

2023 年 7 月 3 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 地域毎での通貨の選好に明暗が出る.....	2
中国: 景気回復ペース減速の懸念が高まる.....	3
インド: 天候激変さえなければ年内利下げも視野に.....	4
インドネシア: インフレ収束に伴い利上げ終了へ	5
韓国: 持ち直しの契機を掴めない KRW.....	6
マレーシア: 今後の MYR 買い介入実施を示唆	7
フィリピン: 年後半も内需主導の経済成長に	8
シンガポール: SGD の下落圧力が強まる相場環境に.....	9
タイ: 新政権樹立への交渉が長期化	10
ロシア: 広がりを見せるワグネルの反乱の余波.....	11
南アフリカ: ランド反発を受け利上げ織り込み縮小	12
トルコ: 大幅利上げも市場はリラ売りで反応	13
ブラジル: 財政に対する楽観姿勢が強まる	14
メキシコ: Banxico は「より長く」のステージへ	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 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@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
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@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：地域毎での通貨の選好に明暗が出る

マーケット・エコノミスト

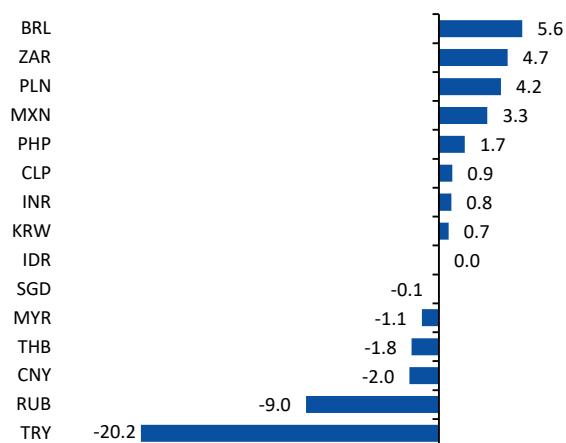
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

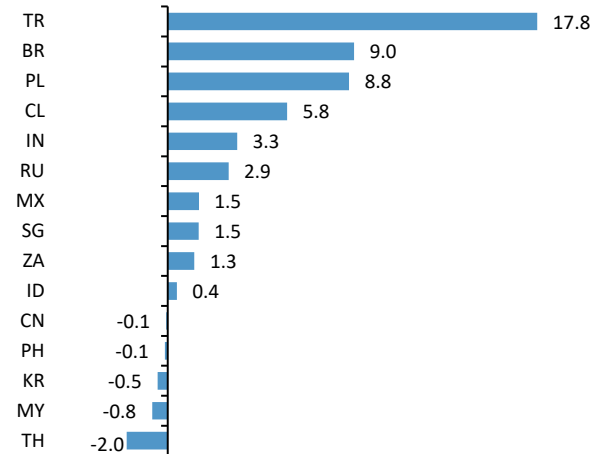
- 6 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+0.3%。同指数は 1676 付近で取引を開始、上旬は米国でのインフレ軟化が意識されてじりじりと上昇した。FOMC では FRB のタカ派姿勢が確認されたが、その後公表の期待インフレ率の減速を受けて一時 1698 台まで上昇。月後半は中国景気に対する懸念が高まったことに加えて、FRB のほか欧米主要国の金融政策がタカ派に傾斜したことで軟調地合いとなり、月末時点では月初とほぼ同水準まで下落が続いた。
- 6 月 FOMC (13 日～14 日開催)ではドットチャートや経済・物価見通し(SEP)が更新された。ドットチャートでは年内で最大 2 回の追加利上げの可能性が示唆されたほか、年末の金利水準が現在の水準未満となるとしたメンバーは 1 人もおらず、改めて市場に対して年内利下げの期待を一蹴した格好となった。
- 米国以外でも欧米先進国ではインフレ長期化のため追加利上げやタカ派姿勢の堅持を進める動きが目立っている。一方で、新興国の金融政策の正常化は概ね一巡しつつあり、6 月の相場動向をみても対ドルというより、かかる金融政策の姿勢の違いが意識されて、他の先進国通貨(日本を除く)に対して値を下げた印象がある。また、中国をはじめ一部の国では既に金融緩和に舵を切り始めている。年後半にかけて先進国や中国といった経済大国の成長が腰折れする懸念が強まれば、7～9 月期以降にかけて各国中銀は FRB の動向を見ながら景気支援も視野に入れるといった運営が求められることとなりそうだ。
- 地域別の通貨の選好も明暗が分かれた。MXN や BRL など中南米通貨は高金利下にある、堅調さを保つ米国経済のほか一時製品の需要が下支えとなり上昇が目立った。中東欧通貨についても月中のユーロの上昇に連れ高となり底堅い動きとなった。その一方で、軟調さが目立ったのは CNY をはじめとするアジア通貨だ。中国の景気減速懸念は 6 月に入りむしろ強まっており、アジア通貨の多くは CNY に連れ安となった。
- 23 年も半分が経過し、従前から予測されていた世界経済が今後どの程度減速していくかに関心が集まりそうだ。成長を牽引すると期待された中国やインド経済の先行き不透明感は強く、中国については、新興国相場の動きを見据える上でも早期の景気支援策の実施が期待される状況にある。この他、年後半以降は景気の動きに合わせて資源価格に一段と調整が入り、特に資源国の貿易実績を中心に需給環境に変化が出る可能性が高まる。この点も各国の経済成長や投資資金の動きに直結する論点であり注意が必要だ。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023 年 6 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(2023 年 6 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：景気回復ペース減速の懸念が高まる

マーケット・エコノミスト

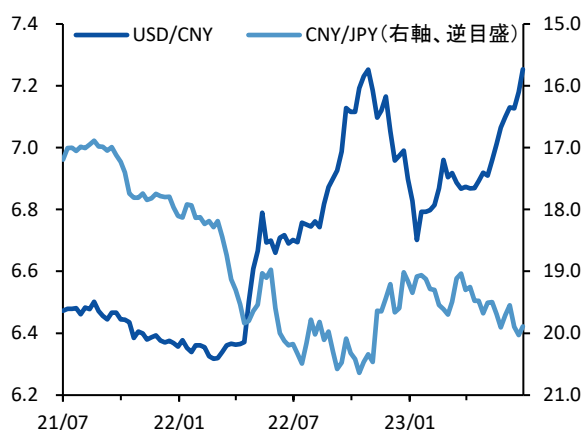
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の CNY は年初来安値を大きく更新する展開。月初 7.09 台で取引を開始、上旬は米国のインフレ軟化予想が強まるも、5 月貿易収支の結果が嫌気され売られた。中旬もインフレ関連指標をはじめ主要経済指標の結果が公表されたが、市場期待に反する結果に終わると CNY 売りが加速。下旬にかけて中国人民銀行 (PBoC) が複数の金利を引き下げると米国との金利差拡大が加速、一時 7.25 台を記録するなど月末にかけても対ドルでの下落が続いた。
- 5 月の貿易統計の結果は、輸出が前年同月比▲7.5%、輸入が同▲4.5%となった。また、貿易黒字は+658 億ドルを記録、黒字額は前年同月比で▲16%減少した。今後にかけても世界的な金融引き締め下で各国の需要は抑制されることが見込まれる中、短期間での中国の輸出状況の好転は見込みにくい。
- 5 月固定資産投資や不動産投資は年初来ペースで市場予想を下回った。特に、不動産投資は前年比▲7.2%となっており、3 か月連続でマイナス幅を拡大させた。5 月金融関連指標では資金需要が低調で、マネーサプライの伸びも鈍化していることが確認されるなど不冴えな結果に終わった。
- 5 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.2%と 4 月の同+0.1%からは加速も、ゼロ%近傍での推移となった。また、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI も同+0.6%と低位安定している。川上部門の 5 月生産者物価 (PPI) も、同▲4.6%と 16 年 2 月以来の落ち込み幅を記録した。
- 経済・物価指標の軟調さが目立つ中、PBoC は 7 日物リバースレポ金利、1 年物中期貸出ファシリティ (MLF) レート、ローンプライムレート (LPR) といった主要金利の引き下げに着手。加えて金融政策以外にも国務院常務会議にて、不動産セクターを中心に景気刺激策を実施する可能性を示唆しており、PBoC と政府の動きは一層注目が集まる。
- 足許の CNY 下落は米中のファンダメンタルズと両国の金利差を踏まえた動きと見られるが、PBoC は月後半に対ドル基準値を CNY 高方向に設定していることから CNY 安の許容度は下がっていると見られ、ここまでの口先介入から具体的な CNY 高誘導措置に至るかが大きな話題だろう。景気面では目標に掲げる+5%の成長を実現する上で、7 月公表の 4~6 月期実質 GDP 成長率の結果は今後の当局の政策指針を占う材料となる。現状中国経済への不透明感は強いと言わざるを得ないが、GDP や政府の景気刺激策の内容次第では市場心理が改善して、上方向にも値幅をもった取引となることも想定しておきたい。

図表 3: 中国人民元相場 (対米ドル、対円)



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: 天候激変さえなければ年内利下げも視野に

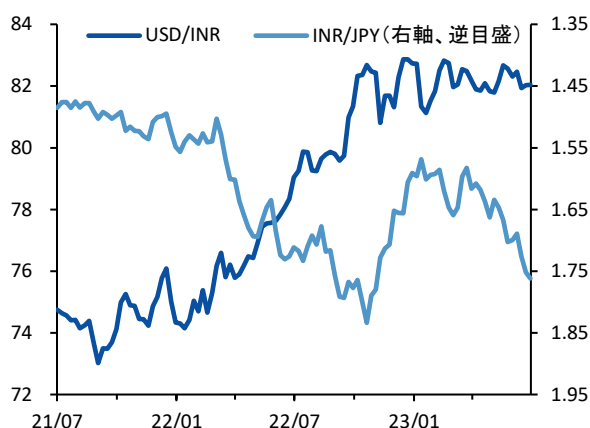
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

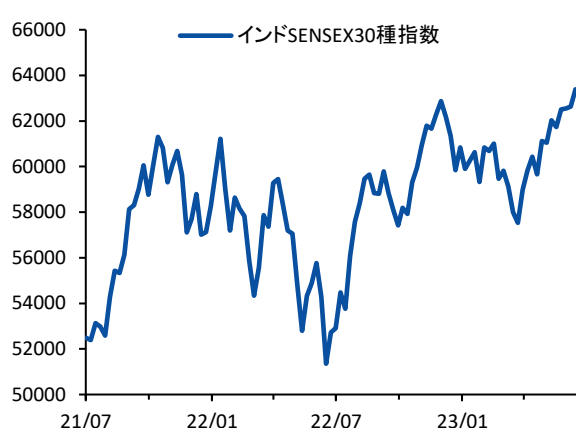
- 6月のINRは+0.8%と上昇した。月初、82台半ばで取引開始。上旬は、米金利上昇が嫌気されたほか、インド準備銀行(RBI、中央銀行)によるINR売りの為替介入も相まって弱含んでスタートも、中国景気刺激策への期待感からINRが買われ、ほぼ往って来いとなった。中旬は、良好な市場心理に支えられインド株が堅調推移する中、82を割り込んで上昇した。下旬は、堅調な米経済指標を受けた米金利上昇が重石となったことを背景に若干弱含み、結局82.04付近で引けた。
- RBIは金融政策委員会(MPC)で、市場予想通りに政策金利を6.50%で据え置いた。前回会合で約1年ぶりに利上げ実施を見送ったのち、2会合連続で据え置きとなった。今後の政策運営に関し、「必要に応じ迅速かつ適切に追加の金融政策措置を講じる」とタカ派な姿勢は維持も、足許のデフインフレに対する自信は深まっている印象が強い。実際、声明文では、「3月〜4月の消費者物価指数(CPI)が許容範囲内に落ち着いたことに注目した」「累積的な利上げは経済全体に波及しており、金融政策を慎重に調整する必要」との文言が追加された。タカ派姿勢は着実に後退している。
- かかる中、直近5月CPIは前年比+4.25%と、4月から▲0.45%ポイントと大きく減速した。3か月連続で中銀の目標レンジ(同+2.0~+6.0%)に収まり、レンジ中央値の+4%にも近づいている。年初2か月は一時的に食料品・飲料が騰勢を加速したが、以降は伸びが大きく鈍化している。先行きに関し、モンスーン期に入った中、天候不順による食品価格上振れのリスクは残存するものの、好調な穀物生産により食料品価格下落が見込まれることや、原油価格続落により輸入物価高騰が和らぐことが見込まれている。川上部門の卸売物価も予想以上の下落を見せており、デフインフレ進行を支持するだろう。劇的なインフレ再加速がない限りにおいて、RBIは次回8月会合でも政策金利を据え置こう。
- 7月のINR相場は、上値の重い展開を想定。上述の通り、RBIは明確にタカ派姿勢を後退させている。金利面からのINR安が引き続き意識されよう。また、中国经济回復も現状は期待外れとしか言いようがなく、これがアジア通貨全般の重石となるだろう。ただし、原油価格は5月以降安定した推移を見せており、これが需給面からINRの下支えをする見込みだ。加えて、INRが大きく弱含む局面では、為替介入(INR買い)の発動も期待される。大きく市場心理が悪化しない限り、INRの急落は回避されるものと考えたい。

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：インフレ収束に伴い利上げ終了へ

マーケット・エコノミスト

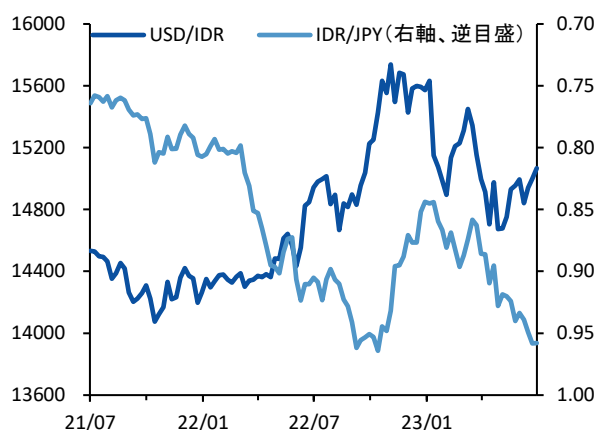
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6月のIDRは小幅に下落した。月初、14900付近で取引を開始。上旬は米国でのインフレ軟化と利上げ終了観測に揺れて、一進一退の値動きとなった。中旬、FOMCでFRBが年内利下げ期待を退けたことで米金利上昇とともにドル高に押され、一時月安値となる15000台半ばをつけた。下旬はインドネシア中銀の金融政策会合前後に相場が動いたが、月末にかけては欧米先進国中銀のタカ派に傾斜に押され、15000付近で上値重く推移した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は21~22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を従来の5.75%に維持した。声明文及びペリーBI総裁の会見では、人流の活性化を背景に堅調さを維持していることを強調。強弱の度合いはあるものの、製造業・サービス業とも景況感は改善が続き、個人消費を中心に経済成長は続くといった見方を示した。23年の実質GDP成長率予想は前回会合時と同様、+4.5~+5.3%と設定した。
- 物価動向について、5月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.0%と数字上は1年ぶりにBIの定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)に収束した。過去数回の会合では総合CPIが23年7~9月期にインフレ目標内に収束するとの見解を示し、インフレ抑制に目処が立っているとしていたが、予想よりも早くインフレは減速している。また、食料品・燃料価格を除くコアCPIは同+2.7%と4月の+2.8%から鈍化した。総じてBIはインフレへの警戒を弱めている印象だ。
- こうした状況下、ペリー総裁は現行の政策金利の水準がインフレを目標レンジ内に収束させる上で妥当である旨の発言をしており、利上げの終了は明示されなかったが、その可能性は高いと考えられる。また、IDRの安定性維持を強調しており、現行の水準に特別な言及はないものの、米国をはじめ先進国で高インフレが定着し、金融引き締めが長期化している点を意識していると見られる。
- 7月も国内外の景気動向とリスク心理の改善を探る地合いとなりそうだ。インドネシア経済の内需は堅調な一方で、中国向けの輸出をはじめ外需の減速は貿易実績にも波及しつつあり、5月貿易収支は+440億ドルと黒字を維持したものの、20年5月に貿易黒字に転じて以降では最小となった。製造業の景況感が世界的に弱まっている中で、主要産品である資源価格は前年の水準から明らかに調整が入っており、本欄で従前から予想してきた貿易収支の悪化が懸念される状況だ。IDR相場を支えてきた堅調な貿易黒字を背景とした需給環境にも変化が出てきそうで、これも年後半にかけてのリスク要因となる。

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: 持ち直しの契機を掴めない KRW

マーケット・エコノミスト

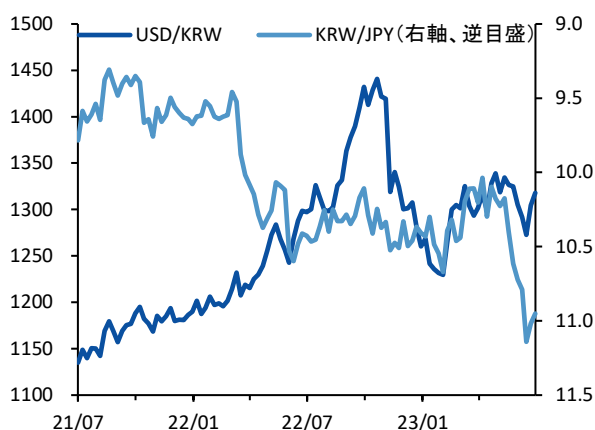
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

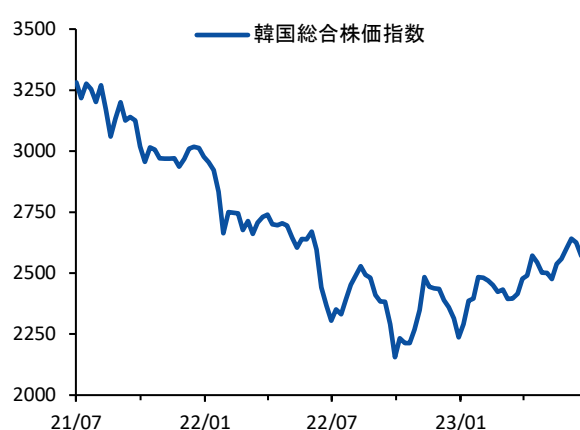
- 6 月の KRW は 1300 を挟んだ取引。KRW は 1310 付近で取引を開始。上旬は米国でのインフレ軟化と利上げ終了観測が広がったことで、対ドルで上昇し、一時月高値の 1270 台を記録した。中旬、FOMC にて最大 2 回の追加利上げが示唆されたこと、中国主要経済指標の弱含みもあって、リスク心理が悪化すると KRW は反落、再度 1300 を上振れた。月後半も強い米国経済指標や欧米先進国のタカ派な情報発信に押され、月末は一時 1320 台まで下落した。
- 5 月の貿易収支は▲21 億ドルの貿易赤字を記録。輸出実績は前年比▲15.2%と 4 月から悪化幅を広げたが市場予想は上回った。主力産業である情報通信技術 (ICT) 分野の輸出額は、5 月として過去最高額を記録した前年比で▲28.5%となり 11 か月連続で前年割れとなった。とは言え、足許の半導体価格の下落ペースは緩やかになっており、半導体市況の悪化も終盤に差し掛かっている。国別では、中国向けの実績が底打ちとなりつつあるが、ユーロ圏や中国以外のアジア諸国への実績が減速を強めたことが確認された。
- 5 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.3%と 4 か月連続で減速した。変動の大きい食品とエネルギーを除いたコア CPI は同+4.3%と 4 月から▲0.3%ポイント減少した。コアベースでの数字が総合ベースを上回る状況にあるが、サービス物価は緩やかながら減少傾向にある。
- 韓国総合株価指数 (KOSPI) は 6 月上旬に約 1 年ぶりの水準まで上昇した。月間で見ると僅かに下落しており、上位構成銘柄である電子製品・化学メーカーの株価が値を下げたことが影響した格好だ。前述の通り半導体市況の悪化に歯止めはかかりつつあるが、市況の回復は 24 年以降と予想されるなど緩やかとなる見込みであり、この点は株式市場にとって逆風となるものと見られる。
- 7 月の相場についても上値の重い推移を予想する。欧米先進国のタカ派姿勢が長期化する一方、新興国の金融政策がハト派化を検討する局面に入っており、金融政策の姿勢が相場に現れる状況だ。かかる中、7 月に開催される韓国銀行 (中央銀行) は前回会合終了時点ではインフレ見通しは非常に不透明だとしていたが、輸出産業をはじめ国内経済も停滞が続いている点を考慮すれば、今回も政策の据え置きを決定する可能性が高い。また、アジア通貨全般が CNY に連れ安となっている状況下、KRW の上昇には CNY の持ち直しなど、外部要因の好転が必要である。かかる中、KRW の 7~9 月期の想定レンジは不透明感が材料も混在しており、1290~1360 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: 今後の MYR 買い介入実施を示唆

マーケット・エコノミスト

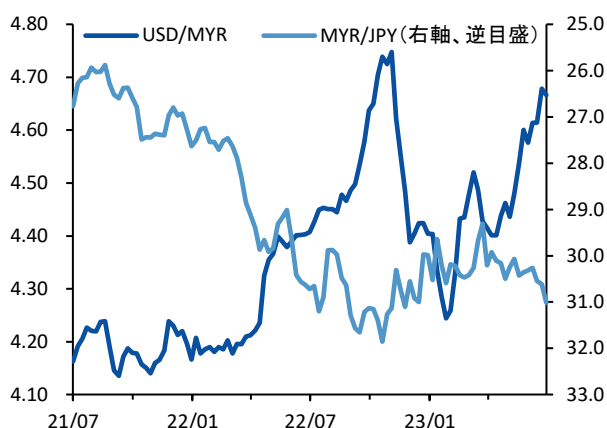
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

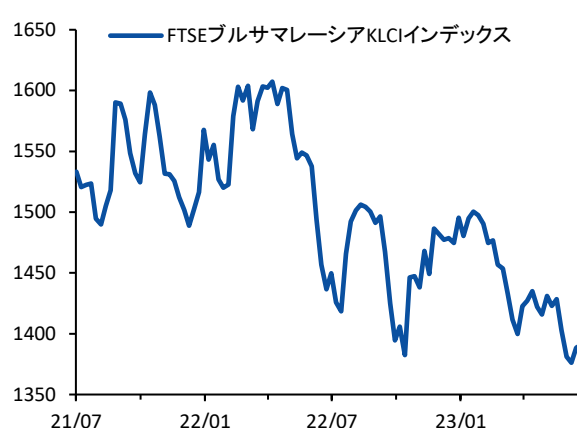
- 6月のMYRは続落となった。月初4.46付近で取引を開始。上旬FOMCに向けて積極的な取引が控えられたが、中国主要経済指標の内容が嫌気されるとMYRも連れ安となった。FOMCでFRBのタカ派姿勢が再度示されるとMYRはドル高に押された。その後に公表された5月貿易収支や消費者物価指数(CPI)の結果を受けてMYRは下げ幅を拓げ、マレーシア中銀が声明を公表するなど荒れた動きとなり、月末には7か月ぶりの安値となる4.68台をつけた。
- 5月CPIは前年比+2.8%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+3.5%となった。総合ベースのインフレは昨年5月以来となる2%台での推移となった。また、サービス物価については、4月の同+3.9%から同+3.6%と減速が確認されており、今後も国内の需要の過熱が一巡し、インフレ目標の2~3%上限付近の推移となることが見込まれる。
- マレーシア中銀(BNM)は27日、MYRの相場変動に対して声明を発し、相場安定のために今後MYR買い介入を実施する方針を示した。BNMは今回の決定に際して、マレーシアのファンダメンタルズに対し、MYRが過小評価されている点に言及した。景気の回復はピークを過ぎたものの予想を裏切る内容ではないこと、海外からの堅調な投資資金流入が続いていながらも、足許の軟調な中国経済の動きに合わせてMYRも売られやすくなっている可能性を示唆した。引き続き国内経済は年間の目標(前年比+4.0~+5.0%)に向けて成長が続くとの見方を示しており、BNMは今後のFRBの動向や中国人民銀行(PBoC)や中国政府の情報発信に柔軟に対応する姿勢を示している。
- また、BNMはノル・シャムシア現総裁が6月に任期満了を迎えるにあたり、後任として副総裁を務めるアブドゥル・ラシード氏の昇格を決定している。7月初旬には初回の金融政策会合が予定されているが、同氏は現総裁の下で金融政策の実務を担っており、現体制による政策運営スタンスが維持される可能性は高いと見込まれる。
- 7月のMYRは上値の重い推移を予想する。先述の為替介入のタイミングに注目が集まるが、概してMYRの相場環境は逆風が続く。金利面では米国との金融政策の姿勢の違いから、米金利上昇に押される状況となっている。需給面においても、一時産品価格の下落や機械・電子製品などの需要減によって輸出実績が直近3か月連続での前年割れとなっている。輸出を通じた通貨安の修正が利きにくい地合いにあることも、MYRの上値を押さえることが見込まれる。

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: 年後半も内需主導の経済成長に

マーケット・エコノミスト

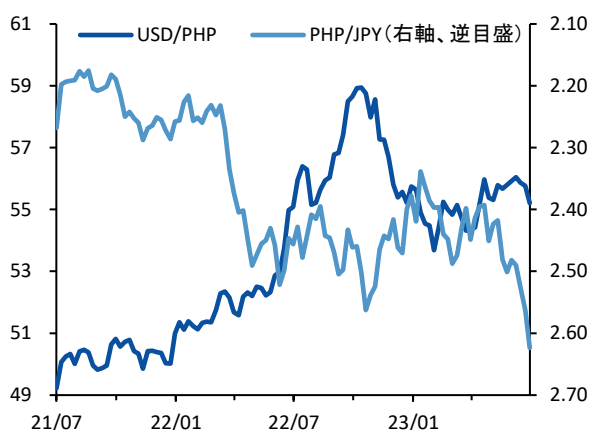
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の PHP は小幅に値を上げた。月初 56 台前半で取引を開始。上旬は米国の金融政策動向に揺れる展開。FOMC 通過後は、FRB がタカ派姿勢を堅持した中で、ドル優勢が続いたが、月後半にかけて原油価格の下落幅が広がったこと、23 年の経済成長率が前年比+6.0%を超えるといった見通しが PHP 押し上げ要因となり、月末にかけては 55.20 付近まで上値を伸ばした。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 22 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前回会合に続き従来の 6.25%に据え置いた。声明文では、国内のインフレ動向に関する記述が目立った。今回会合で更新されたインフレ見通しでは、23 年を前年比で+5.5%、24 年を+2.9%とした。23 年については更なる下方修正が施されており、引き続き 10~12 月期での目標レンジ内(+2.0~+4.0%)へ収束を見込んでいる。
- 5 月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.1%と 4 月の同+6.6%から低下した。過去数か月の動きと同様に食料品価格やエネルギー価格の下落が進んだことが主な要因だ。その一方で、食料品とエネルギー価格を除いたコア CPI の数字は前年比+7.7%と周辺国と比較しても強さが際立っており、今後も最低賃金上昇や気候変動に伴うインフレの上振れリスクにも引き続き警戒感を示している。
- BSP は、インフレのピークアウトを背景に今回会合も政策金利を据え置き、市場では利上げ終了観測も強まっている。メダラ総裁は利下げを検討する際には CPI が 2 か月連続で+4.0%を下回ることを確認したいといった発言も出たが、足許の数字から判断すれば、利下げにはまだ距離があるものと考えられる。
- 年内での目標レンジ収束の背景には国内経済成長の減速による需要面のデシインフレも要因として指摘しており、成長率予想の見直しはなかったものの、過去数回の会合と比較して景気動向に配慮した点も見られた。総じて BSP のタカ派姿勢は弱まりつつある状況で、メダラ総裁の任期は今年 7 月までの予定であるが、総裁交代後も政策スタンスに大きな変更はないものと考えられる。
- 7 月の PHP は上値の重い推移を予想する。前述の通り BSP の金融政策正常化は終盤に入り、金利が相場の押し上げを期待することは難しくなっている。需給面では海外労働者(OFW)送金実績は底堅く推移しているが、貿易赤字は常態化している。4 月の赤字額は▲45.3 億ドルで、世界的な財需要一巡もあり、主要製品の電子製品の輸出が伸び悩んだ。国別では対中貿易での赤字が常態化しており、ここでも中国景気の停滞が影響した格好となっている。

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: SGD の下落圧力が強まる相場環境に

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

- 6月のSGDは対ドルでほぼ横ばいの推移。月前半は米国のインフレ軟化や利上げ終了観測から強含む局面もあったが、月後半以降にはFRBをはじめとする欧米先進国中銀がタカ派姿勢を堅持したこと、中国景気に対する懸念が顕在化したことでSGDは値を下げた。SGDの名目実効為替レート(S\$NEER)は依然政策バンド内の上方を推移しているが対ドルで僅かに値を下げており、6月もドル優勢で上値の重い相場であったことを象徴した。
- 6月は特にCNYの下落に注目が集まったが、本欄で繰り返し強調している通り、中国の景気後退リスクの高まりはSGD相場とは決して無関係ではない。シンガポールは貿易立国であり、23年後半に中国をはじめ経済大国の成長が腰折れし、外需が弱含めばシンガポール経済にも大きな影響が及ぶ。現に5月の輸出実績は前年比▲14.7%と8か月連続で前年割れとなっている。直近のPMIなどを見ても、世界的な製造業の停滞は明確であり、更には将来的な後退の可能性も高まっている。外部環境はコロナ禍を除けば2008～09年の世界金融危機以来まで悪化しつつあるのではないかと。
- 仮に世界経済やシンガポール経済が後退に直面する場合には、対ドルで▲3～▲6%の急落に見舞われる可能性も想定している。その要因としては、世界的なリスク心理の悪化を受けてCNYを含むアジア新興国通貨が急落し、S\$NEERの下落に繋がることが挙げられる。加えて、景気後退局面では、必然的にシンガポール通貨管理局(中央銀行、MAS)による現行の金融政策に対する見直し期待も高まるだろう。現在MASは過去と比較して極めてタカ派な姿勢をとっており、金融引き締めを弱める選択肢も出やすいと思われる。
- 総じて、7～9月期におけるSGDを巡る相場環境は本年で最も下振れリスクにさらされており、最早それがどの程度深刻化するかに次第に注目が集まってくるのではないだろうか。メインシナリオとしては、MASがハト派に急旋回するほどの景気後退には陥らないと見ているが、この見通しも欧米先進国でどれだけインフレが長期化するか、中国経済の回復状況はどの程度順調かによって綿密に見直す必要があるように思える。具体的なレンジとしては23年後半から年末にかけて、SGDは▲1～▲3%程度下落を予想し、1.36～1.38を中心とした取引を見込む。その後、FRBの利下げ開始によるドルの軟化と同時に世界的な景気後退の底打ちが確認され、24年にかけては、SGDは持ち直して1.30の水準に徐々に近づいていく展開を想定している。

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: 新政権樹立への交渉が長期化

マーケット・エコノミスト

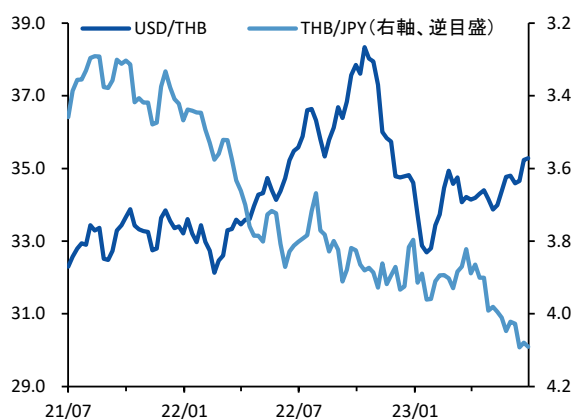
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6月のTHBは月後半に下げ幅を拡大した。月初34台後半で取引を開始。上旬はFOMCの動向が注目された中で、一進一退の値動き。中旬に入ると、中国主要経済指標の結果を受けてリスク心理が悪化、FOMCでも改めてFRBのタカ派姿勢が示されたことでTHBはじり安の展開となった。下旬には、欧米先進国での利上げが継続し、国内では新政権樹立に関する交渉の長期化が報じられると、一時年初来安値を35.70台まで更新するなど売りが先行した。
- 18日、5月に実施された下院総選挙で第1党となった野党の前進黨は他の7野党と連立を組むことで合意したと発表した。しかし、内情を見ると連立後の合計議席数は下院の過半数を占めるものの、首相を選出するために必要な上院を含めた議席は過半数に届いていない。野党単独での政権奪取となるかは依然不透明な情勢にあり、前進黨が政策公約の1つとして掲げる王室改革に対する各党の姿勢にも差があることが報じられるなど、交渉は難航している。
- 5月CPIが前年比+0.5%と5か月連続で減速。エネルギー価格については同▲9.6%と21年2月以来の前年割れとなり、総合ベースでのインフレについては一巡したと言える水準となった。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+1.6%と緩やかな減速基調を維持した。7月にタイ中銀の金融政策会合は予定されていないものの、次回会合での金融政策正常化終了に向けた材料は揃いつつある状況だ。
- 23年1~3月期の経常収支は+1217億バーツと2四半期連続での黒字を記録した。内訳を見ると貿易収支が+1044億バーツの黒字で経常黒字の大半を稼いだ格好となった。サービス収支については、▲227億バーツの赤字となったが、旅行収支の大幅改善もあって赤字幅は最悪期の10分の1未満となっており、黒字回復が視野に入る状況となっている。もっとも、4~6月期は貿易収支の悪化が確認されており、23年後半も大きな持ち直しを見込みにくい状況下、サービス収支がどの程度進展するかがTHBの需給環境を左右しそうだ。
- 7月のTHBは上値の重い推移を予想する。新政権樹立に関する交渉は総選挙以降ほぼ平行線の状況となっており、政権安定化には時間を要する様相を呈している。また先進国ではインフレの長期化による金融引き締めが継続するが、タイでは利上げ終了が視野に入る状況で、金利面でも買い要素に欠く地合いにある。中国経済にかかる懸念が後退すれば、リスク心理の改善に伴い値を上げる余地はあるものの、大きく値を戻すには至らないと考えられる。

図表 15: タイバーツ相場(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



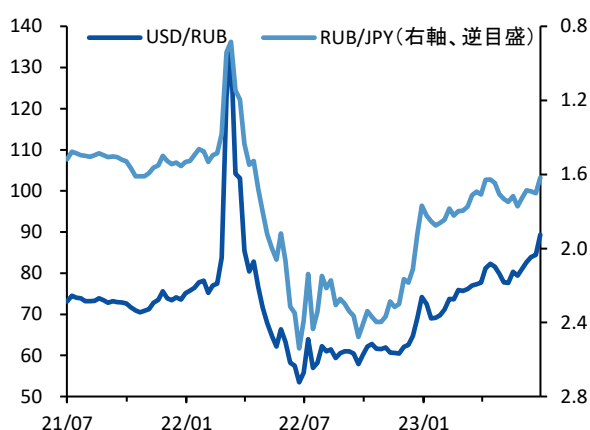
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア：広がりを見せるワグネルの反乱の余波

シニア為替ストラテジスト
中島 将行
+44 20 7786 2505
masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 6月のロシア・ルーブル相場は対ドルで大幅に続落。5月末の対ドル 81.10 から6月29日時点で87台半ばへと▲8%近くルーブル安が進んでいる。特に6月28日以降に下落が加速している。
- 6月23日金曜日から週末にかけて、民間軍事会社ワグネルの武装蜂起という衝撃的なニュースが流れた。わずか1日で創設者のプリゴジン氏が部隊のモスクワへの進撃を中止し、ベラルーシへの亡命の意向を表明したこともあり、週明け後、26日月曜日のルーブル相場は対ドルで▲3%下落後に間もなく持ち直した。しかし、その後、2日経った28日以降、ロシア軍内部で「大規模粛清が行われている」という観測が真偽不明ながらロシア国内の SNS で広まったほか、29日には英 FT 紙がワグネルの反乱に絡み、セルゲイ・スロビキン上級大將が拘束されたと報じるなど、事態は一転して混乱の度合いを深めつつある。
- ロシアの政権や軍の内部で何が起きているのか、筆者には知る由もない。また、6月末のルーブルの下落には月末要因(25日がロシアの税金の支払い期限のため、輸出企業による外貨売り・ルーブル買いが行われるが、25日以降はルーブル買い圧力が弱まる)が影響している可能性もある。しかし、政治情勢の不透明感によるルーブルの下落を一段と加速させるものであろう。
- 政治情勢以外の重要な動きとしては、ロシア中央銀行(CBR)の利上げの可能性が一段と高まっていることが挙げられる。CBRの6月9日の金融政策発表では、市場予想通り政策金利が7.50%で据え置かれる一方、声明文では「今後の会合で主要金利の引き上げが必要となる可能性がある」とされ、次回7月21日会合での利上げの可能性により踏み込んだ形での文言変更があった。前回4月会合までは「今後の政策決定会合で主要金利引き上げの必要性を検討する」という文言であった。CBRはインフレリスクとして、労働需給のひっ迫と賃金の押し上げ圧力や、インフレ期待の高まりを挙げる一方、ロシアの内需は消費者活動と公共部門の双方に牽引されて、4月時点の CBR の見通しを上回るペースで拡大しているという見方を示した。
- もっとも、金利収入を目的とする海外からの資金流入が見込めない以上、CBRの金利引き上げはルーブル安圧力を食い止めるには力不足であろう。経常収支・財政収支の悪化といったファンダメンタルズの悪化や政治情勢の不透明感から、ルーブル相場は中長期的な下落基調が続く公算が大きい。

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:ランド反発を受け利上げ織り込み縮小

シニア為替ストラテジスト

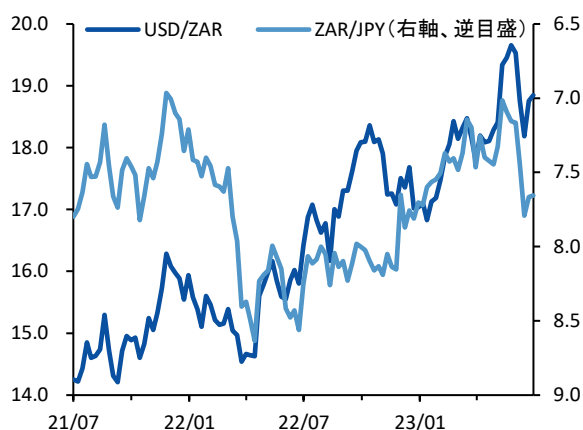
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 6 月の南アフリカ・ランド相場は前半に急反発した。6 月 1 日につけた対ドル 19.92 の史上最安値から 6 月 16 日には 18.12 へとわずか 2 週間足らずで最大で +10% 近く反発した。もともと、急反発が一服した後は再び下落圧力が強まりつつある。6 月 28 日の終値時点では対ドル 18.65 と市場最安値からの上昇率は約 +7% まで縮小した。
- ランドの下落圧力が強まりつつあるのは、6 月初頭の上昇局面と同様、主に外部要因が影響しているだろう。6 月初めから中旬にかけて FRB の利上げ停止を織り込みにいく過程では、米金利の低下と為替市場のボラティリティ低下が、ランドを含む高金利通貨を押し上げた。しかし、6 月 FOMC では年内に追加で 2 回の利上げ見通しが示されたほか、その後発表された米経済指標は強い結果であり、米短期金利市場では少なくとも 7 月に追加で 1 回の利上げは行われるという見方が広まりつつある。米金利・ドルの反発に伴い、新興国通貨のみならず、円に対しても下落圧力は強まっており、対円で見たランドは 6 月前半に 7.0 円から 7.8 円まで急騰、その後も 7.7 円台をキープしている。
- 南ア国内の要因で重要なのは、南アフリカ準備銀行 (SARB) の金融政策の動向だ。6 月 28 日時点でターミナルレート (政策金利の到達地点) の織り込みは 8.44% と、現在 8.25% の政策金利から残り +25bp の追加利上げが 70% の確率で織り込まれている状況だ。5 月末時点では 9.00% まで政策金利が引き上げられる織り込みとなっていた。さらに、2024 年 1~3 月期には SARB が利下げに転換するという見方も台頭しつつある。こうした市場の追加利上げの織り込みの後退及び来年以降の利下げ観測の拡大は、ランドの急反発や、6 月 21 日に発表された 5 月消費者物価指数 (CPI) の低下が背景にある。5 月 CPI は前年同月比 +6.3% と 4 月分の同 +6.8% から減速し、市場予想の同 +6.5% も下回った。
- 7 月以降もランドは反落する展開が続こう。上述の通り、FRB の追加利上げの可能性は高まる一方、SARB は 5 月までに見られていたよりも金利を引き上げない公算が強まっている。また、ランドが 4 月末以降、急速に下落ペースを速めた要因と見られる電力不足の問題や、ロシアへの武器供与疑惑をめぐる地政学的な緊張、といった問題は未解消のまま残されている。外部環境が逆風に転じた際のランドの調整リスクは引き続き大きい点には注意が必要となろう。

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:大幅利上げも市場はリラ売りで反応

シニア為替ストラテジスト

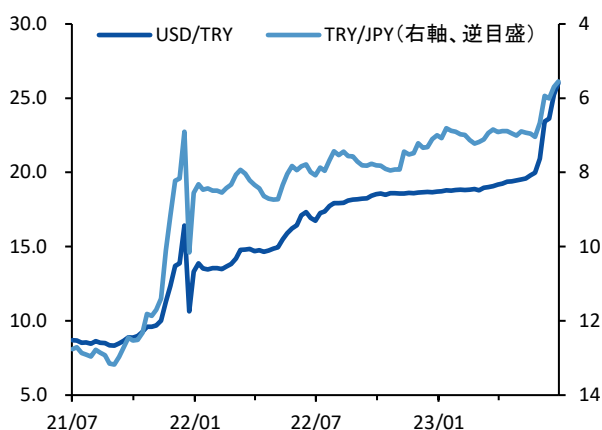
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 6月のトルコ・リラ相場は対ドル、対円で大幅に続落。対ドルでは5月末の20.76から6月終盤には26.0台へと▲20%超の下落率となっている。対円の下落率は同時期に進んだドル高・円安によっていくらか緩和されているものの、それでも5月末の6.6円台から6月末には5.5円台へと値を切り下げている。トルコ当局が5月の大統領・議会選挙に向けて行っていたと見られる為替介入などのリラ安抑制策を6月以降は停止したことがリラ急落の背景にあるだろう。
- 閣僚人事では6月3日にシムシェキ元財務相の復帰が発表された。シムシェキ氏は米系の投資銀行でエコノミストを務めた経験があり、トルコ政府に転じてからは副首相や財務相といった要職を歴任した。シムシェキ氏はトルコの経済発展に貢献するとともに財政規律を重視し、中央銀行の独立性を尊重する姿勢を示していた。また、6月9日にはトルコ中央銀行(TCMB)総裁の交代が発表され、米系の金融機関でのキャリアが長いエルカン氏の就任が発表された。トルコで初の女性中銀総裁の誕生である。米系金融機関のキャリアを持つ財務相・中銀総裁の誕生によって、トルコが正統派の経済政策運営に戻るのではないかと期待が高まった。
- しかし、最初の関門と見られていたTCMBの6月22日の会合では、政策金利が8.50%から15.00%へと大幅に引き上げられたものの、20%以上への政策金利の引き上げを見込んでいた市場予想には届かず、市場はリラ売りで反応する結果となった。TCMBははっきりと利上げ継続の姿勢を示しているものの、どこまで金利を引き上げるのかについてのコミットメントが弱かったことは否めない。声明文では「インフレ見通しの大幅な改善を達成するまで」金融引き締めを行うと表明されているが、どういう状況になれば利上げを停止するのか、玉虫色に解釈できる表現となっている。
- 7月は引き続き、これまでの非伝統的な金融政策運営の巻き戻しが焦点となる。7月20日の金融政策決定会合で、TCMBが改めてインフレ抑制に向けた断固たる姿勢を示すことができるか見極めたい。また、正統派の政策運営への転換を判断するには財政政策や今後の成長戦略も重要である。ユルマズ副大統領は9月に中期成長プログラムを発表するとしている。これまでのところ、市場の反応は厳しいものの、改革姿勢をはっきりと示すことができれば、徐々に前向きな見方も広まるのではないかと見ている。

図表 21:トルコリラ(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22:トルコイスタンブール 100 種指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 財政に対する楽観姿勢が強まる

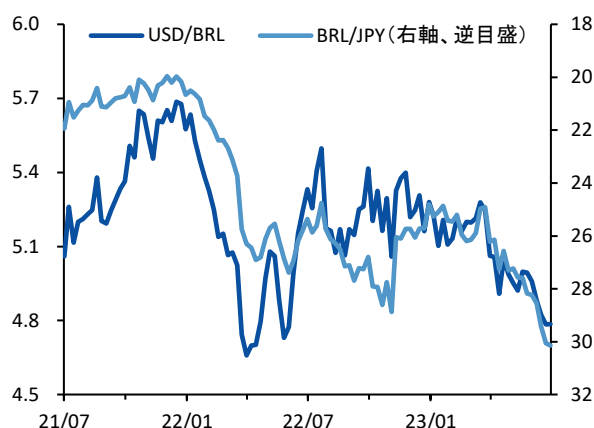
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

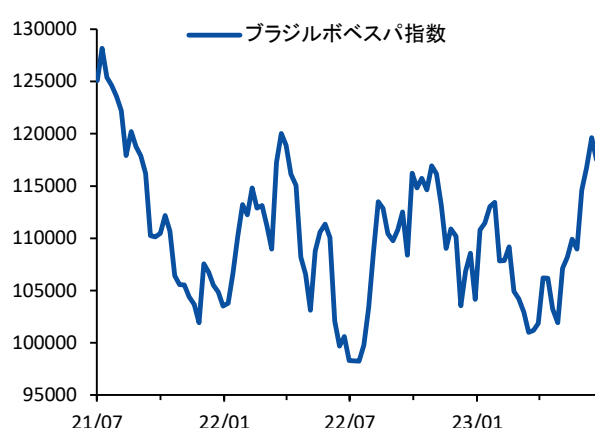
- 6 月の BRL は+5.6%と上昇した。5.05 付近で取引開始、月前半は FRB の利上げ見送りに加え、米大手格付機関によるブラジル国債の格付見直し引き上げが好感され、4.8 付近に上昇。月後半は、ブラジル中央銀行 (BCB) が利下げ開始を示唆しなかったことを受け、一時 1 年ぶり高値となる 4.751 に続伸。月末にかけては、6 月 BCB 議事要旨において早ければ 8 月会合での利下げが示唆されたことが嫌気され、若干値を下げて 4.79 付近で引けた。
- 14 日、米大手格付機関がブラジル長期国債の格付見直しを「安定的」から「ポジティブ」に引き上げた。なお、信用格付は「BB-」で据え置き。大きな財政赤字は残るが、財政枠組みや好調な域内経済が債務増加に歯止めをかけるとの予測だ。新たな財政規則案が上院で承認される前の引き上げだったこともあり、市場ではやや驚きをもって受け止められた。しかし、財政収支の見通しは依然として厳しい。新しい財政枠組みでの目標が達成されず、債務が上昇軌道に戻る可能性もある。本欄では、格付の継続的な引き上げは想定していない。
- BCB は 21 日、金融政策委員会 (Copom) を開催し、市場予想通り政策金利 (翌日物金利、Selic) を 13.75% に 7 会合連続で据え置いた。声明文では、「長期に渡って政策金利を維持する戦略は、インフレ目標達成に十分だった」としており、インフレ動向次第で追加利上げを示唆していた前回会合から比べ、タカ派姿勢が明確に後退した。同行のインフレ見通しでは、23 年・24 年ともに前回から下方修正されており、この点がタカ派姿勢の後退に影響したのだろう。
- かかる中、BCB は 6 月会合の議事要旨で早ければ 8 月会合での利下げを示唆したが、コアインフレの減速が緩慢にとどまっていることもあり、8 月会合での利下げ判断は現状では五分五分だろう。来月の本欄で、再度検討したい。
- なお、29 日の国家通貨審議会 (CMN) では、インフレ目標に関し、今まで通年ごとに設定だったのを、先行き 2 年間の継続目標と変更した。25 年以降のインフレ目標は+3%と不変だが、目標の柔軟化であり、ハト派と評価ができる。
- 7 月の BRL 相場は、弱含みを想定。BCB の利下げは近づいており、域内金利には低下圧力がかかるだろう。また、それに連関し、キャリー目的の BRL 買い圧力も後退に向かうと予測する。加えて、域内の財政問題に関しここ数か月楽観的なムードが支配的であるが、経済が腰折れするなどすれば、財政ルールの有名無実化などへの警戒感も高まらざるを得ない。ただ、FRB の動向や資源価格次第では BRL の続伸の可能性もあるだろう。

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「より長く」のステージへ

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の MXN は+3.3%と上昇した。MXN は 17.7 付近で取引を開始。月半ばにかけては、底堅く推移する原油価格に加え、良好な市場心理を背景としたメキシコ株高を受け 16 日には 7 年半ぶりの高値 17.025 を示現した。下旬にかけては、FRB の利上げ期待の高まりを受けた米金利上昇が嫌気され弱含む場面もあったが、底堅いメキシコ株式市場が下支えとなり 17 台前半でレンジ推移、結局 17.1 付近で引けた。
- 域内の物価動向に関し、直近 5 月の CPI(消費者物価指数)は、+5.84%(前年比、以下同様)と前月(+6.25%)および市場予想(+5.88%)を下回った。内訳を確認すると、農業・畜産業(+6.13%→+4.95%)やエネルギー・関税(▲4.21%→▲5.48%)等がインフレ鈍化に寄与した。コアの鈍化は総合のそれよりも緩やかであることは否めないが、鈍化が 4 か月連続であり、堅実な低下基調にある。
- かかる中、メキシコ中央銀行(Banxico)は 22 日の金融政策会合で 2 会合連続での政策金利の据え置きを決定。「政策金利を現在の水準に長期間維持することが必要」とのフォワードガイダンスが踏襲されており、利上げ再開の可能性は低く、「より長く」のステージに突入したことがうかがえる。同行の CPI 見通しにおいても、2023 年の 4~6 月期から 2024 年の 1~3 月期にかけての数字が前回会合時点からは下方修正されており、利上げ再開を匂わせない姿勢を維持したのだろう。
- 他方、早期の利下げ転換は現状見込めない。Banxico によれば、インフレのリスクは上方に傾いており、この傾きが解消され、コア CPI のさらなる軟化を待っての利下げ開始となろう。国際金融市場の不安定化や予想以上の世界経済減速に加え、FRB のハト派急転換には注意を払う必要があるが、本欄では 2023 年末、もしくは 2024 年に入ってから利下げ開始をメインシナリオとしたい。
- 7 月の MXN 相場は弱含みを予想。Banxico のタカ派姿勢は軟化が見込まれ、本欄では年末年始付近での利下げ開始を想定している。これにより、金利面の MXN の優位性は剥落に向かうだろう。また、米労働市場も一定の悪化が見込まれ、海外労働送金も勢いを失う公算が大きい。加えて、6 月 FOMC で新たに更新されたドットチャートではあと 2 回の利上げが示唆されており、これが織り込まれればあれば米金利とドルにはアップサイドがある。ただ、FRB が市場期待に沿いハト派に転じるなどに至れば、MXN は対ドルで堅調推移を続ける可能性もあると考える。

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

		2023年 1～6月（実績）	SPOT	2023年 9月	12月	2024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)	6.6910 ～ 7.2688	7.2475	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8385	7.84	7.84	7.82	7.80	7.76
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 82.949	82.058	83.8	82.0	80.4	79.6	79.6
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15643	14993	15600	15000	14900	14800	14600
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1343.02	1317.61	1330	1310	1290	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.6918	4.6722	4.68	4.43	4.36	4.28	4.19
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.438	55.330	56.6	53.8	53.5	53.0	52.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3576	1.3561	1.37	1.33	1.34	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 31.170	31.077	31.5	30.8	30.5	30.0	29.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.74	35.63	35.0	33.8	32.8	32.7	32.5
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 23858	23572	24500	23800	23700	23600	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 89.5446	87.2867	89.0	90.0	91.0	92.0	93.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.7720	19.0	20.0	19.0	19.0	20.0
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 26.1287	26.0455	24.0	22.0	20.0	22.0	24.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.7515 ～ 5.4798	4.8555	5.20	5.10	5.12	5.15	5.17
メキシコペソ	(MXN)	17.0249 ～ 19.5882	17.1286	18.5	19.0	19.1	19.2	19.4
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.038	19.990	20.43	20.43	20.29	20.15	20.15
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 18.508	18.469	18.24	18.11	17.90	17.69	17.65
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.766	1.764	1.71	1.73	1.74	1.73	1.72
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.967	0.966	0.917	0.947	0.940	0.932	0.938
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.151	10.988	10.75	10.84	10.85	10.87	10.96
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.133	30.933	30.56	32.05	32.11	32.24	32.70
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.624	2.609	2.53	2.64	2.62	2.60	2.59
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 106.93	106.75	104.53	106.45	104.32	104.15	103.79
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.663	4.641	4.54	4.61	4.59	4.60	4.64
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.096	4.063	4.09	4.20	4.27	4.22	4.22
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6146	0.6143	0.58	0.60	0.59	0.58	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.593 ～ 1.948	1.659	1.61	1.58	1.54	1.50	1.47
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 7.863	7.712	7.53	7.10	7.37	7.26	6.85
トルコリラ	(TRY)	5.490 ～ 7.482	5.559	5.96	6.45	7.00	6.27	5.71
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 30.209	29.814	27.50	27.84	27.34	26.80	26.50
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.513	8.452	7.73	7.47	7.33	7.19	7.06

注：1.実績の欄は2023年6月30日まで。SPOTは7月3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(6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。