

2024 年 9 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:FRB の 9 月利下げ予告が相場を下支え	2
中国: CNY は持ち直しも、あくまでドル安要因	3
インド: RBI の利下げ開始は後ろ倒しに	4
インドネシア: 来年度予算案は無難な内容に	5
韓国: BOK の年内利下げ可能性が高まる	6
マレーシア: MYR は約 1 年半ぶりの高値に	7
フィリピン: BSP は約 4 年ぶりに利下げを実施	8
シンガポール: SGD の次の動きは？	9
タイ: THB は持ち直しも複数のリスク要因が燃える	10
ロシア: ウクライナの越境攻撃が RUB 安に波及か	11
南アフリカ: 南ア準備銀行は 9 月に利下げ開始へ	12
トルコ: 家計・企業のインフレ期待は高止まり	13
ブラジル: BCB は利上げも辞さない姿勢を強調	14
メキシコ: 司法制度改革の進展が逆風に	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:FRB の 9 月利下げ予告が相場を下支え

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

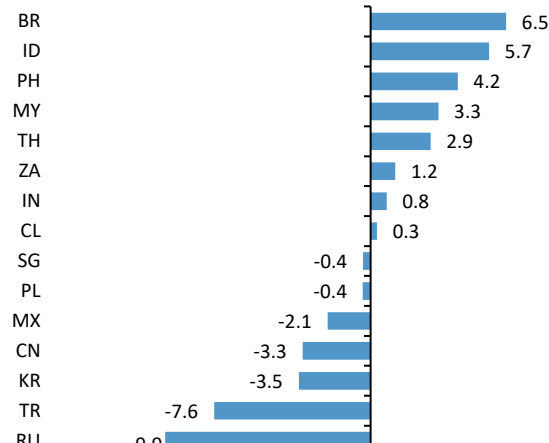
- 8 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+2.0%。同指数は 1730 台近辺で取引を開始。月初、FOMC での情報発信や米 7 月雇用統計が前月から更に軟化したことで、同指数はじりじりと上昇。中旬、米インフレ関連指標も鈍化したことで、同指数は年初来高値を更新。月後半に実施された米ジャクソンホール経済シンポジウムでは実質的な利下げの予告がされたことが材料視され、1760 台まで上昇、月間を通じて上値を伸ばす展開となった。
- 通貨別では長らくドル高に押されたアジア通貨の持ち直しが目立った。米金利低下を支援材料に CNY や円の上昇に連れ高となった側面もあるが、MYR や IDR など上昇率が高い通貨に関しては長らく過去の水準から安値で推移していたという心理的な要因も影響したと思われる。また、東欧通貨も月間を通じたユーロの堅調に下押しされた。片や、MXN や TRY など一部下落した通貨も見られたが、その個別要因については国別の項目をご参照頂きたい。
- 米国の利下げ期待が高まる中で実施されたジャクソンホール経済シンポジウムでは、パウエル FRB 議長が講演で「政策を調整すべき時が来た」と述べ、9 月 FOMC での利下げの地均しを実施した。直近の雇用統計やインフレ関連指標が鈍化する中で、市場では利下げ幅が▲25bp ではなく、▲50bp を見込む動きが出てきている。また、為替見通し上では翌年以降の利下げペースも同様に重要であり、6 月時点の想定である「四半期に 1 度▲25bp ずつの利下げ」が 9 月も維持されるのかにも注目したい。多くの新興国中銀の金融政策も米国の動向を睨みつつ、利下げのタイミングを見極める段階に入っている。9 月 FOMC での情報発信が各国の金融政策に及ぼす影響も一層大きくなるだろう。
- 米国が今後利下げ局面に入るといった観測が新興国通貨の追い風となっているが、結局はドルや外部要因次第の相場環境に変化はないということは念頭に置きたい。7 月グローバル製造業 PMI が半年ぶりに中立割れを記録したように、必ずしも景気先行きが良好とはいえない状況下、米国の景気減速懸念が深刻化すれば市場が大きくリスクオフに傾くことも考えられる。アジア圏では中国経済の停滞感が払拭出来ない状況が続いており、外需依存度の高い国を中心に市場心理の変化を受けてボラティリティが今後高まることも考えられる。本欄では段階的な利下げの実施とともに米国経済の軟着陸が可能であるということを見通しを作成しているが、景気リスクの他にも政治リスクや地政学リスクの台頭にも注意を払っていききたい。

図表 1:新興国通貨騰落率(2024 年 8 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 8 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：CNY は持ち直しも、あくまでドル安要因

シニアマーケット・エコノミスト

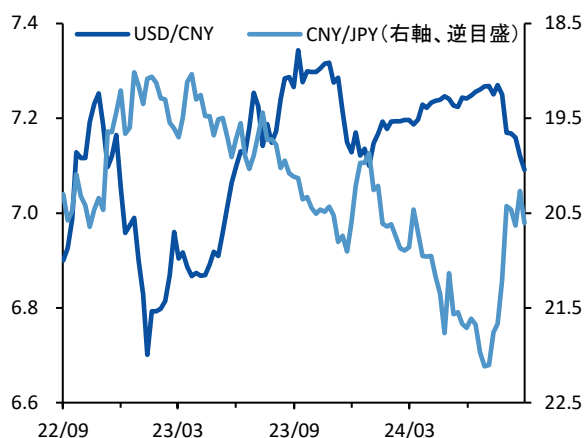
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

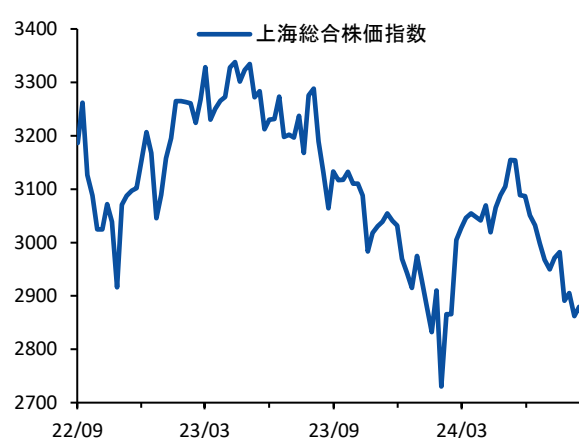
- 8月のCNYは対ドルで大きく持ち直した。月初、7.24台で取引を開始。上旬は7月FOMCのハト派傾斜や米7月雇用統計の軟化を受けて、一時7.12台まで急伸、中旬は追加の材料欠く中で、米中の経済指標の結果に一進一退の動きが続いた。下旬は、ジャクソンホール経済シンポジウムにてパウエルFRB議長が利下げの地均しを行うと、米金利がまとまった幅で低下し、対米金利差縮小がCNYの上昇に繋がった。月末付近では7.09台での取引となった。
- 4～6月期実質GDP成長率の需要項目別の寄与度も公表されたが、従前からの予想通り内需の減速が確認される結果となっている。具体的には、最終消費支出の寄与度は前四半期の+3.9%ポイントから+3.0%ポイントへ下落しており、足許では若干減速傾向にあるが、政府による大規模設備更新のサポートが代わりにGDPを押し上げた格好だ。こうした動きもあって、7月鉱工業生産は前年比+5.1%と底堅く推移しているが、個人消費の減速に伴って小売売上高は同+2.7%とやや低調な動きとなっている。また、懸案の不動産関連指標の持ち直しも見られず、年初来からの不動産投資実績は前年比▲10.2%とマイナス幅を拡大、新築住宅価格についても前月比▲0.65%と低迷が続く。
- 7月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.5%と6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+0.4%と6月から▲0.2%ポイント減速した。天候不順により食料品価格は上下に振れているが、コアベースについては春節の一過性要因を除き低位安定している。なお、川上部門の7月生産者物価(PPI)は、前年比▲0.8%と前月から横ばいで、22か月連続でマイナス圏を推移した。
- 9月のCNYもジャクソンホール経済シンポジウムにおけるパウエル議長の発言を受けて、短期的な目線では断続的に高値を拾う可能性がある。本欄ではCNYの持ち直しは米国の金融政策の変化を待つしかないと指摘してきたが、米国の経済指標の鈍化も相まって、引き続き年後半から翌年にかけてのFRBのハト派化が期待できるのであれば、長らく対米金利差拡大に押されたCNY相場にも調整が入ると考えられる。もともと、CNY側の買い要素に乏しいのも事実であり、中国経済の持ち直しが無ければ継続的に対ドルで節目の7.0を上抜ける水準で取引されるとは想定していない。特に不動産部門の持ち直しは25年以降になることが濃厚であり、その間、1兆元の特別国債発行をはじめとする一連の経済政策の効果を見極める時間帯が続くだろう。

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 の利下げ開始は後ろ倒しに

マーケット・エコノミスト

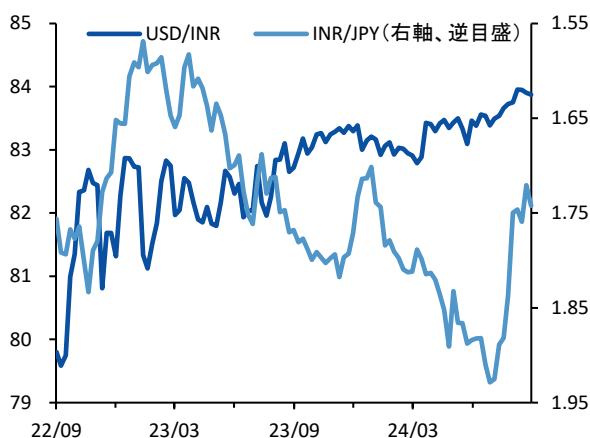
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

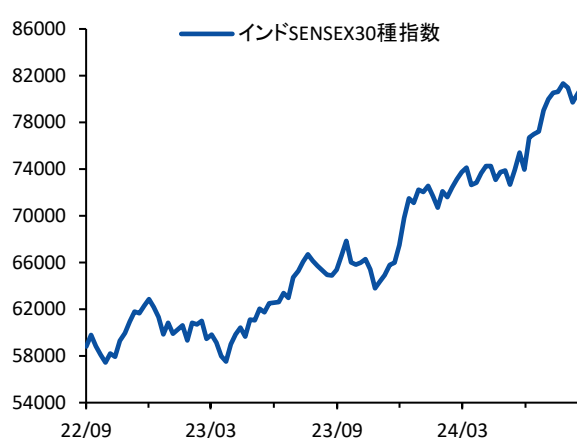
- 8 月の INR は▲0.17%と小幅に下落した。月初は、グローバルな株安および市場心理の悪化などを受け、8 日には対ドルでの過去最安値を更新した。その後も、節目となる 84.0 を睨みつつ、インド準備銀行 (RBI、中央銀行) の為替介入の効果もあって、83 台後半における非常に狭いレンジでの取引が継続した。
- RBI は、8 月 8 日に金融政策委員会 (MPC) の結果を公表し、政策金利のレポレートを 6.50%で据え置くことを決定。据え置きは 9 会合連続で、決定は政策委員メンバー6 人のうち 4 名の賛成多数によって決定された。RBI は「インフレ率を持続的に 4%の目標に整合させるとのコミットメントを堅持する」と表明しており、利下げに向けた情報発信は見られなかった。総裁会見では、食料品価格上昇への警戒感が高まっていることが印象的だった。具体的には、ダス総裁は食料品高騰に関し「無視できない」「コアインフレに波及する恐れがある」と、6 月会合対比でも語気を強めた。22 日に公表された議事要旨を確認しても、据え置きに投票したランジャン理事は中立的なスタンスが目立ち、次回会合で利下げ支持に転じる可能性はあるが、それでも利下げ支持は多数派とはならない。次回 10 月会合の利下げも現状では難しいというのが実情だ。
- 12 日に公表された 7 月消費者物価指数 (CPI) は、+3.54% (前年比、以下同様) と市場予想の+3.60%および 6 月の+5.08%を下回った。一方、食料品および燃料を除いたコアは、+3.3%と 6 月の+3.1%から伸びが加速した。総合ベースの落ち着いたのは前年比効果の裏が出た格好であり、インフレが基調として落ち着いているわけではない。国内小売価格を確認しても、トマト価格は落ち着いている反面、タマネギ価格は価格上昇を続けている。RBI が警戒する食料品高騰が落ち着いているとはいえ、やはり RBI の利下げは後ろ倒しになりそうだ。
- 9 月の INR 相場は、引き続き節目の 84 を睨んだレンジ推移となりそうだ。FRB の利下げ開始が確実視されていることに加え、RBI のタカ派な情報発信を踏まえれば、金利の先高観は INR の支援材料になりそうだ。キャピタルゲイン課税強化などもあって 7 月末から 8 月初旬には海外勢によるインド株式の売り越しが目立ったが、それ以降は順調な買い越しに転じている。海外勢の資本流入も、INR の下支えをするだろう。とはいえ、貿易赤字に規定される INR 安圧力、および RBI による強力な為替介入もあって、一方向での INR 高は想定しにくいのが実情である。月末に公表された 4~6 月期 GDP はやや弱めの結果であり、これを受け RBI の利下げ期待が高まれば、INR 安に傾く可能性もある。

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: 来年度予算案は無難な内容に

マーケット・エコノミスト

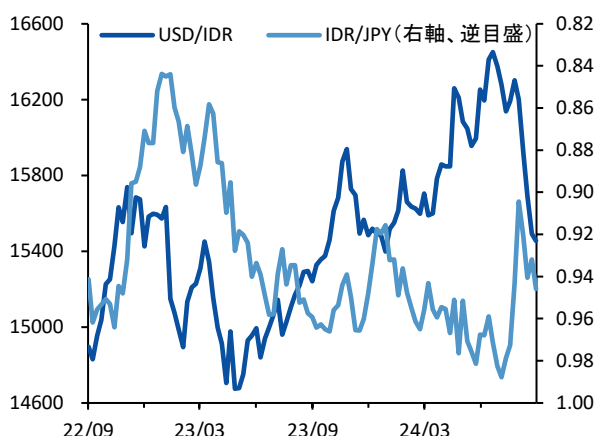
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

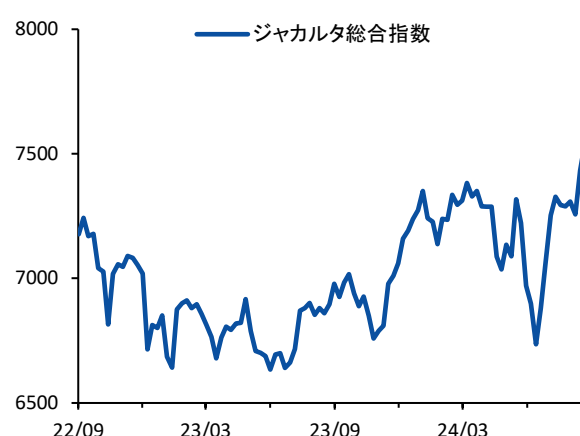
- 8 月の IDR は+5.21%と大きく上昇。IDR は 16250 付近で取引開始。月を通して対ドルで買われる展開となり、26 日には 23 年 9 月以来の高値となる 15310 に上昇した。米金利低下やアジア通貨全般の上昇に加え、インドネシアにおける財政悪化懸念後退や好調な経済指標の公表など、IDR にとって買い材料が続いた 1 か月であった。
- ジョコ・ウィドド大統領は 8 月 16 日、国会で 2025 年度予算案を提出した。2025 年度末の財政収支見通しは、▲2.53% (対 GDP、以下同様) と比較的穏当な赤字幅に留まった。既に 7 月には、財務省が 2024 年度末の財政収支見通しを▲2.29%から▲2.7%に引き下げている。よって来年度にかけ財政収支は改善する見通し。足許の政府債務比率が 40%以下である点、2025 年度の財政赤字見通しが穏当である点に鑑みれば、目先財政悪化懸念はとりあえず後退する可能性が高い。各種報道では次期政権は政府債務を 50%程度に高めたというのだが、財政赤字が穏当なものである限り、この数字は現実的ではない。
- BI は、20~21 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 4 会合連続で据え置きとなっている。IDR 安の修正を受け利下げの早期化を見込む向きもあるが、ペリーBI 総裁は会見で 7~9 月期の焦点を「IDR の強化」だと釘を刺した。10~12 月期における利下げ余地への言及は変わっておらず、FRB の政策転換が迫っていることも考慮に入れば、BI に関しては 10~12 月期に 1~2 回の利下げに構えておくのが無難であろう。IDR 安が修正され、インフレも落ち着いている環境下、利下げを無暗に遅らせる必要性は乏しい。
- 9 月の IDR 相場は、戻り売りを想定する。現状、FRB に対するハト派傾斜期待は行き過ぎている印象もあり、9 月 FOMC では利下げが開始されようが、米金利の更なる低下のハードルは低くはない。BI は 9 月会合でも現状維持が見込まれるが、10~12 月期に予見される利下げ開始に向けた「地均し」を行う可能性は十分にある。さらに、上述では紙幅の関係上記載を省いたが、8 月下旬には地方選挙への出馬要件を巡り政情が不安定化し、IDR が弱含む場面も見られた。足許では事態が一服したようにも思えるが、政権の強権的な態度が材料視される展開には引き続き警戒したい。

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:BOK の年内利下げ可能性が高まる

シニアマーケット・エコノミスト

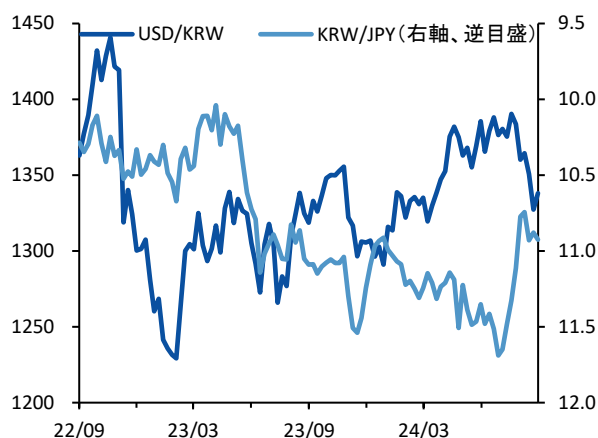
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

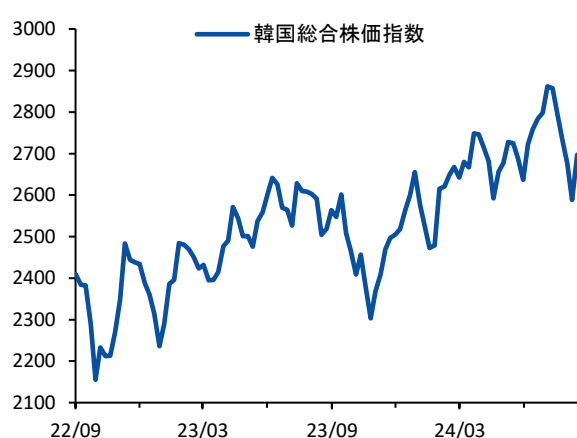
- 8 月の KRW は 3 月以来の高値を記録。月初、1370 台で取引を開始。上旬は FRB の利下げ期待の加速が支援材料となるも、国内景気の停滞懸念が重しに。中旬以降は米インフレ関連指標も鈍化したことで、ドル売り優勢の展開となり、CNY や円の上昇も KRW を支えた。下旬、韓国銀行(BOK、中央銀行)が利下げを視野に入れるも為替への影響は限定的で、一時 1320 付近まで上値を伸ばすなど月末まで KRW は底堅く推移した。
- BOK は 22 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を委員会メンバーの全会一致で 3.50%に据え置くことを決定した。今回会合では BOK は経済見通しを更新したが、前回 5 月時点との比較では、GDP 成長率・インフレ率ともに▲0.1%ポイントの下方修正が入った。特に GDP 成長率については、直近の 4~6 月期 GDP が前四半期から鈍化し、前期比では▲0.2%と 6 四半期ぶりにマイナスを記録したことが意識されたように見受けられる。下半期については外需依存度が一段と高まりそうな地合いにあるが、米国や中国の急速な景気減速リスクについては特に注意を払いたい。
- 物価動向について、直近の 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.6%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+2.2%を記録した。7 月の総合 CPI の加速はエネルギー価格の上昇を主因とするもので、年後半にかけてのインフレ基調は下向きとなるという従来の予想に変更はない。李 BOK 総裁も足許のインフレ動向について、利下げするのに適切な環境に向かっていると評価している。
- かかる中、BOK は金融環境や景気動向にも注意を払いながら中期的なインフレターゲットに物価水準を安定させていく方針を示した。また、引き締めの金融政策スタンスを維持しながら、利下げの適切なタイミングを検討する必要があると表明している。李 BOK 総裁は政策委員メンバーの過半数が 3 か月以内の利下げに前向きな姿勢を示していると述べたが、不動産価格上昇をけん制の上で市場への過剰な流動性供給はしないと発言し、利下げ後も緩和のペースについては慎重に議論していくことを示唆した。
- 9 月の KRW も底堅い動きを予想する。今後も FRB の継続的な利下げが期待されれば、金利面で KRW 相場を下支えすると考えられる。また、外需部門の加速は貿易黒字の拡大などを通じて実需の KRW 買いを促すと考えられるが、先述の通り米国の景気鈍化が現在の市場の想定以上になった場合は、リスクオフの観点から下落に転じる場合がある点には留意したい。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

マレーシア:MYR は約 1 年半ぶりの高値に

シニアマーケット・エコノミスト

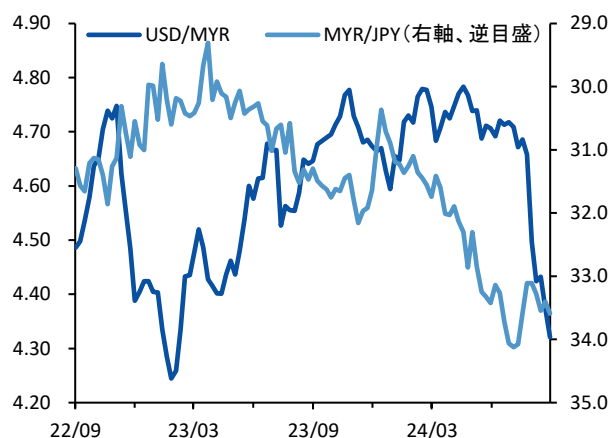
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 8 月の MYR は年初来高値を更新し、約 1 年半ぶりの高値を記録。月初 4.43 付近で取引を開始。上旬は米 7 月雇用統計の軟化を受けてドルが下落も米景気後退懸念が強まってリスク心理が悪化する時間帯もあり、一進一退の動き。中旬以降は、FRB の利下げ期待や複数の国内経済指標の結果が好感される中で MYR は大きく上値を伸ばす展開となった。月後半もその流れが継続し、MYR は一時 4.30 付近まで上昇した。
- 8 月はアジア通貨の中でも MYR の持ち直しが目立った。為替変動を見る上で金利差変動は基本的なアプローチになるが、先述の米国の金融政策・景気動向を受けて、両国の金利差は大きく縮小し、金利の逆転も視野に入る状況にある。直近のマレーシア側の金利には大きな変化は見られていないため、大部分は米国側の要因で整理出来る。
- マレーシア経済の好調も通貨の選好に繋がった可能性がある。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%から加速しており、詳細項目をみると内需部門の健闘が目立つ。個人消費は同+3.6%と 5 四半期ぶりの伸び幅を記録。財輸出や観光業の本格化などの外需部門が景気の押し上げを左右するとの見方が強かったが、少なくとも直近に関してはバランスの良い経済成長が確認されている。
- 9 月上旬にはマレーシア中銀(BNM)の会合が予定されている。BNM の金融政策も次の一手は利下げであることはほぼ確実であるが、7 月会合で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見極める方針を示している。ここまでインフレは概ね安定的だが、目先数か月のインフレ動向には相応の注意が払われるはずで、景気動向も堅調であることなどを踏まえれば、利下げは見送られると予想している。マレーシア中銀の利下げは早くても 11 月になると考えており、インフレ動向次第ではタカ派な現状維持の時間帯も続く可能性はある。利下げのペースを加味しても MYR が積極的に手放される展開にはならなそう。
- 9 月の MYR は FOMC の前後に荒い値動きとなる可能性はあるが、大崩れはしないと予想する。4～6 月期の経常収支は黒字を維持しており需給面の堅調さも MYR を下支えしそう。引き続き外部要因次第という状況に変わりはないが、年明け以降も米国の利下げが継続すれば MYR 相場の主戦場も段階的な持ち直し方向に移っていくものと思われる。

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 は約 4 年ぶりに利下げを実施

マーケット・エコノミスト

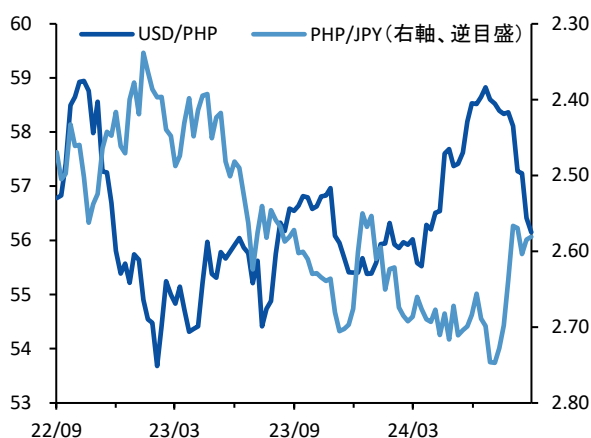
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

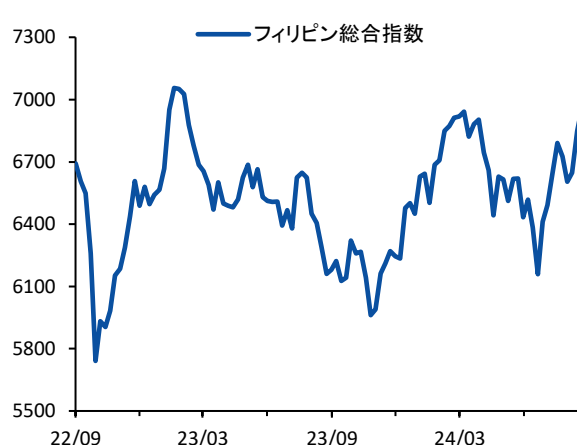
- 8 月の PHP は+3.97%と大きく上昇。58.3 付近で取引開始。月を通して対ドルでじりじり買われる展開となり、30 日には今年 4 月以来の高値となる 56.1 付近にまで上値を伸ばした。底堅い域内経済指標に加え、米金利低下やアジア通貨全般の上昇、そしてフィリピン株高など、支援材料が積み重なった。
- 8 月 6 日公表の 7 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.37%と、市場予想の同+4.1%および 6 月の同+3.72%を上回った。総合ベースでは、8 か月ぶりに BSP の目標圏内(+2.0~+4.0%)を上抜けた。他方、食品とエネルギーを除くコア CPI は+2.9%となり、26 か月ぶりの低水準となっている。総合とコアの対照的な結果からもわかる通り、インフレを押し上げたのは非コア項目である。具体的には、「家賃・光熱費」の項目が、6 月の+0.1%から+2.3%へ大きく加速した。
- BSP は 15 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従来の 6.50%から 6.25%に引き下げた。上述の物価統計、および堅調な結果になった 4~6 月期 GDP 統計の結果を受け、市場予想は割れていたものの、今までの BSP 高官によるハト派な情報発信通りに利下げが選択された。利下げ開始の背景としては、ここもとの PHP 安の修正、および FRB のハト派シフトへの期待、国内におけるコメ価格のピークアウトなどが挙げられよう。
- 先行きに関しても、緩やかな利下げを続ける公算だ。レモロナ BSP 総裁は、「同じ方向への動きが必要になる」「年内 1 回かそれ以上の利下げ余地がある」と述べており、利下げ継続は明白だ。一方、声明文においては、インフレの上振れリスクへの警戒を続け、「慎重なアプローチ」を取り続ける、と記されている。内需にも目立った失速感がない以上、▲50bp への利下げ幅拡大は現状支持されない。▲25bp ずつの利下げ継続を基本線としつつ、途中据え置きもまぶし、2025 年末にかけ利下げの終着点を探る展開が予想される。
- 9 月の PHP 相場は、戻り売りを予測する。BSP の利下げ継続に向けた意思は強く、BSP のハト派な情報発信は PHP の重しになろう。翻って、FRB に対するハト派傾斜期待は既に相応に高く、米金利の一層の低下の可能性は高くはない。主に金利面から、売り戻される展開を見込む。そのほか、米労働市場の軟化もあつてか、仕送り労働者からの送金が伸び悩んでいることには警戒を払いたい。国際収支上は第二次所得収支として計上されるが、これは同国の経常収支においては存在感が非常に大きい。需給面での PHP 買い圧力の後退に警戒したいところだ。

図表 13: フィリピンペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

シンガポール:SGD の次の動きは？

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

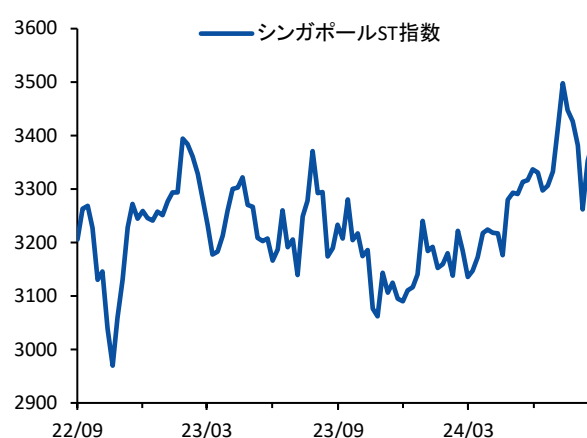
- 8月のSGDは月間で+2.2%の上昇。米7月雇用統計をはじめ米経済指標の軟化、ジャクソンホール経済シンポジウムでのパウエルFRB議長の講演内容から利下げ期待が高まる中でドル売り優勢の相場であったが、周辺国通貨ではMYRやIDRが大きく値を伸ばしており、上昇幅は限定的であったとも言える。S\$NEER(名目実効為替レート)の動きを見るとやや軟調に終わった印象だが、相変わらず政策バンドの上限付近を推移する状況に変わりはない。
- シンガポールの7月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.4%と6月から▲0.1%ポイントの減速、民間道路輸送と住居費を除くコアCPIは同+2.5%と▲0.4%低下した。幅広い分野でインフレの鈍化が確認されており、シンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)が現在の政策スタンスからタカ派色を強める動機はかなり弱まったと言える。物価の基調は下方向にあり、MASはエネルギー、食品、輸送コストといった短期的なインフレリスクをより意識するようになっている。
- もっとも、インフレの水準が過去と比較してまだ高いためMASが積極的に政策転換を行う状況には至っていないが、SGD高方向の金融政策が期待できない以上、SGDの上昇幅は限定的と言わざるを得ない。ドル高圧力が後退している中で、各国の金融政策の自由度は増していくだろうが、シンガポールに関しては景気後退や労働市場の悪化の兆候が出て初めて政策転換が検討されていくことになるだろう。
- 一方、市場の想定通り9月にFRBが利下げ局面に入れば、ドルが低下してSGDが相対的に上昇するという見方もあるだろう。それは決して間違った想定ではないが、米国のソフトランディングを前提として市場がリスクオンに傾いた場合も、SGDへのプラスの波及効果は周辺国の通貨には及ばないだろう。これは8月の相場を振り返っても想像に難くない話だ。逆に、米国のソフトランディング・シナリオが崩れた場合も、リスクオフ通貨として選好されるのはSGDではなくドルになるだろう。むしろその場合、MASの金融政策に急速なこ入れが入ることとなればSGDの下落圧力は強まる展開が予想される。
- 9月のSGDについては、まず8月米雇用統計の内容に注目が集まる。9月FOMCの利下げはほぼ確実だが、結果次第では大幅利下げも見込まれる状況だ。今月は特に米経済指標の結果に一喜一憂するような相場になると思われる、それ故にSGDも変動幅を持ちながらも方向感の出にくい動きとなると思われる。かかる中、9月のSGDは対ドルで1.27~1.34で推移すると見込む。

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: THB は持ち直しも複数のリスク要因が煽る

シニアマーケット・エコノミスト

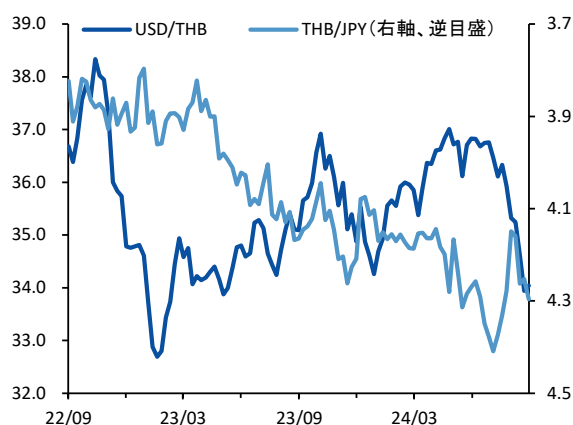
堀 亮大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

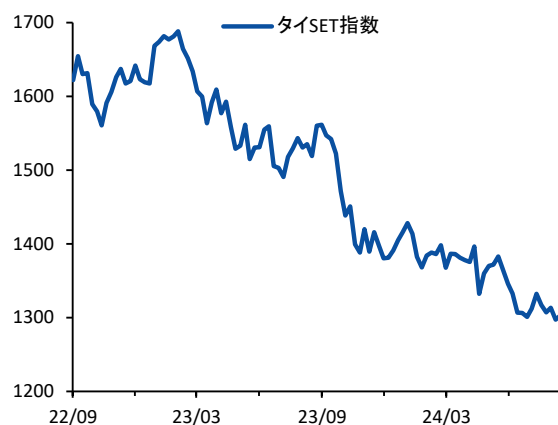
- 8月のTHBは年初来高値を更新した。月初35台半ばで取引を開始、FOMCの内容や米7月雇用統計を受けて米金利が低下し、THBは上昇。中旬、国内の政情不安が嫌気されて上昇は一服するも、FRBの利下げ観測が支援材料となりTHBは再度上昇。下旬にかけては、ジャクソンホール経済シンポジウムでのパウエルFRB議長の発言内容が意識されてTHBは上値を伸ばし、月末にかけては年初来高値を更新する34を下回る水準で取引された。
- タイ憲法裁判所は、下院野党の最大勢力である前進党に対して解党命令を下した。また、与党筆頭で貢献党所属のセター前首相は内閣改造人事が違憲であると判断され失職した。後任はタクシン元首相の次女ペートーンタン氏が就任しているが、一連の憲法裁判所による決定の裏には貢献党と連立を組む親軍政党の意向が反映されたとの見方もある。これに対して、貢献党のソラウォン幹事長は親軍政党である国民国家の力党(PPRP)を次期政権から排除する方針を示してけん制しており、国内の政情不安が再燃している。
- タイ中央銀行(BOT)は21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。声明文では国内の景気動向について、想定通りの成長が続いているとした。片や物価動向については、BOTの予想よりも低い水準で推移していると総括。今後は目標レンジの+1.0~+3.0%の水準に近づくとしているが、資源価格の動向や政府の補助金の延長など双方向のインフレ変動要因が混在する状況であり、その動向を確認する必要があるとした。
- BOTは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した。利下げについては、家計や企業部門の金融環境や物価動向を見極めた上での決定となると思われる。本欄では為替の観点から米国の利下げ実施以降と考えてきたが、その想定に変更はない。BOTの現状の政策金利への評価やタイ経済の低成長化は金融政策によって解消できるものではないと従前から主張していることを踏まえると、急速なハト派傾斜の可能性は依然限定的と考えられる。
- 9月のTHBは底堅い動きを予想する。次回FOMCでの利下げが視野に入っていることは、年初以降、ドルに押された時間帯が続いたTHB相場やBOTにとっては朗報と言える。タイ経済は外需部門の健闘が目立っており、財輸出や観光業をはじめサービス輸出がTHBの実需を支えることが期待できるが、今後は一層外需依存が強まりそうな点は気がかりである。

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:ウクライナの越境攻撃が RUB 安に波及か

シニア為替ストラテジスト

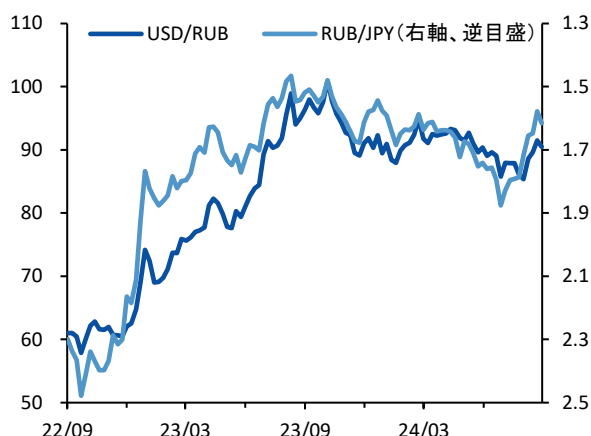
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

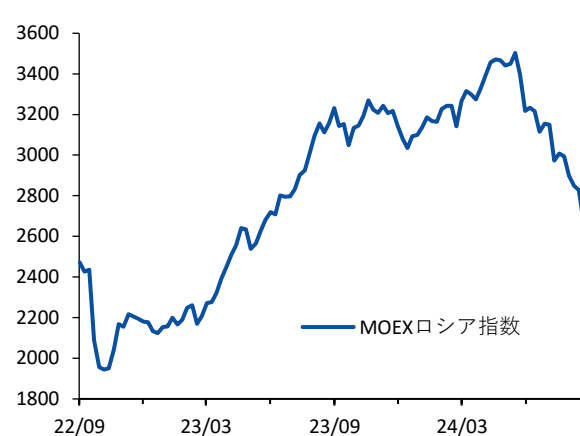
- 8月のRUBは対ドルで約▲5.0%もの大幅な下落となった。8月初めの急落に関しては7月会合での日本銀行のタカ派化、および8月初めの米経済指標の悪化を背景とするグローバルなリスクオフに伴い原油価格が大幅下落したことに沿った動きと見られるが、原油価格が持ち直した後もRUBは下落が続いている。8月6日以降のウクライナ軍によるロシア・クルスク州への越境攻撃を受けたロシア国内の不安の拡がりが増している可能性があるだろう。
- ロシア・ウクライナ戦争が急展開を見せている。ウクライナ軍は8月6日に越境攻撃を開始し、9日には欧州向け天然ガスパイプラインの主要な設備がある国境近くの都市スジャをほぼ制圧した。ウクライナ側は19日時点で92集落に及ぶ1,250平方キロ(東京23区の2倍に相当する面積)を制圧と主張している。ウクライナ軍が奇襲に踏み切った背景として、ゼレンスキー大統領は「緩衝地帯」を設けることが目的と語ったほか、各種シンクタンクはウクライナに有利な戦況を作り出すことでロシアを和平協議に応じさせる思惑がある可能性を指摘しているが、ロシア大統領府のウシャコフ報道官は19日に和平交渉入りの可能性を否定している。8月にはインドのモディ首相がウクライナを訪問するなど、各国からも停戦に向けた働きかけがされていると見られるが、ウクライナ戦争の先行きは依然として見通し難い。
- ロシアの経済指標では、9日に2024年4～6月期の実質GDP成長率が発表されており、前年同期比+4.0%と1～3月期の同+5.4%から減速し、市場予想の同+4.2%も下回った。経済成長は続いているものの、小売売上高や鉱工業生産、建設業契約数など、個別の経済指標でも減速が鮮明となっている。軍事支出の拡大や、賃金の上昇を背景とするロシア経済の過熱状態が緩和に向かいつつある可能性がある。
- 8月29日時点でも、ウクライナによる越境攻撃は続いている。金融市場への影響は必ずしも定かではないが、9月以降のRUBも不安定な展開が続くと見るのが妥当であろう。

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: MOEX ロシア指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:南ア準備銀行は 9 月に利下げ開始へ

シニア為替ストラテジスト

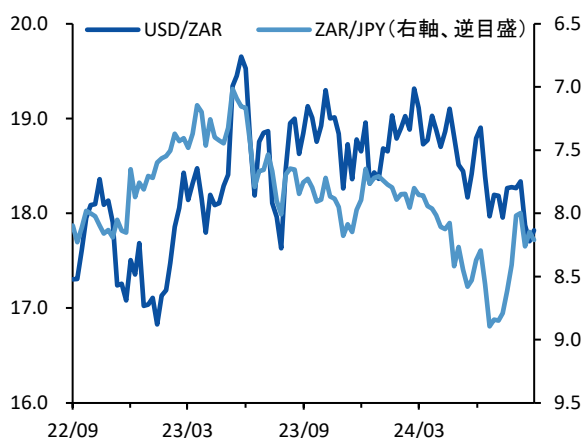
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

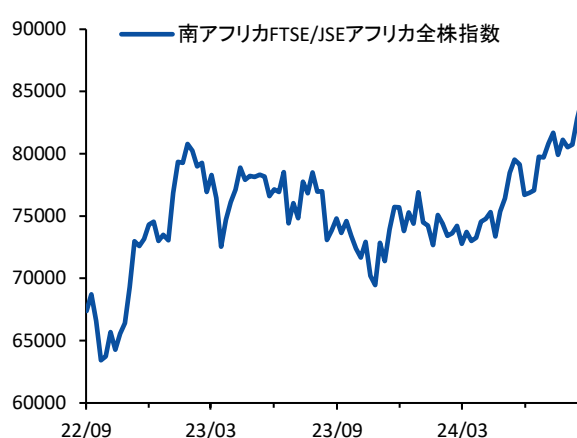
- 8 月の ZAR は対ドルで約+2.2%上昇する一方で、対ユーロや対円ではほぼ横ばいとなった。8 月初めには日銀のタカ派化、米国の景気後退懸念を背景にグローバルにリスクオフが拡大し、ZAR にも下落圧力が強まったが、市場が落ち着きを取り戻すにつれ持ち直した。その後は 9 月 FOMC での米利下げ期待の高まりとともに、市場はリスクオンの様相を呈しつつあり、高金利通貨の一角である ZAR にも追い風環境となっている。
- ZAR の持ち直しは、FOMC の政策発表の翌日の 9 月 19 日に南アフリカ準備銀行(SARB)が利下げを開始するという見方をサポートするものである。8 月に発表された経済指標も、9 月利下げをサポートする内容となった。7 月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+4.6%と 6 月の同+5.1%から伸びが鈍化した。コア CPI を含む幅広い項目で価格の伸びが鈍化している。一方、2024 年 4~6 月期の失業率は 33.5%と 1~3 月期の 32.9%からさらに悪化した。景気の下支えの必要性を示すものであろう。
- 現在 8.25%の政策金利の引き下げは緩やかなペースで行われると見られ、現在のリスク選好的な環境が続けば、ZAR への悪影響は限定的であろう。とはいえ、ZAR は外部環境に影響を受けやすく、米景気懸念や、中国の景気減速に対する警戒が再び強まるようであれば、値動きが不安定化するリスクがある点には注意が必要となる。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ：家計・企業のインフレ期待は高止まり

シニア為替ストラテジスト

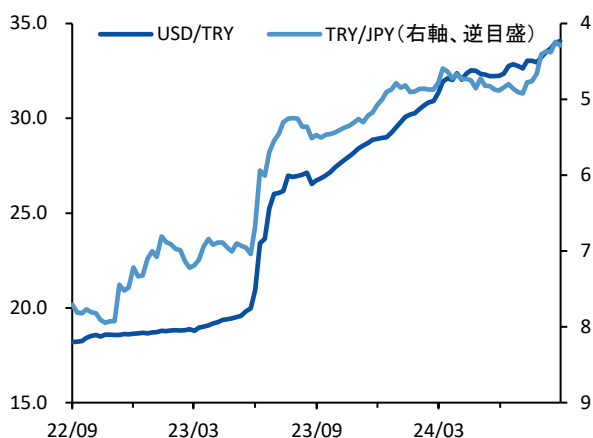
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

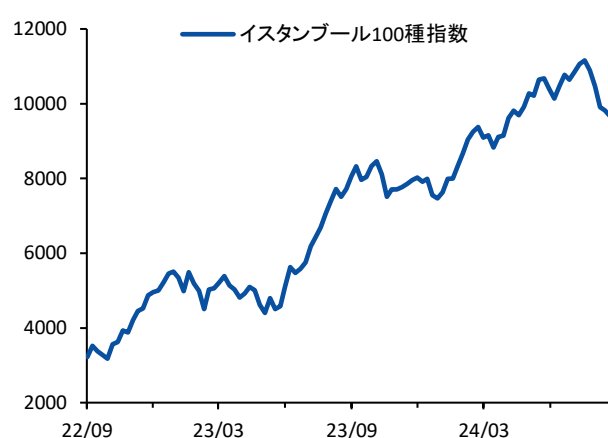
- 8月のTRYは対ドルで約▲2.7%、対ユーロで約▲4.7%、対円で▲5.2%下落した。8月23日のジャクソンホールにおける講演でパウエルFRB議長が9月会合での利下げを事実上「予告」し、グローバルにドルが下落しリスク資産に追い風となっている状況を考慮すれば、TRYの弱さは他の新興国通貨との対比で目立っている。トルコ家計・企業のインフレ期待の高止まりとそれに伴う外貨買いの再開が影響している可能性があるだろう。
- トルコ中央銀行(CBRT)は8月20日の金融政策決定会合で市場予想通り現在50.00%の政策金利の据え置きを発表した。据え置き決定は5か月連続。引き続きインフレ抑制に注力し、目標達成を目指していく姿勢を示した。CBRTは「インフレ期待と価格設定行動を、CBRTの予測と一致させることが、デフインフレのプロセスにおいて重要になっている」と述べ、インフレ期待のコントロールが重要という姿勢を示している。
- トルコの消費者物価指数(CPI)は7月時点で前年同月比+61.8%と高水準だが、CBRTは8月8日に公表した四半期インフレーションレポートの中で、2024年、2025年、2026年のインフレ見通しをそれぞれ前年比+38%、同+14%、同+9%とし、伸び率が鈍化する見通しを示している。しかし、トルコの家計や企業のインフレ期待は、CBRTの調査から明らかなように、CBRTの予測対比で高止まりしている。こうした家計や企業の高いインフレ期待は、トルコの経済活動を活性化させる要因となる一方で、家計の資産防衛的な外貨買いなどを通じてTRY安継続につながり、CBRTのインフレ抑制に向けた取り組みを困難なものとしている。
- 9月上旬には2日に2024年4~6月期実質GDP成長率が、3日に8月CPIが公表される。小売売上高や鉱工業生産といった主要実体経済指標を見る限り景気拡大の勢いは鈍化した可能性が高く、CPIもベース効果(前年比較時点の物価水準が高いために計算上、前年比較時点のCPI伸び率が低く出る現象)から伸び率が大幅に鈍化する見通しだ。CBRTのインフレ抑制に向けた取り組みは前向きに進展していると見られるものの、家計・企業のインフレ期待の抑制がTRY安圧力の再燃を抑制するうえでは課題となる。

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 は利上げも辞さない姿勢を強調

マーケット・エコノミスト

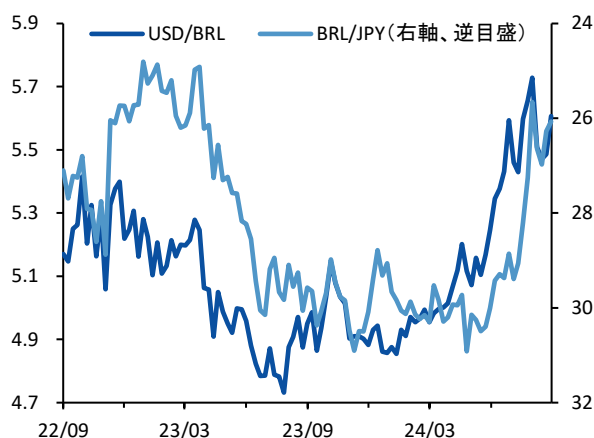
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 8 月の BRL は+0.78%と反発した。5.70 付近で取引を開始。米 7 月雇用統計公表後の金融市場の混乱を受け、5 日には一時 21 年 3 月以来の安値となる 5.85 付近に沈んだものの、その後はブラジル中央銀行 (BCB) 高官のタカ派な発言やブラジル株高が下支えとなり、19 日には 5.40 を割り込んで反発。その後は、域内経済指標の弱めの結果や米金利の下げ止まりが重しになる中、5.70 を目指し売り戻される展開。もっとも月末にかけては、BCB によるスワップ市場でのドル売り介入を受け、BCB 安は抑制された印象だ。
- 8 月 27 日に公表された 8 月中旬までの 1 か月間の消費者物価指数 (IPCA-15) は、+4.35% (前年比、以下同様) と、前月の +4.45% から伸びが鈍化した。エネルギー価格の伸びが弊行試算で +7.51% と 10 か月ぶりの高い伸びになったことは気がかりだが、食品・飲料およびエネルギーを除いた指数は +3.81% と 2 か月ぶりに伸びが鈍化しており、基調的物価は強まっではない。
- BCB は 9 月 18 日、金融政策委員会 (Copom) を開催する予定だ。7 月会合の議事要旨 (8 月 6 日公表) では、利上げ路線への転換も辞さないことが明言され、市場の注目を集めた。インフレ再燃や BRL 安などを受け金利先物市場では先々の利上げが織り込まれていたが、BCB もそれを追認した格好。BCB に低金利政策をするよう圧力をかけてきたルラ大統領だが、ここに来て BCB に対し「必要であれば利上げを行うべき」と発言しており、政権からの介入も、市場からの圧力によって後退している様子がうかがえる。
- もっとも本欄では、BCB の利上げを基本線とはしない。そもそも 4 月以降の BRL 安の主因は財政プレミアムにあると考えており、利上げで対処しても為替市場の反応は限定的だろう。最近の BCB 高官の発言に目を移しても、利上げ実施を強く示唆しているわけではない。上述の通りインフレ再上昇が一服していることも考慮に入れば、利上げ実施は見送られ当面は政策金利の据え置きが続くだろう。なお 28 日、次期 BCB 総裁としてガリゴロ理事が指名された。本命視されていたので市場の反応もなく、今後議会での承認に至る見込み。
- 9 月の BRL 相場は、段階的な買い戻しを想定する。中銀の独立性に疑念を唱える向きも後退しており、上述の通り利上げが行われるとは想定しないが、当面の間は利上げ含みの姿勢は継続しそうであり、FRB の政策転換も考慮に入れば、金利面で買われやすい地合いが予見される。BCB の為替介入実施も、BRL の下支えとして作用するだろう。

図表 23: ブラジルレアル相場 (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：司法制度改革の進展が逆風に

マーケット・エコノミスト

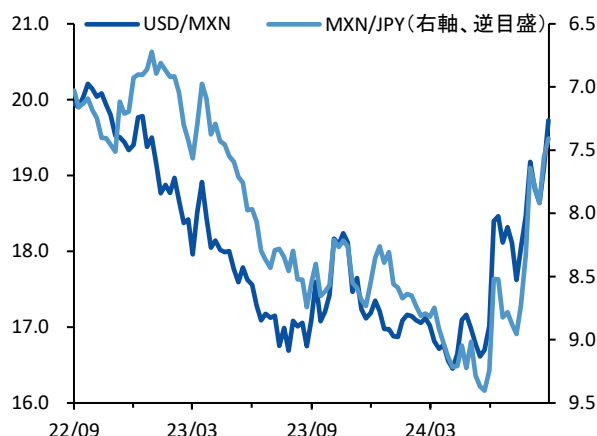
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

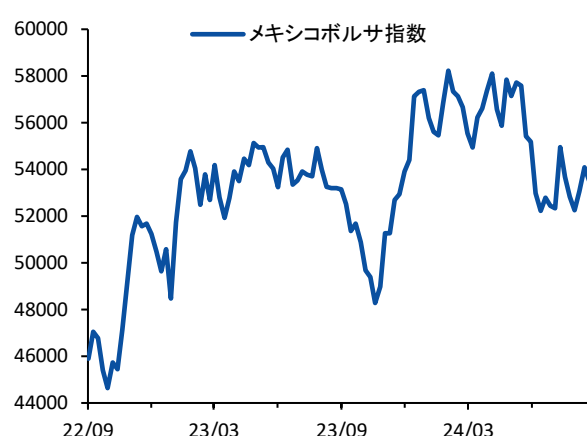
- 8月のMXNは▲5.63%と続落した。18.6付近で取引開始。米7月雇用統計公表後の金融市場の混乱を受け5日には一時22年9月以来の安値となる20.2付近に沈んだものの、その後は資源価格やメキシコ株の上昇を受け、中旬には月初水準を回復した。ただ、下旬にかけてはメキシコ司法制度改革に絡んだ不透明感が嫌気され、19台後半に水準を下げて引けている。
- 7月半ばから8月初旬にかけての世界的な金融市場の混乱が一巡し、FRBのハト派傾斜期待もあり、多くの新興国通貨は対ドルでの買い戻しが目立つ。半面でMXNは劣後しており、固有の要因を探ることになる。
- 上述の通り、与党国民再生運動(MORENA)を中心とした左派連合による司法制度改革法案の議会提出、それに懸念を示した米国やカナダとの関係悪化がMXNの逆風になっている。8月16日、左派連合は司法制度改革法案を議会に提出したが、最高裁を含む判事を国民による直接投票で選出する内容を含む。市場経済への介入が目立ったオブラドール現大統領(アムロ、任期は9月末まで)政権でも、司法が政権の行き過ぎた政策に制約をかけてきた経緯もあり、司法の有名無実化や政権による市場経済への介入の強まりが懸念される。27日には同法案が議会委員会で承認され、今後上下院での審議に移る見込みだ。なお、改憲には議会の3分の2の賛成が必要。
- 9月から始まる議会においては6月の総選挙結果を反映し、左派連合は下院ではこれを優に上回る議席数を有する一方、上院では僅かに届かない議席数(3議席不足)を確保するはずだった。しかし28日にはシェインバウム次期大統領が、上院の野党議員2名が与党連合に加わることを明言。よって、与党連合は上院においても3分の2まであと1議席までに迫ることになる。すなわち、9月中にも司法制度改革法案が上下院を通過する可能性がある。
- これらの情報を総合すれば、9月のMXNも軟調推移を予測するのが妥当だ。短期的には司法改革にまつわるヘッドラインが材料視されやすい展開が見込まれる。紙幅の都合でメキシコ中央銀行(Banxico)の金融政策は割愛したが、最近の高官発言などを踏まえれば、8月会合の利下げ再開に続き9月会合でも利下げが選択されそう。FRBの政策転換がよいよいよ始まりそうなことは好材料だが、それだけでは現状のMXNを支えられないだろう。もっとも、シェインバウム次期大統領の政権に移行する10月以降に関しては、比較的マーケットフレンドリーな同氏の姿勢を反映し、MXNの逆風は弱まると想定する。

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 1～8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)	7.0844 ～ 7.2775	7.0913	7.18	7.20	7.15	7.10	7.05
香港ドル	(HKD)	7.7697 ～ 7.8387	7.7984	7.80	7.80	7.78	7.77	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ～ 83.988	83.871	83.8	84.5	82.2	80.9	80.5
インドネシアルピア	(IDR)	15310 ～ 16478	15455	15680	16350	16200	16000	15800
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ～ 1400.00	1337.80	1320	1330	1310	1290	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.3100 ～ 4.8053	4.3205	4.45	4.56	4.52	4.45	4.40
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 58.930	56.138	56.5	58.4	57.8	57.2	56.8
シンガポールドル	(SGD)	1.2999 ～ 1.3670	1.3059	1.31	1.36	1.34	1.33	1.33
台湾ドル	(TWD)	30.663 ～ 32.922	31.956	31.8	32.1	31.8	31.3	30.8
タイバーツ	(THB)	33.86 ～ 37.18	33.86	34.8	36.2	35.3	34.8	34.6
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	24875	25000	25200	24900	24800	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 95.4670	90.4653	91.0	92.0	91.0	90.0	89.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.5965 ～ 19.3899	17.8206	17.8	17.7	17.6	17.5	17.4
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 34.4898	34.0756	33.5	33.0	32.5	32.0	31.5
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8314 ～ 5.8551	5.6068	5.55	5.40	5.42	5.45	5.47
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 20.2181	19.7252	19.8	19.4	19.0	18.8	19.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.830 ～ 22.256	20.614	19.78	19.58	19.58	20.00	20.43
香港ドル	(HKD)	18.032 ～ 20.733	18.742	18.21	18.08	17.99	18.28	18.56
インドルピー	(INR)	1.691 ～ 1.939	1.743	1.69	1.67	1.70	1.76	1.79
インドネシアルピア	(100IDR)	0.876 ～ 0.999	0.946	0.906	0.862	0.864	0.888	0.911
韓国ウォン	(100KRW)	10.368 ～ 11.735	10.924	10.76	10.60	10.69	11.01	11.34
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 34.507	33.592	31.91	30.92	30.97	31.91	32.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.451 ～ 2.776	2.581	2.51	2.41	2.42	2.48	2.54
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 120.03	111.94	108.40	103.83	104.87	106.77	108.43
台湾ドル	(TWD)	4.335 ～ 4.976	4.573	4.47	4.39	4.40	4.54	4.68
タイバーツ	(THB)	4.018 ～ 4.465	4.297	4.08	3.90	3.97	4.08	4.16
ベトナムドン	(10000VND)	0.5646 ～ 0.6365	0.5854	0.57	0.56	0.56	0.57	0.58
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.552 ～ 1.907	1.616	1.56	1.53	1.54	1.58	1.62
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.973	8.203	7.98	7.97	7.95	8.11	8.28
トルコリラ	(TRY)	4.071 ～ 4.978	4.281	4.24	4.27	4.31	4.44	4.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	24.416 ～ 31.200	26.079	25.59	26.11	25.83	26.06	26.33
メキシコペソ	(MXN)	7.087 ～ 9.455	7.411	7.17	7.27	7.37	7.55	7.58

注: 1.実績の欄は 2024 年 8 月 30 日まで。SPOT は 9 月 2 日の 7 時 00 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 30 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。