

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国: 米政治経済動向の不透明性が重しに.....	2
中国: CNY の持ち直しは長続きせず .....	3
インド: 利下げ後ろ倒しの可能性が高まる.....	4
インドネシア: プラボウォ大統領が正式に就任 .....	5
韓国: 国内外のリスク要因が台頭 .....	6
マレーシア: 国内経済は堅調もドルに押される.....	7
フィリピン: BSP は連続利下げを実施.....	8
シンガポール: MAS の政策転換は来年以降に.....	9
タイ: BOT は約4年ぶりの利下げを決定 .....	10
ロシア: 市場予想を上回る大幅利上げを実施 .....	11
南アフリカ: インフレ率が大幅に減速 .....	12
トルコ: 年内利下げ開始観測が後退.....	13
ブラジル: 金融政策の厳しさが増す .....	14
メキシコ: シェインバウム大統領が正式に就任 .....	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

東アジア資金部  
チーフアジア 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  
チーフエコノミスト  
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

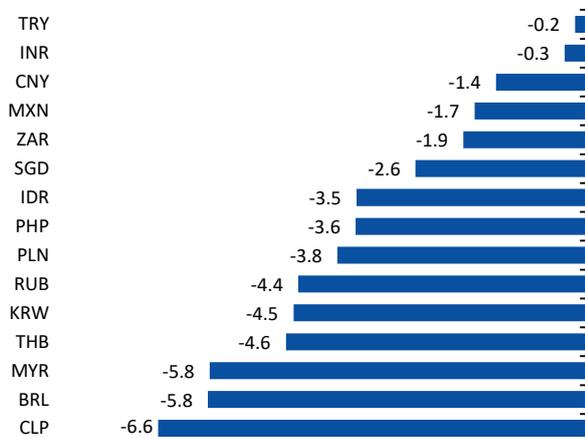
## 新興国：米政治経済動向の不透明性が重しに

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

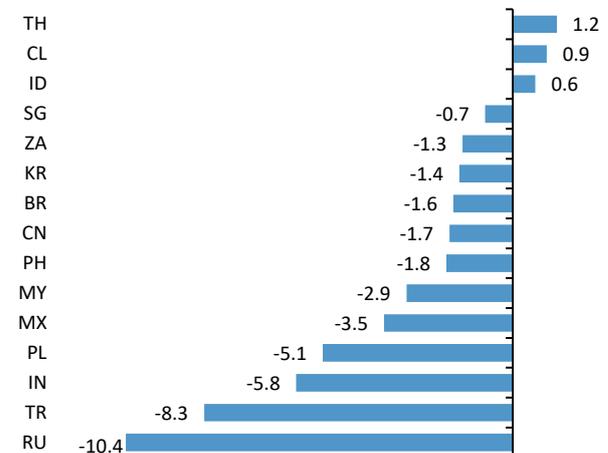
- 10月のMSCI新興国通貨指数は前月比▲1.6%。同指数は1780台後半で取引を開始。月初、米9月雇用統計の持ち直しを受け、米金利が騰勢を強めると、同指数はじりじりと下落。中旬は中国の主要経済指標の軟化、中東や東アジアにおける地政学リスクの高まりが嫌気される格好で1760台まで続落した。下旬は米国大統領選挙を控えてのリスクオフトレード、FRBの利下げペース鈍化の予想が優勢となったことで同指数は1760台を上値重く推移した。
- 10月はドル優勢の相場となった。米国の景気減速懸念が浮上し、大幅利下げを決めた9月FOMC以降、複数の経済指標が持ち直してFRBの政策運営の不透明性が増したことが影響した格好だ。また、中東をはじめ地政学リスクの高まりや米大統領選挙を控える中で、リスクオフトレードも重しとなった。
- 22日、国際通貨基金(IMF)は世界経済見通し(WEO)を公表した。世界の24年GDP成長率見通しは前回7月の+3.2%(前年比、以下同様)で据え置かれ25年は、+3.2%と前回から▲0.1%ポイント下方修正された。新興途上国全体では、24年のGDP成長率見通しは4.2%で前回から据え置き。国・地域別では、ブラジルやロシアなどの上方修正が目立った。一方、メキシコや中国の下方修正もあり、全体としてはバランスしている。また、25年のGDP成長率見通しは、前回の+4.3%から+4.2%へ僅かに下方修正された。IMFは、成長率見通しに関し、リスクバランスは「下方に傾斜」と強調。具体的には、①金融引き締め効果の予想外の大きさ②新興途上国における債務ストレス③中国不動産セクターの縮小④地政学的緊張や気候変動に伴う商品価格高騰⑤保護主義の潮流⑥社会不安の台頭、などを挙げた。
- 短期的な為替予想は難しくなっており、まずはドルの方向感からヒントを探ることとなる。11月FOMCを占う上では10月雇用統計の結果に注目し、利下げの継続を支援する材料となり得るかを確認したい。米国大統領選については、従前から指摘の通り、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どドルが選好されやすく、翌年以降も米国の保護主義化と対中政策の厳格化に伴うリスクオフの動きには警戒したい。11月は特に方向感の出にくい相場となることも想定されるが、12月FOMCで更新されるドットチャートが9月同様の利下げ路線が期待できる仕上がりとなれば、新興国通貨にとって相応の支援材料になると思われる。いずれにせよ、一方的な値動きになるとは考えにくく、様々なリスク材料に備えたいところだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024年10月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率(2024年10月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国:CNYの持ち直しは長続きせず

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

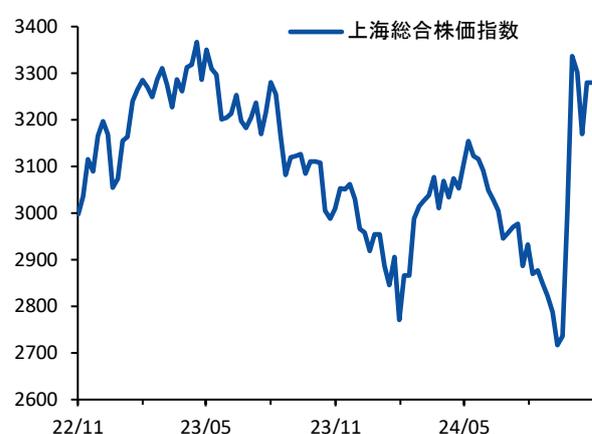
- 10月のCNYは対ドルで▲1.4%下落した。国慶節を終え7.05台で取引を開始。9月末の景気支援策を受けたCNY買いは一巡し、国内経済指標の軟化が嫌気される格好でじりじりと値を下げた。中旬には中国人民銀行(PBoC)による追加金融緩和が公表されるも、台湾近海における軍事演習や中東情勢の悪化など地政学リスクが高まる中で上値の重い展開。下旬にかけては、米国の大統領選挙やFOMCが近づく中でやや動意を欠き、7.12付近で取引された。
- 18日、7~9月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+4.6%と、4~6月期の同+4.7%から鈍化した。4~6月期との比較では、第2次産業が▲1.0%ポイント下落したほか、7~9月期の不動産業は前年同期比▲1.9%と6四半期連続でマイナス成長となった。また、年初来からの不動産投資実績は前年比▲10.1%と2ケタ台のマイナス幅となっているほか、直近の9月新築住宅価格についても前年比▲6.09%、前月比では▲0.71%と16か月連続でマイナス圏を推移した。
- かかる中、9月下旬には中国人民銀行(PBoC、中央銀行)は9月に続いて追加の金融緩和を発表、1年物、5年物ローンプライムレートをそれぞれ▲25bp引き下げており、今後の追加緩和の可能性も示唆した。政府は12日に、特別国債の発行を通じて大手銀行に資本注入を行うことや地方債の債務上限を引き上げることを発表した。藍仏安財政相は今後も国債増発余地があると述べたが、具体的な金額についての言及はなかった。
- 物価動向に関し、9月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.4%と8月の同+0.6%から減速、食品とエネルギー価格を除いたコアCPIは同+0.1%とゼロ近辺を推移。国慶節やネット通販のセール期間(独身の日)の延長などで個人消費の持ち直しを期待したいが、不安定な雇用動向や先述の不動産価格の下落による逆資産効果などを勘案し、劇的な変化は見込みにくい状況である。
- 単発的な景気支援策だけでは継続的な7.0割れは期待しにくく、中国経済そのものの持ち直しが必要だろう。加えて、ドル側も年末にかけてのFRBの政策動向が不確実性を高めていること、米大統領選挙を控え、方向感を探る時間帯が続くであろう。この他、中国軍による台湾包囲演習が実施されるなど地政学リスクが高まっていることもCNY売り材料となっている。米大統領選挙ではいずれの候補が勝利しても対中政策は厳格化することが濃厚であり、来年の相場のテーマとして再度、米中対立が注目される可能性は決して低くはない。

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: 利下げ後ろ倒しの可能性が高まる

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

- 10月のINRは▲0.34%と下落した。インド準備銀行(RBI)の為替介入もあり値動きには乏しかったものの、11日にはこれまで幾度となく跳ね返されていた対ドル84の壁を突破し、その後は84.05~84.10でレンジ推移している。10月には海外投資家によるインド株式の売り越しが過去最大になっており、投資フローがINRの重しになった模様だ。
- RBIは、10月9日に金融政策委員会(MPC)の結果を公表した。政策金利は据え置かれたものの、政策スタンスに関しては従来の「金融緩和の撤回」から「中立」へ変更された。ややタカ派姿勢が弱まったといえよう。もっとも、ダスRBI総裁の会見では、利下げ開始の示唆などは行われなかった。かかる中、23日には同会合の議事要旨が公表されたが、インフレ再浮揚への警戒が依然強く、拙速な利下げ開始に慎重な意見が多くみられた。下記物価統計と合わせて考えても、次回12月会合における利下げ着手の確度は低まっているのが妥当な評価だろう。
- 14日には、9月消費者物価指数(CPI)が公表されたが、結果は+5.49%(前年比、以下同様)と8月の+3.65%および市場予想の+5.10%を大きく上回った。8月分からの加速は前年比効果の裏が出た格好なのだが、その加速幅は想定以上であった。この動きの主因はあくまで食料品・飲料の高騰(+5.3%→+8.4%)ではあるが、コアCPIも+3.5%と8か月ぶりの伸び率を示している。食料品価格は変動性が高いため単月の結果で判断はできないが、コア物価の反発も無視はできない。PMI等からは景気の軟化が示唆されており、コア物価の反発が一時的に留まる可能性もあるが、上述の通り、利下げ開始時期が後ろ倒しになるリスクは高まっている。
- 11月のINR相場は、横ばいでの推移を見込む。10月には海外投資家によるインド株の売り越しが非常に目立ったが、これほどの規模の資金流出が連続した過去は存在しない。株式投資フローに伴うINR売りは、長続きはしないだろう。加えて、11月初旬でディワリ(ヒンドゥー教最大の祭典)も終わり、若干輸入額が押し下げられる可能性がある。需給面でのINR安圧力は、若干後退しよう。もっとも、RBIの金融政策については不確実性が高い。ロイター実施のエコノミスト調査を確認する限り、12月会合での利下げ見送りを見込む向きは着実に増加している。経済物価統計次第とはいえ、「利下げ予想」への揺り戻しにも警戒したい。以上の要素を踏まえ、動意に欠ける展開を想定する。

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: プラボウォ大統領が正式に就任

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

- 10月のIDRは▲3.55%と大きく下落した。IDRは15200付近で取引開始。月半ばには財政健全化路線の期待から買い戻される場面もあったが、月全体で見ると売り優勢の展開になった。29日には、8月13日以来の安値となる15778を付けている。米金利の上昇、海外投資家によるインドネシア株式の売り越しなどが重しになった模様である。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は15~16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6.00%で据え置いた。市場予想では据え置きが優勢だったが、▲25bpの利下げを見込む向きもあった。前回9月会合では3年半ぶりに利下げを実施したが、今回会合は利下げを見送った格好。声明文におけるインフレおよび景気に対する言及には特段変化はなく、堅調な内需拡大と抑制された物価情勢が続くとの認識を示している。
- ペリーBI総裁は会見で、「短期的な政策の焦点は、IDRの安定だ」と述べている。会合間のIDRは軟調に推移していただけに、通貨安を受け連続利下げを見送ったと解釈できる。もっとも、「さらなる利下げ余地を評価し続けている」とも述べており、利下げ継続の方向感が変わってはいない。FRBの金融政策動向に依存する部分が大いものの、来年半ばにかけ緩やかな利下げを続け、BIレートは5.00%程度で着地を迎えるだろう。
- なお、20日にはプラボウォ大統領が正式に就任した。省庁の再編などもあり、48名からなる大所帯の閣僚が組成された。基本的にはジョコウィ政権からの連続性が図られており、例えば財務相はムルヤニ氏が留任となっている。同氏は、財政規律への意識が非常に高く、金融市場における評価も良好である。振り返れば、新政権の下で政府債務が積み上がるとの思惑からIDRが売られる時間帯もあったのだが、そういった懸念は当面後退しよう。
- 11月のIDR相場は、買い戻しを想定する。米大統領選挙を前にした不透明感の高まり、および中東情勢の悪化などに伴う市場心理の悪化から、海外投資家によるインドネシア株式の売り越しが目立っている。もっとも、政治イベントを通過すれば、BIの利下げ路線も下支えとなり、資金フローは回帰してくると考えている。IDRは米金利動向で説明できる部分が大いだが、FRBの緩やかな利下げ路線が挫かれない限り、ここの騰勢を維持する可能性はそれほど大きくないだろう。

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

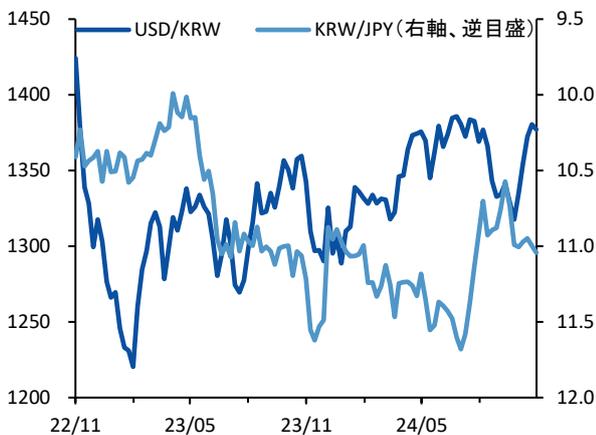
## 韓国:国内外のリスク要因が台頭

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

- 10月のKRWは月間で▲4.5%の下落。月初、1320付近で取引を開始。上旬はパウエルFRB議長の発言内容や米9月雇用統計を受けて、ドル高となった。中旬にかけては、北朝鮮との地政学リスクの高まりや韓国銀行(中央銀行、BOK)の利下げもKRWを下押しした。中旬以降は、米国大統領選挙におけるトランプ氏再選を織り込む動きや7~9月期実質GDP成長率の鈍化も売り材料となって続落し、KRWは一時1390台に乗り、7月以来の安値を記録した。
- 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)を従来の3.50%から3.25%へ引き下げることを決定した。利下げは2020年5月以来の決定となった。声明文では国内経済について、4~6月期にかけて個人消費が減速した状況下、内需部門と外需部門の勢いに差が出る可能性が高まっていると述べており、今回、先行きの景気を下支えするために利下げが実施されたとも捉えられる。7~9月期の実質GDP成長率は前年同期比+1.5%と市場予想の同+2.0%を下回っており、次回会合では経済成長見通しが下方修正される可能性が浮上している。
- 物価動向について、直近の9月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.6%、農産品や石油類を除いたコアCPIは同+1.8%と、共にBOKが掲げるインフレターゲットを下回る結果となった。年後半にかけてのインフレ基調は下向きとなる想定に変わりはなく、インフレターゲットを下回ったタイミングでの利下げ着手は合理的と読める。会合後の李BOK総裁の会見では、利下げ後も政策金利が中立金利を上回る点に言及しながら、今回の利下げを「タカ派的な利下げ」と形容している。今後の利下げを検討する上では、不動産価格や個人消費の動向がポイントとなりそうであるが、BOKは利下げのペースが米国よりも緩やかになる点を示唆している。
- 11月のKRWについて、金利の観点では、年内のFRBの利下げペースに関する市場の見方が依然割れている印象があり、今後も市場の思惑が為替相場にも及ぶことで短期的に上下に幅を持った値動きになる可能性にも警戒したい。需給の観点からは、半導体の輸出の鈍化が懸念され始めている点や中東リスクの高まりをはじめとする資源価格の急変は当面のリスク材料となる。また、北朝鮮を巡るヘッドラインも増えてきており、国境付近での両国の軍事活動の活性化はKRW売りに直結するだろう。米大統領選後の朝鮮半島の安全保障政策面での変化も今後注目される。

図表 9: 韓国ウォン相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 10: 韓国総合株価指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

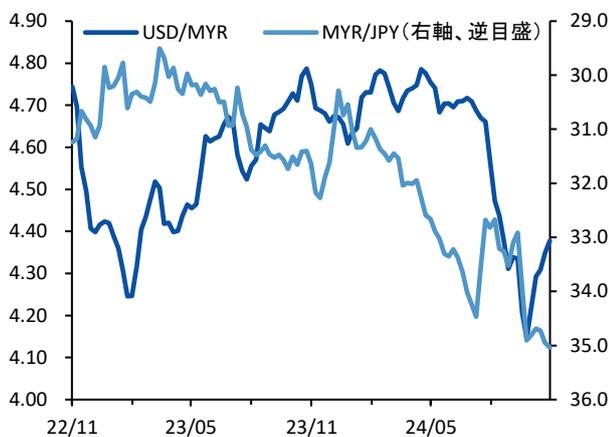
## マレーシア:国内経済は堅調もドルに押される

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

- 10月のMYRは対ドルで前月比▲5.8%の下落。月初4.20付近で取引を開始。上旬はFRB関係者の利下げを急がない旨の発言や米9月雇用統計の結果を受けて米金利が上昇し、ドルが優勢となった。中旬はCNYの対ドルでの下落にじり安の展開となり、上値の重い推移となった。下旬にかけては、25年予算案や7~9月期GDPが公表されたがMYR買いには繋がらず、米国の大統領選挙やFOMCの動向を窺う格好で、リスクオフの取引が目立った。
- 7~9月期実質GDP成長率(速報)は前年同期比+5.3%と前四半期の同+5.9%から鈍化したものの、堅調さを保った業種別にみると、製造業や建設業は前四半期からプラス幅を拡大したものの、GDPの約6割を占めるサービス業や農業は減速、鉱工業はマイナス成長となった。マレーシア統計局は24年の成長見通しを前年比+4.8~+5.3%としており、23年の同+3.6%から加速する見方を示し、25年についても、同+4.5~+5.5%と同程度の成長を見込んでいる。今後見込まれる金融政策のハト派傾斜や中国経済をはじめとする外需動向が目標達成の鍵となりそうだ。
- 18日に発表された25年予算案では歳出が前年比+3.3%の4210億リングと過去最大になった。経済特区設置、人工知能などの高度産業育成、脱炭素政策の推進にも注力していく内容となっている。一方で、財政規律の強化を目指す内容となっており、サービス税(SST)の課税対象拡大のほかエネルギーをはじめとする補助金支出は来年に対象が絞られることとなった。上記の施策を踏まえ、対GDP比での財政赤字の比率は▲3.8%となる見込み。24年の予測値である同▲4.3%から0.5%ポイント改善する計算で、政府は中長期的に同▲3.0%まで縮小することを目標に掲げている。
- 10月のMYRは周辺通貨と比較してもやや下げ幅が目立ったが、7~9月期にかけて対ドルで約14%上昇したことを踏まえれば、その揺り戻しもあったと見做すことも必要だろう。マレーシア経済は外需部門に左右される部分も多いがGDPの6割を占める個人消費は堅調さを保っており、インフレも足許で安定的な動きとなっている。米国の政治経済動向の不確実性の高まりによって11月も上下に幅を持った動きが見込まれるが、外需の急速な冷え込みをはじめ市場がリスクオフに過度に傾かなければ、トレンドとして値が大きく安値方向に動く可能性は限定的と考えている。
- かかる中、年末までの想定レンジを対ドルで4.09~4.45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



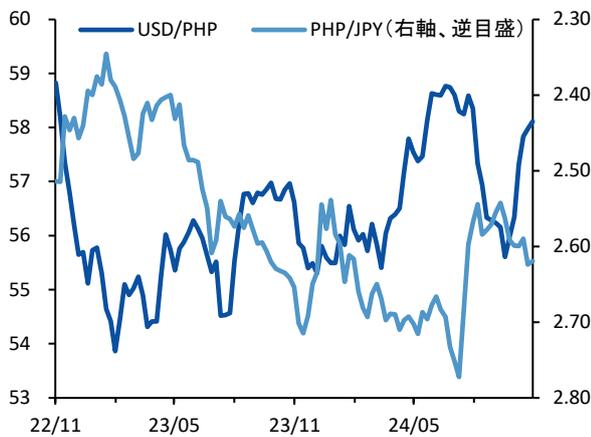
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## フィリピン: BSP は連続利下げを実施

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

- 10月のPHPは▲3.56%と大きく下落した。56.0付近で取引開始。月を通して対ドルでじりじりと売られる展開となり、28日には58.425と7月31日以来の安値を付けた。米金利の上昇、フィリピン中央銀行(BSP)のハト派な情報発信、域内物価統計の弱い結果、フィリピン株式下落など、PHPの逆風が多く吹いた1か月になった。
- 10月4日公表の9月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.94%と、市場予想の同+2.5%および8月の同+3.35%を下回った。また、食品とエネルギーを除くコアCPIは同+2.4%となり、30か月ぶりの低水準となっている。総合ベースではBSPの目標圏内(+2.0~+4.0%)を下回ったが、これは4年半ぶり。総合ベースの結果からもわかる通り、デイスインフレをけん引したのは非コア項目で、特に食品・飲料の寄与度は+1.51%ポイントから+0.55%ポイントへ低下した。
- BSPは10月16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<sup>1</sup>を6.25%から6.00%へ▲25bp引き下げた。前回8月会合では、約4年ぶりに利下げに着手したが、今回会合でも▲25bpの利下げが継続した格好。先行きの予想インフレ率(リスク調整後)についてBSPは、2024~26年の見通しを+3.1%、+3.3%、+3.7%としており、前回会合からそれぞれ▲0.2%ポイント、+0.4%ポイント、+0.4%ポイント修正した。
- 先行きに関してレモロナ BSP 総裁は、「12月会合でも▲25bpの利下げの可能性はある」としつつも、▲50bpの利下げに関しては「ありそうにない」と指摘した。あくまで慎重なアプローチを志向している。また、「ややハト派的に言えば、2025年には▲100bpの利下げが可能だろう」とも述べており、来年も緩やかな利下げを継続することを示唆。次回12月会合での▲25bp利下げは相当高い確度で実施されよう。本欄では、2025年半ば~後半にかけて政策金利が4.50%~5.00%の間に引き下げられると見込む。
- 11月のPHP相場は、買い戻しを想定する。金融市場はBSPに対し過度にハト派期待を抱いている印象も強く、BSPも徐々にハト派全開の態度を改め始めている。さらに、上昇が目立つ米金利に関しても、FRBの緩やかな利下げ路線が挫かれない限り、騰勢が続くとは考えにくい。また、政治イベントを通過し不透明感が後退すれば、こことも失速が目立つフィリピン株式への海外資金フローも戻ってくる公算が大きい。

図表 13: フィリピンペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 14: フィリピン総合指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## シンガポール: MAS の政策転換は来年以降に

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

- 10月のSGDは対ドルで反落した。月初、1.28台で取引を開始。上旬はパウエルFRB議長が大幅連続利下げをけん制し、米金利が上昇。その後も堅調な米国経済指標の結果を受けて、SGDは下げ幅を拡大した。中旬もドル優勢の相場が続く、シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)の政策会合や7~9月期GDPの結果もSGD買いには繋がらず、人民元の下落やトランプ氏再選を織り込む動きに軟調な値動き。下旬に入っても、米国大統領選挙やFOMCの動向が意識される中で上値重く推移し、月末は1.32付近で取引された。
- MASは14日、定例の金融政策会合を開催し、金融政策の現状維持を決定した。MASは4~6月期の総合インフレ率が同+3.0%だったのに対し、7~8月にかけては同+2.6%と減速基調にあることを踏まえつつ、国内のインフレに対するリスクは若干後退していると言及している。かかる状況下、MASの政策指針は先行きの景気減速リスクを和らげる方向に傾いている感触がある。
- 一方で、24年の国内経済は底堅い動きを見せている。24年7~9月期実質GDP成長率は前年同期比+4.1%と前四半期の同+2.9%から加速した。業種別では製造業が同+6.6%と成長をけん引した。MASは半導体市況の持ち直しに伴う電子産業の好調を要因としている。サービス業は同+3.3%と4~6月期の同+3.6%から若干減速も増勢を維持。24年の成長見通しについては前年比+2.0~+3.0%の上限付近での着地を見込んでいる。
- 年内にMAS政策会合は予定されておらず、政策転換は来年に持ち越されることとなった。ここで注意しておきたいのは、SGD名目実効為替レート(S\$NEER)の上昇ペースの緩和ではなく、S\$NEER水準の抑制という方法を取る可能性がある点だ。特に過去数年間にわたりMASは急速にタカ派にシフトしていたため、これが修正されるに連れてS\$NEERの上昇と他のASEAN通貨と比較した際のSGDのアウトパフォーマンスにも歯止めがかかることが予想される。
- 対ドルの動きとしては、10月同様、ドルの方向感に左右される時間帯が継続しそうである。FRBの利下げ路線が維持されれば、MASの金融政策動向を勘案しても段階的な上昇が期待できる。一方で、短期的な為替予想については複数のリスク材料が混在し、特に米国の大統領選挙を機に米国が保護主義色を強めるリスク、FRBの利下げ期待が後退することはSGDを含めたアジア通貨全般にとって逆風となる。この他、景気後退懸念の高まりにより、人民元やユーロなどSGD通貨バスケットを構成する通貨が下落する可能性も排除出来ない。

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:BOT は約 4 年ぶりの利下げを決定

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

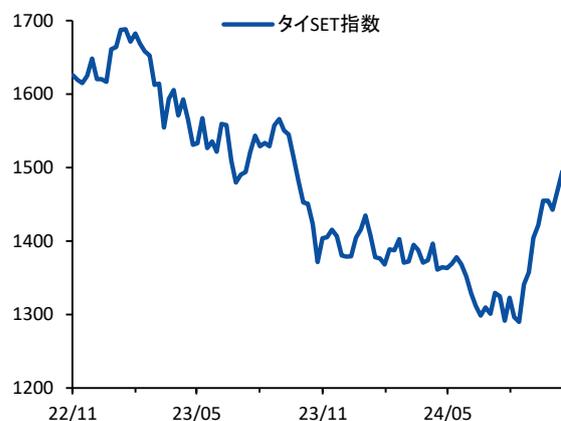
- 10月のTHBは対ドルで前月比▲4.6%下落。月初、32台前半で取引を開始。上旬は米9月雇用統計公表後に米金利が上昇、11月FOMCでの利下げ期待が減速したことでドルが上昇し、THBはじり安の展開となった。中旬にかけては、米金利の騰勢が弱まったことで、33台前半での値動きとなったが、下旬はタイ中央銀行(BOT)の利下げを受けた対米金利差拡大や米国大統領選挙におけるトランプ氏有利の報道を受けて一時33.8付近まで下げ幅を拡げた。
- BOTは16日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の2.50%から2.25%に引き下げた。利下げは2020年5月以来の決定。声明文では国内の景気動向について、想定通りの成長が続いているとの見方を維持。先行きにかけては、観光業の持ち直しや輸出増加に言及しつつ、9月から実施された現金給付が個人消費を押し上げていくことに期待感を示した。
- 物価動向について、直近9月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.61%、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.77%と低位安定している。先行きについては、燃料に対する補助金支出の効果が剥落していくことや先述の現金給付の影響で個人消費が活性化することで徐々にBOTの目標レンジ(+1.0~+3.0%)に近づくと予測している。
- この他にBOTの利下げをサポートした材料として、家計債務の増加に歯止めがかかりつつある点が挙げられる。タイは1人当たりの名目GDPの大きさに対して家計債務比率が高く、この点が中長期的な成長を阻害していると指摘する声もある。一方で、持続的な債務再編の動きも相まって直近における家計債務の増加ペースは減速していることが確認されており、今後もその動向を注視するとしながらも金融政策を緩和方向に切り替える決断に至った。
- BOTは足許の金利水準を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しており、これがあまりに低くなり過ぎるべきではないとした。今回は利下げの背景にはFRBの利下げに伴うTHB安圧力の後退が影響したと考えられるが、足許にかけて米国の金融政策動向の不透明性が増す中で、年内は外部動向を再度見極め、追加利下げには慎重となることが予想される。
- 11月のTHBは米国の政治・金融政策動向に振れる時間帯が続くそうで、期的には方向感が出にくい動きが予想される。11月FOMCが米国の利下げ路線継続を確認できれば、THBの大崩れはないと考えるが、結果が予想以上にタカ派に傾けばTHBは月安値を断続的に更新することも視野に入れたい。

図表 15:タイバツ相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 16:タイSET指数



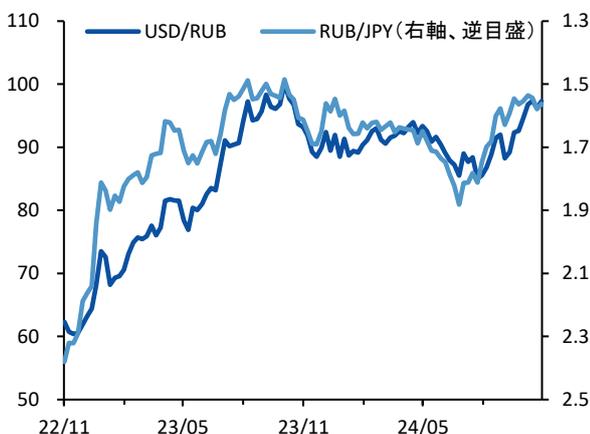
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ロシア:市場予想を上回る大幅利上げを実施

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

- 10月のRUBは前半に対ドルで下落したあと、後半はほぼ横ばいの動きとなっている(▲4.4%、25日時点まで)。ロシア中央銀行による市場予想を上回る大幅利上げや、中東情勢の緊迫化などを背景とする原油価格の上昇に対しては、感応度の鈍い展開となった。
- ロシア中央銀行は10月25日、市場予想(+100bp)を上回る+200bpの利上げを実施した。利上げ後の政策金利は21.00%となり、2022年2月のウクライナ侵略開始後のピークである20.00%を上回った。ロシア中央銀行はインフレ率が前年比+4.0%のターゲット水準に戻るのには、従来見込んでいた2025年ではなく、2026年にずれこむとの見方を示している。インフレのリスクバランスも「大きく上向きに傾いている」としており、次回会合における利上げ継続にも「オープン」との姿勢を示している。
- 地政学的な話題では、北朝鮮のウクライナ派兵が注目を集めた。米政府は10月上旬から中旬に少なくとも3000人の兵士がロシア東部に入り、訓練を受けているとの分析を明かした。韓国の情報機関・国家情報院は、派遣規模に関し総勢1万2000人に上ると推定している。北朝鮮が参戦によってロシアから通常兵器の現代化、弾道ミサイルや軍事偵察衛星などへの技術支援を要求している可能性も指摘されている。また、北朝鮮はロシアに協力してウクライナに出兵したという「実績」を作ることで、朝鮮半島有事の際のロシア軍の参戦の確率を上げる目的もあるという見方もある。
- RUB相場は引き続き、金利差や原油価格といったファンダメンタルズと乖離した動きが継続しているが、地政学リスクの高まりに伴う不安定化リスクは意識する必要があるだろう。

図表 17: ロシアルーブル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 18: MOEX ロシア指数



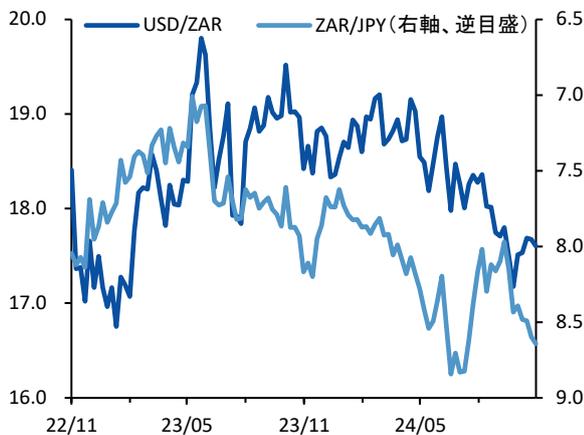
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 南アフリカ: インフレ率が大幅に減速

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

- 10月のZARは大幅に反落している(▲2.25%、25日時点まで)。特に、10月23日には大幅に売り込まれ、9月30日につけた直近のZAR高水準(対ドル17.03)からの下落率は▲4.66%に達した。11月5日に控える米大統領選でトランプ前大統領が優勢という見方の台頭に伴い、米金利上昇・ドル高で反応していることや、10月23日に発表された南アフリカの9月消費者物価指数(CPI)が8月と比較して大幅に伸び率が鈍化したことに伴い南アフリカ準備銀行(SARB)の利下げ継続観測が強まったことなどがZAR安の要因として挙げられよう。
- 9月CPIは前年同月比+3.8%となり、8月の同+4.4%から大幅に減速した。市場予想通りの結果であり、かつ、8月と比較したCPIインフレの鈍化のほとんどは、ガソリン価格の引き下げで説明できる(広範な需要の鈍化に伴うインフレ減速ではない)。とはいえ、9月に今次局面で初の利下げを実施したSARBの金融緩和の継続を後押しするものと見られ、上述の通り、市場はZAR安で反応している。
- 翻って、市場の反応は限定的だったものの、経済状況は好転の兆しを強めつつある。例えば、8月の小売売上高は前年同月比+3.2%と7月の同+1.7%から伸びが加速した。賃金の上昇や停電の減少、5月末の南アフリカ総選挙後の先行き不透明感の後退などが背景に挙げられる。
- 対円で見たと際の10月の反落に関しては、2024年4月下旬から9月末まで続いた急激なZAR高の中で積み増されたロング・ポジションの巻き戻しという色彩が強いただろう。
- SARBの金融緩和が緩やかなペースになると引き続き見込まれることや、南アの国内景気の好転を考慮すれば、ファンダメンタルズが悪化したわけではないと見られる。もっとも、11月5日に控える米大統領・議会選挙の結果とその後の米金利およびドルの動きによっては、短期的に見てZAR相場が一段と押し下げられるリスクには一定の注意が必要となる。

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



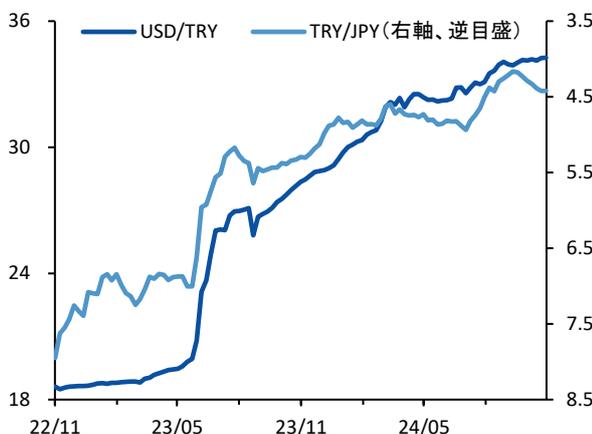
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## トルコ:年内利下げ開始観測が後退

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

- 10月のTRYは、対ドル34台前半でじりじりと売られながら推移している(▲0.25%、25日時点まで)。ただし、8月までに見られたような急速なTRY安は回避されている。
- トルコ中央銀行(CBRT)は10月17日、政策金利を市場予想通り50.00%で据え置いた。ただし、CBRTは声明文の中で、「インフレ改善のペースに関する不確実性は、入ってくるデータから見て、増大している」と指摘した。こうしたタカ派的な情報発信などを受けて、市場では年内利下げ開始観測が後退している。
- CBRTのカラハン総裁は、金融政策決定会合に先立ち10月3日、首都アンカラのトルコ議会で、インフレ期待が中銀の見通しに収束する必要があるほか、月間のインフレ率が「恒久的かつ顕著に」減速することが求められると主張した。「両方の基準について、まだ一定の距離があるというのが我々の判断だ。従って、金融引き締めを維持を継続する」と述べている。
- エルドアン大統領も10月18日に、インフレ減速のより良い結果を見るためにももう少し辛抱する、と発言している。CBRTの高金利政策を支持する発言だと受け止められる。
- 10月に発表された経済指標は、トルコのファンダメンタルズ改善を示すものとなった。10月3日に発表されたトルコの9月消費者物価指数(CPI)は、前年同月比+49.4%と、8月の+52.0%から伸びが鈍化した。これにより、CPIインフレ率は政策金利の50.00%を下回ることになった。実質政策金利のプラス転換は2021年7月以来初めてである。
- 10月11日に発表された8月経常収支は、+43億ドルの黒字となった。財貿易の赤字が急速に縮小している。金の輸入制限が寄与したほか、観光業をはじめとするサービス収支の黒字も経常収支改善につながった。
- 先行きのTRYの動きを見極めるうえでは、11月5日に米大統領・議会選挙を控えたグローバルな金融市場の波乱のリスクや、中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の上昇リスクには注意が必要となる。10月23日にはトルコ国内で軍事企業に対するテロ攻撃もあり、地政学リスクには引き続き意識する必要があるだろう。もともと、実質政策金利のプラス転換や、経常収支の改善など、ファンダメンタルズが改善していることはTRYの支えとなる。

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



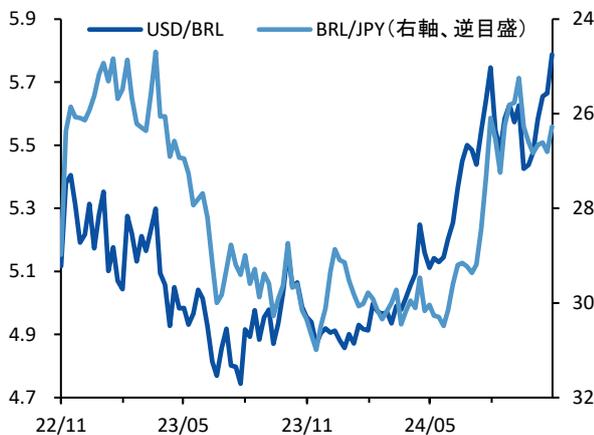
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ブラジル: 金融政策の厳しさが増す

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

- 10月のBRLは▲5.84%と大幅に下落した。5.45付近で取引を開始。月を通して対ドルでじりじりと売り込まれる展開となり、31日には一時5.7935と、8月5日以来の安値水準を付けた。ブラジル株式の続落、商品市況の下落、米金利の上昇、ブラジル財政悪化懸念の加速など、BRLにとって悪材料が重なった1か月となった。
- 米大手格付け会社は10月1日、ブラジル長期債務の格付けをBa2からBa1に引き上げた。投資適格級まであと1ノッチに迫ることとなった。公表元の資料を確認すると、引き上げに関し「力強い経済成長」「経済財政政策の実績増加」を評価したことなどが挙げられている。もっとも、「財政目標の達成に継続的なリスクがある」とも併記している。今回の引き上げを受けても、格付けは投資適格級以下であることには変わりはない。主要な3つの大手格付け会社によって投資適格級を付与されていたのは2015年が最後だが、その再現は難しい。ルラ政権の左派的思想が根本から変わり、基礎的財政収支に顕著な改善が見られれば投資適格級への復帰は可能だろうが、それは合理的には予測できない。
- 24日公表の10月半ばまでの1か月間のインフレ率(IPCA-15)は、+4.47%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.43%および前月の+4.12%を上回った。伸びが加速に転じるのは3か月ぶり、伸び率も8か月ぶりの高水準だ。加速の背景は食品・飲料・エネルギーといった非コア項目で説明でき、これらを除いた指数は弊行試算で+3.42%と4年以上ぶりの低水準となった。ただし、ブラジル中央銀行(BCB)のインフレ目標はあくまで総合ベースであり、コアの鈍化は利上げ路線を停止する理由にはならない。BCB高官も利上げ継続を強調しており、今後公表されるデータ次第ではあるが、11月会合での倍速利上げ(+50bp)の確度は高い。BCBの金融政策は、厳しさを増している。
- 11月のBRL相場は、上値の重い推移を見込む。10月の地方選挙ではルラ氏が推す候補が敗北し、ルラ氏自身の支持率低下も顕在化している。財政拡張路線を同氏が簡単に撤回するとは思えず、財政悪化懸念が引き続きBRLの重しになる。BCBは11月に+50bp利上げを行うと予見されるが、もはや市場期待に後れを取っている印象も否めず、BRL高をもたらすとも思えない。金融財政の悪材料に耐えつつ、米金利の反落を待つ展開になる。米大統領選挙の結果を受け市場心理が悪化するようであれば、8月5日に付けた年初来最安値を更新する可能性も否定できない。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## メキシコ:シェインバウム大統領が正式に就任

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

- 10月のMXNは▲1.73%と反落した。19.7付近で取引開始。上旬は資源価格上昇や良好な市場心理に支えられ19.1付近に上昇したが、その後はじりじりと売り戻される展開になり、30日には一時20.23付近を付けた。2022年9月以来の安値水準となる。資源価格下落、メキシコ株安、米大統領選挙におけるトランプ氏の勝利を見込んだMXN売りなど、非常に多くの逆風が吹いた1か月になった。
- 10月1日、シェインバウム氏は正式に大統領に就任した。同日の就任演説では、海外からの直接投資を促進することを強調した。なお、一連の司法制度改革もあり一部で懸念されているビジネス環境悪化に関しては、「メキシコへの投資は安全である」と一蹴している。なお、就任演説で最初に述べた「貧困層の引き上げ」に関しては、3日、2025年の最低賃金の引き上げ幅を+12%とする方針を示している。一見すると高水準だが、前政権に比べればややマイルドな引き上げ幅とも言える。ただし、物価上昇率を大幅に上回ることは事実であり、労働コストの一段の上昇に寄与する可能性には警戒を払いたい。
- メキシコ中央銀行(Banxico)は10日、金融政策決定会合議事要旨(9月会合分)を公表した。タカハト入り混じる内容だったが、▲25bpずつの利下げに大きな障害になりそうな意見はそれほど確認できなかった。24日には10月前半の消費者物価指数(CPI)が公表されたが、結果は+4.69%(前年比、以下同様)と市場予想の+4.66%および前回の+4.50%を上回っている。コア物価は+3.87%とほぼ横ばいで推移しており、物価再浮揚の主因は農作物やエネルギーといった非コア項目である。もっとも、総じてデイスインフレが順調とは言い難く、利下げペースの加速は支持されない。当面は▲25bpずつの利下げが続こう。
- 11月のMXN相場は上昇を見込む。言わずもがな、米大統領選挙の結果次第で反応は大きく異なろう。MXNは最も大きな反応を示す通貨と言ってよい。本稿執筆時点ではトランプ氏勝利の思惑が市場を動かしている側面も大きく、実際にそうなった場合MXNはやはり売りに晒されよう。ただし、織り込み済みの部分も大きいだけに、9月のメキシコ司法改革法案成立に絡んだ値動き同様、むしろ「材料出尽くし感からのMXN反発」に至る可能性を意識したい。いずれにしても、米政治体制がどうなるのであれ実際に影響が出てくるのは来年以降だ。政治にまつわるノイズを通過し、MXNも次の居所を探る展開となろう。

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 1～10月(実績)	SPOT	2024年 12月	2025年 3月	6月	9月	12月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	7.0048 ~ 7.2775	7.1180	7.20	7.16	7.08	7.03	7.05
香港ドル (HKD)	7.7611 ~ 7.8387	7.7741	7.77	7.76	7.76	7.75	7.76
インドルピー (INR)	82.649 ~ 84.108	84.085	84.1	83.3	82.5	82.8	82.4
インドネシアルピア (IDR)	15060 ~ 16481	15698	15400	15050	14980	14650	14800
韓国ウォン (KRW)	1290.39 ~ 1400.13	1377.17	1370	1350	1330	1310	1300
マレーシアリング (MYR)	4.0947 ~ 4.8053	4.3780	4.24	4.08	4.02	3.94	3.97
フィリピンペソ (PHP)	55.300 ~ 58.923	58.112	57.0	56.2	55.0	54.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.2789 ~ 1.3670	1.3205	1.32	1.31	1.30	1.29	1.29
台湾ドル (TWD)	30.518 ~ 32.922	32.021	32.0	31.6	31.3	30.8	30.5
タイバーツ (THB)	32.14 ~ 37.25	33.79	33.6	33.4	33.0	32.1	32.1
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 25477	25280	25100	24800	24470	24300	24400
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	82.6604 ~ 100.2751	97.3272	97.0	98.0	99.0	100.0	101.0
南アフリカランド (ZAR)	17.0356 ~ 19.3899	17.6042	17.8	17.6	17.4	17.2	17.0
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 34.4898	34.3044	34.0	33.5	33.0	32.5	32.0
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	4.8317 ~ 5.8588	5.7874	5.70	5.55	5.40	5.45	5.50
メキシコペソ (MXN)	16.2616 ~ 20.2278	20.0370	19.6	19.2	19.0	19.3	19.5
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民元 (CNY)	19.666 ~ 22.256	21.362	21.11	20.95	21.33	21.76	21.99
香港ドル (HKD)	17.905 ~ 20.733	19.560	19.56	19.33	19.46	19.74	19.97
インドルピー (INR)	1.664 ~ 1.939	1.808	1.81	1.80	1.83	1.85	1.88
インドネシアルピア (100IDR)	0.876 ~ 0.999	0.969	0.987	0.997	1.008	1.044	1.047
韓国ウォン (100KRW)	10.368 ~ 11.735	11.045	11.09	11.11	11.35	11.68	11.92
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 35.497	35.033	35.85	36.76	37.56	38.83	39.04
フィリピンペソ (PHP)	2.451 ~ 2.776	2.620	2.67	2.67	2.75	2.82	2.83
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 120.03	115.17	115.15	114.94	116.15	118.60	119.88
台湾ドル (TWD)	4.335 ~ 4.976	4.750	4.75	4.75	4.82	4.97	5.08
タイバーツ (THB)	4.018 ~ 4.558	4.500	4.52	4.49	4.58	4.77	4.83
ベトナムドン (10000VND)	0.5646 ~ 0.6365	0.6014	0.61	0.60	0.62	0.63	0.64
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.491 ~ 1.907	1.562	1.57	1.53	1.53	1.53	1.53
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 8.973	8.631	8.54	8.52	8.68	8.90	9.12
トルコリラ (TRY)	4.071 ~ 4.978	4.421	4.47	4.48	4.58	4.71	4.84
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルレアル (BRL)	24.416 ~ 31.200	26.267	26.67	27.03	27.96	28.07	28.18
メキシコペソ (MXN)	6.991 ~ 9.455	7.588	7.76	7.81	7.95	7.93	7.95

注:1.実績の欄は2024年10月31日まで。SPOTは11月1日の7時10分頃。2.実績値はブルームバーグの値。3.予想の欄は四半期末の予想。4.対円の見通しは『中期為替相場見通し(10月30日発刊)』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。