

2021 年 12 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: さらに狭まる政策対応の選択肢	2
中国: 徐々に増す人民元安要因	3
インド: 7~9 月期 GDP は堅調な回復	4
インドネシア: IDR 相場は小動きもリスク要因は多い	5
韓国: 金融政策の正常化が続く	6
マレーシア: 一時年初来安値の水準に迫る	7
フィリピン: ドゥテルテ大統領が政界引退を撤回	8
シンガポール: MAS 政策変更後の SGD の動きとは	9
タイ: 観光客の受入れ再開に水を差すオミクロン株	10
ロシア: 米利上げ観測、ウクライナ、原油に注目	11
南アフリカ: 一旦は底打ちも、買い要因に乏しい	12
トルコ: 「実験」の成否を見守る他ない	13
ブラジル: BCB は利上げペースの加速も	14
メキシコ: 国内外要因から MXN が年初来安値更新	15
為替相場見通し	16

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

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:さらに狭まる政策対応の選択肢

マーケット・エコノミスト

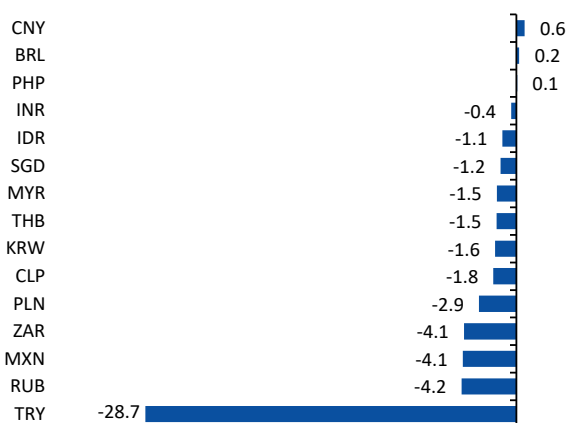
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

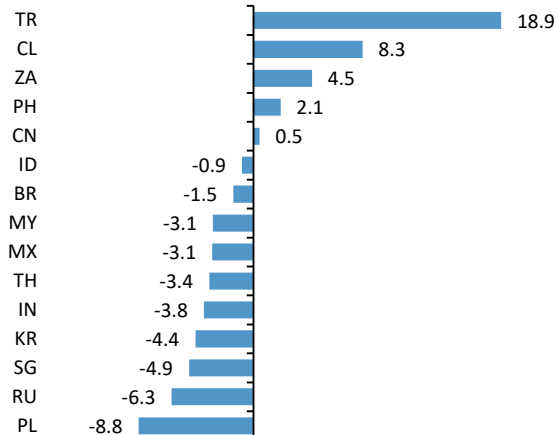
- 11 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比で反落した。同指数は 1730 台で取引を開始。上旬は欧米の早期金融政策正常化の観測後退を受けた金融相場に 1740 台を試す動きとなった。もともと、中旬以降、インフレ懸念から米金利上昇とドル高が進展。同指数は前月比マイナス圏に押し戻された。月末にかけては、COVID-19 の新たな変異株(以下、オミクロン株)の出現で、市場にリスクオフが台頭。同指数は 1717 台まで一時下げた後、1723 台で取引を終えた。個別には、前月比 3 割近く暴落した TRY の動きが目立ったが、MXN や ZAR、東欧通貨やアジア通貨の一部で年初来安値を更新する動きもみられた。
- 新興国通貨には依然として逆風が続く。米国は 11 月、テーバリング(資産買入額の段階的縮小)に着手した。市場では、2022 年後半の利上げ着手を織り込む格好で米金利が再上昇。新興国にとっては、投資資金の流出とドル調達コスト(≒資本コスト)上昇の両面から、自国通貨安圧力が高まりつつある。
- また、パウエル FRB 議長は議会証言でテーバリングの加速の可能性に言及。インフレに関する「一過性」という認識も見直す姿勢をうかがわせた。同氏は 11 月 FOMC 後の会見で、「最大雇用」に関する従来の知見が通用しないリスクに言及していた。労働供給の問題から従来想定よりも早く達成する可能性、すなわち利上げの環境が想定よりも早く整う可能性に含みを残していた。そこに、オミクロン株が出現。同氏は「労働市場の前進を遅らせ、サプライチェーンの混乱を深める」と雇用とインフレ動向に与える影響を指摘するに至った。
- 現状、オミクロン株の感染力は高いが重症化リスクは低いといわれ、ロックダウンではなく行動規制の再強化で対応する動きが目立つ。需要の下押し圧力よりも供給制約の改善の遅れ、すなわちインフレ圧力の長期化が懸念されるのは理解できる。そして、その懸念は米国にとどまらず、新興国にも当てはまる。
- 特に、インフレとの闘いから利上げ(金融引き締め)を迫られてきた新興国には頭の痛い問題だ。利上げを加速すれば、それだけ国内景気の下押し圧力は強まる。いわゆるスタグフレーションのリスクが高まる。コロナショック対応で財政が疲弊している新興国では、この下押し圧力を和らげる財政出動は難しい。大統領選を控えて強引に局面打開を図り、金融緩和を試みたのがトルコであり、追加財政出動を模索しているのがブラジルだが、市場の評価はかなり厳しい。
- 上述の米金融政策正常化の動向も踏まえて、新興国は政策面で選択肢が限られつつある。新興国通貨は外部要因に左右されやすい状況が続こう。

図表 1:新興国通貨騰落率(2021 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(2021 年 11 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国: 徐々に増す人民元安要因

マーケット・エコノミスト

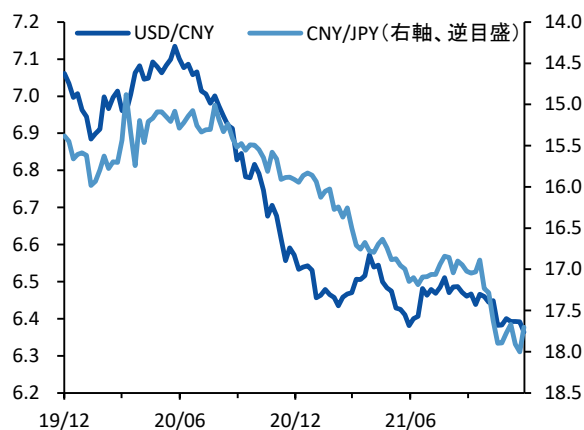
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の CNY は前月比で小幅続伸となった。CNY は 6.40 台で取引を開始。上旬はドルの方向感が定まらない中で、概ね 6.39~6.41 でもみ合った。中旬には、米金利上昇・ドル高に CNY が一時 6.41 近くまで弱含むも、その後に米中首脳会談を巡る期待感から 6.36 台を試す等、やや荒い値動き。下旬は、一段のドル高やオミクロン株出現等の外部要因を他所に CNY は概ね 6.38~6.39 で底堅く推移。月末は良好な PMI を追い風に 6.36 台で取引を終えた。
- 10 月の主要経済指標は数か月ぶりに市場予想並みかそれを上回る内容となった。電力問題は当局による石炭価格への介入や生産促進、電力価格へのコスト転嫁容認等が功を奏している模様。進捗の遅れているインフラ投資については、李首相があらためて地方政府に促進を求めた。景気先行きの目安となる企業マインドも、11 月 PMI で製造業、非製造業ともに改善がみられた。
- もともと、不安要因が残るのも事実だ。来秋にかけて重要政治日程が控えるほか、デルタ株による感染再拡大やオミクロン株の出現もあり、いわゆるゼロコロナ政策が消費の足枷となる。不動産開発大手の債務問題は、ファイナンス環境の悪化と不動産価格の下落を伴って、より長きにわたって実体経済の重しとなろう。バランスシート調整は有無ではなく程度が問われてくるのではないかと。
- こうしたなか、追加金融緩和観測は根強い。当局は市中に潤沢な流動性を維持することやグリーン融資支援(8 日発表)で、過度な期待感をかわしつつ、四半期金融政策報告(19 日公表)では緩和に慎重な表現を削除し、思惑を呼んだ。いずれにせよ、引き締めに動く可能性は低く、金融政策の方向性は正常化を進める米国とは異なる。人民元高を支えてきた米中金利差は縮小が続こう。
- CNY の実需を巡っては、過去最大となった 10 月貿易収支が注目された。底堅い CNY 相場を支えているとみられる。もともと、世界的な財からサービスへの需要シフトや ASEAN の持ち直しによる代替生産の剥落で輸出は縮小が見込まれる。米中金利差縮小やクレジット・リスクの高まりのほか、米国の対中投資規制や中国の経済・社会の統制強化が、対内証券投資の逆風となろう。
- CNY 相場が強含む中で当局がボラティリティ上昇に言及したことは、CNY 安方向への備えの必要性を示唆する。銀行に投機的な人民元取引の制限を促したことも、一段の CNY 高を牽制する意図がいくらかあったのではないかと。かかる状況下、CNY 安圧力が高まりやすい状況が想定される。当局の相場安定志向も考慮し、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.33~6.63 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:7~9 月期 GDP は堅調な回復

マーケット・エコノミスト

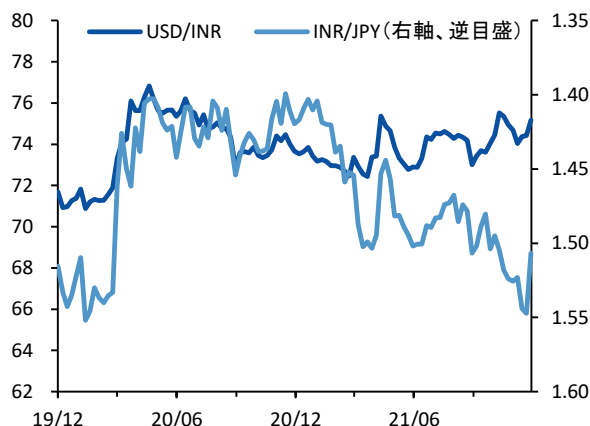
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

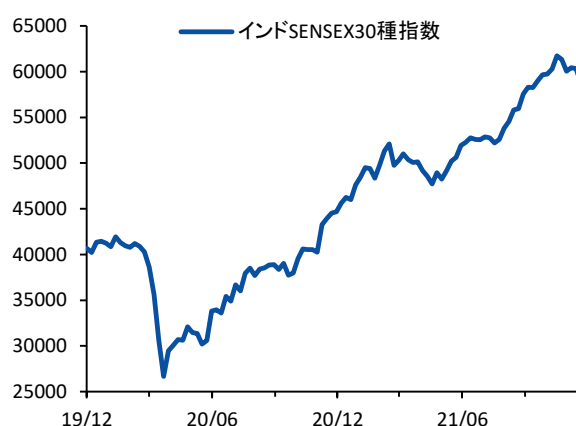
- 11月のINRは後半に値を下げる展開。月初、75.00付近で取引を開始。上旬は10月PMIの改善や、堅調な株式市場の動きを受けて一時月高値圏の73.90付近まで上昇。その後は米金利の上昇や原油高に押される展開となり、上値の重い推移となった。下旬にかけては、米FOMC議事要旨のタカ派な内容や欧州圏での感染再拡大によりリスク心理が悪化した他、パウエルFRB議長の発言も材料視され、月末には75.00を上抜け、月安値を記録した。
- 北部ラダック地方の中国との国境付近で、両国が軍事拠点の設置を進めるなど対立が再燃した。モディ政権は脱中国色を強める経済政策を進めており、両国の関係悪化が近年目立つ格好となっている。なお、インドは今月、中印国境のみならず、東・南シナ海域での中国の進出を警戒し、米国、豪州、日本からなるクアッド(日米豪印戦略対話)での連携方針を確認している。
- 7~9月期GDP成長率は前年比+8.4%となった。市場予想の同+8.3%と概ね乖離のない推移となり、4四半期連続でのプラスを維持した。内訳をみると、GDPの約6割を占める個人消費が同+8.6%と堅調な伸びを見せ3四半期連続でのプラスを記録した。産業別ではデルタ株の感染抑制に伴って製造業の他、サービス業に関しても改善の兆しがみられており、貿易・ホテル・交通・放送部門でも回復が確認された。10~12月期GDPに関しては、半導体の供給制約によって製造業での生産活動の減速が懸念される他、国内での確認はないもののオミクロン株の拡大による行動制約の強化などがリスク要因となる。
- 10月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.5%と前月の同+4.4%からほぼ横ばいの推移となった。インド準備銀行(RBI、中央銀行)は21年度の物価見通しを前年比同+5.3%とし、目標レンジ(+2.0%~6.0%)内に収束するとしているが、インフレ懸念は後退しない状況が続いている。かかる中、RBIは10月の金融政策会合で量的緩和措置の一時停止を決定したが、12月上旬に年内最後の金融政策会合を控える中、RBIの政策方針には注目が集まる。
- INRに関しては軟調な動きを予想する。資源価格の高止まりによる貿易収支の悪化はINRの需給環境の逆風となることが見込まれる。オミクロン株の出現も世界全体のリスク心理を悪化させそうだ。オミクロン株の拡大が深刻化しない場合においても米11月FOMC議事要旨によれば、足許の物価状況に鑑みて量的緩和縮小ペースを加速するとの見方が広がっている。12月FOMCにて金融正常化が加速することによってドルの選好が強まることを警戒したい。

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: IDR相場は小動きもリスク要因は多い

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は方向感に欠ける値動きとなった。月初、14200台で取引を開始。上旬は米FOMCでの量的緩和縮小の決定や冴えない7~9月期GDPの内容を受け、月安値の14400付近まで下落。その後は米金利の低下や10月貿易収支の結果が材料視され値を戻す展開となった。買い一巡後は、FOMC議事要旨のタカ派な内容や欧州圏での新型コロナウイルス感染再拡大、パウエルFRB議長のテーパリング加速を示唆する発言が嫌気されて軟調地合いとなり、月末時点では14300付近での取引となった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は18日に開催した金融政策会合で、政策金利の7日物リバースレポレートを9会合連続で過去最低の3.50%に据え置いた。声明文では世界経済が7~9月期にかけて供給制約や資源価格の上昇を背景に回復ペースが鈍化した点を指摘。今後も資源価格の高騰が懸念されるとしたが、景気回復は続く見込んでいる。こうした動きに合わせて米国をはじめ、各国で金融緩和縮小の取組みが本格化することにも言及しており、将来にかけてインドネシアの金融市場の環境はやや厳しくなることに警戒感を示した。
- ペリーBI総裁の会見では、経済情勢は改善したが、内需は潜在成長力を依然として大幅に下回っていると総括した。また、10~12月期に経済は加速し、22年には人流が更に活性化し、消費と投資が経済をけん引するといった見通しを述べ、資源価格の高騰もインドネシアの輸出をサポートするとの見方を示した。片や、消費者物価を見ると前年比+1%台半ばの推移となっており、引き続きBIは景気回復軌道が明確となるまで金融緩和を継続すると考えられる。
- 7~9月期GDPは前年同期比+3.5%(前期比▲0.3%)となり、市場予想の同+3.88%も下回った。国内のデルタ株拡大による行動制限措置が影響し、GDPの約6割を占める個人消費は同+1.0%に留まり、前期比では▲1.0%と5四半期ぶりにマイナスに転じた。企業部門の固定資本投資もやや陰りが見られている。一方、外需部門は主要製品の石炭やパーム油の価格上昇が追い風となって、+1.2%ポイントのプラス寄与となった。
- IDRについては上値の重い展開を予想する。石炭、パーム油をはじめ資源価格の上昇はIDRの需給面を引き続きサポートするものと考えられるが、11月末にオミクロン株の存在が確認された点も新興国通貨全体のリスク要因となる。感染力に関し未知な点も多いが、リスク心理の改善に時間を要すれば資源価格の下落や対内証券投資フローの悪化を招くことも想定されよう。

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: 金融政策の正常化が続く

マーケット・エコノミスト

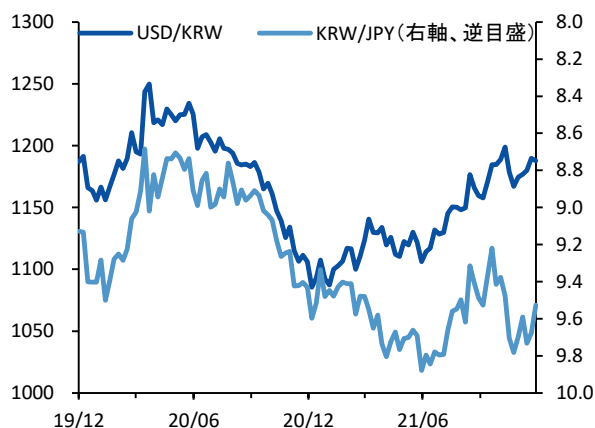
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW は前月比で反落。KRW は 1172 台で取引を開始すると、月上旬は軟調な韓国株式市場に連れ安し、一時 1186 台まで弱含んだ。中旬は株式市場の底打ちもあり KRW は 1175~1187 のレンジでもみ合った。ただ、下旬は KRW 安が再開。感染再拡大の懸念によるリスクオフ局面では 1195 台を試した。月末にかけては実需の KRW 買いもあり、1188 台で取引を終えた。
- 韓国銀行(BOK)は 25 日、最新の経済見通しを公表した。まず、成長率見通しについては、2021 年が前年比+4.0%、2022 年は同+3.0%と 8 月時点の見通しをそれぞれ据え置いた。2021 年については、民間消費を上方修正。ワクチン接種の進展と行動規制の緩和が寄与した。輸入も上方修正された。一方、投資は全般にやや下方修正。グローバルな供給制約が重しとなった。なかでも建設投資は前年に続きマイナス成長となる見通し。輸出もやや下方修正された。
- 2022 年については、ワクチン普及に伴う経済正常化やサービス業の持ち直し、補正予算の効果が期待され、民間消費の伸びがやや加速。IT 製品の競争力強化のほか世界景気の回復を背景に、設備投資も緩やかな伸びが見込まれている。企業業績の回復や DX 化推進といったニーズを踏まえて、知的財産投資は前年並みのペースで拡大。建設投資もプラスに転じるといふ。輸出も堅調さを維持する見込み。IT 製品への需要の底堅さや、半導体不足問題の緩和により非 IT 製品(自動車や化学)の増加も期待されている。
- また、インフレ見通しも上方修正された。2021 年の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.3%、2022 年は同+2.0%とした。8 月時点では、それぞれ同+2.1%と同+1.5%としていた。足許での世界的な感染再拡大やオミクロン株の出現も考えると、このインフレ見通しについては上振れ含みとみておきたい。
- こうした中、BOK は同日、政策金利(7 日物レポ金利)を 0.25%pt 引き上げて 1.00%とすることを決定した。李総裁は次回会合(来年 1 月)での追加利上げについて明言を避けたが、経済見通しに大きな変更を迫られない限り、政策金利をコロナショック前の水準(1.25%)に戻すこと自体は時間の問題だろう。李総裁が任期中に(~2022 年 3 月末)目途をつける可能性は高そうだ。
- 当面はBOKの追加利上げ観測がKRWを下支えしよう。年末にかけてのKRW買い需要も期待される。もっとも、米金融政策の正常化に伴うドル高圧力は今後増す見込み。内需持ち直しに伴う貿易収支黒字の縮小も逆風となる。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1170~1220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：一時年初来安値の水準に迫る

マーケット・エコノミスト

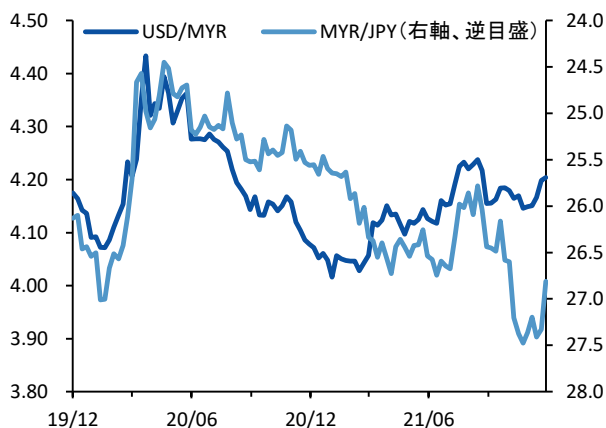
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MYR は一時年初来安値付近まで下落した。月初 4.14 台で取引を開始。上旬は原油をはじめ資源価格上昇に後押しされ堅調推移が継続。中旬にかけては米国での物価水準の高止まりや 7～9 月期 GDP の軟調な結果を受けてじり安の展開となった。下旬にかけてもバイデン米大統領が石油備蓄の放出を各国に要請し原油の高騰が一服したことで、MYR は軟調地合いとなった。他、欧州圏での新型コロナウイルス拡大が市場のリスク心理の悪化を招き、月末付近で年初来安値の 4.24 付近まで下落が続いた。
- 7～9 月期 GDP は前年同期比▲4.5%となった。7～9 月期にデルタ株拡大に伴う活動制限の実施によってやや勢いを欠いた格好となった。GDP の 6 割弱を占める民間消費は同▲4.2%と大きく低下して 2 四半期ぶりのマイナス転じた。また、総固定資本形成は同▲10.8%と大きく悪化した。設備投資が同+10.2%となったものの、建設投資が同▲26.1%と大きく足を引っ張った。感染拡大ピーク後は行動制限措置が緩和されており、ワクチン接種率が 7 割を超え、足許の新規感染者数は縮小傾向にあることから、年末から来年以降においては景気が持ち直すといった見込みとなっている。
- マレーシア中銀(BNM)は 3 日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を 1.75%に据え置いた。昨年 5 月の利下げを最後に政策金利は 8 会合連続で据え置きとなっており、リーマンショック後の 2010 年以来、史上最低での推移が続いている。BNM は世界経済の引き続きの回復と民間部門の支出拡大、財政面での政策支援を通じて、22 年の成長率を前年比+5.5%～+6.5%と予想している。BNM は現在の金融政策を適切とし、今後も物価水準と国内景気の動向を注視し、政府の経済政策の成果などを踏まえて必要に応じて金融政策を活用していくと総括した。
- MYR は、上値の重い推移を予想する。資源価格の高騰が続き主要製品の原油やパーム油をはじめとする輸出が MYR の実需をサポートする展開は続くと思われる。国内のワクチン接種も順調で今後の経済活動の正常化期待も高まりつつあるが、世界的な供給制約に押されて 10 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+2.9%と 6 月以来の水準を記録しており、消費者心理への波及も懸念される。また、米国では金融政策の正常化が進み、ドルの選好も崩れにくいと想定される。欧州圏での感染再拡大や変異株のオミクロン株が確認された点も市場のリスク心理を悪化させ、新興国通貨全体の重しとなるだろう。

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:ドゥテルテ大統領が政界引退を撤回

マーケット・エコノミスト

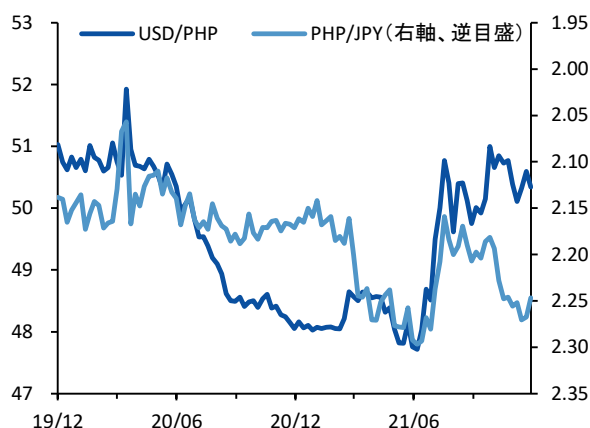
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の PHP は 50 を挟んだレンジ推移となった。月初、50.60 付近で取引を開始。上旬は国内株式市場の堅調推移や 10 月消費者物価指数の落ち着きを受け値を上げる展開。中旬には 7~9 月期 GDP が底堅い結果となったことが好感され一時月高値圏の 49.80 付近まで上昇。下旬にかけては、米 11 月 FOMC 議事要旨のタカ派な内容や欧州圏での感染再拡大によりリスク心理が悪化し月安値の 50.70 台をつけて以降、パウエル FRB 議長のテーパリングの加速を示唆する発言もあり上値の重い推移となった。
- 15 日に大統領選を含む来年 5 月実施の国政選挙への立候補の最終的な届出が締め切られた。大きなサプライズは 10 月に政界引退の意思を示していたドゥテルテ大統領が上院選の出馬を表明した点だ。また、ドゥテルテ大統領の娘にあたるダバオ市長のサラ氏は大統領選ではなく副大統領選へ立候補した。後任の大統領は同氏が共闘の意向を示しているマルコス元上院議員が有力視されている。この他の候補として、従前より反ドゥテルテ路線を掲げるロブレド現副大統領やパッキャオ上院議員、反ドゥテルテながらも中国との関係性を重視する現マニラ市長のモレノ氏などが出馬を表明している。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 18 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を超えて過去最低の 2.00%に据え置いた。政策金利は 8 会合連続で据え置きとなった。ジョグノ BSP 総裁は会見で、コロナ禍の長期化による供給制約や資源価格の高騰に伴う物価の安定維持が課題としながらも、金融政策を維持する余地があると説明。今後に関しても財政、衛生上の適切な介入と緩和的な金融政策を維持すれば、22 年に入り経済回復の可能性が高まるとの見通しを示した。目下のリスク要因はインフレ動向にシフトしつつあるが、22 年に入っても緩和路線を継続する見込みが強い。
- 10 月の消費者物価指数は前年比+4.6%で、年初以降、インフレ目標(+2~+4%)を上回る状態が続く。BSP は 21 年においては物価目標を超えると予想しているが、供給制約の解消に伴って翌年以降は物価が抑制されるとした。
- PHP は軟調な推移を予想する。国内経済の回復には依然時間を要することが予想される一方で、米国の金融政策の正常化は加速するとの見方が広がっている。国内で行動制限は緩和方向にあり、クリスマスシーズンかけての個人消費の拡大に期待がかかるが、資源価格をはじめ足許の消費者物価水準の高止まりが消費者心理を悪化させる懸念も残る。

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 政策変更後の SGD の動きとは

アジア・オセアニア資金部

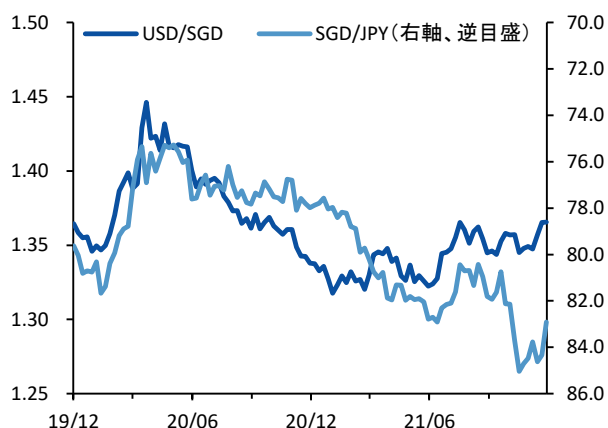
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- 10 月にシンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) が金融政策委員会でタカ派な決定を下したことが SGD の押し上げには繋がらないという見通しに変更はない。政策会議の決定に伴い、S\$NEER (名目実効為替レート) のわずかな傾斜が戻ったが、それは軽微なものである。さらに言えば、来年 4 月に MAS がもう一度今回の政策バンドの傾斜の引き上げたとしても似た結果となるだろう。
- その要因の 1 つは、本欄で繰り返し議論している S\$NEER の上昇余地である。S\$NEER は、政策バンドの上限を窺う位置から下げてきたが、引き続き政策バンドの上位四分位ほどにあると推定される。よって、上昇余地には限界がある。そして 10 月の決定は、S\$NEER の上昇余地をごくわずかに上げたに過ぎず、今後にかけて限られた幅の中で緩やかに変化するに過ぎない。つまり、MAS の政策変更が直ちに相場に影響をもたらすとは考えにくい。
- 加えて、MAS の政策ガイダンスが S\$NEER をベースにしているという観点も重要だ。S\$NEER はドルとの相対ベースではなく、通貨バスケット内に含まれる複数の通貨に対する変動を貿易量に即して加重平均した上での SGD の評価である。故に、S\$NEER 上昇バイアスの強まりが、ドルに対する SGD の上昇を示唆するものとは言えない。実際のところ、SGD には世界の為替相場に逆らう動きをする余地がない。言い換えれば、S\$NEER の傾きを少し大きくしたという理由だけで、SGD が足許のドル高のトレンドに逆らうだけの買い要素があるといえ、そうとは言えない状況にある。
- すなわち、USD/SGD の動向は引き続き、大部分が USD のトレンドに左右されたと考えたほうがよい。ドルの選好が強まっている背景には FRB の金融政策がよりタカ派的に向かうとの見方が広がっていることがある。早期のテーパリング終了に続き、2 回の利上げが 22 年に前倒しされることが見込まれる状況においては、少なくともその間 USD/SGD の上昇が予想される。
- 22 年上半期までは、インフレ高進や新型コロナウイルスの感染動向に揺れ動きながらさらなるタカ派化への道程を辿る FRB の対応と、中国の景気減速懸念から CNY のボラティリティの増幅が意識される中で SGD は対ドルで上値重く推移することが予想される。今後にかけて、MAS の金融正常化の動き (政策バンドの引き上げ) が進み、それに付随して S\$NEER の上昇余地が生まれれば、22 年後半にかけて FRB の政策動向との乖離が縮小したことが材料視され SGD の反発につながる可能性がある。この点も見通しに大きな変更はない。

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: 観光客の受入れ再開に水を差すオミクロン株

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 は月後半にかけて下落する展開となった。月初 33.30 付近で取引を開始。上旬は外国人観光客の受入れ再開が好感され THB は値を戻す展開。中旬も、7~9 月期 GDP の結果がマイナス成長ながら景気の底打ちを確認できる内容で一時 9 月以来の水準となる 32.60 台まで上昇。下旬にかけては、米 11 月 FOMC 議事要旨のタカ派な内容や欧州圏での新型コロナウイルス感染再拡大によりリスク心理が悪化した他、パウエル FRB 議長のテーバリングの加速を示唆する発言もあり一時月安値圏となる 33.80 台まで下落した。
- タイ中央銀行 (BOT) は 10 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を過去最低水準の 0.50% に据え置いた。政策金利は 12 会合連続の現状維持となった。BOT は景気回復が依然として軟調で不確実性が高い点を指摘した。物価動向に関しては、燃料価格の高止まりや世界的な供給制約といったインフレ要因を指摘しながらも、CPI への影響は一時的に留まり、中期的には BOT が目標とするレンジ (前年比 +1.0~+3.0%) に収束するとの見解を示している。
- BOT は従前からの緩和的な金融政策を維持することは景気回復支援の観点からも妥当であるとした。また、今後についても政策手段の余地は限定的であるとしながら、必要に応じて最も効果的な時期にその手段を用いる用意があると総括した。今後もある程度の時間軸で景気と物価の評価を下すと見られ、少なくとも来年前半までは緩和的な金融政策が続くとみられる。
- 7~9 月期の GDP 成長率は前年同期比 ▲0.3% となった。デルタ株拡大が影響し、2 四半期ぶりのマイナスとなった。内訳をみると個人消費が同 ▲3.2% と減速した。また、財・サービス輸出は同 +12.3% となった一方、財・サービス輸入も同 +27.8% と大幅な増加が続いた点も足を引っ張る格好となった。なお、BOT は今後の景気動向について、7~9 月期以降デルタ株拡大による減速は一段落し、前回会合で修正した見通しと大きく乖離しないペースで改善に向かっていくとの見解を示した。
- THB は引き続き軟調な推移を予想する。欧州圏での感染再拡大やオミクロン株の発見は観光客受入れ再開の動きに水を差すこととなる。片や、米国では 11 月頭に量的緩和縮小の決定がされ、供給制約や燃料価格の上昇に伴うインフレ懸念からパウエル FRB 議長は量的緩和縮小ペースを速めるべきとの発言している。こうした議論が進捗すればドルの選好は堅調とみられ THB にとって通貨安圧力が続くものと考えられる。

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：米利上げ観測、ウクライナ、原油に注目

シニア為替ストラテジスト

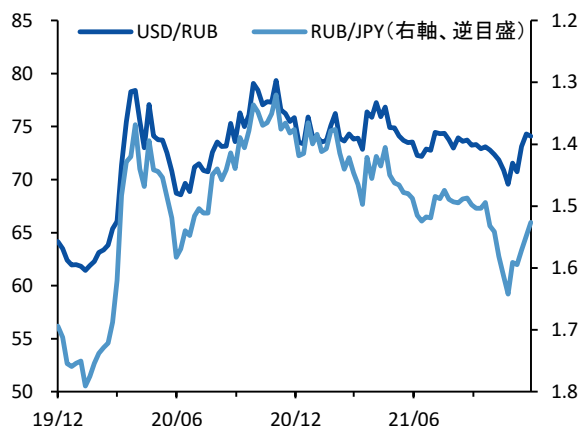
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11月のRUBは、下落。月前半こそ堅調推移を先行させたものの、10日に月の高値(対USDで70.525)をつけて以降は、月末まで、断続的な下押しと軟調気味の横ばいが交錯した推移を続けた。
- 月前半のRUB堅調は、並行した原油価格高止まりを好感した値動きと考えられた。原油価格堅調の背景は定かでなかったものの、漠然とした世界景気拡大期待(需要増期待)の他、9日には、米の入国制限緩和に伴い、航空燃料需要が高まるとの思惑が、原油を一段と押し上げる局面も見られた。
- しかし、米景気そのものの堅調は、USDを押し上げただけでなく、逆にFRBによる早期利上げ開始観測を強めることで、RUBを含む新興市場通貨全般の重石となった。米早期利上げ期待は、米10月雇用統計(5日)、同CPI(10日)、同小売売上高(16日)などの主要米経済指標が、軒並み市場予想を上回ったことで、断続的に補強され、そのたびにUSDを押し上げた。
- 米景気回復期待がRUBを含む新興市場全般を押し下げたのと交錯して、逆説的ながら、新型コロナ禍蔓延による景気低迷観測も、断続的に、RUBを含む新興市場通貨押し下げに寄与した。19日には、オーストリアがロックダウン再開を発表したことが、26日には南アで新たな変異種(オミクロン株)が確認されたことが、それぞれ、リスク回避をあおり、RUBの下振れを誘った。
- ロシア固有の要因として、ウクライナ東部/黒海周辺における軍事的衝突に対する懸念が、この間、一貫してRUBの重石となった。月初、ウクライナ政府軍が、(ロシアの支援を受けた)反政府軍をドローンで攻撃したことを理由に、ロシア軍がウクライナ国境地帯に集結、それに呼応して米軍(NATO軍)が黒海など周辺地域に展開。真偽の程や、時間的経緯は定かでないものの、お互いが相手の軍事行動を理由に自らの軍事行動を正当化する泥仕合となった。
- 上述軍事的緊張は、現在まで、直接的な衝突にまでは発展していないものの、両陣営が軍隊を引き揚げない限り、突発的・偶発的な交戦の可能性は除外できない。事態が外交的に解決されるまでは、RUBが本格的に上昇する可能性は見込み薄にならざるを得ないだろう。
- ロシア中銀(CBR)ナビウリナ総裁は、30日、12月17日の金融政策委員会においては「金利据え置きから100bp利上げまでが選択肢」「(ただし)金利据え置きの可能性は低い」と述べ、大幅追加利上げの可能性を仄めかした。もともと、CBRの政策金利がRUBに大きく影響する可能性は現状考えにくいだろう。

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: 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:一旦は底打ちも、買い要因に乏しい

シニア為替ストラテジスト

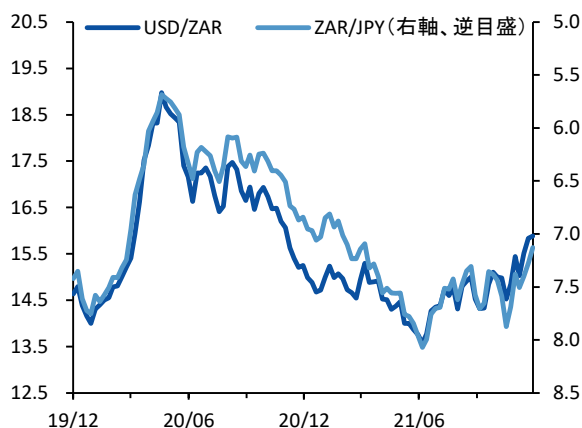
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11月のZARは、月初の反発を除き、ほぼ一貫して下落を支配的とした。19日以降、対USDで、ほぼ連日年初来安値を更新し、対円でも26日には8か月ぶりの安値を更新した。
- ZAR売りの背景は、少なくとも26日までは、南ア側の要因よりも、USD上昇の裏返しの値動きと考えられた。USD高の主因は、FRBによる早期利上げ開始観測の高まり。米10月雇用統計(5日)、同CPI(10日)、同小売売上高(16日)などの主要米経済指標が、軒並み市場予想を上回ったことは断続的なUSD高をあおった。また、22日には次期FRB議長にパウエル議長が再指名され、例えばブレイナード理事のように(金融政策に)鳩派的な人材が指名された場合よりも、「利上げ開始が前倒しになる」との思惑を呼んだ。値動きには反映されなかったものの、30日には、パウエル議長が「テーパリングを数か月早目に終了させる可能性も検討する」と述べた。
- 南ア固有の要因では、1日投票された統一地方選が、相応の注目を集めたはず。ただし、(中央政界における)与党アフリカ民族会議(ANC)の支持率低下、初の50%割れ(46%)も、事前の予想通りの結果と言え、選挙結果そのものがZARの値動きに影響した様子はほとんど読み取れなかった。
- 11日にはゴンドングワナ財務相が、8月の就任以来、初の大舞台として中期予算政策声明(MTBPS)を発表した。先行き景気に対する控え目な予想や景気上振れを受けた歳入増を恒久的な支出増に充てなかった点などは好感できたものの、やはり、いずれも予想通りの内容と言え、ZARの反応は乏しかった。
- 決定的だったのは、26日、新型コロナウイルスの新たな変異株(オミクロン株)が南アで確認されたとの発表。同株蔓延による、南ア国内の経済活動の停滞に対する懸念もさることながら、南半球の観光シーズン到来を前に、世界中の国々に渡航制限を導入されてしまったことは、外貨収入を得る手段としての観光業には決定的な打撃となったと言えるだろう。26日につけた16.3675(対USD)、6.95(対円)をそれぞれ月の安値に、その後ZARは反発に転じているものの、南ア経済の先行きに対する中期的な見通しは暗い。
- 南ア準備銀(SARB)は、18日、政策金利を25bp引き上げ3.75%とした。予想通りと言える決定ではあったものの、予想は金利据え置きと+25bpで概ね半々に割れていた。利上げを好感するよりも、南ア国債のじり安推移(利回りは上昇)を嫌気して、その後ZARは26日までほぼ一方的なじり安推移を続けた。

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:「実験」の成否を見守る他ない

シニア為替ストラテジスト

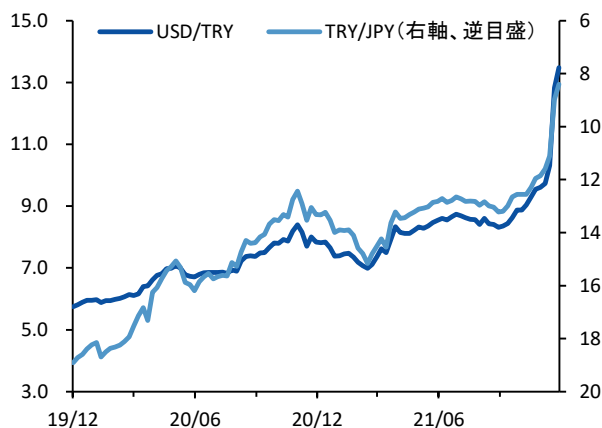
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 11月のTRYは、史上最安値を大幅に更新、10月終値から28.6%(対USD)、27.5%(対円)に及ぶ大暴落を見せ、そのまま安値圏で月末を迎えた。
- TRY安の要因は、一義的にはトルコ中銀(CBRT)による積極的な追加利下げと言えたが、今月に至っての大きな変化は、エルドアン大統領が、高インフレやTRY安を看過し、雇用増、TRY安による輸出増、積極的な流動性供給による消費主導の成長押し上げ路線に完全に舵を切った事実。英語メディアは、こうした路線を「実験」と表現するようになっている。
- CBRTは18日、予想通り、政策金利を100bp切り下げ15.00%とした。その声明は、「12月に利下げ打ち止め(の是非)を見極める」としたが、市場はこれを「少なくとも12月には再び追加利下げに踏み切る」宣言と受け止めた。
- CBRTの週次統計によると、この間(少なくとも19日までの間に)、TRYの売り手に非居住者によるTRY建証券投資(株式・国債)の引き揚げも、居住者による外貨資産への逃避も、大きな動きは見られなかった。ここから、①TRY売りの主役が、本邦個人の為替証拠金取引であった可能性と②TRY為替市場が極端に流動性(取引量)が乏しくなり、比較的小額の売り買いでも大きな値幅が出るようになってしまった可能性が浮上した。
- 並行して、米10月雇用統計(5日)、同CPI(10日)、同小売売上高(16日)などの米経済指標が相次いで力強い伸びを示したこと、また、(金融政策鳩派と目されたブレイナード理事ではなく)パウエル議長の米連銀議長再任が指名されたことなどが、USD全面高を招いた。米利上げ開始時期の前倒し観測は、とりわけ、高金利通貨でありながら、実質金利のマイナス幅が拡大していくTRY建て資産には致命的な悪材料と受け止められた。
- トルコの金融政策を実質的に差配しているのがエルドアン大統領であることは、もはや誰の目にも疑いようのない事実。その大統領が、「金利を上げる気は一切ない」と断言し、上記経済政策にまい進する姿勢を明確にしている以上、近年繰り返されてきたような、大幅利上げは、当面、起きないであろう。
- 政権交代は、或いは、この状態から抜け出す、最もわかり易く、従って効率的な方策かもしれないが、次期総選挙・大統領選挙の期限は2023年6月。この間、エルドアン大統領も、公正発展党(AKP)少数内閣を閣外から支える民族主義者行動党(MHP)のバフチェリ党首も、「期限まで解散総選挙は実施しない」方針を明言しており、現時点でその可能性は極めて低いと言わざるを得ない。

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 は利上げペースの加速も

マーケット・エコノミスト

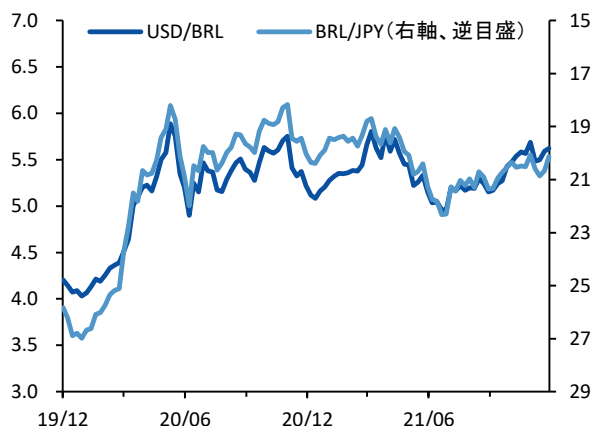
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月、BRL は前月比で小幅反発。5.62 台で取引を開始すると、月前半は米金利低下やブラジル株の反発を手掛かりに、一時は 5.38 台まで BRL 高が進む場面がみられた。ただ、月半ば以降、米金利上昇とドル高が進む中で BRL は上昇幅を失う展開。下旬は米金利が低下も、オミクロン株の出現もあり、BRL は概ね 5.55～5.67 でもみ合い、5.62 台で月末を迎えた。
- 7～9 月期 GDP は 2 四半期連続のマイナス成長となった可能性が高い。9 月の経済活動指数(いわゆる月次 GDP)は前月比▲0.27%と 8 月(同▲0.15%→同▲0.29%に下方修正)に続くマイナスとなった。7 月は同+0.13%だった。11 月 26 日時点のブラジル中央銀行(BCB)のサーベイでも、市場の成長率見通し(2021 年:前年比+4.78%、2022 年:同+0.58%)は下方修正が続いている。
- 他方、懸案のインフレ率(IPCA)は 10 月に前年比+10.67%まで加速。8 か月連続で BCB の目標レンジ(2021 年は 3.75%、2022 年は 3.50%を中心に±1.5% pt)を上回った。また、上述のサーベイでも、市場の IPCA 見通し(2021 年:前年比+10.15%、2022 年:同+5.00%)の上方修正が続いている。
- こうした中、BCB は次回会合(12 月 7～8 日開催予定)で 7.75%である政策金利(翌日物金利、Selic)を再度引き上げる見込みだ。前回 10 月会合の声明文では、同程度(150bp)の追加利上げが示唆されている。もちろん、足許のインフレ加速やインフレ見通しの上振れを考慮すれば、それ以上の利上げ幅にもなりうる。BCB のブルノ・セラ理事は 11 月、この可能性にすでに言及している。
- 政治要因でインフレ圧力が増していることもその可能性を高めうる。具体的には、来年 10 月の大統領選を見据えて、ボルソナロ大統領が追加財政出動とその障害となる債務上限ルールへの骨抜きを模索していることで、需要増(財政出動)と通貨安(財政懸念)の両面からインフレ圧力が生じている。上述のサーベイで、政策金利の市場予想(2022 年末:11.25%)の上方修正が続いていることは、政策面からのインフレ圧力を織り込んでいるようで興味深い。
- 前月も指摘したように、ブラジルは過去の左派政権時代に陥った負の循環に突入しつつあるようだ。目先、インフレが減速しうる要因を挙げるとすれば、雨季(11 月～3 月)に十分な降水量に恵まれることだろうか。2021 年は水不足による電力料金の上昇に悩まされた。もっとも、大統領選を見据えての上述の政策動向およびその副作用と比べれば、天候は見通し難い。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 5.10～6.00 としたい。

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:国内外要因から MXN が年初来安値更新

マーケット・エコノミスト

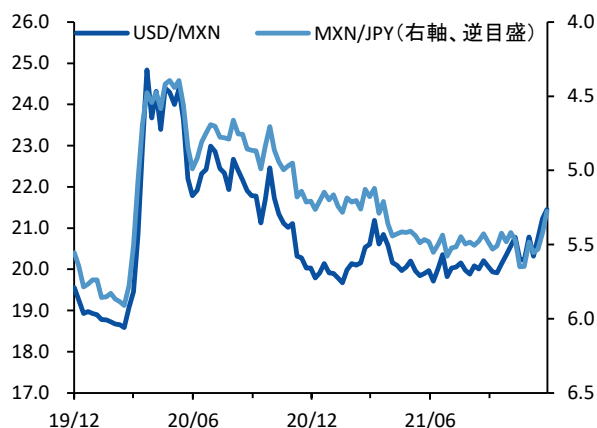
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MXN は前月比で反落、年初来安値を更新した。MXN は 20.5 台で取引を開始。上旬は米 FOMC を控えて 20.9 台まで弱含むも、その後の米金利低下に一時 20.2 台まで持ち直した。中旬以降は、米金利の再上昇に国内の政策運営懸念も重なり、MXN は下落幅を拡大する展開。月末にかけては、南アでのオミクロン株出現で 21.9 台を試した後、21.4 台で取引を終えた。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 11 日、政策金利 (翌日物金利) を 25bp 引き上げて 5.00% とすることを決定した。利上げは 6 月以降、4 会合連続。従来同様、足許でインフレ圧力が予想以上に強まっており、長期化しうることに対応する。
- 10 月の消費者物価指数 (CPI) は前年比 +6.24% と前月 (同 +6.00%) から加速。8 か月連続で同行の目標レンジ (前年比 +2% ~ +4%) を上回ったほか、9 月以降は、再び加速しつつある。また、市場の CPI 見通しも上方修正が続いている。Banxico も最新の CPI 見通しで、足許の 2021 年 10 ~ 12 月期から 2022 年 7 ~ 9 月期にかけての 4 四半期について、前会合時点から上方修正した。
- インフレ再加速に Banxico の警戒感が高まっており、ディアスデレオン現総裁にとって最後となる次回会合 (12 月 16 日開催予定) では、インフレ抑制を目的とした 25bp 超の利上げも念頭に置いておきたい。というのも、来年以降はロペスオブラドル (AMLO) 大統領の金融政策への介入が懸念されるためだ。同大統領は 24 日、次期総裁にロドリゲス財務公債省次官を任命すると表明。エレラ元財務公債相を任命する従来案を突如撤回した。ロドリゲス氏は同大統領の側近であるウルスア財務公債相に長年仕えており、影響力は及びやすい。
- AMLO 大統領の経済政策への不安はこれにとどまらない。懸案の電力分野における国営電力公社 (CFE) の優遇を可能とする憲法改正案については 3 日、審議が次期国会 (2022 年 2 月 ~) に先送りされ、市場の懸念は一旦後退した。しかし、同大統領は 22 日、今度はインフラ計画の迅速な許認可を可能とする行政命令を交付した。端的に言えば、国家にとって重要なインフラ計画は申請から 5 営業日以内に管轄当局が回答しなければ、暫定的に承認されたとみなすものである。自身の掲げるインフラ計画を押し通そうという算段とみられる。
- こうした AMLO 大統領の強引な取り組みは多くが司法の壁にぶつかっており、同案についても同様の経過を遂げると期待したい。ただ、こうした取り組みが繰り返されること自体が、メキシコ経済には不安要因となりうる。国内外に逆風を抱える状況で、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 21.0 ~ 22.2 としたい。

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

		2021年 1～11月(実績)	SPOT	2021年 12月	2022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)	6.3570 ~ 6.5793	6.3645	6.45	6.48	6.50	6.53	6.55
香港ドル	(HKD)	7.7510 ~ 7.8020	7.7970	7.79	7.80	7.81	7.82	7.83
インドルピー	(INR)	72.269 ~ 75.678	75.168	75.8	76.5	76.0	74.8	74.2
インドネシアルピア	(IDR)	13865 ~ 14628	14332	14200	14550	14750	14400	14250
韓国ウォン	(KRW)	1080.08 ~ 1200.44	1187.85	1200	1200	1210	1220	1230
マレーシアリングギ	(MYR)	3.9957 ~ 4.2483	4.2040	4.21	4.23	4.22	4.19	4.17
フィリピンペソ	(PHP)	47.615 ~ 51.133	50.343	51.2	51.5	51.6	51.2	50.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3157 ~ 1.3746	1.3647	1.37	1.38	1.37	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	27.483 ~ 28.663	27.697	27.7	27.8	28.0	28.2	28.4
タイバーツ	(THB)	29.84 ~ 34.00	33.75	33.9	34.0	33.8	33.0	32.0
ベトナムドン	(VND)	22625 ~ 23164	22729	22800	23000	23000	22700	22600
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	69.2199 ~ 78.0400	74.1930	74.0	74.0	75.0	77.0	76.0
南アフリカランド	(ZAR)	13.4122 ~ 16.3668	15.9022	16.2	16.7	16.0	16.4	17.2
トルコリラ	(TRY)	6.8974 ~ 13.9519	13.5100	12.0	11.4	11.0	10.8	11.2
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.6227	5.60	5.53	5.60	5.85	5.70
メキシコペソ	(MXN)	19.5494 ~ 22.1550	21.4512	21.5	21.8	22.0	22.5	23.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	15.731 ~ 18.070	17.704	17.67	17.75	17.85	17.92	18.02
香港ドル	(HKD)	13.233 ~ 14.813	14.509	14.63	14.74	14.85	14.96	15.07
インドルピー	(INR)	1.402 ~ 1.553	1.505	1.50	1.50	1.53	1.56	1.59
インドネシアルピア	(100IDR)	0.732 ~ 0.815	0.789	0.803	0.790	0.786	0.813	0.828
韓国ウォン	(100KRW)	9.210 ~ 9.910	9.523	9.50	9.58	9.59	9.59	9.59
マレーシアリングギ	(MYR)	25.548 ~ 27.599	26.809	27.08	27.19	27.49	27.92	28.30
フィリピンペソ	(PHP)	2.136 ~ 2.310	2.247	2.23	2.23	2.25	2.29	2.34
シンガポールドル	(SGD)	77.79 ~ 85.29	82.89	83.21	83.33	84.67	86.67	88.72
台湾ドル	(TWD)	3.655 ~ 4.153	4.089	4.12	4.14	4.14	4.15	4.15
タイバーツ	(THB)	3.264 ~ 3.561	3.352	3.36	3.38	3.43	3.55	3.69
ベトナムドン	(10000VND)	0.4446 ~ 0.5089	0.4977	0.50	0.50	0.50	0.52	0.52
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.364 ~ 1.647	1.525	1.54	1.55	1.55	1.52	1.55
南アフリカランド	(ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.116	7.04	6.89	7.25	7.13	6.86
トルコリラ	(TRY)	8.145 ~ 15.265	8.377	9.50	10.09	10.55	10.83	10.54
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	18.478 ~ 22.632	20.113	20.36	20.80	20.71	20.00	20.70
メキシコペソ	(MXN)	5.018 ~ 5.667	5.273	5.30	5.28	5.27	5.20	5.13

注: 1.実績の欄は 2021 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 7 時 15 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 1 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。