

2023 年 2 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: リスクテイクの継続性には注意したい	2
中国: 経済の正常化加速が期待される	3
インド: INR は上昇も大きく値を戻すに至らず	4
インドネシア: インフレ収束の目処をつけた BI	5
韓国: ついに政策金利据え置きか	6
マレーシア: BNM は利上げを一旦打ち止め	7
フィリピン: 個人消費の回復が GDP を押し上げ	8
シンガポール: SGD 上昇は継続するか	9
タイ: 約 10 か月ぶりの高値を記録した THB	10
ブラジル: ルラ政権の政策運営に引き続き注目	11
メキシコ: MXN は 3 年ぶりの高値を更新	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: リスクテイクの継続性には注意したい

マーケット・エコノミスト

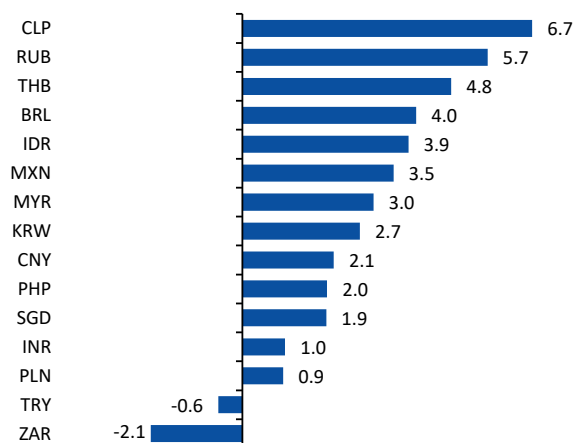
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

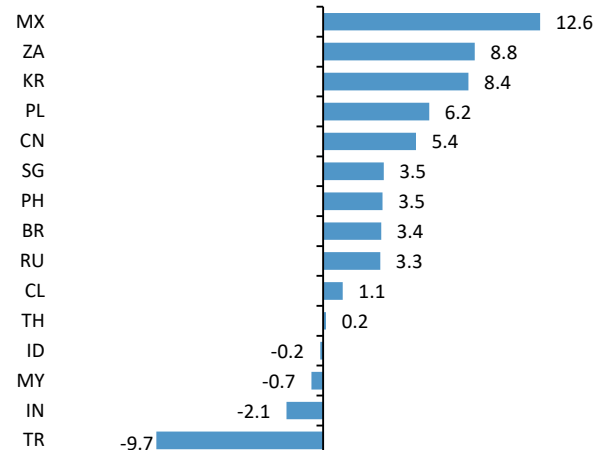
- 1 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+2.6%と続伸。同指数は 1665 台で取引を開始すると、月初にもみ合った後、上昇に転じた。米経済指標の下振れ等を手掛かりに FRB のタカ派化懸念が後退したほか、中国経済の正常化期待の高まりも追い風にリスクテイクが進展。同指数は月半ばに 2022 年 4 月以来となる 1707 台を一時試した。月後半はアジアの春節休暇入りもあって動意が乏しくなる局面もあったが、1692~1705 でもみ合った後、1703 台で月末を迎えた。多くの新興国通貨が上昇する中、TRY は史上最安値を更新した。
- 世界経済の先行きを巡る悲観もピークアウトしてきたようだ。IMF は 31 日に公表した最新の経済見通しで、2023 年の世界経済の成長率見通しを小幅ながら上方修正(前年比+2.7%→同+2.9%)。ゼロコロナ政策が撤回された中国(同+4.4%→同+5.2%)や米国(同+1.0%→同+1.4%)等の上方修正が寄与した。
- 実際のところ、中国ではゼロコロナ政策の撤回直後こそ感染再拡大と一部経済活動の混乱がみられたものの、春節に伴うモビリティは相応に回復し、感染もピークアウトが指摘される。経済正常化は想定以上の進捗をみせており、成長率見通しの上方修正も市場で続いている。中国向け輸出や中国からの観光需要の持ち直し期待を通じて、幅広い新興国通貨のサポート要因となりそう。
- 他方、米国やユーロ圏の経済見通しが改善した点をどう評価するか。新興国経済にとって、当該国における堅調な消費需要はポジティブと考えられる。しかし、それが当該国でのインフレ鈍化を遅らせるようなら、金融引き締めも長期化する。市場で進んできたリスクテイクが、FRB が早晚利上げを停止し年内にも利下げに踏み切ることを前提としていたなら、巻き戻しを余儀なくされよう。
- ちなみに、IMF 見通しでは先進国の 2023 年のインフレ見通しも上方修正(前年比+4.4%→同+4.6%)された。また、優先されるべき政策で IMF がまず挙げたのがインフレ抑止である点も指摘しておきたい。各国中銀も同じ認識だろう。
- 短期的には、上述のリスクテイクの巻き戻しに注意したい。米国市場は、経済のソフトランディング期待と年内利下げの期待がともに根強いという矛盾を孕んだ状況になりつつある。その中で、ドル高の巻き戻しや株高が進んでおり、新興国資産もその恩恵を享受している。しかしながら、今後、どちらかの期待が修正を迫られる可能性は高いと思われる。それがいずれであったとしても、新興国通貨市場には逆風となろう。ここに、ウクライナ危機のエスカレート等が重なってくると、中国景気の正常化期待だけでは相殺しきれないのではないかと。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2023 年 1 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(2023 年 1 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国:経済の正常化加速が期待される

マーケット・エコノミスト

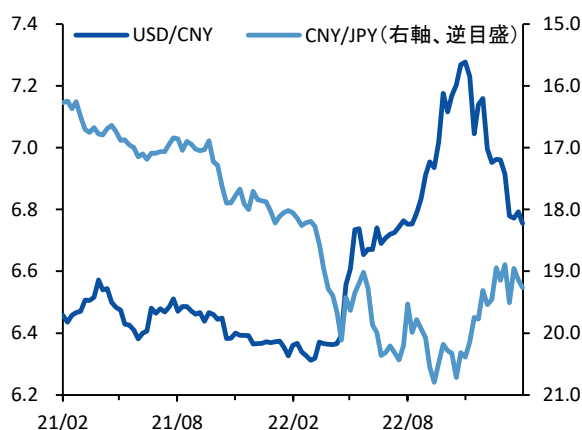
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

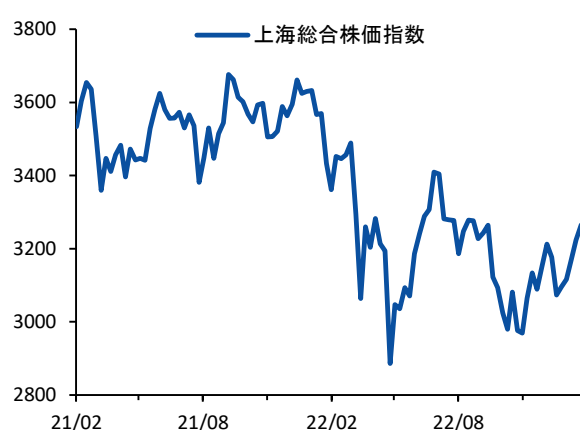
- 1 月の CNY は前月比+2.1%と続伸。CNY は 6.91 台で取引を開始した後は、経済正常化への期待を追い風に早々に 6.90 割れをトライ。FRB のタカ派化懸念の後退が重なると、6.80 も割り込む展開となった。さらに、中旬にかけては株高も支えに 2022 年 7 月以来となる 6.69 台を一時試した。月後半は 6.74~6.79 のレンジにやや巻き戻され、春節を経て、6.75 台で月末を迎えた。
- 中国経済の正常化は従来の想定以上の進捗を見せている。ゼロコロナ政策の撤回直後こそ、感染再拡大と一部経済活動の混乱に見舞われたものの、その深刻度は従来懸念された水準には至っていない。人口の 8 割が感染を経験済みとも報じられる中、医療体制の逼迫は一時的なものにとどまったようだ。春節前後の国内旅客数も、平年の 7 割程度まで回復する見込みだという。春頃とみていた with コロナへの移行は、かなり前倒して達成された感がある。
- 今後は、経済正常化の進展がゼロコロナ政策下で先送りされてきた需要を顕在化し、さらなる正常化を促すという好循環を期待したい。12 月の経済指標で市場予想からの上振れが目立ったのは、小売売上高や失業率であった。1 月 PMI も非製造業の改善(41.6→54.4)が製造業のそれ(47.0→50.1)を大きく上回った。これも、当面の景気持ち直しが消費主導であることを示唆する。
- IMF は足許で、中国の 2023 年の成長率見通しを上方修正(前年比+4.4%→同+5.2%)したが、正常化の進捗を踏まえれば上振れ含みと考えたい。
- 一方で、引き続き懸念が残るのが不動産の問題だ。政府は昨年来、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んできた。しかし、底入れの兆しがみえるのは不動産開発企業向けの貸出にとどまる。2022 年通期で大きく落ち込んだ不動産投資(前年比▲10.0%)や不動産販売面積(同▲24.3%)に底入れの兆しは未だみえない。新規住宅価格指数(主要 70 都市平均)は 2021 年 9 月以降、下落が続いている。こうした中、中国人民銀行(PBoC)は 13 日、不動産大手に求めてきた財務指針(いわゆる「3 つのレッドライン」)を緩和すると明らかにするに至った。
- 当面の CNY 相場については、上述の経済正常化への期待を背景とする証券投資フローが支えとなろう。他方、経済・社会の統制強化や米国による対中規制の強化への懸念も残る点には注意したい。また、経済正常化の進展は内需拡大(≒輸入増)を伴う。海外旅行の再開でサービス収支の赤字も拡大しよう。
- かかる状況下、CNY の今後 3 か月の想定レンジは 6.55~7.00 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:INR は上昇も大きく値を戻すに至らず

マーケット・エコノミスト

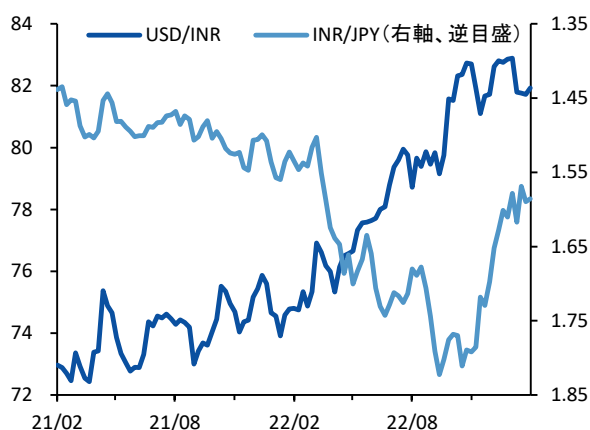
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のINRは小幅に上昇した。月初、82台半ばで取引を開始。上旬は12月PMIが良好した一方で、米国経済指標は軟調に推移したことでINRは81台まで上昇。中旬に入り米12月消費者物価指数(CPI)が軟化したことで、ドル高の調整が進んだ。中旬以降は12月貿易収支で貿易赤字の段階的な縮小が確認されて一時81を割り込んだが、米10~12月期GDPが予想を上回るなど強弱まちまちな材料が混在し、月末付近では81台半ばの取引が継続した。
- 政府は23年のGDP予測を更新し、前年比+7.0%とした。7~9月期時点で旧宗主国のイギリスを抜いてGDPは世界第5位となったことが注目されたが、22年の同+8.7%からは減速することが確実な情勢となった。また、世界銀行も年初に世界経済見通しを更新しており、インドの成長予想を同+6.9%に近い予想を示した。リスクについては下方向に傾いており、外需と海外からの投資減速、インド国内のインフレの長期化などが要因として指摘された。
- 12月貿易収支は▲234億ドルの赤字を記録し、11月の▲238億ドルから小幅に縮小した。輸出については前年比▲12.2%と大きく減速したが、額面ベースでは11月と同水準での推移、片や、輸入については原油価格の下落から同▲3.5%の減少となった。なお、年間での貿易収支は▲2900億ドルと昨年の▲1985億ドルと比較して大きく悪化した。
- 12月CPIは前年比+5.7%となり、11月の同+5.9%から減速。2か月連続でRBI(中央銀行)の目標レンジ(前年比+2.0~+6.0%)内での推移となった。要因をみると、食料品価格が11月の同+5.1%から同+4.6%へ減速。昨年末にモディ政権による低所得者層向けの穀物供給政策の効果で食料品価格は今後も下押しされることが見込まれる。一方で、食料品・燃料価格を除くコアベースでは同+6.3%と高止まりが続いた。物流コストと広範な業種での人件費上昇が懸念されている。ダス RBI総裁もインフレ抑制が引き続き最大の課題と年初に言及しており、追加の引き締めを予想する声は根強い。
- INRは外部環境に左右される展開を予想する。中国のコロナ政策緩和の影響で経済的に関係性の強いASEAN通貨を中心に値を戻す動きが目立ったが、INRの戻りは限定的だった。インドはコロナ禍で財政赤字と経常赤字が深刻化しており、これがINRの重しになっている印象がある。IMFの世界経済見通しにおいて成長率予想が上方修正されたことは朗報であるが、今後も主要国の景気動向を踏まえつつ、慎重な取引が継続するものと考えたい。

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: インフレ収束の目処をつけた BI

マーケット・エコノミスト

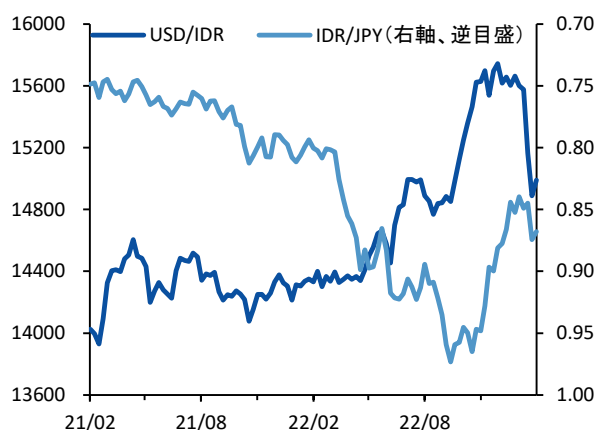
堀 堯大

+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 12 月 ISM 景気指数や雇用統計の軟化に伴い米金利が低下し、IDR は値を戻す展開。中旬も米 12 月消費者物価指数(CPI)の結果を受けて一段とその動きは加速し、IDR は 22 年 9 月以来の 14900 台を記録した。中旬以降は旧正月期間に入り薄商いとなった。月末にかけては国内での主要経済指標の公表もなく、FOMC の動向が意識された中で、15000 付近での取引が継続した。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 18~19 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 5.50%から 25bps 引き上げて 5.75%とした。BI は 6 会合連続での利上げを決定し、利上げ幅は 12 月会合の 25bps から変化はなかった。
- インフレ動向について、12 月 CPI は前年比+5.5%と、BI の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)の上限を 7 か月連続で上振れた。食料品・燃料価格を除くコア CPI も高止まりが続くものの、BI はコアインフレ率が 23 年の前半に、総合ベースでは 23 年の後半にインフレ目標内に収束するとの見解を示した。なお、24 年のインフレ目標に関しても+1.5%~+2.5%へ引き下げている。
- こうした状況下、BI は 1 月金融政策会合の声明文に政策金利水準はインフレ抑制に対して十分な水準に達したと新たに記載し、ペリー総裁は昨年 8 月から続いていた利上げについて終了を示唆した。今後数か月間で BI の予想通りのインフレ軌道となればこのまま利上げは手仕舞いされる見込みが強い。世界経済の先行き不透明感も燃える状況下、過剰な引き締めを嫌った側面もあったほか、為替動向を見ても米国の利上げ終了観測から対ドルで値を戻す展開となっており、こうした点も利上げ終了を示唆する情報発信に繋がったと思われる。
- 2 月の IDR はやや方向感に欠く展開を予想する。1 月の IDR は米国の利上げペース減速予想や中国のコロナ対策緩和といった対外要因を追い風に値を戻した格好である。一方で、国内要因を整理すると、むしろ下落リスクが目立ってきている印象である。具体的には、国内のインフレ抑制に手を焼いた裏で PMI は 50 付近の推移が継続しており、景気回復のペースは今後鈍化していくことが想定される。また、本欄で繰り返し指摘しているが、コロナ禍で拡大した貿易黒字も年間でみると縮小に向かうだろう。現状において米国の利上げ終了への動きや対内証券投資の買い越しなど上値を更新する可能性も残るが、材料は出尽くしつつある状況にあると考えたい。

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: ついに政策金利据え置きか

マーケット・エコノミスト

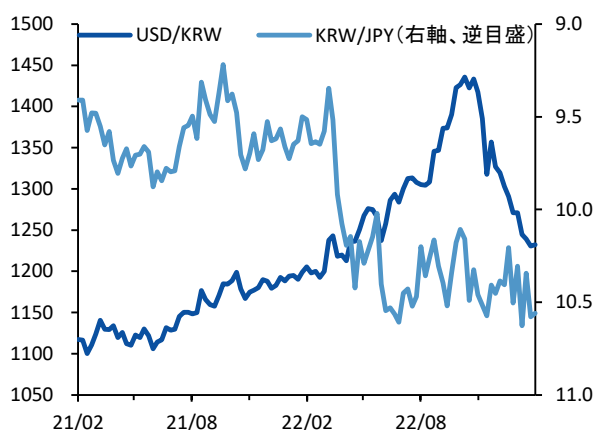
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

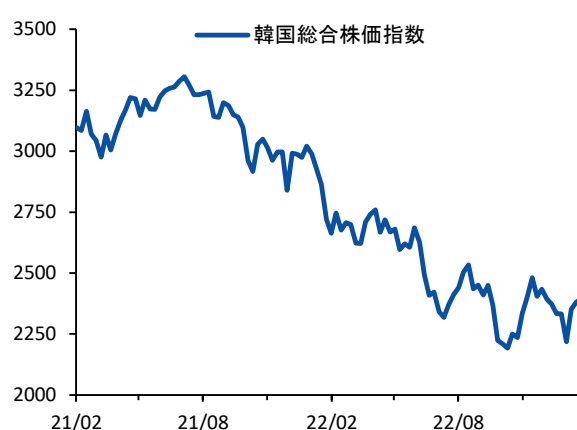
- 1月のKRWは前月比+2.7%と続伸。1260台で取引を開始、月初旬は概ね1260～1280でもみ合った。その後、FRBのタカ派化への警戒感の後退にKRW高が進展。中国経済の正常化期待や海外からの株式投資資金の流入にも支えられ、中旬以降は1230～1250に居所を変えた。月末にかけては、2022年4月以来の1227台を試した後、1231台で取引を終えた。
- 韓国銀行(BOK)は13日、政策金利(7日物レポ金利)を25bp引き上げ3.50%とすると決定。インフレ率は依然高止まりしており、これを目標水準(前年比+2%)へと収束させるべく利上げを継続した。もっとも、7名の委員のうち2名は据え置きを主張。声明文には国内景気の減速に関する言及が目立った。実際、声明文で政策の判断材料にまず挙げられたのは経済の下振れリスクであり、これに金融市場の安定性リスクや利上げの累積効果等が続いた。
- なお、従来は追加利上げの規模とペースを検討するとしてきた一文は、利上げの必要性を検討するとの一文に置き換えられた。2月はBOKの経済見通しの更新のタイミングであり、その修正度合いによっては、次回会合(2月23日開催予定)で8会合ぶりの金利据え置きとなる可能性も示唆される。
- 同経済見通しで示される貿易収支の行方も注目される所。韓国の2022年の貿易収支は、主にエネルギー価格の高騰により大幅な赤字となった。2023年の輸出額について、世界景気の減速の影響を中国景気の正常化がどの程度補うと評価するのか。エネルギー価格にはピークアウト感があるものの供給要因から高止まりが予想され、国内景気の減速下でも、輸入額の減少ペースは輸出のそれを下回ろう。当面は高水準の貿易赤字が続き、徐々に改善していくという見通しに落ち着くのであれば、実需面からのKRW安要因は残る。
- また、足許では外国人投資家による韓国株式市場への資金流入が大きく膨らみ、これがKRW高を加速させた面があるが、その継続性についても注意しておきたい。1月は世界的にリスクテイクの動きが目立ったが、その背景にはFRBの利上げペース鈍化からさらに年内の利下げに対する市場の期待感がある。つまり、2月FOMCの結果やその後のFRB高官らの発言次第では、見直しを迫られる、もしくは一段のリスクテイクは見送られる可能性があるだろう。
- 年後半も見据えれば、中国経済の正常化や半導体市況の底入れ等のKRW高要因が期待されるものの、短期的には足許の動きの反動が懸念される。かかる状況下、KRWの今後3か月の想定レンジは1200～1300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:BNM は利上げを一旦打ち止め

マーケット・エコノミスト

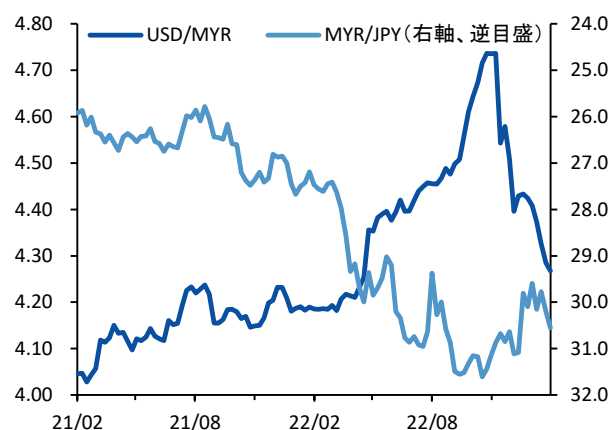
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMYRは対ドルで値を戻す展開となった。月初4.44台で取引を開始。上旬は米12月ISM景気指数や雇用統計の結果を受けてドル売りが優勢となった。以降も中国のコロナ対策緩和の報道を受けてアジア通貨は概ね堅調な推移となった。中旬は旧正月前の閑散取引となったが、休暇明けも相場のトレンドに大きな変化はなかった。月末にかけては、FOMCでの利上げペース減速の予想が優勢となり、MYRは一時22年4月以来となる4.20台まで上昇した。
- マレーシア中銀(BNM)は19日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の2.75%に据え置いた。BNMは昨年5月会合で利上げに着手して以降、4会合連続での利上げを実施してきたが、国内経済の減速懸念を踏まえて一旦利上げを打ち止めすることとなった。声明文では、前回会合に続いて高インフレに伴う各国中銀の引き締め継続や中国の経済正常化の遅れなど、世界経済は下振れリスクが残るとの見方を示した。マレーシア経済に関しては、依然として内需、雇用の回復が主導する格好で成長していると総括したが、23年については22年の水準から劣化する可能性が高いことに言及した。
- 物価動向に関して、12月消費者物価指数(CPI)は僅かに減速した。BNMは国内のインフレは既にピークを過ぎたと述べた一方で、需要面からのインフレの長期化を引き続き注視するとした。今後に関しては政府による一部品目の価格統制や燃料に対する補助金の充当などはインフレ抑制に一定の効果があるとしたものの、高止まりが続く見込みである。
- 国内でのインフレ長期化の懸念は熾るものの、経済成長の減速懸念を重要視した格好で今回の利上げ中断に至ったと見られる。BNMは昨年実施してきた一連の金融引き締めの効果はラグをもって現れるとして、まずは政策効果を見極める方針を示した。今後の動向については景気やインフレ動向をはじめとしたデータ次第の側面が大きく、BNMも明言を避けていることから完全に利上げは終了したとするのは早計にも思える。
- 2月のMYRは引き続き堅調な推移を予想する。FRBも春先での利上げ終了が予想される中で、両国の金融政策や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。一方でMYRの需給面について、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、昨年堅調に推移したマレーシアの貿易黒字は減少すると考えるのが無難であろう。この点は春先以降のMYRの上値を押さえるものと考えたい。

図表 11: マレーシアリング相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、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: ブルームバーク、みずほ銀行

フィリピン:個人消費の回復が GDP を押し上げ

マーケット・エコノミスト

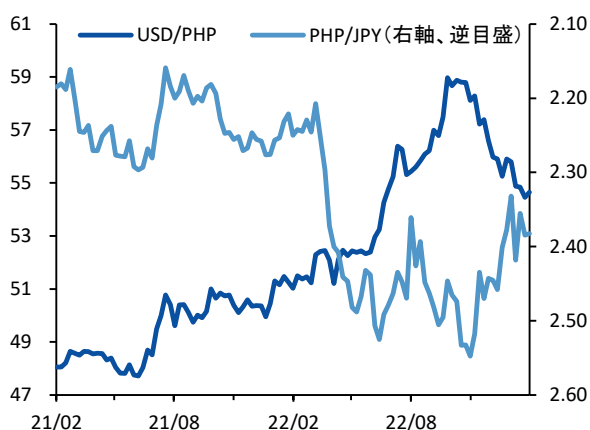
堀 堯大

+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。上旬は昨年のドル高の修正と中国のコロナ規制緩和を受けて、じりじりと上昇した。中旬にかけては米12月消費者物価指数(CPI)の軟化のほか、11月海外労働者(OFW)送金実績が予想を上回る結果だったことがPHPの支援材料となった。下旬にかけては、市場の米国の利上げペース減速の予想や10~12月期GDPの結果が材料視されて一時月高値の54.20台まで上昇した。
- 10~12月期の実質GDP成長率は前年同期比+7.2%と7~9月期の同+7.6%から減速したものの、堅調さを保った。7~9月期に続いて個人消費が同+7.0%とGDPの押し上げに貢献、OFWからの送金実績がじりじりと増加した中で、クリスマスシーズンにおける消費活動が活性化したことも要因となった。また、交易条件の改善に伴い純輸出は7四半期ぶりにプラス寄与となった。なお、年間のGDP成長率は前年比+7.6%となったが、IMFの世界経済見通し(WEO)によれば23年の成長率は同+5.0%と減速する見通しとなっている。
- 12月CPIは前年比+8.1%と11月の同+8.0%から僅かに加速した。自然災害の影響もあり食料品の需給バランスが崩れていること、先述の堅調な個人消費の動向を受けて需要面でのインフレが加速していることが大きな要因。また、労働需要の高まりなどを背景に食料品と燃料を除いたコアCPIも同+6.9%と中銀目標である+2.0~+4.0%を大きく上振れる状況となっている。
- 12月の貿易収支は▲46.0億ドルの赤字を計上した。前月の水準(▲37.1億ドル)からは悪化したものの、前年のピーク時と比較して約25%程度赤字は縮小傾向にある。輸出は前年比▲9.7%、輸入は同▲9.9%と大きく減少したが、特に輸入は21年1月以来となる2か月連続での前年比での減少が確認されており、資源価格の下落と相まってピークアウトの兆候が見られている。なお、昨年の年間での貿易収支は▲583億ドルと大幅に過去最大を更新した。
- 2月のPHPは引き続き堅調な推移を見込む。2月FOMCで利上げ幅が25bpsとなり、次はFRBが利上げを終了することを見据え市場では一層ドル売りの動きが強まるだろう。一方で、フィリピン国内のインフレの勢いは強く、2月の金融政策会合において利上げ継続が見込まれる点も支援材料となりえる。年央にかけては、昨年世界で同時進行した金融引き締めに伴う景気減速が大いに懸念される。特に米国の利上げ終了後にリセッションリスクが顕在化して、リスクオフ相場に傾く可能性には警戒したい。

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:SGD 上昇は継続するか

アジア・オセアニア資金部

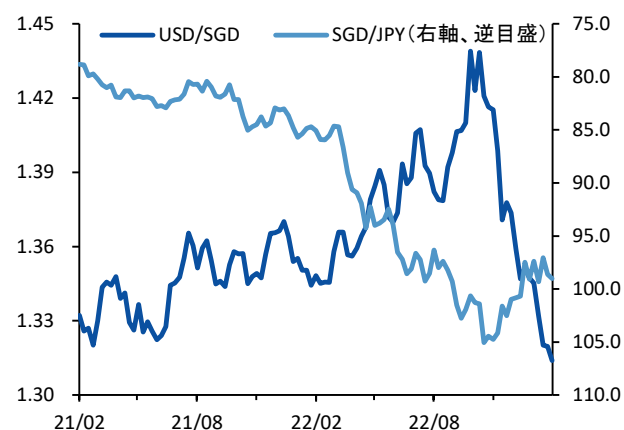
シニアエコノミスト

Vishnu Varathan

vishnu.varathan@mizuho-cb.com

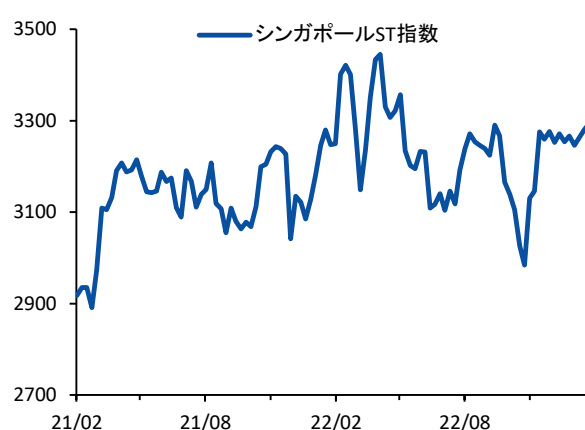
- SGD は 1 月も対ドルで値を戻す展開となり、月末付近では 1.31 台まで上昇した。しかし、先月の本欄で詳述した通り、MAS の政策効果と言える部分はごく小さく、ドル下落の裏返しの側面が大きい。現に周辺国の通貨と比較すると THB が 5%後半、IDR が 4%上昇したのに対して、2%弱の上昇に留まった。
- SGD の動向を展望する上で、まず国内要因と整理する。昨年は国内でのインフレ加速、ドル高相場(11 月 FOMC まで)の影響もあり、シンガポール金融通貨庁(MAS、中央銀行)は複数回の政策バンドの傾斜の引き上げと中央値引き上げを実施するなど、かなり強いタカ派姿勢を見せた。
- その裏で、世界景気減速懸念から 10~12 月期 GDP、12 月貿易統計、12 月 PMI といった経済指標が軒並み軟化していることが確認されている。言わば積極的な引き締めを前倒して実行したしわ寄せがきている状況であり、更なる引き締めによって景気へのオーバーキル懸念が加速する可能性を考えれば、MAS が更なる引き締めに動くとは考えにくい。片や、肝心のインフレは昨年後半以降ピークアウトしているが、高止まりが続いている。以上を勘案すれば 23 年の MAS の金融政策は引き締めから据え置き局面に入ることも想定したい。
- 次に外部要因の動向だ。前月に 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点を指摘したが、こうした期待は足許のドルの動きを見れば、23 年に入って以降も継続しているように思える。また、中国のコロナ政策が緩和に向かっていることやユーロ圏におけるリセッションリスクが後退していることも相まって、SGD は連れ高となりやすい相場であったと整理できる。こうした状況は今四半期にかけて継続すると考えられる。
- それ故、本欄で想定する最大の SGD 下落リスクはこうした前提が覆ることだ。具体的には今後数回の FOMC 開催までに米国でのインフレ抑制の目処が立たない場合(≒FRB のハト派転換観測の後退)、世界的なリセッションリスクや地政学リスクが世界市場を脅かす場合などが現実となれば、SGD がこれまでの上昇分を一気に吐き出す可能性もある。
- 以上、SGD の足許の相場付きを見て楽観するのではなく、中期的には相応の下落リスクを有していることを認識しておきたい。特に 22 年 7~9 月期の下落については FRB の利上げ終了を織り込んだドル売り相場からの転換、世界景気減速によってアジア通貨全般に及ぶ売り圧力の強まりを想定している。

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:約10か月ぶりの高値を記録した THB

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

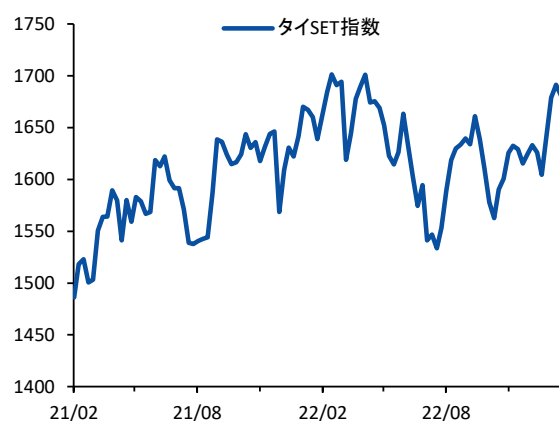
- 1月のTHBは一時22年3月以来の水準まで上昇した。月初34台半ばで取引を開始。上旬は米経済指標が軟化したことを受け、33台半ばまで上昇。その後も米12月消費者物価指数(CPI)の軟化を受け、米国の利上げペース減速を織り込む動きが強まり、THBは約10か月ぶりに32台をつけた。中旬以降は旧正月に入り閑散取引になったが、春節シーズンでの観光業の本格再開への期待が高まる中、堅調な推移が続きTHBは32台後半での取引が続いた。
- タイ中央銀行(BOT)は25日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の1.25%から1.50%に引き上げた。委員会メンバー7人の全会一致での決定となった。政策金利の引き上げは4会合連続での実施となり、コロナ前の政策金利水準を上回ることとなった。声明文では、23年については世界経済の減速懸念から、輸出が減少する可能性を示唆した一方で、観光関連産業の回復が今後景気を押し上げていくと総括した。
- 12月CPIは前年比+5.9%と11月の同+5.6%から再加速した。また、コアCPIは同+3.2%と直近5か月において3%台での推移が続いている。BOTは総合ベースよりもコアベースの数字をより注視している印象で、前述した観光業の本格再開に伴う労働力不足に起因した需要面の物価上昇圧力がインフレ収束を長期化させることに警戒感を示している。
- 今後の政策指針について、足許のインフレは引き続きBOTの目標レンジ(+1.0~+3.0%)を超える水準にあることから、追加利上げの可能性に言及。段階的な金融政策の正常化継続が経済成長・インフレ抑制の双方にとって適切な処置であるとの見解を示した。BOTの見通しでは、23年には食料品・燃料価格の安定化によって国内のインフレが目標レンジの上限付近に収束するとしており、今後数か月の物価関連指標を注視しながら今年度前半を目処に利上げ終了のタイミングを模索するものと推測される。
- THBの動向に関しては2月も引き続き堅調な推移を予想する。中国のコロナ規制緩和を受けて政府は外国人観光客受入予想を上方修正しているほか、THBの実需を圧迫した資源価格についても昨年のピーク時を下回る水準での取引が続くことで経常収支が今後改善に向かうことが追い風となりそうだ。米国の動向を見てもFRBの利上げペース減速、国内指標ではインフレのピークアウトや景況感の悪化が確認される中で、利上げ終了は着実に近づいており、この点もドル高修正を促すと考えられる。

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: ルラ政権の政策運営に引き続き注目

マーケット・エコノミスト

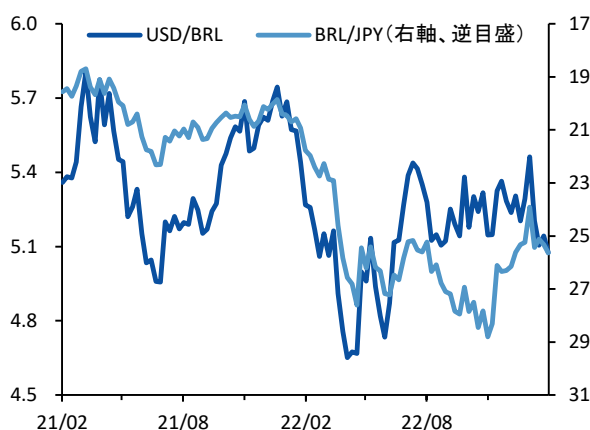
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の BRL は前月比+4.0%と続伸。5.29 台で取引を開始すると、発足した新政権の財政運営を巡る警戒感から、5.47 台まで BRL 安が進んだ。ただ、中旬にかけては、FRB のタカ派化警戒感の後退や中国景気の正常化期待、株高を追い風に一時 5.06 台まで BRL 高が進展。下旬にはやや押し戻される場面もみられたが、月末にかけて持ち直し、BRL は 5.07 台で取引を終えた。
- 1 月 1 日にルラ政権が発足した。政権を支える閣僚ポストは前政権時の 26 から 37 に増加。前政権で構造改革を担った経済省は、財務省や開発商工サービス省等に 4 分割された。大統領は出身母体である労働者党 (PT) 等 10 党から閣僚を任命。上下両院で過半数の支持を得ることに目途をつけたもようだ。
- 注目された財務相には大統領に近いハダジ元教育相が任命された。同氏は財政再建やインフレ対策の必要性を強調、財政再建のために新たな施策を 6 月までに提示するとした。また、中道寄りとみられるアルキミン副大統領は開発商工サービス相を兼任する。同氏は税制改革に言及、国内産業の競争力強化を図るとした。前政権下で複数の税を付加価値税 (VAT) に統一する憲法改正案が議会に提出されており、この案に基づいて審議が再開される可能性がある。このほか、産業界からは、政府と民間の対話促進への期待も寄せられている。
- 市場としては、構造改革を目指した前政権の経済政策がどの程度修正され、その結果、景気や財政、経済収支等にどのような影響を及ぼすか当面注目していくことになる。例えば、ルピ社会保障相は就任早々、前政権が成し遂げた年金改革を見直すと発言 (後に官房長官は否定)。こうした不規則発言は財政懸念を高め、市場は BRL 安で反応する。一方、歳出削減や減税措置縮小の動きは、財政再建への取り組みとして市場の不安を和らげている。
- この点、財政規律の要となる債務上限の取り扱いは重要となる。議会は 12 月時点で、ルラ政権が掲げる低所得者層への現金給付拡充と最低賃金引上げに必要な経費を 1 年限り、債務上限の適用外にする憲法改正案を承認。同時に、8 月末までに新たな財政ルールを連邦議会に提案するよう求めた。
- また、前政権で進んだ規制緩和や国営企業民営化の行方も注目される。特に後者はその役割が強化される過程で、経済合理性に基づかない経営やその結果としての財政負担の発生、対内直接投資の停滞等が懸念されるところだ。
- 市場のリスクテイクの継続性のほか、新政権発足に伴う固有の不安材料も抱える状況下、今後 3 か月の BRL の想定レンジは 4.80~5.60 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:MXN は 3 年ぶりの高値を更新

マーケット・エコノミスト

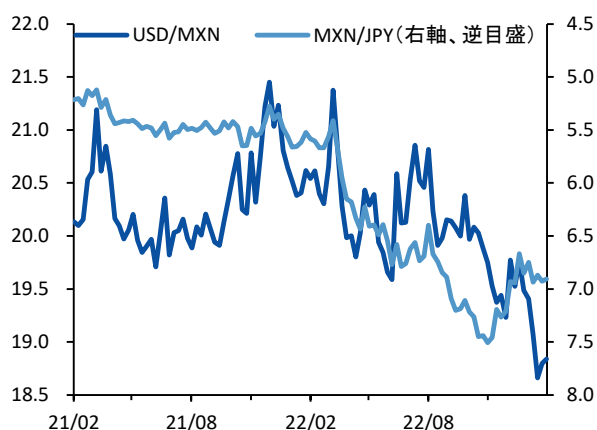
堀内 隆文

+81 3 3242 7065

takafumi.horiuchi@mizuho-bk.co.jp

- 1 月の MXN は前月比+3.5%と反発。MXN は 19.4 台で取引を開始すると、中旬にかけて 2020 年 2 月以来となる 18.6 台を一時試した。FRB のタカ派化懸念の後退や中国景気の正常化期待、株高が追い風となった。その後、MXN は 19.1 台まで急速に巻き戻される動きがみられたものの一時的にとどまり、月末にかけては 18.7~18.8 のもみ合いに移行。18.8 台で取引を終えた。
- およそ 3 年ぶりの高値を更新と好スタートを切った MXN 相場であるが、上述の通り、多くの MXN 高要因が重なったことで実現したことは覚えておきたい。
- まず、FRB のタカ派化懸念の後退でドル高の巻き戻しが続いたことは、MXN に限らず、新興国通貨全般の支えとなった。FRB のタカ派化懸念の後退は米経済指標の下振れを受けてのものであり、米国景気の影響を最も受けやすいと言って過言ではないメキシコ経済にとって、本来はネガティブな側面を併せ持つ。端的には、輸出が減り、メキシコ人労働者からの送金が減るといった MXN の実需減退が想定される。しかし、市場では、過度な利上げが回避される結果、米景気にはソフトランディングの可能性がでてきたとの期待感が台頭。懸念していた実需面からの MXN 安観測が生じるには至っていない。
- 次に、株高によるサポートである。1 月は市場でリスクテイクの動きが強まり、世界的な株高がみられた。その中で、メキシコの株価指数(通称、ボルサ指数)は大きく上昇、現地通貨建てベースの上昇率は G20 諸国で最も高かった。背景のひとつは利下げ期待だ。米国と平仄を合わせてきた中で、米国同様に年内利下げとの見方は根強い。もうひとつは、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ことだろう。ゼロコロナ政策の撤回で、中国企業の投資活動が再活発化するとの期待もありそうだ。
- 現状のところ、MXN 高要因が目立つ。対ドルでは 18.0 程度まで特段の節目が見当たらないのも事実だ。ただ、サプライチェーン再編を巡る期待感を除けば、米景気や金融政策の見通し次第で、市場の評価も容易に変わりうる点には注意したい。米国におけるソフトランディング期待と年内利下げ期待の併存はいずれ修正を迫られる可能性が高い。市場のリスクテイクを背景に進んだ MXN 高は調整含みと考えたい。また、実需面での MXN 安要因についても、ハードデータで米景気減速の影響が確認されてくれば、織り込みが進もう。
- かかる状況下、今後 3 か月の MXN の想定レンジは 18.0~20.0 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

		2023年 1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)	6.6910 ~ 6.9618	6.7422	6.80	6.75	6.70	6.70	6.65
香港ドル	(HKD)	7.7920 ~ 7.8419	7.8404	7.80	7.78	7.76	7.75	7.75
インドルピー	(INR)	80.883 ~ 82.944	81.931	83.2	81.6	84.6	82.0	80.4
インドネシアルピア	(IDR)	14884 ~ 15643	14975	15350	15120	15960	15780	15500
韓国ウォン	(KRW)	1225.08 ~ 1280.22	1231.85	1240	1260	1240	1220	1210
マレーシアリング	(MYR)	4.2265 ~ 4.4230	4.2677	4.35	4.20	4.48	4.43	4.36
フィリピンペソ	(PHP)	54.272 ~ 56.131	54.507	56.3	54.2	57.2	56.2	54.3
シンガポールドル	(SGD)	1.3104 ~ 1.3490	1.3068	1.32	1.30	1.37	1.36	1.34
台湾ドル	(TWD)	29.998 ~ 30.780	29.903	30.3	30.1	29.8	29.3	29.0
タイバーツ	(THB)	32.57 ~ 34.67	32.81	33.3	32.6	34.2	33.9	33.6
ベトナムドン	(VND)	23434 ~ 23638	23450	23550	23600	24500	23800	23700
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	5.0573 ~ 5.4798	5.0518	5.20	5.13	5.05	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	18.5667 ~ 19.5882	18.5962	19.0	19.4	19.7	19.9	20.0
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ~ 19.638	19.188	18.68	19.56	20.15	20.30	20.15
香港ドル	(HKD)	16.295 ~ 17.258	16.444	16.28	16.97	17.40	17.55	17.29
インドルピー	(INR)	1.566 ~ 1.629	1.574	1.53	1.62	1.60	1.66	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ~ 0.880	0.861	0.827	0.873	0.846	0.862	0.865
韓国ウォン	(100KRW)	10.181 ~ 10.666	10.467	10.24	10.48	10.89	11.15	11.07
マレーシアリング	(MYR)	29.429 ~ 30.748	30.447	29.20	31.43	30.13	30.70	30.73
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ~ 2.440	2.395	2.26	2.44	2.36	2.42	2.47
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ~ 99.99	98.65	96.21	101.54	98.54	100.15	99.85
台湾ドル	(TWD)	4.205 ~ 4.381	4.341	4.19	4.39	4.53	4.64	4.62
タイバーツ	(THB)	3.770 ~ 3.994	3.929	3.81	4.05	3.95	4.01	3.99
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ~ 0.5738	0.5498	0.54	0.56	0.55	0.57	0.57
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ~ 25.796	25.503	24.42	25.73	26.73	27.20	26.80
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ~ 7.050	6.932	6.68	6.80	6.85	6.83	6.70

注: 1.実績の欄は 2023 年 1 月 31 日まで。SPOT は 2 月 2 日の 7 時 50 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。