

2022 年 8 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:世界景気の減速懸念が高まる	2
中国:ゼロコロナ政策という足枷	3
インド:大きな買い要素が見当たらない INR	4
インドネシア:BI は利上げを見送り	5
韓国:利上げ幅拡大に踏み切った BOK	6
マレーシア:原油価格の下押しにも警戒	7
フィリピン:緊急利上げを通じたインフレ抑制を急ぐ	8
シンガポール:2 度目の臨時会合を実施した MAS	9
タイ:国内よりも外部環境に揺れる THB 相場	10
ロシア:買い需要>売り需要の構図は変わらず	11
南アフリカ:計画停電は重石だが実質利回りは魅力	12
トルコ:当面 TRY じり安以外の展開は見込み薄	13
ブラジル:BCB は今次利上げ局面の終了を模索	14
メキシコ:Banxico は大幅利上げ継続の方針	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：世界景気の減速懸念が高まる

マーケット・エコノミスト

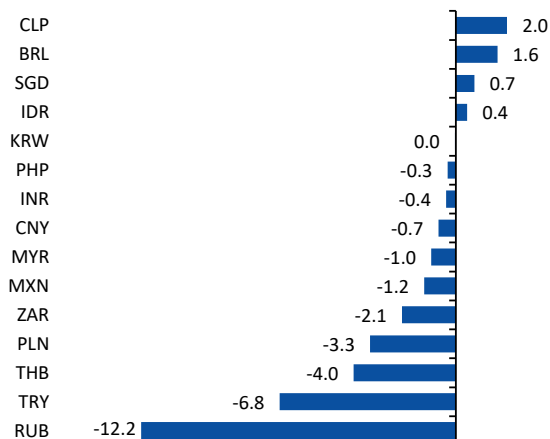
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

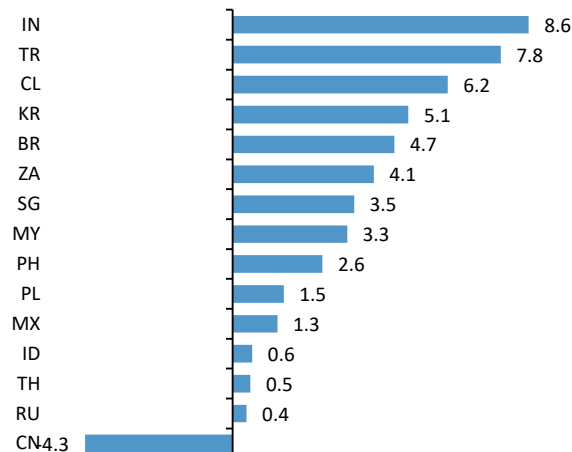
- 7 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.3%と小幅続落。1668 台で取引を開始すると、月半ばにかけて同指数は 1639 台まで下げ、年初来安値を更新した。中国における感染再拡大の動きや米金融引き締めへの懸念が高まった。月後半は、米インフレ期待の反落や景気減速懸念を背景に、リスクテイクの動きが再開。同指数は 1645~1655 でもみ合いに移行。FOMC を経て一段高となり、1661 台で月末を迎えた。東欧通貨のほか、THB や ZAR、MYR、TWD、INR、PHP、KRW、IDR が年初来安値を更新した。
- 7 月 FOMC は前回同様 75bp の利上げとなった。6 月消費者物価指数 (CPI) の加速に 100bp の利上げが一時警戒されるも、消費者のインフレ期待反落に救われた。他方、米 4~6 月期実質 GDP は前期比年率▲0.9%と 2 四半期連続のマイナス成長、7 月 PMI も下振れた。6 月個人消費支出 (PCE) デフレータや 4~6 月期雇用コスト指数の上振れたものの、米金利の頭打ち感はむしろ強まっている。市場の視線は 2023 年以降の米国の景気後退と利下げにある。
- 景気先行き懸念は米国にとどまらない。IMF は最新の世界経済見通しで、世界的なインフレ高進と金融環境のタイト化、予想以上の中国景気の減速、ウクライナ危機に伴う負の影響を指摘。世界経済の成長率を 2022 年に前年比 +3.2%、2023 年は同+2.9%と従来 (いずれも同+3.6%) から下方修正した。一般的に、世界経済の成長率が 3%を下回ると、警戒レベルにあるとみなされる。
- また、IMF はこの見通しのリスクは圧倒的に下方に傾いているとした。ロシアからのエネルギー供給の下振れやインフレ期待の高止まり、債券利回りの上昇が現実化すれば、成長率はそれぞれ同+2.6%と同+2.0%まで低下するという。
- 世界景気の減速は新興国通貨にとっては逆風となる。ただ、上述の下方修正が先進国や中国中心であることには留意。実際に、今後、インフレ抑制 (≒通貨安抑制) の政策余地が見出せる新興国は少なくない。米金利の頭打ち感が出てきた中で、そうした国の通貨は相対的な底堅さをみせると期待したい。
- もともと、ECB が利上げに踏み切ったように、世界的な金融環境のタイト化は今後も進む。この点、コロナ禍での金融相場 (ドル安相場) の巻き戻しには注意したい。中国とともに当時、資金流入を膨らませたのが資源国だ。世界景気の見通し悪化から銅など非鉄金属価格は昨年水準を下回ってきた。一方、ウクライナ危機の長期化懸念が根強い中、エネルギーや食糧の価格は前年水準を依然上回る。金融政策の動向のほか、この辺りも選別材料とされそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2022 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 (2022 年 7 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:ゼロコロナ政策という足枷

マーケット・エコノミスト

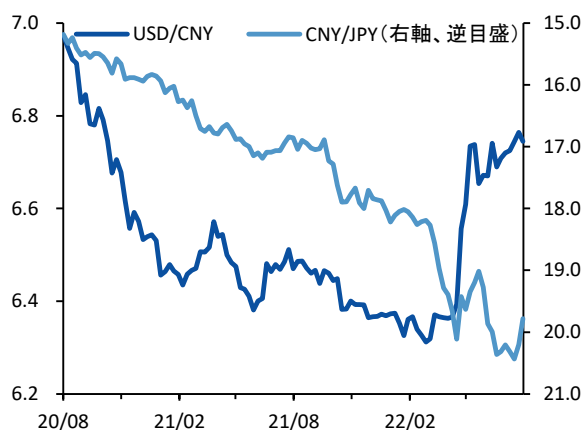
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

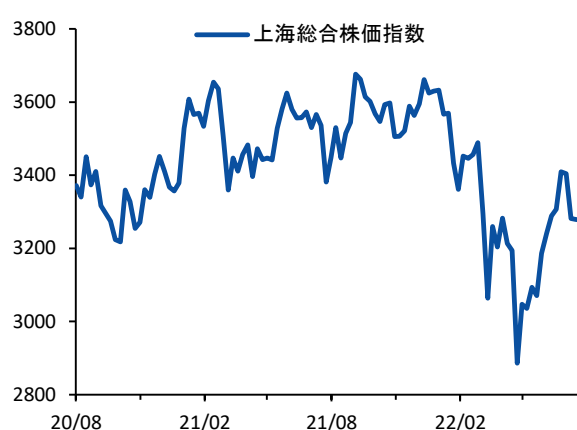
- 7月のCNYは前月比で小幅続落。月初に6.69台で取引を開始すると、月半ばにかけて弱含み、一時6.77近くまでCNY安が進んだ。国内の感染再拡大や米金融引き締め加速観測が背景。月後半のCNYは概ね6.73~6.77で推移も、感染再拡大を巡る懸念に一時6.77超えもみられた。月末にかけては、FOMCを経てのドル安を支えにCNYは反発。6.74台で取引を終えた。
- 4~6月期の実質GDPは前期比▲2.6%と市場予想(同▲2.0%)を下回った。年初来ベースでは前年比+2.5%と、政府が掲げる成長率目標(同+5.5%前後)の達成はさらに遠のいた。事実、7月の中央政治局会議で示された下半期の経済運営方針では、従来強調していた「目標達成」に触れなかった。IMFも同国の2022年成長率見通しを前年比+4.4%から同+3.3%へ下方修正した。
- 落ち込みが目立ったのが民間消費である。国内外に衝撃を与えた上海市のロックダウン(3月28日~5月末)に限らず、ゼロコロナ政策に伴う行動規制が今なお各地で続く。消費・ビジネス機会は著しく失われ、雇用にも波及、消費マインドが悪化するという悪循環に陥っているようだ。当局に軌道修正の様子はうかがえない。秋の党大会を経て3期目入りする習主席の下、少なくとも中国製の有効なワクチンが開発・普及するまでは、さらに強化される可能性すらある。
- ゼロコロナ政策は、政府が挺入れようとしている不動産市場にも影を落とす。行動規制や雇用見通しの悪化に住宅購入需要は伸び悩む。住宅販売は年初来ベースで前年比▲31.8%、不動産投資も同▲5.4%と落ち込みをみせる。不動産開発会社の資金繰りが悪化、工事が滞る事態に、未完成の住宅の購入者がローン返済拒否で抗議する動きも報じられる。ある種の混乱状態といえよう。
- そして、不動産市場の低迷は、地方政府の財政を脅かす。保有する土地使用権の売却で地方政府は歳入の約1/3を賄うはずが、上述の状況下で穴が生じているようだ。インフラ投資は地方専項債で賄うとしても、PCR検査等のゼロコロナ対応を迫られる中、他の歳出を絞る地方政府も出てきた。期待が高まる特別国債の発行による追加景気対策の効果も、ある程度相殺してしまいそうだ。
- こうした中、CNYの支援材料としては、米金利の頭打ち感から金利面からの圧力が和らいだことと、実需面では内需の弱さゆえの貿易黒字の拡大が挙げられよう。とはいえ、ロックダウン再開やそれに伴う中国景気の下振れリスクを考慮すれば、依然としてCNY安方向にリスクは傾いていると考えておきたい。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.60~6.95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:大きな買い要素が見当たらない INR

マーケット・エコノミスト

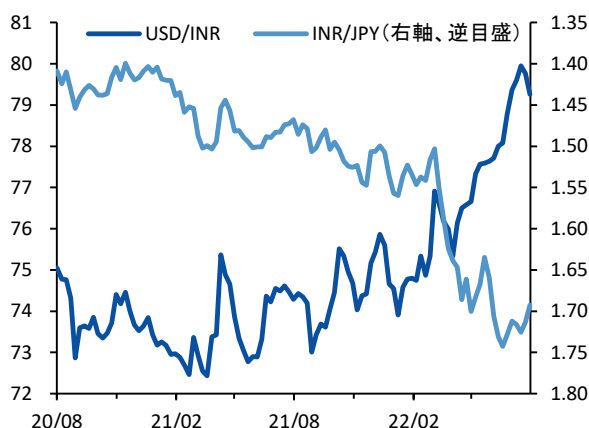
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のINRは一時80台を記録し、断続的に史上最安値を更新する展開となった。月初、79台前半で取引を開始。上旬は世界経済減速懸念の中でドル高が進行。中旬にかけても米国の強いインフレ状況やロシアと欧州間での天然ガス供給停止の可能性が浮上し、ドル高は加速した。中旬以降もリスク心理の改善は見られずINRは一時80台に乗ったが、中央銀行の介入があったと見られ80を挟んだ推移になった。下旬はFOMCを控えて小動きだったが、FRBの利上げ幅が75bpsであったこと、その後の米4~6月期GDPの軟調な結果にドルは手放されINRは79.80台まで値を戻すこととなった。
- 7月下旬に改定された春季世界経済見通し(WEO)では世界経済の成長率予想のほかインドの予想もまとまった幅で下方修正された。22年の成長見通しは前年比+7.4%、23年は同+6.1%と共に▲0.8%ポイント下方修正された。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.0%となり、5月から横ばいの推移となった。政府による輸出制限や減税・補助金の設定も続くが、前月比では+0.9%と増勢を維持している。8月にはインド準備銀行(中央銀行、RBI)が金融政策会合を予定しており、インフレ目標(+2.0~+6.0%)を上振れている以上、前回と同程度(50bps)の利上げを継続すると予想される。
- 8月のINRに関しては軟調な動きを予想する。各国中銀はインフレ抑制と対ドルでの通貨下落をけん制する格好で引き締めを継続しており、それが景気減速懸念とともにリスク心理の悪化を招いている。インドは経常赤字が常態化するほか、コロナ禍の財政出動で財政赤字の規模も増えており、リスクオフ時には手放されやすい通貨である。かかる中、国内でもインフレと景気減速が警戒されており、先行き期待の買いも入りにくい状況である。
- 現状では中央銀行の外貨規制緩和やより直接的な動きとなる為替介入が数少ないINR高要因となっている。INRのアップサイドリスクとしてはむしろドル高の調整に起因する場合が考えられる。米国の経済指標も個人消費や住宅市況をはじめ弱含みつつあり、こうした結果を悲観して米国の景気後退を見越した売りが一時的に出ることも想定される。また、9月以降のFRBの政策指針は今後のデータ次第であることも示唆されており、インフレの推移も昨年のベース効果が徐々に解消されると見られる。年末までの金融政策を展望する上で、8月のジャクソンホール経済シンポジウムでのパウエルFRB議長の情報発信は必然的に関心度が高まるはずである。

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:BI は利上げを見送り

マーケット・エコノミスト

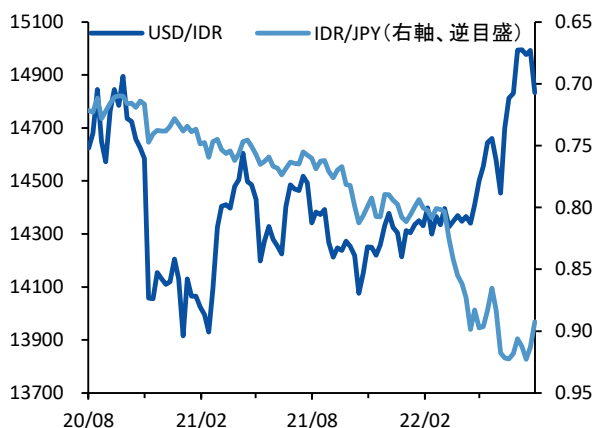
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

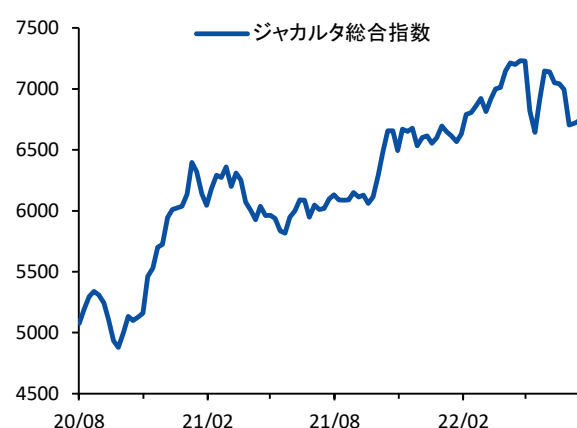
- 7月のIDRは狭いレンジでの値動きとなった。月初、14900台で取引を開始。上旬は世界的なインフレの高進と中央銀行の金融引き締め動きからリスク心理が悪化し、じり安となった。中旬には米国の強いインフレが確認されたが、6月貿易収支が堅調さを維持し、下げ幅は限定的となった。中旬以降は、FRBの利上げ幅拡大を織り込む動きに一時月安値の15000台を記録したが、実際には75bpsの利上げ幅を維持したことでドル高にも調整が入り、月末時点でIDRは月初とほぼ同水準まで値を戻した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は20~21日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに17回連続で3.50%に据え置いた。引き続き、BIが16年に7日物リバースレポレートを主要政策金利とした以降では過去最低の金利水準となっている。
- 今後の政策指針については今後保有国債の売却などを通じ短期金利の利回りを引き上げるほか、輸入物価上昇を背景としたインフレを抑えるべくIDRの安定化により一層注力するとの姿勢を示した。その一方で、BIの世界景気減速へのリスク認識は根強く、可能な限り景気支援にも配慮することを示唆した。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.4%と17年6月以来の水準まで上昇した。この結果、BIの定める目標レンジ(+2.0~4.0%)の上限を上振れた。内訳を見ると食品やエネルギー関連の項目での騰勢が目立ち、インフレはあくまで需要面ではなく供給面での要因によるものとしている。なお、コアCPIも同+2.6%と2%台半ばでの推移が継続しており、コアCPIについては管理可能な水準にあるものとしている。こうした中で、22年CPIの見通しを従来の前年比+4.2%から同+4.5~4.6%へと小幅に引き上げたが、コアCPIや23年の物価見通しに関してはBIの目標レンジに収束すると総括した。
- IDR相場に関しては、上値の重い動きが続いている。国内のファンダメンタルズの改善は段階的に進んでいる一方で、景気減速懸念を起因とした市場のリスク心理の悪化が為替市場にも及んでいる印象がある。商品価格の高止まりによる安定的な貿易黒字の計上とBIによるIDRの安定化政策もあり、周辺国と比較して下げ幅は抑えられている状況にはあるが、FRBは利上げを継続していることで、両国の金融政策のスタンスの差を意識した取引が継続する展開となりそうだ。本欄ではBIは7~9月期に一度、利上げを実施する想定ながら、IDRはその間、ドル高に押されるものと予想する。

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: 利上げ幅拡大に踏み切った BOK

マーケット・エコノミスト

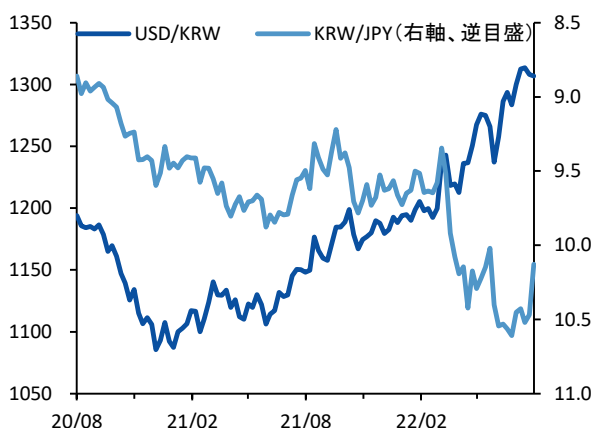
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

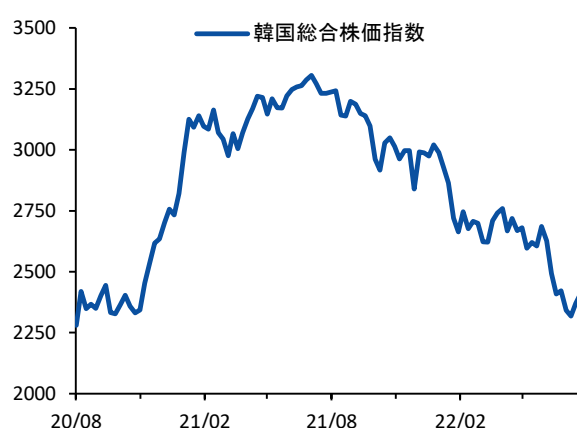
- 7月のKRWは前月比で続落。1287台で取引を開始すると、中国経済や米金融引き締めを巡る警戒感からKRWは下落。月半ばには2009年4月以来となる1326台まで売られた。その後は、米株反発や米韓通貨スワップ協定締結を巡る期待感を支えに、KRWは1302台まで一時持ち直した。下旬は1306～1316でもみ合う展開。米FOMC後は持ち直し、1299台で月末を迎えた。
- 韓国の4～6月期実質GDP(速報値)は前期比+0.7%と1～3月期(同+0.6%)から加速した。行動規制の緩和を背景に民間消費(寄与度+1.4%pt)の伸びがけん引した。ただ、中国のゼロコロナ政策の影響から輸出(同▲1.4%pt)が大きく落ち込んだほか、その余波で設備投資(同▲0.1%pt)も2四半期連続で減速。足許では変異種の感染拡大がみられるほか、今後は金融引き締め効果や外需減速が予想される中で、成長率見通しは下振れ含みと考えたい。
- 他方、インフレの勢いは衰えていない。6月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.0%と前月(同+5.4%)から大きく加速、1998年11月以来の水準に達した。コアCPIも加速しており、物価上昇の広がりがうかがえる。また、6月の消費者サーベイによると、12か月後に予想するインフレ率(平均値)が前年比+3.9%と前月(同+3.3%)から大きく加速。単月の変化幅としては、統計で遡れる2008年以降で最大、水準としては2012年4月以来の結果となった。
- インフレ高進とその広がり、インフレ期待の上昇に歯止めをかけるべく、韓国銀行(BOK)は13日、政策金利(7日物レポ金利)を50bp引き上げ2.25%とした。李総裁は会見で、今後は25bpずつの利上げが望ましいとしたほか、2022年末には政策金利が2.75～3.00%まで引き上げられるとの市場の織り込みも合理的と述べた。次回会合(8月25日)における25bpの追加利上げが示唆される。
- もともと、50bpの利上げが続く可能性は残る。理由はKRW安だ。李総裁は会見で、KRW安がもたらすインフレ圧力を政策上考慮していると述べた。KRW相場を巡っては、貿易赤字という実需面からの逆風が続く。今後も資源高による輸入増、世界景気の減速に伴う輸出伸び悩み、半導体需要の勢い鈍化も懸念される。米韓通貨スワップ協定は、KRW安に歯止めをかけるとして韓国内で期待が高まるも、再締結にめどが立っているわけでもない。能動的に通貨安(≒インフレ圧力)を抑制しようとするれば、相応の追加利上げが必要となろう。
- 実需面からのKRW安圧力を、利上げや当局の介入で和らげるという状況は続きそうだ。KRWの今後3か月の想定レンジは1280～1350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:原油価格の下押しにも警戒

マーケット・エコノミスト

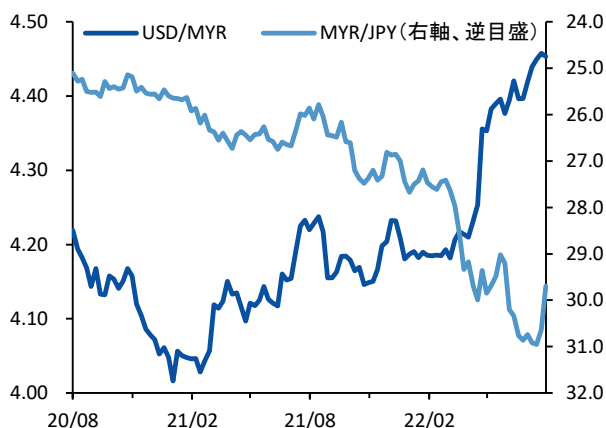
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

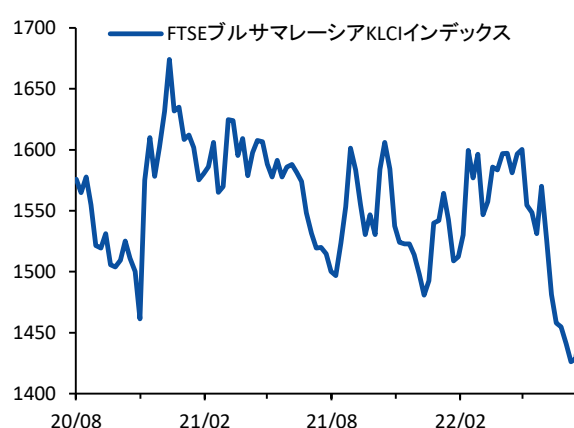
- 7月のMYRは一時アジア通貨危機以来となる4.45台を記録した。月初4.40台で取引を開始。上旬は世界景気減速懸念に伴うリスクオフ相場の中で、MYRは軟調に推移。中旬は米国の6月消費者物価指数の結果を受けてドル高が進行、市場では一時FOMCでの100bpsの利上げを見込む動きが出てドルの選好が続いた。中旬以降も上値の重い推移が続き、資源価格の下押しもありMYRはFOMC直前に月安値の4.45台を記録。FOMC後はタカ派加速を織り込んだドル高に調整が入り、MYRは小幅に値を戻した。
- マレーシア中銀(BNM)は6日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を25bps引き上げて2.25%とした。BNMは前回5月会合で利上げを再開して以降、2会合連続での利上げを実施することとなった。国内経済は順調な回復を見せインフレ動向も周辺国と比較して穏やかな水準に留まるが、世界経済の減速懸念が熾り新興国通貨全体が軟調に推移する中で、景気にも配慮した姿勢も見せた。商品価格もややピークアウトの兆候を見せる中、MYRの実需が弱まることを視野に入れ、MYRの安定を目指す方針を示した。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.4%と5月の同+2.8%から加速し、BNMの予想レンジ内(同+2.2~+3.2%)を上振れる格好となった。また、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+3.0%の推移となり、7か月連続で騰勢を強めた。需要・供給の両面からインフレ圧力は強まる状況にあり、既に政府は補助金の割り当てや現金給付などの対応を実施しているが、金融政策面においてもBNMもそのペースを見ながら年内残りの会合で段階的に利上げを進めていくと予想される。
- 8月のMYRの動向についてはリスク心理の悪化に押される展開を予想する。インフレ抑制を意図した各国中銀の金融政策正常化の先には景気減速が待ち受ける見込みが強まっている。この前提の下では、需要は抑制されこの動きは商品市場にも及ぶと考えられる。資源価格の動向は貿易黒字の源泉となっていた資源輸出にも影響し、マレーシアの貿易黒字を縮小させる展開も想定される。貿易黒字にピークアウトの兆候が出ているのは内需拡大に伴う輸入増加だけではない点は大きな論点となりそうだ。このほか、FRBのタカ派傾斜の状況、ゼロコロナ政策の長期化に伴う中国経済の動向にも注意が必要だ。MYRを取り巻く環境は厳しさを増している印象があり、内需をドライバーとした景気回復が待たれる状況である。

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: 緊急利上げを通じたインフレ抑制を急ぐ

マーケット・エコノミスト

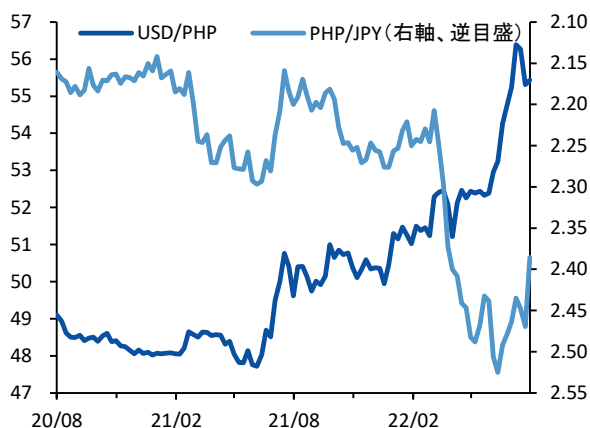
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

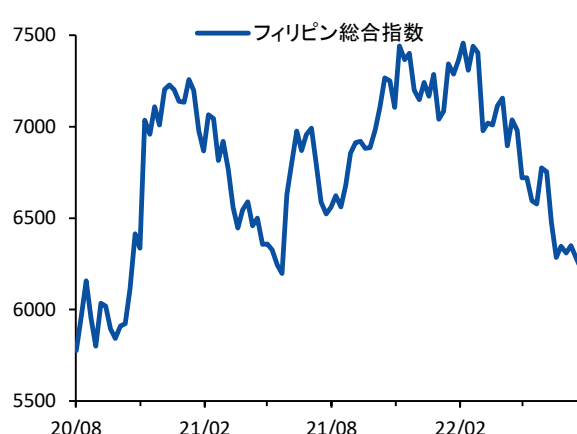
- 7月のPHPは上値の重い展開。月初、55付近で取引を開始し、上旬はリスク心理の悪化や国内経済の減速懸念が嫌気されて、05年以来となる56台を記録。中旬にかけても米国の強い物価動向や利上げペース加速を織り込む動きに月安値となる56.40台を推移した。これを受けてフィリピン中央銀行(BSP)は緊急利上げを実施したことでPHP安は一服。下旬にかけては、米金利の下落とともに徐々に値を戻す展開、FOMC通過後は前回同様75bpsの利上げとなったことでドル高にも調整が入り、月末では55台後半での取引となった。
- BSPは14日、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の2.50%から3.25%へ引き上げた。利上げ幅も50bpsから75bpsに拡大した。声明文では、インフレ圧力が強まっていることを確認した上での対応としており、今回決定は予定されていた8月の金融政策会合での対応を前倒したものと見られる。景気への影響についても内需を中心に回復の兆候が見えており、フィリピン経済は今回の金融引き締めにも耐え得ると言及された。
- 5日に公表された6月CPIの結果は前年比+6.1%と5月の同+5.4%から更に加速した。内訳をみるとCPIの構成割合の約4割を占める食料品価格やエネルギー価格との関係性の大きい光熱費や輸送費の上昇も継続している。こうした状況下、7月に就任したメダラ新総裁は上昇が続くインフレとインフレ期待には金融政策の引き締めが求められると判断したと述べ、追加利上げを前倒しで実施したと見られる。加えて、物価安定を目指す上で今後更に必要な行動をとるとも発言し、追加引き締めにも積極的な姿勢を見せた。
- PHPは7月も断続的に安値を更新する展開が継続した。各国中銀の金融引き締めの加速に伴う景気減速懸念の高まりによってリスク心理の悪化が新興国通貨全体の重しとなっていることに変わりはない。需給面を見ても直近の5月貿易収支は▲56.8億ドルと統計で遡れる限りでは最大の赤字となっており、こういった状況が一転するとは考えにくい。景気の本格回復が見込まれるのも7~9月期の後半以降を想定される中、PHP側の要因で市況が変わる地合いにはない。一方で、ドル側では7月FOMCにて75bpsの利上げが実施されたものの、米金利は短期・長期ともに伸び悩んだ。徐々に市場でも金融引き締めによる景気への影響を考慮する動きが出ていると見られる。8月はジャクソンホール経済シンポジウムを控えており、9月以降の金融政策に係る情報発信があればそれがタカ派であれハト派であれ、大きな相場要因となりそうだ。

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:2度目の臨時会合を実施した MAS

アジア・オセアニア資金部

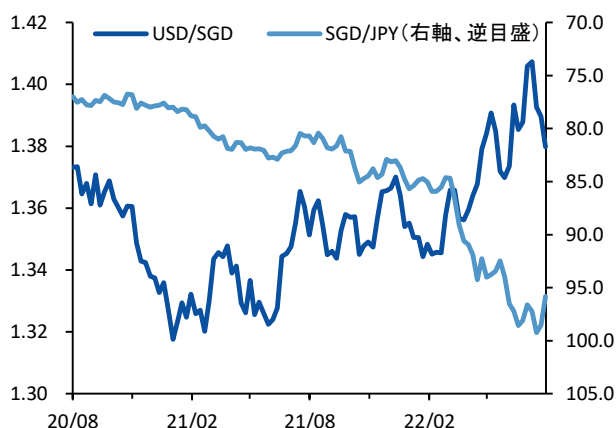
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

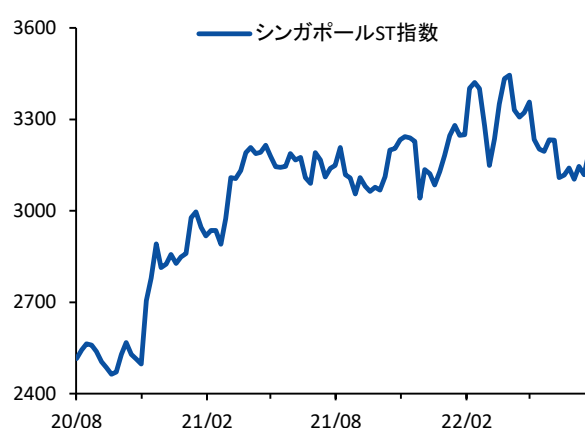
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は14日、臨時の金融政策会合を開催し、金融引き締めを決定した。具体的には S\$NEER(名目実効為替レート)の政策バンドの中央値を実勢水準まで上げることとなった。4月の定例会合による政策見直しのほか、今年は1月、7月に臨時の引き締めを実施している。特に2度にわたる政策バンドの中央値引き上げは、MASがひとときワカ派に傾斜していることの証左と言えるが、だからといって、ドル高が無条件に覆るわけではないというのが本欄での見解である。
- 周知の通り米国ではインフレ高進が継続し、FRBはワカ派姿勢を取っている。米国以外を見ても類似した状況となっており、他方では不思議にも示し合わせたようにリセッション懸念(米国よりむしろ米国外で)が高まっている。反射的に安全を求めてドルの選好が強まっていると思われる。FRBの金融政策と22年に本格的な景気回復を見込んでいたASEAN経済への期待が腰折れすることで、ASEAN通貨安となれば、それはSGDにまで及ぶ可能性がある。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.7%と5月の同+5.6%から+1.1%pts上昇し、コアCPIは同+4.4%で5月から+0.8%pts上昇とシンガポールのインフレも加速している。インフレによりSGDの実質金利が低下すれば、これもドルの支援材料となるかもしれない。仮に米国のインフレが早々にピークを打てばその可能性も高まる。一方、シンガポールでは、輸入食品と燃料の値上がりを背景に物品・サービス税が上昇し、インフレのピークアウトが遅れる懸念もある。
- MASは成長・インフレに適したS\$NEER水準を保つための予防的引き締めを示唆している。10月にはさらにスロープの傾斜が強まることは確実と思われるが、S\$NEERも高位を維持しており、政策バンド内でS\$NEERが即時に上昇する余地は限られる。更に世界景気減速懸念が高まれば、MASは国内景気にも配慮する必要が出てくるだろう。MASの7月の臨時の引き締め以降SGDは対ドルで値を戻す格好となっているが、S\$NEERの動きと前述したドルの選好が強まりやすい相場動向を踏まえれば、SGDの上昇余地は限られそうだ。
- こうした見通しは年末までの継続するものと予想される。その後、FRBのワカ派姿勢の弱まりとともにドルが軟化すると、SGDは持ち直すことが考えられる。しかし、来年以降にSGDが回復するという予測は、世界経済の回復見通しではなく、米ドル軟化を前提としている。SGDのボラティリティとダウンスайдリスクは引き続き潜在し、これが為替相場展望を難しくしている状況だ。

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: 国内よりも外部環境に揺れる THB 相場

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

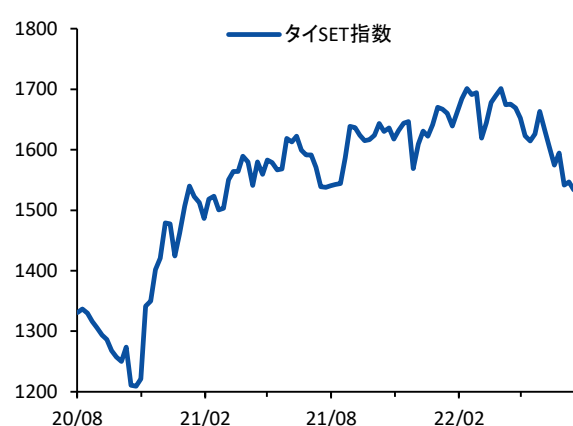
- 7 月の THB は 06 年以来の安値を記録した。月初 35 台前半で取引を開始。上旬は欧米諸国の景気減速懸念が燃る中、リスクオフ地合いとなり軟調に推移。中旬にかけても米国の強い物価動向や利上げペース加速を織り込む動きに 36 台後半までじり安となった。下旬にかけては、米金利の下落とともにドル買いの動きも落ち着き、37 を手前に小動きに。FOMC 通過後は前回同様 75bps の利上げとなったことでタカ派傾斜の加速を織り込んでいたドル買いが反転する格好となり、THB は小幅に値を上げる展開となった。
- IMF は 7 月下旬に春季世界経済見通し(WEO)を改定した。インフレの高進に伴う家計購買力の低下や金融政策の引き締めを要因として、広い地域で成長率予想は下方修正された。ASEAN 地域については前年のデルタ株拡大による景気下押しの影響が強く、今年にかけて行動制限措置が緩和に向かったこともあり 22 年の成長見通しは前年比+5.3%と 4 月から据え置かれた格好となった。23 年については ASEAN 地域において中央銀行の金融政策の正常化が実施されるとの見通しから同+5.1%と 4 月から▲0.8%ポイント下方修正された。
- 6 月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.7%と約 14 年ぶりの伸びを記録した。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコア CPI についても同+2.5%と 12 年以來の水準を記録したほか、タイ中央銀行(BOT)の目標レンジ(+1.0~+3.0%)の上限に近づきつつある。エネルギー価格上昇、供給制約、THB 安が輸入物価上昇に直結する状況は継続している。
- タイ下院は 23 日、プラユット首相ら閣僚 11 人に対する不信任決議案は否決された。国内では防疫対策の成果に対する批判や王室改革を求めて断続的にデモが発生しており、野党側が揺さぶりを欠けた格好となったが 4 度目の今回も採決されなかった。なお、現政権は 23 年 3 月に任期満了を迎え、同年の 5 月までに総選挙が実施される予定となっている。
- 8 月の THB は上値の重い展開を予想する。8 月は BOT が金融政策会合を実施するが、7 月の時点では BOT は足許のインフレ動向を踏まえれば政策金利を段階的に引き上げる必要があるがその時期は依然として検討が必要として、利上げ時期を明言はしていない。同時に中国経済の正常化の遅れが観光業をはじめタイ経済にも波及する懸念を示しており、大きく金融政策を転換するとは考えにくい。引き続き THB 相場は各国の金融政策の動向や景気減速懸念に揺れる状況が続くと考えたい。

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: 買い需要 > 売り需要の構図は変わらず

シニア為替ストラテジスト

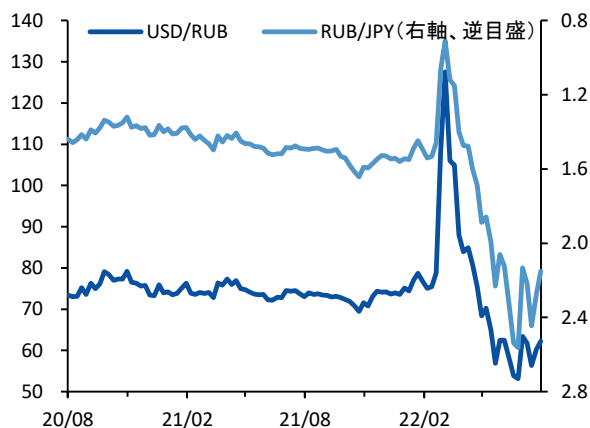
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 7月のRUBは、月初、対USDで本格的なRUB調整安を見たものの、その後はほぼ一貫した堅調推移。それでも、6月につけたウクライナ開戦(2月末)以降の戻り高値(6月29日の51.00)を更新することなく、20日につけた54.07を局面の高値に、月末に掛けては軟調に転じた。
- 5日に前後したRUB急落の要因には、①独5月貿易収支の31年ぶりの赤字転落(4日)や前後して広がった独燃料企業破綻(債務不履行)観測などを材料としたEUR/USDの急落にけん引されたUSD全面高 ②世界景気減速懸念の広がりを受けた原油価格急落が挙げられた。
- 或いは、6月末(30日)にロシア中銀(CBR)が発表した、居住者の外貨購入上限引き上げ(15万ドル/月→100万ドル/月)を受けた外貨買いが、この局面でRUBを押し下げた可能性も考えられなくはなかった。
- 8日発表されたロシア6月CPIは、5月の前年比+17.10%から同15.90%に減速。ウクライナ開戦前の水準と比較すれば、引き続き大幅に高止まりした水準と言えたが、4月の同+17.83%からは、2か月連続の大幅減速。
- 物価減速は、ロシア景気(消費需要)減速の反映と受け止められた。22日実施されたCBR金融政策委員会が、市場予想の▲50bpを明確に上回る▲150bpの大幅利下げ(利下げ後8.00%)に踏み切ったのも、物価よりも景気に配慮した選択と受け止められた。
- 同時に、しかし、大幅利下げにはRUB高けん制という狙いもあったものと考えられる。上述、居住者の外貨購入制限の緩和も、同じ狙いと位置付けられよう。
- ペロソフ第1副首相は6月に「最適なRUB水準は対USDで70~80」と明言しているが、ここまでの経緯は、ロシア当局がRUB高を抑制・RUB安を誘導する有効な手段を持たない事実を浮き彫りにしてきたと言える。
- RUB高基調定着の背景は、西側諸国による制裁(燃料輸入制限)にもかかわらず、高騰する燃料価格を背景に輸出(額)の高止まりが続く一方、西側制裁やロシア国内需要低迷を要因に輸入(額)が大幅に低迷したままという構造。
- CBRはロシア貿易収支の発表を3月(に発表された1月指数)以降見送っているが、11日に発表されたロシア4~6月期経常収支(暫定値)は過去10年の平均の4倍前後に上る大幅黒字(+701億ドル)を計上。
- RUB高を抑制する有効な手段が存在しない以上、巨額のロシア経常黒字を背景に、RUB買い需要がRUB売り需要を上回る構図は当面変わりそうにない。

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: 計画停電は重石だが実質利回りは魅力

シニア為替ストラテジスト

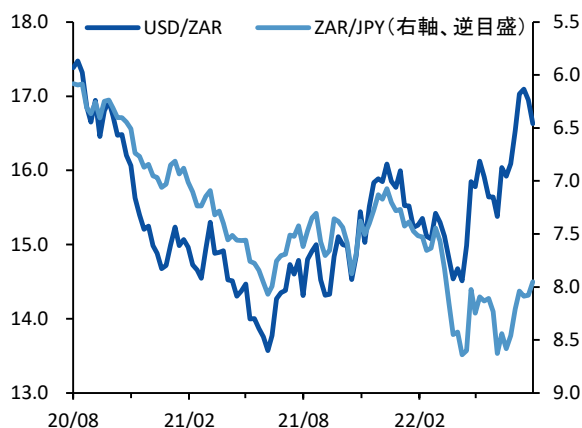
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 7月のZARは、対USDでほぼ一方的な急落が先行。14日までに23か月ぶりの安値を更新する17.3000まで下落。その後、底打ち、小幅反発を見せた。対円でも下押しが先行したものの、その下げ幅は限定的で、その後月末まで安値圏における横ばいに終始した。
- ZAR安の先行は、南ア長期金利上昇(南ア国債価格下落)と並行したが、これは米、ユーロ圏など主要経済の利上げが、新興経済から主要経済への投資資金回金(主要通貨で運用しても十分な利回りが得られるとの判断に基づく)を背景とした値動きと考えられた。
- また、昨年11月、今年5月と対USDで二番底を打った16.35前後の水準を明確に割り込んだことも、損失確定のZAR売り、新規ZAR売り仕込みを加速させるテクニカルな要因になったものと考えられた。
- 20日発表された南ア6月CPIは、前年比+7.4%と2009年5月来の高水準まで上昇した。前月の同+6.5%からの急伸だった上、6月同コア指数も市場予想を上振れる上昇を見せた。
- 物価上振れは、基本的には長期金利上昇を促す要因と言えたが、20日に前後して南ア長期金利は頭打ち。市場は、物価上振れを「南ア準備銀(SARB)に利上げ前倒しを促す(その結果将来に亘る物価が抑制される)」と受け止めた模様。実際に21日の金融政策委員会でSARBは市場予想の中央値を上回る75bp幅の利上げに踏み切った(利上げ後5.50%)。
- 天井を打ったとは言え、南ア10年国債利回りは未だ11%に前後する高水準を維持している。現行+3.6%という実質利回り(利回り-CPI)には相応の投資妙味が見出せるのではないかと。
- 25日にラマポーザ大統領が発表した南ア電力改革計画(とりわけ再生可能燃料に力点を置いた発電能力の拡充)は、その進捗の遅さに歯痒さは拭えないものの、計画自体は南ア経済の安定的に寄与し得ると前向きに評価できる。
- 現在までに、12月の与党アフリカ民族会議(ANC)党首選におけるラマポーザ大統領再選は勿論、党6役の大半がラマポーザ大統領派で固められるとの見方は広く共有されるようになっている。
- ラマポーザ大統領自身にかけられた汚職嫌疑の動向には引き続き留意が必要なもの、南ア政治の現状は、同国経済の今後にも、ランドにとっても、前向きに評価できる環境と言えよう。

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



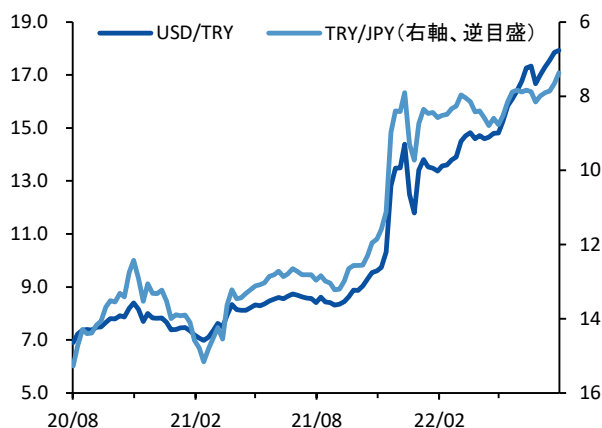
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 当面 TRY じり安以外の展開は見込み薄

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でほぼ一貫した軟調推移。対円では月央に掛けて反発する局面も見られたものの、これは円全面安の結果で、TRY側に反発要因があったとは思われなかった。
- 対USDでのTRY安にも、月央まではUSD全面高の色調が濃く出ていた。USD全面高をけん引したのはEUR/USD急落で、独5月貿易収支の31年ぶりの赤字転落(4日)や前後して広がった独燃料企業破綻(債務不履行)観測などがユーロ安を演出。TRYも対EURでは月央まで概ね横ばい推移を続けた。
- 従って、5日から6日にかけて観察されたTRY安の加速はUSD高の裏返しと位置付けることができた。
- 他にTRYが対USDで、穏やかながらも一方的な下落以外の値動きを見せたのは15日のTRY反発ぐらいだったが、この値動きも、また、EUR/USDにけん引されたUSD反落の裏返しで、前日(14日)、20年半ぶりにパリティ(1.00)を割り込んだ値頃感からの反動と考えられた。
- つまり、EUR/USD側の要因、円側の要因を除けば、この間、TRYは一方的な軟調推移を続けたことになる。TRY軟調の最大の要因は、トルコの構造的な貿易(経常)赤字、すなわち、燃料価格高騰を受けた輸入(額)の急拡大、及び世界景気低迷を受けた輸出の縮小と、同赤字ファイナンスに必要な同国向け対内投資の枯渇という組み合わせにあった。
- 対内投資の枯渇には、TRY空売りを封じたことによる投資・投機資金流入の枯渇の他、頻繁に変更される各種規制に伴う先行き不透明感、トルコ経済統計に対する不信感など、やはり構造的な要因があった。
- 経常赤字定着も、対内投資枯渇も、背景に構造的な要因がある以上、当面、状況が(TRY反発方向に)好転する可能性は見込み難い。
- 4日発表されたトルコ6月CPIは前年比+78.62%まで上伸したが、21日開催されたトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会は政策金利を14.00%に据え置いた。
- 来年6月に予定される大統領・議会選挙は、好転・暗転はともかく、こうした構造の抜本的な転換を期待する大きな転機になり得るものと見込む。
- 野党側は政権を取れば大統領制を議院内閣制に戻すことを主張しているが、そうなれば儀礼的な役職に戻るはずの大統領職を取るか、実質的な最高指導者となる首相の座を目指すか、野党側の思惑の交錯などもあり、経済の大幅失速にもかかわらず、現在までに選挙に向けた見通しは極めて不透明と言える。

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 は今次利上げ局面の終了を模索

マーケット・エコノミスト

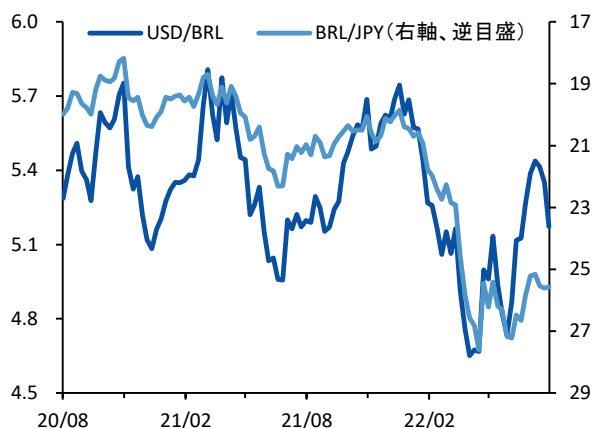
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 7 月、BRL は前月比で小幅反発。BRL は 5.28 台で取引を開始、上旬は中国景気の先行き不安に一時 5.46 台まで BRL 安が進んだ。その後 5.25 近くまで持ち直すも、米金融引き締め加速懸念から月半ばには 5.49 をトライ。下旬には欧米景気の減速懸念に 1 月以来となる 5.50 超えもみられた。月末にかけては商品市況の持ち直しもあり、急速に下落幅を縮小。5.17 台で取引を終えた。
- ブラジル経済省は 2022 年の実質 GDP 見通しを前年比+2.0%と 5 月時点見通し(同+1.5%)から引き上げた。同国の成長率見通しについては、IMF の最新見通しでも、同+1.7%と 4 月時点見通し(同+0.8%)から上方修正されている。
- 非製造業 PMI がデータを遡れる 2007 年以降で最高になるなど、サービス業の回復が目を見張る。10 月の大統領選で再選を目指すボウソナロ大統領は景気支援措置に積極的となっており、足許では低所得者層向けの現金給付の増額を決めたばかりだ。また、資源高は同国に恩恵をもたらすほか、供給懸念が根強いエネルギーと食料の代替調達先としての役割も期待されている。
- 他方、インフレ高進には一服の兆しもある。6 月消費者物価(IPCA)は前年比+11.89%と直近ピークの 4 月(同+12.13%)を下回る。ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイでも、2022 年の IPCA 見通しは 4 月第 1 週をピークに低下傾向にある。この点、ボウソナロ大統領が決めた燃料等に関する事実上の減税措置(6 月)や、水力発電を巡る追加料金の徴収終了(4 月)の影響はあろう。とはいえ、インフレとの闘いを進めてきた BCB には朗報に違いない。
- こうした中、BCB は今次利上げ局面の終了を模索していくことになろう。前回会合の声明文では、次回会合(8 月 3 日)における 50bp もしくは 25bp の利上げが示唆された。ちなみに、上述の市場サーベイ(7 月 22 日集計)の 2022 年末の政策金利見通しは 13.75%。現状の 13.25%から僅か 50bp のところにある。いずれにせよ、FRB が利上げを継続する中で、BCB は利上げ停止を迎えることになれば、BRL はドル高圧力の緩衝材を失うことになりそう。
- また、財政要因からの BRL 安圧力の高まりも警戒される。上述の財政出動であれ減税であれ、政府の負担の下に行われる。大統領選を巡る各種世論調査ではルラ元大統領が大きくリードする。その支持基盤を切り崩そうと、ボウソナロ大統領が追加措置に動きかねない。それでも、ルラ元大統領が勝利し 2023 年以降のブラジル財政への不安が高まる、というのが最悪のシナリオだろう。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.50~5.80 としたい。

図表 23:ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボエスバ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: Banxico は大幅利上げ継続の方針

マーケット・エコノミスト

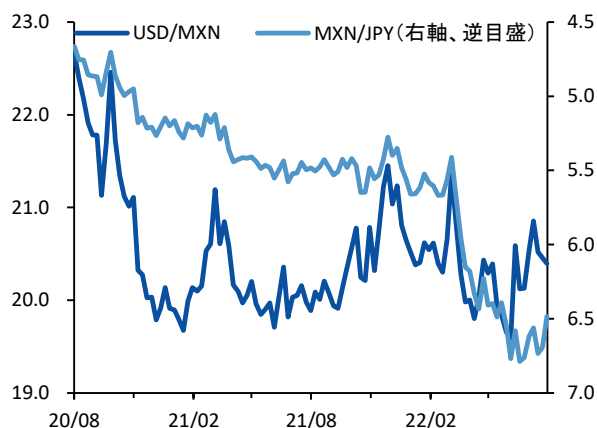
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

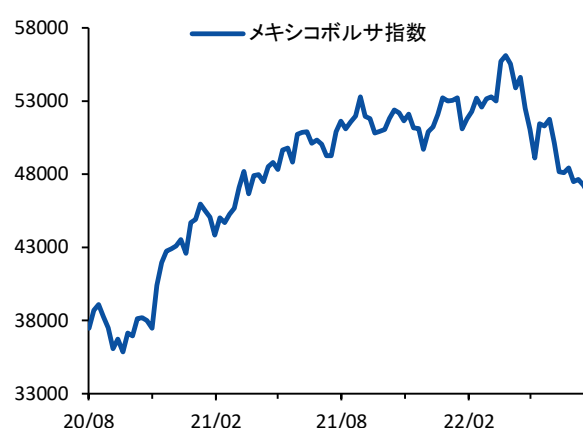
- 7 月の MXN は前月比で続落。MXN は 20.1 台で取引を開始、月半ばにかけてはリスク回避的な流れから、4 か月ぶりとなる 21.0 台まで MXN 安が進んだ。その後、米株の持ち直し等、リスク回避が和らぐと MXN は 20.3 台まで持ち直し。下旬は概ね 20.4~20.7 のレンジでの推移に移行した。米 FOMC を無難に通過すると、MXN は月末にかけて再び 20.3 台を試して取引を終えた。
- 4~6 月期実質 GDP(速報値)は前期比+1.0%と 1~3 月期から横ばい。行動規制緩和に伴うサービス業の持ち直しのほか、鉱業や製造業も持ち直しも寄与したとみられる。もともと、5 月経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は 3 か月ぶりに前期比マイナスに転じた。PMI も製造業、非製造業ともに 4 月を直近ピークに低下基調にある。景気回復の勢い自体は鈍化し始めているようだ。
- 他方、インフレ圧力は衰えていない。6 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.99%と再加速。直近ピークであった 4 月(同+7.68%)を上回った。コア CPI も同+7.49%と前月(同+7.28%)から一段と加速。インフレ圧力の拡がりが見え始める。そして、いずれも 7 月前半時点ではさらに加速している。政府が打ち出してきたインフレ抑制策(燃料補助金や食品価格抑制、肥料の無償供与、輸入関税一部停止等)の効果は、指摘されていた通り限定的のようだ。
- こうした中、メキシコ中央銀行(Banxico)は次回会合(8 月 11 日)で、政策金利(翌日物金利)を 8.50%へと 75bp 引き上げるとみられる。前回 6 月会合の声明文では、インフレを巡るリスクバランスが著しく(significantly)上方に傾いているとし、次回会合でも 75bp の追加利上げを検討していることを示唆していた。
- また、世界景気の減速懸念から市場にはリスク回避の動きがみられるほか、主要国では金融引き締め動きが強まっており、これらを背景とする通貨安が間接的なインフレ圧力となりうる点にも警戒している部分はあろう。実際、MXN が新興国通貨の中で相対的な安定感を維持している理由のひとつは、この利上げ継続方針が海外への投資資金流出を抑制している点にあらう。
- 一方、MXN の実需面では今後下振れも予想される。理由は米国景気の減速だ。メキシコは高水準の海外送金の流入が、貿易赤字をある程度相殺する構造だ。米国景気が減速すれば、前者は頭打ち、後者の赤字拡大で収支は一層悪化する。また、現政権による反民間企業、国有企業優遇の趣が強い経済政策を巡り、米国とカナダから協議を迫られている点にも注意したい。
- かかる状況下、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 19.8~21.3 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

		2022年 1～7月(実績)	SPOT	2022年 9月	12月	2023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)	6.3065 ~ 6.8125	6.7445	6.75	6.75	6.78	6.80	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8500	7.8496	7.85	7.85	7.84	7.83	7.82
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 80.064	79.263	80.5	78.8	76.2	75.3	74.4
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 15075	14834	15200	15000	14900	14650	14450
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1326.72	1299.34	1310	1320	1320	1330	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.1645 ~ 4.4620	4.4508	4.55	4.50	4.45	4.38	4.30
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 56.582	55.151	56.2	55.7	55.0	54.3	53.7
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.4097	1.3821	1.41	1.39	1.37	1.35	1.35
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 29.989	29.916	29.9	30.0	30.1	30.2	30.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 36.95	36.27	36.2	35.2	34.4	34.2	33.8
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 23441	23343	23440	23200	23100	23000	22900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	51.1250 ~ 177.2606	62.2385	58.0	62.0	65.0	67.0	70.0
南アフリカランド	(ZAR)	14.4025 ~ 17.3060	16.5956	16.0	15.0	14.0	14.5	15.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 17.9847	17.9211	18.0	18.5	19.0	19.5	18.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.5853 ~ 5.7239	5.1729	5.40	5.30	5.20	5.05	4.95
メキシコペソ	(MXN)	19.4136 ~ 21.4676	20.3800	20.7	20.8	20.8	20.9	21.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ~ 20.665	19.783	20.30	20.74	20.37	20.00	19.85
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 17.757	16.989	17.46	17.85	17.60	17.37	17.26
インドルピー	(INR)	1.491 ~ 1.747	1.692	1.70	1.78	1.81	1.81	1.81
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.928	0.898	0.901	0.933	0.926	0.928	0.934
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ~ 10.729	10.257	10.46	10.61	10.45	10.23	10.23
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ~ 31.362	29.884	30.11	31.11	31.01	31.05	31.40
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ~ 2.539	2.408	2.44	2.51	2.51	2.50	2.51
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ~ 99.70	96.50	97.03	100.86	100.44	100.44	100.30
台湾ドル	(TWD)	4.060 ~ 4.660	4.455	4.58	4.67	4.58	4.50	4.50
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.899	3.677	3.78	3.98	4.01	3.98	3.99
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.5952	0.5755	0.58	0.60	0.60	0.59	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	0.680 ~ 2.667	2.151	2.36	2.26	2.12	2.03	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 8.813	8.034	8.56	9.33	9.86	9.38	8.71
トルコリラ	(TRY)	7.381 ~ 9.008	7.434	7.61	7.57	7.26	6.97	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ~ 27.844	25.767	25.37	26.42	26.54	26.93	27.27
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ~ 6.868	6.543	6.62	6.75	6.63	6.51	6.43

注: 1.実績の欄は 2022 年 7 月 29 日まで。SPOT は 8 月 1 日の 7 時 15 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 28 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。