

2020 年 9 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 総じて堅調だが不美人投票の兆しも	2
中国: 米中に緊張続くも人民元高が加速	3
インド: 約 1 か月で新型肺炎累計感染者が 3 倍に	4
インドネシア: 21 年予算案は歳出を拡大	5
韓国: 感染第 2 波とリスクオンの綱引き	6
マレーシア: MYR は一時約半年ぶりの高値を記録	7
フィリピン: 29 年ぶりのリセッション入りに	8
タイ: 5 度目の非常事態宣言延長へ	9
ロシア: 足下動意に乏しいが警戒は解けない	10
南アフリカ: 大統領の権力基盤強化に期待	11
トルコ: 構造的問題に対し弥縫策で処する	12
ブラジル: 財政を巡る不安が再燃	13
メキシコ: 国内経済にあふれる不透明感	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: 総じて堅調だが不美人投票の兆しも

マーケット・エコノミスト

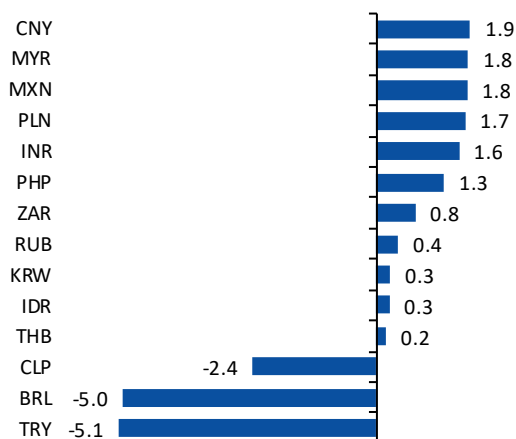
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

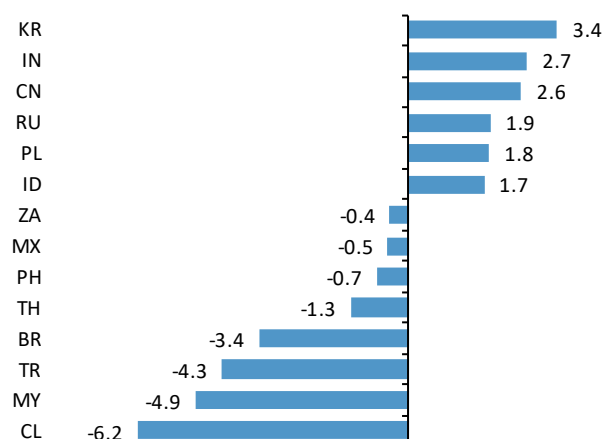
- 8 月の新興国通貨のパフォーマンスは概ね堅調。引き続き、ドルの過剰感が支えとなっているほか、市場のリスクオン・ムードの高まりも追い風となった。米中関係の悪化は懸念されるものの、COVID-19 のワクチン開発や治療法を巡る期待感が上回った格好だ。米国や中国等で株価指数が直近高値を更新するなか、新興国ファンドへの資金流入が債券だけでなく株式にも拡がりつつある。MSCI 新興国通貨指数は前月末比+0.9%と 3 か月連続で上昇。個別には、経済正常化で先行する CNY 等の上昇が目立った。一方、財政不安が燃える BRL は大きく下落、従来から脆弱性が指摘される TRY は最安値を更新した。
- ドルの過剰感（≡ドル安）は引き続き新興国通貨を支えよう。米 FRB による緩和的な金融政策は、FOMC 議事録（7 月開催分）の公表やジャクソンホール会合におけるパウエル議長の講演を経ても何ら変わっていない。また、追加の財政出動についても議論されているのは、その是非ではなく規模といえる。ちなみに、世論調査では大統領選・議会選において民主党が優勢だが、同党は共和党と比較して財政拡張に前向きといわれる
- もっとも、ユーロの動向には目先注意したい。EUR/USD については、購買力平価（PPP）である 1.2 が経験則的に重要な節目となりうるが、足許でこの水準に到達しつつある。投機筋のユーロ買い持ち高は過去最高水準が続いていることもあり、欧州当局のけん制発言等をきっかけに、一旦ユーロ安・ドル高に動くこともありうる。この場合、ドル過剰感に残るものの、ドル安のペースは鈍化もしくは停滞や反発ということになる。
- 新興国サイドについてのポイントは 3 つのアクセスと言えそうだ。まず、外需だ。新興国の多くは COVID-19 により内需が落ち込む一方、財政出動の規模が相対的に小さい傾向がある。経済正常化で先行する中国や、財政拡張を進める米国や欧州の需要を取り込む必要がある。次に、海外資金だ。新興国は財政や国内資本に制約を抱えるケースが少なくなく、海外資金を活用した経済対策やファイナンスが必要となろう。そして、ワクチンや治療薬だ。感染第 2 波はもはや基本シナリオと化した。一段の防疫対応なしに、ポスト・コロナを展望することさえ難しくなりつつある。
- かかる状況下、新興国市場を巡ってはいわゆる不美人投票の様相が強まりやすそうだ。ドルが弱含む中でも、固有の脆弱性が指摘される TRY や BRL が 8 月に大きく売られたことはその可能性を示唆する。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020 年 8 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 8 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：米中に緊張続くも人民元高が加速

マーケット・エコノミスト

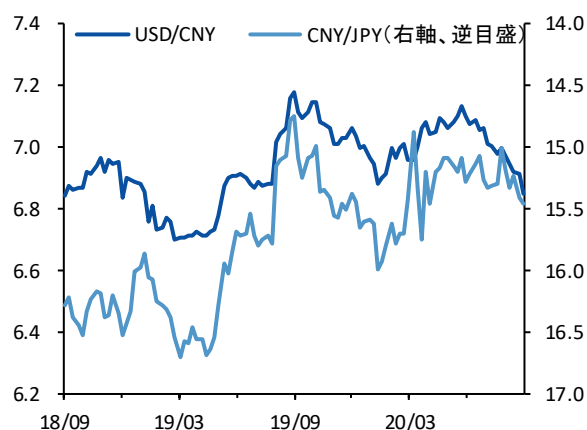
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

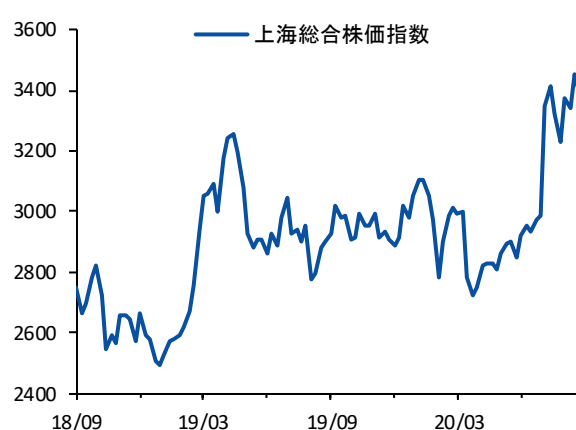
- 8月のCNYは前月末比で大きく続伸。CNYは6.98で取引を開始すると、その後は7.00台を再び試すことなくじり高が継続。米国で感染第2波の動きがみられる一方で、中国経済は正常化が進みつつある。金融政策でも米中で差異がみられ、対ドルでCNY高が進みやすい構図。米中対立は懸念材料も、好材料が勝る格好で、月末にかけてドル安が重なると6.84までCNY高が進んだ。
- 経済正常化の様相は一層強まった。1～7月累計値でみると、輸出は前年比▲0.9%、鉱工業生産は同▲0.4%、固定資産投資で同▲1.6%まで持ち直してきた。今後は長江流域の水害の復旧・復興需要も出てこよう。他方、工業利益(同▲8.1%)や小売売上高(▲9.9%)からは、雇用や家計に厳しさも残ることが示唆される。8月PMIでも製造業と非製造業ともに雇用指数は依然50(中立)を下回っている。その行方は経済正常化のペースや持続性を左右しそうだ。
- 中国人民銀行(PBoC)は四半期金融政策報告書で、政策スタンスをより柔軟かつ適切で的確を絞ったものにする方針をあらためて示した。これに先立ち、PBoCは小規模企業の資金調達環境の改善に向けて、中小銀行の資本調達の支援強化を発表した。もともと、危機対応策が一巡してくるにつれ、7月以降は社債の債務不履行が増えている。債務問題が残る中、PBoCは副作用に目を配りつつ、流動性支援と景気下支えを続けるという難しい舵取りを迫られている。
- 対中関係も波乱含みだ。米政府は8月、香港問題を巡り香港行政長官らの米国内の資産を凍結、一部の人物・企業との取引断絶を外国金融機関に迫る法案を成立させた。また、中国の通信機器大手に対しては、米国技術に関わる半導体やソフトウェアの禁輸措置を強化したほか、同社関連企業も禁輸対象に追加。この禁輸措置については、南シナ海問題に関連して中国企業24社も新たに対象とされた。このほか、米国に上場する中国企業の監査問題を巡り2022年の上場廃止措置も検討されつつあるほか、米国における動画アプリ事業の売却問題も燃える。貿易問題では「第1段階の合意」で進展が確認されたものの、米中対立のより本質的な部分では緊張が一層高まったといえる。
- 経済政策や対米関係等の行方を占う上では、10月開催予定の共産党中央委員会第5回会議(5中全会)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が注目される。なお、米中関係の悪化はCNY安要因とみられがちだが、CNY高要因(中国系資金の本国回帰)となりうるリスクにも注意したい。かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.75～7.00とする。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:約1か月で新型肺炎累計感染者が3倍に

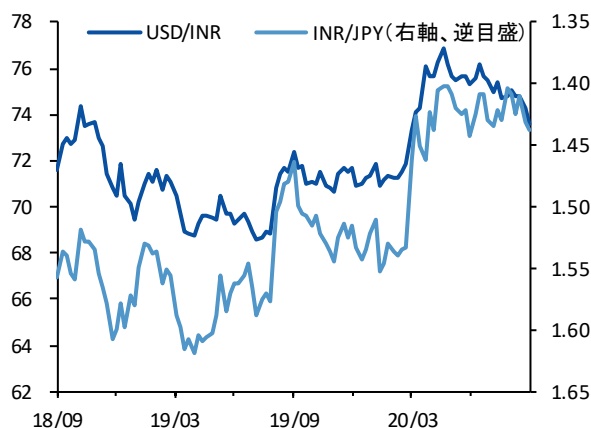
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

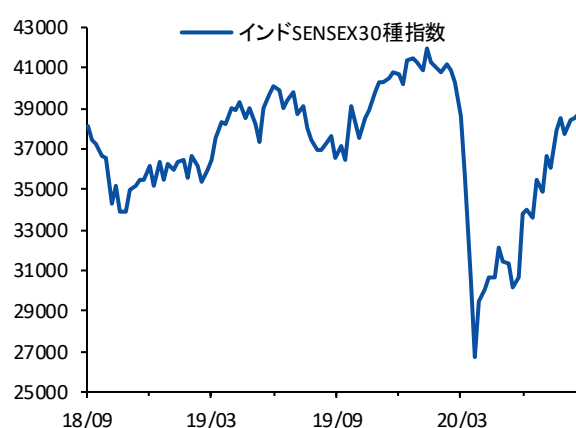
- 8月のINRは後半にかけて上昇する展開。74.90台で取引を開始し、月初にかけて一時月安値の75.10台を推移した。その後はドルインデックスが下落する動きに対し、インド準備銀行(中央銀行、RBI)によるINR高調整が入り、74台後半の小幅な推移が続いた。下旬にかけて、インド株式が5か月ぶりの高値をつける展開に海外勢のINR買いが強まり、INRは急伸。新型コロナウイルスの感染拡大状況は引き続き深刻ながらも月末にかけて73.30台を推移し、INRはロックダウン開始前の約半年ぶりの高値水準での値動きとなった。
- 8月下旬、国内での新型コロナウイルスの累計感染者数が300万人を突破した。インドでは段階的に活動制限が緩和されてきたことで、市中感染が再び拡大したことや、農村部での感染拡大が加速したことで、約1か月余りで累計感染者が3倍に膨れ上がった。月末には、1日での新規感染者増加数が7.8万人を記録し、米国を抜いて世界最大を記録した。こうした状況を受けて、地方が独自に都市封鎖を実施する動きも出ており、経済の正常化には依然時間を要することが見込まれる。
- RBIは6日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレート据え置いて4.00%とすることを決定した。ダスRBI総裁は会合後の会見にて、物価上昇圧力は強まっており、インフレ見通しをめぐる不透明感と新型コロナウイルスによる前例のないショックの中で極度に低迷する経済情勢を踏まえて、政策金利を過去最低水準に据え置いたと述べた。今後に関しては、インフレ率の動向を注視するとともに、経済成長の再開に必要な限り長期にわたって緩和的な姿勢を維持することを表明した。
- 7月CPIは前年比+6.9%となった。4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。食料品価格上昇が主な要因となっており、前年比+9.6%を記録した。こうした状況下、RBIは低迷する経済と高止まりする物価動向の間で、身動きが取れない状況に陥っており、少なくとも年末まで利下げには慎重なスタンスとなる可能性も浮上している。
- INRの動向に関しては、ドルの過剰感が指摘される中で、足許の株価回復を背景とする海外勢からの資金流入は引き続きINR高材料となりそうだ。新型コロナウイルスの新規感染者の急増をはじめ国内のマイナス要素は無視できないものの、やや出尽くし感もある印象。ただしその中で、INR高が進めば、RBIの市場介入も想定され、INRが大きく上昇する可能性も限定的と考える。

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:21年予算案は歳出を拡大

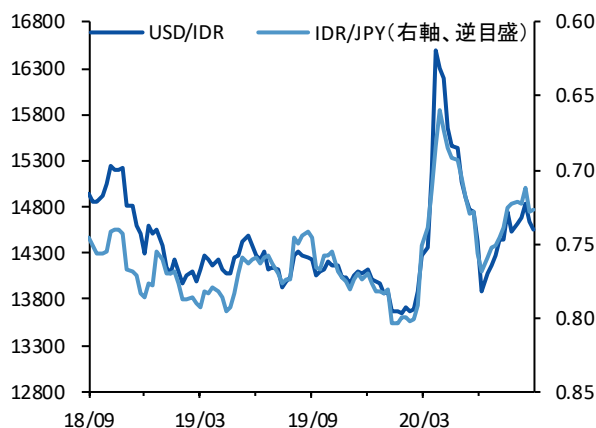
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のIDRは揉み合い推移。月初、14600台で取引を開始。上旬はインドネシア中銀(BI)が政府から直接国債を買い入れたことが発表され、IDR安が進んだ。その後発表された21年度の予算案では、高止まりする財政赤字水準と財政ファイナンスの継続が示唆される内容にIDRは一時月安値の14900台まで下落。後半にかけて、BIによる政策金利の現状維持の発表を受けて、下落は一服。月末にかけてIDRは上昇に転じ、一時月高値の14500台を推移した。
- BIは8月18日～19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従来4.00%に据え置くことを決定した。声明文では、新型コロナウイルスの感染拡大以降、自国や世界経済の減速が続いている中でも、現行の金利水準は市場の安定確保を目指すBIの方針に沿うものであるとした。今後に関しては、新型コロナウイルスの感染拡大状況とIDRの値動きを特に注視しながら、銀行システムを通じた資金供給や発行・流通市場における国債購入を通じて景気回復を支援する方針。その他、中銀自国の市場機能の維持と金融・為替市場の安全性を維持する運営を継続する姿勢が示された。
- 7月CPIは前年比+1.54%となり、上昇率は2000年5月以来の低水準となった。要因として、従前より断食月(ラマダン)直後の3か月間はデフレが発生することが多いものの、7月のデフレは新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、経済成長が鈍化したことで引き起こされたものと指摘されている。
- 政府は21年度の予算案を発表し、政策の柱として経済回復の加速、生産性や技術革新と構造改革の推進、デジタル経済への適応、人口動態変化への対応を掲げた。また、景気先行きの不透明感や商品価格の変動、地政学リスクなどを踏まえて、当初予定よりも歳出を約9%拡大した。一方で、財政赤字の拡大が懸念されており、21年の財政赤字は971兆ルピアを計上し、対GDP比で5.5%に達する見込み。なお、政府は今年3月に特例として財政赤字を対GDP比で3%以下に抑えるルールを3年間限定で緩和している。
- IDRの動向は引き続き新型コロナウイルスの動向と世界経済の回復ペースに左右される展開となりそうだ。7月以降、ドル安基調が続いた中でも、上値の重い推移が続いており、BIは依然IDRが過小評価されているとの見解を示している。8月会合では為替相場への影響を勘案して利下げを見送った思惑も窺えることから、今後も利下げをはじめとする追加緩和策には慎重な姿勢をとり、状況によってはIDR通貨安をけん制するような動きも想定される。

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：感染第2波とリスクオンの綱引き

マーケット・エコノミスト

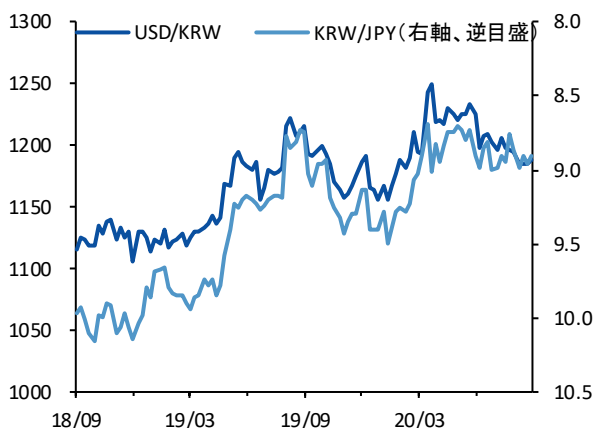
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 8月のKRWは前月末比で小幅続伸となった。KRWは1194台で取引を開始。月初こそドル反発の動きに1196台まで弱含むも、その後は市場でリスクオン・ムードが高まったことで、1180～1190のレンジで概ね推移した。月下旬は、行動規制強化やドル反発の動きにKRWは一時1192台を試したほか、ドル安再燃には一転1179台まで強含むという展開を経て、1187台で取引を終えた。
- 韓国経済は正常化へと進みつつあるものの、COVID-19の感染第2波の発生により暗雲が漂いつつある。政府は8月23日から全国的にソーシャル・ディスタンス確保のための行動規制を第1段階から第2段階に引き上げた(最高は第3段階)。一定規模のイベントのほか、商業活動や通勤等も制限される。
- 従来、リスクシナリオの位置付けにあった感染第2波の発生により、韓国銀行(BOK)は経済見通しの見直しを迫られた。最新見通しでは、2020年の実質GDP成長率は前年比▲1.3%と5月時点(同▲0.2%)から下方修正された。需要項目別には、感染拡大の長期化や雇用環境の悪化により民間消費が下方修正(前年比▲3.9%←同▲1.4%)されたほか、半導体市況の回復の遅れ等から輸出の見通しも引き下げられた(前年比▲4.5%←▲2.1%)。
- なお、この基本シナリオは感染第2波が第1波と同程度の期間(1～2か月とみられる)で収束に向かうことが前提とされている。仮に、第2波が今冬まで続けば2020年の成長率見通しは前年比▲2.2%まで落ち込むという。一方、より早く収束する場合は、成長率の落ち込みは同▲0.9%にとどまる見通しだ。
- こうした中、BOKは2会合連続で政策金利(7日物レポ金利)を0.50%で据え置くことを決定した。感染第2波の行方を注視しつつも、政策効果を見極めたいという姿勢は根強いようだ。金融市場の落ち着きや物価見通しの下げ止まりのほか、過熱感が指摘される不動産市況等への配慮も背景にあり。
- もともと、BOKの李総裁は会見で、感染第2波の行方に懸念を示し、行動規制がさらに厳格化されれば金融市場に影響が出かねないとした。市場安定化に必要なれば、追加措置をためらわない姿勢をみせ、具体的には国債買い入れの可能性に言及した(イールドカーブ・コントロールについては現状否定)。
- 国内にはKRW安要因が少なくない一方で、海外にはKRW高要因が見出せる。COVID-19の治療やワクチンを巡る前向きな動きや米FRBの緩和政策の長期化等が市場でリスクオンの流れを形成している。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1150～1210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: MYR は一時約半年ぶりの高値を記録

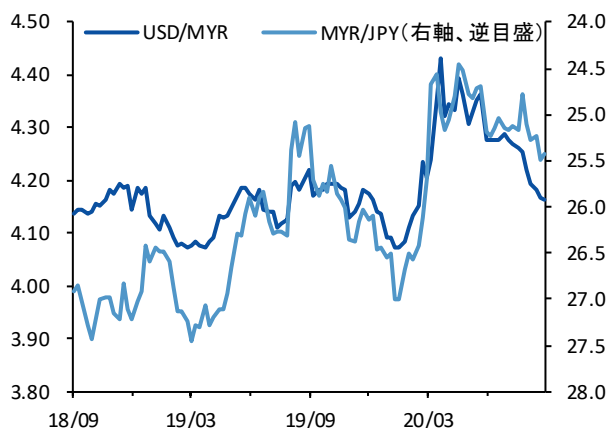
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

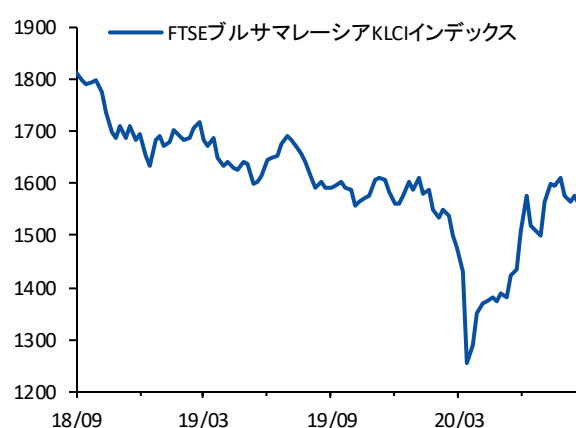
- 8月のMYRは約半年ぶりの高値をつける展開。月初4.24台で取引を開始し、金・原油価格をはじめ資源価格が上昇したことを受け、4.20を上抜けた。中旬にかけて、4～6月期GDPの落ち込みを受けて反落した局面があったものの、ドルインデックスの下落が続いたこともあり、MYRは堅調推移。月末には7月輸出が前年比でプラスに転じたことや、実需のMYR買いが強まった中で一時月高値の4.16台を推移し、じりじりとMYR高が進む展開となった。
- 先月末のナジブ元首相の有罪判決をきっかけに、連立政権に亀裂が生じている。ムヒディン首相は政府系ファンド1MDBの汚職に関連し、米大手外資系金融機関から巨額の資金を回収することに成功したが、不正流出した資産回収のほか、ナジブ氏を処分することで同氏の政治的影響力を削ぎ落とす思惑もあったとされている。しかし、政治基盤が磐石とはいえないムヒディン政権にとって、連立政権の一部をなすナジブ氏の勢力との波紋が表面化すれば、政治の混乱が更に長期化する懸念も高まることとなる。
- 4～6月期GDPは前年比▲17.1%と1～3月期の同+0.7%から大幅に減速し、98年のアジア通貨危機以来の落ち込みを記録した。産業別では、建設業が同▲44.5%、製造業が同▲18.3%、サービス業が同▲16.2%と大半の業種でマイナス成長を記録した。この結果に対し、ノル・マレーシア中銀(BNM)総裁は「最悪期は脱した、慎重ながら楽観的だ」と発言している。BNMは20年のGDP成長率を同▲5.5%～▲3.5%に下方修正したものの、翌21年は同+5.5%～+8.0%とプラス成長への回復を見込んでいる。
- 7月CPIは前年比▲1.3%となり、5か月連続でのマイナスを記録した。6月から0.6%ポイント上昇したものの、交通部門での同▲10.3%をはじめ、多くの部門で軟調な推移が目立った格好となった。なお、BNMは20年の物価予測に関しては、現状の▲1.5～+0.5%を維持した。
- MYRの動向については、堅調な推移を予想する。景気の底と言われていた4～6月期の経済指標は確かに悪化が見られたものの、ドルの過剰感に起因するドル安地合いの中で、相場への影響は限定的であった。国内景気に関して、今後は緩やかながら回復が見込まれており、貿易収支の改善などその兆候も見られつつある点は好材料だろう。そのほか、資源(原油)価格が安定推移している点もMYRの下支えとなりそうだ。

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:29年ぶりのリセッション入りに

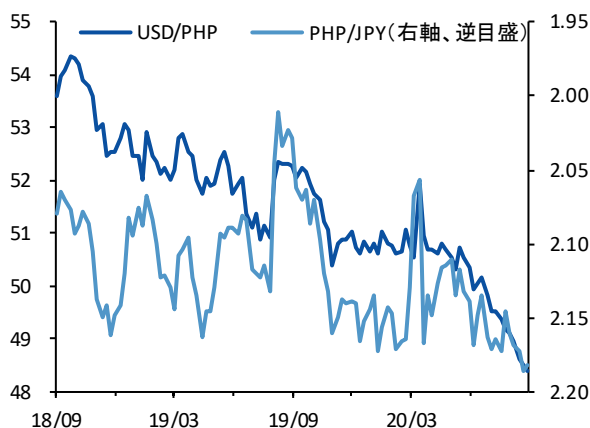
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のPHPは年初来高値を更新した。月初、49.10台で取引を開始し、上旬はマニラ首都圏のロックダウン再開が嫌気され月安値圏の49.20付近まで下落。その後はドル安地合いの継続と貿易赤字の縮小を受けて、PHPはじりじりと上昇。中旬以降もマニラでのロックダウン再解除や海外フィリピン労働者（OFW）送金の結果が好感され堅調推移となった。月末にかけてPHPは年初来高値の48.40台を記録し、その後も年初来高値圏での取引となった。
- 個人消費の源泉となる6月のOFW送金は、前年比+7.7%と市場予想の同▲19.3%を大幅に上回り、4か月ぶりのプラスとなった。海上勤務者の送金が低迷したものの、陸上勤務者からの送金の下支えした。一方で、上半期の送金実績は同▲4.2%に留まった。現在も失業状態が続く海外労働者は多く、年間でも前年比でマイナスに落ち込む見込みとなっている。
- フィリピン中央銀行（BSP）は20日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の2.25%に据え置いた。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が段階的に緩和されて、景気回復の兆しが見られることや金融市場には十分な流動性が維持されていることから現状の金融政策は適切であると総括された。今後については、国内のインフレ水準と経済の回復動向を注視しつつ、必要最大限の金融緩和と政策を実施していく姿勢を表明した。
- 4～6月期GDPは前年比▲16.5%となり、1981年の統計開始以来で最大の落ち込みを記録した。ロックダウンによる活動制限は、個人消費がGDPの約7割を占めるフィリピン経済にとって大きな影響を与えた要因となった。20年の成長率に関しても下押し懸念が強まっており、8月上旬に政府はGDP成長率を前年比▲2.0%～▲3.4%から同▲5.5%へ下方修正した。その背景には、失業率の急激な悪化があり、現在も多くの失業者が復職できていない状況が続いている。政府も失業者や低所得者層への現金給付などを実施してきたが、歳出の拡大によって政府財政は逼迫している。
- PHPの動向については、今後はドル安基調の継続度合いによるものの、揺り戻しの可能性を警戒したい。国内での新型コロナウイルスの抑制の目途が立たない中、リセッション入りした経済が回復に向かうには相応の時間を要することが見込まれる。このほか、原油をはじめ資源価格が底を打ったこともフィリピンの経常収支を徐々に圧迫し、PHP安要因に繋がるものと考えられる。

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:5度目の非常事態宣言延長へ

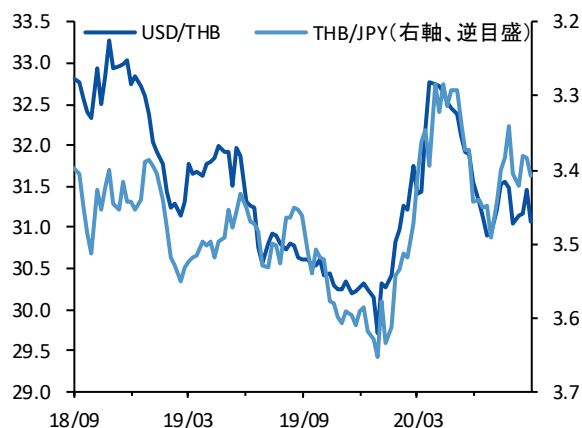
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のTHBは後半にかけて安値をつける展開。月初31.20台で取引を開始。上旬は、一時月高値圏の31.00を上抜けたものの、軟調な7月CPIの結果を受け上昇は一服し、揉み合いの展開に。中旬以降、4～6月期GDPが22年ぶりの落ち込みを記録し、その後も非常事態宣言の延期の報道や国内でのデモ、人権派弁護士の逮捕報道を受け、月安値圏の31.60台まで下落。月末にかけてはリスクオンの展開となって上昇に転じ、31台前半での取引となった。
- 政府は19日、約3か月ぶりに市中感染が確認されたことを受けて、新型コロナウイルス対策の非常事態宣言を9月末まで延長する方針を表明した。しかし一部では、政府が新型コロナウイルス対策を名目に政治集会の取締りを強化する思惑があると指摘されている。中旬以降、反政府運動が活発化しバンコク中心部でプラユット政権の退陣や議会の解散、軍政下で定められた憲法の改正を求める大規模な反政府集会が開催されるなど政治リスクが高まっている。
- タイ中央銀行(BOT)は5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。声明文では、新型コロナウイルス感染拡大下での過去の金融政策が奏功した点に言及し、経済活動の制限が徐々に緩和されていくことで景気は徐々に回復していくと総括した。しかし、先行きに関しては依然不透明な点が多く、金融政策は緩和的な姿勢を維持し、経済成長や金融の安定性の監視を続けて、必要に応じて追加の政策を用いる点にも言及した。
- 4～6月期GDPは前年比▲12.2%マイナス成長となり、前期の同▲2.0%から大幅に悪化した。外需に関しては、物品・サービスの輸出が同▲28.3%となっており、特にインバウンド関連の落ち込みからサービス輸出が同▲70.4%と大幅に減速した。内需に関しては、個人消費支出が同▲6.6%でマイナス成長に転落した。なお、20年GDP成長率も同▲7.3%～▲7.8%へと下方修正された。
- THBの動向については、足許のドル安基調の中、ASEAN域内で最大の経常黒字を背景に、今後新興国通貨がドルの受け皿となる場合にTHBはファンダメンタルズ以上に買われる可能性がある。一方、7月の内閣再編の騒動や上述の反政府デモなど政治リスクが顕在化しつつある点には警戒したい。そのほか、8月の金融政策委員会で、BOTはTHBの動向を輸出などの面からかなり注視している印象があった。ゆえに、今後THB高が動く局面においても、その動きをけん制する政策方針をとることも考えられ、上昇は段階的で緩やかなものとなることが想定される。

図表 15: タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア: 足下動意に乏しいが警戒は解けない

シニア為替ストラテジスト

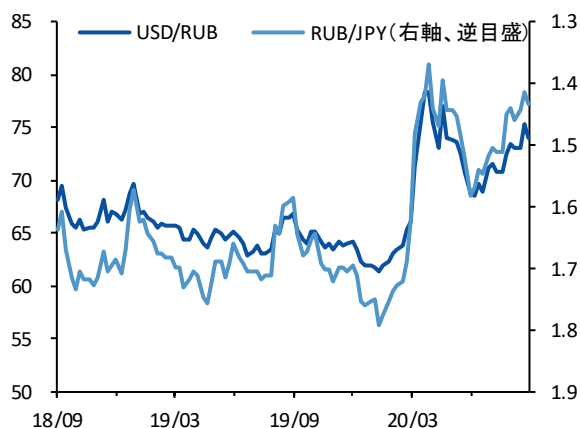
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

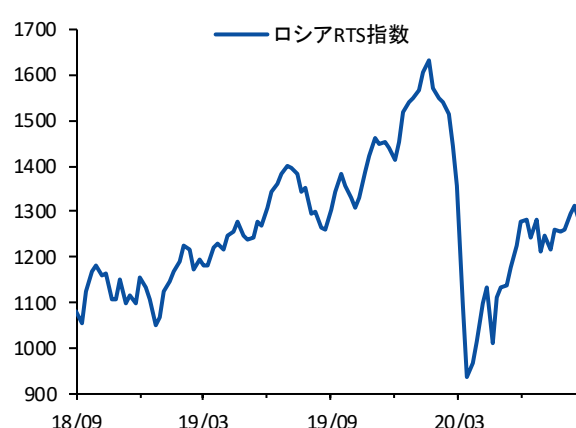
- 8月のRUBは、小動き。方向感を欠いた横這いが先行、月後半に掛けて水準を切り下げたが、月末を前に反発した。月を振り返ると、対USD、対円で概ね横這い、対EURでは若干水準を切り下げた。
- ロシア発の材料に乏しく、RUBに対する市場の関心も低く、この間、RUBの値動きは、米景気動向などを手掛かりとしたUSDの強弱や、米中問題を材料視した新興市場通貨全般の強弱などの影響をばんやりと反映するにとどまった。
- 材料に乏しかったロシア発の唯一最大のニュースは、11日にプーチン大統領が発表した、新型コロナウイルスに対するワクチン認可の報。「既に軍人を対象に治験も進んでいる」「プーチン大統領の息女のひとりも接種を受けた」などと言った報に、RUBは対USDで、一時、1.1%ほど上昇した。
- 米や他国を「出し抜いた」という誇りを込めてか「スプートニクV」と命名された同ワクチンの開発は、ロシアにとって確かに朗報であり、プーチン大統領の政権基盤という目線でも、前向きに評価できる材料。ただし、期待が大きく膨らんだ分、「効果が限定的」「副作用が激しい」などといった失望とその反動(おそらくはRUB安要因)には、今後、警戒が必要と思われる。
- バйлрутで、4日、発生した大規模爆発事件は、テロでこそなかったものの、従来の財政難に加え、首相の引責辞任など、レバノン情勢の不安定化を加速させ、一時的な原油価格押し上げにつながった。もっとも、原油価格は8月を通じて、44ドル/バレル(ブレント)を中心とした狭い値幅における膠着を抜け出すこともなく、RUBに与えた影響は、結局、限定的にとどまった。
- 他に、ベラルーシ大統領選結果を巡る同国民の抗議活動活発化(9日以降)と、それに対するロシア政治/軍事介入に対する警戒感、ロシア野党勢力指導者ナワリヌイ氏毒殺未遂事件(20日)なども一定の注目を集めたものの、少なくとも8月末までに本格的に材料視されることはなかった。
- 17日、ルーブル建ロシア国債10年物の利回りが、直近(7月)の高値を上抜けて急伸(価格は急落)、4か月ぶりの高水準に達したのは目を引いたものの、6.0%を明確に上抜けたというテクニカルな要因以外に、利回り急上昇の要因は見定められなかったし、それがRUBに与えた影響も読み取れなかった。
- 週次CPIなどに読み取れるロシア物価動向は、この間、明確な低位安定基調を示したものの、ロシア中銀(CBR)の金融政策が、通貨・金融市場で注目を集める機会も、特に観察されることはなかった。

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:大統領の権力基盤強化に期待

シニア為替ストラテジスト

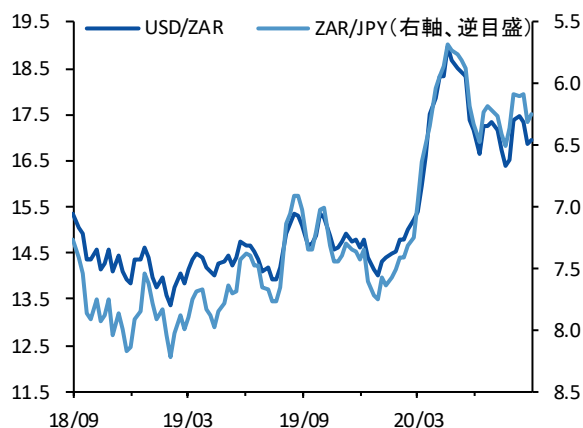
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 8月のZARは下押し先行後、底打ち反発からほぼ一方的な上昇。振り返って対USD、対円とも小幅ながら明確に水準を切り上げた。
- ZAR下押し先行の要因ははっきりとはしなかったものの、①南ア財政赤字拡大 ②南ア準備銀(SARB)による9月利下げ織り込みの進捗 ③南ア国債の軟調推移などが複合的に悪影響したものと考えられた。
- 10日までに対USDで17.7800、対円で5.96と月の安値をつけたZARは、それぞれ同水準で底打ち反発。その後月末までほぼ一方的な堅調を維持した。
- ZAR反発の要因も判然としなかったが、④月初進んだ9月利下げの織り込みが、月末までに払拭されたこと ⑤南ア貿易/経常収支の改善 ⑥ラマポーザ大統領の権力基盤強化と汚職撲滅の道筋が見え始めたことなどが考えられた。
- もっとも、南ア準備銀クガニヤホ総裁は、20日の時点で、経済が急減速した場合の対応策として追加利上げの余地を示唆しており、④の追加利下げ見送り観測が具体的な裏付けを得たのは、26日になって発表された南ア7月CPIの大幅上振れ(前月の前年比+2.2%から同+3.2%に急騰)を見てからだった。
- ⑤も、6月の大幅貿易黒字に続いて、7月の同大幅黒字を確認したのは月末(31日)のことだった。
- ⑥についても、与党アフリカ民族会議(ANC)の方針として、汚職で摘発された党員を嫌疑が晴れるまで公職、党職ともに職務停止とする方針が正式に発表されたのは、月末(28~30日)の党全国執行委員会(NEC)を経てからだった。
- したがって、④~⑥の要因は、8月中のZAR堅調を裏付ける要因としては、そのタイミングに些かの難があったものの、ZARの今後を見据える上では、それぞれ明確な好材料と読むことができるだろう。
- ④にもかかわらず、南ア国債の利回りが低下基調を示している(国債価格は上昇)のは、非居住者の投資資金が実質高利回りを求めて南ア国債市場に再び流入し始めた兆候とも読める。10年国債利回りが明確に9%を割り込むことがあれば、もう一段の資金流入が加速する可能性も考えられるのではないかな。
- ⑤についても、7月の貿易黒字が輸入の力強い伸びを伴ったことは、国内消費需要の回復を示唆する要因として、殊更好感できる。
- ⑥は、反ラマポーザ大統領派(ズマ前大統領派)が党の内外に張り巡らした汚職のネットワークの「外堀が埋まった」可能性を示唆し、今後、汚職撲滅と各種改革(国営企業再編、財政再建など)が加速する可能性が期待される。

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: 構造的問題に対し弥縫策で処する

シニア為替ストラテジスト

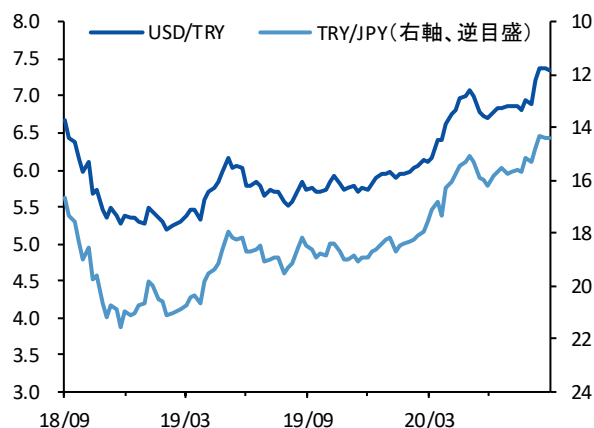
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 8月のTRYは、月初の急落、対USDでの史上最安値更新を経て安値圏に膠着。月末まで断続的に同史上最安値の更新を繰り返した。
- 4日、オフショア(TRY為替フォワード)市場で当日物金利が急騰(一時、年率1050%までへの急上昇が報告された)。これは、非居住者による投機的TRY売りを抑制するために、トルコ金融当局がTRY流動性を絞ってきた結果で、ある意味「狙い通り」の展開。実際、同日、TRYは明確に水準を切り上げた。
- しかし、6日以降、同当局は流動性規制を緩和。具体的には、EBRD、IFCなど国際的な開発・投資銀行(その後全ての金融機関)を対象に、為替フォワード、レポ、預金などによるTRY流動性を開放した。更に、4月に導入したばかりの貸出促進を目的とした金融機関の資産比率規制を緩和した。
- 一連の政策変更は、非居住者によるTRY売りを促す要因とは考え難かったものの、おそらくは居住者(トルコ人)によるTRY売りを浴びてTRYは急落。7日には、今年5月につけた対USDでの史上最安値を更新した。
- TRY安抑制を目的に、トルコ中銀(CBRT)は同銀が市場に供給する資金の加重平均金利引き上げを開始。7日以降、政策金利(1週間物レポ金利/8.25%)における資金供給を停止し、当日物貸出金利(9.75%)や後期流動性窓口貸出金利(11.25%)を中心とした資金供給に切り替えた。
- CBRTは、コロナ対策の一環で、一部の金融機関に対して政策金利よりも低い金利(7.25%)で当日物資金を供給していた。その結果、7月中旬には7.4%を割り込むまで低下していた同加重平均金利は、8月末には10.15%と、政策金利を据え置いたまま275bp以上も上昇することになった。
- こうした対応は、チェティンカヤ前総裁が2017年以降多用し、18年5月に大幅利上げを強いられるまで、ほとんど成果を挙げられなかった手法の繰り返し。
- エルドアン大統領は、19日、「素晴らしい知らせ」を予告、TRYは大きく反発した。21日、カリン大統領府報道官は、予想通り、黒海(トルコ領海)で大規模天然ガス田を発見したと発表したものの、発表された想定埋蔵量に確信が得られなかったのか、典型的な「噂で買って、事実で売る」反応で、TRYは反落した。
- コロナ禍を要因とする輸出停滞や観光客激減を受けた経常赤字拡大は構造問題と言え、早晚状況が改善する可能性は低い。一方で、消費拡大による景気回復を企図した積極的な信用/流動性供給策は、これまで「TRY余り」を醸成してきており、物価上昇とTRY安にも構造的背景があったと言える。

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: 財政を巡る不安が再燃

マーケット・エコノミスト

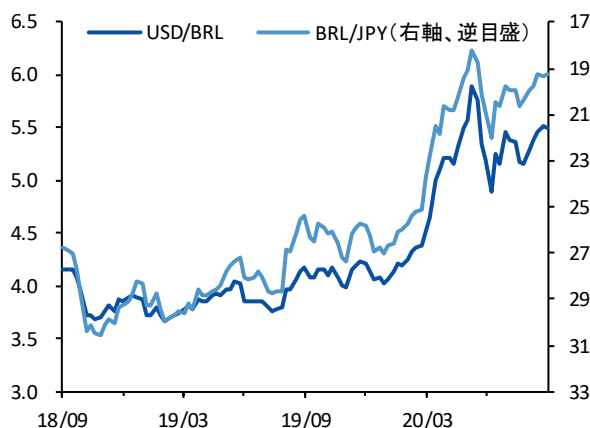
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

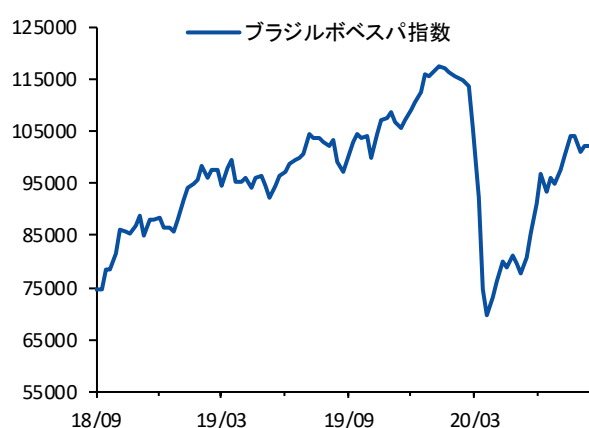
- 8月、BRLは前月末比で反落。5.22台で取引を開始した後、じり安を続け一時は5.67台までBRL安が進んだ。COVID-19の感染拡大が続く中、ブラジル中央銀行(BCB)は追加利下げに踏み切り、政策金利は消費者物価(8月:前年比+2.28%)を下回った。また、政権内の経済政策を巡る対立が露呈、経済官僚の相次ぐ辞任、米中対立も重しとなった。月末にかけて、こうした懸念材料がやや和らぐと、ドル安も追い風にBRLは5.49台で取引を終えた。
- ブラジル経済には持ち直しの動きが窺える。BCBが算出する経済活動指数(いわゆる月次GDP)は6月に前月比+4.89%と5月(同+1.59%)から伸びが加速した。6月小売売上高は2か月連続で前月比プラスとなったほか、回復の遅れが指摘されるサービス部門売上高も6月に前月比プラスに転じた。中国景気の持ち直しやBRL安を支えに輸出も堅調で、生産活動への波及している。
- もともと、ソーシャル・ディスタンスの影響を受けている業種には弱さが残るといのがBCBの認識だ。政府の経済対策が期限を迎える年末以降は、景気の不透明感が通常より大きいという。インフレ率も目標値(2020年:前年比+4.00%、2021年:同+3.75%、目標値の±1.5%ptがレンジ)を下回り続けるとみている。
- かかる状況下、BCBは5日、政策金利を過去最低の2.0%へ引き下げた。今後の利下げ余地については「あっても僅か」とさらに慎重な姿勢を示す一方、政策変更(出口戦略)はより緩やかに行われ、その時期は財政政策やインフレ見通し次第になる旨の一文を声明文に追加した。利下げ余地が限られる中で、フォワード・ガイダンスを活用し始めたようにみえる。
- 景気対策として追加財政支出を求める動きがボルソナロ大統領周辺で高まっている。具体的には、既存の貧困世帯向け現金給付「ボルサ・ファミリア」の支給額や支給対象を上げた「ヘンダ・ブラジル」への刷新だ。左派政権の売りであったばら撒き政策の拡充は、2022年の大統領選と無縁ではない。連邦政府の歳出上限(ceiling)撤廃を模索する動きに、財政規律を重視するゲデス経済相は反発。大統領に財源の調整を提案するも、大統領が議会への同案提出を拒否し両者の対立が露呈した。その後、大統領が上述の刷新計画を一時停止、議会では緊縮財政と追加経済対策を一括法案化する動きも出ている。
- 市場の信頼が厚い経済相の辞任というシナリオは一旦回避されたようだ。ただ、財政を巡る不安は燦々。同氏が主導する構造改革への期待も削がれやすい。今後3か月のBRLの想定レンジは、5.0~5.7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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 国内経済にあふれる不透明感

マーケット・エコノミスト

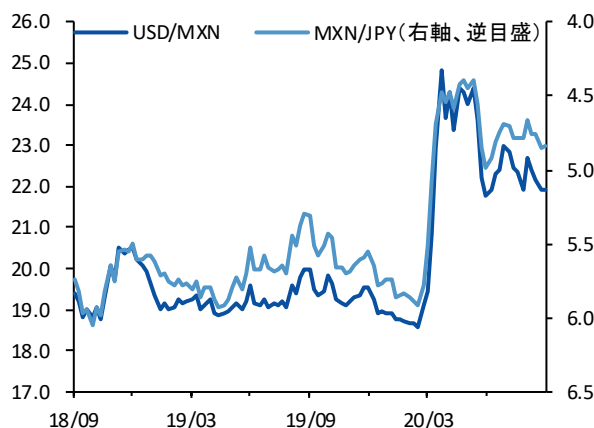
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 8月のMXNは前月末比で小幅続伸となった。MXNは22.3台で取引を開始。月初旬はCOVID-19の感染拡大懸念に、ロペスオブラドール大統領(AMLO)の石油公社(Pemex)救済発言も重なり、MXNは一時22.9台まで弱含んだ。ただ、中旬にドル安を追い風に21.9台まで戻すと、その後は22.0を上下する展開。前政権の汚職疑惑にMXNは22.3台に一時押し戻されるも、市場のリスクオン・ムードに支えられて再び持ち直し、MXNは21.8台で月末を迎えた。
- 4～6月期の実質GDP成長率は前期比▲17.1%と、5四半期連続のマイナス成長。国立地理統計情報院の算出する月次GDPは6月にプラスに転じ最悪期は脱した模様だが、8月前半までCOVID-19の感染が拡大、7月時点で正規雇用者数は減少が続き失業率は6月も上昇と、景気持ち直しには時間を要しそうだ。メキシコ中央銀行(Banxico)は2020年の成長率見通しを前年比▲8.8～▲12.8%と5月時点の見通し(同▲4.6～▲8.8%)から下方修正した。
- Banxicoは13日、政策金利(翌日物金利)を50bp引き下げて4.50%とした。声明文では、内外景気からインフレ見通しに至るまで「不透明感(uncertainty)」という言葉が繰り返され、景気下振れリスクに対応する姿勢が示された。今後の利下げ余地については、インフレや感染拡大の動向次第という一文を追加する格好で含みを残した。AMLO政権の政策対応の鈍さも考慮すれば、利下げは続こう。年末にかけて2回(各25bp)、4.00%までの利下げを想定する。
- なお、Banxicoのディアスデレオン総裁は日系紙とのインタビューに、持続的な経済回復には外国投資を呼び込む戦略が必要と回答している。しかし、現実には反対の動きが進みそうだ。ペニャニエト前大統領ら前政権幹部にエネルギー改革を巡る汚職疑惑が浮上。かねてから経済開放に懐疑的なAMLO政権は、この疑惑をてこに閉鎖的な経済政策を正当化する可能性がある。政権発足後の経済混乱が繰り返されれば、経済の回復は一層先送りされかねない。
- かかる状況下、MXNの上昇幅は他の新興国通貨と比較して小幅にとどまっている。今後は実需の動向にも注意したい。いわゆる海外からの仕送り(海外送金)の予想外の伸びは、MXN安やメキシコの家計の窮状もあろうが、米国における所得補助(給付金)の影響が大きいと指摘されており、先行きは不透明だ。4～6月期の経常収支はかろうじてプラスを維持したが今後はどうか。直接投資を促す政策は乏しく、金利低下で証券(債券)投資も期待しにくい。
- 今後3か月のMXNのレンジは、21.0～24.0と下振れ余地を見ておきたい。

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 1～8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)	6.8126 ～ 7.1778	6.8383	6.90	6.85	6.85	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7502	7.75	7.76	7.77	7.78	7.80
インドルピー	(INR)	70.705 ～ 76.909	73.031	74.8	76.6	74.8	73.5	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14745	14350	14880	14200	13800	13500
韓国ウォン	(KRW)	1150.65 ～ 1296.75	1185.55	1180	1170	1160	1160	1160
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0515 ～ 4.4490	4.1440	4.15	4.38	4.25	4.22	4.08
フィリピンペソ	(PHP)	48.441 ～ 51.823	48.540	48.6	50.9	50.6	49.5	49.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3446 ～ 1.4647	1.3628	1.36	1.40	1.39	1.37	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.232 ～ 30.486	29.433	29.4	29.2	29.1	29.3	29.5
タイバーツ	(THB)	29.97 ～ 33.18	31.22	30.8	31.8	31.2	30.5	30.0
ベトナムドン	(VND)	23161 ～ 23637	23166	23150	23250	23000	22900	22850
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8860 ～ 82.8386	75.4066	74.00	75.00	74.00	76.00	75.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	16.8119	17.00	16.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 7.4169	7.3721	7.40	7.50	7.60	7.70	7.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0044 ～ 5.9714	5.3423	5.40	5.20	4.90	5.00	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	21.7277	22.25	22.10	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	15.524	15.07	15.04	14.60	14.85	15.15
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.703	13.42	13.27	12.87	12.98	13.21
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.454	1.39	1.34	1.34	1.37	1.42
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.721	0.725	0.692	0.704	0.732	0.763
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	8.927	8.81	8.80	8.62	8.71	8.88
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.621	25.06	23.52	23.53	23.93	25.25
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.184	2.14	2.02	1.98	2.04	2.10
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.93	76.47	73.57	71.94	73.72	76.30
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.608	3.54	3.53	3.44	3.45	3.49
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.389	3.38	3.24	3.21	3.31	3.43
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4584	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	1.407	1.41	1.37	1.35	1.33	1.37
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.317	6.12	6.24	6.25	6.12	6.06
トルコリラ	(TRY)	14.051 ～ 18.875	14.388	14.05	13.73	13.16	13.12	13.21
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.880	19.26	19.81	20.41	20.20	20.20
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	4.887	4.67	4.66	4.55	4.49	4.48

注：1.実績の欄は2020年8月31日まで。SPOTは9月3日の7時40分頃。2.実績値はブルームバークの値。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(8月31日発行)』に基づく。
出所：ブルームバーク、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。