

2023年8月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 金融政策「現状維持」の次を窺う地合いに	2
中国: 4~6 月期実質 GDP は市場予想を下回る	3
インド: 降雨量の減少を背景にインフレが再加速	4
インドネシア: BI はハト派的運営も IDR は崩れず	5
韓国: 貿易収支は 22 年 2 月以来の黒字に	6
マレーシア: 前月から値を戻した MYR	7
フィリピン: インフラ投資の拡大は継続へ	8
シンガポール: SGD のリスク材料の大枠は変わらず	9
タイ: THB の持ち直しは継続するか	10
ロシア: 利上げを再開	11
南アフリカ: サプライズの利上げ停止	12
トルコ: 2 会合連続の利上げ	13
ブラジル: 利下げサイクルの開始が目前に	14
メキシコ: 高金利政策の継続が MXN の下支えに	15
為替相場見通し	16

金融市場部
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

マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@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：金融政策「現状維持」の次を窺う地合いに

マーケット・エコノミスト

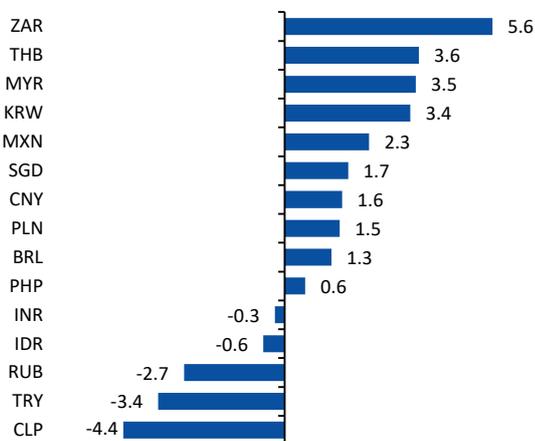
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

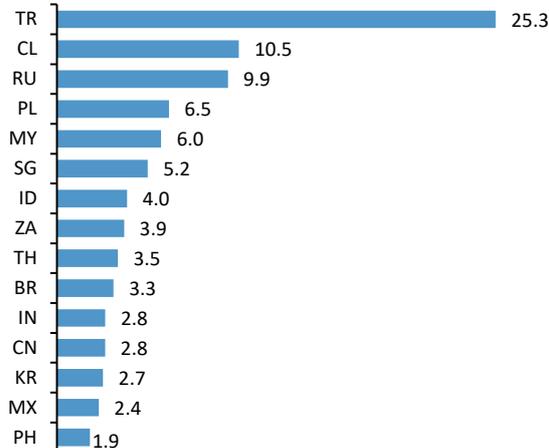
- 7月のMSCI新興国通貨指数は前月比+1.6%。同指数は1670台後半で取引を開始、上旬はタカ派な6月FOMC議事要旨の内容を受けドルが上昇。中旬に入り米国のインフレ減速が確認されて一時1708台まで上昇。月後半は冴えない中国経済指標の結果を受けて上値重く推移し、日米欧の金融政策会合の結果を待つ地合いとなりやや動意を欠いた。7月FOMCでは会合後のパウエルFRB議長の発言がタカ派と捉えられ、月末付近で再度1700台に乗せた。
- 7月FOMC(25日~26日開催)では市場予想通り25bpの追加利上げが実施された。今後もう一度利上げが実施されるかについては引き続き意見は割れようが、米4~6月期実質GDPの結果を見てもFRBは景気後退よりもインフレ再燃をより意識した政策姿勢を維持しそうだ。かかる点を踏まえれば、年内での利下げの可能性は依然としてかなり限定的と考えるべきだろう。
- 下旬に公表されたIMFの世界経済見通し(WEO)では、新興国の23年GDP成長率見通しが前回の前年比+3.9%から+4.0%へ引き上げられた。国・地域別では、ブラジルやメキシコ、ロシア、インドなどで上方修正されている。中国については4月時点の同+5.2%の予想に据え置かれたが、4月以降の不動産投資や個人消費の減速に言及しつつ、成長を維持するためには従前想定した以上の景気支援策が必要となる点を指摘した。
- インフレについては前年比+5.9%と4月時点と比較して▲0.3ポイント下方修正された。新興国の金融政策の動向を俯瞰すると、インフレは総じて減速基調にある中で昨年から続いた利上げを打ち止める国も増えてきている。しかし年間でみると、大半の国が中央銀行の目標を上振れる見込みとなっており、IMFは今後もタイトな労働市場の下での賃金インフレ、気候変動に伴う食料品価格の上昇、ウクライナ危機の長期化に伴う商品価格の上昇など、複数のインフレ再燃要因に言及している。
- 23年後半にかけて、新興国の金融政策の姿勢にも変化が出そうだ。既に金融緩和を進めている中国に続いて、インフレの抑制が確認されるアジア諸国や比較的早期に利上げに着手した中南米では、現状維持から利下げのタイミングを模索する状況にある。これは今後予見される景気減速を視野に入れたものでもあり、インフレ抑制主眼の米国の政策スタンスとも差が出つつある。世界経済の方向感を踏まえながら、7~9月期はここまでタカ派に傾いていた各国の金融政策運営の見直しも通貨の選好に反映されるように思われる。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2023年7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7月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:4~6月期実質 GDP は市場予想を下回る

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

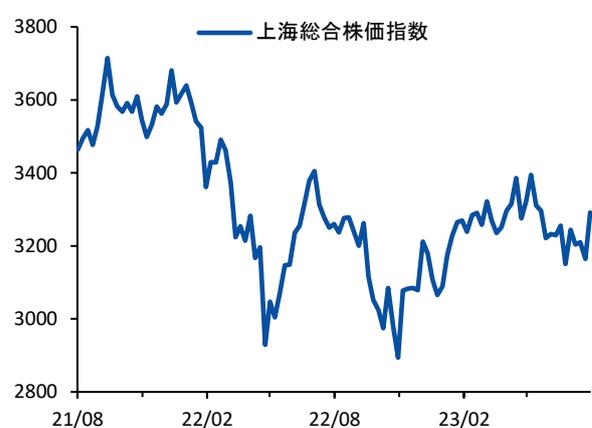
- 7月のCNYは月後半に値を戻す展開。月初7.23台で取引を開始、上旬は前月末からのCNY売りが続いたが、中旬の米国のインフレ鈍化を受け一時月高値の7.13台まで上昇。その後4~6月期実質GDPをはじめ主要経済指標が軒並み軟調に終わるとCNYは一時7.22台まで反落したが、その後開催の中央政治局会議で景気刺激策への期待が高まると上昇に転じた。月末にかけて日米欧の金融政策会合の結果に上下したが7.15を中心とした取引となった。
- 17日、4~6月期の実質GDP成長率が公表され、結果は前年比+6.3%となった。前四半期の同+4.5%を上回ったものの、市場予想の同+7.1%からは下振れた。前期比では+0.8%と小幅な伸びに留まり、景気回復ペース減速が示唆される内容となった。業種別では、製造業は前年比+4.9%に留まった一方で、サービス業、特にホテル業やIT関連サービス業の回復が目立った。
- 片や、不動産業は前年比でマイナス成長となった。6月不動産投資は前年比▲7.9%(年初来)となっており、4か月連続でマイナス幅を拡大させるなど減速が目立った。不動産価格についても軟調な動きが続いており、その背景には消費者心理の悪化に伴い供給過多となっている点を指摘する声もある。
- 6月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.0%と5月および市場予想の同+0.2%を下回り、21年2月以来で最低水準を更新した。食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+0.4%と5月の同+0.6%から伸びが鈍化。食品価格が上昇した一方、サービス価格が同+0.9%から同+0.7%へ減少し、消費財価格が同▲0.3%から同▲0.5%へ下落幅を拡大させたことが影響した。川上部門の6月生産者物価(PPI)は、同▲5.4%と15年12月以来の落ち込み幅を記録しており、引き続き内需の弱さが示唆される結果となっている。
- 24日の中央政治局会議にて、足許の景気減速を受けて不動産・自動車購入促進をはじめとする景気刺激策や地方政府の債務削減策の実施が検討されていると報じられた。その後CNYが切り返す動きを見せており、市場が中国経済の先行きを注視していることが窺える。また同会議では、人民元の安定化を図るといった旨の為替に対する言及も見られており、引き続き中国人民銀行(PBoC、中央銀行)が設定する対ドル基準値はCNY高方向に調整される可能性が高い。8月では特に当局の景気支援策の検討過程、対外要因としては、米国のインフレ動向とジャクソンホール経済シンポジウムでのFRBの情報発信が大きな相場テーマとなるだろう。

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: 降雨量の減少を背景にインフレが再加速

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 7月のINRは▲0.26%と小幅に下落した。月初、82.0付近で取引開始。上旬は、米金利上昇やインド準備銀行(RBI)によるINR売りの為替介入に押される格好で82.76付近に下落。中旬は、米金利低下や人民元高に加え、域内の物価統計の上振れが材料視され82.0付近に値を戻した。下旬は、材料に欠ける展開となり、82.0を挟んだレンジ推移に終始、結局82.3付近で引けた。
- 域内の物価動向に関し、6月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.81%と、市場予想の同+4.60%を上回り、6か月ぶりに加速に転じた。ただ、4か月連続でRBIの目標レンジ(同+2.0~+6.0%)に収まった。内訳を確認すると、食料品が5月の同+3.0%から同+4.5%へ大きく加速したのが目を引く。6月初旬は例年よりも降雨量が非常に少なかったこともあり、収穫量減少を受け野菜・豆類を中心に価格が高騰したようだ。ただ、食料品と燃料を除いたコアCPIは同+5.2%と5月から小幅に鈍化しており、物価の基調が上向いたというわけではない。先行きに関し、すでに降雨量は回復していること、原油価格も顕著な上昇トレンドにはないことなどから、域内物価は緩やかな減速基調をたどるだろう。
- かかる中、RBIは金融政策委員会(MPC)で、2会合連続で政策金利を6.50%で据え置いているが、「金融緩和の撤回」を継続する方針に変化はなく、タカ派な現状維持と評価できる。CPIの再加速を受け利上げ再開を見込む向きもあるが、本欄では既に利上げサイクルは終了したとの考えを維持する。そもそも、6月MPCで示されたCPI見通しに基づけば、10~12月期にかけ若干水準を切り上げると予測されており、それから大きく外れたわけではない。上述の通り、コアCPIが落ち着いていることも重要だ。ただ、天候不順が頻発するようであれば、利下げ開始時期の後ろ倒しが避けられなくなる点には注意を払いたい。本欄では、12月会合もしくは来年2月会合での利下げ開始を見込んでいる。
- 8月のINR相場は、上値の重い展開を想定。上述の通り、RBIは利上げサイクルを終了させており、金利面からのINR安が引き続き意識されよう。また、中国経済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。原油価格も底堅い推移を継続しており、これも需給面からINRの逆風となる見込みだ。ただし、INRが大きく弱含む局面では、引き続きINR買いの為替介入の発動も期待される。そういった観点で、大幅なINR安は想定していない。

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:BI はハト派的運営も IDR は崩れず

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

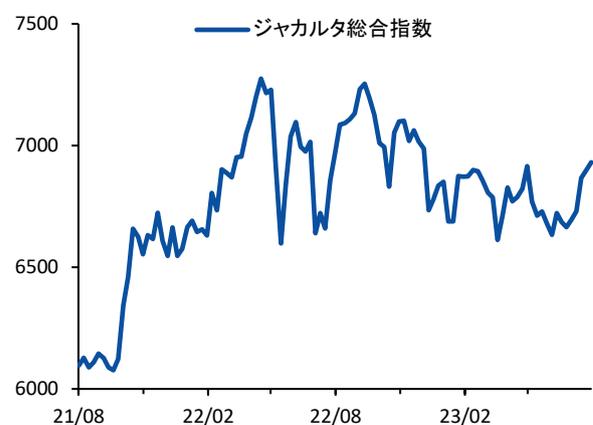
- 7月のIDRは小幅に下落した。月初、15000付近で取引を開始。上旬は国内のインフレ軟化とFRB利上げ観測に揺れて、一時月安値の15200台まで下落。中旬以降、米国のインフレ軟化と米金利下落を受け、持ち直しの動きが目立ち、一時月安値となる14900台半ばをつけた。下旬は日米欧中銀の金融政策会合前後に相場が動いたが、総じて15000付近での取引が続いた。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は24~25日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを従来の5.75%に維持した。声明文及びペリーBI総裁の会見では、インフレを目標レンジ内に留めつつ、IDRの安定性を維持することが引き続き金融政策運営の焦点であるとした。同総裁の発言内容から推測すれば、昨年から続いていた利上げは終了したと考えるべきであろう。むしろ会見では、企業部門の借入減速に言及しており、10月以降民間銀行に対して預金準備率の引き下げを要請する旨の発言も見られた。こうした点も政策姿勢が転換期を迎えていることを示唆しているように思える。
- 物価動向について、直近公表の6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.5%と5月に続いてBIの定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)に収束した。食料品・燃料価格を除くコアCPIは同+2.6%と5月の+2.7%から小幅な鈍化に留まったものの、目標レンジ内での推移が継続した。先行きについても総合ベース、コアベースともBIの目標レンジ内での推移となることを見込んでいる。
- 4~6月期における貿易黒字は+78億ドルと商品価格の下落もあって、1~3月期の+121億ドルから縮小したが、BIは従前よりかかる状況を織り込んでおり、23年の経常収支が対GDPで▲0.4~+0.4%の範囲に着地するとの予想を維持した。4~6月期はリスク心理の悪化に伴い対内証券投資が▲13億ドルの流出超となったものの、BIは足許の景気や直近において大手格付期間によるインドネシアの先行きに関する格付が引き上げられたことを追い風に持ち直すといった見方を示しており、総じてIDRの需給は底堅いことを強調した。
- 8月のIDRはレンジ推移を予想する。7月FOMCの利上げは既に織り込まれていた印象があり、IDR相場への影響は軽微なものに留まった。もっとも、FRBがハト派化の道りを明示するには至らず、米4~6月期GDPが市場予想を上回るなど、米経済の底堅さが確認されている。今後利上げが終了した場合においても、直ぐに利下げには至らないと予想される中で、タカ派な現状維持(Hawkish Hold)の下でドルが再度強含む可能性も視野に入れておきたい。

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: 貿易収支は22年2月以来の黒字に

マーケット・エコノミスト

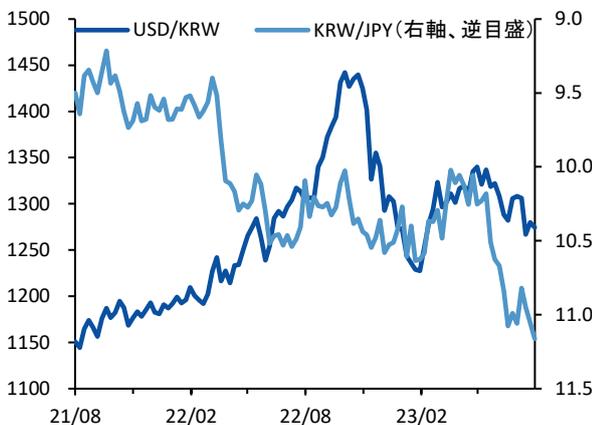
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

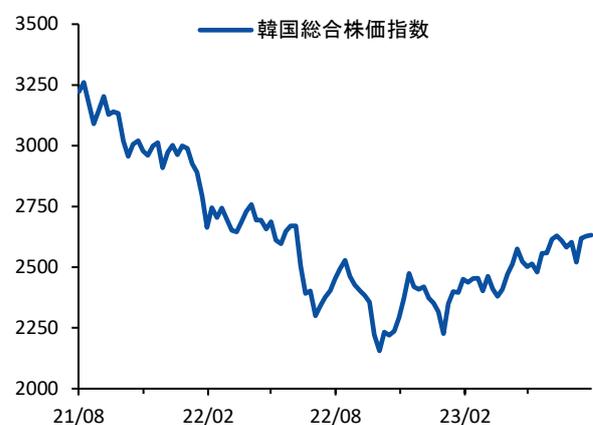
- 7月のKRWは対ドルで小幅に上昇。KRWは1310付近で取引を開始。前半は6月貿易収支の黒字転化、米国6月雇用統計やインフレ指標の結果を受けて、一時月高値の1250台までじりじりと上昇した。後半は中国主要経済指標の軟調な結果が材料視されて市場心理が悪化し、徐々に反落する展開となった。月末にかけてのFOMCにて25bpの追加利上げが決定されるも相場への影響は限定的で、KRWは1280台でのレンジ推移が続いた。
- 韓国銀行(BOK)は13日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レボ金利)を6人のメンバーの全会一致で3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは2月に利上げを停止してから4会合連続での決定となった。
- 会合後に公表された4~6月期実質GDP成長率は、前期比+0.6%と2四半期連続のプラスを維持。4~6月期の輸出は軟調な推移となったが、足許では欧米を中心に半導体以外の輸出が上向いており、主要製品の半導体の輸出についても底打ちの兆しが見えているとした。6月の輸出は前年比▲6.0%、輸入は同▲11.7%で貿易収支は+11.3億ドルと22年2月以来の黒字に転じた。
- 直近6月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.7%と21年9月以来となる2%台での推移となった。インフレの主因は食料品価格や燃料価格から、サービス価格をはじめとしたコア部分に移っており、農産物とエネルギー価格を除いた6月のコアCPIは同+4.1%を記録した。先行きについて、BOKは国内の労働市場や世界景気動向、原油をはじめとする資源価格の動向など、不確実な要素が混在していることを指摘し、総合インフレ見通しは同+3.5%に据え置き、コアインフレについては+3.3%から更に上振れする可能性を示唆した。
- BOKは物価安定の確保の観点から追加利上げの可能性にも触れつつ、かなりの期間において制約的な政策姿勢を維持する方針を示した。その一方で、足許の不動産価格の下落と消費者心理の悪化の可能性を危惧しており、インフレのほかにも景気動向にも配慮する必要性が増している状況となっている。
- 8月のKRW相場は中国経済の動向や米国のインフレ動向など外部要因に揺れる可能性が高いが、前者について早期の景気支援策が実施されればKRWのほかアジア通貨全般のサポート要因となろう。米国のインフレは引き続き軟化する見込みが強いが、その後の方向感についてはジャクソンホール経済シンポジウムでの情報発信次第の側面が大きく、インフレ軟化が必ずしもFRBの早期のハト派化に直結しない点には留意したい。

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:前月から値を戻した MYR

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

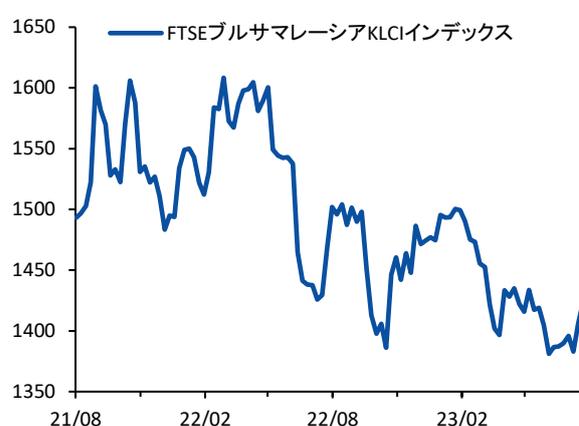
- 7月のMYRは対ドルで上昇した。月初4.66付近で取引を開始。6月末のBNMの為替介入を示唆する発言が意識されたが、米国のインフレ軟化が確認されて以降、MYRは大きく上昇。その後中国主要経済指標の内容が嫌気されるとMYR買いも一巡したが、日米欧の金融政策会合の結果を待つ地合いとなり4.56付近での推移が継続した。7月FOMC後も大崩れなく、月末付近では一時4.51台まで上値を伸ばすなどMYRの持ち直しは続いた。
- マレーシア中銀(BNM)は6日の金融政策委員会で、政策金利を従来の3.00%に据え置いた。声明文における世界経済に対する見解は前回会合から大きな変化が無かった。マレーシア経済に関しては、前向きな見方を維持した。もっとも、足許の景気動向指数は前年比で減速基調となっており、外需の動向など先行き不透明感も強まっている。今後の景気の押し上げには観光客業の持ち直しやインフラ投資の進捗などの新しい材料が必要となるだろう。
- 物価動向に関して、6月CPIは前年比+2.4%、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+3.1%となった。食料品価格の他にもホテル・レストラン価格、通信費をはじめ幅広くインフレ軟化が確認された。BNMは複数のリスク要因を挙げたが、インフレ率は総合、コアベースとも減速ペースに差はあっても国内の需要の過熱が一巡し、今後インフレ目標の2~3%上限付近を推移すると見込んでいる。かかる中、BNMは安定した景気成長と物価動向を維持できるような政策運営を実施する方針だ。政策スタンスも緩和方向に傾いている旨の記載もあり、総じてインフレに対する警戒は弱まっている印象だ。
- 6月貿易収支は+258億リンギの黒字を記録。黒字幅は5月の+157億リンギから拡大したものの、輸出は前年比▲14.1%、輸入は同▲18.9%となった様に輸入の減少が影響した点大きい。輸出については、石油関連製品や資源の実績が大きなマイナスとなっており、国別で見ても中国やASEAN諸国、米国といった主要相手国への輸出が総じて前年割れを記録した。
- 8月のMYRはレンジ推移を予想する。7月FOMCでは過去数回の内容と比較してタカ派なトーンが弱まっている印象があり、8月においても米国のインフレの鈍化が確認できればMYRがじりじりと値を戻すことも考えられる。欧米が休暇シーズンに入り、実需の動向が相場に及ぶ展開も考えられるが、足許の世界経済動向に鑑みれば、原油価格は持ち直しの動きが見られるものの、輸出拡大を通じた実需のMYR買いが期待しにくい状況にあると考える。

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: インフラ投資の拡大は継続へ

マーケット・エコノミスト

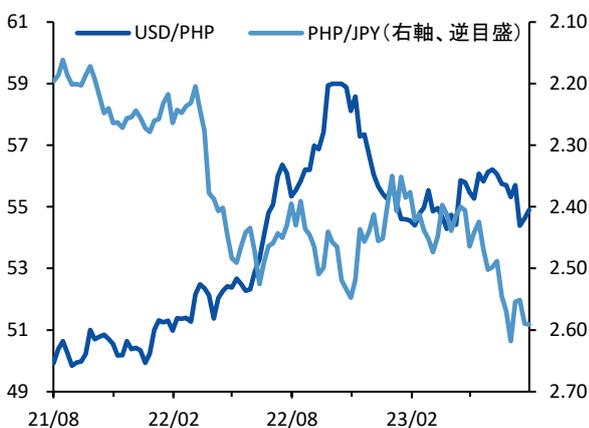
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

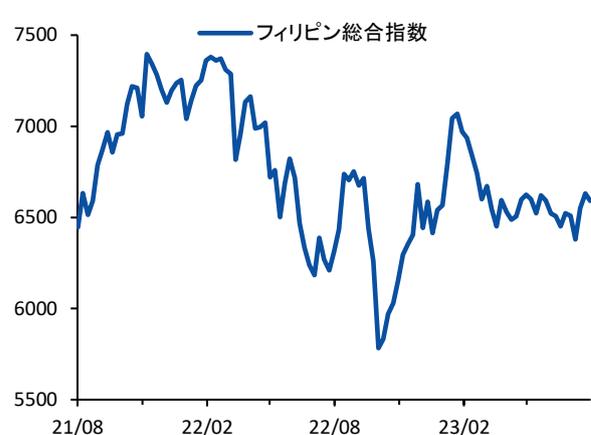
- 7月のPHPは前月に続き小幅に値を上げた。月初55台前半で取引を開始。上旬は6月製造業PMIや消費者物価指数(CPI)の軟化を受けて、月安値の55.70台を推移。その後、米国のインフレ減速に伴う米金利の低下によってPHPは54台後半まで上昇。中旬以降は、フィリピン中銀のレモロナ新総裁が利下げに対し慎重な姿勢を示したこと、日米欧の金融政策会合を控える中で小幅な値動きとなった。月末時点では54.90付近での取引となった。
- マルコス大統領は24日、就任後2回目の施政方針演説を実施。コロナ禍を経て、足許の景気が堅調に推移していることや昨年からの厳しいインフレも軟化傾向にある点に手応えを示した。かかる中、同大統領は政府系ファンド「マハリカ・インベストメント・ファンド(MIF)」の設立に着手しており、ドゥテルテ前大統領が推進してきたインフラ投資を「ビルド・ベター・モア」のスローガンの下で拡大する意向を示している。まずは日本円換算で約2000億円程度の規模が見込まれており、プロジェクトの進捗と共に海外からの直接投資拡大を狙う意図も見受けられる。また、外交関係では対中関係を意識した発言が目立った。南シナ海の領有権問題をはじめ周辺国との協調も通じて、自国の主権を堅持する姿勢を改めて鮮明にした。
- 6月CPIは前年比+5.4%と5月の同+6.1%から低下した。また、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+7.4%と5月から▲0.3%ポイントの減速となった。7月にフィリピン中銀の新総裁となったレモロナ総裁は、依然目標レンジ(+2.0~+4.0%)から上振れる状況にありながらも、一部の商品を除き物価の動きは安定化しつつある点を踏まえ年末までにはレンジ内に収束するといった見方を示した。もともと、5月時点での失業率は4.3%と統計で測れる範囲では最小となっており、引き続き労働市場はタイトとなっており、サービス価格を中心に高止まりが続く可能性も念頭に置きたい。
- 8月のPHPはレンジ推移を予想する。欧米では休暇シーズンを迎え、相対的に相場材料が出にくい中で、フィリピンでは4~6月期GDPの公表やレモロナ新総裁の下で最初の金融政策会合を控える。GDPは堅調さを維持し、金融政策会合も現状維持を見込むが、この想定が大きく外れない限りPHP市場への影響は軽微と予想される。過去の本欄でも言及の通り、貿易赤字は縮小傾向もPHPの需給環境に変調の兆候は見られない。実需のPHP売りがPHPの上値を押さえる構図は8月も継続すると予想される。

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 のリスク材料の大枠は変わらず

アジア・オセアニア資金部
 マーケット・エコノミスト
 Tan Boon Heng
 boonheng.tan@mizuho-cb.com

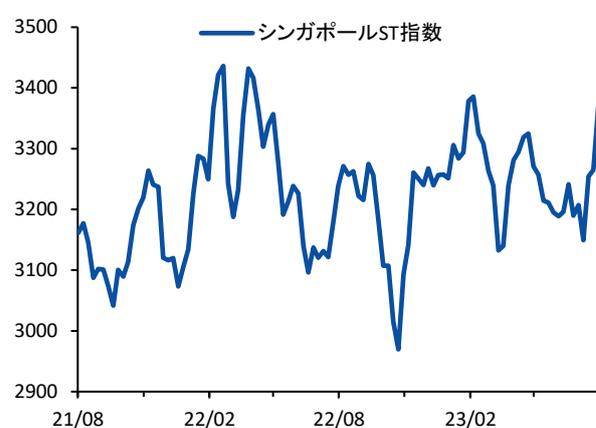
- 7月のSGDは上昇、中旬の米国のインフレ鈍化を受けた米金利の低下に伴うドル安を横目に値を伸ばした。SGD名目実効為替レート(S\$NEER)は依然として高水準にあるが、勿論単月でSGDの下落リスクが解消したわけではない。直近公表の経済政策指標の結果を踏まえながら現状を改めて整理したい。
- 14日公表の4~6月期実質GDP成長率は前年比+0.3%、数字の上ではテクニカル・リセッションを回避した。しかし足許の輸出実績は前年割れが続き、世界的な需要の減退が製造業を圧迫していることを考えると、景気好転と今後の景気浮揚を示す確実な兆候とは解釈できず、低成長の定着が予想される。
- 片や、6月の消費者物価指数は前年比+4.5%、民間道路輸送と住居費を除いたコアベースでは同+4.2%と鈍化した。シンガポール通貨管理局(中央銀行、MAS)はインフレ予想を同+4.5~5.5%に引き下げるなどインフレの脅威は弱まりつつある。もっとも、市場ではMASがタカ派金融政策を維持するといった見方が依然優勢だ。かかる政策スタンスからSGDが短期間で急激に値を下げることは考えにくい、今後の成長減速が金融政策決定に影響を与えることとなれば、SGD高一辺倒になるとも言いにくい。本欄では既に高水準にあるS\$NEERはそのレンジ内で緩やかな上昇が続くと見ている。
- 中国の景気動向もやはり無視できない。中国4~6月期実質GDPは軟調に終わり、当局の景気刺激策の実施が期待されるが、あくまで中国国内の基本的な経済問題の解決を主眼としているため、シンガポールの成長への波及効果は大きくない点は留意したい。また、今後の報道が待たれるが、景気支援策自体が期待外れに終わった場合、市場の失望がCNYひいてはSGD下落に及ぶ可能性はある。中国の景気停滞が長期化すれば、市場心理の悪化とともにSGDを含むアジア通貨の急落を招き、深刻な景気後退懸念に対処するためにMASがハト派傾斜することも、可能性は低いが想定されるSGD安シナリオだ。
- 本欄で繰り返し議論してきた通り、足許のSGDの方向感を左右する大きな要因は7月もそうであった様にドルの動きである。7月FOMCにおいてもFRBが辛抱強くデータを吟味して利上げを検討すると表明した以上、FRBの情報発信次第でSGDは双方向に揺れて方向感が出にくい地合いとなりそうだ。特に、7月と同様雇用統計やインフレ関連指標の結果に市場が反応すること、8月下旬に控えるジャクソンホール経済シンポジウムはタカ派であれハト派であれ、9月以降の政策決定の地均しをする可能性もあり注視したいイベントだ。

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: THB の持ち直しは継続するか

マーケット・エコノミスト

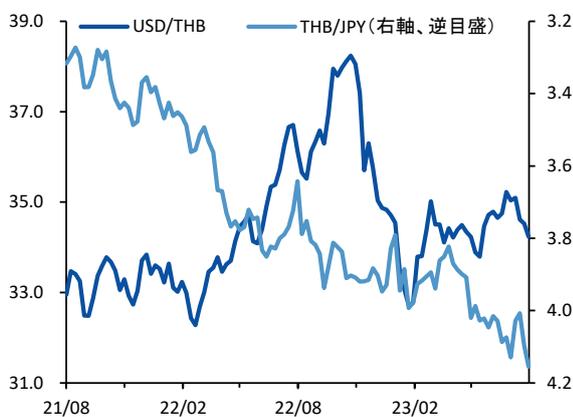
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 7月のTHBは国内政治の動向に揺れるも大きく上昇。月初35台前半で取引を開始。上旬は新政権樹立に関する交渉が長期化したことが嫌気され軟調な推移となった。中旬に入ると、米国のインフレ軟化を受けTHBは上昇、一時5月以来の高値となる33.70台を記録した。下旬は、中国経済や国内政治の先行き懸念が再燃し34台半ばまで反落するも、7月FOMC後は34台前半まで値を戻し、次の相場材料を探る地合いとなっている。
- 7月においても、次期首相の選出には至らなかった。5月の総選挙で下院第1党となった前進黨のピター党首を首相とする動きが続いていたが、13日の初回投票では過半数獲得に至らず選出に失敗。19日の国会では2度目の投票直前に、選挙関連法に違反した疑いで同氏の議員資格をなく奪するとともに、首相候補としての資格を認めない事態に至った。
- これに対し、オンブズマン事務局は同氏の立候補を阻む行為は憲法に違反する可能性があるとして憲法裁に判断を求めており、本件に係る判決が下るまで首相選出の再投票は延期されることとなった。かかる中、下院第2党の貢献党は、親軍派を中心とした旧与党と組むことを含め組閣を検討していると予想されている。引き続き新首相の選出は長期化の様相を呈してきたとともに、民意に反した決着となった場合には、旧政権に対して実施されたような政治的なデモ活動が再発する懸念も浮上する。
- 6月消費者物価指数は前年比+0.2%と6か月連続で減速。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコアCPIも同+1.3%と着実に鈍化している。かかる中、タイ商務省は従前のインフレ見通しを引き下げ、23年のインフレ率が前年+1.0%~2.0%で推移するとした。観光業の持ち直しに伴うサービス価格の上昇などのインフレリスクを注視している印象はあるものの、政府・中銀ともインフレへの警戒を弱めている印象だ。
- 8月のTHBは上値の重い推移を予想する。現状、新政権樹立に関する交渉はTHBの下落リスクと整理しておくべきだろう。8月にはタイ中銀が金融政策会合を予定しているが、インフレ予想が下方修正されていることから、タカ派な決定には至らないだろう。片や、米国ではインフレの鈍化が確認されているものの、7月FOMCの結果を踏まえればFRBの早期のハト派転化は見込みにくい状況にある。8月のジャクソンホール経済シンポジウムでもインフレ収束に対しては慎重な姿勢を示す可能性が高く、ドル安には傾きにくいものと考えられる。

図表 15: タイパーツ相場(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



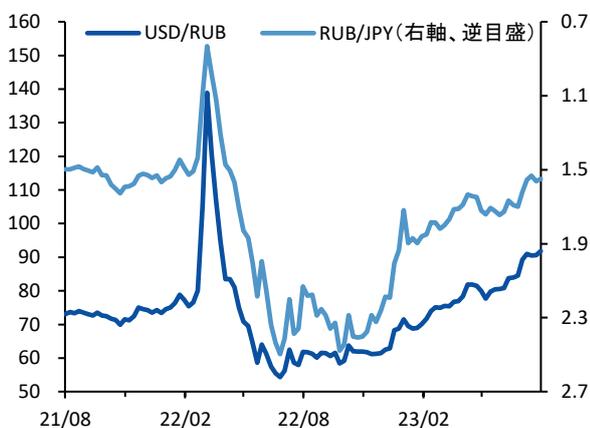
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:利上げを再開

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

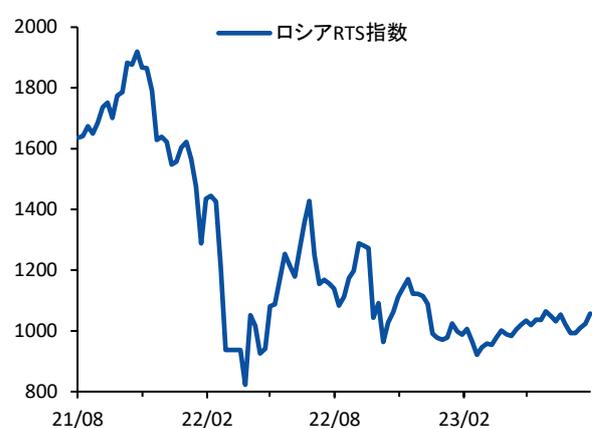
- 7月のRUBは月初の89.55から7月28日時点で91.70まで▲3%超下落している。6月23日に起きたワグネルの武装蜂起以降の下落率は▲7%強となっている。
- RUBの下落に伴う輸入物価上昇のリスクが、ロシア中央銀行(CBR)による7月会合での利上げ再開の判断につながったものと考えられる。CBRは7月21日に政策金利を+1.0%ポイント引き上げ8.50%とした。ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予想でも利上げ再開はコンセンサスとなっていたが、利上げ幅の予想は+25bpから+75bpに分布しており、市場予想を上回る利上げとなった。さらに、CBRは労働需給のひっ迫に伴う賃金上昇圧力や、インフレ期待の高進、年初からのRUB安に伴う輸入物価上昇のリスクに対する警戒を示しており、次回9月15日の会合以降の追加利上げを示唆した。
- CBRの利上げ再開はRUBのサポート要因だが、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、RUB安圧力を食い止めるには力不足であろう。今後も、中長期的なRUB安方向への展開が続くと見ている。特に、経常収支や財政収支など通貨ファンダメンタルズの悪化が鮮明となっていることが最大の理由である。G7などが経済制裁として科しているロシア産原油の輸入価格の上限設定措置を考慮すれば、ロシア産原油が国際的な指標であるブレントと比較して割安な水準で取引されることは避けられず、原油収入のアップサイドも限定的となるだろう。また、ロシアの個人・企業が「友好国」との間での為替取引を活発化させていると見られることも、人民元を始めとする外貨の購入や、海外への資金流出を通じてRUBの重石となりうる。

図表 17: ロシアループル相場(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



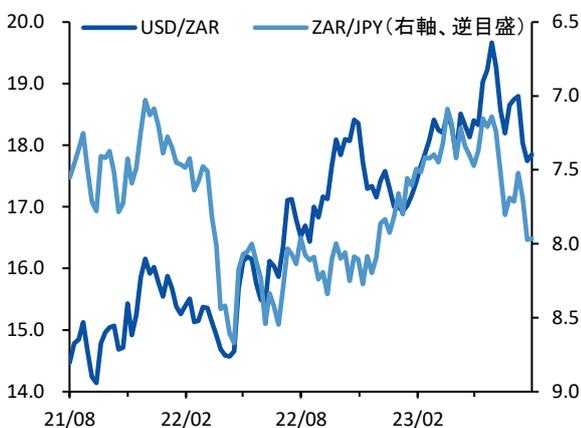
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: サプライズの利上げ停止

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

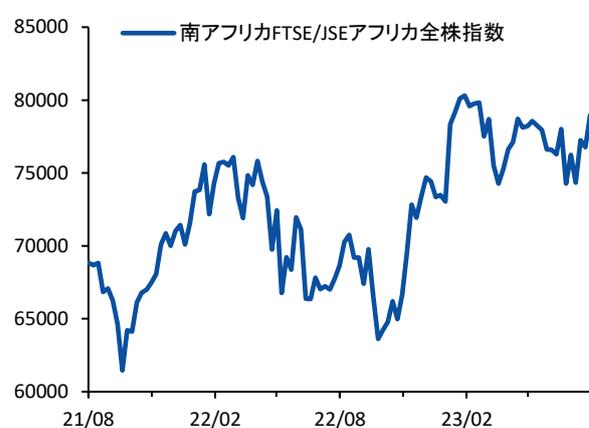
- 7月のZARは7月初めの対ドル18.8台から7月28日時点で17.6まで+7%近く上昇している。月間で見た反発は2か月連続となる見込みである。前回の本欄でも述べたように、ZARの反発は主に外部環境の改善が影響していると見ている。市場がFRBやECBの利上げ停止を織り込みに行くなかで、ZARをはじめ高金利通貨には追い風の環境となりつつある。
- 南アフリカ準備銀行(SARB)は7月20日、政策金利を8.25%で据え置いた。ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では、27名中17名が+25bpの追加利上げを予想していた。SARBの政策金利据え置きは2021年9月以来であり、これまで10回連続で利上げをしていた。さらに、今年3月と5月の2回では利上げ幅をそれまでの+25bpから+50bpに拡大していた。その後のランドの反発がSARBの据え置き判断の一因となった可能性は高い。
- 結果は据え置きではあったものの、記者会見や、声明文、アップデートされた経済見通しは、SARBの中でインフレ警戒姿勢が根強いことを感じさせるものだった。クガニャゴ SARB 総裁は、利上げサイクルが終わったわけではなく、今後はデータ次第だと発言している。また、インフレ見通しは前回5月の会合から全体的に引き下げられているものの、2023年10~12月期の消費者物価指数(CPI)の見通しは前年同期比+5.3%と5月時点の同+5.6%からわずかに僅かに引き下げられたにすぎない。また、CPIがSARBのインフレ・ターゲット中央値である前年比+4.5%まで低下するのは2025年後半まで待つ必要があるという見解は維持されている。市場が織り込んでいるように、2024年にSARBが利下げを開始する兆候は、少なくとも今回の会合では見られなかった。
- 今回の据え置きはサプライズではあったものの、総じてSARBのタカ派姿勢は維持されており、市場の利下げ織り込みが今後剥落する可能性を考慮すれば、金利面からはZARがサポートされる面は大きいだろう。次回の金融政策決定会合は9月21日に予定されているが、ZARが大きく崩れない限りは据え置きとなる可能性が高い。一方、ZARの値動きは、南アの国内要因に加えて、外部環境の影響を受けやすい。米金利や、中国経済の動向には留意する必要があるだろう。

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



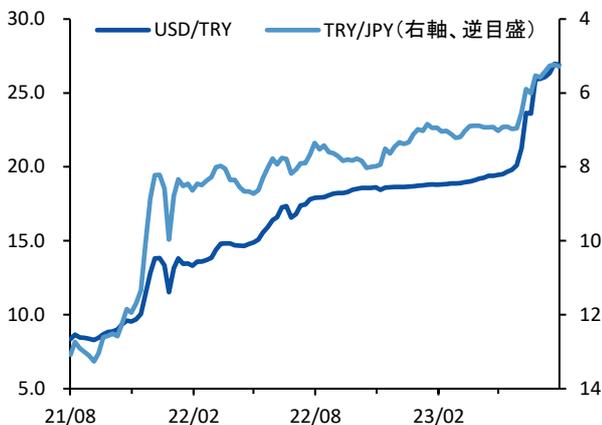
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 2 会合連続の利上げ

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

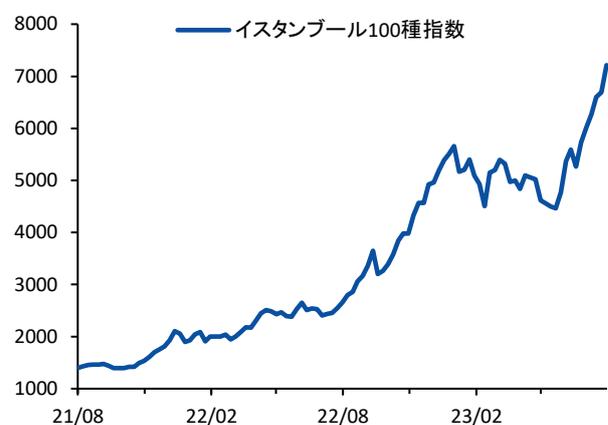
- 7月のTRYは対ドル26.0から7月28日時点で27.0手前まで約▲4%下落した。6月には月間で▲20%を超える大幅な下落となったことを考慮すれば、下落スピードは緩やかになりつつあるものの、それでも5月末の大統領選挙決選投票終了後にTRYがほぼ一方方向で下落し続けていることには変わりはない。
- TRY相場の動向を見極めるうえでは、トルコ中央銀行(TCMB)の金融政策が最大の焦点となる。TRYが他の新興国通貨に比べて下落スピードが速いのは、大幅なマイナスとなっている実質政策金利が最大の要因と見られ、金融政策への信認がTRY安定の鍵であると見られるためだ。
- TCMBは7月20日の金融政策決定会合で政策金利を15.0%から17.5%へと+2.5%ポイント引き上げた。前回の6月会合では8.50%から15.00%へと+6.5%ポイント引き上げており、利上げペースを縮小した。ブルームバーグ集計のエコノミスト予想はばらつきが大きかったが、予想中央値は+3.5%ポイントの利上げ(政策金利は18.5%)であり、利上げ幅は市場予想を下回った。
- 声明文でTCMBは今後も政策金利の引き上げを継続すると表明したほか、量的引き締めおよび、選択的な信用引き締め措置を行うことを決定したと述べている。同日、TCMBは為替差損保護付きTRY預金口座に対し15%の預金準備率を適用すると発表している。TRYの過剰流動性を吸収し、TRYをサポートすることが目的と見られ、TCMBはこうした措置を今後も発表する方針であろう。この他、声明文ではインフレ環境に関する見解がアップデートされ、大幅な賃上げや、通貨安、増税、企業の価格決定行動によってインフレのトレンドには上昇圧力がかかっているとの見解を示している。7月27日に公表された四半期インフレーションレポートの中で、TCMBは2023年末の消費者物価指数(CPI)の見通しを前年比+58%と、前回の同+22.3%から大幅に引き上げている。カブジュオール前総裁の体制のもとで作成された前回の見通しは、甘すぎるとして批判されていた。
- 7月28日にはエルドアン大統領は米ニューヨーク連銀の元エコノミストを含む3名の中央銀行副総裁に新たに任命している。インフレ加速下での利下げという異端の金融政策運営で揺らいだTCMBへの信認の回復を意図したものと位置付けられる。これまでのところ、TCMBが進める「段階的な利上げ」に対する市場の反応は乏しいものの、金融政策は正統派の方向性には向かっており、徐々に前向きな見方も拡がると見ている。

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



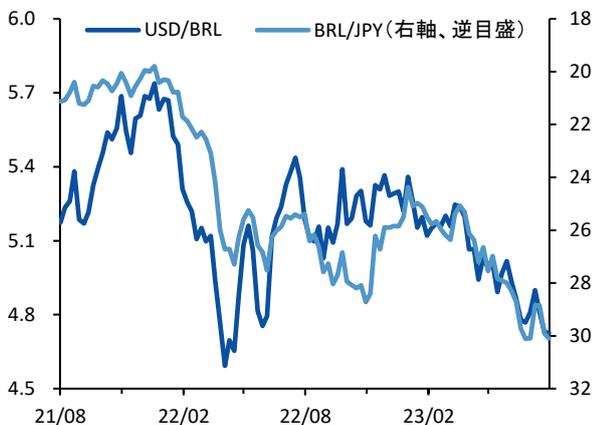
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 利下げサイクルの開始が目前に

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

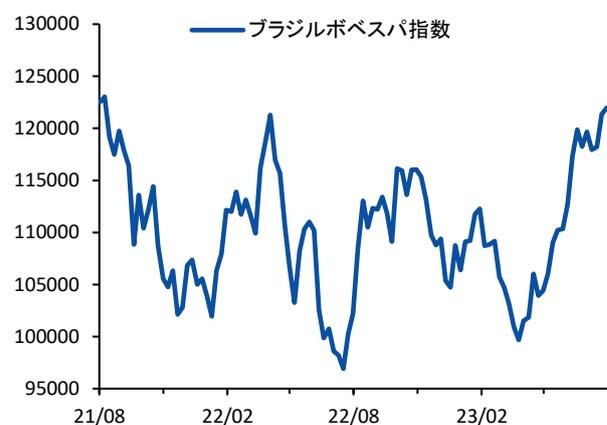
- 7月のBRLは+1.26%と上昇した。4.76付近で取引開始、上旬はブラジル中央銀行(BCB)の理事候補のハト派な発言を受け、早期利下げ期待の高まりから4.9台半ばに下落。中旬から下旬にかけては、ブラジル株高や資源価格上昇に加え、米大手格付機関による長期債務の格付引き上げが好感され戻り買いに至り、4.73付近で引けた。
- 域内の物価動向に関し、6月のインフレ率(IPCA)は前年比+3.16%と市場予想(+3.14%)を小幅に上回ったものの、前月(+3.94%)からは大幅に伸びが鈍化。20年9月以来の低い伸びであるとともに、20年10月以来2年半以上ぶりに中銀によるインフレ目標の中央値(23年:+3.25%)を下回った。もともと、住宅価格(+4.0%→+4.3%)の加速もあり、BCBが試算するコアインフレ率は+6.62%と高い伸びを維持。先行きに関し、特に8月以降は昨年行われたインフレ抑制政策の反動で水準を切り上げる公算が大きい。あくまでベース効果の影響なので過剰に反応する必要はないが、年末にかけインフレ目標の上限(23年:+4.75%)を再度上回る可能性が高いと考えている。
- かかる中、BCBは8月2日に金融政策委員会(Copom)を開催するが、①順調にインフレ鈍化が進んでいること、②6月会合議事要旨で早ければ8月会合での利下げを示唆したこと、③政権や民間企業団体からの利下げ圧力の強まり等から、本欄では政策金利(翌日物金利、Selic)を現行の13.75%から▲25bp引き下げると予測する。政府高官から▲50bpの利下げを望む声も聞かれるが、コアインフレの緩慢な鈍化を前に、BCBはより慎重な利下げを選択するだろう。
- なお、7月26日、米大手格付機関はブラジルの長期債務の格付を従来の「BB-」から「BB」に引き上げた。6月には他の格付機関が見通しの引き上げを行っており、特段新味のある話ではない。実際、BRL相場も大きくは材料視しなかった印象が強い。財政懸念の後退が格付引き上げの主因とのことだが、経済が失速に至れば財政枠組みの有名無実化に至る可能性も否定できない。本欄では、継続的な格付引き上げは想定していない。
- 8月のBRL相場は、弱含みを想定。BCBの利下げ開始は目の前であり、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、中国経済回復が遅れる中、同国向けの輸出減を通じ実需面もBRL安に寄与すると考える。ただ、FRBの動向や資源価格次第ではBRLが強含む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: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:高金利政策の継続がMXNの下支えに

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

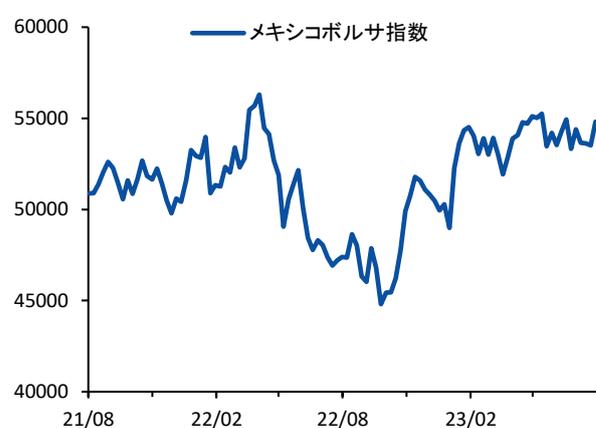
- 7月のMXNは+2.28%と上昇した。MXNは17.1付近で取引を開始。上旬は、米金利上昇と軟調なメキシコ株式市場が重石となり、一時17.4付近へ下落。中旬は、市場心理が改善する中、原油価格の上昇も相まって16.7付近に反転上昇。下旬は、米金利動向やメキシコ株式の推移に合わせ16台後半でレンジ推移、結局16.7付近で引けた。
- 域内の経済活動について、2023年4-6月期の実質GDP成長率(速報)は前年比+3.7%と市場予想(同+3.3%)を有意に上回り、前期(同+3.7%)からは横ばい推移となった。メキシコ中銀(Banxico)の成長率見通し(5月時点)である同+2.3%を大きく上回るポジティブな結果と評価できる。内訳を確認すると、第一次産業や第二次産業は前期からは回復も、依然軟調だった。他方、第三次産業は同+4.1%と高水準も、前期からは伸びが減速した。もともと、年末にかけて米景気の一定の減速が見込まれる中、域内経済もそれにつられる形で一定の調整を余儀なくされるだろう。
- 他方、物価動向に関しては、6月消費者物価指数は総合ベースで前年比+5.06%と5月の同+5.84%から大きく鈍化した。コアベースでも同+6.89%と、5月の同+7.39%から大きく減速。幅広い項目で騰勢の落ち着きが確認されており、基調としてもインフレ鈍化が鮮明となっている。中銀の目標(同+3.0%)には距離があるが、高水準の政策金利が引き続きディスインフレに寄与するだろう。
- Banxicoが6日に公表した金融政策決定会合議事要旨(6月会合分)では、追加利上げの必要性を否定する姿勢が委員会の多数派であることが判明した半面、多数の理事が早期の利下げ転換期待を戒める姿勢を強調したことが確認された。債券市場の織り込みに対し釘を刺す意見も見られ、物価上振れに対する懸念は依然大きいようだ。本欄では引き続き、10~12月期もしくは24年1~3月期での利下げ開始を基本線としたい。
- 8月のMXN相場は弱含みを予想する。Banxicoのタカ派姿勢は今後軟化が見込まれ、本欄では年末年始付近での利下げ開始を想定している。金利面のMXNの優位性は剥落に向かおう。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。投機筋によるネットのMXN買いポジションも相当に積みあがっており、今後は巻き戻しの動きに注意する必要がある。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する可能性もある。

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 1～7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	7.1428	7.00	6.95	6.90	6.85	6.80
香港ドル (HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.7982	7.83	7.82	7.82	7.80	7.76
インドルピー (INR)	80.883 ~ 82.949	82.253	83.8	82.0	80.4	79.6	79.6
インドネシアルピア (IDR)	14565 ~ 15643	15080	15600	15000	14900	14800	14600
韓国ウォン (KRW)	1216.30 ~ 1343.02	1274.36	1290	1280	1260	1240	1220
マレーシアリング (MYR)	4.2250 ~ 4.6918	4.5070	4.68	4.43	4.36	4.28	4.19
フィリピンペソ (PHP)	53.628 ~ 56.438	54.898	56.6	53.8	53.5	53.0	52.8
シンガポールドル (SGD)	1.3032 ~ 1.3576	1.3292	1.33	1.33	1.34	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	29.608 ~ 31.491	31.455	31.5	30.8	30.5	30.0	29.5
タイバーツ (THB)	32.57 ~ 35.74	34.23	35.0	33.8	32.8	32.7	32.5
ベトナムドン (VND)	23415 ~ 23858	23689	24500	23800	23700	23600	23400
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	67.0415 ~ 92.8750	91.6120	92.0	93.0	94.0	95.0	96.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	17.8684	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0
トルコリラ (TRY)	18.4339 ~ 27.0326	26.9410	26.0	24.0	22.0	24.0	26.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	4.6967 ~ 5.4798	4.7269	4.85	5.00	5.05	5.10	5.10
メキシコペソ (MXN)	16.6262 ~ 19.5882	16.7484	17.8	18.3	18.5	18.6	18.8
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	18.793 ~ 20.054	19.921	20.14	20.43	20.29	20.15	20.15
香港ドル (HKD)	16.295 ~ 18.508	18.240	18.01	18.16	17.90	17.69	17.65
インドルピー (INR)	1.559 ~ 1.769	1.729	1.68	1.73	1.74	1.73	1.72
インドネシアルピア (100IDR)	0.831 ~ 0.967	0.943	0.904	0.947	0.940	0.932	0.938
韓国ウォン (100KRW)	9.915 ~ 11.194	11.161	10.93	11.09	11.11	11.13	11.23
マレーシアリング (MYR)	29.106 ~ 31.666	31.570	30.13	32.05	32.11	32.24	32.70
フィリピンペソ (PHP)	2.325 ~ 2.625	2.591	2.49	2.64	2.62	2.60	2.59
シンガポールドル (SGD)	96.55 ~ 107.29	107.01	106.02	106.45	104.32	104.15	103.79
台湾ドル (TWD)	4.205 ~ 4.663	4.523	4.48	4.61	4.59	4.60	4.64
タイバーツ (THB)	3.770 ~ 4.175	4.156	4.03	4.20	4.27	4.22	4.22
ベトナムドン (10000VND)	0.5430 ~ 0.6146	0.6004	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)	1.521 ~ 1.948	1.553	1.53	1.53	1.49	1.45	1.43
南アフリカランド (ZAR)	6.909 ~ 8.070	7.960	8.06	8.35	8.24	8.12	8.06
トルコリラ (TRY)	5.108 ~ 7.482	5.278	5.42	5.92	6.36	5.75	5.27
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	23.723 ~ 30.405	30.088	29.07	28.40	27.72	27.06	26.86
メキシコペソ (MXN)	6.651 ~ 8.541	8.492	7.92	7.76	7.57	7.42	7.29

注: 1.実績の欄は2023年7月31日まで。SPOTは8月1日の7時25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。