

2024 年 12 月 2 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:「トランプ 2.0」に揺れる為替相場	2
中国:やはり意識される第 2 次トランプ政権の動き	3
インド:利下げは 2025 年に持ち越しへ	4
インドネシア:BI は利下げ余地の縮小を強調	5
韓国:BOK は連続利下げを決定	6
マレーシア:利下げは来年に持ち越し	7
フィリピン:過去最安値を更新した PHP	8
シンガポール:米追加関税政策の避難先になるか	9
タイ:景気は堅調も複数の外的リスクが混在	10
ロシア:米国の制裁を受け RUB は急落	11
南アフリカ:S&P は格付け見通しを引き上げ	12
トルコ:トルコ中央銀行は利下げ開始を視野に	13
ブラジル:財政懸念加速を受け過去最安値を更新	14
メキシコ:戻ってきた「トランプ砲」	15
為替相場見通し	16

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
+81 3 3242 7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

長谷川 久悟
マーケット・エコノミスト
+81 3 3242 7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

大島 由喜
+81 3 3242 7065
yuki.ooshima@mizuho-bk.co.jp

東アジア資金部
チーフアジア 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
チーフエコノミスト
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:「トランプ 2.0」に揺れる為替相場

シニアマーケット・エコノミスト

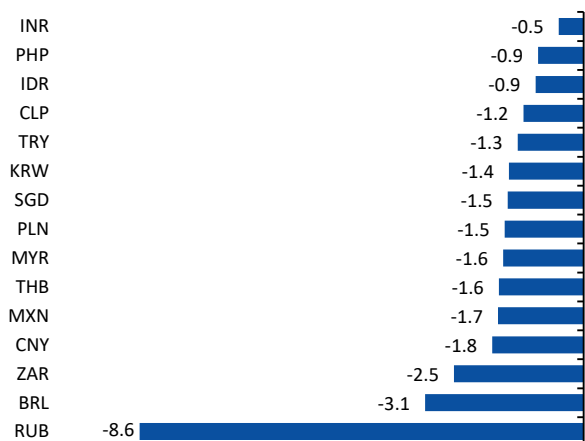
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

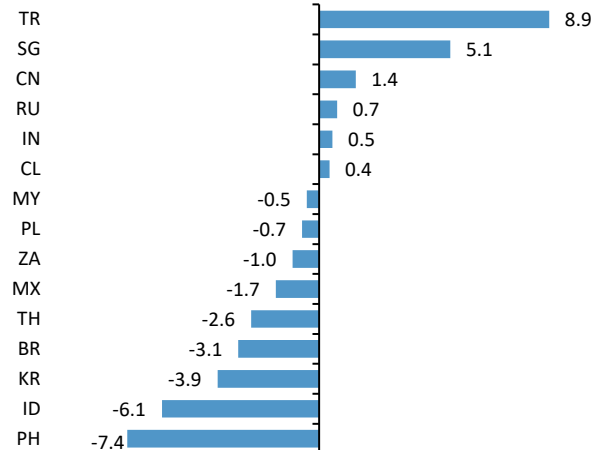
- 11 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.9%。同指数は 1760 台前半で取引を開始。月初、米 10 月雇用統計の鈍化を受け上昇も、米大統領選挙でのトランプ氏勝利を受けてリスクオフの流れが優勢となりじりじりと下落。中旬には FRB が利下げを急がない方針を示したことで米金利が騰勢を強め、同指数は下げ幅を拡大した。月後半にかけても、トランプ次期政権の動向が意識された中で、リスク回避の動きが優勢となり、同指数は 1740 台で推移した。
- 11 月はほぼドル全面高の相場となった。アジア通貨は翌年以降の米中貿易摩擦の本格化が嫌気され、東欧通貨はユーロの下落やウクライナ危機の長期化、中南米通貨は米国の保護主義化が意識されたのだろう。また、個別要因でも大きく値を下げた通貨もあり、詳細は次頁以降をご確認頂きたい。
- 米国大統領選ではトランプ氏が勝利し、下院選でも共和党が過半数を獲得してトリプルレッドを達成したことで、金融市場ではトランプ次期政権の動向が一層警戒される格好となった。為替への影響としては、同氏が従前よりドル高を志向しているものの、政策動向次第ではドル高が継続する可能性も払拭しきれない。また、金融環境も第 1 次トランプ政権時と異なっている。今回は FRB が利下げ期間に入ることが予測される一方で、当時よりも政策金利ははるかに高く、早ければ来年の後半には米国の利下げ終了が争点化する可能性はある。来年にかけて、新興国通貨が米国の利下げによって恩恵を受けるタイミングはあるだろうが、米国第一主義を掲げるトランプ氏の発言が局面局面で相場の重しとなり、リスクオフに向かう展開も想定しておきたいところだ。
- また、トランプ政権はイスラエル情勢を除き積極的な安全体制維持に取り組むことは現状予想し難い。かかる中、アジアに対しては中国包囲網を敷きつつも各国間で国防の強化を要求する動き、ウクライナ危機については支援を撤退することやウクライナに対して譲歩を迫ることも予想される。一方で、10 月開催された BRICS 首脳会議ではこうしたトランプ政権の指針と対極をなす「公正な世界発展と安全のための多国間協力」を謳うガザン宣言が採択され、近年表面化しつつある地政学リスクの高まりと保護主義化が進む主要先進国にもけん制を入れている。一方、トランプ氏も BRICS 諸国の脱ドル化をけん制しており、今後両者の関係性に歪みが増せば、世界が多極化へ向かう速度が一層速まることも考えられる。そのシナリオの下では、金融市場はリスク回避を強く意識せざるを得ず、新興国通貨の為替動向にも影響が及ぶことは想像に難くない。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024 年 11 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(2024 年 11 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

中国: やはり意識される第 2 次トランプ政権の動き

シニアマーケット・エコノミスト

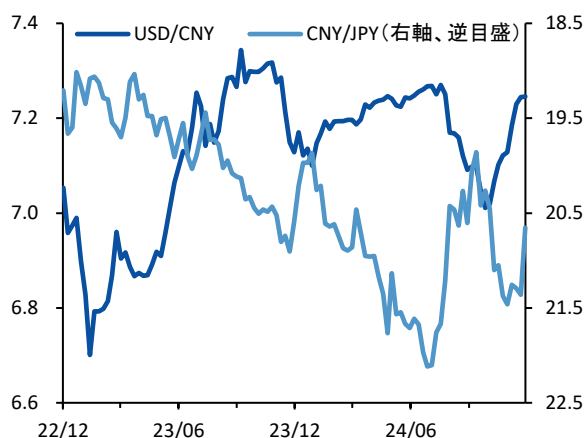
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の CNY は対ドルで▲1.8%下落した。月初 7.11 台で取引を開始。月前半は米国大統領選挙を控え様子見ムードも、トランプ氏勝利に対してドル高 CNY 安で反応。中旬にかけて値を下げ、8 月以来の安値となる 7.24 台後半まで下落。中旬以降は中国人民銀行による人民元高方向の基準値設定の影響で 7.25 付近の取引が継続。一時的な米金利の低下に伴い持ち直すタイミングがあるも、トランプ氏の発言が重しとなり CNY の上昇は限定的となった。
- 7~9 月期実質 GDP 成長率の詳細が公表され、個人消費の寄与度は+1.3%ポイントと 4~6 月期の+2.2%ポイントから縮小した。他方、純輸出については+2.0%ポイントと 4~6 月期の+0.6%ポイントから加速しており、不動産関連指標の軟化や消費者心理の低迷が確認される中で、外需依存の度合いを強めていると読める。かかる中、10 月の貿易黒字は+957 億ドルと 6 月以来の黒字幅を記録。特に輸出は前年比+12.7%と 22 年 7 月以来の強い数字であった。国別に見ると、しばらく停滞していた米国向けの輸出が増加傾向で、これはトランプ氏勝利を見越して輸出を前倒ししている可能性がある。単月の輸出実績が強かったことと合わせてこれらが一過性で無いかは確認が必要だろう。
- また、7~9 月期の経常収支は+1469 億ドルの黒字を記録しており、こちらも 22 年 7~9 月期以来の強い数字となっている。貿易黒字額が+2298 億ドルと前四半期の+1671 億ドルからまとまった幅で増加し、これが主な要因となった。片や、世界的な行動制限の解除により赤字幅を拡大させてきたサービス収支赤字は▲585 億ドルと前四半期の▲617 億ドルから縮小した。赤字の大部分を占める旅行収支については未だコロナ前の水準には到達しておらず、こうした点も中国経済の持ち直しペースが緩慢であることを示唆している。一方、10 月小売売上が前年比+4.8%を記録し、大規模景気支援政策の効果が現れ始めたと指摘する声もあるが来月以降の数字も含めて判断すべきだろう。
- 中国経済の外需依存が強まる中で気がかりとなるのは、トランプ氏の大統領就任である。既報の通り中国からの輸入品についての関税強化方針を示すなど、対中政策については厳格化することがほぼ確実である。第 1 次トランプ政権時においても、米中貿易摩擦が争点化した 2010 年代終盤にかけて中国の対米貿易黒字は頭打ちになっている。為替相場を考察していく上では国内要因のみならず、来年以降は米中対立の深刻化やそれに伴う世界的な供給網や国際貿易取引の変化を見極める重要性が高まっていくように思われる。

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: 利下げは 2025 年に持ち越しへ

マーケット・エコノミスト

長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

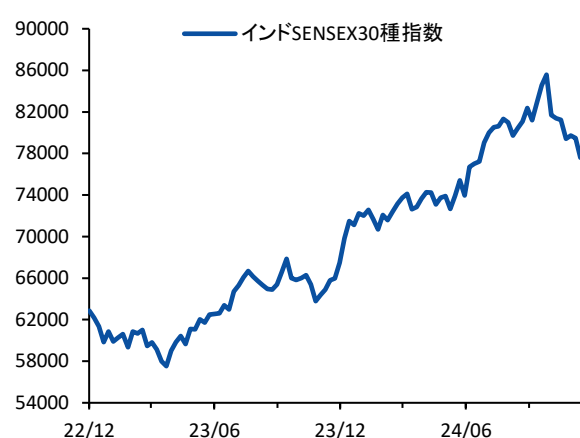
- 11 月の INR は▲0.48%と下落した。インド準備銀行 (RBI) の為替介入もあり値動きには乏しかったものの、84.0 という壁を明確に上抜け、過去最安値を断続的に更新している。10 月ほどの規模ではないが、海外投資家によるインド株の売り越し傾向は続いている。広範なドル買い相場も重しになる中で、INR の下落傾向も続いた格好だ。
- 11 月 12 日、10 月消費者物価指数 (CPI) が公表されたが、結果は+6.21% (前年比、以下同様) と 9 月の+5.49%および市場予想の+5.90%を大きく上回った。また、食料品および燃料を除いたコアベースでは、+3.7%と 9 月の+3.5%からこちらも伸びが加速、年初来では最高の伸び率を記録した。なお、総合ベースでは RBI の目標レンジ+4.0% (±2.0%) の上限を突破したが、これは 2023 年 8 月以来 1 年 2 か月ぶりである。相応にショッキングな仕上がりとなった。今後に関しては、前年比効果もあり 11 月、12 月は総合ベースの伸び率は鈍化する可能性が非常に高い。もともと、野菜価格は足許にかけても上昇基調にあり、PMI 等でも景気の底堅さが確認される中で、RBI の想定水準 (10~12 月+: 4.8%) に収れんできる可能性は限りなく低い。
- かかる中、RBI は 12 月 4~6 日に、金融政策委員会 (MPC) を開催する。ダス RBI 総裁は 11 月 21 日、インフレ率が+4%に持続的に落ち着くまで「仕事は終わっていない」とタカ派なコメントを残している。このような情報発信および上述のインフレ情勢を踏まえれば、12 月会合でも政策金利の据え置きが選択されることはほぼ確実と言える。利下げ着手は、早くても 2025 年 2 月会合となりそう。経済物価情勢次第では、さらなる後ろ倒しも否定されない。
- 12 月の INR 相場は、底堅い推移を見込む。上述の通り 11 月も海外投資家によるインド株の売り越しが目立ったが、過去最大となった 10 月対比では、その勢いは明白に落ち込んでいる。資金フローに伴う INR 安圧力は減退しよう。加えて、RBI は 12 月 MPC でも利下げを見送る可能性が非常に高い。金利面でも、米国対比で先高観はある。こうした要素を受け INR 高を見込んではいらぬものの、RBI が INR の変動性そのものを抑制しようと努めている中で、大幅な INR 高も期待できないのが実情だ。11 月の値動きを見る限り、「84.5」という水準は市場でも強く意識されているように思える。この数字の上下どちらで INR が定着するかが、年内の INR 相場の注目点だろう。

図表 5: インドルピー相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 6: インド SENSEX30 種指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

インドネシア:BI は利下げ余地の縮小を強調

マーケット・エコノミスト

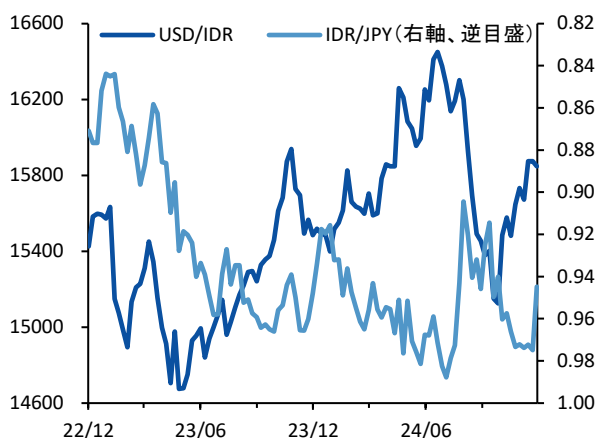
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の IDR は▲0.93%と下落した。IDR は 15700 付近で取引開始。月を通してじり安の展開となり、21 日には一時 15952 と 3 か月ぶりの安値水準を付けた。米金利の上昇やインドネシア株式の下落が重しになった模様だ。通貨当局高官による IDR 安けん制発言も度々聞こえてきたものの、市場の反応は限定的であった。
- インドネシア銀行(中央銀行、BI)は 11 月 19~20 日に開催した金融政策会合で、政策金利の BI レートを従来の 6.00%で据え置いた。9 月会合では 3 年半ぶりに利下げに至ったが、その後 2 会合連続で利下げが見送られた格好。
- ペリーBI 総裁は会見で、「2025 年に向けインフレを目標圏内に抑えるというスタンスに沿った決定」と説明した。そのうえで、「成長率やインフレ率に鑑みれば利下げ余地はあるが、現在の焦点はIDRの安定」とも言及した。前回会合以降の IDR 安が、据え置き判断に寄与した可能性は非常に高い。先々の金融政策に関しては、「さらなる利下げ余地を評価し続けている」と利下げ路線の継続を示唆したものの、「利下げの余地は、これまでよりも限定的」ともくぎを刺した。
- FRB の金融政策に関しては、年内は▲25bp の利下げを、2025 年には▲25bp ×2 回の利下げを予想しているとした。前回会合時点では、2025 年に関しては 3~4 回の利下げを見込んでいた経緯もあり、FRB の利下げ余地が狭まっていると評価しているようだ。以上の情報発信を踏まれば、BI は米金融政策動向および IDR 相場を意識した政策を続けていく公算が大きい。IDR 安の加速が無ければ、BI は 12 月に追加利下げ(▲25bp)を行えるだろう。2025 年も利下げ自体は行えようが、BI による米金融政策の評価に鑑みれば、利下げ余地は明らかに狭まっている。年央にかけ 2 回(計▲50bp)の利下げをまぶしていき、政策金利が 5.25%に達した時点で利下げは一旦打ち止めになると予測する。
- 12 月の IDR 相場は、軟調な推移を予測する。米金融政策織り込みと IDR 相場次第ではあるが、BI は 12 月会合で利下げに動ける可能性が高い。逆に BI が利下げを見送っているのなら、それは会合当日までに IDR 安が進行しているケースが想定されよう。BI の決定がどうあれ、結果として短期的には IDR 安が支持されると考えている。ただし、各種報道に基づけば、11 月に BI は IDR 買いの為替介入を行っている模様だ。対ドルで 16000 を上回るような IDR 安は短期的には想定しておらず、あくまで限定的な下落に留まると想定する。

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 は連続利下げを決定

シニアマーケット・エコノミスト

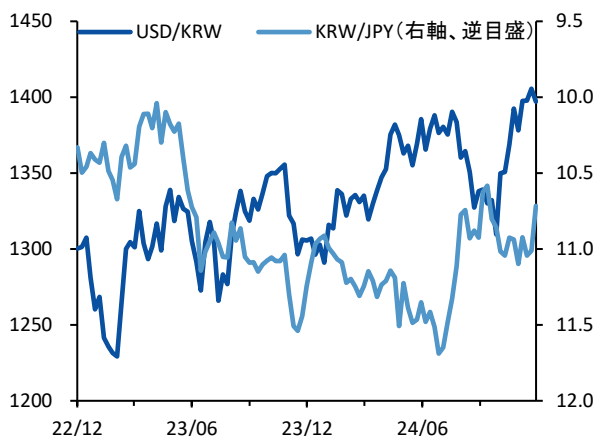
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の KRW は月間で▲1.4%の下落、年初来安値を更新した。月初、1370 台で取引を開始。上旬は米国大統領選においてトランプ氏勝利が報じられると 1400 を上抜けた。その後一時的に持ち直すも、トランプ氏の発言やウクライナ情勢の悪化を受けてリスク心理が悪化し、1410 台まで下げ幅を拡大した。中旬にかけては下落が一服したものの、KRW の買い要素に繋がる材料に乏しい展開。かかる中、月後半から月末にかけては 1400 を挟んだ取引が続いた。
- 韓国銀行(中央銀行、BOK)は 28 日、金融通貨委員会を開催し、政策金利(7 日物レポ金利)を従来の 3.25%から 3.00%へ引き下げた。利下げは前回 10 月会合に続く決定。今会合では経済物価見通しを更新したが、BOK の先行き懸念が組み込まれた内容となっており、経済成長・物価ともに下方修正された。国内経済について、BOK は内需が回復傾向にある一方、輸出は予想より伸びが悪かったと総評した。主要産品である半導体メモリの輸出実績も年後半にかけてやや頭打ちとなっており、加えて近年輸出を伸ばしていた米国でトランプ次期大統領が関税を強化する方針であることも見直し修正の材料になった。
- 物価動向について、足許の CPI の急落は原油価格の下落やベース効果による点が多いものの、24 年を通して下落基調が続いており、25 年も BOK が目標とする 2%前後で推移すると予測されている。
- BOK は市場にとってややサプライズとなる連続利下げを決定したが、上記の弱気な経済・物価見通しを踏まえれば妥当な判断であったようにも見える。直近数か月のインフレ鈍化もあって、BOK もインフレ収束に対する確信を強めており、政策指針もやや景気支援に傾きつつある印象を受ける。また、複数の委員会メンバーは 3 か月以内の追加利下げを視野に入れており、BOK の政策スタンスは前回見直し公表の 8 月時点から大きくハト派に傾いたと総括できる。
- 11 月はトランプ氏の大統領選勝利以降、断続的に年初来安値を更新する展開となった。KRW 相場にもわかに逆風が強まって来ている点は否めず、金利面では利下げが米国よりも遅いペースとなること、需給面では今後も堅調に貿易黒字を計上できることへの見込みが薄れつつあり、こうした思惑が KRW の上値を重くしていると考えられる。それ以外にも、朝鮮半島情勢の不透明感が強まっており、韓国はこれまで日米を軸とした安全保障体制を強化してきたが、トランプ政権がその路線を継承するかは疑問が残る。今年も北朝鮮関連のヘッドラインは KRW 売りに直結しており、その動向には注意を払う必要があるだろう。

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: 利下げは来年に持ち越し

シニアマーケット・エコノミスト

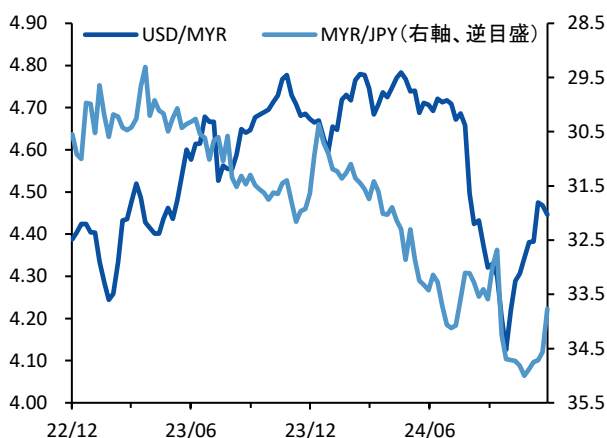
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

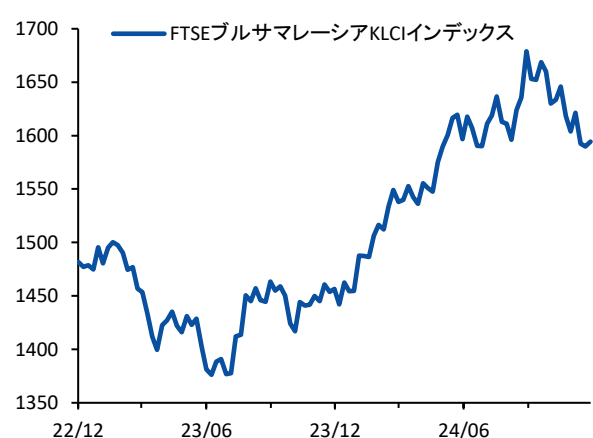
- 11 月の MYR は対ドルで前月比▲1.6%の下落。月初 4.36 台で取引を開始。上旬は米国大統領選におけるトランプ氏勝利の報道に連動する格好でドルが上昇、MYR はじり安の展開となり一時 8 月上旬以来となる 4.49 台まで下げ幅を拡大した。中旬以降は MYR 安が一服し、国内経済指標の堅調な結果も支援材料となり段階的ながらも持ち直す展開。下旬にかけては米金利が低下するの付随して、4.43 台まで値を戻すも総じてドル買い優勢の月となった。
- マレーシア中銀 (BNM) は 6 日の金融政策委員会 (MPC) で、政策金利を従来の 3.00% に据え置いた。政策金利の現状維持は 23 年 7 月以降、9 会合連続での決定となった。BNM は現行の金利水準は引き続き景気を下支えし、現行の物価と経済の評価と整合的であるとして、政策金利を維持した。今回の会合は年内最後の会合であり、金融政策の転換は来年に持ち越しとなった。
- MYR 相場について、BNM は外部要因次第の動きが続くとの見方を示している。引き続き短期的には国際情勢を巡るヘッドラインに相場が上下する可能性が高く、BNM が利下げを急がなかった理由は不確実性の強い米国の政治・金融政策動向を意識したためと考えられる。BNM の次回会合は 25 年 1 月であり、年内のトランプ氏の発言や FRB の動向を見極めた上で、金融政策を検討することになる。早ければ来年最初の会合で利下げ着手ということも考えられるが、先述の通り、景気・物価の観点からは早急の利下げが必要ではない状況にある。こうした中で、年末年始のイベントを経て短期的な MYR のボラティリティが高まることとなれば、BNM の為替安定に対する優先度も上がっていく可能性もあり、この場合は利下げの後ろ倒しにも繋がり得る。来年の BNM の政策運営も外部要因睨みの時間帯が続くこととなりそう。
- 7~9 月期の経常収支は+21 億リンギの黒字を記録、黒字は維持したものの過去 10 年間で 2 番目に低い水準に留まった。貿易黒字が 16 年 4~6 月期以来の低水準であったことや、近年増加傾向にある第一次所得収支の赤字が影響した格好だ。今後のリスク材料は米中貿易摩擦の深刻化に伴う保護主義の加速や中国をはじめ外需の減速など複数存在しており、経常赤字に転落した場合は MYR 相場にも影響が及ぶ可能性はある。
- 国内経済は堅調も、年末かけてドル主導の相場が続きそう。FOMC で大きなサプライズがなければ、比較的值幅の狭い動きになると思われるが、トランプ政権やウクライナ危機を巡るヘッドラインに揺れる時間帯も出るだろう。

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: 過去最安値を更新した PHP

マーケット・エコノミスト

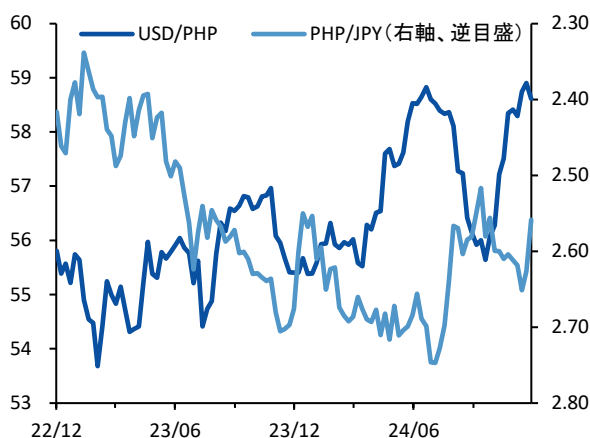
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

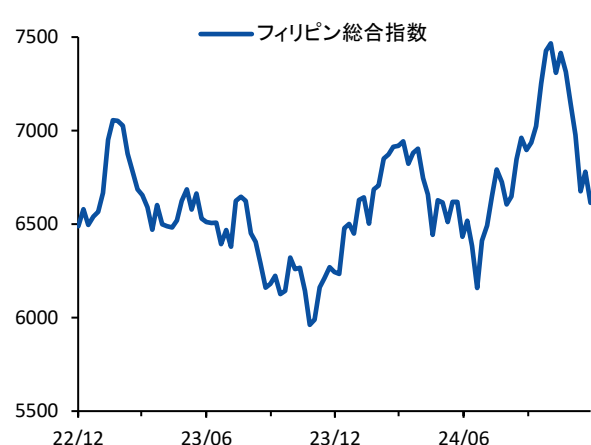
- 11 月の PHP は▲0.89%と下落した。58.2 付近で取引開始。月を通して対ドルでじりじりと売られる展開となり、27 日のオープン時には 59.021 を記録。2022 年 10 月 20 日に付けた史上最安値である 59.005 を更新した格好だ。なお、これは現地取引でのレートであり、ブルームバーグ社が提供するジェネリックレートを参照すれば、過去最安値の更新に至っていないことには留意されたい。
- いずれにせよ、PHP は過去最安値水準に沈んだことは事実だ。外部要因に関しては、米金利上昇、および市場心理の悪化が新興国通貨全般の重しになっていることに議論の余地はないだろう。この点は、市場参加者の誰もが理解していると推察するので、詳細は省く。
- より重要なのは、内部要因である。主に、①金利の先安観、および②海外投資家によるフィリピン株式の売り越し、の 2 つが PHP 安に寄与している疑いがある。フィリピン中央銀行(BSP)は 10 月の金融政策会合で▲25bp の利下げを実施した。以降、足許にかけても利下げ路線の継続を示唆する BSP 高官の情報発信が相次いでおり、金利の先安観が台頭している。例えば 11 月 19 日、レモロナ BSP 総裁は、次回 12 月会合での利下げ判断は不透明と前置きをしつつも、2025 年に関しては計▲100bp の利下げを行う可能性がある、と述べている。確かに物価情勢は明らかに落ち着いているものの、最近のドル高を受け一部の新興國中銀はハト派姿勢を後退させている経緯もある。相対的に目立つ中銀のハト派スタンスが、PHP の重しになっていると考えている。
- 次に、②海外投資家によるフィリピン株式の売り越しである。これは数字を確認すれば明らかであるが、11 月に入って以降、売り越しの傾向が強まっている。月間の売り越し幅を確認すると、4 月以来の規模になっている。7~9 月期の資金流入の勢いがそれなりに強かっただけに、その反動は PHP 相場に悪影響をもたらしている可能性が非常に高い。
- 12 月の PHP 相場は、横ばい圏での推移を見込む。BSP の情報発信は他のアジア新興國中銀対比で依然ハト派的ではあるが、12 月会合に関して言えば、以前は利下げが確実視されていたものの、足許では市場の見方は割れている。米金融政策次第という側面は否定できないものの、BSP は 12 月会合で利下げを見送る可能性があると考えている。金利の先安観解消に伴う PHP 高圧力と、資金フローに伴う PHP 安圧力が互いに相殺しあうような展開を見込んでいる。

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

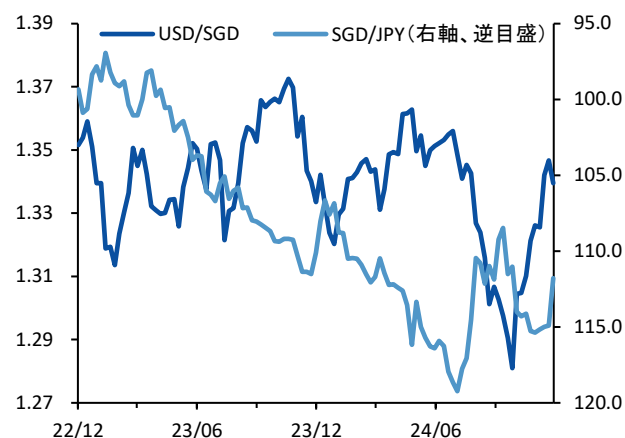
シンガポール: 米追加関税政策の避難先になるか

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

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

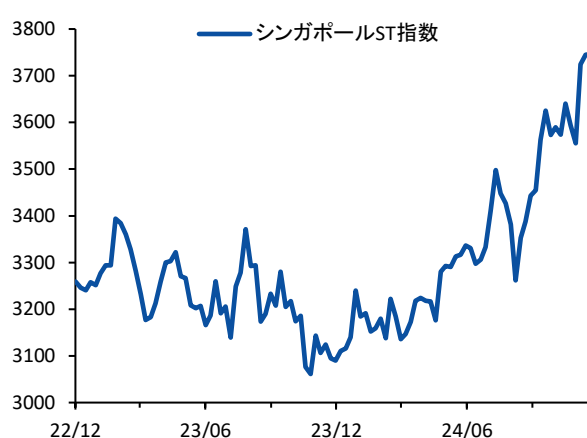
- 11 月の SGD は対ドルで続落した。月初、1.32 付近で取引を開始。上旬は米国大統領選でのトランプ氏勝利を受けてドルが上昇、パウエル FRB 議長が利下げを急がないと発言したことも材料視されて SGD は 1.34 台後半まで下落。月後半は SGD 安のペースは弱まるも買い要素に欠く時間帯が継続。トランプ氏が関税強化を示唆する発言をしたことで月安値の 1.35 台に乗せたが、月末にかけては米金利の騰勢も弱まり 1.34 近辺で取引された。
- 11 月、アジア通貨はトランプ氏の大統領選勝利を受けて下落した。SGD も例外ではないが、貿易に関して他の通貨には見られない特性を持っているため、米国の追加関税による混乱からの相対的な避難先になるかもしれない。特筆すべきなのは、シンガポールの貿易・経常収支は共に黒字であるにもかかわらず、米国との二国間貿易は赤字だという点である。この対米貿易赤字はアジア新興国では珍しい現象であり、米国の貿易政策から SGD を守るバッファーになっている。さらに幅広い大幅な対外黒字もあり、SGD には安全な避難場所に準ずる魅力が生まれている。
- もともと、こうした点を過信すべきでないのも事実である。トランプ氏の高関税政策が SGD のアウトパフォームに繋がり得るというよりも、周辺国通貨と比較して機会に乗じる強みがあると解釈しており、実際のところ、SGD の上昇余地は限定的であるという従前の見立てにほぼ変わりはない。明白なのは米国の保護主義化が世界貿易へ悪影響をもたらし、サプライチェーンや金融チャネルを通じて、シンガポールのように開放的で貿易に依存する経済に打撃を与えることは避けられないことである。米中貿易摩擦が激化した場合にはその可能性は一層確度を増すことになる。
- また、過去の本欄でも議論してきた通り、金融政策について言えば、これまでの MAS による金融引き締めによるシンガポールドル名目実効為替レート (S\$NEER) にも上昇余地はほぼ残されていない。むしろ、S\$NEER が政策バンドの上限に近づいていることは、政策転換がなくても、S\$NEER が現在の政策バンドの中で軟化する危険性を含んでいる。
- 以上、SGD は、米国の追加関税政策に対する相対的な避難先として恩恵を受ける可能性もあるが、広範囲なドル高やアジア通貨安の流れには逆らえないと思われる。来年以降 MAS が金融緩和に転じれば、上半期にかけて SGD の下落圧力が強まっていくことも念頭に置くべきであろう。

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: 景気は堅調も複数の外的リスクが混在

シニアマーケット・エコノミスト

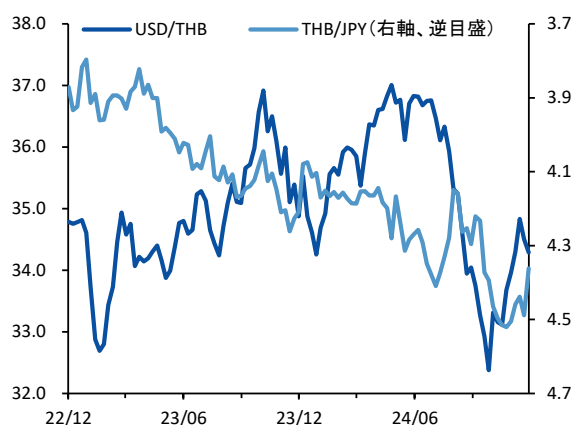
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

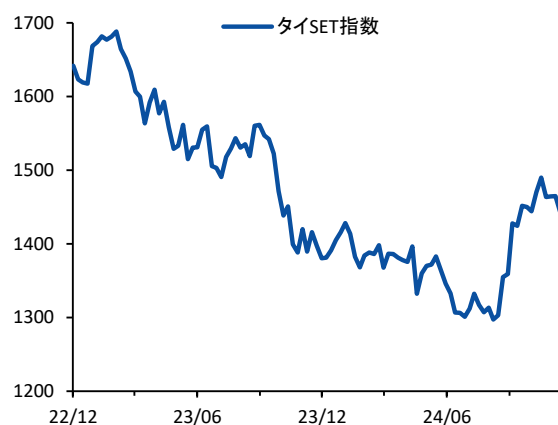
- 11 月の THB は対ドルで前月比▲1.6%の下落。月初、33.90 近辺で取引を開始。上旬は米 10 月雇用統計公表後に上昇も、米国大統領選の結果を受けて反落、中旬にかけて一時 35 台まで安値を更新した。以降は堅調な 7~9 月期実質 GDP の結果が好感され持ち直すも、34 台半ばで一進一退の値動きとなった。下旬はトランプ氏の関税強化を示唆する発言が重しとなる一方、米金利の低下を受けて THB は 34 台前半まで値を戻した。
- 7~9 月期実質 GDP 成長率は前年同期比+3.0%と市場予想の同+2.4%から加速した。民間消費は同+3.4%と前四半期の同+4.9%からやや鈍化した。政府消費は同+6.3%と前四半期の同+0.3%からまとまった幅で上昇したことが影響した。純輸出は寄与度ベースでは+1.0%ポイントに留まったものの、財輸出が同+8.3%、サービス輸出は同+21.9%と共に強い数字を記録した。
- タイ国家経済社会評議会 (NESDC) は 24 年の成長率予想を前年比+2.6%と予想し、これは前年実績の同+1.9%から加速することとなる。25 年については、同+2.3%~+3.3%を見込んでいるが、現金給付に伴う内需の持ち直し状況やタイの輸出状況などが注目される。なお、サービス輸出の鍵を握る観光業について、政府は 24 年の外国人観光客受入数を 3600 万人と見込んでいる。コロナ前のピークの 4000 万人に肉薄しつつあるが、引き続きその約半分程度を占める中国や ASEAN 諸国の景気動向に左右されることが予想される。特に中国人観光客はピーク時よりも 6 割程度の数字に留まっており、これが観光業全体の重しとなる可能性はある。
- 10 月消費者物価指数 (CPI) は前年比+0.83%、生鮮食品とエネルギーを除いたコア CPI は同+0.77%とタイ中銀の目標レンジ(+1.0~+3.0%)を 5 か月連続で下回った。当面は政府によるエネルギー補助金の終了や現金給付の効果を確認する時間帯が続こうが、デフインフレの定着は来年以降の利下げの検討材料となろう。
- 12 月の THB は対ドルでの下落が一巡すると予想される。12 月 FOMC にて市場期待通りの FRB による利下げ軌道が踏襲されれば、緩やかな対米金利差縮小を見つつ、THB も持ち直すことが期待される。一方で、トランプ氏が全面的な関税引き上げを進める方針である中で、同氏の通商政策を巡る発言は中国の代替取引国として恩恵を受けていたタイにも影響が及ぶ可能性がある。近年対米貿易黒字を拡大させてきたが、今後逆風に晒されるケースも考えられる。

図表 15: タイバツ相場 (対米ドル、対円)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

図表 16: タイ SET 指数



出所: ブルームバーク、みずほ銀行

ロシア:米国の制裁を受け RUB は急落

シニア為替ストラテジスト

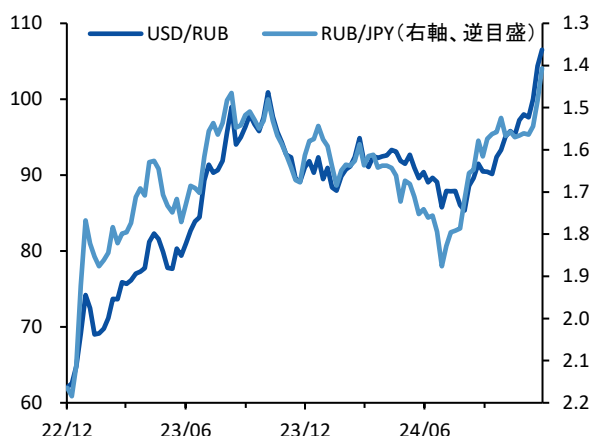
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

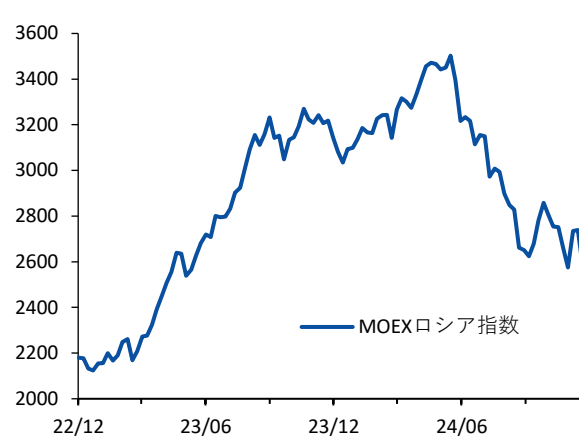
- 11 月の RUB は対ドルで▲8.6%急落した。ロシアによるウクライナ侵攻後、欧米による相次ぐ制裁発動を受けて RUB が急落した 2022 年 3 月以来の水準へと落ち込んでいる。米バイデン政権がロシアの国際エネルギー決済に広く利用されているロシアの銀行ガスプロムバンクをはじめ 50 あまりの銀行への制裁を 21 日に発表したことを受け、エネルギー輸出が抑制される可能性が意識されたほか、ロシア国内で海外取引先への支払いのために外貨の調達を急ぐ動きが広がった公算が大きい。
- RUB の急落を受けて、当局の対応に注目が集まっている。ロシア財務省は 11 月 27 日、財政ルールに基づく外貨買い(原油価格が予算案の想定を上回っていれば、外貨を購入し外貨準備の積み立てを行う)を停止すると発表した。急激な RUB 安に伴う輸入物価上昇リスクを受けて、ロシア中央銀行が 10 月会合での+200bp の追加利上げを上回る大幅利上げを年内に実施するとの観測が強まっている。
- ロシアは軍事産業への大規模支出もあり景気は好調を維持しているものの、人手不足による賃金上昇圧力からインフレ圧力は強まっている。ロシア中銀による大幅利上げは先行きのロシアの景気を冷え込ませる公算が大きい。
- 一方、プーチン大統領は 11 月 28 日、状況は制御されており、「パニックに陥る理由はない」と強調。レシエトニコフ経済発展省も 11 月 29 日、「強い」貿易収支を考えれば、RUB 安の根本的な理由は無いと述べた。ロシア中銀の幹部フィリップ・ガブニア氏は 11 月 29 日、記者会見で、「講じられた措置は十分」であり、「状況が安定しつつある兆候が見られる」と発言した。こうした発言の背景には、国内向けに経済は安定しているというアピールを行うと共に、軍事費支出が膨らむなか、RUB 安がロシアの財政には改善要因となる事情が働いているように思われる。
- 11 月末に RUB はやや持ち直しているものの、エネルギー輸出への打撃への懸念や、当局による対応が緩やかなものに留まる可能性が高まっていることを考慮すれば、基調的な RUB 安は継続する公算が大きい。

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: MOEX ロシア指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

南アフリカ:S&P は格付け見通しを引き上げ

シニア為替ストラテジスト

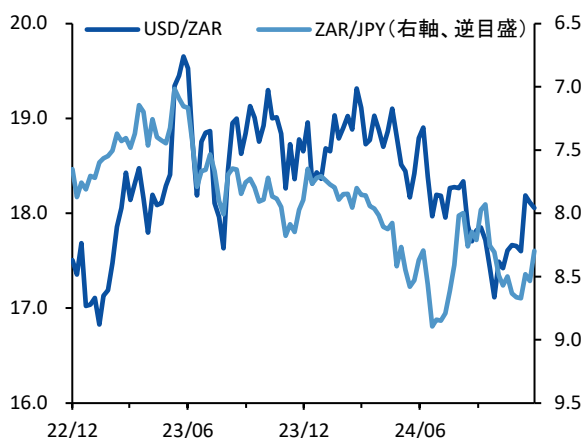
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 11 月の ZAR は対ドルで▲2.5%下落した。トランプ氏勝利が判明した後のグローバルな金利上昇・ドル高を反映した動きと言えるが、金やプラチナといった南アフリカの主要な鉱物産品の価格が大幅に下落していることも市場ではランド安要因として意識されている。金利を生まない資産である金の価格の下落については、トランプ政権の関税や移民制限といった政策に伴う米金利の先高観が影響している可能性が高い。
- 南アフリカ準備銀行 (SARB) はトランプ政権復活に世界の金融市場が揺れる最中、11 月 21 日に 2 会合連続となる▲25bp の利下げを実施し、政策金利を 7.75%とした。ただし、クガニャゴ総裁はインフレリスクに対する警戒を強調し、▲25bp を上回る大幅な利下げの選択肢は議論されていない、とした。同時に発表された SARB のモデルでは、予測期間中に需給ギャップのマイナス幅が一段と縮小する見通しとなっており、近い将来に利下げサイクルが終了する可能性を示唆している。
- SARB は改定後の経済予測の中で、2025 年 10~12 月期にはインフレ率が前年比+4.5%のインフレターゲットの中央値を上回るという見通しを示している。9 月時点では予測期間全体にわたって+4.5%を下回る見通しだった。グローバルな金融市場の混乱に伴う ZAR 安が、輸入物価を押上げるリスクを意識したものともみられ、南アフリカ準備銀行の金融緩和局面が短期的であることを示唆する内容と言える。
- 一方、南アフリカ国内では明るい材料も見られた。米大手格付会社 S&P は 11 月 16 日に南アフリカの格付け※BB(現地通貨建て長期債務格付け)の見通しを※安定的から※ポジティブに引き上げた(※日本では無登録格付け)。S&P は小売売上高など経済指標の上振れや、年金改革(退職前に一部の資金を引き出せるように)が家計消費を押上げるとしている。
- 11 月の ZAR は下落したものの、SARB の金融緩和が緩やかなペースになると引き続き見込まれることや、南アの国内景気の好転を考慮すれば、ファンダメンタルズが悪化したわけではないと見られる。もっとも、ZAR 相場は外部環境、とりわけ米国や中国の景気動向に左右される側面が大きい。当面はトランプ次期政権の政策動向で上下に振らされる展開が継続するものと見られる。

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:トルコ中央銀行は利下げ開始を視野に

シニア為替ストラテジスト

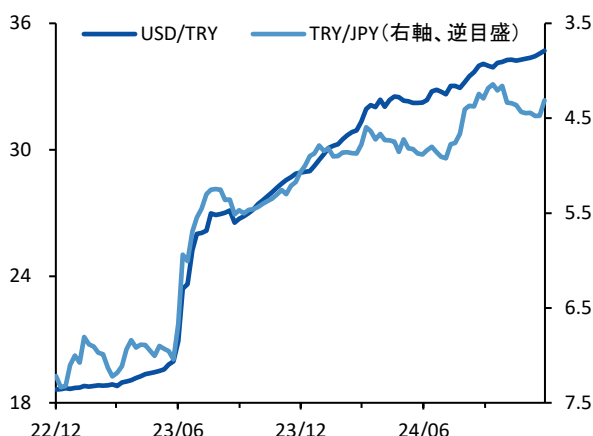
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 11 月の TRY は対ドルで▲1.3%下落した。11 月 5 日に投開票された米大統領選挙でトランプ氏が復活当選を果たし、同氏が掲げる減税や関税、移民制限といった政策が米国の景気の過熱とインフレ再燃を招くという見方が米金利上昇とグローバルなドル高を招いたことを反映した動きと言えるだろう。もっとも、TRY の下落率は他の新興国通貨と比較して小さい。主要国の中で突出した高金利環境が、ドル高環境の中にあっても TRY が底堅く推移している最大の要因となっている。
- トルコ中央銀行は 11 月 21 日の会合で市場予想通り政策金利を 50.00%で据え置いた。ただし、声明文ではこれまでのタカ派姿勢をやや和らげており、「政策金利の水準は、実際のインフレと予想インフレの両方を考慮し、予想されるデイスインフレ経路に必要な引き締めを確保する方法で決定される」としている。インフレ率・インフレ期待が低下しつつある限り、名目の政策金利を引き下げても、積極的な緩和ではないというロジックは、利下げ開始の時期をトルコ中銀が探っていることを示唆している。12 月 26 日の次回会合での利下げ開始の可能性もあるが、インフレ率・インフレ期待がまだ高止まりしていることを考慮すれば、利下げ開始は年明け以降が妥当と見られる。
- 年末にかけて、トルコ経済・金融市場の注目点の一つに最低賃金の決定が挙げられる。2024 年は大統領・議会選挙があったこともあり、2 度の大幅引き上げが行われ、2023 年と比較した最低賃金の引き上げ率は 100%を上回った。大幅な賃金上昇は、トルコ経済の堅調な個人消費を支える一方で、インフレ加速にもつながっている。エルドアン大統領は 25 年の最低賃金はインフレ見通しに基づき決定すると 11 月 20 日に発言しており、2025 年はインフレ抑制を考慮したより緩やかな引き上げ幅となる公算が大きい。家計や企業のインフレ期待に基づけば、来年の最低賃金の引き上げ率は前年比+20~27%程度になると見込まれる。
- 上述の通り先行きはトルコ中銀の利下げ開始がテーマとなっているが、同中銀の慎重姿勢を考慮すれば、少なくとも実質政策金利はプラスで維持されるものと見込まれる。加えて、経常収支の改善など、トルコのファンダメンタルズが改善していることは TRY の支えとなるだろう。

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: 財政懸念加速を受け過去最安値を更新

マーケット・エコノミスト

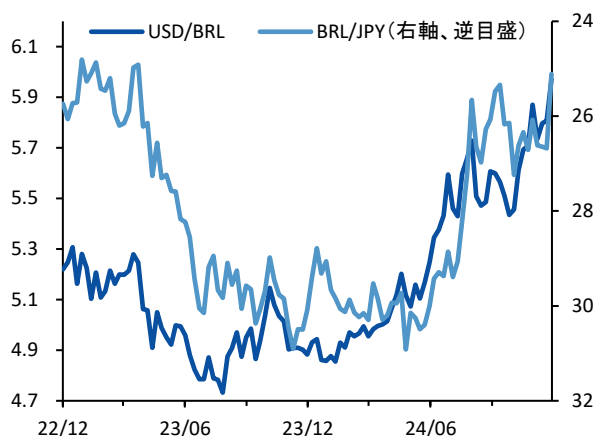
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の BRL は▲3.07%と大きく下落した。5.80 付近で取引を開始。その後は 5.70 台後半を中心にしたレンジ推移になっていたが、28 日には節目の 6.00 を上抜け、史上最安値を更新。歳出削減案がついに提示されたが、低所得者層の所得税免除などが盛り込まれていることなどが市場の失望を誘った。
- ブラジル中央銀行(BCB)は 6 日、金融政策委員会(Copom)を開催、政策金利(翌日物金利、Selic)を+50bp 引き上げ 11.25%とした。前回 9 月会合では、実に 2 年 1 か月ぶりに利上げ(+25bp)を実施したが、11 月も利上げを継続し且つ利上げ幅拡大を選択した。BCB はインフレ見通しを上方修正し、リスクバランスも上向きと指摘。今後の金融政策決定に関しては、「将来の金利調整のペースと引き締めサイクルの全体的な規模は、インフレ目標達成への確固たるコミットメントによって決定される」と述べ、利上げ路線の継続を示唆した。
- 12 日に公表された議事要旨を確認すると、インフレ期待悪化が金融引き締めサイクルの長期化に繋がり得るとの指摘がなされており、想定以上に利上げ期間が長引くリスクを意識せざるを得ない。ルラ政権の情報発信に鑑みても、財政懸念が短いスパンで大きく後退する可能性は限りなく低く、財政プレミアムが期待インフレの悪化に寄与し続ける時間帯が当面続きそうだ。加えて、足許にかけてダムの貯水率の低下傾向が続いており、電力価格の高止まりも予見される。以上の要素に鑑み、2025 年半ばにかけ政策金利が 13.50%程度に引き上げられることを前提としたい。なお、利下げへの回帰は、早くても 2025 年 10～12 月期にずれこむと予測している。多くの主要国中銀が利下げ路線に突入する中、BCB が逆進する期間は予想外に長くなりそうである。
- 12 月の BRL 相場は、上値の重い推移を見込む。財政プレミアムの拡大を受け BCB はタカ派姿勢を強めるだろうが、もはや市場はそれを十二分に織り込んでおり、BCB の利上げ加速は通貨高には寄与しないだろう。また、短期的に財政悪化懸念が後退する目途は立っておらず、引き続き BRL は軟調な推移が見込まれる。一方、基礎的財政収支などの足許の財政関連指標を確認する限り、一時期よりは改善していることも事実である。更なる大幅な BRL 安の確度も、高いとは考えていない。なお、トランプ氏再登板に関しては、BRL にとってはさほど影響はないと考えている。むしろ、中国向けの輸出増加などを通じて、需給環境が改善される可能性を意識したいところだ。

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: ブラジルボエスバ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 戻ってきた「トランプ砲」

マーケット・エコノミスト

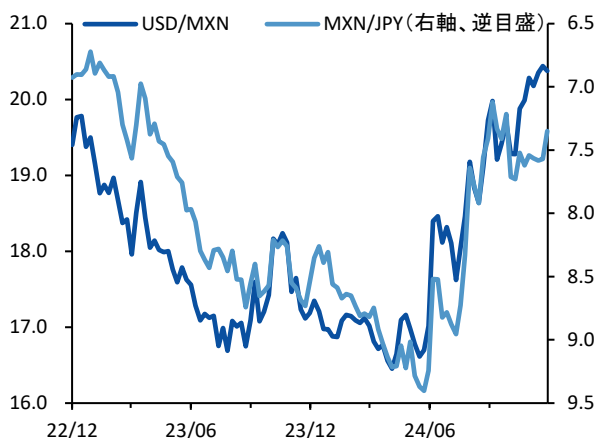
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 11 月の MXN は▲1.66%と続落。月を通して、経済指標や金融政策動向といったファンダメンタルズ要因より、米大統領選挙およびトランプ氏の発言などに右往左往された。具体的には米大統領選挙で「レッドスウィープ」の思惑が強まった 6 日、およびトランプ氏が自身の SNS でメキシコに 25%の関税を賦課すると述べたことを受け、シェインバウム・メキシコ大統領が報復関税を示唆した 26 日にはそれぞれ対ドルで 20.80 を上回って取引された。
- 11 月 14 日、メキシコ中央銀行 (Banxico) は金融政策決定会合を開催し、政策金利 (翌日物金利) を▲25bp 引き下げ、10.25%にすることを決定した。利下げは 3 会合連続。インフレ見通しは若干上方修正されたものの、声明文を確認する限り、Banxico はコア物価の鈍化基調への着目を強めていると推察される。先々の決定に関し声明文では、「理事会は今後、インフレ環境がさらなる基準金利の調整を可能にすると予想している」と利下げの継続を示唆するフォワードガイダンスを維持した。目先は▲25bp の利下げが続こうが、FRB の動向次第では、2025 年に入って以降は利下げのスキップをまぶす可能性がある。
- 上述の通り、早くもトランプ次期米大統領による「ディール外交」の火ぶたは切られているように見える。27 日にはシェインバウム大統領との電話協議が行われたようだ。その後、トランプ氏は「シェインバウム氏はメキシコ経由の移民阻止に同意」「意見交換は非常に有意義」としている。高めの要求を突きつけ譲歩を引き出すのはトランプ氏の常とう手段であり、当初述べた「メキシコに 25%の関税を賦課」はそのまま実現する可能性は低い。本稿では、第一次トランプ政権同様、最終的には両国が合意に達し、貿易紛争に至る事態は回避されることを前提と考えたい。米国とメキシコ (とカナダ) の貿易紛争に勝者は存在しない。
- 12 月の MXN 相場はボラタイル且つ上値の重い推移を見込む。次期米政権誕生は来年 1 月であり、トランプ氏の発言に振られる展開は不可避に思える。上述の通り 11 月の値動きを確認しても、ファンダメンタルズに沿ったものとは言い難かった。また、筆者は米墨両国が本格的な通商紛争に至るとは考えていない。ただ、トランプ氏の再登板を受け特にメキシコの直接投資環境が大きく悪化したことは否定しがたい事実だ。米新政権に対する不透明感後退や FRB の利下げ路線継続に伴って MXN に一定の買い戻し余地はあると想定しているが、2024 年半ばまでの水準 (19.0 以下) を回復することは困難と考えたい。

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

		2024年 1～11月(実績)	SPOT	2024年 12月	2025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)	7.0063 ～ 7.2775	7.2467	7.28	7.32	7.38	7.23	7.12
香港ドル	(HKD)	7.7611 ～ 7.8387	7.7815	7.77	7.76	7.76	7.75	7.76
インドルピー	(INR)	82.646 ～ 84.508	84.493	84.2	84.3	84.4	84.0	83.7
インドネシアルピア	(IDR)	15070 ～ 16478	15845	15900	16050	16100	15600	15200
韓国ウォン	(KRW)	1290.40 ～ 1410.70	1397.20	1390	1360	1340	1320	1320
マレーシアリング	(MYR)	4.0947 ～ 4.8053	4.4475	4.42	4.43	4.42	4.30	4.12
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 59.021	58.635	58.7	58.8	58.7	57.2	56.5
シンガポールドル	(SGD)	1.2789 ～ 1.3670	1.3393	1.35	1.36	1.37	1.34	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.663 ～ 32.922	32.474	32.2	31.8	31.5	31.3	31.1
タイバーツ	(THB)	32.15 ～ 37.18	34.30	34.3	34.5	34.8	33.8	33.4
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	25345	25380	25370	25080	24870	24700
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 114.7119	106.5001	102.0	104.0	106.0	108.0	110.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0356 ～ 19.3899	18.0975	17.8	17.6	17.4	17.2	17.0
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 34.7463	34.7036	34.5	34.0	33.5	33.0	32.5
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	4.8314 ～ 6.1153	5.9713	6.10	6.20	6.10	6.00	5.90
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 20.8313	20.3731	20.5	20.7	21.0	20.7	20.5
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.666 ～ 22.256	20.654	20.19	19.95	19.92	20.75	21.63
香港ドル	(HKD)	17.905 ～ 20.733	19.237	18.92	18.81	18.94	19.35	19.85
インドルピー	(INR)	1.664 ～ 1.939	1.772	1.75	1.73	1.74	1.79	1.84
インドネシアルピア	(100IDR)	0.876 ～ 0.999	0.945	0.925	0.910	0.913	0.962	1.013
韓国ウォン	(100KRW)	10.368 ～ 11.735	10.716	10.58	10.74	10.97	11.36	11.67
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 35.497	33.765	33.26	32.96	33.26	34.88	37.38
フィリピンペソ	(PHP)	2.451 ～ 2.776	2.559	2.50	2.48	2.50	2.62	2.73
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 120.03	111.77	109.05	107.67	107.69	112.36	116.84
台湾ドル	(TWD)	4.335 ～ 4.976	4.603	4.57	4.59	4.67	4.79	4.95
タイバーツ	(THB)	4.018 ～ 4.558	4.362	4.29	4.23	4.22	4.44	4.61
ベトナムドン	(100VND)	0.5646 ～ 0.6365	0.5906	0.58	0.58	0.59	0.60	0.62
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.323 ～ 1.907	1.406	1.44	1.40	1.39	1.39	1.40
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.973	8.271	8.26	8.30	8.45	8.72	9.06
トルコリラ	(TRY)	4.071 ～ 4.978	4.309	4.26	4.29	4.39	4.55	4.74
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	24.416 ～ 31.200	25.154	24.10	23.55	24.10	25.00	26.10
メキシコペソ	(MXN)	6.991 ～ 9.455	7.348	7.17	7.05	7.00	7.25	7.51

注: 1.実績の欄は 2024 年 11 月 29 日まで。SPOT は 12 月 2 日の 7 時 15 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 29 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。