

2021 年 8 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: やや怪しい雲行き	2
中国: 短期的には CNY 安要因がやや目立つ	3
インド: 景気減速の裏で物価上昇が継続	4
インドネシア: 当面は感染抑制に注力か	5
韓国: BOK は政策調整の議論へ	6
マレーシア: 政治・経済の先行き不安は大きい	7
フィリピン: 感染拡大と原油価格高騰が PHP を圧迫	8
シンガポール: 中国規制強化は SGD 相場に伝播も	9
タイ: THB は昨年 3 月以来の安値水準へ	10
ロシア: 注目要因は山積だが、いずれも注目を欠く	11
南アフリカ: 払った代償より得られた安定が大きい	12
トルコ: まずは 8 月利下げ見送りが最優先	13
ブラジル: 再び政治に翻弄される BRL	14
メキシコ: 追加利上げ自体は時間の問題	15
為替相場見通し	16

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

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: やや怪しい雲行き

マーケット・エコノミスト

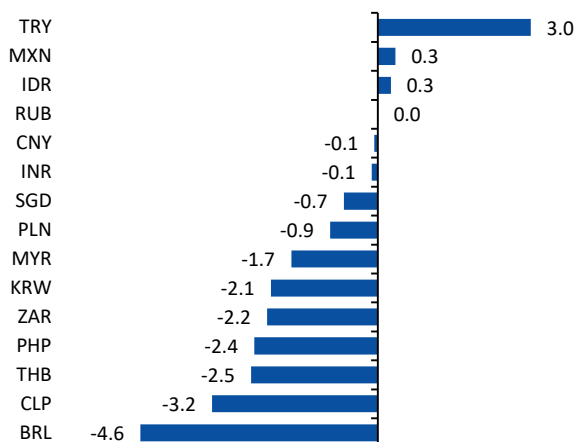
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

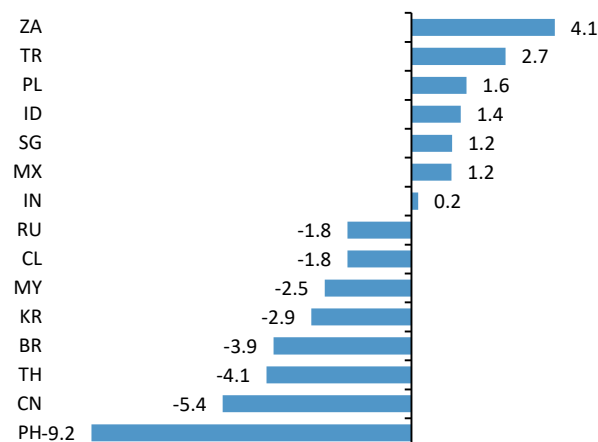
- 7月のMSCI新興国通貨指数は小幅続落。COVID-19変異種による世界的な感染再拡大が嫌気されたほか、中国発の市場混乱も一部みられた。一方、議会証言やFOMC後の会見でパウエルFRB議長がハト派姿勢を繰り返し表明したことは、新興国通貨の支えとなった。同指数は1737台で取引を開始すると、その後は1718~1737のレンジ内で上下する展開となり、1729台で月末を迎えた。個別には、政治リスクが意識されたPENやBRLの下げが目立った。
- 新興国通貨については、総じて弱含みややすい局面にあるといえそう。まず、COVID-19の感染再拡大が経済の持ち直しを抑制するリスクがより高まりつつある。IMFは27日、最新の世界経済見通し(WEO)を発表した。2021年の世界経済成長率見通し(前年比+6.0%)は維持されたものの、新興国・途上国については同+6.3%と4月時点の見通しから▲0.4%pt下方修正された。主にアジア地域の方修正(同+8.6%→同+7.5%)が響いた。同WEOは、ワクチンへのアクセスの格差が「断層線」となり、その亀裂は広がっていると指摘した。ちなみに、先進国の成長率見通しは上方修正(同+5.1%→同+5.6%)されている。
- 次に、漸進的ながらもFRBが確実に金融政策の正常化に向かっており、緩やかな米金利上昇・ドル高が予想される。7月FOMCの声明文では、景況感等が上方修正されたほか、アフターコロナを意識させる記述の修正もみられた。また、「FOMCは今後複数回の会合(in coming meetings)で進展を見極めていきたい」との一文がフォワードガイダンス直後に付加された。8月のジャクソンホール会合を経て、年内残り3会合(9、11、12月)のいずれかで、資産買入措置の縮小方針が決定されそう。そして、その先には利上げの議論がある。
- パウエル議長が議会証言やFOMC後の会見でハト派姿勢を維持していることで、市場には金融政策正常化への警戒感は薄い。米国債利回りの低下をその証とみなすことも可能だろう。他方、米国の債務上限問題を巡り米財務省は市場調達を控えざるをえず、金融市場で流動性が過剰な状況が生じる結果、国債利回りに低下圧力が高まりやすい側面もあろう。また、足許でIMM通貨先物の投機筋の米ドルポジションが2020年3月以来の買い持ちに転じてきたことは、米ドルの先高観が引き続き根強いことを示唆する。
- このほか、米中対立の余波が資本市場に及びつつある。あるリスク資産における損失拡大は、広範な資産の価格調整をもたらすきっかけになりうる。その際、新興国通貨・資産が相対的に弱い立場になりやすい点には注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2021年7月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2021年7月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:短期的には CNY 安要因がやや目立つ

マーケット・エコノミスト

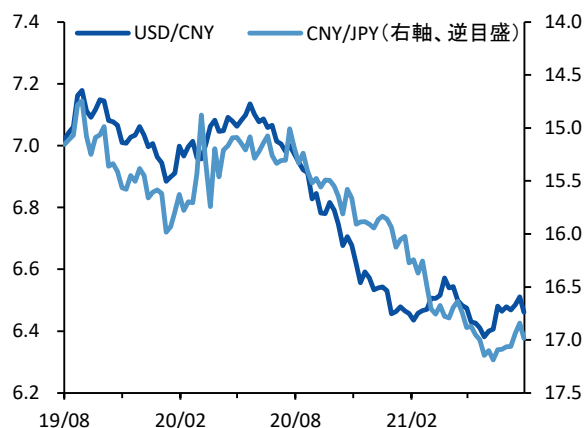
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

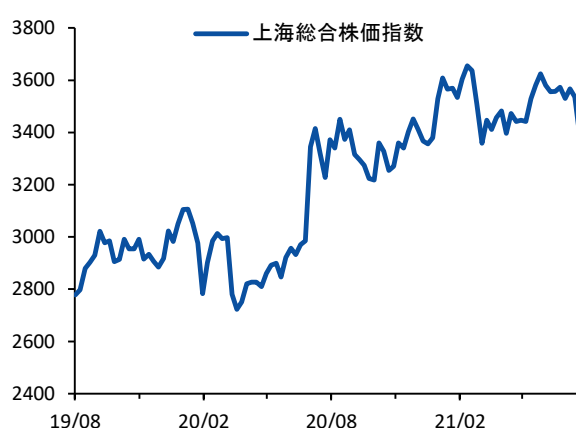
- 7月、CNYは前月比でほぼ横ばい。CNYは6.46台で取引を開始、上旬は当局から追加金融緩和が示唆され6.49台を試す場面がみられた。パウエルFRB議長のハト派発言を受けて、中旬には6.45近くまでCNY高が進むも、その後は6.46~6.49で再びもみ合った。月末にかけては、当局による統制強化の動きを巡りCNYが乱高下。4月以来となる6.51台に急落した後、当局による懸念緩和への動きやFRBのハト派姿勢も追い風に反発、6.46台で取引を終えた。
- 4~6月期の実質GDPは前期比+1.3%と1~3月期(同+0.4%)から加速した。コロナ禍前の2019年と比較すると、1~3月期は同期比+14.8%だったが1~6月期では同+16.0%となった。主要経済指標(1~6月累計値)をみると、固定資産投資が同期比+5.5%と1~5月期(同+8.1%)から減速したものの、輸出が同+29.6%、鉱工業生産は同+14.4%と1~5月期(それぞれ同+29.0%、同+14.5%)の水準をほぼ維持。小売売上高の伸びは同+8.6%と、1~5月期(同+8.0%)から加速している。遅れていた消費の回復が支えとなりつつある。
- こうした指標が確認されたことで、先立って発表された預金準備率引き下げ(0.5%pt)を巡り高まっていた中国景気不安も幾らか和らいだ。最優遇貸出金利(LPR)が据え置かれたことで、今回の措置は予防的な緩和措置という整理ができそう。ただし、製造業・非製造業PMIには頭打ち感があり、1~6月期の新規雇用者数はコロナ禍前の2019年の同時期に及ばない。11か月ぶりに3%を割り込んだ中国10年国債利回りに反発が見られないことは、根強い市場の懸念を示唆する。引き続き中国人民銀行(PBoC)の対応が注目されよう。
- 足許での中国発の市場混乱の行方にも注意したい。中国政府はデータ管理を含む安全保障の観点から企業の統制を強めつつある。大手プラットフォームへの取り締まり強化は、米国に上場した配車アプリ企業に波及。中国企業の海外上場に関する規制強化の方針も打ち出された。さらに、教育セクターの非営利化を含む抜本的改革案も発表された。市場では未公開企業投資の出口戦略(資金回収、利益確保)を巡る懸念や「次はどこか」との疑念が渦巻く。中国当局およびメディア等が火消しに努めており、情勢は一旦落ち着きつつある。ただ、市場に不安が燃える限り、CNYには重しとなりやすいのではないかと。
- 中長期的には、人民元の国際化(決済や外貨準備需要)等のCNY高要因が期待されるものの、短期的には当局の意図しないCNY安が進むと考えておきたい。CNYの今後3か月の想定レンジは6.40~6.70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: 景気減速の裏で物価上昇が継続

マーケット・エコノミスト

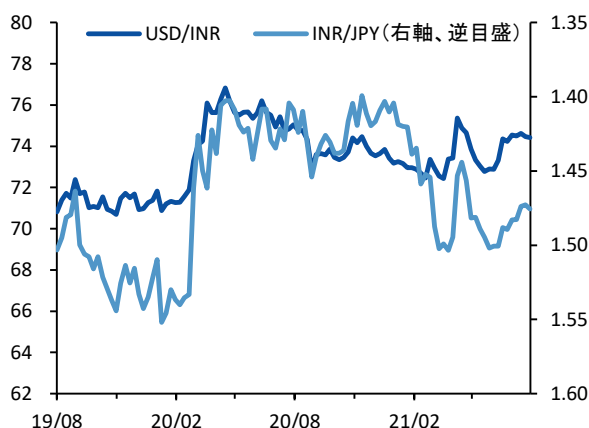
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のINRは方向感に欠ける展開となった。月初、74.30台で取引を開始。新興国通貨に対しドルが強含む動きとなったものの、米6月雇用統計が冴えない結果となったことでドル高は一服した。中旬以降は原油価格の上昇が意識されたが、国内の新規感染者数が縮小傾向となる中で、やや方向感に欠ける推移となった。下旬にかけて、アジア地域でのデルタ株の拡大が嫌気されINRは一時月安値の74.90台をつけたが、月末のFOMCにおいて引き続きハト派姿勢が示されると、一時月高値の74.20台まで値を戻す展開となった。
- IMFは27日、世界経済見通しを更新し、インドの成長率予想を▲3.0%ポイント引き下げて9.5%とした。3月から5月にかけて国内で新型コロナウイルス感染拡大の第2波が到来し、経済への打撃が大きかったことやワクチン接種が遅れる可能性があることが材料視された。月末時点での日次の新規感染者数は4万人程度で推移しており、ピーク時から約10分の1まで下落したものの、依然高水準を維持している。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.3%と5月から横ばいの推移となって、インド準備銀行(中央銀行)の目標レンジである+2.0~+6.0%を2か月連続で上回る結果となった。食料品や衣料・医薬品などの生活必需品の価格が5月の国内でのパンデミック以降、サプライチェーンが麻痺したことによって騰勢を強めている。このほか、穀物生産の鍵を握るモンスーンの到来が例年より遅れているとの報告もあり、今後の物価上昇と労働人口の半分を占める農業従事者の家計を圧迫する懸念が浮上している。物価の安定は景気を下支えする緩和的な金融政策を継続する上で不可欠であり、目標レンジを超える推移が続けば、望まない利上げを招く可能性もある。
- INRの動向に関しては上値の重い推移を予想する。国内の相場要因としては引き続き国内の感染拡大動向およびワクチン接種の進捗を注視していく必要がある。対外要因としては原油価格が引き続き上昇している点は下落要因となる。そのほか、8月下旬には米国でジャクソンホール経済シンポジウムの開催を控えており、米国でのテーパリング開始時期に関してより具体的な計画が提示されると思われる。遅かれ早かれ米国の金融政策は正常化への歩みを進めると予想されるが、ここまで軟調な推移となっていた米金利が騰勢を再度強めてドル買いが強まることも考えられる。

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:当面は感染抑制に注力か

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のIDRは上値の重い展開。月初、14500台で取引を開始。上旬はジャワ島やバリ島での行動制限措置が発表されると、月安値圏の14500台後半を推移。米6月雇用統計の冴えない結果を受けて下落は一服するも、インドネシア銀行(BI、中央銀行)が成長率を下方修正すると再度軟調地合いとなった。下旬にかけても、国内の感染動向に相場が動く状況が続く方向感に欠ける展開となった。その後、BIの金融政策会合が開催されたが相場への影響は軽微で、月末時点では14400台での取引となった。
- 国内ではデルタ株の拡大が原因となり感染状況が大きく悪化した。1日当たり最大5万人以上の感染者が確認され、累計では250万人を突破した。国内の広い地域でPPKMダルラットと呼ばれる活動制限措置が敷かれてきたが、月後半には県・市の感染危険度と業種ごとの経営基盤の脆弱性によって区分する手法を取り入れた。国内でのワクチン接種も段階的ながら進んできていることも相まって、徐々に経済活動を優先する舵取りに切り替えている。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は22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5会合連続で3.50%に据え置いた。ペリーBI総裁は会見で今回の決定に関して、引き続き景気の下支えとIDRの安定性維持が必要であったことを説明した。今後については、政府・中銀が引き続き一体となって経済の回復に注力するとした。今年の金融政策は全てが成長促進を目指す内容であるとも述べており、当面は緩和的な政策が続くとみられる。
- 国内経済について、BIは国内の感染長期化によって21年の成長率予想を前年比+3.5~4.3%と従前の同+4.1~5.1%から引き下げた。インフレ率(CPI)は、国内の経済活動が制限される中、下押し圧力が大きいとの見方に変更はなかった。しかしながら、足許の燃料価格上昇といった要因もあり、BIが目標としている+2.0~4.0%のレンジに収束すると予想している。
- IDR相場については、軟調推移を予想する。感染拡大状況に応じてIDRは主に下落方向の動きを警戒することになるだろう。一方で、BIは世界経済の回復に伴って海外で資源需要が高まる中、4~6月期の貿易黒字は1~3月期から増加した。引き続き内需の改善に時間を要することが見込まれる中で、BIはこういった外的要因による利益を享受し、国内経済に還元できるような運営を実施することも考えられる。そういった意味では、BIはある程度のIDR安を許容する可能性もある。

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:BOKは政策調整の議論へ

マーケット・エコノミスト

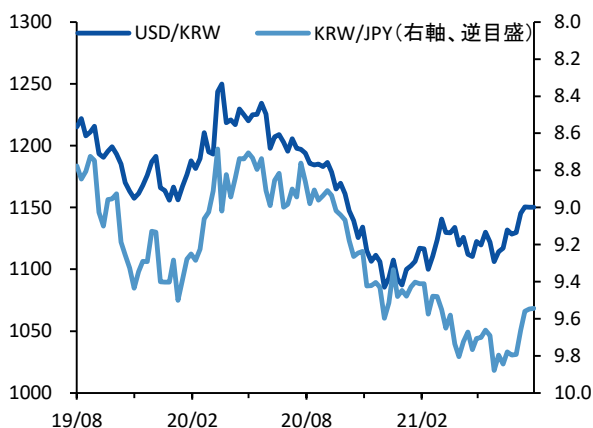
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月のKRWは前月比で続落となった。KRWは1132台で取引を開始、月初は1128~1135でもみ合った。ただ、世界的なCOVID-19変異株による感染拡大への懸念が高まり、国内でも行動規制が強化されるに至ると、中旬にかけて1151台までKRW安が進展。その後、FRBのハト派姿勢と韓国銀行(BOK)の年内利上げ観測に、KRWが1138台まで持ち直すも一時的な動きにとどまった。下旬は1147~1157のレンジ相場に移行し、1150台で月末を迎えた。
- BOKは15日、金融通貨委員会を開催し政策金利(7日物レガ金利)を過去最低水準となる0.50%で据え置くことを決定した。ただ、1名の委員は利上げを主張。声明文では、今後は金融緩和の度合いを調整することが適当かどうかを判断していくという一文で締めくくられた。次回8月会合では、利上げを主張する委員が増える、もしくは流動性補完措置の見直し等の動きもありえそうだ。
- BOKが金融政策の正常化に前向きな姿勢をみせる背景としては、韓国経済の回復やインフレ動向、金融不均衡への警戒感が挙げられる。まず、景気に関しては、4~6月期実質GDPが4四半期連続でプラス成長を維持。特に民間消費の回復が確認されつつある。7月に実施された行動規制強化は懸念材料だが、同じく7月に可決された第2次補正予算(34.9兆ウォン、GDP比1.8%程度)が今後は消費を支えるとBOKはみている。純輸出のマイナス寄与も、輸出自体は高水準(1~6月期は過去最高額を更新)にあるとの整理のようだ。
- 他方、足許の消費者物価指数(CPI)は前年比+2%台半ば、期待インフレ率も同+2%台前半と、前回会合時点(いずれも同+2%強)からやや加速。BOK自身の年内のCPI見通しも、しばらくは前年比+2%台前半での推移が続くと上方修正された。前回会合時点での見通しは同+1%台後半であった。
- また、李総裁の会見では、多くの委員が金融不均衡のリスクに対応に注力すべきと考えていることが明かされた。声明文では、家計の借り入れの伸びが引き続き高水準にあり、上半期ベースでみた場合は記録的な水準にあると指摘。住宅価格も、国内全域で急速な上昇が続いていると警戒感を維持している。
- もちろん、COVID-19の感染動向次第でBOKはより慎重な対応を求められる。内需に不安が高まれば、外需への依存は高まる。KRW安を一定程度容認する、もしくはそうした思惑が高まることはありえる。貿易黒字はすでに縮小しつつある等、従来KRW高を支えてきた構図は変化しつつあることにも注意したい。KRWの今後3か月の想定レンジは1130~1180とみておきたい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:政治・経済の先行き不安は大きい

マーケット・エコノミスト

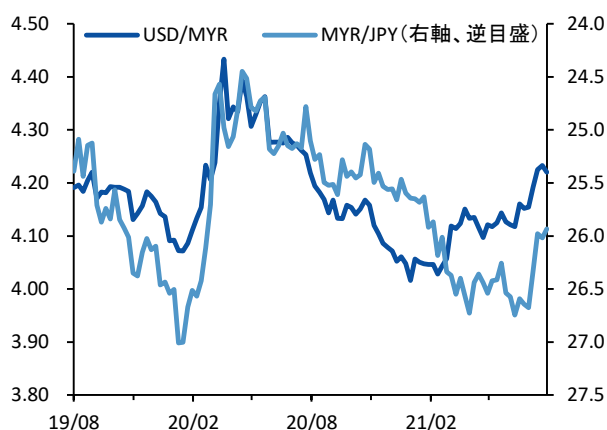
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のMYRは前月に続き、年初来安値を更新する展開となった。月初4.15台で取引を開始。上旬、国内での感染拡大による活動制限措置の発令が嫌気されて、MYRは売られた。中旬には、国内の感染状況の悪化や米6月CPIの結果を受けたドル高の影響もあり下げ幅を拡大した。月後半にかけてもMYR安が継続して一時4.24台まで下落し、年初来安値を更新した。月末には、約半年間閉鎖された国会が再開されたが、今後の政治不安を想起させる展開にMYRは引き続き軟調地合いとなった。
- マレーシア中銀(BNM)は8日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を1.75%に据え置いた。声明文では、世界経済の回復ペースが加速しているとしたものの、一部先進国と新興国では回復度合いに差が出ている点を指摘。国内経済に関しては6月1日から新型コロナウイルス対策のロックダウンが敷かれたことで、1~3月期に見られた経済回復の勢いは弱まっており、ロックダウン措置の延長が今後の経済成長に顕著な下振れをもたらす可能性があるとの見方を示した。
- 物価動向に関しては、4~6月期において、資源価格上昇の影響により前年比で特に強い結果が出ることを予想している。しかしその後は騰勢が弱まっていくとしており、目標レンジである前年比+2.5~+4.0%の下限付近となる見通しを示した。国内での活動制限措置が継続している中、今後も下押し圧力は強いとみられ、物価水準と国内景気の動向を注視しながら、緩和的な金融政策が継続すると予想される。
- 26日、国会が1月に非常事態宣言が発令されて以降で初めて開催された。これまで表面上は新型コロナウイルスの感染拡大を理由に閉会していたが、実際には支持基盤がぜい弱なムヒディン首相が不信任案を退ける意図があったものとされる。再開された議会ではムヒディン首相が本来国王の同意を必要とする緊急事態宣言の期間中に発令された勅令を、閣議決定で撤回したことが問題視されている。一旦は経済・社会活動の再開計画に関する議論が優先されるとみられるが、年後半にかけて解散総選挙の実施を予想する声もある。
- MYRは、軟調な推移を予想する。足許の感染拡大と、国会は再開されたものの依然として政治不安への懸念は大きく、1年ぶりの安値水準を推移している。7~9月期においてもこれら2つのリスク要素が大きな相場要因と考えられる。堅調な原油価格が数少ない買い要素であるが上値は重いだろう。

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: 感染拡大と原油価格高騰が PHP を圧迫

マーケット・エコノミスト

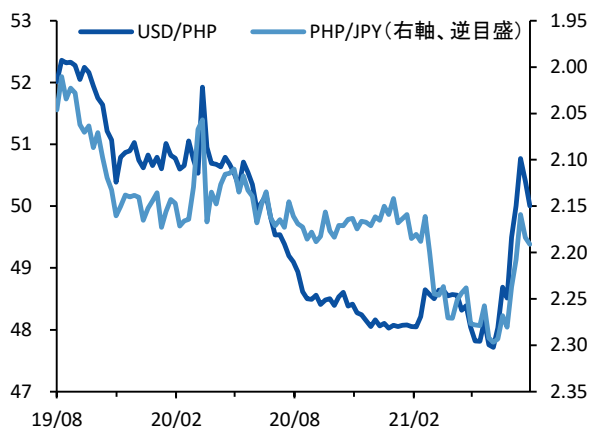
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のPHPは前月に続き年初来安値を更新する展開。月初、49.10台で取引を開始。上旬はフィリピン経済の先行き不安のほか、原油先物価格が上昇する動きにPHPは軟調な推移となった。中旬には、国内の感染状況の悪化や米6月CPIの結果を受けたドル高の影響もあり下げ幅を拡大した。月後半には、昨年6月以来となる、50.00を下抜けて、一時月安値の50.40台まで下落した。その後も、新規感染者数の高止まりと活動制限措置の厳格化が嫌気され、上値は重く、50台前半での取引が継続した。
- 国内ではデルタ株の拡大によって感染者数の高止まりが続く。政府は首都圏を中心として外出・移動制限措置を敷いたほか、近隣国からの入国を停止させたが成果を上げるには至っていない。一連の活動制限措置により、経済減速懸念は増しており、大手格付機関では成長見通しの下方修正や格下げが施された。政府は21年の成長率を+6.0~+7.0%に設定しているが、この水準を下回る見込みが強まっている。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金の5月実績は、前年比+13.1%と、4月の伸びを更に上回り、4年6月ぶりの高水準を記録した。1~5月のまでの累計送金額は、前年比+6.3%の122.8億ドルを記録している。国、地域別では、米国からの送金が全体の40.1%を占めている。米国では内需の回復に伴う労働力不足によって賃金が段階的に上昇しており、今後米国からの資金流入割合が増加する可能性も考えられる。
- ドゥテルテ大統領は26日、施政方針演説を実施した。コロナ禍で経済活動が停滞している状況下、税制改革や財政出動などの実績を訴えた。そのほか、すべての国と協力し効果的な連携を模索していくと各国との等距離外交を主張するなど、領土問題で緊張が高まっていた中国に対する融和的な発言が目立った。内需の停滞が長期化する中、中国向けの輸出が景気の底上げに寄与しているほか、新型コロナウイルスワクチンの多くを中国から調達しており、中国依存から脱却できない現状を映し出す内容となった。
- PHPは軟調な推移を予想する。引き続き足許の感染拡大とワクチン接種進捗の状況が大きな相場要因となる。原油価格の更なる上昇や内需の回復に伴って輸入の回復が進む中で、経常収支に悪化の兆候が見られることにも注意が必要となる。景気の先行き不透明感が大きく、7~9月期はPHP安がメインシナリオとなる。

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

シンガポール: 中国規制強化は SGD 相場に伝播も

アジア・オセアニア資金部

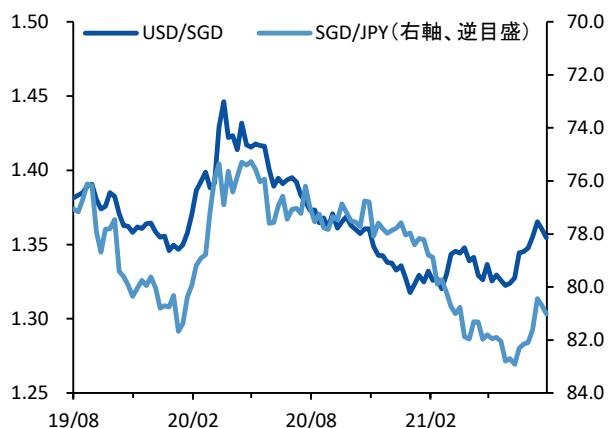
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- ・ 厳格な中国の金融規制強化が、金融市場の混乱となって飛び火する可能性がある。一連の規制強化は中国やアジア新興市場への資本流入機会の減少、ひいては資本流出を招くことが想定される。やがてアジアの新興為替市場に悪影響が伝播し、SGD 安として現れることは避けられない。
- ・ 本欄では SGD が第3四半期に下がると予想しており、この予想は概ね7月中の相場動向と整合的であった。広い範囲でドル高が優勢となって、6月下旬以降、SGD についても1.36前後の水準へと1%以上値を下げた。SGD 安の予想は正しかったものの、このところ高まってきた複数のリスクの絡み合いを足場として働く下方圧力の強さを我々は過小評価していた可能性がある。
- ・ 冒頭に述べた、「チャイナリスク」への警戒と予想以上に拡大しているデルタ株の感染と重なり、経済の回復はますます遅れることとなりそうだ。米国では8月のジャクソンホール会合と9月FOMCがテーパリングの方向性を指し示す重要な会合である。そこに至るまでにテーパリング開始の機運が高まる場合、アジア新興国通貨はさらに売りが進む可能性がある。
- ・ こうした状況下、今後3~4か月間は SGD の下降リスクが増すと考える。こうした理由から、短期 SGD 予想を下方修正し、概ね1.35~1.39で固まると見ている。ただし、最悪のシナリオでは1.40~1.42に届く可能性もある。
- ・ 一方、USD 需要を和らげる要素も存在することから、SGD は対ドルで下落一辺倒と決めてかかるべきではない。具体的には、ユーロ圏も経済回復が進んでおり、ECBにおいても資産購入規模の見直しの議論が加速していくことでUSDの強さを抑える一時的要因になるかもしれない。また、ASEAN 地域においてもワクチン接種の遅れを取り戻しつつあるとの報道がある。S\$NEER(名目実効為替レート)バスケットで大きな重み付けをもつ ASEAN 通貨の回復を通じて SGD を押し上げるのではなかろうか。
- ・ 短期的に SGD のダウンサイドリスクと下方圧力が強まると見られるが、チャイナリスクとテーパリングの脅威と重なる中で、SGD の見通しは立ちづらい状況である。規制強化を通じ中国の海外資本調達力が落ちた場合、さらに永続的な落込みが続くという「テール・リスク」に注意しなければならない。しかし、現在のところ、規制強化に伴う痛みを調整することで、CNY の牽引力復活にある程度の可能性が開けると推測する。その結果、年末までに USD/SGD は1.32~1.33の水準に押し戻されるだろう。

図表 13: シンガポールドル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: シンガポール ST 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

タイ: THB は昨年 3 月以来の安値水準へ

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7 月は THB 安が進む展開となった。月初 32.00 付近で取引を開始。上旬は米 6 月雇用統計の結果が冴えなかったものの、景気回復が更に遅れる懸念が増して軟調地合いとなった。中旬に入ると国内の感染拡大が加速し、ロックダウンが再開されたことが嫌気され、THB は売られた。月後半以降もじり安の状況は続いた。月末、FOMC にて引き続きハト派姿勢が示されると THB の下落は一服したが、その間 33.00 に接近し、THB は前月に続き年初来安値を更新した。
- 7 月中旬以降、国内でのデルタ株の拡大が急速に進んだ。1 日当たりの感染者数は最大で 15000 人以上を記録し、前月末まで 25 万人ほどであった累計感染者は 50 万人を突破した。これを受けて、政府は国民の健康の保障、および国の医療体制の維持、疾病管理などにおいて集中的な対策を維持する必要があるとの判断から非常事態令に基づく措置の適用を 8 月 1 日から 2 か月延長することを承認した。
- タイ国政府観光庁は、21 年にタイを訪れる外国人旅行者と国内旅行者がともに過去最低になるとの見通しを示した。外国人旅行者については、当初 300 万人の目標に対し、100 万人程度に留まる状況となっている。21 年の観光収入は前年比 ▲23% 減と見込まれている。デルタ株の拡大に伴う観光業の停滞と内需の減速を受けて、IMF は世界経済見通しにて、タイの 21 年の経済見通しを ▲1.2% ポイント引き下げて前年比 +2.2% に下方修正した。同見通しによれば、集団免疫の獲得は 21 年末となり、経済活動の本格化は 22 年以降となるとの見方を示している。
- 6 月の貿易統計(通関ベース)は輸出が前年比 +43.8% 上昇し、前年比では 11 年ぶりの伸びをみせた。昨年は世界的な感染拡大の影響で大きく実績が落ちたもののその後は堅調な回復が続く。自動車・部品やコンピューター・部品の需要の伸びがタイの輸出をけん引しており、米国や中国向けの輸出も堅調に推移した。輸入は同 +14.1% と前月に続いて強い伸びを記録した。この結果、貿易黒字は 9.5 億ドルとなった。
- THB は軟調な推移を予想する。THB は国内の感染拡大が過去最悪の状況となっていることが嫌気され、昨年 3 月以来の安値を推移している。国内の感染動向に改善の動きが出てくるまでは上値の重い展開となりそうだ。足許の THB 安によって輸出面の恩恵を得ることは想定されるが、景気回復の遅れは顕著であり、ファンダメンタルズの改善を伴う THB 高は起きにくいと考えたい。

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



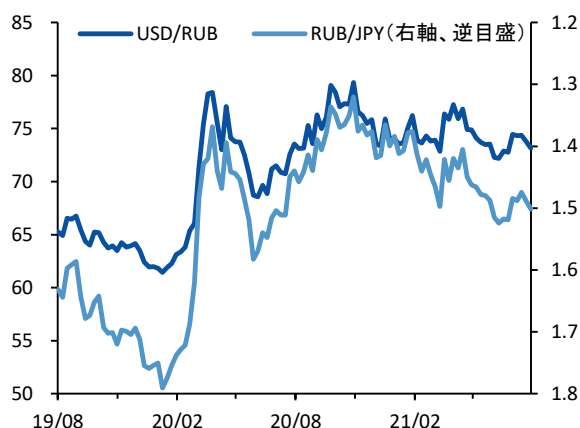
出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア：注目要因は山積だが、いずれも注目を欠く

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

- 7月のRUBは下落先行から、反発。月を振り返って、対USD、対EURでは概ね横ばいに終わったが、対円では明確に水準を切り下げた。
- 並行して、原油価格も、下落から反発と推移したが、RUBの値動きとは明らかにタイミングがずれていた。月初の原油価格続騰はRUB下落と並行したし、OPEC+が減産縮小に合意した18日以降の原油急落、急反発はRUBの値動きに限られた影響しか与えなかったように見えた。
- 6月28日、ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁が「(7月の金融政策委員会で)+25~100b.p.の追加利上げを検討する」と予告したことで、市場の関心は、利上げの有無よりも、利上げ幅に集まっていたが、23日、同委員会は+100b.p.の利上げを決定(利上げ後6.50%)した。
- 予想の上限と言えた大幅利上げが、前後のRUB上昇を促した可能性は十分考えられた。ただし、より興味深かったのは、この利上げ決定に前後して、特に21日以降、RUB建ロシア国債(OFZ)が明確に水準を切り上げたこと。「夏枯れ」と言われる相場の膠着が見込まれる中、OFZの高利回りが好感され、外国人投資家のOFZ買い/RUBを押し上げた可能性が考えられた。また、大幅利上げの織り込みが進むのと並行して、市場で「利上げ打ち止めが近い」との思惑も広がったこともOFZ、RUBの押し上げ要因になったのではないかと。
- 21日、ノルドストリーム2の完工、運営方針などについて米独が合意に至ったことも、商業的な意味合いだけでなく、米による対ロシア経済制裁懸念の後退という意味でも、RUB反発を後押ししたものと考えられた。
- OPEC+の減産縮小合意後乱高下した原油が現在まで続伸しているのは、UAEの主張したベースライン(減産の計算基準)引き上げでサウジアラビアが妥協したことを、「OPEC+の枠組みが維持される」と前向きに評価したということであろう。原油とRUBの連動は、この間必ずしも密とは言えなかったものの、原油堅調がロシア経済成長、ひいてはRUB安定の要である点に変わりはない。
- CBRは少なくとももう25b.p.の利上げを実施するものと見込まれているし、9月にはロシア下院選もある。EUに対するガス供給を巡っても、目先、ウクライナとの長期ガス経路契約更新、独総選挙などは不透明要因と言える。国内要因でも、コロナ禍再燃懸念、コロナワクチン接種忌諱などが問題として浮上しかねない。米制裁懸念も払拭されたとは言えないが、どうやらいずれの要因も、当面のRUBの安定を損なう程の注目は集めていないように思われる。

図表 17: ロシアルール相場(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: 払った代償より得られた安定が大きい

シニア為替ストラテジスト

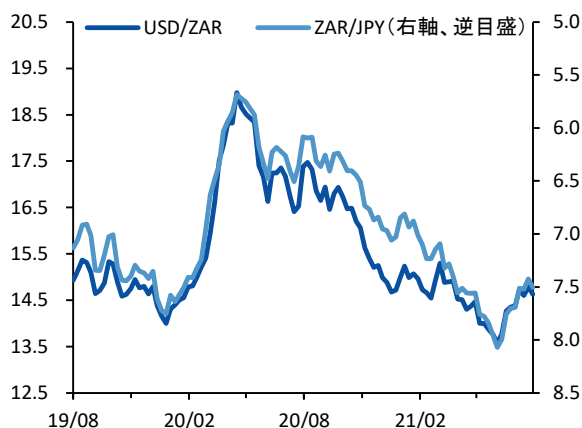
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 7月のZARは、対USD、対円共に続落。
- ZAR安の主因は、13日に前後して被害を広げた暴動だった。暴動は、6月末(29日)に南ア憲法裁判所の下したズマ前大統領の有罪判決(懲役15か月の実刑判決)、7日の同前大統領収監などに対する抗議運動として、同前大統領の支持基盤であるクワズール・ナタール州で始まり、その後、民族間の武力抗争や商店の略奪などに飛び火、300人を越える死者を出した。
- 一連の混乱は、格差拡大やコロナ禍に対する社会不安も顕在化させた上、GDP比0.3%(150億ランド)~1%に及ぶ経済的被害ももたらしたと見られた。
- ただし、暴動はクワズール・ナタール州の他、(ヨハネスブルクのある)ハウテン州など一部地域に限定され、合計5万人の治安部隊を投入したラマポーザ大統領は、16日までに、「反乱の試みは失敗した」と事態の収拾を宣言した。
- また、9日には、ハウテン州高等裁判所が、与党アフリカ民族会議(ANC)による停職処分を不服としたマガシューレ幹事長の訴えを棄却。ズマ前大統領収監と合わせて、反ラマポーザ大統領派(反改革派)勢力は壊滅状態となった。
- また、この混乱を契機に、ラマポーザ大統領は治安関連閣僚交代などの内閣改造に踏み切り、その政治的基盤をより強固なものにすると見込まれている。
- 今般の混乱を経て、特にクワズール・ナタール州やハウテン州におけるANCの支持率低下は避けられないと見られている。しかし、10月に予定された南ア地方選が来年2月に延期されたことは、ANCにとって有利な「時間稼ぎ」として働くと思われる一方、来年末までに予定されるANC党首選におけるラマポーザ大統領再選の確率は、逆に高まったとの受け止め方が一般的のようだ。
- ラマポーザ政権にとっては、暴動という形で払った代償との比較で、改革阻害勢力の抑制、政権基盤の安定など、得られたものの方が大きかったと受け止めることもできただろう。中期的には、財政健全化、南ア電力公社(Eskom)分社化、周波数帯入札などの懸案が着実な進捗を見せる可能性が期待される。
- 南ア政治情勢が大きく展開するのと並行して、この間、南ア準備銀(SARB)の金融政策に対する市場の関心は必ずしも高くはなかった。22日、SARB金融政策委員会は、全会一致で政策金利を3.50%に据え置いたが、予想通りの決定に金融市場はほとんど反応を見せなかった。
- 財政健全化の落とし穴として、ラマポーザ大統領が18日に言及した最低所得保障制度(恒久的歳出拡大項目)の成否には一定の注意を払っておきたい。

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:まずは8月利下げ見送りが最優先

シニア為替ストラテジスト

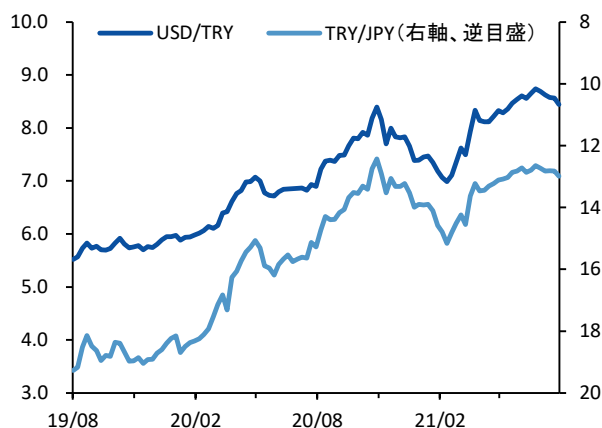
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 7月のTRYは、対USD、対円共、ほぼ一貫したじり高推移に終始した。
- TRY 堅調の要因を取って探すなら、トルコ中銀(CBRT)早期利下げ観測の後退を挙げることはできたかもしれない。6日発表されたトルコ6月CPIは前年比+17.47%と市場予想を明確に上振れた。直後TRYは軟調に振れたものの、その後堅調に転じたのは、市場が、「物価動向がこの状態ではさすがに利下げに踏み切ることにはできない」との思惑を共有した結果だったのかもしれない。
- また、CBRTが29日に発表した物価見通しは、今年末のCPI予想を、従来の+12.2%から+14.1%に引き上げており、こちらは利下げ見送り観測の根拠として、はっきりと月末にかけてのTRY 続騰を誘う要因となった。
- ただし、早期利下げ観測の背景には、6月1日のエルドアン大統領の利下げ予告(「7月か8月には利下げを開始するだろう」)があった。大統領の意向を黙殺したカプジュオール総裁が、直近3代のCBRT総裁のように突然解任される可能性を100%払拭できない点は、頭の片隅に入れておきたい。
- また、7日、CBRTが「6月に国営石油ガス会社(BOTAS)に対するUSDを再開した」と発表したことも、その後のTRY堅調を助ける要因になったものと考えられた。物価抑制を眼目とした燃料会社への外貨売却は、昨年12月を最後に途切れていたが、今般、保有金準備や金建債券の売却を財源に再開された。
- 目先最大の注目は、8月12日のCBRT金融政策委員会となろう。8月3日にはトルコ7月CPIの発表が控えるが、前年比の数字が6月から減速するには、前月比の数字が(昨年同月の)+0.58%を下回る必要がある。年初来の物価動向に鑑みるに考え難いことだが、トルコ政府は、例年7月に自動的に引き上げられる酒税、煙草税の引き上げを、今般見送っている。万が一にも7月CPIが前年比で6月から減速すれば、「物価が天井を打った」ことを理由に、利下げを強行する可能性も、100%除外することはできないように思われる。
- TRYの値動きが鈍かった理由のひとつに、7月中旬にトルコ市場の休日が5日(15日、20~23日)もあった事実(土日を除く)を挙げることもできただろう。現地金融市場(為替、国債など)からは、動意の欠如、取引量の低迷が連日のように聞こえてきたが、夏場を迎えて取引が活況になるような展開は考え難い。
- 商い閑散は、当局による規制などを嫌った構造的なものである可能性も考えられる。その場合、中期的には、経常収支動向が為替に決定的な影響を及ぼすはずで、いずれTRYは軟調基調に復帰する可能性が高いものと見込む。

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:再び政治に翻弄される BRL

マーケット・エコノミスト

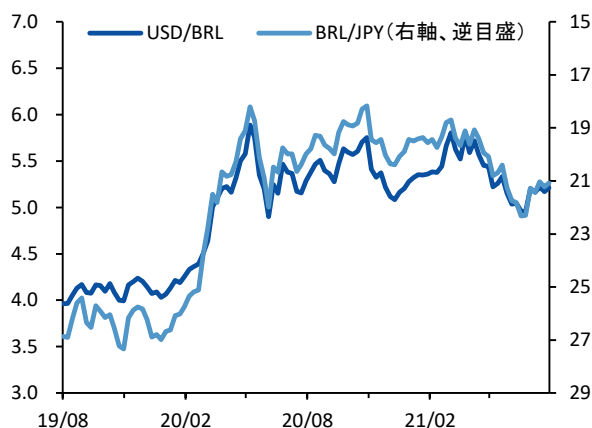
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月、BRLは前月比で反落。4.96 台で取引を開始するも、上旬には 5.31 台まで BRL 安が進んだ。COVID-19 のワクチン調達を巡る政権内のスキャンダルや、世界的な変異株による感染拡大懸念も重なった。中旬にかけては、利上げペース加速の観測や FRB のハト派姿勢を手掛かりに、5.05 台まで戻すも長続きせず、下旬は 5.15~5.30 のレンジ推移に移行。5.21 台で月末を迎えた。
- 5月の経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比▲0.43%と2か月ぶりのマイナスとなった。もっとも先行きの目安となる PMI は製造業で改善が続くほか、サービス業も6月に50台を回復。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(7月23日集計時点)でも、2021年の成長率見通しは前年比+5.29%と、前回6月会合時点の同+4.76%から上方修正されており、腰折れ感は見られない。
- インフレ率(IPCA)は6月に同+8.35%まで上昇。4か月連続でBCBの目標レンジ(2021年は3.75%を中心に±1.5%pt)の上限を超えた。水力発電への依存度が高い同国で大干ばつが発生した結果、エネルギー価格の上昇が長期化するとの指摘もある。上述の市場サーベイでも、2021年のインフレ率見通しが前年比+6.56%と、前回会合時点(同+5.85%)から上方修正されている。
- こうした状況下、BCBは次回会合(8月4日)で、政策金利(翌日物金利)を従来の4.25%から5.00%もしくはそれ以上に引き上げるとみられる。市場が先々の利上げを織り込み対米金利差が拡大すれば、BRL高に寄与しよう。
- BRLの実需面では、6月に過去最高水準となった貿易黒字の行方も注目される。主要輸出品目である鉄鉱石や大豆の価格は高値圏で横ばいとなっているが、海外景気の回復が数量面で追い風となろう。他方、ブラジル景気の回復(≒輸入増)は、今後の貿易黒字縮小要因となりうる点に注意したい。
- BRL安要因として警戒されるのが、足許で高まる政治混乱だ。COVID-19のワクチン調達を巡る不正疑惑はいまやボウソナロ大統領にも飛び火した。連邦検察庁の捜査許可申請を連邦最高裁は許可した。政府の対応について調査する上院調査委員会(CPI)も追及の手を緩めていない。現状、6月末に野党が提出した罷免請求を下院議長は黙殺しており、刑事告訴に必要な下院の支持(3分の2以上)の可能性は低いという。しかし、各種世論調査で大統領の不支持が過半となる中、来年の大統領選を見据えた動きも出てこよう。政権が議会内での支持を失えば、市場が期待してきた構造改革の行方も怪しくなる。
- 今後3か月のBRLの想定レンジは4.60~5.40とみておきたい。

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: 追加利上げ自体は時間の問題

マーケット・エコノミスト

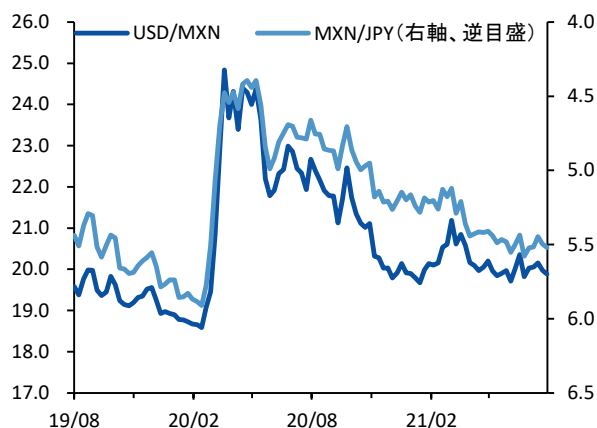
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7月のMXNは前月比でほぼ横ばい。MXNは19.9台で取引を開始し、米雇用統計が好感された場面では19.7台を試す動きをみせた。ただ、その後は世界的なCOVID-19変異種による感染拡大が重しとなり、中旬にかけては19.8～20.2のレンジ相場に移行。下旬には20.2台半ばを一時試すも、市場のリスク志向が戻るにつれ月初来の下落幅を縮小し、19.8台で月末を迎えた。
- 4～6月期実質GDP(速報)は前期比+1.8%と4四半期連続のプラス成長となり、1～3月期(同+0.8%)からも加速した。米国向け輸出の伸びや個人消費の持ち直しが寄与したようだ。先行き見通しも改善が続く。6月下旬に実施されたメキシコ中央銀行(Banxico)のサーベイによれば、2021年の成長率は前年比+5.80%が予想されている。前回は同+5.16%が予想されていた。
- 同サーベイで上方修正が続いているのはインフレ率見通しも同じである。足許では前年比+5.58%が予想されており、前回は同+5.02%であった。6月の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.88%と5月(同+5.89%)からほぼ横ばいも、4か月連続で同行の目標レンジ(前年比+2%～+4%)を上回った。
- こうした中、Banxicoが次回会合(8月12日開催)で追加利上げに踏み切るのが注目される。足許のインフレ動向や、前回会合での利上げ判断が多数決であったことを考慮すると、据え置きとなる可能性が高そうだ。ただ、Banxicoは前回会合で、高水準のインフレ率が続けば価格形成プロセスへのリスクを伴いうる点にも警戒感をみせた。上述のサーベイにもあるように市場のインフレ率見通しは上方修正が続いている。追加利上げ自体は時間の問題だろう。
- 市場の利上げ観測が高まれば、国債利回りへの上昇と対米金利差の拡大を通じて、対内証券投資を促そう。国内景気持ち直し(輸入増)に伴い、一時的に拡大した貿易黒字はほぼ消失。旺盛な海外送金を支えてきた米国の失業給付追加措置も9月には終了する。通常の経常赤字状態へと戻りつつある中で、対内証券投資の増加でどれだけMXNの実需が支えられるか注目したい。
- また、現政権下ではエネルギー分野を中心に国有企業優遇政策が進む。対米輸出の主力である自動車産業では投資が再開されつつあるが、メキシコ国税庁では海外自動車メーカー向けの各種インセンティブ撤廃が検討されている。中長期的には対内直接投資の影響には注意が必要だろう。
- 利上げが短期的にMXNの支えとなろうが、国内の政治・経済運営の不透明感は根強い。今後3か月のMXNの想定レンジは19.3～20.5とする。

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

		2021年 1～7月(実績)	SPOT	2021年 9月	12月	2022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)	6.3570 ~ 6.5793	6.4614	6.55	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.7864	7.7718	7.77	7.78	7.79	7.80	7.80
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.651	74.415	75.4	74.4	75.2	77.3	75.6
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14463	14650	14380	14850	15100	14680
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1157.40	1150.09	1160	1160	1170	1180	1190
マレーシアリング	(MYR)	3.9957 ~ 4.2440	4.2205	4.32	4.18	4.22	4.38	4.22
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ~ 50.920	50.006	51.6	50.4	50.5	52.4	50.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3693	1.3546	1.37	1.34	1.36	1.37	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ~ 28.663	27.959	27.8	27.8	28.0	28.3	28.5
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 32.99	32.91	33.6	32.8	33.2	33.4	32.5
ベトナムドン	(VND)	22944 ~ 23164	22947	23090	22930	23060	23250	23080
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	71.5530 ~ 78.0400	73.1413	75.00	76.00	76.00	78.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ~ 15.6625	14.6222	15.00	15.50	16.00	16.30	16.50
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 8.8008	8.4429	8.80	9.00	9.20	9.70	10.20
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.2115	5.00	4.85	4.85	5.00	5.30
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 21.6357	19.8843	19.80	19.30	19.30	19.40	19.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 17.286	16.987	16.95	17.38	17.67	17.97	18.13
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.380	14.116	14.29	14.52	14.63	14.74	14.87
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.521	1.474	1.47	1.52	1.52	1.49	1.53
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.778	0.759	0.758	0.786	0.768	0.762	0.790
韓国ウォン	(100KRW)	9.308 ~ 9.910	9.539	9.57	9.74	9.74	9.75	9.75
マレーシアリング	(MYR)	25.548 ~ 26.906	25.933	25.69	27.03	27.01	26.26	27.49
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.310	2.191	2.15	2.24	2.26	2.19	2.28
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 83.15	80.99	81.02	84.33	83.82	83.94	87.22
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 4.002	3.921	3.99	4.06	4.07	4.06	4.07
タイバーツ	(THB)	3.321 ~ 3.561	3.334	3.30	3.45	3.43	3.44	3.57
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.4854	0.4781	0.48	0.49	0.49	0.49	0.50
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.538	1.500	1.48	1.49	1.50	1.47	1.45
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.511	7.40	7.29	7.13	7.06	7.03
トルコリラ	(TRY)	12.436 ~ 15.265	12.982	12.61	12.56	12.39	11.86	11.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 22.632	21.050	22.20	23.30	23.51	23.00	21.89
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.624	5.518	5.61	5.85	5.91	5.93	5.95

注: 1.実績の欄は 2021 年 7 月 31 日まで。SPOT は 8 月 2 日の 7 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(7 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。