

2021 年 10 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 中国景気と米金利上昇を巡る不安	2
中国: 緩やかな CNY 安方向の動きを想定	3
インド: 景況感の改善は継続するか	4
インドネシア: 過去最大の貿易黒字を記録	5
韓国: KRW 安につながる外部要因が増す	6
マレーシア: 政局不安にかかるリスクは後退	7
フィリピン: 経済の立て直しが目下の課題	8
シンガポール: 10 月 MAS 会合の相場への影響は	9
タイ: THB は 17 年 7 月以来の安値を記録	10
ロシア: ロシア要因に乏しく、当面 USD 次第か	11
南アフリカ: (プチ)嵐の前の静けさか	12
トルコ: 利下げ、物価高、緩やかな TRY 安継続	13
ブラジル: BCB は更なる引き締めを模索	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：中国景気と米金利上昇を巡る不安

マーケット・エコノミスト

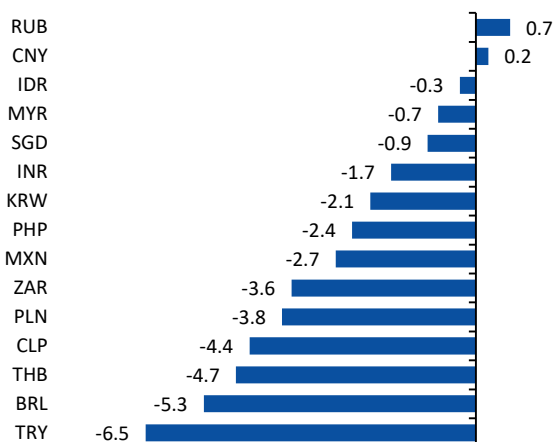
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

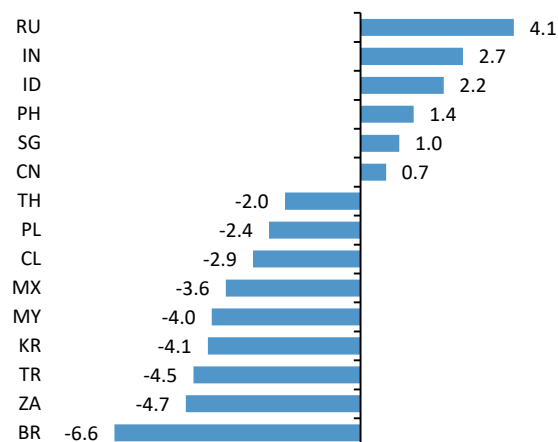
- 9月のMSCI新興国通貨指数は前月比で下落。同指数は1738台で取引を開始すると、ドル安を支えに1736台を一時試す動きを見せた。ただ、中旬にかけては軟調な株式市場が重しとなり、概ね1732～1741のレンジでもみ合い。中国の不動産開発大手の債務問題を巡る懸念が高まると、同指数は1724まで急落。その後も1725～1735のレンジでもみ合った。月末にかけては、米金利上昇とドル高に同指数は一時1721台まで下押され、1724台で取引を終えた。
- 主要経済圏の回復(中国に続き欧米諸国が経済正常化に至る)は新興国に外需主導の景気持ち直しを可能とさせ、内需回復の遅れと相まって新興国の経常収支改善を促す。年初に期待したこのシナリオは、見直しを迫られている。
- 7月以降、新興国を中心に行動規制が再導入され、当該国は外需の恩恵を享受する機会を逸した。また、このサプライチェーンの乱れが世界的な供給制約問題を長期化させる一因となり、世界景気の回復ペースを鈍らせた感がある。ワクチンの普及は時間の問題であり、上述の行動規制も緩和の方向にあるが、10月公表予定のIMF世界経済見通しでは、このあたりも確認したいところだ。
- また、足許では中国景気の先行き懸念が高まりつつある。不動産開発大手の債務問題は、当局主導で信用不安は抑制されている。もっとも、秩序立った債務再編が実現されるとしても、誰かが損失を負担する必要がある。当局(政府)でなければ、投資家や銀行、企業、家計のいずれかとなる。程度はともかく、日本や米国が経験したバランスシート調整圧力が生じよう。当局による経済・社会の統制強化の動きとともに、中国経済には重しとなりそうだ。中国経済への依存度が大きい新興国ほど、期待していた外需に不安が増したことになる。
- 米国金利の再上昇も新興国通貨には逆風となる。9月FOMCでは、2022年中の利上げを見込むメンバーが半数にまで増えた。ハト派とみられるパウエル議長も会見で、2022年半ばの資産買入額の縮小完了と2022年中の利上げの可能性に言及した。米国の金融政策正常化において、利上げが事実上視野に入ってきた感がある。米国が再び「金利のある世界」へと歩みを進める中、利回りを求めて新興国へと流れ込んでいた資金の一部は還流しよう。
- より長い目で見れば、米金利上昇は「ドル化した世界」において資本コスト上昇をもたらす。海外資金への依存度が大きい国ほど金融引き締め効果に直面しやすい。一部の新興国は利上げによるインフレとの戦いを迫られているが、「景気抑制→税収減→財政不安」というパスでの通貨安圧力には注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2021 年 9 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 9 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 緩やかな CNY 安方向の動きを想定

マーケット・エコノミスト

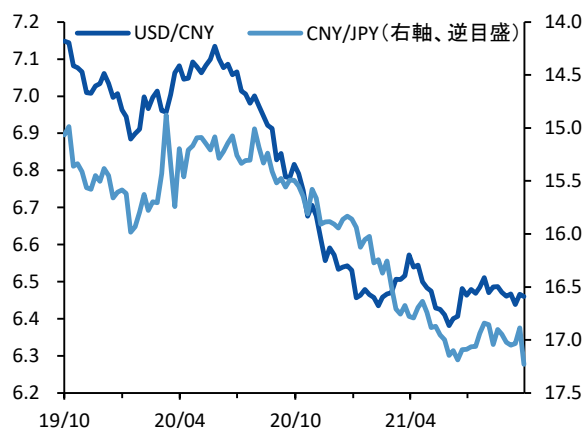
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の CNY は前月比で小幅高。月前半は、市場予想を下回る米経済指標を受けたドル安や米中首脳の話電話会談を受けた緊張緩和期待から、CNY が 6.43 台を試す場面が複数回見られた。しかし月後半には、7 月以降続く 6.45～6.50 のレンジに回帰。不動産開発大手の債務問題への懸念が高まった。同懸念については中秋節明けに一服も、その後はドル高進展から CNY は 6.45～6.48 でのみ合いに移行。月末には 6.44 台まで戻して取引を終えた。
- 中国景気の先行き懸念が高まりつつある。8 月の主要経済指標については、輸出を除けば、生産、投資、消費といった面で 7 月に続いて市場予想を下回った。特に、8 月は COVID-19 に伴う行動規制が強化されており、消費が下振れた。9 月非製造業 PMI が 8 月の大幅低下分を取り戻した点は、行動規制の影響緩和を示唆するが、9 月製造業 PMI は 19 か月ぶりに 50 を下回った。また、脱炭素化の政策目標に地方政府が懸命になりすぎた結果、火力発電所の稼働率が低下。深刻な電力不足が発生しており、その影響も懸念材料だ。
- 市場を揺らした不動産開発大手の債務問題では、利払いの有無や当局による救済を巡る報道が続く。報道によれば、中央・地方政府が、政府系企業等を巻き込んで同社の秩序立った債務再編もしくは解体に取り組んでいるようだ。中国人民銀行(PBoC)も市場への資金供給を拡大、金融機関には不動産市場の安定化と権利者保護で政府との協力を求めている。金融ショックが生じる可能性は限定化されつつありそうだが、ただ、実体経済が無傷とはいくまい。かつての日本や米国の轍を踏まないまでも、軟着陸には時間とコストを要するだろう。
- こうした中、PBoC には追加緩和期待が燃える。現実的には預金準備率(RRR)の追加引き下げが候補となろうが、利下げ観測も根強い。米国の金融政策正常化の動きもあり、米中金利差はさらに縮小しつつある。また、当局による統制強化の動きは国の統治上必要とされる以上今後も継続しようが、これは企業経営者や投資家に独特のリスクを強いる。実体経済と金融市場の両面で投資マインドを委縮させよう。特に、上述の債務問題や米国による対中投資規制の動きも踏まえれば、潤沢であった対内証券投資フローの先細りも懸念される。
- 以上を踏まえて、従来一時的に生じるとみてきた CNY 安の動きは長期化するとの想定に見直す。もっとも、このような状況下で、当局は CNY 相場の安定化を一層重視しそうだ。CNY 安方向の動きもかなり緩やかに進むと考えたい。CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.40～6.60 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:景況感の改善は継続するか

マーケット・エコノミスト

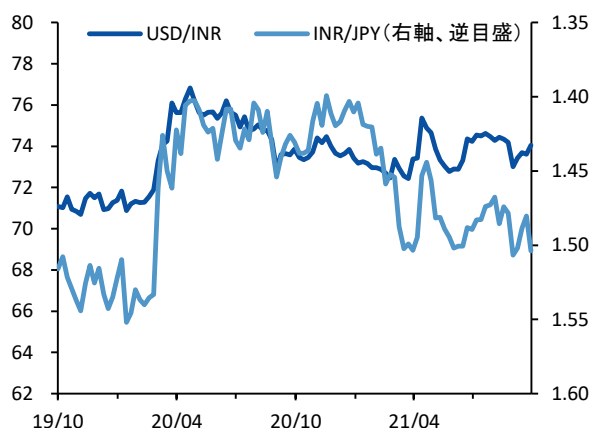
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

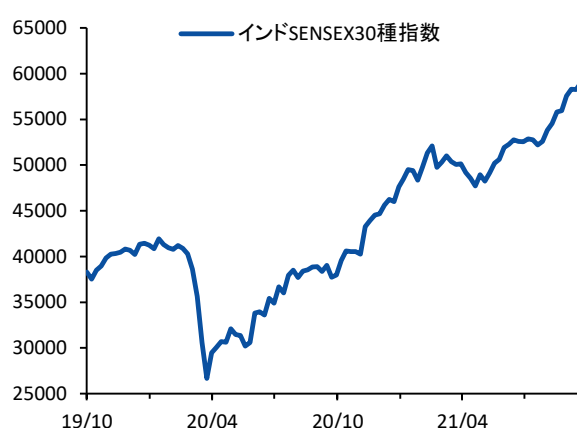
- 9月のINRは月末にかけて下落する展開となった。月初、72.90台で取引を開始。上旬は米国の早期の量的緩和縮小への着手に慎重な姿勢を受けて堅調推移となった。中旬にかけては原油価格の上昇や、インド準備銀行(中央銀行)の為替介入もあって73.80付近を推移し、その後は膠着状態に。下旬は、FOMCのタカ派寄りの内容や中国不動産開発大手のデフォルトリスクに端を発したリスク心理の悪化から軟調地合いとなり、月末には74.00台を上抜けた。
- 1日当たりの新型コロナウイルスの新規感染者数が月末にかけて約半年ぶりに1万人台まで減少した。5月のピーク時には1日当たり40万人を超える感染者を記録していた。ワクチン接種を2回完了した割合は都市部を中心に上昇しているが、月末時点で20%を下回る水準となっている。政府は今後の国内の接種拡大を進める一方で、ワクチンの安定的な生産に目処が立ったとして、10月以降海外向けにワクチン輸出の再開をしていく方針を示している。
- アジア開発銀行は22日、アジア経済見通しを更新した。新型コロナウイルスの新たな変異株の出現や行動規制の再導入、ワクチン接種の進捗状況に応じて地域ごとに経済回復の差が出ている点を指摘した。インドに関しては、21年の成長見通しを4月時点の前年比+11.0%から同+10.0%へ下方修正した一方、22年の成長率は+0.5%ポイント上方修正し、同+7.5%とした。5月のパンデミックによって経済に大きな打撃を受けた点に言及しつつも、その後は景況感の改善が確認され、年後半にかけて経済回復ペースが加速するとの見通しを立てている。
- 8月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.3%とRBIの目標レンジである+2.0~+6.0%を2か月連続で下回る結果となった。内訳をみると食料品価格はデルタ株の拡大前の水準まで低下しており、安定的な推移となったが、依然として燃料価格は前年比+13.0%と高水準を維持した。年内ではレンジの上限付近ではありながらもRBIの目標レンジ内に収まると予想されている。
- INRに関しては方向感の出にくい動きを予想する。国内要因ではデルタ株の拡大抑制が確認され、景況感が改善方向にある点は好材料である。また、こうした動きに付随してSENSEX株式指数は最高値の更新が続き、中国への経済の依存度が低いことで海外資金の受け皿となることが期待される。一方、原油価格の高止まりやFRBの金融政策の正常化が既定路線となっている点はINRの上値を押さえる要素となりそうで、強弱まちまちな値動きが続くそうだ。

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:過去最大の貿易黒字を記録

マーケット・エコノミスト

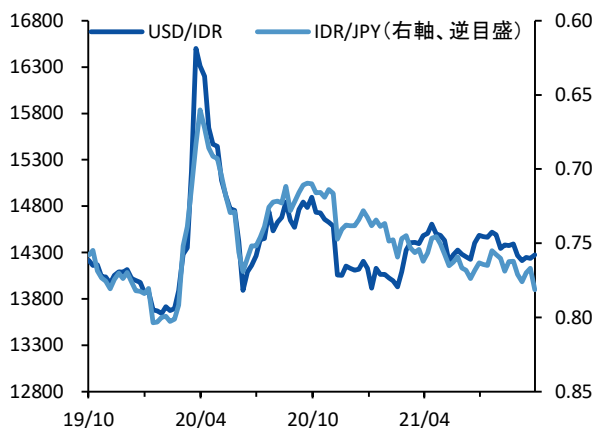
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9月のIDRは狭いレンジでの値動きとなった。月初、14200台で取引を開始。上旬は米8月雇用統計の結果が冴えない結果となったことでドル安が進展し一時月高値の14100台まで上昇。中旬もIDRは堅調推移が継続した。月後半にかけては中国不動産大手の信用不安からリスク心理が悪化し、軟調地合いとなった。その後の米FOMCにて年内の量的緩和縮小への着手が示唆されると続落し、月末時点で14300台までじり安となり月安値をつける展開となった。
- 8月の貿易収支は前年比+64.1%と市場予想(同+36.1%)を大きく上回った。輸出金額も214億ドルと過去最高を記録した。主要産品である鉱物資源のほか資源加工製品の伸びが大きく寄与した。一方、輸入についても同+55.3%と市場予想(同+45.0%)を上回る結果となり、原材料、消費財、資本財とも堅調な伸びを見せた。この結果、貿易黒字は過去最高の+47.4億ドルとなった。
- 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を7会合連続で3.50%に据え置いた。ペリーBI総裁の会見では、低インフレ下で経済成長支援に取り組む中、今回の決定は外為相場の安定を維持する必要性に沿ったものであると説明。また足許のリスク要因として、米国での量的緩和縮小の状況や中国企業のデフォルトリスクに端を発した金融市場の動揺について言及した。
- 今後について、BIはIDRの安定を意識した運営を強調し、緩和的な姿勢を継続して流動性の確保や低金利環境を維持することで引き続き景気回復を下支えしていく方針を示した。デルタ株の拡大の最悪期を脱したが、当面はデルタ株拡大によって後ずれした景気回復の進捗を確認する期間が続くものと考えられる。国内の消費者心理や物価水準に関する指標の改善が見られるまでは金融政策に変更はないものと予想される。
- IDR相場については下落リスクを警戒したい。IDRは月間で周辺国通貨と比較して堅調な値動きを見せた。その背景には、デルタ株の感染ピークアウトや底堅い貿易黒字などが挙げられる。一方、中国不動産開発会社のデフォルトリスクの動向には引き続き注意が必要である。資源価格はリスク心理に大きく左右される側面があり、インドネシアにとっての最大の貿易輸出国である中国経済の冷え込みはインドネシアの貿易実績にも波及する可能性がある。国内の行動規制の緩和は段階的で、景況感が上向くには時間を要するものとみられるため、外需の動向が相場に及ぼす影響も増していくと考えられる。

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: KRW 安につながる外部要因が増す

マーケット・エコノミスト

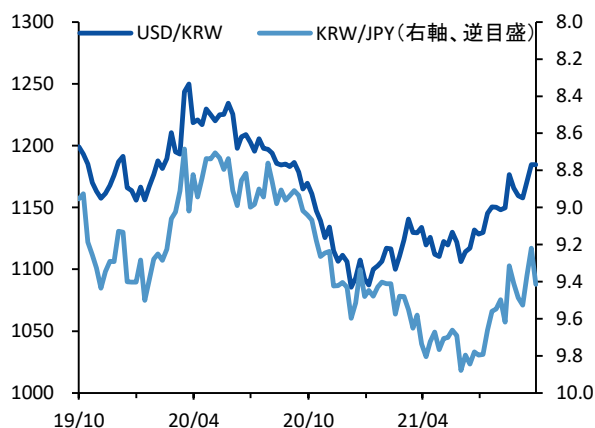
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の KRW は前月比で続落となった。KRW は 1159 台で取引を開始。月初こそ 1160 前後で推移も、中旬にかけては株価指数の弱含みに KRW も 1170 前後に居所を変えた。月後半は、下落幅を拡大。中国景気や債務問題が懸念されると KRW は 1186 台を試した。その後一旦 1171 台まで持ち直すも、月末にかけて米金利上昇と株安に 1188 台まで値を崩し、1183 台で取引を終えた。
- 韓国経済は堅調な輸出や投資を支えに回復基調にあるが、7 月以降続く行動規制や世界的な供給制約の影響から、足許ではそのペースは鈍化しているようだ。8 月景気先行指数は 2 か月連続で前月比マイナス。企業景況感指数は 7 月をピークに頭打ちとなっている。8 月失業率は大きく低下したものの、労働参加率低下に伴うものとみられ、雇用環境の改善とはみなされていない。
- こうした中、政府は 2021 年も補正予算による景気の下支えに努めている。8 月末に閣議決定した 2022 年度予算案でも、本年度当初予算比で +8.3% (補正込みではほぼ横ばい) の歳出額を計上。市民生活の回復支援や経済正常化の果実の共有、ポストコロナを見据えた取り組み等を掲げる。
- 他方、韓国銀行 (BOK) は、積み上がった金融不均衡を和らげるべく金融政策の正常化を続けるとみられる。BOK は 8 月 26 日に利上げに着手したが、住宅価格や家計債務への影響は、10 月上旬にも公表される 9 月データで確認されよう。伸び率が加速しているようならば、10 月 12 日に予定されている BOK の金融通貨委員会において追加利上げの可能性が高まろう。また、BOK が判断材料のひとつとしている主要国の金融政策にも正常化の動きが進んでいる。
- KRW 相場への影響としては、当面、外部要因の動向がより重要となりそう。特に中国の動向には注意したい。不動産開発大手の債務問題への懸念が再び高まれば、市場でもリスクオフの動きが再燃しよう。景気先行き懸念の高まりも、輸出面を中心に悪材料視されやすい。中国内の統制強化の動きが一部の韓国企業の株価下落の手掛かりとなるケースも見られつつある。
- また、米金融政策正常化の動きに伴うドル高圧力や、金利上昇がもたらしかる株価調整圧力の高まりも予想される。足許で燦る半導体業界の業況ピークアウト説を巡っては、国内外の半導体企業の決算内容が判断材料となろう。
- BOK による一段の KRW 安けん制や年末にかけての KRW 買いという季節要因が支えになろうが、KRW 安につながる外部要因は少なくない。かかる状況下、KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1160~1210 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:政局不安にかかるリスクは後退

マーケット・エコノミスト

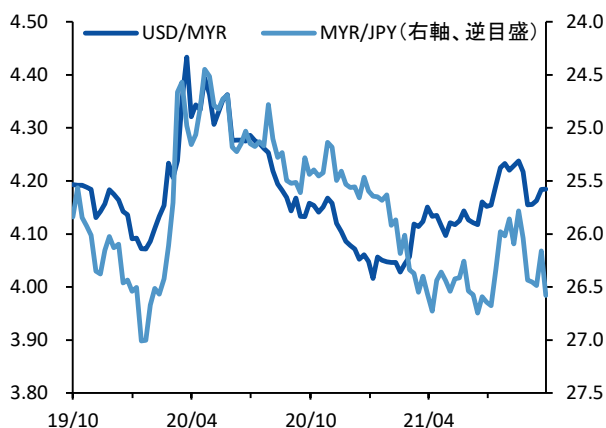
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の MYR は後半に値を下げる展開となった。月初 4.14 台で取引を開始。上旬、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が継続し、デルタ株の拡大のピークアウトが確認されたことや原油価格の上昇にも後押しされて一時月高値の 4.13 付近まで上昇。買い一巡後はドルの選好が強まり、じり安となった。月後半にかけては中国不動産開発大手の信用不安からリスク心理が悪化し、月安値の 4.19 台まで下落。FOMC にて年内の量的緩和縮小への着手が示唆されるとその後も月末まで軟調な推移が継続した。
- 9 月に入りデルタ株の感染拡大はピークアウトし、月末時点での 1 日当たりの新規感染者数は 1 万人台前半を推移している。ワクチン接種の進捗に関しても順調で現地報道によれば 2 度目の接種まで完了した割合は 50%を超えた。接種完了目標は 21 年の 10~11 月と定めており、当初の予定と大きく乖離しない状況で今後の感染抑制状況次第では経済活動の正常化への期待も高まる。
- 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、デルタ株の拡大によるロックダウン再導入によって景気回復が遅れたものの、行動規制の緩和とワクチン接種の進捗で徐々に勢いを取り戻すとの見解を示した。BNM は財政・金融政策を通じて、新型コロナが企業や家計に及ぼす影響を引き続き和らげることができるとした上で、BNM は現在の金融政策を適切とし、今後も物価水準と国内景気の動向を注視し、政府の経済政策の成果などを踏まえて必要に応じて金融政策を活用していくと総括した。
- 8 月下旬に発足したイスマイルサブリ政権は 13 日、野党連合と政治的な争いを休止する覚書を結んだ。法案可決時に野党の協議を経ること、首相任期を最長 10 年に制限するなどの内容を組み入れることで野党の協力を仰ぐものとなった。新型コロナウイルス対策と経済再建に集中させることを主眼としているが、自身の政権基盤を固めることも意図する側面も含まれていると見られる。
- MYR は、上値の重い推移を予想する。円滑な政権移行と野党との覚書の締結でムヒディン前政権の退陣による政治混乱はひとまず避けられた格好となっているが、中国不動産開発大手の信用不安によってリスク心理が悪化していること、中国経済停滞の懸念は経済的に関係性の強いマレーシアにとっても目下のリスク要因となる。米国では年内の量的緩和縮小も既定路線となる中、ドルの選好が強まることも想定され、対外要因に揺れる時期が継続しそうである。

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: 経済の立て直しが目下の課題

マーケット・エコノミスト

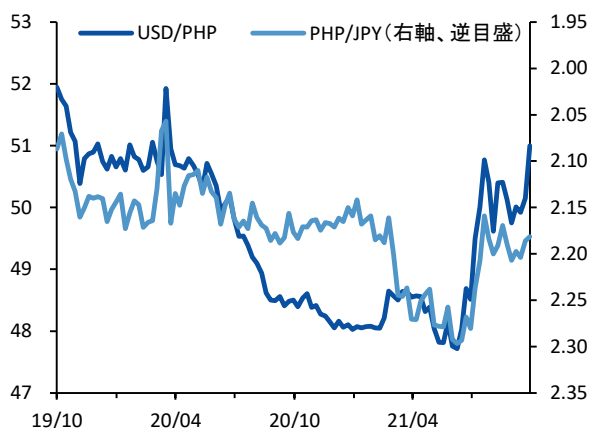
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の PHP は月末にかけて下落する展開となった。月初、49.80 台で取引を開始。上旬は 7 月製造業 PMI の悪化や市場予想を上回る 8 月 CPI の結果を受けて軟調地合いとなった。月半ばにかけては国内のデルタ株感染拡大のピークアウトと行動規制が緩和されたことが好感され、50 付近での揉み合い推移となった。月後半にかけては中国不動産開発大手の信用不安からリスク心理が悪化し、年初来安値を更新。FOMC にて年内の量的緩和縮小への着手が示唆されると続落し、月末にかけて 51 に迫る水準で取引された。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 23 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去最低の 2.00% に据え置いた。ジョグノ BSP 総裁は会見で、景気回復の道筋が明確化していない状況は変わらず、緩和的な金融政策を維持する点は適切であると述べた。
- 一方で BSP は 3 会合連続で物価見通しを引き上げた。21 年の物価上昇予想は前回会合の前年比+4.1%から同+4.4%へととなった。BSP が掲げる年間目標の+2.0%~+4.0%からの乖離幅が拡大したほか、22 年、23 年の見通しも小幅に上方修正された。8 月 CPI は前年比+4.9%と 18 年 12 月以来の水準にまで上昇し、食料品・飲料価格の上昇のほかロックダウン措置による物流遅延など供給面の問題が指摘されている。9 月、10 月にかけて物価上昇の騰勢が強まると見られるものの、エネルギー価格上昇の寄与度が徐々に剥落し、年末には BSP の目標レンジ内に戻ると予想されている。
- 7 月の貿易収支は▲32.9 億ドルの赤字となった。21 年に入り資源価格上昇や内需の落ち込みが和らいだことで輸入額が増加し、赤字幅は拡大傾向にある。年初来の累計の貿易赤字は▲213 億ドルで昨年の年間での赤字額(▲246 億ドル)に近づいている。貿易収支の悪化も PHP 安の一因と見られる。
- PHP は軟調な推移を予想する。6 月以降 PHP は対ドルで断続的に年初来安値を更新する展開となっている。中国不動産開発大手の信用不安に端を発したリスク心理の悪化や FOMC にて量的緩和縮小の道筋が整理されて、その後の利上げ開始時期が前倒しされる可能性が示唆されたことが材料視されている。国内要因に関しては、BSP が物価上昇の抑制よりも経済の立て直しを第一としている点に象徴される通り、ファンダメンタルズの改善には相応の時間を要することが予想される。市場が米国の年内の量的緩和縮小への着手を織り込んでいくことで引き続き PHP が弱含む展開を警戒したい。

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

シンガポール:10 月 MAS 会合の相場への影響は

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

- 10 月のシンガポール通貨管理庁の(中央銀行に相当、MAS)会合は SGD の短期的な値動きを決定的に方向付ける要因ではなく、目くらましなのである。SGD 相場は MAS 会合よりもドルの為替動向とチャイナリスクの影響を強く受ける可能性が高い。とは言え、今回会合が重要でないはずがない。MAS が何らかの政策変更を打ち出すか否かにかかわらず、インフレが加速する中での乱高下を伴う足許の景気回復状況は今後の見通しを立てる難しさがある。そういった意味で MAS のガイダンスは極めて重要である。
- 市場では金融政策の引き締めを見込む声もあるが、景気回復が不十分である点や、チャイナショックに起因する SGD 下落リスクを考えた場合に MAS が正常化に舵を切るのは時期尚早だというのが熟慮の末の本欄の判断である。過去の金融危機の経験からすれば、6 四半期経過後に S\$NEER(名目実効為替レート)の政策バンドの傾きを修正することは辻褄が合う。20 年 4 月会合(正確には 3 月末)で傾きがゼロに設定されたことを考えると、21 年 10 月会合がその時期にあたる。とは言え、政策バンドの修正は、過去の危機を勝手に参考にして時期を見るというような単純なものではない。
- 政策バンドの修正を決定づける最も的確な要因は、景気回復の度合いである。21 年第 3 四半期は前期比でのプラス成長が期待できるとはいえ、新型コロナウイルス感染拡大前のレベルと比べた現在の景気回復レベルは、リーマンショック時の 6 四半期後の回復レベルには遠く及ばない。その点からも、22 年 4 月に修正を施すというのがメインシナリオである。過去の本欄でも議論したように、仮に MAS が今次引き締めを実行したとしても、結果として生じる S\$NEER の上昇は限定的と考えられる。
- 前述の通り、USD のトレンドやチャイナショックに関するリスク度合いが SGD の大きな相場要因であることに変わりはない。現時点では USD/SGD のアップサイドリスクが大きいと見る。第 4 四半期は引き続き USD の値動きに上下する展開が想定される。足許の感染拡大は懸念材料だが、シンガポール経済も正常化に向かうことで、USD/SGD に調整が入るものと考えられる。22 年年初は、中国の景気減速リスクと、米国とアジアの金融政策の正常化スピードの乖離により、まだ乱高下が続く可能性がある。22 年後半において新型コロナウイルスの終息が目前に迫り、アジア新興国の経済回復が追いつくまではドル高基調が続くと予想される。

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 17 年 7 月以来の安値を記録

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の THB は 17 年 7 月以来の安値をつける展開となった。月初 32.20 付近で取引を開始。上旬は軟調な米 8 月雇用統計の結果に強含む場面も見られたが、8 月 CPI の悪化を受け軟調地合いとなった。中旬は、FOMC を控える中、動意に乏しい推移となった。下旬は外国人観光客の受け入れ再延期の決定が嫌気されたことや中国不動産開発大手の信用不安に端を発したリスク心理の悪化、FOMC の結果を受けて続落し、月末には 34.00 付近まで安値を更新した。
- 政府は観光客の受け入れ開始を 11 月に延期することを発表した。プーケット島など一部の地域では試験的に受け入れが開始していたものの、バンコクなど都市部ではワクチン接種率が受け入れ開始の目安とされる 70% に達していないことが材料視された。観光業は GDP の 2 割を占める産業で、コロナ前の 19 年は約 4000 万人の外国人観光客を受け入れていたが、今年は 20 万人にまで落ち込む見込み。来年においても 600 万人程度の水準に留まると予想される。
- 8 月 CPI は前年比 ▲0.02% と 3 月以来のマイナスに転じた。原油価格の高騰もあり一時 +3% 台まで上昇したが、ベース効果の剥落した格好となった。なお、BOT はインフレ見通しを前年比 +1.0% と ▲0.2% ポイント下方修正している。
- タイ中央銀行 (BOT) は 29 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。政策金利は委員会メンバーの全会一致の下で 11 会合連続の現状維持となった。声明文では、今後の景気動向について、前回会合で修正した見通しと大きく乖離しないペースで改善に向かうとの見解を示した。前回会合にて 2 人の委員が 0.25% ポイントの利下げを主張したが、今回会合では利下げよりも財政措置の方が有効であるとの見方を示し、当面は政策金利の水準に変更はないことが予想される。
- BOT は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など利下げ以外の方法で支援を続けると表明。また、BOT は足許の THB 安を勘案して、為替水準も意識した運営を実施していく方針を示した。
- THB は軟調な推移を予想する。THB は国内の政情不安の長期化や観光業の本格再開の延期が嫌気されて、17 年 7 月以来の安値を記録した。新興国でもワクチン接種の拡大が確認されており、今後は経済活動の正常化ペースや景気回復の度合いが各国通貨の相場要因となると見られる。その一方で、欧米では金融政策の正常化の議論が加速している。タイ経済の先行き不安や景気回復の後ずれ懸念が燦々限り、THB の軟調地合いは継続すると考えたい。

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:ロシア要因に乏しく、当面 USD 次第か

シニア為替ストラテジスト

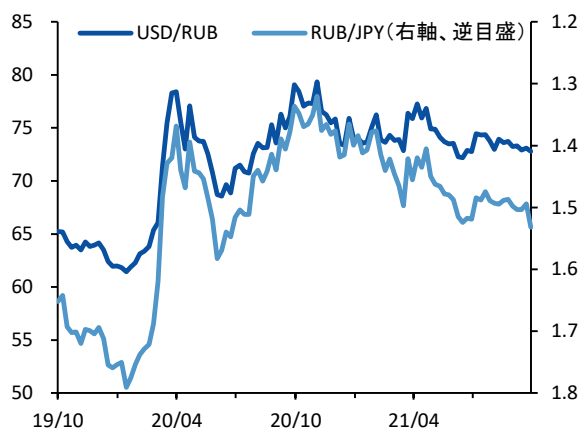
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 9月のRUBは極めて狭い値幅を方向感なく上下動。
- 月初のRUB上下動は、USD側の要因による値動きと考えられた。資産購入策縮小(テーパリング)終了のタイミングと利上げ開始のタイミングとを明確に切り離した、8月27日のFRBパウエル議長発言を、追加市場は、USD売り材料として引き続き消化していたようだ。3日発表された米8月雇用統計は、雇用者数の伸び悩みと、賃金の上振れという交錯した労働市場の状況を浮き彫りにしたが、「雇用者数の伸び悩みは求人弱さよりも労働者の不足が主因」との見方が広がったことで、週明け6日以降、USDは堅調気味の推移に転じた。
- その後、RUBの関心は10日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会へと移っていった、市場の過半は50bpの利上げを予想していたが、結果は+25bp。ただし、ナビウリナ総裁が、25bp×2回の追加利上げ余地を示唆、今次利上げ局面の政策金利の天井が7.25%に達する可能性を示したことは、想定以上に鷹派的と受け止められた。+25bpの発表直後に売り込まれたRUBは、ナビウリナ総裁の当該発言を受け、週明け12日以降、反発に転じた。
- その後も、RUBは、米8月小売売上高(16日)の上振れを受けたUSD高や、22日のFOMCの際に示された(FRB理事それぞれのFF金利見通しを示した)ドットチャートが22年末までの利上げ開始の可能性を示唆したと受け止められたことに対するUSD高など、主に米側の要因を手掛かりに推移した。
- 19日まで投票されたロシア下院選は、プーチン大統領の与党統一ロシアが、前回(2018年)の343議席よりは議席を減らしたものの、憲法改正を可能にする特定過半数(450議席中301議席)を超える324議席をあっさり獲得。事前予想との比較で「圧勝」と言えたはずだが、RUBはほとんど反応を示さなかった。
- CBRナビウリナ総裁が、7月末に「9月に検討に入る」と予告した物価誘導目標引き下げに関しては、この間、具体的進展は聞かれなかった。また、今般、50bp利上げを見込んだ向きの大半は、(利上げ後の)7.00%で当面の利上げは一巡と見込んでいたはず。仮に今次利上げ局面の天井が7.25%になれば、予想以上の利上げを意味することにはなるものの、物価の「後追い」にも見える今般の利上げの刻み方は、従来のCBR「らしくない」印象も与えた。
- ノルドストリーム2は10日までに完工したものの、稼働の目処は立っていない。独総選挙(26日)後の連立交渉に多くが懸かっているはずだが、独新政権の概要が判明するまでには、少なくとも数か月以上は要するであろう。

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: (プチ)嵐の前の静けさか

シニア為替ストラテジスト

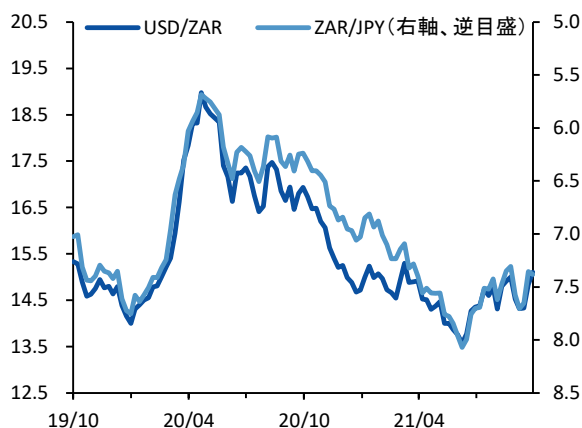
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 9 月の ZAR は、対 USD、対円共、上昇先行から、頭打ち、反落と推移。
- 月初の ZAR 高は、8 月 27 日の FRB パウエル議長発言を受けた USD 安と新興市場通貨全面高と位置付けられた。同議長が資産購入縮小(テーパリング)開始と利上げ開始の時機とを明確に切り離したことが、「利上げ開始は当面見送りになる」との解釈を市場に許したようだ。
- 逆に、月末にかけて(特に 22 日以降)の ZAR 売りは、同日の FOMC で発表された(個々の FRB 理事の FF 金利予想を示した)ドットチャートが、当時の市場の想定よりも早目の利上げ開始(22 年末/23 年初)を示唆したと読まれ、USD が全面高に振れたことの反映と受け止められた。
- 月初の ZAR 上昇には、他に、南ア 4~6 月期 GDP の大幅上振れ(7 日)、南ア準備銀(SARB)クガニャホ総裁の物価誘導目標引き下げ示唆(8 日)なども寄与したものと考えられた。
- 月央にかけて ZAR は頭打ちから反落に転じたが、この局面では、南アの主要輸出産品であるプラチナ価格の底割れの他、南ア 7 月製造業生産(9 日)、同小売売上高(15 日)などの下振れ、米 8 月小売売上高(16 日)の大幅上振れを受けた USD 高などといった複合的な要因が貢献したものと考えられた。
- 当初 10 月 27 日に予定された統一地方選は、7 月の暴動/略奪やコロナ禍長期化などを受け、一時は来年 2 月以降への延期が決まったかに見えたが、一転、11 月 1 日の投票が確定。有権者/候補者登録も新たな日程で再開された。現時点で ANC の苦戦が予想されているものの、主要野党である民主同盟(DA)や経済的解放の闘士(EFF)の支持率も上がってきていないという。中央政界に影響を及ぼすような地殻変動は今のところ想定されていないようだ。
- 11 月 2 日には、南ア中期予算政策声明(MTBPS)も予定されている。8 月 5 日の就任以来、ほとんど名前を聞かないゴドングワナ財務相にとって初めての晴れ舞台となるはずで、10 月半ばまでには、様々な観測気球的な政策案が聞かれることが予想される。同財務相の手腕が試されるのはこれからになるだろう。
- 9 月の ZAR の値動きの多くは、米金融政策に着目した、米長期金利動向の影響を受けていたが、そうした構図は当面続くのではないかと。ひとつ気掛かりなのは、米長期金利上昇に連れ、足下、南ア国債利回り(10 年物)が 5 か月ぶりの水準まで上昇していること(価格は下落)。南ア国債の安定推移は、ZAR 安定推移の必要条件のひとつと言え、今後の動向には留意が必要となろう。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 利下げ、物価高、緩やかな TRY 安継続

シニア為替ストラテジスト

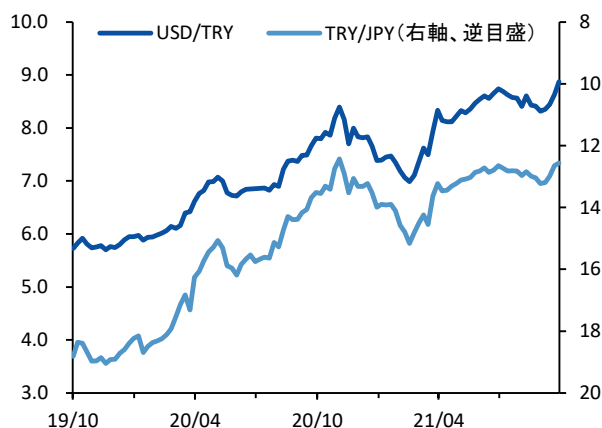
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 9月のTRYは、下落。対USDでは史上最安値を更新したものの、対ユーロ、対円での史上最安値更新には至らなかった。
- TRY安の要因は、概ね、トルコ中銀(CBRT)金融政策にあった。3日発表されたトルコ8月CPIは前年比+19.25%と政策金利(1週間物レボ金利)の19.00%を上回った。CBRT カブジュオール総裁は、かねてから、「政策金利を物価よりも高い水準に維持する」と宣言しており、同総裁発言を額面通りに受け止めるのなら、CBRTは利上げに踏み切ることになるはずであった。
- カブジュオール総裁は、8日、「金融政策は世界的にコア物価(の誘導)を基本としている」と述べた。これは、総合指数(8月+19.25%)よりも低いコア指数(同+16.76%)を比較対象とすることで、政策金利が引き続き「物価」よりも高い水準にあると強弁することが狙いと考えられた。
- 更に、15日、CBRTは外貨預金に対する預金準備率を200bp引き上げた。これは外貨預金の受け入れを(金融機関にとって)より採算の低いものにするすることで、居住者による外貨預金(USD買い)を牽制する目的で、同銀ウイサル元総裁が、9次/1,575bpに及ぶ利下げと並行して多用した手法。
- 果たして、23日の金融政策委員会でCBRTは1週間物レボ金利を19.00%から18.00%に引き下げた。対USDで8.65前後の水準にあったTRYは急落。翌日以降も軟調推移を続け、30日までに史上最安値を8.9250まで広げている(時間外では、29日の欧州市場引け後に、8.9490まで取り引きされている)。
- トルコ物価は、11月以降、明確に減速する可能性が展望される。足下物価上昇の主因が、(コアCPIに含まれない)燃料/食品物価の上振れにある事実を鑑みれば、今後、コアCPIを対象に、CBRTが「大幅な追加利下げ余地」の存在を主張する可能性は十分考えられよう。その結果、物価抑制は遅れるであろう。しかし、予想外の大幅利下げ後にTRYが今般見せた値動きは、TRYの売り手が限られている可能性を顕在化させたようにも感じられた。
- 現在までに導入された資本規制(非居住者向けTRY与信規制など)は、TRY建資産を保有していない人がTRYを売ることを実質的に不可能にした。今般、TRYの下げ幅が「限定的」だった事実は、TRYを保有していた非居住者が限定的だった事実を反映する。TRYが反発する要因を思いつけない一方、今後のTRY安も、外貨建債務返済、経常赤字ファイナンスや居住者の外貨預金などに係る相対的に足の遅い資金流に促されたものにとどまるのではないかと。

図表 21: トルコリラ(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:BCB は更なる引き締めを模索

マーケット・エコノミスト

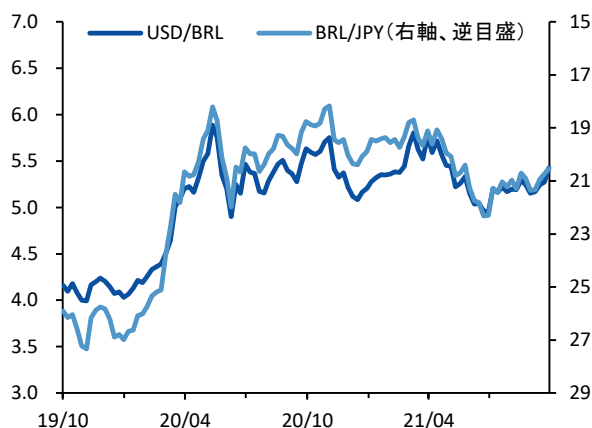
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 9 月、BRL は前月比▲5%の下落となった。5.15 台で取引を開始。ボウソナロ大統領と司法の緊張の高まりに上旬には一時 5.33 台まで急落した。中旬はやや落ち着くも、中国景気や債務問題への懸念が高まるにつれ、5.37 台まで再び下落。下旬に入り、当初こそやや持ち直すも、米金利が上昇するにつれて BRL は下落幅をさらに拡大する展開となり、5.44 台で月末を迎えた。
- 7 月の経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比+0.60%と 2 か月連続のプラス成長となった。6 月分も上方修正(同+0.92%→同+1.14%)された。7 月は広義小売売上高が前月比+1.1%と 2 か月ぶりにプラスに転じた一方、鉱工業生産は同▲1.3%と 6 月(同▲0.2%)からさらに落ち込んだ。また、8 月 PMI はサービス業が改善を続ける一方、製造業にピークアウト感がうかがえる状況にある。経済面では COVID-19 よりも供給制約がより問題となりつつあるようだ。
- インフレ率(IPCA)は、8 月に前年比+9.68%まで加速した。6 か月連続で BCB の目標レンジ(2021 年は 3.75%を中心に±1.5%pt)を上回っている。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイ(9 月 17 日集計)によれば、市場参加者の IPCA 見通しは 2021 年で前年比+8.35%、2022 年で同+4.10%と、前回会合時点(それぞれ同+6.79%、同+3.81%)から再び上方修正されている。
- こうした中、BCB は 22 日、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 5.25%から 6.25%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 5 会合連続。次回 10 月会合においても同程度(100bp)の利上げを見込むという。
- BCB は今後の政策金利の到達点について、従来は「中立金利(2021 年で前年比+6.50%程度)を上回る水準」としてきたが、今回の声明文では特定の目安に言及することなく更なる利上げを実施するとの記述に変更した。上述の市場サーベイによれば、市場の政策金利見通しは 2021 年末で 8.25%、2022 年末で 8.50%と前回会合時点(いずれも 7.00%)から上方修正されている。
- 追加利上げを織り込むかたちでの金利上昇は、短期的に BRL 相場の支えになろう。一方で、利上げは経済成長を抑制する可能性があり、実際、市場の成長率見通しはやや下方修正されつつある。また、利上げで資金調達コストは増加する。ブラジル政府は債務の短期化を進めてきた経緯があり、利上げ局面下で比較的早くコスト増に直面し始めるとみられる。市場がこうした財政面への影響を懸念し始めれば、BRL 相場にはむしろ逆風となる点には注意したい。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.90~5.60 としたい。

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: Banxico が追加利上げに動く

マーケット・エコノミスト

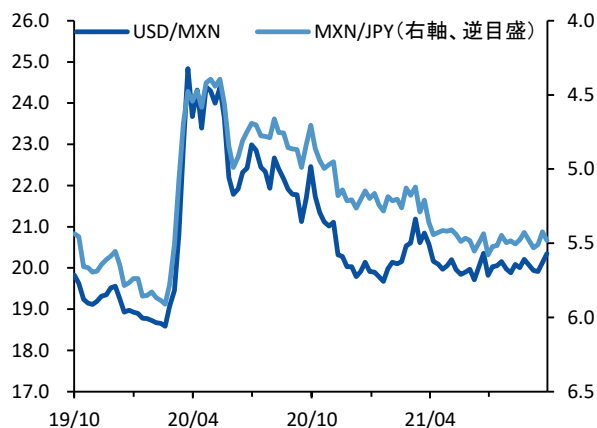
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 9月のMXNは前月比で続落となった。MXNは20.0台で取引を開始。上旬にリスクオンを追い風に19.8台まで買われると、月半ばにかけては19.9前後で底堅い動きとなった。ただ、月後半に入るとMXNは値を崩す展開。中国景気や債務問題への懸念から、19.9～20.2のもみ合いに移行すると、月末にかけては米金利上昇に急速に下げ幅を拡大。20.6台で月末を迎えた。
- 7月経済活動指数(いわゆる月次GDP)は前期比+0.54%と2か月ぶりのプラス成長となったが、市場予想(同+0.75%)は下回った。8月PMIは製造業、非製造業ともに前月から低下。8月消費者信頼感も前月から低下した。9月にはメキシコ湾岸を襲った大型ハリケーンによるエネルギー供給問題も発生している。市場では2021年後半の成長率見通しをやや下方修正する動きがみられる。
- 他方、インフレ圧力は根強い。8月の消費者物価指数(CPI)は前年比+5.59%と6月(同+5.81%)からやや減速も、6か月連続でメキシコ中央銀行(Banxico)の目標レンジ(前年比+2%～+4%)を上回った。2021年および2022年の市場のインフレ見通しもじりじりと上方修正が続いている。
- こうした中、Banxicoは30日、政策金利(翌日物金利)を25bp引き上げて4.75%とすることを決定した。利上げは6月以降、3会合連続。今会合では4名の委員が利上げを主張したが、前会合から1名増えた格好だ。1名は据え置きを主張した。引き続き、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。また、同行は2021年10～12月期のインフレ率見通しを前年比+6.2%と従来見通し(同+5.7%)に上方修正した。消費者物価指数(CPI)が目標値に落ち着いてくる時期も2023年後半との見通しを示し、前回会合時点(2023年1～3月期)から後ずれさせた。
- 実需面からは短期的にMXNの強含みを、中長期的にはその巻き戻しを想定する。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よう。ただし、米金利が動き始めればその効果は縮小する。また、一時的に黒字化している経常収支も経済正常化(輸入増)で赤字への回帰が予想される。拡大が期待される直接投資にも不安が残る。9月に提出された歳出法案では、福祉やインフラ投資等への予算が増えたかわりに、産業政策や企業支援を担う経済省の予算は大幅にカットされた。現政権の国有企業優遇政策と規制強化を海外企業はどこまで容認できるのだろうか。
- かかる状況下、今後3か月のMXNの想定レンジは19.8～20.8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 1～9月(実績)	SPOT	2021年 12月	2022年 3月	6月	9月	12月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		6.3570 ~ 6.5793	6.4448	6.50	6.53	6.55	6.58	6.60
香港ドル (HKD)		7.7510 ~ 7.7946	7.7859	7.78	7.79	7.80	7.81	7.82
インドルピー (INR)		72.269 ~ 75.651	74.238	73.6	76.8	76.0	75.6	73.8
インドネシアルピア (IDR)		13865 ~ 14628	14313	14380	15050	14780	14600	14400
韓国ウォン (KRW)		1080.08 ~ 1192.52	1184.08	1190	1190	1200	1210	1220
マレーシアリングギ (MYR)		3.9957 ~ 4.2450	4.1862	4.14	4.38	4.22	4.14	4.12
フィリピンペソ (PHP)		47.615 ~ 51.133	51.014	50.6	51.4	50.7	49.6	48.7
シンガポールドル (SGD)		1.3157 ~ 1.3693	1.3578	1.34	1.37	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)		27.483 ~ 28.663	27.816	27.9	28.1	28.3	28.5	28.7
タイバーツ (THB)		29.84 ~ 34.00	33.67	32.6	33.8	33.0	32.2	31.6
ベトナムドン (VND)		22734 ~ 23164	22761	22680	22950	22850	22700	22700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		71.5530 ~ 78.0400	72.7210	75.00	76.00	74.00	77.00	76.00
南アフリカランド (ZAR)		13.4122 ~ 15.6625	15.0654	15.80	16.50	16.00	16.40	16.70
トルコリラ (TRY)		6.8974 ~ 8.9577	8.8878	9.10	9.40	9.50	9.80	10.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		4.8942 ~ 5.8789	5.4430	5.00	5.10	5.20	5.35	5.20
メキシコペソ (MXN)		19.5494 ~ 21.6357	20.6294	20.00	19.90	20.10	20.30	20.50
対円								
エマージングアジア								
中国人民元 (CNY)		15.731 ~ 17.339	17.308	17.38	17.46	17.56	17.63	17.73
香港ドル (HKD)		13.233 ~ 14.393	14.305	14.52	14.63	14.74	14.85	14.96
インドルピー (INR)		1.402 ~ 1.521	1.500	1.54	1.48	1.51	1.53	1.59
インドネシアルピア (100IDR)		0.732 ~ 0.784	0.778	0.786	0.757	0.778	0.795	0.813
韓国ウォン (100KRW)		9.210 ~ 9.910	9.406	9.50	9.58	9.58	9.59	9.59
マレーシアリングギ (MYR)		25.548 ~ 26.906	26.738	27.29	26.03	27.25	28.02	28.40
フィリピンペソ (PHP)		2.136 ~ 2.310	2.194	2.23	2.22	2.27	2.34	2.40
シンガポールドル (SGD)		77.79 ~ 83.15	82.03	84.33	83.21	85.19	87.22	88.64
台湾ドル (TWD)		3.655 ~ 4.028	4.017	4.05	4.06	4.06	4.07	4.08
タイバーツ (THB)		3.264 ~ 3.561	3.308	3.47	3.37	3.48	3.60	3.70
ベトナムドン (10000VND)		0.4446 ~ 0.4923	0.4890	0.50	0.50	0.50	0.51	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル (RUB)		1.364 ~ 1.542	1.532	1.51	1.50	1.55	1.51	1.54
南アフリカランド (ZAR)		6.657 ~ 8.181	7.395	7.15	6.91	7.19	7.07	7.01
トルコリラ (TRY)		12.411 ~ 15.265	12.522	12.42	12.13	12.11	11.84	11.70
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル (BRL)		18.478 ~ 22.632	20.461	22.60	22.35	22.12	21.68	22.50
メキシコペソ (MXN)		5.018 ~ 5.624	5.399	5.65	5.73	5.72	5.71	5.71

注: 1.実績の欄は 2021 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 1 日の 7 時 25 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(10 月 1 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。