

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米国の政治・金融政策動向に揺れる.....	2
中国: 三中全会を踏まえた具体的政策が待たれる.....	3
インド: 財政健全化路線を継続.....	4
インドネシア: BI の政策自由度は向上.....	5
韓国: 内需の停滞ムードが強まる.....	6
マレーシア: 4~6 月期実質 GDP は大きく加速.....	7
フィリピン: BSP の利下げ開始が目前に.....	8
シンガポール: 政策転換を見極める時間帯が続く.....	9
タイ: 実需は持ち直しも政情不安が再燃.....	10
ロシア: +2%ポイントの大幅利上げ.....	11
南アフリカ: 9 月会合での利下げに近づく.....	12
トルコ: Moody's が格付けを 2 段階引き上げ.....	13
ブラジル: 財政悪化懸念の払しょくが見通せず.....	14
メキシコ: キャリートレードの巻き戻しが逆風に.....	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：米国の政治・金融政策動向に揺れる

シニアマーケット・エコノミスト

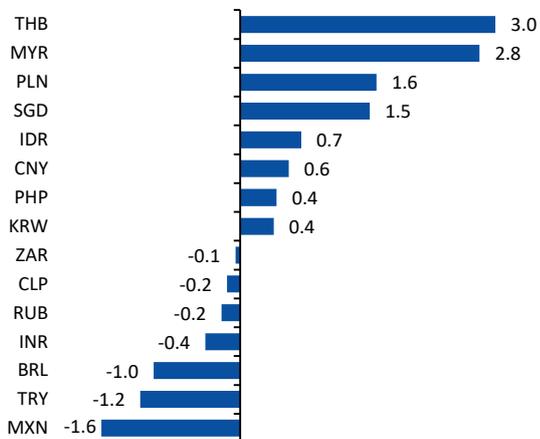
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

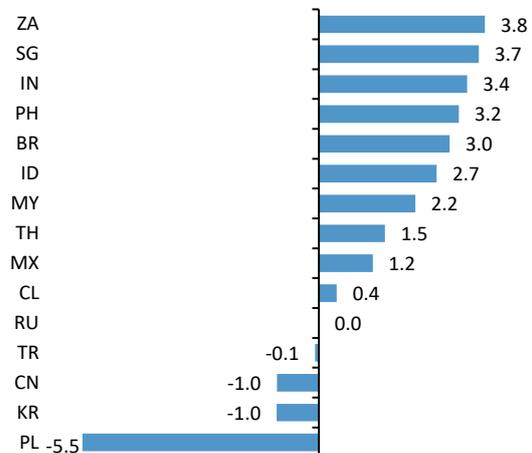
- 7月のMSCI新興国通貨指数は前月比+0.3%。同指数は1720台前半で取引を開始。月初、米6月雇用統計をはじめ複数の米経済指標の軟化を受け、小幅に上昇。中旬、米6月消費者物価指数(CPI)も鈍化し、利下げ期待の高まりが新興国通貨の支援材料となった。以降は、バイデン米大統領の選挙戦撤退が報じられる中で方向感を探る地合いに。月末はFOMCの動向が意識されて積極的な取引は控えられ、1720台前半でのレンジ推移となった。
- 7月のIMFの世界経済見通し改定(WEO)では、24年の世界経済成長予測が昨年4月から据え置かれ、前年比+3.2%となった。新興国全体では同+4.3%と+0.2%ポイントの上方修正。地域別では中国が+0.4%ポイント、インドの+0.2%の上方修正が目立った。また、インフレ見通しも大きな変更はなかった。アジア地域のインフレは一巡の様相も東欧やアフリカでは強い数字が目立った。25年以降はコロナ禍以前の水準へ次第に収束していくと見込んでいる。
- 7月FOMCではFF金利据え置きをはじめ現状維持を決定したが、パウエルFRB議長の会見のトーンは前回6月と比較してハト派に傾いた。特にデータ次第であると強調しつつも早ければ9月の利下げ開始の可能性を示唆しており、6月に更新した政策金利見通しの前提が変わってきている。かかる状況下、9月FOMCは必然的に注目度が高まることとなるが、8月のジャクソンホール経済シンポジウムも年末にかけての金融政策を展望する材料となるイベントであり、その結果がハト派であれタカ派であれその前後に大きく為替相場が動く展開に備えたい。本欄では引き続き年内1~2回の利下げを想定している。
- 米国大統領選挙の動きも新興国通貨見通し作成上で重要度が増している。7月にはバイデン大統領が今回の選挙から離脱することが決まり、トランプ氏とハリス副大統領が争う構図が変わった。戦況は一進一退の状況だが、その中でトランプ氏再選となった場合にドル高修正を意図する発言をしたことが注目を集めた。もっとも、同氏が掲げる政策のうち、移民排斥や高関税政策などは国内の労働賃金や輸入物価の上昇を想起させるものとなっており、先述の発言との一貫性が取れていない印象もある。また、米中対立が顕在化した2010年代末はリスクオフの側面から新興国通貨の上値が重かった事実も考慮に入れたい。トランプ氏は対中政策を厳格化していくことがほぼ確実であり、こうした動きも一方向的なドル高修正に歯止めをかけることが予想される。本欄では過去のトレンドも考慮し、大統領選直後はドル高で反応すると考えている。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024年7月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2024年7月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 三中全会を踏まえた具体的政策が待たれる

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

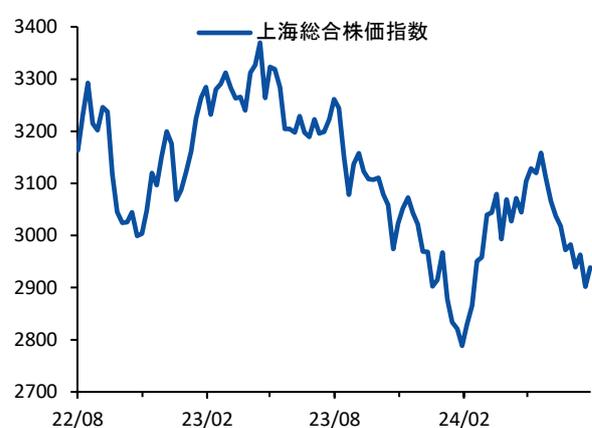
- 7月のCNYは対ドルで小幅に上昇。月初、7.27 台で取引を開始。上旬はやや動意なく推移したが、中旬、米6月消費者物価指数(CPI)が軟化すると対米金利差が縮小し、7.25 台まで上昇。以降、三中全会の情報発信は支援材料とならず、むしろ安値方向への反応となったが、米利下げ期待の高まりと中国人民銀行(PBoC)の追加金融緩和が材料視されると一時5月以来の高値となる7.20 台まで急伸した。月末にかけては反落して、7.25 台で取引された。
- 15日、4~6月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+4.7%と、市場予想の同+5.1%を下回り、前回1~3月期の同+5.3%からも鈍化した。業種別では第1次産業が同+3.6%、第2次産業が同+5.6%、第3次産業が同+4.2%となった。4~6月期の景気減速は異常気象や洪水などの短期的要因に左右されたと指摘する声もあるが、不動産部門の不振が足を引っ張る点は否めない。上半期は政府目標の前年比+5%を死守したが、国内外に不確実性が残る中で、年間での目標達成には確信が持てない状況が続く。
- かかる中、中国政府は7月中旬にかけて中国共産党第20期中央委員会第3回全体会議(三中全会)を実施。本会議では、中国式現代化をスローガンに掲げるも、不動産問題など経済に関する課題解決よりも国家安全を堅持する上での統治強化が強調された内容に見受けられた。経済政策については、投資主導で成長してきた経済のモデルの見直し、社会構造変化に適応するための税制改革のほか、供給性構造改革の必要性を示唆するなど、従来の成長モデルにも限界が見えてきている。この他、景気先行き懸念から生じる外資の中国離れを食い止めることも新たな課題になっている。
- 6月CPIは前年比+0.2%と5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%と横ばいの動きとなった。過去の数字と照らし合わせてもデフインフレが定着している。この要因はやはり中国社会に対する先行き不安から家計支出が伸びないという点が起因していると考えられ、実際に消費者心理は上海ロックダウンの解除以降も低位安定している。
- 8月のCNYは一時的に高値を拾う可能性がある。FOMCが年後半にかけてのハト派化が期待できる内容であったこともあり、この点は長らく対米金利差拡大に押されたCNY相場にとって朗報だろう。一方で、米大統領選前後にはいずれの候補が勝利しても対中政策に関する情報発信が注目を集めそうで、基本的に厳格化が想定される状況下、CNYの下押し圧力は強まると考えられる。

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: 財政健全化路線を継続

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

- 7月のINRは▲0.40%と下落した。月を通して対ドルでじりじりと売られる展開。インド準備銀行(中央銀行、RBI)の為替介入もあり値幅は限定的となったが、輸入業者によるINR売りが優勢な相場環境が続く中で、対ドルでの史上最安値を断続的に更新する流れとなった。株式投資に対するキャピタルゲイン課税強化や、金輸入の関税引き下げも、INRの重しになった模様だ。
- 7月23日、インド財務省は24-25年度改定予算案(本予算案)の公表を行った。ブルームバーグの事前調査においては、借入金額(グロス)が14.1兆INRと予測されていたが、結果としては14.01兆INRと市場予想を下回る数字が公表された。また、年度末時点の財政赤字予測に関しては、GDP対比で4.9%と公表された。これは、2月の暫定予算案では5.1%であった。総じて財政健全化路線は維持された。一部では、下院総選挙の結果を受け歳出の大きな拡大を懸念する向きもあったが、結果としては想定内の範囲に留まった。インフラ投資と財政健全化路線の両立は、引き続き同国経済の支えとなる。
- RBIは、8月8日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表する。7月12日に公表された6月消費者物価指数(CPI)も強い結果となっており、8月MPCでは政策金利の据え置きが見込まれる。市場では10~12月期の利下げ開始を見込む向きが多く、利下げに向けた情報発信があるかどうか注目が集まる。なお、RBIは18日に公表した経済月報において、2024年1~3月期の自然利子率を+1.4~1.8%と推計した。2021年10~12月期は+0.8~1.0%とされている。インドの経済成長率のトレンドが切り上がっているのは事実であり、仮に10~12月期に利下げを開始しても、その後の利下げ幅は限定的となる公算が大きい。金利面でのINR安の圧力は、長くは続かないと考えている。
- 8月のINR相場は、引き続き上値の重い推移を想定する。投機筋や、海外からの資金流入を警戒する姿勢や施策が政府当局から相次いで公表されており、インド金融市場は総じて神経質な取引が続くそう。具体的には、上述の施策に加え、RBIは29日には外国人投資家による長期国債へのアクセスを一部制限することを公表した。このような当局による金融市場への介入は若干行き過ぎている側面も否めず、当面市場心理は悪い状態が続くそう。もっとも、RBIによる為替介入は強力であり、INR相場は引き続き値幅自体は限られる流れが見えよう。

図表 5: インドルピー相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

インドネシア:BI の政策自由度は向上

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

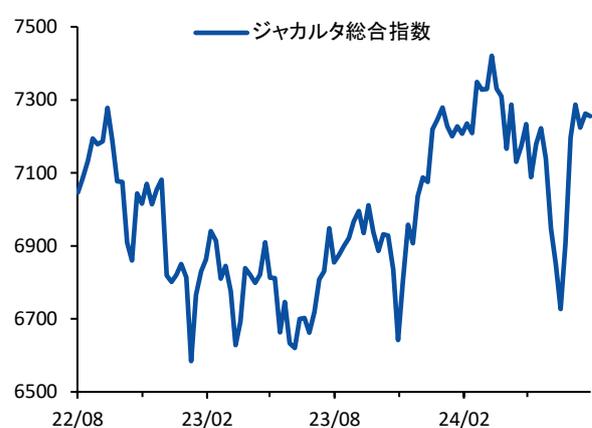
- 7月のIDRは+0.71%と上昇した。IDRは16350付近で取引を開始。17日にかけては、インドネシア中銀(中央銀行、BI)によるIDR買い介入の観測に加え、米金利低下やインドネシア株高が支えとなり、一時16100付近に上昇した。その後は、米金利の底入れやCNY下落が重しとなる中で、16300付近に水準を戻して引けている。
- BIは、16~17日に開催した金融政策会合で、政策金利のBIレートを従来の6.25%で据え置いた。4月会合では、急速なIDR安などを受け市場予想に反し追加利上げを実施したが、その後は3会合連続で据え置きとなっている。前回6月会合では、それまでのIDR安に対し強い語気で懸念を表明した経緯もあるだけに、今回会合では安堵感が強く感じられた。デイスインフレは順調な仕上がりになっており、物価動向だけを見れば、利下げに動いても何ら不思議ではない水準になっている。BIも「本年のインフレ率は引き続き目標圏内に抑制される」と自信を示している。
- ペリー総裁は先々の金融政策に関して「10~12月期に利下げの余地がある」としたものの、米金利やIDRの動向に左右される、とくぎを刺した。FRBの動向に関しては、「11月における利下げ確率が高まっている」とし、市場のFRBに対する利下げ期待再燃を追認した。また、ペリー総裁は「短期的な金融政策の焦点は、IDRの安定と資本流入促進」と明言している。以上の情報発信を踏まえれば、「FRBの利下げ開始」「IDRの緩やかな上昇」を確認すれば、BIも利下げに動けるものと考えてよいだろう。現状、BIの年内利下げ予測に関しては、やはり11月もしくは12月における1回で維持することが妥当だ。
- 8月のIDR相場は、横ばい圏での推移を見込む。7月FOMCも通過した中、8月BI金融政策会合も相場材料にはならないとみている。おそらく、BIは8月会合で若干ハト派シフトしそうではあるが、市場も相応に織り込み済みだろう。両国金融政策の動きが少ない環境下、IDR相場も値動きに乏しい展開を予測する。インドネシア側で最も注目したいのは、やはり来年度予算案の概要だろう。8月中に国会に提出される予定となっているが、市場では、財政収支および債務残高の悪化が懸念されている。こういった財政プレミアムがIDRの重しになっていることは過去の本欄でも度々指摘しており、もし予想以上の財政拡大路線が示された場合、やはりIDRの下落は不可避と見ている。

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: 内需の停滞ムードが強まる

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

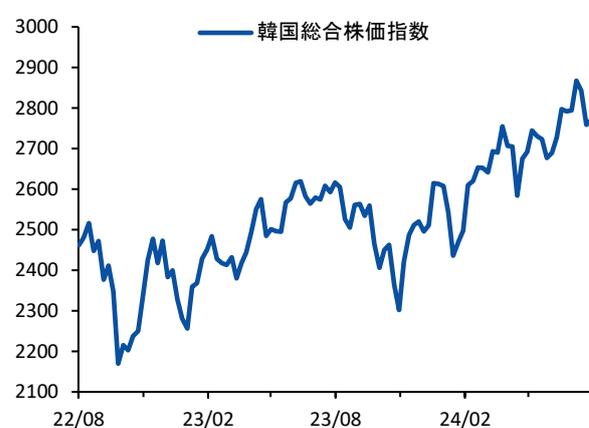
- 7月のKRWは方向感なく推移した。月初、1380台で取引を開始。上旬は米6月雇用統計をはじめ複数の米経済指標の軟化を受けて上昇し、中旬にかけて1370近辺まで上昇した。月後半のトランプ氏銃撃事件以降、ややドル買いが優勢となり一時1390台へ反落したが、FRBの早期の利下げ期待が徐々に高まる中で、1380台を主戦場としたレンジ推移に。月末にかけてはFRBや日銀の政策動向が意識され様子見ムードが強まり、KRWも動意を欠いた。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は11日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を委員会メンバーの全会一致で3.50%に据え置くことを決定した。声明文では、国内経済について内需部門と外需部門の勢いに差が出てきていることを指摘しながらも、経済成長率については当初の前年比+2.5%に近い水準で推移すると予想している。物価動向について、直近の6月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.4%、農産品や石油類を除いたコアCPIは同+2.2%を記録。また、前月比で見れば▲0.2%と7か月ぶりにマイナスに転じており、「インフレの上振れリスクが高まった」という文言が削除されるなど短期的なインフレ期待は弱まっている。片や、コロナ禍において急速に高騰した住宅価格が再度騰勢を強める地合いにあることに警戒感を示した。
- 李 BOK 総裁の会見に少々変化も出てきている。特に下半期にかけて一層利下げが視野に入っていくことが想定される発言もあった。一方で、インフレの加速リスクは後退したもの、不確実性が高い状況は変わらず、米国の金融政策がKRW相場や国内の金融市場に与える影響を勘案しながら政策指針を検討していくとし、市場の過度な利下げ期待の高まりもけん制した。
- 4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+2.3%と市場予想の同+2.5%から下振れ、前期比では▲0.2%と6四半期ぶりにマイナスを記録した。内訳を見ると、内需と外需部門に差が出てきており、個人消費が停滞したことが足を引っ張った格好となった。
- 8月のKRWは揉み合いを予想する。GDP統計からも国内経済の停滞感が出てきているほか、北朝鮮との政治的なヘッドラインが嫌気される可能性は残る。一方で、FRBのハト派化、早期の利下げ期待の高まりは支援材料となりそうで、最速で8月ジャクソンホール経済シンポジウムで地均した上で、9月利下げの目も出ている。ドル主導の相場が続く中で、今後の金融政策に関する情報発信は一層注目されるだろう。

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

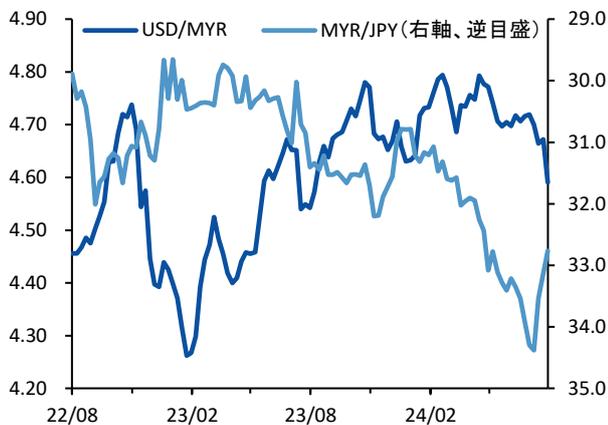
マレーシア:4~6月期実質 GDP は大きく加速

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

- 7月のMYRは月後半に値を上げた。月初4.71付近で取引を開始。上旬は米6月雇用統計など複数の米経済指標の軟化を受けてドルが下落、その後公表の米6月消費者物価指数(CPI)の鈍化と米金利低下も支援材料となった。月後半はドルが持ち直すも、堅調な4~6月期GDPの結果もあってMYRは底堅く推移。月末にかけては、FRBのハト派化への期待感も高まる中でMYRは続伸する格好となり、1月以来の高値となる4.60台で取引された。
- マレーシア中銀(BNM)は11日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を7会合連続で従来の3.00%に据え置いた。4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+5.8%と前四半期の同+4.2%から加速した。業種別では、製造業や建設業、農業など幅広い分野での成長加速が確認された。今回会合の声明文ではマレーシア経済について、外需動向にも左右されるものの、労働市場の回復、民間・政府における投資の活性化、貿易取引の持ち直し、観光業の本格化など複数の景気押し上げ要因を指摘した。
- 物価動向に関して、6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%と概ね安定的に推移。しかし、下半期にかけては補助金制度の変更につきディーゼル燃料の価格が約6割上昇する点に言及し、これがどの程度物価を押し上げるかを注視する方針を示している。BNMによれば、ここまでインフレ率は年初来で同+1.8%で推移したが、年間では同+2.0~+3.5%まで上昇すると見込んでいる。BNMはインフレを引き続き制御可能であるとしているが、補助金や価格統制のほかに、米国をはじめ海外の金融市場の動向にも左右される点も強調した。
- かかる中、BNMは現行の金融政策は景気支援的で足許のインフレ・経済成長評価と一致しているとした上で、政策金利を据え置いた。今回会合に際して、先述の補助金削減の影響でインフレリスクも高まることは既に予想されていたため、政策転換が見送られることは妥当であると見受けられる。今後数回の会合は、短期的なインフレを評価することが主なポイントとなりそうである。
- 8月のMYRもドルの方向感に左右される展開に変わりがなさそうだ。足許の米経済指標の軟化を受けてFRBの早期のハト派化への期待感が高まっていることがMYR相場の支援材料となっている。8月のジャクソンホール経済シンポジウムで利下げの地均しがされるようであれば、こうした傾向は続いていくと考えられる。製造業など輸出関連部門の持ち直しもMYRを下支えしそうだ。

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



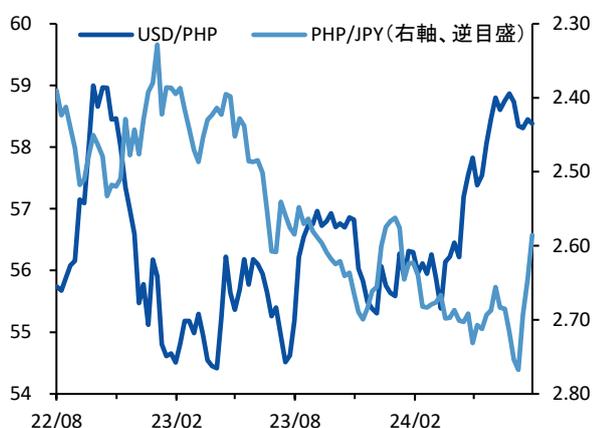
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: BSP の利下げ開始が目前に

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

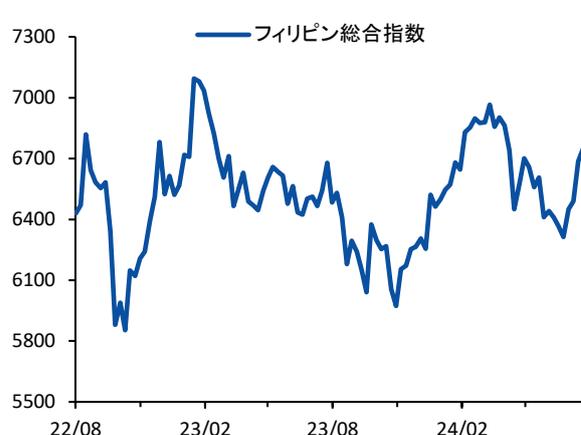
- 7月のPHPは+0.42%と上昇した。58.6付近で取引開始。18日にかけては、米金利低下やフィリピン株高に加え、良好な市場心理が下支えとなる中、一時58.2付近に上昇。その後は米金利の下げ止まりに加え、フィリピン中央銀行(BSP)高官のハト派な発言が重しとなる中で30日には58.7付近に売り戻されたが、その後は米金利低下を受け58.4付近に値を戻して月を越した。
- 5日公表の6月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.7%と、市場予想および5月の同+3.9%を下回った。また、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+3.1%となり、引き続き低水準で推移している。なお、総合、コアいずれもBSPの目標圏内(+2.0~+4.0%)に収まるのは、6か月連続だ。農産物の価格が上昇しているが、そのほかの項目は総じて落ち着いている。
- BSPが8月会合での利下げに前向きなことは、前回の本欄でも強調した。それ以降も、BSP高官によるハト派な発言が相次いでいる。例えば7月23日、レクト財務大臣兼金融委員会委員は、8月に利下げを行う用意がある、としている。レモロナ・BSP総裁も31日、今年中に▲50bpの利下げも可能、と述べている。上述の通り、最近のデイスインフレは順調であり、このような情報発信に違和感はない。もっとも、本欄では、仮に8月会合で利下げに着手したとしても、その後の連続的な利下げには懐疑的である。
- 6月からは値を戻しているとはいえ、依然PHPは水準として安い状態が続く。各種景況感指標はやや軟調であるのにも関わらず、輸入金額はなかなか水準が落ちてこない。実需面でのPHP安圧力は強い状態が続いている。さらに、今後は輸入物価の上昇も見込まれる。引き続き交易条件は過去最低水準に沈んでいる。このような情勢に鑑みれば、よほどの内需減速がない限り、先々のデイスインフレにはそれほど自信は持てない。当面はBSPのハト派スタンスに焦点が当たりそうだが、いずれかのタイミングで変化がみられると考えている。
- 8月のPHP相場は、上値の重い推移を見込む。上述の通り、本欄はBSPの8月会合での利下げ開始を予想しており、ある程度市場でも織り込まれているとはいえ、金利面では売られやすい構図が続こう。上述の通り、巨額の貿易赤字が定着しており、需給面でも脆弱であり続けている。季節性から、労働者送金は今後水準を切り上げそうだが、これも予見される米労働市場減速が上値を押さえそうだ。もっとも、7月後半の市場心理悪化に伴うPHP安が今後解消されれば、一定の上昇余地も残されている。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

シンガポール:政策転換を見極める時間帯が続く

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

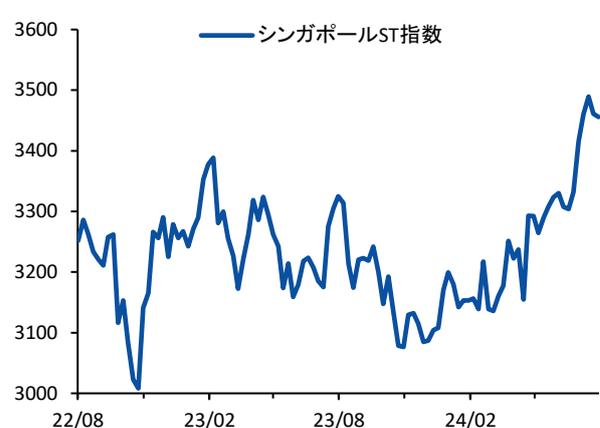
- 7月のSGDは月間で+1.5%の上昇。米雇用統計や消費者物価指数をはじめ米経済指標の軟化に伴う、米金利低下が支援材料となった。かかる中、SGDは月末にかけて1.33台で取引され3月以来の高値を記録した。
- シンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)は下旬に定例の金融政策の見直しを実施し、S\$NEER(名目実効為替レート)の政策バンドの中央値及び幅、政策バンドの傾斜を検討するが、いずれも変更はされなかった。以下、本会合における注目点を簡単に振り返ることにしたい。
- まず、24年のインフレ率見通しを前年比+2.5~+3.5%から+2.0~+3.0%に下方修正した点だ。しかしながら、これは金融政策の転換に直結するとは言えない。なぜなら、政府の誘導により車両所有権証書(COE)発行が増加したことによる民間輸送コストの低下の影響が大きいからだ。また、コアインフレ率に関して、翌年に収束する確度を高めたが、先行きのインフレリスクが双方向に残る点を踏まえれば、即座に金融政策の修正期待が高まることはなさそうだ。
- この他、24年4~6月期実質GDP成長率は前年同期比+2.9%と前四半期とほぼ差のない結果となったが、単月の経済指標を見ると月毎に波がある状況である。なお、24年の成長見通しについて前年比+2.0~+3.0%としており、ここまでの結果を勘案しても、今後経済成長が大きく減速する可能性は限定的でありそうだ。現段階では外需の減速や対面サービス業などの落ち込みが顕著となった場合には、早ければ10~12月期にMASがS\$NEERの政策バンドに微調整を施すことが視野に入る程度に考えておけばよさそうだ
- 以上、MASの経済や物価動向に関する現状認識を記載してきたが、概ねMASの想定通りの軌道を描いている印象を受ける。また、周辺国の金融政策と比較して若干ハト派色は薄かったものの、SGD相場への影響は限定的だった。やはり、S\$NEERのバンド内での動きを踏まえてもSGDの上昇余地は限定的である状況は変わっておらず、月末付近の対ドルでの上昇は利下げ期待の高まりに伴う米金利の低下などドル側の要因だったと整理したい。加えて、SGDの方向感も米国の金融政策や中国経済の動向など外的要因が強く、それが一方的でないということも従前から議論してきた通りだ。特に前者に関しては、市場では早くも9月の利下げ開始を見込む動き出つつあり、今後も関連のヘッドラインを受けて幅を持った値動きが出ることも考えられる。かかる中、9月末までの想定レンジを1.29~1.38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: 実需は持ち直しも政情不安が再燃

シニアマーケット・エコノミスト

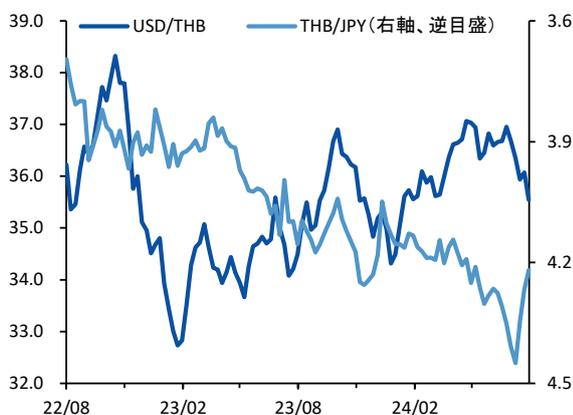
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

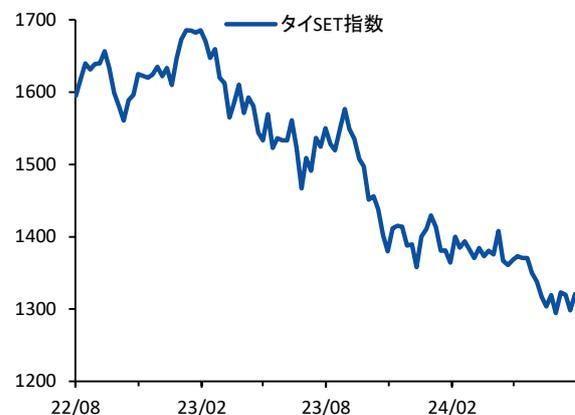
- 7月のTHBはじりじりと上昇した。月初36台後半で取引を開始、米6月雇用統計はじめ冴えない米経済指標の結果を受けて米金利が低下し、THBは上昇。中旬、米6月消費者物価指数(CPI)の軟化やFRB関係者からのハト派発言もあって、THBは続伸、約4か月ぶりの高値を記録した。その後小幅に反落するも、下旬にかけてはFOMCでのハト派な政策決定への期待感もあってTHBは上値を伸ばし、月末には35.70台で取引された。
- タイ選挙管理委員会は10日、6月に投開票された上院選挙の結果を正式発表した。国軍関係者などを含む保守派が過半を占めたことが明らかになった。昨年の下院選では前進党や貢献党など民主化を目指す政党の健闘が目立ったが、下院を通過した法案も上院の意向で棄却されることが想定され、民主化実現が遠のいた結果となった。また、憲法裁判所は下院選で前進党が掲げた公約を違憲と判断しており、解党の可能性も出ている。こうした中で、大連立与党の中での親軍政党の存在感が今後高まることとなれば与党の筆頭勢力である貢献党の求心力も勢いを欠くこととなりそうだ。
- また、セター首相は現在、内閣改造人事を巡って解職を求められている。憲法裁判所は8月に本件に関する判決を下す予定で、仮に解職となった場合は政情不安の高まりによって、THB相場にも影響が出る考えられる。
- 24年上半期の外国人観光客受入数は1750万人を記録し、前年比で+35.0%となった。コロナ前19年との比較では9割に近い水準まで回復している。タイ政府は昨年末時点で3500万人程度の受入を予測しており、概ね乖離のない結果となった。こうした状況下、タイのサービス収支は旅行収支の好転に支えられるかたちで改善しており、20年1~3月期以来となる黒字に転じた。年後半以降もサービス収支の持ち直しのほか、電子機器関連の輸出の回復を契機に貿易黒字の増加が期待できる状況にある。米国の利下げ期待の高まりとともに従来の強みであった需給の改善はTHBの支援材料となりそうだ。
- 8月のTHBはFRBの金融政策の動向に振られつつ、一進一退の動きが予想される。タイ国内のインフレ状況は短期的なインフレリスクは残るもののデフレーションが定着しており、金融緩和の可能性も囁かれる中で、THBは金利面で買い要素を欠く点に変わりはないが、FRBの早期の利下げ期待が強まれば買い戻される要素もあると思われる。この他、ホリデーシーズンにおける外国人観光客の流入も堅実にTHBを支える材料となると推測する。

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



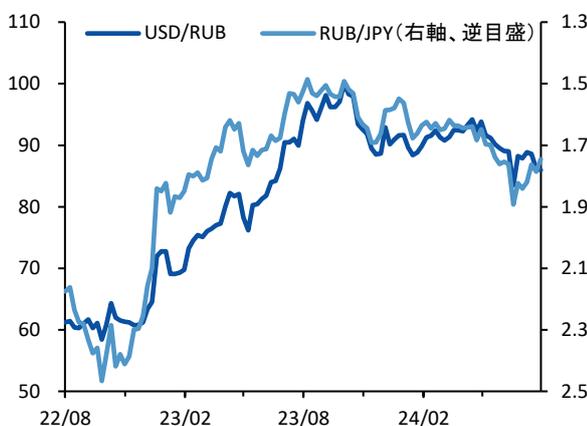
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア:+2%ポイントの大幅利上げ

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

- 7月のRUBは30日時点で、対ドル▲0.34%安と小幅な値動き。6月は、12日に米国がモスクワ証券取引所(MOEX)を追加制裁の対象に追加し、MOEXのドル・ユーロの取引が停止、その後の急激なルーブル高を受けて、ロシア政府が21日に主要輸出企業に課していた強制外貨売却比率を緩和、と目まぐるしく環境が変わる中でRUBは乱高下したが、7月には打って変わって落ち着きを取り戻している。
- 7月26日のロシア中央銀行の金融政策決定会合では、市場予想通り、政策金利が16%から18%に引き上げられた。ウクライナ戦争に伴う軍事支出の拡大もあり国内需要が供給を上回り過熱していることや、労働需給の逼迫に伴う賃金上昇圧力を受けて、インフレ率及びインフレ期待に上昇圧力がかかっていた。ロシア中銀は声明文の中で、インフレ率を目標に戻すためには、今年後半にも金融環境を再び引き締める必要があると指摘している。ロシア中銀のタカ派姿勢はRUBの安定に寄与するだろう。
- 7月には、ロシアによる侵略が続くウクライナの主要な支援国である米国の政治情勢が大きく動いている。7月15日に米共和党の副大統領候補として、ウクライナ支援継続に反対しているJ・D・バンス上院議員が選出されたことで、欧州の政策当局者の間では警戒が強まっていると報じられている。バンス氏は今年2月のミュンヘン安全保障会議で、ロシアのプーチン大統領は欧州にとって実存的な脅威ではなく、欧米がウクライナの勝利のために十分な軍事支援を供与することできないと主張。米国の戦略的優先事項はアジアと中東にあると示唆していた。
- こうした米国の政策姿勢の転換のリスクを反映してか、ウクライナのゼレンスキー大統領も7月15日の国民向けの演説の中で、今年11月の開催が見込まれる次回の平和サミットにロシアが代表団を送るべきだとの見解を示すなど、ロシアとの交渉の可能性を示唆している。ロシアは先月スイスで開かれた前回の平和サミットには招待されていなかった。7月24日にはウクライナのクレバ外相が7月24日に中国を訪問し、王毅外相に「ロシア側と対話や交渉をする意思と準備がある」と表明したと報じられている。

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



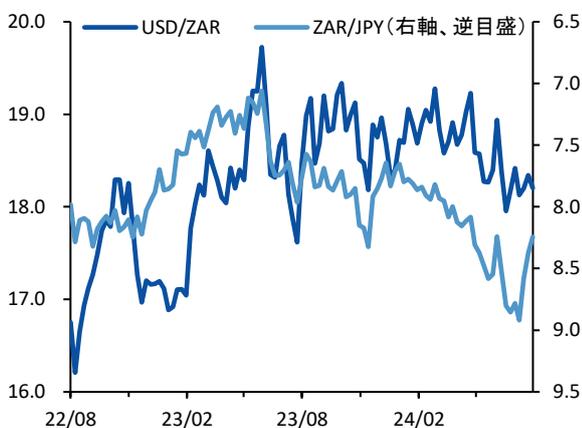
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:9月会合での利下げに近づく

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

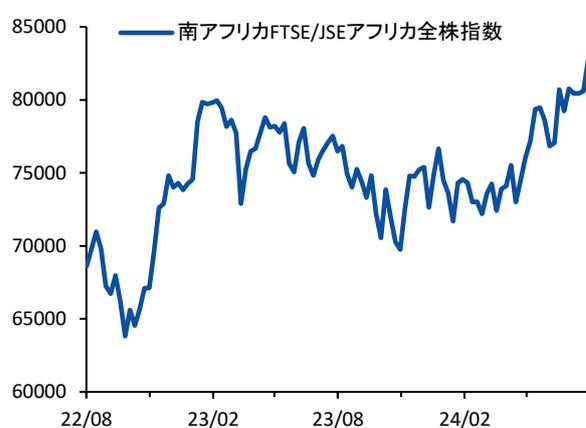
- 7月のZARは30日時点で、対ドルで約▲0.7%、対ユーロでは約▲1.8%、対円では約▲5.7%反落した。7月末の日銀金融政策決定会合に向けた追加利上げの思惑などから円が急騰し、ZARを含む高金利通貨を買って、低金利通貨である円を売るキャリートレードが巻き戻されたことの影響が大きいだろう。
- 南アフリカ準備銀行(SARB)は7月18日、政策金利を8.25%で据え置いた。据え置きは7会合連続。一方、据え置き決定は過去4会合のような全会一致ではなく、2名が▲25bpの利下げを支持している。クガニャゴ総裁は、SARBはFRBに必ずしも追随しないと繰り返し述べているものの、最近のZAR高により南アのインフレ見通しは改善していると述べている。短期金利市場ではFRBが金融緩和を開始すると見込まれている翌日の9月19日に予定されるSARBの金融政策決定会合において、▲25bpの利下げが完全に織り込まれた状況となっている。
- 24日に発表された6月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+5.1%と5月の同+5.2%からわずかに伸びが減速した。食品及びノンアルコール飲料の価格の伸び鈍化が寄与した形となった。この結果はSARBの早期利下げ観測をサポートする内容と言えよう。
- 政治情勢では、23日にラマポーザ大統領が、気候変動対策、公共調達、全国中小企業改正の3つの法案に署名している。6月にはビジネス寄りの中道政党を巻き込んだ挙国一致政権の誕生がZAR相場を押し上げる要因となったが、今のところ市場寄りの政策スタンスへの期待は維持されている。
- 今後のZARは、SARBとFRBによる「ハト派対決」という色彩が強まろう。共に9月会合での利下げの可能性が高まっているためだ。とはいえ、SARBはインフレの再燃を防ぐために、利下げに踏み切ったとしても慎重な姿勢を維持するだろう。ZARは短期的には、9月会合での利下げ開始に向けて下落するリスクがあるものの、その後は総じて底堅い展開を想定している。

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



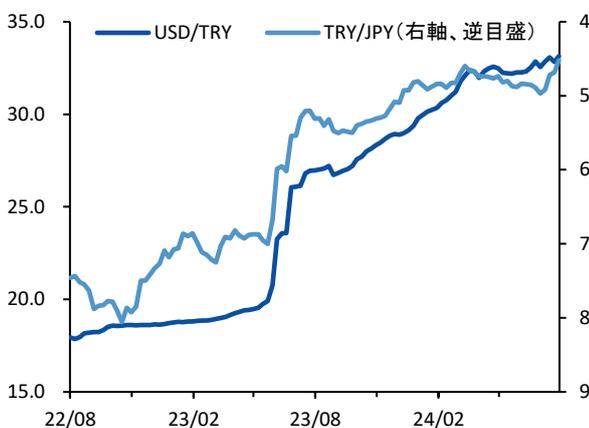
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: Moody's が格付けを2段階引き上げ

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

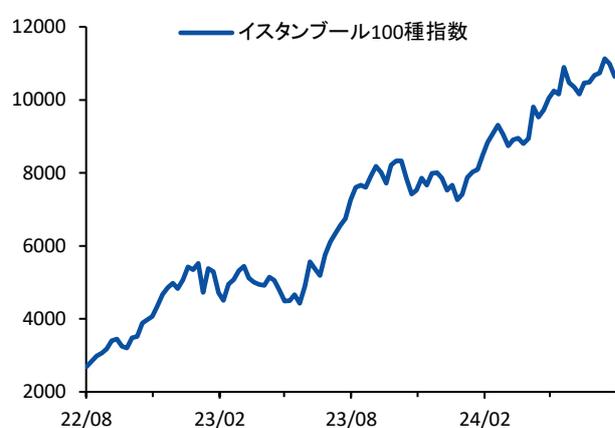
- 7月のTRYは30日時点で、対ドルで約▲1.0%下落。とはいえ、2023年6月～2024年3月まで毎月のようにリラが大幅に切り下がっていたことを考慮すれば、安定した状況がここ数か月は継続している。一方、対円では7月末の日銀会合に向けた追加利上げの思惑などから円が急騰し、トルコリラ/円は4.95円から4.7円前後まで値を切り下げた。
- トルコ国内の材料は、前向きなものが多く見られた一方で、地政学的リスクが台頭しつつある点は気がかりである。
- 7月19日には大手格付会社 Moody's がトルコ国債の格付けを「B-」から「B+」へ、2段階引き上げた(無登録格付け)。Moody's は格上げの理由として、主に「断固として確立された正統的な金融政策への転換」をあげている。さらに見通しは「ポジティブ」に維持し、現時点ではリスクバランスは「上向きに偏っている」としており、今後もマクロ経済の改善が続くようであれば、さらなる格上げの可能性を示唆している。23日にはトルコ中央銀行(CBRT)が、市場予想通り政策金利を50.00%で据え置いたほか、月次のインフレ率が持続的な低下傾向を示すまで高金利政策を継続する姿勢を改めて強調している。24日には、CBRT がサウジアラビアとの50億ドル相当の預金取引を打ち切ると発表した。資金流入の拡大に伴う外貨準備の復元が進んでいることが背景にあると見られる。サウジの提供するセーフティネットが必要なくなる水準まで、外貨準備の状況が改善した証と受け止めることができることから、トルコ経済、TRY にとっては前向きな材料と言えらる。
- 地政学的な話題としては、エルドアン大統領が28日、パレスチナ自治区ガザでのイスラエルの攻撃を改めて批判し、パレスチナ人のために介入する可能性を示唆したことが注目を集めている。トルコはリビア内戦では国連主導で発足した暫定政権に軍事支援を行い、ナゴルノカラバフを巡る衝突でも、アルメニアと敵対するアゼルバイジャンを支援した経緯がある。トルコにとってイスラエルとの経済的な結びつきはそれほど大きくなく、2024年5月にトルコ貿易省がイスラエルとの全品目の輸出入停止を発表した際の影響は限定的となった。しかし、トルコは経済成長のための資金調達を欧米の金融機関からの借り入れに依存している経済構造のため、欧米諸国との歴史的なつながりのあるイスラエルとの軍事的な緊張が高まる事態となれば、TRY の不安定化要因となるリスクは排除できない。

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



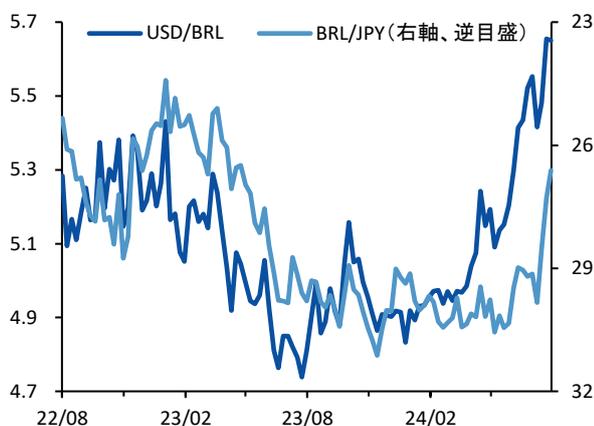
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 財政悪化懸念の払しょくが見通せず

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

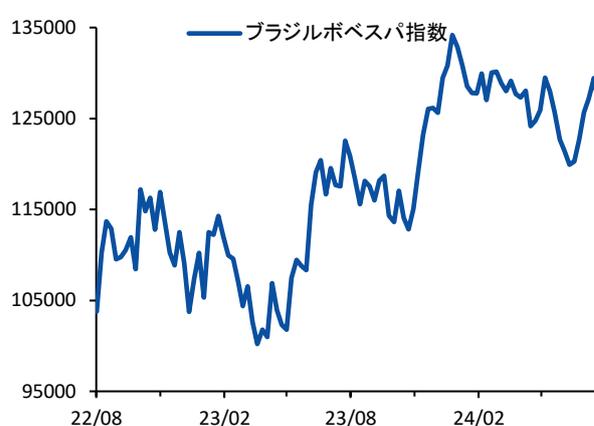
- 7月のBRLは▲1.0%と下落した。5.60付近で取引を開始。11日にかけては、米金利低下やブラジル株上昇に加え、ブラジル財政悪化懸念後退を背景に、一時5.37付近に上昇。もっともその後は、商品価格やブラジル株式の下落に加え、ルラ大統領による財政規律を軽視する発言も重しとなり売り戻される展開。中南米通貨全体の軟調さも逆風となる中で、結局5.65付近で引けている。
- 上記の通り、7月に入って以降も財政懸念がBRLの重しになっている。ルラ大統領からは財政規律を軽視する姿勢が引き続き散見され、さらに企画予算管理省は22日、今年のプライマリーバランスの予測を従前のGDP比▲0.1%から同▲0.3%に引き下げた。もちろん、政権サイドからは一部歳出の凍結が順次公表されるなど決して悪材料ばかりなわけでもないが、財政規律順守への懸念は引き続き財政プレミアムとしてBRLの逆風になり続けている。市場が持つ懸念を根本的に払しょくするためには、さらなる歳出の削減、および議会における着実な法案通過の双方が必要不可欠になる。
- ブラジル中央銀行(BCB)は7月31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回連続で計▲325bpの利下げを実施したが、その後6、7月会合と据え置きが連続している。インフレの上振れリスクの要因に関して、今回会合では「持続的な通貨の減価に伴うインフレへの影響」が追加された。足許のBRL安が、輸入物価などを通じてインフレを押し上げる経路を明確に警戒している様子が見られる。先行きについ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。既に足許ではインフレの底入れが確認できること、ここ数月のBRL安が今後輸入物価上昇に寄与するであろうこと、財政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。
- 8月のBRL相場は、段階的な買い戻しを想定する。7月後半のBRL安は、ブラジル固有の要因よりも、グローバルなリスクオフ相場に伴う影響も大きく、そのムードが一巡すれば若干水準を戻せると予想している。もっとも、インフレ再加速に伴う実質政策金利の低まり、財政悪化懸念の継続など、リスク要因は枚挙に暇がない。ブラジル固有の要因でBRLが大きく買われる展開は現状見込みがたく、よってBRLの上昇幅も限定的に留まるものと考えている。

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: ブラジルボベスパ指数



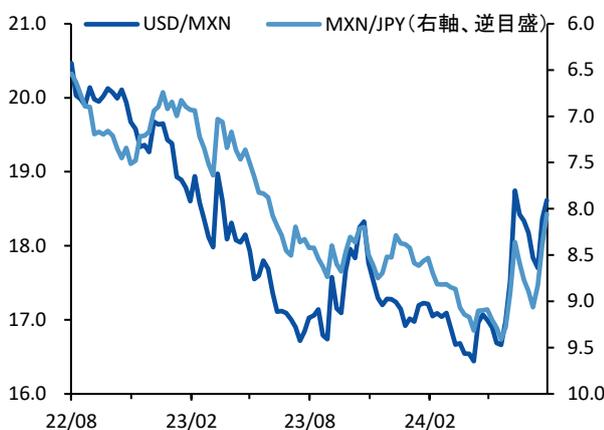
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: キャリートレードの巻き戻しが逆風に

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

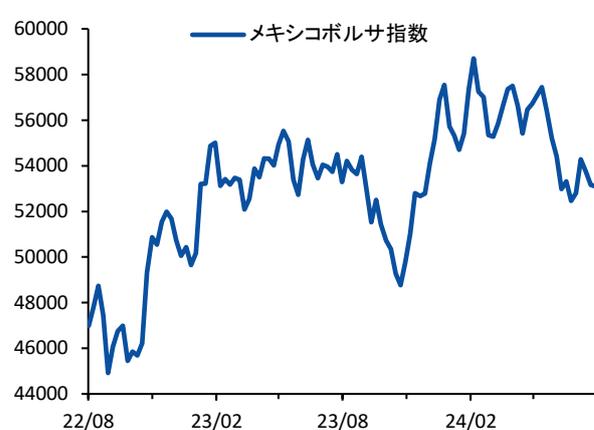
- 7月のMXNは▲1.60%と下落した。18.3付近で取引開始。12日にかけては、米金利低下やメキシコ株高、メキシコ物価統計の強い結果などが材料視され、一時17.6付近に上昇。その後は、原油価格やメキシコ株安に加え、トランプリスクによる関税引き上げが意識される中、売り戻される展開になった。軟調な域内経済指標の結果も重しになる中、一時6月12日以来の安値圏に下落したのち、やや水準を戻して引けた。
- 7月のMXNは、特に後半にかけては6月に続き軟調推移が目立つ格好となったが、その性質は大きく異なる。6月のMXNは主にメキシコにおける選挙結果を受けたものであったが、7月は「トランプリスクの高まり」と「キャリートレードの巻き戻し」が下落の主因になった。前者に関しては、襲撃事件などを経てトランプ氏の当選を見込む向きが市場で優勢となる中で、関税引き上げや移民厳格化などが意識され、MXNの逆風となった。実際、7月下旬には、米EV大手企業のCEOがメキシコへの工場建設計画の一時停止を表明した。シェインバウム・次期メキシコ大統領は計画中断懸念を否定したが、類似の報道が相次げば、メキシコ経済への悪影響がさらに意識されよう。
- 2点目の「キャリートレードの巻き戻し」に関しては、市場全体のテーマになったため詳細な説明を要しないだろうが、ボラティリティの高まりが投機筋によるポジションのアンwindをもたらした。実際、7月下旬の為替市場全体では、JPY、CHF等の堅調さが目立ったものの、MXNを含めた高金利通貨の売りが目立った。IMM通貨先物のポジション動向を確認しても、MXNの買い持ち高は6月半ば以降低水準な状態が続いている。ネットでのショートへの転落は遠いものの、現状の市場環境では、買い持ち高の大きな積み増しは難しいとみられる。
- 8月のMXN相場は、買い戻しを想定。7月のMXN安の主因は、上述の通り「キャリートレードの巻き戻し」であり、これが長く続くとは考えていない。本欄では、メキシコ中央銀行(Banxico)は8月金融政策決定会合で利下げ再開に動くと考えているものの、ここもとのMXN相場や域内インフレ動向を踏まえれば、声明文やインフレ見通しは「タカ派」なものになる公算が大きい。依然実質政策金利が高水準であることに鑑みれば、リスクオフが一巡すればMXNの買い戻しには期待できる。リスク材料は、やはり米大統領選挙の動向になろう。メキシコとの関係性、あるいはメキシコへの投資環境の悪化などがよりクローズアップされるような展開となれば、やはりMXNにとっては重しになる。

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

	2024年 1～7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 ~ 7.2775	7.2267	7.25	7.30	7.25	7.20	7.15
香港ドル (HKD)	7.7964 ~ 7.8387	7.8126	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー (INR)	82.646 ~ 83.751	83.728	82.8	84.0	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア (IDR)	15430 ~ 16478	16260	16200	16300	16200	16000	15800
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1400.00	1371.20	1360	1370	1350	1330	1310
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.8053	4.5905	4.65	4.67	4.58	4.52	4.45
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.930	58.365	58.0	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3670	1.3361	1.35	1.37	1.34	1.33	1.33
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 32.922	32.843	32.0	32.2	31.8	31.3	30.8
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 37.18	35.65	35.4	36.2	35.5	35.2	35.0
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	25249	25200	25300	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 95.4670	85.9513	86.0	85.0	84.0	83.0	82.0
南アフリカランド (ZAR)	17.8689 ~ 19.3899	18.2065	18.6	18.5	18.4	18.3	18.2
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 33.1688	33.1620	33.0	32.5	32.0	31.5	31.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	4.8314 ~ 5.7008	5.6505	5.45	5.25	5.30	5.32	5.35
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 18.9929	18.6353	18.4	18.1	18.0	18.2	18.2
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.830 ~ 22.256	20.827	20.69	20.27	20.14	20.83	21.54
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 20.733	19.196	19.23	18.97	18.77	19.31	19.85
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.939	1.791	1.81	1.76	1.78	1.85	1.91
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.999	0.922	0.926	0.908	0.901	0.938	0.975
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.735	10.938	11.03	10.80	10.81	11.28	11.76
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 34.507	32.763	32.26	31.69	31.88	33.19	34.61
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.776	2.585	2.59	2.53	2.53	2.62	2.71
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	112.25	111.44	108.42	109.36	112.78	115.96
台湾ドル (TWD)	4.560 ~ 4.976	4.584	4.69	4.60	4.59	4.79	5.00
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.465	4.220	4.24	4.09	4.11	4.26	4.40
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6365	0.5939	0.60	0.58	0.59	0.60	0.62
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ~ 1.907	1.746	1.74	1.74	1.74	1.81	1.88
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.237	8.06	8.00	7.93	8.20	8.46
トルコリラ (TRY)	4.512 ~ 4.978	4.513	4.55	4.55	4.56	4.76	4.97
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	26.433 ~ 31.200	26.589	27.52	28.19	27.55	28.20	28.79
メキシコペソ (MXN)	7.928 ~ 9.455	8.047	8.15	8.18	8.11	8.24	8.46

注: 1.実績の欄は2024年7月31日まで。SPOTは8月1日の7時25分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。
4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(8月1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。