

2020 年 7 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:政策余地による選別が強まる	2
中国:米中関係を巡る動向に行き続き注意	3
インド:国境付近での衝突で印中関係悪化の懸念	4
インドネシア:BI は今年 3 度目の利下げを決定	5
韓国:BOK の 7 月追加緩和の可能性は低下	6
マレーシア:景気減速を示す経済指標の発表が続く	7
フィリピン:BSP は今年 4 度目の利下げを実施	8
タイ:成長率を下方修正も、政策金利は据え置き	9
ロシア:落ち着きどころを切り下げて安定推移か	10
南アフリカ:苦境打開の萌芽を見出す正念場	11
トルコ:実需と実質(介入)の板挟みは続く	12
ブラジル:景気見通しと同様に BRL も弱含み	13
メキシコ:感染収束後の景気持ち直しが展望し難い	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

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@mhc.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：政策余地による選別が強まる

マーケット・エコノミスト

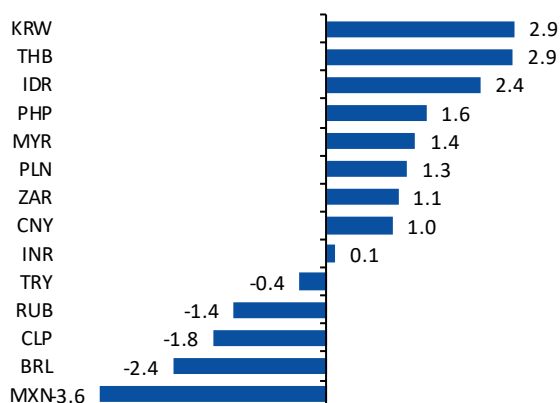
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

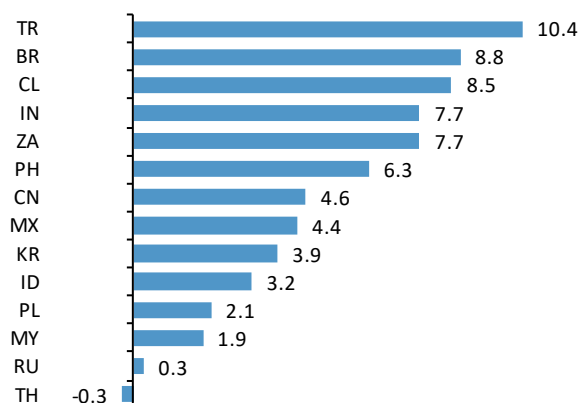
- 6月の新興国通貨のパフォーマンスはまちまち。各国で経済正常化への動きが進んでいることで、上旬は新興国通貨が総じて上昇した。ただ、中旬以降は感染第2波の懸念が高まるにつれ、上昇幅を縮小する展開。財政支出の余地が懸念され、BRL や MXN、ZAR 等の売りが目立った。MSCI 新興国通貨指数は、一時前月末比+2.6%まで上昇したものの、同+1.2%で月末を迎えた。
- 金融市場は4~6月期、ある意味で投資家の期待通りの展開をみせた。すなわち、世界的な感染拡大（パンデミック）という未曾有の危機に直面し、各国は財政を拡張、大胆な金融政策も次々と導入した。IMFによれば、G20諸国が導入した経済対策はGDP対比で平均12%超の規模に上る。また、先進国を中心に経済活動の正常化への動きも始まった。その結果、3月に生じた市場の混乱は収束。新興国通貨も持ち直しをみせた。
- 一方で、実体経済は4~6月期、想定以上に落ち込んだことが明らかとなりつつある。IMFは6月に公表した最新の経済見通しで、2020年の世界の実質GDP成長率を前年比▲4.9%と4月時点（同▲3.0%）から下方修正した。ロックダウンによる経済への打撃や傷跡が想定以上であっただけでなく、ソーシャル・ディスタンス措置が年後半も続くことや、職場の安全・衛生基準の確保に伴う生産性低下等が前提となっている。
- パンデミックの進行も想定を上回るといえるかもしれない。WHOによれば、米州（米国、ブラジル）と南アジア（インド）で新規感染者数の伸びが足許で目立つ。世界的な感染拡大のピークアウトは7~9月期以降に持ち越されたようだ。財政で企業や家計を支えることが出来ない国では、感染拡大下にあっても経済活動の再開を急ぎ、感染拡大が長期化しているようだ。米国の感染第2波の兆しも懸念材料だ。
- そして、今回のパンデミックは過去10年に蓄積されてきた脆弱性を顕在化させるとIMFは警鐘を鳴らす。具体的には、①企業・家計部門の債務問題、②銀行部門の健全性維持、③金融システムで存在を増したノンバンク、④新興国の債務問題、の4点である。実際、④は4月以降の局面における低格付けソブリン通貨の相対的な戻りの弱さに見出せる。
- ドル高の巻き戻し一巡で、一様に新興国通貨が上昇するとは展望し難い。パンデミックを巡る警戒感が残る中、今後3か月については、政策余地（財政拡張や量的緩和導入等）による新興国通貨の選別が強まりそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020年6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6月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 米中関係を巡る動向に行き続き注意

マーケット・エコノミスト

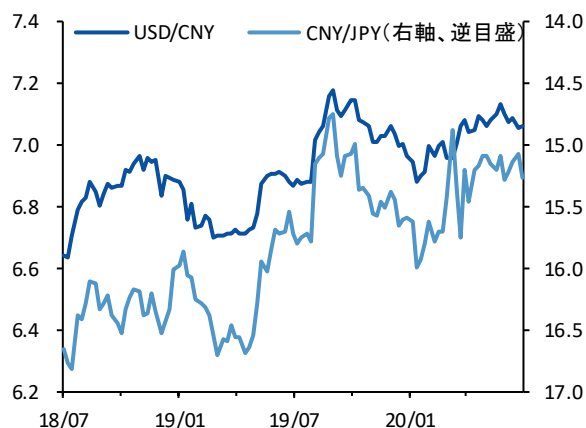
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 6月のCNYは前月末比で反発。対米関係の悪化懸念は熾るものの、各国での経済正常化への動きが好感され、ドルが下落。CNYは7.11台で取引を開始し、月前半に7.05台まで持ち直した。その後は、北京市をはじめ世界で感染第2波が懸念され、CNYも7.05～7.10でもみ合い。月末に「香港国家安全法」が成立、即時発効となったがCNYの反応は限定的で7.06台で取引を終えた。
- 中国景気については、海外で新型コロナウイルスの感染拡大が続いており、外需の回復が遅れているほか、内需にも弱さがうかがえる。1～5月期の経済指標をみると、鉱工業生産が前年比▲2.8%、固定資産投資が同▲6.3%、小売売上高は同▲13.5%という状況だ。5月の失業率は5.9%と依然高めの水準だ。
- もっとも、新型コロナウイルスの新規感染者の発生には政府が厳しい対応で封じ込めを図っており、中国内での感染拡大はほぼ収束したとみて良さそうだ。経済正常化の動きでは先行している。全人代(5月22～28日)を経て6月以降は予算執行が加速、経済指標にも財政政策の効果が確認されてくる可能性が高い。IMFによれば、中国政府は追加財政支出(GDP比4.1%)や資金繰り支援(同0.5%)等の経済対策をすでに打ち出している。こうした支援もあり、IMFの最新見通しでも、中国は2020年にプラス成長(前年比+1.0%)を維持するとされた。
- 一方で、不安要因も生じつつある。6月30日、習主席が「香港国家安全法」に署名、即時発効した。米国はかねてからその見直しを求め、対抗措置を警告してきた。現状、対抗措置は香港への優遇措置を見直す範囲に留まっているようだが、同法の運用状況次第で追加制裁もありうる。少なくとも、米国の対中強硬姿勢は、先進国間で理解され得やすくなった分、過熱化しやすいと考える。
- 対米関係については、7月以降本格化する米大統領選の行方にも注目したい。現職のトランプ大統領は、中国とまとめた「第1段階の合意」を維持したい姿勢がうかがえる。合意破棄から追加制裁発動の可能性は当面低そうだが、安全保障分野(ハイテク覇権争い等)に過熱化の兆しがある。一方、挑戦者となるバイデン元副大統領は、超党派で対中強硬姿勢を強める議会寄りの立場とみられるが、より具体的な対中政策方針が今後表明されるだろう。
- 経済の持ち直しや経済対策の余地(従来以上の金融政策の積極的活用等)を考慮し、CNYの堅調推移を基本線とする。対米関係でCNYがボラティルな動きをみせる機会が増えそうだが、従来どおり当局が相場安定化を図ると考える。CNYの今後3か月の想定レンジは6.90～7.20とみておきたい。

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: 国境付近での衝突で印中関係悪化の懸念

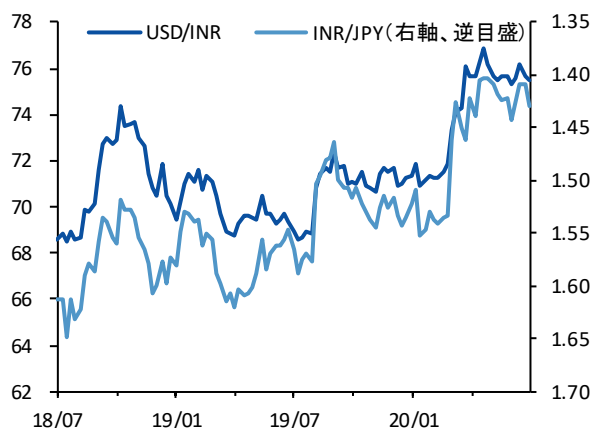
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

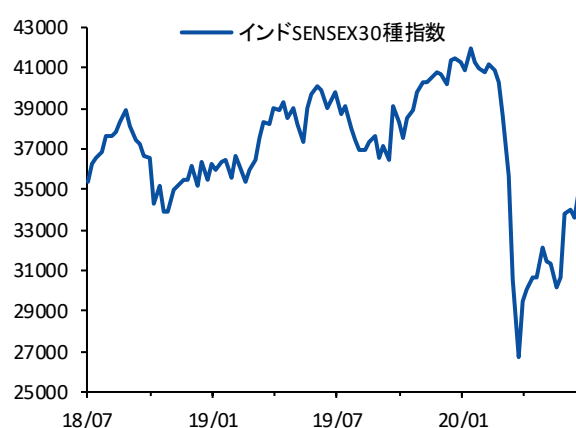
- 6月のINRは月後半に安値を付ける展開。月初、75.40台で取引を開始。米中対立懸念が後退し、リスクセンチメントが改善した中で世界的な株高が進み、一時月高値の75.00台まで上昇。その後、中国や米国で新型コロナウイルスの感染第二波到来の懸念が浮上し、リスクオフの動きからINRは下落。中旬以降は中国と国境付近で武力衝突が発生したことが嫌気され、一時月安値の76.30台まで下落。その後はやや値を戻し、75台半ばから後半での推移が続いた。
- 中国との国境付近の係争地で両国軍が衝突した。インド国内でも反中感情が高まる中、本件につきモディ首相は対中強硬姿勢を維持する一方、中国側も全責任がインドにあるとコメントし、両国間の緊張が続いている。現在も米国のほかロシアが仲介の機会を窺い事態の収拾を図る状況である。インド政府は中国製品の輸入制限や関税引き上げを検討しているとの報道もある。また、衝突が顕在化する前にもインド政府は中国企業による株式取得を一部事前許可制とした経緯がある。中国はインドにとって最大の貿易輸入国で、今後の動向は政治のみならず両国の経済関係も左右しそうだ。
- 大手格付機関がインドの債券格付や見通しを引き下げた。その背景には景気見通しが更に悪化している点がある。世界銀行とIMFはインドの今年の予想成長率をそれぞれ▲3.2%、▲4.5%へ引き下げた。また、インド民間企業の調査では都市部の失業率が4月、5月の2か月間で約25%にまで達しているとの報道もあり、今後さらなる事業所の閉鎖や、消費の下振れも懸念される。加えて、景気減速下で金融セクターが抱える不良債権問題などの解消が長期化し、先送りせざるを得ない状況も見通し引き下げの大きな要因となっている。
- 国内での新型コロナウイルスの感染拡大が続いている。6月末には国内の累計感染者数が50万人を突破し、死者は1.5万人以上を記録している。3日には一部ビジネス目的の外国人の入国制限を緩和すると発表しているものの、いまだ感染のピークを迎えていないとの見方が強い。
- INRの動向に関しては、引き続き上値の重い展開を予想する。米国大手IT企業によるインド企業への大型の投資案件に対するルピー需要は今後意識されるものの、国内の新型コロナウイルスの感染者数は減少どころか今後さらに増加する見込みが強い。上述したインド債券の格下げや景気見通しの引き下げもあいまって積極的なINR買いは控えられるものと予測する。また、7月以降も中国との経済関係への影響から印中関係の動向にも注意を払いたい。

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:BI は今年3度目の利下げを決定

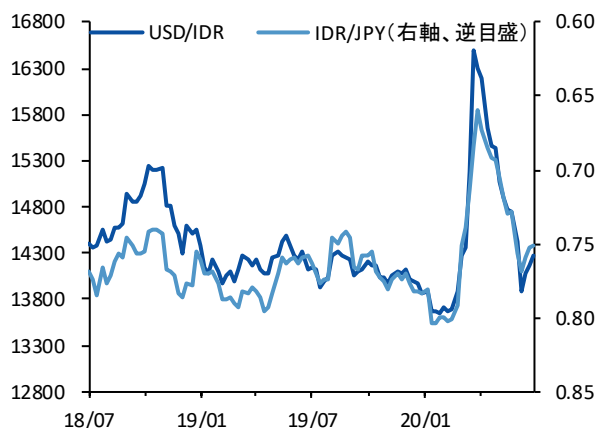
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

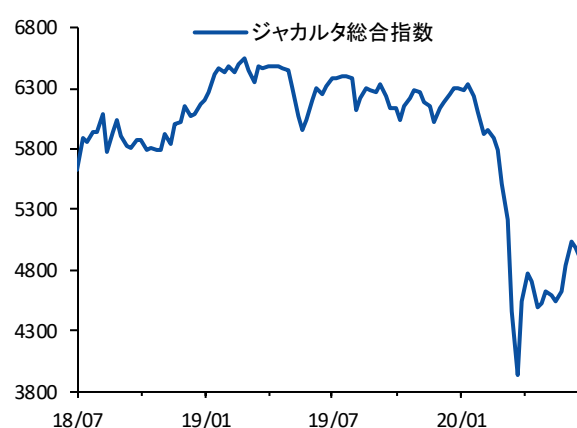
- 6月のIDRは往ってこいの展開。月初、14500台で取引を開始した後、米中対立懸念が後退し、リスクセンチメントが改善した中で世界的な株高が進んだ。IDRも14000を上抜け、一時月高値の13800台をつけた。その後、NYダウ平均株価が史上4番目の下落幅を記録したことで徐々にリスクオフの動きが強まり、上昇は一服した。下旬に開催された金融政策会合ではインドネシア中銀(BI)が利下げの実施とともに成長率見通しを引き下げたことで、IDRはじりじりと値を下げ、月末にかけては14300台を推移した。
- BIは18日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに従来の4.50%から4.25%へ引き下げることを選定した。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ金利と下限金利の翌日物預金ファシリティ金利も5.00%と3.50%へそれぞれ引き下げた。BIはGDP成長率に関し、20年の予想をこれまでの前年比+2.3%から同+0.9~+1.0%へ下方修正した。また、20年4~6月期に景気の底を迎え、それ以降は回復に向かう見通しを示し、21年には成長率が前年比+5.0~+6.0%の水準となるとの見方を示した。
- CPIの低位推移が続く。5月CPIは前年比+2.19%と、前月の同+2.67%から3か月連続で減速した。インフレ目標率の下限(同+2.00%)付近での推移となっており、ペリーBI総裁は会見にて、現状の低インフレに加えて、GDP伸び率の押し上げの必要性、縮小しつつある経常赤字に言及し、今後も利下げ余地を残していることを表明した。
- 新型コロナウイルスでの混乱によるIDRの大きな値動きは徐々に収束しつつある。その要因として、主要経済指標の結果は良好とはいえないものの、金融市場でのリスクオフムードが一服し、インドネシアへの投資が徐々に戻り、対外資金のネットフローが改善した点大きい。
- 今後も経済指標の結果は悪化することはある程度織り込まれており、IDRの動向は引き続き対外資金のネットフローの推移に左右されそうだ。新型コロナウイルスの感染第二波の懸念が浮上し、金融市場が再度大きくリスクオフに向かわない限りは底堅い推移を予想する。しかし、域内諸国と比較して新型コロナウイルスの感染者数の増加が続く点、財政出動により財政赤字が膨らんでいる点など、IDR下落リスクも少なくない状況。過度なIDR高となった場合は値戻りする可能性を考慮したい。直近、BIがIDR相場安定のために為替介入を行っており、今後もIDR安をけん制することで、大幅な値動きは想定しにくい。

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の7月追加緩和の可能性は低下

マーケット・エコノミスト

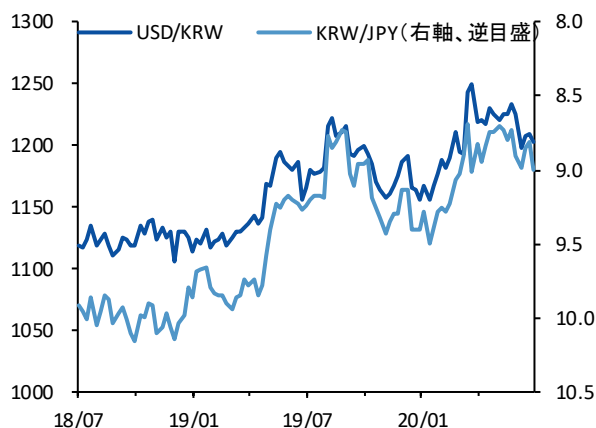
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 6月のKRWは前月末比で反発。KRWは1233台で取引を開始。各国で進む経済正常化への動きを好感し、月前半に一時1188台まで持ち直した。その後は、感染第2波や北朝鮮動向が懸念され、1200～1220でもみ合いとなった。月末にかけては、北朝鮮の軍事計画保留や米中間の緊張の和らぎから再びKRW高へ持ち直す動きをみせ、1203台で取引を終えた。
- 首都圏における外出自粛が延長されたとはいえ、韓国における新型コロナウイルスの感染拡大はほぼ収束したといえよう。政府も第3次補正予算(35.3兆ウォン)を組む等、GDP対比15%超の経済対策で経済の正常化を支援している。もともと、米国における感染第2波の兆し等、海外での感染拡大の動きは、輸出依存度の高い韓国経済にとって頭の痛いところだ。企業マインドや消費者信頼感は、底打ちするも歴史的な低水準にとどまっている。
- 慎重なのは国際機関も同様だ。IMFは6月、新型コロナウイルスが経済に及ぼす影響が4月時点の想定を上回るとして、2020年の各国の成長率見通しを下方修正。韓国については、前年比▲2.1%(4月時点:同▲1.2%)とした。
- 興味深いことに、このIMF見通しに異議を唱えたのが韓国銀行(BOK)の李総裁である。報道によれば、韓国経済への影響が過度に織り込まれたのではないかと発言。依然、BOKの基本シナリオ(2020年は前年比▲0.2%)から大きく外れてはいないとの認識を示したという。他方、同総裁は、感染拡大のピークアウト時期が想定よりやや遅れることには同意、各国での経済活動再開の動きを評価したようだ。しかし、前者はサプライズ、後者は想定通りといえる。ちなみに、BOKは5月、世界的な感染拡大のピークが7～9月期にずれ込む場合、2020年の成長率見通しが同▲1.8%へ落ち込むサブシナリオに言及していた。
- 李総裁のやや強気な景気見通し、もしくは経済対策効果への自信からは、次回(7月16日)のBOK政策会合における現状維持の方針がうかがえる。「実効下限」に近づいた政策金利(7日物レポ金利)の引き下げはもとより、追加の量的緩和の可能性も低下したと考えたい。実際、BOKは6月、ドル供給オペの打ち切りを決める一方、米国債を担保とする外貨レポ制度の導入を発表。レポ取引の無制限応札(事実上の量的緩和といわれる)も7月まで延長済みだ。
- かかる状況下、外部要因に注意したい。北朝鮮動向に伴うKRW安リスクにはBOKが介入で対応した。引き続き、感染第2波や経済正常化の進捗が重要になりそうだ。KRWの今後3か月の想定レンジは1180～1230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: 景気減速を示す経済指標の発表が続く

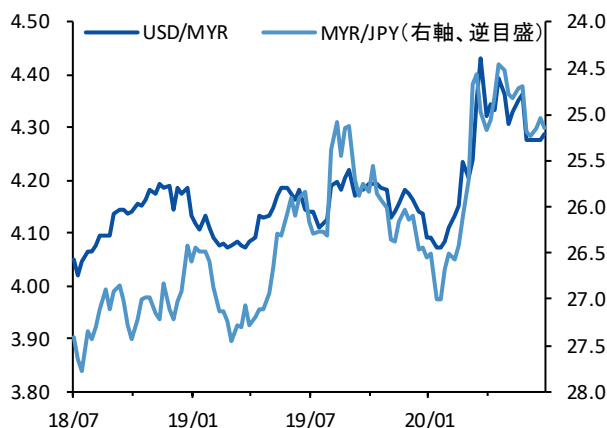
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

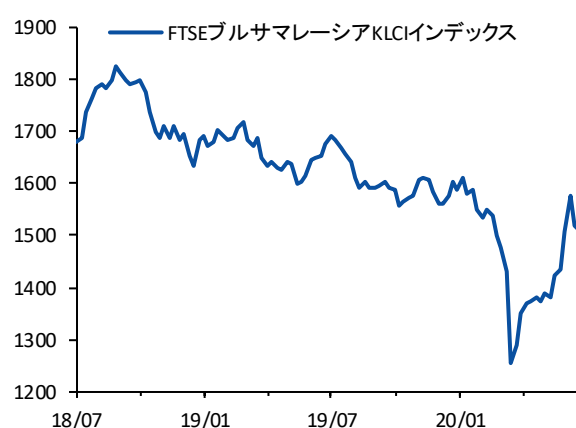
- 6月のMYRは月初の上昇後、狭いレンジでの値動き。4.35台で取引を開始し、サウジアラビアとロシアの原油減産延長合意後、原油価格が回復したことで、4.25台まで急伸。その後も国内の活動制限令が緩和され、経済回復への期待感から、月高値の4.23台半ばまで上昇。下旬は、政局不安定が長期化する懸念、軟調に推移する国内経済指標や世界銀行やIMFの成長予想の下振れが意識されて上昇が一服。概ね4.26～4.28台での推移が続いた。
- 5日、マレーシア政府は350億リンギ(約9千億円)規模の第4次景気刺激策を発表した。政策の中心は失業者・中小企業の支援となっており、そのほか、今後に向け海外直接投資の誘致を目指すべく製造業を中心に税制優遇措置を実施することが発表された。本政策の背景に4月時点で失業率が5.0%まで上昇し、政府は更なる失業者の増加を懸念している。また、本政策によって財政赤字は対GDP比で4.0%まで上昇している。
- 4月の貿易収支が▲35億リンギの赤字に転落した。新型コロナウイルスの影響で主要製品の電子機器や石油製品の輸出が伸び悩み、前年比▲23.8%と大幅に減速した。国別では中国向けの輸出に回復の兆しが見えたが、他の主要貿易相手国向けの実績が軒並み減速した。単月での貿易赤字計上は1997年以来22年ぶりとなった。なお、5月は低調な結果となったが黒字を回復した。
- 4月の鉱工業生産も前年比▲32.0%と大幅に減速した。政府の活動制限令によって予想以上に工場の一時閉鎖が続いたことが要因となった。特に製造業部門での減少幅が目立った。また、鉱工業生産指数は2015年以降で最低水準を更新し、内・外需双方で冷え込みを映し出す内容となった。なお、世界銀行は6月に世界経済の見通しを更新しており、マレーシアの成長予測を1月の前年比+4.5%から同▲3.1%へ引き下げている。
- MYRの動向については、米中関係を中心とした市場のリスクセンチメントの影響が大きくなりそうだ。また、国内の主なトピックを整理すると、6月の国内移動の制限緩和後も、新型コロナウイルスの感染者の増加が抑えられている。これが続けばMYRを下支えするものと考えられる。一方、7月上旬にマレーシア中銀の政策会合を控え、低成長・低インフレなどを背景に追加利下げに踏み込む可能性が十分に考えられる。政治関連ではムヒディン首相が来年3月までに解散総選挙を実施する可能性があることが報じられ、実際にそうなった場合は政局安定までの長期化懸念から、MYR安に動く可能性を考慮したい。

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: BSP は今年 4 度目の利下げを実施

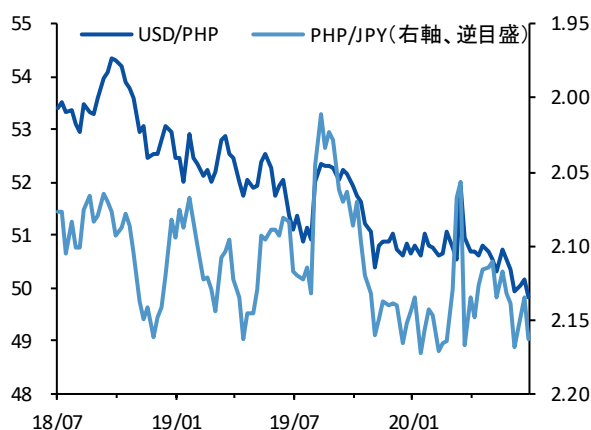
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

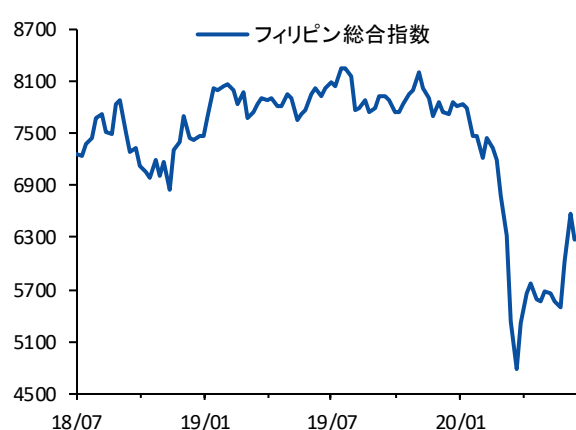
- 6月のPHPは年初来高値を更新した。月初、50.50台で取引を開始し、上旬は世界的な株式の持ち直しからリスクオンの動きが進み、50を上抜け、年初来高値の49.80台を付けた。その後も貿易統計で輸出輸入の大幅減速が確認されたが、貿易収支が改善したことでPHP買いにつながり引き続き年高値圏を維持。OFW(海外労働者)送金の減速や、新型コロナウイルスの感染拡大第二波の懸念から上昇は一服したが、月後半の金融政策会合での予想外の利下げが好感され、後半から月末にかけても50台前半を堅調に推移した。
- 経済成長率はアジア金融危機以来のマイナスに落ち込む可能性が高まっている。19年は前年比+5.9%であったものの、新型コロナウイルスの影響で様々な経済活動が制限される状況下、フィリピン政府の予算調整委員会(DBCC)は5月上旬に20年の成長率を同▲2.0~▲3.4%へ引き下げた。また、今月発表された世界銀行の経済予測においても、同▲1.9%に留まるとされた。
- フィリピン中央銀行(BSP)は25日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の2.75%から50bp引き下げて2.25%とした。同時に上限金利の翌日物貸出ファシリティ(OLF)レートおよび下限金利の翌日物預金ファシリティ(ODF)レートもそれぞれ2.75%と1.75%とした。今回の利下げによって政策金利は過去最低を更新した。BSPにとっては今年4度目の利下げとなる。今回の政策決定について声明文では、国内での新型コロナウイルスの感染拡大によるロックダウンの実施後、経済活動が更に停滞している点に言及した。今後についても、自国経済と金融システムの安定化を図るべく、必要最大限の金融緩和政策を実施していく姿勢を表明した。
- 個人消費の源泉となる3月の海外フィリピン労働者(OFW)送金は、前年比▲4.7%と市場予想の同▲4.1%を下回り、マイナスに転じた。OFWによる送金は今年前年比▲5%の減速が見込まれている。これに対し、ジョクノ BSP 総裁は経済成長率を▲0.4%pts下振れさせると発言している。
- PHPの動向については、狭いレンジでの推移が続くことをメインシナリオとする。今後の主な相場変動要因として、米中関係、新型コロナウイルスの感染第二波の動向を巡る市場センチメント、対外資金のネットフローの推移、金融・財政政策イベントの動向などが挙げられる。特に大きな外貨の調達手段であるOFW(外国人労働者)の送金状況や、引き続き追加緩和の可能性が残るBSPの動向には注意を払いたい。

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: 成長率を下方修正も、政策金利は据え置き

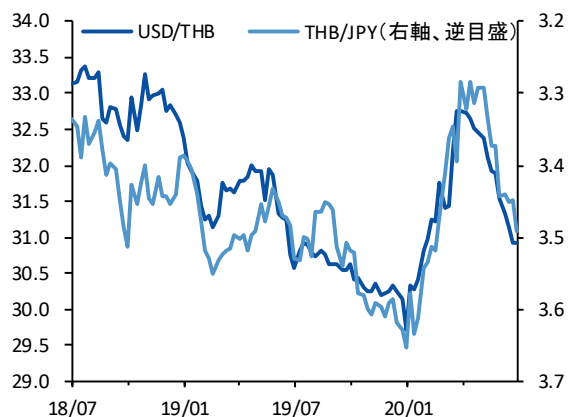
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6月のTHBはじり高の展開。月初31.80台で取引を開始し、上旬には米中対立懸念が後退し、リスクセンチメントが改善した中で世界的な株高が進み、THBは上昇して31を上抜けた。その後、NYダウ平均株価が史上4番目の下落幅を記録したことで徐々にリスクオフの動きが強まり、上昇は一服した。中旬以降はFRBが社債購入策拡充を発表すると再度上昇に転じ、タイ中央銀行(BOT)の金融政策会合では、成長見通しの下方修正がされたものの、今後の景気回復期待からTHBは月後半に一時月高値の30.80台まで上昇した。
- 5月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比▲22.5%と大幅に減速し、09年7月以降で最大の落ち込みを記録した。主要製品の自動車・部品が同▲63%減、コンピューター・部品が同▲21%減をはじめ多くの品目で悪化が目立った。輸入が同▲34%と輸出を上回る減速となったため貿易収支は改善し、26.9億ドルの貿易黒字を計上したが、実態は景気悪化を裏付ける内容となった。
- タイ中央銀行(BOT)は24日に金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利を0.50%に据え置いた。MPCでは7人の委員が全会一致で政策金利の現状維持に賛成した。BOTは今年に入り3度の利下げ(計75bps)を実施していた。
- 声明文では、5月会合時に続き、世界的に新型コロナウイルスの感染拡大が深刻化し、製造業をはじめとする輸出産業や観光業を中心に予想以上の悪影響を受けている点に言及した。また、BOTは、内需や企業の投資活動にも減速が見られた点を指摘し、今後の国内の雇用環境の悪化にも懸念を示した。
- BOTは20年の経済成長率を3月時点の前年比▲5.3%から同▲8.1%へ下方修正した。消費者物価上昇率(CPI)に関しても前年比▲1.7%とマイナスに転落し、BOTの目標レンジ(+1.0~+3.0%)を大幅に下回る見通しを示した。一方、21年の経済成長に関しては上方修正されており、CPIに関してもプラスに回復するとしている。
- THBの動向については、米中関係の悪化や新型コロナウイルス感染拡大の第二波到来などで金融市場が急速なリスクオフとならない限り、堅調推移を見込む。ロックダウンが段階的に解除され、7月にはビジネス目的など、一部外国人渡航者の入国を容認するといったこともTHBのサポート要素となろう。その反面、域内最大の経常黒字国であるタイは、THB高方向に動きやすく、貿易収支改善が遅れる懸念が浮上している。そのため、仮にTHB高が継続した場合には、BOTがTHB高をけん制するような政策運営をとることも想定される。

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：落ち着きどころを切り下げて安定推移か

シニア為替ストラテジスト

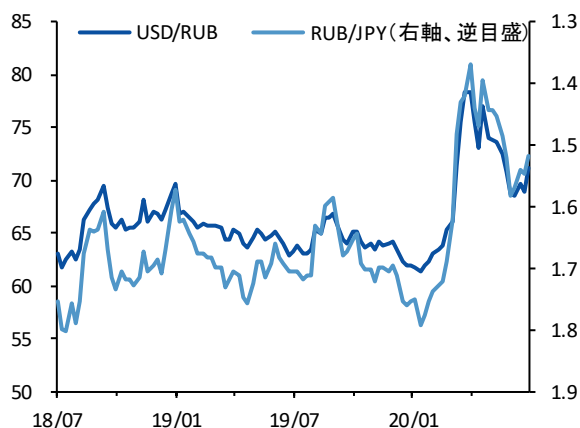
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 6月のRUBは、近年のRUBとしては狭い値幅を横這い。30日になって膠着を漸く抜け出した(底割れした)ものの、11日の下押しを境に、月前半(～10日)、月後半(12日～29日)はそれぞれ極めて狭い値幅に膠着した。
- 11日のRUB安進行は、同日の(世界的な)株安と原油価格急落の影響。前日(10日)のFOMCが、米景気に対するFRBの弱気を示した(理事の予想するFF金利推移の中央値が、2022年末までのゼロ金利継続を示すなど)と読まれた他、コロナ禍の第2派に対する警戒感の高まりや、米中通商摩擦の再燃などが株安、原油安の要因として挙げられた。
- その後、株価の頭打ちを他所に、原油価格は、一時、3月来の高値を再び更新する上昇まで見せたが、RUBに動意は乏しく、頭書のように、RUBは取引水準を一段切り下げたままの膠着を続けた。
- ロシア中銀(CBR)は19日の金融政策委員会で、政策金利を100bp引き下げ4.50%とした。100bpの大幅利下げは、15年6月(12.50%→11.50%)来5年ぶり、4.50%という水準は2014年にCBRがインフレ誘導目標を設定して以来の最低だが、RUBの反応は緩慢。今般の利下げ決定に先駆け、ナビウリナ総裁が「100bp幅の利下げ検討」を頻繁に情報発信していたからだ。
- ただし、利下げ発表と同時に、CBRがその声明で「近い将来の追加利下げ」を示唆した点には相応の意外感があつた。
- 一連のCBR発表を受け、直後、明確に水準を切り上げたルーブル建ロシア国債(OFZ)は、しかし、程なく反落に転じ、その後軟調推移を続けた。6月のOFZ市場は、10年物の利回りが歴史的な高値と言える水準にあったものの、政策金利が歴史的な低水準まで低下した事実と比較すると、これ以上の上昇(利回り低下)が限界に近付きつつある印象を色濃く滲ませていた。
- 足下、原油価格は40ドル/バレル水準(ブレンツ)まで反落してきたものの、昨年のように60～70ドル/バレルを中心にした水準に早晩回帰するのは考え難い。であるならば、RUBもまた、昨年の、対USDで65を中心とした水準から、一段RUB安方向に取引水準が切り下がったと想定するのが妥当ではないか。
- ロシア政府のコロナ対策に対しては、GDP比で「たったの」7%程度、追加財政支出は更にそのうちの「一部に過ぎない」といった批判も聞かれるが、横並びが常に最善なはずもなく、中期的には慎重、かつメリハリの効いた(追加出動余地を残した)財政政策運営が奏功する可能性の方が高いものと見込む。

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: 苦境打開の萌芽を見出す正念場

シニア為替ストラテジスト

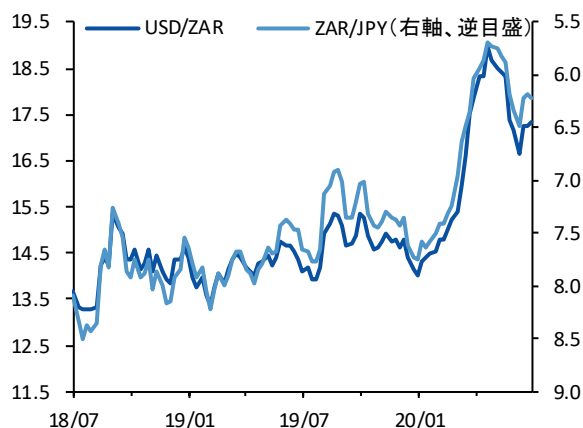
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

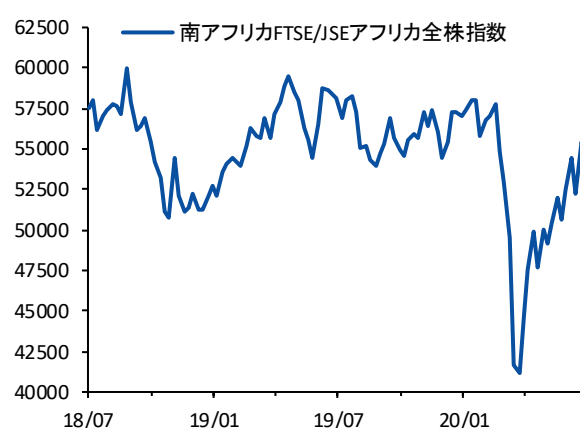
- 6月のZARはじわじわを水準を切り上げる展開の先行から、反落、横這いへと推移し、月を振り返って、対USD、対円共に概ね横這いに終わった。
- 月初のZAR堅調の背景には、複合的な要因が考えられた。ひとつには南ア国債利回りのもう一段の低下(価格は上昇)、加えて銅、ニッケルなどの産業金属(南ア主要輸出品)の上昇、更に米株を筆頭とした世界中の株価指数の上昇。いずれの背景にも、コロナ禍からの早期立ち直りに対する楽観と積極的なリスク取得に向けた投資市場の傾倒があったものと考えられた。
- 金融市場を覆ったこうした楽観は、まず、南ア国債が急反落(5日)、更に株価全般、産業金属がほぼ時を同じくして急反落(11日)して暗転。ZARも11日には急反落に転じた。この局面、楽観から悲観に転換した要因は、10日にFRBが米景気の先行きに示した悲観(ゼロ金利が2022年末まで継続するとの見通しを発表)の他、コロナ禍第2波に対する警戒感の高まりなどが挙げられた。
- その後、南ア市場の関心は、24日の補正予算発表に集まり、ZARは方向感に乏しい膠着に陥った。コロナ対策実施で、大幅拡大が予想された20/21年会計年度の財政赤字予想や、同債務予想などは市場予想を更に上回る拡大予想が示されたものの市場の反応は薄かった。歳出削減を主とした財政健全化策で、2023/24年度の基礎収支を黒字にするとの極めて意欲的な目標設定には意外感もあったが、具体的な内容は今秋発表の中期予算政策声明(MTBPS)まで先送りされており、こうした問題先送りは、事前の予想通りと言えた。
- 同補正予算発表に先駆けて発表されたインフラ投資計画は、財政出動余地がない中、民間、国外から総額2.3兆ランド(1,330億ドル)を集め、280件に及ぶプロジェクトを立ち上げるという意欲的な内容。実現すれば、成長促進という意味でも、雇用創出と言う意味でも、ZARには好材料と読める。成長促進は、税収増を通じて、南ア経済の最大の懸念材料である財政の健全化にも資する。
- 今後の進展に大いに期待したいところではあるものの、同時に、一步引いた目で見る姿勢も必要。ラマポーザ大統領には2018年にも「1,000億ドルの投資誘致計画」を打ち上げ、その後立ち消えになった「前科」があるからだ。
- もう一点、今後の経緯に注目したいのは、2018年のVBS相互銀破綻問題に絡んで、初の検挙者が摘発されたこと(17日付現地報)。司法制度の機能回復を示唆すると同時に、ズマ前大統領派など、これまで各種改革の進展を妨げてきた反ラマポーザ大統領派の封じ込めも期待させるからだ。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ: 実需と実質(介入)の板挟みは続く

シニア為替ストラテジスト

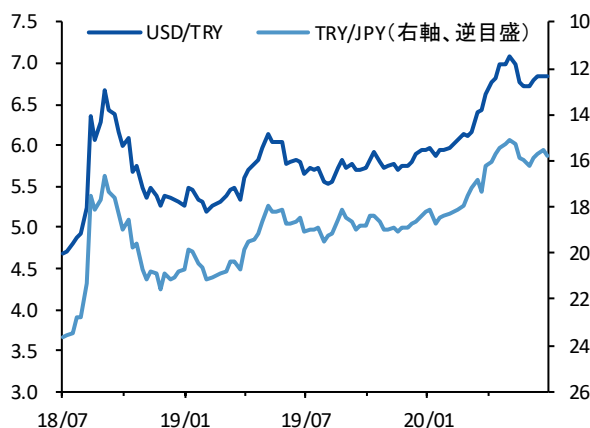
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 6月のTRYは近年のTRY市場では珍しい程の膠着。2日のTRY上振れを除けば、月を通し、ほぼ一貫して軟調気味の横這いを続けた。その背景には、対外債務返済、経常赤字ファイナンスから生じるTRY売り圧力と、トルコ国営銀によるTRY買い(実質的な為替介入)のせめぎ合いが想像されたが、外貨準備統計などから国営銀のTRY買い規模の確証を得るのは難しかった。
- トルコ国営銀は、1日、実質マイナス金利(インフレ率よりも低い金利)で、住宅ローン、中古車ローンなどの家計向け貸出を実施すると発表。同日、トルコ国債利回りは急落(価格は上昇)。消費者向け低金利ローン提供と、国債利回り低下の因果関係は不透明ながら、翌2日のTRY上振れに、前日の国債(価格)上昇が寄与した可能性は考えられた。
- 3日発表されたトルコ5月CPI(前年比+11.39%)の上振れは、TRY安要因と読めたはずだが、市場の反応は鈍かった。
- 9日、トルコ財務省が、ユーロクリア社と決済契約を結んだと発表したのは、非居住者によるトルコ国債購入を円滑にすることで、敢えてTRY押し上げ要因と読めなくもなかったはずだが、市場の反応はやはり鈍かった。
- この間、北イラクにおける対クルド勢力軍事行動が活発化、15日には空爆を実施、17日には地上軍を投入したが、TRYは目立った反応を見せなかった。
- トルコ中銀(CBRT)は、19日、トルコ企業が、中国からの輸入代金を人民元建てで支払ったことを敢えて公表した。CBRTと中国人民銀行(PBoC)とは、2012年にスワップ協定を締結しており、貿易決済のためのUSD需要が、一部元に代替されることを喧伝する目論みと思われたが、TRYの反応は読み取れなかった。
- 米大手投資顧問会社は、23日、当社が構成する株価指数の、「新興市場」指数から、トルコ株を除外する可能性、及び「未開拓」「独立系」指数への引き下げを検討する可能性を示唆した(トルコ株は目立った反応を見せなかった)。
- CBRTは、25日の金融政策委員会で、政策金利を据え置き。市場予想は25bp利下げを中心に、据え置きから-50bpと割れていたものの、利下げ見送りには意外感が強かった。同決定を受け、トルコ国債が若干水準を切り上げた(利回りは低下)したのにも意外感は強かったが(中期的な物価安定の可能性を好感したか?)、TRYは、やはり、ほとんど反応を示さなかった。
- 6月の値動きからは、今後も、当面、実需の売りと、国営銀による買いのせめぎ合いが、TRYの膠着を演出する状態が支配的となる可能性が想定される。

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: 景気見通しと同様に BRL も弱含み

マーケット・エコノミスト

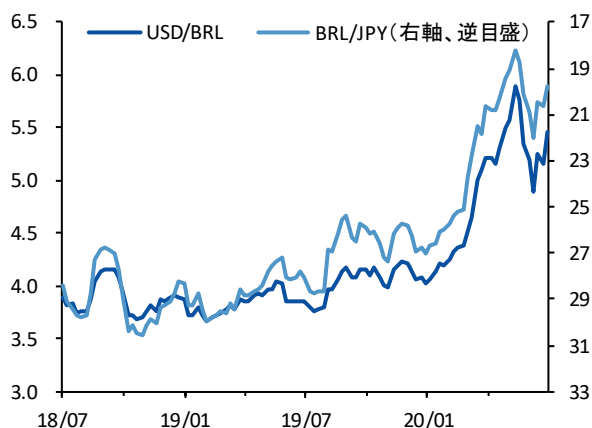
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

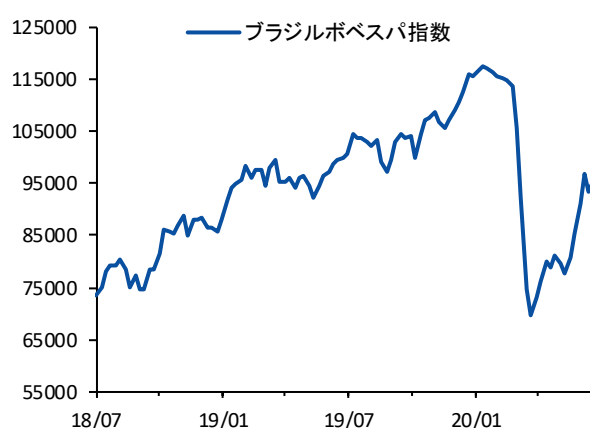
- 6月、BRLは前月末比でほぼ横ばい。BRLは5.32台で取引を開始。各国で進む経済正常化への動きが好感され、BRLは約3か月ぶりとなる4.81台まで一時持ち直した。しかし、政権の感染拡大の隠蔽疑惑や各国での感染第2波が懸念されるにつれ、中旬にはBRLは5.38台へと押し戻された。下旬は一時5.13台まで戻すも、その後は再び弱含み、5.46台で月末を迎えた。
- ブラジルにおける新型コロナウイルスの感染拡大は今なお続いており、6月には累計の感染者数・死亡者数ともに米国に次ぐ規模に達した。人口比でみれば、その拡大ペースは米国のピーク時を上回った。また、大統領自ら防疫と経済を巡る社会的な対立を煽る姿勢をみせているほか、感染データの隠蔽・改ざんを図った疑惑もあり、ブラジル国内だけでなく国際的にも困惑が深まっている。
- 当然ながら、景気の先行きには不透明感が増す。政府はこれまでGDP対比で14.8%規模の緊急経済対策を打ち出してきた。しかし、市場の2020年の実質GDP成長率は下方修正が依然続いている。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイでは6月26日時点で前年比▲6.54%(5月末時点:同▲6.16%)。最新のIMF見通しでは前年比▲9.1%(4月時点:同▲5.3%)となっている。
- こうした中、BCBは6月会合で、政策金利(Selic)を75bp引き下げ、過去最低の2.25%とした。上述の成長率見通しの下振れとインフレ率の低迷に対応する。上述の市場サーベイによれば、2020年と2021年のインフレ率見通しは、それぞれ前年比+1.63%、同+3.00%。いずれも、BCBの目標値(2020年:前年比+4.00%、2021年:同+3.75%、目標値の±1.5%がレンジ)を下回る。
- なお、BCBは声明文で、現状は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。次回8月会合を見据えて、これまでの政策効果の評価と緩和余地の判断を続ける姿勢だ。とはいえ、ブラジル政治・経済の状況を考慮すれば、BCBは緩和を続けざるを得ないだろう。市場は少なくとも25bpの追加利下げを織り込み始めている。
- かかる状況下、BRLは引き続き弱含みの動きを余儀なくされよう。ブラジルの財政政策余地は限られていると見られ、金融政策依存は続こう。大統領を巡る政治環境を考慮すれば、構造改革の進展は期待し難い。追加緩和が回避されるとすれば、BRL安(≡インフレ率上昇)が進展した時だろう。今後3か月のBRLの想定レンジは、5.0~6.0と引き続き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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 感染収束後の景気持ち直しが展望し難い

マーケット・エコノミスト

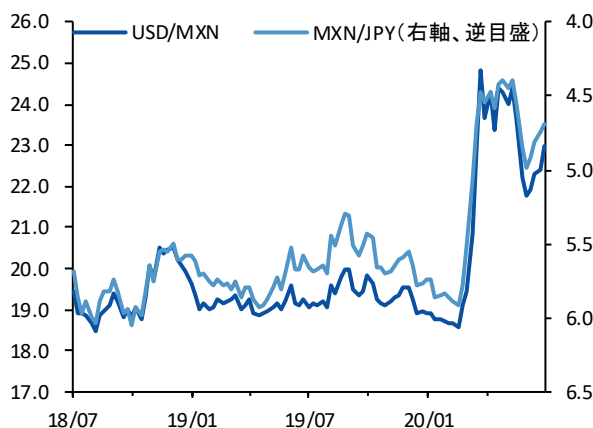
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 6月のMXNは前月末比で反落。MXNは月初、22.1台で取引を開始。各国の経済正常化への動きを追い風に、一時21.4台までMXN高が進んだ。しかし、米国での感染第2波の懸念や想定以上に落ち込む国内景気に、月半ばにかけてMXNは22.9台まで押し戻された。月後半は好材料に乏しく、じり安の展開。南部を襲った地震の影響も懸念され、MXNは23.0台で月末を迎えた。
- メキシコ政府は段階的な経済活動再開の指針を打ち出したものの、新型コロナウイルスの感染拡大が今なお続く中であって、その進捗は芳しくない。足許では、経済的な結びつきが強い米国における感染第2波の懸念も高まりつつある。景気先行きの目安となる企業マインド指数は、6月も製造業・非製造業ともに40程度(中立=50)となり、歴史的に低い水準に留まる見込みだ。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は6月初旬に公表した資料で、一般的なV字型の景気回復シナリオだけでなく、景気の落ち込みが深押しするシナリオ(deep V-shaped)やより緩慢な景気持ち直しシナリオ(deep U-shaped)に言及。2020年の実質GDP成長率が、それぞれ前年比▲8%超の落ち込みになりうるとした。ただ、その見通しも下振れ含みといえそう。6月公表のIMFの最新見通しでは前年比▲10.5%(4月時点:同▲6.6%)まで下方修正された。
- かかる状況下、Banxicoは6月会合で、政策金利(翌日物金利)を5.00%へと50bp引き下げた。引き続き根強い景気の下振れリスクに対応する。声明文では、景気面のリスクはがらかに下方向にあるとの認識を示した。また、インフレ上昇リスクとして、防疫措置に伴うコスト上昇圧力に新たに言及した。ただし、インフレに関するリスクの方向感引き続き不透明との認識で変わらない。
- なお、Banxicoは声明文に、経済や金融市場の動向をみながら「必要な手段を講じる」との文言も残した。実際のところ、現政権による経済政策は心許ない。IMFでは新型コロナウイルスの影響を和らげるべく打ち出された各国の経済政策をまとめているが、GDP対比の規模でメキシコ(1.4%)は新興国内でも低い部類に入る。危機に直面してもなお、緊縮財政と民間部門軽視の現政権の姿勢は変わらない。その分、Banxicoが景気下支えの役割を担うことになる。政策金利については、2020年末にかけて4.00%程度まで低下する可能性がある。
- 国内の感染収束だけでなくその後の景気回復が展望し難いという状況下、MXNは米国景気の動向等の外部要因に左右されそう。今後3か月のMXNのレンジは、21.5~25.5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 1～6月（実績）	SPOT	2020年 9月	12月	2021年 3月	6月	9月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.8405 ～ 7.1777	7.0654	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7505	7.76	7.78	7.80	7.81	7.82
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	75.508	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14265	14050	14680	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.60 ～ 1293.95	1202.74	1210	1210	1200	1190	1180
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.2863	4.26	4.38	4.28	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	49.715 ～ 51.959	49.820	49.0	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3935	1.38	1.43	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.418 ～ 30.533	29.563	30.0	30.0	29.9	29.8	29.7
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	30.88	32.6	32.1	31.5	31.7	31.4
ベトナムドン	(VND)	23170 ～ 23637	23196	23600	23360	23200	23300	23200
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	71.2057	72.00	73.00	75.00	73.00	76.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	17.3544	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.2690	6.8530	7.00	7.10	7.20	7.40	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.4659	5.40	5.30	5.35	5.30	5.25
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	23.0204	22.00	21.50	22.00	21.50	21.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.258	15.04	15.00	14.86	14.96	15.22
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.931	13.66	13.50	13.33	13.32	13.43
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.430	1.42	1.37	1.39	1.41	1.45
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.751	0.754	0.715	0.732	0.754	0.778
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.001	8.76	8.68	8.67	8.74	8.90
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.147	24.88	23.97	24.30	24.64	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.163	2.16	2.06	2.06	2.10	2.14
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.48	76.81	73.43	74.82	75.91	77.78
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.652	3.53	3.50	3.48	3.49	3.54
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.497	3.25	3.27	3.30	3.28	3.34
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4654	0.45	0.45	0.45	0.45	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.306 ～ 1.804	1.516	1.47	1.44	1.39	1.42	1.38
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.222	6.24	6.36	6.50	6.30	6.18
トルコリラ	(TRY)	14.635 ～ 18.875	15.756	15.14	14.79	14.44	14.05	14.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.755	19.63	19.81	19.44	19.62	20.00
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.690	4.82	4.88	4.73	4.84	5.00

注：1.実績の欄は2020年6月30日まで。SPOTは7月1日の8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(6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。