2020 年 10 月 1 日

The Emerging Markets Monthly
中期為替相場見通し

目次

新興国：ドルの過剰感による追い風が続く 2
中国：CNY 高を支える構図は健在 3
インド：4～6 月期 GDP は過去最悪の下げ幅を記録 4
インドネシア：中銀の独立性維持が相場のテーマに 5
韓国：景気支援の財政出動が続く 6
マレーシア：堅調推移も政治リスクには要警戒 7
フィリピン：海外労働者送金実績が好調に推移 8
タイ：反政府デモの長期化が不安材料に 9
ロシア：追い詰められてなお際立つ安定感 10
南アフリカ：構造改革期待にどこまで応えられるか 11
トルコ：信頼回復に向けた一歩を踏み出したのか 12
ブラジル：現政権の政策方針に揺れる BRL 13
メキシコ：2021 年も財政規律を優先 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　尭大
+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

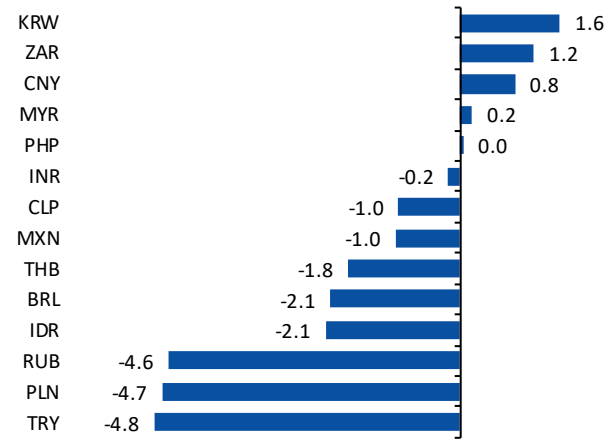
ブラジルみずほ銀行
チーフストラテジスト
Luciano Rostagno
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:ドルの過剰感による追い風が続く

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

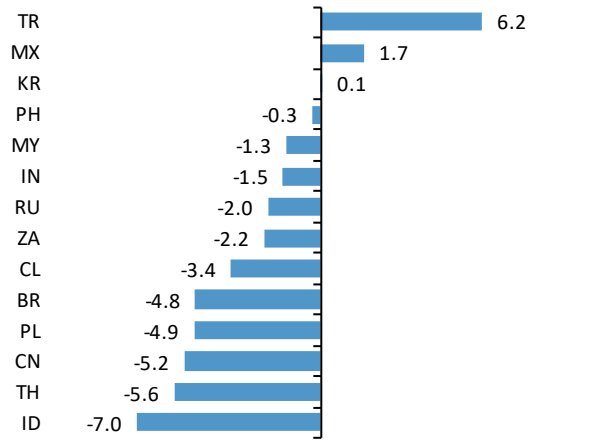
- 9 月の新興国通貨のパフォーマンスはまちまちとなった。ドルの過剰感は残るものの、ユーロが節目となる 1.20 を試した後に反落。ドル安が巻き戻された。月後半には、欧州における感染第 2 波の不安に米追加財政政策への期待感後退も重なり、リスクオフ・ムードが台頭。ドル高・新興国通貨安の展開となった。MSCI 新興国通貨指数は上に往って来いとなり、前月末比+0.4%となった。地域別には、ユーロに連れて東欧通貨が大きく下落、南米通貨も月前半の上昇幅を失った。一方、東アジア通貨は堅調さをみせた。個別には TRY が最安値を更新。RUB も野党指導者の暗殺未遂事件等が重しとなり大きく下落した。
- これまで新興国通貨相場を支えてきたドルの過剰感（≒ドル安）に当面大きな変化はないだろう。米議会は追加財政出動の是非ではなく規模を議論している。選挙や最高裁判事の任命等も絡んで、実現は次期議会（年明け以降）となることもあろうが、財政拡張の方向に変わりはない。金融政策面では FRB が「少なくとも 2023 年末までゼロ金利」を示唆している。
- 11 月の米大統領選の行方は、第 1 回討論会が示す通り混沌としている。場合によって、選挙結果の確定が年明け以降になることもありえ、市場では波乱要因となろう。市場で注目されやすい財政出動や対中姿勢で両者に大きな方向感の差は見出し難いが、バイデン氏は法人増税を示唆しており追加の対外資金フロー（≒ドル安）を促しかねない。他方、トランプ氏続投なら、イベント通過を受けてのドル反発を考慮しておきたい。
- COVID-19 を巡っては、感染第 2 波の不安とワクチン開発への期待が綱引きする状況にあるが、決着は時間の問題だろう。欧米の製薬大手は安全性を最優先する姿勢を鮮明としているが、中国やロシアでは事実上接種が始まりつつある。欧米諸国も早晩、追加対応を迫られよう。いずれにせよ、感染第 2 波を手掛かりとするリスクオフは軽減される方向にある。
- ただ、感染収束に時間を要している分、各国で経済基盤の毀損が予想以上に進んだ可能性がある。感染の不安からの解放は経済活動を回復に導こうが、サプライチェーンの復旧・再編も伴って、その回復ペースは期待を下回りそうだ。新興国の場合、国内の供給力の問題から景気拡大局面でインフレ上昇に悩まされるケースが散見される点にも注意したい。
- 特に、ポスト・コロナ局面では危機対応が一服する。各国が抱える構造問題等の脆弱性が再び注目されれば、新興国通貨の不安定化も警戒される。

図表 1:新興国通貨騰落率(2020 年 9 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 9 月、%)



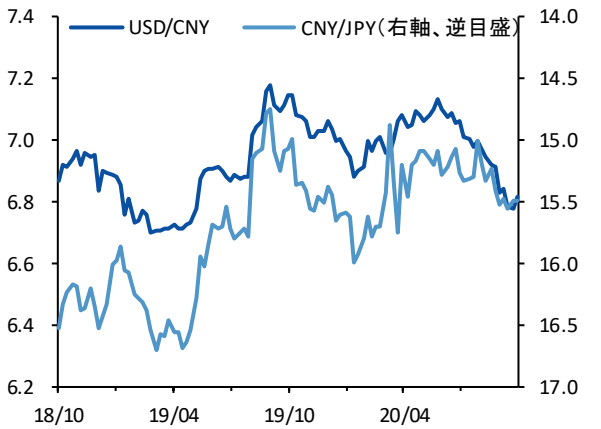
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：CNY 高を支える構図は健在

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

- 9 月の CNY は前月末比で小幅続伸。CNY は 6.84 で取引を開始。前月からの流れで直後に 6.81 台を試す動きをみせたが、ユーロ安・ドル高の動きに CNY も弱含み、月半ばにかけて 6.82～6.86 のレンジを上下した。その後、8 月の主要経済指標の内容が好感されると再び強含み、一時 6.75 台まで CNY 高が進んだ。月末にかけては、世界的なリスクオフ・ムードの高まりに CNY も調整を強いられる展開。一旦 6.83 台まで押し戻された後、6.79 台で取引を終えた。
- 「経済は着実に回復している」（中国人民銀行（PBoC）の四半期会合後の声明文より）。実際、1～8 月累計値でみると、輸出が前年比＋0.8%、鉱工業生産は同+0.4%と前年比プラス圏まで回復。固定資産投資も同▲0.3%と、政策対応や水害の復旧・復興需要も考慮すれば、プラス圏入りは近そうだ。もちろん、小売売上高（同▲8.6%）は、雇用や家計を巡る環境改善の遅れを示唆している。9 月 PMI でも、製造業と非製造業ともに雇用指数が 50（中立）を下回ったままだ。依然として、中小企業や家計への支援は継続されようが、PBoC の政策スタンスはより柔軟かつ適切で的を絞ったもの（いわゆる正常化）となろう。
- ドルの過剰感に加えて、こうした景気回復の進捗や金融政策のスタンスの違いが、CNY 高基調を支えてきたとみられる。25 日には、中国国債が FTSE 世界国債インデックス（WGBI）に採用されることが発表された。組み入れは 2021 年 10 月からとなるが、市場で CNY の先高観を醸成しうる動きといえよう。
- また、共産党中央委員会第 5 回会議（5 中全会、10 月 26～29 日に開催予定）で打ち出される次期 5 か年計画や 2035 年までの長期方針の枠組みにも注目したい。習国家主席は経済政策における「二つの循環」への言及を増やしてきた。対米関係の悪化も念頭に、従来の輸出主導から内需中心の経済への転換加速を示唆しているといわれている。仮にそうした方針が明示、具体化されれば、中国は CNY 安を志向しやすいという従来像も変化しうる。どこまで当局は CNY 高を容認するのか、という議論が市場でより高まるのではないか。
- 11 月の米大統領選でどちらの候補が勝利しても対中強硬姿勢が変化することはないだろう。それは中国経済の輸出依存見直しを一層促そう。もっとも、安全保障の観点から米国の包囲網は強化されつつある。パンデミックの影響も重なり、サプライチェーンの確保が中国経済にとって新たな課題となりうる。正常化で先行する中国経済だが、リスクを見出すとすればこの辺りかもしれない。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.70～6.95 としたい。

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

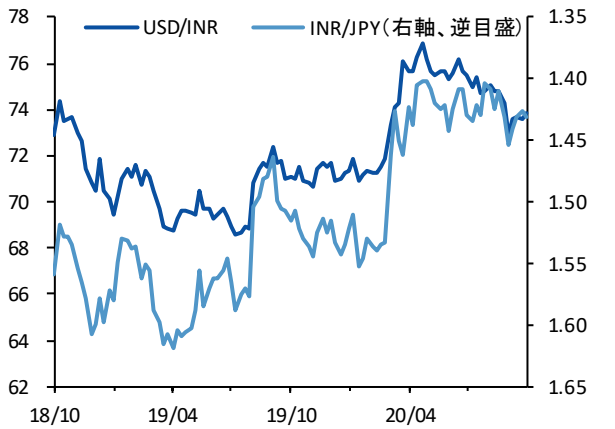
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

インド：4～6 月期 GDP は過去最悪の下げ幅を記録

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

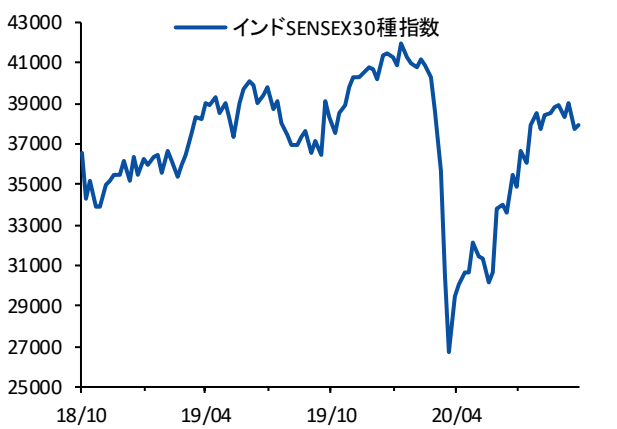
- 9 月の INR は後半にかけて安値をつける展開。73.20 台で取引を開始し、月初にかけてインド準備銀行（中央銀行、RBI）がルピー高を容認する発言をしたことで一時月高値の 72.70 台を推移した。その後ドルの買戻しがあり INR の上昇は一服した。中旬にかけては、新型コロナウイルスの感染状況や米国の追加経済政策の動向が意識され様子見ムードとなり、動意に乏しい展開となった。月後半以降は、欧州での感染拡大に伴いややリスクオフの動きが強まり、一時 74.00 付近まで下落し、その後は揉み合い推移となった。
- 4～6 月期 GDP は前年比▲23.9%と過去最悪のマイナス成長を記録した。3 月に実施した全商業施設の閉鎖や工場の操業停止などの都市封鎖実施が影響した格好だ。また、アジア開発銀行（ADB）はインドの 20 年の成長率を同▲9.0%と 6 月時点から 5.0%ポイント下方修正した。ADB はインド経済について、新型コロナウイルス感染検査の拡大、医療体制の拡充などに注力し、感染拡大の封じ込めが重要とした上で、来年度以降の経済回復のための持続可能なプラットフォームの提供が必要と指摘した。
- 9 月下旬時点で、国内での新型コロナウイルスの累計感染者数が 600 万人を突破した。8 月末時点から 1 日当たり約 8 万人増加したこととなる。感染拡大ピーク時は 1 日で 10 万人近くの感染者が確認されていたが、現在はやや減少傾向にある。一方、段階的な活動制限の緩和が進められていることから PMI などの景況感や鉱工業生産など一部の経済指標では底打ちが確認されており、7～9 月期の GDP は 4～6 月期より改善する見込みとなっている。
- 8 月 CPI は前年比+6.7%となった。5 か月連続で RBI のインフレ目標上限（同+6%）を超える結果となったが、上昇は一服した。今後は、夏場の降雨量が安定的で穀物価格の上昇が抑えられる点やロックダウンの緩和によりサプライチェーンが正常化する動きに伴って、CPI は徐々に抑制される見込みである。
- INR の動向に関しては、10 月頭に RBI の金融政策会合を予定していたが、物価動向を確認する観点からか開催が見送られた。RBI による為替介入は 8 月末を境に頻度が減っており、これが足許の INR 高傾向の要因となっているため今後も RBI の動向は注視したい。また、ドル側の要因としては、追加経済政策の動向が注目される。その他、11 月に大統領選も控えるが、大局が見えない中で金融市場の反応は未だ限定的だが、本件に関するヘッドラインが為替に及ぼす影響も次第に大きくなるものと考える。

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



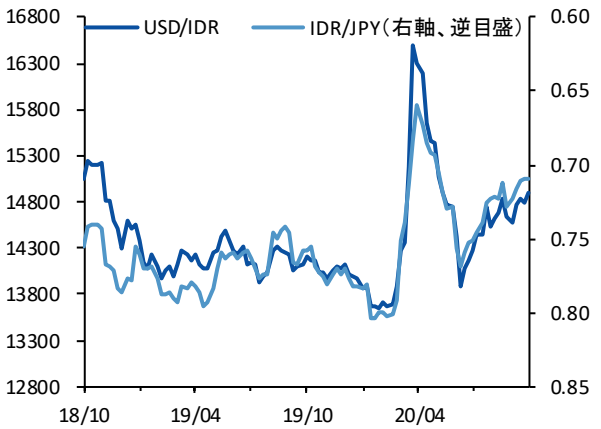
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア：中銀の独立性維持が相場のテーマに

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

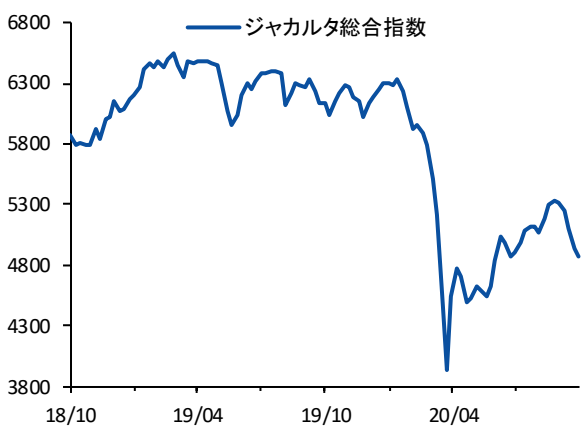
- 9 月の IDR は下落する展開。月初、14500 台で取引を開始。上旬はインドネシア議会にて中銀の運営ルールの変更が提唱され、中銀の独立性にかかる懸念が増し IDR 安が進んだ。途中、インネシア銀行（BI、中央銀行）による介入があったものの、一時月安値の 14900 台を推移し、軟調推移は中旬まで続いた。月後半の金融政策会合では、中銀の独立性を表明したことで IDR は一時下げ止まった。月末にかけては、欧州での新型コロナウイルス感染拡大からリスクオフの動きが高まり、14800 台の上値の重い値動きとなった。
- 首都ジャカルタ特別州では大規模社会制限（PSBB）の移行期間を停止し、14 日から PSBB を再度強化することを発表した。これによって、今後は一部業種を除き、在宅勤務が義務づけられるほか、レストラン店内での飲食が禁止されることとなる。インドネシア国内では日次で数千人規模の新規感染者が確認されており、感染者拡大終息の目処が立たない状況が続いている。
- BI は、16 日～17 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従来の 4.00%に据え置くことを決定した。声明文では、自国の市場機能や物価水準、および金融・為替市場の安定性維持の観点から政策金利は適正とし、現状維持とした。今後に関しては新型コロナウイルスの感染状況を注視しつつ、銀行部門への流動性拡充を中心とした量的支援を通じて国内経済の回復をサポートする方針を示した。
- インドネシアのムルヤニ財務相は 22 日のオンライン会見で、20 年の GDP 成長率を下方修正し、前年比▲1.7%～▲0.6%の間になるとの見通しを示した。要因として、10～12 月期と翌 1～3 月期の成長率がマイナスになる可能性がある点を指摘し、21 年の成長率は+4.5%～5.5%を目指すと表明した。また、政府は 21 年度の予算案が議会の予算委員会と合意に達したことを発表した。来年度の景気回復を見据えて歳出を拡大しており、財政赤字は対 GDP 比で 5.7%に達する見込みとなっている。
- IDR の動向としては、新型コロナウイルスの感染拡大第 2 波の動向が引き続き相場に影響を及ぼすものと考える。そのほか、9 月以降、インドネシア議会にて中銀の運営ルールの変更が提唱されたことを契機に BI の中銀の独立性に関する懸念が高まっている。そのため、今後 BI が着手する政府からの国際直接買い入れに代表される非伝統的な金融政策はより一層透明性を意識した運営が求められることとなりそうだ。

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



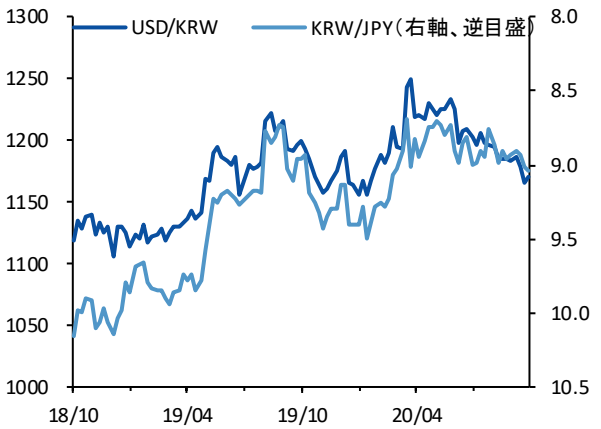
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

韓国：景気支援の財政出動が続く

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

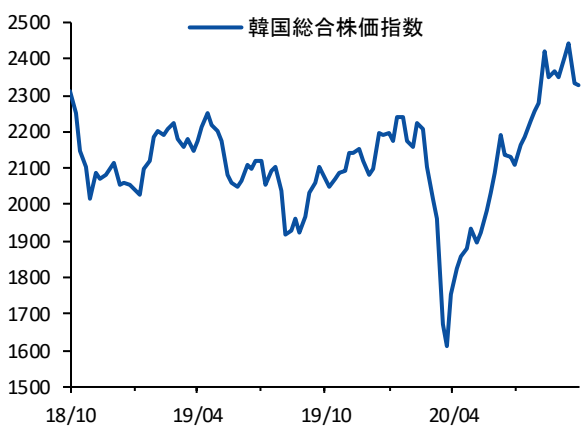
- 9 月の KRW は前月末比で小幅続伸となった。KRW は 1187 台で取引を開始。上旬は米株式の下落等からリスクオフ・ムードが高まり、一時 1192 台まで KRW 安が進んだ。中旬は行動規制がやや緩和されたことにドルの弱含みも重なり、KRW 高が進展。抵抗線となってきた 1180 を下抜けると、ドル買いポジションのロスカットを誘発し、1157 台まで KRW 高が進んだ。下旬は市場でリスクオフ・ムードが再燃する中、KRW も上昇幅を縮小。1169 台で月末を迎えた。
- 韓国政府は 14 日、首都圏における行動規制を小幅に緩和した（2.5 段階→第 2 段階、最高は第 3 段階）。もっとも、相応の行動規制が続いており、経済の下押し圧力も残る。財政出動効果の息切れですでに消費の伸び悩みが顕在化。対面サービス業が困難となる中、雇用への影響も甚大だ。就業者数の減少に加えて、就業扱いとなる一時求職者（状況次第ですぐに職場復帰可能）が急増しており、家計環境の悪化が需要減をもたらしている。外需でも、半導体メモリ価格の弱含みや欧米における感染第 2 波の影響が懸念される。
- かかる状況下、政府は 22 日、7.8 兆ウォン規模の第 4 次補正予算を発表。消費等の経済活動の急速な委縮に対応する姿勢を示した。中小零細企業や低所得層支援のほか、雇用安定や防疫等へ予算を配分。9 月末からの連休（～10 月 4 日）前の支給を目指すとした。財源については国債発行で賄うという。
- また、これに先立ち、政府は 1 日、2021 年の予算案を閣議決定した。555.8 兆ウォンという予算規模は、上述の補正予算を含めた 2020 年の 554.7 兆ウォンをも上回る。いわゆる「韓国版ニューディール政策」を推進し、4 大領域（経済回復、未来成長動力の確保、雇用・社会セーフティネット、国民生活の改善）を中心に予算を配分する。なお、赤字国債の発行規模は 89.7 兆ウォンの見通し。
- 国債発行増の動きに対する金利市場の反応が注目されるが、韓国銀行（BOK）が安定を図ろう。BOK は 8 日、年末までに国債を 5 兆ウォン買い入れると発表。国債需給と金利動向を念頭においた措置と明らかにした。また、市場金利が急変動すれば追加措置も実施する構えをみせた。こうした対応もあってか、現状、国債市場は堅調（金利低下、価格上昇）な動きを見せている。
- 国内では政策対応が続いているほか、年末要因（KRW 買い需要）も KRW にとって好材料となりそうだ。一方、海外では、米大統領選に伴うボラティリティの上昇や欧州における感染第 2 波の動き、半導体市況等が KRW 安要因となりうる。KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1140～1200 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



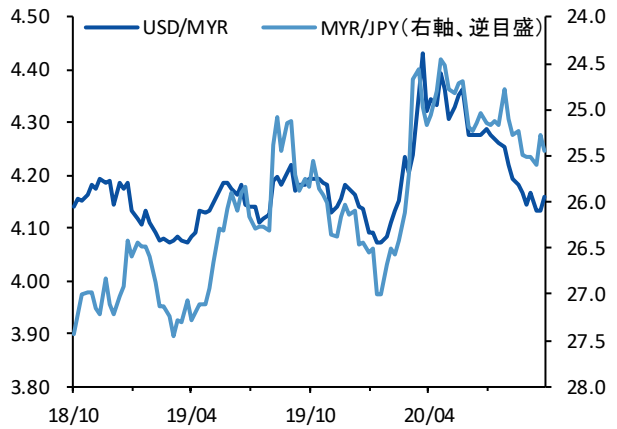
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア：堅調推移も政治リスクには要警戒

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

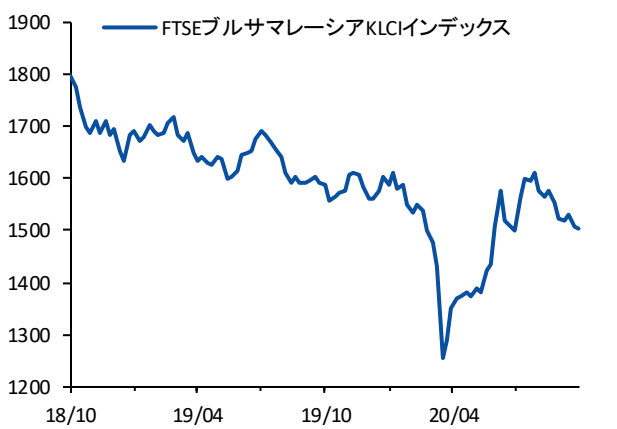
- 9 月の MYR は約 7 か月ぶりの高値をつける展開。月初 4.14 台で取引を開始し、原油需給の軟化懸念や中銀の金融政策会合を控える中、月安値の 4.18 台までじりじりと下落。中旬にかけて、中銀の政策金利据え置き決定や鉱工業生産指数の結果から景気回復への期待感が高まったほか、OPEC プラスを控え原油価格が底入れしたことを受けて、7 か月ぶりの高値となる 4.10 台を推移。後半にかけて、不安定な政局の動きが嫌気され下落したが、月末にかけては、政局不安が和らいで徐々に値を上げる値動きとなった。
- マレーシア検察当局は 4 日に政府系ファンド「1MDB」の巨額汚職事件に関する米金融大手への刑事訴追を取り下げた。7 月に米金融大手がマレーシア政府に 39 億ドルの支払いをすることで和解していた。なお、汚職に関与したとされるナジブ元首相には第一審で有罪判決が下っており、当局はその他の関係者への刑事責任の追及を今後も続ける方針である。
- 月下旬にかけ、野党連合の筆頭であるアンワル元副首相が議会下院での過半数の支持を得て、新政権樹立に向けての動きを進めているとの報道があった。これを機に政権交代に伴う政治リスクが浮上したが、与党側は人口第二位の州のサバ州での議会選挙に勝利し、政局転覆の勢いを止めることに成功した。ムヒディン政権は今回の議会選の勝利と新型コロナウイルスの感染拡大の封じ込みに一定の成果を残し、支持率は安定している。かかる状況下、議会での基盤が安定していないながら、早期に議会の解散総選挙を実施する可能性も浮上しており、引き続き政局の混乱を危惧する声が高まっている。
- マレーシア中銀（BNM）は 10 日の金融政策委員会で、翌日物政策金利を 1.75%の現状維持とすることを決定した。BNM はこれまで 4 会合連続での利下げを実施していた。声明文では、経済活動は厳しい活動制限が敷かれ、アジア通貨危機以来のマイナス成長を記録した 4～6 月期から景気が回復途上にある点を指摘した。今後に関しては、外需の持ち直しや民間支出の拡大が期待される中、今年の計 125bp に及ぶ利下げが今後も景気に刺激を与え続けるとした一方で、必要に応じて追加緩和を実施する姿勢を示した。
- MYR の動向は堅調な推移を予想する。米国が当面の間ゼロ金利政策を継続することや国内経済指標に回復の兆候が見られつつある点は好材料。一方で、海外での新型コロナウイルスの感染拡大の傾向はリスク材料で、不安定な政局動向は引き続き MYR の上値を押さえる要因である点には注意したい。

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



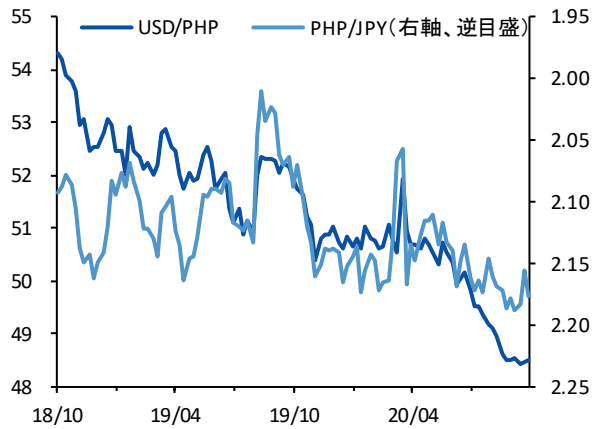
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン：海外労働者送金実績が好調に推移

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

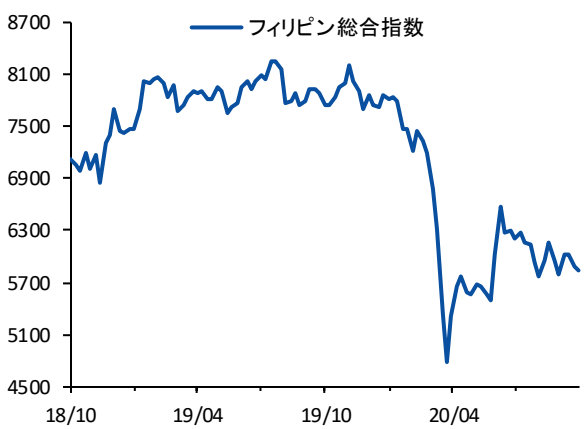
- 9 月の PHP は狭いレンジでの推移も、年初来高値を更新した。月初、48.40 台で取引を開始。上旬は米株の上昇が一服し、リスクオフ地合いが強まると一時月安値の 48.60 台を推移。その後 PHP はじりじりと上昇し、7 月海外フィリピン労働者（OFW）送金の結果が好感されると一時 48.30 台をつけ、年初来高値を更新した。後半にかけては、新型コロナウイルスの感染状況や米国の追加経済政策の動向が意識され様子見ムードとなり、PHP は小幅な値動きとなった。
- 個人消費の源泉となる 7 月の OFW 送金は、前年比+7.8%と市場予想の同▲5.4%を上回り、6 月に続きプラスでの推移となった。海上勤務者の送金は同▲9.2%と低迷が続くものの、陸上勤務者からの送金が同+12.6%と堅調な推移を見せた。この結果を受けて、フィリピン中央銀行（BSP）の年間見通しでは同▲20%以上の減速が予測されていたが、同▲5%の水準まで上昇修正された。
- アジア開発銀行は 15 日、20 年のアジア経済見通しを更新し、フィリピンの成長率が 6 月時点の前年比▲3.8%から同▲7.3%へ大幅に引き下げられた。なお、アジア新興国・地域（アジア大洋州の 46 カ国・地域）の成長率は同▲0.7%に下方修正（6 月時点：同+0.1%）されている。
- フィリピン政府は 11 日、新型コロナウイルス対策第二弾として約 3600 億円規模の財政支出を決定した。中小企業向けの資金繰り支援や、医療従事者の雇用強化が主眼となる。
- 南シナ海の海洋権益をめぐって中国と周辺諸国間での対立が高まっている。米国がハーグ仲裁裁判所の南シナ海における中国の主権主張を全面的に退けた判決への支持を明示したことが契機となった。ドゥテルテ大統領は本件につき、経済的な関係や新型コロナウイルスのワクチンを中国に要請していたことを考慮し抑制的な対応をしていた。ところが一転して、今回の判決の妥当性を主張して南シナ海への中国の関与に対し強くけん制する姿勢を示し、周辺国への協調を求めた。
- PHP の動向については、9 月以降、これまでのドル安の調整がみられる中、一時的に安値方向に動く可能性がある。一方、米国の追加経済政策はドルの過剰感を増幅させ、今後のドル安継続を方向付ける展開となりうるため引き続き注視したい。国内要因としては足許の貿易赤字の拡大や CPI の軟調推移はさほど重要視されておらず、新型コロナウイルスの感染動向や OFW 送金実績が PHP の動向に影響を与えうるが、ドル側の要因よりは軽微なものと考える。

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



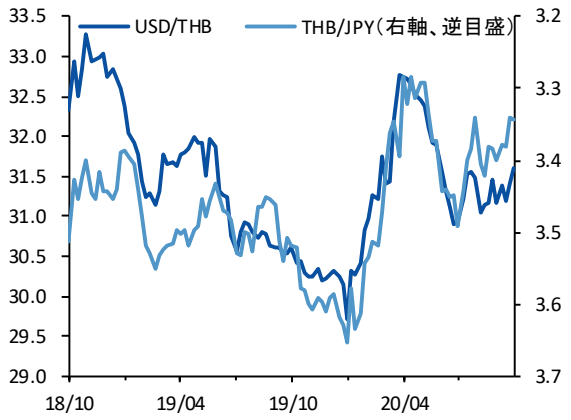
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ:反政府デモの長期化が不安材料に

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

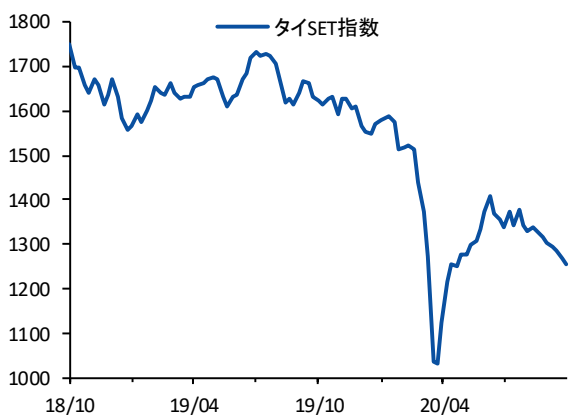
- 9 月の THB は後半にかけて安値をつける展開。月初 31.00 台で取引を開始。上旬は、閣僚の短期間での退任や約 3 か月ぶりに国内で新型コロナウイルス感染者が確認されたことが嫌気されて 31.40 台まで下落。中旬以降、国内での反政府デモにおいて武力衝突が回避されたことで一時月高値の 30.90 台を推移したが、引き続き反政府デモの長期化懸念が燻る中、タイ中銀による経済見通しの下方修正の発表を受けて月安値圏の 31.70 台まで下落。月末にかけても緊急事態宣言の延長が決定されたことで安値圏での取引が続いた。
- 19 日、学生グループ主導のもとプラユット内閣の退陣、憲法改正や王政改革を訴える反政府デモが行われた。2014 年にプラユット陸軍司令官(現首相)が主導したクーデター以降では最大規模となった。これに対しプラユット政権は新型コロナウイルスの感染拡大防止を口実にデモの自粛要請を敷いたほか、タイ議会での憲法改正にかかる議論の先送りを決定した。依然、事態の収拾がついていない状況で、今後にかけての政治リスク拡大も懸念される。
- 外需の持ち直しをきっかけにタイ経済は回復の兆しが見えつつある。8 月の貿易統計(通関ベース)は輸出が事前予想の前年比▲13.0%に対し、同▲7.9%の減速に留まり、2 か月連続で改善した。主要産品の電子部品が同+3.4%のプラスに転じたことが要因となった。輸入は同▲19.7%と事前予想の同▲20.2%とほぼ乖離のない水準であった。この結果、貿易収支は改善し、43.4 億ドルの貿易黒字となり、単月では今年に入り最大の黒字を記録した。
- タイ中央銀行(BOT)は 23 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を 0.50%に据え置いた。また、本会合で 20 年と 21 年の景気見通しが見直された。20 年は国内の新型コロナウイルス新規感染者数が抑制され経済活動が徐々に正常化している状況を踏まえ、成長率を前年比▲7.8%と前回見通しから+0.3%ポイント引き上げた。一方、21 年は GDP の約 2 割を占める観光業の低迷が長期化するとの見方から成長予想を▲1.4%ポイント引き下げて同+3.6%とした。さらに、新型コロナウイルスの感染拡大前の水準まで経済が回復するまでには、少なくとも 2 年を要するとされた。
- THB の動向については、新型コロナウイルスの感染第 2 波に係るヘッドラインや前述の政治リスクが意識されて短期的に揉み合い推移となることも想定されるが、対ドルで見れば、これまでの米国の大規模な財政出動に起因するドルの過剰感を背景に、緩やかながら次第に値を上げていく展開を予想する。

図表 15:タイバーツ相場(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



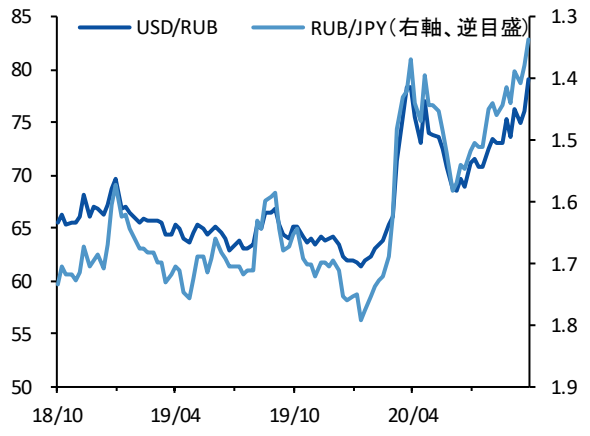
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：追い詰められてなお際立つ安定感

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

- 9 月の RUB は下落。対 USD では 29 日までに 6 か月ぶりの安値となる 79.965 まで下落した。並行して原油も上値を重くしたが、ブレントで 40ドル/バレル前後の水準における横這いを続け、RUB 続落は平仄の合わない値動きと言えた。
- 原油との比較で RUB が不釣り合いな下落を見せた背景には、3 月のコロナ過の混乱初期に、対 EUR で記録した 90 前後の安値を明確に割り込んだことによる損失確定売りなど、テクニカルな要因も大きく影響していたのではないか。対 EUR で RUB は、実に 16 年 1 月来 56 か月ぶりとなる安値にまで下落した。
- また、ベラルーシへの政治・軍事介入への警戒感、反政府指導者ナワリヌイ氏毒殺未遂事件、米大統領選を控えた選挙干渉などに対する西側の経済制裁観測が、この間、一貫して RUB の重石になっていた。ロシアと同盟関係にあるアルメニアと、トルコに近いアゼルバイジャンの間で本格的な武力衝突が起きたことも（27 日）、月末に掛けて RUB が一段と売り込まれる一因となった。
- ロシア中銀（CBR）ナビウリナ総裁（8 日）、ザボトキン副総裁（10 日）からは、相次いで「利下げ余地はある」「時期については慎重に検討中」といった発言が聞かれた。8 月 CPI（4 日）は前年比+3.6%と引き続き低位安定と言える水準にあったが、上述各種制裁懸念に根差す RUB 下振れリスク＝（輸入）物価押し上げリスクに対する警戒感が拭えないということであったのだろう。
- 果たして、18 日の 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。合わせて発表された声明は近い将来の追加利下げの可能性を予告したものの、様子見気分の強い膠着を見せていた RUB 建ロシア国債（OFZ）は、金融政策委員会後、再び軟調推移に陥ってしまった。
- ただ、16 日に政府が承認した 2021-23 年中期予算計画は、シルアノフ財務相の意向を強く反映してか、国家計画の縮小や、資源税率引き上げなど明確に財政緊縮を志向する内容と読めた。コロナ対策という名目の下、世界中で積極的な財政出動がもてはやされる昨今にあって、ロシアの独自路線はより鮮明になったと言える。その是非は歴史が紐解くところとなろうが、ひとつ確かなことは、制裁リスクだけでなく、仮に今、新たな危機に襲われた時、もっとも高い対応余力を持つ国・経済のひとつにロシアが入ることは間違いないことだろう。
- 加えて、11～13 日に投票されたロシア地方選挙の結果も、与党統一ロシアが「余裕の勝利」を収め、来年 9 月の下院選、ひいては 24 年の大統領選にむけても、現体制による安定的な政局運営を見込める内容と言えた。

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

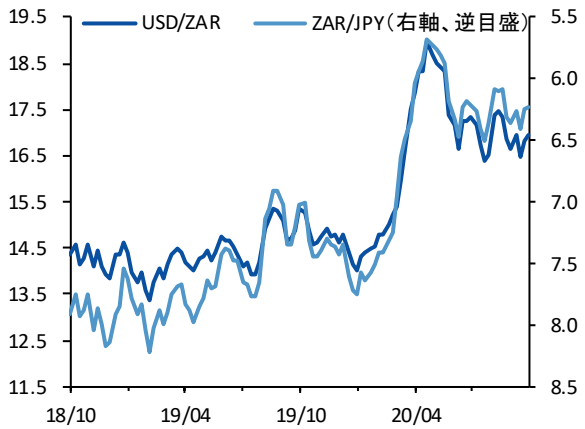
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ：構造改革期待にどこまで応えられるか

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

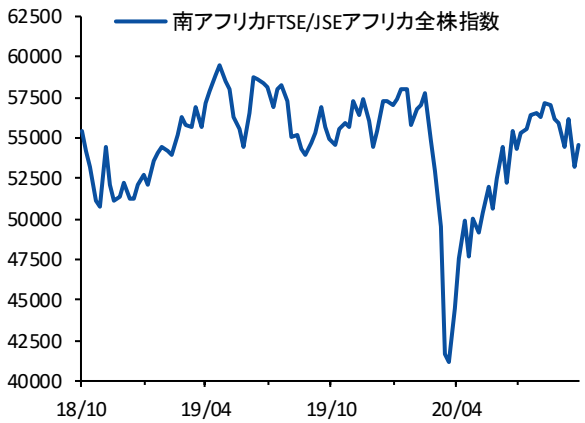
- 9 月の ZAR は横這いから上昇が先行。18 日には対 USD で 6 か月ぶりの高値となる 16.2350 まで上昇したが、その後急反落。更に月末に掛けて底打ち反発し、月を振り返ると対 USD、対円とも概ね横這いに終わった。
- 月初、ZAR は方向感のない横這いで滑り出したが、これは、米 8 月失業率の低下（4 日）などを受けた USD 高や、前後して発表された南ア 4～6 月期 GDP の大幅落ち込み（8 日）、同経常収支の予想外の大幅赤字（10 日）などに鑑みれば、ZAR 堅調推移と言っても差し支えない値動きと思われた。
- その背景には、引き続き、前月末（8 月 31 日）に与党アフリカ民族会議（ANC）全国執行委員会（NEC）が決定・発表した汚職撲滅徹底方針発表に対する好感が大きく貢献していたものと考えられた。
- その後 ZAR は、6 月、7 月の二番天井を上抜け、対 USD で上述高値まで急伸。その要因は、①南ア短期国債入札の高需要（11 日） ②ロックダウンが近い将来レベル1に移行し、国外からの観光客誘致再開する予定を確認（14 日） ③政府、経営、労働組合の三者が南ア電力公社（Eskom）再建計画などで合意（15 日） ④ANC が、17 年に党の方針に挙げた南ア準備銀（SARB）国営化を一旦棚上げ（16 日）、などの要因が複合的に作用したものと考えられた。
- とりわけ、③と④は前月末の汚職撲滅徹底方針発表と併せ、ラマポーザ大統領周辺が推してきた各種構造改革が求心力を増したことと、反ラマポーザ派の影響力低下を裏付ける材料として高く評価することができた。
- 17 日の SARB 金融政策委員会は、3 対2 の僅差で政策金利を据え置き。市場予想の過半は 3.25%への利下げを見込んでいたものの、予想は拮抗しており、据え置き決定にも意外感はなかった。
- 21 日以降の ZAR 急落は、USD 全面高（当初対円を除く）や、株価続落を受けたリスク回避・新興市場通貨全面安の流れに押された動きと考えられた。並行した南ア国債下落も、リスク回避の投資資金流出の一環と位置付けられ、ZAR の重石になっていた事実を疑う余地はなかった。
- 29 日発表された南ア 4～6 月期失業率は、11 年ぶりの低水準となる 23.3%に急低下。ただし、雇用者数は前期比▲2.2 百万人で、失業率低下は労働参加率低下（非労働人口は+5.2 百万人）を反映した統計の綾と言えた。にも拘らず、前後して、ZAR、南ア国債とも堅調推移を維持した経緯は、各種構造改革に対する市場の期待の大きさを示す値動きと考えられた。

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



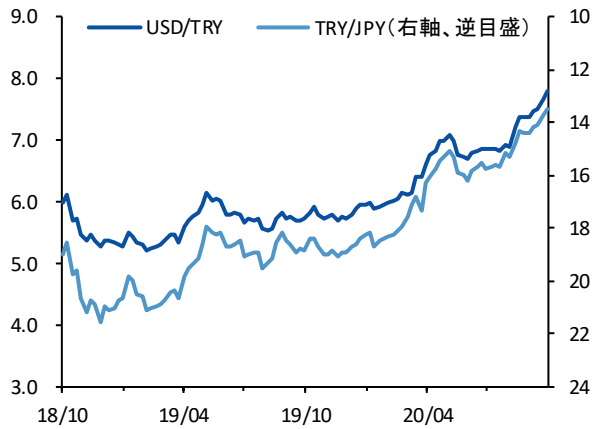
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ:信頼回復に向けた一歩を踏み出したのか

シニア為替ストラテジスト
本多　秀俊
+44 20 7786 2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

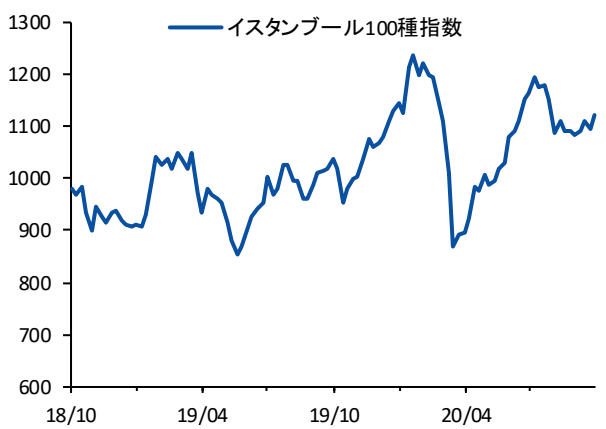
- 9 月の TRY は、対 USD、対円共、ほぼ一方的な下落。22 営業日中 16 営業日で史上最安値を更新した(対 USD)。経常赤字、実質低金利、地政学的リスクなどの材料が引き続き TRY の重石になった。
- ただし、この間、一部の材料には顕著な変化があった。実質低金利は TRY 安などから生じる高インフレと政治的介入を受けたトルコ中銀(CBRT)の不作為の結果と言えるが、24 日、CBRT は市場の意表を衝いて政策金利(レポ金利)を 200bp 引き上げた(利上げ後 10.25%)。
- 更に、トルコ銀行監督局は国内銀行から非居住者に供給できる TRY 流動性の制限を緩和(25 日)、貸出促進を目的に導入した現地金融機関の「資産比率」の追加切り下げに踏み切った(28 日)。こうした各種施策は、市場機能の「正常化」に向けた歩みと言え、仮に今後維持・発展することになれば、トルコ金融資産市場に対する信頼を回復する要因と位置付けることができよう。
- 一方で、地政学的リスクに関しては、引き続き強い緊張感が解けない状態にある。ロシア製ミサイル配備などに伴う米との関係悪化、東地中海の資源探査を巡る EU との軋轢に加え、この間、隣接するアゼルバイジャンとアルメニアの間で起きた本格的武力衝突は(27 日)、間の悪い出来事だった。アルメニアと軍事協定を結ぶロシアと、アゼルバイジャンと協力関係にあるトルコの関係悪化、最悪の場合「代理戦争」へと拡大する可能性が警戒されたからだ。
- 他にも、一部の大手格付会社が、トルコ自国通貨建/外貨建長期国債格付を引き下げたたことも(11 日)、TRY 安を促す要因となった。この格下げは市場の想定外だったが、当社は「国際収支危機の恐れ」を警告し、21 日には「トルコの外貨準備はほぼ底をついた」という趣旨の声明も発表した。
- TRY 流動性供給制限は緩和されたものの、これまでに資本規制紛いのやり方で流動性へのアクセスを閉じられてきた非居住者がおいそれと投機的 TRY 売りに回るとは考え難い。月末の TRY 売りに限らず、この間の売り手は、居住者(≒トルコ人)がほとんどを占めたものと思われる。利上げ(≒預金金利上昇)はトルコ人が TRY のまま(外貨に替えずに)資産を保有する動機付けになる。
- また、トルコ国内の金融システムには、未だに総額 2,400 億ドル規模の外貨預金がある。つまり、当局(CBRT)の管理下にある外貨準備以外にも十分な外貨が国内に存在するということだ。金融資産市場に対する信頼回復は、こうした個人保有の外貨が、闇市場や直接国外の口座に流出する恐れも減じよう。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール 100 種指数



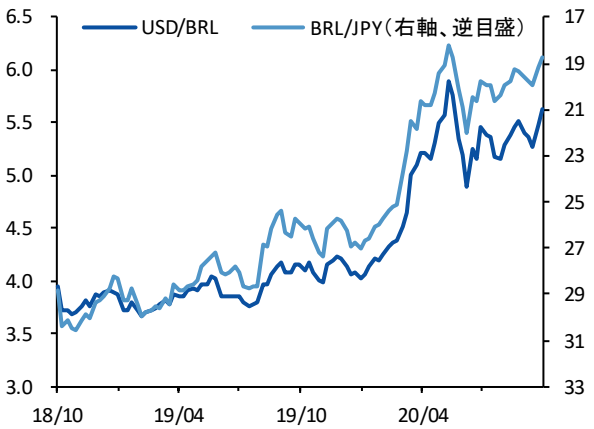
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル：現政権の政策方針に揺れる BRL

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

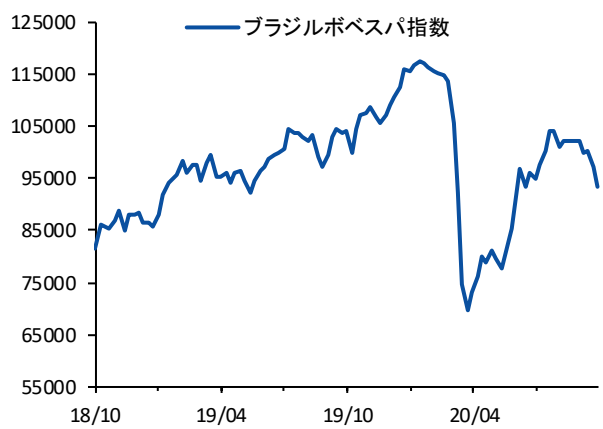
- 9 月、BRL は前月末比で続落となった。BRL は 5.44 台で取引を開始。米国等におけるハイテク株式の下落やユーロ安・ドル高の動きを横目に、対ドルで堅調な動きを続け、一時は 5.21 台まで BRL 高が進んだ。ただ、月下旬にリスクオフを背景にドル高が進むと、BRL も抗しきれず急速に押し戻される展開。財政不安も重なり、BRL は 5.67 台を一時試した後、5.60 台で月末を迎えた。
- ブラジル経済の持ち直しが続いている。7 月の経済活動指数（いわゆる月次 GDP）は前月比＋2.15%と 3 か月連続でプラスとなった。財政政策や BRL 安が寄与した模様だ。足許での COVID-19 の感染拡大のピークアウトは追い風となろう。他方、ソーシャル・ディスタンスの影響を受けやすいサービス業には弱さが残る点や、政府の経済対策が年末に期限を迎えること等には注意したい。
- こうした先行き不透明感も残る中で、ブラジル中央銀行（BCB）は 16 日、政策金利を過去最低の 2.0%で据え置くことを決定した。すでに政策金利はインフレ率を下回るマイナス金利状態にあり、金融システムの健全性や安定性を維持する観点から、据え置きが適当と判断した。また、声明文で、追加的な緩和手段としてフォワード・ガイダンスの活用が適切という認識を明示。BCB のインフレ率見通しを基にすれば、金融緩和の見直し時期は当分訪れなさそうだ。
- 他方、財政の見通しは依然混迷している。ボルソナロ大統領は 15 日、既存の貧困世帯向け現金給付の支給額や支給対象を拡げた「ヘンダ・ブラジル」を断念すると発表。市場の信頼が厚いゲデス経済相の辞任シナリオ回避に市場は安堵した。ところが、同大統領は 28 日、新たな現金給付「ヘンダ・シタダン」の導入計画を明らかにした。財源は連邦政府の歳出上限（ceiling）の対象外となる基礎教育開発基金（Fundeb）から転用するという。自身の支持基盤拡大を目指してばら撒き政策に拘る大統領の姿勢に、市場は先々の財政不安を読み取り BRL は急落。BCB が BRL 買い介入に至る事態となった。
- また、構造改革の一環として注目される税制改革も停滞気味だ。歳入減を警戒する地方政府等の抵抗が強く、11 月の地方選挙を控えて審議スケジュールが遅れている模様だ。年内にも上院もしくは下院のいずれかで法案が通過する、とみている上下両院の主要メンバーの比率が低下しているという調査もある。
- こうした財政や税制改革の行方に対する不透明感や、米大統領選等の海外要因により、BRL がボラタイルな動きをみせる局面が予想される。今後 3 か月の BRL の想定レンジは、5.2～6.0 とやや広めにみておきたい。

図表 23：ブラジルレアル相場（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



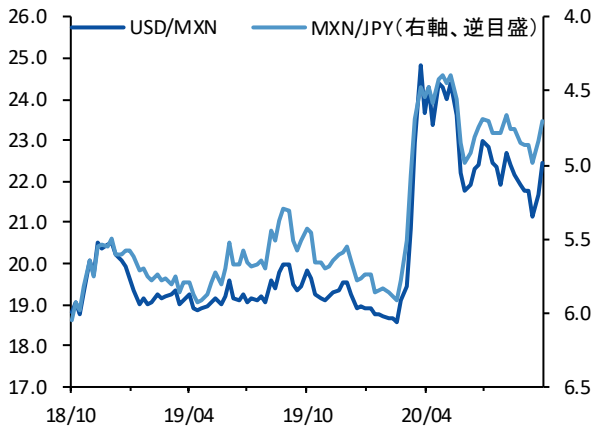
出所：ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:2021 年も財政規律を優先

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

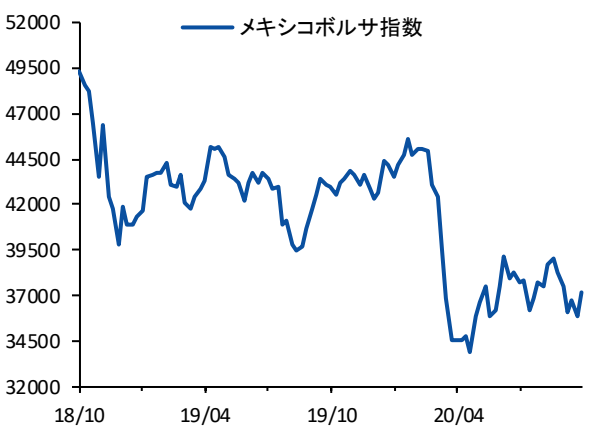
- 9 月の MXN は前月末比で反落となった。MXN は 21.8 台で取引を開始、中旬まで概ね堅調に推移した。ハイテク株式の下落やユーロ安・ドル高の動きには耐性をみせ、MXN は対ドルで上昇を継続。一時は 20.8 台まで MXN 高が進んだ。もっとも、月下旬はリスクオフを背景にドル高が進むにつれ、MXN は急速に押し戻される展開。一時 22.7 台を試した後、22.1 台で月末を迎えた。
- メキシコにおける COVID-19 の感染拡大は 8 月にピークアウトした模様だ。国立地理統計情報院の算出する月次 GDP は、6 月に続き 7 月も前月比プラスとなっており、景気面でも最悪期は脱した感がある。もっとも、8 月失業率は 5.2%と依然高い水準にある。3～7 月で計 111.8 万人減少した正規雇用者数は 8 月に 9.3 万人増えたに過ぎない。統計には表れにくいいわゆるインフォーマル・セクターではより深刻推測され、依然、景気対策が求められる状況といえる。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は 24 日、政策金利(翌日物金利)を従来の 4.50%から 4.25%へと引き下げたが、こうした景気の下振れ警戒感が滲む。他方、声明文では追加利下げの余地は僅かという認識が Banxico 内で共有されていることも示唆された。8 月消費者物価が前年比+4.05%と、Banxico の目標レンジ(前年比+2%～+4%)を上抜けたことで、実際に選択肢は狭まりつつある。
- 金融緩和に限界がうかがわれつつある中で、財政政策による対応が期待されるところだが、ロペス・オブラドール政権の反応は引き続き鈍い。同大統領は 1 日、年次教書演説を行ったが、政治腐敗根絶による経費節約(財源捻出)や感染対策の成果を強調。ワクチン投与については 2021 年初から無料で開始できるとした。一方、財政による経済界支援にあらためて否定的な態度を示した。
- また、8 日に国会に提出された予算法案では、従来からの財政規律を重視する姿勢が確認できる。基礎的財政収支は均衡し債務残高の GDP 比はやや改善するという。景気支援の財政拡張は行わない。ワクチンが 2021 年初から接種可能なので景気回復が進み、2021 年の成長率は前年比+4.6%を見込む。3.0%程度の市場予想(Banxico サーベイ)と比較すれば楽観が目立つ。
- しかし、この危機下に経済対策を怠ったことで、国内経済のストック面の棄損は進んでおり、ワクチンを接種できれば経済回復が可能なのか疑問が残る。また、仮に景気(≒需要)回復が本格化するとして、それに見合う供給が可能なのか。インフレ上昇圧力は足許だけにとどまらないリスクに注意したい。今後 3 か月の MXN のレンジは、21.0～24.0 と下振れ余地を多めに見ておきたい。

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

		2020年 1～9月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.7512 ～ 7.1777	6.7910	6.80	6.80	6.75	6.75	6.70
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7501	7.75	7.75	7.76	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	73.773	75.4	74.8	73.5	72.5	72.2
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14880	15300	14600	13800	14350	14050
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1170.17	1160	1160	1150	1150	1140
マレーシアリンギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.1565	4.30	4.22	4.20	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.326 ～ 51.959	48.489	50.5	49.5	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3646	1.39	1.38	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.808 ～ 30.533	29.019	29.2	29.1	29.0	28.9	28.8
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	31.61	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23184	23500	23160	22900	22850	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	77.6983	76.00	74.00	75.00	77.00	78.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.7432	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.8568	7.7197	7.50	7.20	7.00	7.30	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.6103	5.25	5.00	5.10	5.20	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	22.0859	22.00	21.50	22.00	22.50	23.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.530	15.15	14.71	14.96	15.11	15.52
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.604	13.29	12.90	13.02	13.14	13.38
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.429	1.37	1.34	1.37	1.41	1.44
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.708	0.673	0.685	0.732	0.711	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.052	8.88	8.62	8.78	8.87	9.12
マレーシアリンギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.420	23.95	23.70	24.05	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.176	2.04	2.02	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.26	74.10	72.46	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.633	3.53	3.44	3.48	3.53	3.61
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.336	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4548	0.44	0.43	0.44	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.357	1.36	1.35	1.35	1.32	1.33
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.299	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	13.375 ～ 18.875	13.652	13.73	13.89	14.43	13.97	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	18.793	19.62	20.00	19.80	19.62	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.774	4.68	4.65	4.59	4.53	4.52

注：1.実績の欄は 2020 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 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（9 月 30 日発刊）』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に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。