

2022 年 12 月 26 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 各国固有の要因があらためて注視される	2
中国: ゼロコロナの次は債務問題の行方を注視	3
インド: 23 年も上値の重い推移が継続か	4
インドネシア: 23 年に想定される IDR 安リスクとは	5
韓国: 大きく膨らんだ貿易赤字の動向睨み	6
マレーシア: 内政の安定が年明け最初の課題	7
フィリピン: PHP は続伸もリスク要因は解消せず	8
シンガポール: SGD は上昇も揺り戻しに警戒	9
タイ: 観光業の回復が THB の支援材料に	10
ブラジル: 次期政権の財政運営に当面注目	11
メキシコ: 米国景気減速の影響は免れない	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：各国固有の要因があらためて注視される

マーケット・エコノミスト

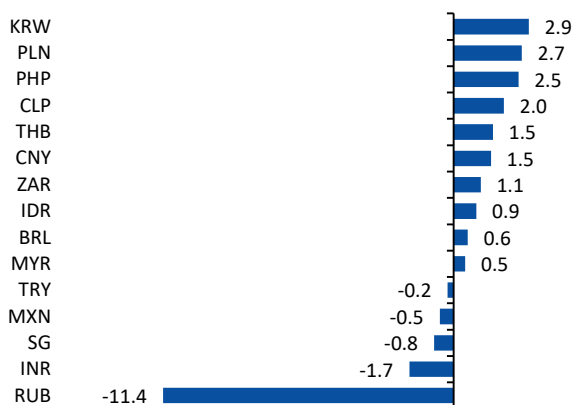
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

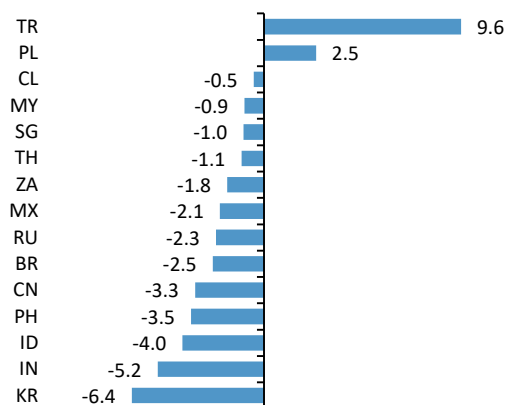
- 12 月の MSCI 新興国通貨指数は比較的小幅でもみ合い。同指数は 1641 台で取引を開始。上旬は FRB のタカ派化懸念の和らぎや中国のゼロコロナ政策緩和への期待感を追い風に 1658 台を試す場面もみられた。中旬以降は概ね 1640～1655 のレンジで上下した。欧米中銀のタカ派堅持、日銀からのサプライズも明確な方向感をもたらすには至っていない(12 月 23 日時点)。
- 2022 年は世界が忘れかけていたリスクを思い出させた年であった。ひとつはロシアによるウクライナへの侵略だ。世界はエネルギーと食糧の供給不安だけでなく、今やロシアの核使用の脅威にも直面する。また、対ロ制裁を巡って世界は分断されつつある。世界は、経済のグローバル化だけでは戦争抑止が難しいことや、資源調達の偏在等、既存の供給網に潜む脆弱性を再認識した。
- 米中対立の高まりも重なる。経済における「成長より安全保障」の潮流は 2023 年も強まり、グローバル企業にとっての新興国の位置付けも変わってきそうだ。
- もうひとつは、世界的なインフレ高進だ。2023 年前半には多くの国・地域でピークアウトを想定するも、高止まりのリスクには注意したい。世界経済の「最悪期はこれから」(IMF)ともいわれる中で資源価格の高騰は一服も、上述のウクライナ危機の悪影響が中東・アフリカ地域の資源国等で拡大すれば波乱要因となる。また、経済正常化が進むにつれ、サービス価格の上昇が本格化しよう。
- インフレ高止まりとなれば、2023 年には一巡を想定する新興国における金融引き締めも長期化しうる。特に、米国で「より高く長い」引き締めが続く場合は、通貨安(≡インフレ率上昇)抑制の必要性もあり尚更だ。新興国景気は一層下押しされ、これを歳出拡大で補完しようとするれば、財政懸念の高まりや、それに伴う通貨安対策を経て、脆弱性が増す場合もあろう。ドル金利の高止まりは債務借換を通じて利払いコストを高め、対外ファイナンスへの懸念にもつながりうる。
- 2023 年については、新興国通貨の持ち直しを想定するが、総じて緩やかに進むと考えたい。足許で生じたドル高の巻き戻しは新興国通貨にとって強い追い風だが、いつまでも続くわけではない。むしろ、新興国通貨市場では、これまでドル高に覆い隠されてきたところがある各国の現状、固有の問題が再び注目されそうだ。コロナ禍とインフレ高進を経て、どの国も傷を負った状況にある。
- 地域別には、アジアの新興国通貨が相対的に堅調さを見せそうだ。世界経済が減速感を強めていく中であって、中国経済の持ち直しが期待されることが大きい。半導体需要の底入れも手掛かり材料となってくるのではないかと。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2022 年 12 月、23 日時点、%)



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 12 月、23 日時点、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:ゼロコロナの次は債務問題の行方を注視

マーケット・エコノミスト

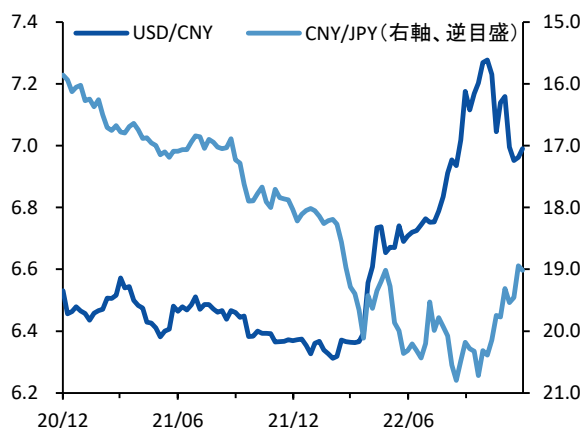
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

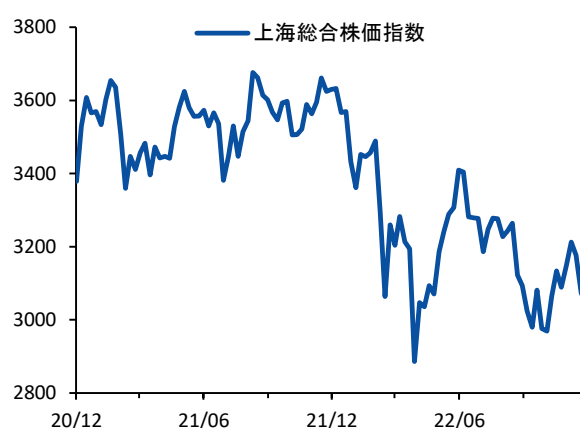
- 12 月の CNY は続伸。CNY は月初に 7.04 台で取引を開始、ゼロコロナ政策の緩和期待が続く中で 6.94 台まで値を伸ばした。その後は、感染拡大や混乱も伝えられる中で CNY の急速な持ち直しには一服感がうかがえるものの、米景気減速懸念や主要中銀の決定内容を踏まえた市場の動きと平仄を合わせつつ、総じて 6.93~7.00 のレンジで底堅い動きをみせている(12 月 23 日時点)。
- 2022 年の CNY 相場は 11 月にかけて大幅な下落をみせた。主には①米中金利差の縮小・逆転が背景とみられる。米国が利上げに着手する中、ゼロコロナ政策による景気低迷に中国では金融緩和が進展した。また、経済・社会の統制強化や米国の対中規制強化の動きに②証券投資資金が流出したことも重なった。さらに年後半は FRB のタカ派姿勢が強まり、CNY は一時 7.32 台を試すに至った。もっとも、米利上げペース減速とゼロコロナ政策緩和を手掛かりに米中金利差が縮小につれ CNY は持ち直し、再び 7.00 割れの水準を回復した。
- 2023 年の CNY 相場は持ち直しが続くと想定。ゼロコロナ政策緩和を好感した急反発には一服した感もあるが、年後半は経済持ち直しや不動産セクターの債務問題の改善を睨みながら、徐々に持ち直しを加速していこう。
- 足許では、感染拡大や経済活動の混乱がみられ、今後も行動規制の再強化の可能性は否めず、経済正常化の道は決して平らではない。しかし、ゼロコロナ政策の合理化の方向性は変わらないだろう。中国製ワクチンの実用化・普及が期待される 2023 年4月以降にも with コロナへ移行すると考えたい。この時期には、政府の予算執行も本格化する。いよいよ経済回復が展望されてくる。
- 本格的な経済の持ち直しは 2023 年後半を見込む。その際に期待されてくるのが、不動産セクターの債務問題の改善であろう。政府は、同セクターへの資金繰り支援を一段と強化、ローン返済を渋る住宅購入者の不安解消にも取り組み始めた。同セクターを巡る悪循環を断つ動きといえる。ここに、景気持ち直しによる需要の改善が加われば、同債務問題も大きな進展を迎えることになる。CNY 相場にとっては、ゼロコロナ政策緩和に続く、大きな支援材料となろう。
- 一方で、景気持ち直しの本格化は内需拡大(≒輸入増)を伴う。世界経済の減速で輸出は伸び悩みが見込まれ、貿易黒字は縮小を余儀なくされる。海外旅行が再活発化すれば、サービス収支の赤字も拡大しよう。また、経済・社会の統制強化や米国による対中規制強化への懸念は残る点にも注意が必要だ。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.75~7.15 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:23 年も上値の重い推移が継続か

マーケット・エコノミスト

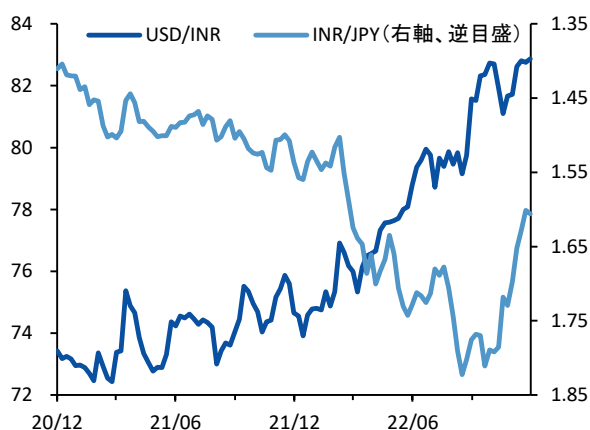
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の INR は上値重く推移した。月初、81 台付近で取引を開始。上旬は米 11 月雇用統計や米 11 月 ISM 非製造業景気指数の結果が好感されドルが上昇、INR は 82 台半ばをつけた。中旬は FOMC を控えやや動意に欠いたが、FRB がターミナルレート引き上げを示唆したことで INR は月安値の 82.90 台まで下落した。下旬以降は年末の薄商いの中で材料難となったが、リスクオフムードは熾っており、82 台後半でのレンジ推移が継続した。
- インド準備銀行(中央銀行、RBI)は 5~7 日、金融政策委員会(MPC)を開催し、政策金利のレポレートに 6 人の委員会メンバーのうち 5 人の賛成のもとで 5.90%から 6.25%へ引き上げることを決定した。利上げは 5 会合連続での実施となり、利上げ幅は 9 月会合での 50bps から 35bps へ縮小した。声明文では国内経済について、外部環境に左右される点も多く不確実性を伴うとした上で、22 年度の成長率を前年比+6.8%と従来予想の同+7.0%から引き下げた。
- 22 年度のインフレ見通しについては従前からの前年比+6.7%に据え置いた。こちらもウクライナ危機の動向や資源価格の変動など不確実性を伴う内容であるが、RBI のインフレ目標(+2.0~+6.0%)に収束するには 23 年の春先頃まで時間を要するとしてインフレの長期化を示唆した。今後の政策対応として、RBI は引き続きインフレの抑制に注力していく方針を示している。利上げの他にも市場の流動性供給の管理なども合わせながら、目標レンジへの収束を目指すものと考えられる。次回 2 月会合での追加利上げの可能性に備えたい。
- 11 月消費者物価指数は前年比+5.9%となり、10 月の同+6.8%から減速。数字上では 11 か月ぶりに RBI の目標レンジ(前年比+2.0~+6.0%)に収束した。食料品価格のベース効果剥落が寄与したが、食料品・燃料価格を除くコアベースでは同+6.2%と目標レンジを僅かに上振れる推移が続いた。
- 今年の INR 相場は断続的に安値を更新する展開となった。FRB の利上げ本格化とともに対米金利差が縮小したほか、コロナ禍における大規模な財政出動と経常赤字の常態化により「双子の赤字」は深刻化したことで、RBI も複数回にわたって INR 高方向の介入を実施するに至った。一方で、資源価格に調整局面に入っていることで、貿易赤字は改善すると予想されるが、それは INR 安圧力を緩和するに留めるだろう。23 年は世界的な金融引き締めを通じて景気が冷え込み、市場はリスクオフに向かう懸念は根強い。こうした前提の下では、INR は年明け以降も引き続き上値の重い推移が予想される。

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:23 年に想定される IDR 安リスクとは

マーケット・エコノミスト

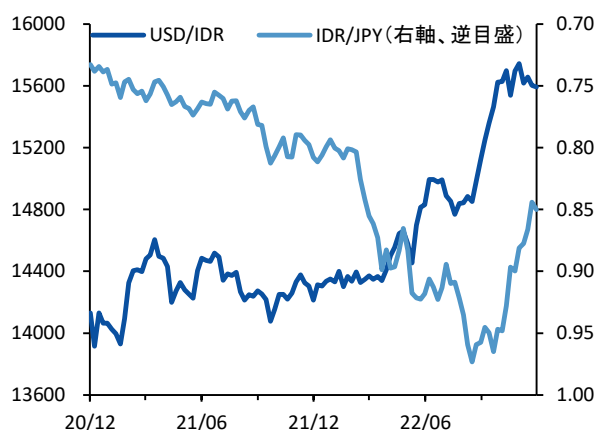
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の IDR は上値の重い推移が続いた。月初、15600 台で取引を開始。上旬は米金利の低下で一時的に高値の 15400 台まで上昇したが、米 11 月雇用統計や ISM 非製造業景気指数の結果を受けて反発。中旬は FOMC の動向が意識されて動意に欠いたが、FOMC 終了後は 15600 台で定着。中旬以降は徐々に薄商いとなり、15600 付近でのレンジ推移が継続、本稿作成時点においても同水準での取引となっている。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 21~22 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従来の 5.25%から 25bps 引き上げて 5.50%とした。BI は 5 会合連続での利上げを決定し、利上げ幅は 11 月会合の 50bps から 25bps に引き下げた。ペリー総裁は政府・中銀が一体となって引き続き対応していく方針を表明。今回の利上げについても、利上げ幅は縮小したが、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ことに寄与すると述べた。この他、ペリー総裁は市場でのドルとルピアの供給バランスを調整していくなど IDR の安定化を引き続き注視する姿勢を示した。
- 11 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 も高止まりが続いた。
- IDR は本稿作成時点において対ドルで▲8.56%の下落、結果として周辺国と比較して最も下げ幅が大きな通貨となった。11 月以降のドル高調整局面において戻り幅が小さかったことが影響した。要因として考えられる点は大きく経常収支の悪化と BI の独立性に関する懸念と見られる。前者については、今年是一次産品価格上昇の恩恵を受けて需給環境は改善したが、来年に予想される世界景気減速局面では資源価格に調整が入り、輸出は鈍化することが考えられる。後者については、今月中旬に議会が、中央銀行の責務を拡大する金融部門開発・強化法案を可決し、大統領が危機的状況と宣言した際に財政ファイナンスを事実上容認したことが気がかりである。かかる内容は中央銀行の独立性に疑義が生じうる話であり、通貨の信認を毀損することにもなりかねない。今後の動向次第では投資資金流出にも繋がることも想定されるシナリオであり、中央銀行の政策運営は一層透明性が要求される。

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:大きく膨らんだ貿易赤字の動向睨み

マーケット・エコノミスト

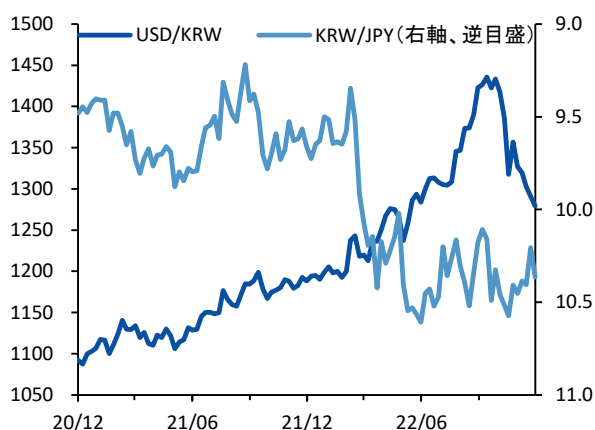
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の KRW は続伸。KRW は 1302 台で取引を開始すると、中旬にかけては概ね 1300～1325 のレンジでもみ合った。中国のゼロコロナ政策の緩和期待と欧米中銀のタカ派化への警戒感が交錯した。ただ、日銀が 10 年国債利回りの変動幅拡大を発表し円高が進むと、KRW も追従して対ドルで上昇。6 月以来となる 1270 台前半を試している(12 月 23 日時点)。
- 2022 年の KRW 相場は 10 月にかけて大幅な下落に見舞われた。金利面では、①米金利上昇を背景とするドル高加速が挙げられる。韓国銀行(BOK)は利上げを継続も金利差は縮小、7 月には米政策金利が上回った。実需面では、②2008 年以来となる貿易赤字の拡大が進んだ。ウクライナ危機によりエネルギーはじめ資源価格が高騰、中国景気は減速感を強め、半導体市況の変調も重なった。さらに、③債務問題も注目された。いわゆるレゴランド問題で短期金融市場には緊張が残る。高水準の家計債務を巡る懸念も燃える。KRW は年末にかけて下落幅の過半を取り戻すも、主に①の巻き戻しによるとみられる。
- 2023 年 1～3 月期は、米金融政策と実需(特に貿易赤字)の動向を睨みながら KRW は一旦もみ合うと想定。ただ、4～6 月期には①の影響はほぼ解消、②については先々の改善を見込む格好で、KRW は徐々に強含むと考えたい。
- 実際のところ、①の再燃の可能性は低い、FRB がさらに「より高く長い」引き締めを志向する場合は注意を要する。利上げ継続方針にあるとみられるとはいえ、BOK がどこまで対抗できるか。また、米韓両国における金融引き締めの長期化は、③への懸念を高めうる。資本コスト上昇と景気減速が重なることで、民間部門のクレジットリスクの高まりや資金流出を巡る不安を惹起しかねない。
- 他方、②の貿易赤字については 2023 年前半には最悪期を脱し、徐々に改善に向かうと考える。世界経済の減速は逆風となるも、中国経済の持ち直しがそれをいくらか和らげよう。輸入面では懸案の資源価格の軟化のほか、内需減退が予想される。当面の注目点は、経常赤字が回避される程度まで貿易赤字が縮小するかであろう。韓国は 2022 年 7～9 月期に約 10 年ぶりの経常赤字に陥った。BOK の経済見通しにあるように、小幅黒字転化を確認したいところだ。
- なお、②については、半導体市況の変調度合いが波乱要因となろう。外国人による韓国株の売買動向やフィラデルフィア半導体株指数は織り込み一巡を示唆するも、業界団体等の需要見通しの下方修正が続いており注意したい。
- かかる状況下、KRW の今後 3 か月の想定レンジは 1270～1340 とする。

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:内政の安定が年明け最初の課題

マーケット・エコノミスト

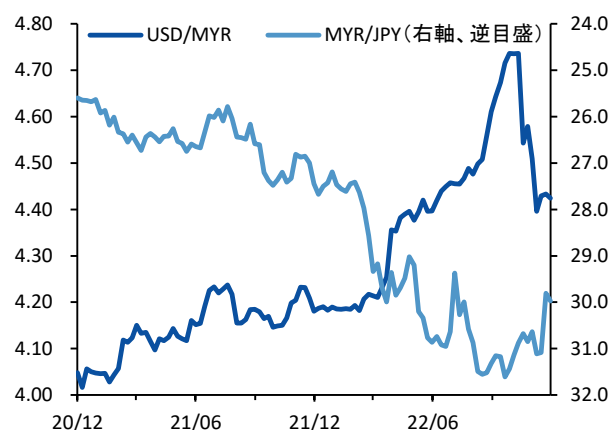
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

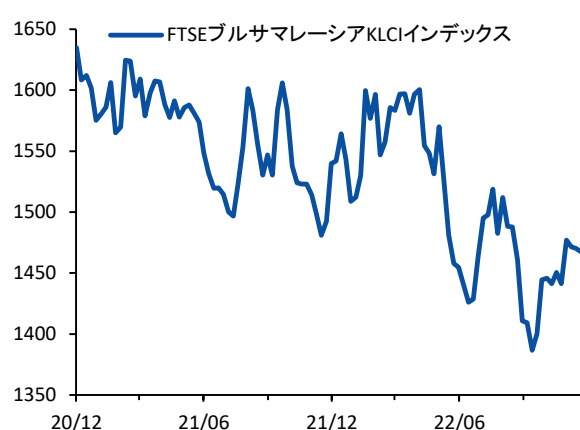
- 12 月の MYR は狭いレンジでの推移となった。月初 4.42 台で取引を開始。上旬は米金利の低下や中国のコロナ対策緩和の報道を受けて堅調推移。中旬はFOMCの結果に注目が集まる中で積極的な取引は控えられたが、FOMC終了後はドルが一時的に上昇した。中旬以降は相場材料に欠く展開となり、中国のコロナ感染動向や市場のリスク心理が改善しない中で MYR は上値重く推移。本稿作成時点では 4.43 付近での取引となっている。
- 3 日、希望連盟 (PH) を率いるアンワル元副首相が首相に就任し、財務相も兼務することを発表した。11 月の総選挙では単独での過半数の議席は獲得できなかったものの、国民戦線 (BN) をはじめ複数政党と連立構築に至った。注目された組閣人事では 2 名の副首相を他党出身者とする配慮が見られた。しかし、今回指名された BN のザヒド総裁は過去の汚職事件で起訴されている立場であり、汚職の撲滅を謳うアンワル首相は国内からの信用を損なう可能性がある」と指摘された。この他にも満遍なく PH 以外の出身者を閣僚のポストにつけており、連立政権の方向性が一本化されないことを懸念する声も浮上した。
- 11 月貿易収支は 22.3 億リンギの黒字を記録。輸入実績が 10 月の前年比 +29.1% から +15.6% へ縮小したことが貿易収支を引き上げた。一方、輸出については先月の水準から大きな変化はなかったが、電子機器の輸出が回復した点は目立った。主要相手国のシンガポールや米国への輸出も堅調に推移している。年間で見ると、11 月まで累計した貿易黒字は 204 億リンギとなっており、21 年の 251 億リンギには届かない見込みながら、底堅く黒字を計上した。今年は特に前半の石油関連製品の輸出が好調であり、ドル高に傾斜しやすかった相場の中でも、MYR の実需は比較的堅調に推移したと総括できる。
- FRB の政策転換を織り込む動きが強まる中、前月に続きドル高の調整が続いた。市場では FRB の利上げ終了を 23 年の春先と見込む動きが強まっており、マレーシアにおいても同時期に利上げが一巡すると予想される中、金利差を意識した取引は 23 年前半までのテーマとなるであろう。FRB 利上げ終了時点でドルは軟化すると考えられる。国内要因で注目したいのは新政権の動向だ。先述の通り内政の混乱が長期化すれば、予想以上に経済の足を引っ張る可能性がある。また、世界景気減速やインフレの抑制を通じて、資源価格の調整が続くことも想定しておくべきであり、この点はマレーシアの貿易黒字の減少に直結しうる論点である。これも MYR のダウンサイドリスクとなる。

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:PHP は続伸もリスク要因は解消せず

マーケット・エコノミスト

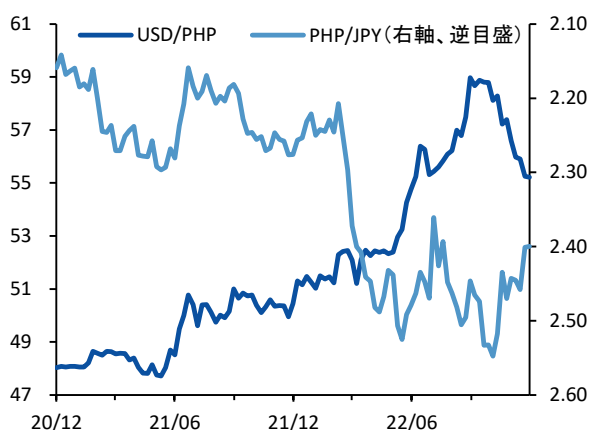
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

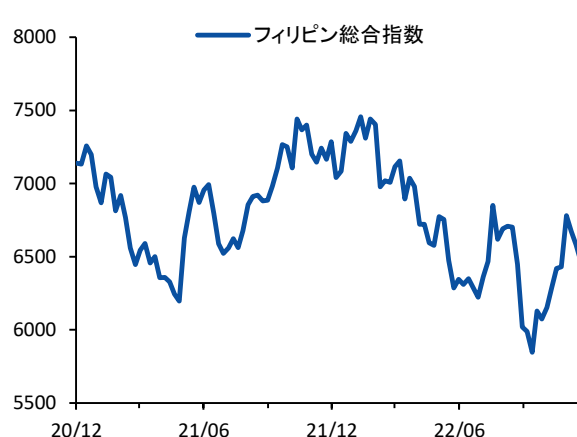
- 12 月の PHP は上値を伸ばす展開となった。月初、56 台前半で取引を開始。上旬は米金利の低下や中国のコロナ対策緩和の報道を受けて、55 台半ばまでじりじりと上昇。中旬にかけては米 11 月消費者物価指数 (CPI) の軟化もあって堅調推移となったが、FOMC にてターミナルレートの引き上げが示唆されると PHP の上昇は一服。中旬以降はやや動意に欠く相場の動きとなったが、クリスマスシーズンにかけた PHP の実需の買いが強まる地合いとなりじりじりと上昇した。本稿作成時点では 55 を挟んだ取引となっている。
- BSP は 17 日に開催した金融政策会合で、政策金利の翌日物リバースレポレート従来 5.00% から 5.50% へ引き上げた。7 会合連続での利上げとなり、利上げ幅は前回 11 月会合の 75bps から 50bps へ縮小した。BSP は年初来で累計 350bps の利上げを実施したこととなる。声明文では、国内のインフレの状況と今後の見通しに関する記載が目立った。
- 11 月 CPI は前年比 +8.0% と 10 月の同 +7.7% から更に加速。BSP は 22~24 年のインフレ見通しを更新しており、それぞれ前年比で +5.8%、+4.5%、+2.8% とした。11 月時点と比較して 23 年は更に +0.2% ポイント引き上げられた。先行きのインフレリスクについては先述した食料品価格の急騰の他にも、供給網の混乱や労働力不足を背景とした最低賃金水準の上昇を指摘した。メダラ BSP 総裁は会合後の会見にて、インフレ率を中銀目標である +2.0~+4.0% へ収束させるため引き続き金融引き締め措置を実施する必要がある点に言及した。
- 今年 PHP は米国のインフレ加速と急速な利上げに駆動されたドル高によって大きく値を下げた。しかし、12 月 FOMC ではターミナルレートは引き上げられたものの、FRB の利上げにも終わりが見えてきている。米国でのインフレが予想以上に長期化しない限りは米金利のボラティリティは落ち着いていくものと考えられ、米金利上昇に苦しめられた新興国通貨には好材料だろう。
- また、PHP にとって経常収支の悪化に底打ち感が出ているのも朗報だ。22 年の経常赤字の拡大は原油をはじめ資源価格が高騰し、貿易赤字が深刻化したことが影響したが、年末にかけてその動向にもピークアウトの兆候が出ている。こうした状況を考慮し、23 年に入っても緩やかながら、PHP は持ち直すものと考えたい。もっとも、ウクライナ危機の長期化、中国経済の冷え込みなど従前からのリスク要素は健在である。市場がリスクオフに傾けば、PHP の下落圧力は引き続き相応に強まるだろう。

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:SGD は上昇も揺り戻しに警戒

アジア・オセアニア資金部

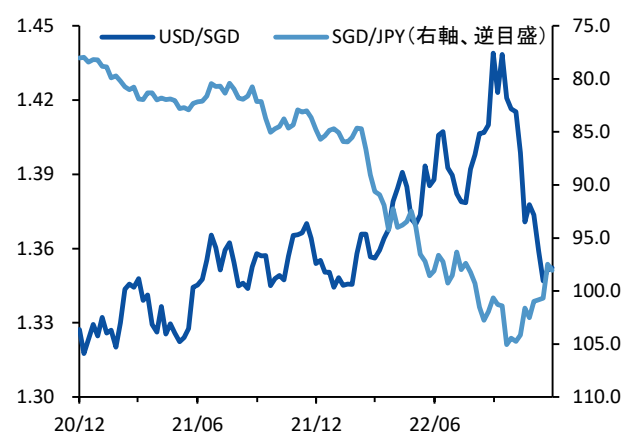
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

- SGD は年初来、アジア新興国の通貨として唯一、対ドルでの下落をほとんど見せていない。さらに注目すべきなのは、10 月のシンガポール金融通貨庁 (MAS、中央銀行) の会合以降、ほぼ途切れることなく上昇が続き、年初来の下げ幅のほぼ全てを取り戻したことである。しかし、MAS の政策効果と言える部分はごく小さく、ドル下落の裏返しの側面が大きい。現に MAS 会合以降、ドルインデックスは 8% 以上急落した。
- 一方、S\$NEER (名目実効為替レート) の上昇は SGD と比べてはるかに小幅であった。さらに、本欄で繰り返し指摘してきた通り、S\$NEER は政策バンドの上半分に位置しており上昇幅は限定されていた。結果として MAS による一貫した SGD 高方向に誘導する政策運営はむしろ域内通貨と比較してリスクオフ局面に強い通貨という立ち位置を強めた印象がある。
- しかし、当然ながら MAS の政策決定 1 つで SGD の下落を無制限に回避できる訳ではない。今年の FRB のタカ派傾斜の前に荒い値動きとなったことを思い出せば 23 年においても SGD のリスクシナリオを検討する必要がある。しかも、足許においては、12 月 FOMC での利上げペース減速を受けて、市場では楽観的すぎる FRB の政策転換を想定する動きがあるように思える。こうした期待が 23 年前半で不意になれば、SGD が急激な調整局面に入るだろう。
- また、世界的な景気後退懸念がシンガポール経済に波及した場合には、シンガポール経済の骨格をなす金融と貿易の連動もまた機能しなくなる可能性がある。つまり、景気後退懸念が燃える状況において、SGD のボラティリティが高まることは十分に考えられる。また、中国経済に関する懸念もほとんど改善に向かっていない。特に、SGD のバスケット構成通貨割合を考慮すれば、CNY の下落が SGD に影響することは想像に難くない。
- 結論として、短期的・中期的にも SGD はとはいえない。新年にかけて市場が FRB の利上げ終了を織り込むことで、一時的にドル安ムードに浸りやすい相場つきとなると想定される。一方、中国のヘッドラインを見ていると新型コロナウイルス対策に伴う制限解除 (≒ 経済の正常化) と感染拡大抑制の両立への道のりの陰しさを再認識させられる。中国経済の正常化の遅れをまだ市場は十分にリスクシナリオとして考慮しておらず、これが SGD 相場にも現れる可能性が高い。本年の 10~12 月期に進んだ SGD の上昇は揺り戻しを伴うもので、ドル安のピークアウトとともに 23 年後半頃にその動きが強まると考えている。

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: 観光業の回復が THB の支援材料に

マーケット・エコノミスト

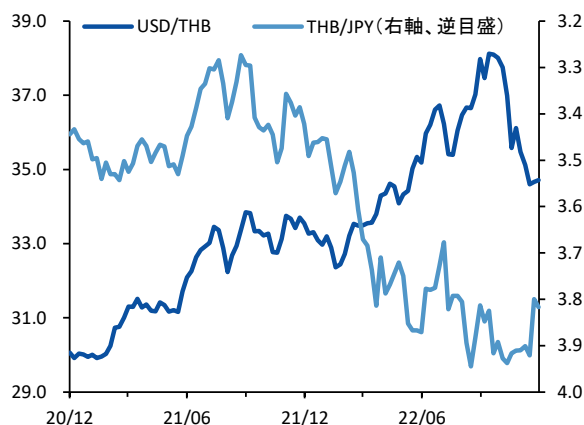
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

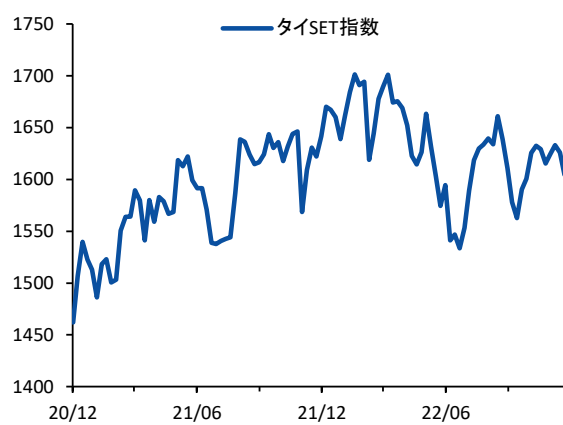
- 12 月の THB は前月に続き値を戻した。月初 35 付近で取引を開始。上旬は米 11 月雇用統計の結果を受けてドル高が進むも、米 11 月消費者物価指数 (CPI) の軟化を受けドル買いは一巡。中旬は FOMC の動向が注目されたが、ターミナルレートの引き上げが示唆されてドルが上昇。THB は一時月安値の 35.10 台まで下落した。その後はやや材料難となったが、観光業の堅調な回復が確認されると徐々に値を戻す展開となり、THB は 34 台半ばまで上昇した。
- 11 月 CPI は前年比+5.6%と 10 月の同+6.0%から減速した。内訳をみると、食品価格の伸びの鈍化が継続し、エネルギー価格の上昇も止まった状況。生鮮食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+3.2%と僅かながら上昇が続いた。なお、タイ中央銀行 (BOT) は 23 年のインフレ見通しを前年比+3.0%、コアベースでは同+2.5%としている。
- THB は来年以降、徐々に値を戻す展開を想定する。今月の FOMC では利上げペース減速とドットチャートの更新が実施されたが、THB 相場には大きな変動は生じなかった。来年以降、FRB が利上げを手仕舞いする局面に入れば BOT も国内のインフレが大きく加速していない限り、利上げを継続するとは考えにくく、両国の金利差は安定化してこれまでのような強い相場要因として機能しないことが予想される。
- これに代わって注目したいのが需給の動向だ。22 年貿易黒字は 10 月までで 165 億ドルと 21 年と比較して約半分まで減少した。22 年後半にかけての悪化が顕著となっている。23 年は原油価格の下落によって輸入の規模は今年より落ち着いた水準となるとみられるが、輸出は完全にピークアウトし、中国をはじめ世界景気の減速懸念から伸び悩むことが予想される。
- 一方、持ち直しが期待されているのがインバウンド産業の堅調な回復を後盾とするサービス収支である。サービス収支の黒字はコロナ前には貿易黒字と並んで THB の需給を支えていた。コロナ禍において、観光業が事実上停止したことでサービス収支は赤字に転じたものの、今年の水際対策の撤廃以降、速いペースで訪タイの観光客数は増加しており、政府や中銀は訪タイの外国人観光客予想を引き上げた。数字としてサービス収支に現れるのはこれからとなりそうだが、中国の防疫政策もようやく緩和方向に舵を切り出したことも追い風となりそう。これらの動向は経済と THB 相場を支える要因として存在感が高まるものと考えられる。

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

ブラジル: 次期政権の財政運営に当面注目

マーケット・エコノミスト

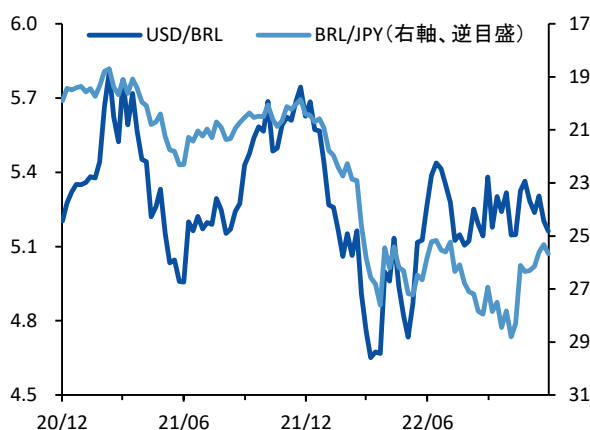
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の BRL は小幅ながら往って来いの展開。BRL は 5.19 台で取引を開始すると、中国のゼロコロナ政策緩和期待に 5.16 台を試した。その後、次期政権の財政運営を巡る懸念から中旬にかけて 5.37 台まで弱含むも、議会在予算案審議で特例措置の最小化を試みると懸念も和らぎ BRL は反発。一時 5.15 台をトライするなど月初の水準近くまで持ち直しつつある(12 月 23 日時点)。
- 2022 年の BRL は、新興国通貨の中でも対ドルで高いパフォーマンスを残そうだ。4 月にかけて、①資源価格の上昇と②急速な利上げに伴う米伯金利差の拡大を背景に、BRL が大幅に上昇したことが寄与した。ただ、その後は FRB の利上げ開始で②の効果は低下、むしろドル高が進んだ。①も原油価格のピークアウトに、年後半はエネルギー・食糧の代替供給国という期待含みの評価へとやや後退した。さらに、10 月の大統領選と議会選を経て、次期政権における財政運営を巡る不安感も漂い、年末にかけて BRL に上値の重さもみられる。
- 2023 年については、足許の財政を巡る不安のほか世界経済の先行き懸念が BRL の重しとなろう。ただ、ドル高巻き戻しの支え等もあり、当面はもみ合いを想定する。そうした悪材料の織り込み一巡後には、BRL も徐々に持ち直そう。
- まず、次期政権の財政運営を巡る不安については、政権発足当初には最も意欲的な政策メニューが掲げられるも、徐々に議会で受け入れ可能なものに整えられていくと考えたい。その許容範囲は連立政権の陣容次第のところはある。現金給付拡大による歳出増(債務増)は織り込み済みとして、経済への介入を強める結果、歳入(税収)面でも問題が生じる可能性もあろう。この点については、慢性的な経常赤字を穴埋めしている直接投資への影響にも注意したい。
- 輸出面では世界景気の減速が強力な逆風となる。もっとも、ウクライナ危機が終焉しない限り、同地域からのエネルギーと食糧供給の問題は残る。2023 年は 2022 年以上の供給不足に陥る可能性すらある。この点で、代替供給国となりうるブラジルの立ち位置はほかの新興国に比べて優位にあると考えたい。また、2023 年後半にも予想される中国景気の持ち直しも逆風を和らげよう。
- なお、ブラジル中央銀行(BCB)はすでに利上げを停止している。米国の利上げ停止期待を背景とする BRL 上昇余地は、他の新興国通貨ほどではないかもしれない。他方、市場見通しは先送りされているとはいえ 2023 年中の利下げも見込まれる。これを期待した証券投資フローも BRL を支えそう。
- かかる状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.80~5.80 としたい。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

メキシコ: 米国景気減速の影響は免れない

マーケット・エコノミスト

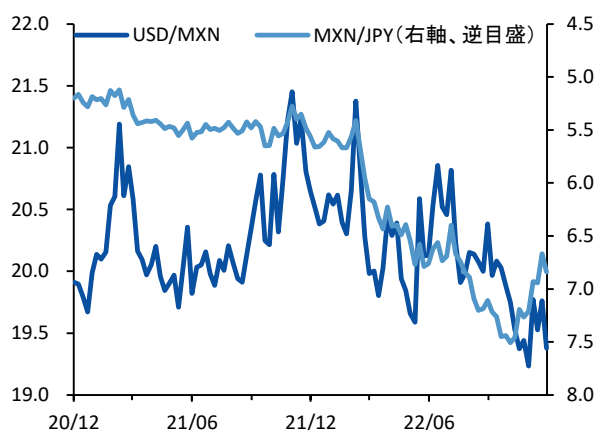
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

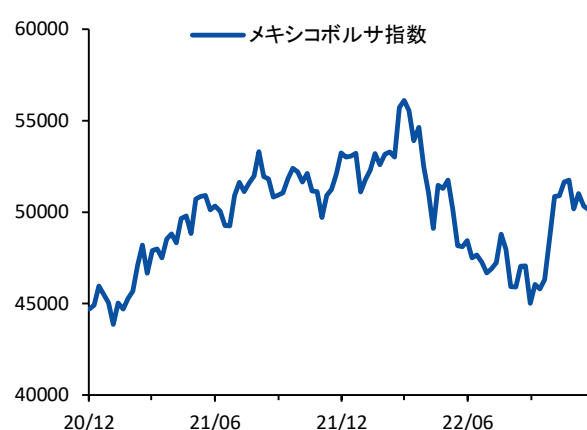
- 12 月の MXN は反落。MXN は 19.2 台で取引を開始すると、中国のゼロコロナ政策緩和期待から一時 19.1 台を試した。しかし、米景気の先行き懸念が高まるにつれ MXN は急速に弱含み、19.9 台まで反落。米 CPI の下振れに伴う反発も一時的にとどまった。その後は主要中銀の政策決定等を手掛かりに MXN は概ね 19.5~19.9 のレンジでもみ合っている(12 月 23 日時点)。
- 2022 年の MXN は新興国通貨の中でも対ドルで底堅い動きを見せた。背景としては、①積極的な利上げによって米墨金利差を維持し資金流出を抑制、②地理的要因からウクライナ危機による直接的な影響が軽微であった、③米国景気の持ち直しの恩恵を最も享受した、等が挙げられよう。なかでも③は、メキシコ人労働者からの送金額が過去最大となったことや、旅行収入が 2019 年の水準を回復、年後半の自動車生産持ち直しによる貿易赤字縮小と、MXN の実需面での改善にうかがえる。対米輸出拠点としての期待の高まりも同様だ。
- 2023 年の MXN 相場については、2022 年とは異なり弱含む展開を想定する。上述の①と②の状況については大きな変化を見込まないものの、③の米国景気はさらなる減速が見込まれ、実需面ではむしろ逆風が増すと考える。
- 海外からの送金額については足許でも高水準を維持しているものの、ピークアウトも近いと考える。一定の相関がうかがえる米求人者数がすでに減少したことが主な理由だ。特に、建設や製造業(非耐久財)、ヘルスケア・社会扶助等、比較的、労働集約の側面が強い業種で減少がみられる点には注意したい。また、成長率は鈍化が見込まれるとはいえ、メキシコ経済がコロナショック前の状況に回復しつつあることは、海外からの送金への依存度を低下させよう。
- 輸出については自動車生産の持ち直しは引き続き好材料も、米景気減速下で輸出全体としては伸び悩みが予想される。メキシコ経済の持ち直しによる輸入増も見込まれ、さらなる貿易赤字の縮小も期待しにくい。コロナ禍からの回復一巡で観光収入のさらなる拡大も時間を要しよう。メキシコの経常収支については再び赤字が常態化するという、いつもの状況に戻ると考えておきたい。
- なお、対内直接投資の行方は波乱要因となりうる。現政権の国有企業優遇、USMCA 協定軽視の姿勢は一段と強まりつつある。一方で、従来からの対米輸出拠点としての評価に加えて、グローバル・サプライチェーン再編や米国による対中規制回避等の観点から、メキシコへの直接投資ニーズは根強いようだ。
- かかる状況下、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 19.0~20.4 としたい。

図表 25: メキシコペソ相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 26: メキシコボルサ指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

為替相場見通し

		2022年 1～12月(実績)	SPOT	2023年 3月	6月	9月	12月	2024年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.3065 ~ 7.3274	6.9915	6.95	6.90	6.80	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7617 ~ 7.8500	7.8053	7.78	7.76	7.75	7.75	7.75
インドルピー	(INR)	73.773 ~ 83.291	82.866	83.8	81.6	84.0	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14253 ~ 15750	15593	15780	15480	16000	15880	15500
韓国ウォン	(KRW)	1181.40 ~ 1444.50	1278.30	1320	1300	1280	1260	1250
マレーシアリングギ	(MYR)	4.1642 ~ 4.7495	4.4243	4.49	4.36	4.56	4.45	4.38
フィリピンペソ	(PHP)	50.755 ~ 59.005	55.173	56.3	54.2	57.2	56.2	54.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3408 ~ 1.4492	1.3522	1.39	1.37	1.40	1.37	1.34
台湾ドル	(TWD)	27.515 ~ 32.338	30.720	30.5	30.3	29.8	29.3	29.0
タイバーツ	(THB)	32.09 ~ 38.47	34.71	35.6	34.0	35.8	34.3	33.8
ベトナムドン	(VND)	22627 ~ 24874	23590	24200	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	4.5836 ~ 5.7247	5.1620	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	19.0401 ~ 21.4676	19.3908	19.8	19.9	20.1	20.3	20.5
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	17.867 ~ 20.965	18.950	18.71	19.13	19.71	20.30	20.60
香港ドル	(HKD)	14.576 ~ 19.357	16.975	16.71	17.01	17.29	17.55	17.68
インドルピー	(INR)	1.491 ~ 1.837	1.606	1.55	1.62	1.60	1.66	1.70
インドネシアルピア	(100IDR)	0.792 ~ 0.976	0.850	0.824	0.853	0.838	0.856	0.884
韓国ウォン	(100KRW)	9.322 ~ 10.776	10.340	9.85	10.15	10.47	10.79	10.96
マレーシアリングギ	(MYR)	27.109 ~ 32.120	29.971	28.95	30.28	29.39	30.56	31.28
フィリピンペソ	(PHP)	2.202 ~ 2.563	2.400	2.31	2.44	2.34	2.42	2.52
シンガポールドル	(SGD)	84.19 ~ 106.28	97.98	93.53	96.35	95.85	99.27	102.09
台湾ドル	(TWD)	4.060 ~ 4.721	4.312	4.26	4.36	4.50	4.64	4.72
タイバーツ	(THB)	3.416 ~ 3.981	3.817	3.65	3.88	3.74	3.97	4.05
ベトナムドン	(10000VND)	0.5005 ~ 0.6168	0.5631	0.54	0.56	0.55	0.57	0.58
ラテンアメリカ								
ブラジルリアル	(BRL)	20.216 ~ 29.247	25.648	25.00	25.73	26.53	27.20	27.40
メキシコペソ	(MXN)	5.377 ~ 7.580	6.832	6.57	6.63	6.67	6.70	6.68

注: 1.実績の欄は 2022 年 12 月 23 日まで。SPOT は 12 月 26 日の 10 時 45 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 26 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。