

2023年10月2日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:タカ派なFRBの下で相場は軟調地合いに.....	2
中国:16年ぶりの安値を記録したCNY.....	3
インド:域内への資金流入の期待感が高まる.....	4
インドネシア:外部要因次第の相場環境は続く.....	5
韓国:債券安・株安もKRWの重しに.....	6
マレーシア:外需部門の減速が顕在化.....	7
フィリピン:南シナ海域の領有権問題が再燃.....	8
シンガポール:MASの金融政策の舵取りは困難に.....	9
タイ:BOTは利上げを打ち止めか.....	10
ロシア:為替管理強化の可能性が高まる.....	11
南アフリカ:タカ派的な政策金利据え置き.....	12
トルコ:追加利上げもTRYは続落.....	13
ブラジル:利下げ幅の拡大には否定的.....	14
メキシコ:Banxicoはタカ派姿勢を堅持.....	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:タカ派なFRBの下で相場は軟調地合いに

マーケット・エコノミスト

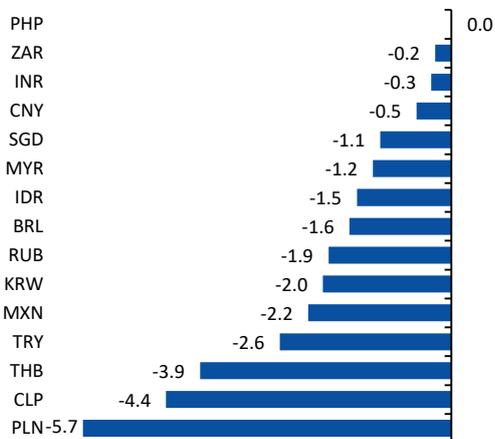
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

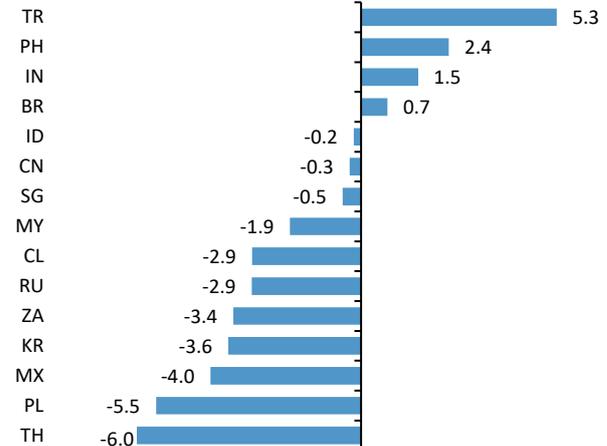
- 9月のMSCI新興国通貨指数は前月比▲0.5%の下落。同指数は1680台付近で取引を開始、上旬はCNYの対ドルでの下落が進み、1660台後半まで下落。月半ばにかけては、資源価格上昇も相まって中南米通貨が好調に推移、同指数も1680近辺まで戻した。月後半はFOMCの情報発信が意識される中でやや動意を欠いたが、イベント通過後はFRBのタカ派姿勢が市場心理の悪化を招き、同指数はじりじりと値を下げ、1670を再度割り込む展開となった。
- 9~10日、G20サミットがインドで実施され、経済・インフレ・気候変動やウクライナ危機に関する首脳宣言が採択された。この他、議長国のインドがグローバルサウスの存在感を高める意図のもと、アフリカ連合(AU)の正式なメンバー入りを主導した。AUの加盟でより顔ぶれは多様化する一方で、習近平中国国家主席、プーチン露大統領は西側諸国との対立が色濃くなる中で不参加となった。G20は国際経済協調の第一のフォーラムとして世界経済を力強く成長させていくことを目的としたが、加盟国間での政治的な衝突が顕在化する機会も増えており、各国の協調姿勢にも綻びが出てきている点も目立ちつつある。
- 米国では9月19日~20日にFOMCが開催された。市場予想通り、FF金利の誘導目標は据え置きとなった、利上げの停止判断こそ下されていないものの、今次利上げ局面は終盤に差し掛かっている。
- また、本会合ではドットチャートが更新されており、23年は半数以上のメンバーが1回の追加利上げを支持。24年についても年末の中央値が6月対比で50bp引き上げられた。利下げ時期に関しパウエルFRB議長は、今回も言質を与えなかったが米国経済堅調の理由がFRBにとっても不明確な状況下、ドットチャートに準拠した24年の利下げ予想の確度も決して高くなく、利下げ開始時期についても後ろ倒しにされているように思われる。
- 片や、新興国においても各国で金融政策会合が実施された。詳細については国別の項目で確認頂きたいが、インフレのピークアウトを受けてハト派傾斜の検討(ないし決定)に動く国が散見される。先述の通り、米国がタカ派姿勢を堅持することを表明した中で、年末にかけての四半期においては金利面でドルに押される通貨が出て来ることが想定される。また、米金利高止まりの観測の影響は株式市場にも波及しており、MSCI新興市場指数は一時6か月ぶりの安値で反応。景気減速を見込んだリスクオフの動きも進展も見られ、この点も新興国通貨の需給環境にとって逆風となりそうだ。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023年9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9月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 16年ぶりの安値を記録した CNY

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

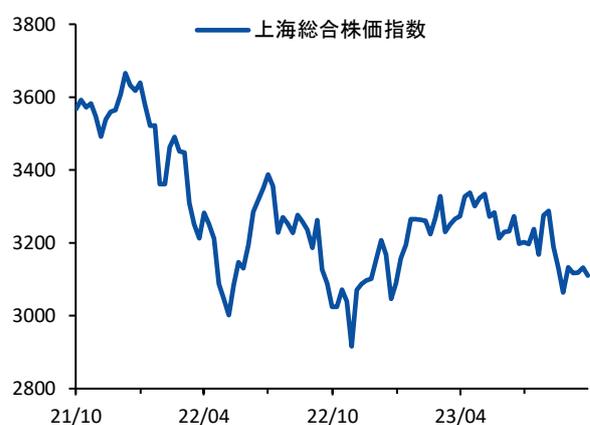
- 9月のCNYは一時7.35に接近、16年ぶりの安値を記録した。月初7.25台で取引を開始。上旬、中国人民銀行(PBoC)による外貨預金準備率の引き下げを受け、一時的にCNY買いが強まったが、ドルの上昇と8月貿易収支の悪化が嫌気され、7.35近辺まで下落。その後は持ち直すも、PBoCによる為替相場へのけん制やFOMCの動向を伺いつつ一進一退の動き。月後半はFRBのタカ派姿勢が意識されて引き続き上値の重い推移、7.30付近での取引となった。
- 8月貿易収支の結果は、輸出が前年同月比▲8.8%、輸入が同▲7.3%となった。また、貿易黒字は+684億ドルを記録したが、市場予想の+739億ドルを下回った。国別の輸出は、米国向け(同▲23.1%→同▲9.5%)やASEAN向け(同▲21.4%→同▲13.3%)の改善が目立つ一方で、ロシア向け(同+51.8%→同+16.3%)の急減が目立った。
- 国内の経済活動には一部持ち直しの兆しが見られる。8月鉱工業生産は前年比+4.5%、小売売上高は前年比+4.6%と共に市場予想を上回った。政府による景気支援策の影響が徐々に現れた可能性があること、夏期の旅行需要の高まりが下支えとなったとされている。一方で、不動産投資は年初来ベースで前年比▲8.8%と低迷が続いている。中古・新築住宅とも前月比で値下がり確認されており、依然として需要の弱さが推察される。また、8月に破産申請を実施した不動産大手の債務再編協議も難航する中、中国の不動産業界の不透明性は高まっており、投資家の心理も上向きにくい地合いにある。
- 8月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.1%と2か月ぶりにプラス圏に復帰した。食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.8%と7月から横ばい推移だった。ゼロコロナ政策解除後の非製造業の回復に合わせ、サービス価格は同+1.2%から同+1.3%に加速した。消費財価格も同▲1.3%から同▲0.7%に下落幅を縮小させており、単月での判断は難しいが改善の兆しが見られる。
- 足許の為替相場は対米金利差の拡大に加えて、ファンダメンタルズの悪化がCNY安に拍車をかけた格好だ。一方で、ドルの強さも目立ってきており、中国のほか欧州でも景気失速懸念が浮上し、米国経済の底堅さがドルの選好に繋がっている印象が強い。9月FOMCにおいてもタカ派継続が確認された中、ドルが大崩れするとは考えにくく、CNY安局面は随所に現れるものと考えられる。こうした中で、現状CNY安の対抗策となりえるのは当局によるCNY相場安定化措置だが、一段と当局の動きが注目される地合いにある。

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



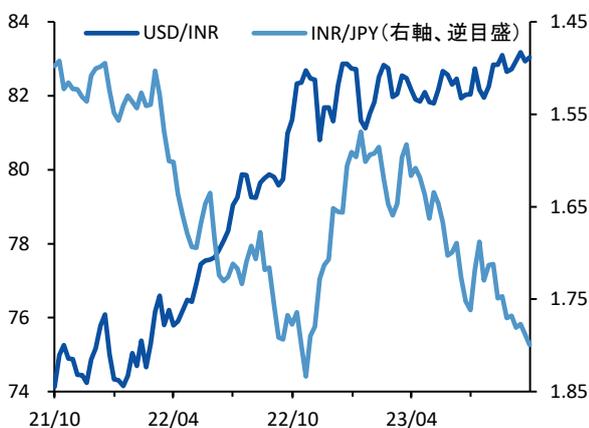
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インド: 域内への資金流入の期待が高まる

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

- 9月のINRは▲0.3%と下落した。月初、82.6付近で取引開始。上旬は、原油価格上昇やCNY安が嫌気され、83台に弱含んだ。中旬は、インド準備銀行(RBI)による為替介入の拡大に関する報道を受け82台に戻す場面もあったが、原油高や米金利上昇を背景に再度83台に下落した。下旬にかけては、インド国債の指数組み入れが好感され82台に復帰する場面もあったが、米金利が騰勢を強める中、83.0付近に売られて引けた。
- 域内の物価動向に関し、8月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.83%と、市場予想の同+7.10%および7月の同+7.44%を大きく下回った。なお、2か月連続で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7月の同+11.5%から同+9.9%へ3か月ぶりに減速に転じたことが目を引く。過去の本欄では、天候不順により野菜価格が騰勢を極めたことを指摘したが、こうした要素は徐々に剥落しつつある。食料品と燃料を除いたコアCPIも同+4.9%と順調な鈍化を見せており、物価の基調も下向きだ。かかる中、RBIは8月会合で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。現状、利上げの再開は見込んでいない。
- なお、21日、米大手銀行のJPモルガン・チェースは、新興市場債券指数にインド国債を組み入れることを発表した。インド株式は断続的に史上最高値を更新するなどインド経済に対する期待感は今までになく高まっており、すでにインド国債市場に対する市場の注目度も相応に高いものと推察される。実際の組み入れは来年の話だが、国債市場への大規模な資金流入はINR買い圧力となる。段階的な組み入れ比率の引き上げが想定されるので、急速な資金流入とはならないが、継続的な資金流入が見込まれる中、インド株式市場と同様に中長期的にはINRの下支えとなるだろう。
- 年内のINR相場は、やや買い戻される展開を想定している。域内のインフレ鈍化に伴い、実質政策金利は上昇傾向だ。また、域内経済は予想以上に底堅く、先行きは鈍化が見込まれるが、それは緩やかなものにとどまるだろう。それも相まって株式市場への資金流入は今後も期待でき、INRの下支えとなりそう。中国経済の底入れとCNYの戻り買いも、アジア通貨全体を支えるだろう。ただし、高止まりする原油価格を前に貿易赤字の拡大が懸念される中、大幅なINR高は想定できない。

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:外部要因次第の相場環境は続く

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

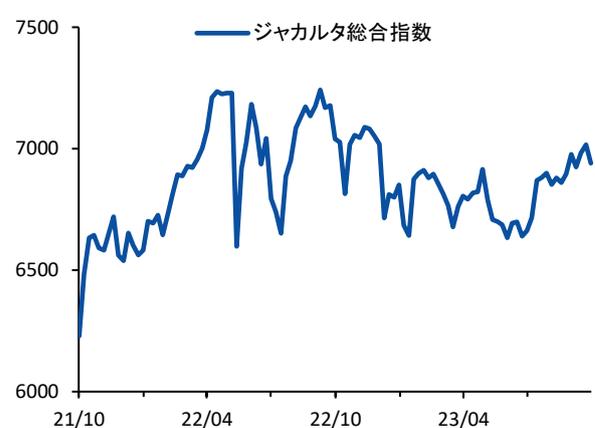
- 9月のIDRは対ドルで値を下げる展開となった。月初15200台での取引を開始。上旬は9月製造業PMIが底堅く推移したが、米8月雇用統計も堅調さを保ち米金利が高止まる中でIDRは上値重く推移。中旬は国内経済指標が強弱まちまちの結果となりやや動意に欠いた。下旬にかけては、FRBがFOMCタカ派な姿勢を堅持し、米金利が騰勢を強めるとIDRは下落幅を拡げ、月末付近では15500台半ばまで月安値を更新した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は20~21日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートに従来の5.75%に維持した。声明文及びペリーBI総裁の会見では、国内経済について、内需主導で底堅さを保っているとし、公共投資の拡大も今後の経済成長を下支えするといった見方を示した。一方で、外需部門については先行き不透明感が強まっているとした。なお、BIは今年の成長率予想を従前の前年比+4.5~+5.3%に据え置いている。
- 物価動向について、直近公表の8月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と7月から加速も、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。BIはインフレ収束に手応えを示しており、24年のインフレ目標は従前の+2.0~+4.0%から+1.5~+3.5%へ引き下げられることが発表された。
- ペリーBI総裁は、金融市場の不確実性が世界的に強まる中で、金融政策は引き続きIDR相場の安定性維持を重視しているとした。直近のIDR相場を見れば1月以来の安値を記録しているが、積極的な引き締めに至る材料に乏しく、BIは国内経済と外部環境の動向を見極める判断を下したように思われる。まずは利上げに頼らず、公開市場操作や為替介入を通じてIDR相場の安定化を図る方針であると考えられる。
- 8月貿易収支は+31.2億ドルの黒字となった。内訳を見ると輸出は前年比▲21.2%、輸入は同▲14.8%となったが、輸入の落ち込みの影響で貿易黒字幅が拡大した格好だ。資源価格は再上昇の動きが見られるも需要は伸び悩んでおり、昨年程の貿易黒字計上も見込めない状況にある。
- 10月のIDRは外部環境に揺れる展開を予想する。ASEAN通貨全般でドル高に押される地合いにあり、国内要因でIDRが押し返す材料に欠く状況となっている。9月に一部の中国経済指標に改善の兆しが見られること、資源価格の再上昇が見られることなど上昇要因が無くはないが、いずれも外部要因次第の側面が大きい。かかる中、年末までのレンジは14870~15820としたい。

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:債券安・株安も KRW の重しに

マーケット・エコノミスト

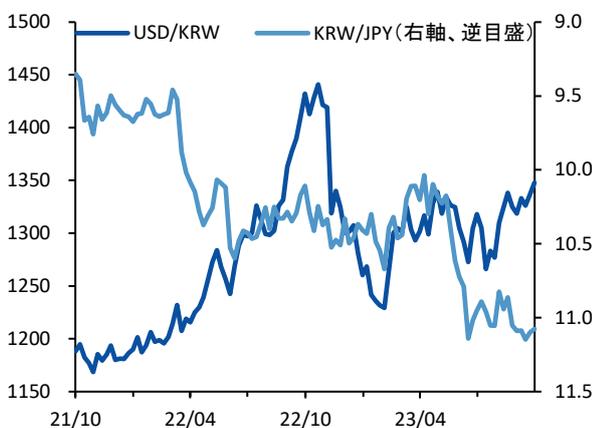
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9月のKRWは前月に続いて年初来安値を更新した。月初1320付近で取引を開始。月前半は軟調な中国経済指標の結果や8月消費者物価指数(CPI)の再加速を受けて下落。中旬はCNYの上昇を受けて値を戻したが、9月FOMCにてFRBがタカ派姿勢を堅持すると下げ幅を拡大。下旬にかけては、米金利上昇のほか、資源価格の上昇も重しとなり、KRWは年初来安値を1350台まで更新、この水準は22年11月以来の安値となっている。
- 8月の貿易収支は+8.7億ドルと3か月連続で黒字を記録。輸出実績は前年比▲8.3%と11か月連続で前年割れとなった。主要製品の半導体について、輸出額は同▲20.6%とマイナス幅は縮小傾向にあるが、数量ベースでは同▲25.5%と23年に入り最低値を記録しており、半導体市況の上向きを示唆するものではないと考えられる。一方で、輸入については同▲22.8%と9か月連続の前年割れを記録。直近においてマイナス幅は拡大傾向にあり、こうした要因が貿易収支の改善にも繋がっている印象だ。
- 外需部門の持ち直しに時間を要する一方、韓国総合株価指数(KOSPI)にも調整の動きが見られる。年初以降、同指数は断続的に高値を更新してきたが、9月はやや上値重く推移しており、9月FOMC以降は特にリスク心理の悪化から売りが優勢となっている。月間では▲3.6%となっており、23年に入り下げ幅は最大を記録した。
- 8月CPIは前年比+3.4%と7月の同+2.3%から7か月ぶりに再加速した。また、一部食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+3.3%と横ばいの推移となった。インフレ再加速の要因として、天候不順による食料品価格の上昇や世界的な原油高によるエネルギー価格の上昇が指摘された。この他、8月失業率は2.4%と前回の2.8%から減少しており、労働需要のひっ迫が賃金インフレを招く可能性も払拭できない。
- KRWの軟調推移の要因は、外需部門の低迷のほか、足許の原油高が嫌気されていると考えられる。韓国銀行(中央銀行、BOK)は輸出の本格的な持ち直しを24年以降と見込んでおり、短期的には通貨安を受けての輸入インフレも懸念される状況だ。BOKは10月に金融政策決定会合を控えるが、23年下半年でのインフレ再加速を既に織り込む中で、KRWの続落を防ぐ観点からもタカ派姿勢を維持する見込みが強い。もともと、外部環境に揺れる状況に変化はないと見られ、本欄では年末までのレンジを1310~1370と想定する。

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: 外需部門の減速が顕在化

マーケット・エコノミスト

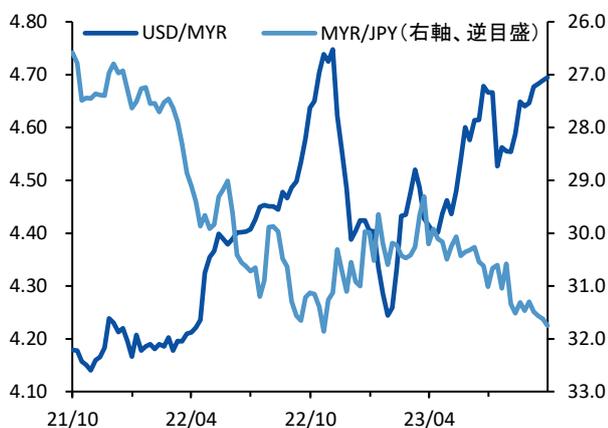
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

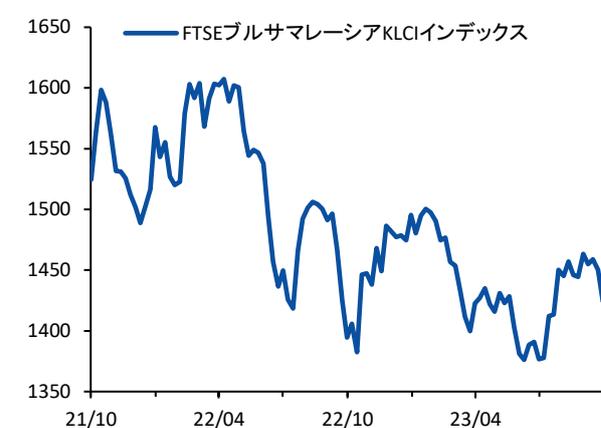
- 9月のMYRは年初来安値を更新した。月初4.63台で取引を開始。米8月雇用統計が堅調な一方で、中国経済指標の結果が軟調に終わり、MYRはCNYに連れ安となった。中旬はFOMCの動向を伺う中で、やや方向感に欠く動きとなった。FOMC終了後は、市場で改めてタカ派なFRBの姿勢が再確認され、ドルが堅調に推移。月末付近では22年11月以来となる4.71付近まで下落し、年初来安値を更新。月間を通じて軟調な値動きとなった。
- マレーシア中銀(BNM)は7日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は前回7月会合に続く決定となった。声明文では国内経済の成長率減速を指摘した。
- その要因は外需の悪化と見られる。8月の輸出実績は前年比▲18.6%と低調で、直近5か月の輸出も4か月で前年比2桁台のマイナスを記録している。品目別の内訳を見ると資源・商品及びその加工材の失速も目立って来ており、電子製品輸出に次いで外需減速のあおりを受ける格好となっている。かかる動きは23年下半年にかけて継続すると予想される。
- 物価動向に関して、8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+2.5%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、減速基調にある。総合ベースでのインフレは引き続き22年4月以来の低水準を記録し、BNMの目標レンジ(+2.0~+3.0%)に収束している状況だ。
- BNMの政策主眼は景気支援に向きつつある状況となっており、現在の政策金利の水準は景気支援とインフレ抑制双方の観点から適切である旨の記載もあり、年内まで政策金利が据え置かれるといった見方も強まっている。一方で、突発的な利上げの可能性があるとすれば足許のMYR安を受けた対応となるだろう。MYRは先述の通り対ドルでの年初来安値を更新した。もっとも、マレーシアの個別要因で売られたのではなく、欧州や中国における景気失速懸念も相まって、ファンダメンタルズが比較的底堅いドルの選好が強まっている印象だ。9月FOMCではタカ派継続が確認され、利下げ以前に利上げの終了にも目途が立たない状況下、ドル高局面は今後も継続することが見込まれる。
- 以上を踏まえ、年末までのMYRの対ドルでのレンジを4.56~4.77とし、MYRの持ち直しは24年以降になると考えたい。

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:南シナ海域の領有権問題が再燃

マーケット・エコノミスト

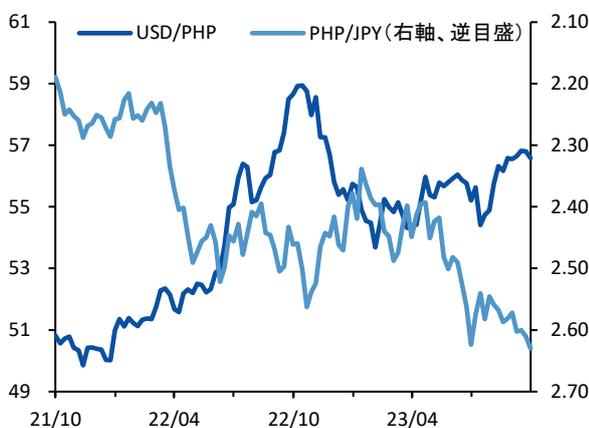
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9月のPHPは前月に続き対ドルで年初来安値を更新。月初56台半ばで取引を開始。上旬は軟調な中国経済指標の結果を受けて、CNYに連れ安の展開。中旬はやや材料難の中で方向感を欠く推移となったが、原油価格の上昇を受けて、軟調地合いは継続。下旬にはFOMCにてFRBのタカ派姿勢継続が確認されると新興国通貨全般が対ドルで下落。月末付近ではPHPは再度57に接近して年初来安値を更新、総じてドル高に押される月となった。
- 中国との南シナ海域における領有権問題が再燃している。8月末に中国が南シナ海域で自国の領有権を主張する「新しい地図」を公開したことを受けて、ASEAN諸国も域内各国や日米など西側諸国との連携を強めるなど警戒を示している。かかる状況下、マルコス政権が経済協力を優先する対中融和姿勢を本格的に見直す可能性も浮上する。
- フィリピン中央銀行(BSP)は21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4会合連続で据え置いた。声明文では、国内のインフレへの警戒を強める内容が見られた。
- 直近公表の8月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.3%と7月の同+4.7%から加速した。7月まで6か月連続で減速していたが、8月はまとまった幅での上昇となった。供給網の混乱により食料品価格が上昇したこと、燃料価格高騰が再発し輸送・光熱費が上昇したことが影響した格好だ。BSPはインフレ見通しを更新し、23年は前年比で+5.8%、24年を+3.5%、25年を+3.4%とした。25年は不変であったものの、23年、24年については上方修正された。
- レモロナ BSP 総裁は会見にて、インフレ期待の上振れが続けば利上げを再開するとし、あくまで「タカ派な現状維持」であることを強調した。物価安定に向けては輸入関税の一時的な引き下げなど政策対応の必要性を主張し、政府への協調を求めた。今回の政策決定は形式的にはインフレ再加速に対してのタカ派維持という対応であったが、年初来安値圏を推移するPHPの動向にも注意を払った上での決定であると見られる。その一方で、国内経済の減速を受けて景気にも配慮する必要も強まっており、BSPの政策運営の舵取りも徐々に難しくなっている印象を受ける。
- PHPはタカ派なFRBによるドル高の継続のほか、上述の地政学リスクの高まりや原油価格再上昇に伴う需給環境悪化も逆風となりそうだ。本欄では年末までの想定レンジを対ドルで54.4~59.4としたい。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール：MASの金融政策の舵取りは困難に

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

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

- 9月のSGDは対ドルで一時1.37を上抜け、前月に続き年初来安値を更新した。米金利水準が月間を通じて高止まりした中で、ドル高は継続、9月FOMCでFRBのタカ派維持が確認された後もかかる相場環境に変化はなかった。これに加えて、中国経済減速懸念も払拭出来ない中で、CNYの軟調推移がSGDをはじめアジア通貨全般の足かせとなっている状況だ。
- 10月にはMAS(シンガポール通貨管理局、中央銀行)による定例の金融政策会合が実施される。前回の4月会合では金融引き締め打ち止めが決定されたが、本欄で度々指摘している通り、コロナ以降の経済正常化局面においてMASは前例のない引締めを実施してきた。MASのタカ派姿勢も相まって、ここまでSGDが他のアジア通貨やG10通貨に対して強含んだと思われる。
- しかし、タカ派一辺倒の政策運営にも限界が見えてきている。8月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.0%、民間道路輸送と住居費を除くコアベースでは同+3.4%と減速基調だが、過去水準と比較すればインフレが長期化している事実が変わりない。引き続きインフレ抑制のため引き締めの政策維持を強いられる一方で、8月鉱工業生産が前年比▲12.1%、8月非石油地場輸出は同▲20.1%と財部門の落ち込みが顕在化している。前例のない金融引き締め環境が続けば実体経済へのダメージがより大きくなることは想像に難くない。
- かかる中、本欄ではこれまで以上のタカ派傾斜は難しいと考えているが、これはSGDが長期にわたりMASの金融政策主導で選好されやすかったという前提を変えうる話にもなる。今後市場がMASの政策転換を織り込めばSGDの売りも強まるかもしれない。MASはインフレ長期化と経済成長の下振れの2つのリスクに挟まれており、政策運営の舵取りは確実に困難になっている。
- 9月の間でSGDの相場環境に改善の兆候は見られておらず、今後数四半期にかけては下向きのリスクが強まる可能性が高い。世界的な金融引き締めと中国経済の減速懸念の下で、市場心理の改善は期待しにくく、投資資金の流出を招くことにも警戒が必要だ。SGDにとっての転機は他のエマージング通貨と同様にFRBの政策転換や製造業の底打ちに伴う世界経済の持ち直しといった外的要因に依存すると見られる。以降はSGDにも持ち直しの動きが見られるだろうが、その時期は一段と後ろ倒しになりそうな地合いにあり、SGD安局面は24年上半期まで継続するものと想定する。以上を踏まえ、年末までのレンジは対ドルで1.34~1.40としたい。

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:BOT は利上げを打ち止めか

マーケット・エコノミスト

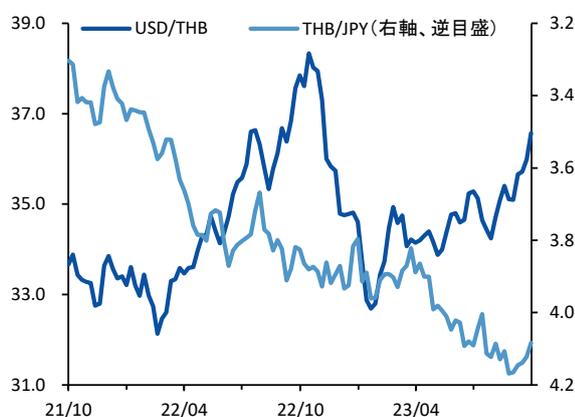
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

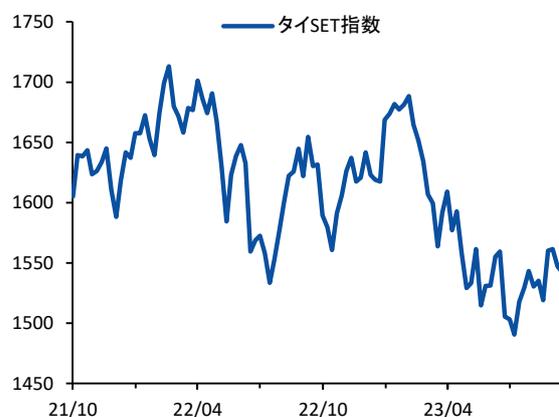
- 9月のTHBはじり安の中で、年初来安値を更新した。月初35台前半で取引を開始。上旬は軟調な中国経済指標、原油価格の上昇が重しとなり35台半ばでの推移。中旬に入ると、複数の中国経済指標の改善があり持ち直すも、FRBの政策決定が意識された中で、売りが続いた。下旬は、資源価格が騰勢を強め、THBは年初来安値を36.80台まで更新。月末にはタイ中央銀行(BOT)が予想外の利上げを実施したが、相場への影響は限定的となった。
- セター新首相は11日、国会で施政方針演説を実施。立憲君主制の堅持や国民生活の改善、諸外国に対する競争力強化が骨子となった。経済政策は一律でのデジタル通貨の配布や最低賃金の大幅な引き上げなどを掲げている。一方で、総選挙の争点ともなった現行の憲法を見直す考えを示したが、親軍派政党が与党の一部にある中で実現性は低いものと見られる。
- BOTは27日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.25%から2.50%に引き上げた。政策金利は2013年以来の高水準をつけた。BOTはインフレ率を持続的に目標レンジ内に維持し、経済・金融市場の安定を促すことに加えて、先行き不透明な外部環境の下で十分な政策余地を確保する必要があると総括し、利上げの継続を決定した。また、政策金利は中立的な水準に到達したとし、利上げの終了を示唆した。
- BOTは今回会合において、経済・物価見通しを更新した。23年の実質GDP成長率は前年比+2.8%と前回時点からまとまった幅で下方修正されている。財・サービスの輸出が予想を下回ったこと、中国経済の減速したことを主な要因として指摘した。24年については、同+4.4%と上方修正された。
- 物価動向に関して、23年は引き続き政府による補助金と昨年からのベース効果の影響でインフレ率が低くなるとの見方を示した。一方で、BOTは異常気象などによる作物の生産不振に起因した食料品価格の再上昇をはじめ複数のインフレ要因を指摘しており、24年のインフレ率はコアベースでは据え置きとなったものの、総合ベースでのインフレ予想は小幅に引き上げられた。
- 10月のTHBは上値の重い推移を予想する。BOTの利上げは足許の通貨安を受けたものとも考えているが、内需減速を見込んでいる中で利上げ余地も狭まっている様に思われる。片や、9月FOMCにおいてFRBはタカ派姿勢を維持し、年末にかけても随所にドル高が意識される時間帯が出てくると見られ、THBの安定性維持はBOTの政策運営の中でも優先度が高まりそうだ。

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



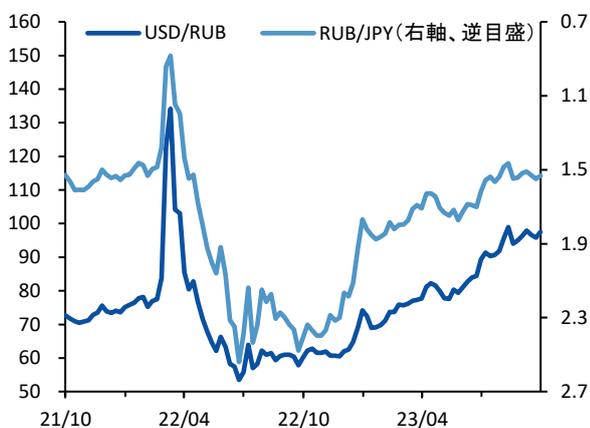
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 為替管理強化の可能性が高まる

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

- 9月のRUBは28日時点では対ドルでは96台後半で推移しており、8月末の95.3とさほど変わらない水準で推移している。9月8日には98.7まで下落していたが、その後、持ち直した。RUBはロシア中央銀行(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月以来となる対ドル100を超えて減価していたが、このところ下げ渋っている。
- RUBが下げ渋っているのは、原油・ガス価格の上昇や、CBRによる9月会合の利上げよりも、為替管理強化の可能性が意識されていることが影響している可能性が高いと見ている。国営タス通信は9月20日、モイセーエフ財務次官が「友好国」を経由した資本流出を防ぐため為替管理の一部要素を復活させることを政府が検討していると発言した、と報じた。RUB安が進んでいる背景として、ロシア企業が輸出で得た外貨を国内に還流させずに中国などの友好国に滞留させているのではないかという見方は根強い。輸出で得た外貨の国内への還流と、RUBへの交換が義務付けられる可能性が意識されよう。
- 9月15日には、CBRが据え置きを見込む市場予想に反し、+1.00%ポイントの追加利上げを実施し、政策金利を13.00%に引き上げた。声明文ではインフレリスクに対する警戒が強く示されている。特に、家計のインフレ期待が高止まりした状況では、通貨安に伴う物価上昇圧力が強まるリスクに言及している。なお、CBRは2023年9月18日から2023年の年末までの政策金利の平均値の予想も公表した。13.0~13.6%と、現在の13.0%から一段と金利を引き上げる可能性に含みを持たせたかたちになった。また、原油価格の上昇を反映する形で、CBRはウラル産原油の見通しおよび経常黒字の見通しを上方修正している。
- 10月のRUBは上記の為替管理強化の可能性が意識され、下落スピードは緩やかなものとなるだろう。8月初旬から中旬にかけてのRUB安は「貿易収支の悪化」、「ロシアからのキャピタル・フライト(資本逃避)」が背景にあったと見ているが、原油価格の上昇と為替管理の強化の可能性はRUBの下支えになるだろう。

図表 17: ロシアルール相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: ロシア RTS 指数



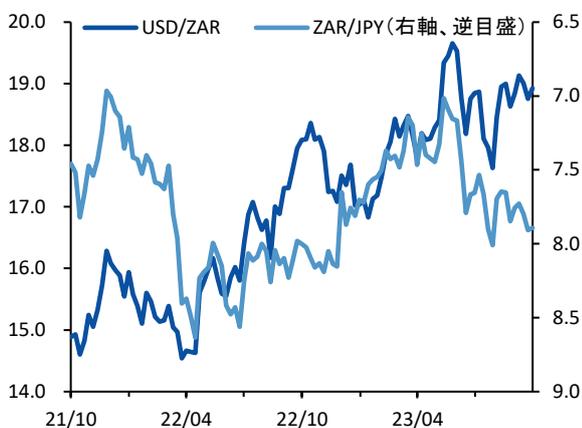
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:タカ派的な政策金利据え置き

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

- 9月のZAR相場は対ドルで上下に振れ幅の大きい展開となったが、総じて下落圧力が強まっている。9月28日時点で対ドル19.1前後と、8月末の18.65から+1%強、ZARは下落している。こうした対ドルでの値動きは、米金利上昇を伴うグローバルなドル高が主因と見られ、対ユーロや対円では横ばい圏の推移となった。9月19~20日のFOMCは据え置きが決定される一方、FOMC参加者19人のうち12人が年内あと1回の利上げを支持していることが示されるなど「タカ派的な据え置き」の色彩が強い内容だった。さらに、米政府閉鎖を巡る懸念や、原油価格の上昇も、米長期金利の押し上げに影響したと見られる。
- 南ア国内の要因では9月21日の南アフリカ準備銀行(SARB)の金融政策発表が注目を集めた。結果は市場予想通りの政策金利据え置き(8.25%)だったものの、クガニャゴ総裁らの記者会見でのコメントはタカ派的であり、会合直後にはややZAR高で反応している。
- SARBの9月会合のポイントは以下の通り。(1)政策金利を8.25%で据え置き。決定は据え置きが3名、+25bpの追加利上げが2名の多数決で決定された。この比率は7月会合と同じである。インフレ率の低下に関わらず利上げ票が減らなかった点でタカ派的だと言える。(2)クガニャゴ総裁は記者会見の中で、インフレとの闘いは終わったとは言えず、必要であれば(追加利上げで)行動する用意がある、と発言している。(3)声明文と共に公表された経済見通しでは、2023年10~12月期のインフレ見通しが7月時点の前年比+5.3%から同+5.4%に引き上げられたほか、2024年1~3月期、2024年7~9月期も上方修正となった。原油価格の上昇が主因と見られる。なお、南アは資源国だが、原油は産出せず輸入に依存しているため、原油価格の上昇は貿易収支の悪化、通貨安、インフレ加速に直結する。
- 10月もZARは引き続き上値の重い展開を想定している。中国経済の動向および、FOMCの金融政策の動向をはじめ、外部環境の動向に敏感な展開が続くだろう。また、11月初めに中期財政計画の発表を控え、南ア国内の経済指標、特に財政収支にも注目する必要があるだろう。足許のZAR安は米金利の上昇・ドル高が主因と見られるものの、「双子の赤字」を始めとする南アのファンダメンタルズの悪化もZAR売りの要因となっていると見られるためだ。

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



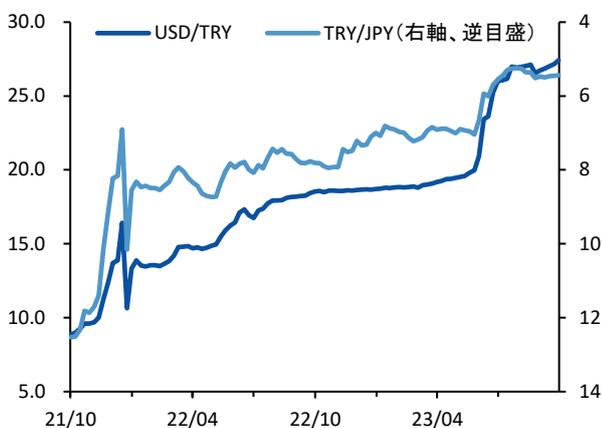
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 追加利上げも TRY は続落

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

- 9月のTRYは続落。トルコ中央銀行(TCMB)による追加利上げにも関わらず、金融政策発表後にTRYの下落がむしろ拡大する結果となった。
- TCMBの会合のポイントは以下の通り。(1)+5%ポイントの追加利上げを実施し、政策金利を25%から30%に引き上げた(市場予想通り)。利上げは4会合連続。(2)声明では追加利上げの可能性を示唆。「2024年にはデysinフレの軌道を定着させる決意だ」、「インフレ見通しに大幅な改善が見られるまで、必要な限り適宜かつ段階的に金融政策を一層引き締めていく」とした。(3)さらに、選択的な信用引き締め、量的引き締めに継続する従来の姿勢を維持した。
- 追加利上げ発表後、直後こそ対ドルで上昇したものの、その後間もなくして発表前よりもTRY安が進む結果となったことはやはり気がかりである。グローバルなドル高に沿った動き、と言ってしまえばそれまでだが、トルコ市場に対する投資家の懐疑姿勢がまだ和らいでいない可能性は否定できない。TCMBによる大幅利上げに関わらず、政策金利は30%と8月分の消費者物価指数(CPI)の伸び率である前年同月比+58.94%には程遠く、実質政策金利は依然として大幅なマイナスである。さらに、トルコの経常収支は夏場の観光シーズンに改善した後、秋から冬にかけては観光収入の低迷を主因として悪化する傾向がある。こうした季節性も、当面のTRY相場にとって重しとなる公算が大きい。
- もっとも、明るい兆候はある。TCMBの相次ぐ大幅利上げや9月7日にエルドアン大統領が高金利政策への支持を表明したこともあり、短期金利市場では追加利上げの織り込みが一段と高まっている。市場の政策金利期待を反映するOISスワップ金利の動向を見ると、今回の利上げ局面の政策金利のピークは40%前後まで上昇するという見方となりつつある。12か月後のCPIの上昇率予想率はトルコ中銀が集計・公表している民間エコノミスト調査で年率+40%をやや上回る状況となっていることを考慮すれば、将来的な実質政策金利のプラス化がようやく視界に入り始めた状況だ。

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



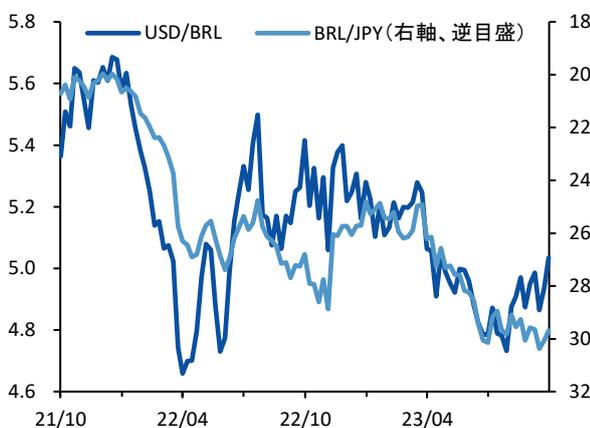
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 利下げ幅の拡大には否定的

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

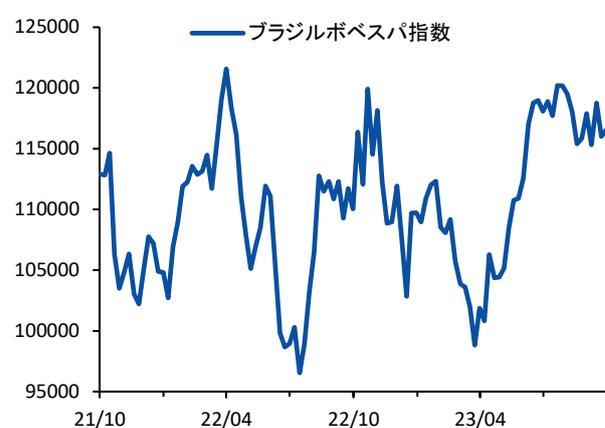
- 9月のBRLは▲1.6%と下落した。4.9 台半ばで取引開始、月初はMXN 安に連れる格好で 5.0 付近に弱含む場面もあったが、中旬にかけてはブラジル株高や商品価格の上昇が好感され、4.84 付近に買い戻された。下旬は、上昇基調を強める米金利が重しとなる中、ブラジル株安も嫌気され、5.03 付近に売られて引けた。
- 域内の物価動向に関し、最新の8月のインフレ率(IPCA)は+4.61%(前年比、以下同様)と市場予想(+4.66%)を小幅に下回ったものの、7月(+3.99%)からは大幅に伸びが加速した。ベース効果の影響もあり、5か月ぶりの高水準だったが、中銀によるインフレ目標(2023年:+3.25%±1.5%)には何とか収まった。内訳を確認すると、エネルギー価格が小幅ながらプラス寄与に転じたことが目を引く。ガソリン価格再上昇や、一部地域における電力補助の終了が影響している公算が大きい。一方、ブラジル中央銀行(BCB)が算出するコアインフレ率は+6.14%となっており、順調に鈍化した。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(2023年:+4.75%)を再度上回る可能性が非常に高い。
- BCBは20日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利を13.25%から▲50bp引き下げ、12.75%とした。8月会合で3年ぶりに利下げに転じて以降、2会合連続での利下げだ。前回会合の声明文において事実上▲50bpの利下げ実施を予告しており、今回会合での▲50bpの利下げは既定路線だった。金融政策の先行きに関しても、「委員会は、インフレシナリオが予想通りの展開になれば、次回以降の会合においても同規模の追加利下げを実施することを、全会一致で予想する」との文言に変化はなく、一部の政府高官からは利下げ幅の拡大を支持する声も聞かれるが、議事要旨でも利下げ幅拡大に否定的な意見が目立ったこともあり、次回会合でも▲50bpの利下げ実施が見込まれる。
- 年内のBRL相場は、横ばい圏での推移を予測する。BCBの利下げ幅拡大は見込んでいないが、来年にかけ継続的な利下げが見込まれる中、「タカ派的な現状維持」を決め込む公算の大きいFRBとの金融政策格差は意識せざるを得ない。加えて、域内の経済活動は年末年始にかけ鈍化に向かうだろう。こうした要素がBRL安要因となる。ただし、底堅く推移する商品価格や中国経済の底入れが、BRL高要因として作用するだろう。まとめれば、BCBの金融政策の不確実性は現状低く、総じて値幅の限られた推移を予測する。

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: ブラジルボヘスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: Banxico はタカ派姿勢を堅持

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 9月のMXNは▲2.2%と下落した。MXNは17.0付近で取引を開始。上旬は、通貨当局による為替ヘッジプログラムの縮小が引き続き嫌気される中、17台後半に下落した。中旬は、原油価格上昇やBRL高を受け、17.0付近に往って来い。下旬は、軟調な株式市場や、米金利の上昇が嫌気され、17.8付近まで売られた。月末にかけては、メキシコ中央銀行(Banxico)によるタカ派な政策金利の据え置きを受け、17.4付近に買い戻されて引けた。
- 与党の国家再生運動(Morena)は、来年6月に実施される大統領選挙の候補者として、シェインバウム・元メキシコシティ市長を選出した。これまでの世論調査などでも最有力候補と目されていたので、サプライズはない。他方、野党連合はガルベス上院議員を候補者としたが、ロペス・オブラドール政権に対する支持率は高く、大統領選でもシェインバウム氏に有利な展開が見込まれる。
- 域内の物価動向に関し、9月前半の消費者物価指数(CPI)は、総合ベースで前年比+4.44%と8月後半の同+4.60%から順調に鈍化している。コアベースでも同+5.78%と、同+5.96%から減速した。財、サービス全体的に緩やかな鈍化が確認させており、Banxicoの高金利政策がしっかりと浸透していることがうかがえる。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ィスインフレに寄与するだろう。
- Banxicoは28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。ただし、同行によるCPIの見通しは上方修正が目立っており、予想外に堅調な域内経済が、インフレ鈍化の遅れをもたらすと警戒感を示している。なお、「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。前月までの本欄では、年内利下げ開始の可能性を指摘していたが、その可能性は明確に低まったと考える。
- 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緩やかに軟化が見込まれ、本欄では2024年1~3月期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買いポジションも緩やかに取り崩しが進んでおり、今後も縮小が見込まれる。ただし、米景気や原油価格の動向次第では、MXNが堅調推移する可能性もある。

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 1～9月(実績)	SPOT	2023年 12月	3月	2024年 6月	9月	12月
対ドル							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	6.6910 ~ 7.3503	7.2980	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル (HKD)	7.7920 ~ 7.8500	7.8314	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー (INR)	80.883 ~ 83.274	83.040	82.9	82.8	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア (IDR)	14565 ~ 15643	15460	15230	15080	15670	15350	15050
韓国ウォン (KRW)	1216.30 ~ 1357.27	1348.02	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング (MYR)	4.2250 ~ 4.7080	4.6950	4.62	4.56	4.69	4.64	4.60
フィリピンペソ (PHP)	53.628 ~ 57.084	56.581	55.9	55.5	57.2	56.0	55.0
シンガポールドル (SGD)	1.3032 ~ 1.3740	1.3642	1.36	1.35	1.39	1.35	1.34
台湾ドル (TWD)	29.608 ~ 32.294	32.243	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ (THB)	32.57 ~ 36.83	36.56	35.7	35.3	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン (VND)	23415 ~ 24445	24305	24400	24200	24500	24100	23900
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	67.0415 ~ 102.2300	97.5511	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド (ZAR)	16.6950 ~ 19.9204	18.8986	20.0	20.2	20.4	20.2	20.0
トルコリラ (TRY)	18.4339 ~ 27.4931	27.4223	26.0	25.0	24.0	25.0	26.0
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	4.6967 ~ 5.4798	5.0325	5.00	5.05	5.10	5.10	5.10
メキシコペソ (MXN)	16.6262 ~ 19.5882	17.4233	17.8	18.2	18.5	18.7	19.0
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	18.793 ~ 20.460	20.448	20.83	21.25	20.70	20.70	20.43
香港ドル (HKD)	16.295 ~ 19.141	19.096	19.13	19.52	18.90	18.82	18.51
インドルピー (INR)	1.559 ~ 1.799	1.799	1.81	1.85	1.75	1.76	1.76
インドネシアルピア (100IDR)	0.831 ~ 0.968	0.966	0.985	1.015	0.944	0.958	0.957
韓国ウォン (100KRW)	9.915 ~ 11.194	11.076	11.19	11.50	11.30	11.40	11.34
マレーシアリング (MYR)	29.106 ~ 31.886	31.750	32.47	33.55	31.56	31.68	31.30
フィリピンペソ (PHP)	2.325 ~ 2.637	2.630	2.68	2.76	2.59	2.63	2.62
シンガポールドル (SGD)	96.55 ~ 109.54	109.59	110.13	113.00	106.86	109.05	107.87
台湾ドル (TWD)	4.205 ~ 4.663	4.627	4.69	4.81	4.70	4.74	4.72
タイバーツ (THB)	3.770 ~ 4.184	4.091	4.20	4.33	4.05	4.14	4.11
ベトナムドン (10000VND)	0.5430 ~ 0.6149	0.6148	0.61	0.63	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	1.533	1.55	1.56	1.49	1.47	1.43
南アフリカランド (ZAR)	6.909 ~ 8.070	7.911	7.50	7.57	7.25	7.28	7.20
トルコリラ (TRY)	5.108 ~ 7.482	5.443	5.77	6.12	6.17	5.88	5.54
ラテンアメリカ							
ブラジルリアル (BRL)	23.723 ~ 30.506	29.686	30.00	30.30	29.02	28.82	28.24
メキシコペソ (MXN)	6.651 ~ 8.778	8.592	8.43	8.41	8.00	7.86	7.58

注: 1.実績の欄は2023年9月30日まで。SPOTは10月2日の6時50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(9月29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。