

2023 年 11 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:懸念される地政学リスクとインフレ再加速	2
中国:当局の CNY 安への警戒は続く	3
インド:RBI は流動性管理の強化を決定	4
インドネシア:インドネシア中銀は利上げを再開	5
韓国:懸案の半導体輸出に底打ちの兆し	6
マレーシア:MYR は 1998 年以來の安値に	7
フィリピン:臨時利上げを実施した BSP	8
シンガポール:MAS 会合は年 4 回の開催へ	9
タイ:域内通貨の中では堅調も上値は限定的か	10
ロシア:資本規制を再強化	11
南アフリカ:再び財政状況が焦点に	12
トルコ: +5 %ポイントの追加利上げ	13
ブラジル:インフレは資源高で中銀目標を上回る	14
メキシコ:キャリートレードの巻き戻しが進行	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：懸念される地政学リスクとインフレ再加速

マーケット・エコノミスト

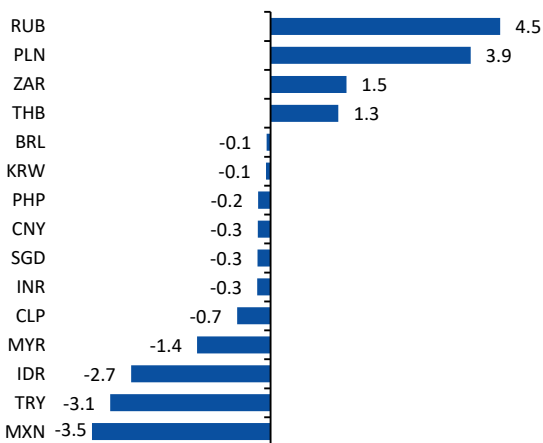
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

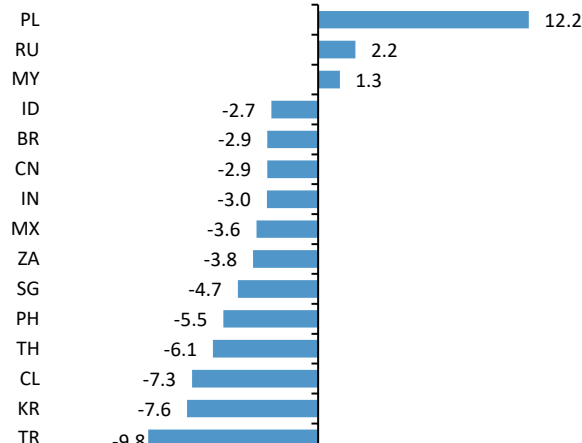
- 10 月の MSCI 新興国通貨指数はほぼ横ばいの推移。同指数は 1660 台後半で取引を開始、前月末以降、FRB のタカ派姿勢が意識される中で、一時 1660 台前半まで下落。月半ばにかけては、米金利上昇の一服、中国主要経済指標の内容が材料視されて、1670 台まで上昇。中旬以降は地政学リスクの高まりを受けたリスクオフの動きと米金利が再度騰勢を強める地合いとなって新興国通貨は上値重く推移。月末付近では FOMC を控え、やや閑散取引となった。
- イスラム組織ハマスとイスラエルの衝突を巡り、中東情勢の動向が大きく注目されている。当初は米長期金利の低下とともにドル安で反応したが、紛争の長期化懸念が燃る中、リスク心理は下向きとなっている。特に原油価格への影響が意識されるが、国際的なエネルギー価格の上昇は、インフレ期待を押し上げ、将来的に米長期金利を押し上げる可能性がある。原油価格の上昇と、米長期金利の高騰、ドル高が共振する状況は 10 月後半にも確認されており、新興国通貨にとって最大の短期的な下落リスクとなっている。
- IMF は、10 日に世界経済見通し(WEO)を公表した。WEO によると、それぞれ軽微であったものの、経済成長見通しについては下方に、インフレ見通しについては、上方に修正された。なお、今回の WEO のタイトルは、『NAVIGATING GLOBAL DIVERGENCES』とされている。日本語だと『格差広がる 世界のかじ取り』(原文のまま)となっている。地政学リスクの顕在化や世界経済の分断化がもたらす影響に関しては、4 月時点の WEO でも言及されており、今回もその流れが踏襲された格好だ。なお、先述の中東情勢が大きく意識される地合いにあるが、グランシャ・IMF 経済顧問兼調査局長は、「影響を注視している」「影響を評価するのは時期尚早だ」と語るにとどめている。
- 本稿作成時点で目前に控える 11 月 FOMC では米国経済が依然堅調さを保つ中で、タカ派姿勢は維持される公算が大きい。仮にエネルギー上昇が世界的なインフレ再加速を焚きつけることとなれば、FRB の Pivot は後ろ倒しとなると思われる。世界経済や中東情勢への懸念など、市場のリスク心理の悪化が新興国通貨全体の重しとなっているが、高金利下でドルが強まる時間帯が長期化することも現実味を帯びてきている。こうした状況を踏まえて 10 月には複数の新興国中銀が通貨安に配慮した利上げを実施したが、相場の方向感を変えるには至らなかった。相場の転換点はやはり FRB の Pivot を市場が織り込むタイミングとなりそうで、現状は 24 年の春先から中頃を想定している。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023 年 10 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 10 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 当局の CNY 安への警戒は続く

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の CNY は概ね 7.30~7.32 の間での取引となった。月初 7.29 台で取引を開始。上旬、国内大手不動産の債務再編問題に関する不透明感が増幅、CNY も軟調地合いに。中旬、7~9 月期実質 GDP をはじめ複数の経済指標が好感され値を戻したが、米長期金利は 5% 近辺を維持し、中東情勢の悪化を受けた市場のリスク心理悪化が重しとなった。月後半は全人代常務委員会が景気支援策を打ち出すも上昇幅は限定的で 7.31 台で推移した。
- 7~9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+4.9%となった。4~6 月期は同+6.3%だったが、前期比で見れば、+1.3%と前四半期の+0.5%から加速した。また、年初来では、前年比+5.2%となっており、政府の目標である+5.0%を上回って推移している。産業別では、第 3 次産業の伸びが目立った。国家統計局は GDP 目標の達成には 10~12 月期に前年比+4.4%超の成長が必要とした上で、目標達成に「相当な自信」があるとした。
- 9 月の貿易収支は+777 億ドルの黒字を記録した。輸出・輸入はいずれも前年同月比▲6.2%となった。輸出動向に関しては、米国向けや EU 向けに加え、日本向けなどが前月から改善したが、ASEAN 向け(同▲15.8%)の減少幅拡大が目立った。輸入については、日本や米国からが軟調な一方で、ロシアや中南米との取引は堅調推移が続く。総じて、貿易活動は最悪期を脱した可能性が高いが、外需自体が落ち込む状況下、懸念事項も残る。
- 9 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.0%、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.8%とデフインフレは継続。サービス価格は同+1.3%と比較的強い伸びを維持したものの、食料品や消費財が下落幅を拡大させたこともあり、全体としては伸びが鈍化した格好だ。足許で個人消費が底打ちとなった可能性はあるが、物価への波及は未だ限定的である。
- 従前からの中国人民銀行(PBoC)による対ドル基準値設定のほか、全人代常務委員会が景気支援を意図した 1 兆元規模の国債の追加発行など多方面からの政策アプローチもあって、現状は大きな CNY 安には至らないと考えたいが、主要経済指標の内容が景気の持ち直しを担保するには至っていない。対米金利差が CNY 相場の方角感をある程度規定するのであれば、CNY 相場の持ち直しには「国内経済の回復→金融緩和の見直し→金利上昇(対米金利差縮小)」といった道筋を辿る必要がある。政策支援での CNY 安修正にはやはり限界があり、7.00 の水準に回帰するのは相応の時間を要するものと考えたい。

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: RBI は流動性管理の強化を決定

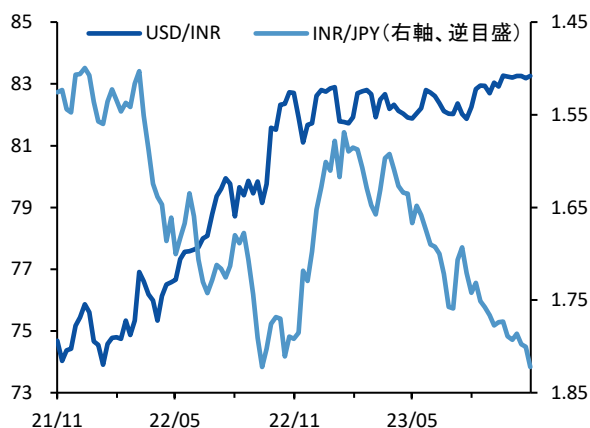
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

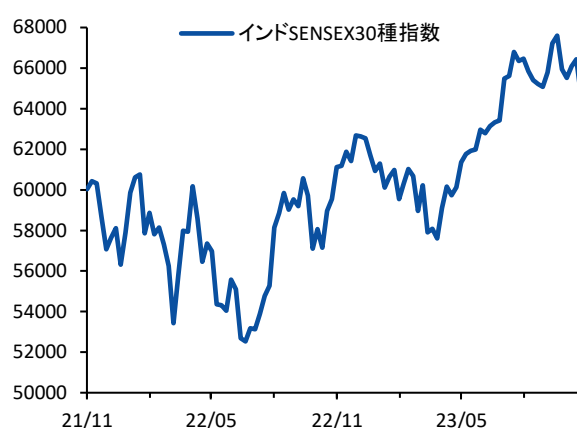
- 10 月の INR は▲0.26%と下落した。月初、83.2 付近で取引開始。上旬は、米金利上昇が重しとなるも、原油価格下落が好感される中、値動きの乏しい展開に終始。中旬は、米金利低下を受け 83.1 台半ばに強含むも、原油高や米金利反転を背景に 83.3 付近に反落した。下旬は、ダス・インド準備銀行 (RBI) 総裁のタカ派な発言が材料視され 83.0 付近まで買われるも、高水準で推移する米金利が重しとなり、83.3 付近に売られて引けた。
- RBI は 4~6 日に実施された金融政策委員会 (MPC) で政策金利を 4 会合連続で据え置くことを決定。経済・物価見通しに大きな変化はなく、インフレの目標への回帰に「毅然とした態度を維持」するとしており、タカ派な姿勢を維持している。なお、同会合では、OMO (Open Market Operations) のもとで、保有するインド国債を「入札方式」で売り出すことを示唆。入札方式での売り出しは行われたことがなく、この決定の背景としては、ダス・RBI 総裁が説明した流動性調節以外にも、①政策金利以外の方法でタカ派姿勢をアピールする目的、②来年に控える総選挙を前に政府支出増大と流動性緩和が予想される中、予め銀行部門から資金を引き上げる目的もあると考えている。
- 域内の物価動向に関し、9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+5.02%と、市場予想の同+5.40%および 8 月の同+6.83%を大きく下回った。なお、3 か月ぶりに RBI の目標レンジ (同+2.0~+6.0%) に回帰した。内訳を確認すると、食料品が 8 月の同+9.9%から同+6.6%へ減速したことが大きく寄与した。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、こうした要素は急速に剥落している。食料品と燃料を除いたコア CPI も同+4.6%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、利上げ再開は見込まれないものの、RBI のタカ派姿勢は予想以上に強い状態が続いており、利下げ開始時期の予想を、早くても 24 年 4~6 月期に後ろ倒ししたい。
- 年内の INR 相場は、やや買い戻される展開を想定する。RBI のタカ派姿勢は予想以上に強く、域内金利は上昇基調を強めている。また、域内経済は底堅く、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や債券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 の買い戻しも、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: インドネシア中銀は利上げを再開

マーケット・エコノミスト

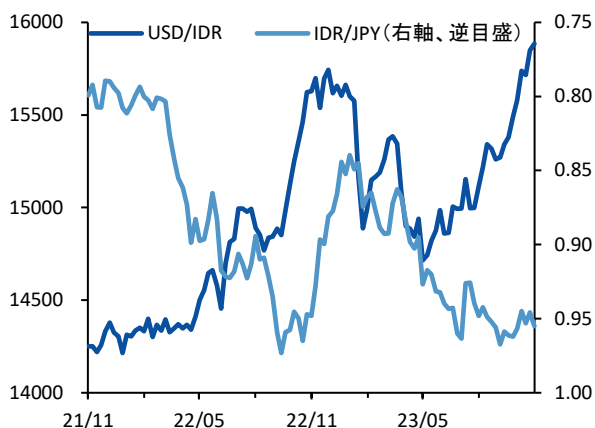
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

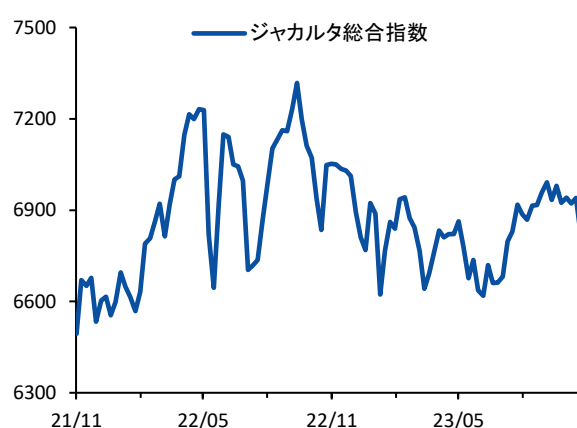
- 10 月の IDR は対ドルで値を下げる展開となった。月初 15400 台での取引を開始。上旬は米 9 月雇用統計の堅調な結果を受けて米金利が上昇、IDR は上値重く推移した。中旬は中東情勢の悪化を受けてリスク心理が悪化、IDR も売り優勢となった。下旬にかけては、インドネシア銀行(中央銀行、BI)がサプライズ利上げを実施したが、米金利も騰勢を強めたことで IDR は下落幅を拡げ、年初来安値を 15900 台まで更新、月末かけても安値圏での取引となった。
- BI は 18~19 日に開催した金融政策会合で、市場予想に反して政策金利の 7 日物リバースレポレートを 25bp 引き上げて 6.00%とした。声明文及びペリーBI 総裁の会見では、IDR の安定化に対する言及が目立った。ペリー総裁は今回の利上げについて、世界経済の先行き不透明感が強まる中で、IDR の安定性を強める意図があったことを説明した。
- 9 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.3%と 8 月から約▲1%ポイント低下し、BI の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)を安定的に推移している。インフレ抑制の観点から利上げの必要性はなくなっていたが、ペリー総裁は食料品・燃料価格の先行き予想が困難となっていることを指摘した上で、IDR 安を受けた輸入物価の高まりを通じてインフレが再加速する可能性を示した。
- 今回会合においては外貨建ての新証券(SRBI)の発行を発行し、海外資金の流入を促す方針を示した。足許の IDR 安は米金利上昇を背景としたドル高に押されている側面もあるだろうが、市場のリスク心理の悪化を受けて外国人による証券投資フローが悪化基調にある点も無視できないように思われる。
- 今回の追加利上げは足許の為替相場への対応を重視した以上、過度な引き締めが景気を下押しする可能性には一段と警戒が必要だ。BI は今回の利上げの裏で景気支援への対応も行っており、声明文を見ても政府との政策協調を意識した内容が散見される。BI の方針はあくまで景気に配慮した金融政策の下で、機動的に通貨安を食い止める運営に注力していくものと整理したい。
- 11 月の IDR は上値の重い推移を予想する。世界経済減速懸念、中東情勢の悪化などリスク心理は下方向に傾いている中で、BI の政策面からの IDR の支援も大きく相場の方向感を変えるには至らないと考えられる。実需面を見ても、単月での貿易黒字は上向きつつあるが、輸出以上に輸入の勢いが弱まっているのも気掛かりだ。11 月上旬には 7~9 月期 GDP の公表を予定しており、ここでは内需の動向に特に注意を払いたい。

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：懸案の半導体輸出に底打ちの兆し

マーケット・エコノミスト

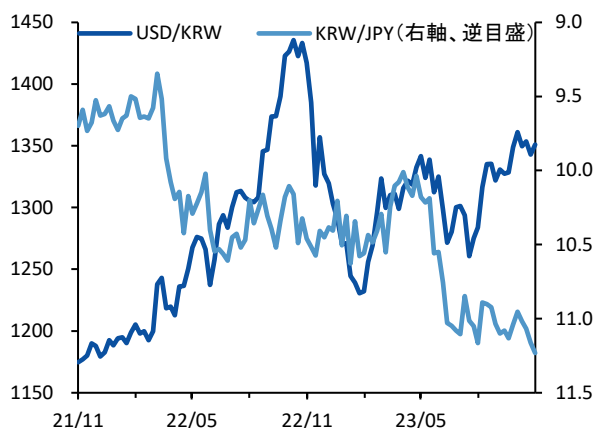
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の KRW は上値の重い推移となった。国慶節明けの 4 日、年初来安値の 1363 台で取引を開始。9 月貿易収支をはじめ複数の指標の改善を受けて小幅に値を戻すも、米金利上昇が重しとなった。中旬は中国主要経済指標の持ち直しもあり一時 1340 付近まで上昇するも、下旬にかけては、中東情勢の悪化と資源価格の上昇が嫌気され、1350 を挟んだ値動きとなった。月末にかけても米金利が高止まりする中で上昇幅は限定され、同水準での取引が継続した。
- 韓国銀行 (BOK) は 19 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利 (7 日物レガ金利) 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 6 会合連続での決定となった。直近 9 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 +3.7% と 2 か月連続で騰勢を強めた。インフレの収束が過去の想定よりも遅れる可能性にも言及しながら、BOK は足許のインフレを目標である 2% に収束させる上で、政策金利を高水準に維持する方針を示した。委員会メンバー 6 人のうち 5 人は追加利上げの可能性を排除しておらず、総じてタカ派姿勢は維持された格好だ。
- 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比 +1.4% を記録。内訳を見ると、民間最終消費は同 +0.5% に留まり 21 年以降で最低を更新した。繰り越し需要の一巡のほか家計債務の増加が消費を下押ししているとの見方もある。一方で、純輸出は同 +23.4% と 5 四半期ぶりにプラスでの推移となり、景気を下支えした。
- 9 月貿易収支は +37 億ドルの黒字を記録。内需の落ち込みを背景とした輸入減も影響したが、黒字額は 21 年 9 月以来の水準となった。また、主要産品である半導体メモリの 9 月輸出実績は、前年比 ▲19.3% と前年割れが続くも、8 月の同 ▲30.5% から大きく改善。半導体市況が過去 3~5 年程度の周期で好況・不況が循環していることを勘案すれば、24 年以降、半導体の輸出の持ち直しが韓国経済をけん引していくことが期待される。
- KRW は引き続きドル高に押される展開が続くそう。米金利が騰勢を強める中で対米金利差が拡大していることに加え、コロナ前と比較して KRW の需給環境が半導体輸出の不振と資源高によって崩れていることが影響している点が多い。BOK の見通しでは、23 年、24 年の貿易収支は段階的に改善を見込むが、コロナ前の水準と比較して、力不足感が否めない。また、年明け以降には BOK も政策転換を議論する段階に入ると見られるが、FRB との政策ギャップも意識される中で、随所で KRW の売りが強まる可能性はある。

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:MYR は 1998 年以来の安値に

マーケット・エコノミスト

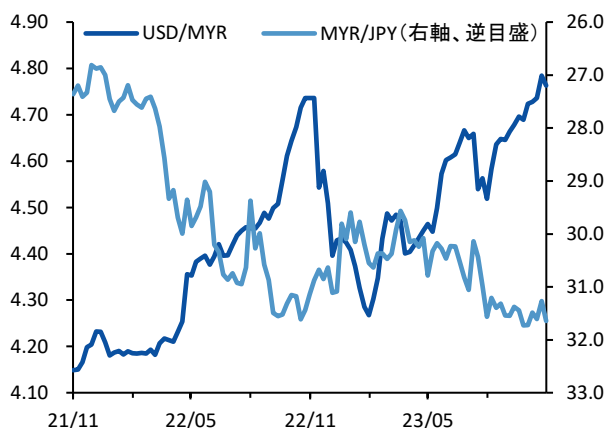
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の MYR はアジア通貨危機以来の安値を記録した。月初 4.72 台で取引を開始。米 9 月雇用統計の結果とそれに伴う米金利上昇に押されて、MYR は上値重く推移。中旬は中東情勢の悪化を受けたリスクオフの動き、堅調な米国経済指標や米金利の高止まりを受けて MYR は続落、一時 4.79 台を記録するなど断続的に安値を更新した。月末付近では FOMC やマレーシア中銀の金融政策会合が意識され慎重な取引となり、4.76 近辺で推移した。
- マレーシア統計局は 20 日、7～9 月期実質 GDP 成長率の速報値を公表し、結果は前年比+3.3%と前四半期の同+2.9%から加速。前期比では+5.2%となった。詳細は未公表であるが、速報値自体の公表が数年ぶりであり、軟調に終わった 4～6 月期の結果からの改善をアピールすることで足許の MYR 安進行に歯止めをかける意図があったとも考えられる。
- 9 月貿易収支は+245 億リンギの黒字を記録。もともと、内訳を見ると輸出は前年比▲13.7%、輸入は同▲11.1%と共に 7 か月連続で前年割れとなった。輸出について、石油関連製品や電子製品など総じて輸出が伸び悩んだ。国別で見ると、日本向けの輸出が前年比▲25.4%、中国向けが同▲17.3%をはじめ 2 桁台のマイナスを記録しており、外需の持ち直しに時間を要している。
- MYR は一時アジア通貨危機(1998 年)以来の安値を記録した。対米金利差は 23 年下半期にかけて拡大基調が続き MYR 相場も概ね金利差の動向に符合した動きとなっている。こうした中で 11 月 2 日にはマレーシア中銀(BNM)の金融政策会合を控えるが、インドネシア中銀が通貨安を意識した利上げを実施したように、BNM も国内のインフレが一巡した中でも、利上げに着手する可能性が考えられる。中東情勢の悪化を踏まえればエネルギー価格上昇に起因したインフレ再加速も警戒される地合いにあり、BNM の見解が待たれる。
- また、MYR は産油国であるため、資源価格上昇が通貨高に繋がる場合もあるが、こうした動きも現時点では限定的である。鉱物資源輸出は 22 年と比較すると力強さを欠いており直近 3 か月では数量ベースで約 2 割減少している。世界的にも 23 年はサービス業主導での経済成長となったこと、特に主要輸出先である中国経済が正常化に時間を要していることが影響しているものと考えられる。リスク心理が下方方向に傾いている中で、外国人による国債保有も 2 か月連続で売り越し超えとなっており、先の輸出の伸び悩みと合わせて MYR の相場環境は逆風が強まっている。

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:臨時利上げを実施した BSP

マーケット・エコノミスト

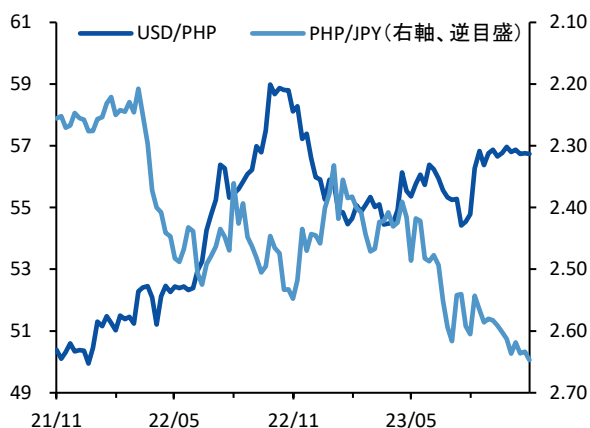
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の PHP は 56 台後半を上値重く推移した。月初 56.60 台で取引を開始。上旬は国内のインフレ再加速を受けて、追加利上げ観測が拡がり小幅に上昇。中旬は中東情勢の悪化を受けて原油価格が騰勢を強めたことが嫌気され下落。月後半は米長期金利が節目の 5%を超え、金利差を意識した取引からドル高に押される展開。米 7~9 月期 GDP の結果もドルを下支えする内容となり PHP は下げ幅を拡大、月末付近では 57 近辺での取引となった。
- マルコス大統領は政府系ファンド「マハルリカ・インベストメント・ファンド(MIF)」の運営開始に向けた手続きを一時停止した。本ファンドは大型インフラ整備計画の際に活用される見通しだが、ファンド運用の透明性に対する懸念が指摘されていた。政府は 24 年までに活用規制が見直される予定となっている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 26 日に臨時の金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポレート従来の 6.25%から 6.50%へ引き上げた。BSP の利上げは今年の 3 月以来の決定となった。BSP は利上げに至った背景として、将来的なインフレリスクの高まりに言及した。
- 9 月消費者物価指数(CPI)は前年比+6.1%と 8 月の同+5.3%からまとまった幅で上昇、2 か月連続で加速した。内訳を見ると、食料品価格のインフレ寄与度が高まっており、米をはじめ天候不順を起因とした農産品価格の高騰が影響している様だ。インフレ収束は来年以降に持ち越しとなる見方を示している。中東情勢を踏まえたエネルギー価格の再上昇、労働市場のひっ迫のほか PHP 安の進行に伴う輸入物価上昇などのインフレ要因を考慮した場合、BSP は 24 年のインフレ率は前年比で+4.7%まで上振れると予想した。
- かかる中、BSP はインフレ期待がより安定し、インフレ率が持続的に低下基調となるまでは金融引き締めを継続する必要があるとの認識を示した。今回のインフレの再加速を踏まえてタカ派姿勢を強めた格好となったが、中長期的な成長への悪影響は見込んでいないとしている。次回会合は 11 月の開催となっているが、そこでの追加利上げも十分に考えられる状況だ。
- 地政学リスクの高まりや世界経済の減速懸念など市場のリスク心理は上向きにくい地合いにあることは留意したい。今回の臨時利上げも PHP 相場の方角感を変えるには至っておらず、FRB の政策動向や中東情勢を踏まえた原油価格動向、中国経済の回復状況など外部要因に左右される展開は継続しそうだ。かかる状況を踏まえ、年末までのレンジを 55.3~57.4 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

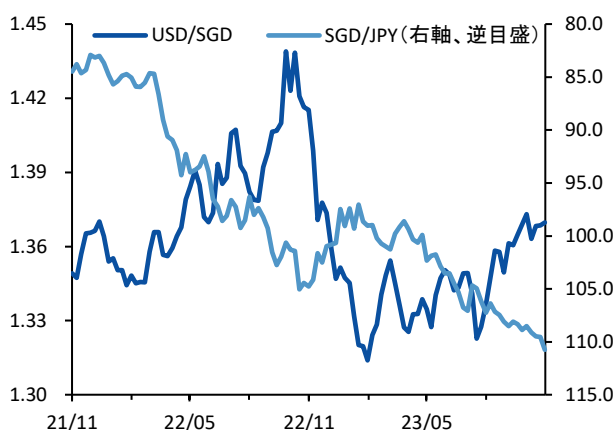
シンガポール: MAS 会合は年 4 回の開催へ

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

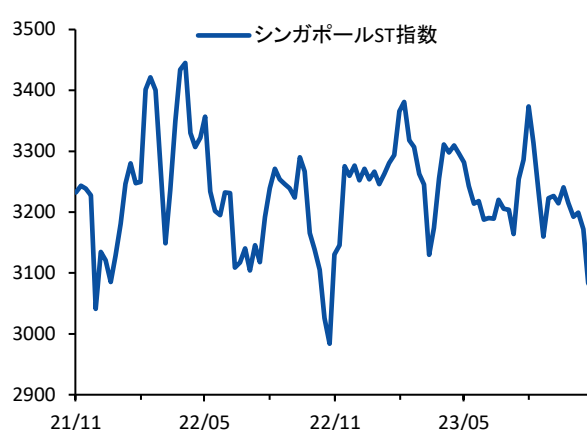
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は 13 日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MAS の政策決定の裏で、米金利の騰勢の強まりや中東情勢の悪化もあって、一時 1.37 台を記録したが、月末付近では下落は一服して、1.36 台半ばでの取引となっている。
- MAS の会合を振り返ると、双方向のリスクを一層意識しているように思われる。従前からの世界の経済見通しの不透明性に加え、中東リスクに起因したインフレ再加速の芽が出てきたことによるのだろう。9 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+4.1%、コアベースでは+3.0%とインフレ減速が停滞しつつある。MAS が今会合後も政策バンドの上昇維持が必要という政策姿勢であることから、インフレ率を足許の水準より更に引き下げたい思惑があるのだろう。また、MAS は金融政策の見直しを従来の年 2 回から年 4 回に増やす方針を示しており、外部要因の変化に対してより柔軟に金融政策を検討していく方針だ。
- 片や、23 年 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+0.7%と前四半期(同+0.5%)から若干加速した。MAS は内需の減速に触れつつも、製造業の業況が底打ちの兆しが見られている点に言及。もっとも、先行きについては世界の景気減速の煽りを受ける格好でシンガポール経済が停滞するといった見方を変えておらず、23 年の実質 GDP 成長率は予想レンジである前年比+0.5~1.5%の下限付近での着地になるとした。
- SGD の方向感について、本欄で繰り返し議論している通り、足許の S\$NEER(名目実効為替レート)は MAS の政策バンド上限付近での推移しており、政策バンドの傾きは上方向に設定されている中でも、上昇余地は限定的と言わざるを得ない。政策バンド内の S\$NEER の実勢を推計すると、バンド内において直ちに実現可能な S\$NEER の上昇幅は 20~50bp 程度だが、これが完全に引き出される可能性は低く、これが SGD 相場に与える影響も軽微と見られる。この点からも対ドルでの SGD 相場はドル次第の色合いが強まっている。
- 本欄では引き続き SGD は今後数四半期にかけて上値の重い推移が続くと予想する。11 月 FOMC においてもタカ派な米国の金融政策の大枠は変わり無さそうであり、中国経済の先行きに不安に加えて中東リスクも急浮上してきている状況下、早期の市場のリスク心理改善を見込むのは難しい。かかる状況を踏まえ年末までの対ドルでのレンジを 1.34~1.39 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: 域内通貨の中では堅調も上値は限定的か

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

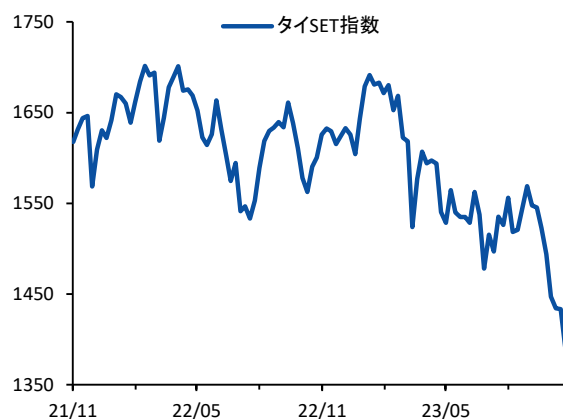
- 10 月の THB は年初来安値を更新後、小幅に値を戻す展開。月初 36 台後半で取引を開始。上旬は米金利上昇に押されて 37 を上抜け、9 月に続き年初来安値を更新。中旬に入ると、中国政府による追加景気支援策が公表され域内通貨全体が持ち直すも、中東情勢の悪化もあって、長続きせず。下旬は、中東情勢と米金利動向に揺れる展開となったが、その間 9 月貿易収支の改善が見られたこともあり、36 を下抜けするなど、THB は上値を伸ばした。
- 最大与党のタイ貢献党は 27 日、タクシン元首相の次女ペートンターン氏を新党首に選出した。前任のチョラナン党首は総選挙後の連立交渉で親軍政党を与党に組み入れたことを受けて辞任となっていた。ペートンターン氏は若年層の支持が厚く、貢献党の支持基盤を拡大させることが期待されるが、同氏の就任により党内でのタクシン元首相の発言力の強まりを指摘する声もある。
- 9 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.3%と 8 月の同+0.9%から減速した。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコア CPI も同+0.6%とタイ中銀が目標に掲げる+1.0%~3.0%を下回る水準で推移した。タイ商務省は、昨年のベース効果剥落や政府の補助金の影響もあり、年末にかけて CPI がマイナスを記録する可能性に言及した。総じてインフレは制御可能な状況にあるが、足許において中東情勢の悪化に伴う原油価格の上昇、天候不順による農産品価格の上昇といったインフレリスクも強まっており、その動向は注視したい。
- 9 月の貿易収支 (国際収支ベース) は+38.1 億ドルの黒字を記録した。内訳を見ると、輸出は前年比+1.0%と 22 年 9 月以来のプラスを回復、輸入については同▲7.9%となるもマイナス幅は縮小傾向にある。この結果、7~9 月期の貿易収支は+53.9 億ドルの黒字で 22 年 1~3 月期以来の水準を記録、また、経常収支は+33.0 億ドルと 2 四半期ぶりの黒字となった。黒字幅については 20 年 7~9 月期以来の大きさとなった。
- 10 月の THB は域内通貨の中で比較的堅調に推移した。ドルの選好は続くが、先述の貿易黒字幅拡大や観光業本格再開が続く中で、サービス収支の改善といった実需の持ち直しが THB を下支えしていると推測される。もっとも、観光業について、中国経済の軟化を受けて同国の観光客数がやや伸び悩む状況となっており、直近では 2 か月連続前月比で減少している点が気掛かりだ。観光業に限らず、外部環境の不透明性は一層強まる地合いにあり、リスク心理は上向きにくい。以上の点から THB の上値は限定的となると考えたい。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 資本規制を再強化

シニア為替ストラテジスト

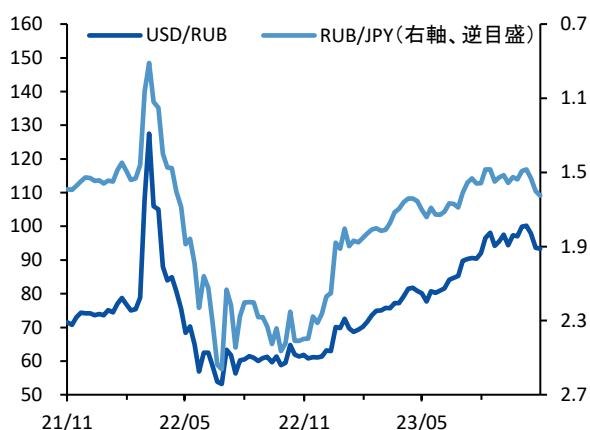
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

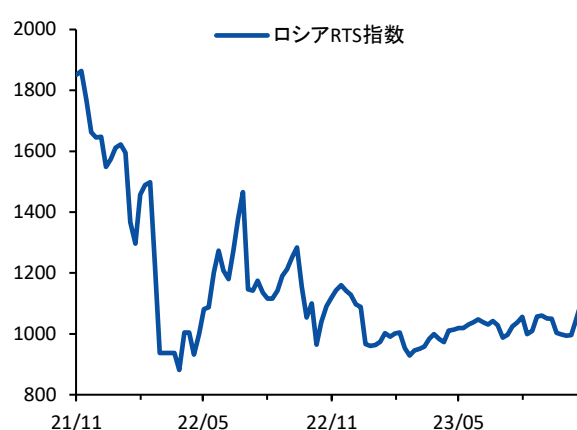
- 10 月の RUB は大幅続伸となった。月初から 9 日までは対ドル 97.68 から 102.34 まで▲4%強 RUB 安が進んだ。しかし、ロシア政府が 10 月 11 日に輸出企業に対し外貨売却義務を再導入して以降、持ち直しの動きが継続している。10 月 27 日のロシア中央銀行 (CBR) による市場予想を上回る大幅利上げも、RUB の持ち直しを後押しした。
- ロシア政府は 10 月 11 日遅く、主要な石油生産業者を含む国内の大手輸出業者 43 社に対し、国外での販売で得た外貨を国内市場で売却し RUB に換えることを義務づけると発表した。ロシアは制裁の影響もあり貿易収支は大幅に悪化しているものの、依然として黒字であり、かつ原油価格の上昇を受けて先行き貿易収支は改善する見込みのため、大手輸出業者に対する外貨売却の義務付けは RUB 相場のサポート要因になると見込まれる。
- CBR は 10 月 27 日に政策金利を 13% から 15% に引き上げた。市場予想は 14% への引き上げだった。資本規制再導入で RUB への下落圧力は沈静化したが、インフレリスクはなお強まっているとの見方を示した。CBR は金融政策発表と同じタイミングで中期経済見通しを公表している。2023 年のインフレ見通しを 9 月時点の前年比 +6~7% から、同 +7.0~7.5% へと引き上げたほか、政策金利の軌道も予測期間全体にわたって上振れさせており、追加利上げの可能性を示唆した形だ。
- 11 月の RUB 相場は続伸を予想する。10 月初頭までの RUB 安の要因は「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、中東情勢の緊迫化などを通じた原油価格の上昇と、ロシア政府による為替管理の強化はこうした通貨安要因を抑制することにつながるためだ。一方、ロシア政府は財政の観点からは、一方的な RUB 高を望まないことも意識する必要がある。前回、2022 年 3 月に企業に対し外貨収入の 8 割の売却を義務付けた際には、2 か月後には売却義務を 8 割から 5 割へと引き下げている。仮に対ドル 80 程度まで RUB 高が急ピッチで進んだ場合、ロシア政府が再び外貨売却義務を再調整してくる可能性は意識する必要があるだろう。

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:再び財政状況が焦点に

シニア為替ストラテジスト

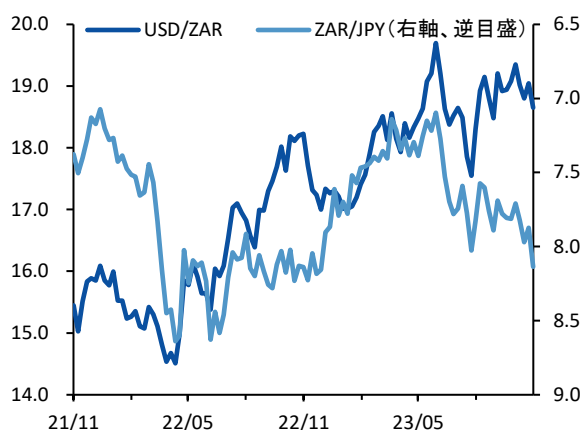
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mhcb.co.uk

- 10 月の ZAR 相場は対ドルで見て月初から 6 日にかけて 19.64 と 9 月末の 18.92 の水準と比較して▲3.6%ZAR 安が進んだが、その後は持ち直し、10 月 31 日時点で対ドル 18.7 前後と 9 月末の水準からは若干、ZAR 高の水準で推移している。対円では、10 月日銀金融政策発表後の円安・ドル高を受けて 7 月末以来となる 8 円台をつけている。
- ZAR の反発は米長期金利上昇・ドル高の流れが中断したことが最大の要因であろう。また、中国政府が財政赤字拡大と国債増発を容認し、景気支援を強化する姿勢を鮮明にしており、ZAR にとっては支援材料と言えそうだ。毎年の大型補正予算が定例化している日本とは異なり、中国において年度途中で予算が修正されることは異例である。それだけ、中国当局も国内景気の減速に危機感を持っているということであろう。
- 南ア国内では、10 月 23 日には南アフリカ準備銀行(SARB)のナイドゥ副総裁が 2025 年 3 月末までの任期を待たずに突然、辞任するという突発的な事案があった。辞任の経緯などは明らかではないが、SARB の金融政策の運営に影響を及ぼす可能性がある。SARB は 9 月の金融政策決定会合で政策金利を 8.25%で据え置いたが、決定は据え置き 3、利上げ 2 の僅差だった。SARB は通常、どの委員が何に投票したかを公表していないが、現地紙によるとナイドゥ氏は金融政策委員会の中で最もハト派寄りの委員と見られている。11 月 23 日に控える次回金融政策決定会合までにナイドゥ氏が副総裁を続けるのか、それとも空席のまま 4 名の体制で当面は継続するのかは不透明だが、副総裁人事が俄然、市場の注目を集めることとなる。
- ZAR は引き続き、外部環境の動向に敏感な展開が続くだろう。10 月は米金利の低下や中国の景気対策への期待が ZAR のサポート要因となったが、こうした一時的な「追い風」が再び「逆風」に変わるリスクは意識する必要がある。また、11 月初めに中期財政計画の発表を控え、南アの財政状況にも改めて焦点があたるだろう。

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



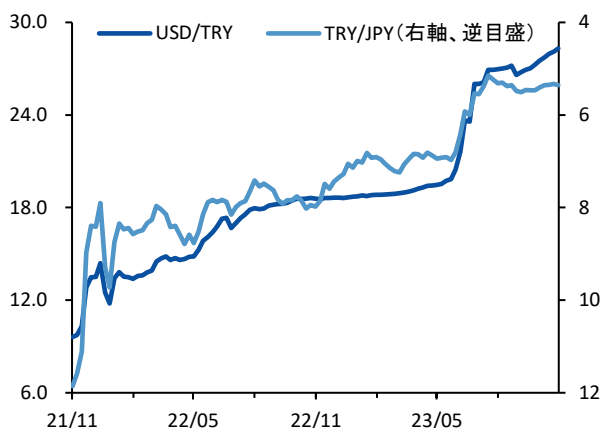
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: +5 %ポイントの追加利上げ

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

- 10 月の TRY は 31 日時点で、対ドルで▲3%強続落した。トルコ中央銀行 (TCMB) による追加利上げにも関わらず、TRY の反応は限定的となった。市場予想通りだったこともあるだろうが、実質政策金利が依然として大幅なマイナスであることに加え、中東情勢の緊迫化と原油価格の上昇、米長期金利の高止まりなど、外部環境が逆風となっていることも影響しているだろう。
- 中東での地政学リスクの高まりは、(1)市場のリスク心理悪化に伴うドルへの逃避需要、(2)原油の供給懸念に伴う原油価格の上昇が、エネルギー輸入国であるトルコの経常収支悪化につながるリスク、の主に 2 つの経路から TRY の下押し要因となる。これまでのところ、戦禍が中東全体に拡大するという見方は少ないように思われ、市場の反応も総じて冷静なものとなっているが、引き続きパレスチナ情勢には警戒が必要であろう。
- TCMB は 26 日、政策金利である 1 週間物レポレートに 30.00%から 35.00%に引き上げた。声明文に大きな変化は無かったが、足許のインフレ動向に対する分析はアップデートされている。とりわけ、「国内需要の強さ、とりわけサービスインフレの下方硬直性、さらにはインフレ期待の悪化がインフレの押し上げ要因となっている。」「地政学的な緊張の高まりによる原油価格の上昇は、インフレ見通しに上方リスクをもたらしている。」という指摘は重要であろう。声明文では利上げペースの減速や、停止を示す文言は見られず、政策金利は年末にかけて少なくとも 40%台には引き上げられると見られる。
- 11 月の TRY 相場は続落する公算が大きい。本来、TRY 相場の最大のカタリストとなるはずの TCMB による大幅利上げにも関わらず、市場の反応が鈍いことは、グローバルな投資家のみならずトルコ国内でも、現在の金融・財政政策の持続性に対する懐疑姿勢が根強いことを示している。また、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。中東情勢は緊迫しており、原油価格の動向に対して敏感な性質を持つ TRY も神経質な展開となるリスクは排除できない。トルコ国内の要因では、11 月 2 日に控えるトルコ中銀の四半期インフレーションレポートの公表と、その後の記者会見は要注目のイベントである。今後の追加利上げの規模についての示唆があるかに注目したい。

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: インフレは資源高で中銀目標を上回る

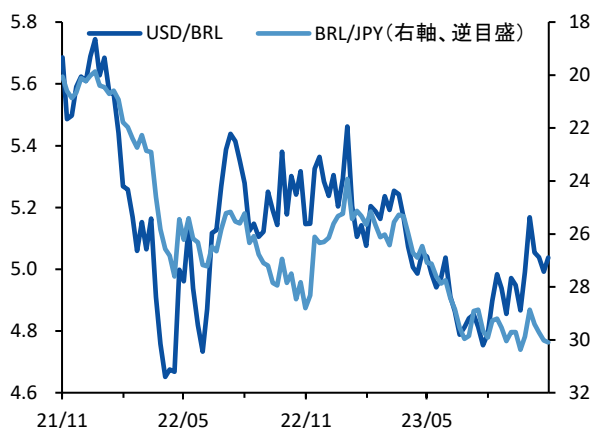
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

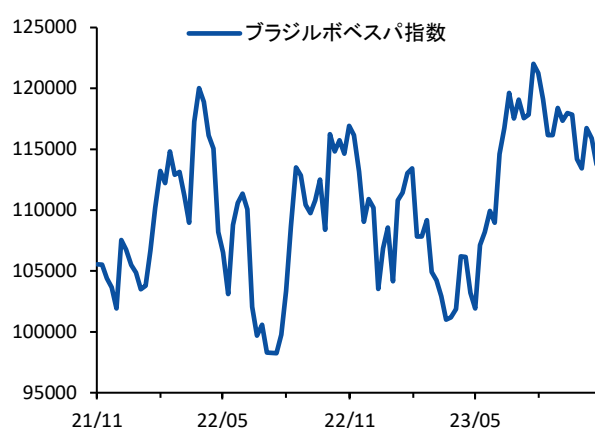
- 10 月の BRL は▲0.08%と小幅に下落した。5.05 付近で取引開始、上旬は、米金利上昇や商品価格下落が嫌気され 5.2 台を付ける場面もあったが、米金利反転やブラジル株高を受け 5.05 付近に往って来い。中旬は、材料に欠ける展開となり、5.05 を挟み方向感なく推移。下旬は、商品価格上昇が好感され 4.95 付近に買われる場面もあったが、ブラジル中央銀行 (BCB) のハト派懸念が高まる中、5.04 付近に売られて引けた。
- 域内の物価動向に関し、9 月のインフレ率 (IPCA) は+5.19% (前年比、以下同様) と市場予想 (+5.25%) を小幅に下回ったものの、8 月 (+4.61%) からは大幅に伸びが加速した。ベース効果の影響もあり、7 か月ぶりに中銀によるインフレ目標 (2023 年: +3.25% ± 1.5%) から外れた。内訳を確認すると、エネルギー価格や自動車価格の増勢が強まっている。資源価格再高騰や、昨年のエネルギー減税のベース効果が影響している。一方、BCB が算出するコアインフレ率は+5.95%となっており、順調に鈍化。ベース効果の影響なので過剰に反応する必要はないが、年内はインフレ目標を上振れる時間帯が続くだろう。
- かかる中、本日 BCB は金融政策委員会 (Copom) を開催するが、前回 9 月会合において▲50bp での利下げ継続を強く示唆しており、今回合会での▲50bp 利下げは既定路線だ。ネット・BCB 総裁は 10 月 18 日に行われたイベントにおいて、コアインフレの鈍化を歓迎するコメントを残した一方で、資源価格高騰や世界的な金融引き締め長期化に警戒感を示した。そのうえで、▲50bp での利下げが適当と繰り返し、利下げ幅拡大に否定的な意見を述べた。FRB がタカ派姿勢を維持し、米長期金利が高止まりする中、BCB としても過度にハト派姿勢を強調するわけにはいかないのだろう。本欄では、11 月会合以降も▲50bp ずつの利下げが続き、政策金利は来年半ばにかけて現行の 12.75% から 9.00% 付近まで利下げが行われると見込んでいる。
- 年内の BRL 相場は、やや弱含む展開を見込む。BCB の利下げ幅拡大は見込み難いが、来年半ばにかけ継続的な利下げが予見される中、「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、景況感は弱含みを見せており、域内の経済活動は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 を下支えするだろう。総じて、BRL 相場が大きく崩れるような展開は見込んでいない。

図表 23: ブラジルリアル相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: キャリートレードの巻き戻しが進行

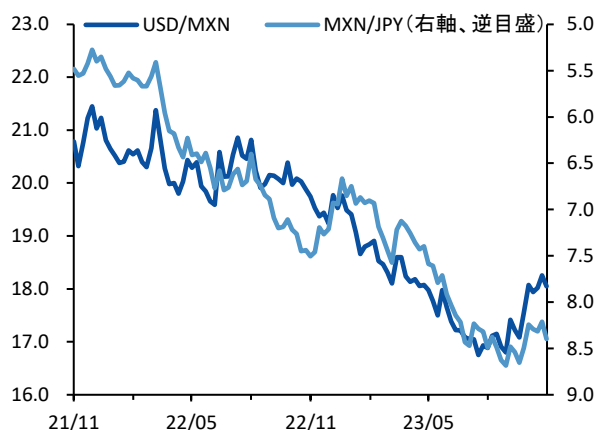
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 10 月の MXN は▲3.47%と下落した。MXN は 17.4 付近で取引を開始。上旬は、米金利上昇に加え、当局による空港料金変更を受けたメキシコ株安が嫌気され、一時 18.4 付近に下落。中旬は、17.8 付近まで戻すも、中東情勢緊迫化に伴う市場心理悪化が重しとなり、18.4 付近に往って来い。下旬は、リスクオフの一服やメキシコ株高が好感され、18.05 付近にやや買われて引けた。
- 域内の経済活動について、2023 年 7～9 月期の実質 GDP 成長率(速報)は前年比+3.3%と前期(+3.6%)からは伸びが減速したものの、市場予想(同+3.2%)をわずかに上回った。内訳を確認すると、第三次産業が前期の同+3.48%から同+2.52%に伸びが減速したものの、第一次産業と第二次産業は増勢を加速させた。もっとも、24 年に向け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、9 月消費者物価指数は総合ベースで前年比+4.45%と 8 月の同+4.64%から鈍化した。コアベースでも同+5.76%と、8 月の同+6.08%から減速。コア財価格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見て取れる。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。
- メキシコ中央銀行(Banxico)が 12 日に公表した金融政策決定会合議事要旨(9 月会合分)では、多くの理事が高インフレ定着に警戒感を示すなど、全体的にタカ派な内容が目立った。目先に利下げを検討するような内容は全く確認されておらず、一部の理事は 24 年 1～3 月期を超えても政策金利が維持される可能性を示唆した。このような状況下、年内利下げ開始は想定されない。本欄では引き続き、早くても 24 年 1～3 月期での利下げ開始を基本線としたい。
- 年内の MXN 相場は、やや買い戻される展開を見込む。9 月以降の MXN は大きく下落してきたが、中銀による為替ヘッジプログラムの縮小や上述の空港料金変更に加え、中東情勢緊迫化に伴う市場心理悪化といった特殊要因が大きく寄与したと考えている。EM 通貨のボラティリティ低下が一服する中でキャリートレードの妙味が薄れているのは否定しがたい事実ではあるが、Banxico による予想以上にタカ派な政策スタンスや、強靱さを見せる米経済とそれによる大規模な労働者送金の存在を背景に、年内は金利/実需両面から MXN が底堅く推移すると考えている。

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 1～10月(実績)	SPOT	2023年 12月	2024年 3月	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	7.3165	7.20	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7920 ～ 7.8500	7.8238	7.84	7.84	7.83	7.81	7.78
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.286	83.256	82.9	83.5	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15969	15885	15400	15250	15580	15710	15670
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1363.67	1350.83	1340	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.7937	4.7635	4.75	4.66	4.72	4.68	4.61
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 57.084	56.735	57.0	55.9	55.5	57.2	56.0
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3764	1.3705	1.37	1.37	1.38	1.36	1.35
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.509	32.401	32.0	31.8	31.5	31.0	30.5
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 37.24	36.12	35.7	36.0	36.5	35.5	35.0
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24620	24565	24450	24300	24500	24100	24000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.3371	93.3408	92.0	90.0	88.0	90.0	92.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.6614	19.5	20.0	19.8	19.6	19.4
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 28.6244	28.3134	29.0	30.0	29.0	28.0	27.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.6967 ～ 5.4798	5.0378	5.10	5.05	5.12	5.17	5.20
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	18.0630	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 ～ 20.734	20.723	21.11	21.25	20.98	20.85	20.57
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 19.393	19.371	19.39	19.52	19.16	18.95	18.64
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.822	1.820	1.83	1.83	1.78	1.77	1.77
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.969	0.955	0.987	1.003	0.963	0.942	0.925
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.231	11.221	11.34	11.50	11.45	11.47	11.42
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 31.886	31.640	32.00	32.83	31.78	31.62	31.45
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.648	2.647	2.67	2.74	2.70	2.59	2.59
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 110.75	110.58	111.19	111.43	108.70	108.66	107.17
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.679	4.680	4.75	4.81	4.76	4.77	4.75
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.207	4.198	4.26	4.25	4.11	4.17	4.14
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6173	0.6173	0.62	0.63	0.61	0.61	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.422 ～ 1.948	1.625	1.65	1.70	1.70	1.64	1.58
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.139	8.120	7.79	7.65	7.58	7.55	7.47
トルコリラ	(TRY)	5.108 ～ 7.482	5.339	5.24	5.10	5.17	5.29	5.37
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 30.506	30.087	29.80	30.30	29.30	28.63	27.88
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.388	8.54	8.41	8.11	7.91	7.63

注: 1.実績の欄は 2023 年 10 月 31 日まで。SPOT は 11 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(10 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。