

2021年9月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:注目しておきたい3つの動向.....	2
中国:年後半の成長減速懸念が燃る.....	3
インド:景気回復ペースは依然軟調.....	4
インドネシア:デルタ株拡大にピークアウトの兆候.....	5
韓国:早くも利上げに踏み切った BOK.....	6
マレーシア:ムヒディン首相が辞任を表明.....	7
フィリピン:感染拡大により成長率は下方修正.....	8
シンガポール:BOKの利上げから生じる誤解とは.....	9
タイ:デルタ株の感染状況に揺さぶられる THB.....	10
ロシア:固有の要因に対する関心は低い.....	11
南アフリカ:ランド反発には改革の成果確認が必要.....	12
トルコ:引き続き不安要素は山積.....	13
ブラジル:BCBは利上げペースを加速.....	14
メキシコ:Banxicoが追加利上げに動く.....	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

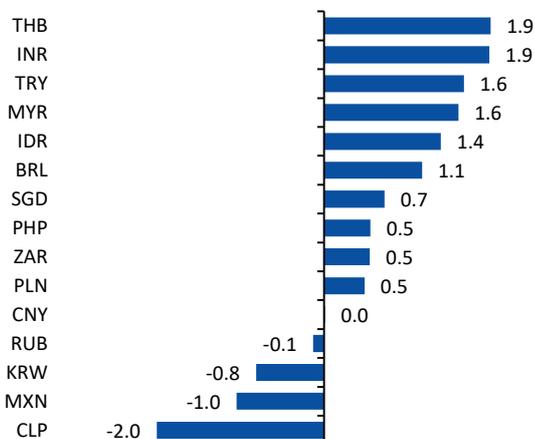
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国:注目しておきたい3つの動向

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

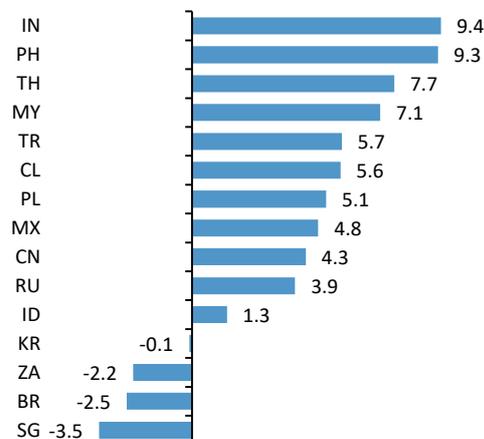
- 8月のMSCI新興国通貨指数は前月比で小幅反発となった。同指数は1728台で取引を開始すると、米金利低下・株高を支えに1736台を一時試した。ただ、市場予想を上回る米雇用統計に米金利が反発、ドル高が進展。COVID-19の感染再拡大も嫌気され徐々に値を崩す展開となった。アフガニスタン情勢の混乱もありリスクオフムードが高まった中旬には、同指数は1708台まで下落した。下旬に入ると、悪材料の出尽くし感から同指数も下落幅を縮小。米ジャクソンホール経済シンポジウムで利上げに対するFRBの慎重姿勢が確認されると、同指数は急上昇。一時1740を試した後、1738台で取引を終えた。月末にかけては、感染再拡大で低迷していたアジア通貨の反発が目立った。
- 今後は、①米国の金融政策正常化、②COVID-19の感染再拡大、③中国における経済・社会の統制強化、の3点の行方に引き続き注目していきたい。
- まず、①について、公表された7月FOMC議事要旨やジャクソンホール経済シンポジウムを経て、月次の資産購入額の縮小の年内着手は市場も織り込み済みだろう。問題は利上げ着手がいつになりそうなのかだ。この点、資産購入額の縮小はいつ始めるかよりもいつ終わるのかが重要といえる。その決定に際しては、FOMCメンバーの考える利上げ時期も影響を与えるはずであり、9月FOMCで公表されるドットチャートの内容は非常に注目される。2022年の利上げ派が増えてくれば、米金利市場も動意付いてくるのではないかと。
- 次に、②については、アジア諸国で感染再拡大の動きがピークアウトしてきた点は好材料だ。各国で実施されてきた行動規制には段階的な解除の動きがみられる。今後は、アジアを中心とするサプライチェーン問題にも改善が期待できる。一方で、アジアのみならず新興国のワクチンへのアクセスを巡る問題は根強い。先進国ではブースター接種の動きもあり、ワクチンの需給緩和には依然時間がかかりそうだ。新興国が感染再拡大に脆弱な状況は残る。
- 最後に③であるが、統制強化は中国共産党が目指す国造りのために必要との判断の下で行われており、今後も続く。その上で、主に2点に注目したい。ひとつは、当局がどの程度の経済成長ペース抑制を容認するのか。これは資源国をはじめ中国経済への依存度が大きい新興国にとって大きな問題となりうる。もうひとつは、市場の懸念にどのように対応していくのか。特に株式市場では「次はどこか」やイノベーション停滞への疑念が依然渦巻いている。中国株の下落が広範なリスク資産の価格調整のきっかけにならないか注意したい。

図表 1:新興国通貨騰落率(2021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(2021年8月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 年後半の成長減速懸念が煽る

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

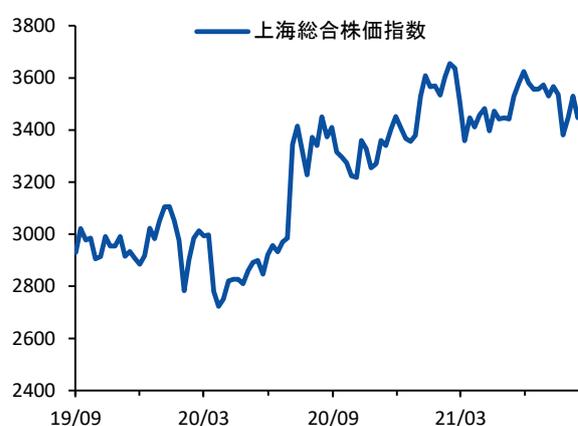
- 8月、CNYは往って来いで前月比でほぼ変わらずとなった。CNYは6.46台で取引を開始。上旬は小幅もみ合いの後、米金利上昇や国内でのCOVID-19感染再拡大に6.48台までCNY安が進んだ。中旬は6.47~6.49に居所を変え、市場予想を下回る主要経済指標の結果や株安には6.51までCNYが一段安。CNY安要因が和らいだ下旬は持ち直し、6.46台で取引を終えた。
- 市場予想を下回る経済指標の発表が続いている。主要経済指標(1~7月累計値)についてコロナ禍前の2019年と比較してみると、輸出が同期比+29.2%、鉱工業生産は同+13.9%、固定資産投資は同+8.5%、小売売上高は同+8.1%と、揃って1~6月期(それぞれ同+29.6%、同+14.4%、同+9.1%、同+8.6%)から減速した。また、8月非製造業PMIが市場予想以上に悪化し、47.5と中立水準である50を18か月ぶりに下回った。8月製造業PMIはかろうじて50を上回るも、うち新規受注が49.6と18か月ぶりに50を下回った。
- 成長減速懸念が市場を中心に意識されつつある中、7月の預金準備率引き下げに続く追加緩和観測が高まりつつある。8月も最優遇貸出金利(LPR)は据え置かれたものの、利下げ観測も煽っており、金利には下押し圧力となっている。
- 経済・社会活動の統制強化の動きも続いている。国務院は11日、今後5年間、国を統治する上で極めて必要となる法的枠組みの改善を目的に、国家安全保障や技術革新、独占禁止等の分野での法整備に積極的に取り組むとの声明を発表した。また、8月には決済サービス企業への規制強化や、未成年者によるネットゲーム利用を制限する方針も打ち出された。
- さらに、習国家主席は17日、中央財政委員会で「共同富裕」を目指す姿勢をあらためて示し、これを体制維持の基盤とすることも示唆した。具体的な課題として、「基本的な公共サービス均等化、養老と医療保険システム、住宅供給と保障システム整備、高収入に対する規範と調節強化、合理的な高収入の調節、高収入の人と企業がより多く社会に報いることの奨励」等を挙げた。
- こうした動きは、従来CNY高を支えてきた対内証券投資フローには逆風となる。ベース効果の剥落とCOVID-19の感染再拡大に統制強化の動きも重なり、年後半の成長鈍化懸念は根強い。中国で追加緩和観測が煽る中、米国では金融正常化の動きがみられ、対米金利差は縮小しやすい。統制強化への警戒感株市場にも重しとなる。かかる状況下、CNYは依然弱含みややすい局面にあると考える。今後3か月の想定レンジは6.40~6.65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:景気回復ペースは依然軟調

マーケット・エコノミスト

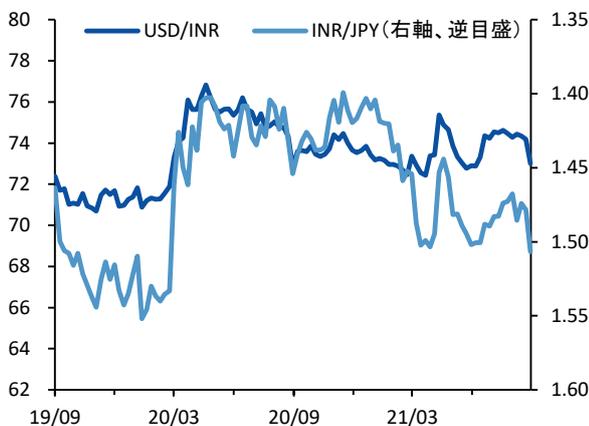
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

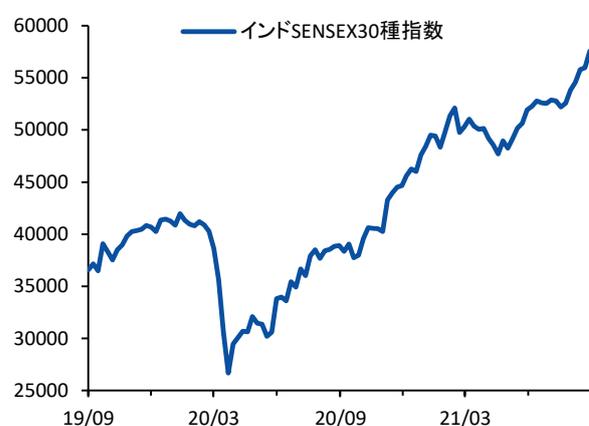
- 8月のINRは月末に上昇する展開となった。月初、74.30台で取引を開始。上旬はアジア地域でのデルタ株拡大や米7月雇用統計の結果を受けて、軟調推移が続いた。中旬には一時月安値の74.50付近まで上昇したが、その後は膠着状態に。下旬以降は、アジア地域でデルタ株の感染縮小の兆候が見えたこと、米ジャクソンホール経済シンポジウムにて早期のテーパリング着手に慎重な姿勢が示されるとINRは上昇に転じ、一時73.00付近まで上昇した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は4~6日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートに6人の委員会メンバーのうち5人の賛成のもとで据え置き、7会合連続で4.00%とすることを決定した。デルタ株による景気減速の影響を抑制し、成長を取り戻し維持するため、緩和的な金融政策を可能な限り維持する指針が示されている。
- ダスRBI総裁は会見で、4月から5月にかけて発生したパンデミックの影響は大きいものの、足許の新規感染者数はピーク時の10分の1程度となっており、活動制限措置の緩和を通じ、景況感は緩やかながら改善に向かっている状況を説明した。こうした状況を踏まえて、21年度の成長率予想は前回合合時と同様、前年比+9.5%に据え置いた。片や、4~6月期GDP成長率は前年同期比+20.1%を記録したが、前年同期の反動で増加した部分が大きく、ロックダウンの影響による経済の停滞感が残る内容となった。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.6%とRBIの目標レンジである+2.0~+6.0%を3か月ぶりに下回る結果となった。食料品価格は安定的に推移すると見込まれる一方、国内外での需要の押し上げと燃料価格の上昇によって輸送コストが高騰することが懸念されている。インフレ懸念が残る中でRBIは、流動性オペレーションの正常化に向けて、8~9月にかけて変動金利リバースレポ入札を実施すると表明した。市場では今回の措置を通じて徐々にコロナ禍における金融市場への流動性の過剰供給が見直されることが予想されている。
- INRに関しては上値の重い推移を予想する。国内の主な相場要因が感染拡大動向、ワクチン接種と経済活動の正常化の進捗状況である点は変わらない。一方、ドル側は、ジャクソンホール経済シンポジウムにてテーパリングの開始時期について具体的な時期の明言はなかったものの、FRBの次の一手は金融政策の正常化への動きとなることが改めて確認できた。この状況の下、今後新興国から米国への資金移動も想定され、ドルが強含む展開を想定する。

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:デルタ株拡大にピークアウトの兆候

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

- 8月のIDRは狭いレンジでの値動きとなった。月初、14400台で取引を開始。上旬は国内のデルタ株の感染拡大にピークアウトの兆候が見られ底堅い推移となった。中旬は4~6月期GDPや金融政策会合が開催されたが為替への影響は限定的であった。下旬は、財政赤字の悪化が嫌気されて弱含んだ局面も見られたが、月末には国内での活動制限措置の緩和や米ジャクソンホール経済シンポジウムの内容が材料視され、月高値圏の14300付近まで上昇した。
- ジョコ大統領は16日、国会で年次教書演説を実施した。新型コロナウイルスの封じ込めや規制緩和などの構造改革を進める考えを示した。また、22年予算案が発表され、医療費を前年より5割増額し歳出の9%超を充てる方針を示した。一方、教育やインフラ関連の支出は前年より削減された。なお、22年の財政赤字が対GDP比▲4.9%に達する見通しを示した。コロナ禍における拡張財政が継続するものの、23年には法律で定める同▲3.0%の水準にまで財政赤字を削減すると述べた。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は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に6回連続で3.50%に据え置いた。ペリーBI総裁の会見では、今後のリスク要因としてデルタ株の感染拡大のほか、米国の量的緩和縮小への動きに警戒感を示した。今後については、今年の中銀の政策は全てが成長促進を目指す内容であることを改めて強調し、低金利と金融市場の流動性を維持する方針を示した。このほか、米国でのテーパリング開始に伴い、新興国資産が売られるリスクを想定しIDRの安定化に向けた取り組みを開始すると述べた。
- 4~6月期GDPは前年比+7.07%となった。内需の回復は依然緩慢であるものの、外需の回復や資源価格の上昇に後押しされる格好となり、プラス幅を伸ばした。前期比では+3.31%となっており、3四半期ぶりにプラスを回復した。しかし、7~9月期に関しては緊急活動制限の影響で、家庭消費が落ち込むと予想される。BIは21年の成長率予想について、前年比+3.5~4.3%としている。
- IDR相場については、軟調推移を予想する。デルタ株拡大による低成長・低インフレが継続する見込みは強く、現状IDR高要因は資源価格上昇やBIによるIDR安けん制など限定的である。首都ジャカルタをはじめ活動制限が緩和されているが、今後も緩和が継続するかはワクチン接種のペースや感染者の水準次第であり、短期的なIDRの買い要素には繋がりにくいと考えられる。

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: 早くも利上げに踏み切った 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

- 8月のKRWは前月比で小幅続落となった。KRWは1151台で取引を開始。月初は米半導体株指数の高値更新を追い風に1142台までKRWはじり高となった。ただ、その後は韓国内でのCOVID-19感染再拡大や半導体業界のピーク説、さらには市場のリスクオフが重なり反落。当局のけん制にもかかわらず1181台までKRW安が進んだ。懸念材料が和らいだ月下旬はKRWもやや持ち直し、韓国銀行(BOK)の利上げを経て、1159台で月末を迎えた。
- BOKは26日、最新の経済見通しを発表した。2021年と2022年の成長率見通しは前年比+4.0%と同+3.0%で、いずれも5月時点の見通しを据え置いた。感染再拡大の動きを考慮すればまずまずの結果か。2021年に関しては、想定以上の回復がみられた上期を上方修正(前年比+3.7%→同+3.9%)、7月以降の行動規制強化の影響が見込まれる下期を下方修正(同+4.2%→同+4.0%)した。BOKは10月以降に感染再拡大の勢いは和らぐとみている。なお、インフレ率見通しについては、2021年を前年比+2.1%とBOKの目標値(同+2.0%)を上回る水準へと見直した。5月時点では同+1.8%を予想していた。
- また、BOKは同日、金融通貨委員会を開催し政策金利(7日物レポ金利)を過去最低水準であった0.50%から0.75%へと25bp引き上げることを選定した。政策金利の見直しは2020年5月以降で10会合ぶり。李総裁の会見によれば、7名の委員のうち1名は据え置きを主張した。事前の市場予想は割れており、このタイミングでの利上げはやや驚きをもって受け止められた。
- 利上げ判断には、上述の景気回復基調やインフレ圧力の強まりもさることながら、金融不均衡への対応がより重視されたと考えたい。李総裁は会見で、今回の利上げは实体经济にネガティブな影響をもたらさないとする一方、積みあがった金融不均衡を和らげる最初の一步になるとの発言をしている。また、借り入れによる資産投資の需要を抑制するとも述べている。現状の金融環境下で形成されたリスク資産価格に脆さを見出し、価格変動に伴うバランスシート調整のリスクを可能な限り抑制しておきたいとの思いがうかがえる。今後の判断材料の一つに主要国の金融政策の行方を追加したのも同じ観点からであろう。
- 足許では、米国の金融政策正常化(ドル高)や世界的な感染再拡大(リスクオフ)、半導体業界のピークアウト説(韓国株離れ)と、KRW相場には逆風が強まりつつある。そうしたなかで、BOKが着手した利上げの動きはKRWを下支える要因となろう。KRWの今後3か月の想定レンジは1150~1210としたい。

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:ムヒディン首相が辞任を表明

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のMYRは後半に値を戻す展開となった。月初4.22台で取引を開始。上旬、再開された国会が短期間で無期限延長となるなど政情不安が嫌気されてMYRは上値の重い推移となった。中旬には21年成長率予想が下方修正されたほか、ムヒディン首相が辞任を表明するなど買い材料に乏しく軟調地合が継続。後半はイスマイルサブリ新首相就任による政情安定化への期待感や米ジャクソンホール経済シンポジウムでの早期のテーパリング開始の観測が後退し、月高値の4.16台まで値を戻す展開となっている。
- 8月もデルタ株の感染拡大ペースは悪化が続いた。下旬には1日当たりの新規感染者数が2万人を超えた。その一方で、ワクチン接種の進捗状況はASEAN域内で比較すると早いペースで進んでおり、1回の接種を完了した割合は50%を超えた。政府は2度目の全成人へ接種完了目標を21年の10~11月に定めており、計画的な進展とワクチンの効果の示現が期待される。
- マレーシア中銀(BNM)は13日、4~6月期GDP成長率が前年同期比+16.1%と発表した。前年の大幅な落ち込みの反動で5四半期ぶりにプラスに転じた。項目別では、電子機器などの需要が加速したことで純輸出が前年比+34.3%を記録したものの、内需の回復ペースはデルタ株の感染拡大によって軟調となっており、前期比では▲2.0%とマイナスに転じた。こうした状況からBNMは21年通年の成長率見通しを前年比+3~4%に下方修正している。
- 15日、ムヒディン首相が自らの率いるマレーシア統一プリブミ党(PPBM)の議員に辞意を伝えたと報じた。辞任の決め手となったのは連立相手の政党(統一マレー国民組織、UMNO)の所属議員による連立政権離脱が相次ぎ、議会の過半数を維持できなくなったこととみられる。21日には、アブドラ国王が下院議員の過半数の信任を得たとしてイスマイルサブリ前副首相を新首相に任命した。イスマイルサブリ氏はUMNO出身で、18年の政権交代でUMNOが下野して以降、頭角を現した。副首相に就任後もコロナ禍における動きが評価され連立政権内での支持を高めていた。とは言え、同氏の支持は辛うじて過半数を満たしている状況となっており、早期の政情安定化が課題となる。
- MYRは、上値の重い推移を予想する。国内の感染拡大と政治不安への懸念は大きく、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。月後半にはやや値を戻す展開となったが、米国雇用統計など、テーパリング開始の判断材料となる経済指標およびFRBの情報発信にも注意を払いたい。

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: 感染拡大により成長率は下方修正

マーケット・エコノミスト

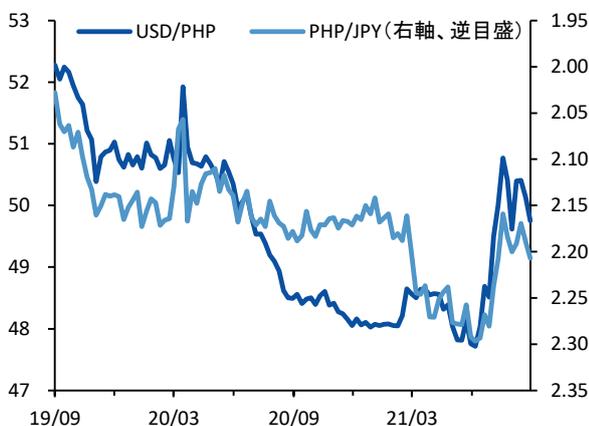
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のPHPは50を中心とした値動きが継続した。月初、49.90台で取引を開始。上旬はASEAN域内でのデルタ株の拡大や原油価格の上昇が嫌気されて上値の重い推移。中旬には、フィリピン中央銀行(BSP)の会合や21年の成長率の下方修正が材料視され、一時年初来安値を更新する50.60台まで下落した。月後半には、OPECプラスでの減産幅縮小合意を受けて徐々に値を戻す展開となり、月末にかけては、米ジャクソンホール経済シンポジウムにて早期のテーパリング着手に慎重な姿勢が示されると一時49.70台まで上昇した。
- 10日、4~6月期のGDP成長率が公表され、前年同期比+11.8%となった。市場予想を上回る結果となったものの、前期比では▲1.3%とマイナスに転じており、デルタ株拡大の影響が垣間見える内容となった。個人消費が回復基調であることなど前向きな内容も見られたが、政府が感染対策を強化している点を踏まえると、回復ペースは依然緩慢となることが予想され、政府は成長率の年間目標を前年比+6.0~+7.0%から、同+4.0~5.0%へ下方修正した。
- BSPは12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通年最低の2.00%に据え置いた。今回の政策決定についてジョグノ BSP総裁は会見で、前回会合に続いて新型コロナウイルスの感染抑止のための隔離措置の再導入が景気の下振れリスクに繋がる点を説明した。景気減速懸念が再燃する中で、BSPは継続的な財政支援とワクチン接種の加速が重要であるとしながらも、BSPは引き続き緩和的な金融政策を維持し、景気の下支えをしていくとの方針を示した。会合前には預金準備率の引き下げといった緩和策の実施が予想されていたが見送られており、今後の景気の動向次第では追加利下げなど更なる金融緩和の可能性を残す内容となった。
- 6月CPIは前年比+4.0%となった。BSPは年間目標を+2.0%~+4.0%としているが、物価の上振れが続く中、21年の予想を同+4.1%へ引き上げた。原油をはじめとする商品価格が引き続き堅調である点に加えて、足許のPHP安が材料視された格好となった。
- PHPは軟調な推移を予想する。PHPは8月にも年初来安値を更新する展開となった。従前より懸念材料であったコロナ禍における景気の減速とASEAN域内でのデルタ株の感染拡大が下落要因となった。また、フィリピンはASEAN域内でのワクチン接種のスピードを比較しても劣後している状況にあり、この点もPHPが買われにくい一因となっている可能性がある。

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: BOK の利上げから生じる誤解とは

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

- 韓国銀行(BOK、中央銀行)は26日の会合で予想外の利上げに踏み切った。堅調な輸出に支えられ、新型コロナウイルスの影響から実にはなやかに回復したことを考えると、シンガポール金融管理局(MAS、中央銀行)も同じく金融政策の引き締めで舵を切る可能性を指摘したくなる。とは言え、BOKの25bps利上げをMASに投影させることは、両国の金融政策の手法と足許のS\$NEER(名目実効為替レート)水準を踏まえると少々考えが飛躍している。
- MASは、政策金利の上下ではなくS\$NEERの政策バンドの傾きや中央値、幅を調整して金融政策を運営している。我々の推定ではS\$NEERは政策バンドの中央値を約100~120bps上回っており、現時点で政策バンドを動かせる余地はきわめて小さい。仮にMASの引き締め政策が実施されたとしても、S\$NEER政策バンドの上限がごく僅かに上がるだけだろう。こうした背景からもBOKに合わせてMASが動く想定することがいさか時期尚早だというだけでなく、SGD上昇の根拠とする推定も全般的な外れである。
- 過去の本欄で記載の通りSGDの変動要因は、ドル側のトレンドと潜在的な中国の規制リスクに概ね支配されることを正しく認識しなければならない。またチャイナショックが起きないという前提の下では、SGDの短期的動向は引き続きUSDのトレンドに引きずられることとなる。近い将来テーパリングの開始が予想される中、具体的な時期に関する議論の進展が見られ続ければ今後数か月はドル高が続くだろう。
- 9月から21年第4四半期初旬にかけてのUSD/SGDは、上昇傾向に傾く可能性がある。概ね1.34~1.38のレンジでの取引を予想する。チャイナリスクが強く意識される場合において1.40を突破する可能性を残すものの、第4四半期から22年第1四半期の初めにかけては、今後アジア新興国でワクチン接種率が高まってデルタ株感染リスクが下がれば、USD/SGDのレンジは1.31~1.36まで値を下げるのが想定される。
- 目下のリスク要因はチャイナリスクの脅威になる。チャイナショックの難しい点は、それがいつになるかが判断しにくいだけでなく、サプライチェーンの機能不全から金融ショックを必然的に伴う規制強化、さらには規制強化が米中関係悪化の火種となるなど雪だるま式に膨れ上がるリスクを持つ。チャイナショックが顕在化した場合にはアジア新興国からの資本逃避リスクをもたらす恐れを生むばかりか、22年の見通し自体を再考する必要が生まれよう。

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:デルタ株の感染状況に揺さぶられる THB

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のTHBは後半に値を戻す展開となった。月初33.00付近で取引を開始。上旬は国内のデルタ株の感染拡大に伴いじり安となって33.50台まで年初来安値を更新。中旬は、21年成長見通しの下方修正やロックダウンの8月末までの延長を受け上値の重い推移が継続した。下旬は国内の感染状況の改善や米ジャクソンホール経済シンポジウムにて早期のテーパリング着手に慎重な姿勢が示されたことが材料視され、THBは月高値の32.30台まで上昇した。
- 国内の新型コロナウイルス累計感染者が100万人を突破した。デルタ株の拡大の影響によって約2か月間で累計感染者は約3倍に膨れ上がった。非常事態令に基づく措置は継続する中、8月下旬には1日の新規感染者数が2万人を下回り、段階的に感染が抑制されていることが報告されている。
- タイ中央銀行(BOT)は4日に金融政策委員会を開催し、政策金利を過去最低水準の0.50%に据え置いた。政策金利は10回連続で現状維持となった。6人の委員のうち2人は0.25%ポイントの利下げに票を投じており、委員会メンバー間で票が割れたのは今年の5月以来となった。今後も企業や家計部門への的を絞った特別融資制度を通じた流動性供給のほか、企業や家計の債務再構築を通じて債務負担を減らすことを目指すとした。感染拡大による打撃が大きい部門には財政政策も含めた対策の必要性が述べられた。
- タイ国家経済社会開発委員会(NESDC)は16日、4~6月のGDP成長率を公表した。結果は前年同期比+7.5%となり、成長率は6四半期ぶりにプラスに転じた。内需も緩やかな回復を見せたものの、物品輸出額が同+30.7%増と大きく拡大した。一方、新型コロナウイルス感染拡大による先行き不安や、高い失業率、家計および企業の脆弱な財政状態など景気の下振れリスクは大きくNESDCは21年GDP成長率見通しについて、5月時の前年比+1.5~+2.5%から+0.7~+1.2%へ下方修正した。BOTも今回の金融政策会合にてほぼ同水準まで成長率予想を下方修正しており、感染が長期化した場合には、成長率の更なる下方修正と前年に続くマイナス成長に陥る可能性にも言及していた。
- THBは軟調な推移を予想する。THBは国内の感染状況が嫌気され、一時約4年ぶりの安値を記録した。月末にかけてやや値を戻したが、この水準が継続するかは今後の感染状況次第とみられる。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、依然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:固有の要因に対する関心は低い

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は下落。ただ、月末にかけて反発し、対EUR、対円などではしり返り返って概ね横ばいで月の取引を終えた。対USDでは、小幅ながら明確に水準を切り下げたが、この値動きはUSD全面高の結果と考えられた。
- 並行して、原油価格、RUB建ロシア国債(OFZ)も軟調推移を支配的としており、RUB軟調が原油安やOFZ安の影響だった可能性も考えられたが、方向感としては一致していても、細かい上下動のいちいちが合致していたわけではなく、原油、OFZとRUBの連動は決して緊密とは思われなかった。
- ロシア要因では、ロシア中銀(CBR)の物価誘導目標引き下げが引き続き話題に上った他、プーチン大統領/メルケル独首相会談(20日)、デュッセルドルフ高等地方裁判所のノルドストリーム2に係る判決(25日)など、興味深い内容のものも散見されたが、やはり、RUBが材料視した様子は読み取れなかった。
- 代わってRUBに最も影響したのは、米金融緩和縮小観測の動静。6日発表された米7月雇用統計上振れ、18日の米連銀7月公開市場委員会議事録、その他同銀理事や地区連銀総裁の発言などは相次いで資産購入規模の早期縮小=テーパリングを示唆し、局地的な米長期金利上昇/USD高を招いたが、結局、市場が丸々1か月近く待ち続けたのは、27日のパウエル議長講演だった。
- 果たして、同議長は、「年内のテーパリング開始は適切になるかもしれない」と述べたものの、テーパリングと利上げとを明確に区別したことが、「利上げはまだまだ先」と受け止められ、USD全面安を招いた。
- 金融市場全般の関心は、引き続き、米連銀金融政策動向に集まっている他、ロシア固有の要因に対する関心より、新型コロナ(デルタ株)と世界景気動向、アフガン情勢と地政学的リスクなど、世界共通の材料に対する関心が高い。以下に挙げるロシア要因を受けてRUBが方向感を見出す可能性は低いだろう。
- ロシア物価は引き続き高水準にとどまり、9月8日のロシア8月CPI、10日のCBR金融政策委員会などには注目したい。CBRは物価誘導目標引き下げの可能性を9月にも検討するとした。来年からいきなり同目標が引き下げられる可能性は低いと見込むが、仮に引き下げられれば金融引き締め加速、長期化を示唆する要因として、OFZやRUBにも少なからぬ影響を及ぼそう。
- 9月19日にはロシア下院選の投票が行われるが、与党統一ロシア(プーチン大統領の政権基盤)の単独過半数獲得、政権維持は確実で、ルーブルをかく乱するような波乱は考え難い。

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



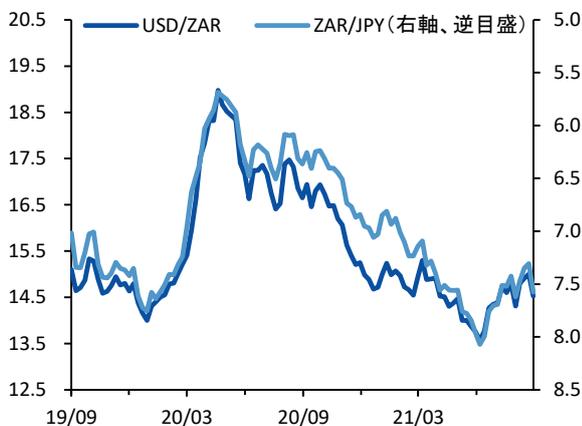
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:ランド反発には改革の成果確認が必要

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、下落。月初、僅かに水準を切り上げたが、その後、月の大半は軟調推移が支配的になった。月末を控え底打ち反発したものの、月を振り返れば明確に水準を切り下げた。
- ①米連銀による金融緩和の早期縮小(=金融引き締め)観測 ②中国政府による規制強化や中国経済指標の低迷 ③アフガン情勢の不透明感などを要因に、8月の通貨市場では、「有事のドル買い」や「リスク回避の円高」が大きな流れを作った。ZAR安はUSD高の裏返しであると同時に、リスク回避の新興市場通過安の一環と位置づけることができただろう。
- 上述、①、②を要因視した世界景気(需要)減速警戒感が、プラチナ、銅などの資源価格下押しを招いたことは、ZARにとっては二重に悪材料になった。
- 月初、堅調な滑り出しを見せたZARが、急反落に転じたのは、5日、内閣改造の一環として、ムボウェニ財務相の辞任が発表されたのがきっかけだった。財政健全化の要として、資本市場の信頼も厚かった同相の辞任は、必然的に、南ア国債、ZARにとって悪材料と受け止められた。
- 南ア電力公社(Eskom)は、南ア最大の火力発電所(Medupi 発電所)がフル稼働を始めたと発表した(2日)ものの、その僅か6日後(8日)に、同発電所4号機が爆発事故を起こし稼働不能になったと発表した。こうした経緯も、或いは、ZARの堅調、軟調に、それぞれ貢献したかもしれない。
- 18日に発表された南ア7月CPIは、前年比+4.6%と南ア準備銀(SARB)誘導目標(+3~6%)の中央値近辺にとどまった。引き続き市場における利上げ観測は根強いものの、7月前半と比較すると大幅に後退しており、この間、SARBの金融政策動向をZARが材料視することはほとんどなかった。
- ムボウェニ財務相は従来から辞任の意向を漏らしており、突然の辞任も全くの想定外ではなかった。後任のゴドングワナ財務相も、ラマポーザ大統領側近の一人であり、与党アフリカ民族会議(ANC)内における経済政策通でもある。方向性として、従来の財政健全化路線が継続されるのは間違いない。
- 7月のズマ前大統領収監、暴動から、今月5日の内閣改造までの流れを経て、ラマポーザ大統領の政権基盤は一段と磐石になったと言える。ただし、現在は既に改革派による政権掌握の成果が待たれる段階に来ており、Eskom 分社化、周波数帯入札、コロナ禍対策などで、具体的な成果が確認されない限り、足下ZAR軟調基調が反転する可能性は低いものと見込む。

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



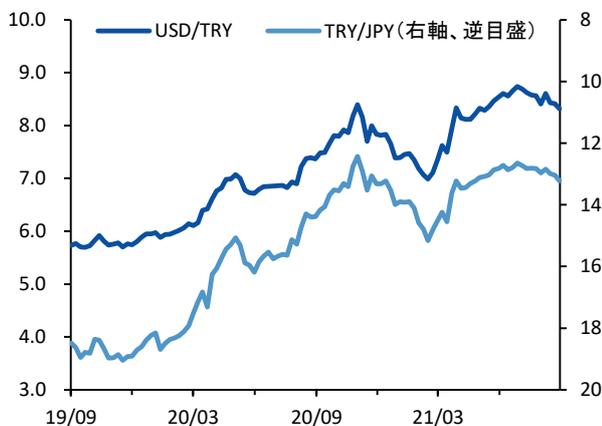
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 引き続き不安要素は山積

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、下押しの先行から、底打ち反発。月央に前後して以降は穏やかな堅調推移を支配的としたが、月末まで、月初(3日)につけた高値(対ドル)の上抜けには至らなかった。
- 3日の高値(対USDで8.2950)は、同日のトルコ7月CPI(6月前年比+17.53%、予想同+18.60%のところ発表は同+18.95%)発表直後につけた。政策金利との差が僅か0.05%にまで縮まる明確な上振れを、市場は「8月利下げの目は費えた」と読んで好感、TRYを買い上げたものと考えられた。
- しかし、程なくTRYは天井を打って反落。この局面のTRY売りの背景には、「そうは言っても、政治的圧力に屈して早期利下げに踏み切る可能性は払拭できない」との不安感(不信感)があったのではないかと。
- 実際、4日には、エルドアン大統領が「物価は金利と共に減速する」との持論を再度繰り返した。12日のCBRT金融政策委員会による政策金利据え置き決定を経て、TRYが上昇に転じた値動きも、市場の一部に、根強い利下げ警戒感が存在していた可能性を裏付けた。
- 並行して金融市場全般の関心は、米連銀による金融緩和縮小(テーパリング)のタイミングに集まっていた。通貨市場全般も、27日の米連銀パウエル議長講演待ちの膠着が支配的だった。トルコのように、独自の要因で通貨が方向感を出すのは稀な値動きと言えただろう。
- もっとも、12日以降、そのトルコ固有の要因も一旦は消化され、18日に前後したTRY軟調は、上述、米連銀早期金融緩和縮小観測に加え、デルタ株蔓延による世界景気減速懸念、アフガン情勢をめぐる不透明感など、市場全般を漫然と覆った不透明感、不安感を嫌ったリスク回避の一環と考えられた。
- トルコの置かれた苦境には、現在まで、大きな改善は見られていない。CBRTによる拙速な利下げに対する懸念は引き続き拭えないし、外貨獲得(経常収支改善)の大きな鍵を握る観光業にも、コロナ禍などの逆風が続く。
- 韓国中銀とのスワップ協定(12日/20億ドル)、IMFによる特別引出権(SRD)貸与(23日/64億ドル)などは、総外貨準備高の増加には貢献するものの、所詮は(実質的な)借入金に過ぎず、純外貨準備高の増減には影響しない。
- 米軍のアフガン撤退に伴う混乱を経て、中東における米の影響力の一段の低下が展望される中、トルコ当局から、ロシア製ミサイル(S-400)の追加購入/配備を仄めかす発言が聞こえてきたことなども、中期的な不安要因と言える。

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



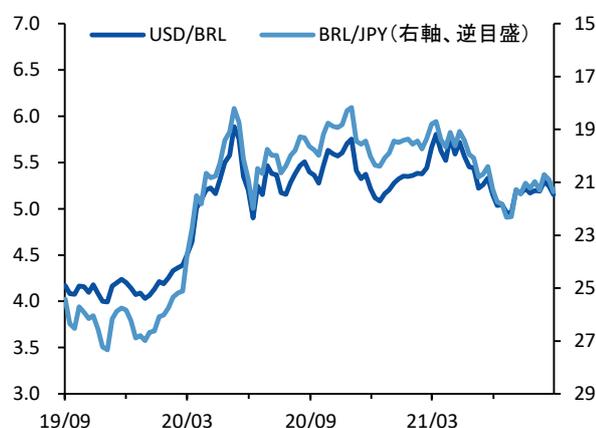
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:BCB は利上げペースを加速

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

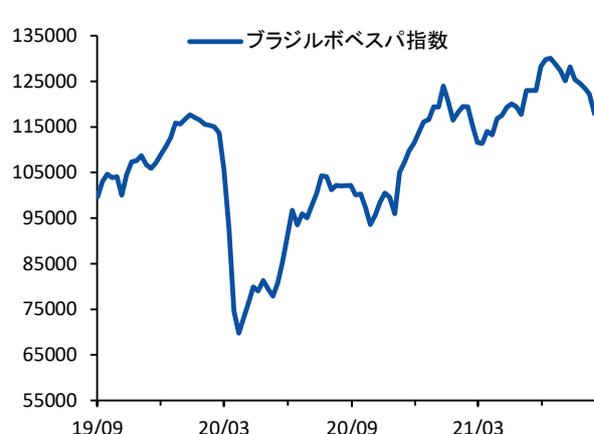
- 8月、BRLは前月比で小幅に反発した。5.18台で取引を開始。初旬は利上げペース加速観測から一時5.11台を試した。ただ、その後は世界的なCOVID-19の感染再拡大や米金利上昇が重しとなり、5.16~5.29のレンジ相場に移行。月後半は、リスクオフの流れに5.47台までBRL安が進むも、鉄鉱石価格の底打ちが支援材料となりBRLも戻し、5.15台で月末を迎えた。
- 6月の経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前月比+1.14%と2か月ぶりのプラス成長となった。4~6月期でも前期比+0.1%とCOVID-19の感染再拡大の逆風を受けながらもプラス成長を維持したもようだ。また、先行きの目安となるPMIは製造業、非製造業ともに7月も改善。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(8月27日集計時点)によれば、2021年の成長率見通しは前年比+5.22%と、BCBの前回6月会合時点の同+4.76%から上方修正されている。
- 他方、インフレ率(IPCA)は7月に同+8.99%まで再加速。5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。上述の市場サーベイでは、市場参加者の2021年のIPCA見通しが前年比+7.27%と、BCBの前回6月会合時点(同+5.82%)から上方修正されている。
- こうした状況下、ブラジル中央銀行(BCB)は4日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の4.25%から5.25%へと100bp引き上げることを全会一致で決定した。利上げ判断は4会合連続。従来の75bpずつの利上げペースから加速し、利上げ幅は計325bpとなった。なお、BCBは次回9月会合においても同程度(100bp)の利上げを見込んでいる。
- BCBは声明文で、インフレについて複合的な悪化要因に言及。製造業のみならずサービス業でインフレ圧力が高まったほか、天候要因により電力価格と食料価格にさらなる上昇圧力が潜在的に高まっている点を指摘した。これらは短期的なインフレ見通しの修正要因になる。また、先々のインフレ見通しを安定させるには、より迅速な政策調整(利上げ)が最も適切とし、中立金利(6.5%程度と想定)を上回る水準まで利上げを行うことが適切との見解を示した。
- 追加利上げが展望される中、ブラジル国債の利回りにも上昇圧力が強まっている。対米金利差の拡大はBRLのサポート要因となろう。一方、世界的な感染再拡大の動きは、ブラジルの主要輸出品目である鉄鉱石の価格下落の遠因にもなっている。国内ではワクチン調達を巡る不正疑惑で政治的な混乱の懸念が残る。今後3か月のBRLの想定レンジは4.80~5.50としておきたい。

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:ブラジルボブスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: Banxico が追加利上げに動く

マーケット・エコノミスト

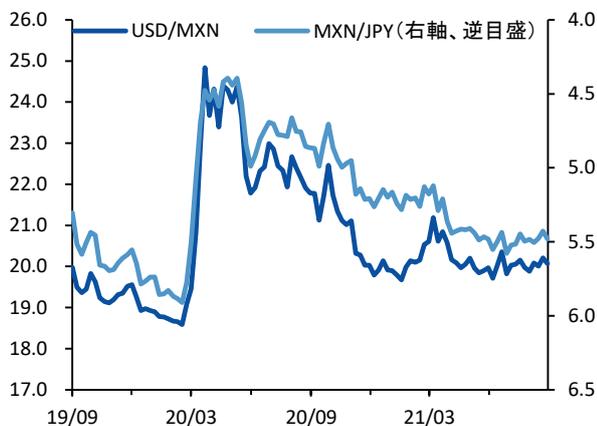
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 8月のMXNは前月比で反落となった。MXNは19.9台で取引を開始。上旬は世界的なCOVID-19感染再拡大や米金利の反発が重しとなり、20.1台まで売られた。中旬には、追加利上げと米金利反落を追い風に一時19.8台までMXN高が進むも、リスクオフの流れに押し戻され、往って来いの展開。下旬は好材料に乏しく20.1~20.5でもみ合った後、20.0台まで戻して月末を迎えた。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は12日、金融政策決定会合を開催し、政策金利(翌日物金利)を25bp引き上げて4.50%とすることを決定した。利上げは6月に続き2会合連続。声明文によれば、前回同様、5名の委員のうち3名が利上げを、2名は据え置きを主張した。インフレ見通しの上振れを回避し、同行の目標値(前年比+3%)に収斂させていくには利上げが必要としている。
- 実際、7月の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.81%と6月(同+5.88%)からやや減速も、5か月連続でBanxicoの目標レンジ(前年比+2%~+4%)を上回った。先々のインフレ見通しも、同行が実施している月次市場サーベイでじりじりと上方修正が続いている。同行は声明文で、インフレ率が目標値に落ち着いてくる時期を2023年1~3月期とし、前回会合時点の見通し(2022年7~9月期)から一段と後ずれさせた。また、足許の物価上昇の加速要因は一時的なものとなしつつも、その多様性や規模、長期化しつつあることも念頭に、価格形成プロセスにリスクをもたらす可能性があることとあらためて警戒感を示した。
- メキシコにおけるインフレ圧力の高まりは資源価格高や輸送面等の供給要因によるものとみられる。実際、同国の製造業PMIを参考にすると、思うように原材料を調達できていないことや、需要面以上に供給面での価格上昇圧力が強いこと、受注が回復しつつある中でも生産面の回復が遅れ受注残が積みあがりつつあること等がうかがえる。海運市況や商品市況が依然高止まりしていることを考慮すると、こうした供給制約の解消には未だ時間がかかりそうだ。今後のBanxicoの政策運営については、追加利上げ含みで考えておきたい。
- 市場の利上げ観測が高まれば、国債利回りの上昇と対米金利差の拡大を通じて対内証券投資が促され、MXN高要因となろう。一方、4~6月期に再び黒字化した経常収支については、メキシコ経済の持ち直し(輸入増)や海外送金を支えてきた米国の失業給付追加措置が9月に終了することで、縮小を余儀なくされそうだ。今後は経常赤字(MXN安要因)への回帰が予想される。
- かかる状況下、今後3か月のMXNの想定レンジは19.6~20.5としたい。

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

	2021年 1～8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							
中国人民幣 (CNY)	6.3570 ~ 6.5793	6.4607	6.52	6.50	6.45	6.40	6.40
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.7946	7.7781	7.79	7.80	7.81	7.82	7.82
インドルピー (INR)	72.269 ~ 75.651	73.006	74.8	73.6	76.8	76.0	75.6
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14628	14268	14650	14380	15050	14780	14600
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1181.10	1159.46	1170	1170	1180	1190	1200
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.2450	4.1552	4.21	4.14	4.38	4.22	4.14
フィリピンペソ (PHP)	47.615 ~ 50.920	49.748	50.7	49.4	51.4	50.7	49.6
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3693	1.3445	1.36	1.34	1.37	1.35	1.33
台湾ドル (TWD)	27.483 ~ 28.663	27.667	27.8	27.9	28.1	28.3	28.5
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 33.49	32.25	33.2	32.2	33.8	33.0	32.2
ベトナムドン (VND)	22765 ~ 23164	22784	23060	22850	23150	23050	22290
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	71.5530 ~ 78.0400	73.2775	75.00	76.50	77.00	77.00	80.00
南アフリカランド (ZAR)	13.4122 ~ 15.6625	14.5290	15.00	15.50	16.00	16.30	16.50
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 8.8008	8.3169	8.80	9.00	9.20	9.70	10.20
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.1512	5.10	4.95	5.05	5.20	5.35
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 21.6357	20.0722	20.10	19.90	20.00	20.20	20.40
対円							
エマージングアジア							
中国人民幣 (CNY)	15.731 ~ 17.286	17.023	17.02	17.38	17.67	17.97	18.13
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 14.380	14.142	14.25	14.49	14.60	14.71	14.83
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.521	1.507	1.48	1.54	1.48	1.51	1.53
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.778	0.771	0.758	0.786	0.757	0.778	0.795
韓国ウォン (100KRW)	9.271 ~ 9.910	9.487	9.49	9.66	9.66	9.66	9.67
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 26.906	26.436	26.37	27.29	26.03	27.25	28.02
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.310	2.207	2.19	2.29	2.22	2.27	2.34
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 83.15	81.81	81.62	84.33	83.21	85.19	87.22
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 4.002	3.976	3.99	4.05	4.06	4.06	4.07
タイバーツ (THB)	3.264 ~ 3.561	3.411	3.34	3.51	3.37	3.48	3.60
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.4854	0.4828	0.48	0.49	0.49	0.50	0.52
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.538	1.501	1.48	1.48	1.48	1.49	1.45
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.571	7.40	7.29	7.13	7.06	7.03
トルコリラ (TRY)	12.436 ~ 15.265	13.221	12.61	12.56	12.39	11.86	11.37
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	18.478 ~ 22.632	21.354	21.76	22.83	22.57	22.12	21.68
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.624	5.481	5.52	5.68	5.70	5.69	5.69

注:1.実績の欄は2021年8月31日まで。SPOTは9月1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(8月31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。