

2024 年 10 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国：米国利下げで概ねドル全面安の相場に.....	2
中国：PBoC は遂に大規模な金融緩和策を公表	3
インド：好調な資金流入が INR の下支えに	4
インドネシア：BI は利下げを前倒して実施	5
韓国：外部環境の変化が KRW を下支え	6
マレーシア：MYR は年初来高値を断続的に更新	7
フィリピン：BSP のハト派姿勢は継続	8
シンガポール：米国利下げを受けた MAS の動きは	9
タイ：政局不安は小休止となるか	10
ロシア：ロシア中央銀行はサプライズ利上げを実施	11
南アフリカ：南ア準備銀行は利下げを開始	12
トルコ：トルコ中央銀行はややハト派寄りにシフト	13
ブラジル：BCB は利上げ路線に転換	14
メキシコ：司法制度改革法案が成立、影響を注視へ	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：米国利下げで概ねドル全面安の相場に

シニアマーケット・エコノミスト

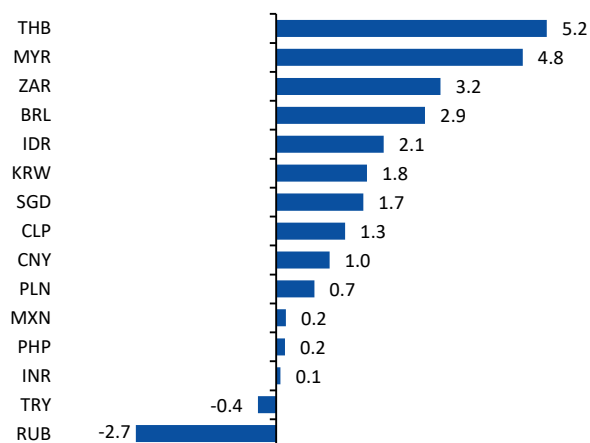
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

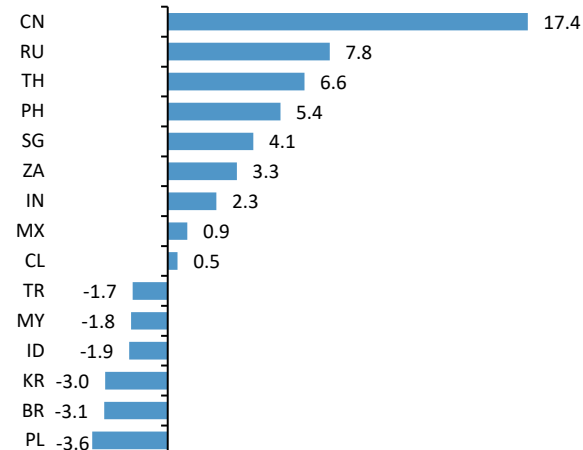
- 9 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+1.7%。同指数は 1760 台近辺で取引を開始。月初、米 8 月雇用統計をはじめ複数の経済指標の軟化や米半導体株の下落の影響がドルにも及び、同指数はじりじりと上昇。中旬は 9 月 FOMC での大幅利下げ期待が強まり、実際に▲50bp の利下げが実施されたことで同指数は 1780 台に乗った。下旬にかけても CNY の対ドルでの上昇などが支援材料となり一時 1790 台前半まで続伸した。
- 通貨別で見ても概ねドルの全面安の様相。前月に続き ASEAN を中心にアジア通貨の持ち直しが目立った。米金利低下と FRB のハト派傾斜の影響が残りつつ、インドや中国など株式市場にまとまった幅で資金が流入したことも支援材料になったと考えられる。東欧通貨も大崩れなく、ユーロの堅調に加えて複数の国で金融政策のハト派色が弱まったことも影響した印象だ。
- 注目の 9 月 FOMC では▲50bp の利下げを決定、利下げは 4 年半ぶりとなった。8 月のジャクソンホール経済シンポジウムの時点で利下げは既定路線であり、利下げ幅が争点となっていたが、7 月に利下げを実施しなかった分を加味して大幅利下げに至った。また、ドットチャートは全体的に下方修正されているが、今年末の政策金利水準でさえ意見が割れている様だ。具体的には利下げ無しから 3 回まで予想が散っている。パウエル議長は米経済を堅調と総括しており、今回の対応は大幅な景気減速懸念に対する予防的な対応だった印象を受ける。25 年以降の利下げ軌道を見ても四半期に一度▲25bps ペースの仕上がりとなっている。あくまで今後のデータ次第の側面もあるが、大幅利下げが継続する可能性は現時点で限定的と思われる。
- 一方で、米国が利下げ局面に入ったことによって、上半期のようなドル優勢の相場には戻りにくくなったのも事実だ。こうした状況下、新興国の金融政策の幅が広がっていくことが予想され、既に中国では通貨安圧力が減退したことで大規模な金融緩和を発表している。もっとも、その政策転換のタイミングは国によってまちまちであり、今四半期についてはまず各国中銀の政策転換の動きが注目される。また、政治面では米国大統領選挙も近づいている。為替の面ではトランプ再選に伴う保護主義化とドル高への回帰が警戒されやすいが、そもそも過去の結果を振り返っても大統領選後は程度の差こそあれドルが選好されやすい点には留意したい。米国の利下げが新興国通貨を下支えする時間帯が続くと見込まれるが、一方向にはならないと考えておきたい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024 年 9 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2024 年 9 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:PBoC は遂に大規模な金融緩和策を公表

シニアマーケット・エコノミスト

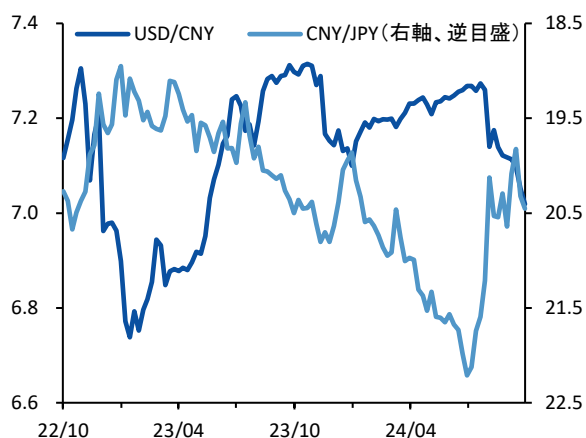
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

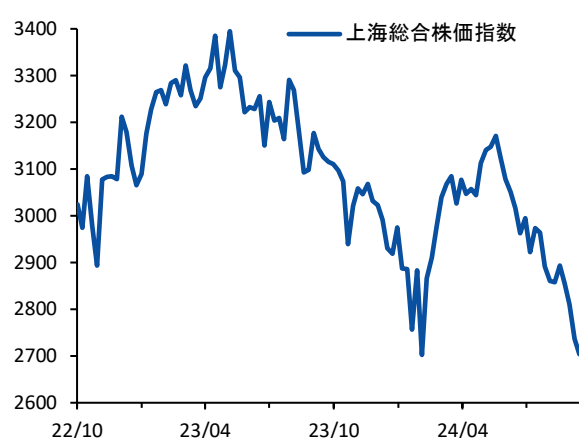
- 9 月の CNY は対ドルで続伸した。月初、7.11 台で取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計の軟化を受けて一時 7.08 台まで上昇、中旬は国内経済指標の軟化を受けて反落した。以降は 9 月 FOMC にて大幅利下げ期待が強まってドル安が進展し、米国の利下げが決定すると CNY は 7.04 台まで続伸。下旬にかけては、中国人民銀行(PBoC)が大規模な金融緩和を発表したことが好感されて、株式市場の大幅上昇に付随して節目の 7.0 に接近した。
- 7~9 月期実質 GDP 成長率が前四半期から鈍化することが現実味を帯びてきている。8 月鉱工業生産、小売売上高の結果は前者が前年比+4.5%と市場予想の同+4.7%を下回り、後者は同+2.1%とこちらも市場予想の同+2.5%を下回った。年初以降、鉱工業生産と小売売上高の勢いは減速基調にある。また、懸案の不動産関連指標についても、年初来からの不動産投資実績は前年比▲10.2%と 2 ケタ台のマイナス幅となっている。
- 8 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.6%と 7 か月連続でプラスを記録、数字上は半年ぶりの高水準となった。一方、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.3%と 7 月から▲0.1%ポイント減速した。天候不順により生鮮野菜が同+18.1%と CPI 上昇に寄与したが、コアベースについては 21 年 3 月以来の低水準に留まった。変動性の高い品目のインフレによって、その他の品目に対する需要が減退したことが要因として考えられる。
- かかる中、下旬にかけて中国人民銀行は金融緩和を発表した。主な内容は、市中銀行への貸出金利にあたる 1 年物 MLF レートを▲30bp、預金準備率を▲50bp 引き下げた。また、株式市場に対しては、機関投資家による株式購入や企業の自社株買いに際しての資金支援を実施する方針を示し、不動産部門については、住宅ローンの頭金比率の上限引き下げと既存の住宅ローン比率の引き下げ、複数の銀行に対して 1 兆元規模の資金注入を行うとしている。
- 今後はこれらの政策について、波及ルートとともにその効果を確認するフェーズに入るが、財政政策の面からも雇用や消費者心理の悪化に伴う個人消費の停滞に対してより即効性のある処方箋が必要であると思われる。10 月中旬に控える 7~9 月期実質 GDP 成長率の公表前後においてこれまでの CNY 高の動きにも調整が入る可能性があること、足許にかけて、FRB の大幅利下げ継続期待も後退しつつある中で、7.0 割れの定着は尚早であると予想する。かかる中、10~12 月期の CNY のレンジを対ドルで 6.95~7.25 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: 好調な資金流入が INR の下支えに

マーケット・エコノミスト

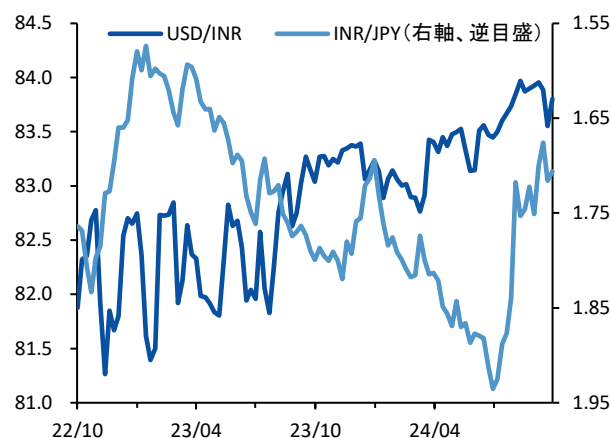
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

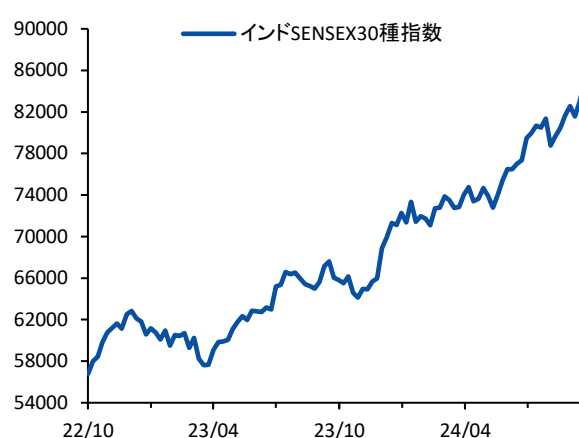
- 9 月の INR は+0.08%と小幅に上昇した。月前半は、材料に欠ける展開の中で、インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり、84 手前で動意薄の展開。月後半は、インド株の大幅上昇が好感され、23 日には 7 月以来の高値となる 83.4 に上昇した。その後はやや売り戻され、結局 83.8 付近で引けている。
- 9 月の INR の買い戻しには、海外投資家による資金フローも相応に寄与している可能性が高い。8 月には、海外投資家によるインド株の買い越し額が大きく縮小したが、9 月は月次ベースで年初来最高を更新する勢いの買い越しペースとなっている。なお中旬には、世界株価指数におけるウェイトで、中国を追い抜いたことが大きく報じられた。中国株からインド株へのシフトはここ数年の潮流であり、これは直接投資のフローなどでも見て取れる。直接投資や株式投資におけるアロケーションの変化は、中長期的に INR の下支えとなろう。
- RBI は、10 月 9 日に金融政策委員会 (MPC) の結果を公表する予定だ。過去の本欄でも論じている通り、インフレ情勢は完全に落ち着いているとはいえず、筆者は引き続き 12 月会合での利下げ開始を見込んでいる。もっとも、ここまでの内需の失速感を受け、10 月会合でややハト派に態度を変更させる可能性は十分にあらう。9 月の総合 PMI (速報) は 59.3 となり、年初来で最低水準を更新した。そのほか、電力需要などの高頻度データを確認しても、内需の失速は支持される。現行の RBI の政策スタンスは「金融緩和の引き揚げ」とタカ派的な書きぶりになっているが、これに変化が加わる可能性を意識したい。ダス RBI 総裁の直近の発言機会でも、利下げ示唆などは全く行われず、むしろ中期的な経済見通しの強さへの言及が目立った。10 月利下げ開始はリスクシナリオだ。
- 10 月の INR 相場は、底堅い推移を見込む。一部では RBI が 10 月会合で利下げに踏み切るとの予測もあるだけに、筆者の想定通り据え置きとなれば、ハト派傾斜期待が剥落、金利面で選好されよう。内需は減速しつつあるとはいえ頑健さを保っており、海外投資家による資金流入の継続も期待できよう。資金フローをめぐる動向は、他の新興国対比で楽観的な見方を持っている。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。INR は、2023 年前半には 82.5 を中心としたレンジにあったが、今年 4 月以降には 83.5 を中心としたレンジに切り替わっている。FRB の利下げ開始という一つの転換点を迎えた中で、INR も次の落ち着きどころを探る展開となろう。

図表 5: インドルピー相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

インドネシア:BI は利下げを前倒して実施

マーケット・エコノミスト

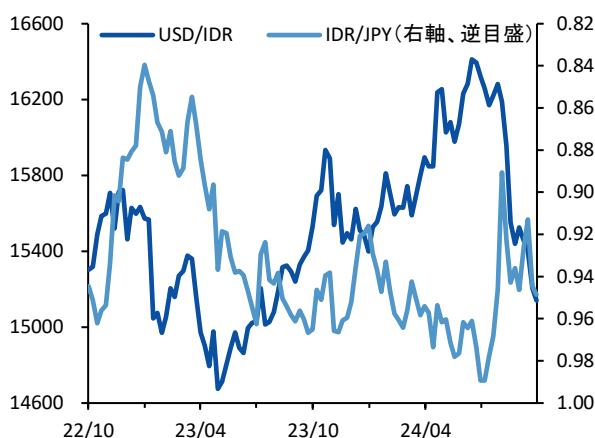
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の IDR は+2.08%と上昇した。IDR は 15500 付近で取引開始。月を通して対ドルでじりじりと買われる展開となり、25 日には 2023 年 7 月以来の高値となる 15070 に上昇した。その後は米金利の下げ止まりなどが重しになり、15140 で月を越している。1 か月を振り返ると、米金利低下やアジア通貨全般の上昇に加え、外国人投資家によるインドネシア株式の大幅な買い越しなど、IDR にとって上昇要因が多い 1 か月となった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 17~18 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%から▲25bp 引き下げ、6.00%とした。利下げ実施は 2021 年 2 月以来、実に 3 年半ぶりである。従前は 10~12 月期の利下げ開始が示唆されていただけに、前倒しとの印象が強い。物価情勢や為替動向に鑑みれば前回会合までの利下げも実施可能に見えたが、BI は FRB の動向を強く意識する中で、利下げの見送りを続けてきた経緯があった。直後に開催された 9 月 FOMC における利下げが確実視されていた外部環境が、BI の決定を後押ししたのだろう。
- ペリー総裁は、今回の利下げ実施に関し「インフレ見通しや IDR の安定、経済成長を支える必要性と一致する」、と理由を説明した。先々の金融政策に関しては、「追加利下げの余地を注視する」「追加利下げの可能性は、毎月検討する」と語るに留めた。方向こそ明確だが、連続利下げなどは積極的には検討していないようだ。筆者も、利下げ余地はそれほど大きくはないと考えている。年内もう一度の利下げが行われた後、2025 年半ばにかけて概ね四半期に 1 回の利下げが続き、BI レートは 5.00%付近で着地を迎えると想定している。毎会合、あるいは一度で▲25bp 以上の利下げは想定されない。BI も来年の実質 GDP 成長率を前年比+5.2%を上回る可能性がある、と強気の姿勢を示しており、大幅利下げは整合的とは言えない。
- 10 月の IDR 相場は、戻り売りを想定する。現状、FRB に対する大幅な利下げ継続の期待は行き過ぎている印象もあり、米金利の低下余地はそれほど大きくないようにも思える。米金利による説明力が大きい IDR にとっても、逆風になる。なお、上述の通り、9 月には海外投資家によるインドネシア株式の買い越しが目立ったが、過去の推移に鑑みれば、これだけの規模の買い越しが続くとは想定しにくい。資金フローによる下支えも、剥落に向かうと考えている。

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: 外部環境の変化が KRW を下支え

シニアマーケット・エコノミスト

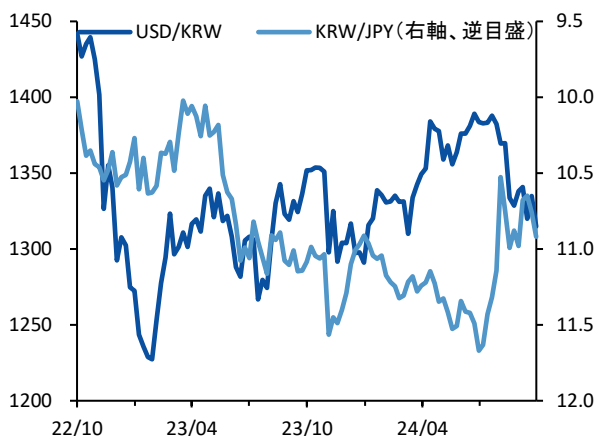
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の KRW は月末にかけて急伸し、月間で+1.8%の上昇。月初、1340 付近で取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計をはじめ米国経済指標の軟化が支援材料となるも、国内株式市場の軟化が重しに。中旬以降は米国での大幅利下げ期待に伴い値を伸ばすも、FOMC 終了後は再度一進一退の値動きとなった。下旬は、中国で大規模な金融緩和策が公表されて、CNY の対ドルでの上昇がアジア通貨全般の支援材料となり、KRW は一時 1300 に迫った。
- 4～6 月期の経常収支は+209 億ドルの黒字を記録、黒字幅は 21 年 7～9 月期以来の高水準となった。内訳をみると貿易黒字の増加が目立っており、+253 億ドルを計上、直近 8 月の輸出についても前年比+11.4%と堅調さを保っている。先行きについて、半導体メモリやコンピュータの需要は堅調に推移しており、近年貿易相手国として存在感を高めている米国の経済も軟着陸が見込まれる点は追い風となりそう。
- 8 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+2.0%、農産品や石油類を除いたコア CPI は同+2.1%を記録した。総合 CPI について、エネルギー価格上昇の効果が剥落したことを受けて 7 月から▲0.6%ポイントと大幅減速しており、韓国中銀 (BOK) が掲げるインフレターゲットに 3 年 5 か月ぶりに収まった。ここで注目が集まっているのが BOK の政策動向で、前回 8 月会合では政策委員メンバー 7 人のうち 4 人が 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ている。9 月末の李 BOK 総裁の会見では明確な材料は見当たらなかったが、着実に年内での利下げが視野に入っている。
- 本欄では BOK の利下げは経済・物価見通しが更新される 11 月を基本線に考えている。インフレ自体は減速基調にあるものの、李総裁はソウル首都圏を中心に不動産価格が再加速しつつある中で、金融政策の転換により不動産価格の上昇に拍車をかけないことを強調しており、拙速な利下げのリスクを意識している。片や、8 月の見通しでは個人消費をはじめ実質 GDP 成長率を下方修正しており、次回の更新でこうした傾向が続くのであれば、利下げの理由も説明しやすくなると思われる。いずれにせよ利下げのペースは慎重に議論されるであろうし、米国が既に利下げ局面に入っている以上、BOK の利下げタイミングが大きく為替市場に影響が及ぶとは現状考えにくい。
- 10～12 月期の KRW は FRB のハト派化や貿易黒字の拡大が支援材料となりつつ、大崩れしないと予想する。想定レンジは対ドルで 1280～1340 としたい。

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

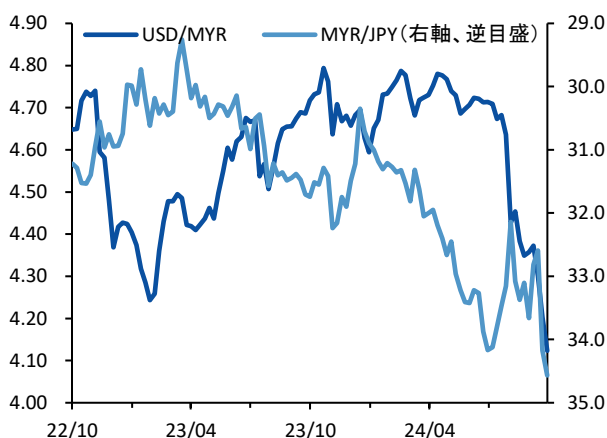
マレーシア: MYR は年初来高値を断続的に更新

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

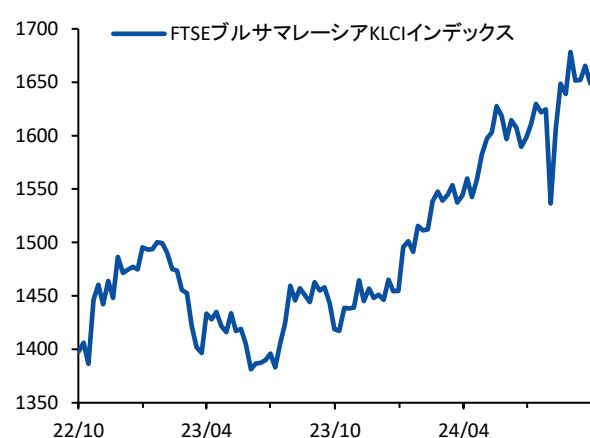
- 9 月の MYR は前月に続き年初来高値を更新し、2021 年以来となる 4.10 台を記録した。月初 4.31 台で取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計をはじめ複数の米国経済指標が低調に終わると米景気後退懸念から大幅利下げ観測が強まって MYR はじり高の展開。中旬以降も堅調な国内経済指標と FRB の利下げを見る格好で続伸し、海外からの対内証券投資も勢いづく地合いとなり、4.10 台まで年初来高値を更新した。
- マレーシア中銀 (BNM) は 5 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を 8 会合連続で 3.00% に据え置いた。声明文ではマレーシア経済について前向きな見通しが目立った。堅調な個人消費、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前回会合時の景気押し上げ要因が今後もマレーシア経済を支えていくことを指摘し、通年の実質 GDP 成長率も前年比 +5.0% に近づくとの見解を示した。
- 物価動向に関して、6 月実施の補助金制度の変更に付きディーゼル燃料の価格上昇が懸念されていたものの、8 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.9% と今のところ物価動向の大勢には変化がない。BNM は政府の政策にも影響を受けるとした上で、年間のコアインフレの見通しの上限を +3.0% としたが、24 年に入り +2% 近辺での物価上昇が定着しており、データを見る限りでは金融政策の検討に至る材料は見当たらない状況だ。
- かかる中、BNM は政策金利を据え置いたが、この決定について、来年に向けてインフレと成長の軌道を評価するために現在の動向を引き続き注視し、物価安定と持続可能な経済成長を目指すとした。堅調な国内経済の下で、直近 1 年にかけては輸入の騰勢も強まっており、今回の据え置きは MYR を安定化させる指針に合致していると思われる。片や、国内経済・物価の動きは安定的である一方で、世界経済の減速懸念がじりじりと高まっている。外需部門の景気鈍化をきっかけに BNM が今後予防的な金融緩和に動く可能性も否定は出来ないため、米国を中心に雇用やインフレの状況にも気を配りたい。
- 10 月の MYR は底堅い動きが続くと予想する。国内経済は好調ながら外部要因次第の側面も強く、米国の大幅利下げと利下げ継続や中国における金融緩和の公表も支援材料となりそう。米経済の軟着陸が見込まれる限りは対内証券投資をはじめ需給も大崩れはなさそう。かかる中、10~12 月期における想定レンジを対ドルで 3.95~4.26 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: BSP のハト派姿勢は継続

マーケット・エコノミスト

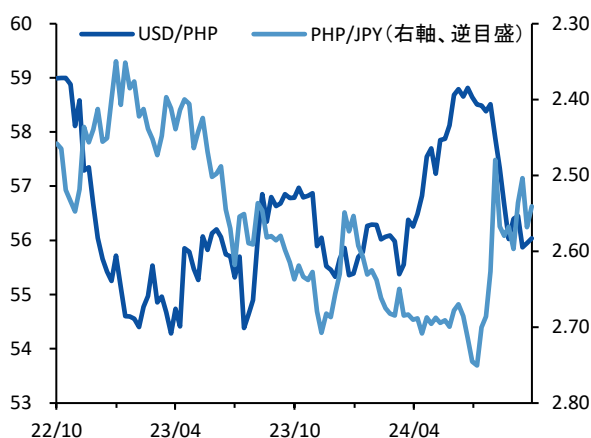
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の PHP は+0.17%と小幅に上昇。56.3 付近で取引開始。月初こそ 56 台後半に売られる場面もあったが、その後は米金利の低下やフィリピン株式の大幅上昇などが好感され、20 日には 3 月以来の高値となる 55.46 に上昇した。その後は、フィリピン中央銀行 (BSP) 高官によるハト派な情報発信が重しになる中で売り戻され、結局 56.0 付近で引けている。
- 9 月 5 日公表の 8 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+3.3%と、市場予想の同+3.6%および 7 月の同+4.4%を下回った。総合ベースでは、2 か月ぶりに BSP の目標圏内 (+2.0~+4.0%) に回帰している。また、食品とエネルギーを除くコア CPI は+2.6%となり、28 か月ぶりの低水準となっている。デイスインフレをけん引したのは非コア項目で、「食品・飲料」が同+6.4%から同+3.9%に大きく伸びを鈍化させている。
- BSP は 10 月 17 日に金融政策会合の結果を公表する。BSP は 8 月に他のアジア新興国に先行し利下げを開始しているが、その後の BSP 高官の発言に目を移しても、利下げ路線の継続を意識させるものだった。例えば、レモロナ BSP 総裁は 9 月 25 日、10 月と 12 月にそれぞれ▲25bp ずつの利下げを行う可能性がある、ハト派な情報発信を行っている。確かに、失業率は 1 年以上ぶりの高水準となっており、インフレ動向を踏まえても目先の利下げ継続に違和感はない。10 月会合でも▲25bp の利下げが行われ、来年いっぱいにかけて概ね四半期ごとに▲25bp ずつの利下げが続くだろう。
- なお、8 月以降、BSP の利下げや世界的な株の買い戻しに支えられ、海外投資家によるフィリピン株式の買い越しが目立っているが、この流れが続くかには注目したい。中国との外交問題、やや失速気味である内需など、リスク要因は内外に多く存在している。急速な資金流出の可能性にも警戒すべきだ。
- 10 月の PHP 相場は、売り戻りを想定する。現状、FRB に対する大幅な利下げ継続の期待は行き過ぎている印象もあり、米金利の低下余地はそれほど大きくないようにも思える。翻って、BSP の利下げ継続に向けた決意は相当に強いものが感じられ、市場も織り込み切っていないように思う。両中銀とも利下げ路線に変わりはないが、短期的には織り込みの程度の違いを背景に、PHP が売り戻される展開を見込んでいる。原油価格も 9 月上旬の底値からは切り返しており、資源を輸入に頼り、大きな貿易赤字が定着する PHP にとって、需給面での逆風は当面継続する公算だ。

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: 米国利下げを受けた MAS 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

- 9 月の SGD は対ドルで続伸、一時 1.28 付近まで年初来高値を更新した。米 8 月雇用統計をはじめ複数の米経済指標の軟化、9 月 FOMC における大幅利下げ期待の高まりによってドルが下落する中で、断続的に高値を更新する展開となった。FOMC 後も大きな反発はなく堅調な動きが続き、月後半に公表された中国の大規模な金融緩和策がアジア通貨を下支えしたことで、SGD は月末にかけても値を伸ばし、月間では+1.7%の上昇となった。
- 8 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.2%と7月から▲0.2%ポイント減速したが、民間道路輸送と住居費を除くコア CPI は同+2.7%と+0.2%ポイント加速した。総合インフレの減速は車両購入権(COE)の供給が拡大したことに伴う車両価格の下落によるもので、ガソリン価格の下落が今後のインフレ抑制に寄与する可能性もある。片や、コアベースはサービスインフレ率の上昇を受け、前月比では+0.3%の上昇となった。海外旅行サービス価格の上昇が目立ったが、国内サービス価格を支える消費の底堅さを示すシグナルとして、決して軽視はできない。インフレは一進一退の動きとなるだろう。
- また成長見通しについても、トレンドを捕捉しにくい状況だ。7 月小売売上高は前月比+3.1%で、6 月の同▲3.7%から回復したものの、主な要因は、自動車販売台数の増加など一部が引っ張る構図である。貿易産業省は 24 年度の経済成長予測を前年比+1.0~+3.0%から+2.0~+3.0%へ引き上げているが、成長見通しの観点からも MAS が次回会合で金融緩和を実施するという明確な根拠は見当たらない状況だ。また、今後金融緩和に舵を切ったとしても微調整に留まるだろう。インフレに対処するための引き締め政策と、インフレ率が目標値に戻ったことに伴う金融緩和政策には政策対応の濃淡が出て然るべきだ。
- 10~12 月期の SGD について、米国をはじめ世界経済のソフトランディング・シナリオを前提としたリスクオン環境が続くのであれば FRB のハト派化とドルの軟化が支援材料となるであろう。一方で、11 月に予定される米国大統領選がドルのボラティリティを高めることは避けられないと考えており、リスクオンの機運を損ねる様な動向及び情報発信には注意を払いたい。また、中国の金融緩和策を受けて市場では株価と人民元が大きく上昇しているものの、景気刺激策が实体经济にもたらす効果は依然として疑わしいことから、景気回復への道りは依然として波乱含みだろう。以上を踏まえて SGD の想定レンジを対ドルで 1.28~1.36 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: 政局不安は小休止となるか

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

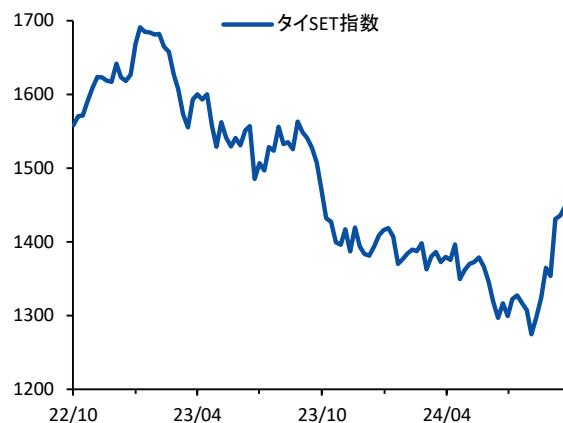
- 9 月の THB は前月に続き年初来高値を更新した。月初 34 台半ばで取引を開始。上旬は米 8 月雇用統計の軟化を受けて米金利が低下、9 月 FOMC における大幅利下げ期待が加速したことでドルが下落し、THB は値を戻す展開となった。中旬にかけては、FOMC の結果待ちの中でやや動意を欠いたが、FOMC 後も FRB のハト派化への期待から米金利低下とドル安は継続した。下旬にかけては CNY の対ドルでの上昇が支援材料となり、THB は 21 年以来となる 32.10 台まで上値を伸ばした。
- ペートンターン首相は 12 日、国会で初の施政方針演説に臨んだ。同氏は観光業の産業振興や大規模なインフラ開発を推進すると言及しつつ、8 月中旬に憲法裁判所の判決で失職したセター前首相の経済政策を概ね継承していく方針を示した。一方で、ペートンターン首相も閣僚としての実務経歴がないこと、所属する貢献党と協力してきた親軍政党の主流派が離脱したことなどもあって万全の船出ではないとの見方もある。政局不安が長期化している中で、経済の低成長化に対する政策が求められるなど長期政権を維持するためのハードルは決して低くはない。
- 8 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +0.4%、エネルギーと生鮮食品を除くコアベースでは同 +0.6% とタイ中銀が目標に掲げる +1.0~+3.0% を下回る動きが 5 月以降続いている。生鮮食品やエネルギー価格の動向など短期的なインフレリスクはあるものの、デフインフレの基調は定着しつつある。こうした状況を受けて、近日中にピチャイ財務相とタイ中銀がインフレ目標と足許の THB の動向について協議することが報じられている。また、ペートンターン首相の父親で実質的な貢献党の指導者であるタクシン元首相も民間銀行の流動性を高める施策を求める旨の発言をしており、米国の利下げをきっかけにタイ中銀の金融政策の転換が段階的に議論されていく可能性もある。
- 9 月の THB は月間で +5.2% 上昇し、上半期とは一転して THB 高による輸入物価の下落や財・サービス輸出に対する悪影響が指摘されるなど、タイ中銀の金融政策の動きにも一段と注目が集まりやすい状況だ。しかし、単発の利下げが安易に通貨高に傾いた為替相場を動かすに至らないのは事実で、タイ中銀も従前からタイ経済の不調は金融引き締めだけの影響ではないとの立場を堅持しており金融緩和実施までは依然距離があるように思われる。10 月も引き続き、FRB の利下げ期待にサポートされながら底堅い動きが続くと予想される。

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:ロシア中央銀行はサプライズ利上げを実施

シニア為替ストラテジスト

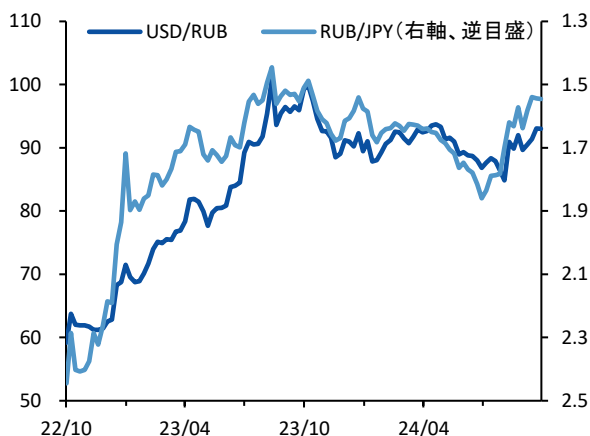
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

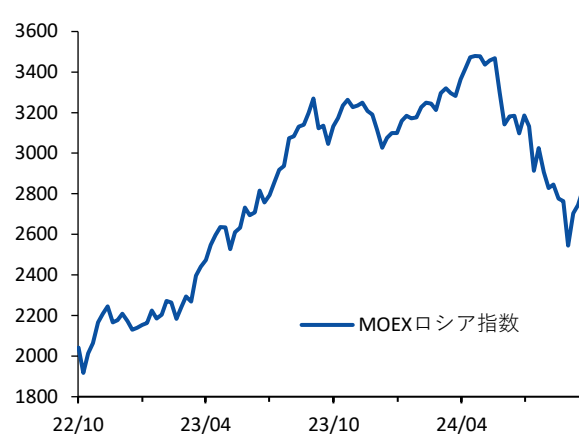
- 9 月の RUB は振れ幅の大きい展開ながら、月間では対ドルで▲2.7%安と下落傾向が継続している。9 月 13 日にはロシア中央銀行が利上げを行っているが、RUB 相場への影響は限定的となった。RUB の軟調地合いは、原油価格の下落も一部影響した面もあるだろう。世界的な需要後退懸念は燦るほか、英 FT は 9 月 26 日に事情に詳しい複数の関係者の発言として、サウジアラビアは市場シェアの回復を目指し、12 月 1 日に予定通り生産量を戻す用意があると報じている。
- ロシア中央銀行は 9 月 13 日の金融政策決定会合で政策金利を+1.00%ポイント引き上げ、19.00%とした。ブルームバーグ集計の民間エコノミスト予測では、ほとんどのエコノミストが据え置きを予想していた。景気拡大の勢いが弱まっていることもあり、9 月会合では追加利上げが見送られると見込まれていた。ロシア中銀は「デysinフレのプロセスを再開させてインフレ期待を抑え、来年中にインフレが目標値に戻ることを確保するには、金融政策の追加的な引き締めが必要だ」と説明、10 月会合での追加利上げも示唆している。
- 金融引き締めに加えて、増税の可能性が高まっていることも、先行きのロシア経済にとっては制約要因となりそうだ。ロシア政府は 2025 年の軍事費支出を 13 兆 2,000 億ルーブルと、2024 年の 10 兆 4,000 億ルーブルから増額し、対 GDP 比 6.2%に引き上げる方針と、ブルームバーグが関係者の発言として 9 月 23 日に報じている。国防と国内安全保障への支出は 2025 年のロシアの総予算支出の約 40%を占める見込みとなった。軍事支出が増大するなかで、ロシア政府は 2025 年の財政赤字を対 GDP 比 0.5%に抑える方針であり、個人所得税や付加価値税、法人税等の引き上げの可能性が高まっている。
- ロシアの景気の拡大傾向は 7~9 月期に鈍化しつつあるとはいえ、まだ継続している。とはいえ、金融引き締め、増税といった流れの中では将来的な見通しが明るいとは言えず、中長期で見た RUB の重しとなると見られる。

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: 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:南ア準備銀行は利下げを開始

シニア為替ストラテジスト

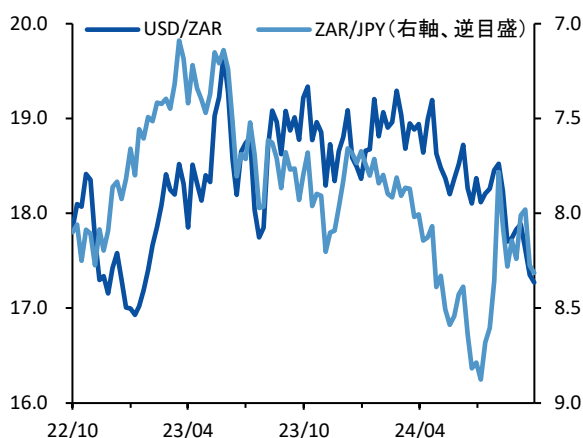
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 9 月の ZAR は対ドルで+3.2%上昇し、月末付近には、2023 年 7 月 27 日以来の対ドル 17.41 を突き抜けて ZAR 高が進む場面もあった。
- ZAR 堅調の最大の要因は、南アと米国の金利差拡大観測であろう。南アフリカ準備銀行(SARB)は9月19日の金融政策決定会合で市場予想通り▲25bpの利下げを実施し、政策金利を 8.25%から 8.00%に引き下げたものの、声明文や記者会見ではインフレ警戒姿勢をにじませている。前日に FRB が▲50bp の大幅利下げを実施しており、南アと米国の金利差はむしろ拡大した。SARB のモデルに基づく政策金利の予想では、政策金利は 7.00%前後まで引き下げられた後は据え置きとなる見通しであり、緩和局面が極めて短くなる可能性が示唆されている。
- ZAR の堅調な展開は、最大の貿易相手国である中国の景気テコ入れ策も影響したと見られる。中国人民銀行は9月24日、中期貸出制度(MLF)の1年物金利を▲0.3%ポイント引き下げ 2.0%とするともに、市中銀行の預金準備率も▲0.5%ポイント引き下げ、1兆元の長期流動性を放出する方針を示している。
- また、低迷していた南ア経済にも明るい兆しが見えつつある。9月3日に発表された南アの2024年4~6月期の実質 GDP は前期比+0.4%と拡大した。1~3月期も前期比▲0.1%から同+0.0%へと上方修正され、成長が戻ってきた形となった。米大手格付会社 Fitch は9月17日、計画停電の減少に伴い、南アフリカの潜在成長率の低迷圧力は緩和する見込みとの見解を示している。
- 南アと米国の金利差拡大期待、中国の景気テコ入れ策、緩やかながらも改善しつつある南アの国内景気といった要素を考慮すれば、当面は ZAR の堅調な展開が続く可能性はある。とはいえ、8月から9月にかけての ZAR の急激な上昇は、投機資金の流入を疑わせるほどのペースであり、米金利、中国景気といった外部要因が再び逆風に転じた際に ZAR が反落リスクには警戒が必要だと思われる。そのため、短期的な ZAR の上値余地に対しては慎重姿勢をとっている。

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:トルコ中央銀行はややハト派寄りにシフト

シニア為替ストラテジスト

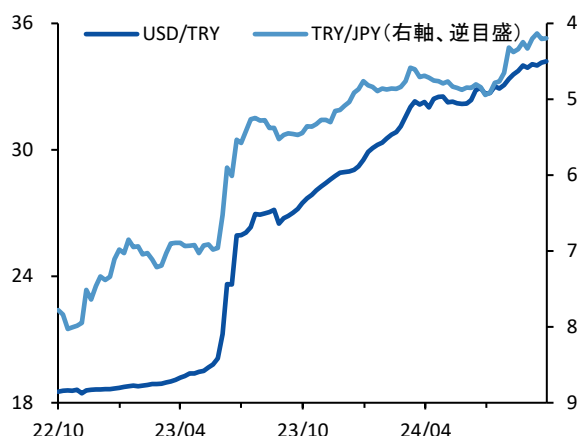
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

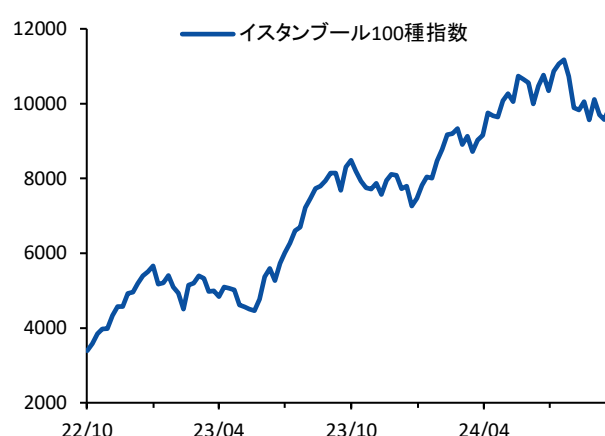
- 9 月の TRY は対ドルで▲0.4%下落した。ほぼ横ばい圏の動きではあるが、9 月 18 日に FRB が▲50bp の大幅利下げを実施し、新興国通貨に総じて追い風が吹いている状況の中では、TRY のパフォーマンスは(金利を考慮せず為替の動きだけを見れば)やや劣っている。
- TRY が下落したことは、9 月 19 日のトルコ中央銀行(CBRT)の金融政策決定会合において、利下げ開始が近づいていることを示唆する文言修正があり、ややハト派寄りに市場で受け止められたことが影響している。CBRT は 9 月会合で市場予想通り政策金利を 50.00%で据え置いたが、声明文では従来の「必要であれば追加利上げを行う」と明示していた文言が削除され、「インフレに重大かつ持続的な悪化が予想される場合、効果的に金融政策手段が活用される」という文言に置き換えられている。
- 一方、9 月 20 日には CBRT は国内の金融機関に対し、トルコリラ預金の準備金比率と、外貨預金に対して求められるリラ建ての必要準備金比率を引き上げた。国内金融システムに残る過剰流動性を吸収することで、国内金利を押し上げる意図を持った政策であり、CBRT は政策金利を据え置いたものの、他の手段で引き締め環境を維持しようとしているものと受け止められる。
- ブルームバーグは 9 月 20 日、事情を知る関係者の発言として、CBRT はおそらく 11 月の会合で利下げについて議論するだろう、と報じている。ただし、同じ関係者は、金融政策の道筋は事前に決まっておらず、決定は今から会合までの経済データによって左右されるだろう、としている。CBRT が 9 月 13 日に公表した、トルコ国内の金融・企業関係者に対するアンケート結果では、2024 年末までに▲500bp の利下げが見込まれている。
- 利下げ観測は TRY にとってはややネガティブ要因となる。もっとも、インフレ率の低下と実質金利のプラス転換の可能性が高まっていることを考慮すれば、実質金利のプラスを維持するペースでの緩やかな利下げは必ずしも TRY にとって逆風とならず、利下げを機に TRY 相場が崩れるリスクは限定的と見られる。

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 は利上げ路線に転換

マーケット・エコノミスト

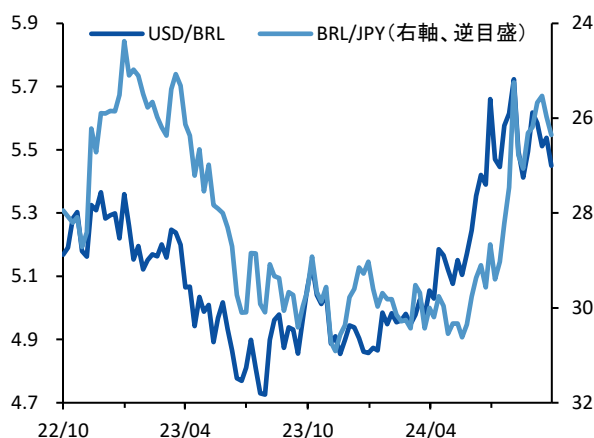
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の BRL は+2.88%と上昇した。5.62 付近で取引を開始。12 日にかけては、材料に欠ける展開の中、5.6 台前半を中心にもみ合う展開。その後は、FRB の大幅利下げ期待を受けた米金利の低下が支援材料となり、19 日には一時 5.40 を割り込んで上昇した。その後、下記の通り財政悪化懸念が嫌気され売り戻される場面もあったが、商品市況の上昇が下支えとなる中で、結局 5.45 付近で引けている。
- BCB は 9 月 18 日、金融政策委員会 (Copom) を開催し、政策金利 (翌日物金利、Selic) を従来の 10.50% から +25bp 引き上げ、10.75% とした。利上げは 2022 年 8 月以来、実に 2 年 1 か月ぶりである。6 月会合で利下げを停止し、以後 2 会合連続で政策金利の据え置きを続けていたが、早くも利上げに復帰した格好。インフレの見通しを上方修正し、インフレのリスクバランスも「上向き」に変更している。先々の金融政策に関しては、「将来の金利調整のペースと、“現在始まったばかりのサイクル”の全体的な規模は、インフレ目標達成への確固たるコミットメントによって決定される」と述べ、利上げ路線の継続を示唆した。年内残りの 2 会合で、それぞれ +25bp の利上げが続くと想定する。
- なお、ブラジル政府は 9 月 20 日、隔月発行の財政レポートを公表した。中でも、本年の支出凍結額が 150 億 BRL から 133 億 BRL に削減されたことが注目を集めた。配当金の増加などを受けた措置とされているが、山火事への対応で財政赤字拡大への懸念がくすぶる環境下だっただけに、市場は嫌気している。基礎的財政収支は年央以降やや改善傾向にはあるものの、政府が目標とする均衡状態には程遠い水準にある。BCB が再利上げに踏み切った中、内需の鈍化とともに税収の伸び悩みも予見され、財政の先行きはなお厳しい。財務省高官は「洪水被害対応などの費用を除けば基礎的財政収支は目標圏内」と主張するが、それで市場が納得するかは別問題であろう。財政プレミアムの顕著な縮小は、短いスパンでは到来しないと考えている。
- 10 月の BRL 相場は、買い戻しの継続を想定。IMM 通貨先物のポジションを見る限り、8 月末で BRL のネット・ショートは一服し、足許では縮小傾向だ。高金利通貨の売り立ての持続性の無さに鑑みれば、この流れは当面続くとみる。ブラジルと米国の金融政策が真逆の方向を向いている現状も BRL の下支えとなろう。もっとも、上述の通り財政プレミアムが短期的に解消される見込みは立っておらず、BRL も昨年水準を取り戻すことは難しいと考えている。

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: 司法制度改革法案が成立、影響を注視へ

マーケット・エコノミスト

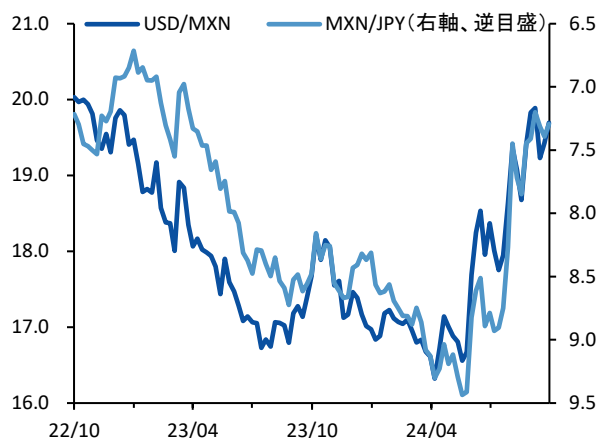
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 9 月の MXN は+0.19%と小幅に上昇した。19.7 付近で取引開始。上旬は司法制度改革法案の上下院通過などを受け、司法の独立性の喪失および政権による介入の強化が懸念される中、20 を上抜けて下落した。中旬は、司法改革に関する悪材料出尽くし感が市場に漂う中、米金利低下や原油価格反発が材料視され、19 台前半に買い戻された。月末にかけては、メキシコ中央銀行 (Banxico) の利下げ路線が意識され、19.7 付近に値を戻して引けた。
- 前回の本欄で懸念した通り、司法制度改革法案が急ピッチで上下院両方を通過し、9 月 15 日には大統領の署名を実施、正式に発行される流れとなった。法案の詳細な内容は紙幅の関係で省くが、最高裁判事の国民投票による選出などが盛り込まれており、国民の支持を集める与党国民再生運動 (MORENA) による司法への介入力強化が懸念される。一部のグローバル製造業企業はメキシコへの投資の見直しを決定しており、メキシコの対内直接投資の落ち込みが懸念される状況だ。短期的には既に材料出尽くし感が強いが、実際にメキシコへの投資熱の冷え込みが直接投資の統計に表れてくるようであれば、当然 MXN にとっては重しになってくる。中長期的には無視できないテーマだ。
- Banxico は 9 月 26 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を▲25bp 引き下げ、10.50%にすることを決定した。インフレ見通しを引き下げており、声明文においても今後の利下げに前向きな姿勢が示されている。現在の水準でも実質政策金利は十分に引き締めめであることも考慮に入れば、年内の残り 2 会合においても、それぞれ▲25bp の利下げが続くだろう。
- 10 月の MXN 相場は上昇継続を見込む。IMM 通貨先物のポジションを見る限り、MXN のネット・ポジションは足許でほぼ中立化しているようだ。米国経済の軟着陸や FRB による「予防的」な利下げを前提とした場合、利下げをしているとはいえ依然高水準の政策金利を誇る MXN は、比較的選好されやすい。リスク要因は米大統領選挙ではあるが、所謂「トリプルレッド」の生起確率は 7 月上旬以降明らかに下がっており、トランプ氏の当選を見込んだトレードは落ち着きを見せている。もしトランプ氏が当選した場合、よりメキシコにとっては逆風になる政策が打ち出される可能性が高まり、MXN の重しになる。メキシコの政治動向も予断を許さないが、10 月からはシェインバウム氏が正式に大統領に就任する。同氏は現大統領よりはマーケットフレンドリーな姿勢が目立つだけに、今までのように内政要因で MXN が急落する事態は避けられると想定する。

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 1～9月(実績)	SPOT	2024年 12月	2025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)	7.0063 ~ 7.2775	7.0187	7.15	7.10	7.05	7.00	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7631 ~ 7.8387	7.7738	7.78	7.77	7.77	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ~ 83.991	83.801	84.1	83.3	82.5	82.8	81.8
インドネシアルピア	(IDR)	15070 ~ 16478	15140	15300	15180	14980	14600	14750
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ~ 1400.00	1314.70	1320	1300	1290	1280	1270
マレーシアリング	(MYR)	4.0947 ~ 4.8053	4.1235	4.18	4.06	4.00	3.96	3.98
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ~ 58.930	56.045	56.9	55.5	55.0	53.9	54.3
シンガポールドル	(SGD)	1.2789 ~ 1.3670	1.2846	1.33	1.31	1.29	1.28	1.29
台湾ドル	(TWD)	30.663 ~ 32.922	31.660	32.0	31.6	31.3	30.8	30.5
タイバーツ	(THB)	32.15 ~ 37.18	32.17	33.9	33.4	33.0	32.3	32.5
ベトナムドン	(VND)	24260 ~ 25477	24568	24700	24500	24400	24200	24300
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ~ 95.4670	93.0001	93.0	94.0	95.0	96.0	97.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0356 ~ 19.3899	17.2793	17.8	17.6	17.4	17.2	17.0
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ~ 34.4898	34.2068	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	5.4496	5.40	5.30	5.35	5.37	5.40
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ~ 20.2181	19.6823	19.2	18.8	19.0	19.2	19.4
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.666 ~ 22.256	20.452	19.72	19.44	20.00	20.71	21.00
香港ドル	(HKD)	17.905 ~ 20.733	18.472	18.12	17.76	18.15	18.69	18.94
インドルピー	(INR)	1.664 ~ 1.939	1.713	1.68	1.66	1.71	1.75	1.80
インドネシアルピア	(100IDR)	0.876 ~ 0.999	0.949	0.922	0.909	0.941	0.993	0.997
韓国ウォン	(100KRW)	10.368 ~ 11.735	10.917	10.68	10.62	10.93	11.33	11.57
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ~ 35.497	34.566	33.73	33.99	35.25	36.62	36.93
フィリピンペソ	(PHP)	2.451 ~ 2.776	2.541	2.48	2.49	2.56	2.69	2.71
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ~ 120.03	111.79	106.09	105.75	109.30	112.93	114.13
台湾ドル	(TWD)	4.335 ~ 4.976	4.535	4.41	4.37	4.50	4.71	4.82
タイバーツ	(THB)	4.018 ~ 4.513	4.432	4.16	4.13	4.27	4.49	4.52
ベトナムドン	(10000VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.5831	0.57	0.56	0.58	0.60	0.60
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.515 ~ 1.907	1.545	1.52	1.47	1.48	1.51	1.52
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.312	7.92	7.84	8.10	8.43	8.65
トルコリラ	(TRY)	4.071 ~ 4.978	4.194	4.21	4.18	4.34	4.53	4.67
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	24.416 ~ 31.200	26.349	26.11	26.04	26.36	27.00	27.22
メキシコペソ	(MXN)	6.991 ~ 9.455	7.297	7.34	7.34	7.42	7.55	7.58

注: 1.実績の欄は 2024 年 9 月 30 日まで。SPOT は 10 月 1 日の 7 時 20 分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(9 月 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。