

2024 年 7 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:通貨持ち直しのタイミングは後ろ倒しに.....	2
中国:持ち直しの契機を掴めない CNY	3
インド:モディ体制 3 期目の行方は	4
インドネシア:財政を巡る不透明感が重しに.....	5
韓国:朝鮮半島の地政学リスクが高まる	6
マレーシア:BRICS への加盟意向を表明.....	7
フィリピン:利下げへ前のめりな BSP.....	8
シンガポール:揉み合いが見込まれる SGD 相場	9
タイ:下半期も引き続き外部要因次第の相場に	10
ロシア:米制裁をきっかけに RUB 高圧力が強まる	11
南アフリカ:中道政党による連立政権の発足へ.....	12
トルコ:実質政策金利のプラス転換が視野に	13
ブラジル:BCB は利下げ停止を決定	14
メキシコ:強すぎる与党連合が資産価格の逆風に.....	15
為替相場見通し.....	16

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟
マーケット・エコノミスト
+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@mizuhoemea.com

新興国：通貨持ち直しのタイミングは後ろ倒しに

シニアマーケット・エコノミスト

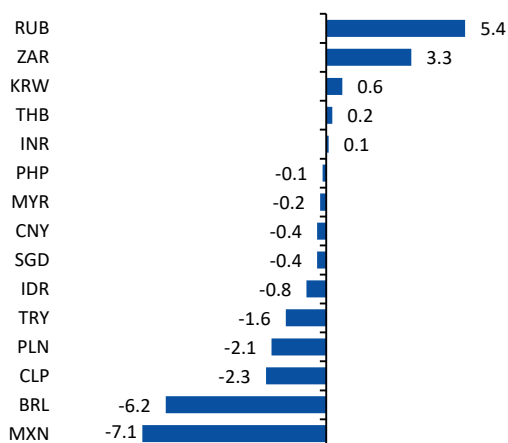
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

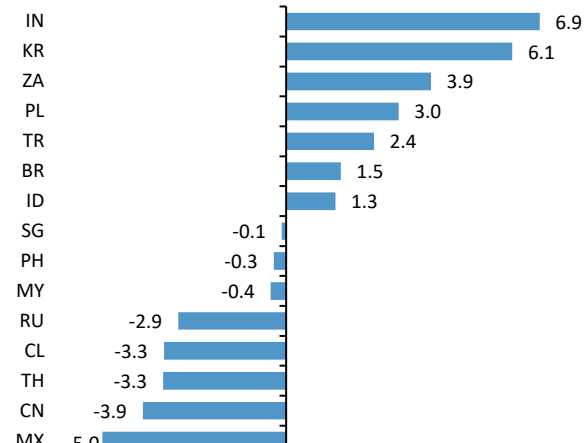
- 6 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.1%。同指数は 1720 台後半で取引を開始。月初、米 5 月雇用統計が強含んだことが重しとなり、1720 台前半を推移したがその後は FOMC の結果を待つ格好でやや方向感を欠いた。FOMC の情報発信を受け、上値の重い展開が継続。月後半にかけては、欧州での政治リスクの高まりを受けドルが強含むと、同指数は一時 1720 を割り込むなど月間を通じて上昇する時間帯は限られた。
- 6 月 FOMC では FF 金利据え置きをはじめ現状維持を決定。注目されたドットチャートは年内利下げ回数の中央値が 3 回から 1 回下方修正された。かかる決定は事前の市場の織り込みから大きな乖離はなかったが、FRB の利下げ後ろ倒しの確度が高まる内容であり概ねドル高で反応した。経済・物価見通しについては、インフレ予想の上方修正が気になりながら、年後半以降のインフレ鈍化のシナリオは不変となった。その後のパウエル FRB 議長の会見においても、タカ派、ハト派のいずれにも偏らない内容であり、今後も月次のインフレ関連統計や雇用統計の結果に相場が上下する展開が想定される。
- 米国が公表した為替政策報告書では中国、マレーシア、シンガポール、台湾、ベトナムといったアジア諸国が監視リストに入った。対象期間は 23 年 12 月までだが、その間タカ派な FRB の政策姿勢もあってドル高に傾いた相場であった点は考慮すべきであり、今後、FRB が利下げに着手するなどの影響でドル高バイアスが解消してからの判断が必要となろう。また、中国以外の国の対米貿易黒字の拡大は為替の影響だけでなく、米中デカップリングの進展に伴って米国の外交・経済政策が変化したことにも原因の一端がある印象を受ける。今回リスト入りした ASEAN 各国はいずれも外需依存度が高く、仮に通貨安是正を強要された場合には、先行きの景気への懸念も浮上する。
- 巻末の為替見通しでは、各国通貨の持ち直しが後ろ倒しとなる展開を想定している。欧州議会選による極右派の台頭に伴い政治リスクが浮上したユーロ、通貨安が定着する人民元・円など主要通貨の動向も考慮した。11 月には米国大統領選という最大の政治イベントを控えるが、選挙イヤーと言われた今年も多くが終了し、その結果が MXN や ZAR など足許の通貨の選好に影響を及ぼした国も見られる。また、市場が期待した FRB の利下げは下半期に持ち越しとなったが、そのタイミングは着実に近づいている。年末に向けては金融市場のリスク心理の改善と新興国通貨の持ち直しに期待したいところだ。

図表 1:新興国通貨騰落率(2024 年 6 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2:新興国株式騰落率(2024 年 6 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:持ち直しの契機を掴めない CNY

シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の CNY は断続的に年初来安値を更新。月初、7.24 台で取引を開始。上旬は米 5 月雇用統計の結果を受けドルが強含むも、その後米 5 月消費者物価指数 (CPI)、FOMC の内容が材料視され一進一退の動きに。中旬以降は対米金利差の拡大もあって、CNY はじりじりと値を下げた。月後半にかけて中国人民銀行が主要金利を軒並み据え置いたこと、基準値設定をドル高方向に設定したことを受け、CNY はほぼ連日年初来安値を更新する地合いに。月末にかけては 7.27 付近まで下げ幅を広げた。
- 5 月の貿易収支は+826 億ドルの黒字を記録、市場予想の+721 億ドルを上回った。内訳をみると、輸出は前年比+7.6%、輸入は、同+1.8%と共にプラスとなった。製品別の輸出物価の動向をみると下落基調にあり、その要因として為替の影響も考えられるが、価格の下落を受け入れながら内需よりも外需の勢いに頼っている状況とも見て取れる。かかる状況下、G7 サミットでは中国による補助金や税優遇政策を通じた過剰生産が正常な国際競争を歪めているとして共同声明を発表し、輸入規制などの対抗措置を敷く方針を示している。
- 5 月の不動産関連指標について、新築不動産販売価格は前年比▲4.3%、年初来の不動産投資も同▲10.1%と低迷が続いている。住宅ローンの引き下げ効果も限定的で、先月公表された政府による在庫不動産の買い取りについての施策も 1 か月では評価しにくいというのが実情だ。不動産の需給ギャップの改善には引き続きある程度の時間を要すると考えられる。
- 5 月 CPI は前年比+0.3%と 4 か月連続でプラスを記録、また、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.6%と僅かに減速したが、どちらもディスインフレーションの定着を示唆する結果となった。労働節の短期需要の高まりによって、旅行関連の物価上昇が伸びをけん引したが、自動車や通信機器などの耐久財に関しては下落が続いている。消費者信頼感指数も 22 年の上海ロックダウン以降浮上のきっかけを掴めておらず、これが物価の停滞に繋がっている。
- 7 月の CNY はドル優勢の相場が続くと予想。先述の対米金利差拡大のほか、足許の経済がやや外需頼みとなりつつある中で、西側諸国による対抗措置が強まっていることも重しとなりそう。月後半に開催されたダボス会議で李強首相はこうした動きに警鐘を鳴らしたほか、対中直接投資の呼び込みをアピールするような発言もあり、当局の危機意識も高まってきていることが窺える。かかる状況を踏まえ、7~9 月期の CNY のレンジは対ドルで 7.20~7.35 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: モディ体制 3 期目の行方は

マーケット・エコノミスト

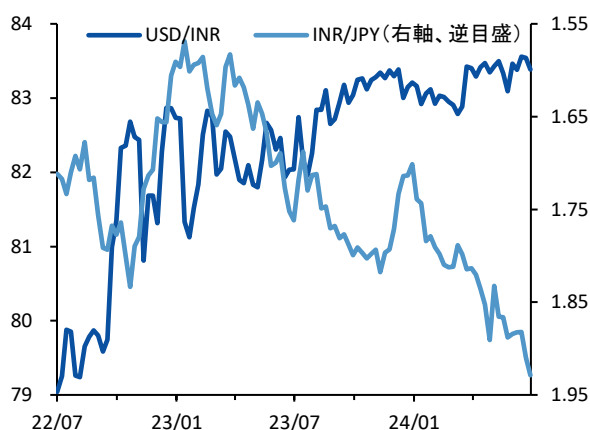
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

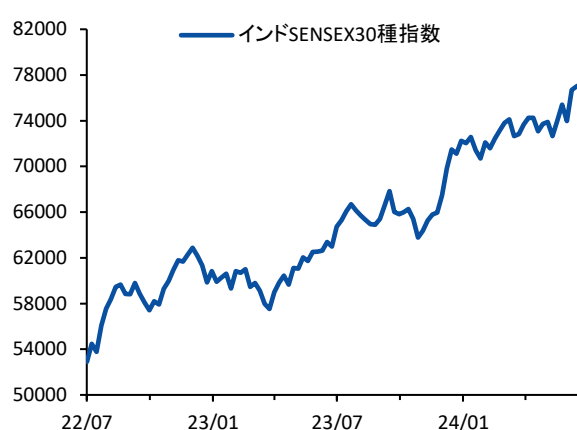
- 6 月の INR は+0.09%と小幅に上昇した。月初、インド総選挙の結果を受け、83.5 付近に下落。その後は、インド準備銀行(RBI、中央銀行)の為替介入もあり、同水準を挟んでレンジ推移した。もっとも、原油価格上昇が重しとなる中で、20 日には一時 83.67 と史上最安値を更新している。
- なお、インド下院総選挙は 6 月 4 日に一斉開票を迎えたが、与党のインド人民党(BJP)を中心とした与党連合(NDA)が勝利した。もっとも、BJP は単独過半数を逃しており、事前の世論調査や前回選挙時(2019 年)と比較すると、大きく獲得票を減らした。モディ首相の 3 期目突入こそ決まったものの、その求心力低下が顕在化しており、土地収用法の改正や労働市場改革といった従前からの重要課題に関し、その進行の遅れや頓挫が懸念されている状況だ。また、財務相は留任する運びとなりそうだが、財政拡大路線を志向する BJP の友党のメンバーが閣僚に入ることにより、財政健全化路線にブレーキがかかる可能性も市場では意識されている。
- RBI は 5~7 日実施の金融政策委員会(MPC)で、政策金利のレポレートを 8 会合連続で 6.50%に据え置くことを決定。政策委員メンバー6 名のうち、4 名の賛成多数によって決定された。前回会合までは 1 名が政策金利の引き下げ(▲25bp)を主張していたが、今回会合では 2 名が利下げを主張した。経済・物価見通しに関しては、成長率見通しは上方修正したが、物価見通しは前回 4 月会合から不変であった。インフレ見通しは、7~9 月期に前年比+3.8%と明確に同+4.0%を下回るパスが描かれているが、声明文および議長会見では、あくまでベース効果の影響であること、10~12 月期にかけ反発する見込みであることが強調されていた。現状、次回 8 月会合での利下げ開始は現状予測できず、早くても 10 月会合での利下げ予想が妥当だ。
- 7 月の INR 相場は、若干ながら買われる展開を想定する。RBI 高官からは 6 月 MPC 後もタカ派な情報発信が聞こえてきており、INR の支えとなろう。6 月においても域内金融市場への資金流入額は多かったが、経済成長への期待感や新興国債券市場指数へのインド国債の組み入れ開始などもあり、当面は好調な資金流入が想定される。こうした資金フローも、INR の追い風になろう。もっとも、RBI は為替介入の強化をもって INR 相場の安定化を志向しており、引き続き値幅は限られる展開が予想される。

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: 財政を巡る不透明感が重しに

マーケット・エコノミスト

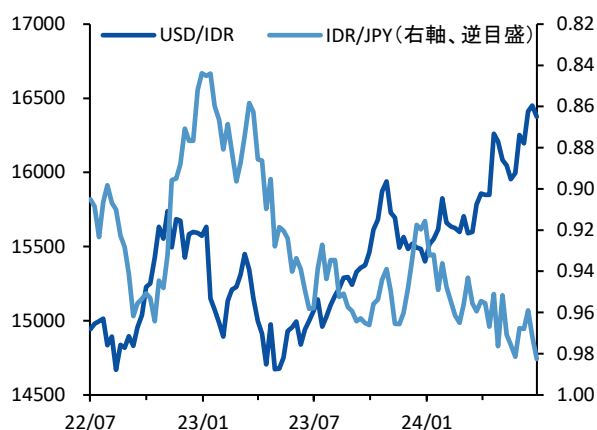
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の IDR は▲0.76%と下落した。IDR は 16200 台前半で取引を開始。財政悪化懸念や、インドネシア銀行(中央銀行、BI)の利上げに後ろ向きなややハト派的な情報発信などが重しとなり、21 日には 2020 年 4 月以来の安値となる 16478 に下落した。その後は買い戻しが入ったもののその威力は弱く、結局 16375 で引けている。
- 6 月は、財政を巡る不透明感が IDR の重しとなった。中旬には、プラボウォ次期大統領陣営の関係社談として、今後の 5 年間で債務比率を引き上げていく方針であることが伝えられた。もっとも、24 日には、プラボウォ氏の経済アドバイザーが、財政規則の順守、財政健全化路線の堅持を強調する発言を残しており、月末付近には財政懸念はやや後退したように思える。
- BI は、19~20 日に開催した金融政策会合で政策金利の BI レートを従来の 6.25%で据え置いた。4 月会合では、急速な IDR 安などを受け市場予想に反し追加利上げを実施したが、その後は 2 会合連続で据え置きとなっている。足許の IDR 安を受け、ペリーBI 総裁は「USD/IDR の基本的価値(fundamental value)は 16000 を下回る」「今後の IDR は上昇が見込まれる」としており、一段の IDR 安は想定していないように見える。もっとも、為替介入を継続し IDR の安定化のために各種ツールを最大限活用する、とも述べており、更なる IDR 安には利上げおよび IDR 買い介入などで対応する構えだ。
- また、ペリー総裁は先々の金融政策に関し、「利下げの余地があるかないかと問われれば、ある」としたものの、世界情勢の不確実性や国内の財政懸念が和らぐ必要がある、とくぎを刺した。IDR や FRB の動向次第ではあるものの、BI の年内の利下げ回数はせいぜい 1 回というのが現状の妥当な予測だ。
- 7 月の IDR 相場は、引き続き上値の重い推移を想定する。ここまでの IDR 安にも関わらず、BI はそれほど追加利上げに前向きでない点が気がかりだ。為替介入のみで IDR 安を止めるのは難しく、だからこそ市場は IDR に対し弱気な目線を強めている可能性があるだろう。短期的にこの構図が変わるとは考えにくく、IDR が大きく買い戻される絵姿は見込みがたい。他方で、6 月の IDR 安には上述の通り財政プレミアムが影響したが、この点に関しては政府高官より財政健全化路線を継続する旨の発言が聞こえてきており、今後市場で安心感が広がれば、IDR 安が部分的に修正される可能性はある。

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：朝鮮半島の地政学リスクが高まる

シニアマーケット・エコノミスト

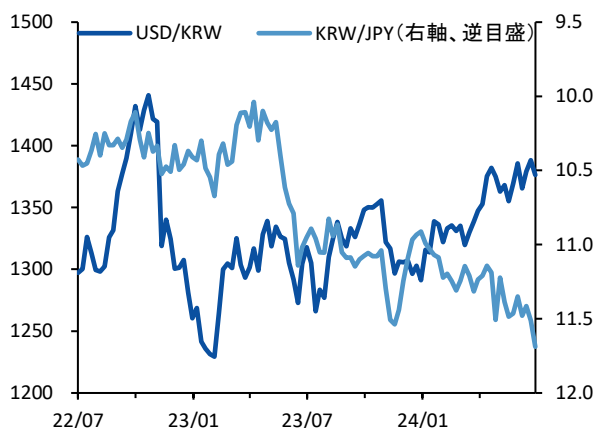
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の KRW は軟調な値動きとなった。月初、1380 台付近で取引を開始。上旬は米金利低下に伴い持ち直すも、米 5 月雇用統計の結果が意識されて反落した。その後、FOMC の前後にかけて若干荒い値動きとなるも、中旬以降は FRB の情報発信を受けてドル優勢の相場となった。下旬にかけては北朝鮮関連のヘッドラインが KRW の下押し材料となり、一時 1390 を上抜けた。
- 朝鮮半島での地政学リスクが高まっている。国境付近での飛来物落下が問題視される中で、北朝鮮は 19 日、ロシアとの間で包括的戦略パートナーシップ条約を締結。特に有事の際にはロシアの軍事介入も想定され、日米との安全保障を強化する韓国に対抗する意図を示した。これに対して韓国側は日米との 3 か国の間で初の多領域訓練を実施し、EU との間でも安全保障・防衛産業分野で新たなパートナーシップ関係を結ぶ検討に入ったことが報じられている。
- 物価動向について、5 月 CPI は前年比+2.7%を記録、4 月の同+2.9%から減速した。また、食品とエネルギーを除いたコア CPI は同+2.2%とこちらも 4 月から▲0.1%ポイント下落、特筆して変化が大きかった項目はなかったものの、インフレ鈍化を引き続き確認できる内容となった。一方、失業率は 2.8%と過去の水準(3%~4%台前半)と比較して低くなっており、賃金水準も上昇基調となっている。これ以外にも、韓國中銀のインフレへの警戒は続いていること、米国の利下げの後ろ倒し予測や足許の KRW 安の動きなどを勘案すれば、早期に利下げを検討する可能性は限定的であると考えられる。
- 5 月の貿易収支は+48.6 億ドルの黒字を記録、単月の金額では 20 年 12 月以来の水準となった。内訳を見ると輸出が前年比+11.7%、輸入が同▲2.0%となった。輸出について、市場予想の同+15.3%は下回ったものの、主要産品である半導体チップの輸出は同+54.5%と大幅な伸びが続く。こうした動きは年後半も期待できるが、主要相手国である中国の需要動向及び半導体輸出規制の強化が主なリスク材料となる。
- 7 月の KRW は上値の重い推移を予想する。北朝鮮動向については、株・債券への影響は現状軽微ながら為替は売りで反応している状況だ。米国の利下げ後ろ倒しも影響した側面もあるが、見通し上は下落要因として整理したい。下旬に開催された日韓財務対話では、両国の通貨安に関して口先介入が見られた。貿易収支改善を背景とする需給環境の好転はプラスの材料となるが、対米金利差の早期縮小は見込めず、懸念されるのは下落方向の動きとなろう。

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:BRICS への加盟意向を表明

シニアマーケット・エコノミスト

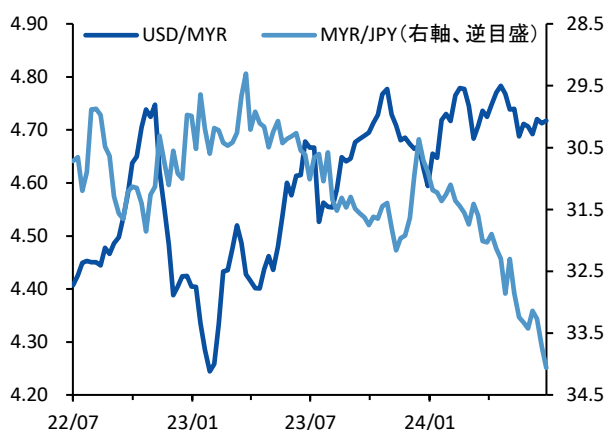
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6月のMYRは対ドルで▲0.2%の下落。月初4.69付近で取引を開始。上旬は米経済指標の結果に相場が上下するも、米5月雇用統計公表後はドル優勢の様相に。FOMCは米国の利下げ後ろ倒しが確認される内容で、この点もMYRの上値を押し下げた。月後半にかけてはやや材料難の中で、人民元、円、欧州通貨が軟調に推移したこと、FRB高官の発言がMYR相場の重しに。月末にかけて、下げ幅が拡大し4.72付近で取引された。
- アンワル首相は将来的にBRICSへ加盟する意向を述べた。東南アジアではタイに続く2か国目の表明となるが、中国からの投資の呼び込み、新興国間での経済連携に参画することを意図したものと考えられる。また、マレーシアは中国との間で覚書を結び、マレーシア東海岸鉄道の建設を進めていくこと、貿易や投資活動における協力を進展させる方針を示し、中国側にとっては当局が掲げる一帯一路構想実現へ歩みを進めた格好だ。アンワル首相は西側諸国と中国、双方との国際関係を維持していく方針を示しており、経済的なメリットを享受していく外交が今後も展開されていくものと予想される。
- マレーシアは米国が公表した為替政策報告書で前回に続き監視リスト入りした。今回は対米貿易黒字の規模と為替介入の規模に関する判断基準に該当した。同報告書ではMYRがアジア通貨危機以来の安値を記録したことに言及しつつも、ファンダメンタルズに即し市場が決定した為替水準を受け入れる必要があるとして、政府による為替介入を制限するように提言している。
- 5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も同+1.9%と、インフレは概ね安定的だが僅かに上昇基調にある。6月以降は補助金制度の変更に付きディーゼル燃料の価格が約6割上昇するため、これが今後のインフレ材料となる。MYR安の定着により輸入物価上昇も見込まれる中で、7月に予定されるマレーシア中銀の金融政策会合での政策転換の可能性は低いと予想される。
- 7月のMYRもドルの方向感に左右される展開が続くそう。FOMCは大きなサプライズはなかったものの、当面はタカ派維持であることが再確認され、その後もFRB高官の発言を受けこうした見通しが為替に織り込まれつつある印象だ。今四半期についてもFRBの利下げ観測の前進後退が為替変動要因として機能しそうであり、国内要因よりも外部要因で相場が動くことが見込まれる。かかる中、7～9月期の想定レンジは対ドルで4.53～4.88としたい。

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: 利下げへ前のめりな BSP

マーケット・エコノミスト

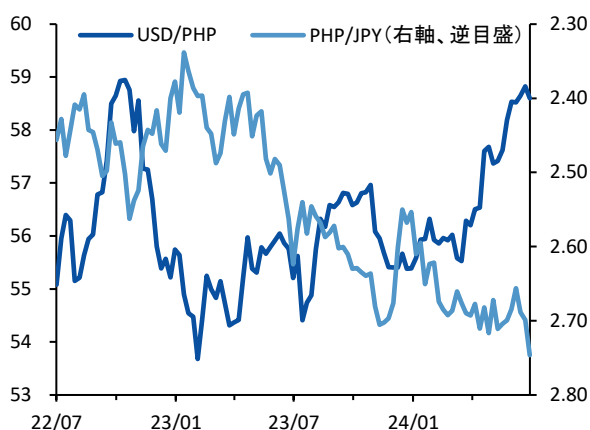
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の PHP は▲0.15%と下落。58.7 付近で取引開始後、市場心理悪化や原油価格上昇、軟調な域内経済指標などが重しとなる中で、27 日には 2022 年 10 月以来の安値となる 58.93 に下落した。その後はやや買い戻され、58.6 付近で引けている。
- 5 日公表の 5 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.89%と、市場予想の同+4.0%を下回ったものの、4 月の同+3.80%からは僅かに伸びが加速した。また、食品とエネルギーを除くコア CPI は同+3.1%となり、23 か月ぶりの低水準となっている。なお、総合、コアいずれもフィリピン中央銀行 (BSP) の目標圏内 (+2.0~+4.0%) に収まるのは、5 か月連続だ。ただし、高水準の商品価格や、PHP 安が輸入物価上昇を通じ非コア項目の価格上昇に寄与している。
- BSP は 27 日に金融政策会合の結果を公表し、政策金利の翌日物リバースレポレートに 6 会合連続で 6.50%に据え置いた。予想インフレ率について、2024 年、2025 年いずれも同+3.1%としており、前回会合時点からそれぞれ▲0.7%ポイント、▲0.6%ポイント下方修正した。先行きの金融政策に関しモロナ BSP 総裁は、「8 月利下げの可能性がやや高まっている」「以前よりもハト派になっている」「年内の追加利下げを検討中」と、ハト派全開の情報発信を行っている。
- 声明文および総裁会見を総括すれば、次回 8 月会合での利下げ開始の意気込みは相当に強いことがうかがえる。もっとも筆者は、その後の連続的な利下げには懐疑的だ。理由としては、PHP 安が定着したことにより、今後輸入物価の上昇が見込まれることが挙げられる。交易条件は 2023 年 7~9 月期を底に改善傾向だが、PHP は既に前年比では▲6.0%程度も下落しており、交易条件や輸入物価の先行きは不透明だ。上記の通り利下げに向け前のめりな情報発信をした以上、想定通りに PHP 安が修正され、インフレ見通しがさらに改善する確度は高くはない。
- 7 月の PHP 相場は、小幅ながら買い戻されると見込む。上述の通り、BSP の 8 月会合における利下げは既定路線としても、その後の連続利下げに関しては、本欄は懐疑的に捉えている。現状のインフレ見通しは下方バイアスが強く、今後 BSP の情報発信は若干タカ派にシフトすると想定する。もっとも、貿易赤字を抱える構図は不変であり、今後控えるグローバルな政治イベントに鑑みても、市場心理に敏感な PHP が大きく買われる展開は想定しにくいのが実情だ。

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

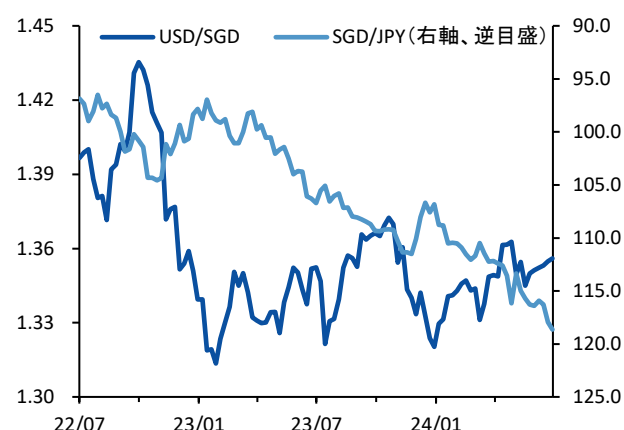
シンガポール:揉み合いが見込まれる SGD 相場

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

- 6月 SGD は月間で▲0.4%の下落、全般的にドルが優勢となったが、SGD の下げ幅は周辺国通貨との比較で大きい訳ではない。SGD がまさに外部要因に揺れる局面にあり、人民元の短期的な下振れリスクにさらされると同時に、ドルの方向感に影響される状況は続く。今後も SGD が方向感なく揉み合いが続くという想定には変わりはない。
- 7月にはシンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)の金融政策の見直しが予定される。足許の経済・物価動向に目を向けると、半導体需要を背景に6月の電子機器輸出が前年同月比+21.9%の急増を見せたことは、良い兆候であり、これは今後数か月にわたって続くことが期待される。片や、電子機器部門は資本集約的な性格を持つため、雇用創出と賃金上昇への波及効果は限定的であり、ひいては物価全般に影響が及ぶには時間がかかるかもしれない。
- 5月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.1%と4月の同+2.7%から加速し、自動車価格と燃料価格の上昇が主な要因となった。24年に入っても新車購入権(COE)価格が過去最高を更新するなど、こうした傾向は続きそうだ。その他の懸念点としては、サービスインフレが妨げとなって、コアインフレが長期平均に戻らないという点である。特に、レストランなどの飲食サービスや娯楽関連サービスの価格は長期平均から大きく上方に乖離している。一方で、輸入物価は下落基調にあり、こうした点はインフレの鈍化に寄与することが見込まれる。
- 以上を踏まえ、MAS の政策決定として有力なのは、これまで通り政策バンドの傾斜を維持することで、S\$NEER(シンガポール名目実効為替レート)の上昇余地を残しつつ、インフレ鈍化の経過を確認することだろう。輸出の改善とインフレの長期化だけでは MAS の政策指針を更にタカ派に傾けるには至らない。
- SGD の上昇余地が限定的であることは従前より指摘してきたが、FOMC での情報発信を受けて、目先の数四半期についてはドルが高値を維持することが予想される。為替見通しではいつ SGD が値を戻すかがポイントとなるが、仮に米国の利下げが見込まれるようになっても、米大統領選挙に起因する保護主義の加速や欧州や中東及び東アジアでの地政学的リスクなどを考慮すると一方的な持ち直しには至らなそうだ。米国が今後利下げ路線に舵を切ろうともそのペースについては議論の余地があり、こうした思惑が今後の為替相場を一層不透明にする。なお、7~9月期の想定レンジについては1.30~1.38とした。

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: 下半期も引き続き外部要因次第の相場に

シニアマーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の THB はやや方向感を欠いた。月初 36 台後半で取引を開始。上旬は米 5 月雇用統計公表後の米金利上昇により、ドルが優勢に。中旬、FOMC を目前に米国のインフレ軟化が確認され一時的に持ち直すも、FOMC は米国の利下げ後ろ倒しが濃厚となる内容で新興国通貨は軒並み軟調な値動きとなった。中旬以降は 36 台後半を中心に相場材料を探る展開になるが、ユーロ安や人民元安を受け THB も一時月安値となる 37 付近まで下落。月末にかけてやや持ち直したが、総じて上値重く推移した。
- タイ中央銀行 (BOT) は 12 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 2.50% に据え置いた。BOT は今回も利下げを見送った格好となったが、現在の政策金利は長期的に持続可能な成長、金融市場を維持する上で適当であるとの見方を維持。本会合を前にピチャイ財務相は商業銀行の貸し出しが頭打ちになっている点などを踏まえ、銀行が融資をしやすい環境を整備する必要があると述べたことが報じられたが、BOT は特に家計債務の高止まりを警戒している。こうした状況を踏まえて、BOT は長期的な金融環境の安定に向けて債務再編的を絞った信用保証制度を支援していく方針を示している。
- 今後の利下げについては、セター首相をはじめ政府関係者からも要求も強いが、早期実施の可能性が限定的であると思われる。年初以降ドルが堅調さを維持する状況下、FRB に先行して金融政策の転換に踏み込みにくい事情もある。6 月 FOMC での情報発信を受けて、BOT の政策転換のタイミングも後ろ倒しとなると考えられ、本欄では今年秋以降となると予想する。
- 5 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.54% と 4 月以降プラス圏で推移している。しかし、その要因はエネルギー価格上昇やの影響が大方を占め、生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI は 5 月も同 +0.39% と BOT が目標に掲げる前年比 +1.0 ~ +3.0% を下回った。インフレ見通しについて、今年は同 +0.6% に据え置かれたが、25 年は同 +0.5% と ▲0.1% ポイント下方修正されており、引き続きデフインフレが続くとの見方を示した。
- 金利面で買い要素を欠く中で、輸出環境の改善や休暇シーズンにおける外国人観光客受入の加速に伴うサービス収支の持ち直しの動向が THB の方向感にも影響していくと思われる。もともと、下半期の相場材料も引き続き FRB の利下げ期待や中国経済の持ち直しの動向など外的要因が中心になりそうで、7 ~ 9 月期にかけても大きな相場の好転は見込みにくい。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア: 米制裁をきっかけに RUB 高圧力が強まる

シニア為替ストラテジスト

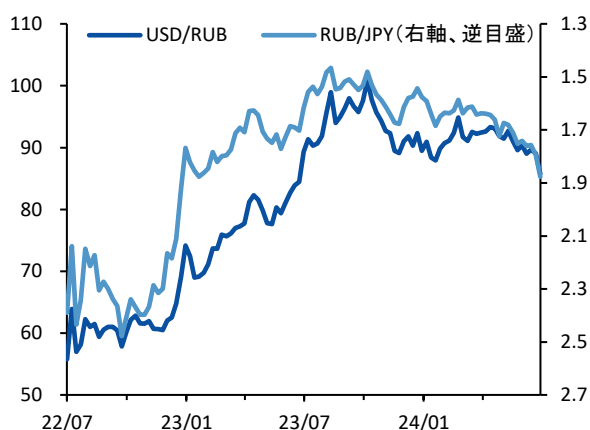
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 6月のRUBは乱高下となったものの、27日時点では+5.7%上昇している。12日の米国による対ロシア大規模追加制裁で、モスクワ証券取引所(MOEX)が制裁の対象となり、ロシア国内のドル・ユーロの取引が店頭市場のみとなったが、その後18日から19日にかけては+6%以上RUB高が進行した。
- AFPの報道によると、制裁発表直後、いくつかのロシアの銀行は店頭でのRUBの取引レートを1USDあたり200RUBに引き上げるなどの対応を行った模様であり、新たな通貨危機への懸念が広がったという見方も一部にはあった。そうした初期反応に関わらず、制裁の結果、急激なRUB高が進んだ背景として、ドルやユーロを保有していたロシアの個人や企業が、流動性の低下を嫌気して、RUBに換金する動きが広がった可能性が考えられる。
- その後、急激なRUB高を受けて、21日にはロシア政府が主要輸出企業に課していた強制外貨売却比率を緩和している。輸出業者はこれまで輸出で受け取った外貨の80%以上を認可された銀行の口座に入金する必要があったが、この比率が60%に引き下げられた。この措置が公表される少し前のタイミングからRUBは一転して下落し、21日の終値時点では12日の制裁の発表前の水準に落ち着いている。その後は再びじりじりとRUB高方向に相場が動いている。
- RUB高は、ロシア中央銀行のインフレ抑制に向けた取り組みを支援する一方、ロシアの財政にとってマイナスに働く。ロシアの財政にとっては、「RUB建てで見た」原油収入が重要な変数となるため、RUB高が進みすぎると政府の歳入が減少する恐れがあるためだ。ロシア政府が外貨の強制売却規制の緩和に動いた背景には、おそらくそうした理由があると見られる。改めて、RUB相場はマーケットの力学が働きにくく、ロシア政府の規制に左右される面が印象付けられたかたちだ。
- 米追加制裁後のRUBの動きを勘案して、今回、見通しの方向性を中期的なRUB高方向に修正している。ロシアが依然として貿易収支・経常収支で黒字国であること、企業や個人の外貨保有に対する意欲の減少が見込まれること(RUB買い圧力につながる可能性が高い)が理由である。リスク要因としては、ロシア当局がRUB高を嫌気する形で、外貨の強制売却規制の一段の緩和ないし撤廃に動くシナリオが挙げられる。

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



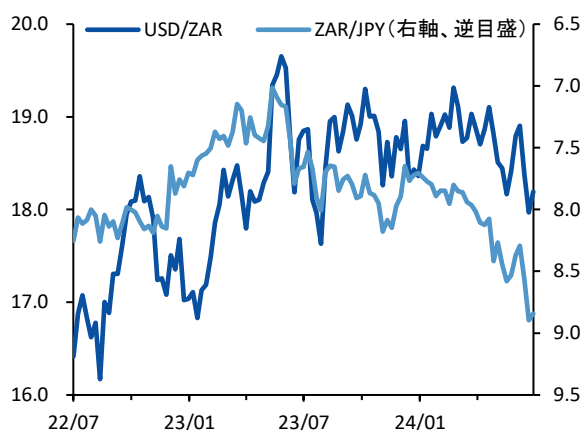
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: 中道政党による連立政権の発足へ

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

- 6 月の ZAR は、27 日時点で対ドルで+2%近く上昇している。上下に振れ幅の大きい展開となり、6 月上旬には 5 月末との比較で▲1%安となって以降、その後は反転し、21 日には 5 月末との比較で+5%近く ZAR 高が進む場面もあった。その後下旬には、ZAR は上げ幅をやや縮小している。
- 5 月 29 日の総選挙で与党・アフリカ民族会議(ANC、中道左派)が議席過半数を割り込み、連立交渉が始まって以降、ZAR は初期の反応として政治情勢の不透明感を嫌気する形で下落したものの、中道政党による連立政権樹立への期待が高まるにつれ持ち直した。
- 6 月 14 日には改選後の議会が初めて召集され、ANC、ビジネス寄りの中道政党である民主同盟(DA)、さらには伝統的なズールー(南アフリカの最大部族)の政党であり、比較的穏健なインカタ自由党(IFP)の 3 党が賛成にまわる形で現職のラマポーザ大統領が再選された。3 党(ANC+DA+IFP)の議席数は 263 と下院総議席数の 400 の半数を優に上回る。また、大統領の選任投票では小政党の 20 票を加えた 283 の議員がラマポーザ大統領の再選を支持した。
- ラマポーザ大統領は 19 日の就任式で宣誓を行っており、本稿執筆時点では未公表だが、新内閣の発表が待たれる状況だ。組閣に向けた協議が続いており、内閣には挙国一致政権のメンバーが含まれる見込みだ。また、挙国一致政権に参加する各党は新政権の政策優先事項をより詳細に策定する全国州評議会を実施し、各政党間で意見のすり合わせのための週次の会議が開かれるようになる模様である。
- ANC が議席単独過半数を持っていた時と比較して意思決定のスピードは遅くなると見られるものの、30 年にわたる ANC の長期単独政権で汚職、停電の頻発、暴力事件の増加、財政悪化といった諸問題に見舞われていたことを考慮すれば、諸政党の政権参加によって政策運営が良い方向に向かうのではないかと期待される。今後の連立政権の政策運営次第では、南アに対する企業や投資家の姿勢が好転する可能性がある。
- こうした動きを受けて見通しを中期的な ZAR 高方向に修正した。南アの政策運営の好転への期待が高まっていることや、年後半から終盤にかけて FRB の利下げが着手されれば、ZAR を含む高金利通貨に追い風となると見られることが背景にある。もっとも、連立政権の運営が上手く機能するかどうかは見極め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: 実質政策金利のプラス転換が視野に

シニア為替ストラテジスト

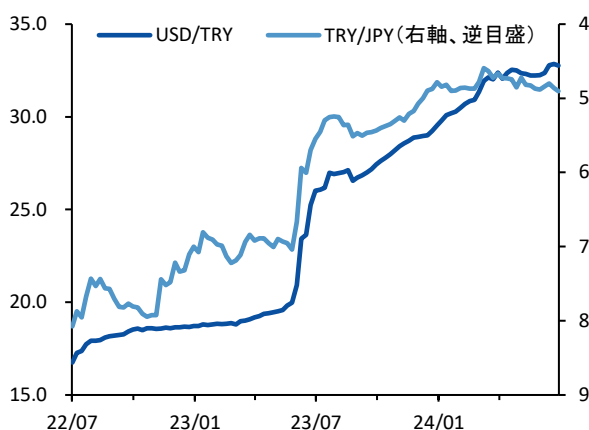
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 6 月の TRY は、27 日時点で 5 月末と比較して対ドルで約▲2%下落した。3 月末の地方選挙以降の 3 か月間では最も下落率が大きくなった。特に 14 日には対ドル 32.3 から 32.8 まで約▲1.5%下落している。同日、ブルームバーグが事情に詳しい関係者からの情報として、トルコ政府が対 GDP 比 0.7%に相当する 2,260 億リラ(約 1 兆 1,000 億円)の追加歳入措置を検討中と報じたことが、嫌気された可能性があるだろう。具体的には(1)多国籍企業がトルコ国内で得た利益に対して最低 15%の税金を課す、(2)不動産の売却や賃貸から得た利益に対して法人税を課す、(3)トルコの個人の間で人気の高い仮想通貨取引に 0.03%の取引税を課すことを検討している模様だ。これらの計画は、財政規律の維持に向けた取り組みと評価できるものの、多国籍企業や投資家によるトルコへの投資を抑制する要因となるリスクもある。
- もともと、6 月の TRY のパフォーマンスは中南米や中東欧など他の新興国通貨と比較して底堅い。TRY の対ドルでの下落は、堅調な米経済指標やFRB 高官のタカ派発言を受けてグローバルにドル高が進んだことを単に反映した動きと見ることも可能である。
- トルコ中央銀行(CBRT)の高金利政策が当面継続する公算が大きくなっていること、そして今後消費者物価指数(CPI)が急速に低下に向かうと考えられることを考慮すれば、実質政策金利のプラス転換が先行きの TRY をサポートするという見方には変わりがない。
- CBRT は、6 月 27 日の金融政策決定会合で政策金利を 4 会合連続で 50%で据え置くとともに、タカ派姿勢を維持している。声明文では「月次インフレの基調的なトレンドが有意かつ持続的に低下するまで」引き締めを継続すると強調している。一方、トルコの CPI は、ベース効果もあり 5 月の前年比+75.45%をピークに今後、低下する公算が大きい。CBRT は 6 月の金融政策報告書で 2024 年末の CPI を前年比+38%と予想している。
- CBRT のタカ派姿勢や国内景気の堅調さを考慮すれば、年末まで政策金利が据え置かれる可能性が高まっている。そうした中、8 月にもインフレ調整後で見た実質政策金利がプラス圏に浮上する確度が高まっており、TRY のサポート要因になると見込まれる。

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:BCB は利下げ停止を決定

マーケット・エコノミスト

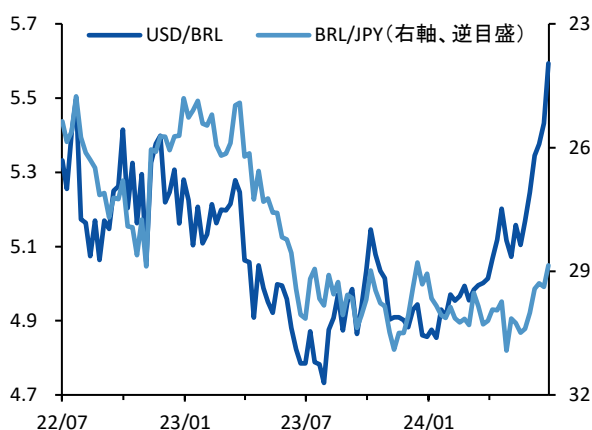
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6 月の BRL は▲6.2%と大きく売られた。5.25 付近で取引を開始。月を通して弱含み、28 日には 2022 年 1 月以来の安値となる 5.60 付近にまで値を下げた。要因としては、消費者物価や期待インフレの再上昇に伴う実質政策金利低下と引き締め効果の減退、財政悪化懸念の継続、中南米通貨全般の下落、などが挙げられるだろう。
- 上記の通り、6 月に入って以降も財政懸念がくすぶっている。5 月に発生した洪水もあり財政悪化懸念が台頭する中でも、ルラ政権からは歳出抑制に慎重な声が聞こえてくる。加えて 11 日には、歳入増加が見込める法案が上院で否決されており、こうした流れも BRL にとって逆風になった。足許でも財政収支は芳しくなく、既報の通り 4 月にはアダジ財務相は 25~26 年の基礎的財政収支の目標を引き下げた。更なる悪材料が出てくれば、BRL 安の長期化もあり得る。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 19 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を 10.50%で据え置いた。昨年 8 月以降、7 会合連続で計▲325bp の利下げを実施したが、今次利下げ局面で初めて「据え置き」を決定した格好。また、BCB はインフレ見通しに関し、24 年を+3.8%(前年比、以下同様)、25 年に+3.4%としており、前回会合時点から小幅に上方修正した。先行きに関しても利下げ再開の示唆はしておらず、決定は完全にデータ依存ということだろう。天候不良で一次産品の価格上昇が見込まれること、BRL 安が輸入物価上昇に寄与するであろうこと、財政の不透明感が短期的に払しょくされる可能性が低いこともあり、当面は政策金利の据え置きが予想される。
- 最新の物価動向に関し、26 日公表の 6 月半ばまでの 1 か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+4.06%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.11%を下回ったものの、前回の+3.70%から 4 か月ぶりに伸びが加速に転じた。もっとも、本年のインフレ目標である、+3.0%(±1.5%)には 6 か月連続で収まっている。
- 7 月の BRL 相場は、段階的な買い戻しを想定する。BCB はもはや年内利下げを行えない、との向きが台頭しつつあり、金利面での逆風は徐々に弱まるだろう。インフレが再上昇しているとはいえ、実質金利は高水準であり、依然としてキャリーが魅力的な通貨と考えられる。足許では投機筋のショートポジションが目立っているが、ある程度財政悪化懸念が一巡すれば、ここもとの BRL 安の一部は解消され则认为している。

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:ブラジルボエスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 強すぎる与党連合が資産価格の逆風に

マーケット・エコノミスト

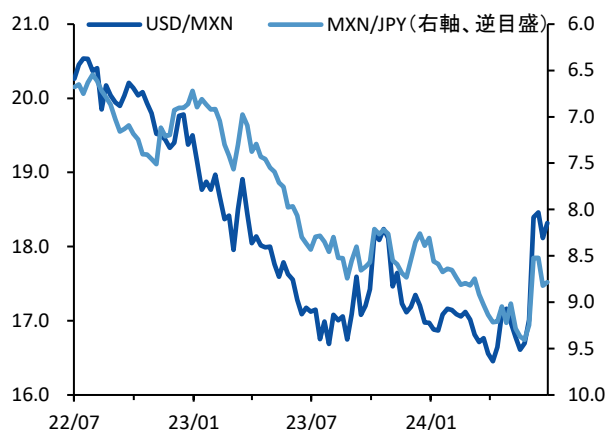
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 6月のMXNは▲7.1%と急落した。17.0付近で取引開始。メキシコにおける選挙結果を受け、財政赤字拡大や司法制度改革への懸念が強まり、12日にかけては2023年3月以来の安値となる19.0付近に急落した。その後、現実的な閣僚人事の公表や原油価格上昇などを受け買い戻される場面もあったが、月初の急落をかき消すには至らず、結局18.3付近で引けている。
- 既報の通り、6月初旬には議会および大統領選挙の投票日を迎え、与党国民再生運動(MORENA)とシェインバウム氏の大勝となった。MORENAは、下院においては改憲に必要な3分の2を獲得し、上院でも同水準に迫る票を得る格好となった。11日、ロペスオブラドル・現大統領(以下、アムロ大統領)は、憲法改正を急務とし、司法制度改革の重要性を強調した。また、同氏は年金改革を志向しており、財政拡大路線との評価が大勢だ。シェインバウム氏はアムロ大統領の方針を概ね引き継ぐ方針を示しており、司法の独立性や財政の健全性への疑念から、6月のMXNは急落した。堅実な閣僚人事を順次公表するなど、シェインバウム氏は比較的マーケットマンスリーな情報発信を意識しているように見えるが、MXNは当面政治関連の話題で振られるだろう。
- 27日、メキシコ中央銀行(Banxico)は金融政策決定会合を開催し、政策金利を11.00%で据え置くことを4対1の多数決で決定した。1名は▲25bpの利下げを主張した。3月会合で3年ぶりの利下げを実施したが、その後は2会合連続で据え置きとなっている。インフレ見通しはMXN安を受け小幅に上昇修正されたが、フォワードガイダンスでは利下げを示唆するなどハト派な姿勢も目立った。内需の弱まりや実質政策金利の高まりを考慮に入れば、年内残り4会合のうち2~3回の利下げ余地があるだろう。
- 7月のMXN相場は、買い戻しを想定する。6月のMXN安は政治的要因によってロングポジションが急速に巻き戻された影響が大きく、MXNに過度に期待していた投資家の多くがMXNロングから撤退した環境下、MXNの更なる急落のハードルは高い。シェインバウム氏からは堅実な閣僚人事が継続的に公表されており、今後もマーケットフレンドリーな情報発信が行われると想定している。未だに憲法改正を巡る不透明感がMXNの重しになっているが、時間経過とともに政治を巡るプレミアムは徐々に剥落していくだろう。もっとも、Banxicoの利下げ継続は上述の通り確度が高いだけに、金利面で強含む展開は見通しにくい。

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

		2024年 1～6月（実績）	SPOT	2024年 9月	12月	2025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)	7.1021 ～ 7.2690	7.2673	7.30	7.25	7.20	7.15	7.10
香港ドル	(HKD)	7.7964 ～ 7.8387	7.8090	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ～ 83.670	83.391	82.8	84.0	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	15430 ～ 16478	16375	16200	16300	16200	16000	15800
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ～ 1400.00	1376.50	1360	1370	1350	1330	1310
マレーシアリング	(MYR)	4.5892 ～ 4.8053	4.7175	4.65	4.67	4.58	4.52	4.45
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 58.930	58.611	58.0	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3193 ～ 1.3670	1.3552	1.35	1.37	1.34	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.663 ～ 32.664	32.438	32.0	32.2	31.8	31.3	30.8
タイバーツ	(THB)	34.11 ～ 37.18	36.70	35.4	36.2	35.5	35.2	35.0
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	25455	25200	25300	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 95.4670	85.7657	86.0	85.0	84.0	83.0	82.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.8689 ～ 19.3899	18.0626	19.0	18.8	18.7	18.6	18.5
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 33.0184	32.7609	32.0	31.5	31.0	30.5	30.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8314 ～ 5.5985	5.5940	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 18.9929	18.3079	18.1	17.8	17.7	18.0	18.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.830 ～ 22.182	22.139	21.64	22.48	22.50	22.24	22.25
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 20.650	20.596	20.26	20.90	20.82	20.46	20.36
インドルピー	(INR)	1.695 ～ 1.932	1.929	1.91	1.94	1.97	1.97	1.96
インドネシアルピア	(100IDR)	0.913 ～ 0.984	0.982	0.975	1.000	1.000	0.994	1.000
韓国ウォン	(100KRW)	10.820 ～ 11.701	11.684	11.62	11.90	12.00	11.95	12.06
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 34.152	34.062	33.98	34.90	35.37	35.18	35.51
フィリピンペソ	(PHP)	2.541 ～ 2.765	2.746	2.72	2.79	2.80	2.78	2.78
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 118.74	118.68	117.38	119.41	121.35	119.55	118.98
台湾ドル	(TWD)	4.576 ～ 4.964	4.960	4.94	5.06	5.09	5.08	5.13
タイバーツ	(THB)	4.096 ～ 4.383	4.380	4.46	4.50	4.56	4.52	4.51
ベトナムドン	(10000VND)	0.5807 ～ 0.6334	0.6316	0.63	0.64	0.65	0.64	0.64
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ～ 1.907	1.876	1.84	1.92	1.93	1.92	1.93
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.902	8.904	8.32	8.67	8.66	8.55	8.54
トルコリラ	(TRY)	4.538 ～ 4.945	4.904	4.94	5.17	5.23	5.21	5.27
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	28.723 ～ 31.200	28.859	28.99	31.05	30.57	29.89	29.53
メキシコペソ	(MXN)	8.213 ～ 9.455	8.787	8.73	9.16	9.15	8.83	8.78

注：1.実績の欄は2024年6月28日まで。SPOTは7月1日の7時45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28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。