

2024年2月1日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国: 経済は軟着陸も懸念される世界の分極化	2
中国: 国内外に為替変動リスクは点在	3
インド: RBI の利下げ示唆には距離がある	4
インドネシア: 大統領選挙の結果に注目	5
韓国: BOK の利下げは当面見送りへ	6
マレーシア: 個別の買い要素の乏しい状況	7
フィリピン: BSP は早期の利下げ開始を否定	8
シンガポール: MAS は政策転換を見送り	9
タイ: 春節で観光業は引き続き加速するか	10
ロシア: 財政指標の悪化に注目が集まる	11
南アフリカ: SARB はタカ派姿勢を維持	12
トルコ: 利上げ局面が終了	13
ブラジル: BCB は利下げ路線を継続	14
メキシコ: 米大統領選挙の動向が重しに	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

新興国：経済は軟着陸も懸念される世界の分極化

マーケット・エコノミスト

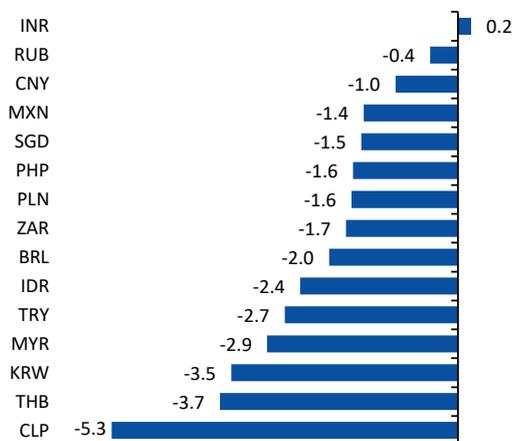
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

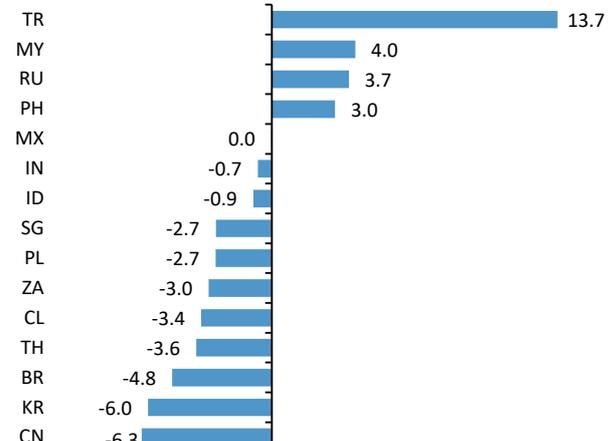
- 1月のMSCI新興国通貨指数は前月比▲0.9%。同指数は1740台前半で取引を開始。月初、米1月雇用統計が市場予想を上回ったことを機にじりじりと値を下げた。その後、FRB高官のタカ派な発言や米1月CPIの強い結果も重しとなり、一時1720台半ばまで下落。月後半にかけては軟調な中国経済指標の結果が嫌気され続落し、1710付近まで落ち込んだ。以降は徐々にFOMCの動向も意識される中で、概ね1720付近で方向感なく推移した。
- IMFは30日世界経済見通し(WEO)を更新。24年の世界経済成長予測は昨年10月の前年比+2.9%から同+3.1%に引き上げられた。新興国全体では同+4.1%と+0.1%ポイントの修正に留まったが、中国が+0.4%ポイント上方修正された一方で、中南米や中東など下方修正された地域もあり、まちまちの結果。IMFは、インフレ率の鈍化を受けて世界経済が大きく減速する懸念が弱まったと指摘した。片や、世界貿易の伸びが過去水準を下回る前年比+3%台前半で推移するとの見通しを示した上で、地政学リスクの高まりを受けたクロスボーダーでの経済活動の減速が先行きの成長を押し下げる懸念があると述べた。
- 1月末FOMCでは現状維持を決定。1月は昨年末以降の市場の過度な利下げ期待の剥落を受けてドルが強含んだが、今回公表の声明文にてインフレ懸念に関する文言が和らいだほか、利上げ可能性を巡る言及が削除されたことを踏まえて、ドルの上昇は一服した。片や、新興国においても1月に各地で金融政策会合が実施されているが、概ねFRBの政策や世界経済動向を注視するような内容が目立った。既に中南米や東欧をはじめ一部の国ではインフレ鈍化を確認し、利下げに着手している国も出てきているが、今後もFRBの政策動向を巡って為替相場が上下する展開が想定される中で、多くの新興国中銀が政策転換のタイミングを見極める時間帯は続きそうだ。金融政策面で大きな動きが出てくるのはFRBの利下げ開始後となると想定される。
- 1月には台湾で総統選が実施されたが、その後も各国で政治イベントが続くことになる。選挙を勝ち抜く上では概して自国優先の政策が打ち出されやすく、米国をはじめこうした潮流が今後強まれば、世界の分極化を加速させるかもしれない。とりわけ、新興国については資源ナショナリズムの高まりが警戒される。ウクライナ危機の長期化、主要先進国の中国に対するデリスクングの観点から供給網再編の必要性は強まるが、一連の政治イベントを経て、新たなインフレの芽と世界貿易取引の歪みが生じる可能性は念頭に置きたい。

図表 1:新興国通貨騰落率(2024年1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(2024年1月、%)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

中国:国内外に為替変動リスクは点在

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

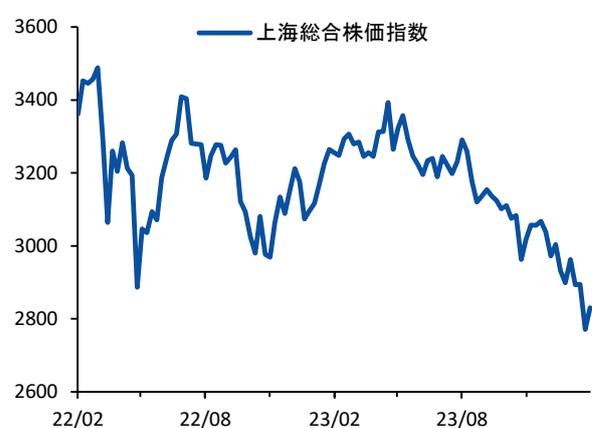
- 1月のCNYは対ドルで上値重く推移。月初7.15付近で取引を開始。上旬、米12月雇用統計や12月FOMC議事要旨の内容が意識された中で、軟調な値動き。中旬も10~12月期GDPをはじめ国内経済指標の軟調な結果が嫌気されると、一時月安値の7.19台を記録。その後は、当局が大規模な株式市場への支援策を検討しているとの報道から持ち直し、月高値の7.14台まで上昇した。月末はFOMCの動向も意識され、7.18近辺での取引となった。
- 17日、23年10~12月期の実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+5.2%となった。7~9月期の同+4.9%を上回ったものの、市場予想からは若干下振れた。産業別では、第1次、第3次産業は7~9月期から伸びがほとんど変わらなかったが、第2次産業は前年比+4.6%から同+5.5%に加速した。なお、23年通年の成長率は同+5.2%となり、目標の+5.0%前後を上回った。
- もともと、足許では景気減速を払拭出来ていない。懸案の不動産市況に関しては、固定資産投資や不動産投資は依然弱く、主要70都市の新築住宅価格は、前月比で▲0.45%と、15年2月以来の下落幅を記録。過剰供給が解消しない中、需要の回復ペースは芳しくなく、金融・財政政策両面からの需要喚起策が期待される状況にある。なお、16日には、当局が1兆元規模の特別国債発行で景気のでこ入れを強化するとの報道もあったが、地方政府は財政不足に悩まされている環境下、政策の持続性も大きな論点となる。
- 物価動向に関し、12月消費者物価指数(CPI)は前年比▲0.3%と、3か月連続でマイナス圏を推移しており、デフレに陥っている。通年でも同+0.2%となっており、ここからも内需の弱さが示唆される。12月生産者物価(PPI)は、同▲2.7%と11月の同▲3.0%を上回ったものの、市場予想の同▲2.6%を下回った。下落幅は段階的に縮小も、15か月連続でマイナス圏に沈んでいる。
- CNYは今後もFRBの政策転換を織り込む動きや中国人民銀行(PBoC)のCNY支援などが相場を下支えすると予想される。米中金利差縮小を背景に24年はCNY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。まず、先述の景気動向に鑑みれば国内の課題は多い。対外的にも台湾総統選は終了したが、中国が台湾に対して政治的・経済的な働きかけを止めるとは考えにくく、この過程で、主要先進国が中国への警戒を強めれば、貿易規制や投資規制を厳格化することも考えられる。かかる前提の下では輸出の減速をはじめ、CNYの実需環境の悪化に繋がる可能性もある。

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



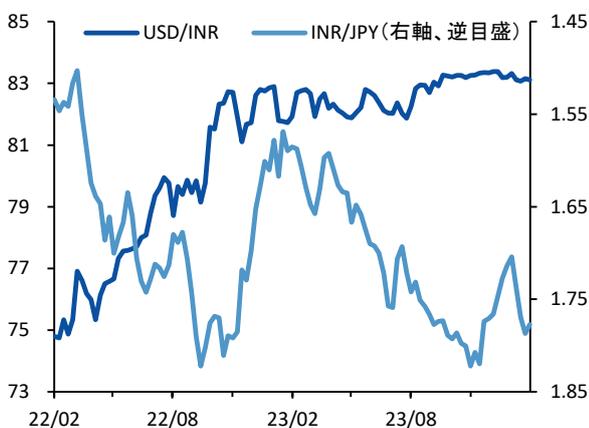
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

インド:RBI の利下げ示唆には距離がある

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 1月の INR は+0.2%と小幅に上昇した。83.2 付近で取引開始。月前半は、米金利上昇を受け小幅に下落する場面もあったが、新興財閥の不正会計疑惑に関しインド最高裁が徹底調査不要と判断したことが好感され、インド金融市場への資金流入とともに、一時 82.8 付近に上昇した。月後半は、米金利上昇や原油高に加え、インド株安が重しとなり、83.1 付近に弱含んだ後、レンジ推移に終始して引けた。
- 域内の物価動向に関して、12 月消費者物価指数(CPI)は前年比+5.69%と、市場予想の同+5.88%を下回ったものの、11月の同+5.55%からは加速した。なお、4 か月連続でインド準備銀行(RBI)の目標レンジ(同+2.0~+6.0%)に収まっている。もっとも、加速の背景は前年比効果であって、それほど心配はない。実際、コア CPI は同+3.8%と約 4 年ぶりの低水準となっており、あくまで物価の基調は下向きである。なお、10~12 月期の CPI は同+5.37%であり、RBI の予測(同+5.6%)を下回る結果となった。RBI の予測以上にデイスインフレが進んだと解釈できるだろう。
- 次回の金融政策委員会(MPC)は、2 月 6~8 日に予定されており、政策金利の据え置きが見込まれる。ダス・RBI 総裁は 1 月 18 日、世界経済フォーラムにおけるインタビューで、「利下げについて議論していない」「いかなるフォワードガイダンスも与えたくはない」と市場の利下げ期待をけん制している。このような発言に鑑みれば、2 月会合でも、利下げに向けた情報発信が行われる可能性は限りなく低い。一方で上記の通り、インフレの実績は RBI の予想以上に弱いものとなっており、いつまでもタカ派姿勢を維持するわけでもなからう。デイスインフレの傾向が続き、FRB の利下げ局面入りやインド総選挙を通過した年央以降、RBI は利下げに動くものと考えている。
- 2 月の INR 相場は、弱含みでの推移を予想する。年初以降も野菜価格は下落基調にあり、インフレ鈍化は続きそうだ。RBI はタカ派姿勢を維持するだろうが、市場の利下げ期待はさほど動かないと考えている。また、原油価格は、地政学リスクも相まって底堅く推移している。インドの貿易赤字は縮小することはあろうが、巨額を維持しそうだ。引き続き、需給面での向かい風が INR の重しとなるだろう。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:大統領選挙の結果に注目

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

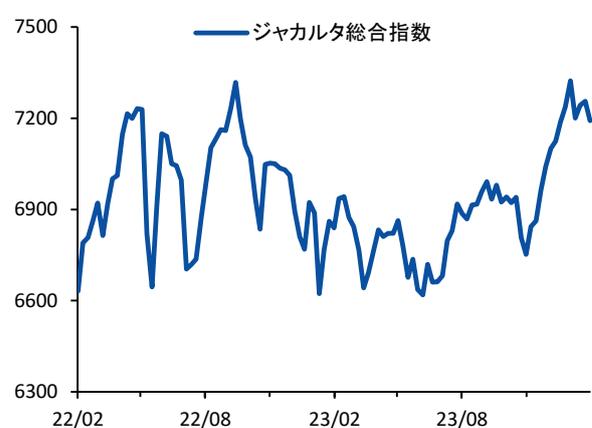
- 1月のIDRは▲2.4%と下落。IDRは15450付近で取引を開始。域内インフレ率鈍化や米金利上昇に加え、CNY安やインドネシア大統領選挙に向けた内政不透明感などが嫌気される中、月を通してじりじりと下落する展開となった。月末には、昨年11月上旬以来の安値となる15800台半ばを示現し、そのまま安値圏で引けた。
- 域内の物価動向に関し、12月消費者物価指数(CPI)は前年比+2.61%と11月の同+2.86%および市場予想の同+2.74%を下回った。広範な項目でディスインフレ基調にあり、引き続きインドネシア銀行(BI)の定める目標レンジ(+2.0%~+4.0%)内での推移となっている。なお、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+1.80%と11月(同+1.86%)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。
- BIは、20~21日に開催した金融政策会合で、政策金利のBI金利を従来の6.00%に据え置いた。据え置きは3会合連続。ペリーBI総裁は、「将来的に利下げを行う余地がある」としつつも、「忍耐強く」IDR相場やインフレ動向、利下げ余地に関する憶測に対応すると表明しており、早晩の利下げ開始は見込まれない。もっとも、上述の通り域内のインフレ率は落ち着いており、IDR相場も安定した推移を継続している。時期やペースに関してはまだ不確実性が高いものの、年央付近にはFRBが利下げに動く可能性は相応に高いだろう。よって、BIとしても、昨年ほど窮屈な金融政策を強いられる展開とはなりにくく、現状4~6月期における利下げ開始の可能性が高いと考えている。
- 2月のIDR相場は、上値の重い推移を予想する。BIは、しばらく現状維持を続けそうだが、利下げに向けた情報発信は始めており、上述の通り4~6月期の利下げ開始を見込んでいる。なお、域内経済は減速基調にあり、1~3月期は前期比でマイナス成長を予想している。こうした要素が、引き続きIDR相場の逆風となるだろう。一方、資源価格は、中国や欧州の景気停滞という下押し圧力がありながらも、地政学リスクなどが意識されてか底堅い推移となっている。こうした流れは、IDRの下値を支えるだろう。なお、14日には大統領選挙の投票を控えている。プラボウォ国防相が優勢とみられるが、過半数の票を獲得できず、第二回投票(6月)に結果が持ち越しになる可能性は相応にある。そうなれば、不透明感からやはりIDRが売られやすいと考えている。

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の利下げは当面見送りへ

マーケット・エコノミスト

堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

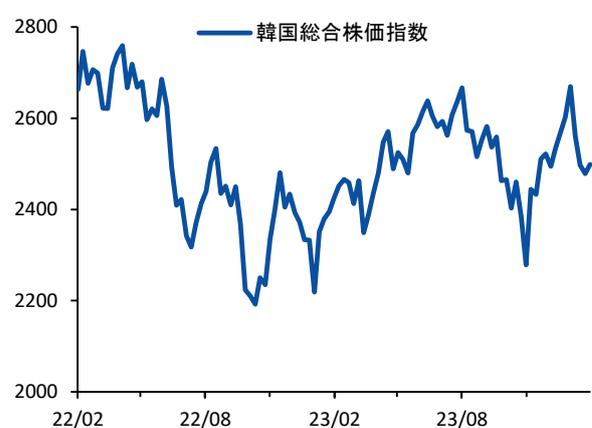
- 1月のKRWはドルに押される展開となった。月初、1310近辺で取引を開始。昨年末からの市場の強い米利下げ期待が後退する中で、KRWはじり安で推移した。中旬は中国経済指標の冴えない結果も相まって一時月安値の1340台まで続落した。月後半は米国の利下げ期待後退は一巡したものの、10~12月期GDPの結果が弱含んだこともあり、上値重く推移。月末にかけてはFOMCの動向も意識されてやや方向感を欠き、1330付近での取引となった。
- 韓国銀行(中央銀行 BOK)は11日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7日物レポ金利)を3.50%に据え置くことを決定した。政策決定自体に大きなサプライズなかったが、今回公表の声明文では政策金利について「更に引き上げる必要性を判断する」といった文言が削除されており、タカ派なトーンはやや薄まっている印象だ。
- もともと、24年の政策指針について、李総裁は今後半年間利下げを実施する可能性はほとんどないと述べている。FRBの利下げ期待の状況がKRW相場にも相応の影響を与えていることから引き続き、FRBの政策運営を見極めながらBOKも政策展開のタイミングを議論することとなるだろう。
- 10~12月期の実質GDP成長率は前年同期比+2.2%を記録。半導体の輸出が持ち直し外需部門が堅調に推移したほか、企業部門の設備投資も成長を下支えした。一方で、住宅投資の鈍化と逆資産効果によって家計消費はやや勢いを欠く結果となった。なお、BOKは1月会合で24年の成長率は同+2.1%と予想しており、昨年11月予想の数字に据え置いた。
- 12月消費者物価指数(CPI)は前年比+3.2%、農産品や石油類を除いたコアCPIは同+2.8%と2か月連続で減速した。BOKは今後、一時的にインフレ指標の数字が強くなる可能性を示唆しながらも、段階的にインフレが減速していくことを想定している。もともと、李 BOK 総裁は拙速な利下げはインフレ期待を再燃させ、利下げによって沈静化の兆しを見せてきた住宅市況にも影響を及ぼしうる点を指摘し、インフレの警戒を継続する方針を示した。
- 2月のKRWは持ち直しを予想する。FOMCにおける情報発信を巡って月上旬はやや荒い動きが想定されるが、引き続き利下げ期待が市場に残る限りはKRWが大きく値を下げるとは考えにくい。また、半導体市況が着実に上向いている点もKRWにとっては好材料で、1月の輸出も前年比プラスで推移し、実需の買いが継続することが期待される。

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: 個別の買い要素の乏しい状況

マーケット・エコノミスト

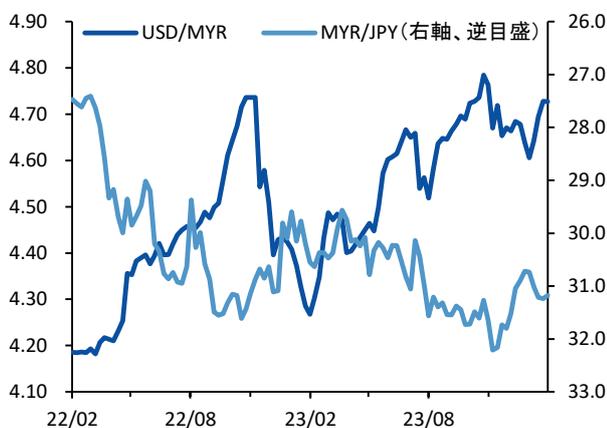
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 1月のMYRは昨年11月以来の水準まで値を下げた。月初4.62付近で取引を開始。上旬は昨年末以降の米国の利下げ期待が後退してMYRは上値重く推移。月半ばにかけてもFRB高官のタカ派などを受けて、ドルが優勢の展開。その間公表された10~12月期GDP、12月貿易収支の結果も振るわず、MYRは月安値となる4.74付近まで値を下げた。月末にかけてはやや材料難となったが、FOMCの動向が意識され4.73を中心とするレンジで推移した。
- 19日、23年10~12月期実質GDP成長率が公表され、結果は前年同期比+3.4%と7~9月期の同+3.3%から小幅に加速したが、市場予想の同+4.1%を下回った。業種別では建設業や製造業の成長鈍化が影響した格好となった。23年の年間成長率は前年比+3.8%となる見込みで、政府予想の同+4.0%を下回ることになりそうだ。政府は24年の成長率に関して、マレーシアの主要産業である電子機器産業で持ち直しの兆候が強く現れてきていること、観光業の成長加速などを要因に挙げた上で同+4.0~+5.0%に設定し、23年と比較して成長が加速するとした。もっとも、外部環境次第の側面は強く、不透明感が残る。
- 物価動向に関して、直近公表の12月消費者物価指数(CPI)は前年比+1.5%、生鮮食品と政府による価格統制品を除くコアベースでは同+1.9%となった。引き続き、「総合CPI<コアCPI」の構図となっているが、サービス価格の高止まりに対する懸念も後退している印象を受ける。24年について、具体的な数字への言及は無かったが、2%程度で推移すると予想される。
- かかる状況下、マレーシア中銀(BNM)は24日の金融政策委員会(MPC)で、政策金利を従来の3.00%に据え置いた。政策金利の現状維持は4会合連続。BNMはインフレ動向に配慮しながら持続的に景気支援を行う方針を示した。声明文や会見でも、米国の金融政策動向や中国をはじめ世界経済の動きを見極めていく思惑が見て取れ、現状の金融政策指針を維持しながら政策転換のタイミングを窺っていくことが24年の政策運営の基本線となりそうだ。
- 2月のMYRはまずFOMCでの情報発信に揺れる展開が予想される。また、足許では外需の動向やリスク心理の悪化には敏感にMYR安で反応する傾向にあり、急激な資源価格の下落や国内及びアジア経済の停滞懸念が高まれば対ドルでの上昇は限定的となることも考えられる。当面はマレーシアの国内要因よりも外部要因の変化が通貨の選好に直結すると予想され、米国の利下げの確度が高まるまではMYR安方向の相場変動に警戒したい。

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



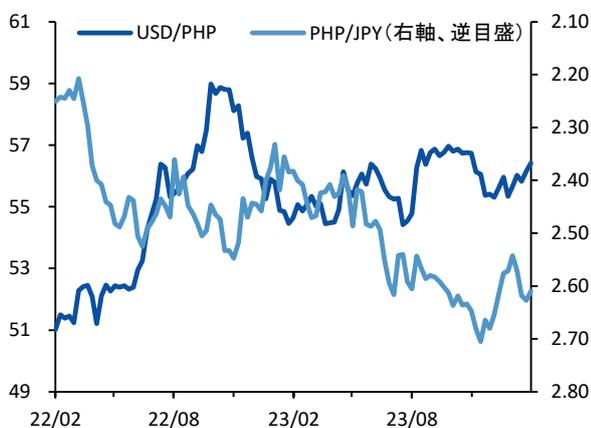
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

フィリピン: BSP は早期の利下げ開始を否定

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 1月のPHPは▲1.6%と下落。PHPは56.0付近で取引を開始。上旬は、フィリピン中央銀行(BSP)高官のハト派な発言や、域内貿易赤字の拡大を受け、56.4付近に下落した。中旬は、米金利低下が下支えとなり、55.8付近に値を戻した。下旬にかけては、米金利や原油価格が上昇する中で、BSP政策委員に財務省長官が就任し、ハト派懸念が高まったことも嫌気され、56台前半～半ばに下落して引けた。
- 域内の経済動向に関し、2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前年比+5.6%と、7～9月期の同+6.0%からは減速したものの、市場予想の同+5.2%を上回る結果となった。なお、前期比では、+2.1%と、7～9月期の+3.8%から伸びが大きく鈍化した。前年比ベースGDPの内訳を確認すると、外需減速を受け輸出が減少に転じ、政府支出も大きく落ち込んだものの、個人消費は底堅い推移となった。輸入が増加に転じていることも、内需が底堅いことを示唆するだろう。先行きに関しては、外需減速が向かい風となるものの、底堅い内需が下支えとなる中で、+5.0%を上回る成長を続けると考えている。
- 他方、物価動向に関し、最新の12月消費者物価指数(CPI)は、前年比+3.9%と、市場予想の同+4.0%および11月の同+4.1%を下回った。2022年3月以来に、BSPの目標レンジ(+2.0%～+4.0%)に収まった格好だ。コアCPIも同+4.4%とレンジ上限に接近しつつあり、緩やかなデイスインフレが進行している。もっとも、レモロナBSP総裁は1月22日、「政策は十分にタイトである必要がある」「2月会合での利下げの可能性は低い」としており、早晩の利下げ開始は見込まれない。12月会合時点でも、インフレのリスクを「上方向に傾いている」としており、このバランスが均衡して以降、利下げに向けた情報発信に動けるものと考えている。
- 2月のPHP相場は、上値の重い推移を続けると予測する。1月CPIも、ベース効果で相応の鈍化が予測される中、BSPに対する先行きの利下げ期待はPHPの売り要因となろう。中国経済の軟調さなどに端を発する輸出の低迷、依然底堅く推移する資源価格を背景に、貿易赤字には縮小の兆しが見えてこない。以上、物価情勢、需給動向などを背景にPHPを弱気で見ると、BSPが市場の想定以上にタカ派な姿勢を強調するなどに至った場合、PHPが強含む可能性にも注意を払いたい。

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: MAS は政策転換を見送り

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

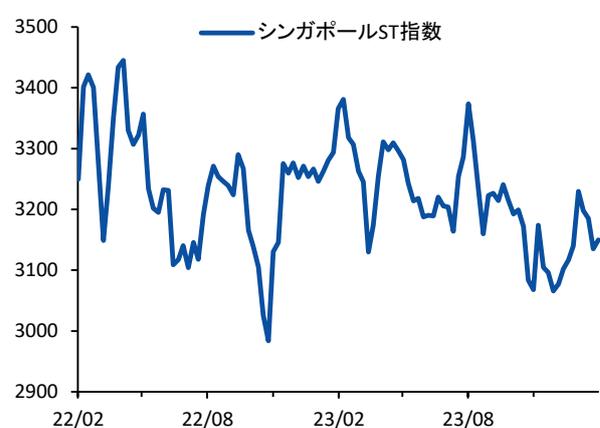
- 1月のSGDは1.32台半ば～1.34半ばで推移し、単月で見れば昨年12月の上昇分を掃き出す様な結果となった。昨年末からの市場のFRB利下げ期待が徐々に剥落したことがその大きな要因と考えられる。
- 2日公表の10～12月期実質GDP成長率は前年同期比+2.8%と市場予想の同+1.8%を大きく上振れた。ベース効果の影響もあり、製造業が5四半期ぶりにプラス成長となったことや建設業の持ち直しが寄与した格好だ。今後修正がなければ年間の成長率は前年比+1.2%となる見込み。24年については、製造業や金融業の回復に加えて、半導体市況の持ち直しで輸出環境も好転していくと予想される。シンガポール通貨管理局(MAS、中央銀行)は外部要因の変化を見越して、同+1.0～+3.0%と幅を持ったレンジで成長率を予測している。
- 29日、MASは金融政策の現状維持を決定。もともと、FRBと同様、MASもかなり厳しい金融引き締めを実施してきており、今後3か月はその金融環境が継続することとなる。この点、MASはインフレへの警戒を解いていないようにも見える。声明文では24年のコアインフレ率は前年比+2.5～+3.5%のレンジへ収束していくとしたが、上振れと下振れ双方のリスクに言及している。22年後半をピークにインフレ率は総合・コアとも下落基調にあるものの、過去の水準やMASの1つの目線である2%には未だに距離がある状況下、政策姿勢の転換はインフレ基調を十分考慮に入れた上での決定となるだろう。
- 本欄で定期的に確認しているシンガポールドル名目実効為替レート(S\$NEER)は政策バンドの上方を推移しており、今回政策バンドの変更が無かった点を踏まえれば、引き続きバンド内でのS\$NEERの上昇余地は限られる。MASの次の一手は引き締めよりは緩和に向かう可能性が高く、金融政策面でのSGDの上昇材料はかなり限定的と言わざるを得ない。また、SGDの通貨バスケットの構成通貨であると見られるCNYやASEAN通貨に関しても、特にCNYを中心に軟調な景気動向が嫌気されて積極的に買われる地合いにはなく、この点もSGDにとって逆風になると推測される。
- とは言っても、2月のSGDの動きに強い影響をもたらすのはドルの動きとなりそうだ。FOMCを通過しても、市場の利下げ期待の浮き沈みに沿って相場が上下する展開はある程度想定される。本欄では引き続き24年前半にかけてはアジア地域におけるリスク心理の持ち直しに時間を要することを基本線としており、1～3月期の対ドルでのレンジを1.30～1.36と見込んでいる。

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: 春節で観光業は引き続き加速するか

マーケット・エコノミスト

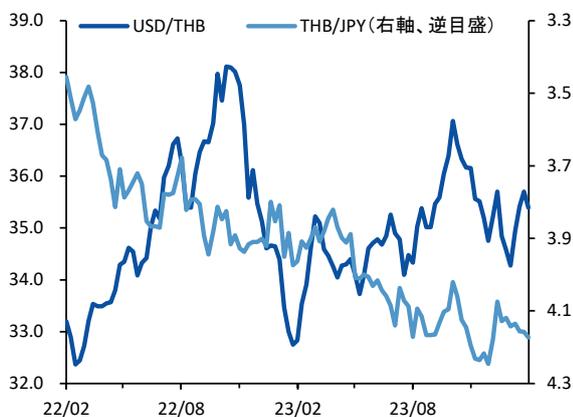
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

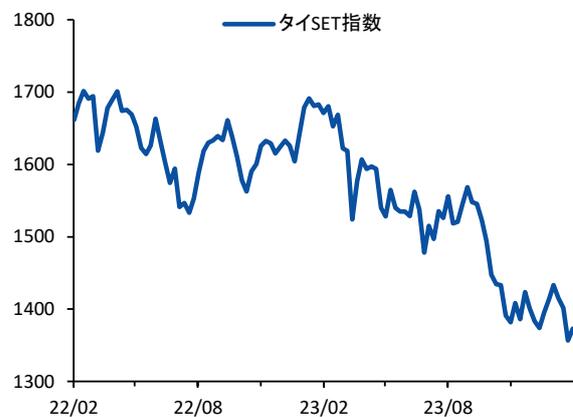
- 1月のTHBは軟調な値動き。月初34台前半で取引を開始。上旬は米12月雇用統計や12月FOMC議事要旨の内容が意識された中で、ドル優勢の展開。中旬、FRB高官の発言を受けて35を上抜けし、軟調な中国経済指標の結果もTHBの重しとなった。下旬は、タイ首相による利下げを巡る発言から月安値の35.80台まで下落したが、売り一巡後は35.30台まで値を戻した。
- セター首相は足許の低調な景気動向を受け、追加の景気対策を打ち出す方針を示した。ジュラプン財務副大臣も低インフレや家計債務負担の増加に言及して首相の考えを支持。また、政府の成長率予想は従前の前年比+3.2%から同+2.8%に下方修正された。これに対して、セタプット・タイ中銀総裁は景気回復の鈍化を認めつつも、応急的な景気刺激策で対応すべきではないという立場を示した。かかる中、2月7日にはタイ中銀で金融政策会合が実施されるが、臨時の利下げに至る可能性は限定的と考えられる。
- GDPの約2割を占める観光業について、23年の外国人観光客受入実績は約2800万人と22年の約1100万人から大きく回復したが、ピーク時の19年との比較では7割程度に留まっている。要因は足許における中国人観光客の受入鈍化で、19年は総数の25%強を占めたものの、23年については、12.5%（約350万人）に留まった。かかる中、政府は28日、中国政府と3月から両国間でのビザを免除することで合意。春節での人流も注目されるが、この合意を通じて24年は約800万人の中国人観光客訪問を見込んでいる。
- 7~9月期の経常収支は+941億バーツと2四半期ぶり黒字を記録した。貿易収支の改善と観光業の持ち直しに伴うサービス収支赤字幅縮小が寄与した格好となった。22年は年間で▲551億バーツの赤字であったが、23年は7~9月期までで+1819億バーツと大きく改善しており、20年以来の黒字での着地はほぼ確実となっている。24年も外需動向などの不確実性は残るものの、財輸出の持ち直しやサービス黒字の定着などが期待される中で、徐々にコロナ禍前の水準に近づいていくものと推測される。
- 2月のTHBは引き続き外部要因により相場が上下する展開を予想。上述の通り、内需の停滞懸念は根強く24年の経済成長は外需に左右されると推測される。FRBの政策決定や春節におけるアジア地域における人流の活性化などタイ経済にも波及するイベントも多く、しばらくはかかるヘッドラインの動向を見ながら、方向感の出にくい相場となると考える。

図表 15: タイバーツ相場(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



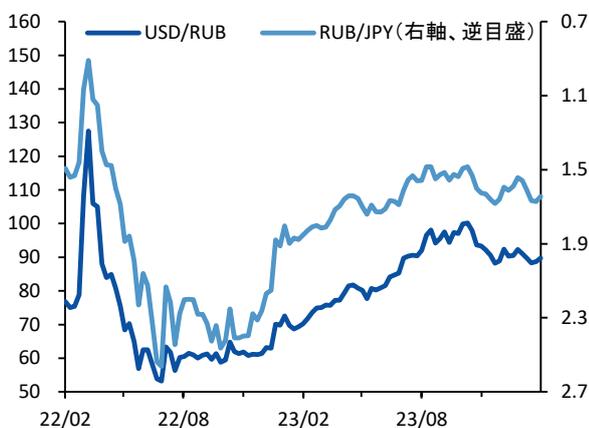
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

ロシア: 財政指標の悪化に注目が集まる

シニア為替ストラテジスト
 中島 将行
 +44 20 7786 2505
 masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

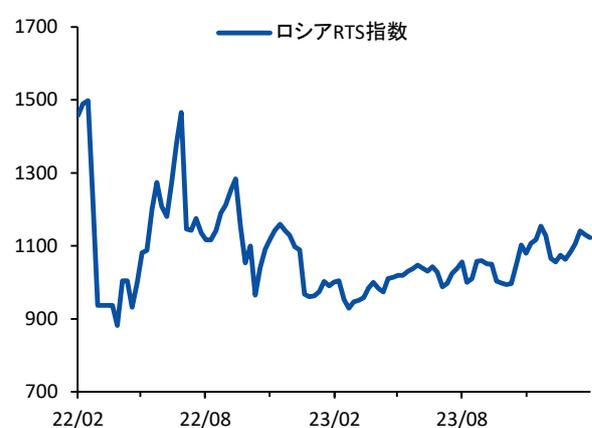
- 1月のRUBは、対ドルで90を挟んでほぼ往って来いとなった。上旬～中旬にかけてのRUBの上昇については、ロシア中央銀行(CBR)が12月28日に2024年上期の外貨売却計画を発表し、1月から外貨売り・RUB買いを拡大する方針を示したことが影響した可能性がある。これは、ロシア政府が2023年の財政赤字を穴埋めするために、ロシアのソブリンウェルスファンドである国民福祉基金(NWF)を取り崩したことに関連した動きであり、RUBの買い支えを目的とした為替介入とは異なる。とはいえ、このCBRの発表は純粋にRUBのサポート要因となると見られる。
- NWFの残高は、2023年12月に前月比▲10.9%減少し11.97兆RUB(1,334億ドル)となった。ウクライナとの戦闘が長引くなか、NWFの資金が財政赤字の穴埋めに使われたと見られるほか、国内経済をサポートするため、NWFはロシア企業の株式の取得やインフラ投資も行っており、財政赤字を穴埋めするためにすぐに取り崩し可能な余裕資金は見た目以上に減少している可能性がある。ロシア財務省のデータでは、NWFの流動資産はウクライナ侵攻前(2022年1月)の8.9兆RUB(対GDP比7%弱)から2023年12月には5.0兆RUB(同約3%)に減少した。
- NWFの減少を受けて、2023年11月に可決した2024年予算案における防衛費の大幅な増加(対GDP比で4.7%→6.5%)に改めて焦点が当たっている。ロシア財務省は増税や防衛費以外の支出抑制によって、財政赤字を抑制する姿勢を示しているものの、ロシアの財政がエネルギー収入に依存している構造は戦争前から変わらず、原油価格の低迷が続けばNWFをさらに取り崩すものと見られる。
- ロシア・ウクライナ戦争を巡って欧米諸国を中心にロシアに課された制裁は、これまでのところロシア経済に決定的な打撃を及ぼし、戦争継続を断念させる状況には至っていない。また、「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)」に伴う2023年10月までのRUB安も、ロシア政府による為替管理の強化によって収まっている。もともと、NWFの残高を見る限りは、特に財政面では悪影響が顕在化しつつある模様だ。財政にとってはRUB安のほうが都合が良いという事情もあり(RUB建てで見た石油・ガス収入が増えるため)、徐々に為替管理が緩められる公算が大きくなっているように思われる。

図表 17: ロシアループ相場(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



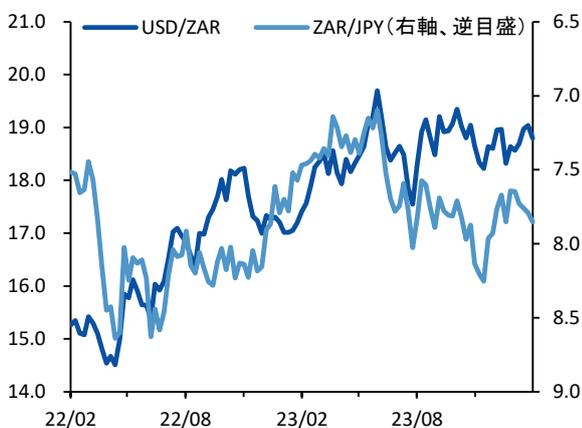
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ: SARB はタカ派姿勢を維持

シニア為替ストラテジスト
 中島 将行
 +44 20 7786 2505
 masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

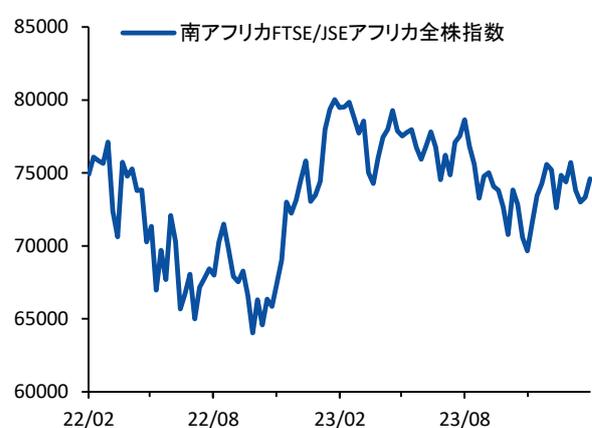
- 1月のZAR相場は年初から23日にかけて、対ドル18.36から19.22まで約▲4.5%下落した後、1月29日時点で18.7台まで持ち直している。23日までの下落については、米金利上昇に伴うグローバルなドル高の裏返しという側面も大きく、対円では1月を通じてほぼ一貫して上昇傾向が続いた。
- 24日からのZAR反発については、外部要因と国内要因の双方が指摘できる。まず、外部要因について、南アフリカの最大の輸出相手国である中国において、中国人民銀行が預金準備率の引き下げを発表するなど、景気下支えをする姿勢をはっきりと示し、鉄鉱石価格などがそれに反応する形で上昇したことが追い風となった可能性があるだろう。
- また、国内要因では、南アフリカ準備銀行(SARB)のタカ派姿勢がZARのサポート要因となった可能性が高い。25日開催の金融政策決定会合では、市場予想通りに政策金利を8.25%で据え置いた。クガニャゴ総裁は、記者会見の中で、インフレ率がSARBのターゲット中央値である前年比+4.5%まで低下する明確な傾向(discernible trend)が見えた場合のみ、「政策を再調整」するだろうと発言している。SARBのインフレ見通しにも示されているように、南アのインフレ率がここから一段と低下するのは、2024年7~9月期以降と見られる。つまり、SARBは少なくとも2024年前半には利下げは行わない、と宣言したように受け止められる。
- また、政府が2月の予算演説において公的債務削減の公約を維持することでインフレ抑制に取り組む姿勢を共有していることが示されることを期待している、とSARBが指摘したことも重要である。南アフリカで今年選挙を迎える中、景気支援を測りたい政府との軋轢が生じることを覚悟してでもインフレ抑制を支持する姿勢をSARBは示した、とも受け止められるためだ。総選挙は、現在の国会の会期末となる2024年5月中旬から90日以内、という日程でラマポーザ大統領が総選挙の宣言を行う。選挙のたびに支持を落としている政権与党の南アフリカ民族会議(ANC)としては、景気浮揚を図りたいところであろう。新興國中銀の中で、政治的な独立性の高さで知られるSARBの矜持が問われる展開になると見られる。
- こうした金融・財政政策を取り巻く不確実性や、電力不足・双子の赤字など国内の悪化したファンダメンタルズを考慮する形で、ZARの見通しについては慎重姿勢を維持している。

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



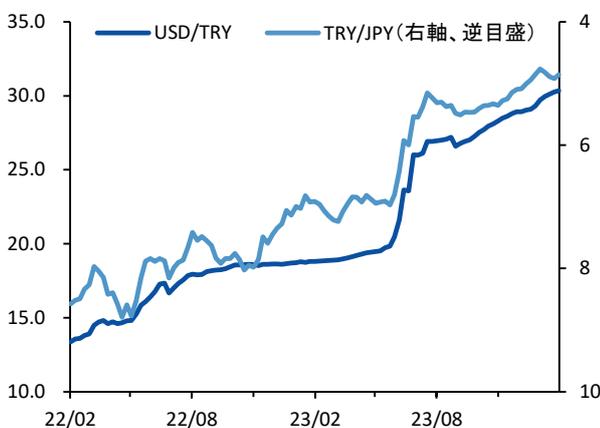
出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

トルコ: 利上げ局面が終了

シニア為替ストラテジスト
 中島 将行
 +44 20 7786 2505
 masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 1月のTRYはじりじりと対ドルで下落し、節目となる30を割り込んで下落している。1月12日には大手格付会社 Moody's がトルコ国債の格付け見通しを引き上げるといふ明るい材料があったものの、TRY 相場の反応は限定的となった。また、25日開催のトルコ中央銀行(CBRT)の金融政策決定会合では政策金利が42.5%から45.0%に引き上げられたほか、利上げ局面の終了を示唆しているが、いずれも市場予想通りであり、TRYの反応は限定的となった。
- 消費者物価指数(CPI)の伸び率は2023年12月時点で前年同月比+61.98%と高水準であり、依然として実質政策金利がマイナスの状況が続いている。もっとも、CBRTは国内の需要鈍化の兆候が見られていることや、インフレ期待や企業の価格設定行動にもインフレ減速の兆しが見られていること、さらには、(信用見通しの改善などを背景とする)海外からの資金調達環境の改善、外貨準備の増加、経常赤字の縮小、TRY建て資産への需要の回復、といった要因を理由として、先行きもインフレ鈍化が続く公算が大きくなっている、と分析している。筆者もこうしたCBRTの分析には違和感が無い。TRYは年後半に実質政策金利のプラス転換が意識されるにつれ、持ち直す展開になると見ている。
- もっとも、インフレ抑制や通貨の安定に向けて、国内外のリスク要因は意識する必要がある。1月29日にはイランが支援する武装勢力によるヨルダンの駐留米軍基地への無人機攻撃や、紅海でのタンカー攻撃を受け、原油価格が急伸している。トルコはエネルギー価格高騰が国際収支悪化に直結しやすく、中東情勢の緊迫化はリスク要因として意識する必要があるだろう。
- また、国内では2024年3月31日に控える統一地方選挙が重要である。主要都市の市長選に敗北した場合、エルドアン大統領が2023年5月の総選挙以降、定着しつつある正統派の金融・財政政策の方向性を再び転換してしまうのではないかと、という懸念がマーケットのトルコ金融市場に対する慎重姿勢の背景にあると見られるためだ。現時点で世論調査のデータはほとんど取得できないものの、極めて接戦になることが見込まれている。

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



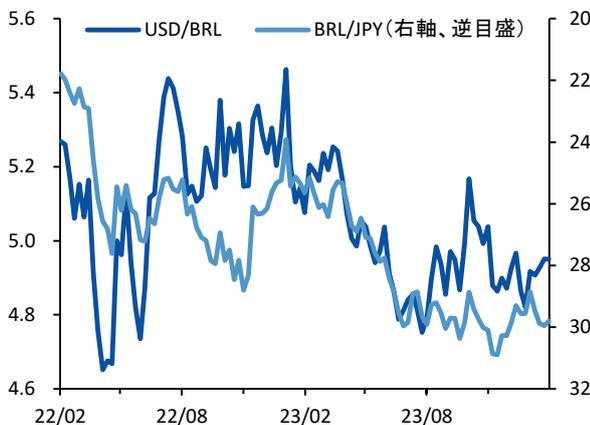
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

ブラジル:BCB は利下げ路線を継続

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

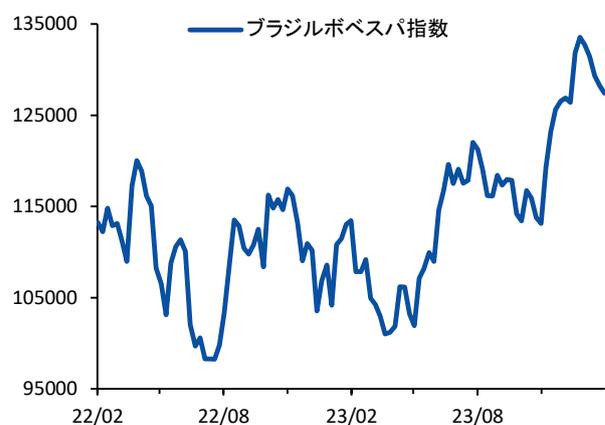
- 1月のBRLは▲2.0%と下落した。4.85付近で取引開始。月前半は、米金利上昇で4.94付近に弱含む場面もあったが、米12月生産者物価指数の弱い結果などを受けた米金利低下が下支えとなり、一時4.83付近に反転上昇した。月後半は、ブラジルの財政懸念の高まりや米金利上昇に加え、ブラジル株安が嫌気される中で一時5.00を超えて下落した。その後は、中国当局による景気下支え期待を背景に市場心理が改善する中、商品価格上昇も好感され、4.90付近に強含む場面もあったが、ブラジル中央銀行(BCB)の利下げ路線が意識される中、4.96付近に値を戻して引けた。
- BCBは31日、金融政策委員会(Copom)を開催し、政策金利(翌日物金利、Selic)を11.75%から▲50bp引き下げ、11.25%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、次回会合でも▲50bpの利下げが見込まれる。最新の物価動向に関し、1年半ばまでの1か月のインフレ率(IPCA-15)は、+4.47%(前年比、以下同様)と、市場予想の+4.63%および12月の+4.72%を下回った。天候不良で穀物価格が不安定なことは気がかりだが、食料品・エネルギーを除いた指数は大きく伸びが減速しており、基調的物価は下向きだ。なお、本年からインフレ目標が+3.0%(±1.5%)と下方修正されており、上記のデータはこれに収まった格好。
- ルラ大統領は22日、「新産業ブラジル(New Industry Brazil)」と題した新たな産業奨励計画を公表した。「新産業ブラジル」は、総額3000億BRLの融資計画であり、医療や防衛、農業の分野に資金が向けられるものとなっている。もっとも、市場がこれを嫌気したことからもわかる通り、注目されたのは経済活性化ではなく、予想される財政への悪影響のほうだ。ルラ政権は、今年度(2024年1月~12月)の目標として、プライマリーバランスの均衡を設定しているが、これはすでに足許では厳しい推移だ。2月からは連邦議会が再開し、歳入増加に向けた議論が行われると予測され、注目が集まっている状況だ。
- 2月のBRL相場は、弱含む展開を予測。BCBの利下げ路線継続が、金利面からBRLの重しとなる構図が続くだろう。投機筋のネット・ロングポジションは取り崩しが進んでおり、こうした要素もBRLの売り材料となる。商品価格が底堅いことは下支えとなるだろうが、中国経済の不調、米景気の失速を前に、輸出の伸びは停滞している。需給環境も、BRLの上値を押さえる要因になるだろう。

図表 23:ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24:ブラジルボベスパ指数



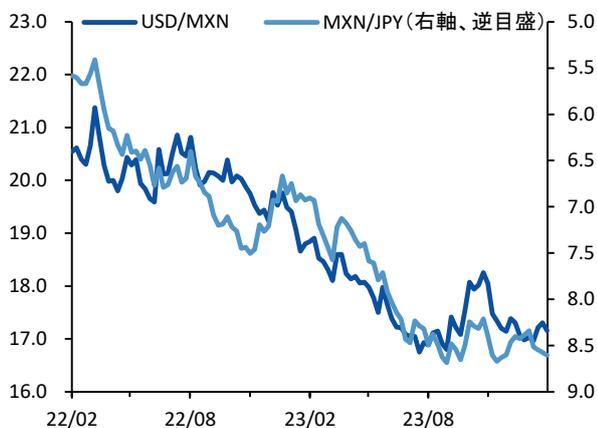
出所:ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 米大統領選挙の動向が重しに

長谷川 久悟
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

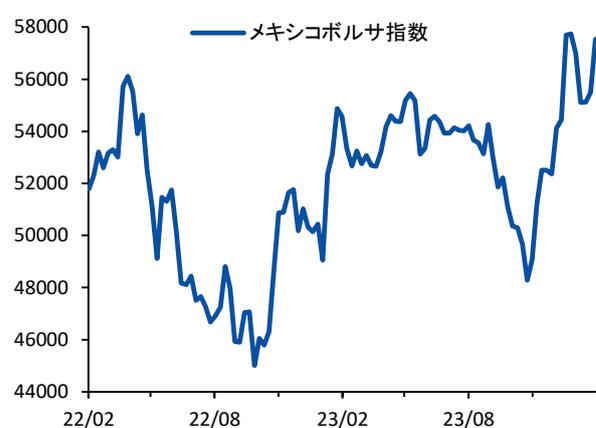
- 1月のMXNは▲1.4%と下落した。17.0付近で取引開始。月前半は、個別要因を欠く展開の中、米金利動向に振られ、17.0を挟んでレンジ推移となった。月後半は、トランプ氏が米大統領選挙の共和党候補となる可能性が高まる中、移民問題再燃の可能性などが嫌気され、17.4付近に弱含んだ。その後は、米金利低下や原油価格上昇が好感され、17.2付近に強含んで引けた。
- 域内の経済動向に関し、2023年10～12月期の実質GDP成長率は、前年比+2.4%と、7～9月期の同+3.3%から減速、市場予想の同+3.0%も下回る結果となった。なお、前期比では、+0.1%と、7～9月期の+1.1%から伸びが大きく鈍化した。業種別に確認すると、全ての項目が減速したが、中でも第一次産業の落ち込みが激しかった。先行きに関しても、引き続き高水準な政策金利が内需を抑制し、米景気失速を前に外需も減速に向かう中、少なくとも年内は低水準な経済成長を見込んでいる。
- 域内の物価動向に関しては、最新の1月前半の消費者物価指数(CPI)は総合ベースで前年比+4.90%と市場予想の同+4.78%および12月後半の同+4.86%を上振れた。一方で、コアベースでは同+4.78%と12月後半の+4.98%から順調に鈍化を続けており、インフレの再加速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イスインフレに寄与すると見込んでいる。
- メキシコ中央銀行(Banxico)が1月4日に公表した金融政策理事会議事要旨(12月会合分)を確認すると、5人の理事のうち3名の理事が遅くとも2024年前半における利下げ開始を見込んでいることが注目を集めた。本欄でも2月会合で利下げの地均し、3月会合での利下げ開始を従前から主張しており特段の違和感はない。もっとも、高インフレの定着を避けるべく、利下げペースは緩やかなものにとどまるだろう。
- 2月のMXN相場は、弱含む展開を見込む。上述の通り、Banxicoは2月会合で利下げに向けた情報発信を行うと想定しており、域内金利低下がMXNの主要な下落要因となりそうだ。昨年のMXN相場の堅調さを支えた海外労働送金も、米求人件数の減少などを背景に、既に失速の兆しを見せている。需給面の追い風も、弱まると考えている。また、経済面でも、米景気失速の悪影響は不可避だろう。もっとも、原油価格動向やFRBの政策スタンス次第では、MXNが底堅く推移する可能性もある。当然、米大統領選挙の動向にも要注意だ。

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

	2024年 1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)	7.1021 ~ 7.1976	7.1689	7.15	7.15	7.10	7.05	7.00
香港ドル (HKD)	7.8048 ~ 7.8285	7.8173	7.80	7.80	7.79	7.78	7.77
インドルピー (INR)	82.770 ~ 83.351	83.043	83.8	84.5	83.5	82.0	80.8
インドネシアルピア (IDR)	15430 ~ 15843	15783	15500	15710	15520	15350	15200
韓国ウォン (KRW)	1290.40 ~ 1346.80	1334.65	1300	1290	1280	1260	1250
マレーシアリング (MYR)	4.5892 ~ 4.7400	4.7330	4.67	4.64	4.68	4.61	4.58
フィリピンペソ (PHP)	55.445 ~ 56.560	56.295	55.8	56.2	56.2	55.2	54.8
シンガポールドル (SGD)	1.3193 ~ 1.3469	1.3400	1.34	1.38	1.35	1.33	1.32
台湾ドル (TWD)	30.663 ~ 31.623	31.293	30.5	30.0	29.6	29.2	29.0
タイバーツ (THB)	34.11 ~ 35.88	35.55	35.5	36.1	35.2	34.2	34.0
ベトナムドン (VND)	24260 ~ 24618	24419	24300	24500	24100	24000	23900
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	87.4000 ~ 92.0807	89.8547	90.0	92.0	94.0	96.0	98.0
南アフリカランド (ZAR)	18.2639 ~ 19.2180	18.6702	19.0	19.2	19.4	19.6	19.8
トルコリラ (TRY)	29.6646 ~ 30.7249	30.3644	31.0	32.0	31.0	30.0	29.0
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	4.8314 ~ 5.0017	4.9554	5.00	5.05	5.05	5.02	5.00
メキシコペソ (MXN)	16.7852 ~ 17.3860	17.2154	17.5	18.0	18.2	18.4	18.5
対円							
エマージングアジア							
中国人民元 (CNY)	19.830 ~ 20.733	20.424	20.28	20.14	20.14	20.57	20.86
香港ドル (HKD)	18.032 ~ 19.026	18.782	18.59	18.46	18.36	18.64	18.79
インドルピー (INR)	1.695 ~ 1.790	1.768	1.73	1.70	1.71	1.77	1.81
インドネシアルピア (100IDR)	0.913 ~ 0.952	0.930	0.935	0.917	0.921	0.945	0.961
韓国ウォン (100KRW)	10.820 ~ 11.151	11.003	11.15	11.16	11.17	11.51	11.68
マレーシアリング (MYR)	30.593 ~ 31.527	31.209	31.05	31.03	30.56	31.45	31.88
フィリピンペソ (PHP)	2.541 ~ 2.660	2.623	2.60	2.56	2.54	2.63	2.66
シンガポールドル (SGD)	106.65 ~ 110.79	109.57	108.37	104.35	105.69	109.19	110.44
台湾ドル (TWD)	4.576 ~ 4.750	4.680	4.75	4.80	4.83	4.97	5.03
タイバーツ (THB)	4.096 ~ 4.196	4.131	4.08	3.99	4.06	4.24	4.29
ベトナムドン (10000VND)	0.5807 ~ 0.6057	0.6014	0.60	0.59	0.59	0.60	0.61
中東欧・アフリカ							
ロシアルーブル (RUB)	1.552 ~ 1.689	1.635	1.61	1.57	1.52	1.51	1.49
南アフリカランド (ZAR)	7.588 ~ 7.918	7.865	7.63	7.50	7.37	7.40	7.37
トルコリラ (TRY)	4.748 ~ 4.929	4.827	4.68	4.50	4.61	4.83	5.03
ラテンアメリカ							
ブラジルレアル (BRL)	28.829 ~ 30.192	29.645	29.00	28.51	28.32	28.88	29.20
メキシコペソ (MXN)	8.297 ~ 8.684	8.528	8.29	8.00	7.86	7.88	7.89

注: 1.実績の欄は2024年1月31日まで。SPOTは2月1日の8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(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。