

2022 年 2 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 年初から厳しさを増す	2
中国: ドル高でも堅調さをみせた CNY 相場	3
インド: 現状買い要因に乏しい INR	4
インドネシア: BI は預金準備率の引き上げを決定	5
韓国: BOK のインフレ見通しが上振れ	6
マレーシア: 堅調な貿易黒字の計上が目立つ	7
フィリピン: 21 年貿易赤字は前年から大きく悪化	8
シンガポール: MAS の対応に対する SGD の動きは	9
タイ: 対外要因に揺れる時間が続く	10
ロシア: ウクライナ情勢次第、2 月末までは様子見	11
南アフリカ: 材料に新味乏しく、政局の今後に注目	12
トルコ: 状況は引き続き困難、対口関係悪化を警戒	13
ブラジル: 資源高、株高に BRL が大幅続伸	14
メキシコ: 景気後退局面入りを確認	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: 年初から厳しさを増す

マーケット・エコノミスト

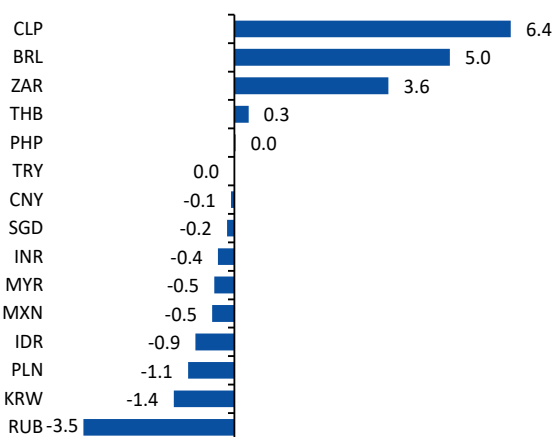
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

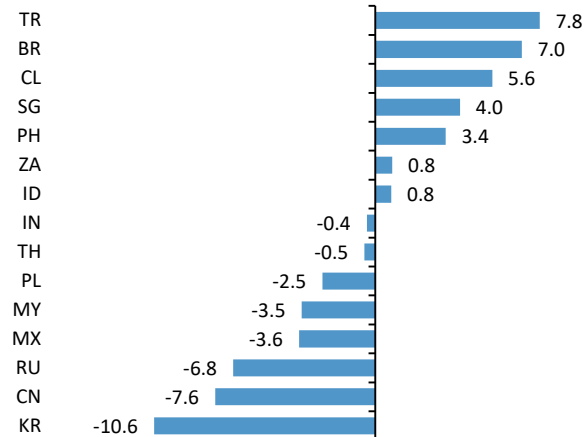
- 1 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比で小幅反落。同指数は 1728 台で取引を開始、上旬の米金融政策の加速観測に一時 1726 台まで弱含んだ。月半ばにかけてはドルの弱含みに 1745 近くまで反発。ただ、月後半は世界的な株安と資源高の綱引きに 1737~1746 でもみ合った後、FOMC を経てのドル一段高に同指数は下落幅を拡大。1731 台を試した後、1736 台で月末を迎えた。個別には、BRL や ZAR が買われた一方、地政学リスクを抱える RUB が売られた。
- IMF は最新の世界経済見通しで、2022 年の世界の実質 GDP を前年比+4.4%と 2021 年 10 月時点の予想(同+4.9%)から下方修正した。世界的にはオミクロン株による供給制約やインフレ圧力の長期化、米国では金融正常化の加速や財政出動の遅れ、中国でのゼロコロナ政策や債務問題による成長鈍化等、過去 3 か月を振り返れば、この下方修正はサプライズとはいえない。問題は、最新の見通しの前提がすでに崩れかけており、下振れ含みという点ではないか。
- 例えば、米国の金融正常化ペースだ。IMF は 2022 年と 2023 年に 3 回ずつの利上げを見込む。他方、現状の市場見通しは、繰り返される FRB 高官らのタカ派発言に、2022 年は年 4 回(各 0.25%pt)かそれ以上がコンセンサス化しつつある。バランスシート縮小(いわゆる QT)の議論も本格化している。
- 供給制約問題も長期化リスクを孕む。オミクロン株については重症化リスクが限定的ということから各国で行動規制見送りの動きもみられつつある。この点は、2022 年後半にはパンデミックの鎮静化に伴い供給制約問題も収束に向かうという IMF 想定通りだ。ただ、足許ではウクライナ情勢の悪化に伴うエネルギー供給問題への懸念が高まっている。2 月も協議が続こうが、仮に、米国による対ロ制裁という展開となれば、より広範な供給制約問題に発展しかねない。
- 米金融政策の正常化加速と世界的な供給制約の長期化は、新興国通貨安と資源高を通じて当該国のインフレリスクとなる。新興国の中央銀行が取り組むインフレとの戦いをより困難なものにしかねないほか、過度な景気抑制に陥ることも懸念される。また、米金利上昇は世界の資本コスト上昇も意味する。財政面での脆弱性を抱える新興国ほど、重層的な圧力に晒されつつある。
- 金融市場では、株式をはじめとするリスク資産価格の調整が始まっている。コロナ禍を契機に行われた大規模なドル資金供給が巻き戻されつつあり、新興国資産もその影響は免れない。一方で、米金融政策正常化の過度な織り込みは、反動を伴いうる。新興国通貨についてはボラタイルな展開が当面続こう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2022 年 1 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(2022 年 1 月、%)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:ドル高でも堅調さをみせた CNY 相場

マーケット・エコノミスト

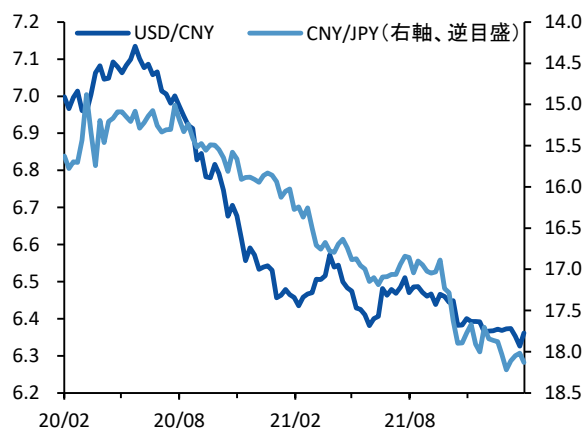
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の CNY は前月比で小幅反落。CNY は 6.37 台で取引を開始し、ドル高が進んだ上旬には一時 6.38 台まで弱含んだ。中旬にかけては、ドルの弱含みに CNY は 6.35 割れを試す展開。世界的に株安が進んだ月後半も CNY は堅調に推移し、2018 年 4 月以来となる 6.32 台を試した。もともと、FOMC 後のドル高加速には抗えず、6.37 近くまで急反落。6.36 台で月末を迎えた。
- 2021 年の実質 GDP は前年比+8.1%となった。コロナショック以降の 2 年間では年率平均+5%強と、成長率の鈍化が指摘されている。2022 年の成長率については、足許で IMF が前年比+4.8%と従来見通し(同+5.6%)を下方修正した。ゼロコロナ政策による経済活動の混乱と、不動産セクターの債務問題に伴う金融ストレスを主な理由として挙げた。景気先行きの不透明感が残る。
- 当局が「安定確保が最優先課題」と掲げる中、中国人民銀行(PBoC)は、金融緩和による景気下支えに着手している。金融機関向けの追加資金供給のほか、その適用金利の引き下げ(リバースレポ 7 日物:2.20%→2.10%、MLF1 年物:2.95%→2.85%)も実施した。これを受けて、1 月の最優遇貸出金利(LPR)も低下した(1 年物:3.80%→3.70%、5 年物:4.65%→4.60%)。
- この間、米国では金融政策正常化の加速観測から金利が再び上昇、米中金利差はさらに縮小した。先々、より縮小していく蓋然性も高まった。にもかかわらず、CNY 相場は 1 月、直近高値を更新する動きを見せた。背景には、①実需の強さ、②資源価格の再上昇に伴う思惑、③春節前の季節性、等があらう。
- なかでも、①に注意したい。過去最大を更新した貿易黒字や底堅い証券投資フロー等は従来から指摘されてきた。しかし、注目すべきは、1 月後半のドル高局面で円と同様にドルに対して上昇した動きだろう。いわゆる避難先通貨の側面を持ち始めている可能性が示唆される。債務問題に関連しての中国企業の対外資産縮小(≒レバトリ)や海外上場の見直し、決済通貨としての人民元の地位向上等が背景にあるとすれば、短期的なものとは言い切れない。
- 一方、当局から一段の CNY 高に対する牽制発言が出始めていることも事実だ。上述の通り、中国経済の先行きには不安も残る。外需の取り込みは一層重要となる。世界的な供給制約が和らげば、輸出面のコロナ特需も剥落する。時間が経過するほどに、従来指摘してきたファンダメンタルズ要因だけでなく、政策面からも CNY 安方向の圧力が徐々に増してくる可能性もありそうだ。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.30~6.55 としたい。

図表 3: 中国人民元相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 4: 上海総合株価指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

インド:現状買い要因に乏しい INR

マーケット・エコノミスト

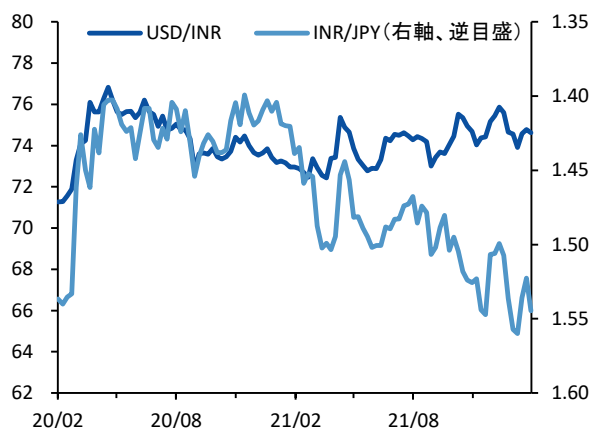
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

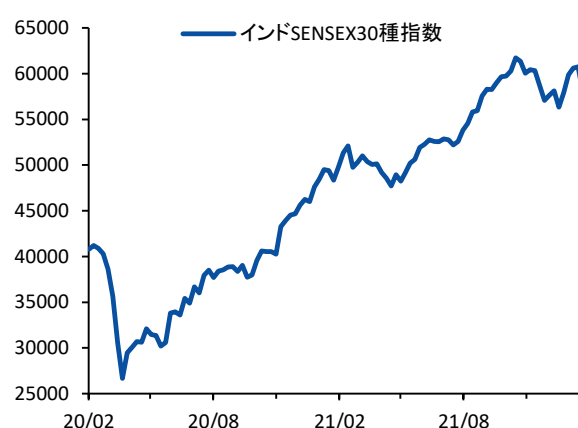
- 1 月の INR は月後半に安値をつけた。月初、74.30 台で取引を開始。上旬は国内でのオミクロン株拡大や 12 月 FOMC 議事要旨のタカ派な内容を受けて、軟調地合いとなったが、中旬にかけて値を戻し一時月高値の 73.80 台まで値を上げた。中旬は 12 月貿易収支の結果が冴えない結果となると、その後もじり安の展開となった。下旬に開催された FOMC では FRB のタカ派姿勢が維持されるとドル買いが強まって、INR は一時月安値の 75.20 台をつけた。ドル買い一巡後はやや値を戻し、月末時点では 74.60 台での取引となった。
- インドでもオミクロン株の拡大が本格化した。昨年末時点では 1 日の新規感染者数は 1 万人程度と安定推移であったが、年末年始における人の移動の活性化に伴い、最高約 35 万人の新規感染者が 1 日で確認された。感染が深刻な州においては既にロックダウンなど行動制限措置が敷かれている。個人消費の減速が懸念される中で、インド準備銀行(中央銀行)は、21 年度の成長率を前年比+9.5%から同+9.2%へと下方修正した。
- IMF は 1 月改定の世界経済見通し(WEO)にて 22 年、23 年のインドの成長見通しをそれぞれ前年比+9.0%、同+7.1%とした。前回 21 年 10 月時点からは共に+0.5%ポイント上方修正された。上方修正の要因としては経済活動の正常化による点もあるが、デルタ株拡大の影響で 21 年の景気を持ち直しが遅れた点も大きい。今年も既にオミクロン株拡大の影響によりサービス業などで業況の落ち込みが確認されており、成長率は下方修正される可能性がある。
- 12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.6%と前月の同+4.9%からやや加速し、4 か月連続で上昇した。内訳をみると、食料品価格が同+4.1%と昨年 6 月以来の水準となった。この他、光熱費や衣料品の価格上昇が目立ち、今年に入ってオミクロン株の感染拡大に伴う供給網の混乱が再度懸念される状況となっている。インフレペースは穏やかながらも一時的に RBI の目標レンジの上限(同+6.0%)に近づくことも考えられる。
- INR に関しては軟調な動きを予想する。まずはオミクロン株の拡大状況を注視したい。その他、商品価格の高騰は INR の需給環境に逆風となっているが、今後もウクライナ情勢をはじめ地政学リスクが顕在化すれば更なる上昇が懸念される。一方、1 月 FOMC では、FRB のタカ派姿勢は変わらず、むしろ利上げ回数増加や量的縮小の動きを早めるとの見方が強まっており、将来的な利上げや米金利上昇を見越したドル買いが年前半にかけて続くことが見込まれる。

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:BI は預金準備率の引き上げを決定

マーケット・エコノミスト

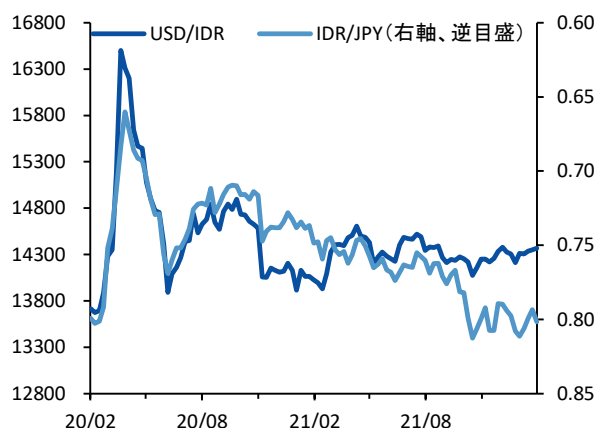
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のIDRはやや方向感に欠ける推移となった。月初、14200台後半で取引を開始。上旬はASEAN各国でオミクロン株が確認されたことや、12月FOMC議事要旨のタカ派な内容が意識され、IDR安が進んだが、米12月雇用統計発表後はややドル買いが弱まり、14300台での小動きとなった。中旬以降はFOMCを控える中、様子見ムードとなり動意に欠く展開。FOMC後はパウエルFRB議長のタカ派な会見内容にドル高へ動き、一時月安値の14400台をつけて、月末にかけても月安値圏の取引となった。
- 国会は18日、首都をジャカルタから移転する法案を賛成多数で可決した。新首都はカリマンタン島東カリマンタン州に位置し、名称は「ヌサンタラ」とすることを発表した。首都移転はジョコ大統領が19年に再選して以降、最優先課題として掲げており、地域間格差是正などの観点からその必要性を主張していた。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は19~20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11回連続で3.50%に据え置いた。一方で、今回会合にて銀行の預金準備率を今年3月から9月にかけて合計300bps引き上げることと決定した(イスラム金融向けに対する引き上げ幅は異なる)。コロナ禍において緩和的な金融政策を維持してきたBIであったが、金融政策の正常化の第一歩を踏み出す格好となった。
- ペリーBI総裁が景気回復を支援する姿勢を維持しているように、経済と物価は改善の余地を残すものの、金融市場への流動性供給は十分であるとして金融引き締め政策を施した点は注目に値する。この背景には、先進各国(特に米国)での金融政策の正常化を意識したことが声明文から読み取ることができ、将来的な新興国からの投資資金の流出リスクや先進各国の金利上昇に起因した通貨安リスクに対し早い段階で手を打つ意図が見て取れる。
- IDRは引き続き安値方向の動きを警戒したい。FRBの金融政策のタカ派傾斜を見越して、BIも金融政策の見直しに着手した格好となったが、経済の回復ペースと同様にその進捗具合は米国と比較して大きく劣後する状況にある。今月にもBIは金融政策会合を控えるが、更なる金融引き締めについては慎重で、物価上昇率は低位安定している中で引き締めを急ぐ必要性も小さいため、金融政策の正常化ペースは緩やかかつ段階的なものになると考えられる。今年前半はFRBの情報発信や世界的な供給制約や資源価格の動向など、対外要因に相場が左右される時間が長くなると予想される。

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:BOK のインフレ見通しが上振れ

マーケット・エコノミスト

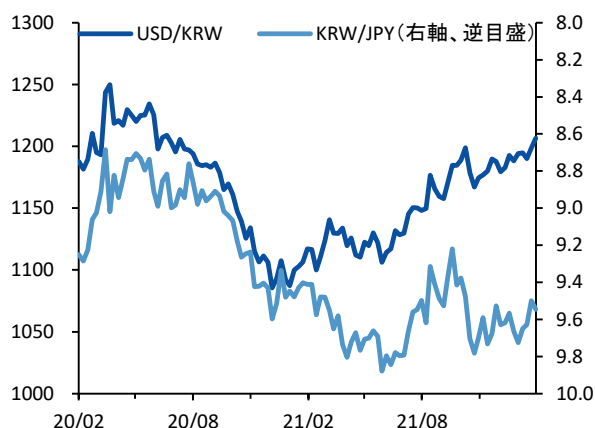
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

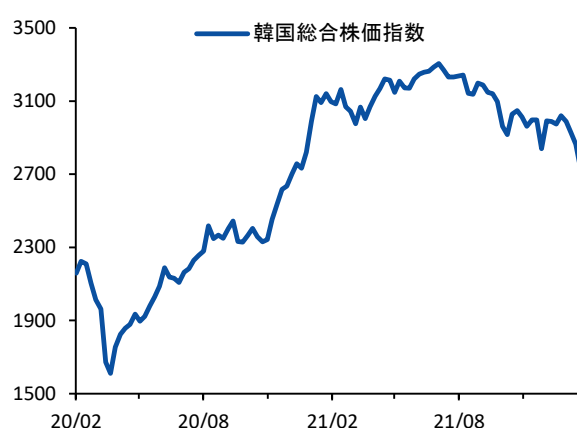
- 1 月の KRW は前月比で小幅続落。月初、1189 台で取引を開始すると、上旬には米国の早期利上げ観測に一時 1203 台まで KRW 安が進んだ。月半ばにかけては、ドル高巻き戻しの動きを追い風に 1185 台まで持ち直すも、月後半に入ると再び KRW 安の展開となった。米株安に伴うリスク回避の流れに加えて、FOMC 後のドル高の動きも重なり、KRW は 1205 台で月末を迎えた。
- 韓国銀行(BOK)は 14 日、政策金利(7 日物レポ金利)を 0.25%pt 引き上げて 1.25%とすることを決定。政策金利はコロナショック前の水準を取り戻した。2021 年 8 月以降、2 会合につき 1 回(0.25%pt)の利上げが行われてきたが、インフレ見通しの上振れから、今回は 2 会合連続の利上げ実施となった。
- 声明文によれば、消費者物価指数(CPI)はかなりの期間、前年比+3%前後で推移し、2022 年を通して同+2%半ばを上回り続ける見通し。コア CPI も同+2%を明確に上回って推移するという。前回会合(2021 年 11 月)時点では、CPI で同+2%程度、コア CPI で同+1%台後半に徐々に落ち着いていく展開が予想されていた。また、BOK は『2022 年の金融政策』報告書(2021 年 12 月 23 日公表)ではインフレ見通しを据え置いており、直近で修正を迫られたようだ。
- 足許にかけては、米金融政策の正常化加速とそれに伴う株価調整を受けて KRW 安が進展、供給制約の長期化懸念からくる資源価格の再上昇も確認できる。通貨安と資源高の組み合わせはインフレ圧力を高める。2021 年 10~12 月期には、各種インフレ率にピークアウトの兆しがあったものの、そう期待するのは時期尚早である可能性がむしろ高まったといえそうだ。
- インフレ高進の長期化が景気や金融不均衡にもたらす影響も無視できない。雇用(失業率)が改善するなかで、インフレ高進が 2022 年の成長を支えるはずの消費を抑制しかねない。実質金利のマイナス幅が拡大すれば、BOK による金融不均衡(≒資産バブル)リスクを緩和する取り組みの阻害要因となりうる。こうした点も踏まえて、李総裁は会見で「政策金利が 1.50%なったとしても引き締めではない」と発言、追加利上げの必要性を示唆したと考えておきたい。
- KRW 相場には、実需面からの逆風が続きそうだ。上述の資源価格の再上昇と中国景気の減速懸念の組み合わせは、貿易黒字の縮小を示唆する。また、依然として米国の金融政策正常化は加速を織り込む動きが続いており、株価調整を通じた資金流出圧力も残りそうだ。一方、1200 超の水準では当局の対応にも注意したい。KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1180~1230 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: 堅調な貿易黒字の計上が目立つ

マーケット・エコノミスト

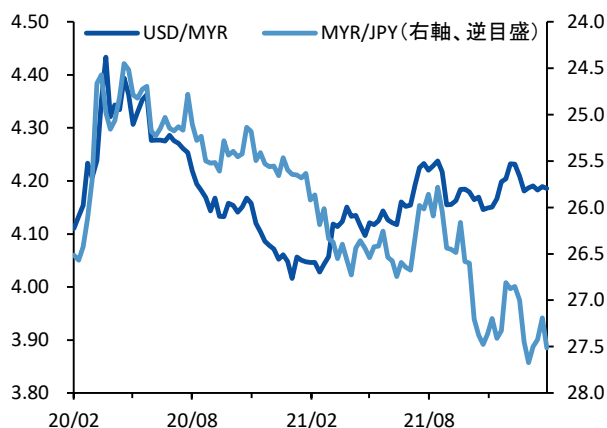
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMYRは方向感に欠ける値動きとなった。月初4.16台で取引を開始。上旬は変異株であるオミクロン株が確認されたことや、12月FOMC議事要旨のタカ派な内容が意識され、一時月安値の4.21台まで値を下げた。中旬は11月鉱工業生産をはじめ国内経済指標が堅調さを見せると、MYRは一時月高値の4.18台まで値を戻した。中旬以降はFOMCを控える中、動意に欠く展開となった。FOMC終了後はパウエルFRB議長のタカ派な会見内容にドル高に動く局面もあったが長続きせず、月末時点では4.19付近での取引となった。
- マレーシア中銀(BNM)は20日の金融政策委員会(MPC)で、翌日物政策金利を9会合連続で1.75%に据え置いた。国内経済に関しては、10~12月期以降は堅調な回復を確認しており、年間成長率は前年比+3.0~4.0%を維持できるとの見解を示した。オミクロン株の拡大などリスク要因もあるが、22年の経済回復ペースは早まるとみられ、国内でのワクチン接種も着実に進む中で、労働市場の改善、政策支援、外需動向を主なGDP変動要因として指摘した。
- 物価上昇率は年初来で前年比+2.3%と穏やかな水準となっており、主な要因は原油価格の高止まりによる交通部門の上昇分であり、CPIが騰勢を強めるには引き続き時間を要すると見られる。かかる中、BNMは現在の金融政策を適切とし、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。今回、BNMの政策スタンスに大きな変化はなく将来的な政策転換を示唆する内容も特段見られなかったが、今後FRBの金融正常化の進捗を見ながら今年後半には引き締め方向の政策に転じると考えられる。
- 12月の貿易収支は31億リンギの黒字となった。21年は単月で見ても赤字に落ち込んだ月はなく、年間では252億リンギと20年と比較して+37.5%増加した。世界経済の持ち直しによって外需の改善が見られたことや商品価格の上昇がマレーシアの主要製品の輸出を押し上げた格好となった。
- MYRの動向については、小幅な値動きが続くと予想する。1月FOMCの内容を踏まえ、FRBのタカ派傾斜から引き続きドルの選好が強まる展開をと見られる。一方、MYRの優位な面としては先述の通り主要製品の原油やパーム油をはじめ資源価格の上昇が当面は期待でき、実需のMYR買いから大きく値を下げることも考えにくい。今年後半以降はASEAN域内での景気持ち直しを受けてMYRが値を戻す展開を予想するが、中国経済の冷え込みに伴う市場のリスク心理の悪化には細心の注意を払いたい。

図表 11: マレーシアリンギ相場(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:21年貿易赤字は前年から大きく悪化

マーケット・エコノミスト

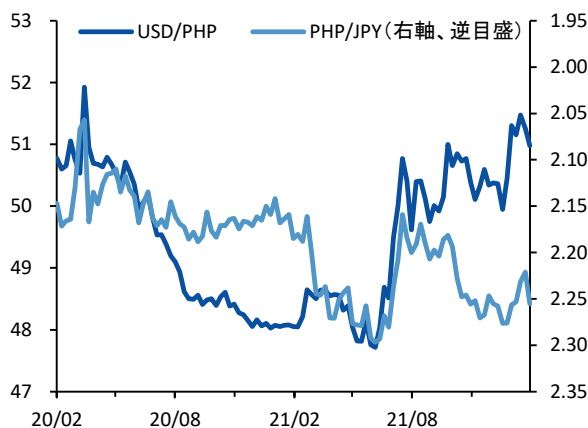
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

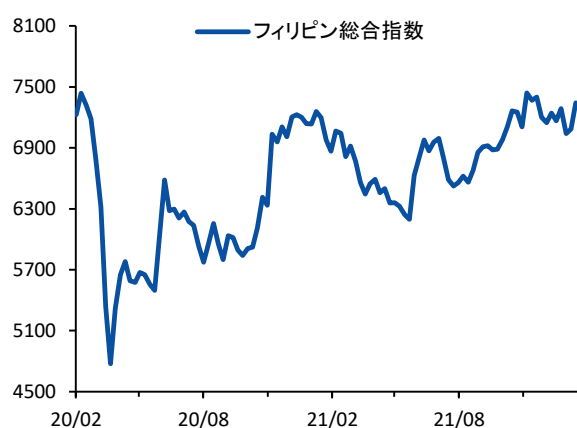
- 1月のPHPは軟調地合いとなった。月初、50.90台で取引を開始。上旬は変異株であるオミクロン株が確認されたことや12月FOMC議事要旨のタカ派な内容が意識され、PHPは下落。売り一巡後も国内のオミクロン株拡大が加速したことや11月貿易収支で一段と貿易赤字幅が拡大したことを受けて上値重く推移した。中旬以降もPHP買い要因に乏しい中、一時月安値の51.50付近まで値を下げた。下旬に開催されたFOMCではパウエルFRB議長のタカ派な会見内容にドルの選好が強まる局面も見られたが、月末にかけやや値を戻し、51.00付近での取引となった。
- 27日、10～12月期の実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+7.7%と7～9月期の同+6.9%から加速し、市場予想の同+6.3%を大幅に上回った。デルタ株拡大のピークアウトとともに民間最終消費支出の回復が確認されたことがGDPの押し上げに寄与し、前期比でも+3.1%と加速した。また、同日発表されたフィリピン21年の成長率は前年比+5.6%と20年(同▲9.6%)からプラスに転じ、市場予想の同+5.1%も上回る結果となった。
- 年初以降、国内のオミクロン株感染者が急増している。1日の新規感染者数は最大4万人程度を記録し、政府は行動制限措置を強化した。ドゥテルテ大統領は特にワクチン未接種者に対しては指示に従わず外出を続ける場合において拘束し逮捕する方針を述べ、一時感染抑制を強めたが、足許では外国人観光客の受入再開を進めるなど経済活動を重視した政策にシフトしつつある。ワクチン接種完了率は5割程度であり、引き続き接種率向上が課題となる。
- 12月の貿易収支は▲52億ドルの赤字となった。単月の赤字額は1979年以降の統計で最大の水準となった。また、昨年は年間を通じて貿易赤字の拡大傾向が顕著であった。足許の資産価格の高止まりや景気底打ち後の内需の改善によって輸入の増加が進んでいる点が影響している。年間の貿易赤字額は▲431億ドルとなっており、20年の▲246億ドルから大きく悪化した。昨年後半以降のPHPの軟調推移は、実需の売りが続いていることも要因と見られる。
- PHPは軟調な推移を予想する。上述の通り、実需面での逆風が強まる中、オミクロン株の拡大による景気後退懸念が燃える。一方で、1月FOMCでは米国の金融政策がタカ派色を強めていることが確認され、早期利上げを見越したドル買いが散見されると見られる。また、タカ派傾斜に伴う金融資産価格の調整は市場全体のリスク心理を悪化させることにも繋がり、こちらの動向も注視したい。

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

シンガポール: MAS の対応に対する SGD の動きは

アジア・オセアニア資金部

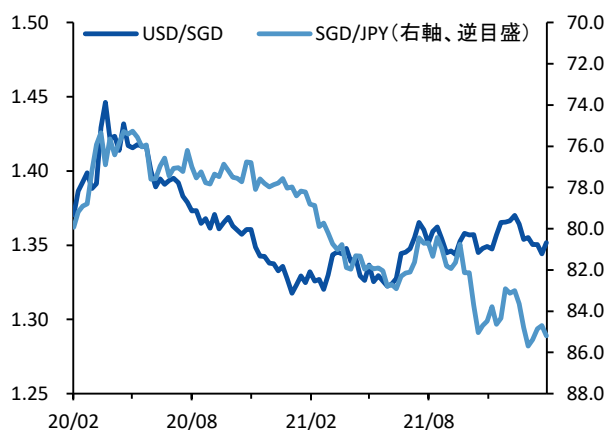
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

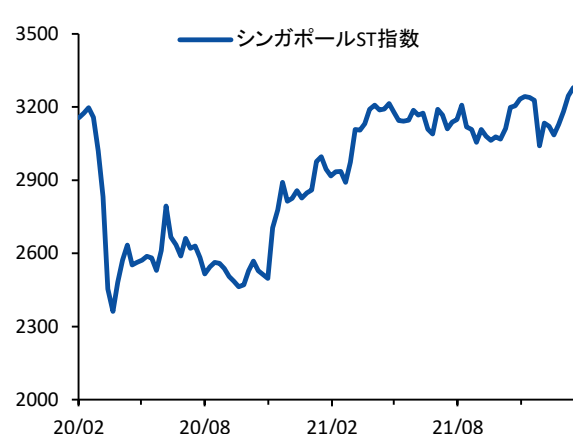
- シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は25日、調整後名目実効為替レート(S\$NEER)の政策バンドの傾斜(年率1%以下と推定される)を引き上げることを決定した。政策バンドの引き上げは昨年10月に続く格好となった。MASは通常4月と10月の年2回に金融政策を見直すこととなっているため異例な対応である。しかし、MASのタカ派的なサプライズにもかかわらず、SGDは短期的には目立った上昇を見せなかった。
- MASの対応は労働市場が逼迫する中で、インフレ率の騰勢が目立ったことが意識されたものと見られるが、4月の政策会議に代わる措置と解釈することもできる。ただ、MASのインフレ加速の観測が強まれば4月と10月に行われる22年の定期会議で更なる引締めが検討され、場合によってはより積極的な引締めに当たる政策バンド中央値の修正の議論に至る可能性がある。
- こうした状況を踏まえると、SGDは動じないという本欄の見通しは一見すると確かに不完全なように見える。しかし本欄のモデル推定によれば、S\$NEERが足許で政策バンドの上位四分位とは言えないまでも上位に位置しており、今般政策バンドの傾斜を小幅に引き上げたところでS\$NEERが上昇する余地は実質的にはほとんどなかった。これは昨年10月の際も同様であった。
- MASがインフレリスクに対処するために、政策バンドの中央値の見直しに踏み切る可能性を考えると、従前よりMASは長期的なインフレ期待を策定するに際して慎重かつ段階的に検討を進めてきており、4月会合でその決定に至るとは言い辛い。しかし仮にそうなればSGD高に動くことは確かで、中央値は「高めだが、現在のS\$NEERよりは低め」といった水準に調整され、結果的にSGDの上昇余地が表出することになるだろう。とは言え、繰り返しになるが実行にあたってはかなり慎重になるものと見られる。
- また、過去の本欄で説明したように、FRBのタカ派姿勢とCNYの動きにもSGDは左右されるだろう。上半期に想定されるテーパリング完了や利上げ着手に象徴されるFRBの積極的な引締めの動きにより米ドル上昇基調が圧倒的に強い限り、対ドルでSGDが値を下げると見られる。一方、CNYが足許安定推移しており、これが継続すればSGDの押し上げに繋がる。以上を勘案すれば、上半期のSGDは上値重く推移し、その後、ドルの上昇基調が弱まる中で、MASのタカ派な動きがSGDを再び押し上げると予想される。結局のところ、前月からの本欄の見通しにつき大きな変更はないと言える。

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: 対外要因に揺れる時間が続く

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のTHBは狭いレンジでの値動きとなった。月初33.70付近で取引を開始。上旬は国内のオミクロン株拡大や12月FOMCの内容がタカ派であったことが材料視されて一時月安値の33.70台まで値を下げる展開。売り一巡後は政府が2月から外国人観光客の隔離なしでの受入れを再開するとの報道もあり、昨年11月以来の水準となる32.70付近まで上昇。下旬にかけてはFOMCでの金融政策正常化の加速を示唆する内容に、THBも再度安値方向に動き、月末時点では33.40台での取引となった。
- タイ国内においてもオミクロン株の拡大が確認された。昨年末に政府は感染抑制の観点から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。その後国内の新規感染者数が減少傾向であることが確認されると、ワクチン接種証明等を条件に隔離なしの入国を2月1日に再開する方針を示した。なお、国内では今月下旬の時点で特定地域における店内飲酒の許容時間の延長など行動規制の緩和が既に実施されている。
- 11月CPIは前年比+2.17%と4か月連続で上昇したが、前月(同+2.71%)からはやや落ち着いた格好となった。内訳をみると、これまで同様燃料価格や食料品価格の高騰の影響が大きく、生鮮食品とエネルギーを除いたコアCPIは同+0.29%の上昇に留まった。
- 12月の貿易収支(通関ベース)は▲3.54億ドルの赤字となった。通年で見ると輸出総額は前年比+17.1%の2711億ドル、輸入総額は同+29.8%の2676億ドルといずれも過去最高を記録した。貿易黒字は+35.7億ドルと前年比▲86.0%の大幅縮小となった。貿易黒字の剥落は、内需の改善や資源価格の高騰に伴う輸入の増加が大きく影響した格好となった。貿易収支の縮小によってTHBの需給環境はややひっ迫し、昨年後半のTHBの動向にも影響したと見られる。
- THBは引き続き軟調な推移を予想する。2月に外国人観光客の隔離なし受入措置が再開することは好感されたが、これ自体が観光業の本格再開を意味するものではなく、人流の活性化には相応の時間を要すると考えたい。内需の改善を期待したいところではあるが、コロナ禍において消費者心理は高い家計債務水準も相まって低迷しており、浮上の兆しが見られない状況は続く。一方で、1月FOMCではタカ派姿勢は弱まらず、将来的な利上げや米金利上昇を見越したドル買いが今月以降も続くと思込まれる。

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:ウクライナ情勢次第、2月末までは様子見

シニア為替ストラテジスト

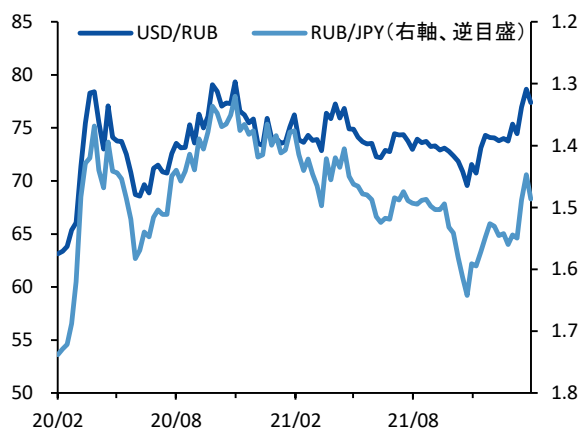
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のRUBは断続的な反発局面を見ながらも、基調は明確にRUB安。一時は対USDで13か月ぶりに80を割り込む水準まで下落した。
- RUB売りの主因は、ウクライナ東部における軍事的緊張の高まりに集約できただろう。同域におけるロシア軍とウクライナ軍の衝突に対する警戒感は11月初旬以降金融資産市場の注目を集めてきたが、米政府がロシア軍のウクライナ侵攻の可能性に対する警戒感を煽る情報発信を繰り返したことに加え、5日には反政府デモが暴徒化したカザフスタンに、ロシアを中心とした集団的安全保障条約機構(CSTO)加盟国が治安維持の為に軍隊を派遣したことが危機感を煽り、RUB急落を招くことになった。
- 1月中には、米ロ交渉(10日、21日)、NATOとロシアに交渉(12日)、欧州安全保障協力機構(OSCE)とロシアの交渉(13日)など、外交努力による紛争回避の機会が繰り返し設けられたものの、明確な進展は得られなかった。対話が続いていること自体は好意的に受け止められたものの、13日の交渉後には、ロシア側の参加者が「近い将来交渉を再開する意味はない(再開しても進展は期待できない)」と述べたことが交渉決裂と解釈され、RUB急落を誘った。
- 東ウクライナの緊張は、原油価格を押し上げることでRUB押し上げ要因の側面も持つが、逆に欧米による対ロ経済制裁導入に対する警戒感という意味でも、完成したノルドストリーム2の稼働を困難にする(独政府の営業許可を得られなくする)という文脈でも、RUBには大きな重石となった。
- ロシア12月CPI(12月29日に速報値、1月12日に確報値)は前年比+8.39%と(11月の同+8.39%)から高止まりした。折からのRUB急落を受け、2月11日のロシア中銀(CBR)金融政策委員会にむけては+50~100bpの大幅利上げを織り込む動きが強まっているが、ウクライナ情勢との比較で、材料としての通貨市場の注目度は明確に低いように思われる。
- 軍事的な衝突と欧米による制裁は、引き続き最大の注目要因と言える。例えば東ドンバス独立派の暴発など、予期せぬ事故で始まる可能性は除外できない。それでも北京オリンピックが終わる2月20日までは、中国への気兼ねもあり、プーチン大統領が軍を進攻させる可能性は低いのではないだろうか。
- 2月20日は奇しくもロシア軍とベラルーシ軍の合同演習の最終日。まずは、演習を終えたロシア軍が、速やかに元の拠点(基地)に引き揚げるか否か注目だが、外交努力により状況が大きく好転する可能性は今の時点で見通し難い。

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: 材料に新味乏しく、政局の今後に注目

シニア為替ストラテジスト

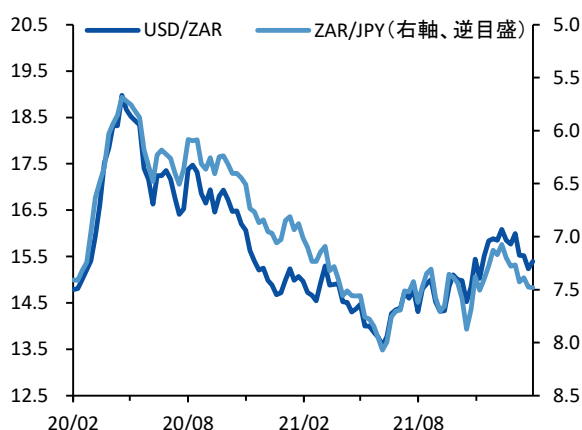
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

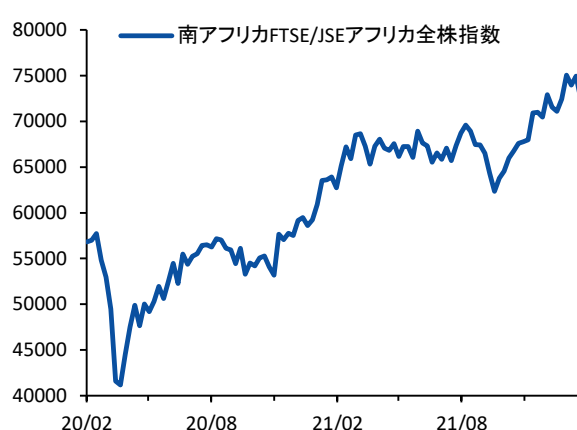
- 1月のZARは、対USD、対円共に、堅調推移が支配的。月末にかけ、特に対USDで下押しを見たものの、月を振り返ると明確に水準を切り上げた。
- ZAR 堅調には、11月末に南アで確認されたオミクロン株の感染の勢いが、年明けに前後して目に見えて衰えた事実が、少なからず追い風になっただろう。実のところ、オミクロン株の蔓延が(例えば12月中に)ZARの大幅な下押しを招いたかと言うと、そこまでの反応は見られなかったものの、同株の蔓延が直接及ぼした影響だけでなく、多くの国が南アを含むアフリカ南部各国への渡航禁止を導入したことは、南ア経済の深刻な成長阻害要因と受け止められていた。
- 並行して、南ア準備銀(SARB)による追加利上げの織り込みが、この間着実に進んだことも、ZARの下支え・押し上げ要因になったものと考えられた。19日発表された南ア12月CPIは、市場予想の前年比+5.7%を上振れ、同+5.9%に上伸、引き続き、道銀物価誘導目標(+3~6%)には収まるものの、27日のSARB金融政策委員会における+25bp利上げ見通しを決定づける数字となった。
- 27日、SARBは市場の予想通り政策金利を4.00%(+25bp)に引き上げたものの、4対1の多数決で、市場の一部が期待した全会一致の決定ではなかった。これは、連続利上げや+50bp利上げなどの積極的な利上げの可能性を後退させたと受け止められ、ZARにとっては相応に売り材料と受け止められた。
- また、26日の米連銀公開市場委員会後、パウエル議長が連続利上げや大幅利上げの可能性を否定しなかったことが、USD押し上げ要因と読まれたことも、月末に向けて、特に対USDでのZAR下押しに貢献したものと思われた。
- 並行して、ウクライナ東部における軍事的緊張の高まりも、リスク回避の文脈で、この間、ZARを含む新興市場通貨全般にとって重石となった。
- 目先、2月10日にラマポーザ大統領の一般教書演説(SONA)、2月23日にゴドングワナ財務相による予算提出と注目の政治イベントが続く。ただ、それ以上に市場が注目するのは、1月4日に第1部が提出され、2月1日に第2部(全部で3部の予定)が提出される予定の、ズマ前大統領政権下での汚職に関する調査報告書の内容と、その内容に対するラマポーザ政権の対応。
- 既にシスル観光相(ズマ前大統領派)が司法制度(同報告書含む)に批判的な発言を繰り返しており、ラマポーザ大統領が、与党アフリカ民族会議(ANC)内の融和と、ズマ前大統領派の残党を中心とした汚職勢力の駆逐との間で、いかに落としどころを探るかが注視される。

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: 状況は引き続き困難、対口関係悪化を警戒

シニア為替ストラテジスト

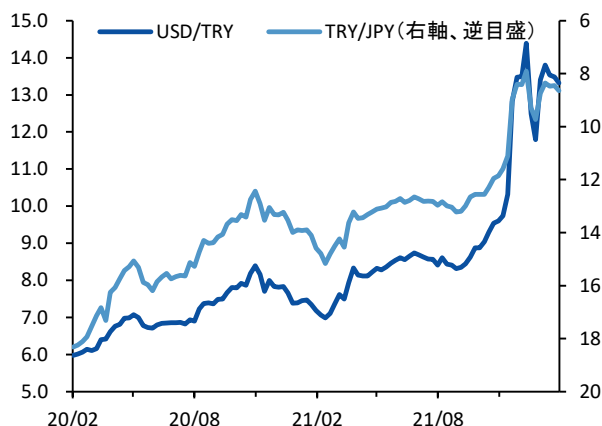
本多 秀俊

+44 20 7786 2505

hidetoshi.honda@mhcb.co.uk

- 1月のTRYは、昨年11/12月の乱高下と比較するとべた凼と言える膠着。それでも、年明け直後には、数時間で4~5%以上も振れるような値動きも見た。
- 3日のTRY急騰には、「輸出企業の(外貨建)売上の25%をTRYに転換することを義務付ける」との発表が、12日、31日のTRY急騰には、それぞれ「対象を企業法人に広げた為替差損補填 TRY 預金の金利収入が無税になる」との報が材料視されたが、前者は未だにその詳細を聞かないし、後者も実際にどれだけの外貨建資金が同TRY建預金に流入したのか定かではない。
- いずれにせよ、輸出業者や外貨預金を保有していた法人が、一斉に資金を移動させ、観察されたような極端な値動きを誘ったとは考え難く、あるとしたら一連の制度変更を「先取した(TRY 上昇を見込んだ)」何者かが、TRY を買い浴びせた可能性が考えられたのではない。
- 3日発表されたトルコ12月CPIは前年比+36.08%と19年ぶりの高水準に上昇。14日発表されたトルコ1月期待インフレ率(12か月後)は12月の+21.39%から+25.37%へと上昇。トルコ中銀(CBRT)は27日に発表したインフレ報告書は、22年末のCPI予想を(10月報告書の)+11.8%から+23.2%に修正した。
- 一連の物価指標の上振れにもかかわらず、エルドアン大統領は、29日、「(政策)金利はまだ下がる」「物価も下がる」と断言している。
- 並行して、11日発表されたトルコ11月経常収支は、26.8億ドルの赤字と3か月ぶりに赤字に転落。31日に発表されたトルコ12月貿易収支も67.9億ドルの赤字と43か月ぶりの大幅赤字に落ち込んだ。
- 貿易収支の大幅赤字は経常収支の赤字定着を予見させるし、経常赤字定着は経常的な赤字ファイナンス(TRY 売りによる外貨手当)の必要を予見させる。
- 一方で、26日のFOMC後、米連銀パウエル議長が、(年内残り7回あるFOMCにおける)利上げの回数を限定しなかったこと、一度に+25bpを超える大幅利上げに踏み切る可能性を否定しなかったことなどは、市場から「予想以上に鷹派的」と受け止められ、USD押し上げに一定の寄与をした。
- 逆に、ウクライナ東部でロシアとの軍事的緊張が高まったことは、TRYを含む新興市場通貨全般の重石となった。トルコ固有の要因としては、ウクライナが配備しているトルコ製ドローンが、万が一戦端が開かれた場合、ロシア軍の戦車に対して「大活躍」する可能性。トルコにとって、現時点で唯一「協力的」な関係にあるロシアとの関係悪化につながった場合、様々な悪影響が懸念される。

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:資源高、株高に BRL が大幅続伸

マーケット・エコノミスト

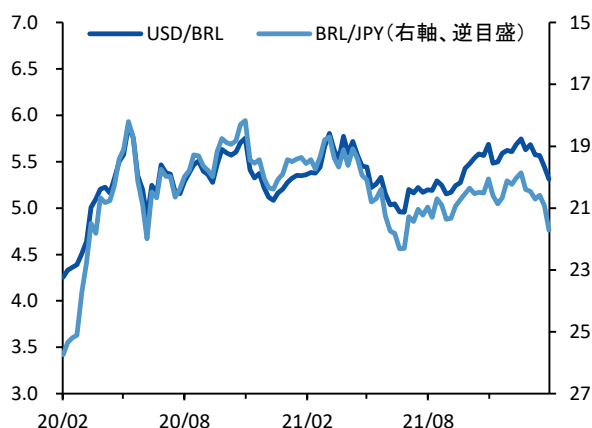
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1 月、BRL は前月比+4.8%と大幅続伸。5.57 台で取引を開始すると、上旬は米金融政策の正常化加速観測に 5.72 台まで BRL 安が進んだ。中旬は、ドル反落に加えて、地政学リスクや中国の金融緩和を手掛かりとする資源高を追い風に、BRL は 5.50~5.55 に居所を変えた。下旬は、世界的にリスク資産価格が調整する中、ブラジル株と BRL は逆行高。BRL は 5.31 台で月末を迎えた。
- 従来から指摘してきたように、ブラジルは「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→通貨安」という負の循環に陥りつつある。
- 2021 年 12 月の消費者物価指数 (IPCA) は前年比+10.06%と、同 11 月 (同+10.74%) から伸びは鈍化も、BCB 政策目標の上限 (2021 年:5.25%) を 10 か月連続で超えている。ブラジル中央銀行 (BCB) の市場サーベイによれば、2022 年の平均 IPCA 見通しは前年比+5.15%。政策目標レンジ (2022 年:3.50%を中心に±1.50%pt) に再び収まってくるのは早くて年後半となろう。
- 当然ながら、このインフレ見通しには BCB による利上げ継続という前提がある。BCB の次回政策会合 (2 月 2 日) には、1.50%pt の利上げが行われ、政策金利は 10.75%となる見込みだ。3 月以降の会合でも、追加利上げが続くそう。
- 景気面では、2021 年 4~6 月期と同 7~9 月期が前期比マイナス成長となり、定義上の景気後退局面に入った。上述の通り、インフレ高進に金融引き締めは当分続く。上述のサーベイと IMF 経済見通しのいずれも、2022 年通期の実質 GDP 見通しを前年比+0.3%と低成長が続くとしている。
- こうした中で、BRL は足許で予想外の強さをみせたが、背景は主に①資源価格の再上昇、②ブラジル株の上昇の 2 点だろう。①は地政学リスク (供給) と中国の金融緩和 (需要) の両面が効いているとみられ、しばらく続く可能性がある。②については、ブラジルが年後半にも利下げに転じる可能性を好材料と指摘する向きがある。ただ、上述の市場サーベイでインフレ率見通しや政策金利見通しの上方修正が依然続いている。期待剥落のリスクをむしろ意識したい。
- このほか、高まっていた財政懸念がやや和らぐ兆しがある点も指摘しておきたい。ルラ元大統領は富裕層への増税に言及し、財政面での配慮をうかがわせた。また、第 3 の候補としてモロ元法務・公安相が抜け出しつつある。同氏は反汚職で国民の知名度が既に高く、構造改革路線の継続を示唆している。他方、ボルソナロ政権の追加財政出動 (≒財政懸念) のリスクは依然残る。
- 以上を踏まえて、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 5.00~5.90 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：景気後退局面入りを確認

マーケット・エコノミスト

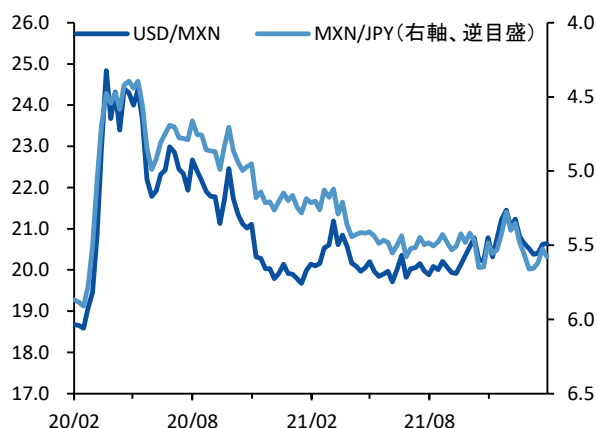
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

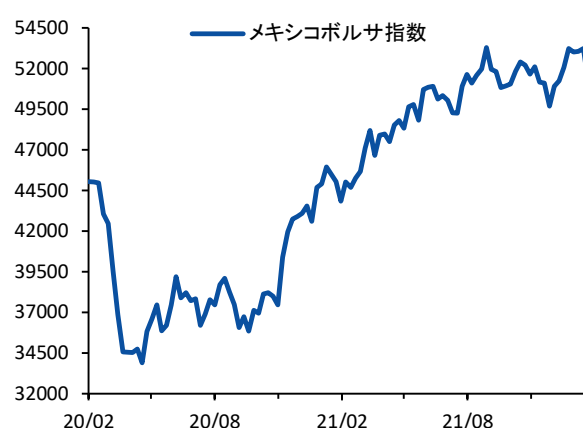
- 1月のMXNは前月比で反落。月初は21.5台で取引を開始、上旬は米金融政策の正常化加速観測に一時20.7台までMXN安が進んだ。中旬はドル反落と原油価格の上昇を追い風にMXNは20.2台まで持ち直す動きをみせるも、下旬に入り急速に値を崩す展開。世界的なリスク資産価格の調整圧力が同国市場にも及んだ。MXNは月末にやや持ち直すも20.6台で取引を終えた。
- 2021年10～12月期の実質GDPは前期比▲0.08%と前期(同▲0.43%)に続くマイナス成長となり、定義上の景気後退が確認された。2期連続でのマイナス成長となったサービス業が足枷となった。なお、メキシコ中央銀行(Banxico)の市場サーベイやIMFの世界経済見通しによれば、2022年の実質GDPは前年比+2.8%。コロナ禍以前の平均的な成長ペースに持ち直していく見込みだ。
- インフレ圧力は当分続きそう。2021年12月の消費者物価指数(CPI)は前年比+7.36%と前月(同+7.37%)から僅かに鈍化も、Banxicoの目標レンジ(2.00～4.00%)を10か月連続で上回っている。同行は政策会合に際して、インフレ見通しを発表しているが、こちらも上方修正が続いている。最新見通しでは、CPIが目標レンジに収まってくる時期を2022年10～12月期とみている。
- Banxicoは前回2021年12月会合で、利上げペースの加速(0.25%pt→0.50%pt)に踏み切ったが、その背景にはインフレリスクが「さらに悪化している(deteriorated further)」との認識があった。地政学リスクに伴う資源価格の再上昇やオミクロン株による供給制約の長期化等、インフレリスクは足許で高まった感がある。次回会合(2月10日)でも、0.50%ptの追加利上げの可能性が高そう。仮に、引き締めペースを緩めるのであれば、相応のインフレ見通しを明らかにする必要がある。それを欠けば、ロペスオブラドール(AMLO)大統領に近いといわれるロドリゲス新総裁の政策運営を巡る懸念が高まりかねない。
- 政策面では、懸案の国営電力公社(CFE)の優遇法案の審議が2月後半にも再開される。AMLO大統領が掲げる国営企業優遇の経済政策のひとつだ。足許では規制当局が定める細則を見直し、民間企業を締め出す動きも伝えられる。また、他の南米諸国同様、天然資源の国有化の動きもある。
- Banxicoによる追加利上げは、米墨金利差の拡大を通じてMXNを支えよう。一方、オミクロン株に伴う供給制約は輸出や観光の回復を遅らせうる。AMLO大統領の政策運営を巡る懸念も市場で再び高まってきそう。こうした展望の下、今後3か月のMXNの想定レンジは20.0～21.0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

		2022年 1月(実績)	SPOT	2022年 3月	6月	9月	12月	2023年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3205 ~ 6.3848	6.3682	6.43	6.45	6.48	6.50	6.53
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8022	7.7891	7.80	7.81	7.82	7.83	7.84
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 75.309	75.069	76.5	76.0	74.8	74.2	73.0
インドネシアルピア	(IDR)	14252 ~ 14421	14386	14550	14750	14400	14250	14100
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1212.49	1202.50	1210	1220	1230	1220	1230
マレーシアリング	(MYR)	4.1645 ~ 4.2175	4.1955	4.23	4.22	4.19	4.17	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 51.525	51.335	51.8	51.4	50.9	50.0	50.1
シンガポールドル	(SGD)	1.3425 ~ 1.3615	1.3530	1.36	1.37	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 27.860	27.801	27.7	27.8	28.0	28.0	28.2
タイバーツ	(THB)	32.74 ~ 33.74	33.20	34.0	33.8	33.0	32.0	31.6
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 22826	22650	23250	23150	22800	22600	22650
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	74.1777 ~ 80.3991	78.0115	81.0	78.0	82.0	85.0	83.0
南アフリカランド	(ZAR)	15.0669 ~ 16.0902	15.4730	15.0	15.5	16.3	17.2	16.5
トルコリラ	(TRY)	12.8029 ~ 13.9404	13.6063	14.3	15.0	15.5	15.8	16.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.2852 ~ 5.7239	5.4105	5.50	5.65	5.80	5.70	5.75
メキシコペソ	(MXN)	20.2787 ~ 20.9141	20.7601	20.5	20.5	20.6	20.8	21.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ~ 18.246	18.117	18.04	18.14	18.21	18.31	18.38
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 14.926	14.807	14.87	14.98	15.09	15.20	15.31
インドルピー	(INR)	1.520 ~ 1.566	1.533	1.52	1.54	1.58	1.60	1.64
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.813	0.802	0.797	0.793	0.819	0.835	0.851
韓国ウォン	(100KRW)	9.479 ~ 9.743	9.590	9.59	9.59	9.59	9.75	9.76
マレーシアリング	(MYR)	27.109 ~ 27.751	27.368	27.42	27.73	28.16	28.54	28.99
フィリピンペソ	(PHP)	2.209 ~ 2.279	2.236	2.24	2.28	2.32	2.38	2.40
シンガポールドル	(SGD)	84.29 ~ 85.77	85.24	85.29	85.40	87.41	89.47	90.91
台湾ドル	(TWD)	4.097 ~ 4.220	4.140	4.19	4.21	4.21	4.25	4.26
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.503	3.463	3.41	3.46	3.58	3.72	3.80
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.5111	0.5061	0.50	0.51	0.52	0.53	0.53
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.423 ~ 1.557	1.476	1.43	1.50	1.44	1.40	1.45
南アフリカランド	(ZAR)	7.190 ~ 7.573	7.455	7.73	7.55	7.24	6.92	7.27
トルコリラ	(TRY)	8.259 ~ 9.008	8.456	8.11	7.80	7.61	7.53	7.50
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ~ 21.808	21.329	21.09	20.71	20.34	20.88	20.87
メキシコペソ	(MXN)	5.499 ~ 5.695	5.556	5.66	5.71	5.73	5.72	5.71

注: 1.実績の欄は 2022 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 1 日の 8 時 00 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(1 月 31 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。