

2020年8月4日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:固有の好材料乏しいもドル過剰感が支え	2
中国:経済正常化の様相を強める	3
インド:新型コロナウイルス感染者が100万人超え	4
インドネシア:BIは政府から国債を直接受け入れへ	5
韓国:8月もBOKの政策対応は現状維持	6
マレーシア:政策金利は過去最低を更新	7
フィリピン:OFW送金が19年ぶりの減少幅を記録	8
タイ:内閣再編が経済回復の逆風に	9
ロシア:現状は絶妙な均衡を保った状態に見える	10
南アフリカ:方向は正しいものの進捗待ちは続く	11
トルコ:TRYの先行きを明るくする要因は乏しい	12
ブラジル:構造改革路線の再開に期待	13
メキシコ:依然、改善シナリオが描きにくい	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

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

マーケット・エコノミスト

Huani Zhu

huani.zhu@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

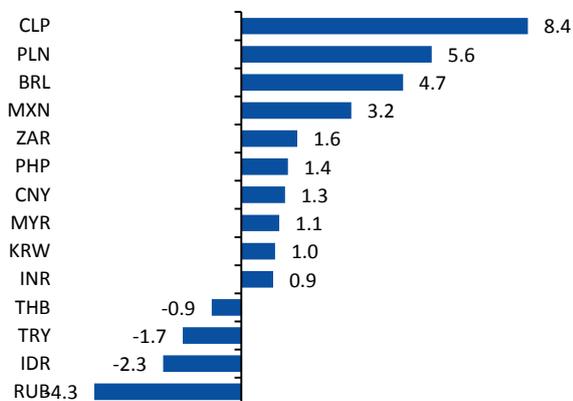
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:固有の好材料乏しいもドル過剰感が支え

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

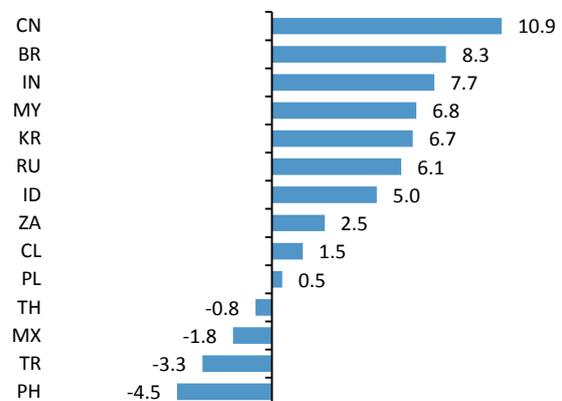
- 7月の新興国通貨のパフォーマンスは概ね堅調。米中関係は悪化の一途を辿った感はあるものの、経済正常化の動きやそれに伴う原油価格の持ち直し、ワクチン開発への期待、欧州復興基金の合意等の好材料が支えとなった。MSCI新興国通貨指数は、前月末比+1.4%と続伸。個別には、銅価格上昇を追い風にCLPが大きく上昇。東欧通貨が揃って上昇したほか、BRLやZAR、MXNといった新興国通貨の中でも出遅れ感のあった通貨が堅調であった。
- 各国で4~6月期実質GDP成長率の発表が始まった。米国は前期比▲9.5%、ドイツも同▲10.5%と、いずれも四半期ベースの公表開始以降で最大の落ち込みとなった。新型コロナウイルスの感染拡大に伴うロックダウン（都市封鎖）の爪痕が確認される内容だ。今後の景気持ち直しのペースも、政策対応による経済的ダメージの軽減や感染拡大の行方次第となる。
- この点、米国の追加財政出動の議論や欧州復興基金の合意は、経済活動の一層の正常化を展望するうえで前向きな動きといえる。また、FRBによるドル供給オペの期間延長（2021年3月末まで）も、3月に見られた金融市場の混乱を回避する上で重要な措置だ。さらに、ワクチン開発で希望の光が見えてきたことは、「終わりの始まり」を期待させる。
- 一方で、新興国の様相はやや異なる。4~6月期のプラス成長を実現し、感染封じ込めと経済正常化の成功例という立ち位置を明確にしている中国は別格だ。多くの新興国は、財政出動の余地が限られ、金融政策でつないでいる状況だ。感染拡大ペースが未だ加速している国も少なく、ワクチンへのアクセスも容易ではない。経済の正常化にはより時間を要する。
- また、新興国の金融政策については、利下げ余地が限られてくる中で、量的緩和に踏み切るケースも珍しくなくなってきた。具体的には、国債等の債券買入措置の導入だ。短期的には、景気面での効果のみならず、金利低下（債券価格上昇）観測による金融市場への資金流入を促す効果がある。ただ、実態としては財源確保のための国債消化の支援という側面は否めない。政府が調達した財源で効果的に経済運営を実現できない場合、債務問題への転化や通貨の信認低下につながりやすい点には注意したい。
- ドルの過剰感が指摘される中で、新興国通貨の急落リスクは限定的だ。利回り追求の資金ニーズも追い風となりうる。ただし、固有の好材料は乏しい。米中対立も燦る。当面は、ドル見合いの値動きが強まりそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年7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(2020年7月、%)



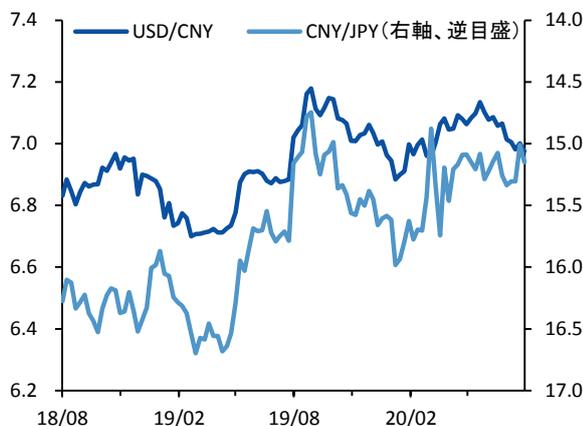
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 経済正常化の様相を強める

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

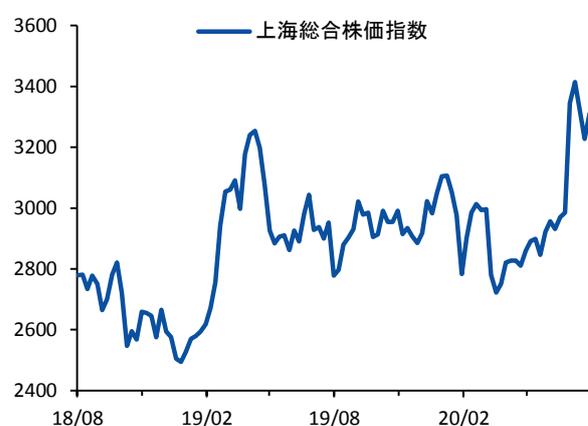
- 7月のCNYは前月末比で続伸した。CNYは7.06台で取引を開始。米中金利差の拡大に中国株式市場の急騰が重なり、上旬には6.98台までCNY高が進んだ。その後は、概ね6.98~7.02でもみ合う展開が続いた。ワクチンへの期待感やEU復興基金の合意を受けたリスクオン下では一時6.95台を試す一方、米中対立の高まりに7.02台まで押し戻される場面もみられた。ただ、月末には7月製造業PMIの内容が好感され、CNYは6.97台で取引を終えた。
- 中国経済に正常化の様相が強まりつつある。4~6月期の実質GDP成長率は前期比+11.5%と1~3月期(同▲10.0%)から大きく反発。年初来(1~6月期)で見ると前年比▲1.6%と、1~3月期(同▲6.8%)からマイナス幅を大きく縮小している。全人代を経て6月以降は予算執行が加速、政策効果も顕在化してくる見込みで、通年ベースでプラス成長を確保する可能性はより高まった。
- 金融政策面では、よりの絞った運用姿勢に以移しつつあるようだ。小規模企業の資金調達環境への配慮は続けつつも、金融システム全体ではオペを通じた資金吸収の頻度も増えてきている。また、易人民銀行(PBoC)総裁が6月の講演で、危機対応の緩和政策からの出口戦略に言及したとの報道もある。事実上の政策金利である最優遇貸出金利(LPR)は、1年物と5年物いずれも5月以降は横ばい。銀行間金利や国債利回りは上昇を続けている。
- また、金融市場では7月、株価急騰がみられた。上海/深セン300指数(CSI300)は6月末比で一時17%超上昇し、米中対立が高まった以降の高値を大きく更新した。潤沢な投資資金の存在と中国景気の回復を背景に「健全な強気相場」の準備が整いつつあるとの政府系メディアの論説が急騰を促したといわれる。その後、沈静化を図る論説や政府系基金による保有株式の売却方針もあり一旦落ち着くも、CSI300指数は高値圏での推移が続いている。
- 国内景気と市場は政府のコントロールで改善が進んでいる。一方で、対米関係は悪化の一途を辿っている。こうした事態をどう管理するのか。8月に北戴河会議が開催されれば議論の対象となろう。ただ、内容は非公開ゆえ、関連報道頼みとなる。実際には、共産党中央委員会第5回会議(5中全会、10月開催)で示される次期5か年計画や2035年までの長期方針の枠組みが鍵となろう。
- 11月の大統領選前に米中は緊張を高めつつも決定的な衝突は避けると考えたい。債務問題は懸念材料だが、従来通り、市場の混乱を当局は容認しないだろう。今後3か月の想定レンジは引き続き6.90~7.20とみている。

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:新型コロナウイルス感染者が100万人超え

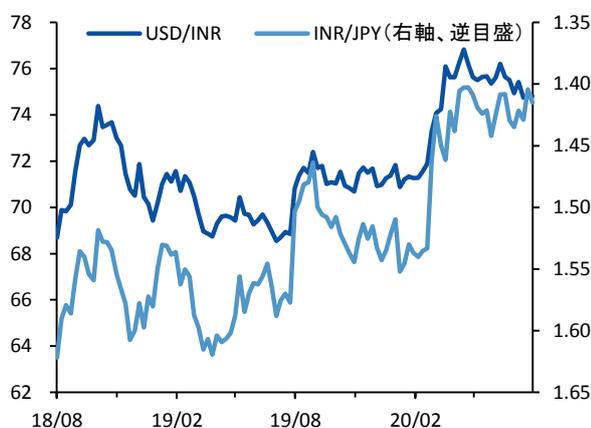
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のINRは小幅に値を戻す展開。月初、75.50台で取引を開始。前半は米国の新型コロナウイルスのワクチン開発関連のヘッドラインや米6月雇用統計の結果が好感されリスクオンの動きが進んで、一時月高値の74.50台まで上昇。月半ばにかけてインド準備銀行(中央銀行、RBI)の為替介入が意識されると一時月安値圏の75.50台まで反落。下旬にかけてはドル安基調が鮮明化してINRは再度上昇した。月末の米FOMCにてハト派方針継続が表明されると、ドル安が加速し、月末にかけては74.80台付近での取引が続いた。
- 7月中旬、国内での新型コロナウイルスの累計感染者数が100万人を突破した。インドでは7月末に全土で実施してきた活動制限がさらに緩和されることとなっているが感染拡大に歯止めがかからない状況は続く。月末時点では160万人に迫っており、米国、ブラジルに次いで世界で3番目の感染者数を計上している。なお、一連の活動制限によって、4~6月期GDPはマイナスに転落する見方が強まっている。
- インド北部ラダック地方の中国との係争地域を巡る衝突以降、両国の緊張が続いている。インド政府は依然、強硬姿勢をとっており、中国人の宿泊禁止や国内での中国製アプリの使用禁止を発表した。消費者の間でも中国製品の不買活動が進むなど影響は経済面にも及んでいる。
- この背景にはモディ政権の政治・経済施策指針が見え隠れする。政治面では上記の通り新型コロナウイルスの感染拡大が止まらない中、国民の不満を海外(中国)へ向けさせる方針が窺える。経済面では、モディ政権は自立した経済圏を形成していく方針を掲げており、軍事衝突を機に貿易や経済の中国依存からの脱却を図っている。しかしながら、経済危機下での構造変化を伴う大規模構想の結実までの道のりは長く、時間を要することとなりそうだ。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.1%となった。4月と5月分は、インド統計局が新型コロナウイルス感染拡大の防止のため調査を縮小し、公表を見送っていたため、前回3月(同+5.8%)から見ると加速した格好となった。
- INRの動向に関しては、足許の新型コロナウイルス感染者数の増加による景気先行き不透明感、大きく弱含むであろう4~6月期GDPや8月の金融政策会合での利下げ観測がINR安要因として挙げられる。その一方で、7月中旬以降USD安が進んでおり、INRもその恩恵を受けたことからドルの動向次第では堅調推移となることも考えられ、普段以上にUSDの動きも注視すべきだろう。

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:BI は政府から国債を直接受け入れへ

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のIDRは下に往ってこいの展開。月初、14300台で取引を開始した後、インドネシア中銀(BI)による国債の直接引き受けの発表を受けて、IDRは徐々に値を下げる展開。その後、BIは17日に金融政策会合にて利下げを決定し、政策金利が過去最低を更新するとIDRは一時月安値の14900台まで下落した。後半にかけては、欧州での欧州復興基金設立以降、ドル安基調が鮮明化して上昇に転じた。FOMCのハト派方針継続によってドル安が加速し、月末は14600台での取引となった。
- BIは15日~16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4.25%から4.00%へ引き下げを決定した。同国の利下げは今年4度目で、利下げ幅は年初来累計で1.00%ptsとなった。声明文では、追加利下げの目的として、新型コロナウイルスの影響で停滞が続く経済の安定化を図る点、また、それを通じて物価水準を引き上げる点が言及された。
- ペリーBI総裁は会見にて、20年4~6月期はマイナス成長となる可能性があると言及した。その一方、内需や景況感是最悪の状況を脱していることに言及し、今後の景気回復に向けて、金融政策で必要な手段をとることに躊躇しないと述べ、追加の利下げの可能性を示唆した。
- BIは今回、政府の新型コロナウイルス関連の総額約900兆ルピア(6兆5500億円)の追加財政支出のうち、約400兆ルピア分の国債を直接引き受ける方針を示した。今回BIが引き受ける分については利払いが発生せず、今年、対GDP比で6.3%まで膨れ上がるとされる政府の財政赤字の一部を実質BIが請け負う格好となった。

IDRの動向に関しては、今回の利下げやBIの国債引き受けといったヘッドラインを受けて、徐々にIDR安方向に動いている。4~6月期には経常収支の赤字幅が改善される見込みであること、対内投資のネットフローがプラスを回復したことはIDR上昇要因となる。その一方、インドネシアも含めて世界的な新型コロナウイルスの感染拡大が依然警戒されることで、市場のリスクセンチメントの動向次第では再び弱含むことも懸念される。また、上述した政府の財政赤字の水準については、インドネシア国債の格下げ要因にも発展する可能性もある。8月下旬には金融政策会合を控えており、BIの政策方針も含めて引き続き注視したい。

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:8月もBOKの政策対応は現状維持

マーケット・エコノミスト

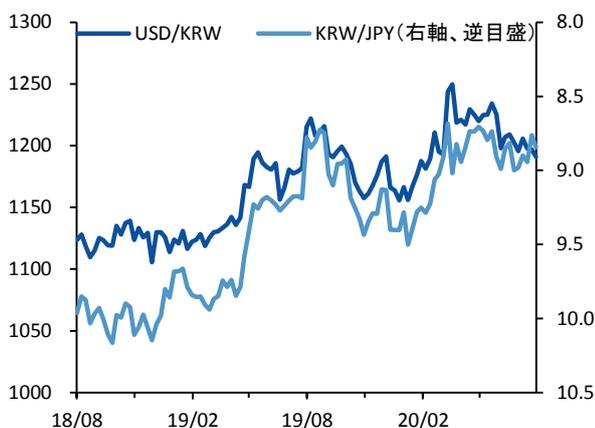
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月のKRWは前月末比で小幅続伸。KRWは1199で取引を開始。上旬は、ワクチンや米景気持ち直しへの期待感のほか、中国株の急騰を追い風に、KRWは1189台まで一時上昇した。その後、米国における感染第2派の動きや米中対立の高まりに、KRWは1205超に押し戻される場面が何度かみられた。ただ下旬には、ワクチンへの期待感や欧州復興基金の合意を手掛かりに再び強含む展開。KRWは一時1186台を試した後、1191台で月末を迎えた。
- 韓国経済は正常化へと進みつつあるものの、そのペースは事前予想を下回る。4~6月期実質GDPは前期比▲3.3%と市場予想(同▲2.4%)を下回った。寄与度ベースでは、純輸出(▲4.0%pt)と機器投資(▲0.3%pt)、建設投資(▲0.2%pt)がマイナス寄与に転じた。1~3月期に大きく落ち込んでいた民間最終消費支出(+0.6%pt)はプラス寄与に転じた。国内の感染終息で消費が持ち直し一方で、海外の感染拡大と経済低迷の影響が顕在化した格好だ。
- BOKは7月会合において、消費や輸出の回復ペースが予想に及ばず、2020年の実質GDP成長率が従来予想(前年比▲0.2%)を下回る可能性が高いとの認識を示した。8月にも公表されるBOKの最新見通しで下方修正は必至だろう。ちなみに、韓国系シンクタンクは7月、前年比▲2.3%を予想している。
- もともと、政府も財政拡張による景気下支えを急いでいる。文政権はすでに3次にわたる補正予算(計60兆ウォン規模、GDP比3%超)と「韓国版ニューディール」(官民で160兆ウォン規模、同8%)をまとめあげた。後者はポスト・コロナ局面での成長を見据えて2025年までの計画となっている。また、2021年の最低賃金の引き上げ率は前年比+1.5%となる見通しだ。アジア通貨危機時(1998年)の同+2.7%を下回り、過去最低の伸びとなる。文政権として「所得主導成長」を棚上げし、雇用創出優先の姿勢をより明確にした。
- BOKの金融政策については、8月会合でも現状維持となりそうだ。すなわち、「実効下限」に近づいた政策金利(7日物レポ金利)は0.50%で据え置き、危機対応を兼ねて創設された流動性支援策の延長は会合の日程に縛られずに適時行われ、追加緩和手段としては、国債買入措置に含みを残して市場の混乱に備える、という構えとなる。
- かかる状況下、証券投資資金のフローで短期的に上下に振れることはあろうが、KRWについては概ね横ばいのレンジ相場を想定する。KRWの今後3か月の想定レンジは1150~1230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: 政策金利は過去最低を更新

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のMYRは小幅に値を上げる展開。月初4.28台で取引を開始し、5月貿易統計は軟調な結果となるも、原油価格が回復したことで、4.25台まで上昇。その後は香港国家安全維持法をめぐる米中対立や新型コロナウイルス感染拡大が意識されて上昇は一服。下旬は、ドル安基調が鮮明化し、原油価格が再度上昇に転じたことでMYRは値を上げた。月末にはIMDB問題の收拾とナジブ元首相の有罪判決が好感されて月高値の4.24台の取引となった。
- ムヒディン首相は13日に再開した国会で議長差し替えの動議を提出し、与党連合の議員の賛成で可決された。交替が決まったアリフ・ユソフ議長は前首相のマハティール氏が提出した首相不信任案の審議を認める意向を示していた。しかし、今回の議長差し替えによって、半ば強硬的に不信任案を押しつける格好となった。今回の採決は僅差の結果となっており、ムヒディン政権の基盤は依然不安定な状況が続く。なお、後任にはムヒディン首相と関係が強いとされるアズハル・アジザン・ハルン前選挙委員長が就任した。
- マレーシアのムヒディン政権が政府系ファンドIMDBの汚職に関連し、米大手外資系金融機関から巨額の資金を回収することに成功した。また、当事者のナジブ元首相に対して、マレーシアのクアラルンプール高等裁判所(一審)は禁錮12年と2億1千万リンギ(約52億円)の罰金を科す有罪判決を言い渡した。それに対しナジブ氏は控訴して抗戦を続ける方針で、最高裁判所で決着がつくまでには数年がかかる見込みとなっている。
- マレーシア中銀(BNM)は7日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を25bp引き下げて1.75%にすることを決定した。同時に上限金利と下限金利もそれぞれ2.00%と1.50%に引き下げられた。BNMは4会合連続での利下げを決定し、政策金利は2010年以来、史上最低を更新した。
- MYRの動向については、世界経済の正常化ペースに影響を受けそうだ。1~3月期GDPの主な下落要因は外需の減退であった。今後、外需の回復と共に貿易黒字が再度上昇に転じていけば、MYRの堅調推移に寄与していくものと考えられる。特に、原油価格は主要産品の原油関連製品の需要動向や為替推移とも相関が高く、他方、米中関係を中心とした市場のリスクセンチメントや対内投資ネットフローの状況にも注意を払いたい。市場にリスクオフの動きが強まった場合には、マレーシアから資本流出が加速してMYR安方向に動く可能性を考慮したい。

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: OFW 送金が 19 年ぶりの減少幅を記録

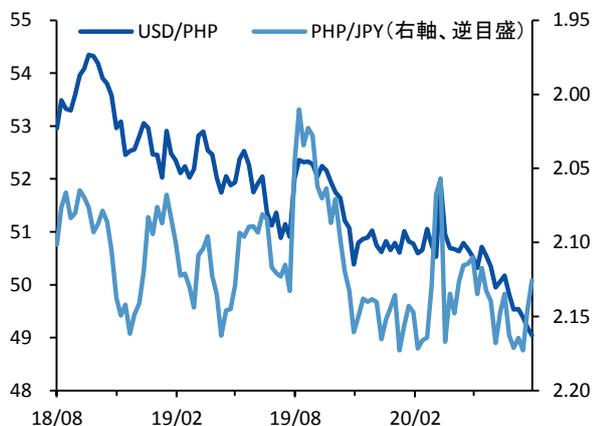
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のPHPは先月に続き年初来高値を更新した。月初、49.70台で取引を開始し、上旬は新型コロナウイルスのワクチン開発にかかるヘッドラインや米6月雇用統計の結果からリスクオフの動きが強まりじり高の展開となった。中旬以降も欧州での復興基金合意以降、ドル安基調が鮮明化してPHPは堅調推移が続いた。月末のFOMCにてハト派方針継続が表明されると、ドル安が加速し、月末は月高値となる49.00台での取引となった。
- 個人消費の源泉となる4月の海外フィリピン労働者(OFW)送金は、前年比▲16.2%と市場予想の同▲9.6%を大幅に下回り、2か月連続のマイナス圏の推移となって、01年1月以来で最大の減少率を記録した。新型コロナウイルスの影響で在外フィリピン人労働者の労働機会が減少しており、今後も減少基調が続く可能性が指摘されている。
- 5月の貿易統計は輸出が前年比▲35.6%とリーマンショック時の09年以降最大の落ち込みを記録した4月(同▲49.9%)から改善したが、依然低位推移は続く。また、輸入は同▲40.6%と4月(同▲65.3%)から改善した。この結果、貿易収支は▲18.7億ドルと4月(▲0.5億ドル)から貿易赤字は拡大した。
- 6月CPIは前年比+2.5%と5か月ぶりに上昇し、市場予想(同+2.2%)を上回った。内訳を見ると、アルコール・タバコ類の価格上昇のほか、交通費の上昇が目立ち、ロックダウンが続いた中でサプライチェーンが滞ったことで全体のインフレ率が上昇したことが指摘された。フィリピン中銀(BSP)は年間の予想インフレ率を0.1%pts引き上げて+2.3%としているが、設定する目標レンジ(2.0~4.0%)の中間値を下回る推移が続いている。
- ドゥテルテ大統領は27日施政方針演説を実施した。野党への攻撃や死刑制度の復活、麻薬取締りの強化に関する発言が目立つ内容となった。外交面では、中国との南シナ海での領有権を巡る姿勢や抑制的な対応を続ける考えを示した。その一方で中国政府に対し、早期の経済回復を図るべく、新型コロナウイルスのワクチンが確保できた場合には迅速なワクチンの提供を要請した。
- PHPの動向については、国内要因よりもドルの動向に左右されるものと考えられる。7月にも貿易収支の悪化、OFW送金の減少などネガティブなトピックがあったものの、それ以上に米国内での新型コロナウイルス感染拡大動向やFRBのハト派方針継続によるドルの過剰供給が市場で強く意識されている状況だ。仮に今後もドル安傾向が続けば、PHP高も緩やかながら続くものと考えられる。

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

タイ: 内閣再編が経済回復の逆風に

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のTHBは月半ばにかけて安値をつける展開。月初30.90台で取引を開始し、上旬は20年GDP予測が再度下方修正されたほか、新型コロナウイルスの感染者が増加したことを受け、じりじりと値を下げた。中旬にはソムキット副首相ら4名が辞表を提出し、景気対策への不透明感が拡大すると、月安値の31.70台をつけた。後半にかけてはドル安基調が鮮明化し、徐々に上昇。FOMCのハト派方針継続によってドル安が加速し、月末は31台前半での取引となった。
- 6月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲23.2%と減速し、先月(同▲22.5%)から更に落ち込んだ。主要製品の自動車・部品が同▲40%減となったほか、米(同▲26%)、砂糖(同▲57%)と農産物の伸び悩みも目立った。一方、輸入は同▲18.0%と先月(同▲34.4%)から改善した。商品別では原油や電子機器の取引回復が目立った。この結果、貿易収支は16.1億ドルとなって、先月の26.9億ドルの貿易黒字から悪化した。輸入の改善は国内需要が緩やかに上向き傾向となっていることを示唆した内容となった。
- ソムキット副首相ら閣僚4人が16日、最大与党の国民国家の力党(PPP)から離党した。与党内でソムキット氏の派閥が複数の閣僚ポストを握ったことで党内の不満が高まって辞任を求める圧力が強まっていた。ソムキット氏は経済政策を統括し、環太平洋経済連携協定(TPP)加盟を推し進めるなど開放的な施策を進めていた。後任のついての調整は難航しており、経済政策が保守的に転じる可能性が浮上している。タイのTPPへの参加は一段と不透明になったほか、軍政色が強まることに対する政府運営への懸念も浮上している。
- タイ商務省は20年のCPI上昇率を従来の前年比▲0.2~▲1.0%から▲0.7~1.5%へ下方修正する見通しを示した。6月CPIは同▲1.57%と市場予想の同▲3.08%を上回ったものの、依然マイナス圏の推移となっている。この要因として、観光業の下押しによって外国人観光客が減少し、物価上昇圧力が弱まっている点が指摘された。なお、6月は食料品を除いたコアCPIに関して、同▲0.05%と09年以来のマイナスを記録した。
- THBの動向について、8月は金融政策会合と4~6月期GDPの内容に注目したい。現在、追加金融緩和への期待は後退し、政策金利は現状維持となる見込みが強いが、GDPの結果が予想以上に落ち込んだ場合には次回9月での追加緩和の期待感も高まろう。また、内閣再編は早期に収拾することが望ましいが、軍政色が強まった場合はTHB安へ動く可能性を考慮したい。

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：現状は絶妙な均衡を保った状態に見える

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

- 7月のRUBは対USDでじわじわと下押し。ただし、USDが対円、対EURなどで明確に水準を切り下げた推移に鑑みると、そのUSD以上にRUBが売り込まれた事実は、RUBの軟調ぶりを物語っていたと言える。
- 月初のRUB軟調には6月末に広がった「懸賞金疑惑(ロシア情報機関が米兵を含む外国人兵士殺害に懸賞金を懸けていたとの疑惑)」とそれに対する制裁懸念が重石となっていた可能性は考えられた。
- 1日を実施日とした憲法改正を問う国民投票(プーチン大統領の再選を可能にする)は賛成が確実視されており、材料視されなかった。
- この間のRUB軟調には、RUB建ロシア国債(OFZ)の頭打ちが大きく影響していた。8日発表されたロシア6月CPIが前年比+3.2%と物価底打ち反発基調を確認したのは長期金利低下(OFZ上昇)余地を限定する要因と言えただろう。
- ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁は、13日、今月の追加利下げを示唆、24日、25bpの利下げに踏み切り(利下げ後4.25%)、更に追加利下げ余地の存在を示唆した。加えてCBRは24日、従来6~7%としていた(物価+4%と整合的な)中立金利を5~6%に引き下げた。一連の動きにはロシア長期金利の低下余地を強調する狙いがあったはずだが、成果を挙げた様子は読み取れなかった。
- 物価、政策金利の水準に鑑みるに、こうした状況が早晚変化する可能性は見込み難く、OFZへの資金流入に支えられたRUB堅調は当面期待できない。
- この間、原油価格が、「戻り高値」と言える水準に膠着したものの、4月以降の反発の勢いを明らか失ったこともRUBの値動きを重くした要因と言えただろう。
- 上記「懸賞金疑惑」の他にも、現状は「ウクライナ干渉」「2016年米大統領選干渉」など、西側諸国がロシア政策を強化する要因には事欠かない状況にある。11月の米大統領選は、プーチン大統領とトランプ米大統領の「個人的信頼関係」に支えられた均衡状態を崩しかねず、RUBにとっても中期的な注目要因。
- 今般のコロナ禍対策に関し、ロシアは、市場から、主要国の中でも「消極的」と見做されている。来年予定されるロシア下院選前の財政出動余地を「温存」しているとの見方もあるが、確かに「横並び」が正しいとも限らない。緊縮気味の財政はOFZ下支え要因として財政ファイナンスも助けるし、RUBの下支え要因にもなる。ただ、同時に緊縮財政やRUB高は景気減速要因にもなり得る。
- ロシア経済にとって最悪なのは「過度の」動きで、緊縮気味の財政、OFZの頭打ち、緩やかなRUB安といった現状は、理想的な状態とも言えよう。

図表 17: ロシアループ相場(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



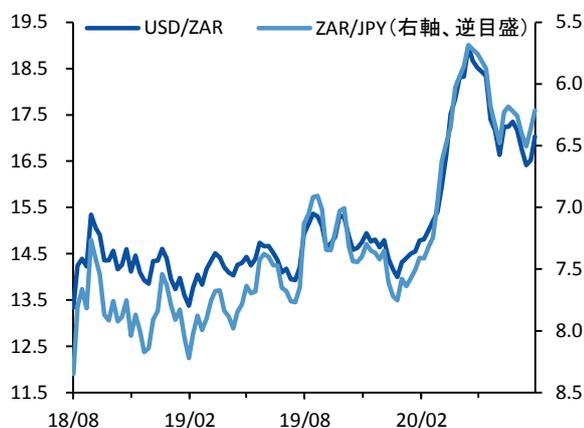
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 方向は正しいものの進捗待ちは続く

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

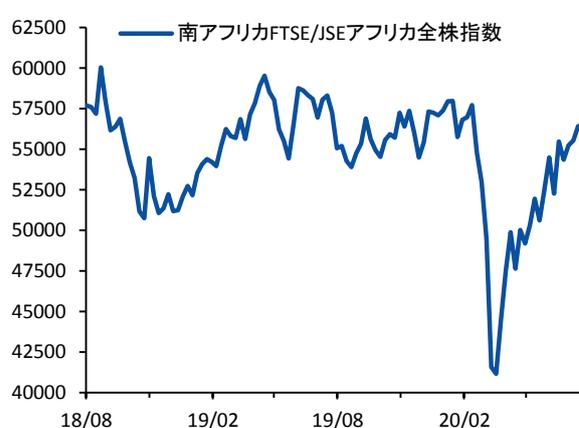
- 7月のZARは堅調推移が先行。対USDでは月末まで堅調を維持した一方、対円、対EURでは月末に掛けて頭打ち、明確に反落した。
- 月末に掛けての値動きはUSD全面安で、米の一部の州でコロナ禍の拡大が続いたこと、1兆ドル規模の追加財政出動が観測されたこと、FRBが超緩和的な金融政策継続に積極的なことなどが複合的に作用した結果と考えられた。
- 南ア側にZAR堅調を促す要因がなかったわけではない。まず、15日に発表された南ア5月CPI、23日に発表された同6月CPIがそれぞれ前年比+2.1%、+2.2%と16年ぶりの水準まで減速したのは、南ア国債には好材料と読めたはずだし、南ア準備銀(SARB)による追加利下げ(23日に-25bp)も同様。
- 金、プラチナなど貴金属、銅、ニッケルなど産業金属が大きく水準を切り上げたのも、上述USD全面安の裏返しと言えたかも知れないが、南ア主要輸出品の価格上昇がZARにとって好材料なのも疑う余地はなかった。
- IMFの緊急貸出枠(RFI)43億ドル(27日決定)、新開発銀(所謂BRICS銀)融資10億ドル(29日報道)などが実行されたことも、南ア財政に(少なくとも一時的)安定をもたらすことで、南ア国債、ZARには好材料と読めたはず。
- それでも、上述の通り、月を振り返れば、対円、対EURでZARは横這い、対USDでの上昇はむしろUSD安の結果と考えられた。ひとつには、年初来5次300bpに及んだSARB利下げが「前倒し」で行われ、23日の-25bpで当面は打ち止めとの認識が広く共有されたことで、南ア国債が頭打ちになったことがZARの勢いを止めたものと考えられただろう。
- ムボウェニ財務相、クガニャホSARB総裁などが、IMF融資や新開発銀融資を「外圧」に見立て、「コロナ対策」という錦の御旗と併せて各種改革の推進力にしようとの姿勢は、成功すれば中期的なZAR押し上げ要因と読めるだろうが、足下のZAR押し上げに寄与するにはまだまだ不確定な要素が多過ぎる。
- 先月の時点で中期的な好材料と期待された2.3兆ランドのインフラ投資計画やVBS相互銀破綻問題(2018年)に絡む汚職摘発などの動きにも、この間、ほとんど進展は聞かれなかった。
- 財政健全化や国営企業の効率化、大規模インフラ投資計画や汚職撲滅などと言った改革が一朝一夕に成らないのは事実として、政権発足以来、2年半、金融市場からは時間を「浪費」してきたと見做されているラマポーザ大統領には、市場から完全に見放される前に、目に見える成果を挙げるのが期待される。

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



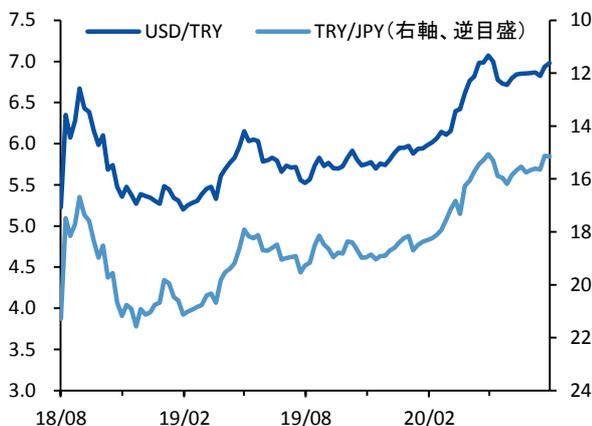
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: TRY の先行きを明るくする要因は乏しい

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

- 7月のTRYは下落。対USD、対円では、月後半までべた風の膠着を続けていたが、並行して対EURではじりじりと水準を下げ続け、27日、対EURで史上最高値を更新して一気に急落すると、TRYは全面安に陥った。
- 一連の値動きはEU次世代基金(復興基金)設立(21日)を好感したEUR高の側面もあったものの、対EURを中心にUSDが全面安に陥る局面にあって、TRYが(対USDで)安定推移を続けていた事実は、それだけで目を引いた。
- おそらく、市場参加者が極端に限定された環境で、経常赤字ファイナンス、対外債務返済など実需のTRY売りを、トルコ国営銀によるTRY買い(実質的為替介入)が吸収するという構図にあって、USD安局面にあって、対USDで積極的にTRYを買う市場参加者がほとんどいなかったということであろう。
- 国営銀によるTRY買いは、日によって「10億ドル規模」などと観測されたが、外貨準備高は何故かほぼ横ばいで、その規模を読み取ることはできなかった。
- 23日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は2会合連続で政策金利を8.25%に据え置いたが、市場の予想通りで、TRYはほとんど反応を示さなかった。
- CBRTの利下げ見送りの背景には、3日発表されていた6月CPIの上振れ(市場予想前年比+12.00%のところ発表は同+12.62%)があったであろう。CBRTは29日発表のインフレ報告書で2020末のCPI予想を従来の+7.4%から+8.9%に引き上げた。これで名実共にトルコの実質政策金利は大きくマイナス(8.25-8.9=▲0.65%)に落ち込んだことになった。
- TRYの今後を見据える上で、いくつか念頭に浮かんだ四文字熟語を並べる。
- 四面楚歌: シリア(対ロシア)、リビア(対フランス)、東地中海(対EU)、イラン制裁逃れとロシア製ミサイル配備(対米)といった対外関係の緊張
- 朝令暮改: 6月に貸出の伸びに紐付けたばかりの所要預金準備に対する付利の引き下げ(10日)、3月に引き上げた外貨預金準備率引き上げ(24日)
- 自縄自縛: トルコ当局は景気回復の原動力に消費拡大を掲げ、金融機関に積極的な信用(貸出)拡大を促しているが、消費拡大はその副作用として現実輸入拡大(経常赤字拡大要因)と物価上昇をもたらしている。
- 時代錯誤: 対トルコ投資の最大の担い手であるEUがグリーンディールを推し進める昨今にあって、「外資誘導」「(民間では担えない)大規模投資」による「市場構造改革」を景気回復の起爆剤にするというトルコ政府ファンド(TWF)が目玉に掲げるプロジェクトのひとつが「中国資本による石炭火力発電所建設」

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: 構造改革路線の再開に期待

マーケット・エコノミスト

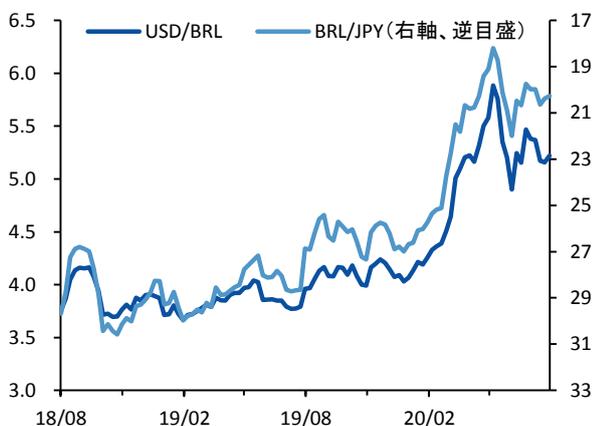
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月、BRLは前月末比で反発。BRLは5.46台で取引を開始した後、米独企業によるワクチン開発への期待感や米雇用統計の内容に、5.26台まで急伸。中国株の急上昇には5.24台までBRL高が進んだ一方、米中対立の高まりに5.45台まで押し戻される場面もみられたが、中旬にかけて概ね5.3~5.4でもみ合った。下旬は、ワクチンへの期待感やEU復興基金の合意を追加材料に、BRLは一時5.15を試した後、5.22台までやや戻して月末を迎えた。
- ブラジル経済は、経済指標を見る限り5月に底打ちしたようだ。ブラジル中央銀行(BCB)が算出する経済活動指数(いわゆる月次GDP)は5月、前月比+1.31%とプラスに転じた。4月は同▲9.45%、3月は同▲6.14%であった。また、6月製造業PMIも51.6と4か月ぶりに中立を示す50を上回った。一方で、6月サービス業PMIは35.9にとどまる。雇用者の減少数は過去最大を更新中であり、3~5月失業率は12.9%と上昇が続いている。経済活動の持ち直しペースは業種毎にまちまちであり、引き続き感染拡大の動向が注目される。
- ブラジルにおける新型コロナウイルスの感染拡大は、7月前半にピークアウトの兆しをみせたが、月後半には再加速。人口比の拡大ペースでは、感染第2波の動きがみられる米国を再び上回った。ボルソナロ大統領の感染も発覚。同国における防疫体制の不備の象徴とみなされた。長期化が懸念される状況だ。
- BCBは6月会合時点で、非常に強力な金融緩和(an unusually strong monetary stimulus)を続けることが適切と考えているものの、さらなる緩和余地は不明確(uncertain)で僅か(small)という認識を示した。金融政策依存が続く中であって追加利下げは不可避と考えてきたが、8月会合における25bpの追加利下げの可能性の後退を示唆する動きもみられつつある点には注意したい。
- まず、エコノミストの景気見通しにみられる変化である。BCBの市場サーベイによれば、7月24日時点の2020年の実質GDP成長率は前年比▲5.27%。6月26日時点(同▲6.54%)から改善がみられる。足許で経済活動の正常化加速が意識されている可能性がある。次に、構造改革の期待感が戻りつつある点である。7月、企業活動の妨げといわれる複雑な税制の改革議論が始まった。財政出動余地も乏しい同国にとって、民間部門主導の経済活性化が必要であり、海外企業の誘致促進に向けた重要な一歩と捉えたい。
- 抱える課題は多いものの、構造改革への動きやドルの過剰感等がBRLの支えとなる。今後3か月のBRLの想定レンジは、4.9~5.5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:依然、改善シナリオが描きにくい

マーケット・エコノミスト

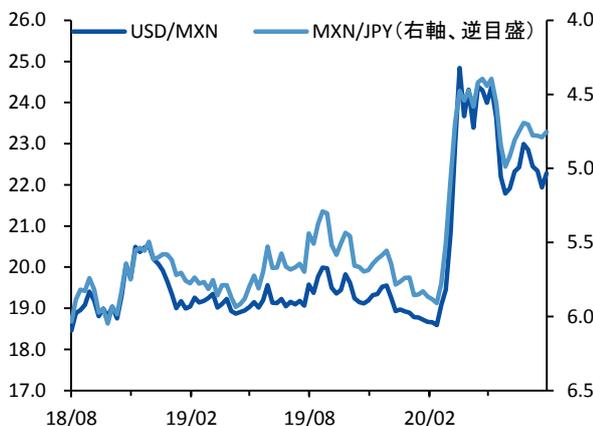
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

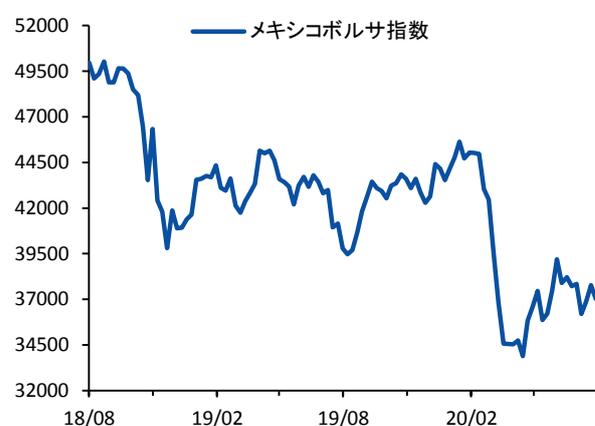
- 7月のMXNは前月末比で反発。MXNは22.9台で取引を開始すると、ワクチン開発と米国景気の持ち直し期待を手掛かりに、22.1台まで急伸。その後は、国内での感染拡大という悪材料と、中国株の上昇によるリスクオンやワクチン開発を巡る好材料が交錯。MXNは22.2~22.9で上下に振れる展開が続いた。もっとも下旬には、EU復興基金の合意等を背景とするドル安を追い風に、21.8~22.2のレンジに移行。MXNは22.2台で月末を迎えた。
- 国内経済は5四半期連続のマイナス成長。4~6月期の実質GDP成長率は前期比▲17.3%と下方修正が続いてきた市場予想(▲17.0%)をさらに下回った。4~6月期は貿易収支が赤字に転じたように特に輸出が低迷、生産は停滞し投資は先送りという状況に陥った。雇用・家計の環境悪化で消費も大きく落ち込んだ。こうした点は、今後発表されるGDP改定値でも確認されよう。
- 新型コロナウイルスによる経済面の影響は当分続きそう。国内の感染拡大は未だ続いており、死亡率(死亡者数/感染者数)は11%台と高く、医療崩壊のリスクも指摘される。また、経済的な結びつきが強い米国では、国境を接する南西部で感染第2波の動きがみられ、行動規制の再開が懸念されている。企業マインドは改善の方向にあるものの低迷が続く(6月PMIは、製造業:42、非製造業:42.5)。
- 7月に発効したUSMCA(新NAFTA)は、北米のサプライチェーンにおいてメキシコが重要な役割を担うことを期待させる。ただ、米国との係争に発展するリスクも抱える。米USTRは労働ルールの施行等を巡り対抗措置を警告してきた。また、自動車分野の原産地規則の厳格化への対応も手探りのところがある。需要自体の減退もあり、協定発効は生産正常化のきっかけとはなりにくい。
- 現政権の経済政策への不満も根強い。現政権は新型コロナウイルスを巡る危機対応で経済界の意見はほぼ無視。国有企業(石油公社や電力公社等)優遇や、法的拘束力のない住民投票を通じた介入により、民間企業の事業・投資には実害が生じている。7月には年金改革を発表するも負担は企業が賄う内容だ。
- こうした中、金融政策依存は続こう。インフレ率に大きな変動がない限り、次回政策会合(8月14日)では25~50bpの追加利下げが実施されそう。2020年末にかけて4.00%程度まで低下するとの見通しを維持したい。
- メキシコにおける感染収束とその後の景気持ち直しシナリオが描きにくい点に変化はない。他方、市場にはドル過剰感があり、同国の実質金利の高さは選好されやすい。今後3か月のMXNのレンジは、21.0~24.0と見ておきたい。

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:メキシコボロサ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2020年 1～7月(実績)	SPOT	2020年 9月	12月	2021年 3月	6月	9月
対ドル								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ~ 7.1777	6.9809	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7505	7.75	7.76	7.77	7.78	7.80
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 76.916	75.010	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 16625	14630	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ~ 1293.95	1193.35	1190	1170	1160	1160	1160
マレーシアリング	(MYR)	4.0520 ~ 4.4490	4.2205	4.23	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	48.603 ~ 51.959	49.090	49.0	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.4647	1.3768	1.37	1.42	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.225 ~ 30.533	29.455	29.5	29.3	29.1	29.3	29.5
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 33.19	31.23	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン	(VND)	23166 ~ 23637	23166	23150	23250	23000	22900	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 82.8729	73.1223	73.00	74.00	75.00	73.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	17.1926	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 7.2690	6.9565	7.10	7.20	7.30	7.40	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.3220	5.20	5.00	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 25.7849	22.6497	22.50	22.25	22.00	22.50	23.00
対円								
エマーGINGアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ~ 16.108	15.207	14.75	14.57	14.29	14.53	14.93
香港ドル	(HKD)	13.020 ~ 14.422	13.676	13.42	13.14	12.87	12.98	13.21
インドルピー	(INR)	1.367 ~ 1.566	1.413	1.39	1.33	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.723	0.725	0.685	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ~ 9.660	8.887	8.74	8.72	8.62	8.71	8.88
マレーシアリング	(MYR)	24.148 ~ 27.278	24.999	24.59	23.29	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ~ 2.213	2.156	2.12	2.00	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ~ 81.92	76.99	75.91	71.83	71.94	73.72	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.364 ~ 3.708	3.601	3.53	3.48	3.44	3.45	3.49
タイバーツ	(THB)	3.215 ~ 3.729	3.397	3.38	3.21	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4575	0.45	0.44	0.43	0.44	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ~ 1.804	1.450	1.42	1.38	1.33	1.38	1.36
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.166	6.12	6.18	6.25	6.12	6.06
トルコリラ	(TRY)	14.635 ~ 18.875	15.222	14.65	14.17	13.70	13.65	13.73
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ~ 27.687	19.921	20.00	20.40	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ~ 6.013	4.680	4.62	4.58	4.55	4.49	4.48

注:1.実績の欄は2020年7月31日まで。SPOTは8月4日の7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(7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。