

2021年12月24日

# The Emerging Markets Monthly

## 中期為替相場見通し

### 目次

新興国: 逆風続くも選好の変化にも注目 .....	2
中国: 経済も為替相場も安定確保を最優先 .....	3
インド: 年初来安値を記録した INR .....	4
インドネシア: 来年以降の金融政策転換を示唆 .....	5
韓国: KRW 安基調がより明確に .....	6
マレーシア: オミクロン株に対する警戒を強める .....	7
フィリピン: オミクロン株拡大懸念も PHP は堅調 .....	8
シンガポール: 来年の MAS 政策運営と SGD の動向 .....	9
タイ: 来年の景気回復にも暗雲が立ちこむ .....	10
ロシア: 地政学的緊張が重石、解消は難しい .....	11
南アフリカ: 進展の欠如はいずれ悪材料視される .....	12
トルコ: 新政策は時間稼ぎ、実態は昨年の繰り返し .....	13
ブラジル: 大統領選にかけて財政懸念高まる .....	14
メキシコ: 経済政策の運営が注目される .....	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

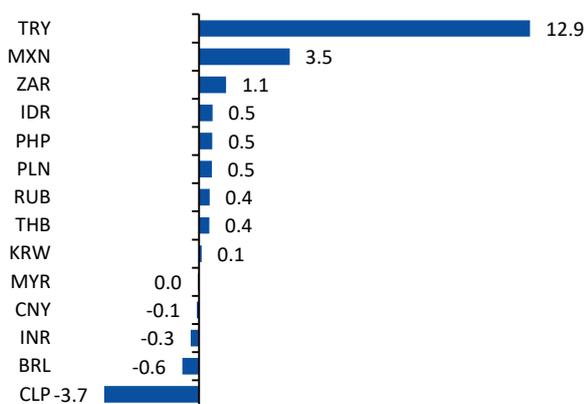
ブラジルみずほ銀行  
チーフストラテジスト  
Luciano Rostagno  
luciano.rostagno@bancomizuho.com.br

## 新興国：逆風続くも選好の変化にも注目

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

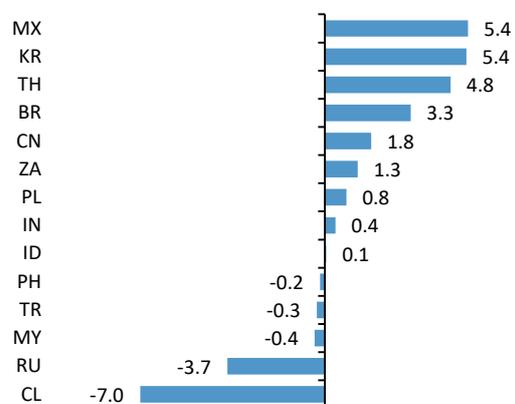
- 12月のMSCI新興国通貨指数は前月比で小幅続落。同指数は1728台で取引を開始すると、オミクロン株の動向を睨みながら概ね1724~1735で上下した。月半ばにかけては、主要中銀の会合を控えて上値の重い展開。イベントが一巡した月後半は1730超まで戻す動きがみられている(12月23日時点)。個別には、深刻なインフレ懸念からTRYが史上最安値を再び更新した。
- 2021年は、世界的なコロナショックからの立ち直りが歓迎される一方で、その副作用に苛まれる年であった。米国の経済正常化への動きは、米金利上昇・米ドル高を促し、2020年からのドル安相場は終焉した。他方、急速な需要の拡大に供給サイドの回復が追い付かず、世界的な供給制約問題を引き起こした。商品市況の高騰は一次産品輸出国に恩恵をもたらしたが、そうした国ほどインフレリスクが顕在化し利上げを迫られた。米国の金融政策の正常化が進むにつれ、一部の新興国は通貨安を通じたインフレ圧力にも直面した。そして、そうした利上げは景気の重しとなり、当該国の成長率見通しを弱めている。
- 2022年も多くの新興国通貨にとって厳しい状況が続くそう。
- 米国の金融政策の正常化は加速の方向にあり、米金利も上昇基調を維持すると考える。利上げ着手の時期は2022年3月もしくは同6月とみられ、遅くとも2022年後半以降は3か月に1度のペースで利上げが進もう。足許ではインフレ高進の家計への影響が懸念されている。2022年11月の中間選挙を控えてバイデン政権もFRBのタカ派姿勢を容認しているようだ。また、利上げとともにFRBのバランスシート縮小の議論も進もう。米金利の上昇要因が増えるほか、リスク資産価格の調整圧力も増す点は、新興国通貨には逆風となる
- 世界的なワクチン接種の動きが一層進展することは、足許のオミクロン株等の変異株による行動規制強化のリスクを抑制し、一層の経済正常化と需要の財からサービスへのシフトを進めよう。また、供給制約の問題を和らげることも期待される。このことは、2021年にみられた商品市況の高騰やコロナ特需(IT製品等)の継続が難しくなることを意味する。他方、段階的な観光客受け入れは進もう。2022年は外貨の稼ぎ方で新興国通貨の選好も異なってきたそう。
- また、市場のリスクオフにも注意したい。目先、地政学リスクがそのきっかけになりうるとみている。バイデン政権となっても米国の求心力はさほど改善しておらず、各地に火種を生んだ。ウクライナ情勢はすでに緊迫している。同問題は欧州やアジアに新たな混乱を生む可能性も孕み、警戒が必要だろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2021年12月、%、23日時点)



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12月、%、23日時点)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 中国: 経済も為替相場も安定確保を最優先

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CNYは前月比でほぼ横ばい。CNYは6.36台で取引を開始し、概ね6.36~6.38のレンジで推移した。上旬にリスクオフの流れから2018年5月以来の6.34台を試すも、外貨預金準備率引き上げの発表に6.38台まで急速に押し戻される場面もあった。また、中央経済工作会議を経ての金融緩和期待や小幅利下げもあり、月後半は6.37近辺での推移となっている(12月23日時点)。
- 2021年のCNY相場は、概ね高値圏での推移となった。中国で景気、政治、外交面でCNY安要因と捉えられる動きが増していることを考慮すると、驚くべき安定性ともいえた。ただ、4~6月期と10~12月期のCNY高局面は、商品市況の高騰の影響を相殺すべく当局が通貨高を容認したとの見方は根強い。両局面でCNYが6.35を試す場面では、外貨預金準備率の引き上げや当局からのけん制発言もあり、ボーダーラインを示唆するシグナルと受け止められている。他方、ドルインデックスとの相関が崩れた10~12月期には貿易黒字が過去最高を更新しており、実需面からの追い風があったのも事実であろう。
- 2022年のCNY相場は、緩やかなCNY安基調になると想定する。
- まず、上述の商品市況の高騰再燃の可能性は限定的と考える。世界的に需要は財からサービスへとシフトしつつあるためだ。この点からのCNY高の思惑は高まり難い。また、貿易黒字も今後は縮小の方向にあるだろう。2021年はデルタ株蔓延で落ち込んだASEAN地域の生産を中国が代替する格好となった。当地でワクチン接種が進展しており、2022年はこうした特需は剥落していこう。
- 次に、金融政策が追加緩和含みとなり、米国と方向感が明確に異なってきた。2021年12月に開催された中央経済工作会議では、「安定確保が最優先課題」とされた。習主席の3期目入りを決めるとみられる党大会(2022年秋頃)を控えて、ゼロコロナ政策は継続する見込みだが、これは消費の足枷となる。不動産開発大手の債務問題も、与信環境の悪化と不動産価格の下落を伴って実体経済を下押ししそうだ。成長を支えるべく、財政出動と金融緩和が引き続き活用される。2021年の米中金利差縮小で中国債券への海外資金の流入は2020年から大きく減ったが、2022年もその流れが強まろう。
- なお、政治的に極めて重要なイベントを控えるほか、欧米諸国との関係悪化が生じているからこそ、当局は市場によってその是非を評価されることを好まないだろう。象徴的ともいえるCNY相場もまた安定優先が志向されると考える。
- かかる状況下、CNYの今後3か月の想定レンジは6.35~6.50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:年初来安値を記録した INR

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INRは年初来安値を更新した。月初、74.80台で取引を開始。上旬は南アフリカでのオミクロン株発見が市場心理を悪化させ、徐々に値を下げる展開。その後も軟調地合いとなり11月貿易収支の結果が予想を下回ると、一時年初来安値を更新する76.20台をつけた。売り一巡後は原油価格が下落する動きに合わせて75.40台まで値を戻したが、後半にかけては欧米でのオミクロン株拡大のヘッドラインに一進一退の値動きが続いた。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は6~8日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレート据え置き、4.00%とすることを決定した。政策金利は昨年以降、9回連続で過去最低水準を推移している。ダス総裁は会見にて依然として経済活動が正常化している状況ではないことを強調し、継続的な政策支援は持続的かつ広範な回復のためには正当化されると述べた。
- RBIは銀行部門の流動性がやや過剰傾向にあることに対し、管理オペレーションの正常化に向けた取り組みを進めていくとした。その一環として、変動金利リバースレポ(VRRR)入札を整備拡充して流動性を調整し、将来的なインフレ加速懸念に先行して手を打つと見られる。この動きは金融緩和からの転換を示唆するものではなく、あくまで経済の回復を優先しながら、今後もインフレ高進を意識した運営を継続していくといった意図によるものであろう。
- 11月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.9%と前月の同+4.5%からやや加速した。内訳をみると、これまで低位安定していた食料品価格が持ち直しを見せた点が影響した。今後は、デルタ株感染のピークアウト以降サプライチェーンの復旧が見られつつあることやガソリンや軽油に課している燃料税の減税を実施した点もインフレ率の抑制に寄与することが見込まれ、RBIは21年度の物価見通しは前年比+5.3%に据え置いている。
- INRに関しては軟調な動きを予想する。INRは一時年初来安値を更新したが、インド固有の要因というよりは対外要因による影響が大きいものと見られる。11月の各国での石油備蓄放出の報道によって原油価格は反落したが、直近ではやや持ち直しつつあり、石油純輸入国のインドにとって需給環境の逆風となる時間は継続しそうである。足許の景況感を踏まえればインド経済の回復期待も強まるが、供給制約や資源高、オミクロン株拡大による行動制限措置の再開の可能性を勘案すれば、本格的な回復は22年度(22年4月以降)に入ってからとみられ、それまではドル高に押される相場展開を予想する。

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: 来年以降の金融政策転換を示唆

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IDRは狭いレンジでの推移となった。月初、14300台で取引を開始。上旬は南アフリカでのオミクロン株発見が市場心理を悪化させ、一時月安値となる14400台をつけた。売り一巡後は、主要国で金融政策会合を控える中やや方向感に欠ける展開となったが、FOMCのタカ派傾斜を受けて一時的にIDR安に動く局面も見られた。下旬にかけては後半にかけては欧米でのオミクロン株拡大のヘッドラインに一進一退の値動きが続いたが、月間を通じて14200～14400台での小幅な値動きが継続した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は16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に10回連続で過去最低の3.50%に据え置いた。声明文では、国内経済はデルタ株感染者数減少以降、行動制限が緩和されたことによって、今後も景気は上向いていくとの見通しを示した。21年については前年比+3.2～4.0%の成長に留まるとしたものの、22年の成長見通しについては、同+4.7～5.5%と見込んでいる。
- ペリーBI総裁は来年に過剰流動性の調整を開始することを示唆したものの、消費者物価に上昇の兆しが見られるまで緩和的な金融政策を維持する意向を示した。BIはここまでコロナ禍における景気減速に対応するかたちで景気回復を下支えする方針を一貫してきたが、今後に向けては世界各国の金融政策がコロナ禍前に巻き戻される動きが本格化することが見込まれる中、金融市場の安定化やIDRの堅調さを維持することも視野に入れた運営に移行することを表明した。今後政府中銀の予想通りに景気回復が実現すれば、量的緩和措置の縮小や停止の動きに乗り出し、将来的には利上げを見据えるといった行程で金融政策の正常化に着手していくものと見込まれる。
- 21年後半は資源価格高騰の恩恵を受け貿易黒字規模が拡大し、それがIDRの堅調推移をサポートした。一方で、内需の段階的な改善に伴い輸入も増加するとみられ、アフターコロナの段階では剥落していくと見込まれる。更に消費の中心が財からサービスに移るにしたがって、将来的には資源価格にも調整が入る可能性があり、この点もIDRの下落リスクと捉えたい。また、こういった動きの裏で米国は着実に金融緩和の正常化を進めることとなりそうだ。22年前半は特に一層ドルの選好が進みやすくなると予想されるが、後半以降はASEAN諸国も徐々に金融政策の正常化を検討することとなりドル高にも調整が入るものと予想する。

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: KRW 安基調がより明確に

マーケット・エコノミスト

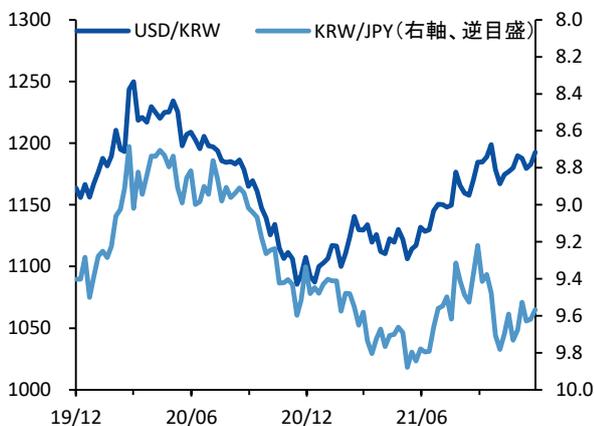
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12月のKRWは前月比で小幅続落。月初、1182台で取引を開始すると、上旬はオミクロン株睨みで概ね1175~1186を上下した。リスクオン局面では一時1172台を試すも、中旬にかけてFOMCを控えた戻り売りや、国内での行動規制の再導入の方針も嫌気されKRW安が進展。下旬は、年末にかけての実需のKRW買いを消化しながら1185~1193でもみ合っている(12月23日時点)。
- 2021年を振り返ると、KRWは前年から一転、徐々に下落する展開となった。年初から米金利上昇・ドル高に株安が重なりKRWが進展。年後半は、米金融政策正常化への動きやデルタ株感染再拡大に伴う行動規制の再導入、中国景気の減速等がKRWの重しとなった。他方、好金利、高格付けの韓国国債への海外資金の流入は高水準を維持、韓国銀行(BOK)による利上げ着手や1200近くでのKRW安けん制発言もKRWの下支え要因となった。
- 2022年のKRW相場については、現状の緩やかなKRW安が続くと想定する。
- BOKの経済見通しによれば、2022年の実質GDPは前年比+3.0%と2021年(同+4.0%)からは減速も、やや高めの成長が続くという。サービス業の持ち直しや補正予算を追い風に民間消費がやや加速。IT製品の競争力強化等を目的とした設備投資も緩やかな伸びが見込まれる。DX化推進といったニーズを踏まえて、知的財産投資も堅調さを維持。建設投資もプラスに転じるという。輸出は、IT製品への需要の底堅さや非IT製品の増加も期待されている。消費者物価指数(CPI)は同+2.0%と2021年(同+2.3%)から落ち着く見通しだ。
- 金融政策では、BOKが2022年3月末までに政策金利(7日物レポ金利)を25bp引き上げ、コロナショック前の水準(1.25%)に戻す可能性が高い。このことは上述の韓国国債への資金流入を支えそう。他方、それ以降の追加利上げは、同行が注視するインフレや金融不均衡の動向次第となる。米国の利上げが進むにつれ、米韓金利差の縮小が予想される。株価の上値も重そう。
- また、2022年は民間消費や投資といった内需の更なる伸び(≒輸入増)が期待される。一方、世界需要の財からサービスへのシフトにより輸出は底堅いとはいえその伸びは鈍化する見込み。旺盛といわれる半導体需要も供給が改善されるに従い特需が剥落する恐れがある。貿易黒字は縮小に向かおう。
- 以上のように、2022年は時間が経過するにつれ、KRW安方向の力が強まりやすいと考える。5月に発足する新政権下でもこの流れは容易には変わらないだろう。なお、KRWの今後3か月の想定レンジは1160~1210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:オミクロン株に対する警戒を強める

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のMYRは上値重く推移した。月初4.20台で取引を開始。上旬は変異株であるオミクロン株の発見が嫌気され、軟調地合いとなった。FOMCを前に複数の関係者から米国でのテーパリング加速が示唆される中、ドルの選好が続いた。中旬に開催されたFOMCではテーパリングの加速の他、利上げ観測もタカ派に傾き、MYRは月安値の4.24台まで下落。下旬にかけては原油価格の持ち直しとともにやや値を戻すが、その後は欧米でのオミクロン株拡大のヘッドラインに一進一退の値動きとなり4.20付近での取引が続いた。
- アジア開発銀行はASEAN諸国の成長見通しを更新した。デルタ株拡大以降景気は上向きとしたが、オミクロン株の発見と世界的な感染拡大長期化をリスク要因として指摘した。マレーシアの21年の成長率に関しては前年比+3.8%と前回9月から▲0.9%ポイント下方修正された。消費者物価に関しては、同+2.5%と前回時点から据え置き予想となった。
- ナジブ元首相による政府系ファンドの汚職事件を巡る控訴審で、マレーシア上訴裁判所は控訴を棄却した。20年7月の第一審では同氏の権力濫用や背任、マネーロンダリングなどで有罪判決を下していた。来年に総選挙が実施されると予想される中、ナジブ元首相は要職への復帰を目指しているとの報道もあるが、有罪判決を覆せない場合その機会を失うこととなる。同氏は逆転無罪の可能性を模索すべく、来年には連邦裁判所(最高裁)に上告するとみられる。
- 政府はオミクロン株の拡大防止の観点から60歳以上の高齢者と一部の成人に対し追加接種を事実上義務付ける方針を示した。ここまでワクチンの接種完了者にのみ州を跨ぐ移動や飲食店での店内飲食などを認める方針を採り、先進国に近い水準までワクチン接種拡大を進めていた。今回発表は入国者の一定期間の隔離をはじめとした水際対応に次ぐ施策となる。
- 資源価格の高騰に伴う輸出実績の伸びがMYR相場をサポートする数少ない要因となっている。今後にかけては、オミクロン株の感染動向がリスク要因として意識される。短期的には年末に発生した大規模な洪水によって供給網に影響が出ていることが報告されており、消費者物価が一時的に上振れる可能性を警戒したい。1月にはマレーシア中銀の金融政策会合を控えるが、当面は景気支援を意図した緩和路線を維持するとみられる。年初以降もドルの選好が強いと予想され、MYR相場が持ち直しを見せるのはオミクロン株に関するリスク心理の改善や本格的な景気回復が見込まれる来年後半以降になると考えたい。

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:オミクロン株拡大懸念も PHP は堅調

マーケット・エコノミスト

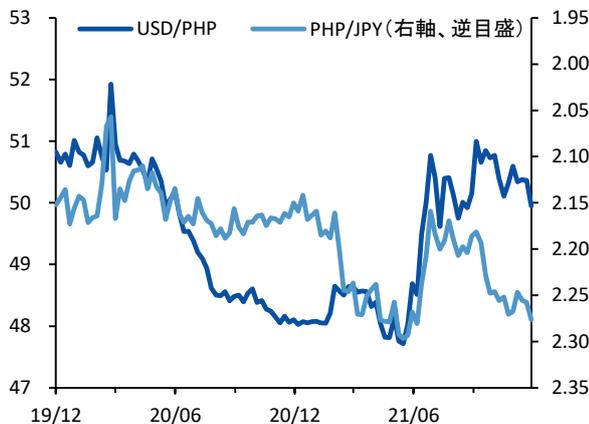
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12月のPHPは後半にかけて値を上げた。月初、50.30付近で取引を開始。上旬は南アフリカでオミクロン株が発見されたことにより、市場心理が悪化し、上値重く推移した。中旬にかけては主要国で相次いで年内最後の金融政策会合を控える中、様子見ムードの取引が続いた。イベント通過後は徐々にクリスマスシーズンを意識した実需のPHP買いが進展したとみられ、値を上げる展開となった。月後半にかけては欧米でのオミクロン株拡大が意識される中でも堅調推移が継続し、50を上抜ける展開となった。
- フィリピン中央銀行(BSP)は16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9回連続で据え置きとなった。声明文では、国内経済の動向について、ワクチン接種の加速や行動制限の緩和を背景に個人消費をはじめ回復基調は続いている点を述べた。一方で、米国をはじめとして金融政策の正常化が進展することで新興国市場からの資本流出に繋がる可能性やオミクロン株の感染拡大リスクは景気の下振れリスクに繋がることとして警戒感を示している。
- 今後の政策運営に関して、ジョグノ総裁は現行の金融緩和を継続することで、今後数四半期の景気の勢いを維持できるとして、政策手段を辛抱強く維持する余地があるとした。オミクロン株の拡大によって景気回復が遅れる可能性を考慮して、引き続き経済を下支えすることを優先する意向を示した格好だ。
- 11月の消費者物価指数は前年比+4.2%で、今年においてはBSPの物価目標(年間+2.0~4.0%)を超えることは確実な情勢となっているが、供給制約の解消に伴って22年と23年には物価は徐々に抑制されるとし、23年には目標の中央値に収束していくとの見解に変更はなかった。
- 年末には実需のPHP買いも散見されたが、買い一巡後は、原油価格高騰に伴う貿易収支の悪化や米国の金融政策の正常化といったPHP安(ドル高)要因が意識されて値を下げる展開が予想される。オミクロン株の拡大や12月の災害の影響でサプライチェーンの混乱が長期化し、消費者物価水準が高止まるなどリスクの芽も残る。5月には大統領選挙が予定されているが、現状、ドゥテルテ路線を継続するマルコス元上院議員が優勢とみられており、大きな政策転換は今のところ見込まれない。政府・中銀は来年も景気回復を重視した政策支援を当面は実施していくとみられるが、回復が見込まれる22年後半に政策転換を検討する段階に入り、そこから徐々にPHPが値を戻す展開を予想する。

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: 来年の MAS 政策運営と SGD の動向

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

- シンガポール金融通貨庁(中央銀行、MAS)は来年以降、さらなる引締め政策を進めていくと考えられるが、SGD の見通しは短期的な目線においてそれほど強いものを見ていない。むしろFRB のタカ派姿勢の強まりが為替市場の趨勢を支配するといった見通しから、SGD は短期的に下落リスクを伴う可能性がある。
- 今年10月の会合にて政策バンドの傾斜が前倒しで引き上げられた。こうした中で来年の政策指針について、4月は様子見の判断となっており、10月に政策バンドの傾斜の引き上げが再度実施されると予想していた。しかしながら、長引く供給サイドからのインフレ懸念、予想より良好な労働市場の回復を考慮に入れ、今回、本欄では調整後名目実効為替レート(S\$NEER)スロープの次回引上げを次回4月に早めるものとする。
- とは言え、それがSGDの強気予想に繋がるわけではない。その理由の1つは前段で指摘の通り、ドル高環境の継続が考えられることである。こうした状況では、たとえSGDが対ドルで下落してもそれが小幅である限り、S\$NEERが堅調さを保つ場合もある。そして、MAS会合以降、まさにその通りの動きとなっており、S\$NEERは政策バンドの中央値より上の推移が続くものの、それを圧倒的に打ち消すような格好でドルの選好が続いているのである。
- もう1つは、S\$NEERが政策バンドの範囲内で下落し、相対的水準が下がるという予測である。これも実際にそうだった。本欄の推計モデルによると、MAS会合直後の1か月間でS\$NEERがやや軟化した。元々S\$NEERの上昇余地はほとんど無かったことを強調してきたが、こうした動きはSGDの上昇をかなり鈍らせるものとなる。さらに、中国人民銀行(PBoC)がハト派に偏っており、CNHが短期的にアウトパフォームを見せる余地は狭まっている。通貨バスケットにおけるCNYが占める比重を考慮すれば、SGDが間接的に押し上げられる根拠も薄れつつある。
- こうした状況を踏まえ、SGDの見通しとしては、まず4月のMAS会合まではSGD安リスクに備えることとなる。そして、4月会合を経てMASがタカ派路線を強めることでSGD上昇に転じていくものと予想される。ただし、SGDが騰勢を強めるのは、22年後半以降となる可能性が高い。特に、アジア新興国(特にASEAN地域)の回復がさらに安定し、それに呼応してアジア新興国通貨が幅広く均等に押し上げられれば、これまで継続してきたドル高にも修正が入り、S\$NEERの上昇に呼応する形でSGDの選好が戻ると考えられる。

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: 来年の景気回復にも暗雲が立ちこむ

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は上値の重い値動きとなった。月初33.70付近で取引を開始。上旬は南アフリカでのオミクロン株発見が観光業の再開に際した懸念材料となっており、一時月安値の34.00付近まで値を下げる展開。オミクロン株の感染力に関し懸念が弱まると値を戻す展開となったが、FOMCを控えやや動意に欠く推移となった。FOMCではタカ派に傾斜した内容を受け、THBも再度安値方向に動いたが、後半にかけて、政府が外国人観光客に対する隔離措置を再開するとの報道を受け、33.80台まで下落し、その後も軟調地合いが続いた。
- タイ中央銀行(BOT)は22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13回連続の現状維持となった。観光業が主要産業であるタイにとってオミクロン株の感染拡大は足許最大のリスク要因となっており、BOTはその動向を注視する姿勢が示された。こうした状況からBOTは景気支援に重点を置き緩和的な金融政策を維持する方針を示した。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。
- 11月CPIは前年比+2.71%と3か月連続での上昇となり騰勢を強めている。内訳をみると燃料価格や食料品価格の高騰の影響が大きく、インフレは一過性との見方が強い。なお、BOTは22年、23年のインフレ見通しを同+1.2%、+1.7%としており目標レンジ(前年比+1.0~+3.0%)に収束するとした。
- 政府は21日、オミクロン株の拡大を懸念して外国人観光客に対し、隔離措置を再導入することを発表した。11月の受入再開以降は入国者の感染が相次いで確認され、22日までに計100人を超えた。今後もオミクロン株の拡大に応じて延長を検討するとしており、年明け早い時期に方針が協議される予定だ。
- THBは引き続き軟調な推移を予想する。オミクロン株の拡大は従前予想通りタイ経済の大きな重しとなりそうだ。近年の経常黒字がインバウンド事業関連によるサービス収支の大幅黒字に支えられていたこともあり、観光業の不振がTHB相場に及ぼす影響も大きい。一方で、FOMCではテーパリングの早期終了と来年の利上げ回数増加を示唆。この動きに伴い米金利が上昇し、ドルの選好が継続していく展開が想定される。経済の回復は22年後半以降に本格化する想定であったが、オミクロン株の拡大や世界的な感染終息が遅れる中で、コロナ禍以前の人・モノの動きに戻るには更に長い時間を要する可能性もある。その前提の下、THBは22年後半も軟調に推移することも考えられる。

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:地政学的緊張が重石、解消は難しい

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

- 12月のRUBは、11月末につけた直近安値からは反発、堅調推移が先行したものの、振り返って見れば、対USD、対円、対EURなどで概ね横ばい。
- ウクライナ東部における軍事的衝突やそれに対する欧米制裁懸念が常にまわりついた実態に鑑みると、RUBの値動きは想定外の堅調と言えた。
- また、オミクロン株の蔓延(資源需要低下懸念)やFRBによる金融引き締め前倒し観測がUSD需要を強める一方で、新興国通貨の重石になった事実に鑑みても、RUBの値動きは思いの外堅調だったように感じられた。
- ひとつには、10~11月のピークからは一段水準を切り下げたものの、原油価格が底堅い値動きを見せたこと、また、厳冬が予想される欧州で、天然ガス価格が史上最高値を更新するなど、高い燃料需要に対する思惑がRUBの底値を支えたのではないかと。
- また、8日発表されたロシア11月CPIの上振れ(前年比+8.4%)や、ロシア中銀(CBR)首脳の「大幅利上げ示唆」(8日にザボトキン副総裁、17日にナビウリナ総裁)などが、+100bpの大幅利上げを予見させたこともRUB堅調に貢献。果たしてCBRは、17日、実際に+100bpの利上げを発表(7.50%→8.50%)。
- ただし、同銀は、従来複数形で示唆してきた今後の追加利上げの可能性を、今回の声明では単数形で示唆。利上げ打ち止めが近い可能性を仄めかしたものと受け止められた。
- CBR利上げは、RUBに対しては押し上げ要因と読まれることが多いが、RUB建ロシア国債(OFZ)にとっては下押し要因。実際、OFZ(10年物)は12月上旬、昨年6月来の安値水準にあって軟調気味の推移を続けていたが、17日以降は水準を一段切り上げ、堅調気味の推移を見せた。
- 万が一、ロシア軍がウクライナ軍と衝突した場合、米はEUと協力して、OFZの流通市場における取引禁止や国際的な通貨決済機構からの除外などの強力な経済制裁を導入する可能性を仄めかしている。そうなれば、足元OFZの反発などは、一瞬で消し飛んでしまうであろう。
- ロシア側の視点に立って「ロシアは交戦を望んでいない」「ロシアが西側諸国の国境に軍隊を派遣しているわけではなく、NATOがロシア国境に軍隊を配しているのだ」との主張も理解できなくはないものの、結局、制裁導入の是非は米を始とした西側諸国に握られている。軍事衝突の回避を所与のものとしても、現状で積極的にロシア資産、RUBを買い進めるのは難しいのではないかと。

図表 17: ロシアループ相場(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



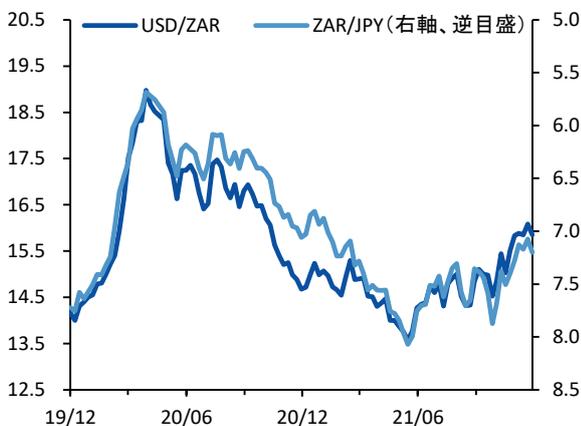
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## 南アフリカ: 進展の欠如はいずれ悪材料視される

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、対USDで、昨年11月来の安値圏にあって、どちらかと言えば堅調気味の値動き。15日につけた安値(16.2600)は直近安値(11月26日につけた16.3675)を割り込むには至らなかった。
- この間、ZAR固有の要因は乏しく、市場の動意も低いように感じられた。南ア固有の注目要因には、11月末に確認された「オミクロン株」の影響を挙げることができたくらい。90を超える国が、夏の観光シーズンを前に、南アを含むアフリカ南部各国への就航を差し止めたことは、南ア経済に大きな痛手と言えた。
- それでも、ZARが堅調を支配的としたことは、とりわけ、FRBによる金融引き締め前倒し観測がUSDの下支え要因と読まれた環境下、意外でもあった。
- 7日、与党アフリカ民族会議(ANC)提出の「補償なしの土地接收(EWC)」を可能にするための憲法改正案を、南ア議会が否決した。与党案否決ではあったものの、これはズマ前大統領派の残党が導入を主導した案で、その実質廃案は、ラマポーザ大統領が党内掌握力をより磐石なものにした証と読めた。
- 9日発表された南ア7~9月期経常収支が、引き続き明確な黒字ではあったものの、2四半期連続で市場予想を下振れたのは些か気掛かり。昨年後半以降の経常収支改善には、コロナ禍下で進んだZAR安と、その後の金、プラチナの反発という要因があり、構造的と言えたものの、ZARが反発、貴金属価格が反落して以降も、「予想外の堅調」が続いていると認識されている。
- ただし、この先の展開は、むしろ、経常黒字縮小が基本シナリオだし、仮に南ア景気が回復してくれば、高まる内需(輸入)が、再び赤字に転落する可能性も懸念される。中期的なZAR下押し要因として今後警戒されるだろう。
- 15日発表された南ア11月CPIは、10月の前年比+5.0%から同+5.5%に上伸したものの、これは市場の予想通りの水準。南ア準備銀(SARB)による利上げ観測は引き続き根強いものの、11月19日の利上げ開始(3.50→3.75%)以降、オミクロン株蔓延があつて、一時期よりは後退した状態にある。現時点で、短期金利市場は、1月の追加利上げ見送りと、3月の+25bpが織り込まれた状態にあるが、SARB金融政策が、目先、ZAR相場で材料視される可能性は低い。
- 南ア政治・経済を巡っては、南ア電力公社(Eskom)分社化、携帯電話周波数帯入札、公務員賃金凍結交渉などを始とし、注目要因が山積する。この間、明確な進展は得られていないことがZARの膠着につながっているが、このまま進捗が滞った状態が長引けば、いずれ悪材料視される可能性が警戒される。

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



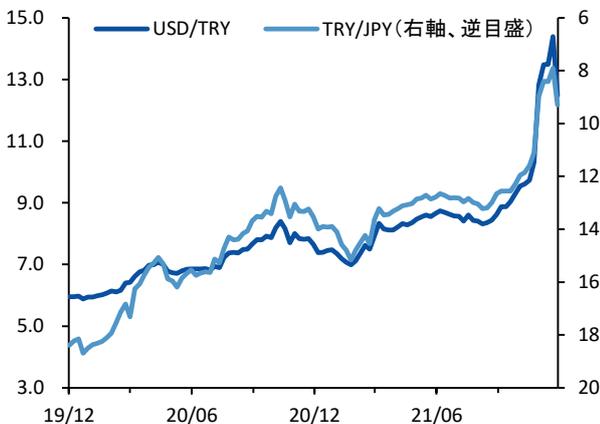
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## トルコ:新政策は時間稼ぎ、実態は去年の繰り返し

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は乱高下。対USDで、11月終値13.3640から18.4000(-27.4%)まで急落(20日)、そこから10.2500(+79.5%)まで反発した(23日執筆時点)。
- TRY売りの主因は、9月以降続いている、トルコ中銀(CBRT)による、物価上昇を無視した利下げにあったと考えて差し支えあるまい。CBRTは、16日にも政策金利(1週間物レポ金利)を100bp引き下げ、14.00%とした。この利下げ自体は、市場の予想通りだったし、同銀が従来「限られてはいるものの(まだある)」としていた利下げ余地を「使い果した」としたのまでは想定内と言えた。
- その後のTRY続落は、CBRTが利下げ一服を示唆した一方で、エルドアン大統領が追加利下げを強く示唆した(19日、20日など)ことが主因と考えられた。
- TRY売り手に関して、現地で盛んに指摘された「トルコ人よるドル化」は、CBRT週次統計(の居住者外貨預金保有残高)上では、ほとんど確認されなかった。
- 一方で、当該週次統計は、非居住者が、その保有トルコ国債、トルコ株を、従来、「底(指数運用を続ける限りこれ以上アンダーウェイトできない水準)」と見做されていた水準を割り込むまで、積極的に売却した可能性を示唆した。
- 20日以降のTRY急反発の主因は、エルドアン大統領が導入を発表したTRY建預金者に対する(潜在的)為替差損補填策。これにより、居住者が大量の外貨預金をTRY建預金に振り替えることが期待された。
- しかし、目先の問題として、既に始まった株価急落、長期金利上昇の継続は避けられないのではないかと。また、中期的には、2003年以降、国外からの投資資金を積極的に活用することで高成長を遂げてきた同国経済に残される爪痕(高インフレ、TRY安など)が癒されるまでには相当な時間を要するであろう。
- 上述預金案が発表されたのは20日現地時間夜で、その詳細が公表されたのは21日現地時間午後。その時間までにTRYは既に40%近く(対USD)反発していたが、トルコ家計がそこまで迅速に新提案に飛びついたと考えるには無理があった。現地では、外貨準備急減(-58億ドル)などを手掛かりに、「またぞろCBRTが国営銀行経由でTRY買い介入を実施した」との観測が聞かれた。
- 非居住者機関投資家のトルコ証券投資完全撤退が始動したことで、将来的にはトルコ経済成長余力、TRY下落余地のいずれにも抑制がかかろう。インフレ率が優に+30%を超える見通しが強い中、トルコ居住者が14%(@政策金利)の上記預金補填策に飛びつく可能性は低いと見る。仮に足元TRY高が、本当にCBRT為替介入によるものであれば、昨年同様長続きはしないであろう。

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



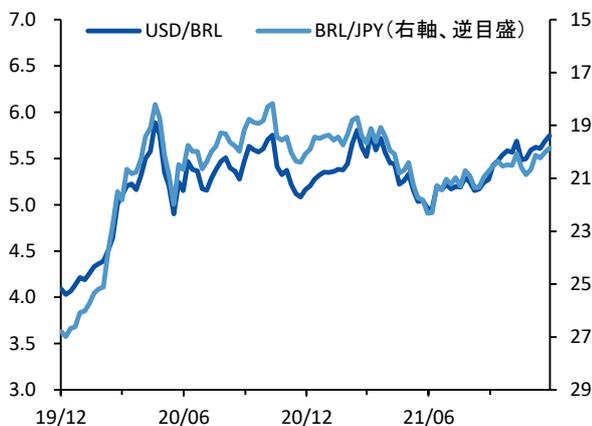
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

## ブラジル: 大統領選にかけて財政懸念高まる

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は前月比で反落。5.58台で取引を開始すると、オミクロン株や景気先行きへの懸念から5.70台までBRL安が進んだ。その後、リスクオン局面でBRLは5.51台まで急速に値を伸ばすも、FOMCを控えてインフレ高進の懸念も重なり、月半ばには5.73台まで巻き戻された。月後半は、5.63~5.75とやや広めのレンジでもみ合う展開となっている(12月23日時点)。
- 2021年を振り返ると、BRLは米金利の上下動に即した動きを見せつつも、財政懸念という固有の要因から、特に年後半は弱い動きが続いた。ボルソナロ政権は当初、景気刺激策の延長の側面から追加財政出動に取り組んだが、ルラ元大統領が2022年10月の大統領選出馬の可能性が浮上し世論調査でリードをみせるなか、再選を意識したバラマキ型の側面を色濃くした。
- 景気刺激で生じたインフレ圧力は、通貨安も重なり加速。ブラジル中央銀行(BCB)の急速な利上げの結果、経済はスタグフレーション(物価上昇と景気後退)の様相を強めた。まさに、過去の左派政権時代に陥った「財政懸念→通貨安→インフレ高進→利上げ→景気減速→財政出動→財政プレミアム拡大」という負の循環が再現されつつある。市場は時にトリプル安で反応をみせた。
- 2022年のBRL相場は、10月の大統領選を控えて、7~9月期にも最安値をトライする場面がありそうだ。ボルソナロ政権による追加財政出動や構造改革の先送りのほか、ルラ元大統領が政権を握った場合の財政拡張や構造改革頓挫への懸念が最も高まるとみている。選挙後は、新政権による具体的な政策内容や財源が説明されるなかで、こうした警戒感は一且和らぐとみておきたい。
- また、金融政策の方向感が2022年後半にも、米国と異なってきた点には注意したい。BCBの市場サーベイによれば、インフレ率(IPCA)は2022年後半にも同行の目標レンジ(3.50%を中心に±1.5%pt)に落ち着いてくる見通しだ。BCBの12月会合の声明文では、政策金利は現状の9.25%から11.75%まで引き上げられた後、11.25%で2022年末を迎えるシナリオに言及している。米伯金利差の縮小は、あらたなBRL安要因になりそうだ。
- 一方で、貿易収支の改善はBRLの下振れ抑制要因となる。2021年4~6月期は史上最大の貿易黒字がBRL高を促した。もちろん、2021年のような商品市況の高騰再現は望みにくいものの、2022年に予想されている低成長は輸入の減少を通じた貿易収支改善をもたらしうるとみている。
- 以上を踏まえて、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: ブラジルボベスパ指数



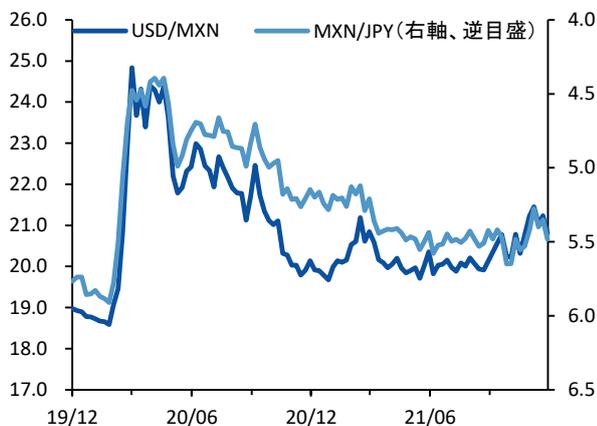
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

## メキシコ: 経済政策の運営が注目される

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は前月比で大きく反発。月初は21.4台で取引を開始、前月に年初来安値を更新した反動もあり、上旬には20.8台までMXN高が進んだ。月半ばにかけては、FOMCを控えてやや押し戻されるも、その後は中銀の利上げ加速も期待される中で、20.7台を取り戻した。下旬に入っても、概ね20.6~21.0のレンジで底堅く推移している(12月23日時点)。
- 2021年を振り返ると、米金利上昇局面ではMXNが下落する動きが繰り返されたものの、他の新興国通貨と比較すれば相対的な底堅さも見受けられた。供給制約下で自動車輸出は低迷も、米国からの海外送金の拡大や観光客受け入れが実需面で支えとなった。また、メキシコ中央銀行(Banxico)が6月以降、利上げを繰り返したことや、原油価格高により国営石油公社の財務問題への懸念が和らいだことも、MXNの値崩れを抑制する効果があったと考える。
- 2022年のMXN相場は、上下動を繰り返しながら弱含む展開を想定する。
- ペースを巡る市場見通しは変動しうるものの、米国の金融政策について正常化の方向に変化はないだろう。米金利の上昇基調は残り、MXN相場との相関性を考慮すれば、これはMXNの一段の下落を示唆する。また、Banxicoによる利上げは、インフレ圧力が和らいでくるであろう2022年後半に一巡してくるとみている。米墨金利差の縮小は上述のMXN下支え要因の縮小を意味する。
- なお、金融政策については、2022年1月に就任するロドリゲス次期総裁の政策運営の行方に注意したい。同氏はロペスオブラドール(AMLO)大統領に近く、大統領による介入の懸念は拭えない。大統領の拘る財政均衡と景気下支えの必要性のバランスを取るべく、早期に追加利上げに慎重な姿勢を見せれば、中銀への信認低下やインフレ高進懸念からもMXNの下押し要因となりうる。
- AMLO大統領の国営企業優遇の経済政策にも注意したい。2021年も同大統領による数々の取り組みに司法が歯止めをかける展開が続いた。次期国会(2022年2月~)では、国営電力公社(CFE)の優遇法案の審議が再開される。
- 一方、供給制約の緩和が進むにつれ輸出の回復が期待される。米国経済の成長の恩恵は一層享受し、貿易赤字も改善に向かおう。生産の回復は先送りされていた直接投資、特に能力増強を目的とした設備投資を促す可能性がある。観光客受け入れの更なる拡大も見込まれる。こうした実需面での改善が、2021年同様に、MXN相場の大きな下振れを抑制すると考える。
- こうした展望の下、今後3か月のMXNの想定レンジは20.2~21.2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 1～12月(実績)	SPOT	2022年 3月	6月	9月	12月	2023年 3月
<b>対ドル</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	6.3424 ~ 6.5793	6.3703	6.45	6.48	6.50	6.53	6.55
香港ドル (HKD)	7.7510 ~ 7.8047	7.7990	7.80	7.81	7.82	7.83	7.84
インドルピー (INR)	72.269 ~ 76.318	75.244	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア (IDR)	13865 ~ 14628	14233	14550	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン (KRW)	1080.08 ~ 1200.44	1187.84	1200	1210	1220	1230	1240
マレーシアリング (MYR)	3.9957 ~ 4.2483	4.2000	4.23	4.22	4.19	4.17	4.14
フィリピンペソ (PHP)	47.615 ~ 51.133	50.044	51.8	51.4	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル (SGD)	1.3157 ~ 1.3746	1.3583	1.38	1.37	1.35	1.33	1.33
台湾ドル (TWD)	27.483 ~ 28.663	27.739	27.7	27.8	28.0	28.2	28.4
タイバーツ (THB)	29.84 ~ 34.00	33.50	34.0	33.8	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン (VND)	22625 ~ 23164	22953	23250	23150	22800	22600	22650
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	69.2199 ~ 78.0400	73.3736	74.0	75.0	77.0	75.0	79.0
南アフリカランド (ZAR)	13.4122 ~ 16.3668	15.6521	16.5	17.0	16.3	17.2	16.7
トルコリラ (TRY)	6.8974 ~ 18.3633	11.3597	12.5	13.0	13.5	14.0	14.5
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	4.8942 ~ 5.8789	5.6769	5.53	5.60	5.85	5.70	5.80
メキシコペソ (MXN)	19.5494 ~ 22.1550	20.6454	20.5	20.6	20.8	21.0	21.2
<b>対円</b>							
<b>エマージングアジア</b>							
中国人民幣 (CNY)	15.731 ~ 18.070	17.955	17.98	18.06	18.15	18.22	18.32
香港ドル (HKD)	13.233 ~ 14.813	14.668	14.87	14.98	15.09	15.20	15.31
インドルピー (INR)	1.402 ~ 1.553	1.524	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア (100IDR)	0.732 ~ 0.815	0.804	0.797	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン (100KRW)	9.210 ~ 9.910	9.631	9.67	9.67	9.67	9.67	9.68
マレーシアリング (MYR)	25.548 ~ 27.599	27.198	27.42	27.73	28.16	28.54	28.99
フィリピンペソ (PHP)	2.136 ~ 2.310	2.283	2.24	2.28	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル (SGD)	77.79 ~ 85.29	84.22	84.06	85.40	87.41	89.47	90.23
台湾ドル (TWD)	3.655 ~ 4.153	4.123	4.19	4.21	4.21	4.22	4.23
タイバーツ (THB)	3.264 ~ 3.561	3.415	3.41	3.46	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン (10000VND)	0.4446 ~ 0.5089	0.4984	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53
<b>中東欧・アフリカ</b>							
ロシアルーブル (RUB)	1.364 ~ 1.647	1.559	1.57	1.56	1.53	1.59	1.52
南アフリカランド (ZAR)	6.657 ~ 8.181	7.311	7.03	6.88	7.24	6.92	7.19
トルコリラ (TRY)	6.170 ~ 15.265	9.971	9.28	9.00	8.74	8.50	8.28
<b>ラテンアメリカ</b>							
ブラジルリアル (BRL)	18.478 ~ 22.632	20.160	20.98	20.89	20.17	20.88	20.69
メキシコペソ (MXN)	5.018 ~ 5.667	5.541	5.66	5.68	5.67	5.67	5.66

注:1.実績の欄は2021年12月23日まで。SPOTは12月24日の7時40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24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。