

2020 年 12 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: ワクチン期待のリスクオンの行方	2
中国: 経済のデカップリング懸念が後退	3
インド: SENSEX 株式指数は史上最高値を更新	4
インドネシア: IDR 高を受け中銀は利下げを再開	5
韓国: 当局の KRW 高けん制が続く	6
マレーシア: ドル安地合いの下、年初来高値に迫る	7
フィリピン: 年初来高値の更新が続く PHP	8
タイ: 年末にかけて 30 割れが意識される THB	9
ロシア: 注目材料は片付いたが方向感は見えない	10
南アフリカ: 通貨高+投資流入の好循環が視野に	11
トルコ: 少なくとも当面は安定的なリラ反発を予想	12
ブラジル: 構造改革停滞にみる財政懸念の芽	13
メキシコ: 好材料が重なり MXN が上昇	14
為替相場見通し	15

市場営業部
マーケット・エコノミスト
堀内 隆文
+81 3 3242 7065
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

マーケット・エコノミスト
堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@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
Huani Zhu
huani.zhu@mizuho-cb.com

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
本多 秀俊
+44 20 7786 2505
hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

ブラジルみずほ銀行
チーフストラテジスト
Luciano Rostagno
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

新興国：ワクチン期待のリスクオンの行方

マーケット・エコノミスト

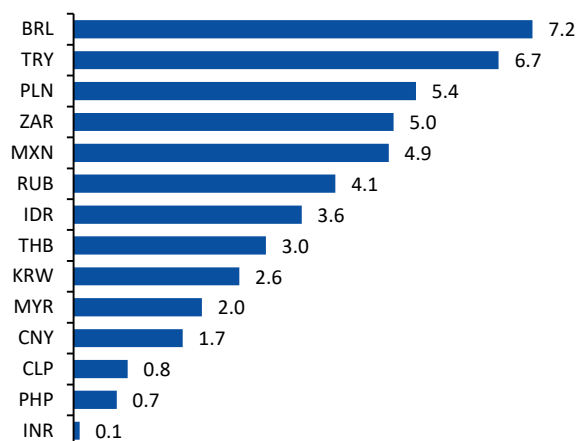
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

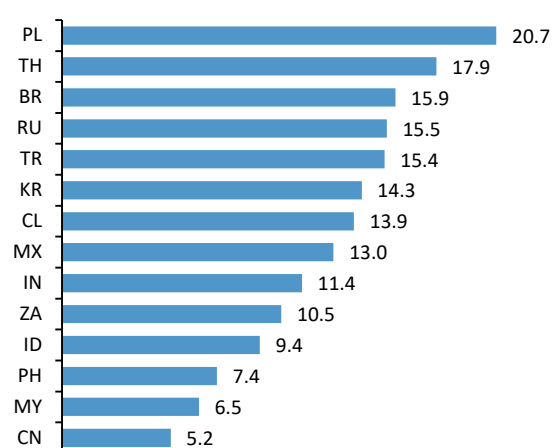
- 11 月、MSCI 新興国通貨指数は前月比+2.2 %となり、年初来高値を更新。2018 年 4 月以来の水準で取引を終えた。新興国通貨は米大統領選前後に上下に振れたものの、バイデン氏勝利が濃厚になるにつれ市場の不透明感が後退。ワクチンを巡る良好な治験結果も重なり、リスクオンムードが高まると新興国通貨は大きく上昇した。COVID-19 の感染再拡大への懸念から一時上昇幅を縮小するも長続きはせず、月後半には概ね高値圏での推移となった。
- EPFR Global 社のファンド・データによれば、新興国の債券、株式ともに 11 月は資金流入ペースが加速した。新興国債券ファンドについては、3 月以降に大幅資金流出に見舞われたが、足許ではそれをほぼ取り戻しつつある。
- 米大統領選は大方の世論調査通り、バイデン氏の勝利となった。もっとも、下院では民主党が議席を減らし、上院は共和党優勢（ジョージア州の結果待ち）となっており、懸念されたような法人増税等、左派寄りの政策は控えられるか規模が縮小しよう。財務長官人事も踏まえると、ドル安加速の可能性は後退した。他方、次期政権がまず取り組むのは COVID-19 対応となる。資産効果パスが寸断されている中、まず求められるのは追加財政出動となる可能性は高い。2020 年同様に、「ドルの過剰感」は当面健在だと言えそうだ。
- COVID-19 を巡っては、感染再拡大の不安とワクチン・治療薬開発への期待が綱引きする状況が続いてきたが、ついに後者の期待感が上回りつつあり、市場もリスクオンで応えている。現状、米製薬企業 2 社と英製薬企業 1 社の開発するワクチンの早期実用化が注目されている。報道によれば、12 月後半にも、米食品医薬品局（FDA）が緊急使用申請を承認する見通しという。また、英政府は 12 月前半に緊急使用を承認する方針とも伝わる。ワクチンにより感染拡大が抑制されるにつれ、モビリティの改善と景気の持ち直しが期待される。
- 一方で、ワクチンの使用が承認されるとして普及までには、生産、保管、移送、購入それぞれに課題が指摘されているのも事実だ。今後は、ワクチン普及の進捗が市場の期待に沿うものとなりえるかが問われる。言い換えれば、期待先行で進んできた感もある市場のリスクオンの見直しが起こりうる。
- かかる状況下、新興国通貨については目先弱含む展開に備えておきたい。ドル安基調が残り、大きく崩れることはないだろうが、足許で急速な上昇をみせた新興国通貨には反動も生じやすいのではないかと。他方、中国の強さを支えに CNY はじめアジア通貨は相対的には堅調さを維持しそうだ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020 年 11 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(2020 年 11 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国：経済のデカップリング懸念が後退

マーケット・エコノミスト

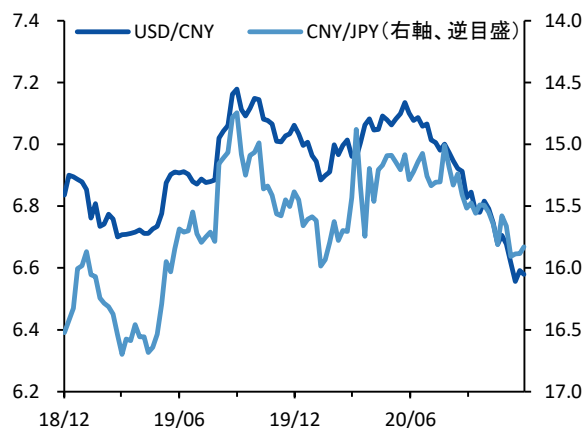
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

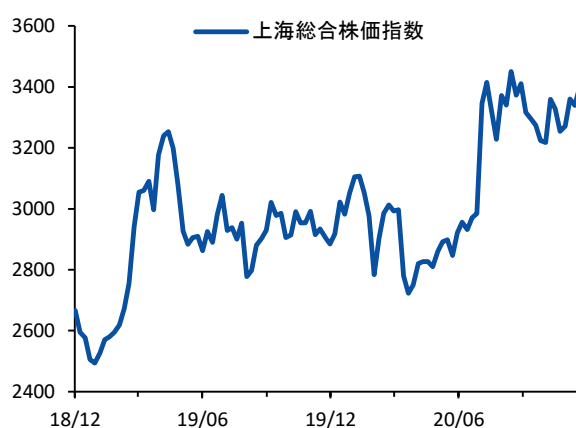
- 11 月の CNY は前月比で続伸となった。CNY は 6.69 台で取引を開始。米大統領選の混戦が伝わった際には 6.70 台を試すも、バイデン氏優勢が伝わるにつれ CNY 高が進展。ワクチンの開発進展の報道も重なり、6.56 台を試した。その後、米国の新たな対中投資規制の動きに CNY は 6.63 台まで押し戻されるも、米中経済のデカップリング懸念後退やリスクオンの流れに 6.54 台へと再び反発。月下旬は 6.55～6.60 のレンジ相場へと移行し、6.57 台で月末を迎えた。
- 中国経済の正常化の様相は一層明確となりつつある。1～10 月期の経済活動は、輸出が前年比+0.5%、鉱工業生産が同+1.8%、固定資産投資も同+1.8%となった。小売売上高は前年比▲5.9%と回復が遅れているものの、1～9 月期(同▲7.2%)から改善をみせた。景気が持ち直す中、中国人民銀行(PBoC)の劉副総裁は金融緩和の出口戦略の必要性に言及。PBoC の四半期・金融政策執行報告では、より柔軟で的確な政策方針が確認された。
- 次期 5 年計画と 2035 年までの長期目標の草案が公表された。習主席は「(国全体の成長率を)2025 年までに高所得国レベルに、2035 年までに GDP と一人当たり所得を倍増させることは可能」と発言。具体的な数値目標は来春の全国人民代表大会で示される模様だ。重要政策の筆頭としては、科学技術の自立を目指したイノベーション推進が掲げられ、米中覇権争いへの意識が滲む。これは、経済発展モデルをいわゆる「双循環」にシフトする点にもうかがえる。巨大な内需を梃子に、中華経済圏の構築と安全保障の両立を図る。
- 米国のバイデン次期政権下でも対中強硬姿勢が続くとみられるが、中国は着々と備えを固めている。15 日、中国は東アジアの包括的連携(RCEP)協定に署名。これまで消極的であった大型 FTA に参加した。また、習主席は環太平洋経済連携協定(TPP11)への参加検討にも言及。輸出管理規制(12 月 1 日施行)を活用し、対外交渉を優位に運ぶことも考えられる。米国の政治空白を突いて、鮮やかに米中経済のデカップリング懸念を後退させた感がある。
- 市場はこうした中国の強さを評価しており、CNY は上昇中だ。輸出増と海外旅行減による経常黒字の増大、内外金利差や成長企業を求める投資資金の流入等が CNY の実需を支える。もちろん、大型 IPO の突然の中止や債券デフォルトの増加、米国による対中投資規制の強化等、投資資金の流れに影響を与えうる動きには注意が必要だ。だが、現状、方向感を変えるほどでもない。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.45～6.70 としたい。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: 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: SENSEX 株式指数は史上最高値を更新

マーケット・エコノミスト

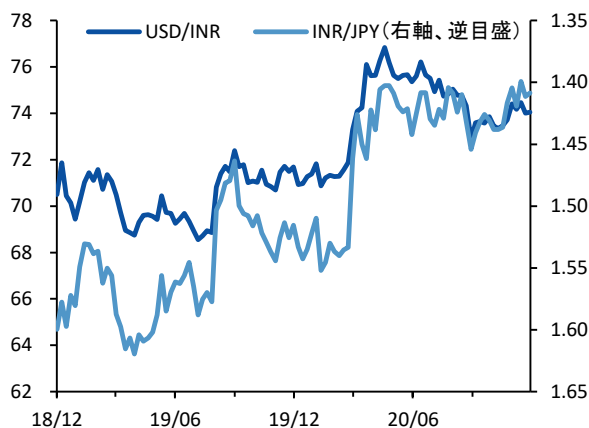
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

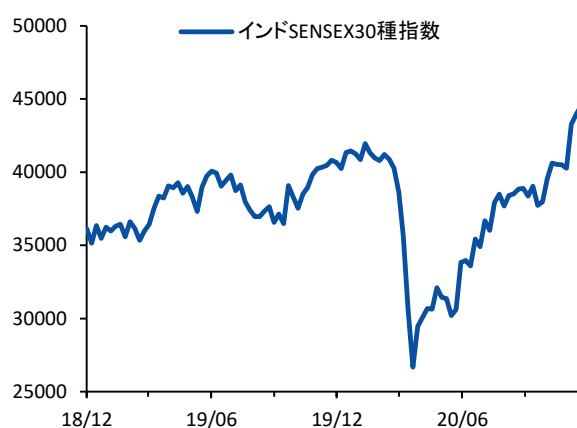
- 11 月の INR は上昇する展開。月初、74.40 台で取引を開始。米国大統領選にてバイデン候補が有利との報道を受けて、一時 74.00 を上抜けた。しかし、この水準ではインド準備銀行(中央銀行、RBI)の介入が入り、新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道が好感されリスクオンとなった中でも、INR は下落する展開となった。中旬にかけて、金融市場でリスクオンの流れが継続し、海外投資家からの資金流入が加速したことで、インド株式 SENSEX 指数が史上最高値を更新すると INR は再度上昇に転じた。下旬にかけて月高値圏の 73.70 台を推移し、その後も堅調な推移が続いた。
- 政府は今月中旬に締結された東アジアの地域的な包括的経済連携(RCEP)協定の署名を見送った。貿易赤字拡大への懸念やコロナ禍で自国の零細農家を競争から保護する意図があったとされる。特に貿易赤字に関しては、その多くが対中国貿易によるもので、国境付近での紛争を巡り印中関係が悪化している中で、自国産業の育成や中国製品の排斥運動の動きも目立っている。
- 政府は 12 日、新型コロナウイルス感染拡大以降 3 度目の経済対策を発表した。これまでは消費者の需要喚起や輸出の強化に主軸を置いた施策であったが、今回は新規雇用を創出することを支援する内容となった。11 月は、国内での新型コロナウイルスの累計感染者数が 900 万人を突破した。感染拡大ペースはピークを過ぎつつあるものの、コロナ禍で職を失った労働者の復帰に時間を要する状況が続いており、景気回復を見据える中で大きな課題となっていた。なお、下旬に発表された 7~9 月実質 GDP は前年比▲7.5%と 4~6 月期に続き 2 四半期連続でマイナス成長を記録している。
- 10 月 CPI は前年比+7.6%となった。食料品価格の高騰に起因して、7 か月連続で RBI のインフレ目標上限(同+6%)を超える結果となった。その一方で、国内の穀物の収穫が前年比で堅調に推移しているとの調査もあり、CPI は徐々に抑制される見込みであるが、サプライチェーンの正常化などを含め、CPI がインフレ目標レンジ内に収束するには依然時間を要するとの見方が強い。
- INR の動向に関しては、揉み合い推移を予想する。欧米での新型コロナウイルスの感染第 2 波への懸念は高まるも、ドルの過剰供給を背景に金融市場ではリスクオンムードが継続しそうで、この点は INR の堅調推移を支えるものと考ええる。一方で、RBI は INR の上昇局面において、通貨高をけん制する動きを見せており、この点は INR の上値を抑制するものと考ええる。

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: IDR 高を受け中銀は利下げを再開

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の IDR は上昇する展開。月初、14700 台で取引を開始。上旬は米国大統領選を控え様子見ムードとなったが、バイデン候補の選挙人の過半数獲得や新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道が好感され、月高値の 14000 台まで上昇した。中旬は、インドネシア銀行 (BI、中央銀行) の予想外の利下げ決定に上昇は一服したが、7~9 月期の経常収支は黒字を記録し、リスクオンの下で海外からの資金流入もあって、月末まで 14100 台の堅調推移が続いた。
- 7~9 月期の GDP は前年同期比▲3.49%を記録した。新型コロナウイルス対策で経済活動が停滞し、2 四半期連続のマイナス成長となった。内訳をみると GDP の約 6 割を占める家計消費が同▲4.04%となった。一方、景気刺激策の予算執行が進んで政府支出は同+9.76%増となった。国内では、ASEAN 域内で最大の新型コロナウイルス感染者が確認されており、ジャカルタ特別州を含め、各州政府は感染抑制のため行動制限を続けているが、政府は 10~12 月 GDP において前年同期比でのプラス回復を見込んでいる。
- BI は 19 日、金融政策会合にて政策金利の 7 日物リバースレポレートに 4 会合ぶりに従来の 4.00%から 3.75%に引き下げを決定した。声明文およびペリー BI 総裁の会見では、国内経済は 2 四半期連続でマイナスを記録しているものの、リスクオンによるドル安と国際収支の改善によって IDR 高となっている認識を示した。かかる中、従前の政府の景気刺激策と併せて国内経済の回復を加速させる意図から今回の利下げを決定したと述べた。
- 10 月 CPI は前年比+1.44%となった。年初来では同+0.95%となっており、BI が年間目標として掲げる同+2.0%~+4.0%を下回ることがほぼ確実な情勢となっている。CPI 軟調推移の要因としては、内需の減速のほか、年間を通じ資源価格が低水準で推移したことが指摘された。BI は金融政策会合後、物価水準を押し上げるべく今後の運営に関して、市場機能や金融・為替市場の安定性に鑑みながら緩和的な姿勢を維持することを表明した。
- IDR の動向としては、堅調推移を予想する。欧米での新型コロナウイルスの感染再拡大は今後本格化する可能性もあるが、米国の大統領選のイベント通過後はワクチン開発への期待感が強まる中でリスクオンの流れが継続している。また、経常収支も 11 年以来の黒字を記録しており、IDR の値動きをサポートするものと考えられる。BI による国債購入も今のところ運営の透明性が維持されており、大幅な IDR 安の懸念を払しょくできている点もプラスの材料となる。

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:当局の KRW 高けん制が続く

マーケット・エコノミスト

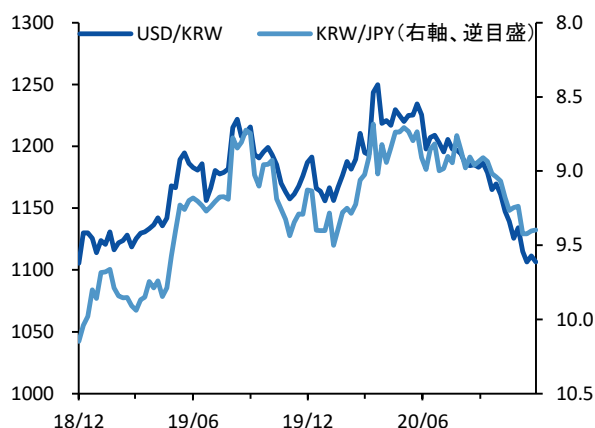
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW は前月比で続伸となった。KRW は 1137 から取引を開始。米大統領選が混戦模様となる中で一時は 1140 台を試した。ただ、バイデン氏優位が濃厚となり CNY が上昇すると、KRW も連れ高し 1120 台へと反発。リスクオンを追い風に月半ばには 1110 を突破した。当局の KRW 高けん制発言に 1105 付近でもみ合った後は 1116 台まで押し戻された。もっとも実需は底堅く、月下旬は再び KRW 高の動きとなり、1103 台を試した後、1106 台で月末を迎えた。
- 韓国銀行(BOK)は 26 日、最新の経済見通しを発表。実質 GDP 成長率は、2020 年が前年比▲1.1%、2021 年が同+3.0%と 8 月時点の見通し(それぞれ同▲1.3%、同+2.8%)から上方修正した。輸出と設備投資の上振れが 2020 年見通しの上方修正に寄与した。2021 年も IT 関連製品の輸出と投資が景気回復のけん引役になるという。一方、民間消費の見通しは下方修正された。
- ちなみに、COVID-19 の感染再拡大について、世界規模では 2021 年半ばか後半に徐々に落ち着きをみせるとし、世界経済は 2021 年後半に感染拡大前の水準を取り戻すとした。また、国内では冬季を過ぎれば感染再拡大は和らいでいき、その後は地域的・散発的なものとなる展開をベースシナリオとした。
- もっとも、今後の見通しは国内外における COVID-19 の動向に依然左右されやすいのは事実だろう。世界的な感染再拡大の動きが 2021 年前半に早まるマイルドシナリオでは、2021 年の成長率は前年比+3.8%まで加速する見通しも示した。他方、世界的な感染再拡大の動きが 2022 年前半まで遅れるシビアシナリオでは、2021 年の成長率見通しは前年比+2.2%まで鈍化するという。
- また、物価については 2022 年にかけて BOK の目標(前年比+2%)を下回りそうだ。上述の最新の経済見通しでは、ヘッドラインベースの消費者物価は 2020 年が前年比+0.5%、2021 年は同+1.0%、2022 年は同+1.5%となっている。
- かかる状況下、BOK は同日に開催した金融通貨委員会で政策金利(7 日物レポ金利)を過去最低水準となる 0.50%で据え置くことを決定した。引き続き、政策効果を見定めたい構えだ。なお、李総裁は会見で、足許の KRW の上昇ペースに警戒感を示し、必要であれば市場安定化の措置をとるとした。急速な KRW 高が輸出主導の成長の新たな下振れリスクとして浮上しつつあるようだ。
- 堅調な輸出見通しや年末にかけての輸出企業の KRW 買い需要、株式市場への資金流入等を考慮すれば、KRW 高は続こう。ただ、その上昇ペースは鈍化してくると考える。KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1060~1130 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:ドル安地合いの下、年初来高値に迫る

マーケット・エコノミスト

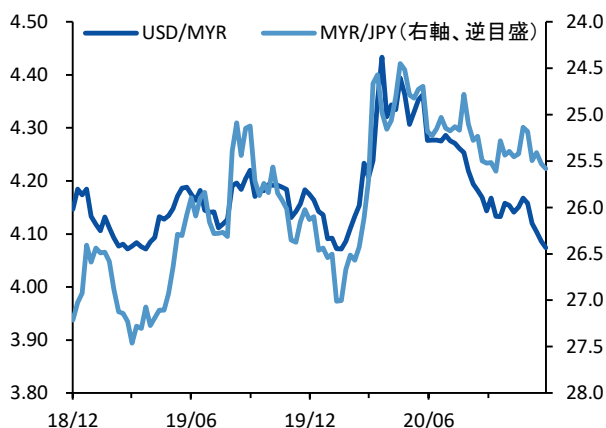
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

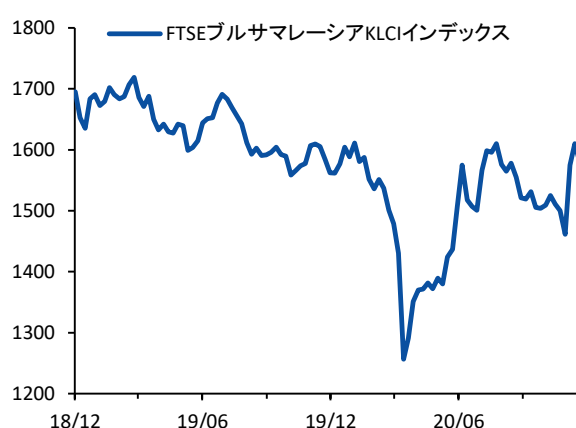
- 11 月の MYR は上昇する展開。月初 4.16 台で取引を開始。上旬は米国大統領選にてバイデン候補が有利との報道や新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道が好感され、4.10 台まで上昇した。買い一巡後も、貿易実績の結果や原油価格が上昇したことが好感されて、じりじりと値を上げる展開となった。下旬にかけては、政局不安が危惧されながらも 21 年度予算案が採決されたことを受け、株価上昇とともに MYR も月高値の 4.06 台まで上昇した。
- 7～9 月期の GDP は前年同期比▲2.7%となり、4～6 月期の同▲17.1%から 2 四半期連続でのマイナス成長となった。製造業は中国向けの輸出が好調で同+3.3%となったほか、個人消費もやや持ち直す内容となった。その一方で、新型コロナウイルスの感染再拡大の影響で、首都のクアラルンプールをはじめ活動制限令が出されており、個人消費の減速が懸念されている。かかる中、景気の浮上には引き続き外需主導となる状況が続くことが見込まれる。
- マレーシア中銀(BNM)は 3 日の金融政策委員会で、翌日物政策金利を前回 9 月会合に続いて 1.75%の現状維持とすることを決定した。声明文では、7～9 月期の経済活動はやや上向いたとの認識を示し、20 年の成長率は予測の範囲内(前年比▲3.5%～▲5.5%)に収まって、21 年は経済活動の更なる改善が見込むと述べた。
- 今後の見通しに関して、これまでの利下げは、景気刺激へ引き続き効果的に働くとの見方を示した。その他、BNM は欧米での新型コロナウイルス感染の再拡大を受けて、短期的には世界経済の不均衡が続く可能性が高いとした。国内経済においても業種間での景気回復ペースは一律ではない現状を指摘し、労働市場全体の持ち直しに時間を要するとの懸念を示した。
- マレーシア議会は 26 日、21 年の予算案を可決した。20 年度は海外企業の誘致強化に重きを置いた内容であったが、21 年度は新型コロナウイルスからの景気回復を目指す内容が目立った。仮に予算案が否決されれば、景気刺激策の実施は遅れることとなったばかりか、ムヒディン政権は総選挙を経て退陣を迫られる可能性もあったが、そのリスクをひとまずは回避した格好となる。
- MYR の動向は、堅調な推移を予想する。景気回復ペースは軟調ながらも、ドルの過剰感に起因するドル安地合いの中で、相場への影響は限定的であった。経常収支の改善や海外投資家からの資金流入は好材料といえる。一方で、原油価格の動向や不安定な政局は引き続き MYR の下落要因となる。

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: 年初来高値の更新が続く PHP

マーケット・エコノミスト

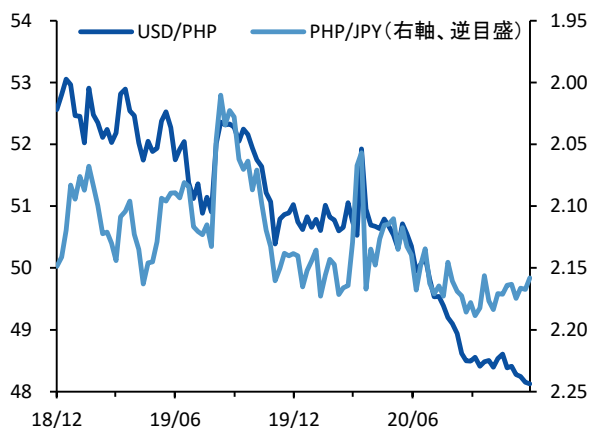
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の PHP は年初来高値を更新した。月初、48.30 台で取引を開始。上旬は米国大統領選にてバイデン候補が有利との報道や新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道が好感され、48.10 台まで上昇した。買い一巡後は、海外労働者 (OFW) による送金が予想外の上昇を見せた一方、フィリピン中央銀行 (BSP) の利下げ決定といった要素が交錯し、揉み合い推移となった。下旬にかけて、NY ダウ平均株価が史上最高値を更新し、金融市場がリスクオンに向かうと PHP は上昇に転じた。月末には年初来高値を更新し、16 年 9 月以来の 48.00 台での値動きとなった。
- BSP は 19 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバーズレポレート従来 2.25% から 25bp 引き下げて 2.00% とした。今回の利下げによって政策金利は過去最低を更新し、BSP は今年に入って 5 度目の利下げを決定した。今回の政策決定について声明文では、国内外での新型コロナウイルスの感染再拡大によって、7~9 月期の GDP の景気回復が予想より軟調であった点を要因に挙げた。国内では、自然災害を複数回受けた影響で、今後数か月間景気が冷え込むことが懸念されている。
- ジョグノ BSP 総裁の会合後の会見では、追加利下げは景気回復の下振れを防ぐ措置であることを示した。今後については、銀行の融資条件緩和や預金準備率の引き下げなどを視野に入れつつ、自国経済と金融システムの安定化を図る措置を継続していく姿勢を表明した。
- 個人消費の源泉となる 9 月の OFW 送金は、前年比 +9.3% と市場予想の同 ▲4.3% を大きく上回った。海上勤務者の送金は同 ▲6.5% と低迷が続くものの、陸上勤務者からの送金が同 +10.2% と堅調な推移を見せた。国内の台風被害による支援目的での送金が増加した点も要因として指摘された。なお、年初来の実績も同 ▲1.4% と前年から大きく劣後しない水準まで回復しつつある。
- PHP は堅調推移が続く。主要輸入品の原油の価格が軟調な推移となっていることや、国内景気低迷の影響で財の輸入が押さえられたことが、結果として貿易赤字を圧縮させ、直近では経常黒字に転じたことが大きい。未だ世界的な新型コロナウイルスの感染終息の目途が立たない中、短期的にはこの流れが継続する可能性も考えられる。また、OFW 送金実績も堅調であり、年末の消費シーズンに向けて本国への送金は引き続き伸びが期待される。実需の PHP 買いから年初来高値を更新する可能性も考慮したい。

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

タイ: 年末にかけて 30 割れが意識される THB

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

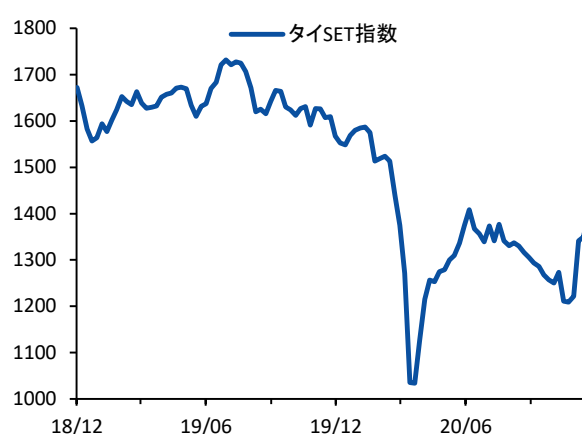
- 11 月の THB は上昇後、揉み合う展開。月初 31.20 付近で取引を開始。上旬は米国大統領選にてバイデン候補が有利との報道や新型コロナウイルスのワクチン開発関連の報道が好感され、月高値の 30.10 台まで上昇した。下旬は、金融市場ではリスクオンの流れが継続するものの、国内でのデモの動向が意識され、動意に乏しい推移となり、30.20 台を中心に揉み合う展開となった。
- 国内で王室改革、政権退陣や憲法改正を求めるデモが長期化している。議会は、憲法改正に向けた審議を実施したが、民間団体による改憲提案を否決した。これに対し、反体制派は大規模な集会を開いて抗議活動を再開したが、政府は強硬的な対応をしており、事態の収束の目途が立たない状況が続く。
- BOT は 18 日にセタプット新総裁の下での初めて金融政策委員会 (MPC) を開催し、政策金利は全会一致のもと 4 会合連続で 0.50% の現状維持となった。会合に先んじて、7~9 月期実質 GDP が発表され、前年比▲6.4%と 3 四半期連続でマイナス成長を記録したが、感染拡大を抑制するための活動制限が緩和されて景気の持ち直しをみせたことから、追加緩和は見送られた。
- 声明文では、7~9 月期の GDP 成長率は底を抜けながらも、経済の回復ペースは緩慢である点を指摘した。欧米を中心に新型コロナウイルス感染が再度拡大する状況下、先行きは非常に不透明であると述べた。これを踏まえ、今後の政策運営に関しても、緩和的な姿勢を維持し、長期にわたって政策金利を低水準に据え置く必要性を強調した。また、警戒回復動向を見据えた上で、必要に応じて追加の政策を用いる準備があると述べた。
- BOT は会合後の 20 日、足許の THB 高を受けて外貨規制の緩和を発表した。外貨預金口座での自由な送金が可能となり、海外証券に直接投資できる上限金額も引き上げられた。そのほか、上場投資信託などの海外証券をタイ国内に上場することを認めることも発表した。
- THB の動向については、更なる上値を追うには時間を要し、揉み合う展開を予想する。11 月初旬からの大統領選やワクチン開発を織り込んだ通貨高も徐々に一服しつつあり、節目となる 30 割れには材料不足の印象がある。昨年後半にかけて THB 高が継続した中でも、30 を割り込むにはかなりの時間を要しており、当局としても意識している水準と考えられる。とは言え、現段階では金融市場はリスクオンに傾いており、ドル安地合いとなっている中、THB の上昇リスクが強い点は改めて確認しておきたい。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア:注目材料は片付いたが方向感は見えない

シニア為替ストラテジスト

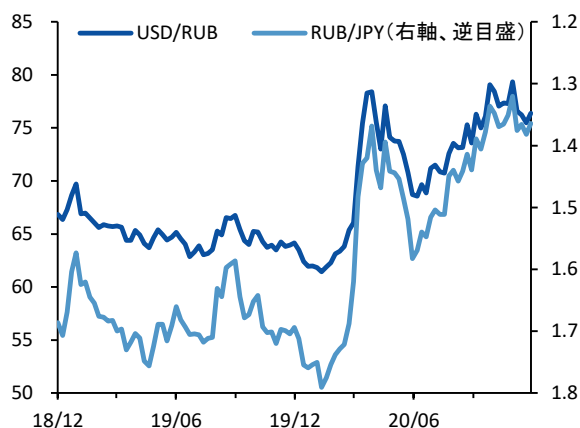
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11 月の RUB は上昇。RUB 上昇は、ZAR、MXN といった他の新興市場通貨の上昇と並行し、何より金融市場全般のリスク取得意欲の高まりを追い風とした。
- リスク許容量を高めた要因は、新型コロナウイルス感染症のワクチン開発に関し、有効な治験結果が相次いで報告されたこと(9 日、17 日、23 日)と、米大統領選(3 日投票日)が事前の予想通りバイデン前副大統領の勝利に終わり、政権移行作業も無事行われる目途がついたことの 2 点に集約された。
- ワクチン開発による経済活動の再開や、米大統領選決着による不透明感の払拭は、世界景気回復への期待感を高め、市場のリスク取得意欲を高めた。
- また、経済活動再開による需要回復期待から原油価格が大きく水準を切り上げたことで、燃料輸出に大きく依存するロシア経済の回復期待を殊更高めたことも、RUB にとっては二重の意味で押し上げ材料となった。
- 世界景気(需要)回復期待の高まりと並行し、主要産油国(OPEC+)による協調減産延長が観測されたことも、原油価格押し上げ要因となった。ロシアからは、OPEC+による協調減産の立役者でもあるノバク燃料相が、9 日、燃料政策担当の副首相に昇格したことも、原油価格押し上げに寄与する一因となった。
- 一方で、トランプ大統領との比較で、バイデン前副大統領は、ロシアに対して強硬な姿勢を取り、「米による追加制裁リスクを高める」との思惑は、一義的には RUB の重石となるはずの要因だが、既に十分な織り込みが進んでいたこと、EUとの関係改善やイラン核合意復帰、持続的に成長可能な経済の確立などと比較で「政策優先順位は高くない」との見方が広く共有されたことも、RUB の地合を良くする一因になったものと考えられた。
- ロシア中銀(CBR)金融政策に関しては、この間、市場の注目を集める機会は少なかった。RUB 建ロシア国債(OFZ)も、高止まりと言える値動きは維持したものの、RUB 押し上げに寄与するほどの堅調ぶりを見せることはなかった。
- ただし、CBR が発表した「2021-23 年金融政策ガイドライン」は、2021 年一杯緩和的金融政策を維持する可能性をあらためて示しており、今後の物価動向次第で、もう一段の利下げ余地、OFZ 上昇余地を拓ける可能性も考えられる。
- 原油価格高止まりは今後の RUB 堅調を示唆する要因だが、並行して、財務省による外貨購入方針にも留意しておきたい。ウラル産原油価格が特定の水準(2020 年は 42.4 ドル/バレル)を回った場合、財政規律を厳密に適用すれば、国家福祉基金納入の為の外貨購入を再開する必要性が生じるはずだからだ。

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:通貨高+投資流入の好循環が視野に

シニア為替ストラテジスト

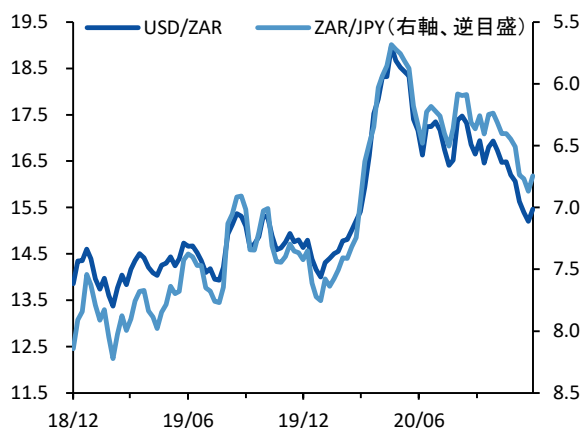
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11 月の ZAR は対 USD、対円で上昇、それぞれ 9 か月ぶりの高値を更新した。
- ZAR を押し上げた要因は、金融市場全般におけるリスク許容量の高まり、南ア構造改革進展に対する期待感という、大きくふたつの要因が考えられた。
- リスク許容量の高まりには、新型コロナウイルスのワクチン開発に関し、良好な治験結果が相次いで聞かれたことが大きく貢献した。特に 9 日、米大手製薬会社らが開発したワクチンが「数万人規模の治験で 90%の感染を防いだ」との報は、その後相次いだ類似報道の先駆けとして大きな衝撃を与えた。
- また、米大統領選(3 日投票)が、紆余曲折を経てバイデン前副大統領の明確な勝利に終わったこと、当初「選挙に不正があった」として敗北を認めなかったトランプ大統領が、23 日までに政権移行手続きに協力する姿勢を示したことなども、金融市場全般のリスク取得姿勢の改善に寄与した。
- 南ア構造改革の進展に関しては、与党アフリカ民族会議(ANC)マガシユレ幹事長逮捕(10 日)が目をつけた。8 月末の ANC 全国執行委員会(NEC/党の最高意思決定機関)で決定された汚職撲滅目標に沿った話。同委員会では、党の役職者が逮捕された場合、その時点で職務を停止することが合意され、同幹事長逮捕は、党内のズマ前大統領派の影響力大幅低下を意味した。
- 南ア準備銀(SARB)は 19 日の金融政策委員会で政策金利を 3.50%に据え置いた。決定は 3 対 2 の僅差であったものの、市場の過半は据え置きを予想していたし、そもそも金融政策動向に対する市場の関心は高いとは言えなかった。
- 25 日に発表された最新(10 月)の南ア CPI は、食品価格の高騰を主因に市場予想を明確に上振れた。前年比+3.3%は SARB 誘導目標(+3~6%)の下限に近く、南ア経済がコロナ禍による低迷から抜け出す兆しも見えないが、現在までに追加利下げ観測は概ね払拭されたように見える。
- 景気低迷(税収低迷)による歳入減、新型コロナ対策のための歳出拡大などを背景に、大手格付会社 2 社が、23 日、南ア長期国債格付を引き下げたことも、SARB による追加利下げを牽制する要因と言えよう。
- ただし、10 年国債利回りが 8%台後半というのは、金利の「潰れた」現在の投資環境にあって、引き続き魅力的な実質金利水準と言える。
- 仮に、ZAR が現行水準近辺で安定するのであれば、ラマポーザ大統領の構造改革の進捗を前提に、今後、物価安定=利下げ余地の広がり国債利回り低下(価格は上昇)の好循環を確立する可能性も考えられよう。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 少なくとも当面は安定的なリラ反発を予想

シニア為替ストラテジスト

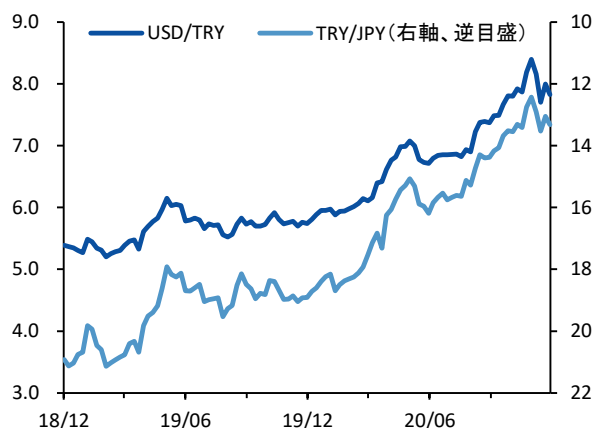
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11月のTRYは激しく乱高下。6日には対USDで8.5800まで史上最安値を更新したが、19日までの9営業日で7.5080まで14.3%反発。その後、3営業日で概ね同上昇の半値戻しと言える8.0500まで反落し、再び堅調に転じた。
- トルコ中銀(CBRT)による利上げ見送り(10月22日)以来、底値の見えない続落で上述史上最安値まで9.2%下落したTRYだったが、現地時間の6日から8日に掛けての週末をまたいで情勢は一変した。
- まず、6日の現地時間深夜、エルドアン大統領がCBRT ウイサル総裁の更迭とアーバル前財務相/元副首相の総裁就任を発表。更に、8日、アルバイラク財務相が辞表を提出。9日にはエルバン元副首相が後任財務相に指名された。
- TRY 急反発には、与党からも経済界からも不人気だったアルバイラク財務相の退任を好感した面もあったが、それ以上にアーバル新総裁・エルバン新財務相らが同職を引き受けるにあたって、エルドアン大統領から十分な裁量を与えられたとの読みが、金融・経済政策の「正常化」期待を高めたことが大きかった。
- 具体的には、インフレ抑制のための政策金利引き上げや信用拡張(貸出促進)による経済政策の修正、更に、徒な(外貨売り)為替介入を控えた上で、外貨準備の再構築を進める可能性なども期待された。
- 実際、アーバル新総裁は、初めて臨んだ19日の金融政策委員会で、1週間物レボ金利を10.25%から15.00%まで引き上げ。同時に金利枠と加重平均金利を活用する方針をあらため、政策金利を一本化する方針を発表した。
- 前後してトルコ銀行監督局(BDDK)は、実質的な資本規制と言える地場銀行に対する非居住者金融機関向けTRY流動性供給制限を段階的に緩和。更に金融機関に貸出促進を強いる資産比率規制を撤廃した(24日)。
- 一連の動きは、確かに金融・経済政策の「正常化」に資すると言え、購買力平価との比較(輸出競争力)で極端に大幅な過小評価に陥っていたTRYの水準調整には十分な材料と言えたが、金融市場全般では、「正常化」が維持されるのは向こう半年から、持って一年との見方が広く共有されている。
- 「物価上昇は高金利が原因」との考えに引き続き固執するエルドアン大統領が、何時、金融・経済政策への介入を強めるかは、今後の物価・景気動向に掛かっている。物価安定や景気回復が維持される限りにおいては、同大統領も過度の介入は控えることが見込まれるからだ。だが、そのことはひと度状況が悪化すれば、大統領の介入が更に事態を悪化させる悪循環も予見させる。

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: 構造改革停滞にみる財政懸念の芽

マーケット・エコノミスト

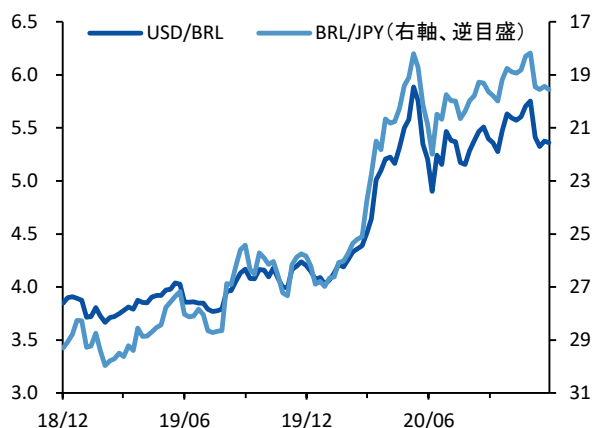
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月、BRL は前月比+7.7%と大きく反発した。BRL は 5.71 台で取引を開始。米大統領選後のドル安とワクチンへの期待感を背景とするリスクオンの流れに乗り、一時は 5.22 台まで急速に BRL 高が進んだ。月半ばにかけて 5.52 台まで押し戻される場面もあったが、月後半はリスクオンの再開も支えに 5.27~5.46 のレンジ相場に移行。5.35 台で取引を終えた。
- 財政出動による景気支援が奏功し 9 月の経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比+1.29%と 5 か月連続でプラスを維持、8 月の伸びも上方修正された。鉱工業生産は 9 月時点で、COVID-19 の感染拡大前の水準を回復した。10 月の製造業/サービス業 PMI は更なる改善をみせている。3~6 月に失われた正規雇用者数も 10 月までに 8 割弱を取り戻した。季節要因もあるが COVID-19 の感染拡大ペースは過去と比較して抑制されつつある。
- こうした中、ブラジル中央銀行(BCB)は 12 月の金融政策委員会では、政策金利を過去最低の 2.00%で据え置くとみられる。BCB は前回 10 月の会合で、声明文にフォワードガイダンスの一文を挿入。政策金利を据え置く一定の条件(①目標を明確に下回るインフレ見通し、②財政方針の維持、③抑制された長期のインフレ期待)にも言及したが、これらに懸念が高まっている訳ではない。
- ネット BCB 総裁は、足許のインフレ率上昇は食品価格や通貨安による一時的なものという認識を最近も明らかにしている。大きく BRL が反発したことで、インフレ懸念はより和らいでいくと思われる。他方、10 月会合の議事要旨によれば、BCB は「歳出上限」の順守だけに拘らず、財政の展望次第で政策金利を見直す可能性があるとし唆している。財政に関しては依然注意が必要だ。
- 11 月に入り、ゲデス経済相は経済の持ち直しと財政出動を抑制する方針を繰り返し表明。仮に、COVID-19 の感染再拡大で追加対応が必要になっても、2020 年に実施した規模(GDP 比 8%強)の半分程度にとどめると述べた。財政規律を重視する姿勢をみせ、市場に漂う不安の抑制を図っている。
- 一方、供給サイドから経済成長を支えることが期待される構造改革には停滞感が滲む。11 月の統一地方選挙ではボルソナロ大統領派の惨敗が伝えられている。現政府が目指す構造改革の実現には、各党派とのより大きな妥協を迫られそう。2022 年の大統領選を控えて、構造改革を棚上げし、支持率向上につながるやすい財政出動(財政悪化)に踏み切る展開も懸念される。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 5.1~5.7 とみておきたい。

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: 好材料が重なり MXN が上昇

マーケット・エコノミスト

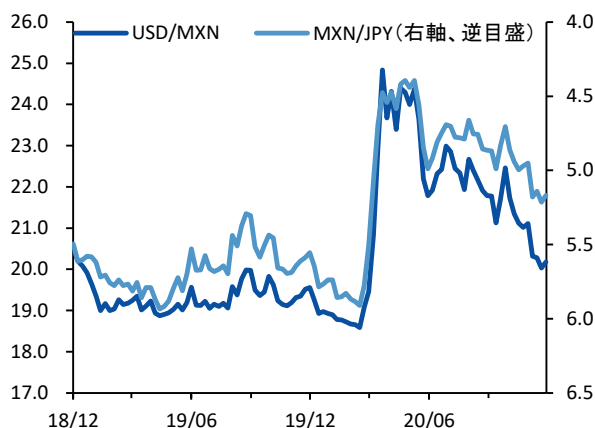
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MXN は前月比+5.9%と大幅続伸となった。MXN は 21.2 台で取引を開始。米大統領選の混戦が伝わった際には 21.9 台まで MXN 安が進んだ。その後は、バイデン氏優勢が濃厚となるにつれドル安が進展。ワクチンへの期待感からのリスクオンに、対米貿易を巡る思惑も加わり、MXN は 20.0 台まで急伸した。中旬にかけて MXN は 20.6 台まで押し戻されるも、リスクオンの再開に月後半はじり高の展開。19.9 台を試した後、20.1 台で月末を迎えた。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 12 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を従来の 4.25% で据え置くことを決定した。5 名の委員のうち 1 名は 25bp の利下げを、残る 4 名は据え置きを主張した。政策金利の据え置きは、2019 年 8 月以降の計 400bp の利下げを経て、12 会合ぶりの判断となる。
- 声明文によれば、据え置きによりインフレ動向を見極める時間を確保した模様だ。10 月の消費者物価 (CPI) は、ヘッドラインベースで前年比+4.09%と 3 か月連続で Banxico の目標レンジ (前年比+2%~+4%) を上回った。仮に、政策金利を 25bp 引き下げて 4.00% とした場合、実質マイナス金利に陥る。
- また、過度な金融政策依存が和らぎつつあることも据え置き判断の背景にあらう。国内における COVID-19 の感染拡大は 8 月にピークアウト、欧米製薬会社におけるワクチン・治療薬開発の進捗も伝わってきている。政府の予算法案は、2021 年初よりワクチンの接種が可能となり景気回復が進む前提だ。実際、Banxico の声明文には危機対応モードの一股感が滲む。さらに、政府は 10 月、官民によるインフラ投資計画 (2,973 億ペソ規模) も打ち出した。バイデン米次期政権下では米国の対墨圧力が和らぐとの期待感もあらう。
- もっとも、これで利下げ局面は一巡したと判断するのは時期尚早だ。COVID-19 の感染再拡大は欧米諸国のみならず、メキシコでも確認されつつある。ワクチンの開発進捗で市場にはリスクオンムードが漂うが、現実には乗り越えるべき課題もしばらく残る。国営企業優遇といった現政権の内向きな経済政策運営は、官民の共同プロジェクトの持続性や外資企業誘致の面で不安材料だ。バイデン政権の「米国第一主義」の継承度合いも今のところ明確ではない。そして、MXN 高が懸案のインフレ上昇を今後抑制していく可能性もある。
- 足許の MXN の急速な上昇は、ドル安やリスクオンといった外部要因に、国内不安要因の改善が重なった結果といえる。追加材料なしにこのペースは維持し難いだろう。今後 3 か月の MXN のレンジは 19.75~22.25 と見ておきたい。

図表 25: メキシコペソ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

為替相場見通し

		2020年 1～11月（実績）	SPOT	2020年 12月	2021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)	6.5403 ～ 7.1777	6.5789	6.60	6.55	6.50	6.45	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7500 ～ 7.7989	7.7516	7.76	7.76	7.77	7.78	7.79
インドルピー	(INR)	70.733 ～ 76.916	74.040	73.6	73.0	74.0	73.8	72.5
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ～ 16625	14120	14000	13850	14050	13950	13850
韓国ウォン	(KRW)	1103.05 ～ 1293.95	1107.15	1100	1080	1080	1070	1070
マレーシアリングギ	(MYR)	4.0520 ～ 4.4490	4.0767	4.08	4.03	4.12	4.09	4.04
フィリピンペソ	(PHP)	48.056 ～ 51.959	48.080	48.2	47.6	48.8	49.3	48.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3369 ～ 1.4647	1.3393	1.35	1.34	1.36	1.37	1.34
台湾ドル	(TWD)	28.458 ～ 30.533	28.663	28.5	28.3	28.3	28.2	28.2
タイバーツ	(THB)	29.54 ～ 33.19	30.26	30.0	29.6	30.6	30.2	29.5
ベトナムドン	(VND)	23131 ～ 23637	23133	23150	22950	23000	23100	23050
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8833 ～ 82.8729	76.3944	77.00	76.00	78.00	79.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ～ 19.3508	15.4354	16.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ～ 8.5793	7.8284	8.00	8.20	8.00	7.80	7.60
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0049 ～ 5.9700	5.3594	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ～ 25.7849	20.1534	20.80	20.60	20.40	20.20	20.00
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ～ 16.108	15.829	15.61	15.42	15.54	15.81	16.25
香港ドル	(HKD)	13.020 ～ 14.422	13.452	13.28	13.02	13.00	13.11	13.35
インドルピー	(INR)	1.367 ～ 1.566	1.409	1.40	1.38	1.36	1.38	1.43
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ～ 0.817	0.739	0.736	0.729	0.719	0.731	0.751
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ～ 9.660	9.419	9.36	9.35	9.35	9.53	9.72
マレーシアリングギ	(MYR)	24.148 ～ 27.278	25.579	25.25	25.06	24.51	24.94	25.74
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ～ 2.213	2.158	2.14	2.12	2.07	2.07	2.15
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ～ 81.92	77.86	76.30	75.37	74.26	74.45	77.61
台湾ドル	(TWD)	3.364 ～ 3.708	3.651	3.61	3.57	3.57	3.62	3.69
タイバーツ	(THB)	3.215 ～ 3.729	3.442	3.43	3.41	3.30	3.38	3.53
ベトナムドン	(100VND)	0.4364 ～ 0.4829	0.4508	0.44	0.44	0.44	0.44	0.45
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.296 ～ 1.804	1.364	1.34	1.33	1.29	1.29	1.30
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ～ 7.821	6.757	6.44	6.52	6.31	6.18	6.12
トルコリラ	(TRY)	12.040 ～ 18.875	13.315	12.88	12.32	12.63	13.08	13.68
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ～ 27.687	19.550	18.73	18.70	19.06	19.62	20.39
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ～ 6.013	5.174	4.95	4.90	4.95	5.05	5.20

注: 1.実績の欄は 2020 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 9 時 50 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(11 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。