

# Asia Currency Outlook

## —2014 年為替相場見通し—

2013 年 12 月

みずほ銀行  
国際為替部  
市場業務部 シンガポール資金室

## 目次

● アジア通貨動向展望	3
● 韓国ウォン	4
● 台湾ドル	6
● 中国人民元	8
● シンガポールドル	10
● タイバーツ	12
● インドネシアルピア	14
● マレーシアリンギ	16
● フィリピンペソ	18
● ベトナムドン	20
● インドルピー	22

## アジア通貨動向展望

アジア経済は世界需要の回復に伴い、年後半にかけて景気拡大が加速

アジア通貨は米量的緩和縮小を材料に年前半は弱含み。年後半はアジア通貨が底堅く推移

アジア経済は、世界的な需要の回復に伴い 2014 年後半にかけて景気回復が鮮明に

- アジア経済は緩やかな景気拡大が続き、そのペースは 2014 年後半にかけて加速する見通しである。米国を中心とした景気回復により外需拡大が見込まれる。米量的緩和(QE)縮小観測を受けたアジア通貨安も輸出に追い風となる。2014 年後半には輸出主導の景気拡大が軌道に乗ってくるだろう。
- ただ、インフレ率の高いインド、インドネシアにおいては、米 QE 緩小観測に伴う通貨安がインフレを一層加速させるリスクがあり、緊縮的な金融・財政政策を迫られることから景気回復は緩やかなものとなる見通しである。特に構造的な供給逼迫の問題を抱えるインドでは、通貨安が輸出拡大に繋がり難い。

米 QE 緩小の思惑がアジア通貨動向を左右

- アジア通貨動向は引き続き、米量的緩和縮小に関する思惑に左右されよう。2013 年 5 月にバーナンキ FRB 議長が QE 緩小のスケジュール感について具体的に言及したことがきっかけで米長期金利が急上昇し、新興国からのパニック的な資金流出を引き起こしたことは記憶に新しい。2014 年もアジア通貨市場は米金融政策の動向を睨みながら推移することになろう。
- ただし、QE 緩小についての最近の市場の反応は落ち着いて来ている。次期 FRB 議長に指名されているイエレン氏が当面は緩和を継続すると見られることや、市場参加者が出口戦略の開始を材料として消化しつつあることで、イールドカーブが以前の様に急激にステップ化することは無さそうだ。QE 緩小開始の思惑が高まりそうな 2014 年 3 月頃にかけて、アジア通貨売り圧力が強まることが予想されるが、秩序だった下落に留まる公算が大きい。

米 QE 緩小を材料に年前半はアジア通貨が弱含み。年後半はアジア通貨が底堅く推移

- アジア通貨相場は、米 QE 緩小開始の思惑が強まる 2014 年前半に売り圧力が強まるだろう。しかし QE 緩小が行われる時は米国経済の回復基調が確認された時であり、アジアの対米輸出は拡大する公算が大きく、アジア通貨の地合いは徐々に好転しよう。加えて、景気回復に伴いアジア株式市場への資金流入が拡大することで、年後半にかけてはアジア通貨が底堅い推移となりそうだ。
- 中国人民政府は人民元の自由化を進める方針を示しており、2014 年中に変動幅を緩やかに拡大するだろう。その結果、人民元高余地が拡大し、アジア通貨相場全般にとっても下支え要因となりそうである。
- インフレ、大幅な経常収支赤字に直面しているインド、インドネシアでは 2013 年中の通貨下落率がアジア通貨の中でも最大だった。2014 年も緊縮的な金融・財政政策が景気への足枷になること、通貨安、インフレ、経常収支悪化の負の連鎖に陥る潜在的リスクを抱えていることから、米 QE 緩小に伴うこれら通貨への売り圧力は相対的に大きなものになる可能性がある。

## 韓国ウォン

### 韓国経済は緩やかな回復へ

#### 過去最大の経常黒字と外国政府・中銀による証券投資がウォンを支える

##### 韓国経済は緩やかな持ち直しが継続

- 2013 年の韓国経済は、財政支出の拡大や利下げなどの景気刺激策に伴い、緩やかな回復が続いた。
- 2014 年にかけては、中国をはじめとして新興国向け輸出は伸び悩みそうであるものの、米国を中心とした先進国向け輸出が牽引し、拡大基調を迎るとみられる。
- 生産回復を受けて、企業の設備投資が上向いていくことが期待されるほか、良好な雇用・所得環境を背景として、個人消費も底堅く推移する可能性が高い。但し、不動産市場の低迷が続く中、家計債務の増大が個人消費を圧迫することが懸念される。

##### 需給面からはウォン高圧力が根強い

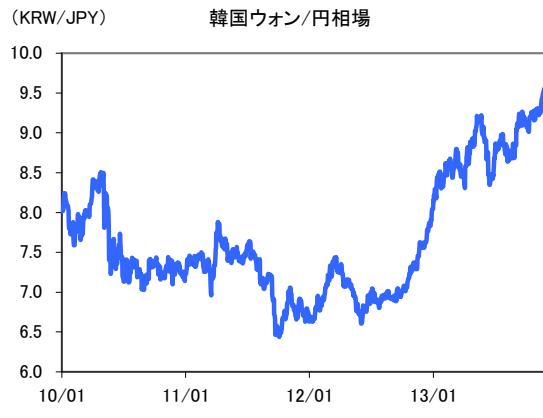
- 2013 年は新興国通貨にとって厳しい環境で、アベノミクス期待から加速した円安や米 QE 縮小観測を背景としたドル買いの流れに、年前半は韓国ウォンも大きく値を下げた。
- しかしながら、年後半にかけては下落分を取り戻し、相対的に底堅さを示した。韓国の経常収支は 2012 年に過去最大の黒字額を計上し、2013 年もここまで昨年を大幅に上回るペースで経常黒字を積み上げており、実需面からの根強いウォン買い圧力は健在である。
- また、韓国への証券投資も流入が継続している。金融危機後の動きとして、外国政府・中央銀行等による韓国債券への投資が増加していることは注目に値する。例えば、スイス中銀やノルウェーの政府系ファンド(SWF)であるノルウェー政府年金基金などが韓国債券をポートフォリオに組み入れている模様で、こうした投資家のフローが韓国への資金流入を支えるとみられる。
- 2014 年にかけて世界経済が緩やかな回復を続けるとみられる中、韓国の輸出は持ち直すことが期待される。輸出拡大に伴い韓国経済は加速していく公算が大きく、外国人投資家による韓国株式市場への資金流入が期待されよう。

##### ウォンの割安感と米国からの圧力

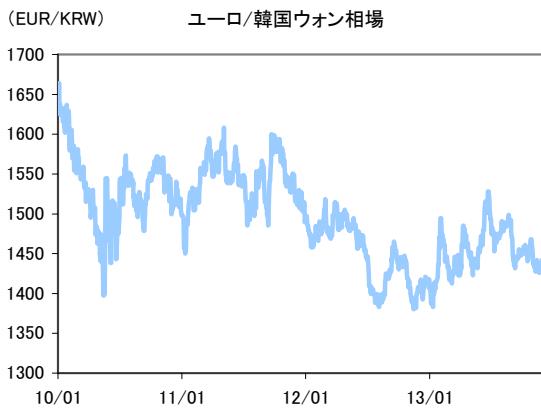
- 金融危機後、韓国ウォンは実質実効為替レート(REER)の過去平均からみて、割安感が強かつたものの、足許では確実に修正されてきているのも確かである。
- また、購買力平価(1992 年基準、消費者物価ベース)を参照すると、2013 年 9 月時点で 980 程度の水準感が得られる上、節目のレートであることも考えると、1 ドル=1000 ウォンは非常に重要なキーポイントとなろう。
- 米国は 2012 年 5 月の為替政策報告書において、為替介入で通貨高抑制を図る韓国に対して批判を口にして以来、同報告書が公表される半年毎に圧力を強め続けている。これをもってして韓国が為替介入を止めるとは思えないが、同じく批判の槍玉に挙がっている中国の動向を睨みながら、ある程度の影響は受けそうである。



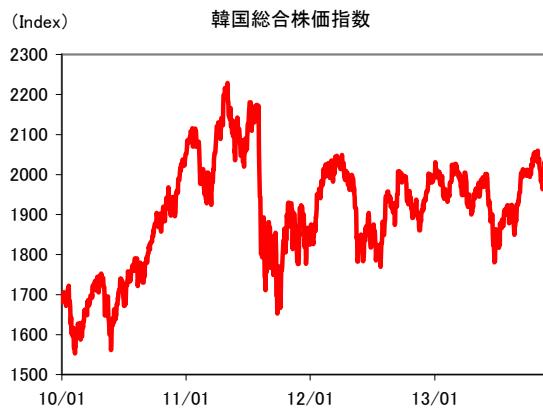
(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/KRW	1054.35 ~ 1162.90 (1058.20)	1060	1050	1040	1050
100KRW /JPY	8.084 ~ 9.687 (9.680)	9.43	9.33	9.71	9.90

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(国際為替部)。

## 台湾ドル

欧米向け輸出が成長を押し上げるもの、中国経済の減速が重石  
台湾ドル高圧力は根強いが、積極的な介入によってレンジ相場が継続

### 台湾経済は緩やかに回復

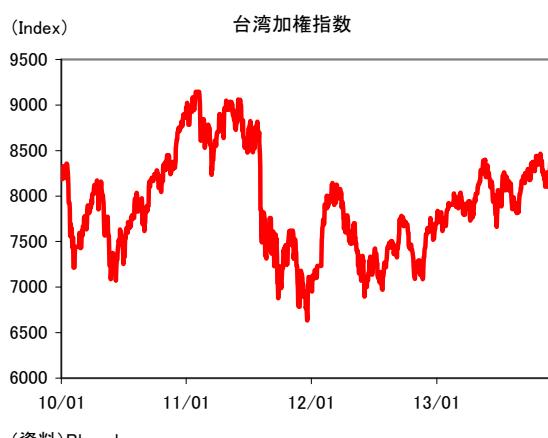
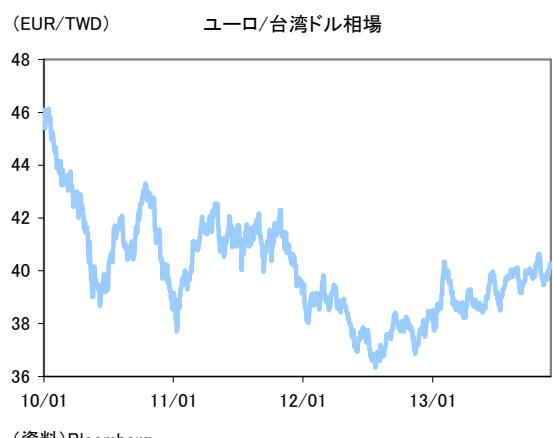
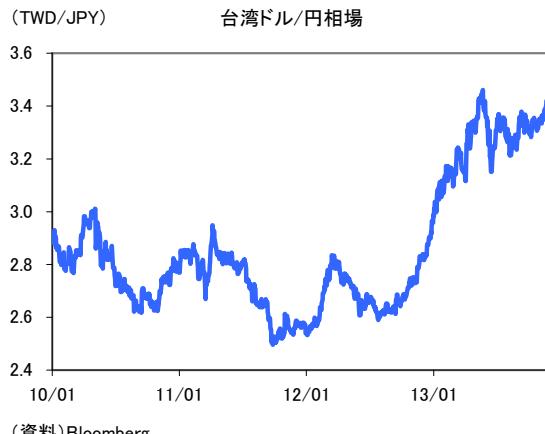
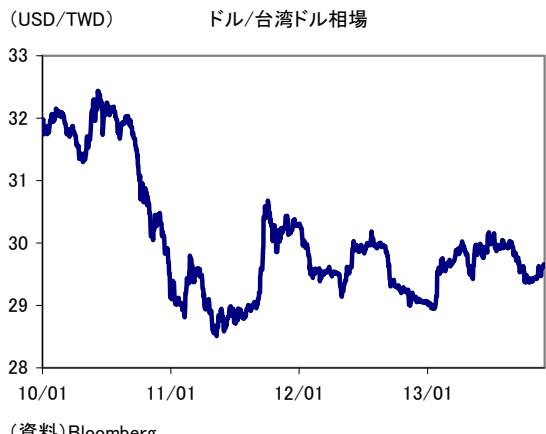
- 台湾経済回復のモメンタムは弱いものの、回復基調は保っている。
- 米国やユーロ圏の景気回復に伴い、2014 年にかけても緩やかな景気回復は継続する見通しである。また、2014 年には公共投資が幾分積み増される見込みで、景気を下支えする公算が大きい。
- 但し、中国が経済改革路線に復帰し、景気減速基調で推移することが重石となり、台湾の景気回復は緩やかなものに留まるだろう。

### 金融政策は現状維持が継続

- 消費者物価上昇率(インフレ率)は、2013 年 8 月に前年比▲0.8%と 2010 年 8 月以来のマイナスを記録したもの、これは前年同月に豪雨の影響で野菜や果物価格が高騰したことの反動である。
- 一転して、9 月は台風の影響で野菜価格が上昇し、再びプラスとなるなど大きく振れている。
- 食品価格の動向に振らされているが、年を通してみればインフレ率は 1%弱の上昇に留まっている。また、コアインフレ率は若干低下しているが、小幅ながらプラスとなっている。
- 2014 年にかけては、景気回復に伴いインフレ率は上昇する可能性が高い。しかしながら、景気回復ペースが依然として緩やかなものに留まるとみられるほか、一部の新興国とは違い、通貨の大幅な下落が輸入物価を押し上げ、インフレ圧力が高まるこども考え難い。
- 引き続きインフレ率の安定推移が予想され、台湾中銀は政策金利の据え置きを維持するだろう。

### 積極介入で台湾ドルのボラティリティを抑制

- 台湾は、貿易収支は安定的に黒字が続いているほか、サービス収支も中国本土からの旅行者の増加などに伴って引き続き高水準で推移しており、経常収支黒字は拡大している。2012 年は過去最大の経常黒字を計上したが、2013 年 1~9 月期はそれを上回るペースで黒字を積み上げている。
- 大幅な経常黒字に伴う台湾ドル高圧力は根強い一方で、台湾ドルはドルペッグ制(カレンシーボード制)を採用している香港ドルや、一日にあたりの相場変動幅を管理している中国人民元に次いでボラティリティの低い通貨である。
- 台湾ドルの実質実効為替レート(REER)は、1994 年以降ほぼ一貫して下落し続け、2009 年以降は安値圏で安定している。台湾ドルの割安感は非常に強く、米国が批判を強めるのも不思議ではない状況にある。
- 米財務省が 2013 年 4 月に発表した為替政策報告書では、台湾の項が復活した。それでも、米国からの圧力はあまり強くはなく、台湾当局の介入は変わらず行われ続けるだろう。
- 台湾当局は上下双方の動きを抑制するために、為替市場に積極的に介入しており、台湾ドルが大きく変動することは想定し難い。2014 年にかけても通貨高圧力は根強いとみられるが、当局による介入によって 29~30 をメインとしたレンジ相場が継続しよう。



	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/TWD	28.913 ~ 30.228 (29.634)	29.6	29.6	29.4	29.5
TWD/JPY	2.977 ~ 3.480 (3.457)	3.38	3.31	3.44	3.53

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(国際為替部)。

## 中国人民元

中国指導部は成長を犠牲にしてでも経済改革を優先する構え  
為替市場全般におけるドル買い地合いが人民元切り上げを阻む

投資主導から消費主導型経済成長への転換を目指し、成長目標は引き下げる

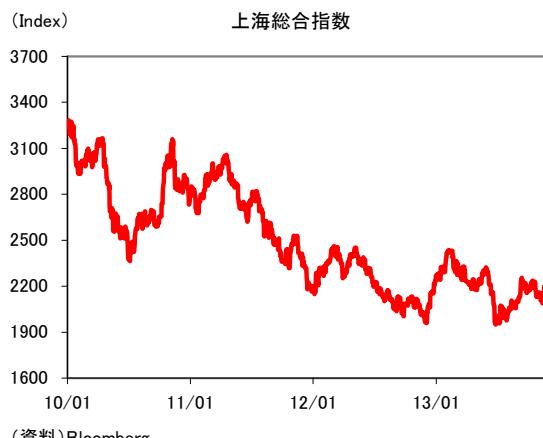
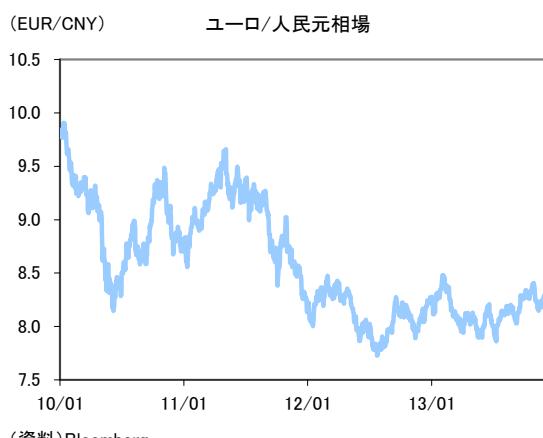
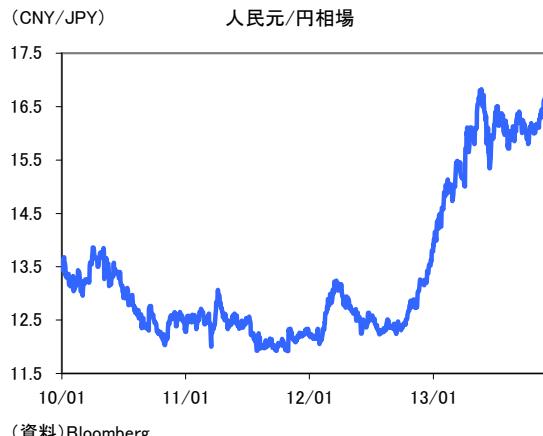
- 2013年の中国経済は、何とか政府目標である7.5%成長を達成するとみられる。
- だが、結局成長を牽引したのはインフラ投資をはじめとする固定資産投資であり、従来型の成長パターンである投資依存型成長からは抜け出せていない。
- それでも、2014年にかけては経済改革路線に復帰する可能性が高い。その布石として、12月の中央経済工作会议では、政府の成長率目標を7.0%へと引き下げるだろう。
- 指導部が景気減速を容認するかどうかの判断基準は雇用情勢であり、李克強首相は「1000万人の雇用を確保するためには7.2%以上の成長率が必要」と発言している。

成長よりも経済改革

- 中国はリーマンショック後に実施した4兆元に上る景気刺激策を契機に資本ストックが過剰に積み上がったとみられる。指導部は生産能力過剰問題を懸念しており、合併、再編を通じた設備淘汰を推進していく見込みである。
- また、習近平指導部は景気に配慮して不動産価格の高騰には目を瞑ってきたが、2013年の成長目標達成の目途も立ち、再び不動産価格抑制へと舵を切っている。
- 輸出は米国向けを中心に緩やかに回復すると思われるものの、内需減速を補うほどの力強さには欠け、中国経済の減速は続く公算が大きい。

人民元を切り上げ難い環境に

- 金融危機後、中国の貿易収支は縮小の一途を辿っていたが、2011年に底を打ち、2012年、2013年と持ち直しの動きが継続しており、需給面では人民元高圧力が根強い。
- しかしながら、2014年にかけては人民元切り上げを推進し難い状況となりそうである。米FRBがQE縮小を決定し、金融政策の正常化に向けて大きな一步を踏み出す中で、為替市場ではドル買い地合いが強まることが予想される。
- 2005年7月の人民元弾力化後の動きをみると、ドル買いの流れとなった時には人民元の切り上げが停止もしくは緩められる傾向がある。これは、ドル買い地合いの中では、人民元を対ドルで横ばいに維持するだけでも相対的には人民元高になるからと推測できる。言い換えれば、中国の実質実効為替レート(REER)が上昇することになるからであり、2014年の切り上げは小幅に留まろう。
- 米為替政策報告書は毎年4月と10月に公表されることになっており、「為替操作国」認定回避に向けて同報告書の公表前には人民元高を「演出」する可能性がある。
- また、中国人民銀行(中央銀行、PBoC)は2012年4月、人民元の対ドルでの変動幅を従来の基準値±0.5%から±1.0%へ拡大することを発表した。2013年は今のところ変動幅拡大が見送られているものの、周小川PBoC総裁は第18期中央委員会第3回全体会議において、「本土の外国為替市場での日々の介入を基本的にやめる」計画を示した模様で、近い将来、変動幅拡大が見込まれる。



	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/CNY	6.0773 ~ 6.2492 (6.0940)	6.06	6.03	6.01	6.02
CNY/JPY	13.872 ~ 16.919 (16.810)	16.50	16.25	16.81	17.28

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(国際為替部)。

## シンガポールドル

MASはインフレ警戒から緩やかなシンガポールドル誘導を継続の見込み

米 QE 縮小による売り圧力一服後はシンガポールドルが徐々に上昇

シンガポール経済は緩やかな回復が持続。インフレは再び上昇のリスク

- 2013年のシンガポール経済は政府見通し3.5~4.0%付近の成長を達成する見通しだが、景気回復の速度は極めて緩やかであり依然としてトレンドを下回っている。2014年は米国を中心とした世界経済の持ち直しにより、シンガポール経済も外需主導で緩やかな拡大基調が継続すると予想する。
- 一方、インフレは自動車ローン規制の強化などを受けて足許落ち着いている。しかし外国人労働者の受入れ制限政策により労働需給が逼迫していること、外国人雇用規制が今後も段階的に強化される予定であることから、2014年は賃金面からのインフレ圧力が強まるリスクがある。

緩やかなシンガポールドル高誘導政策が継続

- シンガポール金融管理局(MAS)は2012年4月にシンガポールドル高誘導ペースを加速した。その後、景気下ぶれリスクが強まり、実際にマイナス成長となった局面においてもMASはシンガポールドル高誘導ペースを緩めず、また2013年10月に発表した声明も賃金上昇圧力などインフレを警戒する内容であり、一貫したタカ派姿勢を印象付けている。政府の外国人労働者受入れ制限政策を背景にインフレ圧力が強まるリスクがあるため、MASは2014年も現状の引締め政策を維持する公算が大きい。

米 QE 縮小による売り圧力が一服すれば、シンガポールドルが徐々に上昇

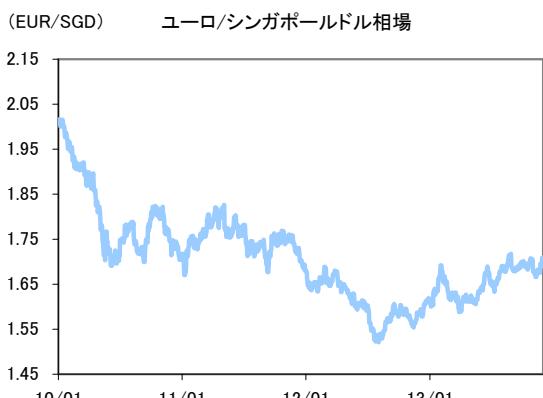
- 米QE縮小観測が高まる局面ではドルがほぼ全通貨に対して上昇することが予想され、2014年前半はシンガポールドルも対ドルで売られ易い。しかし、その様な場合でも、シンガポールの財政面での健全性と安定的な対外収支に裏付けられた高格付け(トリプルA)により、他のアジア通貨に対してはシンガポールドルが堅調に推移すると思われる。
- MASはインフレ抑制のため、現状のシンガポールドル高誘導政策を継続する見通しである。また、米国がQE縮小を開始する時は米国経済の回復基調が確認される時であり、通貨安効果も手伝ってシンガポールの対米輸出が増加すると思われ、需給面からもシンガポールドル買い需要が強まるであろう。これらのことから、QE縮小によるドル買いの流れが一服すると思われる2014年後半には、シンガポールドルが徐々に上昇に向かうと考えたい。
- シンガポールドルの通貨バスケットにおいて人民元のウェイトが高まりつつあるが、人民元は2014年に変動幅拡大の見込みや、需給関係から対ドルで底堅く推移すると予想され、シンガポールドルの下支え要因となろう。



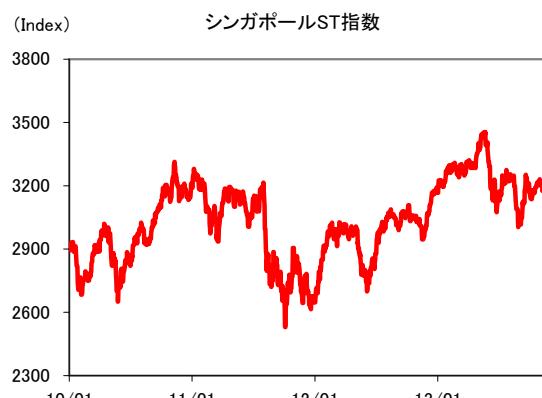
(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/SGD	1.2152 ~ 1.3006 (6.2266)	1.28	1.24	1.22	1.23
SGD/JPY	59.14 ~ 67.60 (67.59)	78.13	79.03	82.79	84.55

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

## タイバーツ

弱材料多くバーツ軟調地合が継続。政治リスクに警戒

タイ中銀は当面金利を低水準で据え置き

### タイ経済は 2014 年も低成長

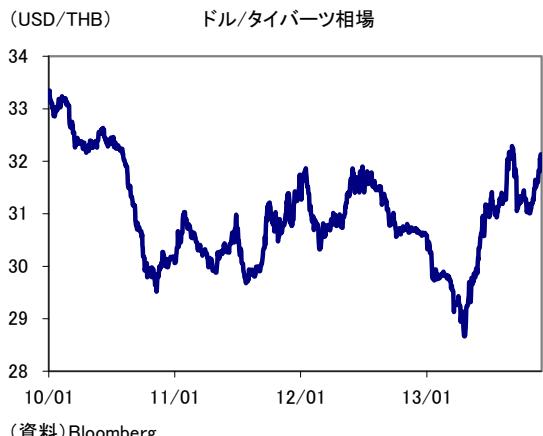
- タイ 7~9 月期 GDP 成長率は前年比+2.7%となり 4~6 月期の同+2.9%に続いて予想を下回った。政府は 2013 年の目標を 8 月時点の 3.8~4.3%から 3.0%へ引き下げ、相次ぐ下方修正を受けてタイ経済に対する弱気なセンチメントが広がっている。また、反政府デモの激化などの政治的混乱が長ければ、投資、消費マインドの悪化による経済への影響拡大が懸念される。
- 世界経済の回復を受けて足許は輸出が持ち直している。バーツ安効果もあって 2014 年も回復基調が継続すると思われるが、輸出の不調には構造的な要因もあるため、大幅な回復は見込み難い。また自動車取得補助金など一連の消費刺激策が終了し、新たな経済牽引の決め手に欠くことから、2014 年の成長率は 4%以下に留まりそうだ。
- 経常収支は 4~6 月期に約 51 億ドルの大幅な赤字となった後、7~9 月期には約 38 億ドルの黒字に改善したが、今後も経常収支が安定的に黒字となるかは心許ない。インラック政権は輸出依存型経済からの脱却を目指すとして、コメ買取価格の保証や、最低賃金引き上げなどの内需拡大策を導入した結果、輸出競争力は低下した。
- また主要輸出品目であるハードディスクドライブ需要が世界的に縮小、2011 年の大洪水後に企業が生産拠点をタイから分散するなどの構造的な変化もある。一方、輸入は新たなインフラ投資計画などにより高水準を維持するであろう。

### タイ中銀は当面金利を据え置き。政治、景気動向を見ながら 2014 年後半に正常化か

- タイ中銀は 7~9 月期の GDP が予想を下回ったことや政情不安が悪化しつつあったことに鑑み、2013 年 11 月に予想外の 25bp の利下げを行った。インフレが落ち着いていることから引き続き成長重視の政策運営を行い、2014 年前半は金利を据え置くであろう。政治リスクが後退し、景気回復基調が確実となった時点で、米国 QE 緩小の影響を見ながら 2014 年後半に 25~50bp の利上げを実施する可能性がある。

### 弱材料多くバーツ軟調地合い。政治リスクに警戒

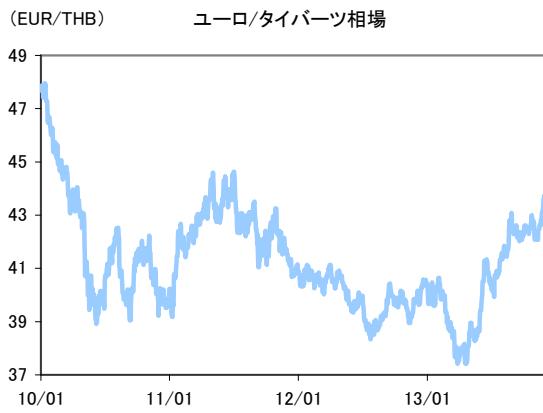
- タイ国内には景気の低迷、低金利、政情不安、経常収支の悪化など潜在的な弱材料が多い。特に政治的な不透明感は資金逃避によるバーツ急落を招くリスクがあり、また景気梃子入れを狙った利下げもバーツ売り材料として受け止められるだろう。
- 2014 年前半に予想される米 QE 緩小開始を視野に入れ、年前半はアジア通貨が全般的に下落することが予想されるが、中でも国内要因に売り材料が目立つバーツの下落率は比較的大幅となりそうだ。年後半にアジア通貨が反発する局面でも、バーツを取り巻く環境に大きな変化が無い限り緩やかな反発に留まると思われる。



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/THB	28.56 ~ 32.48 (32.05)	32.8	32.0	30.8	31.2
THB/JPY	2.824 ~ 3.497 (3.196)	3.05	3.06	3.28	3.33

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

## インドネシアルピア

通貨安と高インフレに見舞われるインドネシア経済

輸出の回復が伴えば、インドネシアルピアの上昇も期待できる

金融引き締めスタンスを継続せざるを得ないインドネシア中銀

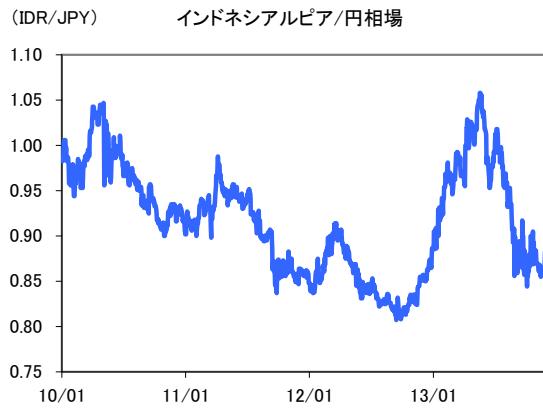
- 2011年以降、インドネシア経済は減速が続く。2013年7～9月期GDPは前年比+5.62%、4年ぶりの低い伸びとなった。海外直接投資の伸び率も鈍化が目立ち、経常赤字が常態化している。2014年もインドネシア経済は厳しい状況が継続するものと予想する。
- 2013年インドネシアルピアは一貫して軟調に推移。6月の補助金付石油燃料価格の引き上げに伴うインフレの高進を皮切りに、夏場にかけては米QE縮小懸念によるドル高が進行、インドネシアルピアは11月末には、リーマンショック時以来の12,000台に乗せている。
- インドネシア中銀は通貨安に対抗する形で6月に2年4か月ぶりの利上げを実施し、その後も計5回の利上げを行ったものの、ルピア安に歯止めはかからず、インフレも高止まりしている。インドネシア中銀による積極的な為替介入も見られたが、効果は薄かった。2014年も、インドネシア中銀は通貨安及びインフレを背景に金融引き締めスタンスを強いられる可能性が高く、実体経済への影響が懸念される。
- 資源価格の下落や世界経済の減速に伴って輸出が減少している一方で、旺盛な内需を背景に輸入は高止まりし、貿易赤字はここ1～2年で大きく拡大した。加えて財政赤字も進行し、「双子の赤字」に悩まされる状況が続く。

米国QE縮小による売り圧力に対し脆弱なインドネシアルピア

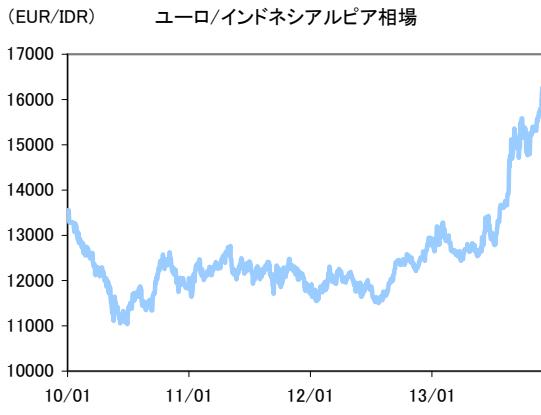
- 米QE縮小観測が高まる局面においては、インドネシアルピアは非常に脆弱であり、2014年前半はインドネシアルピアが軟調に推移する展開を見込む。双子の赤字を抱えるインドネシアの債券は、中銀の金融引き締め姿勢の継続も伴って敬遠される可能性が高い。
- 2014年春に総選挙、夏には大統領選挙が行われる予定であるが、不透明要因として、各候補者から保護主義的な政策が打ち出される可能性には留意すべきであろう。2014年前半のインドネシアへの資金流入が減少するリスクは比較的大きいように思われる。
- しかしながら、2014年後半は、世界経済の回復に伴って輸出が拡大、貿易赤字の縮小に加えて、政治的リスクも回避されれば、再びインドネシアに資金が流入するものと考えられ、徐々にインドネシアルピアも上昇するだろう。



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/IDR	9603 ~ 12028 (11965)	12300	12500	11800	10900
IDR/JPY (100IDR)	0.839 ~ 1.062 (0.856)	0.81	0.78	0.86	0.95

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

## マレーシアリング

マレーシア中銀は金融引締めに転換の見通し

米 QE 縮小による売り圧力一服後はマレーシアリングが緩やかに上昇

マレーシア経済は緩やかな回復が持続。補助金削減を受けてインフレは上昇

- マレーシア 7~9 月期GDP成長率は前年比+5.0%と4~6 月期の同+4.4%から若干加速した。特に純輸出が 8 四半期振りにプラスに転じたことは明るい材料で、2013 年通年の成長率は 4.5%程度となる見通し。2014 年は、米国をはじめとする外需の持ち直しを受けて景気は緩やかに回復するとみられる。法人税引き下げによる投資刺激効果や大型投資プロジェクトによる下支え効果もあり、5.5%程度の成長を達成できると見ている。
- マレーシア経常収支は 2008 年をピークに黒字がほぼ趨勢的に減少してきた。外需の持ち直しにより輸出が回復すれば経常収支もある程度改善すると予想するが、貿易収支悪化の背景には構造的な要因もあり大幅な改善は見込み難い。補助金や生活支援策を背景に輸入が抑制されない一方で、輸出はIT市場の構造変化により、マレーシアの主要輸出品目であるパソコン向け部品などの需要の大幅回復が期待できない。加えて、国際商品価格の下落は資源輸出の圧迫要因となろう。
- インフレは燃料、食品の補助金削減を受けて上昇圧力が強まりつつある。ただ、補助金削減は小幅であり物価への影響は落ち着いたものとなるであろう。

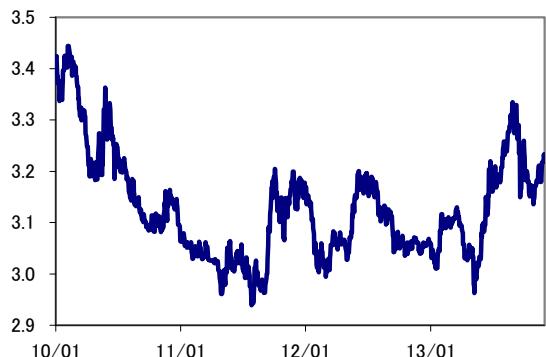
マレーシア中銀は金融引締めに転換の見通し

- マレーシア中銀は 2010 年に予防的利上げを行い、金融危機後の緊急的な金融緩和をほぼ正常化した。その後インフレは 2% 前後で落ちていたため、政策金利を 3% で据え置いてきたが、補助金削減に伴う物価上昇圧力や米 QE 縮小の影響を注視しつつ、2014 年中に数度の利上げを行う公算が大きい。

米 QE 縮小による売り圧力が一服すれば、マレーシアリングが緩やかに反発

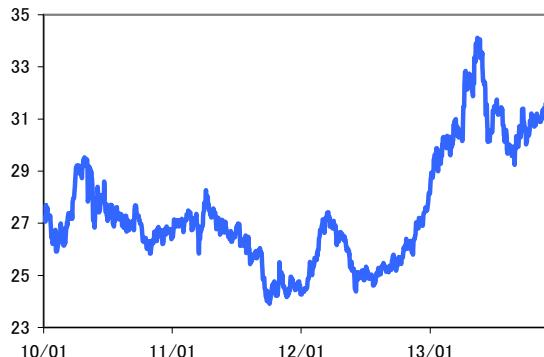
- 米 QE 縮小観測が高まる局面ではリングに売り圧力がかかり、対ドルで 3.30 近辺までリング安が進む可能性がある。マレーシアはアジアの中でも外国人による国債保有率が高く、相場の振幅が増幅されることが度々ある。米 QE 縮小をきっかけにリスクマネーが流出する局面において、インフレによる実質金利低下、経常収支の不安定化が焦点になればリング売りが加速する可能性がある。
- 2014 年後半は、マレーシア経済の緩やかな回復が明らかになり、また米 QE 縮小によるリング売りも一服しリングが緩やかに反発に向かうと見込まれる。大規模投資プロジェクト(Economic Transformation Programme)に伴う資金流入や、シンガポールドルが当局のシンガポールドル高誘導に従って堅調推移する見通しであることも、リング下支え要因となろう。

(USD/MYR) ドル/マレーシアリンギ相場



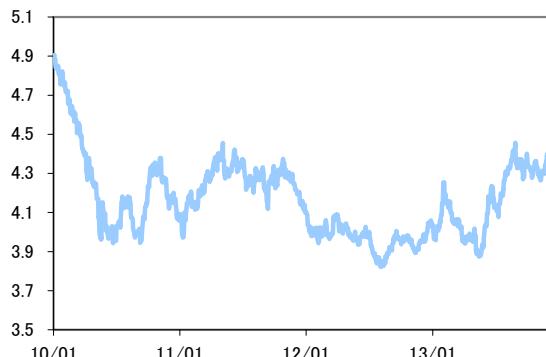
(資料)Bloomberg

(USD/MYR) マレーシアリンギ/円相場



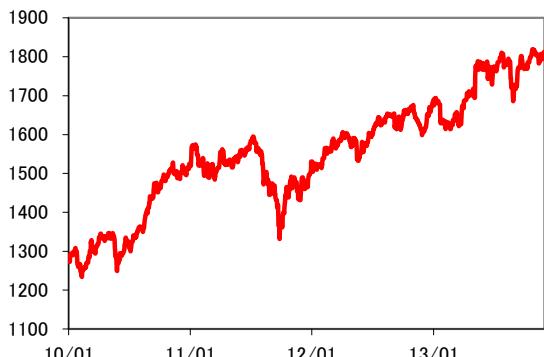
(資料)Bloomberg

(EUR/MYR) ユーロ/マレーシアリンギ相場



(資料)Bloomberg

(Index) FTSEブルサマレーシアKLCIインデックス



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/MYR	2.957 ~ 3.338 (3.224)	3.29	3.15	3.13	3.10
MYR/JPY	28.322 ~ 34.195 (31.738)	30.40	31.11	32.27	33.55

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

## フィリピンペソ

フィリピン国内要因からはペソ買い材料が多い

安定的な OFW 送金が緩衝材となり、米 QE 縮小によるペソ安は比較的軽微

フィリピン経済は高水準の成長を維持。台風の影響が不確定要因

- フィリピン 7~9 月期 GDP 成長率は前年比+7.0%と 4~6 月期の同+7.6%、1~3 月期の+7.7%から若干減速したが、依然としてアジアで最も高い成長率を維持している。しかし、10~12 月期は台風ハイヤンの影響で GDP が 0.8~1.1% 押し下げられる試算であり、2013 年は通年で 7% の達成は難しくなってきた。これは、被害を受けた地域の国内総生産に占める割合は 15~20% 程度でありフィリピン経済全体に与える影響はそれ程深刻ではないとの見方を前提としており、他の地域に広がりつつある自肃ムードの消費への影響など不透明な部分も残るため、更に低下する可能性もある。
- 2014 年は、海外フィリピン労働者(Ofw)からの送金が世界経済の回復を追い風に引き続き拡大する見通しであり、GDP の 7 割を占める内需を下支えすることが期待される。加えて復興需要も見込まれ 6% 程度の成長を達成すると見ている。
- インフレは 2009 年後半から非常に安定しており、フィリピン中銀のターゲットである 3~5% にほぼ収まっている。台風による農作物被害の物価への影響も限定的なものに留まりそうだ。

格上げにより投資環境は改善

- 大手格付け会社 3 社は 2013 年に相次いでフィリピンの格付けを投資適格へと引き上げた。フィリピン政府による財政再建努力、OFW 送金に支えられた安定的な対外収支と景気の底堅さなどファンダメンタルズの改善が評価され、投資先としてはインドネシア、ベトナムを上回る好環境となった。見通しも共にポジティブとなっており、更に格付けが引き上げられるとの期待もある。

米 QE 縮小によるペソ安の影響は比較的軽微に留まる見通し

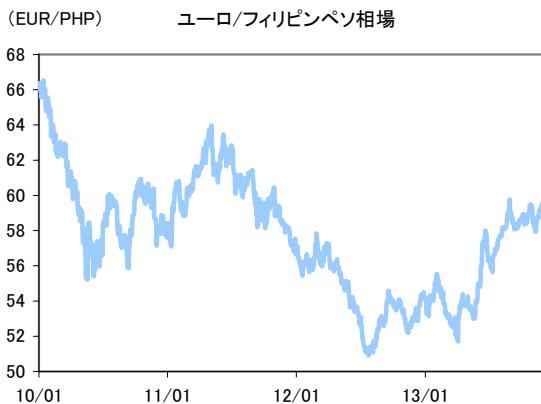
- 2013 年は米 QE 縮小の思惑を材料にアジア通貨が概ね下落したが、その中でフィリピンペソは比較的影響が軽微であった。2014 年も米 QE 縮小観測が高まる局面ではペソ売り圧力が強まる予想されるが、フィリピン個別で見れば買い材料が多く下げ幅は比較的小幅に収まるであろう。特に OFW 送金は海外投資家の動向に左右されない安定的な資金流入源であり、新学期開始時(6 月)、クリスマス(12 月)に向けて金額が増加する傾向がある。送金の 2014 年前半のピークが、同時期に予想される米 QE 縮小に伴う資金流出に対してある程度緩衝材として作用するであろう。
- 資金流出が一服すれば、外部環境の影響を受けにくい内需主導の経済構造と低インフレ、財政収支、対外収支の改善を受けた格付け引き上げなどが好感されて、フィリピンペソはアジア通貨の中でも選好される可能性がある。
- 台風ハイヤンの影響が不透明であり、現在のところインフレは抑制されているためフィリピン中銀は現状の成長重視の金融政策を継続するであろう。今後の食品価格動向やフィリピンペソ安に振れた場合の物価への影響にもよるが、2014 年を通して政策金利を据え置く可能性が大きい。



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/PHP	40.540 ~ 44.820 (43.760)	45.5	44.0	41.5	40.5
PHP/JPY	2.115 ~ 2.510 (2.338)	2.20	2.23	2.43	2.57

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

## ベトナムドン

2014年初に米QE縮小に伴うドン安圧力増大で1~2%の通貨切り下げを実施へ  
その後も、景気の低迷、脆弱なファンダメンタルズを背景に緩やかなドン安傾向が継続

### 緩慢な成長が継続

- ベトナムの実質GDP成長率は、2008年の+8.5%の後、世界金融危機や国内不動産バブルの崩壊等を経て2012年には+5.0%まで落ち込んだ。2013年は+5.4%まで持ち直す見通しだが、回復ペースは依然として緩慢である。
- 今後についても、長引く高インフレにより国内消費の低迷は続くと思われる上、不良債権問題以降の規制強化による銀行の貸し渋りで利下げの効果も波及し難い状況となっている。また財政赤字の観点から、公的部門によるサポートも期待できず、国内景気の短期的な加速は見込めない。
- 一方で世界経済の持ち直しにより輸出の増加傾向は今後も継続する見通し。主力のスマートフォンへの需要は引き続き旺盛で、2014年も同国景気を下支えしよう。

### 不良債権問題

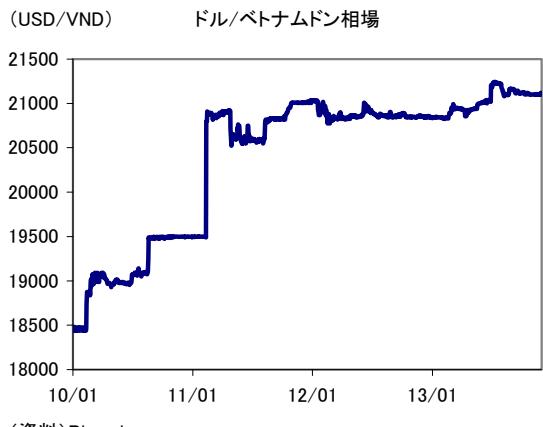
- 不動産バブルの崩壊や国営企業の業績不振により、国内の金融機関は多額の不良債権を抱えた。政府・中央銀行は資本規制や手続の厳格化といったプルーデンス政策で対応したが、これにより銀行の貸し渋りが発生。国内景気の下押し要因となっている。
- 一方政府は今年7月に不良債権買い取りのための資産管理会社(VAMC)を設立。10月には国営商業銀行アグリバンクが不良債券買い取り契約を締結しており、今後不良債権処理が加速するとの見方もあるが、VAMCの運用方法については依然として不透明な部分も多く、楽観はできない。当局者によれば、不良債権問題の解決には数年を要するとのことで、今後も国内景気の重石となる可能性が高い。

### 脆弱なファンダメンタルズがリスク要因

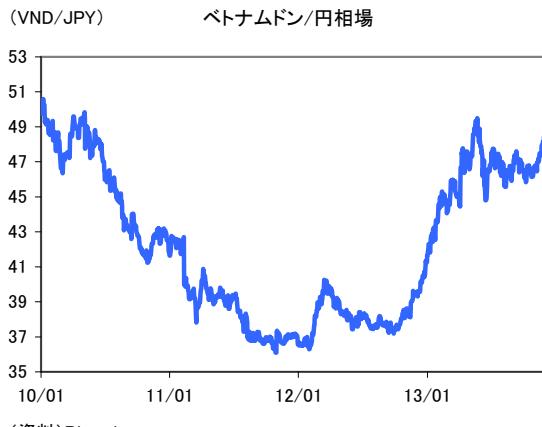
- 2012年に入ると内需の低迷を主因に輸入が減少、貿易収支は93年以来となる黒字に転じた。
- 2013年は、足許まで輸出と輸入の綱引き状態が継続、収支は一進一退の状況となっているが、2014年については、内需の低迷が継続する中で外需が持ち直し、貿易収支は黒字幅が拡大するものと思われる。
- 一方で、外貨準備高は他のアジア新興国に比べても低水準であり、単月輸入額比率は安全性の目安である3か月分を下回る水準での推移が続いている。とはいえ、米QE縮小による資本流出が予想される中、外貨準備の水準は引き続き危険水域での推移が続くだろう。

### 2014年初にドン売り圧力が増大、通貨切り下げが予想される。

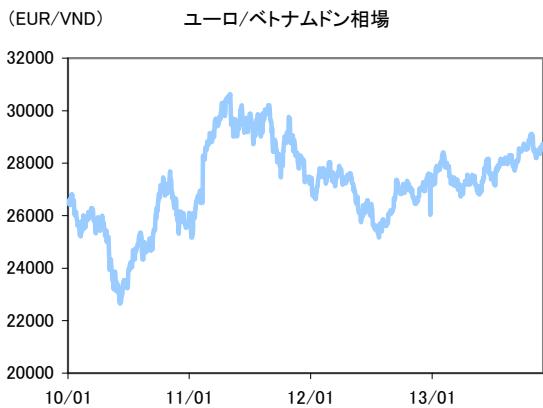
- 2014年1~3月期にはFRBがQE縮小を決定する可能性が高く、新興国からの資本流出に伴い、ドン売り圧力の増大が予想される。前述の通り、同国の外貨準備高に余裕は無く、1~3月期に中銀は1~2%のドン切り下げを余儀なくされるだろう。
- その後、相場は一旦落ち着きを取り戻すと思われるが、景気の低迷、脆弱なファンダメンタルズに加え、購買力平価の観点からもドンには下げ余地があり、中期的に緩やかなドン安傾向が継続するだろう。



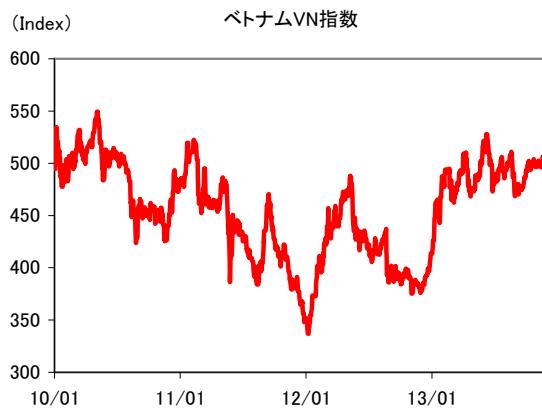
(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/VND	20798 ~ 21243 (21120)	21300	21400	21400	21500
10000VND /JPY	41.53 ~ 49.70 (48.54)	46.95	45.79	47.20	48.37

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(国際為替部)。

## インドルピー

根強いインフレ圧力と双子の赤字、米 QE 縮小で 2014 年前半は厳しい相場が継続  
年後半には不透明感の後退、新政権への期待から緩やかな持ち直しへ

インド経済は底打ちの様相も 2014 年内の大幅加速は見込み難い

- 2013 年 7~9 月期の実質 GDP 成長率は前年比 +4.8% と 4~6 月期の同 +4.4% から加速。国内消費は依然として低調であるものの、外需の持ち直しにも支えられ、同国経済は底打ちの様相を呈してきた。
- しかしながら、今後はルピー相場防衛のために今夏より実施してきた財政及び金融引き締め政策が内需を下押しするほか、少なくとも 2014 年 4~5 月に実施される総選挙を終えるまでは企業の設備投資が活発化するとは考え難い。外需の回復を考慮に入れても、当面は 4% 台後半の低成長が続くとみられる。

米 QE 縮小開始で新興国から資本が流出

- 今年の 5 月以降、米 QE 縮小観測をきっかけにルピー相場は急落。9 月 FOMC にて縮小決定が見送られた後も、1 ドル = 60 ルピー台での推移が続いている。
- 米 QE 縮小は既に市場で意識されていることやラジャヤン総裁率いるインド準備銀行 (RBI) への市場の信任を考えれば、今夏のようなパニック的なルピー売りが再発する可能性は低いと言えるが、それでも、市場が米 QE 縮小開始を完全に織り込む段階ではルピー相場の下落は避けられないだろう。現状では 2014 年 1 ~3 月期の QE 縮小開始が濃厚であり、同時期に相場は大きく下落する可能性が高い。

ファンダメンタルズからの逆風は徐々に緩和へ

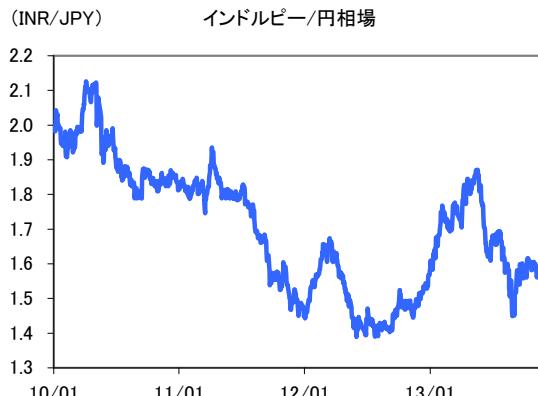
- インドルピーが新興国通貨の中でも特に弱い通貨となった背景には、根強いインフレ圧力や双子の赤字といったファンダメンタルズ面の脆弱性がある。兼ねてから指摘されてきた供給制約のほか、ルピー安による輸入物価の上昇、一部食料品の需給逼迫等により同国の 10 月消費者物価は前年比 10% と 7 か月ぶりの二桁台に達した。一方で双子の赤字については構造的な要因が強く、政府の緊急対策以降も大幅な改善には至っていない上、ルピー相場の下落がこれらの赤字を加速させるという悪循環に陥っている。
- しかし、これらファンダメンタルズ面からの逆風は 2014 年には和らぐと見ている。インフレについては内需の減速や食料品需給の緩和により年前半にはピークを打つ可能性が高い。また双子の赤字についても、根本的な解決は新政権による構造改革の断行を待つ必要があるものの、外需の持ち直しや各種規制の効果により徐々に改善に向かっていくものと思われる。

総選挙終了で不透明感が後退、ルピーは緩やかな持ち直しへ

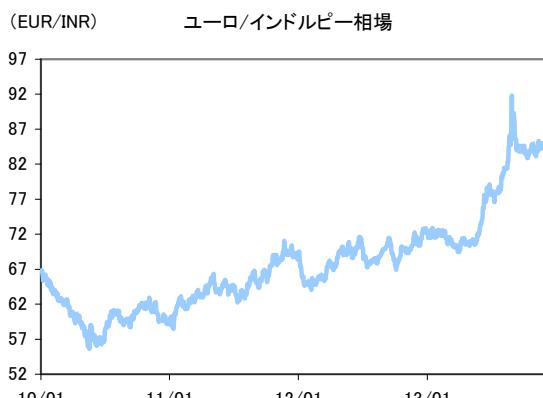
- 以上のように、2014 年前半(特に 1~3 月期)はルピーにとってネガティブな材料が多く、厳しい相場展開が予想される。その後は 4~5 月の総選挙が焦点となるが、下馬評通りモディ氏を擁するインド人民党(最大野党)を中心とした連立政権が誕生すれば、政治を巡る不透明感は薄れ、構造改革への期待がルピーをサポートしよう。
- 但し、選挙の結果如何では逆に不透明感を高めてしまう可能性があるほか、先進国経済が予想以上の強さを見せる場合には新興国からの資本流出が加速する事態も想定される。依然としてダウンサイドリスクは大きい。



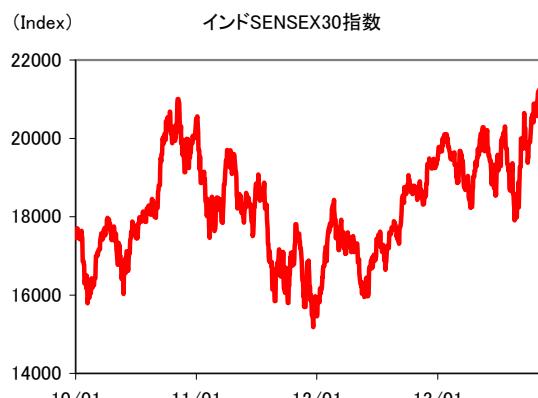
(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg



(資料)Bloomberg

	2013年 1~11月(実績)	2014年 1~3月期	4~6月期	7~9月期	10~12月期
USD/INR	52.890 ~ 68.845 (62.449)	65.0	61.0	59.0	58.0
INR/JPY	1.407 ~ 1.876 (1.639)	1.54	1.61	1.71	1.79

(注) 1. 実績の欄は11月29日までで、カッコ内は11月29日のクローズ。

2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル(シンガポール資金室)。

**本誌に関するお問い合わせ先**

国際為替部

多田出 健太 (03-3242-7065)

[kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp](mailto:kenta.tadaide@mizuho-cb.co.jp)

**市場業務部 シンガポール資金室**

鈴木 教子 (65-6416-0517)

[clara.suzuki@mizuho-cb.com](mailto:clara.suzuki@mizuho-cb.com)

- 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。
- 当資料は当社が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・確実性を保障するものではありません。
- 尚、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。
- 投資や取引に関する最終決定は、お客様ご自身でご判断頂きます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。