

2024 年 12 月 26 日

The Emerging Markets Monthly

中期為替相場見通し

目次

新興国:世界中に残ったリスクの芽	2
中国:米中対立激化は不可避、当局の支援も鍵に	3
インド:証券投資と貿易フローの攻防が続く	4
インドネシア:通貨政策色が強まる BI の金融政策	5
韓国:異例の「非常戒厳」に揺れる	6
マレーシア:域内通貨で持ち直しが目立った1年に	7
フィリピン:BSP の利下げ路線は持続可能か	8
シンガポール:25 年の SGD 相場の行方は	9
タイ:来年には観光業の本格再開が実現するか	10
ロシア:トランプ次期米政権の対露姿勢が焦点に	11
南アフリカ:米国との金利差縮小観測が重しに	12
トルコ:トルコ中銀の緩和開始時期を探る展開	13
ブラジル:追い込まれる BCB と BRL	14
メキシコ:不可解な Banxico の金融政策	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：世界中に残ったリスクの芽

シニアマーケット・エコノミスト

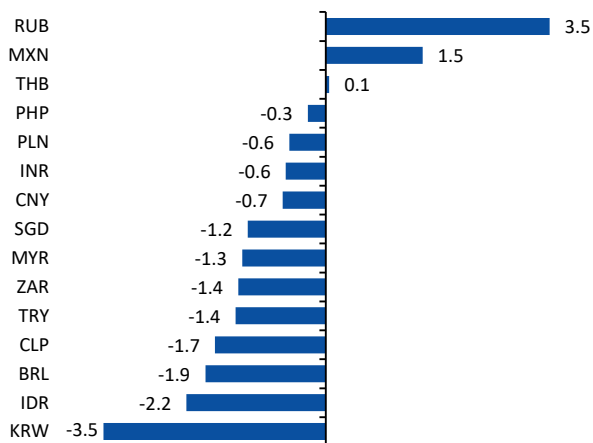
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

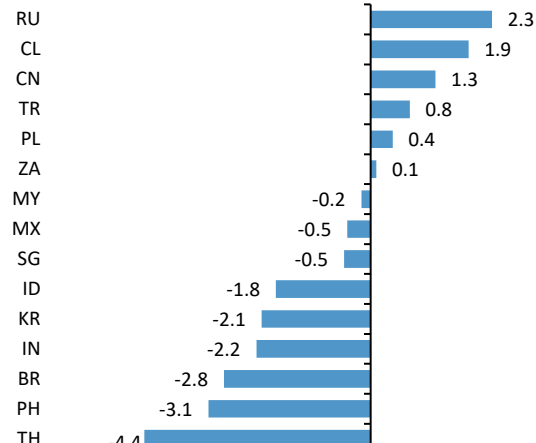
- 12 月の MSCI 新興国通貨指数は前月比▲0.8% (20 日時点)。同指数は 1740 台付近で取引を開始。月初、米 11 月 ISM 景気指数をはじめ複数の米経済指標の軟化を受けて、米金利が低下したことが支援材料になった。中旬は米インフレ関連指標が堅調で、次第に FRB が金融緩和に積極的でないとの見方が拡がると同指数は上値重く推移。下旬、FOMC では利下げを実施したものの内容はタカ派に傾いたことで、ドル買いが優勢になり、こうした流れは薄商いとなったクリスマスまで継続しており、同指数は 1730 台前半を推移している。
- 12 月もドル優勢の相場となった。個別通貨の動きを見ても BRL や INR など過去最安値を更新した通貨が散見され、個別要因で手放される時間帯も見られた。また、年間で見て対ドルでアウトパフォームした新興国通貨は MYR をはじめ数通貨に限られており、ドルの強さが目立つ 1 年となった。
- 12 月 FOMC では 11 月会合に続いて▲25bp の利下げを決定。しかし、今回更新のドットチャートや経済物価見通しは先行きの金融政策のハト派色の弱まりを感じさせる内容であった。特にドットチャートは来年の利下げ回数が 4 回から 2 回に減少したほか、中立金利も上方修正される仕上がりとなっている。パウエル FRB 議長も会見において利下げは今後慎重に検討する旨の発言を残しており、むしろインフレ長期化を警戒する姿勢が目立った。ドットチャート上では今後数年間にかけて FF 金利は段階的に引き下げられる見通しであるが、今後インフレ誘発的とも指摘されるトランプ次期政権の政策運営次第では FRB が早期の利下げ終了の議論を開始することも考えられる。今回合会を終えて、FRB が 25 年いっぱい利下げを継続すると断定するのは危うさが残る。
- 世界各国の政治リスクも枚挙に暇がない。ユーロ圏ではドイツ・フランスといった中核国の政局流動化、ウクライナ情勢については遂に今年も戦争が終息せず、中東はイスラエルのほかシリアの政情不安も新たなリスクとして台頭した。アジア情勢も、25 年以降の激化が確実視される米中対立、朝鮮半島では北朝鮮とロシアの接近のほか、韓国では尹大統領の弾劾訴追など、目が離せないテーマが残った。これらに加えて、トランプ次期政権の一挙手一投足が注目される中で金融市場はどこまでリスクを許容出来るのか極めて不明瞭であり、場合によってはこれら全てが新興国通貨の足かせになる時間帯も出てこよう。頼みの綱であった米国の利下げ期待が本格的に後退すれば、24 年同様のドル優勢の(リスクオフ)相場に回帰する展開も大いに想定される状況だ。

図表 1: 新興国通貨騰落率(2024 年 12 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行 ※20 日迄

図表 2: 新興国株式騰落率(2024 年 12 月、%)



出所: ブルームバーク、みずほ銀行 ※20 日迄

中国：米中対立激化は不可避、当局の支援も鍵に

シニアマーケット・エコノミスト

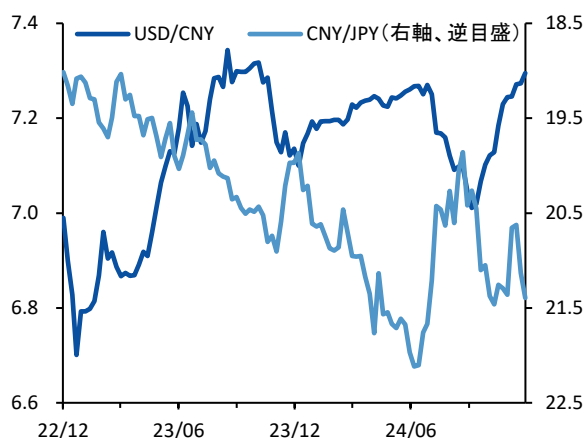
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

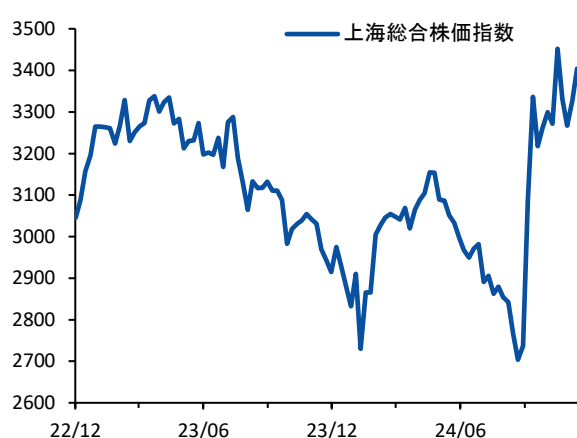
- 12 月の CNY は対ドルで▲0.7%下落。月初 7.25 台で取引を開始。月前半は米金利の低下が支援材料となり 7.24 台まで上昇。中旬は堅調な米インフレ関連指標の結果から FRB のタカ派化を見込む動きが強まると、ドルが優勢となり、CNY はじり安の展開。FOMC 通過後は中国経済指標の弱さも相まって米中金利差が拡大し CNY 安が加速、月後半は 7.30 付近まで安値を更新した。
- 11 月の貿易黒字は+974 億ドルと 6 月以来の黒字幅を記録。内訳をみると、輸出は前年比+6.7%と 10 月の同+12.7%から大きく鈍化。一方で地域別に見ると、米国向けの輸出は同+8.0%と 10 月と遜色ないペースで増加した。先月の本欄で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」と指摘したが、24 年の下半期にかけて中国の対米貿易シェアが増加基調にあることを踏まえてもその信憑性は高まっているように思われる。
- 11 月消費者物価指数(CPI)は前年比+0.2%と 10 月の同+0.3%からほぼ変わりなく低調な動き。一方で、食品とエネルギー価格を除いたコア CPI は同+0.3%と 10 月から+0.2%ポイント加速した。デフインフレは今年も解消することはなく、11~12 日に開催された中央経済工作会议では、内需拡大は喫緊の課題であること、その一環で対 GDP 比の財政赤字の比率を引き上げる方針を示した。このほか、不動産産業でのこ入れについては、特段言及が無かったようだが、先般公表された住宅ローン利息の引き下げなどに伴う個人消費への影響を確認した上で、次の政策判断を下すものと考えられる。
- 今後もトランプ次期政権に関するヘッドラインで相場がリスクオフに傾いて CNY が手放されるという局面が出てくる点はもはや避けがたい。金利動向をみても中国の金利低下が確認される。中央政治局会議では 25 年も積極的な財政政策を実施し、金融政策は適度に緩和的とする方針を示したが、これはリーマンショック時に使われたフレーズでもあるためかなり緩和的に映る。また、一部報道では当局が一定程度 CNY 安を許容すると報じられた中で、来年以降も追加の利下げや金融緩和が実施されれば FRB が利下げを継続しようとも対米金利差の縮小はあまり進まない可能性はある。もともと、直近の CNY 相場は景気や金融市場支援に関するヘッドラインに敏感な反応を示す傾向もあり、今月後半には財政赤字の拡大や特別国債の発行増額を公表しており、今後の中国経済の反応も CNY 相場を見通す上で大きな要因の 1 つであることに変わりはない。かかる中、25 年 1~3 月期の想定レンジを対ドルで 7.10~7.55 としたい。

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: 証券投資と貿易フローの攻防が続く

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

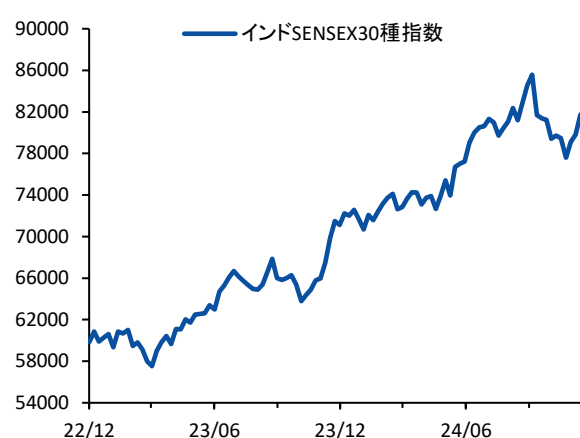
- 12 月の INR は▲0.62%と下落した(20 日時点)。インド準備銀行(RBI)の為替介入もあり値動きには乏しかったものの、85.0 という壁を明確に上抜け、過去最安値を断続的に更新している。もっとも、この下落率は、他の主要新興国通貨対比ではむしろ小さい。復調しつつある外国人投資家のインド株式投資フローも一定の下支えになっている可能性が高い。
- RBI は 12 月 4~6 日に実施された金融政策委員会(MPC)で政策金利のレポレートを 6.50%で据え置くことを決定した。決定は、政策委員メンバー6 人のうち、4 名の賛成多数によって決定されている。残る 2 名は▲25bp の利下げを主張した。また、RBI は、経済見通しの下方修正と物価見通しの上方修正を同時に行った。総裁会見および声明文では、「経済物価の短期的な見通しは悪化した」「デイスインフレのラストワンマイルが長引いた」、と述べられている。これは上述の RBI の見通し変更からも明らかであり、景気の減速を認めつつも、高インフレが続く中では利下げは行えない、とする意図がうかがえる。
- RBI 総裁の交代もあり、市場では 2 月 MPC での利下げ開始を見込む向きも多いが、本欄はそれに同意しかねる。総合ベースの消費者物価指数(CPI)が RBI のターゲット(前年比+4.0±2.0%)の上限付近で推移する中、利下げ議論はあまりに時期尚早だ。マルホトラ新総裁の就任を利下げの号砲とみなす向きも人事公表当初は見られたが、結局鎮静化した。根拠に乏しい議論は、すぐに忘れられる。今後公表される経済物価指標が想定以上に弱含むことがなければ、4 月 MPC での利下げ着手を予想する。
- 2025 年の INR は、85 を挟んだもみ合い推移を見込む。RBI が強力な為替介入を行っている以上、いずれにせよ変動性は抑制されよう。金利面では、成長率のトレンドに鑑みれば RBI の利下げ局面は短命になるだろう。予測期間内においては、できて累計▲75bp と想定する。金利面からの INR 安圧力は大きくない。証券投資フローを確認すると、さらに 2 つの新興国債券市場指数にインド国債が追加される。株式も含め、外国人投資家による資金フローは良好な推移を辿ると考える。他方、需給面においては、引き続き巨額の貿易赤字が重しになりそうだ。2024 年後半に見られた金輸入の押し上げによる貿易赤字拡大はあくまで一時的と考えるが、相対的に強い内需が続く限り、貿易赤字の顕著な縮小は見通しにくい。証券投資 vs 財貿易の構図が続く年になりそうだ。

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:通貨政策色が強まる BI の金融政策

マーケット・エコノミスト

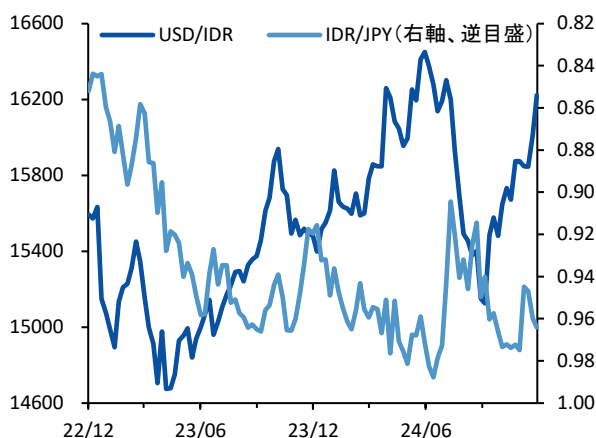
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の IDR は▲2.16%と続落した(20 日時点)。米金利上昇、海外投資家によるインドネシア株式の売り越し傾向、アジア通貨全般の下落など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 12 月 17~18 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。ペリー総裁は、BI の金融政策は世界的な不確実性が高まるなか、IDR の安定維持が焦点となっていると述べた。前回 11 月会合以降も続いた IDR 安が、今回会合での据え置き判断に大きく寄与したことは明確である。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、焦点は IDR の安定維持だと強調した。
- FRB の金融政策に関しては、前回同様に年内は▲25bp×1 回の利下げを、2025 年には▲25bp×2 回の利下げを予想していると述べた。以上の情報発信を踏まえれば、BI は米金融政策動向および自国通貨の値動きを意識した政策を続けていく公算が大きい。FRB は 18 日に市場予想通り▲25bp の利下げを実施したが、利下げペースの減速を示唆した。BI による米金融政策の評価に鑑みれば、2025 年の BI の利下げ余地は明らかに狭まっていると考えられ、年央にかけて▲25bp の利下げを 1~2 回と予測したい。
- 2025 年の IDR は、年央までは引き続き上値の重い推移を見込むものの、年後半にかけての買い戻しに期待したい。年前半においては、高止まりする内外金利、およびそれを嫌気する証券投資フローが重しになりそうだ。もともと、BI は為替介入で対抗する可能性が高く、16000 を大きく上回る水準での IDR 安は見込んでいない。他方で、年後半においては、BI の利下げとともに証券投資フローが回帰する可能性を意識したい。需給面では、貿易黒字は緩やかながらその水準を切り上げていることは重要だろう。米政権交代にかかる不確実性に関しても、IDR はさほど脆弱ではなかろう。もちろん通貨市場全体の動きには対抗できないが、内需主導型の経済である点や米国との通商関係が強くない点などに鑑みれば、アジア新興国通貨内では比較的売られにくいと考えている。ここ数年はじり安基調が続く IDR だが、2025 年はそのトレンドを覆す年になると期待している。

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:異例の「非常戒厳」に揺れる

シニアマーケット・エコノミスト

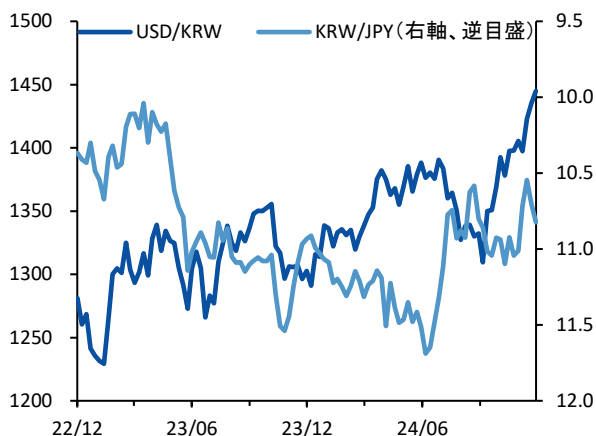
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の KRW は月間で▲3.5%の下落、年初来安値を更新した。月初、1400 近辺で取引を開始。上旬は尹政権の非常戒厳令宣布を受け一時 1440 台まで急落、尹大統領の弾劾訴追案が可決しても政情不安に対する不安は払拭されず、断続的に KRW 売りが先行する展開となった。中旬以降は FOMC の政策決定によってドル高が進む中で年初来安値を 1460 台まで更新、月後半にかけても年初来安値圏での取引が続いた。
- 尹錫悦大統領が 3 日に非常戒厳令を宣布、国内は一時騒然となった。その要因が足許の政策運営の行き詰まりを打開するためであったことが露見すると、野党は一連の動きを強く批判し、弾劾訴追案を議会に提出。14 日、これが可決されて尹大統領は職務執行停止となった。今後について、尹大統領の罷免は憲法裁判所の判断に委ねられることとなった。ルールの上では 180 日以内に憲法裁判所による審査が実施され、その後に大統領選挙が行われる。180 日の期限いっぱいまで審議が長引く可能性は低い、朴元大統領の件では 3 か月程度の時間を要しており、韓国政治の混迷は年明け以降も継続することになりそうだ。また、尹大統領は現在、内乱罪の容疑で刑事訴追を受けている立場でもある。このため仮に憲法裁判所が刑事訴追の状況を確認した上で弾劾訴追審議をする姿勢を示せば、それだけ弾劾訴追の審議は後ろ倒しにもなる。
- そして、弾劾訴追で尹大統領が罷免となれば大統領選挙が視野に入る。ここまでの経緯を踏まえれば「共に民主党」の李在明代表が最大の候補の 1 人となろうが、同氏は現在公職選挙法違反の疑いで裁判中の身でもある。一方、与党「国民の力」の韓東勲代表は今回の件で 16 日に辞意を表明しており、大統領権限を代行する韓惠洙首相にも弾劾訴追案が提出される可能性が出ている。かかる中、KRW 相場は断続的に安値を更新しており、今後のプロセスを加味すれば道のりは困難で長い印象は否めず、引き続き楽観はできない。
- 一連の騒動が金融市場においても嫌気されている感否めない。混迷の長期化は素直に KRW 売りに直結する材料と考えると差し支えないだろう。この他、先行きの韓国の外交姿勢の変化も気がかりで、韓国外交も機能しない状況下において北朝鮮とロシアが一層距離を縮めることも想定される。また、米国でトランプ次期政権が誕生する中、外交戦略を軌道修正する必要性は高まっているはずで、正しく内憂外患と形容される状況だ。以上を踏まえ、25 年 1~3 月期の KRW 相場を対ドルで 1430~1500 と予想する。

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: 域内通貨で持ち直しが目立った1年に

シニアマーケット・エコノミスト

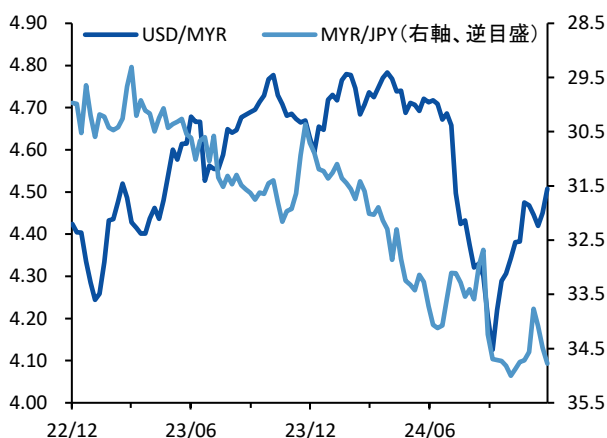
堀 堯大

+81 3 3242 7065

takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

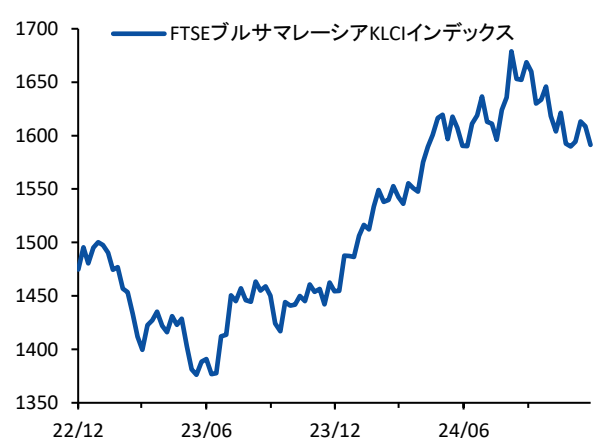
- 12 月の MYR は対ドルで前月比▲1.3%の下落。月初 4.44 台で取引を開始。上旬は米 11 月雇用統計の結果や米金利の低下が支援材料となるも、12 月 FOMC への警戒感は強く中旬にかけてじりじりとドルが優勢となった。FOMC では 25 年の利下げ縮小が示唆される内容にドル高で反応、MYR は一時月安値となる 4.50 台まで値を下げた。その後は年末にかけてやや薄商いとなり、方向感を欠く中で、MYR は 4.50 近辺で取引された。
- 12 月 20 日時点で MYR 対ドルでの年初来騰落率は+2.0%と、年間では 4 年ぶりにプラスでの着地となりそう。上半期は FRB のタカ派路線の維持や財輸出の伸び悩みがあつて、4.81 まで安値を更新する時間帯が見られた。下半期に入ると、米国金融政策がハト派化したことに加えて、財輸出が底打ちの兆しを見せたほか、内需主導で堅調な経済成長が継続したことも好感されて 7~9 月期にかけて上値を伸ばし、一時 4.09 台を記録した。以降は米国の政治・経済動向に振れる時間帯が年末まで続いているが、他の ASEAN 通貨が軒並み軟調に終わった中で、MYR の持ち直しが目立った年であつたと総括出来る。
- 25 年 1 月 22 日には、マレーシア中銀 (BNM) の金融政策会合が予定されるが、利下げを急がない姿勢は続きそう。経済については堅調さを保っており、1 月公表の 10~12 月期 GDP の結果が大きく落ち込まなければ、その決定を下支えしよう。また、物価動向を見ても 11 月消費者物価指数 (CPI) は前年比 +1.8%と BNM の目標である+2%近辺で推移。先行きに関して、BNM は補助金の一部打ち止め、商品市況や金融市場の動向をインフレリスクに言及している点を踏まえても利下げの必要性は低い。加えて、1 月 20 日にはトランプ次期大統領の就任式を控える中で、同氏の発言が一層金融市場に影響を及ぼす可能性が高く、日程的な観点からここでは様子見の判断が下されやすいように思われる。本欄では早くとも BNM の政策変更は 3 月以降と考えている。
- 今年持ち直しが目立った MYR であるが先行きは不透明感が強い。年末にかけて、米中貿易摩擦が強く意識された中で、CNY 相場も軟調であり、中国への輸出依存度が高い MYR もその影響を受けている。また、トランプ氏による「口撃」はコロナ禍において中国からの代替取引で黒字を稼いだ ASEAN 諸国にも及ぶ可能性もある。FRB の利下げ路線維持は一定の支援材料となろうが、政治動向次第では早期に利下げ終了が争点化することも念頭に置きたい。かかる中、1~3 月期のレンジを対ドルで 4.29~4.65 としたい。

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 の利下げ路線は持続可能か

マーケット・エコノミスト

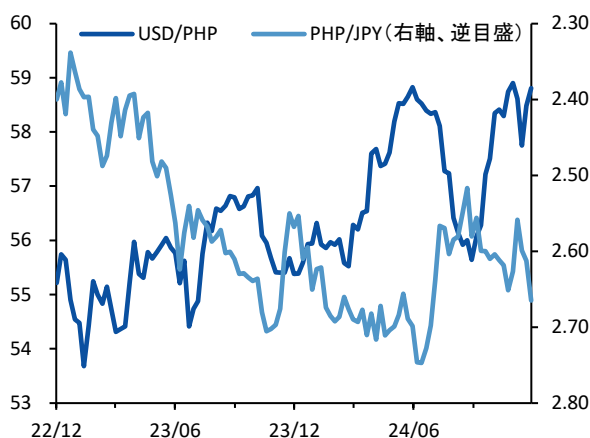
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の PHP は▲0.28%と下落した(20 日時点)。58.6 付近で取引開始。月初こそ米金利低下が好感され 58.0 を下回って PHP 高が進んだが、その後は米金利の反転や海外投資家によるフィリピン株式の売り越し、アジア通貨全般安などが嫌気され、節目の 59.0 付近に値を下げている。
- フィリピン中央銀行(BSP)は 19 日に金融政策会合の結果を公表、政策金利の翌日物リバースレポレートを従来の 6.00%から 5.75%へ▲25bp 引き下げた。8 月会合で 4 年ぶりに利下げに着手し、10、12 月と▲25bp の利下げが続いた。
- レモロナ BSP 総裁は会見の中で、インフレ見通しが目標範囲内に収まっていること、インフレ期待も安定していること、経済成長率は堅調であるが抑制される公算が大きいことなどを利下げ継続の理由だと説明した。先行きの金融政策に関しては、前回 10 月会合後は利下げ路線継続を示唆する BSP 高官の情報発信が相次ぎ、11 月 19 日にはレモロナ総裁は 2025 年の関しては▲100bp の利下げを行う可能性があるとして述べていた。しかし、今会合の会見では現段階では 2025 年に▲100bp の利下げについては幅が大き過ぎ、ありそうにないとした。あくまで慎重なアプローチを志向している。本欄では、2025 年半ば～後半にかけて政策金利が 5.00%付近まで引き下げられると見込む。もっとも、政策金利見通しのリスクバランスは上向きに傾いていると考えている。
- 2025 年の PHP は、緩やかな買い戻しを想定する。BSP は連続利下げを続けているが、ハト派姿勢は徐々にではあるが明らかに後退している。金利先安観に伴う PHP 売りは早晩一巡しよう。加えて、ここも通貨安に対する言及も増えている。59.0 という節目を超えた PHP 安が常態化する場合、BSP の利下げ余地は更に狭まる公算が大きい。
- 需給面に目を移せば、2015 年以降切り上がっている貿易赤字の水準が、なかなか落ち着いてこないのはやはり気がかりだ。所謂 BPO 産業は好調なようだが、加工貿易産業がそれほど育っていないことが影響していよう。郷里送金に伴い内需は押し上げられ輸入も増加傾向にある中、輸出の伸びは相対的に緩慢である。資源価格が落ち着いていることは朗報で、このまま推移すれば 2025 年の貿易赤字は顕著な拡大は避けられそうだが、しかし、経常収支全体でみれば、郷里送金を示す第二次所得収支の黒字を打ち返す構図は変わるまい。
- 以上の要素に鑑み、2025 年の PHP は限定的な買い戻しを想定する。

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

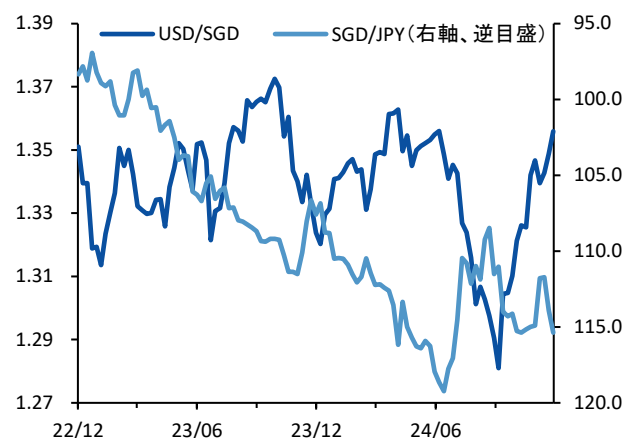
シンガポール:25 年の SGD 相場の行方は

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

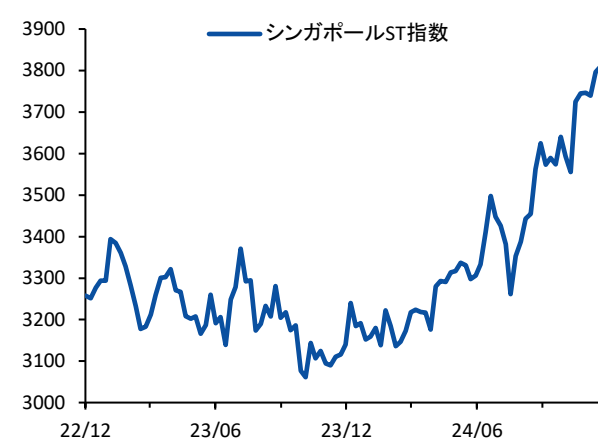
- 12 月の SGD は対ドルで▲1.2%下落した。S\$NEER(シンガポール名目実効為替レート)は 9 月をピークに下落基調にあり、政策バンドの範囲内で極端な高水準にあった S\$NEER の下落に対応して SGD が大きく下がるのは歓迎すべきことである。一見したところ、S\$NEER の上昇をある程度抑えたいという MAS(シンガポール通貨管理局、中央銀行)の意向と合致するように見える。しかし、MAS が理論的には S\$NEER の軟化を歓迎する一方で、その軟化がトランプ 2.0 誕生によって生じた新たなリスクに起因することは疑う余地がない。
- SGD は 2024 年第 4 四半期に▲5.2%とまとまった幅で下落した(12 月 23 日時点)。S\$NEER の下落理由の一つは、バスケット構成通貨の1つである人民元下落の影響と考えられる。シンガポールを含む ASEAN 諸国は中国が強い存在感を示すアジアのサプライチェーンに組み込まれており、今後の米中対立激化に伴うチャイナリスクの台頭によって為替相場が上下に揺れる時間帯が出ることはある程度念頭に置きたい。
- 先月も触れた通り、シンガポールは ASEAN 主要国の中では数少ない対米貿易赤字国であり、周辺国と比較して二国間貿易で直接対立するリスクは小さい。もっとも、これを過信すべきでないのも事実であり、周辺国通貨のリスク回避の受け皿になる可能性はあるが、先述の議論を踏まえトランプ 2.0 や米中貿易摩擦の激化によるリスク回避先にはなり得ないというのが基本認識である。
- また、MAS による金融緩和への期待は、SGD の方向感に影響を与えるもう 1 つの注目すべき要素になるだろう。米中関係に緊張感が高まれば MAS もこれまでの引き締め政策を本格的に見直すことになるのではないかと。基本的なシナリオとしては、25 年はコアインフレがさらに下落することから、MAS は政策バンドの傾斜を 4 月までには修正する公算が大きい。また、その後の景気動向次第では 7 月、10 月会合で政策バンドの中央点を変更することも視野に入る。
- 以上、トランプ 2.0 がもたらす地政学リスクの表面化や世界経済の先行き不透明感が同居する中で、SGD が対ドルで 1.39 まで上昇するリスクは十分に考えられる。一方で、25 年後半には SGD が 1.32~1.34 のレンジに復帰すると考えているが、そのためには第 2 次トランプ政権の成立以降に国際情勢の変化によって生じるリスクが各国間の交渉などを通じて徐々に沈静化していくことが必要になるだろう。25 年前半は特に外部要因に揺れる相場となる点に警戒の上、25 年 1~3 月期の対ドルでの想定レンジを 1.33~1.38 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: 来年には観光業の本格再開が実現するか

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

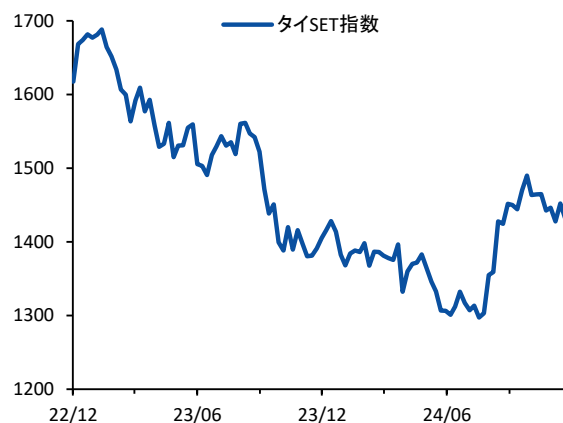
- 12 月の THB は対ドルで前月比+0.1%の上昇。月初、34.30 近辺で取引を開始。上旬は米金利の低下を横目にじりじりと上昇し、一時月高値の 33.60 台まで上昇。中旬は米インフレ関連指標の堅調な結果を受けて、FOMC への警戒感が強まる中、ドルが優勢となった。イベント通過後は FRB のタカ派な情報発信を受けてドルの騰勢が強まると THB は一時月安値となる 34.60 台まで下げ幅を拡大、ドル買い一巡後は 34.20 近辺で取引された。
- タイ中央銀行 (BOT) は 18 日に金融政策委員会を開催し、政策金利を従来の 2.25%に据え置いた。声明文では国内の景気動向について、先行きの見通しは概ね前回の見解を踏襲しており、観光業の持ち直しや輸出の増加に言及しつつ、業種ごとに成長の差が出ることに懸念を示した。観光業については、今年は 3600 万人、25 年には 3950 万人の外国人観光客受入を見込むも、コロナ前に多くの割合を占めていた中国人観光客の戻りは他の地域に比べて軟調で、中国次第の側面も強い。なお、BOT は 24 年の成長見通しについては前年比+2.7%、25 年については同+2.9%と 10 月会合時点の見通しを据え置いた。
- 物価動向について、24 年、25 年の見通しを総合ベースはそれぞれ▲0.1%ポイント、コアベースはそれぞれ+0.1%ポイントずつ微修正した。総合ベースの下方修正は足許の原油価格動向を見据えての変更で、コアベースの上方修正は今後実施される現金給付の影響を見越しての修正であると整理したい。
- BOT は足許の金利水準は長期的に持続可能な成長、金融市場を維持する上で適当であると総括。前回会合で利下げに着手したものの、BOT は従来よりタイ経済の低成長化は人口動態や社会情勢の変化も影響しており、金融政策での処方箋が全てではないという立場であり、改めてその姿勢が確認された。また、BOT は今回の決定は経済の軌道に沿ったものであるが、主要国の政策が不透明感を増す中、政策の余地を残したと表明しており、主要国の動きを見据えて来年以降の政策を検討していくことが推測される。
- 年初の相場はまず金利面では米国の利下げ軌道が緩やかになることが想定される中で、強く買われる可能性は高くないと予想される。需給面では、観光業の本格再開が実現すればコロナ禍に定着したサービス赤字の解消に付随し経常収支の改善が見込まれるため、新たな支援材料になり得る。もっとも、財輸出にも共通する話ではあるが外部要因に左右される側面もある点には留意したい。かかる中、25 年 1~3 月期のレンジを対ドルで 32.9~35.9 としたい。

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:トランプ次期米政権の対露姿勢が焦点に

シニア為替ストラテジスト

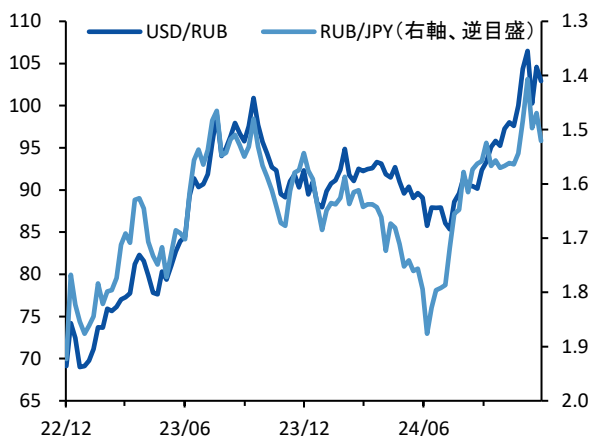
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

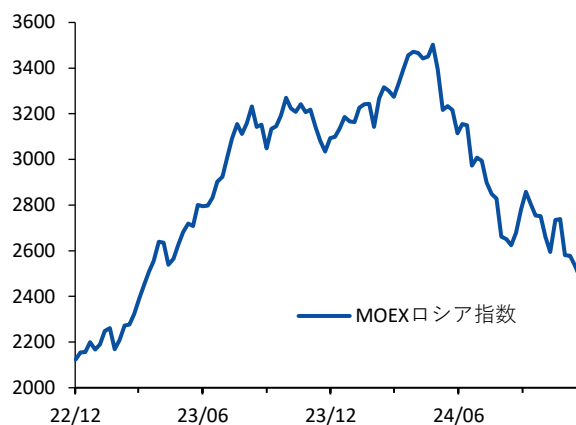
- 12 月の RUB は乱高下も、20 日時点では対ドルで前月比+3.5%と上昇して引けている。11 月は、米バイデン政権がロシアの国際エネルギー決済に広く利用されているロシアの銀行ガスプロムバンクをはじめ 50 あまりの銀行への制裁を 11 月 21 日に発表したことを受け、対ドルで▲8.6%の急落となっていた。その後 RUB はいったん対ドル 100 を割り込む水準まで回復したが、12 月 11 日に米バイデン政権がロシアの石油輸出に対する制裁強化を検討しているとブルームバーグが報じたことで再び下落圧力が強まった。
- 米制裁が RUB 相場を動かすトリガーとなるなかで、来年 1 月 20 日に控えるトランプ次期政権のロシアに対する姿勢が、RUB 相場にとっても重要性を増す公算が大きい。12 月 10 日には、2025 年 1 月から輪番制の EU 議長国を務めるポーランドのトスク首相が、ウクライナでの戦争を巡る和平交渉が今冬にも始まる可能性があると言っている。
- ロシアは停戦交渉の中で、クリミアを含む戦争で占領した地域の国際的な承認や、ウクライナの NATO 加盟の当面の凍結、さらには欧米からの制裁の緩和ないし解除を勝ち取ろうとしているとの見方がある。深刻な人手不足やインフレ急加速が問題となっており国内の経済環境が万全とはいえないこと、シリアのアサド政権の崩壊などロシアの地政学的な影響力の低下を示す事例が見られていること、を考慮すれば、そこまでの成果を得られるかは見通せない。むしろ、トランプ政権がロシアを交渉のテーブルに着かせるために、圧力を強める可能性もあるだろう。
- RUB はやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、エネルギー輸出への打撃への懸念や、インフレ加速などの国内のファンダメンタルズ悪化を考慮すれば、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: 米国との金利差縮小観測が重しに

シニア為替ストラテジスト

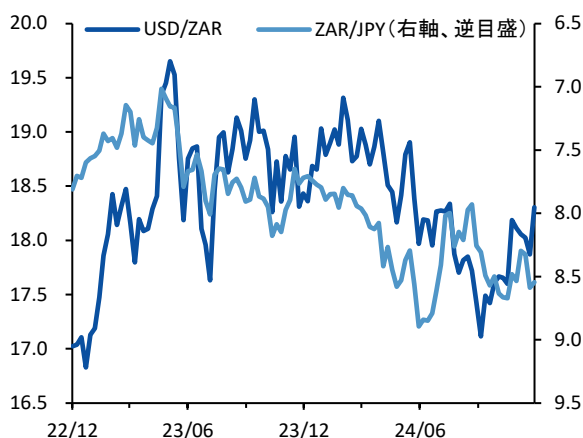
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 12 月の ZAR は月半ばまでは持ち直す動きとなっていたが、半ば以降は一転して下落圧力が強まっている。特に 12 月 18 日の FRB の金融政策決定会合では、利下げが実施されたものの FOMC 参加者が予想する 2025 年の利下げ回数が大幅に下方修正されるなど、タカ派的なメッセージが出されたことで、ZAR を含む高金利・新興国通貨には強い下落圧力がかかっている。かかる中、20 日時点では、前月比▲1.4%で引けている。
- 国内の要因では引き続き、南アフリカ準備銀行(SARB)の金融政策が焦点となるだろう。SARB はトランプ政権復活に世界の金融市場が揺れる最中で、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。
- もともと、12 月 11 日に発表された 11 月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+2.9%と、市場予想では 10 月の同+2.8%から同+3.1%への加速が見込まれる中で、ほぼ横ばいの伸びとなった。振れの大きいガソリンとエネルギー価格は予想通り CPI の押し上げ要因となったが、その他の財や、サービス価格の伸び鈍化が CPI の伸び抑制に寄与した格好だ。SARB が利下げを継続する余地を拡大したものと見られる。
- ZAR には再び下落圧力が強まっている。もともと、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大きく悪化したわけではないと見られる。ただし、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。当面は米金利の動向、さらにはトランプ次期政権の政策動向で上下に振ら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:トルコ中銀の緩和開始時期を探る展開

シニア為替ストラテジスト

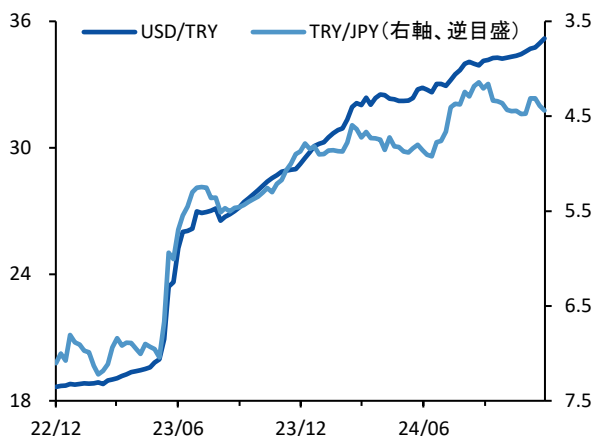
中島 将行

+44 20 7786 2505

masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

- 12 月の TRY は対ドルで緩やかな下落傾向が続いている。2024 年年初からの動向を振り返ると、12 月 20 日時点で TRY の下落率は対ドルで約▲16%となっている。BRL や MXN など中南米通貨に次いでスポットレート下落率は大きくなっているが、TRY の突出した高金利（現在の政策金利は 50.00%）を考慮すれば、金利収入込みでのパフォーマンスは大幅なプラスである。今年 5 月以降はトルコ債券市場への海外からの資金流入が拡大しており、TRY のサポート要因となっていた可能性は高いだろう。
- 2025 年の TRY 相場を展望するうえでは、トルコ中央銀行が高金利政策を維持しつつ利下げによって引き締め度合いを緩和していくと見られるなかで、緩和のスピード感がどの程度のものになるかが重要となる。
- まずは、年末 12 月 26 日に控えるトルコ中央銀行が重要である。市場では、現在 50.00%の政策金利の据え置きか利下げ開始かで見方が割れている。国内の景気減速は鮮明となりつつあるものの、11 月消費者物価指数 (CPI) が前年比+47.09%と高止まりを続け、インフレ圧力がなお根強いことが、トルコ中銀に利下げ見送りを促すと見られる。
- もっとも、トルコ中銀の金融政策を巡っては、2025 年 1 月から適用される最低賃金の引き上げ幅を巡る議論の動向に左右される余地は残っていよう。2024 年は、大統領・議会選挙があったこともあり、2 度の最低賃金の引き上げが実施され、前年比で見た伸び率は 100%を超えた。最低賃金の大幅な引き上げはトルコの堅調な個人消費の拡大に寄与する一方で、賃金上昇に伴うサービス価格の押し上げ圧力から、トルコ中央銀行のインフレ抑制に向けた取り組みを困難なものにしている。2025 年 1 月から適用される最低賃金の引き上げ率は、インフレ退治のために抑制されたものになるとの見方が多い。実際、12 月 24 日、トルコ政府は最低賃金を+30%引き上げることを公表している。これを受け、市場では、トルコ中銀の利下げ早期化にまつわる議論が活発化していることも事実である。
- 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、経常収支など、トルコ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: 追い込まれる BCB と BRL

マーケット・エコノミスト

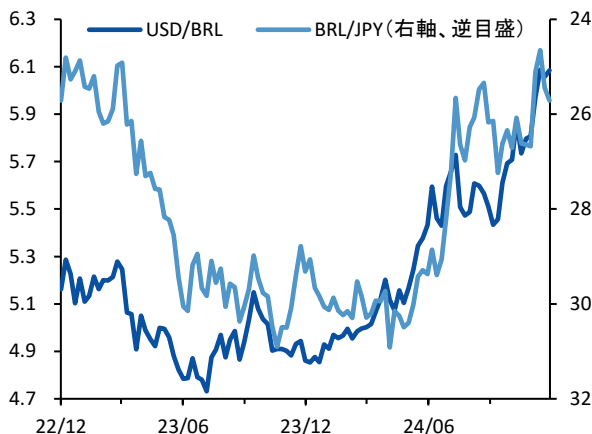
長谷川 久悟

+81 3 3242 7065

kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

- 12 月の BRL は▲1.87%と続落した(20 日時点)。月を通して財政悪化懸念がブラジル金融市場を支配する中で、18 日には一時 6.30 を超えて推移、対ドルでの過去最安値を再び更新した。下記の通り、ブラジル中央銀行(BCB)はスポット市場での入札や信用供与枠の活用などを通じて歴史的規模のドル売り為替介入を行ったものの、BRL 高への基調転換は見られていない。
- BCB の金融通貨政策は苦境に立たされている。金融政策に関しては、12 月金融政策委員会(Copom)において、政策金利(翌日物金利、Selic)を従来の 11.25%から+100bp 引き上げ、12.25%とした。市場予想では+75bp の利上げが見込まれていた。12 月会合のハイライトは、声明文における先行きへの言及だ。「シナリオが予想通りに進展すれば、今後の 2 会合で“同程度のさらなる調整”が行われると予想している」と述べた。即ち、1 月および 3 月会合でそれぞれ+100bp の利上げ実施が予告された、と解釈してよい。議事要旨でも同様の表現が見られた。本欄では、1、3 月の後もペースを落としつつ利上げが続き、年央にかけ政策金利が 15.00%程度に引き上げられると想定する。
- 通貨政策に目を移せば、BCB は 12 月中旬にほぼ毎営業日ドル売り介入を行った。単月の規模では、過去最大のドル売り介入を記録している。国際通貨基金(IMF)が公表する ARA(適正外貨準備額)が高水準とはいえないこと、ARA の計算に用いられる債務水準が切り上がっていることなどを踏まえれば、12 月のドル売り介入は持続的とは言えない。
- 2025 年の BRL は、6.0 台前半を中心に上値重く推移すると想定する。12 月の値動きを見れば明白なように、金融および通貨政策は財政プレミアム拡大に伴う通貨安を和らげることはできても、トレンドを変えることは困難だ。即ち、BRL の顕著な買い戻しには財政悪化懸念の後退が必須なわけだが、政権の態度は煮え切らない。11 月末に公表された歳出削減計画に関しても、議会での審議を通して既にその規模が若干縮小されている。ルラ政権が重視するのは、市場ではなく自身の支持者なのだろう。ただ、財政プレミアム拡大に伴う通貨安やインフレのツケを払うのは、結局ルラ氏が重視する低所得者層だ。冷静になれば、選挙でしっぺ返しを喰らう可能性を意識するべきだ。いずれにしても、2026 年に大統領選挙を控える中、ルラ大統領が自身の極左思想を封印するとは考えにくい。BRL の大幅な買い戻しは、やはり期待できない。

図表 23: ブラジルリアル相場(対米ドル、対円)



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 24: ブラジルボエスパ指数



出所: ブルームバーグ、みずほ銀行

メキシコ: 不可解な Banxico の金融政策

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

- 12 月の MXN は+1.50%と反発した(20 日時点)。ファンダメンタルズに沿ったものというより、「トランプトレード」の巻き戻しと解釈するのが妥当だ。上旬にはトランプ次期米大統領とシェインバウム墨大統領の会談が行われたが、両者の前向きなコメントも MXN の下支えになった可能性が高い。
- 12 月 19 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、10.00%にすることを決定。利下げは 4 会合連続。インフレ見通しはまとまった幅で上方修正され、リスクバランスを巡る文言では、「通商政策による混乱」が加わった。一方、先々の決定に関し声明文では、「インフレ環境がさらなる基準金利の引き下げを可能にすると予想している」と利下げ継続を示唆するフォワードガイダンスを維持。更に、「一部の会合では、抑制的なスタンスを維持しつつも、“より大きな利下げ (larger downward adjustments)”が検討される可能性がある」と記されている。即ち、今後のデータ次第では▲50bp の利下げも検討する、という宣言だろう。
- ハト派なフォワードガイダンスとタカ派なインフレ見通しの併存は一見不可解だが、筆者は以下のように解釈する。Banxico が警戒しているのは、米次期政権の各種政策により発生しうる様々な不確実性だ。各種政策が実体経済に影響を与えるラグについては様々な議論があるが、早ければ 2025 年後半には Banxico は利下げに動きにくい状態に陥る可能性を意識しているのではない。ただし上述の通り、Banxico はインフレ見通しを大きく引き上げた。冷静になれば、中期的な利下げの規模は小さくなると判断すべきだ。筆者は 2025 年半ば以降、Banxico は利下げのスキップをまぶすことになると想定する。政策金利の見通しは、2025 年 6 月末で 9.00%、2025 年 12 月末で 8.50%だ。
- 2025 年の MXN は、全体的に上値重い推移を見込むが、年後半における緩やかな買い戻しを予想する。まず特に年央以降、Banxico のハト派姿勢は弱まろう。もちろん Banxico は FRB に連動した金融政策を志向しているわけではないが、両国経済の連関性は非常に強い。このような要因で MXN の買い戻しを想定しているが、それが大幅なものにはなるまい。次期米政権誕生まで 1 か月を切った今、メキシコの投資環境は明らかに危ぶまれている。「ニアショアリング」の恩恵がここ数年の MXN 高をけん引したことに鑑みれば、2025 年に期待される買い戻しは限定的に留まるだろう。19 台への上昇はあっても、それ以上の MXN 高は来年いっぱいに見通せないというのが、本欄の基本認識だ。

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 1～12月(実績)	SPOT	2025年 3月	6月	9月	12月	2026年 3月
対ドル								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	7.0048 ～ 7.2994	7.2947	7.32	7.38	7.23	7.12	7.12
香港ドル	(HKD)	7.7611 ～ 7.8387	7.7673	7.76	7.76	7.75	7.76	7.76
インドルピー	(INR)	82.649 ～ 85.213	85.200	85.8	86.0	84.8	84.3	84.3
インドネシアルピア	(IDR)	15060 ～ 16481	16190	16250	16300	15650	15200	15230
韓国ウォン	(KRW)	1290.39 ～ 1460.32	1456.83	1470	1470	1450	1420	1400
マレーシアリング	(MYR)	4.0947 ～ 4.8053	4.4867	4.53	4.53	4.30	4.12	4.14
フィリピンペソ	(PHP)	55.300 ～ 59.041	58.480	59.5	59.6	57.2	56.5	56.3
シンガポールドル	(SGD)	1.2789 ～ 1.3670	1.3584	1.36	1.37	1.34	1.32	1.32
台湾ドル	(TWD)	30.518 ～ 32.922	32.712	33.0	32.7	32.5	32.3	32.3
タイバーツ	(THB)	32.14 ～ 37.25	34.19	34.8	35.2	34.3	33.6	33.5
ベトナムドン	(VND)	24260 ～ 25477	25431	25850	25750	25100	24700	24680
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	82.6604 ～ 114.7119	100.0103	106.0	108.0	110.0	112.0	114.0
南アフリカランド	(ZAR)	17.0356 ～ 19.3899	18.6950	18.2	18.0	17.8	17.6	17.4
トルコリラ	(TRY)	29.6646 ～ 35.2960	35.1710	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)	4.8317 ～ 6.3156	6.1930	6.30	6.10	6.00	5.90	6.00
メキシコペソ	(MXN)	16.2616 ～ 20.8313	20.1610	20.7	21.0	20.7	20.5	20.3
対円								
エマージングアジア								
中国人民元	(CNY)	19.666 ～ 22.256	21.563	21.04	21.14	21.72	22.47	22.75
香港ドル	(HKD)	17.905 ～ 20.733	20.241	19.85	20.10	20.26	20.62	20.88
インドルピー	(INR)	1.664 ～ 1.939	1.846	1.79	1.81	1.85	1.90	1.92
インドネシアルピア	(100IDR)	0.876 ～ 0.999	0.971	0.948	0.957	1.003	1.053	1.064
韓国ウォン	(100KRW)	10.314 ～ 11.735	10.795	10.48	10.61	10.83	11.27	11.57
マレーシアリング	(MYR)	30.593 ～ 35.497	35.025	34.00	34.44	36.51	38.83	39.13
フィリピンペソ	(PHP)	2.451 ～ 2.776	2.687	2.59	2.62	2.74	2.83	2.88
シンガポールドル	(SGD)	106.65 ～ 120.03	115.78	112.99	113.79	117.60	121.40	122.91
台湾ドル	(TWD)	4.335 ～ 4.976	4.804	4.67	4.77	4.83	4.95	5.02
タイバーツ	(THB)	4.018 ～ 4.616	4.601	4.43	4.43	4.58	4.76	4.84
ベトナムドン	(100VND)	0.5646 ～ 0.6365	0.6185	0.60	0.61	0.63	0.65	0.66
中東欧・アフリカ								
ロシアルーブル	(RUB)	1.323 ～ 1.907	1.573	1.45	1.44	1.43	1.43	1.42
南アフリカランド	(ZAR)	7.588 ～ 8.973	8.413	8.46	8.67	8.82	9.09	9.31
トルコリラ	(TRY)	4.071 ～ 4.978	4.466	4.46	4.59	4.69	4.85	4.98
ラテンアメリカ								
ブラジルレアル	(BRL)	24.398 ～ 31.200	25.397	24.44	25.57	26.17	27.12	27.00
メキシコペソ	(MXN)	6.991 ～ 9.455	7.800	7.44	7.43	7.58	7.80	7.98

注: 1.実績の欄は 2024 年 12 月 25 日まで。SPOT は 12 月 26 日の 7 時 40 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 25 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。