられた。営業日が大幅に少なかったことも或いは影響したかもしれないが、5月中は、ロシア発のニュースが金融市場の注目を集める機会も極端に少なかったように感じられた。
- RUBの先行きを占う上で、まずは、今月16日の米ロ首脳会談に注目だろうが、米大統領選への干渉、ウクライナ情勢、ナワリヌイ氏問題などの懸案解消に向けて大きな前進が期待されているとも思えない。市場が期待できる最大限の成果は、両国関係の今後について透明性、予測可能性を高める努力を、両国が払っていく姿勢を明確に示すことぐらいではなかろうか。
- CBR金融政策も、金利先渡(FRA)市場では年内に+100bpを超える追加利上げが既に織り込まれており、物価大幅下振れが利上げ観測を後退させるような(目先考え難い)展開以外に、RUBが材料視するような展開は想定し難い。

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:ZAR 反発局面はその終盤に差し掛かる

シニア為替ストラテジスト

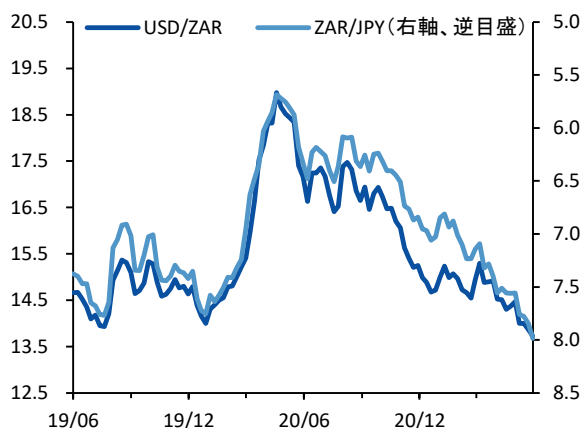
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のZARは、上昇。4月終値から5月高値までの上昇幅は、対USDで5.9%、対円で6.0%弱に上った。並行して、ドル指数(ICE)は最大1.9%程下落しており、ZAR上昇の一部はUSD安の結果とも言えたが、ZAR高が進行していた事実は疑いようもなかった。
- ZAR堅調の最大の要因は、南ア国内政治と思われた。与党アフリカ民族会議(ANC)全国執行委員会(NEC)は、5日、マガシューレ幹事長の即時職務停止を決定。反ラマポーザ大統領派(ズマ前大統領派)の重鎮と言える同幹事長の職務停止は、ラマポーザ大統領の政治基盤固めを決定付けた。
- ラマポーザ大統領の推進する構造改革が、早くも具現化したのは、25日、南ア電力公社(Eskom)の分社化(発電、送電、配電)発表。財政赤字/債務の温床であった各種国営企業の合理化/再建は、南ア政府の最優先課題のひとつであったが、ラマポーザ大統領就任後3年以上を経て、これまで遅々として進んでこなかった改革が、一気に実を結び始めた感があった。
- 南ア準備銀(SARB)金融政策動向も、この間のZAR押し上げ要因の一部ではあっただろう。19日発表された南ア4月CPIは、前年比+4.4%と、SARB誘導目標(+3~6%)の中央値近辺にとどまったものの、前月の同+3.2%からは急伸。4月末に発表されていた南ア3月財政収支、同貿易収支の大幅上振れや、南ア3月製造業生産(11日)、同鉱業生産(13日)なども市場予想を明確に上振れた。同国経済の回復基調が裏付けられたことで、4月中に一旦低下した利上げ期待は、この間、じわじわと高まっていった。
- ただし、この先のZAR上昇余地は徐々に狭まりつつあるように思われる。上述南ア経済回復の原動力は、南ア交易条件の改善にあったが、南ア主力輸出品(資源)の国際価格の上昇と並んで、ZAR安はその大きな要素であったはず。既にZARは一昨年水準を回復しており、昨年進んだZAR安が供給した対外競争力は失われてしまった感が強い。
- また、SARB利上げ観測は、ZAR押し上げ要因であると同時に、南ア国債利回り上昇(=価格低下)要因でもある。南ア10年国債利回りは、既に、過去5年余りコアレンジを形成してきた9.0~9.5%水準まで低下しており、この先、9.0%を割り込むような展開は想定し難いのではないか。加えて、米など主要国/経済のインフレ警戒感が強まり、遠からぬ将来の金融緩和縮小観測が台頭しつつある状況も、南アを含む新興国経済への投資資金流入の先細りを予見させる。

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:物価安定も政治的安定も二の次のままか

シニア為替ストラテジスト

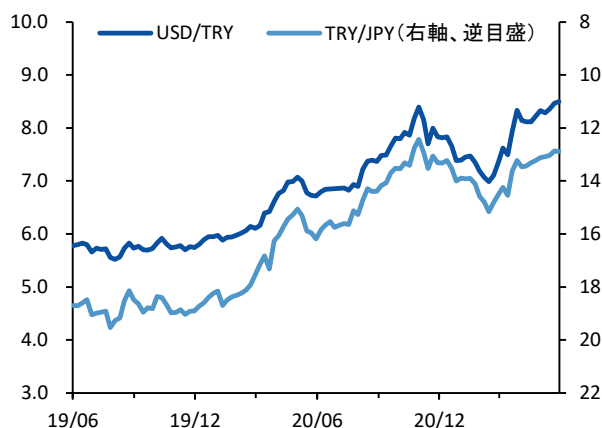
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 5月のTRYは、ほぼ一貫した軟調推移。対円でこそ史上最安値更新はならなかったものの、対USD、対EURでは小幅ながら史上最安値を更新した。
- 史上最安値近辺の相場というのは、通常、安値を更新して続落するか、更新に失敗して反発するか、相応に市場の注目を集める傾向にあるものだが、そういう水準で動意に乏しい横這いを続ける値動き自体が、市場のTRYへの関心の低さを物語っていたと言えるのではないかと。
- 断続的に観察されたTRYの上下動も、その多くはトルコ側の要因によるものではなく、米要因によるUSDの上下動の裏返しと言えた。例えば、7日発表された米4月雇用統計は市場予想を大幅に下回り、米長期金利低下とUSD安を招いた。12日に発表された米4月CPIは強めの市場予想を明確に上回り、逆に、米長期金利上昇とUSD高につながった。17日に前後したUSD安も、複数の米連銀高官が、金融政策の方向転換(=金融緩和の撤回/金融引締め)には時期尚早との見方を示したことが材料視された結果の値動きと考えられた。
- 3日発表されたトルコ4月CPIは、前年比+17.14%と、前月の同+16.19%から、23か月ぶりの高水準へと続伸した。政策金利(1週間物レポ金利)を19.00%に据え置いた6日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は、「物価が明確に下落するまで現行スタンス(高金利)を維持する」と明言した。どちらも敢えてTRY押し上げ方向の材料と読むことはできなくもなかったはずだが、いずれもTRYの持続的な反応を引き出すことはなかった。
- エルドアン大統領は、25日、CBRTオズバズ副総裁を更迭。同大統領が中銀高官人事に介入するのは、3月のアーバル総裁(当時)解任、チェティンカヤ副総裁(当時)解任に続いて、僅か2か月あまりの間に3人目。中央銀行の独立性という視点で、投資市場から歓迎される動きでは決まらなかっただろう。
- また、同大統領は、総額46億リラの一時金給付(18日)、中小企業支援融資策(26日)などのコロナ禍対応追加支援策を相次いで導入。前後して、その財源確保の一部として、燃料に対する特別消費税(OVT)率の引き上げも発表した(20日)。コロナ禍対策が重要である点は疑う余地もないが、一連の策が物価押し上げ要因である点にも留意は必要であろう。
- 月末のTRY続落には、最大野党共和人民党(CHP)次期大統領候補の一人、イマモウル・イスタンブール市長の検挙(侮辱罪?)も影響したのではないかと。こうした事件はトルコ政治の予見性という意味で不安視される可能性もあろう。

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:BRL 高要因が重なる

マーケット・エコノミスト

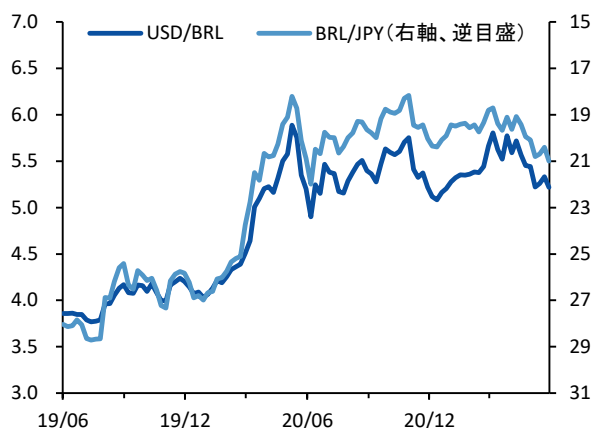
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月、BRLは前月比で続伸。5.41台で取引を開始後、米テーパリング懸念に5.48台まで弱含むも、商品市況の上昇や利上げを支えに5.19台まで上昇した。中旬はリスク回避の動きが重しとなり、徐々に上昇幅を失う展開となった。ただ、下旬に入り、米テーパリング懸念の後退や構造改革の進展期待という固有の要因が追い風となり再びBRL高となり、5.21台で月末を迎えた。
- ここ2か月間で10%超の上昇をみせたBRLであるが、主に3つのBRL高要因が挙げられる。まず、商品市況の上昇である。ブラジルの主要な輸出一次産品である鉄鉱石や大豆の価格は騰勢を強めた。これによりブラジルの貿易黒字は高水準を続けており、4月については過去最高額を更新した。
- もうひとつは、経済の持ち直しである。COVID-19の感染再拡大の影響で、3月経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比▲1.59%と11か月ぶりのマイナスとなったが、市場予想(同▲3.40%)程には落ち込まなかった。また、ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイによれば、成長率見通しは上方修正が続いている。こうした中で、高まるインフレ圧力にBCBは利上げでの対応が可能になっているといえる。BCBは5日、政策金利(翌日物金利)を75bp引き上げて3.50%とするともに、次回6月会合での同程度の利上げを示唆した。
- 利上げはBRL売りをけん制しよう。先々の利上げを織り込む格好で債券利回りが上昇しており、投資妙味も生まれつつある。また、経済の持ち直しは株式市場の支えとなる。主要株価指数は再び史上最高値を試そうとしている。
- そして3つ目の要因が、市場がかねてから注目しつつも年金改革以降は停滞が続いてきた構造改革の進展期待である。ゲデス財務相は13日、メディアのインタビューに税制改革や公務員改革の進展に言及。実際、上下両院議長は25日、大幅に遅れていた税制改革の審議を加速させることで合意した。ブラジルの競争力低迷の要因といわれてきた複雑な税制の簡素化が再び動き出す。
- もちろん不安材料も残る。経済面では、ワクチン接種が進むとみられる一方で、変異種による感染再拡大も伝えられる点は気がかりだ。また、構造改革の面では、来年の大統領選を見据えてルラ元大統領の支持が一層拡大し、ボウソナロ大統領政権のレームダックが促されうる点には注意したい。
- BRL相場については、足許にかけてBRL高要因が重なってきたものの、逆風もまた吹きやすい地合いにあると考える。今後3か月のBRLの想定レンジは5.00~5.60と、下振れ余地をやや厚めにみておきたい。

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: 強まる政権の介入、高まる懸念

マーケット・エコノミスト

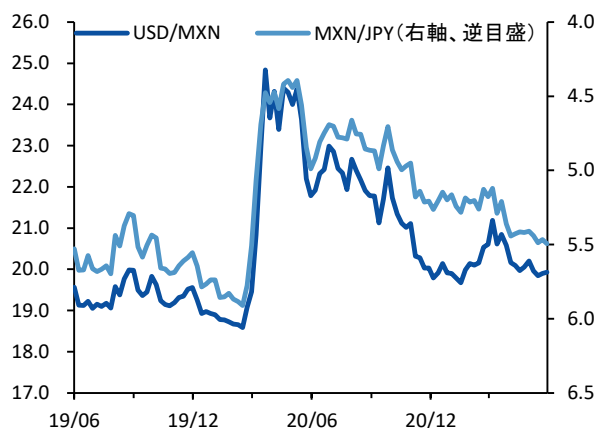
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 5月のMXNは前月比で小幅続伸。MXNは20.2台で取引を開始し、上旬にはリスクオンの流れに19.8台を試した。中旬はその巻き戻しで一時20.2台まで押し戻されたが、米テーパリング懸念後退や国内での炭化水素法改正案の一時差し止めを手掛かりに、19.7台まで持ち直す場面が見られた。下旬は概ね19.8~20.1でのみ合いとなり、19.9台で月末を迎えた。
- メキシコの1~3月期実質GDP成長率は前期比+0.8%となり、3四半期連続のプラス成長を達成した。経済活動指数(いわゆる月次GDP)を参考にする、2月にはCOVID-19の感染再拡大の影響で景気が一時落ち込んだものの、3月にはそれを補って余る伸びをみせたもよう。3月以降はCOVID-19を巡る行動規制は緩和方向にあり、メキシコ中央銀行(Banxico)の市場サーベイによると、2021年の実質GDP成長率見通しは4月時点では前年比+4.76%となっている。昨年末時点での見通し(同+3.57%)から上方修正が続いている。
- ただ、Banxicoは不確実性への警戒を緩めてはいない。25日、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。声明文では、セクター間の顕著な差異を伴いながら当面は経済の緩みが続くとした。インフレ動向については、足許の上昇に警戒を示しつつも2022年には目標水準(前年比+2~+4%)に収斂していくと従来の見解を踏襲した。2019年5月会合以降で初めて、インフレリスクの方向感上方にあるとしたが、前回一致で据え置き判断に至った点を考慮すれば、当面は政策見直しの理由とはなりにくそうだ。
- また、現政権もBanxicoの政策見直しを望んではない。ロペスオブラドル大統領は21日、年末に任期切れを迎えるディアスデレオン総裁を再任しない方針を明らかにした。後任は「倫理的な経済に好意を示すエコノミスト」と述べており、金融緩和継続で自身の緊縮財政を支える人物を充てるもようだ。
- 現政権の政策方針が経済に混乱をもたらしうる点では、一連の国有企業の優遇政策の行方にも注意したい。4月に議会が可決した炭化水素法の改正案(国有石油公社を優遇)は大方の予想通り、裁判所が合憲判断を待つ間の差し止めを命じた。国際法上の枠組みで問題とされる可能性も指摘される。
- メキシコは正常化の歩みで先行する米国景気の恩恵を最も受ける国のひとつであり、これは大きな強みだ。それゆえ、米国との通商上の摩擦の種は嫌気されやすい。半導体の供給制約等も含めて、依然、悪材料が目立つ点は気がかりだ。今後3か月のMXNの想定レンジは19.4~20.8としたい。

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 1～5月(実績)	SPOT	2021年 6月	9月	12月	2022年 3月	6月
<b>対ドル</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.3570 ~ 6.5793	6.3701	6.45	6.40	6.35	6.30	6.30
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7864	7.7611	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.651	72.621	74.2	73.3	72.2	72.6	75.4
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14280	14150	14550	14220	13980	14960
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1144.95	1110.99	1110	1100	1090	1100	1110
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.1590	4.1252	4.08	4.18	4.11	4.07	4.23
フィリピンペソ	(PHP)	47.678 ~ 48.869	47.695	47.2	48.8	48.3	48.0	49.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3531	1.3214	1.31	1.32	1.30	1.33	1.35
台湾ドル	(TWD)	27.539 ~ 28.663	27.560	27.5	27.3	27.0	27.3	27.5
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 31.60	31.20	31.3	31.7	30.6	30.2	32.2
ベトナムドン	(VND)	22953 ~ 23164	23048	23030	23090	23060	23020	23200
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	72.5378 ~ 78.0400	73.4487	74.00	77.00	78.00	76.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.6780 ~ 15.6625	13.7365	14.10	13.90	14.90	15.50	16.00
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 8.6134	8.4927	8.65	9.35	9.60	9.20	9.40
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	5.1213 ~ 5.8789	5.2191	5.30	5.28	5.20	5.13	5.10
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.6357	19.9349	20.20	20.10	20.00	19.90	19.80
<b>対円</b>								
<b>エマージングアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 17.286	17.188	17.05	17.50	17.80	18.10	18.25
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.270	14.116	14.18	14.41	14.52	14.63	14.74
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.521	1.509	1.48	1.53	1.57	1.57	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.773	0.767	0.777	0.770	0.795	0.815	0.769
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.907	9.887	9.91	10.18	10.37	10.36	10.36
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 26.744	26.556	26.96	26.79	27.49	28.01	27.19
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.303	2.300	2.33	2.30	2.34	2.38	2.33
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 83.15	82.90	83.97	84.85	86.92	85.71	85.19
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 3.981	3.976	4.00	4.10	4.19	4.18	4.18
タイバーツ	(THB)	3.405 ~ 3.561	3.512	3.51	3.53	3.69	3.77	3.57
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4808	0.4753	0.48	0.49	0.49	0.50	0.50
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.504	1.492	1.49	1.45	1.45	1.50	1.47
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 7.996	7.982	7.80	8.06	7.58	7.35	7.19
トルコリラ	(TRY)	12.669 ~ 15.265	12.892	12.72	11.98	11.77	12.39	12.23
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 21.092	20.992	20.75	21.21	21.73	22.22	22.55
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.535	5.495	5.45	5.57	5.65	5.73	5.81

注: 1.実績の欄は2021年5月31日まで。SPOTは6月1日の7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(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。