

2023 年 9 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:供給網の再編成は脱ドル化を促すか	2
中国:強まる米中のデカップリングと景気減速懸念	3
インド:中銀の予測以上にインフレが加速	4
インドネシア:4~6 月期経常収支は赤字に転落	5
韓国:年初来安値を更新した KRW	6
マレーシア:内憂外患の相場環境	7
フィリピン:4~6 月期実質 GDP 成長率は減速	8
シンガポール:双方向のリスクに挟まれる SGD	9
タイ:歴史的な大連立政権の成立で決着	10
ロシア:緊急会合で利上げを実施	11
南アフリカ:中国懸念の再燃が重しに	12
トルコ:市場予想を上回る大幅利上げ	13
ブラジル:いち早く利下げ局面に突入	14
メキシコ:キャリートレードの巻き戻しに要警戒	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：供給網の再編成は脱ドル化を促すか

マーケット・エコノミスト

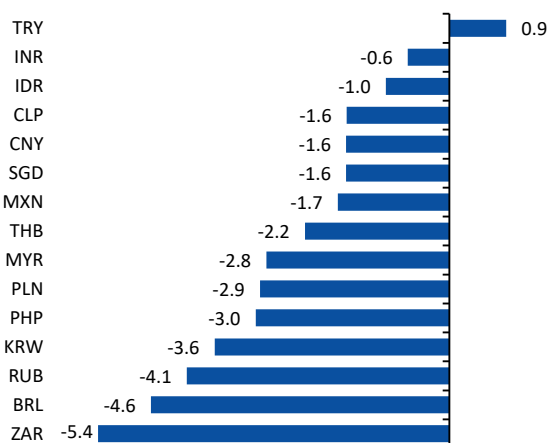
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

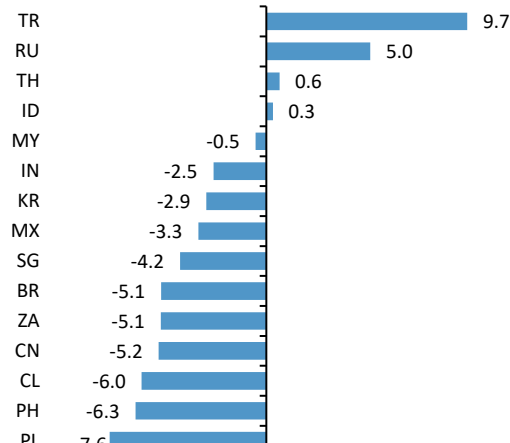
- 8 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲1.5%。同指数は 1690 台後半で取引を開始、上旬は軟調さが目立つ中国経済の動向や大手格付会社による米国債の格付け引き下げなどが市場心理の悪化を招き下落。月半ばにかけては CNY とアジア通貨全般の下落が重しとなり、1660 台半ばまで続落した。月後半は FOMC の情報発信が意識される中でやや動意を欠いたが、イベント通過後は米金利低下も相まって 1680 近辺まで戻す展開となった。
- 米ワイオミング州でジャクソンホール経済シンポジウムが 8 月 24～26 日に開催された。パウエル FRB 議長は米国の金融政策について、インフレ抑制のプロセスはまだ長い道のりであり、ハト派転化はインフレ再加速のリスクを伴うものとした上で、インフレ率が 2%に持続的に低下すると確信できるまで金利を制約的な水準に据え置く旨の発言を残した。改めて FRB はインフレ抑制のために「タカ派な現状維持」の姿勢を継続することが再確認された格好だ。
- また、本会合のテーマは「Structural Shifts in the Global Economy」と題された。その中で、地政学リスクの高まりを受け、政治的な友好性を重視した上で世界的な供給網が再編成されれば、世界経済の成長率の下押しに加えて、コストの拡大を受けたインフレを招く可能性が指摘された。米国・中国という世界 2 大経済大国のデカップリングに注目が集まるが、政治的な緊張が経済関係に及ぶ事例は世界各地で散見されており、その頻度も高まっているように思える。
- かかる中、新興国全体でも政治・経済両面での米国依存から脱却を図る姿勢が見られた。南アフリカで 22～24 日にかけて開催された BRICS サミットでは、中東産油国など新たに 6 か国の加盟を含む「ヨハネスブルク宣言」が採択された。中国やロシアの思惑も含まれていると考えられるが、米国に対抗する国際秩序の構築を目指す内容となっている。経済的な依存を弱める一環として、BRICS 共通通貨構想にも注目が集まり、これは将来的な新興国経済の「脱ドル化」にも直結しうる。各国の意向の集約は容易ではないが、先述のサプライチェーンの再編成に連れて今後の交渉のスピード感が増していく可能性も否定できず、中長期的な為替相場の展望にも影響が及ぶテーマにもなりそうだ。
- 短期的な視点に目を戻せば、やはり中国経済の減速懸念が新興国通貨の重しになっている印象が強い。一方で、タカ派な FRB の下でドルが高金利下にある時間帯も長引くような状況であり、世界景気減速を織り込んだ新興国中銀のハト派化が今後進めば、金利の面で手放される通貨も出てきそうな地合いだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2023 年 8 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(2023 年 8 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国：強まる米中のデカップリングと景気減速懸念

マーケット・エコノミスト

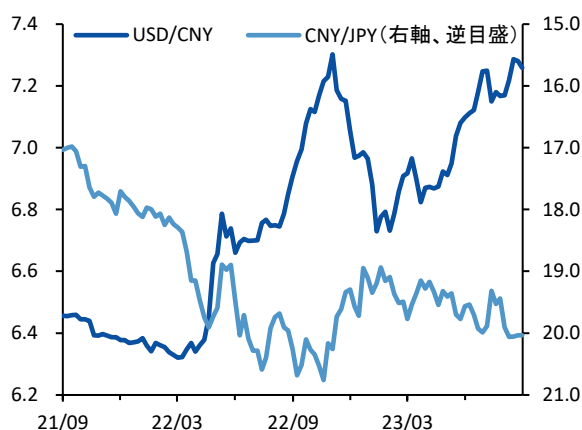
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

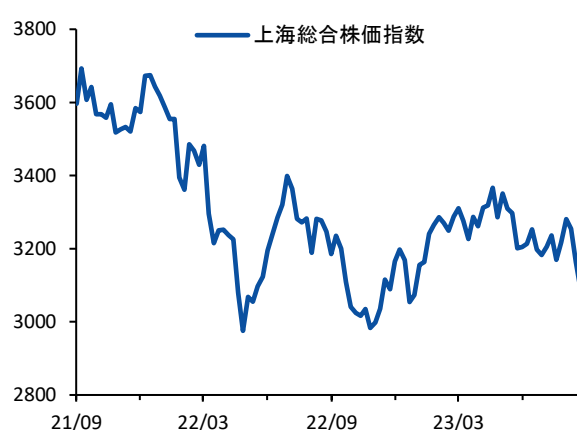
- 8月のCNYは下落後、7.30付近での取引が続いた。月初7.19台で取引を開始、上旬は引き続き冴えない国内経済指標の結果が嫌気されて、じり安の展開。月半ばにかけて中国人民銀行(PBoC、中央銀行)が金融緩和の強化を決定すると米中金利差の拡大を受けて7.31台後半まで年初来安値を更新した。月後半以降はPBoCによる為替相場へのけん制が入りつつも一進一退の動きが継続、7.27~7.29台でのレンジ推移となった。
- 米国は9日、半導体関連産業を含む先端技術に関する対中投資規制の強化を決定した。中国は従前より海外からの投資や技術を受け入れて自国生産力を高度化する構図となっていたが、このルートでの技術革新が今後断たれることが予想される。なお、4~6月期の国際収支統計では、対内直接投資が+49億ドルと統計開始以来で最低水準を更新した。今回の米国の決定と国内の景気減速によって世界の対中投資に対する姿勢はより慎重となるかもしれない。
- 7月鉱工業生産は前年比+3.7%と6月の同+4.4%からも鈍化した。加えて、7月小売売上高は前年比+2.5%と6月の同+3.1%を下回った。不動産市況に関して、7月の固定資産投資や不動産投資も軟調で、不動産投資は前年比▲8.5%となっており、5か月連続でマイナス幅を拡大させた。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と市場予想の同▲0.4%を上回ったものの、21年2月以来となるマイナス圏に沈んだ。食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.8%と6月の同+0.4%から伸びが回復。ゼロコロナ政策解除後の非製造業の回復に合わせ、サービス価格は加速も、消費財価格、食品価格などで下落が目立った。また、7月生産者物価(PPI)は、同▲4.4%と市場予想の同▲4.1%を下回り、共に内需の弱さが示唆される結果となった。
- 景気減速とインフレ鈍化に鑑みて、PBoCは15日中期貸出制度(MLF)の1年物金利を▲15bp引き下げることと決定、翌週21日には1年物のローンプライムレート(LPR)も▲10bpsの引き下げとなった。市場も引き続き景気刺激策を待つ状況で、追加の金融緩和が実施されるとの見方は強い。
- 本欄では、年間+5%の経済成長を達成する目処が立てば、CNYも大崩れはないとしていたが、中国経済の減速が危惧される中で、米中金利差は拡大傾向にある。加えて、貿易黒字の縮小と旅行収支に起因するサービス収支赤字の拡大、海外からの対中投資減速もあり、実需面でも徐々にCNYが手放されやすい地合いだ。かかる中、年末までのCNYのレンジを6.95~7.35としたい。

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: 中銀の予測以上にインフレが加速

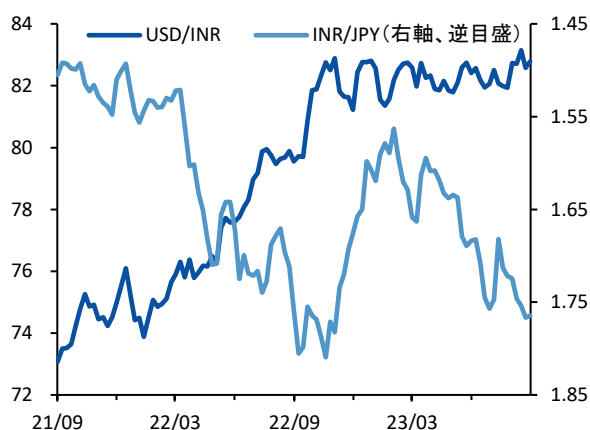
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 8月のINRは▲0.64%と下落した。月初、82.3付近で取引開始。月前半は、米金利上昇やインド準備銀行(RBI)によるINR売りの為替介入に関する観測報道に押される格好で83台に下落。月後半は、ダス・RBI総裁によるタカ派な発言や、史上最安値を前にしたINR買いの為替介入への警戒感もあり、買い戻される流れ、一時82台前半に値を戻した。その後は原油価格上昇に押される格好で、82.8付近に弱含んで引けた。
- 10日、RBIは金融政策委員会(MPC)で、3会合連続で政策金利を6.50%で据え置いた。政策決定は据え置きではあるものの、物価見通しに関しては、2023年度の数字を前回の前年比+5.1%から同+5.4%へ上方修正するなどタカ派な内容が目立った。特に、7~9月期の見通しを前回の同+5.2%から同+6.2%へ大きく上方シフトさせており、悪天候に伴う野菜価格の上昇に警戒感を高めている印象が強い。ただし、2024年1~3月期の見通しは前回から不変であり、あくまで一時的な物価上昇圧力の高まりと判断したようだ。
- かかる中、7月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.44%と、市場予想の同+6.50%を上回り、6月の同+4.81%から大きく加速した。なお、5か月ぶりにRBIの目標レンジ(同+2.0~+6.0%)を上振れる結果となった。内訳を確認すると、食料品が6月の同+4.5%から同+11.5%へ大きく加速したのが目を引く。RBIが警戒した通り、野菜価格は同▲0.7%から同+37.34%へ劇的な反転を見せた。前回の本欄では6月に降雨量が減少したことを指摘したが、7月には逆に降雨量が過多となっており、特にトマトなどの生育に影響を及ぼしたようだ。ただし、食料品と燃料を除いたコアCPIは同+4.9%と順調な鈍化を見せており、物価の基調が上向いたというわけではない。目先の総合ベースのインフレ率は高止まりする公算が大きい、RBIは物価見通しの上方修正を行いながら政策金利の据え置きを決定しており、既に「タカ派な現状維持」のステージにある。9月CPIがよほどの強い結果にならない限りにおいて、利上げ再開は見込まない。
- 9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であり、これがアジア通貨全般の重しとなるだろう。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の史上最安値更新を前に、INR買いの為替介入への警戒感は根強い。そういった観点で、大幅なINR安は想定しにくい。

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:4～6月期経常収支は赤字に転落

マーケット・エコノミスト

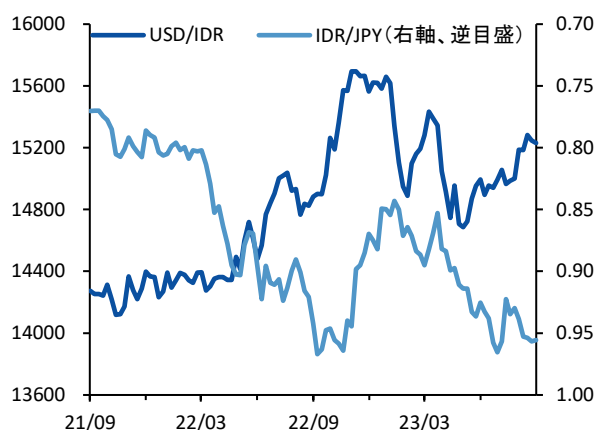
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

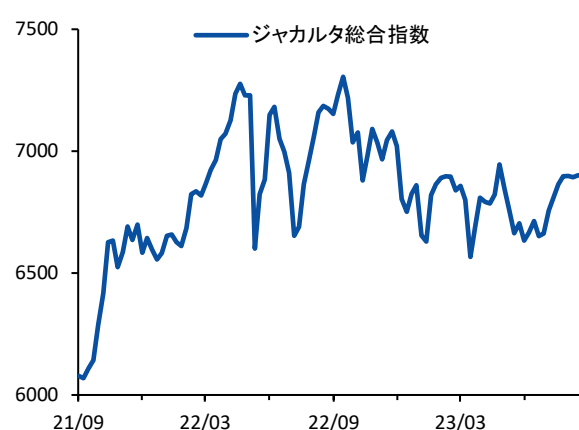
- 8月のIDRは月初、15200付近で取引を開始。上旬は中国経済の減速懸念が強まる中で軟調な推移。中旬は米7月消費者物価指数(CPI)の加速を受けて、IDRは一時月安値の15300台まで下落。中旬以降、ドル買いが一巡し、その後は米金利の方向感に合わせて15300付近を動意なく推移。下旬は小幅に持ち直す動きも見られ、15200台前半での取引となった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は23～24日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを従来の5.75%に維持した。声明文及びペリーBI総裁の会見では、23年の世界経済成長予想に関し、不確実性が高まっている点を指摘した。特に、欧州と中国経済の勢いが弱まっていることへの警戒感を強めている。国内経済について、4～6月期実質GDP成長率(季節調整後)は前年比+5.2%と前四半期の同+5.0%から僅かに加速。前期比では+1.6%と22年以降では最大の伸び率を記録した。PMIをはじめ景況感を示す指標も概ね良好に推移しており、引き続き年間の実質GDP成長率予想は前年比+4.5～+5.3%に据え置かれた。
- 物価動向について、7月CPIは前年比+3.1%とBIの定める目標レンジ(+2.0%～+4.0%)中央付近での推移となっている。外部要因によるインフレリスクに対する言及はあったものの、コア部分のインフレも安定的な動きとなっており、国内のインフレは収束した印象を受ける。
- こうした状況下、BIの政策主眼はインフレ抑制から通貨安定や経済成長維持へとシフトしており、声明文でもその旨の記載が見られた。急激な外部環境の変化がない限りBIの利上げサイクルは終了したと考えたい。これに加えて、BIは保有国債を裏付けとするIDR建ての新証券を発行する計画を公表した。今後、この新証券を用いながら公開市場操作を実施していくものと見られる。
- 9月のIDRは上値の重い推移を予想する。ASEAN主要国通貨の中では最も健闘している印象だが、過去の経験からも市場でのリスク心理が悪化すれば、IDRは域内において一段と売られやすい通貨であるため、従前以上に外部環境の悪化には注意を払う必要があると予想される。また、需給面に目をやれば、4～6月期の経常収支は▲19億ドルと商品需要の縮小を受けた貿易黒字の減少により、2年ぶりの経常赤字に転落した。かかる傾向は外需の減速により今後も強まると考えられ、この点もIDRの押さえる要因になると予想される。

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: 年初来安値を更新した KRW

マーケット・エコノミスト

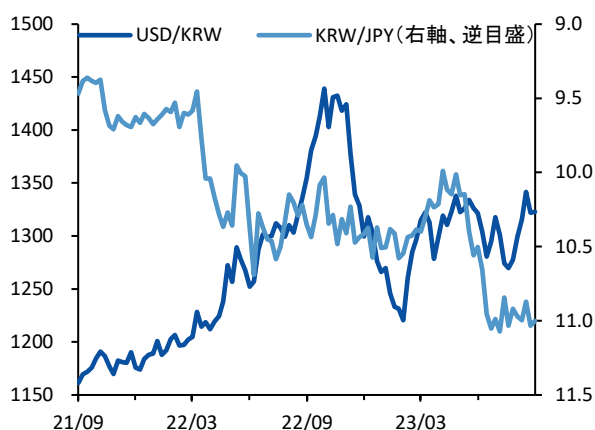
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

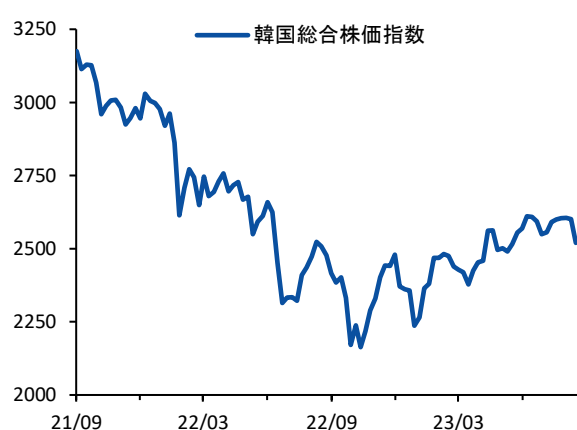
- 8月のKRWは月間を通じて軟調に推移し、年初来安値を更新した。月初1300付近で取引を開始。月前半は7月中国PMIと大手格付機関による米国債の格下げ公表を受けてリスク心理が悪化。中旬も軟調なCNYに連れ安となる格好で一時1340を上抜けた。月後半はジャクソンホール経済シンポジウムを控える中、慎重な取引となるが、下旬にかけて米金利低下も相まってじりじりと値を戻し、月末付近では1320台での取引となった。
- 韓国銀行(BOK)は24日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レボ金利)を委員会メンバーの全会一致で3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは2月に利上げを停止してから5会合連続での決定となった。今回会合に際してBOKは経済・物価見通しを更新しており、国内経済の成長予想は5月時点の同+1.4%に据え置かれた。
- インフレ動向について、直近7月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.3%と着実に減速が確認されている。しかしながら、コアCPIが総合CPIを上回る地合いにあり、BOKはインフレへの警戒を緩めていない旨を強調した。今回公表の物価見通しによれば、23年のインフレ率は同+3.5%と5月の予想から据え置かれており、コアインフレについては同+3.4%と+0.1%ポイント上方修正された。また、下半期の予想を同+3.0%としているが、6月、7月の総合インフレが+2%台での推移となっていたことを踏まえると、BOKはインフレが再度加速する可能性も示唆している。
- かかる中、7月会合時点と同様にBOKは足許のインフレが目標である2%を依然上振れる状況であることに言及し、物価安定の確保に重点を置き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。多くの委員会メンバーも追加利上げの可能性を否定しなかったことから、現状維持の中でもかなりタカ派な姿勢を示したように思われる。
- KRWは8月に対ドルで一時的年初来安値を更新した。リスク心理は下向きに傾いており、外需の減速が懸念される。7月貿易収支は前月に続き黒字を維持したが、輸入の減少が寄与した面が大きい。BOKは貿易収支見通しを更新したが、本格的な持ち直しは24年以降となりそうである。かかる想定からも、実需を追い風にKRWの持ち直しに期待するのは現状ではやや早計に思われる。年後半にかけても一時的な相場の調整はありながらも、KRWが大きく値を伸ばす展開は現状考えにくい。

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:内憂外患の相場環境

マーケット・エコノミスト

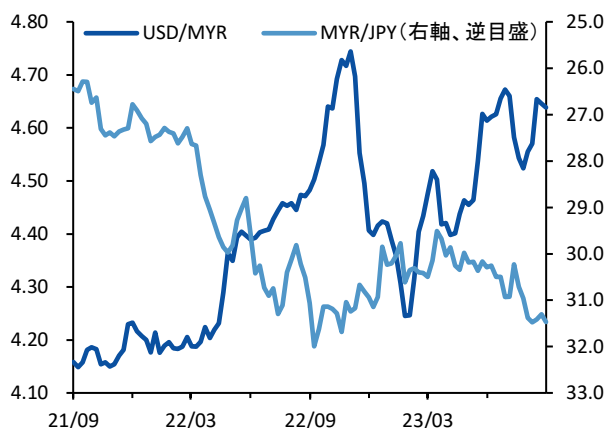
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のMYRは上値重く推移した。月初4.55付近で取引を開始。7月製造業PMIの11か月連続50割れや軟調な7月中国経済指標を受けて、MYRはじりじりと下落。月半ばに4.65付近で下げ止まるも、MYRの買い材料にも乏しく方向感に欠く取引が続いた。下旬に入り米金利低下を受けて値を戻すも、4～6月期実質GDP成長率の軟化や国内の政情不安の再燃もあって長続きせず、月末付近では4.64付近での取引となった。
- 4～6月期実質GDP成長率は前年同期比+2.9%と市場予想の同+3.3%を下回り、1～3月期の同+5.6%から減速した。成長率減速の要因は外需の悪化と見られ、財輸出は製造業の落ち込みに付随する格好で同▲14.8%と軟調に推移した。片や、観光業の本格再開の影響もあってサービス輸出は同+41.4%と大幅な増加が続いた。個人消費については、同+4.3%と前回の同+5.9%から減速、総固定資本形成は+同5.5%と前回から+0.6%ポイント上昇し、金融環境がタイトな中でも、民間・政府両部門で堅調な動きが見られた。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.0%、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+2.8%となった。インフレの中心は食料品・飲料価格となっており、サービス価格の高止まりも懸念されてきたが、内需の減速と付随するかたちで、6月の同+3.2%から同+2.9%へ減速した。総合ベースでのインフレは22年4月以来の低水準を記録しており、今後もマレーシア中銀のインフレ目標の(2～3%)付近を推移するものと予想される。
- 国内13州のうち6州で州議会選挙が実施され、結果は、アンワル首相率いる与党連合と野党連合がそれぞれ3つの州で勝利した。双方とも地盤となっている州で勝利したが、総じて野党側の健闘が目立った。議席数で見ると野党が大きく伸ばした格好となり、与党連合の約1.5倍の議席を確保。アンワル首相が所属する希望連盟(PH)も与党内では絶対的とは言えず、政策の舵取りが難しくなる状況下、有権者の支持が盤石でないことを示唆する内容となった。
- 9月のMYRも外部要因次第の面が大きい。9月FOMCでは大きなサプライズなくタカ派継続が見込まれる中、ドルが大崩れするとは考えにくい。むしろ、中国の不動産市況の一層の落ち込みを受けてリスク心理の悪化に振られる可能性に警戒したい。実需面でも、4～6月期の経常黒字は前四半期から拡大も、通貨の需給に直結しやすい貿易収支が20年7～9月以降で最小となったことが気掛かりだ。外需の動向とともに貿易収支の動きも注視していきたい。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:4~6 月期実質 GDP 成長率は減速

マーケット・エコノミスト

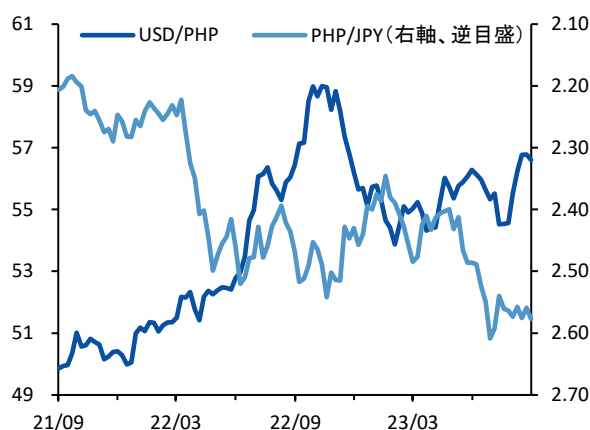
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

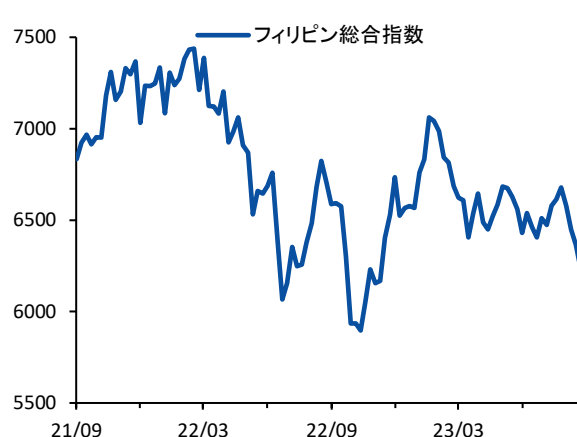
- 8 月の PHP は対ドルで年初来安値を更新。月初 54 台後半で取引を開始。上旬は大手格付会社による米国債の格付け引き下げの影響でリスク心理が悪化。その後も、米国のインフレ加速に伴う米金利の上昇と中国経済の減速懸念も重しとなり PHP は 57 台付近まで上昇、年初来安値を更新した。中旬以降、ドル買いは一巡したが、下旬には原油価格が再騰する動きに連れて PHP は再度値を下げ、月末付近では 56 台後半での取引となった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 17 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の 6.25%に 3 会合連続で据え置いた。声明文では、国内のインフレ動向に関する言及が多く見られており、インフレの再燃に注意を払っている印象がある。直近公表の 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比 +4.7%と 6 月の同+5.4%からまとまった幅で低下し、数字上では 22 年 4 月以来の低水準を記録した。また、BSP はインフレ見通しを更新し、23 年は前年比で+5.6%、24 年を+3.3%、25 年を+3.4%とした。総合ベースでのインフレは 10~12 月期に目標レンジ内(+2.0~+4.0%)へ収束するとの見方は変えていないが、各年とも予想は小幅に引き上げられた。
- また、BSP は今後の成長率の鈍化の可能性を指摘した。10 日に公表された 4~6 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.3%と市場予想の同+6.0%を大きく下回り、1~3 月期の同+6.4%からも減速した。経済活動の正常化を受けた繰り越し需要が一段落したこと、先述の高水準のインフレとこれまでの金融引き締めを通じて内需の減速が進んできた点が要因と見られる。政府は年間の経済成長率目標を前年比+6.0~7.0%としているが、内需に加えて中国経済の予想外の失速など外需の下押しも成長の重しとなることが見込まれる。
- 足許の PHP 安の要因は 4~6 月期実質 GDP 成長率の軟化や BSP の利上げサイクルの停止など国内要因も複数考えられるが、足許の相場がドルインデックスと概ね整合的に推移していることを考えるとドル主導の為替相場となっていると判断せざるを得ない。これに対し BSP は市場で決定される為替レートに極力に従うとしたものの、必要に応じて PHP 買いの為替介入を実施する可能性がある点に触れており、BSP の情報発信には一層注意を払いたい。この他の外部要因としては、やはり中国経済の減速が気掛かりである。8 月は PHP のみならずアジア通貨全般が CNY に連れ安となったが、景気動向に加えて中国当局の政策決定次第で相場が双方向に揺れるリスクは今後も残存しそうだ。

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

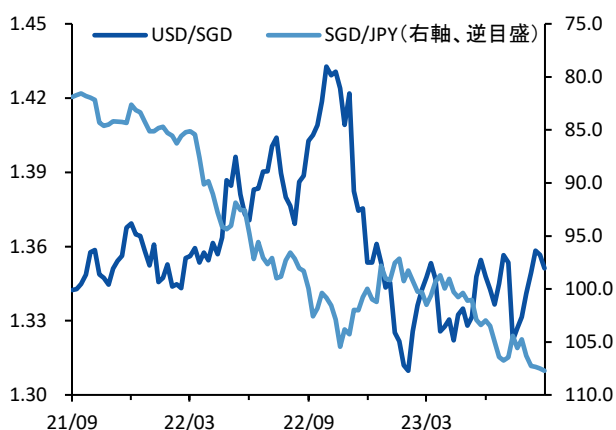
シンガポール: 双方向のリスクに挟まれる SGD

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

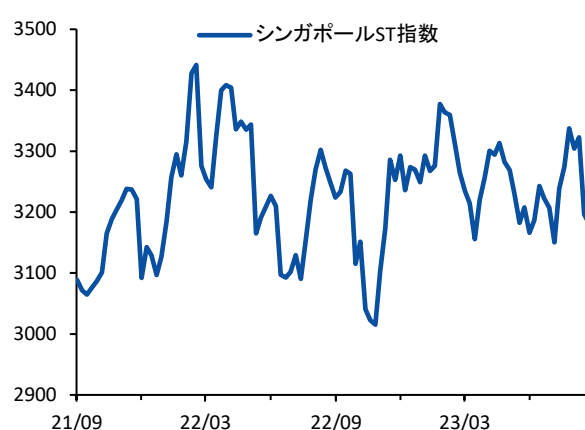
- 8月のSGDは対ドルでの年初来安値を1.36台まで更新した。ジャクソンホール経済シンポジウムで再確認された通り、FRBがタカ派姿勢を維持していること、その一方で、中国経済が苦境に立たされる中で、アジア通貨全般が落ち込んだことが影響した格好だ。もっとも、中国政府の景気刺激策が強化されたことに加え、中国人民銀行(PBoC)がCNYを積極的に買い支えたことから月下旬以降はSGDが持ち直している。
- シンガポールの様に貿易依存度の高い国にとって、予期せぬ外部環境の変化は経済成長にも大きな影響を及ぼす。4~6月期実質GDP成長率(確報)は前期比+0.1%と2四半期連続でのマイナスを辛うじて回避したが、決して見通しが明るくなった訳ではない。7月非石油地場輸出は前年比▲20.2%と市場予想の同▲14.3%を大幅に下振れ、輸出の勢いが止まっていることを明確に示している。これを受けて、シンガポール貿易産業省も23年の成長見通しを従来の前年比+0.5~+2.5%から同+0.5~+1.5%へ下方修正している。
- 片や、パンデミック終息以降、対内証券投資フローは堅調さを維持している。4~6月期はSGDベースで276億ドルの流入超(ネット)となった。コロナ前は対GDP比で12%以下(5年平均)だったが、22年以降では平均で35%へ、かなりの規模で増加している。しかし、世界景気減速懸念が顕在化し、リスク心理が下向けば揺り戻しも想定され、かかる動きにも警戒したい。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.1%、民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは同+3.8%と着実な減速を見せている。本欄ではMAS(シンガポール通貨管理局、中央銀行)が過去と比較してもかなり強いタカ派を維持していることを指摘してきたが、上述の景気減速懸念の高まりを考慮すれば10月の定例会合では追加の引き締めに踏み切る可能性は低くなっているように思われる。SGDの下振れリスクが散見される状況下、MASが従前からの強いタカ派を維持してもSGDの安定は約束されないと見受けられる。
- 今後の数四半期はSGDにとって逆風の相場環境となる見込みが強い。米国の金融政策と中国経済及び当局の動向がSGD相場に大きく影響するという見立ては変わらない。前者については、タカ派の堅持が数四半期にかけて続く地合いにあり、後者は、PBoCの動き次第では上方向にも下方向にも相場を動かす。本欄では、最悪の景気後退が回避されることを前提としているが、困難を脱するまでの期間はやや値幅を伴った相場となることを想定している。

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: 歴史的な大連立政権の成立で決着

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8月のTHBは前半下落も、月後半にやや値を戻した。月初34台前半で取引を開始。上旬は首相選出の行き詰まりや大手格付会社による米国債の格付け引き下げなどが市場心理の悪化を招きじり安の展開。中旬に入ると、中国の追加金融緩和を受けアジア通貨全般が売られ、THBは一時月高値の35.50台を記録した。下旬は、中国人民銀行によるCNY安へのけん制、FRBの情報発信が意識される中、じりじりと値を戻し月末は35.00付近での取引となった。
- タイ中央銀行(BOT)は2日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.00%から2.25%に引き上げた。声明文では国内経済について、個人消費と観光関連産業の回復が継続し、今後もタイ経済を支えていくとの見方を示した。コロナ前の経済に戻るのに約3年の時間を要したものの、今後の景気回復も堅調に進んでいくとの見方を示した。一方で、足許のインフレは着実に減速、7月消費者物価指数は前年比+0.4%と7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+0.9%と共に6月を下回った。
- 政策決定自体は利上げも、一部景気への配慮が見え隠れしており、政策決定後の会見では、不透明な先行きを踏まえた今後の利下げ余地を拡大させるような発言も見られた。国内の金融環境や世界経済の先行きに鑑みれば利上げ終了は着実に近づいていると総括できる。
- 22日、5月総選挙以降難航していた首相指名選挙が改めて行われ、下院第2党でタクシン元首相派のタイ貢献党に所属するセター氏が首相に選出された。しかし、総選挙で下院第1党となった前進党は連立から外れ、半数以上の有権者が反対した親軍派政党を含む11の政党から構成される格好となった。こうした中で、連立政党内で閣僚の選定が推し進められている。
- 9月のTHBは上値の重い推移を予想する。外部要因では、中国経済の減速懸念の高まり、FRBのタカ派維持はTHBのみならずアジア通貨全般での通貨安に繋がる。国内要因については、当面は新政権の動向を注視したい。一旦は大連立政権の成立での決着となったものの、タイ貢献党のチョラナン党首が月末に急遽辞任を表明しており、にわかに雲行きが怪しくなっている。この他にも内閣成立以降での各政党間での方針の食い違いによる政情の不安定化、それに伴って国内でのデモの再発といったリスクなど先行きの懸念材料は残っている。故に、政治・経済におけるリスクは解消したとは断言できず、THBの持ち直しが一過性に終わる可能性も考慮したい。

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：緊急会合で利上げを実施

シニア為替ストラテジスト

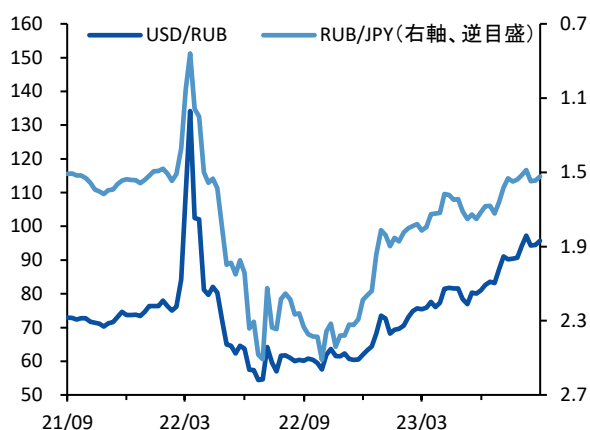
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

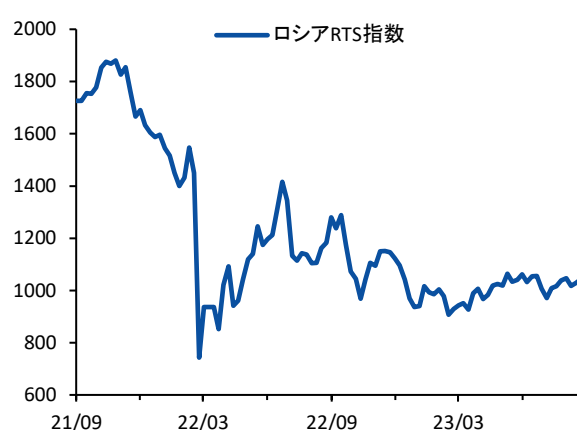
- 8月のRUBは対ドルで7月末の91.8から8月31日には95.7近辺と約▲4.1%下落した。ロシア中央銀行(CBR)が翌日に緊急会合を実施すると公表する前の8月14日には一時、昨年3月以来となる100台を超えて減価していた。7月下旬からRUB安が再加速するなか、CBRはその前の週には、8月10日から今年末までの間、財政規則に基づく外貨購入を停止すると発表していたが、RUB安に歯止めがかからない状況となっていた。
- CBRは8月15日、臨時会合において政策金利を+3.5%ポイント引き上げ12.00%にすると発表した。CBRは先月7月21日の会合でインフレ抑制のために1年5か月ぶりの利上げに踏み切り政策金利を7.50%から8.50%に引き上げていたが、9月15日に予定されていた定例の会合を待たずに大幅利上げに踏み切った格好だ。CBRは臨時会合の声明文の中で、今回の決定は物価安定リスクを抑えることが目的とし、インフレリスクが強まれば、追加利上げの可能性があると説明している。
- 大幅利上げのRUBへの影響を論じるうえでは、なぜ足許でここまでRUB安が加速しているのかの要因を分析する必要があるが、データから合理的な説明を行うことは難しい。市場では「貿易収支の悪化」と「ロシアからのキャピタル・フライト(資本逃避)」が有力視されているものの、どちらの説明も決定打に欠ける印象だ(詳細は2023年8月16日付通貨ニュース「ロシア：臨時会合で3.5%ポイントの利上げを実施」を参照)。
- RUB安の背景がはっきりとはしない以上、利上げによってRUB安を抑制できるかは不透明である。おそらく、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。実際に、8月14日に緊急会合の実施がアナウンスされたことを受けてRUBはいったん反発したが、15日の利上げ実施後にRUBは下落した。その後、ロシア当局は輸出大手と外貨売却で合意と報じられているが、ウクライナ侵攻開始直後に行われた資本規制と比較してまだ通貨安抑制措置としては強くはない。

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



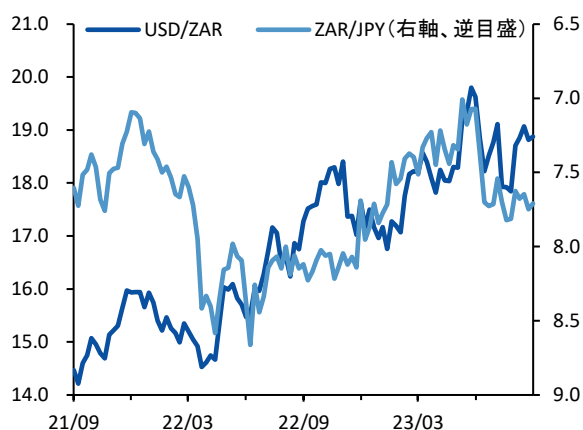
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 中国懸念の再燃が重しに

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

- 8月のZARは7月末の対ドル17.84から8月31日には19.0手前まで約▲5.4%下落。1か月を通して見れば、急落、急反発、そして再び下落、と上下に大きく動きながらも、6月から7月にかけての反発局面とは打って変わりZARには下落圧力が強くかかる展開となった。
- ZARが不安定化している最大の要因は、中国経済を巡る懸念の再燃である。南アフリカにとって、中国は最大の輸出相手国であるばかりでなく、中国経済、とりわけ不動産市場の動向は、鉄鉱石など南アフリカの主要輸出品目の価格を左右する。一方、米国経済は消費を中心になお底堅さを維持しており、8月中旬にかけて米金利上昇圧力が強まったこともZARを含む資源国・新興国通貨にとって逆風となっている。
- 経済指標では8月23日に消費者物価指数(7月分)が公表された。結果は前年同月比+4.7%と6月分の同+5.4%から低下し、市場予想の同+4.9%も下回った。前年比較時点の食料品やエネルギー価格の水準の高さから、前年比の計算上、インフレ率が低く出る「ベース効果」が働いているものの、食料・エネルギーを除いたコア部分も6月分の前年同月比+5.0%から同+4.7%へと低下しており、インフレ圧力の緩和はサービスを含む幅広い項目で観察される。9月21日に控える南アフリカ準備銀行(SARB)の金融政策決定会合では政策金利が据え置かれる可能性が高いだろう。
- 8月22日～24日にヨハネスブルクで開催されたBRICSサミットに先立ち、BRICSの新開発銀行はZAR建ての債券発行による資金調達に成功したと発表している。自国通貨による資金調達の拡大は、ドルへの依存を低下させ、米金利の動向に南アの金融市場が敏感に反応する状況の緩和につながる可能性がある。もっとも、こうした変化はゆっくりと起きる公算が大きい。
- 当面のZAR相場は、外部環境、とりわけ中国経済に対する悲観論が後退するか、また米金利の低下が続くか、によって上下に動くと思われるが、ZAR相場を含めた資源国・新興国通貨の先行きに対しては依然として慎重に捉えたほうが良いと見ている。中国経済を巡っては、大手不動産企業のデフォルトリスクが金融システムにも影響を与える経路にまで懸念が広がっており、予断を許さないためだ。また、8月23日に公表されたユーロ圏主要国及び英国の8月PMI(速報)の弱い結果を見る限り、「米国一人勝ちに伴うドル高」が続く可能性が高いことも、資源国・新興国通貨にとっては逆風となる。

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:市場予想を上回る大幅利上げ

シニア為替ストラテジスト

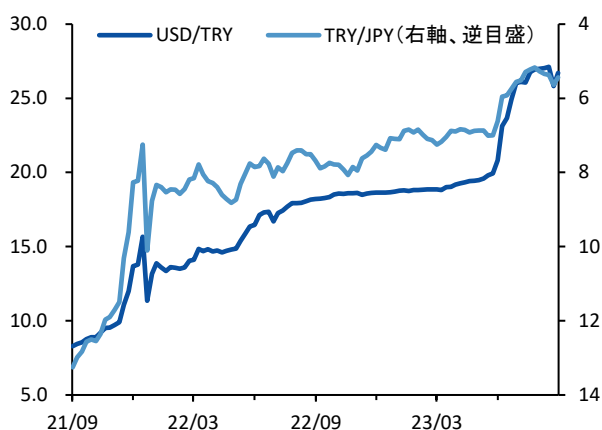
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

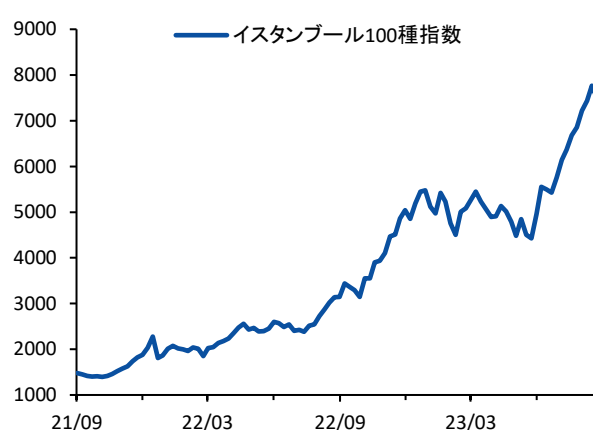
- 8月のTRYは、じりじりと対ドルで下落が続く展開がしばらく続いたが、24日にはトルコ中央銀行(TCMB)が大幅利上げを実施したことを受け、最大で+6%近く反発する場面があった。もっとも、その後はTRY安方向に押し戻されており、8月31日時点のTRYの終値は対ドル26.70と7月末の26.93からほぼ変わらず、往って来いの展開となっている。
- TCMBは8月24日の金融政策決定会合で政策金利を17.5%から25.0%へと引き上げた。市場予想は7月会合と同じペース(+2.5%ポイント)での利上げであり、+7.5%ポイントの利上げ幅は市場予想を大きく上回った。7月会合後に、エルドアン大統領は米ニューヨーク連銀の元エコノミストを含む3名の中銀副総裁を新たに任命しており、金融政策決定委員会(MPC)内の構成が変わって始めての会合であった。現在、5人で構成されるTCMBのMPCのメンバーは6月9日に就任したエルカン総裁を含め、4人が5月の大統領・議会選挙後に就任している。
- 声明文からは、(1)インフレリスクの高まり、(2)「為替差損保護付きのトルコリラ預金(KKM)」からのスムーズな移行、が大幅利上げの理由として読み取れる(詳細は、2023年8月25日付通貨ニュース「トルコ:8月金融政策 市場予想を上回る7.5%ポイントの大幅利上げ」を参照)。
- KKMは、名目上はTRY建て預金だが、満期に外貨換算で価値が減少していた場合、政府や中銀が差額を補填する仕組みであり、2021年末に、トルコ国民に対しリラ保有を促し、通貨安を抑制する目的で導入された。トルコ銀行監督局(BDDK)が公表しているデータによると、2023年8月11日時点でKKMの残高は3.4兆リラ(約1,240億ドル)と、全預金に占めるシェアは26.1%に達している。KKMの残高が積みあがるなかで、財政負担の増加などの副作用も鮮明となっていた。KKMを解消し、通常のリラ預金に資金を誘導するには、TRYの預金金利の引き上げが欠かせない。
- 今後は、利上げの継続の是非とともに、金融引き締めの影響を金融機関の預金金利に反映させるための政策が重要な焦点となる。現在、トルコの金融機関は貸出金利に対し実効的な上限がかけられている状況であり、貸出金利が上げられない分、預金金利も低く抑えられている。TCMBは次のステップとして、貸出金利に対する実効的な上限を撤廃することで金融機関に対し預金金利の引き上げを促すと見られる。

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:いち早く利下げ局面に突入

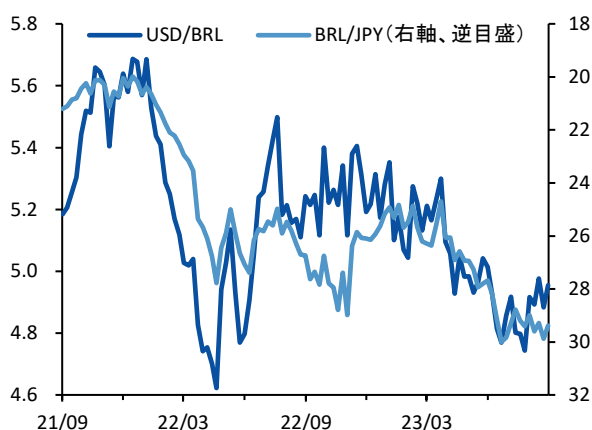
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 8 月の BRL は▲4.62%と下落した。4.73 付近で取引開始、上旬から中旬にかけては、ブラジル中央銀行(BCB)による予想を上回る利下げ決定や、米金利上昇が重しとなり一時節目の 5.0 台に乗せた。下旬にかけては、商品価格が底堅く推移する中、新財政規則案が下院を通過したことが好感され 4.85 付近に上昇も、月末には MXN 安につれる格好で 4.96 付近に売られて引けた。
- BCB は 2 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を▲50bp 引き下げ、13.25%とした。本欄では、▲25bp の利下げを予想し、市場予想も同様だったこともあり、サプライズな結果だった。声明文では、「ラグを伴って発現した金融政策の効果を部分的に反映したインフレシナリオの改善は、漸進的な金融緩和サイクルを開始するための自信を与えた」としており、利下げサイクル開始の理由を説明した。なお、次回会合以降でも▲50bp での利下げを継続する方針を示しており、インフレシナリオの大きな変更がなければ同じペースでの利下げが続くだろう。同会合の議事要旨でも利下げ幅拡大を否定する意見が確認されており、年内残りの 3 会合で▲50bp の利下げが行われ、年末時点の政策金利は 11.75%で着地すると予測したい。
- 域内の物価動向に関し、7 月のインフレ率(IPCA)は前年比+3.99%と市場予想(同+3.94%)および 6 月(同+3.16%)を上回った。13 か月ぶりに加速に転じているものの、中銀によるインフレ目標(23 年:同+3.25%±1.5%)には収まった格好だ。政府の価格抑制策の反動により、燃料価格が同▲5.68%から同+0.25%とプラスに転じた影響が大きいだろう。実際、BCB が試算するコアインフレは同+6.25%と鈍化を継続させている。物価の基調は下向きだ。先行きに関し、域内のインフレ率は昨年 6 月がピークだったことから、ベース効果の影響で本年末にかけ水準を切り上げるだろう。あくまでベース効果の影響なので過剰な反応は不要だが、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。
- 年内の BRL 相場は、上値の重い展開を想定。BCB の金融政策に関する不確実性は現状小さく、しばらくは大きな要因とはなりにくい。新財政規則案についても可決に至っており、財政の先行きに関し一喜一憂する時間帯も既に通過しただろう。かかる中、FRB の金融政策や資源価格動向に揺れる展開と考えたい。FRB が「タカ派な現状維持」を継続する公算が大きい中、利下げ局面入りしている BRL との差異が意識され、若干弱含むことを基本線としたい。

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:ブラジルボエスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: キャリートレードの巻き戻しに要警戒

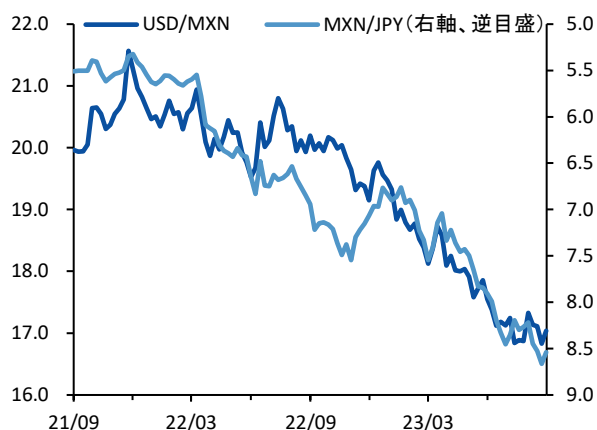
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 8月のMXNは▲1.73%と下落した。MXNは16.75付近で取引を開始。上旬は、米金利上昇に押され17.4付近に弱含むも、米金利反転や底堅い原油価格を受け17.0付近に値を戻した。中旬は、材料に欠ける中17.0～17.2付近でのレンジ推移。下旬は、米金利低下やメキシコ株高に加え、メキシコ中央銀行(Banxico)高官のタカ派な発言を背景に16.7付近に強含む場面もあったが、月末にはBanxicoが為替ヘッジプログラムを縮小することを公表したことが嫌気され、ボラティリティの高まりが懸念される中、17.0付近に急落して引けた。
- Banxicoは10日、金融政策決定会合において政策金利(翌日物金利)を11.25%で据え置くことを全会一致で決定した。同行の消費者物価指数(CPI)の見通しにおいても、7～9月期の数字が前回会合時点から▲0.3%ポイント下方修正されており、インフレ抑制に対する自信は深まっている。ただ、「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に変化はなく、早期の利下げ転換は明確に否定している。
- Banxicoが24日に公表した金融政策決定会合議事要旨(8月会合分)では、利下げに関する議論を始めるには時期尚早との内容が目立った。後述するようにインフレ率は下がっているとはいえBanxicoの目標(前年比+3.0%±1.0%)に収れんしてはおらず、デysinフレをもう少し見極める必要があるようだ。こうした中、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。
- 他方、物価動向に関しては、8月前半のCPIは、総合ベースで前年比+4.67%と7月の同+4.79%から順調に鈍化している。コアベースでも同+6.21%と、7月の同+6.64%から減速。財部門を中心に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。中銀の目標には距離があるが、高水準の政策金利が引き続きデysinフレに寄与するだろう。
- 年内の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MXNのロングポジションも頭打ちの様相を呈しており、今後もポジションの取り崩しへの警戒が必要だ。ただ、米景気が今後も好調を維持するようであれば、その恩恵からMXNが堅調推移を続ける可能性もある。

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 1～8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 ～ 7.3175	7.2589	7.25	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8427	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.163	82.785	83.6	82.0	83.8	82.2	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15643	15230	15500	15050	15280	14800	14600
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1343.42	1322.89	1330	1320	1310	1280	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.6918	4.6385	4.62	4.51	4.57	4.45	4.35
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 56.976	56.602	56.6	54.8	55.0	53.8	53.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3625	1.3514	1.35	1.34	1.36	1.34	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.012	31.880	31.7	31.5	31.2	30.6	30.0
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 35.74	35.01	35.0	33.8	33.9	32.7	32.5
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24190	24085	24200	23700	24100	23600	23400
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.2300	95.7032	96.0	98.0	100.0	102.0	104.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.8998	19.0	18.8	19.0	19.2	19.4
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 27.3069	26.7082	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	4.9553	4.95	5.00	5.05	5.10	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	17.0136	17.0	17.8	18.2	18.5	18.7
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.201	20.035	20.14	20.56	20.42	20.28	20.14
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 18.780	18.555	18.62	18.75	18.52	18.31	18.12
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.782	1.758	1.75	1.79	1.73	1.74	1.75
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.967	0.956	0.942	0.977	0.949	0.966	0.966
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.194	11.000	10.98	11.14	11.07	11.17	11.28
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.698	31.466	31.60	32.59	31.73	32.13	32.41
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.625	2.577	2.58	2.68	2.64	2.66	2.64
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 108.56	107.68	107.91	109.46	106.77	106.72	106.82
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.663	4.564	4.61	4.67	4.65	4.67	4.70
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.184	4.156	4.17	4.35	4.28	4.37	4.34
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6146	0.6057	0.60	0.62	0.60	0.61	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.422 ～ 1.948	1.521	1.52	1.50	1.45	1.40	1.36
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.070	7.699	7.68	7.82	7.63	7.45	7.27
トルコリラ	(TRY)	5.108 ～ 7.482	5.440	5.62	6.13	6.59	5.96	5.42
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 30.405	29.384	29.49	29.40	28.71	28.04	27.65
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.552	8.59	8.26	7.97	7.73	7.54

注: 1.実績の欄は2023年8月31日まで。SPOTは9月1日の7時10分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。

4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(8月31日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。