

2023 年 12 月 1 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:ドルの軟化と新興国通貨持ち直しは続くか	2
中国:6 月以来の高値を記録した CNY	3
インド:狭いレンジで推移も、過去最安値を更新	4
インドネシア:IDR は上昇も個別要因の強さに欠く	5
韓国:BOK は高水準の政策金利を当面維持へ	6
マレーシア:MYR の安定性維持に注力する BNM	7
フィリピン:インフレ鈍化も BSP はタカ派を維持	8
シンガポール:SGD の持ち直しはあくまでドル主導	9
タイ:BOT は利上げサイクルを終了へ	10
ロシア:原油安も RUB は続伸	11
南アフリカ:一段の財政悪化見通しを公表	12
トルコ:近い将来の利上げ局面終了を示唆	13
ブラジル:順調にデysinフレが進行	14
メキシコ:利下げ開始を意識し始めた Banxico	15
為替相場見通し	16

金融市場部

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@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

マーケット・エコノミスト

Tan Boon Heng

boonheng.tan@mizuho-cb.com

欧州資金部

シニア為替ストラテジスト

中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.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:ドルの軟化と新興国通貨持ち直しは続くか

マーケット・エコノミスト

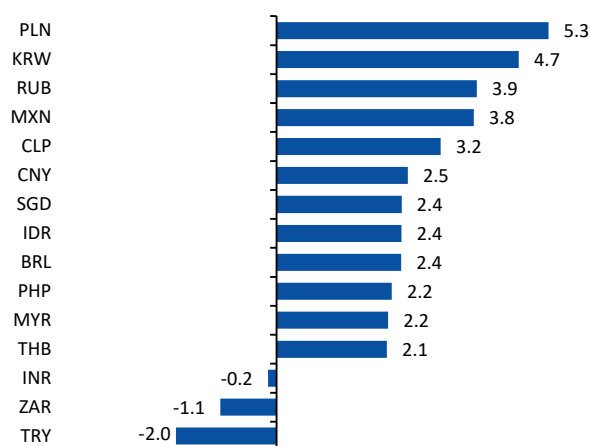
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

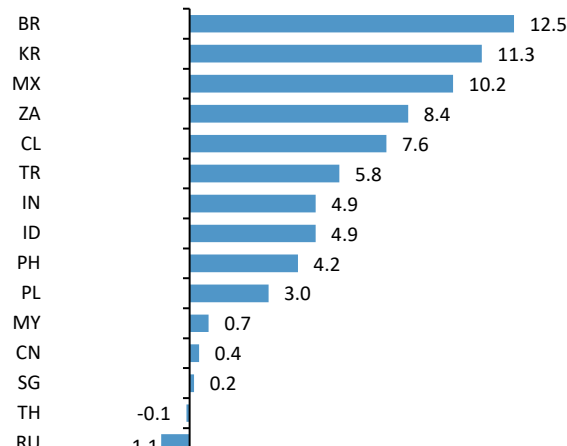
- 11 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+2.8%。同指数は 1670 台後半で取引を開始、月初の FOMC で追加利上げ期待が後退したことで、一時 1690 台まで上昇。中旬も米国のインフレ関連指標の鈍化が支援材料となり、底堅さを維持した。下旬は中東情勢の緊張が緩和し、リスクオンの動きになったことも新興国通貨をサポートし、同指数は 7 月以来となる 1700 台を回復。月末付近では FRB のハト派化を織り込む格好で 1720 台まで上値を伸ばした。
- 11 月 FOMC では現状維持を決定。米経済は堅調さを維持するものの、金融環境の引き締めが確認された中で、利上げは見送られた。FOMC 議事要旨では利下げに関する言及はなかったものの、その後複数の FOMC メンバーが 12 月 FOMC での追加利上げの必要性は弱まっていると発言したことが材料視され、月間を通じての米金利低下の材料となった。
- イスラム組織ハマスとイスラエルのガザ地区における戦闘は 24 日以降、一時的な休戦に入った。本件について、後続のヘッドラインを待つ状況にあるが、動向が注目された原油価格は月間で▲5.9%を記録、一時 7 月以来の水準まで下落し、エネルギー価格高騰に伴うインフレ再加速への懸念は後退しつつある。同時にイスラエル情勢の緊迫を受けた金融市場におけるリスク回避の動きは 10 月に強まったが、11 月はその巻き戻しが出てきており、将来の相場に対する投資家心理を反映する VIX 指数は一時年初来最小を記録した。
- 年末までの相場について、本欄では 12 月 FOMC にて FRB が 9 月時点から大きな修正のないドットチャートを提示し、引き続き高水準での金利を維持する方針を表明すれば、下落基調にあるドルにも歯止めがかかるものと考えられる。11 月時点で FRB は米経済の予測が困難としたが、その後、景気の方角感に確証を持てる材料も見当たらなかった。足許のインフレが従来目標の 2%から乖離している以上、タカ派維持が依然基本線であるように思われる。以降は年末にかけて薄商いとなり、多くの通貨で方向感の出にくい相場となると予想する。
- 一方で、FRB の追加利上げ期待が後退しているのも事実であり、利上げサイクルの終了に舵を切り出した中央銀行も散見された。24 年については、各国ともこれまでの金融政策の効果を確認しながら、景気支援寄りの姿勢へ転換していくものと考えられるが、こうした動きも FRB の政策転換のタイミングを見極めた上での判断となっていくと思われる。

図表 1:新興国通貨騰落率(2023 年 11 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(2023 年 11 月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:6 月以来の高値を記録した CNY

マーケット・エコノミスト

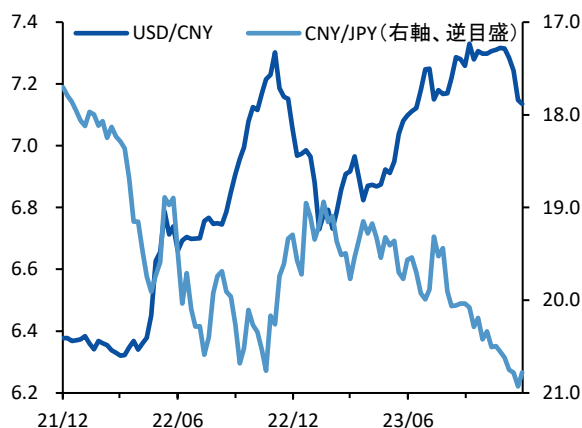
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の CNY は対ドルで大きく値を戻す展開。月初 7.31 台で取引を開始。上旬、FOMC の結果や米 10 月雇用統計の結果を受けてドルが軟化、中旬、10 月貿易収支やインフレ関連指標は良好とは言えなかったが、米国のインフレ減速と長期金利の低下によって続伸した。月後半は中国人民銀行 (PBoC) による CNY 支援のほか、中東情勢の緊張緩和の影響で上値を伸ばし、月末付近では一時 6 月以来の高値となる 7.11 台での推移となった。
- 3 日に公表された 7~9 月期の経常収支は+626 億ドルと前年同期の+1396 億ドルからは大幅に下振れた。輸出が直近 6 か月連続で前年割れとなっており、貿易黒字が頭打ちとなったほか、旅行収支の赤字幅拡大に起因したサービス収支の悪化が目立った。その他、今回の国際収支統計では対内直接投資が統計開始以来で初めてマイナスを記録した。4~6 月期の国際収支統計において対内直接投資が統計開始以来最低水準を更新したが、今回はついにマイナス圏 (流出超) にまで突入した。なお、対外直接投資も加味した、直接投資全体での流出額も▲658 億ドルと過去最大となっている。
- 10 月鉱工業生産は前年比+4.6%、小売売上高は前年比+7.6%と共に市場予想を上回った。前年からの反動や国慶節に伴う大型連休もサポート要因となった。鉱工業では非鉄金属や運輸インフラ関連業種の伸びのほか在庫調整も寄与、一方で、小売については 11 月の「独身の日セール (ダブルイレブン)」ネット通販売り上げの伸び鈍化も確認され、消費活動の停滞を指摘する声もある。
- 不動産投資は年初来ベースで前年比▲9.3%とマイナス幅が拡大した。不動産開発投資の先行指標となる国内貸出は最悪期を脱しつつあるものの、10 月に入り再び減少した。低所得者向けの保障性住宅等の建設を加速させるなど当局のサポートは続くが、住宅価格の下落による先安観が販売回復の足かせとなっている状況だ。
- 11 月に見られたドル高の調整以外にも鉱工業、小売部門の段階的な回復や従前からの PBoC による CNY 支援の影響で CNY は持ち直したが、対ドルで 7.0 の水準に至るには、米経済の軟化や不動産部門の先行き懸念解消といった追加材料が必要と思われる。先述の通り、世界各国の対中投資への姿勢は変容しつつあり、対中投資の減速も中長期的な CNY の実需動向を探るうえで新たな CNY アンリスク要因となり得る。もともと、PBoC による CNY 高誘導が続く年間+5.0%の達成の目処が立てば年内は大きな下落はない考える。

図表 3: 中国人民元相場 (対米ドル、対円)



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：狭いレンジで推移も、過去最安値を更新

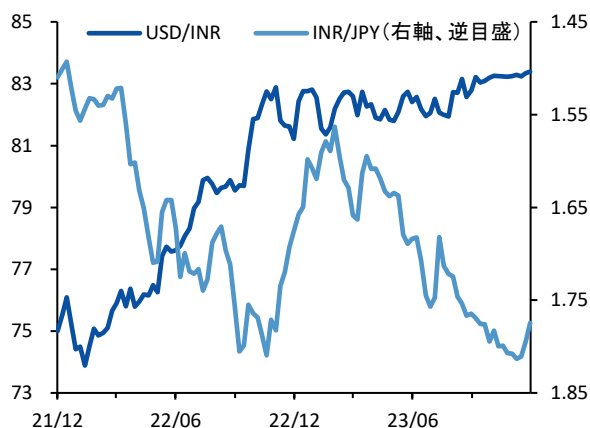
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の INR は▲0.17%と下落した。1 か月を通し、インド準備銀行 (RBI) による機動的な為替介入の効果もあつてか、83.0～83.5 における非常に狭いレンジでの取引に終始した。月中には、一時 83.50 と史上最安値を更新したものの、直後には水準を大きく戻した経緯がある。なお、ブルームバーグの試算によれば、週間では 2 月以来となる規模の INR 買いの為替介入が行われた模様だ。
- 域内の経済活動について、7～9 月期の実質 GDP 成長率は前年比+7.6%と前四半期(同+7.8%)からは僅かに伸びが減速したものの、市場予想(同+6.8%)を有意に上回った。RBI が 10 月会合で公表した見通しでは同+6.5%と予測されていたので、明確な上振れだ。ただし、政府消費による押し上げが大きかった一方で、個人消費は 3 四半期ぶりに減速に転じており、中身はそれほど強くはない。先行きに関しては、PMI の推移などを確認する限り、高水準の政策金利が需要を下押し続けている中、年末にかけては明確に失速傾向になると考えている。それでも、通年で見た場合、RBI の 23 年度 (23 年 4 月～24 年 3 月) の成長率予測である同+6.5%は上回ることができそう。
- 域内の物価動向に関し、10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+4.87%と、9 月の同+5.02%から減速したものの、市場予想の同+4.80%を上回った。なお、2 か月連続で RBI の目標レンジ(同+2.0～+6.0%)圏内に収まっている。食料品と燃料を除いたコア CPI も同+4.3%と順調な鈍化を見せており、物価の基調も下向きだ。RBI の予測値も下回って推移しており、RBI が次回 12 月会合で利上げ再開に動く可能性は限りなく低い。累次の利上げ効果を見極めたのち、早ければ 2024 年の中ごろに利下げに動くかと予測している。
- 年内の INR 相場は、やや買い戻される展開を想定する。RBI は、バランスシート政策や金融規制監督の強化を通じて金融引き締めを強めており、予想外にタカ派姿勢を継続させている。この流れは、金利面で好感されるだろう。また、株式市場や債券市場への資金流入は今後も期待でき、INR の下支えとなりそう。中国経済の底入れと CNY の買い戻しも、アジア通貨全体を支えるだろう。加えて、RBI による INR 買いの為替介入も健在だ。ただし、10 月の貿易赤字が過去最大を更新したことからわかる通り、INR の需給環境は脆弱な状態が続いている。資源価格もパンデミック以前対比では高い水準を維持する中、FRB も一定期間はタカ派な現状維持を決め込む公算が大きいことも加味すれば、大幅な INR 高は想定できない。

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: IDR は上昇も個別要因の強さに欠く

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の IDR は対ドルで値を上げる展開となった。月初 15700 台での取引を開始。上旬は FOMC と米 10 月雇用統計の軟化が材料視され米金利が低下、IDR は上昇した。以降、7~9 月期 GDP の結果を受けて上昇は一服したが、米国のインフレ関連指標が鈍化し、利上げ終了期待が高まるとドルの下落を横目に再度値を上げた。下旬にかけては、実需の売りで FRB のハト派傾斜期待が交錯しやや方向感を失ったが、月末付近で 15300 台まで月高値を更新した。
- 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+4.94%と 4~6 月期(同+5.17%)から鈍化。市場予想を下振れ、2021 年 6~9 月期以来の低水準となった。個人消費支出の減速と輸出や政府消費支出の低迷が全体を押し下げた。また、前期比でも+1.60%と 4~6 月期(同+3.86%)から鈍化し、市場予想も下回った。外需の減速が世界的に懸念される地合いにあるが、域内最大の人口を擁し、内需主導のインドネシアでも成長の勢いが弱まっている。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 22~23 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 6.00%に据え置いた。声明文及びペリーBI 総裁の会見では、前回会合に続き IDR の安定化に対する言及が目立った。今回の決定についてペリーBI 総裁は足許の政策金利について、IDR の安定性強化、輸入インフレの抑制を図る上で適切である旨を説明。IDR が 11 月に持ち直したこともあり、今回は追加利上げを見送った格好だ。
- 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.56%と BI の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)内での推移となった。なお、変動の激しい食料品価格と政府の統制価格を除くコア CPI についても同+1.91%と 9 月から鈍化し、インフレ抑制にはある程度目処が立っている。なお、BI はインフレ目標を引き下げており 24 年については、+1.5~+3.5%のレンジで物価をコントロールしていく方針を示した。物価動向をみても利上げの必要性は弱まっている。
- 12 月の IDR は FOMC を契機にドル高の調整は一巡し、方向感の出にくい展開を予想する。年末までのレンジは 15170~16020 とした。来年には BI においても利下げが議論になるだろうが、FRB が政策金利を長い間、高く維持することが前提となれば、早くても春先以降のテーマとなりそうだ。BI は FRB の政策金利の高止まりを金融市場のリスク要因として言及しており、IDR の安定性を重視する現在の運営において、やはり FRB の動向は無視できない。個別要因でも IDR の買い要素に乏しく、金融市場のリスク心理の改善を待つ状況にある。

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 は高水準の政策金利を当面維持へ

マーケット・エコノミスト

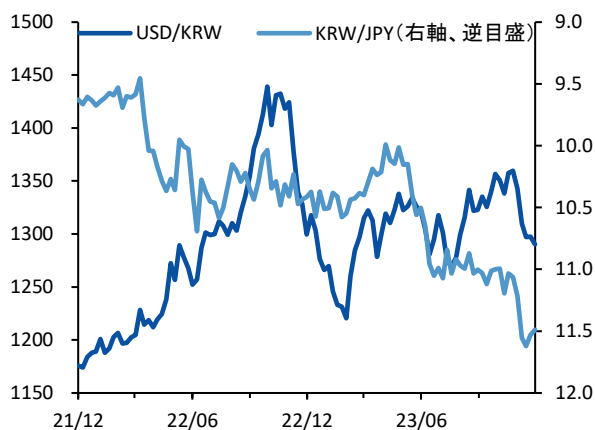
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW は堅調推移となった。月初、年初来安値の 1350 台で取引を開始。上旬は FOMC と米 10 月雇用統計の軟化が材料視され米金利が低下、KRW は一時 1300 を割り込むまで上昇。中旬は米 10 月消費者物価指数(CPI)への警戒感からじりじりと値を下げたが、インフレ鈍化が確認されると再度持ち直す格好に。下旬にかけては、中東情勢の緊張緩和と CNY の対ドルでの上昇を受けて、底堅さを維持。月末付近では 1290 付近での取引となった。
- 韓国銀行(BOK)は 11 月 30 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を委員会メンバーの全会一致で 3.50%に据え置くことを決定した。据え置きは 2 月に利上げを停止してから 7 会合連続での決定となった。
- 声明文では、国内経済について、下半期に半導体需要に底打ちの動きが出たことで持ち直しつつあるとしたが、内需の減速が目立っており、年間の成長率は前年比+1.4%に留まる見通しを維持した。24 年は段階的な外需の回復を見込む中で、同+2.1%の成長を見込んでいる。
- 一方で、インフレの長期化が韓国経済の重しとなる可能性がある。直近 10 月の CPI は前年比+3.8%と 3 か月連続で騰勢を強めた。その要因は食料品価格の上昇による点が多いが、先行きの資源価格の不透明性が強く、失業率が 21 世紀に入り最低を更新する中で労働コストの高止まりが懸念されるなど、潜在的なインフレリスクも存在している。
- 高金利下における景気減速懸念とインフレ再加速への懸念に挟まれる状況下、BOK の政策運営も舵取りが難しくなっている。李総裁はインフレが収束すると確信できるまで現行の金利水準を維持する方針を示しているが、BOK の政策姿勢が「利上げ含みの現状維持」から、「政策効果を確認するための現状維持」に変わってきていると整理したい。
- 11 月の KRW の持ち直しは FRB の政策修正期待をはじめ外的要因による点が大きかった。12 月 FOMC において FRB はタカ派路線を維持すれば足許のドル高の調整も一服し、年末まで一進一退の相場となると考えられる。一方で、上述の通り半導体市況もようやく上向きつつあり、単月ではあるが 10 月の貿易黒字は年内で最大となる+38 億ドルを計上、年明け以降には半導体需要も持ち直して韓国の輸出も勢いを取り戻すことが期待される。本欄では貿易収支の改善を通じた KRW の需給環境の好転を評価し、24 年にはじりじりと値を戻す展開を予想している。

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:MYR の安定性維持に注力する BNM

マーケット・エコノミスト

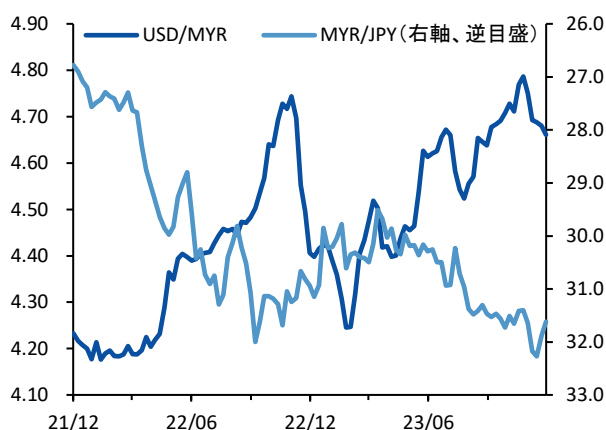
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MYR は月間で+2.2%の上昇を記録。月初 4.77 台で取引を開始。米 10 月雇用統計の軟化と 11 月 FOMC の情報発信を受けて、MYR は持ち直し一時 4.63 台まで上昇。中旬は上昇が一巡も、米国のインフレ関連指標の減速を受けて堅調推移した。月後半にかけてはやや材料難となったが、中東情勢に関するリスク心理も改善し、MYR を下支えした。月末付近では再度 4.64 に迫る動きを見せており、前月の下げを取り戻すような地合いとなった。
- マレーシア中央銀行 (BNM) は 2 日、今年最後の金融政策会合を実施し、政策金利を従来の 3.00%に 3 会合連続で据え置いた。会合後の声明文及び会見では、現行の政策指針は国内のインフレ鈍化が確認される中で、持続可能な経済成長を実現するために適切とした。先行きの運営については、MYR の足許における値幅を持った動きに言及しつつ、必要に応じて外為市場の秩序維持や流動性供給を含めたリスク管理を継続することを重視するとした。
- 物価動向については、インフレ収束に目処が立つ状況にある。マレーシア 10 月 CPI は前年比+1.8%と 8 月 (同+1.9%)から鈍化。また、生鮮食品と政府による価格統制品を除いたコアインフレ率は同+2.4%となっており、インフレの主因は食料品から飲食・宿泊施設などのサービス物価にシフトしている。
- 17 日に公表された 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+3.3%と 4~6 月期 (同+2.9%)から加速し、市場予想を上振れた。前期比でも+2.6%と 4~6 月期 (同+1.5%)から加速した。内訳を見ると、個人消費支出は前四半期から加速したが、繰り越し需要は一巡した状況である。外需部門では、主要製品である電子製品や石油関連製品など財輸出が軒並み軟調で、GDP へはマイナス寄与となった。足許において、企業部門による設備投資は堅調で、アンワル政権が来年度も公共投資の拡充を通じた景気下支えに注力する姿勢をみせており、内需主導での経済成長が期待されるが、前年比では外需の停滞が色濃くなっており、これが主たる景気下振れリスクとなる。
- MYR は 10 月にアジア通貨危機以来の安値を記録したが、ドル高の調整や中東情勢を巡るリスク心理の改善もあって、一時 6 月以来の水準まで回復した。もっとも、これは外的要因による上昇であり、BNM が指摘するように金融環境の引き締めや外需の落ち込みが長期化すれば再度値幅を持った相場になることも考えられる。世界的にリスク心理が上向きには時間を要する状況にあり、MYR の上値は限定的と考えたい。

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: インフレ鈍化も BSP はタカ派を維持

マーケット・エコノミスト

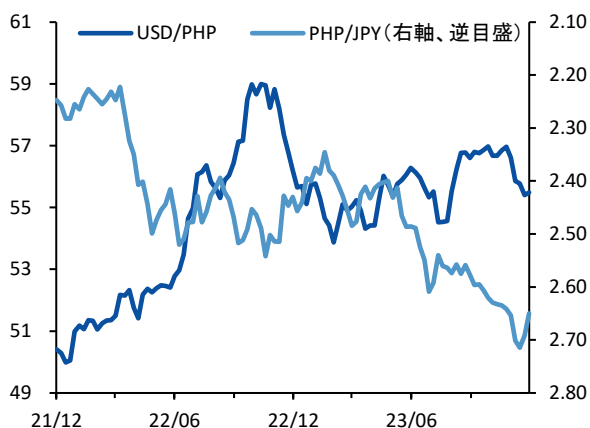
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の PHP は 8 月以来の高値を記録。月初 56.50 台で取引を開始し、上旬は FOMC や米 10 月雇用統計の結果を受けて米金利が下落し、55 台後半まで上昇。その後、10 月消費者物価指数(CPI)が予想以上に軟化し、フィリピン中銀(BSP)のハト派傾斜観測も強まったが、底堅い 7~9 月期 GDP の結果が支援材料となった。月後半は米国のインフレ鈍化を受けて米長期金利が低下したことで堅調推移。月末付近では 55.20 台まで月高値をじりじりと更新した。
- 9 日に公表された 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年比+5.9%と 4~6 月期(同+4.3%)から加速し、市場予想(同+4.7%)を上回る強い結果となった。前期比でも+3.3%と 4~6 月期(同▲0.7%)からプラスに転じ、市場予想(同+1.8%)を上振れた。もっとも、成長率の加速は政府消費支出や総固定資本形成がけん引した格好で、個人消費支出はやや頭打ち感が出てきている。
- BSP は 16 日に金融政策会合を開催し、政策金利の翌日物リバースレポレートに従来の 6.50%に据え置いた。声明文ではインフレリスクが引き続き上方向に傾いている点が強調された。BSP は 10 月の臨時会合で将来的なインフレリスクの高まりに言及していたが、直近公表の 10 月消費者物価指数(CPI)は前年比+4.9%と 9 月の同+6.1%からまとまった幅で下落。内訳を見ると、食料品価格の弾力性が高まっており、これが CPI 全体の荒い動きの原因となっている。24 年のインフレ率(予想)は前年比で+4.4%、25 年は同+3.5%と従前予想からそれぞれ▲0.3%ポイント、▲0.1%ポイント下方修正されたが、食料品の供給状況や燃料価格など依然として不確実性が残る。
- BSP は足許の金利水準について、十分に緊縮的であるとしたものの、こうした実体経済の底堅さも BSP がタカ派路線を維持する上での支援材料となるだろう。会合後の会見においても、金融引き締めが個人消費を押し下げたことを評価した一方で、インフレ抑制が確認できるまでは金融引き締めを維持し、必要に応じて追加利上げに動く用意はあると述べた。結局、今会合においても利上げサイクルの終了は明言されなかった。
- PHP は 11 月に入り、米 10 月雇用統計や CPI の結果を受けた米金利の低下を背景に値を戻している。現状、PHP の相場のドライバーは外部要因であり、引き続き外部要因に振られる展開が予想される。今後の物価動向次第では追加利上げの可能性も考えられるが、景気動向を勘案すれば利上げ終了も近いのは事実だ。PHP は金利面で選好される余地は少ないと考えられる。

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

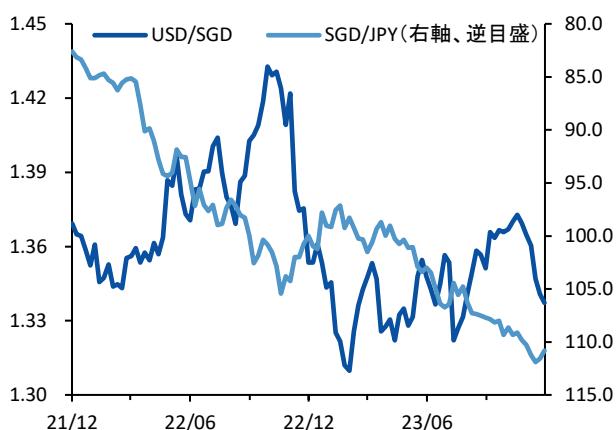
シンガポール: SGD の持ち直しはあくまでドル主導

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

アジア・オセアニア資金部
マーケット・エコノミスト
Tan Boon Heng
boonheng.tan@mizuho-cb.com

- 11 月の SGD は対ドルで+2.4%上昇したが、これは SGD だけの話ではない。この期間に、アジア通貨の多くは同様にアウトパフォームした。要するに SGD の個別要因で選好された訳ではなく、ドルが突如として調整局面に入ったという背景に照らして解釈しなければならない。市場による FRB の政策転換を織り込む動きは、11 月かなりのペースで進み、月後半の複数の FRB 高官によるハト派寄りの発言もこうした動きを促した印象がある。
- もっとも、米国経済の回復力への信頼が急速に崩れるかどうかはまだわからない。よって、短期的に SGD 安がさらに進行する可能性を考え直さねばならない。とはいえ、市場は FRB が政策転換するとの予想を裏付ける、より明確な材料を欲しがっている。だが、ドルが下落したとしても、SGD が他のアジア通貨に対してアウトパフォームするかどうかは疑わしい。
- これは本欄で繰り返し主張している、S\$NEER (SGD 名目実効為替レート) が政策バンド内で上昇余地が限られている点も関係している。むしろ、インフレや成長見通しの下振れが原因で、S\$NEER が相対的に下落する可能性もある。加えて、FRB の政策転換、中国の景気刺激策、中東情勢の緊張緩和など地政学的リスクの後退によりリスクオンが加速したことも他のアジア通貨には追い風だ。
- 来年のシンガポール通貨管理局 (中央銀行、MAS) の運営について、会合開催はこれまでの年二回から年四回に増える。MAS は第一にタカ派寄りの政策を維持すると思われるが、特に双方向のリスクが混在している状況下で、更なる引き締めに至るにはハードルが高い。インフレの動向はコアインフレを中心に不安定なまま推移すると思われるが、外的要因の変化がない限り、S\$NEER の政策バンドの傾きの範囲内で十分収束すると MAS は判断する可能性が高い。こうした中で、政策主導で SGD が大幅に上昇に向かう余地はきわめて小さく、足許ドルのトレンドが定着しないことも相まって 24 年年初までは、双方向に動き続けるというのが基本線だ。
- その後はこうした要因に加え世界的な不確実性の高まりに伴い、SGD は急落や急反発を繰り返しやすくなる。仮に FRB の政策転換が近づき、かつ、世界の商品需要が底を打った場合においては、SGD 持ち直しが定着すると思われる。年末から年初にかけては 1.38~1.39 までドルに押される展開もあるかもしれないが、その後 24 年後半にかけて、1.32~1.34 のレベルに向かって揺り戻しが続くと予想する。

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:BOT は利上げサイクルを終了へ

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 は前月に続き上昇した。月初 36 台前半で取引を開始。上旬は FOMC の内容や米 10 月雇用統計の結果を受けて米金利が下落し、35 台半ばまで上昇。その後、国内の景気支援策が期待に反する内容であったことが材料視されて再度 36 台へ下落。中旬以降は、米インフレ関連指標の鈍化を受けて FRB の追加利上げ期待が後退すると THB は反発し、CNY の上昇もサポート要因となって、月末付近では 34 台後半での取引となった。
- タイ中央銀行 (BOT) は 29 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 2.50% に据え置いた。政策金利の現状維持は 22 年 8 月に利上げを開始して以降、9 会合ぶりとなった。
- BOT は景気動向について、今年の成長見通しを従来の前年比 +2.8% から同 +2.4% に下方修正。7~9 月期実質 GDP 成長率が前年比 +1.5% と 4~6 月期から鈍化した。内訳を見ると、外需動向に懸念を示しながらも、個人消費は底堅さを保った格好となった。もっとも、セター政権は最低賃金の大幅引き上げやデジタルウォレットを通じた現金給付を実施し景気支援を強化する方針を示しているが、金融引き締め下においても家計債務は着実に積み上がっており、先行きにかけて金利負担が増大し、景気を抑制していくことが予想される。
- 物価動向については、BOT が定める目標レンジ (+1.0~+3.0%) を下回る水準での推移となっている。10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 ▲0.31% となった。マイナスの伸び率となるのは 21 年 8 月以来で、物価見通しについては、23 年は同 +1.3%、24 年は同 +2.0% 共に下方修正された。
- かかる中、経済・物価の双方において BOT が利上げを打ち止める材料が整っていたように思われる。BOT は利上げの停止について、長期的に持続可能な成長を支える上で、現行の政策金利水準が適当であるとし、利上げの終了を示唆した。また、外需の動向をはじめ、不透明な景気動向を踏まえ現行の金利水準を維持することで十分な政策余地を確保する方針を示した。
- THB は年末にかけて動向が弱まると予想する。実需面に目をやれば、経常収支は黒字を取り戻し、足許の貿易実績は軟調ながら、資源輸入も減少したことで収支としてはプラスを維持している。また、観光業の本格再開に伴うサービス輸出の拡大が今後期待されるが、金額ベースでは直近数四半期は停滞が続いている。外需動向に懸念が燃える限りは急速な回復を見込みにくく、従前サービス収支黒字が THB を支えていたこともあり、その状況は注視したい。

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:原油安も RUB は続伸

シニア為替ストラテジスト

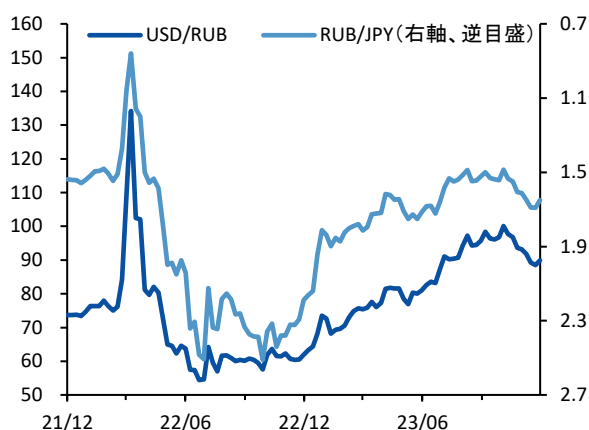
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 11 月の RUB は大幅に続伸した。11 月 30 日には対ドル 88.6 前後で推移しており、10 月末の 93.4 から+5%強、上昇している。ロシア政府が 10 月 11 日に輸出企業に対し外貨売却義務を再導入して以降、RUB は持ち直しの動きが継続している。11 月は原油価格の下落や、EU からロシアへの新たな経済制裁の発動に向けた動きなど、RUB にとってネガティブな材料もあったが、影響は限定的となった。
- 原油価格の下げが目立っている。背景には、需要に対して、供給や在庫が過剰ではないかとの見方がある。こうした見方を裏付けるように、米国の原油在庫は 10 月下旬以降、増加に転じている。11 月 22 日のロンドン市場ではブレント原油が一時▲4.9%下落し、1 バレル＝80 ドルを割り込んだ。OPEC プラスの中が生産枠を巡って再び意見が対立し、閣僚級会合が延期されたことが影響している。原油価格下落の RUB の影響は足元で確認されないものの、ロシア産原油の指標であるウラル産原油の価格も下落しつつあり、国際収支への影響には一定の注意が必要であろう。
- 先月は欧米によるロシアへの制裁強化に向けた動きもあった。EU は 11 月 15 日に対ロシア追加制裁案(第 12 弾)を発表。ダイヤモンド禁輸や、工作機械・機械部品の輸出禁止を提案した。同日には、米財務省は、ロシアとの石油取引における G7 の価格上限設定に違反した可能性があるとして約 100 隻の石油タンカーに関し警告文を発したと報じられている。
- 12 月の RUB 相場は上値が再び重くなろう。10 月初頭までの RUB 安の要因は「貿易収支の悪化」、「ロシアからのキャピタル・フライト(資本逃避)」が背景にあったと見ているが、ロシア政府による為替管理の強化によって通貨安圧力は大幅に後退した。一方、ロシア政府は財政の観点からは、一方的な RUB 高を望まないことも意識する必要がある。前回、2022 年 3 月に企業に対し外貨収入の 8 割の売却を義務付けた際には、2 か月後には売却義務を 8 割から 5 割へと引き下げている。仮に対ドルで 80 程度まで RUB 高が急ピッチで進んだ場合、ロシア政府が再び外貨売却義務を再調整してくる可能性は意識する必要があるだろう。

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:一段の財政悪化見通しを公表

シニア為替ストラテジスト

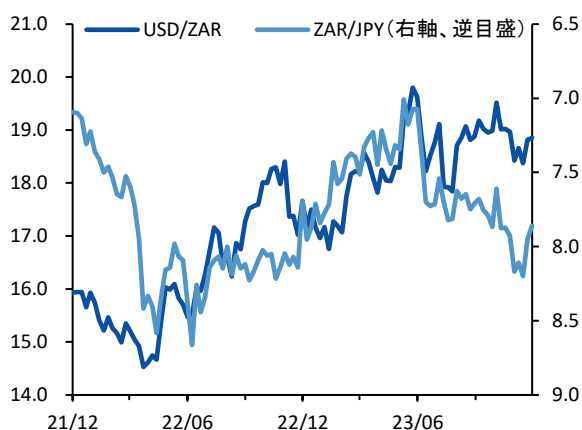
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 11 月の ZAR 相場はほぼ往って来いの展開。11 月中旬、14 日に公表された米 10 月消費者物価指数 (CPI) が市場予想を下回ったことを受けて、グローバルに米金利低下・ドル売りが拡大した際には ZAR は対ドルで 18.11 と 10 月の 18.64 から約 +3% 上昇した。しかし、その後は ZAR 安方向に押し戻されており、11 月 30 日時点で対ドル 18.85 近辺と、10 月末の水準よりも ZAR 安で推移している。11 月には多くの新興国通貨がドル安の流れに乗る格好で反発しているだけに、ZAR の弱さは、財政悪化への懸念や、南アフリカ準備銀行 (SARB) の利上げ打ち止め観測といった国内要因が影響しているだろう。
- 南アフリカ財務省は 11 月 1 日に中期財政計画 (MTBPS) を公表。2023/24 年度 (南アフリカの予算年度は 4 月～翌年 3 月) の財政赤字の予想は対 GDP 比 4.9% と 2 月時点の同 4.0% から拡大している。一般政府総債務対 GDP 比率は今後も拡大が続く見通しであり、2022/23 年度の対 GDP 比 70.9% から 2025/26 年度には同 77.7% まで債務が膨らむ予想となっている。2023 年 2 月に公表された予算案の時点では、同 73.6% でピークをつける見通しとなっていた。
- 財政健全化に向けた措置も打ち出されており、インフラ整備事業などに使われる地方自治体への条件付き交付金など支出の抑制に加え、付加価値税の引き上げなどの増税策が発表されている。しかし、支出増の項目も無視できない。公務員の給与の +7.5% 引き上げや、新型コロナ感染拡大時に導入された低所得者向けの補助金をさらに 1 年間延長する措置が挙げられる。公務員給与の大幅引き上げに対しては、大手格付け会社が財政悪化リスクを懸念するコメントを発している。
- SARB は 23 日の金融政策決定会合では市場予想通り政策金利を 8.25% で据え置いた。クガニャゴ総裁は、「現在の金利水準では政策は景気抑制的で、インフレ見通しや高止まりするインフレ期待に整合する」と指摘している。市場でも SARB の引き締め局面は既に終了したという見方が支配的となっている。
- ZAR は引き続き、外部環境の動向に敏感な展開が続くだろう。11 月には米金利低下・ドル安にも関わらず ZAR のパフォーマンスが悪かったことで、改めて同国の経常収支と財政収支の双子の赤字や、頻発する計画停電などの問題が意識される公算が大きい。

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:近い将来の利上げ局面終了を示唆

シニア為替ストラテジスト

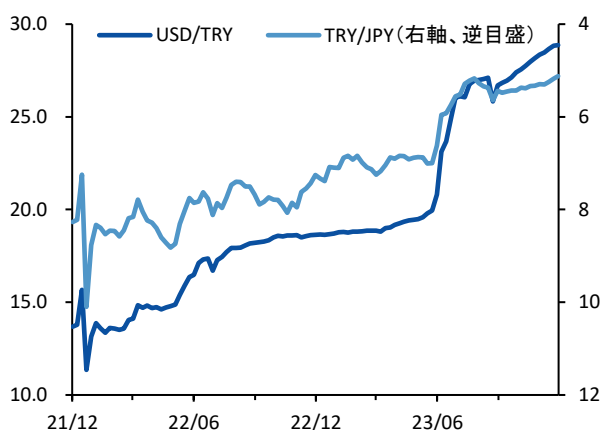
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

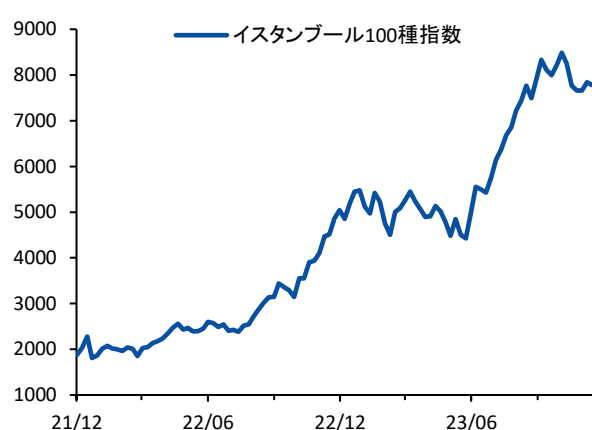
- 11 月の TRY は 30 日時点で対ドル 28.8 前後で推移しており、10 月末の 28.3 からは▲2%弱続落している。10 月には約▲3%の下落だったため、下落ペースは緩やかになっているものの、トルコ中央銀行(TCMB)が市場予想の 2 倍となる+5.00%ポイントの利上げを実施、政策金利を 40.00%に引き上げたにも関わらず、TRY を積極的に買う動きは見られなかった。
- TCMB は声明文において、「現在の金融引き締め水準はディスインフレ路線を確立するうえで必要な水準にかなり近い」と説明している。さらに、TCMB は先行きの引き締めペースを減速させ、金融引き締めは近い将来、終了することになるだろう、と表明している。12 月 21 日に控える次回金融政策決定会合で TCMB が利上げ幅を+2.5%ポイントに縮小したうえで利上げ局面終了を宣言する公算が強まっている。
- 10 月分の消費者物価指数(CPI)は前年同月比+61.4%と高水準であり、年末から来年初めにかけて、まだしばらくは加速が予想される(TCMB は 2023 年 10 月公表のインフレーションレポートで、2023 年末の CPI の伸び率を 65.0%と予想)。従って、引き上げ後の名目政策金利 40.00%と比較して CPI の伸び率が高い、実質政策金利のマイナスの状況は当面、継続する見込みだ。
- 市場予想の 2 倍の大幅利上げを受けて、TRY は利上げ発表直後こそ対ドルで 28.8 から 28.6 まで+0.7%反発したが、その後は会合前の水準へと押し戻されている。実質政策金利のマイナスもあり、利上げ後に TRY を積極的に買い進める動きは今回もマーケットでは見られなかった。
- とはいえ、今後、TRY に対する見直しの動きが徐々に広がる可能性は高まりつつある。トルコの政策金利は 40%に引き上げられた一方、FRB や ECB の利上げは打ち止めになった公算が強まっており、TRY と主要通貨との間の金利差は一段と拡大している。TRY は 6 月の利上げ開始から+31.50%もの大幅利上げにも関わらず下落が続いているが、下落ペースは緩やかとなっており、TRY の下落を金利収益でカバーすることが期待しやすい環境になりつつある。こうしたキャリートレードの動きは、米金利を始めとする外部環境に左右される面が大きいほか、トルコ国内でも来年 3 月に控える地方選挙をはじめ、政治情勢・経済政策には依然として不透明感が残る状況だが、マーケットのトルコ金融市場に対するスタンスの変化が見られる可能性も意識する必要があるだろう。

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: 順調にディスインフレが進行

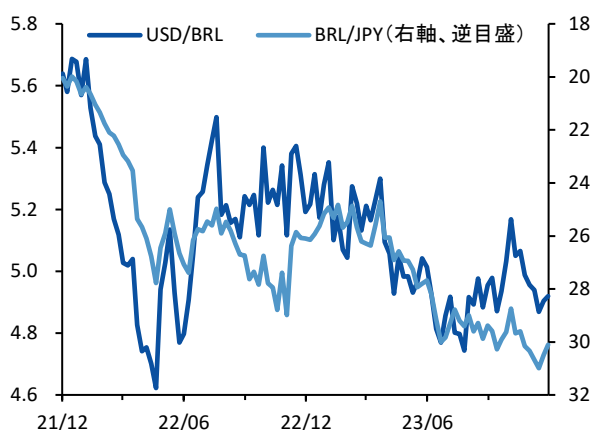
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の BRL は+2.4%と上昇した。5.04 付近で取引開始後、月前半は、米金利低下やブラジル株高が好感される中、一時 4.8 台半ばまで強含んだ。下旬は、米金利続落やブラジル株高が支えとなり強含む場面もあったが、財政懸念の高まりが嫌気される中で、MXN の下落も押し下げ要因となり、4.92 付近に売られて引けた。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 7 日に金融政策委員会(Copom)の議事要旨(10 月会合分)を公表したが、中身を確認すると、利下げ幅拡大の可能性について言及がなかったことが市場で注目を集めた。前回までの議事要旨では、利下げ幅拡大の可能性に言及したうえで、「可能性は低い」としていた。検討から除外したことから、ややハト派姿勢を後退させたと評価できる。ネト・BCB 総裁は 22 日にも「あと 2 回は▲50bp の利下げが適切」と述べており、少なくとも 12 月、来年 1 月会合でも▲50bp での利下げが続くだろう。本欄では、その後も継続的な利下げが続き、政策金利は来年半ばにかけて現行の 12.25%から 9.50%前後まで引き下げられると見込んでいる。
- 域内の物価動向に関し、10 月のインフレ率(IPCA)は+4.82%(前年比、以下同様)と市場予想(+4.87%)および 9 月(+5.19%)を下回った。なお、2 か月連続で中銀によるインフレ目標(2023 年:+3.25%±1.5%)を上振れている。昨年のエネルギー減税のベース効果が剥落した影響で、家庭用燃料価格は+4.90%から+4.48%へ大きく伸びが鈍化した。なお、BCB が算出するコアインフレ率は、+5.55%となっており、順調に減速している。昨年のインフレ率や前月比のトレンドなどを考慮に入れば、目先数か月以内にはインフレ目標に回帰できる可能性が高いと考えている。足許の上振れは、あくまで特殊要因による一時的なもので片づけることができそうだ。
- 年内の BRL 相場は、弱含む展開を見込む。BCB の利下げ幅拡大は見込み難いが、来年半ばにかけ継続的な利下げが予見される中、「タカ派的な現状維持」を決め込む公算の大きい FRB との金融政策格差は意識せざるを得ない。加えて、11 月半ばにかけては投機筋のネットのポジションが大きく BRL ロングに傾いた時間帯があったが、過去の推移に基づけば、一層のロングポジションの拡大余地は乏しいだろう。もっとも、中国経済の底入れや CNY の買い戻しが続けば、商品価格上昇などを通じて BRL が底堅く推移する可能性はある。

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: ブラジルボベスパ指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

メキシコ: 利下げ開始を意識し始めた Banxico

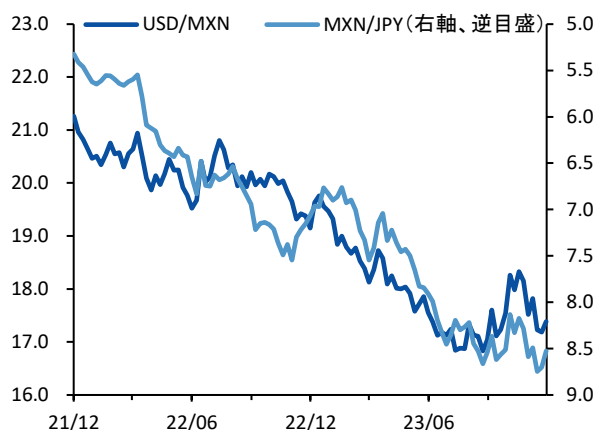
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MXN は+3.8%と上昇した。MXN は 18.1 付近で取引を開始。上旬は、米金利低下やメキシコ株高を受け 17.3 付近に上昇も、メキシコ中央銀行 (Banxico) が金融政策決定会合で公表した声明文がハト派的と解釈され、18.0 を目指し売り戻された。中旬は、米インフレ指標の鈍化などをを受け市場心理が改善したことを背景に、17.1 付近に上昇した。下旬は、Banxico 高官のハト派な発言が嫌気され、17.4 付近に売られて引けた。
- Banxico は 9 日、金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を 11.25% で据え置くことを全会一致で決定した。声明文では、「インフレ目標を達成するために政策金利を現在の水準にしばらくの間維持することが必要」との政策金利のフォワードガイダンスが記載されており、前回は「長期間」とされていた箇所が「しばらくの間」に変更されている。「より長く」のステージで明確に前進し、利下げ開始を意識し始めた文言変更と考えられる。
- かかる中、Banxico が 23 日に公表した金融政策決定会合議事要旨 (11 月会合分) では、上方に傾いたインフレリスクやインフレ見通しの厳しさが強調されており、会合の声明文などと比べ、全体的にタカ派な内容が目立った。もともと、声明文の変化を覆すような内容は確認されておらず、本欄では引き続き、24 年 1~3 月期での利下げ開始を基本線としたい。
- 域内の物価動向に関しては、最新の 11 月前半の消費者物価指数 (CPI) は総合ベースで前年比+4.32%と市場予想の同+4.29%および 10 月後半の同+4.25%を上振れた。一方、コアベースでは同+5.31%と 10 月後半の+5.46%から順調に鈍化を続けており、インフレの再加速懸念とまで言う必要はないだろう。依然として中銀の目標 (同+3.0%) には距離があるが、高水準の政策金利が引き続きディスインフレに寄与すると見込んでいるが、ベース効果もあり、特に総合ベースではインフレ率が下がりにくい時間帯が続くだろう。
- 年内の MXN 相場は、弱含む展開を見込む。上述の通り、Banxico の利下げ開始は FRB よりも明確に早くなると見込んでおり、金利面が MXN の逆風となりそう。足許では、投機筋によるネットのロングポジションは復元が続いているが、Banxico の利下げ局面が迫る中、この動きが継続するとは考えにくい。22 年以降の MXN 高を支えてきた労働者送金も、米労働市場の緩和を受け減少に向かう可能性が高い。これらの要因を背景に、MXN は弱さを見せる時間帯が続くだろう。

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 1～11月(実績)	SPOT	2023年 12月	2024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)	6.6910 ～ 7.3503	7.1351	7.10	7.05	7.00	7.00	6.95
香港ドル	(HKD)	7.7861 ～ 7.8500	7.8113	7.81	7.80	7.80	7.79	7.78
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.478	83.394	82.9	83.5	84.5	83.5	82.0
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15969	15510	15400	15500	15710	15520	15400
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1363.67	1290.15	1310	1290	1280	1270	1250
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.7937	4.6613	4.69	4.71	4.73	4.68	4.61
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 57.084	55.487	56.0	56.5	56.9	56.0	55.2
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3764	1.3374	1.34	1.35	1.38	1.35	1.33
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.509	31.274	31.5	31.0	30.6	30.2	29.8
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 37.24	35.36	35.5	35.8	36.3	35.2	34.2
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24620	24261	24400	24300	24500	24100	24000
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.3371	89.9068	85.0	83.0	84.0	85.0	86.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.8534	19.5	20.0	19.8	19.6	19.4
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 28.9547	28.8640	29.0	30.0	29.0	28.0	27.0
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.6967 ～ 5.4798	4.9200	5.00	5.02	5.08	5.10	5.10
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	17.3888	17.6	17.9	18.2	18.4	18.5
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.945	20.778	20.70	20.71	20.71	20.57	20.43
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 19.457	18.975	18.82	18.72	18.59	18.49	18.25
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.823	1.774	1.77	1.75	1.72	1.72	1.73
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.975	0.956	0.955	0.942	0.923	0.928	0.922
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.674	11.489	11.22	11.32	11.33	11.34	11.36
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 32.387	31.618	31.34	31.00	30.66	30.77	30.80
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.715	2.650	2.63	2.58	2.55	2.57	2.57
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 112.24	110.83	109.38	108.15	105.07	106.43	106.93
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.755	4.738	4.67	4.71	4.74	4.77	4.77
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.290	4.192	4.14	4.08	3.99	4.09	4.15
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6235	0.6113	0.60	0.60	0.59	0.60	0.59
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.422 ～ 1.948	1.649	1.73	1.76	1.73	1.69	1.65
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.337	7.862	7.54	7.30	7.32	7.35	7.32
トルコリラ	(TRY)	5.063 ～ 7.482	5.126	5.07	4.87	5.00	5.14	5.26
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 31.212	30.114	29.40	29.08	28.54	28.24	27.84
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.524	8.35	8.16	7.97	7.83	7.68

注: 1.実績の欄は 2023 年 11 月 30 日まで。SPOT は 12 月 1 日の 6 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(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。