

2022 年 12 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 米国の利上げはどこまで高く長く?	2
中国: 当局は合理的なゼロコロナ政策を目指す	3
インド: 年末もドル側の要因に揺れる相場に	4
インドネシア: 景気回復は堅調も今後鈍化の可能性	5
韓国: BOK もゆっくりと、しかし高く長く?	6
マレーシア: まずは政情不安払拭が新政権の課題	7
フィリピン: ドル安を受けた PHP の持ち直しは続くか	8
シンガポール: チャイナリスクの影は次第に色濃く	9
タイ: THB は値を戻すも過信は禁物	10
ブラジル: じわり再燃する財政懸念	11
メキシコ: インフレのピークアウト近づく	12
為替相場見通し	13

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

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：米国の利上げはどこまで高く長く？

マーケット・エコノミスト

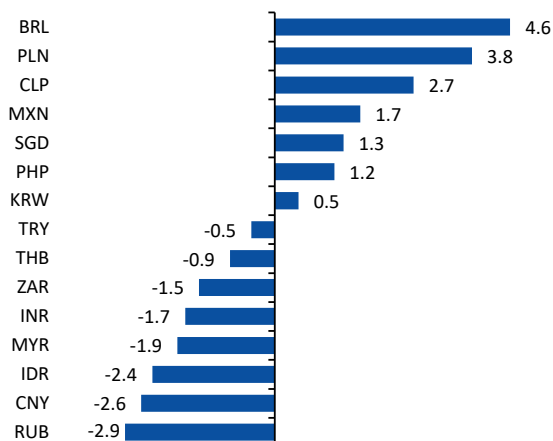
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

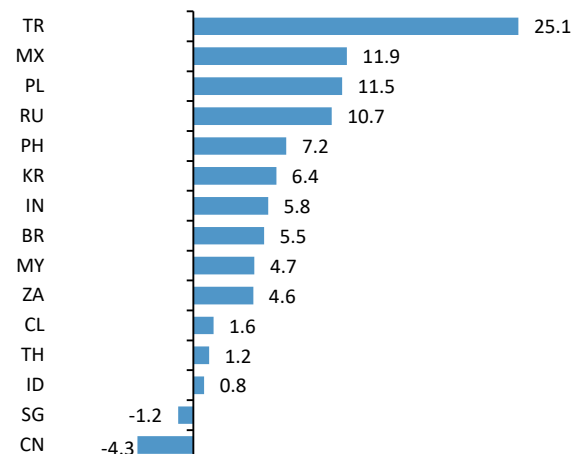
- 11 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+3.6%と 6 か月ぶりに大幅反発。同指数は 1577 台で取引を開始。FOMC を経てのドル高巻き戻しは米 10 月消費者物価指数 (CPI) の下振れで加速、月半ばにかけて同指数は 1637 台まで上昇した。その後やや押し戻されるも、下旬には堅調さを取り戻す展開。中国のゼロコロナ政策を巡っては期待と不安が交錯も、FRB の利上げペース減速期待が支えとなった。同指数は 1641 台を試した後、1633 台で月末を迎えた。個別には、MXN が年初来高値を更新、CNY や IDR は年初来安値を更新した。
- 2022 年も終わりが近付く中で、新興国通貨のみならず金融市場の先行きを考える上で、12 月 FOMC は最大の注目イベントとなる。市場が確認したいのは、FRB の金融引き締め (端的には利上げ) がどこまで高く長いものになるのかという点は言うまでもない。これにより、市場の米金利見通しも変化しうる。金利は多くの資産価格に影響を及ぼす。米金利はグローバルな影響力が最も大きい。
- 12 月 FOMC において、利上げペースが 75bp から 50bp に減速するというのが足許での市場コンセンサスだ。11 月 FOMC 議事要旨では、多くのメンバーが政策スタンスについて「既に十分引締めの」と判断しており、大多数のメンバーが、利上げの減速を「まもなく (soon)」決断することが適切と主張している。パウエル議長も 30 日の講演で、その時期が 12 月会合になる可能性に言及した。
- 問題はその先だ。9 月会合で明らかされたドットチャートによれば、2023 年の利上げ幅は 50bp と読み取れる。ゆえに、短期金融市場では 2023 年 2 月および 3 月の会合で 25bp ずつ追加利上げが行われ、政策金利は 4.75~5.00% で利上げ打ち止めとの見方が大勢のようだ。2023 年内の利下げも織り込んでいる。
- しかし、これはあくまで 9 月時点のドットチャートをベースにした見方に過ぎない。これまで大きな修正が繰り返されてきたことを考えれば、12 月会合において政策金利のパスをあらためて確認する必要がある。特に、①政策金利の到達点と②それが維持される期間は、市場の見方よりも高く長くなる可能性がある。そうなれば、市場は再び米金利見通しの修正を余儀なくされかねない。
- 足許の大幅反発により MSCI 新興国通貨指数は 9 月以降の下落幅の大半を取り戻したが、偏ったドル高ポジションの巻き戻しに支えられた面が大きい。ゆえに、12 月 FOMC が市場見通しに沿う内容であったとしても、同様の展開は期待しにくい。一方、上述のリスクが顕在化した時の反動には備えておきたい。また、中国動向については上下両方向の波乱要因となりえ、注意したい。

図表 1: 新興国通貨騰落率 (2022 年 11 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 2: 新興国株式騰落率 (2022 年 11 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 当局は合理的なゼロコロナ政策を目指す

マーケット・エコノミスト

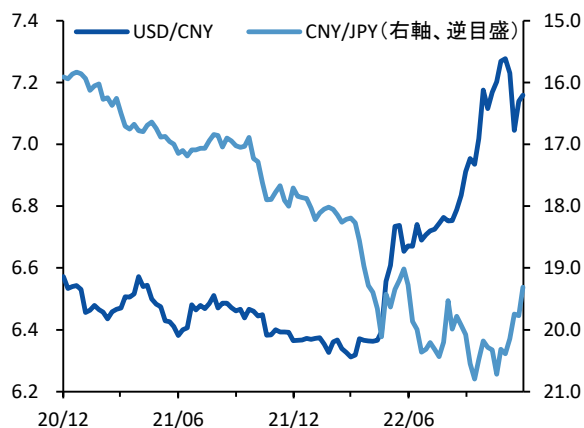
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の CNY は前月比+3.0%と 9 か月ぶりの反発。CNY は月初に 7.32 台の年初来安値を更新も、FOMC 後のドル高巻き戻しには 7.17 台まで持ち直した。その後やや押し返されるも、米 CPI の下振れに中旬にかけては 7.02 台まで CNY 高が進んだ。ただし、月後半は徐々に上昇幅を縮小。感染者数の増加等が懸念され 7.15 前後に居所を変えた。月末にかけては、主要都市での抗議デモの影響で一時弱含むも、CNY は 7.09 台まで強含んで取引を終えた。
- 10 月の主要経済指標は総じて市場予想を下回った。貿易統計では輸出入ともに前年比マイナスとなったが、これは 2020 年 5 月以来となる。小売売上高も 5 か月ぶりの前年比マイナスに落ち込んだ。不動産統計も軒並み前年比マイナスが並ぶ。世界景気減速という外部要因のほか、ゼロコロナ政策堅持や不動産セクターの債務問題といった固有の要因が読み取れる内容となっている。
- こうした中、中国人民銀行(PBoC)と中国銀行保険監督管理委員会は 11 日、16 項目からなる不動産業界支援策を金融機関に通知。不動産開発企業の資金繰り支援や住宅ローン金利の柔軟化、金融機関への融資規制の一部緩和等が含まれる。また、中国証券監督管理委員会は 28 日、上場不動産開発企業による本土株発行を解禁すると発表。プロジェクト完工や債務返済等の目的で新規の資金調達に道を開いた。さらに、国有企業が、人民元建て債発行を巡る保証プログラムの適用要件を緩和する動きも伝えられている。
- ゼロコロナ政策についても 11 日、中国国家衛生健康委員会が 20 項目の緩和措置を発表。濃厚接触者や入境者の隔離期間短縮や 1 日複数回の PCR 検査実施の取りやめ、長期封鎖の乱用の禁止等からなる。合理的、科学的に防疫措置を徹底するとして一方、自由化との誤解を与えないよう注意も促しており、実際に国営メディアは当初、後者の側面を強調した感がある。しかし、主要都市で生じた抗議デモを経て、当局は地方政府の理解と取り組みの重要性を強調。29 日には高齢者のワクチン接種の推進を強化すると明らかにした。
- 以上の動きはゼロコロナ政策の緩和、経済正常化に向けた一歩といえる。市場は概ね好感しており、CNY が安値圏から持ち直した一因だろう。もっとも、ゼロコロナ政策の緩和のカギは中国製ワクチンの実用化と普及である。これなしに緩和を進めれば、さらなる感染者拡大と行動規制の再強化に陥りかねず、不動産業界の支援にも足枷となりかねない。楽観的になるのはまだ早そうだ。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 7.00~7.40 を維持したい。

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: 年末もドル側の要因に揺れる相場に

マーケット・エコノミスト

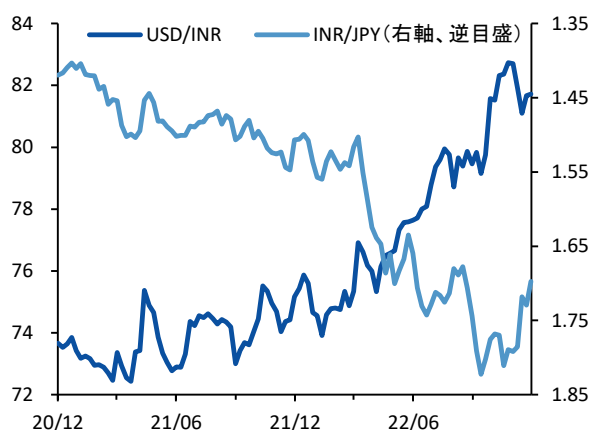
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

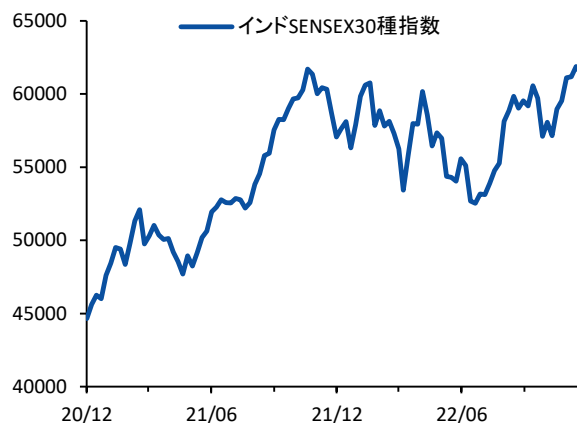
- 11 月の INR は先月までの下落が一服し、レンジ推移となった。月初、82 台後半で取引を開始。上旬はパウエル FRB 議長の FOMC 後の講演内容が意識されて軟調推移。中旬は米 10 月消費者物価指数が予想を下回ったことが FRB の利上げペース減速予想を強めたことで、INR は 81 を下抜け、9 月以来の高値を記録。中旬以降は 10 月貿易収支の悪化や FRB のハト派観測など強弱まちまちな材料が混在し、81 台半ばを中心とした小幅な値動きとなった。
- 30 日、7～9 月期実質 GDP 成長率が公表され、前年同期比+6.3%となった。内訳をみると、資源輸入の規模が増えたことで外需部門はマイナス寄与となったが、前期に続き個人消費と総固定資本形成が GDP をけん引。業種別では鉱工業がマイナスとなった一方で、前年のデルタ株拡大による反動もあるが、建設業やサービス業の回復が順調であることが確認された。
- 10 月貿易収支は▲26.9 億ドルの赤字を計上、9 月の▲25.7 億ドルから赤字幅が拡大した。原油輸入は引き続き高水準を維持したが、原油価格が下落傾向にあることからそのボリュームはピークアウトの兆候が見られつつある。一方、金をはじめ石油関連製品以外の輸入が目立った。なお、輸出については、前年比▲16.6%と 21 年 2 月以来となるマイナスを記録。機械製品、化学製品などの輸出が軒並み減少したことが影響した。
- 10 月 CPI は前年比+6.8%となり、9 月の同+7.4%から減速した。食料品価格の下落がインフレ減速に寄与したが、その他の品目における寄与度に大きな変化は確認されなかった。引き続き目標レンジ(前年比+2.0～+6.0%)への収束は 23 年以降となる見通しである。
- 米国が公表した外国為替政策報告書において、インドは米国の監視リストから外れた。対米貿易黒字の水準は引き続き高水準ながら、報告期間内でのドル高によって INR 安方向の為替介入実績が大幅に減少したことが影響した格好となった。むしろ、直近では INR 高方向の介入が断続的に実施されている。
- 12 月の INR に関しては狭いレンジ推移を予想する。12 月 FOMC での利上げ幅縮小は既に相場に織り込まれている印象があるが、今後 FRB がどれだけの期間、どこまで利上げを継続するかは不透明感が残る。FOMC の結果を踏まえドルが反発することも想定される。FOMC 通過後は大きな相場材料が見当たらないが、INR 安要因としてウクライナ危機の動向をはじめとした地政学リスクの顕在化や、可能性は低いがそれを受けた商品価格の急騰には警戒したい。

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:景気回復は堅調も今後鈍化の可能性

マーケット・エコノミスト

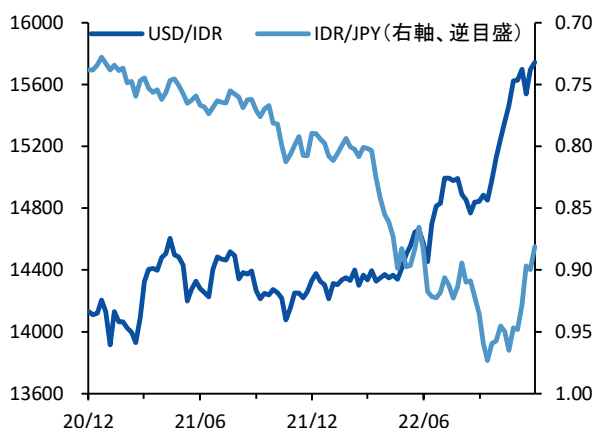
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の IDR は上値の重い推移が続いた。月初、15600 台で取引を開始。上旬は 10 月 PMI の軟化や 7~9 月期 GDP の堅調な結果など強弱まちまちの材料の中、方向感に欠く推移。中旬は米 10 月消費者物価指数 (CPI) の結果を受けてドル高が一服、IDR も月高値の 15400 台まで上昇した。中旬以降は地政学リスクの悪化や中国でのコロナ拡大の影響を受けて再度下落に転じた。その後も 23 年における経済成長予想が鈍化する可能性が指摘されると月末時点で 15700 台まで値を下げた。
- 7 日、7~9 月期実質 GDP 成長率が公表されており、結果は前年同期比+5.7%と前回の同+5.4%から加速した。4~6 月期に続いて堅調な個人消費と主要産品である商品価格の高止まりの影響で輸出関連業種の伸びが目立った。22 年の成長率については従来の予想レンジである前年比+4.5~+5.3%の上限付近となるとの予想を据え置いている。
- インドネシア銀行 (中央銀行、BI) は 16~17 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従来の 4.75%から 50bps 引き上げて 5.25%とした。声明文及びペリー BI 総裁の会見では、インフレ高進や先進各国の金融引き締めによる 23 年以降の景気減速懸念を指摘。特に、FRB のタカ派姿勢については、ドル高と共に新興国通貨安の要因となっているとした上で、タカ派路線の継続が 23 年前半まで続く可能性があるとの見解を示した。また、BI は今回の利上げをインフレ期待の低下と 23 年後半までに CPI を目標レンジに収束させる上で、予防的な措置と位置付けている。
- 10 月 CPI は前年比+5.7%と 9 月の同+6.0%から減速したものの高止まりが続く、BI の定める目標レンジ (+2.0%~+4.0%) の上限を 5 か月連続で上振れた。食料品価格の上昇は一服しつつある一方で、政府が 9 月にガソリン・軽油に対する補助金の充当を取り止めた影響もあり燃料価格はまとまった幅で上昇した。また、食料品・燃料価格を除くコア CPI も引き続き騰勢を強めている。
- IDR の動向は引き続き年初来安値付近での推移となっているが、対ドルでは概ね両国の短期金利差と整合的な動きとなっている。FRB の利上げペース減速の予想を受けて、両国の金利差 (米国ーインドネシア) の縮小が一服しつつあり、これが IDR の下落が一服した要因と見られる。もっとも、23 年前半まで FRB の利上げが継続することが見込まれる以上、その期間における IDR の安値更新の可能性には警戒したい。

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 もゆっくりと、しかし高く長く？

マーケット・エコノミスト

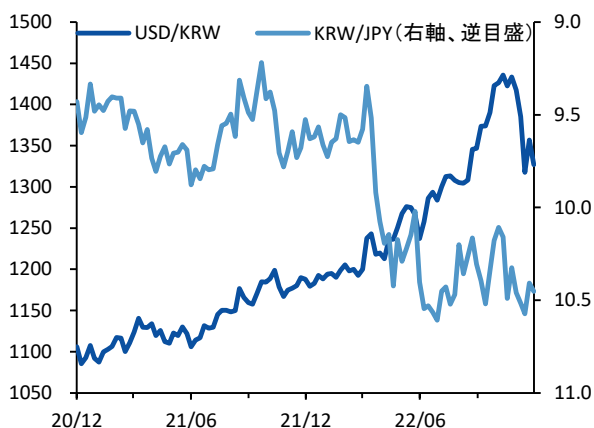
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW は前月比+8.1%と大幅続伸。KRW は 1427 台で取引を開始、月半ばにかけて強含み、3 か月ぶりとなる 1309 台を一時試した。米 CPI の下振れとそれに伴うリスクセンチメントの改善、人民元の反発等が追い風となった。月後半は中国動向を睨みながらのもみ合いに転じるも、概ね 1320~1360 のレンジで底堅く推移。月末にかけては強含み、1318 台で取引を終えた。
- 韓国銀行(BOK)は 24 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レボ金利)を 25bp 引き上げ 3.25%とすることを全会一致で決定した。利上げ幅は前回 10 月会合の 50bp から縮小。その理由として、①KRW 相場の持ち直し、②マネーマーケットの機能低下、③景気見通しの悪化、を挙げた。
- まず、①について、11 月の KRW 急騰は BOK に利上げ幅縮小を可能にした。8 月以降の KRW 安局面では、介入も空しく 1400 ウォンをブレイクされ、10 月会合では再び利上げ幅拡大(25bp→50bp)を迫られた苦い経験がある。
- また、短期金融市場における足許の資金の逼迫感、BOK に利上げ幅縮小を求めた。9 月に発生したレゴランド問題(開発公社の債務返済に付与していた債務保証の撤回を地方政府が表明)は市場の不安感を惹起。企業は資金調達に際して、政策金利の上昇幅をさらに上回る金利上昇に晒されている。
- そして、景気見通しの悪化もまた BOK に利上げ幅縮小を求めた。最新の経済見通しで、BOK は 2023 年の成長率見通しを下方修正(前年比+2.1%→同+1.7%)。これは 10 月に更新された IMF 見通し(同+2.0%)も下回る。海外経済の減速により、輸出や設備投資の見通しが下振れている。
- こうした中でも、BOK は 2023 年 1~3 月期までは利上げを続ける方針を示唆した。いわゆるターミナルレートについて 3.50%という水準に触れつつ、BOK 内にはそれを超える選択肢も残しておくべきという声もあるという。
- 実際、BOK の利上げは FRB 同様にゆっくりと、しかし高く長いものになる可能性はある。CPI 見通しは 2022 年(同+5.1%)、2023 年(同+3.6%)ともに、BOK のインフレ目標(同+2.0%)からの乖離が依然として大きい。また、FRB の利上げや中国のゼロコロナ政策の行方には依然注意が必要で、足許の KRW 高の継続性には注意したい。貿易収支も悪化を続けており、例年であれば年末にかけて期待されるドル売りも、今年はドル調達の局面にもなりかねない。KRW 安(≡インフレ上振れリスク)が再燃なら、BOK もタカ派姿勢を継続しよう。
- かかる状況下、KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1280~1380 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:まずは政情不安払拭が新政権の課題

マーケット・エコノミスト

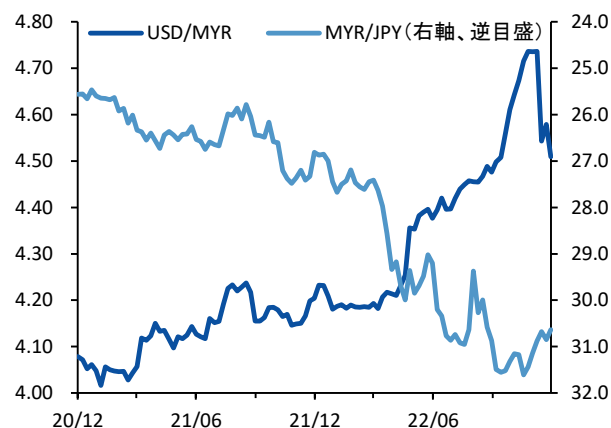
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

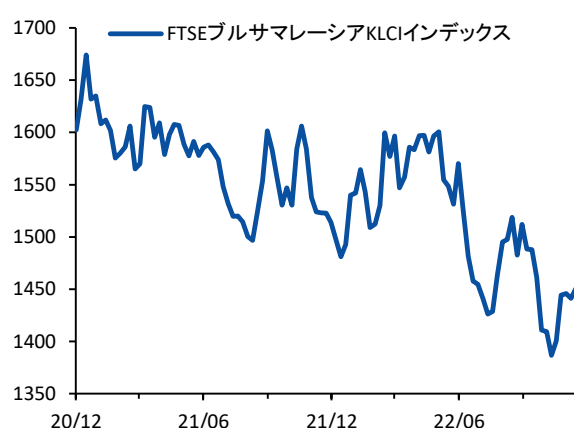
- 11 月の MYR は大幅に値を戻した。月初 4.72 台で取引を開始。上旬はパウエル FRB 議長の FOMC 後の講演内容が意識されて軟調推移。しかし、米 10 月消費者物価指数 (CPI) の予想を下回る結果が公表されて以降、ドル高の修正が顕著となり、MYR は 4.50 まで上昇。中旬以降も 11 月 FOMC 議事要旨のハト派な内容を受けたドル安、国内総選挙にてアンワル新首相が任命され、政治リスクが一旦後退すると MYR は一時 8 月以来となる 4.45 台まで続伸した。
- マレーシア中銀 (BNM) は 3 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を 25bps 引き上げて 2.75% とした。BNM は 5 月会合で利上げを再開して以降、4 会合連続での利上げを実施することとなった。声明文では、前回会合に続いて世界経済の減速への警戒を強め、中央銀行による金融引き締めが強化されること、商品価格の変動によって金融市場が動揺している点を指摘。また、冬場にかけてエネルギー価格が上昇した場合には、中国や欧州圏での景気減速がマレーシア経済にも波及する可能性にも言及した。
- 7~9 月期の実質 GDP 成長率は前年同期比 +14.2% と高い伸びを記録。個人消費や外需部門の好調が GDP を押し上げる格好となった。一方で、前期比では +1.9% と 4~6 月期の同 +3.5% から減速。国内経済の正常化が順調に進む一方、今後にかけてその勢いが弱まる可能性が示唆された。なお、政府は 23 年成長率を前年比 +4~5% としており、22 年から減速すると予想している。
- 19 日、連邦議会下院選挙が実施された。アンワル元副首相が率いる希望連盟 (PH)、ムヒディン前首相がトップの国民同盟 (PN)、イスマイルサブリ現首相が所属する国民戦線 (BN) のうちどの政党が勝利するかが主な争点であったが、いずれの政党も過半数獲得には至らなかった。選挙後は PH や PN がどのようなかたちで連立政権を形成するかが注目されたが、24 日、PH が BN をはじめ複数政党と連立構築し、その代表であるアンワル氏が首相に任命された。
- FRB の政策転換を織り込む動きが強まる中、ドル高の調整が続いている。12 月の相場材料は国内要因よりも FOMC の結果となりそうで、仮に利上げ終了が従来から延期される地合いとなれば、ドルが反発する可能性はある。国内要因では新政権の動向に注視したい。アンワル氏を首相として連立政権を組むこととなったが、政権内での支持を維持するには各党の思惑を汲んだ政策運営が要求されていくことが想定される。与党間での政策面の相違が政情不安を煽る事態に発展すれば MYR にも逆風となることも考えられる。

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:ドル安を受けた PHP の持ち直しは続くか

マーケット・エコノミスト

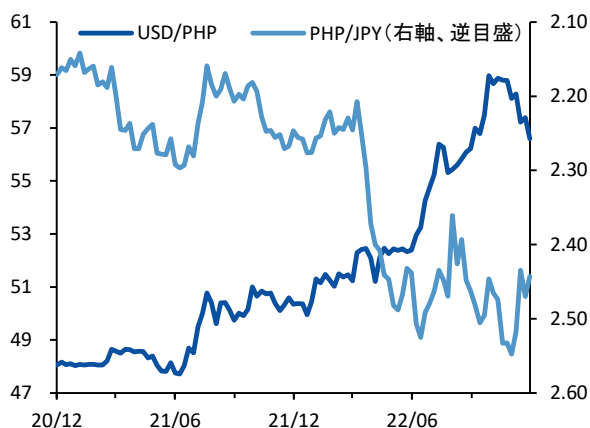
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

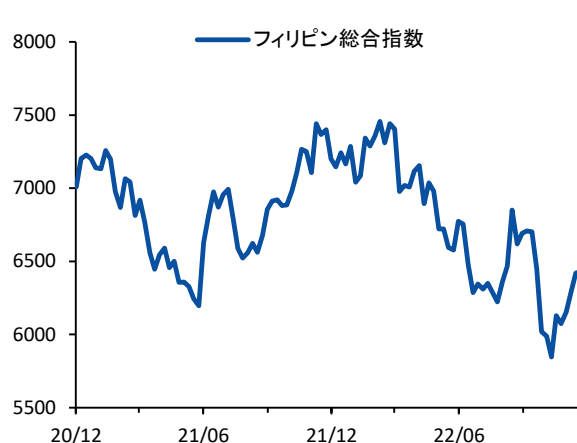
- 11 月の PHP はじりじりと値を戻す展開となった。月初、58 台前半で取引を開始。上旬はパウエル FRB 議長の FOMC 終了後の会見がタカ派と捉えられ、一時 58.90 台まで年初来安値を更新。その後、フィリピン中銀(BSP)の大幅利上げ予想や 9 月貿易収支の改善を受けて、PHP は上昇。中旬は 7~9 月期 GDP の堅調な結果のほか、米国で利上げペース減速の予想が優勢となると PHP は 57 台半ばまで続伸。下旬にかけては 11 月 FOMC 議事要旨の内容からドルが一段と軟化し、月末にかけて PHP は一時月高値の 56 台半ばまで値を戻した。
- BSP は 17 日に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従来の 4.25%から 5.00%へ引き上げた。6 会合連続での利上げとなり、利上げ幅は前回の 50bps から 75bps へ拡大、75bps の利上げは 7 月以来となった。BSP は年初来で累計 300bps の利上げを実施したこととなる。利上げ幅拡大の要因は国内のインフレ高進が継続している点である。
- 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+7.7%と 9 月の同+6.9%から大きく加速した。主な要因は供給網の混乱に伴う食料品価格の上昇であり一過性であると見られているが、10 月にかけても大規模な台風の被害を受けており、影響が数か月にわたる可能性も考えられる。また、引き続き需要面からの二次的なインフレリスクも燃える状況となっている。かかる中、BSP は今年以降のインフレ見通しを 22 年は+5.8% (+0.2%ポイント)、23 年は+4.3% (+0.2%ポイント)、24 年は+3.1% (+0.1%ポイント)とし、それぞれ小幅に見通しを引き上げた。
- 10 日、7~9 月期の実質 GDP 成長率が公表されており、結果は前年同期比+7.6%と 4~6 月期の同+7.5%に続いて底堅い推移となった。インフレの高進や国内金利上昇による消費活動への影響が懸念されたものの、個人消費の勢いは止まらなかったほか、民間企業部門の設備投資も堅調さを保った。
- 12 月の PHP について、足許でドル高の調整は続くものの、貿易赤字が定着し、実需の PHP 売りが根強いことから戻り幅は周辺国と比較して小幅に留まった。今後にかけても、FRB をはじめ各国の中央銀行が金融引き締めを継続すると予想される中で景気減速懸念を指摘する声は強まり、慎重な取引が継続するのではないだろうか。年末から年初にかけての相場要因としてはクリスマスシーズンでの個人消費や OFW(海外の出稼ぎ労働者)による本国への資金送金の状況が注目されやすいが、年内に関しては 12 月 FOMC におけるドットチャートの更新内容が最大の材料となるだろう。

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: チャイナリスクの影は次第に色濃く

アジア・オセアニア資金部

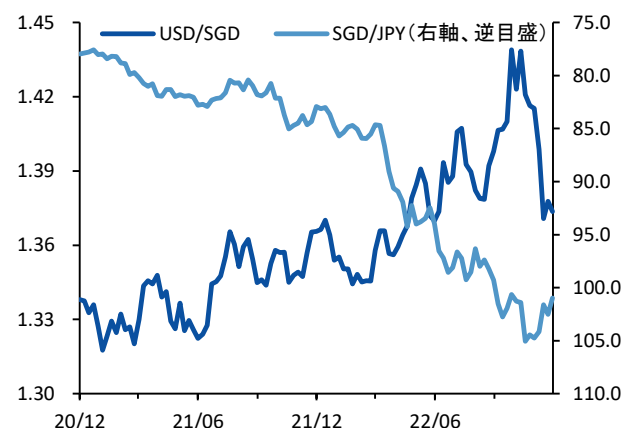
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- 本稿作成時点でシンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) の会合以降、SGD は対ドルで+3.5%上昇した。その要因の 1 つとして MAS のタカ派政策の継続が影響したものだったとの見方もあるが、その間のドルの動きを見ると、同期間のドルインデックスの下げ幅ははるかに大きい (10 月中旬の MAS 会合議以降▲6.1%、10 月末以降では▲4.6%)。つまり、SGD の上昇は、これまでのドル高の調整の意味合いも強いことが見て取れる。
- また、域内を見渡せば THB や MYR など 11 月に入り大幅に値を戻した通貨もある点は一考の余地がある。S\$NEER (名目実効為替レート) は 10 月末から▲0.1~▲0.2%ほど下げており、これは本欄で指摘の通り、MAS の政策対応後も S\$NEER が政策バンドの中で上昇余地が限定されていたことを示唆している。こうした状況が今月の SGD のパフォーマンスに影響したと見られる。
- SGD の先行きを展望する上で、引き続きドルの動向がメインドライバーであることに変わりはない。特に足許のドル相場及び多くの通貨が FRB の政策指針に揺れていることを考えれば、12 月の FOMC の結果で再びドル高方向に動意づく展開は大いに想定される。
- 加えて、毎度議論している通り無視できないのがチャイナリスクである。これが SGD の潜在的なボラティリティを高めており、前回警告したように CNY の下振れが今後数か月間 SGD の足を引っ張る一因になるという点は変わらない。中国国内でのゼロコロナ政策に対するロックダウンへの抗議運動を見ても事態は改善よりも悪化に向かっている印象は払拭できない。また、中国の景気減速は世界景気減速の引き金となり得る。外需の減速は貿易立国のシンガポール経済へ悪影響をもたらすのは必然であり、中国の動向はあらゆる面でシンガポールにとってのリスク材料となっている。
- もともと、MAS も今年大きく SGD 高に誘導してきた経緯もあり、他のアジア新興国通貨と比べて今回の FOMC の結果を受けた相場への影響は小幅であると予想される。また、足許において、株式市場をはじめシンガポール金融市場へ資金流入が続いていることも SGD を支える材料となりえる。
- 結論として、SGD は今後数か月間荒い値動きに晒される可能性には警戒が必要である。特に FRB の決定を受けて SGD の一時的な売りが誘発されることはある程度想定するべきで、その後は長引くチャイナリスクに一進一退の相場が続くものと考えられる。

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: THB は値を戻すも過信は禁物

マーケット・エコノミスト

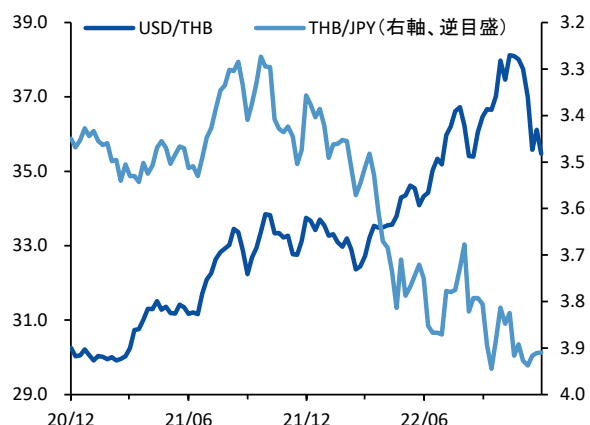
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

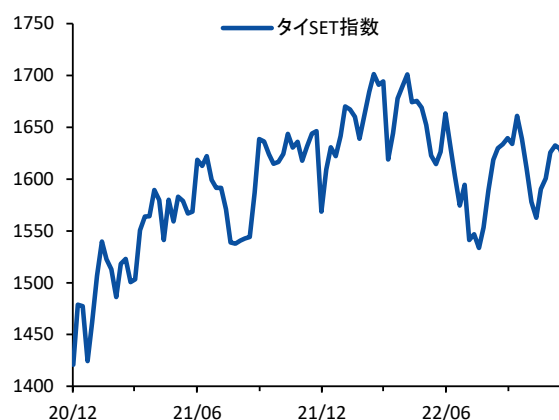
- 11 月の THB は大きく値を戻した。月初 37 台後半で取引を開始し、上旬はパウエル FRB 議長の FOMC 後の講演内容が意識されて軟調推移。中旬は米 10 月消費者物価指数 (CPI) の軟化を受け 36 台半ばまで急伸した。その後はやや材料難となったが、下旬にかけて、7~9 月期 GDP の堅調な結果や 11 月 FOMC 議事要旨のハト派な内容を受けたドル安の影響もあり、月末時点では 35 台前半と 8 月以来の高値水準を記録した。
- 国家経済社会開発委員会 (NESDC) は 22 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率を公表し、結果は前年同期比 +4.5% で 4 四半期連続のプラスを維持した。個人消費の回復のほか、観光業を中心としたサービス輸出の伸びが目立った。入国制限が 5 月にほぼ撤廃され、外国人観光客の受入増加が影響した格好となった。なお、NESDC は 22 年通年の成長率見通しを同 +3.2% と、前回 8 月時点での +2.7~+3.2% から上方向に修正した。翌年以降も観光業の本格再開が景気回復のドライバーとなることに期待感を示した。
- BOT は 30 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を 1.00% から 1.25% に引き上げた。声明文では、引き続き民間消費の改善が下支えとなり景気回復が順調である点を指摘、今後のインフレ見通しからも緩やかな金融政策の正常化が適切とした。今後の政策指針については特にインフレに関する指標を注視していく姿勢を示しており、短期的には不安定なエネルギー価格、中長期的には賃金上昇など二次的なインフレリスクを懸念材料に挙げた。
- 10 月 CPI は前年比 +6.0% と 9 月の同 +6.4% から減速した。内訳をみると食品・エネルギー価格の上昇のベース効果が弱まりつつある一方、生鮮食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同 +3.1% と僅かながら上昇が続いた。片や、生産者物価も高水準を維持しており、10 月には政府が最低賃金水準の引き上げを実施した状況を踏まえれば生産コストの上昇が消費者物価に転嫁される可能性を指摘する声も出ている。
- THB を巡る相場環境はドル高一服の裏で資源価格の軟化、インバウンド産業の堅調な回復など THB 側にも買い要素が出てきているものと考えられる。ただ、短期的には FOMC での情報発信や中国のコロナ対策の動向などリスク材料が混在する状況である。23 年以降は THB 高方向の動きを予想するが、世界経済減速懸念は引き続き燃っており、市場のリスク心理が急激に改善する地合いにはない点には留意したい。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ブラジル:じわり再燃する財政懸念

マーケット・エコノミスト

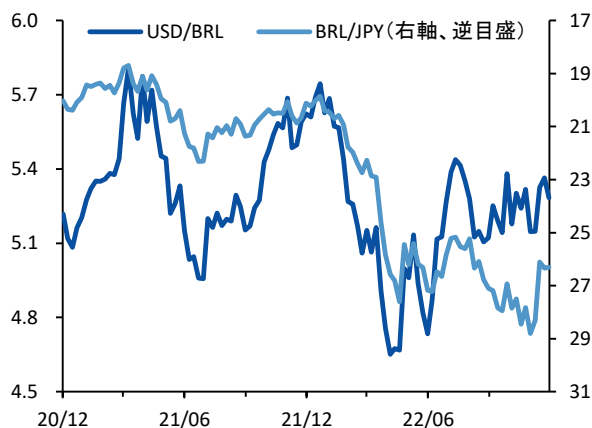
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 11 月、BRL は前月比▲0.2%と反落。BRL は 5.14 台で取引を開始。懸念された大統領選後の混乱が回避されたこともあり、5.02 台まで BRL 高が進んだ。ただし、その後は次期政権下での財政拡大への懸念が重しとなり、多くの新興国通貨が上昇する中でも BRL 安が進展。中旬に 10 か月ぶりとなる 5.52 台を試した。月末にかけては懸念の和らぎから持ち直し 5.19 台で取引を終えた。
- 大統領選の僅差での敗北をボウソナロ大統領が受け入れないのではないかと懸念が一部にあったが、杞憂に終わった。支持者による道路封鎖等が生じたものの、同大統領は解除を呼びかけたほか、早々に政権移行手続きの開始を命じた。「憲法を順守する」との言葉で、事実上、選挙結果を認めた。
- 他方、次期政権下の財政運営をめぐる不安は再燃した。10 月に実施された議会選挙では右派勢力が伸張、左派連合の獲得議席は上院・下院ともに過半数には遠く及ばなかった。そのため、左派政権下でも急進的な政策転換は回避されとの期待が高まっていた。ところが足許では、閣僚人事等を通じて上下両院で 6 割超の協力を見込める連立政権の樹立の可能性も指摘されている。
- また、中道寄りとみられるアルキミン元サンパウロ州知事が次期政権の副大統領に指名され、政権移行チームを率いることとなったことに市場が安堵したのも束の間、同チームにかつての左派政権を支えたメンバー等が参画するにつれ、不安感が高まった。実際、同チームは低所得者向け現金給付プログラムの支給額上乘せ等を求め始め、こうした予算を政府予算の歳出の伸びを抑制する歳出上限法の適用外とすることを模索している。このほか、2022 年末を期限とする燃料価格に対する減税措置を 2023 年も継続する意向だという。
- 財政拡張が景気を下支えすることは事実だろう。しかし、一段の需要テコ入れは、これまでのインフレ抑制の取り組みを阻害しかねない。特に、それを借り入れて賄い、財政不安(≒通貨安)を伴いかねない場合は注意を要する。足許では、ブラジル中央銀行(BCB)の市場サーベイで、2023 年のインフレ率と政策金利の見通しが上方修正され始めており、市場の警戒感がうかがえる。
- もちろん、上述の財政拡張や政策変更の程度は、次期政権の閣僚人事や連立交渉の行方次第なところもあるだろう。とはいえ、エネルギー・食糧の代替面でのアドバンテージや利下げ局面を見越した証券投資資金の流入が BRL をサポートするというシナリオに、不安要因が再燃しつつあるのも事実。かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.70~5.70 と幅広に構えておきたい。

図表 23:ブラジルレアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボエスパ指数



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: インフレのピークアウト近づく

マーケット・エコノミスト

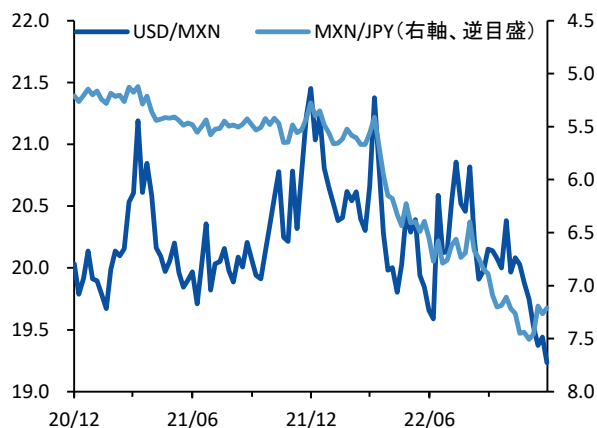
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

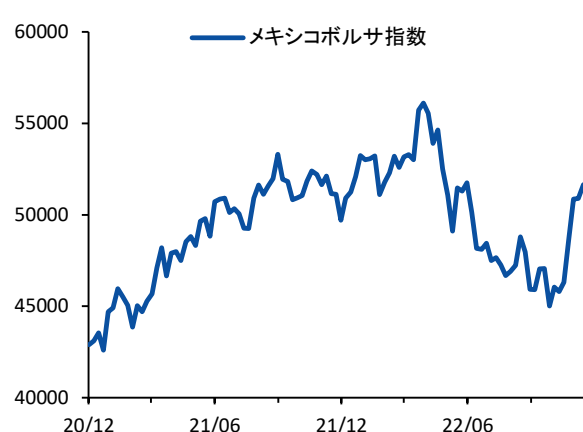
- 11 月の MXN は前月比+2.8%と続伸。MXN は 19.8 台で取引を開始すると、月半ばにかけて上昇、2020 年 3 月以来となる 19.2 台を一時試した。FOMC 後のドル高一服や中国のゼロコロナ政策の緩和期待、米 CPI の下振れと好材料が重なった。その後、MXN は一時 19.6 近くまで押し戻されるも、下旬には堅調さを取り戻し、2020 年 2 月以来の 19.0 台を試した後、19.2 台で月末を迎えた。
- メキシコ中央銀行 (Banxico) は 10 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を 75bp 引き上げて 10.00%とした。米国と同様、4 会合連続で 75bp の大幅利上げを実施した。また、同行は、公表を開始して以来初めて、2023 年 10~12 月期までの消費者物価指数 (CPI) の伸び率の見通しを縮小。CPI については 2022 年 7~9 月期がピークであったとした。実際、10 月 CPI は前年比+8.41%と前月 (同+8.70%) から鈍化した。
- 他方、10 月コア CPI (食料・エネルギーを除く) は同+8.42%と、2000 年 8 月 (同+8.80%) 以来の水準まで加速。インフレ圧力がさらに広範囲に及んでいることがうかがえる。こちらは Banxico も上方修正を続けており、ピークは 2022 年 10~12 月期になる見通しだ。従来警戒を込めて用いてきた「著しく」ではないにせよ、インフレを巡るリスクバランスは依然として上方に傾いているという。
- こうした中で、Banxico は利上げペースの減速を注意深く模索していくと考える。従来から声明文にある「次回以降、状況を鑑みて利上げ幅の調整を検討する」という文言は、インフレのピークアウトも展望される中で従来以上に意味を持つ。今会合では、5 名中 1 名の委員が 50bp の利上げを主張した。ただし、インフレ上振れリスクのひとつである通貨安にも配慮すれば、米国の動きと平仄を合わせていく可能性が高い。次回会合 (FOMC と同日開催) で利上げ幅減速となっても、米墨金利差は概ね横ばいとなり、MXN 安圧力は限定的だろう。
- 実需面では、貿易赤字の縮小が 9 月以降目立つ。自動車生産の持ち直しが背景にある。これまで MXN の底堅さを支えてきた海外のメキシコ人労働者による送金は 7 月をピークに頭打ち感もみられるが、貿易赤字の縮小幅がそれを大きく上回る状況となっている。もっとも、いずれも今後は米国経済減速の影響を免れないだろう。これは昨年来、急速に回復してきた観光業収入にもいえる。これを補うべく、海外からの直接投資を拡大させることが出来るのか。現政権の国有企業優遇の姿勢を見る限り、不透明感の方が大きいといえる。
- かかる状況下、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 19.0~20.5 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 1～11月(実績)	SPOT	2022年 12月	2023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)	6.3065 ~ 7.3274	7.0924	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル	(HKD)	7.7825 ~ 7.8500	7.8058	7.84	7.83	7.82	7.81	7.80
インドルピー	(INR)	73.779 ~ 83.293	81.429	82.6	81.8	79.8	83.6	81.0
インドネシアルピア	(IDR)	14250 ~ 15749	15732	15830	15650	15500	15880	15620
韓国ウォン	(KRW)	1185.81 ~ 1444.78	1318.38	1320	1340	1320	1300	1290
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1645 ~ 4.7485	4.4460	4.55	4.51	4.45	4.62	4.50
フィリピンペソ	(PHP)	50.753 ~ 59.329	56.592	58.2	57.8	57.5	58.8	57.5
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.4492	1.3605	1.40	1.39	1.38	1.40	1.38
台湾ドル	(TWD)	27.496 ~ 32.379	30.816	31.5	31.5	31.0	30.5	30.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 38.46	35.10	35.3	34.8	34.6	34.6	34.4
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 24874	24702	24750	24400	24300	24680	24400
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.5853 ~ 5.7239	5.1907	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	19.0401 ~ 21.4676	19.2729	19.5	19.8	20.0	20.1	20.2
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ~ 20.965	19.698	19.30	19.16	19.01	19.86	20.43
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 19.357	17.689	17.60	17.50	17.26	17.93	18.33
インドルピー	(INR)	1.491 ~ 1.837	1.710	1.67	1.67	1.69	1.67	1.77
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.976	0.878	0.872	0.875	0.871	0.882	0.915
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ~ 10.776	10.474	10.45	10.22	10.23	10.77	11.09
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ~ 32.120	31.216	30.33	30.38	30.34	30.30	31.78
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ~ 2.563	2.443	2.37	2.37	2.35	2.38	2.49
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ~ 106.28	101.48	98.36	98.70	97.68	100.14	103.32
台湾ドル	(TWD)	4.060 ~ 4.721	4.501	4.38	4.35	4.35	4.59	4.77
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.981	3.933	3.91	3.94	3.90	4.05	4.16
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.6168	0.5590	0.56	0.56	0.56	0.57	0.59
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	20.216 ~ 29.247	26.626	26.54	26.71	26.73	28.00	28.60
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ~ 7.580	7.162	7.08	6.92	6.75	6.97	7.08

注: 1.実績の欄は 2022 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 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(11 月 30 日発行)』に基づく。

出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。