

2023 年 12 月 27 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:当面はFRBの政策動向が相場テーマに	2
中国:景気懸念の解消は翌年に持ち越し	3
インド:再び天候不順で食料品価格が上昇	4
インドネシア:本格的な持ち直しは年後半以降か	5
韓国:実需面での強さを取り戻せるのか	6
マレーシア:外部環境の好転が待たれる	7
フィリピン:タカ派な情報発信が目立つBSP	8
シンガポール:個別でのSGD高要因は出尽くし感も	9
タイ:経済・為替は引き続き外部要因次第に	10
ロシア:利上げ局面の終了を示唆	11
南アフリカ:外部環境が強力な追い風に	12
トルコ:利上げ局面は終盤に	13
ブラジル:税制簡素化法案の可決が好感される	14
メキシコ:利下げへの距離を見極める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：当面は FRB の政策動向が相場テーマに

マーケット・エコノミスト

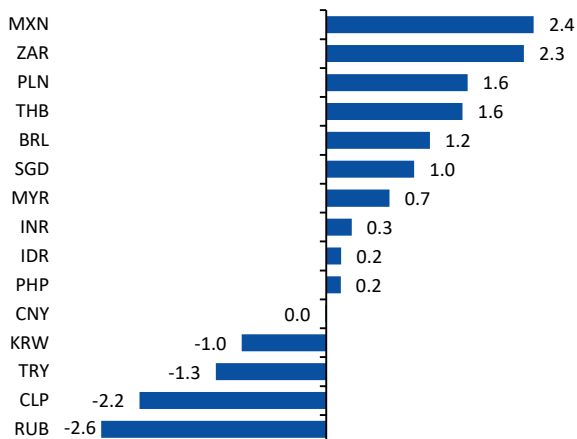
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

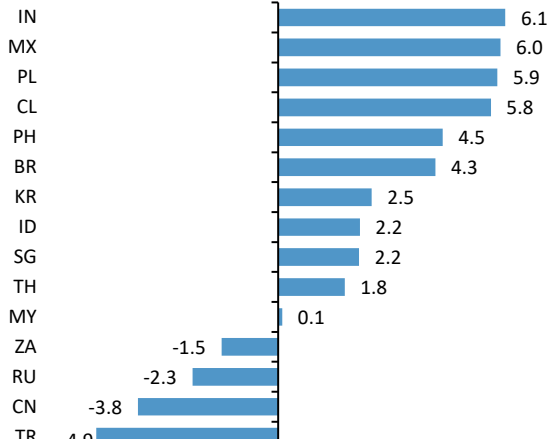
- 12 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比+0.5% (22 日まで)。同指数は 1710 台後半で取引を開始。月初、12 月 FOMC のブラックアウト期間に入りその動向が意識される中、じりじりと値を下げたが、イベント通過後のパウエル FRB 議長の情報発信が支援材料となり、一時 1720 台後半まで反発。中旬以降はやや動意に欠いたが、断続的な FRB の政策転換期待が支援材料となり堅調さを維持。月後半もリスクオンの地合いの下で月高水準を維持した。
- 12 月 FOMC では現状維持を決定も、パウエル FRB 議長の会見では利上げの打ち止めと共に早期利下げを示唆するなどサプライズな内容もあった。今回更新されたドットチャートでは 24 年の末値は 23 年と比較して▲75bps 下方にあり、24 年は利下げの年となることを想起させる内容となった。12 月は総じて FRB の政策修正期待を織り込む動きが新興国通貨全体の支援材料となった。24 年は単月の米経済指標の内容で相場が変動することはあろうが、直近 2 年で見られたドル優勢の相場は一旦終了すると予想される。
- もともと、FRB は利上げ終了及び利下げの開始時期に関する具体的な情報発信を実施しておらず、当面は FRB の政策動向が為替相場予想の上で最大のテーマとなる。本欄では先の情報発信を踏まえれば、年初早い段階で議論が進んでも違和感がない状況にあると考える。一方で、新興国中銀についても程度の違いこそあれど、景気支援寄りの姿勢へ転換していくと予想される。FRB の政策転換に先行する国は多くないと思われるが、為替の方向感としては、数年前の利上げ局面がそうであった様に FRB の政策金利の水準に合わせて相場も変動していく(ここではドル安方向に)ものと整理したい。
- また、24 年は政治イベントも多く、とりわけ注目されそうであるのが、年初の台湾総統選、春先に実施予定のロシア及びウクライナでの大統領選、そして 11 月の米国大統領選だろう。台湾総統選については、今回も対外政策が争点となりそうだが、選挙過程での米中の反応次第では、急速に地政学リスクが高まる懸念も残る。米国大統領選については、今のところ前回同様バイデン現大統領とトランプ元大統領の争いになるとの見方が強い。仮にトランプ再任となった場合は米国第一主義の下での保護的な通商政策、強硬的な外交の展開が想起され、ここでも地政学リスクの高まりが一段と意識されるのではないか。この他、インド、インドネシア、メキシコなど新興国でも比較的経済規模の大きい国でも選挙が予定され、これらは各国固有の為替変動要因となろう。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2023 年 12 月、22 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(2023 年 12 月、22 日時点、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: 景気懸念の解消は翌年に持ち越し

マーケット・エコノミスト

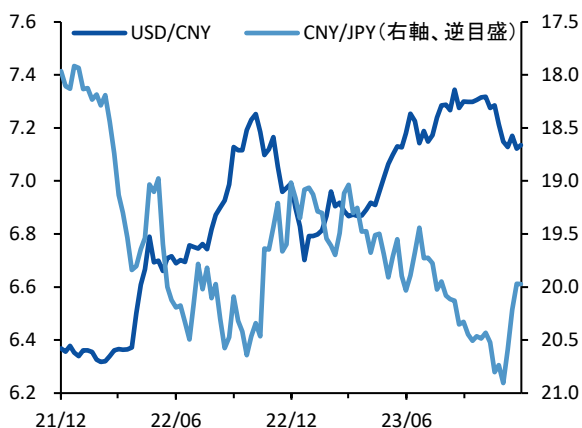
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の CNY は対ドルで底堅く推移。月初 7.13 台で取引を開始。上旬、米 11 月雇用統計や FOMC の動向が意識された中で、軟調な値動きとなり一時月安値の 7.18 台を記録。中旬、複数の国内経済指標が弱含む結果となるも、FOMC の結果を受けた FRB のハト派傾斜期待が支援材料となり、一時月高値の 7.09 台まで上昇。月後半は年末にかけた薄商いの中で、やや方向感を欠いたが、概ね 7.12~7.15 台での取引となった。
- 11~12 日、翌年のマクロ経済運営の方針を討議する中央経済工作会议が開催されたが、内需の拡大やイノベーションの促進など 9 つの重点経済任務を定めて、質の高い発展を推進していく方針が示された。一方で、重点任務に対する目新しい方策は明示されず、年明け以降に持ち越しとなった格好だ。24 年の成長率目標について、具体的な数字への言及はなかったが、23 年と同程度の前年比+4.5~5.0%に定められるとの見方が強い。目標達成には社会問題となりつつある若年層の失業率改善や GDP の約 3 割を占めるといわれる不動産部門での需給ギャップの解消などへの取り組みが鍵となっていくと予想される。
- 11 月鉱工業生産は前年比+6.6%と市場予想から上振れ、11 月小売売上高は前年比+10.1%と市場予想には届かなかったが 10 月の同+7.6%を上回る結果となった。もっとも、今回の結果は去年の数字が弱含んだことによって押し上げられた側面が大きい。前月比では鉱工業生産が+0.87%、小売売上高が▲0.06%と細かな変化となっていることから、大きく景気が上向いたとは判断し難い。一方で、不動産市況の低迷は長期化しており、これが消費者心理を下押ししている印象を受ける。11 月の固定資産投資や不動産投資は年初来ベースで市場予想を下回った。特に、不動産投資は前年比▲9.4%となっており、9 か月連続でマイナス幅を拡大させている。
- 本欄では対米金利差に付合した CNY 相場の動きを確認してきたが、対米金利差(米国-中国)の縮小局面においてもその傾向が現れている。しかし、これはあくまでドル側の要因である。FRB の政策転換を織り込む動きや中国人民銀行(PBoC)の CNY 支援などが CNY 相場を下支えすると見られるが、裏を返せばそれ以外の追加材料に欠いている状況にも見える。中国経済に関する懸念が晴れないこと、従来からの強みであった巨大な貿易黒字を後ろ盾とする実需環境にも変化が出ていることなど懸念材料も少なくない。24 年かけては対ドルでの持ち直しを見込むが、そのスピードは穏当なものに留まると予想する。

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:再び天候不順で食料品価格が上昇

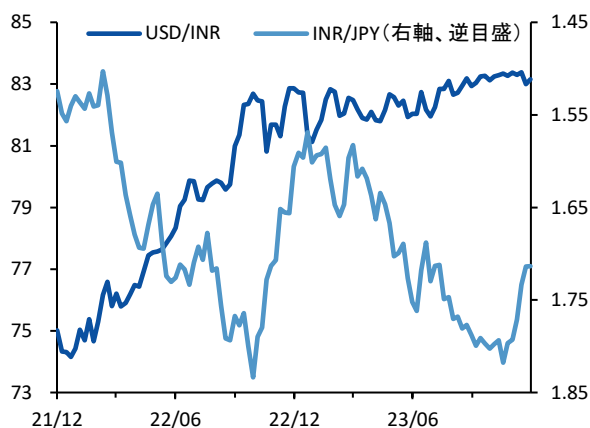
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

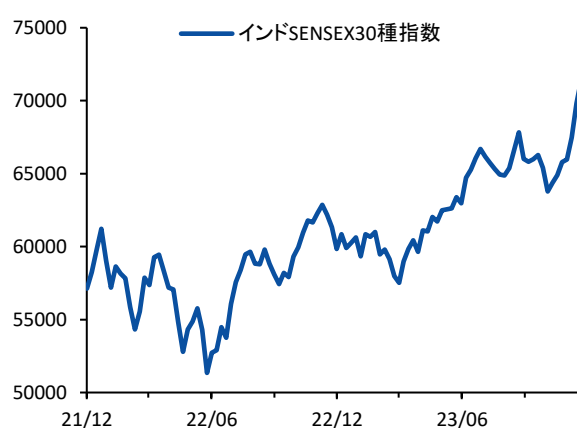
- 12 月の INR は+0.3%と小幅に上昇した。13 日にかけては、インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり、83.4 付近で小動き。以降、19 日にかけては、米金利低下やインド株式市場への海外投資家の大規模な資金流入が好感され、83.0 を割り込んで上昇する場面も見られた。その後、足許にかけては、原油価格上昇を受けて 83.15 付近に売り戻されている(22 日引け時点)。
- RBI は 6~8 日に実施された金融政策委員会 (MPC) で政策金利を 5 会合連続で据え置くことを決定。経済・物価見通しでは、成長率見通しの上方修正が目立った。先々の金融政策においては、「インフレ率を目標に合わせるという決意を崩さない」ことを表明しており、警戒態勢を解いてはいない。利上げ含みの姿勢も維持しており、早期の利下げ開始は見込まれない。ただし、22 日に公表された議事要旨では、複数の委員が実質金利の過度な上昇を懸念していることも明示されており、早ければ 24 年中頃の利下げ開始が支持されるだろう。
- 域内の物価動向に関し、11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+5.55%と、市場予想の同+5.78%を下回ったが、10 月の同+4.87%から加速した。なお、3 か月連続で RBI の目標レンジ(同+2.0~+6.0%)に収まっている。内訳を確認すると、食料品が 10 月の同+6.6%から同+8.7%へ加速したことが大きく寄与した。RBI が警戒した通り、多雨が野菜価格騰勢を招いている。一方、食料品と燃料を除いたコア CPI は同+4.1%と 6 か月連続で減速しており、物価の基調は下向きだ。日次データに基づけば、野菜価格は 12 月に入って以降落ち着いたおり、総合ベースのインフレ率がさらに大きく加速することはないと考えている。
- 24 年の INR 相場は、年央にかけては上値の重い推移、以降は買い戻しを想定している。現状、FRB の利下げ織り込みは行き過ぎであり、米金利の低下余地は短期的には大きくない。加えて、原油価格も落ち着きつつあるとはいえ、パンデミック以前対比では高水準だ。インド貿易赤字は大きな水準が定着するだろう。これらの要素を背景に、年前半にかけては上値の重い推移を予測する。年後半にかけては、FRB の本格的な利下げ局面入りを受け、米金利低下が下支えとなり、INR が買い戻されるだろう。RBI の利下げは、あったとしても計 ▲50bp 程度と予測しており、FRB のそれより小幅になる可能性が大きい。もっとも、総じて、国際通貨基金 (IMF) が安定化制度 (stabilized arrangement) と批判する RBI の積極的な為替介入が行われている限りにおいては、INR 相場の値動きは限定的となるだろう。

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:本格的な持ち直しは年後半以降か

マーケット・エコノミスト

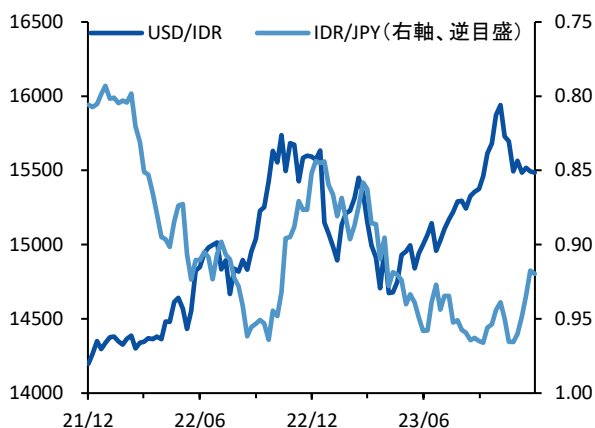
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

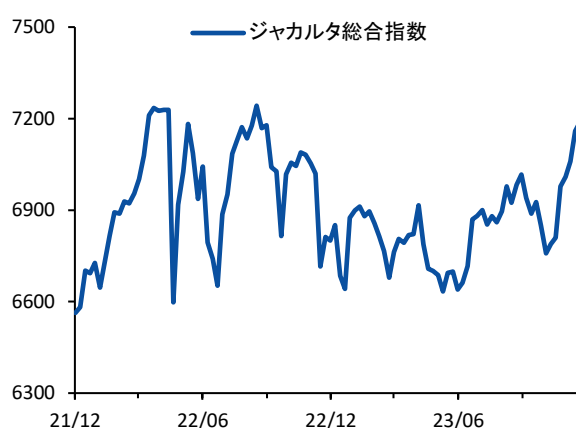
- 12 月の IDR は、個別要因に欠く中、米経済指標および FRB の動向に振らされる展開となった。月初 15500 付近で取引を開始し、米 11 月雇用統計や米 11 月消費者物価指数(CPI)の強い結果を受けた米金利上昇が嫌気され、13 日には 15650 を上回るなど、弱さを見せる時間帯もあった。もっとも、その後は FOMC のハト派な情報発信を受け、米金利が低下する流れに合わせ、15500 付近に水準を戻した。以後は、動意に欠き同水準での値動きとなった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 20~21 日に開催した金融政策会合で、政策金利の 7 日物リバースレポレートに従来の 6.00%に据え置いた。据え置きは 2 会合連続。なお、今回会合では、政策金利の名称を「BI 金利」に変更することを公表した。ペリーBI 総裁の会見では、過去数回為替変動に警戒を払う発言が目立ったが、足許のドル安の流れを受け、タカ派姿勢が後退した印象だ。もっとも、食料品や輸入物価上昇に警戒感を示したうえで、24 年後半までは「いかなる緩和も行われる可能性は低い」と述べた。
- 11 月 CPI は前年比+2.86%と BI の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)内での推移となった。ただし、市場予想の同+2.70%および 10 月の同+2.56%を上回っている。食料品・飲料・たばこが同+5.4%から同+6.7%に加速したことが大きく影響した。他方で、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 については、同+1.87%と市場予想および 10 月を下回っており、基調的物価は下向きでインフレ抑制にはある程度目処が立つ状況に変わりはなかった。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。
- 24 年の IDR は年後半以降、段階的な持ち直しを予想する。年前半は他の通貨同様、FRB の政策転換期待が支援材料となりそうだが、高水準の政策金利が経済活動を抑制する中で、国内景気は前年並みの成長が続くとみられる。その後、FRB の利下げの開始とともに IDR の持ち直しも始まると予想されるが、実需の動向には注意が必要と考える。BI は 24 年の経常黒字を対 GDP 比で +0.1~+0.9%と予想しているが、商品需要が安定的に推移する保証はない。過去 2 年間は予期せぬ資源価格の高騰が IDR を下支えしたが、24 年は貿易黒字の縮小とともに経常赤字に転落する可能性にも警戒したい。政治面では 2 月に大統領選が実施される。ジョコ現大統領の政策路線が争点とされるが、現状大きな為替リスクに直結するとは考えていない。

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: 実需面での強さを取り戻せるのか

マーケット・エコノミスト

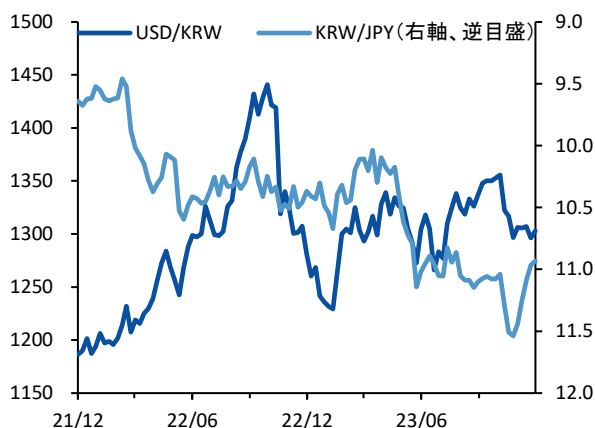
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の KRW は底堅い推移となった。月初、1300 近辺で取引を開始。米 11 月雇用統計や FOMC の動向が意識された中で、軟調な値動きとなり一時月安値の 1320 台を記録。中旬は FOMC におけるハト派な情報発信が支援材料となり、1300 を下抜けるなど持ち直しが目立った。下旬にかけては、追加材料に欠く中で動意なく推移したが、引き続き FRB の政策転換期待が相場を下支えし、1300 近辺での取引が継続した。
- 11 月貿易収支は+38 億ドルの黒字を記録。半導体需要の底打ちが確認されて以降、輸出実績が上向いており、前年比+7.8%と 10 月からプラス幅が拡大した。輸入については同▲11.6%と内需の停滞が影響して前月から更に悪化した。資源価格に調整が入ったことなども要因として考えられる。韓国中銀(BOK)の見通しでは、24 年は、輸出の主要相手国である中国を中心に外需の動向が意識される中で、半導体市況の持ち直しを受けて貿易収支は改善に向かうとされており、こうした傾向は年後半にかけて強まる見込みだ。
- 11 月の消費者物価指数(CPI)は前年比+3.3%と 10 月の同+3.8%から鈍化した。食品とエネルギー価格を除いたコア CPI についても、同+3.0%と 22 年 3 月以来の水準まで低下した。直近の 10 月会合にて、李 BOK 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、利下げの兆候は確認されていないが、FRB がハト派に転化しつつある中で、24 年の早い段階で BOK も利下げを検討することも考えられる。
- 24 年の KRW の方向感について、12 月 FOMC の結果を受けた市場による FRB の利下げ期待は年初以降も継続すると見込まれる。BOK が利上げを再開する可能性も低い、ここ数年のように金利面でドルに押されるような展開にはならないと考えられる。実需面においては、先述の通り、貿易収支の持ち直しに付随するかたちで実需の KRW 買いが期待できそうだ。こうした状況下、KRW は対ドルでじりじりと値を戻す展開を想定する。
- 政治関連では韓国でも 24 年 4 月に総選挙を控えている。現在の議会はいわゆる「ねじれ」の状態となっており、尹政権の支持率も低迷する中で苦戦が強いられるとの見方がある。一方、野党の力強さが目立っている印象も薄く、約 4 割と言われる中間層・無党派層の動向が鍵を握るとも言われている。尹政権は日米との関係性を重視した外交を進めてきたが、仮に議会選で敗れ、大統領選にも影響が及べば、これが思わぬ地政学リスクの芽となる可能性もある。

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: 外部環境の好転が待たれる

マーケット・エコノミスト

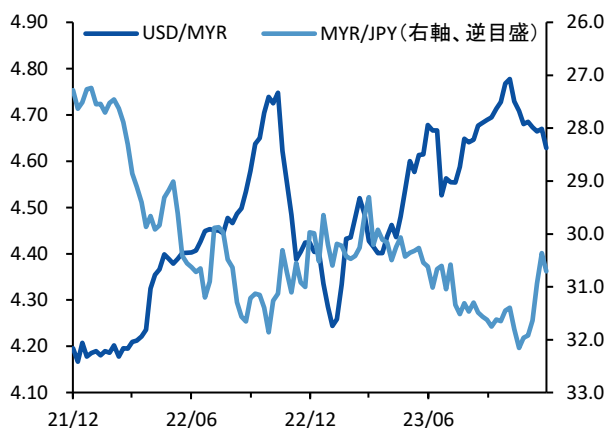
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

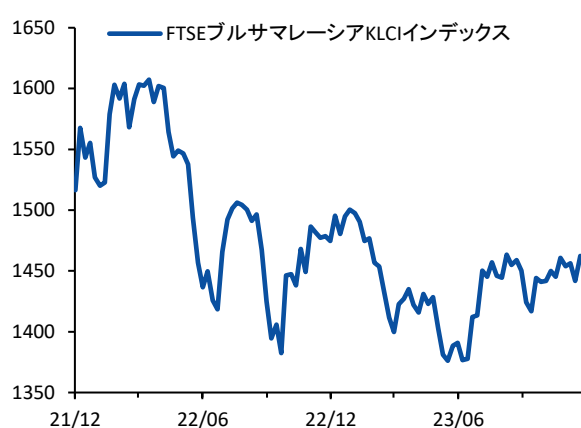
- 12 月の MYR は一時 8 月以来の水準まで値を戻した。月初 4.67 付近で取引を開始。上旬は FOMC の動向が意識された中で、米 11 月消費者物価指数 (CPI) が底堅く推移したことを受けドル優勢の展開。中旬は FOMC でのハト派な情報発信もあって MYR は反発したが、長続きせず。下旬はやや薄商いとなり買い要素に欠く状況ながら、FRB の政策転換期待が支援材料となりじりじりと値を上げ、一時 8 月以来となる 4.61 台での取引となった。
- 11 月の貿易収支は+124 億リンギの黒字を記録。輸出が前年比▲5.9%、輸入は同+1.7%となった。詳細を見ると、輸出は 9 か月連続で前年割れとなり、主要製品の電子機器や石油関連製品の輸出が停滞した。国別でも全体的な落ち込みが確認され、特に ASEAN 諸国や日本向けの実績が伸び悩んだ。片や、輸入については、9 か月ぶりに前年比でプラスとなった。輸送機器や鉄鋼の需要が寄与した格好だ。なお、11 月までの累計貿易黒字は 2025 億リンギと前年比で▲8.1%で、年後半の外需の減速と商品需要の減速が特に影響している。
- 11 月 CPI は前年比+1.5%と 10 月の同+1.8%から鈍化し、市場予想の同+1.7%からも下振れた。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+2.0%となっており、こちらも前月の同+2.4%から減速した。総合インフレは 21 年以来の水準まで低下しており、マレーシア中銀によるインフレ対応も一巡した印象を受ける。24 年はサービス税の引き上げが予定されるが金融政策への影響は軽微と見られ、政策の主眼は景気支援や MYR の安定性維持に向くものと考えられる。
- MYR は年央に一時アジア通貨危機以来の安値を記録するなど通貨安が進んだ。主要相手国の中国景気の先行き懸念、高騰していた資源価格にも調整が入ったことがマレーシア経済にも重しとなり、為替にも影響した。足許の MYR 上昇は FRB の政策転換期待が反映されたことが主な原因で MYR 個別の買い要素に欠く状況は続く。24 年についても、MYR が本格的な持ち直しに至るには外部環境の好転やリスク心理が上向くことが必要条件となってくるだろう。マレーシア政府は 24 年の成長目標を前年比+4.0~5.0%に設定しているが、経済成長鈍化を受けて 24 年の歳出増加や内閣改造にも着手している。アンワル現政権は発足から 1 年が経ったものの、盤石な支持を受けているとも言えなく、政治・経済の両面で不確実性を払拭できない状況だ。こうした中で、年明け以降も外部環境に揺れる時間帯が続くそう。

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:タカ派な情報発信が目立つ BSP

マーケット・エコノミスト

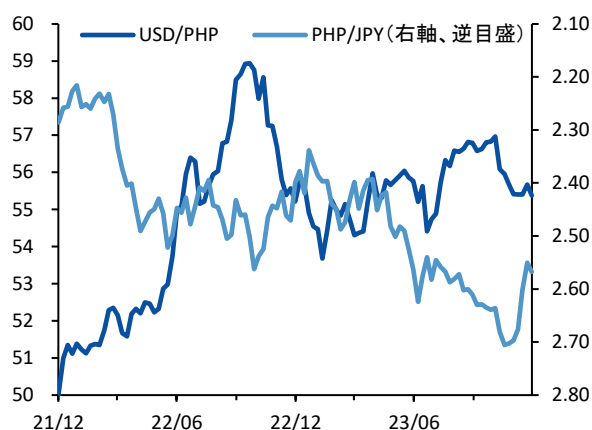
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の PHP は 8 月以来の高値を記録。月初 55.50 台で取引を開始し、上旬は前月からのリスクオンの動きが一巡し、軟調な値動き。中旬、米 11 月消費者物価指数 (CPI) の公表前後に、一時月安値の 56.00 台まで急伸したが、FOMC でのハト派な情報発信を受けて値を戻し、やや荒い相場となった。下旬にかけて、FRB の利下げ期待のほか、クリスマスシーズンにおける実需の PHP 買いが優勢となったと見られ、55.40 台まで値を伸ばした。
- フィリピン中央銀行 (BSP) は 14 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を従来の 6.50% に据え置いた。声明文は引き続きインフレに対する言及が目立った。先行きの予想インフレ率について、23 年は前年比 +6.1% から同 +6.0% へ、24 年は同 +4.4% から同 +4.2% に小幅に下方修正したが、国内のインフレが安定的に目標レンジに収束するには 1 年程度の時間を要するとし、インフレリスクは依然上方向に傾いているとした。
- 国内経済の動向について、タイトな労働市場にも言及しながら、内需は底堅さを維持しているとの見方を示した。一方、外需はやや停滞感が目立ってきている。輸出・輸入とも頭打ちの様相を呈している。貿易収支の大幅な悪化は無いものの、概ねコロナ前の水準に回帰している。また、サービス輸出もやや勢いを欠いており、フィリピンの強みであるビジネスプロセスアウトソーシング (BPO、海外企業からの業務委託) での収入は 23 年下半期に悪化の兆候が見られた。
- レモロナ BSP 総裁は会見にて十分に引き締まった現在の政策設定を維持する必要があると述べた。また、必要に応じて追加の処置をする準備はあるとしてタカ派を堅持した。BSP の政策主眼は一貫してインフレ抑制であり、今回会合においてもその姿勢に変化はなかったと総括できる。
- 年末年初にかけて外部環境に揺れる展開を想定してきたが、FRB の政策転換を織り込む動きは今後も続くと考えられる。金利面でドルに押される可能性はやや後退したが、需給面では貿易赤字の定着とサービス輸出の減速に伴う PHP 売りが優勢となりそうであり、こうした点が上値を押さえると考えられる。FRB のハト派化は新興国通貨にとって相応の支援材料となり得るが、世界経済の景気の先行き不透明感のほか政治面では中国との南シナ海域での緊張感の高まりなど、リスクの芽が随所に見え隠れする。後者については、24 年は周辺国で選挙を控える中、地政学リスクに焦点が当たりやすい地合いとなることが予想され、これが PHP 相場にも波及する可能性にも警戒したい。

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

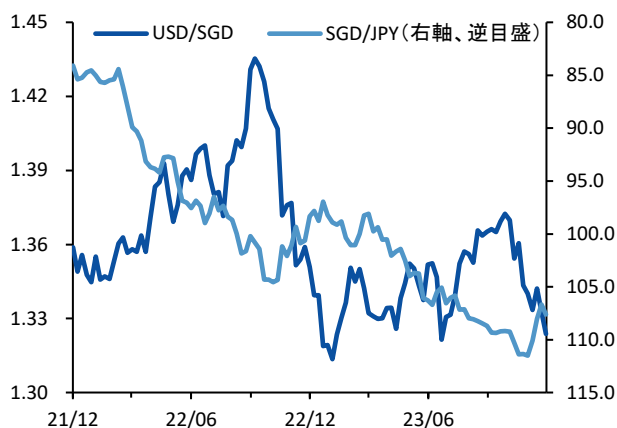
シンガポール:個別での SGD 高要因は出尽くし感も

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

- 12 月の SGD は 1.32 台半ば～1.34 半ばでの取引となった。月初はややドルに押される展開となったが、FOMC 以降、市場での FRB の政策修正期待が高まり値を戻した格好だ。月間の変動は概ねドルの動きよるもので、SGD 側の要因は大きくないと考えている。この間、米金利低下の影響で多くのアジア通貨が値を戻したが、SGD も相応のパフォーマンスを残したと総括できる。
- しかし先行きについて、シンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)の政策主導での通貨高余地がほとんどないことは念頭に置きたい。従前より、MAS は政策バンドの傾斜の引き上げと中央値の引き上げなどを繰り返し実施してきたが、足許においてシンガポールドル名目実効為替レート(S\$NEER)が政策バンドのほぼ最上位にある。ここまでの金融引き締めによって経済活動は抑制されているが、インフレは過去の水準と比較して依然と強いものの緩やかな減速を見せており、MAS が追加の引き締めを決定する必要性は低まっている。21 年後半から 22 年後半にかけての MAS の強い引き締めは SGD 上昇に寄与したが、もはやそれは過去のことである。MAS の次なる動きは、今すぐではないだろうが、引き締めよりは緩和に向かう可能性が高い。
- 24 年について、年前半にかけては一時的なボラティリティ上昇に警戒したい。その要因一つは、予期せぬドルの持ち直しだ。24 年は FRB が利下げを本格的に議論し、利下げ観測の強まりがドルの下げ幅をさらに拡大するとの予想が有力だが、利下げの可能性があるのは米国に限った話ではない。24 年は欧州中央銀行(ECB)やイングランド銀行(BOE)、カナダ中央銀行(BOC)など欧米先進国の中央銀行も政策転換の年となりそうで、各国中銀の決定が相場を動かすことも考えられる。さらに、世界的な景気後退リスクが高まれば、リスクオフでドルが買われ、SGD は他のアジア通貨と同時に軟化する可能性がある。
- もう 1 つの要因は CNY の動向だ。ドルの軟化に伴い、一時 6 月以来の水準まで値を戻す展開となったが、中国経済に関する先行き懸念が解消したわけではない。特に不動産部門でのこ入れには長い時間を要すると見られており、仮に景気刺激策が期待外れに終われば、CNY 安に繋がり得る。23 年前半の CNY の下落は低調な中国経済の動きに起因した点が大きく、これがアジア通貨全体の軟化に繋がった。通貨バスケットで大きなウェイトを占める CNY が SGD に与える影響も強まるため、急激な景気悪化には注意が必要だ。かかる状況を踏まえ 24 年 1～3 月期の対ドルでのレンジを 1.30～1.36 としたい。

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: 経済・為替は引き続き外部要因次第に

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 8 月以来の水準まで値を戻した。月初 35 台前半で取引を開始。上旬は FOMC を巡る情報発信に相場が上下し、ややドル優勢の展開。中旬、一時月安値の 35.80 台を記録したが、FOMC の結果を受けて THB は急伸し、35 を下抜けた。下旬も、FRB の政策転換期待や 11 月貿易収支の持ち直しなどがサポート要因となっており、34 台後半での取引となった。
- 11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 ▲0.4% となった。10 月に続き 2 か月連続でマイナス圏に沈んだ。政府の支援策によりエネルギー価格が下落したほか、食料品価格も低下したことが全体を押し下げた。食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.6% とプラス推移だが、タイ中銀 (BOT) が掲げるインフレ目標を下振れた。年間ではここまで同+1.4% で推移しているが、前年のベース効果剥落もあって 24 年もインフレは穏当な動きとなる可能性が高い。BOT の政策運営も今後ハト派に傾いていくことが予想される。
- 13 日、BOT は 11 月金融政策会合議事要旨を公表。24 年、25 年の成長率予想をそれぞれ前年比で +3.2%、+3.1% とした。23 年の着地見込みが同+2.4% であるため、成長は加速していく内容である。その要因として、観光業の活性化、最低賃金の引き上げに伴う内需拡大期待などを挙げた。観光業について、今年 10 月時点での外国人観光客受入数が約 2200 万人だが、24 年、25 年については、3450 万人、3900 万人と見込んでおり、ピークの 19 年 (4000 万人) に近づく。一方、内需については先述のインフレや景況感の停滞を踏まえれば、やや力強さを欠いている印象がある。こうした中で、政府はインフラ投資や労働者の技能向上などの支援策を実施していく必要性を述べているが、22 年の政府債務は対 GDP 比でコロナ禍以前の 19 年との比較で約 +20% ポイント増加しており、財政規律の強化も今後求められる状況にある。
- 24 年の THB は外部要因に揺れつつ、年後半にかけて持ち直しを見込む。24 年は主要欧米先進国で金融政策の転換が本格的に検討され、特に年前半はかかる情報発信に相場が揺れる展開が見込まれる。またタイ経済についても、やや外需頼みの面が強い。財輸出は底打ちの兆しがあり、予期せぬ資源価格の再騰が無ければ、引き続き持ち直しが期待される。観光業は中国人観光客流入の一服もあり直近四半期で勢いを欠きつつある点が気掛かりだが、先の BOT の予測に従って、観光客の受入が増加すればサービス収支の一層の改善とともに THB の持ち直しが期待される。

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: 利上げ局面の終了を示唆

シニア為替ストラテジスト

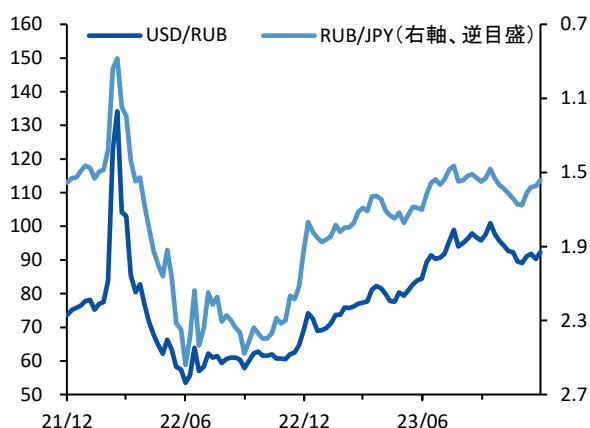
中島 將行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 12 月の RUB は、前月末の 90 付近から 92 台前半まで下落した(22 日引け時点)。月初、6 日にかけては、対ドルで▲4%超下落した。その後は米金利の低下もありしばらく持ち直していたが、15 日のロシア中央銀行(CBR)の金融政策決定会合では+1.00%ポイントの利上げを実施後、ナビウリナ総裁が利上げ局面の終了を示唆したこともあり、RUB は上げ幅を縮小している。
- RUB の動向を占ううえで、原油価格の下げが目立っていることが気がかりだ。OPEC プラスは 11 月 30 日のオンライン閣僚級会議後に、日量約 220 万バレルの自主減産を発表したものの、効果は限定的との見方が目立つ。協調減産とはならなかったことに加えて、グローバルな景気減速に伴う需要後退を巡る懸念がより支配的となっている。12 月 21 日にはアンゴラが OPEC を脱退しており、原油価格底上げの足並みはなかなか揃っていないのが現状だ。
- なお、上述の通り CBR は、市場予想通りに政策金利を 15%から 16%に引き上げた。なお、利上げは 5 会合連続。ナビウリナ総裁は「利上げサイクルは終わりに近づいている」と述べたうえで、「物価上昇率の鈍化とインフレ期待の低下に向けた着実な動向が見られるまでは、必要な限り政策金利は高止まりするだろう」という見方を示している。利上げ含みの姿勢は維持しつつも、「より長く」の路線に移行した可能性があるだろう。市場では 24 年のインフレ率が顕著に低下すると予測されていることから、次回の 24 年 2 月会合での追加利上げを見込む向きは現状では多くない。
- かかる状況下、24 年の RUB 相場は、売り戻される展開を予測する。前回の本欄と比較し、原油価格の上値の重さを考慮する形で再び RUB 安方向に見通しを調整している。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)」が背景にあったと考えているが、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。それに加えて、12 月 FOMC で話題となった FRB のハト派転換も理論的には対ドルで見た RUB のサポート要因となりうる。ただし、RUB は欧米を中心とした経済制裁の影響もあり、海外からの資金流入は見込みにくい点は意識する必要があるだろう。世界経済の減速懸念の高まりに伴う原油価格の軟調さと、貿易収支の悪化リスクが RUB にとってはより重要だと見ている。

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: 外部環境が強力な追い風に

シニア為替ストラテジスト

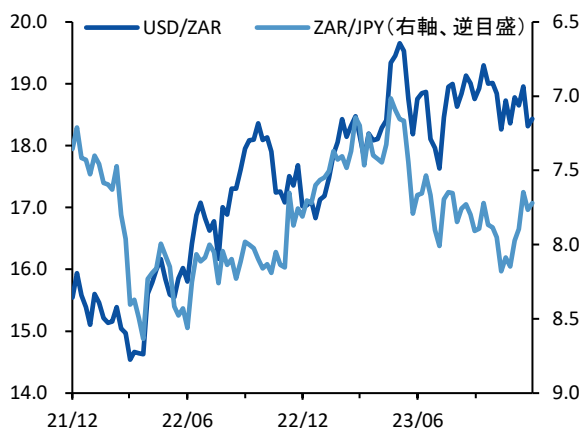
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 12 月の ZAR 相場は、前月末の 18 台後半から 18 台前半へ大幅反発した(22 日引け時点)。特に、12~13 日に FOMC があつた週には対ドルで+4%近くの大暴騰となった。FOMC はパウエル FRB 議長が記者会見で「利下げのタイミングを協議した」と述べるなどハト派的な内容であり、ZAR を含む高金利・新興国通貨にとっては強い追い風となる内容だった。さらに、15 日には中国人民銀行が発表した中期貸出制度(MLF)を通じた資金供給は純額 8,000 億元(約 16 兆円)と、月間ベースで最大規模となったことも、追い風となった公算が大きい。人民銀行の資金供給によって中国国内の需要が高まり、資源価格が持ち直せば、中国をはじめ世界に資源を輸出している南アの貿易収支にとっては改善要因となる。
- ZAR は南アの国内要因よりもむしろ、米金利や中国経済の動向といった外部要因に敏感に反応する性質が強い通貨である。この点、外部環境が追い風になったことを受けて、ZAR の見通しを予測期間全体に渡り、前回の本欄から ZAR 高に修正している。
- しかし、FOMC のハト派転換や中国の景気浮揚策を起点とした、市場のリスクセンチメント改善の賞味期限は意識する必要があるだろう。2024 年は FRB や ECB など主要中央銀行が利下げに転換する可能性が高く、それ自体は ZAR に追い風となると見られるが、市場が織り込んでいるように年内 6 回(▲25bp ずつの利下げが行われると仮定した場合)近くもの大暴落が実施されるかは不透明である。仮に世界的に景気が減速する方、インフレ率は高止まりし、主要中銀が、市場が期待するほどには金融緩和を行えないとなれば、ZAR を含む新興国通貨にとって、外部環境は追い風から逆風に転換するリスクがあることには留意したい。
- かかる状況下において、24 年の ZAR 相場は、対ドルで下落方向が続くという見通しの方向性そのものを変えているわけではない。南アの国内要因、財政悪化への懸念や、頻発する計画停電などを背景とした景気低迷リスクを考慮すれば、ZAR の持続的な上昇は見込みにくいことが主な要因だ。外部環境の向かい風こそ弱まる公算が大きいものの、それだけでは国内の不安材料を押しよくするには至らないものと考ええる。

図表 19: 南アフリカランド相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 20: 南アフリカ FTSE/JSE 全株指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

トルコ:利上げ局面は終盤に

シニア為替ストラテジスト

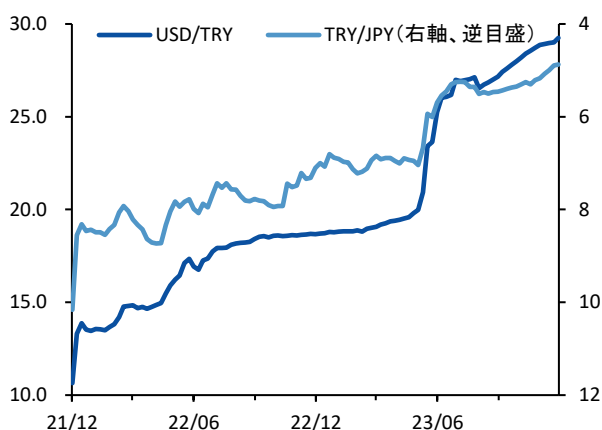
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 12 月の TRY は初旬に対ドル 29.0 の節目を超えてリラ安・ドル高が進んだ後、TRY 安がさらに加速するなど軟調な推移となった(22 日引け時点)。21 日、トルコ中央銀行(TCMB)は市場予想通り政策金利を+2.5%ポイント引き上げ 42.5%とし、利上げ含みの姿勢を維持。主要中央銀行の利上げ局面が終了し、利下げへの転換が意識されるなかでの TCMB の追加利上げとなったものの、TRY を買い戻す動きは今回も見られなかった。TCMB による「引き締めサイクルを可能な限り早期に終了させる」との姿勢に加え、24 年に予想される最低賃金の引き上げとインフレ圧力の高まり、それに伴う実質政策金利の低まりが警戒されているようだ。市場では、次回 1 月会合で最後の利上げが行われるとの予想する声が多い。もっとも、24 年 3 月に地方選挙を控える中、内需減速に配慮をする意味で、利上げ打ち止めを選択する可能性があることは警戒したい。
- 12 月に発表された経済指標からは、TRY が安定化に向かう兆しがやや強まりつつあると判断される。2023 年 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比 +5.9%と 4~6 月期の同+3.9%および市場予想の同+5.3%を上回った。ヘッドラインの数値だけを見れば非常に堅調な結果だが、内訳を見ると、輸入の大幅な減速に伴う純輸出のマイナス幅の縮小が全体の GDP を押し上げた格好となっている。一方、トルコ経済の 5 割強を占める家計消費は 4~6 月期の前年同期比+15.4%から 7~9 月期には同+11.2%に、政府支出は 4~6 月期の前年同期比+6.1%から 7~9 月期には同+5.3%に減速した。
- 11 月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+61.98%と 10 月分の同+61.36%から加速。最大の要因は賃金上昇を反映しやすいサービス価格(ホテル・カフェ・レストランや医療・教育など)上昇だ。一方、CPI およびサービス価格の前月比で見た上昇率は 4 か月連続で減速しており、物価上昇圧力は和らぎつつある。
- 24 年の TRY 相場は、徐々に買い戻される展開を予測する。TRY は 6 月の利上げ開始から+34.00%もの大幅利上げにも関わらず下落が続いている状況だが、下落ペースは一段と緩やかとなりつつあり、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 24 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は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: 税制簡素化法案の可決が好感される

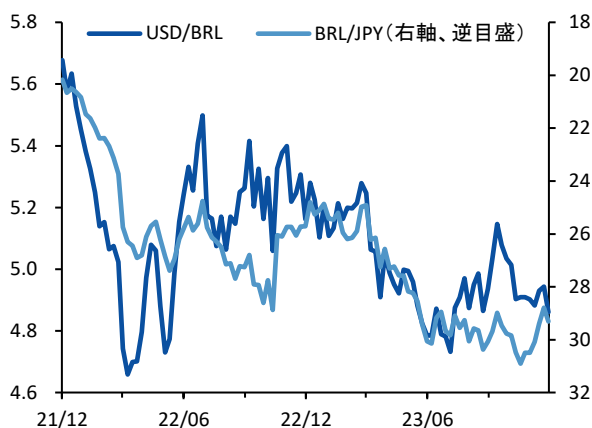
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の BRL は+1.2%と上昇した。4.91 付近で取引開始後、月前半は、商品価格下落や軟調なブラジル株式が重しとなり 4.98 に向け下落。その後は、ハト派な FOMC を受けた米金利低下やブラジル株高に加え、大手格付機関によるブラジル長期債務の格付引き上げが好感され、19 日には 4.90 を明確に割り込んで上昇。その後、弱い域内経済指標を受け 4.90 台に弱含む場面もあったが、米金利低下が好感される中、4.86 付近に強含んで引けた(22 日引け時点)。
- 域内の物価動向に関し、11 月のインフレ率(IPCA)は+4.68%(前年比、以下同様)と 10 月(+4.82%)から伸びが鈍化。中銀によるインフレ目標(2023 年: +3.25%±1.5%)に 3 か月ぶりに回帰しており、順調なディスインフレだ。ただ、ブラジル中央銀行(BCB)が試算するコア指数は、+5.66%と前月の+5.55%から 7 か月ぶりに加速に転じており、基調的な物価には注意を払うべきだ。
- BCB は 13 日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を 12.25%から▲50bp 引き下げ、11.75%とした。声明文では、「インフレシナリオが予想通りの展開になれば、次回会合においても同規模の利下げを実施することを全会一致で予想する」との文言に変化はなく、次回も▲50bp の利下げが見込まれる。先行きに関しては、BCB の中立金利は 4.50%~5.00%と考えられ、12 か月先の期待インフレ率は 4%付近で安定していることを考えれば、着地点はぎりぎり抑制的な水準である、9.00%前後が妥当と考える。しばらくは▲50bp での利下げが続き、来年半ば頃に利下げ停止に至るだろう。
- かかる中、S&P は 19 日、ブラジルの長期債務の格付けを、従来の「BB-」から 1 ノッチ引き上げ、「BB」とすることを公表した。15 日に可決に至った税制改革法案を好感しての引き上げとなっている。一方で、財政不均衡や依然として弱い先々の経済見通しも同時に指摘しており、連続的な格付引き上げは難しいとの評価を下している。本欄でも、継続的な引き上げは想定していない。
- 来年の BRL 相場は、年央にかけては弱含み、以降は買い戻しを想定。BCB は年央にかけ▲50bp ずつの利下げを継続すると予測しており、金利面で BRL が売られる展開は不可避だ。もともと、その後利下げを停止し、FRB の利下げ開始が現実味を帯びる中、徐々に買い戻される流れを見込む。年央までの BRL 安も、依然高水準な商品価格や、税制改革などに代表されるルラ政権の安定した政策運営もあり、大幅にはならないと考える。ただ、FRB の政策運営次第では BRL が買い戻される時期が大きく前後する可能性がある。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

メキシコ: 利下げへの距離を見極める Banxico

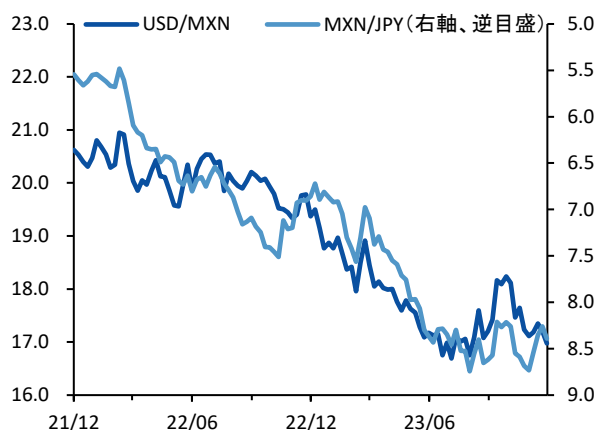
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の MXN は+2.4%と上昇した。MXN は 17.4 付近で取引を開始。上旬は、市場心理の悪化や原油価格下落を背景に 17.0 台後半に下落する場面もあったが、上値の重い米金利や堅調な域内経済指標を受け 17.0 台前半に値を戻した。それ以降は、メキシコ中央銀行 (Banxico) のタカ派姿勢やメキシコ株高に加え、米金利低下や原油価格の底堅い動きが好感される中、17.0 を割り込んで上昇して引けた (22 日引け時点)。
- Banxico は 14 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。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、前回会合で「長期間」から「しばらくの間」に変更された箇所は、今回は維持された。利下げに対する距離感が大きく変わった様子はなく、慎重に見極めている様子がうかがえる。
- 詳細な議論は議事要旨を待つ必要があるが、声明文などを確認する限りでは、次回 2 月会合での利下げ開始は見込めない。ただ、ロドリゲス・Banxico 総裁の「2 月会合で、利下げに関する議論の開始がテーブルに上る可能性がある」との発言や、高水準な実質政策金利に鑑みれば、さほど遠い訳でもない。エネルギー価格高騰や堅調な域内経済活動に伴うサービス価格上昇に加え、FRB が再度タカ派姿勢を強める可能性には警戒を払うべきだが、2 月会合で「地均し」を行った後、早ければ 3 月会合での利下げ開始を予測する。
- 域内の物価動向に関しては、最新の 12 月前半の消費者物価指数 (CPI) は総合ベースで前年比+4.46%と市場予想の同+4.36%および 11 月後半の同+4.33%を上振れた。一方、コアベースでは同+5.19%と 11 月後半の+5.30%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。
- 来年の 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 の逆風となりそうだ。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、米労働市場緩和を受け減少に向かう俄然性が高い。これらを背景に、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 1～12月(実績)	SPOT	2024年 3月	6月	9月	12月	2025年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	6.6910 ～ 7.3503	7.1428	7.05	7.00	7.00	6.95	6.90
香港ドル	(HKD)	7.7861 ～ 7.8500	7.8107	7.80	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー	(INR)	80.883 ～ 83.478	83.193	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア	(IDR)	14565 ～ 15969	15484	15400	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン	(KRW)	1216.30 ～ 1363.67	1294.23	1280	1270	1260	1240	1230
マレーシアリング	(MYR)	4.2250 ～ 4.7937	4.6388	4.62	4.73	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ	(PHP)	53.628 ～ 57.084	55.342	55.2	56.9	56.0	55.2	54.8
シンガポールドル	(SGD)	1.3032 ～ 1.3764	1.3238	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル	(TWD)	29.608 ～ 32.509	30.981	30.5	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ	(THB)	32.57 ～ 37.24	34.57	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン	(VND)	23415 ～ 24620	24336	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	67.0415 ～ 102.3371	92.3211	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
南アフリカランド	(ZAR)	16.6950 ～ 19.9204	18.6342	18.0	18.4	18.8	19.2	19.6
トルコリラ	(TRY)	18.4339 ～ 29.3447	29.3208	29.5	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	4.8210	5.00	5.10	5.03	5.00	5.00
メキシコペソ	(MXN)	16.6262 ～ 19.5882	16.9876	17.9	18.2	18.4	18.5	18.6
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	18.793 ～ 20.945	19.950	19.72	19.57	19.29	19.28	19.57
香港ドル	(HKD)	16.295 ～ 19.457	18.230	17.82	17.56	17.33	17.22	17.37
インドルピー	(INR)	1.559 ～ 1.823	1.712	1.66	1.62	1.62	1.63	1.67
インドネシアルピア	(100IDR)	0.831 ～ 0.975	0.920	0.903	0.872	0.870	0.873	0.888
韓国ウォン	(100KRW)	9.915 ～ 11.674	11.001	10.86	10.79	10.71	10.81	10.98
マレーシアリング	(MYR)	29.106 ～ 32.387	30.721	30.09	28.96	28.85	29.07	29.48
フィリピンペソ	(PHP)	2.325 ～ 2.715	2.572	2.52	2.41	2.41	2.43	2.46
シンガポールドル	(SGD)	96.55 ～ 112.24	107.55	103.89	99.28	99.78	100.90	102.12
台湾ドル	(TWD)	4.205 ～ 4.755	4.596	4.56	4.57	4.56	4.59	4.66
タイバーツ	(THB)	3.770 ～ 4.290	4.119	3.92	3.80	3.84	3.92	3.97
ベトナムドン	(10000VND)	0.5430 ～ 0.6235	0.5850	0.57	0.56	0.56	0.56	0.56
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.422 ～ 1.948	1.542	1.54	1.49	1.44	1.40	1.38
南アフリカランド	(ZAR)	6.909 ～ 8.337	7.642	7.72	7.45	7.18	6.98	6.89
トルコリラ	(TRY)	4.845 ～ 7.482	4.852	4.71	4.57	4.66	4.79	5.00
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	23.723 ～ 31.212	29.545	27.80	26.86	26.84	26.80	27.00
メキシコペソ	(MXN)	6.651 ～ 8.778	8.382	7.77	7.53	7.34	7.24	7.26

注: 1.実績の欄は 2023 年 12 月 26 日まで。SPOT は 12 月 27 日の 7 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。