

2020年11月2日

## The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

## 目次

新興国: 外部要因に振れやすい局面に .....	2
中国: 「双循環」で増す当局の CNY 高容認 .....	3
インド: RBI は物価・経済成長見通しを更新 .....	4
インドネシア: 外部要因に相場が揺れる可能性も .....	5
韓国: 市場の安定性維持への言及増す BOK .....	6
マレーシア: 貿易収支の改善は継続するか .....	7
フィリピン: 年初来高値を更新も感染第 2 波を警戒 .....	8
タイ: 反政府デモが再燃も THB への影響は些少 .....	9
ロシア: 織り込み済みでも米大統領選の結果待ち .....	10
南アフリカ: 改革機運は続き、水準切上げも間近か .....	11
トルコ: 期待が大きかっただけに失望も大きい .....	12
ブラジル: 財政巡る不安拭えず、弱含む BRL .....	13
メキシコ: 官民でインフラ投資へ .....	14
為替相場見通し .....	15

## 市場営業部

マーケット・エコノミスト

堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

## マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

## 大島 由喜

+81 3 3242 7065

yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

## 香港資金部

シニアアジア FX ストラテジスト

Ken Cheung

ken.cheung@mizuho-cb.com

## アジア・オセアニア資金部

シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

## 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

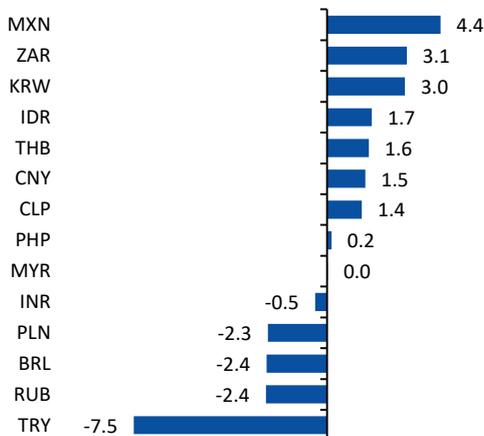
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

## 新興国:外部要因に振れやすい局面に

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

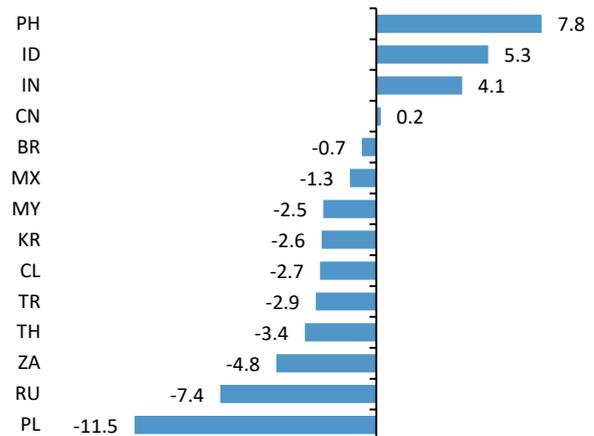
- 10月、MSCI 新興国通貨指数は前月比+1.3%となり、1月以来の水準で取引を終えた。米大統領選におけるバイデン候補優位の情勢が財政拡張への期待を高めており、ドルの過剰感(≒ドル安)が新興国通貨の支えとなった。一方、月後半には、欧州におけるCOVID-19の感染再拡大に伴うロックダウンの動きが市場でリスクオフを促し、月末にかけて新興国通貨は弱含んだ。
- なお、通貨別のパフォーマンスはまちまちとなった。中国を筆頭に経済正常化が相対的に進むアジア通貨は概ね堅調も、ロックダウンの動きが見られた欧州経済との結びつきが強い東欧通貨等は軟調だった。財政不安が残るBRLも弱い。また、バイデン候補による貿易政策の見直し期待はCNYやMXNの追い風となった一方、新たな制裁への懸念はTRYやRUBの重しとなった。
- 今後は、より外部要因に振られやすい相場となりそうだ。米大統領・議会選や欧州における感染第2波の行方、ワクチン・治療薬開発の進捗が注目される。
- 米大統領選については、①バイデン候補勝利、②トランプ大統領続投、③すぐに勝敗定まらず、のいずれかとなる。①なら市場が織り込んできた通り。一時的な材料出尽くし感からのドル反発はあろうが、財政拡張と法人増税を背景とするドル安が継続しよう。②は市場にいわゆるバイデン・トレードの巻き戻しを促しう。ただ、減税や財政拡張により財政赤字が膨む点は同じだ。上院を共和党が押さえれば、財政赤字の規模が抑制されドル安基調が緩む可能性はあるが方向感是不会変わらないだろう。他方、上下両院を民主党が押さえる場合、俄かに弾劾リスクが再び警戒される点には注意したい。また、③なら市場でリスクオフが長期化することが懸念される。新興国通貨にとっては強い逆風となる。
- COVID-19を巡っては、感染第2波の不安とワクチン・治療薬開発への期待が綱引きする状況だが、時間が経過するにつれ後者の期待が上回ろう。今後、ロックダウン再開の波が欧州各国や、選挙結果次第で米国に波及する可能性があるが、一定期間のロックダウンは感染抑制上、大きな効果をもたらさうのも事実だ。他方、ワクチン・治療薬の開発には進捗がみられる。2021年1~3月期にも欧米の製薬会社による供給が先進国向けに始まる可能性がある。新興国向けには中国が供給を本格化しよう。
- かかる状況下、新興国通貨は総じて、短期的には外部要因にボラタイルな動きを強いられるも、年明け以降は再びリスクオンの追い風を受ける展開を想定する。ただし、個別には財政やインフレ動向にも注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年10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10月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:「双循環」で増す当局の CNY 高容認

マーケット・エコノミスト

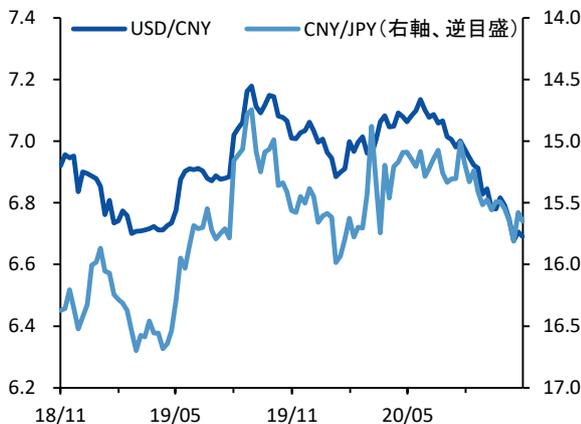
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 10月のCNYは前月比で続伸となった。ドル安が進展した国慶節休暇を経てCNYは6.72台で取引を開始。同日6.69台を試すも、翌日、外貨リスク準備金の実質撤廃が発表されるとCNYは反落。その後、CNY安は長続きせず、ドルが再び弱含む中、下旬には2018年7月以来となる6.64台までCNY高が進んだ。月末にかけてはやや押し戻され、6.69台で取引を終えた。
- 実質GDPは1～9月累計で前年比+0.7%とプラス圏を回復した。輸出や鉱工業生産に続き、固定資産投資も年初来累計値ベースで9月に前年比プラスに転じた。また、10月PMIは製造業・非製造業ともに雇用指数が50(中立)をついに回復。遅れていた雇用や家計を巡る環境改善や小売売上高(年初来累計で前年比▲7.2%)のさらなる持ち直しが期待される。
- 経済正常化の動きに各種金利はロックダウン前の昨年末水準まで戻している。柔軟かつ適切で的を絞った政策方針(いわゆる正常化)を示唆する中国人民銀行(PBoC)もこれを容認。「金利のある市場」として中国選好は続きそうだ。また、成長企業への投資資金も惹きつけている。11月には電子商取引大手の傘下にある金融会社が世界最大となる新規株式公開(IPO)を予定している。
- こうした状況が人民元の買い需要を膨らませCNY高を支えているとみられる。COVID-19に関連して医療品やPC等の輸出増で貿易収支黒字が拡大、海外旅行の事実上の停止でサービス収支赤字は縮小し、経常収支黒字が拡大。これに、証券投資を通じた資金流入の増加が加わる格好だ。
- そして、今後は政策面からの思惑もより強まろう。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)では、2035年までの長期目標として先進国化と技術立国が掲げられた。これを念頭に、次期5か年計画では習国家主席が言及を重ねてきた「双循環」が軸となる。すなわち、従来の輸出主導から内需中心(「国内の大循環が主体」)でより自立的な安定成長を目指すことが掲げられた。この政策転換で、当局もCNY高をより容認しやすくなりそうだ。
- CNY相場については今後、方向感よりも上昇ペースが注目されてこよう。PBoCは9月の外貨リスク準備金率の引き下げ(20%→0%)に続き、10月には日々のCNY基準値を算出する際に用いてきた「逆周期因子」を廃止。適格国内機関投資家に割り当てられた外国証券投資枠の再増額の可能性も報じられた。いずれも、CNYの上昇ペース抑制のシグナルと受け取れる。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.50～6.85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: RBI は物価・経済成長見通しを更新

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

- 10月のINRは後半にかけて安値をつける展開。73.60台で取引を開始し、上旬は、米国の追加経済政策の協議にかかるヘッドラインとインド準備銀行(中央銀行、RBI)のドル買い介入が交錯し、揉み合い推移となった。中旬にかけて、月高値の73.00台を推移して以降、中国人民銀行のCNY高抑制措置の発表もあり動意に乏しい値動きとなった。下旬は、欧州での新型コロナウイルス感染第2波の影響でややリスクオフの色合いが強まり、INRはじりじりと下落した。月末時点では74を上抜け、月安値を更新する展開となった。
- RBIは7~9日、金融政策委員会を開催し、政策金利のレポートを全会一致もとで前回会合に続いて据え置いた。声明文および会合後のダス総裁の会見によれば、世界経済が回復に向かうに連れて、国内経済も底を脱したとした。今後も新型コロナウイルス感染拡大のリスクは依然大きいものの、都市部の経済活動の正常化や農村部での安定的な穀物生産が期待される状況であり、国内経済は引き続き回復に向かうとの見解を示した。
- 今次会合に際し、RBIは物価・経済成長に関する見通しを更新した。物価動向について、9月CPIは前年比+7.3%となっており、食料品価格の高騰を背景にインフレ目標である同+2.0%~+6.0%を上回る水準で推移している。RBIによれば、インフレ率が目標の範囲に収まるのは早くても21年の1~3月期となる見込みである。経済成長に関して、RBIは今年度の成長率が前年比▲9.5%となる見通しを示した。4~6月期GDPは過去最悪の同▲23.9%を記録していたが、農村部での景気回復が当初想定よりも早いペースで期待できることを踏まえて、21年1~3月期には前年比+10.1%の回復を予想している。
- 10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800万人を突破した。その一方で、足許の新規感染者は感染拡大ピーク時の1日当たり約9万人程度から、5万人前後にまで鈍化している。これを受けて、今月下旬委、政府は制限していた外国人の入国緩和を決定した。
- INRの動向に関しては、揉み合い推移を予想する。欧米での感染第2波によるリスクオフの流れや11月の米大統領選後の様子見ムードを勘案すると、当面は積極的な取引は控えられると考えられる。輸出実績など経済指標の改善も見られつつあり、その期待感からSENSEX株式指数はコロナ禍以前の史上最高値の水準に近づいている。かかる中、INRの実需もある程度想定されるが、RBIの介入によって上値も限定的となることも考慮したい。

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:外部要因に相場が揺れる可能性も

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10月のIDRは上昇する展開。月初、14800台で取引を開始。上旬はCPIの結果が軟調に推移し月安値の14900付近まで上昇したが、議会で成立した外資誘致法の内容が好感され14600台まで上昇した。中旬は、インドネシア銀行(BI、中央銀行)の金融政策会合や貿易収支の結果は相場への影響は些少で動意に乏しい推移。下旬は一時月高値の14600付近まで上昇した後、新型コロナウイルス感染第2波が意識され上値の重い推移となった。
- インドネシア議会は外資からの投資を促す制度一括改正(オムニバス)法を可決した。最低賃金の上昇率を抑制するほか解雇の条件を増やすなど雇用制度を柔軟化し、投資環境の改善を意図した法案である。外国企業にとっては投資環境の改善が期待できるものの、国内の労働者にとっては労働環境の悪化を招くものであり一部地域では暴動が発生した。詳細が不明瞭な部分を残しており、労働者の保護の観点も考慮することが今後の課題として指摘されている。
- BIは13日、金融政策会合にて政策金利の7日物リバースレポレートに3会合連続で従来の4.00%に据え置くことを決定した。声明文およびペリーBI総裁の会見では、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た。今後に関しては量的支援策を通じた景気支援策が有効であると述べ、インフラ整備への政府支出や外需の改善によって輸出が回復することで景気は押し上げられるとの見方を示した。
- 9月の貿易収支は24.3億ドルの貿易黒字を記録した。5か月連続の貿易黒字しており、詳細を見ると輸出は前年比▲0.5%、輸入は同▲18.8%輸出ともに減少したものの、前月比では共に増加した。輸出は主要相手国の原油の需要が回復しつつある点や食料品の需要が底堅かった点が寄与した。輸入は原材料・副資材および資本財の実績が増加傾向で、今後の国内産業の回復と輸出改善に期待が持てる内容となった。
- IDRの動向としては、主に下方リスクを警戒したい。欧州での新型コロナウイルスの感染拡大第2波の影響が新興国まで波及することが足許最大のリスクとなる。米国の大統領選に関しても、個々のヘッドラインに相場が右往左往することも想定される。両候補が拮抗する中、決着には相応の時間を要することが見込まれ、ファンダメンタルズが弱いIDRも不安定な値動きが続く可能性を考慮したい。そのほか、BIは今後の量的緩和政策の継続にも意欲を示しており、運営状況の透明性に関しては引き続き注視する必要がある。

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



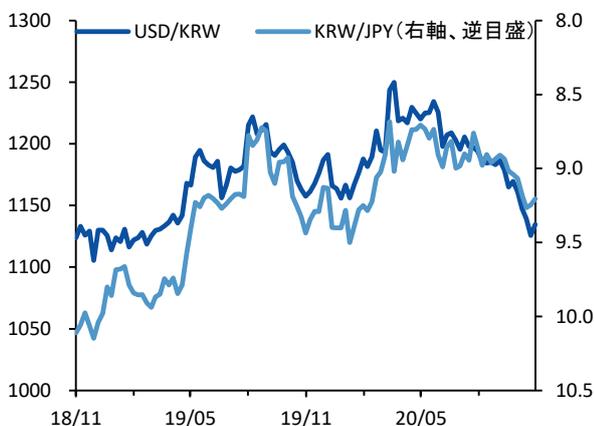
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 韓国:市場の安定性維持への言及増す BOK

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

- 10月のKRWは前月比で続伸となった。連休を経てKRWは1167台で取引を開始。上旬には米追加経済対策の不透明感から一時弱含むも、月初の水準を上回ることなくKRW高が進んだ。中旬は、米追加経済対策への期待感が高まる一方、当局のKRW高けん制発言もあり、1140～1150で概ねもみ合い。下旬は再びドル安が進む中、KRWは続伸。1130手前で当局の介入と思われる動きはあったものの、輸出企業のKRW買いも追い風に一時は約1年6か月ぶりとなる1125台までKRW高が進み、1135台で月末を迎えた。
- 7～9月期の実質GDPは前期比+1.9%と3四半期ぶりにプラス成長を達成、市場予想(同+1.3%)も上回った。支出寄与度別には、輸出(前期比+3.8%pt)と機器投資(同+0.6%pt)がけん引役となった一方、建設投資(同▲1.2%pt)がさらに落ち込んだほか民間消費(同▲0.1%pt)がマイナス寄与に転じた。前年比では▲1.3%と4～6月期(同▲2.7%)からマイナス幅が縮小した。
- 10～12月期も景気持ち直しが続きそうだ。政府は10月、感染第2波の収束を踏まえて行動規制を緩和した。また、第4次補正予算による中小零細企業や低所得層支援、雇用安定等の効果が出てこよう。ワクチン開発の進捗や来年度の財政拡大も踏まえれば、マインド面からの改善も期待される。もちろん、10月輸出の反動減や海外でのCOVID-19の感染再拡大には留意が必要だ。
- 景気面での下振れリスクが和らぐ中、韓国銀行(BOK)は14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。7月以降続く様子見姿勢を維持した。李総裁は会見で、量的緩和(QE)を導入すべき時ではないと述べる一方、必要なら市場安定化をためらわない姿勢をみせた。
- なお、李総裁は国債買い入れ規模や時期については債券市場の状況次第と述べ、今後に含みを残した。また、ウォン相場の不安定化リスクにも言及。市場のボラティリティ上昇への警戒感がうかがえる。財政や家計債務といった国内問題だけでなく、海外にも米大統領選や一部ロックダウンの再開といった変動要因を抱える中、BOKは市場安定維持に重きを置かざるを得ない状況だ。
- かかる状況下、当局からKRW高をけん制する動きが10月に見られた点は見逃せない。貿易競合国でもある中国の人民元等の動向次第では、そうした動きが強まることも予想される。年末にかけて輸出企業のKRW買い需要が見込まれ、実需を背景とするKRW高が続こうが、KRWの上昇ペース自体は鈍化してこよう。KRWの今後3か月の想定レンジは1080～1150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: 貿易収支の改善は継続するか

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10月のMYRは月後半に下落する展開。月初4.14台で取引を開始。上旬はトランプ米大統領の早期復帰と原油価格の上昇の影響で月高値の4.13台まで上昇したが、中国人民銀行のCNY高抑制措置の発表と国内での条件付き活動制限令の再施行によって上値の重い推移となった。下旬にかけて、政局の混乱が再燃し、一時月安値の4.17付近まで下落したが、貿易収支の改善によって下げ止まり、月末にかけては4.15台での取引となった。
- 米司法省をはじめ複数の欧米アジアの規制・監督当局は22日、マレーシアの政府系ファンド「1MDB」を舞台とした汚職事件への関与を巡り、米金融大手に対して制裁金を科すと発表した。既にマレーシア政府と同社は7月、和解金として39億ドル相当を支払うことで合意していた。かかる決定を通じ、首謀者に対する処分を残すものの、過去最悪の汚職問題は清算へと向かっている。
- 先月末、野党連合の筆頭であるアンワル元副首相が議会の支持を得た上で、自身を次期首相の有資格者と称して以降、政局の混乱が再燃した。ムヒディン首相は、自身の発言力を高めるべく新型コロナウイルスの感染拡大を名目に全土に非常事態宣言を発令したが、マレーシア国王はこれを拒否した。国王が政治に介入することは異例で、不安定な政局は今後も続く。
- 9月の貿易収支が218億リンギの黒字を記録した。黒字は5か月連続となった。その要因も国内需要の縮小に伴う輸入減少から、外需の回復による輸出の増加の色合いが強まっている。輸出は前年比+13.6%を記録し、単月では18年10月以来の強い伸びを見せた。製品別では、パーム油(同+43.6%)、ゴム(同+93.9%)の輸出増が目立った。国別では、中国向けの輸出(同+41.9%)の伸びが目立ち、中国への貿易依存度がより強まっている。
- 9月CPIは前年比▲1.4%となり、7か月連続でマイナスを記録した。原油安による燃料価格の下落が続く点や、交通部門で同▲9.9%を記録したことが大きく影響した。10月以降も条件付き活動制限令が再開されたことで、引き続き軟調な推移が見込まれる。マレーシア中銀は物価上昇見通しを前年比▲1.5~+0.5%としているが、見通しの下限付近での着地が現実味を帯びている。
- MYRの動向は、米国での大統領選の決着に時間を要することが見込まれる点から方向感が出づらくなると予想する。国内の政情不安はリスク材料であるものの、輸出の回復に起因する国際収支の改善への期待感や金融市場での堅調な資金フローを踏まえ、短期的には底堅い推移となることを想定したい。

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:年初来高値を更新も感染第2波を警戒

マーケット・エコノミスト

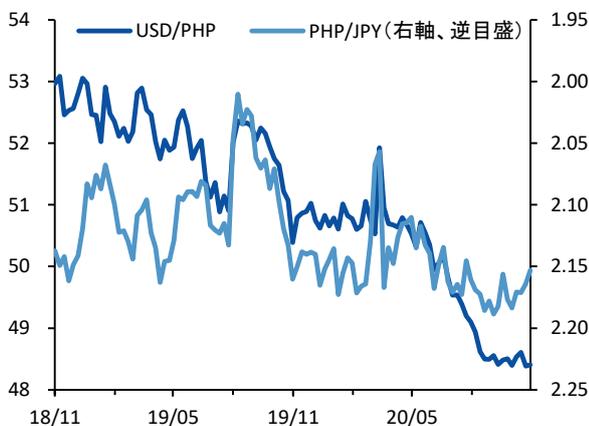
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10月のPHPは上旬に年初来高値を更新した。月初、48.40台で取引を開始。上旬はトランプ米大統領の早期回復によるリスクオンムードの中、米国の追加経済政策に関するヘッドラインを受け一時48.20台まで上昇し、年初来高値を更新した。中旬は中国人民銀行(PBoC)のCNY高抑制措置の発表を皮切りに下落し、海外労働者(OFW)送金実績が軟調となった中、月安値の48.60台をつけた。下旬は、CNYがドルに対して再度値を上げる中、PHPも小幅に値を戻し、月初と同水準の48.40台での値動きとなった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は1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従来の2.25%に据え置いた。声明文では、ロックダウンが段階的に緩和されて経済活動が段階的に再開されている状況や、落ち込んでいた国内経済が底打ちを確認し、回復の兆しを見せつつあるとした。しかし、今後にかけて景気減速リスクは大きく、必要最大限の金融緩和政策を実施していく姿勢を示した。また、BSPは財政赤字補填を目的に政府が要請していた5400億ペソ(約1兆1770億円)の追加支援を決定した。
- フィリピン議会(下院)は16日、21年予算案を承認した。歳出額は前年度比9.9%増となる。新型コロナウイルスの影響で保健関係への支出を拡大したほか、インフラ関連投資にも引き続き重点が置かれている。予算管理省によると、21年度の財政収支は、対GDPで約8.5%に相当する1兆7,496億ペソの赤字となる見込みである。今後、大きな遅滞なく上院の審議、両院間の調整、大統領の承認を経て、20年内での成立が予定される。
- 個人消費の源泉となる8月のOFW送金は、前年比▲4.1%と市場予想の同+5.3%を下回り、3か月ぶりにマイナスに転落した。要因として新型コロナウイルスの影響を強く受けた国・地域からの帰還や送金サービスを提供する銀行・機関の一時的な休業・営業時間の短縮が指摘された。なお、年初来では同▲2.6%と当初想定よりはやや持ち直しつつある状況となっている。
- PHPの動向については、下方リスクを考慮したい。欧州での新型コロナウイルス感染第2波は経済への打撃が再度懸念される段階まで高まっている。直近のPHPの値動きはドル側、海外情勢の要因が色濃くなっていることから、リスクオフの影響を受けることを想定する。中旬以降は7~9月期のGDPの発表を控えるが、足許の貿易赤字の拡大やCPIの軟調推移を踏まえると急激な回復を見せる可能性は低く、年初来高値を更新する材料に乏しいものと考えられる。

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: 反政府デモが再燃も THB への影響は些少

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10月のTHBは小幅に上昇する展開。月初31.60付近で取引を開始。上旬は、トランプ米大統領の早期回復によるリスクオンムードの中、米国の追加経済政策に関するヘッドラインを受け月高値の31.00台まで上昇。中旬は、中国人民銀行(PBoC)のCNY高抑制措置の発表や国内の反政府デモが再燃し、値を下げた。下旬は欧州や米国での新型コロナウイルス感染第2波への懸念と国内デモの解消への期待が交錯し、31.20台を中心に揉み合う値動きとなった。
- 10月に入って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激化した。政府は15日、重大事態宣言を発令し、集会を禁止したほかデモ参加者の逮捕にも踏み切ったが、デモ隊は3日以内のプラユット首相の辞任を要求し、受け入れない場合は抗議活動を強化する強硬的な反応を見せた。この流れを受けて政府は今月26~27日にかけて臨時国会を開催した。今後、関係者による協議会の設置をした上で、憲法改正を検討する方針を示すなど事態の鎮静化への動きを続けている。
- 政府は20日、約7か月ぶりに観光客の受け入れを再開した。先駆けとして新型コロナウイルスの封じ込めに成功している中国からの観光客を受け入れた。今後も新型コロナウイルスの感染拡大状況に鑑みながら、段階的に観光客受け入れを拡大し、観光業の再興を目指す。タイの観光業はGDPの約2割を占めており、近年では経常黒字の源泉ともなっている。しかし、タイ観光協会は20年の観光客数と観光収入は前年比▲83%に落ち込むと予想している。
- タイ中央銀行(BOT)は1日、ウィラタイ前総裁に代わってセタプット新総裁の就任を発表した。会見ではウィラタイ前総裁と同様、タイ経済が危機前の水準まで回復するには少なくとも2年を要すると言及した。そのほか、政治の先行き不透明感や新型コロナウイルスの終息に目途が立たない中で、必要に応じて利下げの再開をはじめ、より長期的な観点では非伝統的な金融政策への着手の可能性を示唆した。現在、タイの政策金利は過去最低0.50%で、18日にはセタプット新総裁の下では初めての金融政策会合を予定している。
- THBの動向については、揉み合い推移を予想する。市場は米国の大統領選や追加経済政策の動向に重きを置いている印象があり、タイ政局への懸念が高まるも、THBは下落を免れた。今後も大統領選を巡り、相場は右往左往しながらも、決着には相応の時間を要することが見込まれる。ただし、追加経済政策の早期決着についてはTHBのアップサイドリスクとして考慮したい。

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:織り込み済みでも米大統領選の結果待ち

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

- 10月のRUBは、断続的な水準切上げが先行したものの、月末に掛けて急落。
- 月初、RUBは下押しが先行したが、これはトランプ米大統領の新型コロナ感染を材料視した動き。世界政治・経済の先行き不透明感はRUBを含む新興市場通貨全般の重石になった上、投票を間近に控えた米大統領選でバイデン前副大統領が当選すれば、米による対ロ制裁リスクが高まる可能性も警戒された。
- バイデン候補の優勢は、一貫してRUBの重石になる材料と読まれたが、現在までに同候補の当選は8割方織り込まれた感があり、仮に当選が確定したとしても、少なくとも目先、RUBに対する影響は限定的にとどまるのではないかと。
- ロシア反体制派指導者ナワリヌイ氏毒殺未遂事件を巡っては、EU理事会が、15日、ロシアの6個人・1法人に対する資産凍結などの制裁を正式導入したが、前後してナワリヌイ氏自身が健康を取り戻したこともあり、ノルドストリーム2計画の棚上げなど、警戒された厳しい制裁は見送られるとの楽観も広がった。
- 原油価格は、月初の下押し(上述トランプ大統領の新型コロナ罹患を受けた)、急反発以外、40ドル/バレル台前半の極めて狭い値幅に膠着したこともあり、月の大半の期間、RUBとの連動は乏しかった。しかし、26日以降、米株安に先導された世界的な株安と並行して原油も急落、5が月ぶりの安値水準まで下落すると、さすがにRUBも連れ安を見せた。
- 株安、原油安を招いた主因は、大統領選前の米の追加財政支出(コロナ対策)成立の見通しが潰れたことと考えられた。今後も、米大統領選の行方は金融資産市場にとって最大の注目材料だが、最悪のシナリオは結果がもつれることによる不透明感の長期化であろう。現在までの世論調査が示す通り、バイデン前副大統領が明確な勝利を収めれば問題ないものの、場合によっては、大統領選、上院選の結果は年明けまで確定しない可能性も警戒されている。
- ロシア中銀(CBR)金融政策動向は、この間、様々な思惑が交錯した割には、RUBの値動きには限定的な影響しか与えなかった。23日の同銀金融政策委員会は、市場の大方の予想通り政策金利を据え置いたものの、その声明は、「今後の金融政策委員会において利下げを検討する」可能性を明示した。
- 27日にはオレシュキン大統領補佐官が「金融緩和余地は消耗からは程遠い」と述べたが、翌28日、CBRナビウリナ総裁は、「追加利下げ余地は限定的」と反論。同総裁は「その余地をいつ、どう活用するか決断する」と発言を続けたものの、前後してRUB建ロシア国債(OFZ)は明確に水準を切り下げている。

図表 17: ロシアループル相場(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



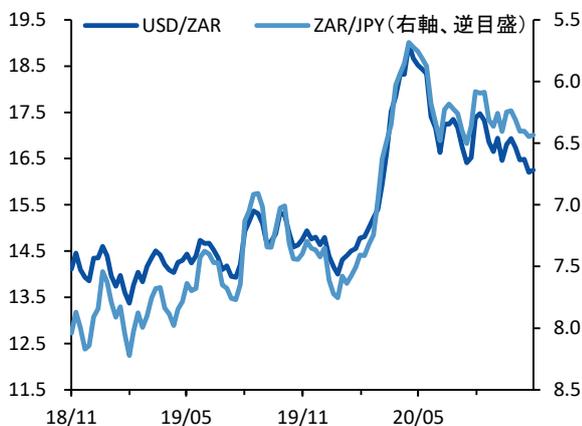
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 南アフリカ:改革機運は続き、水準切上げも間近か

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

- 10月のZARは、月末に掛けて反落したものの、月初堅調気味の横這いから、じりじりと上値を追い、一時は対USDで7か月超ぶりの高値まで上昇した。
- ZAR 堅調の背景には、引き続き、ラマポーザ大統領による構造改革推進に対する期待感があった。8月末から汚職撲滅、南ア電力公社(Eskom)再建などに向けて具体化した動きに加え、この間も、汚職摘発(9月30日/10月1日)、新土地接收法案提出(9日)などの具体的進展が確認された。
- 新土地接收法案は、ANC 内左派などが構造改革を攪乱・遅延させることを密かに企図し、打ち上げた補償無し土地接收(EWC)の議論に一定の終止符を打ち、憲法改正なしに、ルール(具体的には司法判断)に基づく土地再分配に道を拓いたものと理解され、好感された。
- その後、市場の関心は21日に予定された、ムボウェニ財務相による中期予算政策声明(MTBPS)に集まっていった。しかし、その直前(16日)にラマポーザ大統領が経済再建復興計画を発表。同計画に新たに盛り込まれた追加歳出を予算に反映させるために、MTBPSの発表は28日に延期された。
- 経済再建復興計画は、1,000億ランド規模の雇用機会創出策(向こう3年間で80万人規模の公務員雇用機会の創出)を目玉に、ムボウェニ財務相に想定外の追加歳出を迫る内容。見方に寄っては、党内左派からの圧力におもねり、大統領が財務相に無理をねじ込んだようにも解釈できた。
- しかし、28日発表されたMTBPSは、歳入予想、歳出計画共、概ね事前の予想に沿った無理のない内容と評価された。公務員賃金の3年間凍結(労組の強硬な反発は必至)など、財政健全化を歳出削減に頼った点には(執行力という意味で)不安はあるものの、消費支出(賃金)を抑制することで投資に回す支出を堅持した点などは金融市場からも高い評価を受けたようだ。
- また、追加歳出の純増(国債発行増要因)を抑制したことも、南ア国債市場からは好感された模様で、前後して南ア国債は極めて安定した推移を見せた。
- 28日以降のZAR反落には、米株を中心とした世界的な株安が重石となった新興市場通貨全般の下押しに加え、ラマポーザ大統領の自主隔離も嫌気されたようだ。ただ、同大統領自身が感染したわけではなく、現在までに改革機運が萎む可能性は警戒されていない。
- 仮に対USDで16.0、対円で6.6といった水準を上抜ければ、ZARが一段取引水準を切り上げる可能性も展望できよう。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



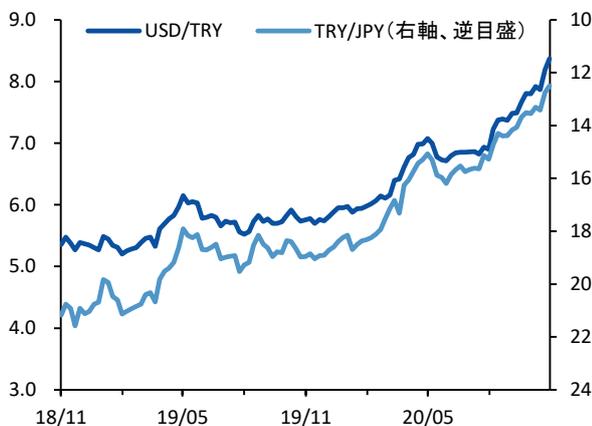
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## トルコ:期待が大きかっただけに失望も大きい

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

- 10月のTRYは急落。対USD、対円共に史上最安値を明確に更新した。
- 月央までは、軟調地合いが先行しながらも、対USDの8.0水準を割り込むことなく、底堅い値動きを続けた。これは、トルコ中銀(CBRT)による200bp利上げ(9月24日)に続き、非居住者向けTRY流動性供給制限緩和(9月25日)、貸出促進を目的に地場銀に果たした資産比率の引き下げ(9月28日)、居住者保有外貨預金に対する金融取引税率引き下げ(9月30日)など、金融政策正常化に向けた施策が矢継ぎ早に打たれたことを好感した反応と考えられた。
- 並行してアゼルバイジャン・アルメニア間で起きた本格的武力衝突(9月27日)はTRYにとって不運な出来事だったが、更に、トルコによる東地中海資源探査活動再開(12日)、ロシア製ミサイル発射実験(16日)などの悪材料が相次いだにもかかわらず、TRYの値動きは底堅く、17日以降、むしろ小反発を見せた。
- この反発地合いが一転し、その後月末まで続くTRY急落につながったきっかけは22日のCBRT金融政策委員会。9月の利上げは市場の虚を突く決定だったが、10月の同委員会にむけても市場の予想は+150bpか+200bpに割れており、金利据え置き(利上げ見送り)は全く予想外の決定と言えた。
- 21日の時点で、CBRTの政策金利は、1週間物レポ金利(主要政策金利)が10.25%、当日物貸出金利(本来の上限金利)が11.75%、後期流動性窓口貸出金利(本来の懲罰的貸出金利)が13.25%で、同銀による日々の資金供給金利である加重平均金利は12.52%まで引き上げられていた。実質的政策金利となった当該金利の引き上げ余地を拡げるために、一連の金利枠全体の引き上げが見込まれていたわけだが、結局、同銀が引き上げたのは後期流動性窓口貸出金利だけだった(13.25%→14.75%)。
- 加重平均金利は当日物貸出金利(11.75%)、後期流動性窓口貸出金利(14.75%)でそれぞれ供給する資金量を調整することで上下させることができ、その意味でもう一段の引き上げ余地は広がったと言えるものの、エルドアン大統領ら政治勢力からの圧力におもねる、「偽装利上げ」と呼ばれる同手法は、のちに更迭されたCBRTチェティンカヤ前総裁が、2017年に繰り返し採用し、インフレ抑制にもTRY安けん制にも効果が乏しいことを証明された失敗策。
- トルコを取り巻く地政学的環境は、引き続き困難ばかりが目立つ状態にあるが、金融政策対応だけは、9月末以降「良くなるかも？」と期待させただけに、非居住者投資家にとっても、居住者にとっても、失望は大きいのではないかと。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール100種指数



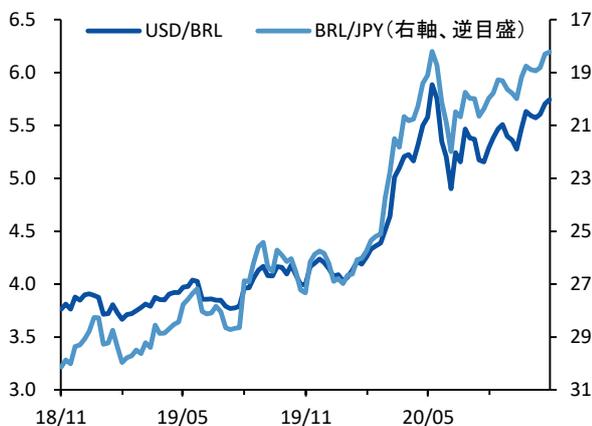
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ブラジル: 財政巡る不安拭えず、弱含む 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

- 10月、BRLは前月比で続落となった。BRLは5.58台で取引を開始。上旬は燻ってきた財政不安が和らぐにつれ、一時5.48台までBRL高が進んだ。ただ、中旬にはドル安の巻き戻しに5.65台まで押し戻される展開。その後、財政を巡る不透明感が再燃する中、ドル安の動きにも反応は鈍く、BRLは5.61～5.69のレンジでもみ合った。さらに、リスクオフの流れが重なるとBRLは5.80手前まで一時下落。月末にかけては5.74までやや持ち直して取引を終えた。
- 8月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比+1.06%と4か月連続でプラスを維持、7月の伸びも上方修正された。8月時点で、小売売上高はCOVID-19の感染拡大前の水準を回復する等、財政出動による景気支援が奏功した格好だ。感染拡大のピークアウトも重なり、前向きな変化は今後も確認されよう。例えば、9月サービス業PMIは7か月ぶりに50を上回った。もっとも、失われた正規雇用者数は9月までによりやく半分を回復したところだ。足許のBRL安もあってインフレ率が上昇しており、家計を巡る環境には厳しさが残る。
- こうした中、ブラジル中央銀行(BCB)は28日、政策金利を過去最低の2.00%で据え置くこと決定した。声明文にはフォワードガイダンスの一文を挿入。政策金利を据え置く一定の条件(①目標を明確に下回るインフレ見通し、②財政方針の維持、③抑制された長期のインフレ期待)にも言及した。しかし、この言及はかえってフォワードガイダンスの脆さを露呈させた感がある。すでにインフレ率は足許で上昇、要因を辿れば財政不安によるBRL安がみえてくるからだ。
- 10月に入り、マイア下院議長はゲデス経済相が一貫して主張する「歳出上限」の順守に歩み寄りの姿勢をみせた。しかしその後、モウラン副大統領が新たな現金給付プログラムを歳出上限の適用外とする可能性に言及。市場では短期的な財政出動の必要性をある程度認めつつも、財政に脆弱性を抱えながら政治的理由で財政拡大が続くリスクは無視できない。結果、BRL売りが促されインフレ率が足許で上昇、上述の条件のうち①と②は早くも揺らいでいる。
- 実際、BCBの市場サーベイによれば、2021年末の政策金利見通しは前回合合時の2.50%から2.75%へとむしろ引き上げられた。75bpの利上げにより、インフレ上昇やBRL下落が抑制されるという見通しがそこにはうかがえる。他方、財政面での規律維持や停滞気味の構造改革の進展等を通じて、BRL安が巻き戻される可能性も依然残る。かかる状況下、今後3か月のBRLの想定レンジは、5.3～6.0とやや広めにみておきたい。

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: ブラジルボエスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## メキシコ:官民でインフラ投資へ

マーケット・エコノミスト

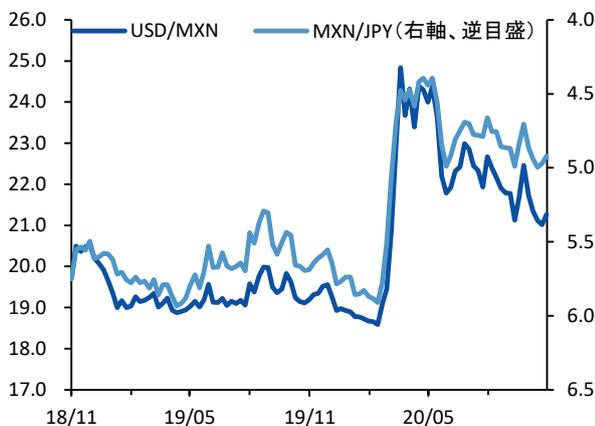
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 10月のMXNは前月比で反発となった。MXNは21.8台で取引を開始。上旬は、ドル安と米大統領選を巡る思惑を追い風に21.1台までMXN高が進んだ。中旬はドルの持ち直しにMXNは21.1~21.5のレンジでもみ合ったが、下旬に再びドルが弱含むと、20.8台を試す動きをみせた。月末にかけてはリスクオフの動きもあり、21.1台までやや押し戻されて取引を終えた。
- 7~9月期の実質GDPは前期比+11.9%と6四半期ぶりのプラス成長となった。COVID-19による経済下押しは、感染拡大のピークアウトと共に最悪期を脱したことになる。もっとも、4~6月期(同▲17.1%)からの反動という面は否めない。前年比で見れば▲8.8%と景気には相応に弱さが残る。3~7月で計111.8万人減少した正規雇用者数は8~9月に20.6万人増えたに過ぎない。
- 従来であれば、メキシコ中央銀行(Banxico)による金融緩和が景気の下支え役を担ってきた。しかし、9月の政策会合では利下げペースを減速。声明文では追加利下げの余地は僅かという認識が示唆された。消費者物価は8月以降、前年比+4.0%台と、Banxicoの目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回り続けている。金融緩和には限界がみえつつあるというのが実際のところだろう。
- こうした中で、政府が官民によるインフラ投資計画(2,973億ペソ規模)を打ち出したことは、前向きな動きと捉えたい。財務公債省によれば、エネルギーや鉄道・道路といった39のプロジェクト(2021年末までに着工)を通じて、GDP比1%超、19万人程度の雇用創出が期待できるという。また、今回公表分に加えて、今後はエネルギー分野を中心に新たなプロジェクトが追加されるようだ。
- もちろん、こうした官民協働が長続きするかは不透明なところがある。現ロペス・オブラドール政権下では国営企業の優遇が強まりつつある。足許では、民間発電事業の事実上の締め出しの動きが続く。メキシコ電力公社(CFE)の独占的地位が維持されるとともに、同社の消費する燃料を供給する国営石油公社(Pemex)の支援も目的と言われる。民間企業の提訴や平等な競争条件を求める政策提言が行われているものの、現政権に姿勢変化はうかがえない。
- 米大統領選におけるバイデン候補優位は、ドル安観測だけでなく、米国の対墨貿易政策の見直しも期待されMXNには追い風となってきた。ただ、上述のような現政権の姿勢は、米国やカナダ企業が訴訟や対抗措置を求めるリスクを呼び込みうる。世界的な供給網再編の波に期待通り乗れるか不安も残す。かかる状況下、今後3か月のMXNのレンジは、20.5~23.0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 1～10月(実績)	SPOT	2020年 12月	2021年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	6.6413 ~ 7.1777	6.6875	6.70	6.65	6.60	6.55	6.50
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7547	7.75	7.75	7.75	7.76	7.77
インドルピー	(INR)	70.733 ~ 76.916	74.110	75.3	74.2	73.5	72.5	71.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 16625	14687	15150	14750	14250	13800	14050
韓国ウォン	(KRW)	1125.06 ~ 1293.95	1134.90	1100	1100	1090	1090	1080
マレーシアリング	(MYR)	4.0520 ~ 4.4490	4.1540	4.24	4.19	4.16	4.08	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.290 ~ 51.959	48.477	49.6	49.2	49.5	48.6	48.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ~ 1.4647	1.3666	1.38	1.37	1.36	1.35	1.36
台湾ドル	(TWD)	28.522 ~ 30.533	28.597	28.5	28.5	28.3	28.3	28.0
タイバーツ	(THB)	29.54 ~ 33.19	31.15	32.3	31.8	31.3	31.2	30.8
ベトナムドン	(VND)	23161 ~ 23637	23177	23450	23160	22900	22850	22900
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ~ 82.8729	79.6067	78.00	76.00	77.00	78.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	16.2405	16.50	16.00	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 8.3849	8.3869	8.60	8.40	8.00	7.80	8.20
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ~ 5.9700	5.7444	5.80	5.70	5.50	5.40	5.30
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 25.7849	21.2640	21.75	21.50	21.25	21.00	20.75
<b>対円</b>								
<b>エマーGINGアジア</b>								
中国人民元	(CNY)	14.567 ~ 16.108	15.649	15.37	15.04	15.30	15.57	16.00
香港ドル	(HKD)	13.020 ~ 14.422	13.495	13.29	12.90	13.03	13.14	13.38
インドルピー	(INR)	1.367 ~ 1.566	1.412	1.37	1.35	1.37	1.41	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.712	0.680	0.678	0.709	0.739	0.740
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.223	9.36	9.09	9.27	9.36	9.63
マレーシアリング	(MYR)	24.148 ~ 27.278	25.190	24.29	23.87	24.28	25.00	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ~ 2.213	2.159	2.08	2.03	2.04	2.10	2.17
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ~ 81.92	76.58	74.64	72.99	74.26	75.56	76.47
台湾ドル	(TWD)	3.364 ~ 3.708	3.660	3.61	3.51	3.58	3.61	3.71
タイバーツ	(THB)	3.215 ~ 3.729	3.359	3.19	3.14	3.23	3.27	3.38
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4515	0.44	0.43	0.44	0.45	0.45
<b>中東欧・アフリカ</b>								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ~ 1.804	1.315	1.32	1.32	1.31	1.31	1.30
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ~ 7.821	6.444	6.24	6.25	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	12.451 ~ 18.875	12.468	11.98	11.90	12.63	13.08	12.68
<b>ラテンアメリカ</b>								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ~ 27.687	18.218	17.76	17.54	18.36	18.89	19.62
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ~ 6.013	4.922	4.74	4.65	4.75	4.86	5.01

注:1.実績の欄は2020年10月31日まで。SPOTは11月2日の12時10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(10月30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。