

2020 年 12 月 25 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: ワクチン普及で変わりうる通貨の選好	2
中国: これまでみせた相対的な強さは和ぐ方向	3
インド: 米国の為替報告書で新たに監視リスト入り	4
インドネシア: 中銀は年内での追加緩和を見送り	5
韓国: 変化が予想される KRW の実需	6
マレーシア: 原油価格持ち直しで年初来高値を更新	7
フィリピン: コロナ禍でも上昇が続いた PHP	8
タイ: 年明け以降も上昇が見込まれる THB	9
ロシア: 目先は RUB 売り要因が重なる見込み	10
南アフリカ: ZAR 続伸余地あるが、目先は足踏みか	11
トルコ: 市場の信頼を裏切らないことが最善の展開	12
ブラジル: 財政規律と構造改革の行方を注視	13
メキシコ: MXN 高を抑制しうる国内要因に留意	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: ワクチン普及で変わりうる通貨の選好

マーケット・エコノミスト

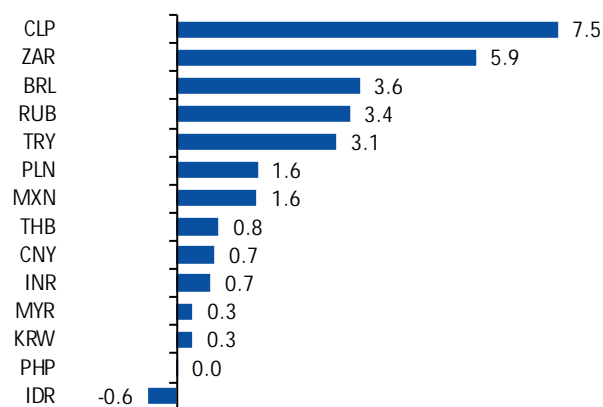
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

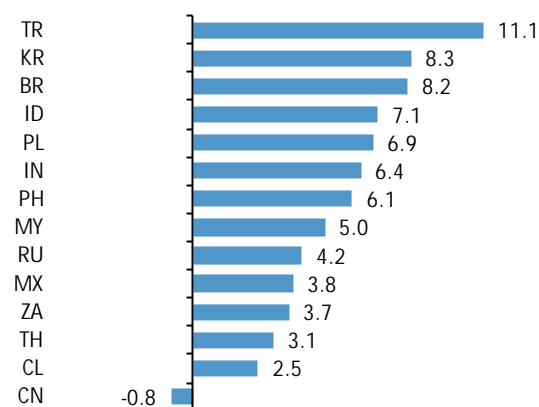
takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月、MSCI 新興国通貨指数は前月比で続伸。一時、年初来高値を更新した。月初旬はワクチンの実用化の動きが好感され、リスクオンが台頭。英 EU 通商交渉の膠着等でドルが下げ渋る場面でも、新興国資産への資金流入を支えに新興国通貨は堅調に推移。FOMC を経てのドル安・株高局面で一段高となった。ただ、その後は世界的な COVID-19 を巡る行動規制再強化の動きにリスクオフムードが高まり、月初来の上昇幅をやや縮小。前年末比では+2.9%の水準にある。一時は同▲7.1%まで下落していた(12 月 24 日時点)。
- 2020 年を振り返ると、世界的なロックダウン下でドル調達の逼迫感が急速に高まった 3 月、新興国通貨は総じて大幅な下落に見舞われた。その後、米国をはじめ各国の金融当局の政策対応が進むにつれ逼迫感は徐々に沈静化。米国が大規模な財政出動に転じると、年後半はむしろ「ドルの過剰感」(≒ドル安)が新興国通貨の反発を支えた。また、特に 11 月以降は、ワクチンの開発進捗・実用化を巡って市場にリスクオンムードが醸成されたことも追い風となった。
- 2021 年を展望するにあたって、こうした支援材料がワクチン普及によりどう影響を受けそうか整理しておく必要がある。ワクチンの普及は 2021 年 1~3 月期に米国が先行する格好で本格化し、同 4~6 月期以降にその感染予防効果が確認されてくるとみている。それにつれ先々の成長見通しが改善、長期金利には上昇圧力が増そう。同時に、米国では必要とされる追加財政出動(2020 年は 3.1 兆ドル、GDP 比 15%相当)の規模も縮小されよう。結果、上述の「ドルの過剰感」は徐々に見直され、ドルは 2021 年前半には底打ちを迎えると想定する。
- なお、ワクチン普及による新興国通貨への影響は、これまでの期待感ベースのリスクオン(総じて買い)とはならないだろう。例えば、2020 年は経済正常化で先行する中国との貿易関係が重視されがちだったが、欧米諸国でも正常化が進むのであれば状況は変わりうる。また、消費需要も 2020 年に堅調だったソーシャルディスタンスやリモートワーク関連から拡がりをみせそう。さらに、商品市況では相対的に出遅れていたエネルギーの持ち直しも期待される。早ければ、2021 年 4~6 月期にもこうした変化はみえてくるのではないかと。
- 一方、財部門に比べてサービス部門の回復には時間を要しそうだ。インバウンドへの依存度は通貨安材料として残ろう。国内景気低迷(≒輸入減)で一時的に貿易収支が改善していた通貨には、調整が入る局面もありそう。対米金利差の縮小による証券投資フローの変化にも注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2020 年 12 月、%)



図表 2: 新興国株式騰落率(2020 年 12 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 12 月 24 日まで

出所: ブルームバーグ、みずほ銀行 12 月 24 日まで

中国:これまでみせた相対的な強さは和ぐ方向

マーケット・エコノミスト

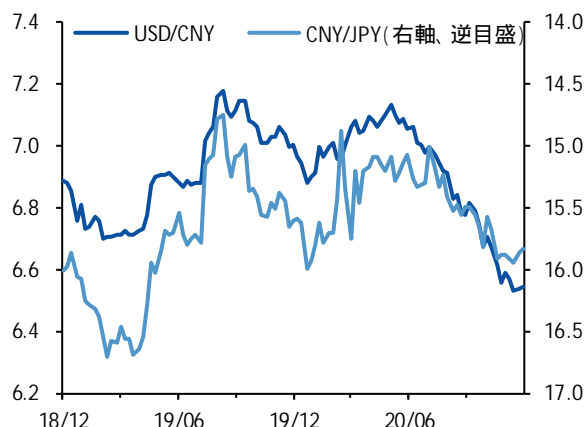
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

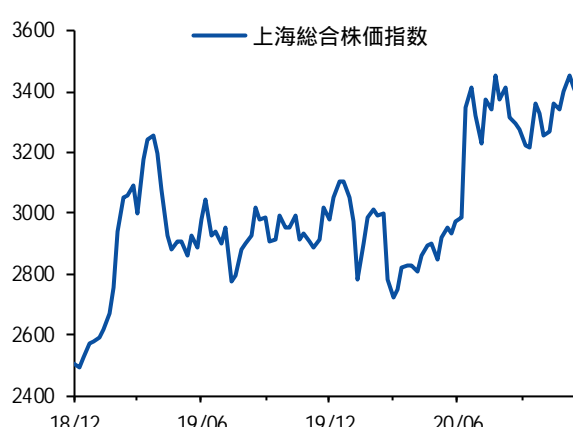
- 12月、CNYは前月比で続伸。6.58台で取引を開始すると、ドル安を追い風に一時6.52近くまでCNY高が進んだ。ただ、その後は高値圏でもみ合う展開。年末や春節を控えて中国人民銀行(PBoC)による資金供給が増え金利がやや低下したほか、今後の金融政策方針を見極める動きも重なった。中旬以降は概ね6.52~6.56のレンジで推移している(12月24日時点)。
- 2020年は中国の強さが際立つ年だった。早期にCOVID-19の感染封じ込めに成功し、いち早く経済活動の正常化に動いた。世界におけるCOVID-19対応の特需(医療、IT関連等)を取り込み輸出が増加。海外旅行が不可能となったことによるサービス収支赤字の改善も進み、経常収支黒字は急拡大した。年央には金融当局から危機対応の出口を模索する声が聞かれ始めた。金利は反発し、かねてからの金融市場の開放も重なり、「金利のある市場」として中国債券市場は選好された。6月以降、CNY相場は上昇基調を明確にした。
- 米大統領選におけるバイデン候補の優勢もCNY相場の追い風となった。現行の対中貿易政策の見直しが期待された。もっとも、政治面でより重要であったのは、年央から習国家主席が新たな経済モデルである「双循環」への言及を増やしたことだろう。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ものであり、自国通貨高との親和性が高い。10月の共産党中央委員会でこの政策シフトは確認され、当局によるCNY安抑制措置の撤廃が続いた。
- 2021年はこうしたCNY高要因にやや変化が生じよう。特に2021年後半にはそれが強まりそう。ワクチン普及により米国をはじめ世界各国で経済正常化が進むだろう。ドルや米金利の持ち直しが想定され、中国市場への選好は和らごう。有力国営企業のデフォルト増加や民間企業への当局の統制強化も気掛かりだ。米国は対中投資規制を強化。次期バイデン政権下でも超党派での対中強硬姿勢は残りそう。経常収支黒字の縮小も予想される。海外旅行が可能となるのはまだ先としても、輸出面での上述の特需は剥落しよう。他国の供給能力回復とCNY高で輸出における競争環境も厳しさを増すと考えられる。
- 一方、CNY高要因としてむしろ強まりそうなのが、上述の「双循環」への政策シフトに伴う人民元の国際化の進展だ。「一帯一路」やRCEPのような貿易協定を通じて中国は中華経済圏の構築を進めよう。そこに組み込まれた周辺国において、人民元のプレゼンス上昇(ドルは低下)は必然といえる。
- 2021年のCNYは、じり高を経て年末にかけて横ばいに転じると想定する。

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:米国の為替報告書で新たに監視リスト入り

マーケット・エコノミスト

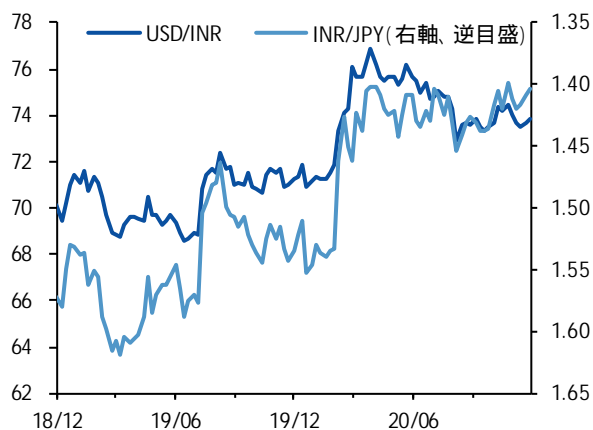
堀 亮大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のINRは動意に乏しい展開。月初、73.60台で取引を開始。上旬にインド準備銀行(中央銀行、RBI)の年内最後の金融政策会合後、月安値の74付近まで下落。中旬にかけては、国内株式が堅調に推移した中で、じりじりと上昇し、米国の為替報告書での監視リスト入りを受けて、月高値の73.40台まで値を上げた、後半は新型コロナウイルスの変異種発見によりリスクオフとなった影響で反発し、月安値付近での値動きが続いている。
- RBIは4日、金融政策委員会を開催し、政策金利のレポレートを3会合連続で現状の4.00%に据え置いた。声明文および会合後のダス総裁の会見では現状維持の要因として、農村での穀物・野菜の収穫が好調なほか、都市部でも医療・IT産業をはじめ、落ち込みが目立っていた自動車産業にも回復がみえてきた点に言及した。一方で、高止まりする物価動向が利下げの重しとなっている点も指摘しており、RBIが目標レンジとして掲げている前年比+2.0~6.0%に収束するのは21年の後半になるとの見方を示した。
- 今次会合に際し、RBIは経済成長に関する見通しを更新した。上記の景気の回復状況を踏まえ、10~12月期には3四半期ぶりに前年比でプラス成長に転じると予想した。20年度(20年4月~21年3月)については、同▲7.5%~10月時点から+2.0%ポイント上方修正している。
- 米財務省は16日公表の為替報告書にて、インドを監視リストに追加した。監視リスト入りの目安となる経常収支が04年以来の黒字を回復したことや対米黒字の水準が堅調に推移していることに言及しつつ、RBIが市場に持続的、かつ非対称的(INR安誘導方向)に介入したことをリスト入りの要因として指摘した。報告書内ではRBIの介入が19年後半から本格化し、今年の後半にかけても継続的に実施されている現状を踏まえ、為替変動のボラティリティが過度な場合に限定して公平な運営に努めるよう要請している。
- INRの動向に関しては、底堅い推移を予想する。冬場にかけては先進国を中心に感染者数の増加が懸念されるが、米国でバイデン次期大統領の就任後、財政拡張路線のもとドルの過剰感が一層意識されてドル安地合いは継続する可能性が高い。一方、RBIによる為替市場への介入がINRの上昇を抑制することも想定されたが、米国の為替報告書で介入に関する指摘もある中で、これまで通りの運営を継続するかはINR動向にも影響が出るため注視したい。

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: 中銀は年内での追加緩和を見送り

マーケット・エコノミスト

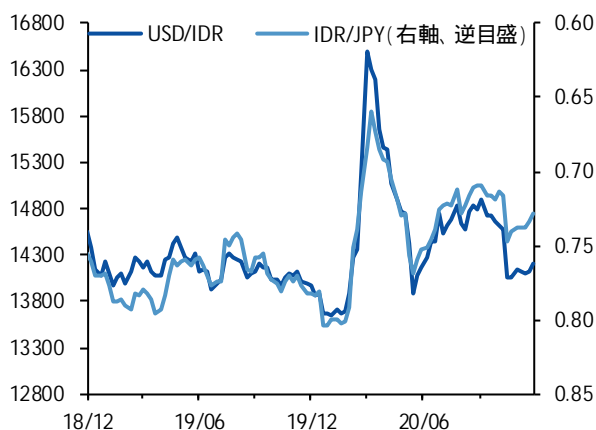
堀 亮大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のIDRは動意に乏しい展開。月初、14100台で取引を開始。上旬は11月消費者物価指数(CPI)が軟調な推移となったことでIDRは小幅に上昇。中旬は、インドネシア銀行(BI、中央銀行)が年内最後の金融政策会合を実施したが、金利政策は現状維持となり、相場への影響は些少であった。後半は英国で新型コロナウイルスの変異種が確認されると、リスクオフの動きが進み、月安値の14200台をつけたが、その後は値を戻す展開となっている。
- アジア開発銀行(ADB)は10日、20年の経済見通しを更新した。東南アジア全体では前年比▲4.4%と9月時点から同▲0.6%ポイント引き下げられた。インドネシアは国内の新型コロナウイルスの感染動向から年間同▲2.2%のマイナス成長となる見込みだ。国内では大規模社会制限(PSBB)の措置が敷かれている。12月中旬時点で、累計約65万人の感染者が確認されており、感染規模は東南アジアで最大となっている。
- BIは17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従来の3.75%に維持した。声明文では、インフレ率の低位推移、IDRの安定性を課題として挙げた。21年にかけて、世界経済は緩やかな回復が見込まれる中、景気の浮揚を図るべく、政府の財政政策の動向を見ながら必要最大限の措置を継続する方針が示された。ペリーBI総裁の会見では、新型コロナウイルスワクチン接種の開始と感染抑制策の順守が一段の景気回復の大前提であると述べた。また、今年実施してきた金融緩和は預金・貸出金利の低下を促したが、銀行の金利引き下げペースは鈍いと指摘した。これを踏まえ今後、関係当局と協力して貸し渋り問題に取り組む方針を示した。
- 11月CPIは前年比+1.59%となった。前月から僅かに持ち直した格好となったが、物価上昇の原因は、大雨によって食品などの供給網に影響があった点によるもので内需の改善の兆候を示すものではなかった。年明け以降についても、季節的な要因で消費者の需要を押し上げる可能性はあるが、新型コロナウイルス感染拡大の水準には届かず、軟調推移となる見込みである。
- IDRの動向としては、堅調推移を予想する。英国での新型コロナウイルスの変異種の発見はリスク材料でありながら、米国では追加経済政策の採決に近づいているとの報道もあり、年明け以降もドルの過剰感のもとドル安地合いが継続すると見込まれる。そのほか、BIは来年も財政ファイナンスを継続する方針で運営の透明性については引き続き注視する必要がある。

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: 変化が予想される KRW の実需

マーケット・エコノミスト

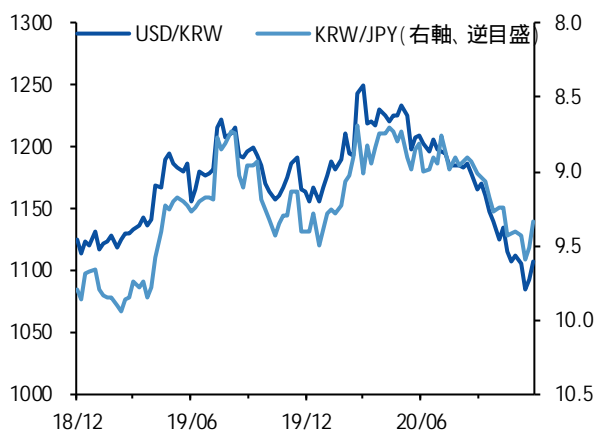
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月のKRWは往って来いの展開。1109から取引を開始し、株高や良好な10月経常収支を追い風に一時は1080台までKRW高が進んだ。株買いの流れが一巡すると、当局の介入とみられる動きもあり、中旬にかけてKRWは1095台まで押し戻された。その後、ドル売りの動きにも反応は鈍く、月初の水準に近い1110台までKRW安が進んだ後1102台を推移している(12月24日時点)。
- 2020年を振り返ると、年初はCOVID-19の感染が拡大するにつれKRWは弱含み、ドル調達の逼迫感が高まった3月には前年末比▲10.8%まで下落した。ただ、FRBや韓国銀行(BOK)が信用緩和を含めた政策対応を積極化。いわゆる「K防疫」が奏功し比較的早期に感染収束に至ったこともあり、KRWは3月の下落幅を年央にほぼ回復した。その後はドル安が追い風となった。
- また、秋にかけては半導体をはじめIT関連製品の輸出が活発化。米国による取引規制を見据えた中国からの需要が旺盛だった模様。予想以上の輸出の回復と内需低迷(≒輸入減)により、2020年7~9月期の貿易黒字は急速に拡大した。KRWの先高観に海外からの証券投資フローも重なり、10~12月期はKRWが一段高。年初来ベースでは、対ドルで+4.8%上昇した水準にある。
- 2021年は、こうしたKRWの上昇ペースは鈍化してこよう。KRW高を支えてきた要因のいくつかは和らぐかもしくは失われると想定している。まず、ワクチンの普及と景気見通しの改善で、ドルは4~6月期にも底打ちに至ろう。米金利にも上昇圧力が生じるとみており、韓国への証券投資フローには逆風となる。
- 次に、KRWの実需を象徴する貿易収支については、IT関連製品をけん引役に輸出は堅調に推移しよう。欧米はじめ世界経済の持ち直しは追い風となる。一方で、2020年に見られた中国向け特需は剥落しよう。KRW高進展による輸出競争力への影響も懸念され始めている。また、内需の底打ちは、エネルギー等の輸入増加もたらす。貿易収支黒字は足許の水準を維持できないだろう。
- このほか、韓国で進む企業規制強化が対内・対外直接投資に与える影響も注目される。12月、経済界が強い懸念を示してきた企業規制3法(商法・公正取引法・金融グループ監督法)が国会を通過。労働組合改正法もそれに続いた。2022年3月の大統領選を控えて、文政権・与党は支持者の再結集を図っており、今後も企業規制が強化される方向にあるとみられる。
- 財政拡張により韓国景気の回復見通しは揺らがないものの、KRWの実需には変化が予想される。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：原油価格持ち直しで年初来高値を更新

マーケット・エコノミスト

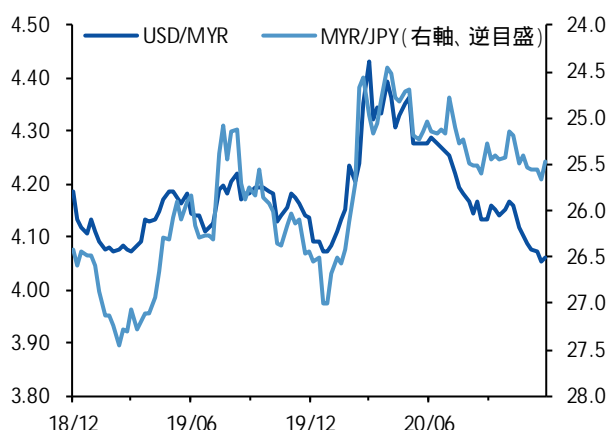
堀 亮大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のMYRは年初来高値を更新する展開。月初4.07台で取引を開始。上旬は米国での追加経済政策の協議進展と先進国でのワクチン実用化への期待感からリスクオンムードが強まってMYRは上昇。その後、米大手格付機関がマレーシアの格下げを実施したことを受け、月安値の4.08台半ばまで下落した。中旬以降は反発し、原油価格が堅調に推移したほか、米国の為替報告書にて監視リストに残存との報道でMYRは4.03台まで値を上げ、年初来高値を更新した。後半は新型コロナウイルスの変異種発見に伴って、リスクオフとなった影響で反発し、4.06台での値動きが続いている。
- 米大手格付機関は4日、マレーシアのソブリン長期外債建て発行体デフォルト格付けを引き下げた。新型コロナウイルスの感染拡大に伴う、財政支出により財政基盤が悪化していることを要因に挙げた。これに対し、政府関係者は景気刺激策の成果を主張し、財政と政治情勢に焦点を当てた引き下げは妥当ではないとの見解を示した。市場においても今次の財政支出は景気浮揚のため必要な対応で、格下げは懸念には当たらないとの声が浮上している。
- 米財務省は16日、為替報告書を公表し、マレーシアは監視リストに残存した。経常黒字が足許では縮小傾向にあるものの堅調に推移し、対米貿易黒字が前回時点(20年1月)より上昇した点が要因として挙げられた。報告書内では、対外収支を是正すべくMYR高を容認すべきとした。また、マレーシア中銀が為替介入の実績を公表しない方針である点を指摘し、運営の透明性を高めることを要請した。
- 11月CPIは前年比▲1.7%となり、9か月連続でマイナスを記録した。原油安による燃料価格の下落が要因で交通・輸送部門は同▲11.1%を記録したことが大きく影響した。年後半においても物価浮上の契機を掴めない状況が続く。
- MYRの動向は、緩やかな上昇を予想する。米国でバイデン次期大統領の就任後、早い段階で追加経済政策が実施されれば、ドル安地合いは継続する可能性が高い。冬場は先進国を中心に感染者数の増加が懸念されるものの、ワクチンの実用化の期待感から原油価格の持ち直し展開となっており、この点もMYRにとっては心強い。そのほか、上述の格下げに関しては現状、大手他社が追随する見込みは薄く、リスクオンの下で対内証券投資も安定的に流入することが見込まれる。一方でムヒディン政権は、今月予算案の採決に漕ぎ着けたものの、支持基盤は脆く、年明け以降もMYRのリスク要因となりそうだ。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 12: FTSE ブルサマレーシア KLCI インデックス



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン:コロナ禍でも上昇が続いた PHP

マーケット・エコノミスト

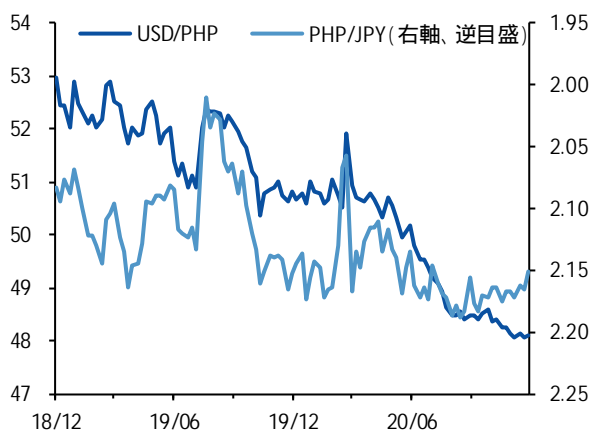
堀 亮大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のPHPは年初来高値を更新した。月初、48.10台で取引を開始。米国での追加経済政策の進展や先進国でのワクチンの実用化への期待感から、PHPは年初来高値を更新し、48付近まで上昇。政府が年間での成長率を下方修正したことで上昇は一服し、その後は小幅な値動きとなった。中旬以降は、フィリピン中銀銀行(BSP)が年内最後の会合を開催するも、市場予想の範囲内で為替への影響は限定的であった。後半は新型コロナウイルスの変異種発見によりリスクオフとなる局面があったものの、48台半ばでの堅調な推移が続いた。
- BSPは17日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート据え置いて従来の2.00%とした。ジョグノ BSP 総裁の会合後の会見では、新型コロナウイルスの流行を受けて、利下げや量的緩和といった金融緩和を既に実施しており、現行の政策を踏まえて、景気回復の動向を見極めるとした。今後に関して、政府の財政政策の必要性を指摘しつつも、BSPは引き続き緩和姿勢を維持し、可能な限り最大限の政策手段を講じる方針を表明した。
- BSPは経済見通しを更新した。20年は前年比▲8.5%～▲9.5%での着地となるとし、1947年の統計開始以来、最大の下落幅を記録する見通しを示した。21年、22年はプラスを回復し、プラス幅も拡大する予想となっている。経常黒字に関して、20年は+84億ドルと15年以来の黒字となる見込みで、翌21年も+61億ドルと黒字幅は縮小するものの、2年連続で黒字を維持するとしている。
- 個人消費の源泉となる海外フィリピン労働者(OFW)送金の10月実績は、前年比+2.9%と市場予想の同+2.2%を上回った。年初からの累計(1～10月)の実績は同▲0.9%と、年後半にかけて送金実績が回復基調にあり、年末の実績次第では昨年を上回る可能性が浮上している。
- PHPは揉み合い推移を予想する。米国では追加経済政策が両院で合意に達したとの報道があり、バイデン大統領への政権移行完了後、早い段階で実施に至る可能性がある。追加経済政策によってドルの過剰感が意識される一方、ワクチンの実用化に伴うリスクオンによって、主要輸入品の原油価格が上昇傾向にある点は注意したい。アフターコロナの段階では、原油価格の反発や材の輸入が再開される中で、需給バランスの逆転(経常収支の黒字幅縮小)が見込まれる。しかし、こうした動きが出てくるのは、冬場の感染ピーク期を越し、ワクチンの本格稼働が期待されて以降となるのではないだろうか。

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: 年明け以降も上昇が見込まれる THB

マーケット・エコノミスト

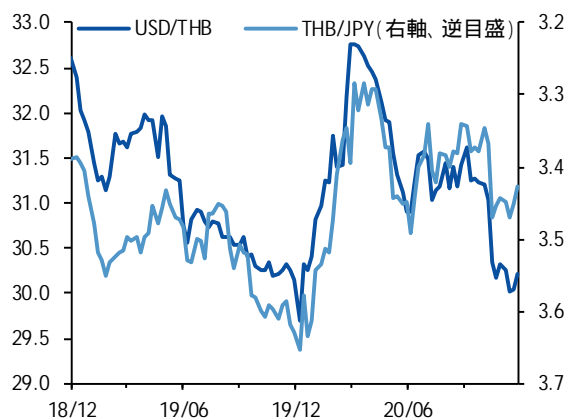
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のTHBは年初来高値を更新した。月初30.20台で取引を開始。上旬は米国での追加経済政策の協議進展と先進国でのワクチン実用化への期待感からリスクオンムードが強まってTHBは上昇し、30を上抜けた。こうした中で、タイ中央銀行(BOT)の介入が実施され、その後は30前後で揉み合う展開となった。中旬以降は米国の為替報告書での監視リスト入りを受けて再度上昇し、年初来高値の29.70台をつけた。その後は、新型コロナウイルスの変異種発見によりリスクオフとなった影響で反発し、30台前半での値動きが続いている。
- 米財務省は16日公表の為替報告書にて、タイを監視リストに追加した。監視リスト入りの目安となる経常収支と対米貿易黒字が共に高水準を維持した点が要因として指摘された。報告書内では、タイは大幅かつ持続的な対外黒字を削減するため、THB高を容認すべきとした。また、民間投資を奨励し、予防的な貯蓄を削減し、内需セクターへの対外開放を促進する政策を通じて、タイの対外不均衡を削減するための措置を講じるべきと提言した。
- BOTは23日に金融政策会合を開催し、政策金利を0.50%に据え置くことを全会一致で決定した。据え置き決定は5会合連続となった。声明文および政策後の会見では、国内での景気回復が続いているものの、依然下振れリスクが大きい点を指摘した。かかる中、現状維持を決定した背景については、限られた政策余地を残し、最も効果の高いタイミングで金融緩和を実施するためと述べた。そのほか、足許のバート高への懸念を述べており、必要に応じてTHB高抑制策の実施を検討している点にも言及した。
- BOTは成長率予測を見直した。20年の成長率を従来の前年比▲6.6%から▲7.8%へ、21年については、同+3.6%から+3.2%に引き下げた。来年度の下方向修正の要因として、新型コロナウイルスの影響で観光業の低迷が長期化する可能性が高まった点が考えられる。また、国内で集団感染が徐々に確認されたものの、現段階では経済に対しての影響は限定的であるとの見解を示した。THBの動向については、バイデン次期大統領の下での財政拡張路線や足許堅調な推移が続く経常黒字をはじめとした需給環境に鑑みれば、年明けにかけてもTHBは高値方向に動く公算が大きい。国内での新型コロナウイルスの感染や国内デモなどのヘッドラインに相場は一時的に反発する要素はありながらも需給面でのTHB高圧力の方が大きいと考えられ、断続的に30を割り込む展開を想定しておきたい。

図表 15: タイバート相場(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：目先は RUB 売り要因が重なる見込み

シニア為替ストラテジスト

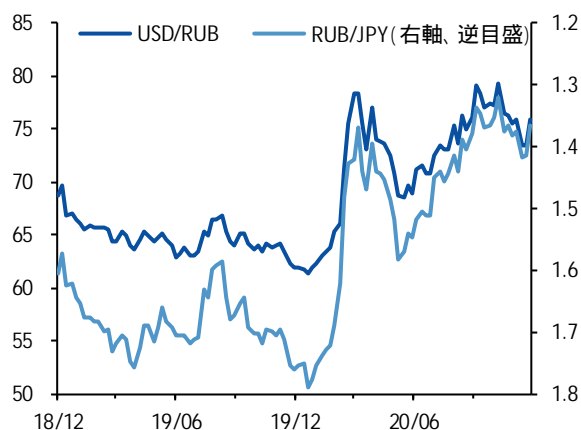
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 12月のRUBは堅調推移が先行したものの、月後半に掛け反落した。
- RUB堅調の先行には、世界的な景気回復に対する楽観が貢献した。その背景には、新型コロナウイルス感染症のワクチン開発/接種に関するものと、米追加財政出動(コロナ対策)に対するものの、大きくふたつの楽観が存在した。
- また、世界景気に対する楽観は、原油需要に対する楽観にも直結し、原油価格を押し上げることでRUBの堅調に寄与した。3日には、OPEC+が来年1月で期限を迎えるはずだった減産を、規模を縮小しながらも継続する方針を採択。この決定も原油価格を押し上げる働きをした。
- 他にロシア固有の要因で、7日には、米制裁を受け中断していたパイプライン(ノルドストリーム2)の敷設作業が再開された旨報じられたことも、RUB押し上げ要因のひとつに加わったものと考えられた。
- 4日発表されたロシア11月CPIは前年比+4.4%と14か月ぶりにロシア中銀(CBR)の誘導目標(同+4%)を上回った。18日、CBR金融政策委員会は、予想通り政策金利を4.25%に据え置いた。追加利下げ期待が後退してしまったことは、非居住者のOFZ投資に対する関心を薄れさせる要因になった模様。
- 米政府機関に対するサイバー攻撃とロシア政府の関与については、14日から広く報じられるようになった。21日に前後して、米による制裁懸念が強まったことが、RUB安要因として強く意識されるようになった。
- 英国で新型コロナウイルスの変異種が見つかったことも、世界の交易・経済が再び沈滞するとの懸念から原油価格を押し下げ、RUBには悪材料となった。
- 一方で、予算ルールに基づく財務省の為替操作は、原油が現行水準にとどまれば、早ければ年明け早々から、従来のRUB買いからRUB売りに転じるはずで、RUB上昇をけん制する要因として意識されるものと考えられる。
- プーチン大統領は、10日、政府に対し、食品価格上昇の抑制を要請した。物価安定は、中期的にはロシア資産の魅力を増すはずの要因だが、当面の追加利下げ期待が潰えたことは、OFZにとっては投資妙味を減ずる要因と読み、ひいてはRUBにとっても悪材料と読みよう。
- バイデン次期米大統領は、2月5日に期限の切れる新戦略兵器削減条約(START)の更新までは、ロシア政府を過度に刺激することを避けた意向と受け止められている。しかし、米による対ロ追加制裁導入は時間の問題と考えられており、当面の間、RUBの重石になるものと思われる。

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: 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:ZAR 続伸余地あるが、目先は足踏みか

シニア為替ストラテジスト

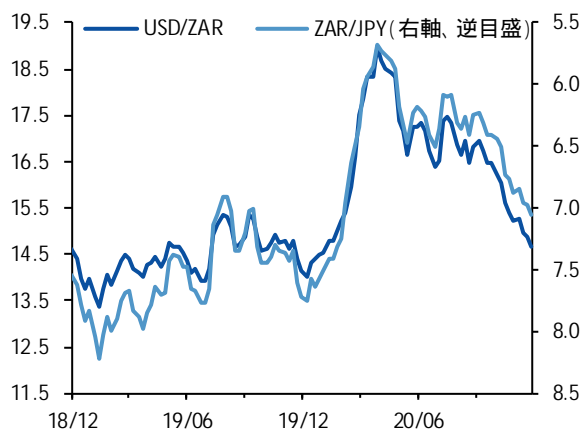
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 12月のZARはほぼ一方的な上昇。対USD、対円共、新型コロナ禍を受けて急落した3月以前の水準を回復した。
- この間、細かな浮沈を繰り返しながらも、一貫して金融市場の根底にあったのは、世界景気全般の回復に対する楽観。その要因は、新型コロナウイルス感染症ワクチン開発/接種と米追加財政出動(コロナ対策)に対する楽観であった。
- とりわけ、9日、米製薬会社などが開発したワクチンが、高い有効性を示したことは、その後、他製薬会社が相次いで同様の結果を発表する先鞭となり、同感染症の先行きに明るい兆しを見せた。
- 南ア固有の要因では、まず、経済指標の改善がZAR押し上げに貢献。8日発表の南ア第3四半期GDPは前期比年率+66.1%、10日発表の南ア第3四半期経常収支は2,970億ランドの黒字と、いずれも市場予想を上回った。
- 南ア政治でも、①公務員賃金を巡る労働裁判審問 ②ラマポーザ大統領に対する不信任投票 ③与党アフリカ民族会議(ANC)の全国執行委員会(NEC) ④マガシューレ ANC 幹事長に対する党倫理委員会など、興味深いイベントが相次いで予定された。
- ②は2月まで延期、③も明確な進展は示さなかったものの、①は公務員労組の訴えを退ける形で賃金凍結を正当化、④はNECに対し同幹事長の停職を、同幹事長が従わない場合は強制的な停職処分をも推奨する内容となった。
- それぞれ15日に発表された①、④の結果は、月末に向けてZARが水準を一段切り上げるきっかけを提供した。
- 与党の汚職摘発は、改革の出発点と言え、今後、労働市場改革、各種規制改革/整備、国営企業立て直しなどにつなげていくことが肝腎だが、当面は、大きな失態でも露見しない限り、市場は南ア経済・ZARに対し、比較的好意的な目線での評価を続けるのではなかろうか。
- ただし、過去1年半の高値圏で安定推移を続ける南ア国債、南ア株式市場は、世界経済に対する楽観の一巡、限られた南ア準備銀(SARB)の追加利下げ余地を勘案すると、上昇余地は限定的にも感じられる。
- ZARの水準自体も、対USDの15、対円の7などよりもZAR高水準には、交易条件悪化など、居心地の悪さも感じられる。ZARにもう一段の上昇余地は認められるものの、目先は、南ア国債、南ア株式市場と並行して、先に調整的な反落を見る可能性の方が想定し易いように思われる。

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: 市場の信頼を裏切らないことが最善の展開

シニア為替ストラテジスト

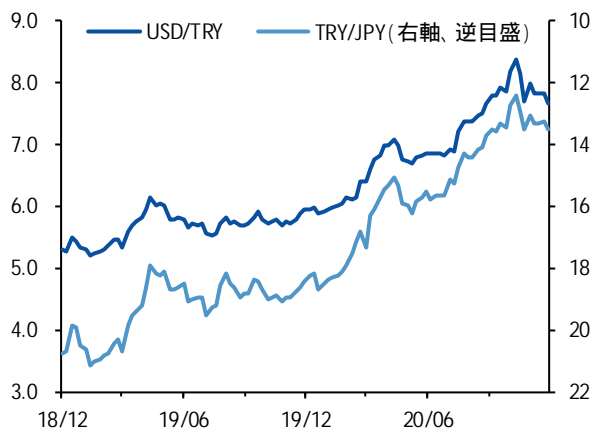
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 12月のTRYは、11月の史上最安値からの急反発、その後の調整安とを経て、次の材料を欠いた膠着を支配的とした。
- 主に新型コロナウイルス感染症ワクチンの実用化や米追加財政支出(コロナ対策)に対する期待感などが、金融市場全般のリスク取得意欲を高め、株高(高止まり)、RUB、ZARなどの新興市場通貨を押し上げたものの、11月に突出した水準切上げが先行した分、この間のTRYは横這いが精一杯だった。
- 3日発表されたトルコ11月CPIは、前月の前年比+11.89%から同+14.03%に急伸した。これまでの金融政策の失敗と読めばTRY売り、今後の利上げを促す要因と読めばTRY買いを誘ってもおかしくはなかったが、市場の反応は冷淡で、TRYは明確な方向感を示さなかった。
- その後、11日には、トランプ米大統領による米の敵対者に対する制裁措置法(CAATA)承認を受け、TRYは乱高下(急落→急反発)したが、前後して、やはり、TRYの方向感は明確には出なかった。
- このタイミングのCAATA発動には、意外感もあったが、トランプ大統領は、制裁の中でも軽微なものを選ぶと見込まれたこと、バイデン新大統領が就任早々CAATAを発動する必要が低下した(=トルコと友好的な関係を保てる)ことなどをむしろ好感する見方もあった。
- 逆に、厳しい制裁の導入が警戒されていたEUは、10/11日のEU理事会で、厳格な制裁の発動は、とりあえず3月まで見送る方針で合意した。
- 24日のトルコ中銀(CBRT)金融政策委員会に向けては、+150bp前後の大幅利上げが期待されていたが、結果は+200bp。予想の上限にあたる大幅利上げと、今後も「インフレの恒常的な低下」が見られるまで金融引き締めを継続するとの姿勢が好感され、TRYは一段水準を切り上げた。
- エルヴァン財務相は、「金融市場の信頼を取り戻し」「(国債)投資を呼び込むため」に、「経済政策の透明性や予測可能性を高める」姿勢を繰り返し強調したが、市場の反応は一貫して冷淡だった。近年の同国の実績を振り返れば、市場がおいそれと信用できないのも仕方がないことのように思われた。
- 鳴り物入りで登場したアーバル総裁、エルヴァン財務相が、早晩、市場の信頼を裏切る可能性は低いものと見込む。一方、投資市場の信頼を得るには、まだまだ時間と、地道な「正常化」努力の維持が必要と思われる。TRYのもう一段の反発余地は否定しないものの、一方的なTRY反発も当面は考え難いだろう。

図表 21: トルコリラ(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 22: トルコイスタンブール 100 種指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル: 財政規律と構造改革の行方を注視

マーケット・エコノミスト

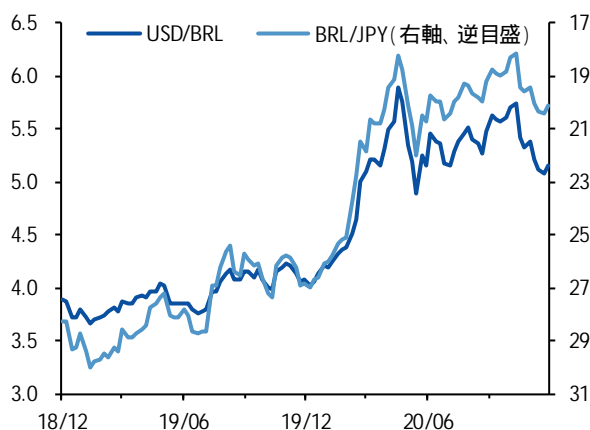
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月、BRLは前月比で続伸。BRLは5.30台で取引を開始すると、ドル安を追い風にBRL高が進んだ。ブラジル中央銀行(BCB)が市場予想よりもタカ派的な声明文を発表したことも手掛かりに、中旬にかけて5.01を窺う場面がみられた。その後は、概ね5.05~5.20のレンジ推移となっている(12月24日時点)。
- 2020年を振り返ると、BRLは年初から下落が続いた。国内景気の低迷が続く中で、最大の輸出先の一つである中国においてCOVID-19の感染拡大が判明。BCBによる追加利下げ観測が高まった。さらに、金融市場においてドル調達の逼迫感が高まったほか、原油価格も急落。財政懸念も高まりブラジルの金融市場はトリプル安(株安・金利上昇・通貨安)に見舞われた。BRLは史上最安値を更新し続け、年初の4.0から一時は6.0を窺うまでBRL安が進んだ。
- 各国の政策対応を経て、BRLの下落は5月に一巡。ただ、その後の戻りは力強さを欠き安値圏でもみ合いに転じた。各国で感染拡大のピークアウトがみられる中で、ブラジルではむしろ感染拡大が加速。経済面の影響を考慮し行動規制には政府が慎重な姿勢であったことや季節性(南半球は冬)が主な要因だろう。このことは根強い追加金融緩和期待と、政府・議会における追加財政出動の模索につながった。特に後者は、財政規律を重視するゲデス経済相の政権離脱懸念を生み、同氏が主導する構造改革への期待感を揺らがせた。これほどの状況で最安値更新とならなかったのはドル安のおかげともいえる。
- ようやくBRLが反発の動きを本格化したのは11月以降となる。国内で感染拡大のピークアウトが確認されつつある中で、ワクチンの開発・実用化を手掛かりに金融市場でリスクオンが広がった。BCBが利下げ一巡を示唆したことや、財政を巡ってゲデス経済相が反対するさらなる財政赤字の拡大は一旦回避される方向となったことも大きい。BRLは年初来下落幅の半分を埋めつつある。
- 2021年はBRLの持ち直しが続くと想定する。ワクチン普及により世界的に経済正常化が進めば、資源輸出国でもある同国の輸出は拡大しよう。国内景気の持ち直しは同国資産への海外資金の流入を促しうる。金融政策についても、今後は利上げ時期を探る動きに転じていこう。リスクは経済政策だ。ゲデス経済相の財政規律と構造改革重視の政策運営はBRLの信認維持に欠かせない。一方、2022年の大統領選を控えてボウソナロ大統領としては支持率を上げるばら撒き政策のインセンティブも残る。11月の統一地方選での惨敗により、構造改革の実現には各党派とのさらなる妥協を迫られる点にも注意したい。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ:MXN 高を抑制しうる国内要因に留意

マーケット・エコノミスト

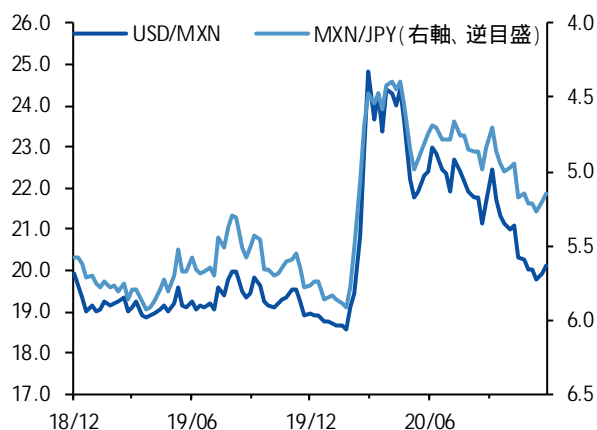
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月のMXNはもみ合いとなり、前月比では横ばい。20.1台で取引を開始すると、ドル安を受けて上旬には一時19.7を窺うまでMXN高が進んだ。その後、メキシコ中央銀行(Banxico)に市中銀行にある余剰外貨の買い入れを義務付ける法案の問題が浮上。上院の可決でMXNは20.2台まで売られたほか、下院採決に際しては一時20.6台までMXN安が進んだ。結局、下院採決は来年2月まで延期され、MXNは19.9前後を推移している(12月24日時点)。
- 2020年を振り返ると、年初はUSMCA(新NAFTA)批准に向けた動きがMXNの堅調推移を支えた。しかし、COVID-19の感染拡大とドル調達の逼迫下の影響は避けられず、3月にはMXNは急落。史上最安値を大幅に更新した。各国の政策対応で5月頃には金融市場の混乱は沈静化したものの、MXNの戻りはやや力強さを欠いた。経済的な結びつきが非常に強い米国景気が落ち込み、原油価格下落も重なり貿易収支の悪化が懸念されたほか、財政への影響が懸念された。実際、年前半には同国の債務格付け引き下げが散見された。
- もともと、年後半は「ドル過剰感」によるドル安や米景気の底打ち(対米輸出増)、米大統領選におけるバイデン氏の優勢(米国の対墨貿易政策の軟化期待)、米国からの送金増等を手掛かりに、MXNは堅調に推移した。Banxicoの追加緩和と観測から金利先安観が醸成され、相対的に高い実質金利に着目した投資フローが再開したほか、11月以降は、ワクチンを巡るリスクオンも追い風となった。年後半のMXNのパフォーマンスは新興国通貨の中でもかなり高い。
- 2021年も、外部要因はMXN高を支えよう。確かにバイデン政権への期待はすでに織り込み済みで、同氏の掲げる「米国第一主義」は見通し難い。海外からの送金増の継続性も同様だ。ドルの持ち直しや内需持ち直し(≒輸入増)は逆風となろう。しかし、米経済の回復(≒輸出増)は大きな支えとなろう。原油価格が上がれば、国営石油公社の支援問題を含め、財政を巡る懸念も和らぐ。
- 一方、国内要因はMXN高を抑制することになりそう。財政健全化に拘る現政権はコロナ禍の危機的状況においても財政支援を拒んできた。背景には同政権の根強い企業不信がある。結果、すでに経済基盤に相応の毀損が生じている可能性がある。経済正常化が進む過程においてその弊害(供給制約やインフレ圧力等)が露呈しかねない。また、同政権の国営企業優遇の姿勢は外資企業誘致の障害となるほか、通商問題のリスクを孕む点にも注意したい。
- 今後3か月のMXNは概ね横ばい、19.25~21.00のレンジ推移を想定する。

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

		2020年 1～12月(実績)	SPOT	2021年 3月	6月	9月	12月	2022年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.5208 ~ 7.1778	6.5300	6.50	6.45	6.40	6.40	6.40
香港ドル	(HKD)	7.7500 ~ 7.7989	7.7533	7.76	7.77	7.78	7.79	7.80
インドルピー	(INR)	70.705 ~ 76.909	73.548	74.8	74.0	73.0	72.5	71.8
インドネシアルピア	(IDR)	13577 ~ 16625	14200	14250	13900	13950	13850	13850
韓国ウォン	(KRW)	1080.90 ~ 1296.75	1102.90	1080	1080	1070	1070	1070
マレーシアリング	(MYR)	4.0310 ~ 4.4490	4.0605	4.13	4.02	4.08	3.96	3.94
フィリピンペソ	(PHP)	48.023 ~ 51.823	48.067	48.5	47.6	48.2	47.8	47.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3249 ~ 1.4647	1.3289	1.35	1.33	1.34	1.31	1.31
台湾ドル	(TWD)	28.111 ~ 30.486	28.324	28.2	28.1	28.0	28.0	28.0
タイバーツ	(THB)	29.76 ~ 33.18	30.01	30.2	29.6	29.8	29.6	29.7
ベトナムドン	(VND)	23114 ~ 23637	23133	23170	23000	23100	23000	22950
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	60.8860 ~ 82.8386	73.8881	76.00	78.00	79.00	80.00	80.00
南アフリカランド	(ZAR)	13.9326 ~ 19.3508	14.6138	15.00	15.50	16.00	16.50	17.00
トルコリラ	(TRY)	5.8391 ~ 8.5793	7.6010	7.80	8.00	7.80	7.60	7.80
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.0044 ~ 5.9714	5.1739	5.05	4.95	4.88	4.80	4.77
メキシコペソ	(MXN)	18.5237 ~ 25.7849	19.8671	19.90	19.80	19.65	19.50	19.40
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	14.567 ~ 16.108	15.876	15.54	15.81	16.25	16.56	16.72
香港ドル	(HKD)	13.020 ~ 14.422	13.371	13.02	13.13	13.37	13.61	13.72
インドルピー	(INR)	1.367 ~ 1.566	1.409	1.35	1.38	1.42	1.46	1.49
インドネシアルピア	(100IDR)	0.642 ~ 0.817	0.729	0.709	0.734	0.746	0.765	0.773
韓国ウォン	(100KRW)	8.408 ~ 9.660	9.416	9.35	9.44	9.72	9.91	10.00
マレーシアリング	(MYR)	24.148 ~ 27.278	25.513	24.46	25.37	25.49	26.77	27.16
フィリピンペソ	(PHP)	2.006 ~ 2.213	2.156	2.08	2.14	2.16	2.22	2.25
シンガポールドル	(SGD)	73.18 ~ 81.92	77.99	74.81	76.69	77.61	80.92	81.68
台湾ドル	(TWD)	3.364 ~ 3.708	3.682	3.58	3.63	3.71	3.79	3.82
タイバーツ	(THB)	3.215 ~ 3.729	3.453	3.34	3.45	3.49	3.58	3.60
ベトナムドン	(10000VND)	0.4364 ~ 0.4829	0.4481	0.44	0.44	0.45	0.46	0.47
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.296 ~ 1.804	1.402	1.33	1.31	1.32	1.33	1.34
南アフリカランド	(ZAR)	5.610 ~ 7.821	7.099	6.73	6.58	6.50	6.42	6.29
トルコリラ	(TRY)	12.040 ~ 18.875	13.653	12.95	12.75	13.33	13.95	13.72
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	17.901 ~ 27.687	19.876	20.00	20.61	21.31	22.08	22.43
メキシコペソ	(MXN)	4.226 ~ 6.013	5.213	5.08	5.15	5.29	5.44	5.52

注: 1.実績の欄は 2020 年 12 月 24 日まで。SPOT は 12 月 25 日の 7 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(12 月 25 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。