

Mizuho Insights

(Ref: MI141008J)

2014年10月9日

MAS ウォッチ: 現状の通貨政策継続の見通し

※ 本レポートは10月8日付け「MAS Watch: No Compelling Alternative」の抄訳です。

- シンガポール金融管理局 (MAS) は、今月14日の通貨政策決定会合において現状の政策である「実効レート of 緩やかなシンガポールドル高誘導」を継続する見通しである。
- 総合インフレ率は大幅に低下したが、コアインフレ率 (除く車両所有権及び帰属家賃) は物価上昇圧力が依然として強いことを示している。加えて労働市場の逼迫による潜在的な賃金上昇圧力は継続している。
- 一方で根強いインフレ圧力が存在し、他方で世界経済回復が緩慢であるという状況下で、現状維持は最善の選択というよりは、ある程度の妥協である。恐らく構造改革によって労働生産性が十分向上するまでは、当面この様な妥協を余儀なくされるものと思われる。
- 我々の推定によると、実勢のシンガポールドル名目実効レート (S\$NEER) は政策バンド中心値よりシンガポールドル安水準で推移しており、今後S\$NEERがバンド内でシンガポールドル高方向へ上昇する余地はある。ただ、S\$NEERのシンガポールドル高トレンドが定着するためには、インフレ率の上昇に加えて輸出がはっきりと回復に向かう必要があるだろう。
- シンガポールドルは他のアジア通貨に対して堅調推移する可能性が高い。しかしFRB利上げ期待を背景にドル高の流れが強まれば、対ドルでは目先 (3~6ヶ月) 1.30に向けてシンガポールドル安が進む可能性があるだろう。

■ 現状維持との見方が大勢

MASは今月14日の金融政策決定会合で、現状の「若干加速したペース」における「S\$NEERの小幅且つ緩やかなシンガポールドル高誘導」スタンスを継続するというのが、市場参加者の大方の見通しである (*The Business Times* 紙)。我々も同様の見方であるが、この場合の据え置きはシンガポール経済の状況が安定しているからではなく、リスクバランスに政策変更を促す程の変化がない中で、MASはあまり居心地の良くない妥協的な政策を継続せざるを得ないということである。この点についてシンガポールの通貨政策の仕組み及び採択し得る政策オプションについて解説した上で、シンガポール経済が直面するリスクについて分析し、我々の結論の背景を説明して行きたい。

■ シンガポールの通貨政策の仕組み

MASは政策金利をツールとした伝統的金融政策ではなく、シンガポールドル実効レートを手段としてインフレを抑制し持続可能な成長を実現しようとしている。通貨政策は①政策バンドの中心値、②S\$NEERの傾斜、③政策バンドの幅の3ツールの組み合わせである。

- 1) **政策バンドの中心値:** 中心値の変更は即ち S\$NEER の切り上げまたは切り下げである。物価と景気のバランスが前回の会合からどちらか一方に大きく振れたわけではないので、今回中心値を変更する理由はない。
- 2) **S\$NEER の傾斜:** 傾斜の調整によってシンガポールドル高誘導ペースを加速または減速する。現状では賃金上昇圧力が継続していることからシンガポールドル高誘導ペースを減速する可能性は低い。同時に輸出の回復力も弱いので、誘導ペースを加速することも考え難い。
- 3) **政策バンドの幅:** バンドの拡大は為替相場の変動が大きくなった時の対応である。MASは 2012 年 4 月に変動幅を中心値の上下 2% (推定) に戻しており、当時から為替相場の変動が大きくなったわけではないのでバンド拡大の必要もない。

この様に見て行くと、やはり現状維持の可能性が大きい。しかし、この場合の現状維持は金利据え置きのような静止状態とは意味合いが異なる。第一に、S\$NEER をシンガポールドル高方向に、それも通常よりは早いペースで誘導しており、実質的には追加的引締めを継続するということである。第二に、政策バンド内での S\$NEER 変動は許容されている。よってMASの通貨政策据え置きは「動的」な性格を持った金融調整であるということを理解しておく必要がある(図1)。



■ 現状維持はやむを得ない選択

さて、現状維持の選択はシンガポール経済が直面するリスクのバランスがMASの政策変更を引き起こす程変化していないからで、決して安定しているからではない。実際に外国人労働者制限を含む構造改革によって賃金上昇圧力が根強い一方で世界経済の回復の足取りは覚束ない。労働市場の逼迫、トレンド以下の経済成

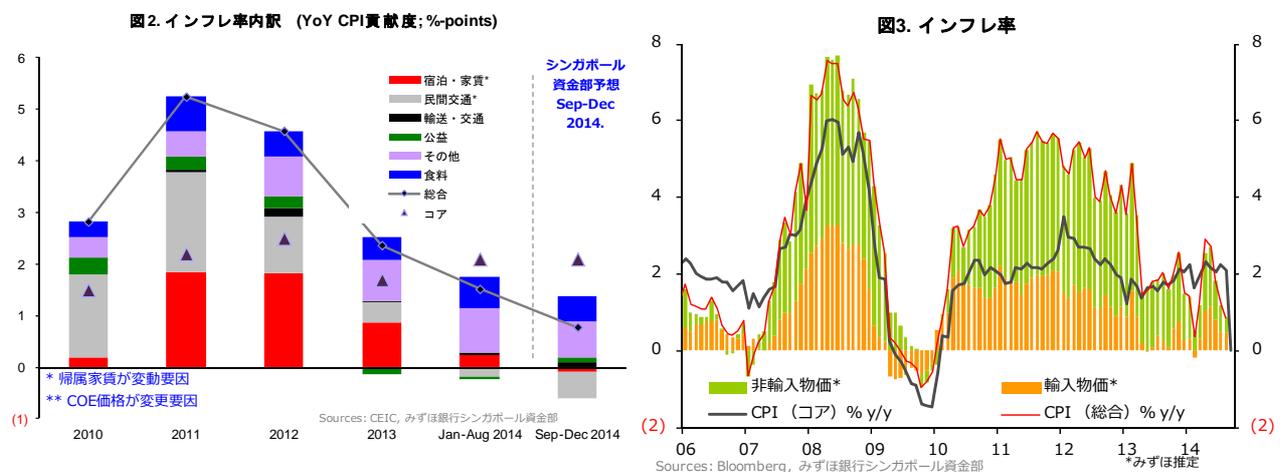
長、資産価格指標と小売価格指標が相反するといった混在する諸リスクに折り合いをつけようとする、あまり居心地の良くないやむを得ない選択であろう。

■ インフレ動向

前回の会合以降インフレ率が大幅に低下していることが注目されているが、これによってMASが現状の引締め度合いを緩める可能性が有るだろうか。仮説として、MASがインフレターゲット制の様にインフレ率のみにフォーカスして政策を行っているとしよう。するとインフレ率が予想以上に低下したことを以って緩和的な通貨政策に転換するだろうという予測も成り立つし、トレンド以下の成長への対処として正当化する格好の理由になり得る。しかし実際にはシンガポールは経済構造改革を通してマクロ的な安定を目指しており、その様な選択は的外れであろう。

シンガポールの総合インフレ率は確かに予想以上に低下した。しかし、それは主に車両登録権(COE)価格がベース効果により大幅低下したことが主因である。エネルギー価格など国際商品価格の低下も今後のインフレ緩和にある程度効果はあろうが、MASが注視しているCOE及び帰属家賃を除いたコアインフレは依然として高止まりしているのである(図2、3)。

加えて、失業率は完全雇用水準とされる 2%近辺まで低下し、労働市場の逼迫が続いている。MASは賃金上昇圧力を警戒しているはずで、インフレ期待は上方バイアスがかかっている(図4)。COE価格による一時的な影響を排除すれば、インフレ期待が低下に向かう理由はなく、よって総合インフレ率の低下を以ってMASが現状の引締め度合いを緩める可能性はほとんどないだろう。

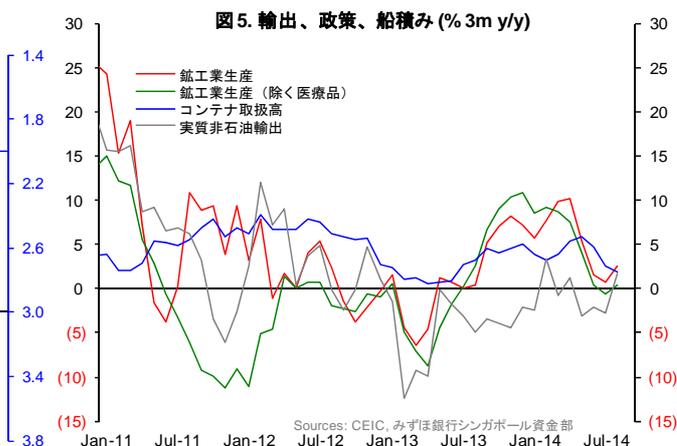
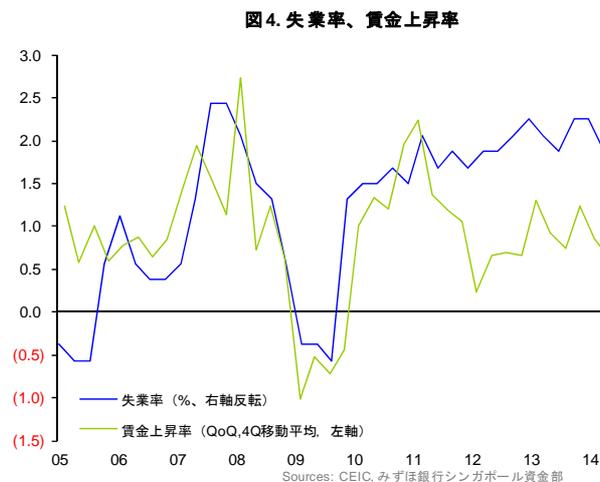


■ 景気動向

10月7日にIMFが世界経済見通しを下方修正したが、これは地政学的リスクや金融危機以前からの負の遺産の程度によって世界経済の回復が地域によってばらつきがあることを表している。高齢化や生産性の低下などの諸問題と相まって、先行き不透明感や景気下振れリスクへの懸念が再燃している。

確かに、ユーロ圏経済はロシアの報復的制裁により一層弱気が支配している。中国経済の心許なさ、日本経済の失速に加えて、米国経済が利上げにより将来的に減速するリスクもあり、それらが世界経済回復シナリオを霧らせている。しかし大局的に見れば、世界経済は力強いとまでは言えないものの、緩やかな回復過程にあることは確かである。そして世界経済の回復に伴いシンガポール製造業も次第に回復に向かうと思われる(図5)。よって、MASが現状の引締め度合いを緩めることを正当化する程、景気見通しが

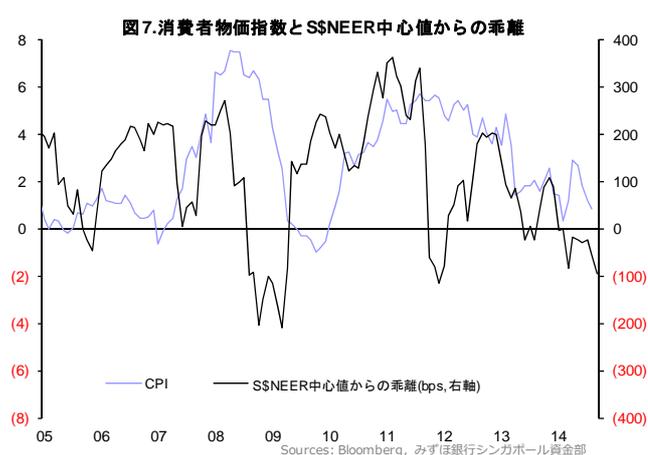
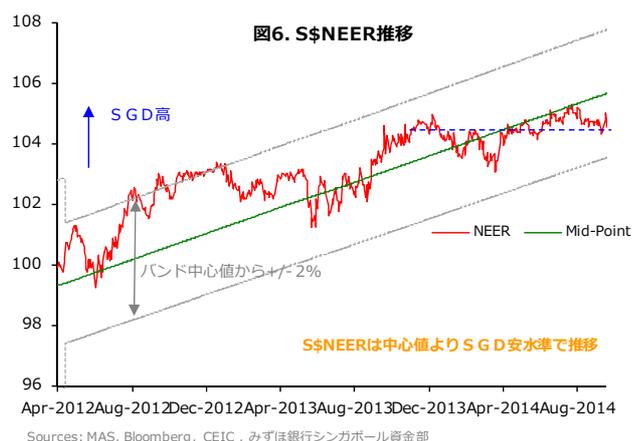
悪化したわけでもないのである。



■ S\$NEER は現状弱含みながら、将来的に上昇の可能性

現状の政策スタンスは「若干加速したペースでのシンガポールドル高誘導」であり、通常より強い引締め度合いだが、政策バンド内での変動が許容されているため、我々のモデルによると実勢のS\$NEERはバンドの中心値よりシンガポールドル安水準にある(図6)。この理由の一つはインフレ率が予想以上に低下したことであろう。しかし、インフレ率とS\$NEERの過去の相関関係から見ても現状のS\$NEERは弱すぎる感があり、我々は輸出の弱さもその一因ではないかと考えている(図7)。

よって、2015年にCOEのベース効果が剥落しインフレ率が上昇して来ればS\$NEERもバンドの中心値よりシンガポールドル高水準へ反発する可能性がある。ただ、S\$NEERの上昇トレンドが定着するためには輸出回復が確かなものになることが前提と思われる。



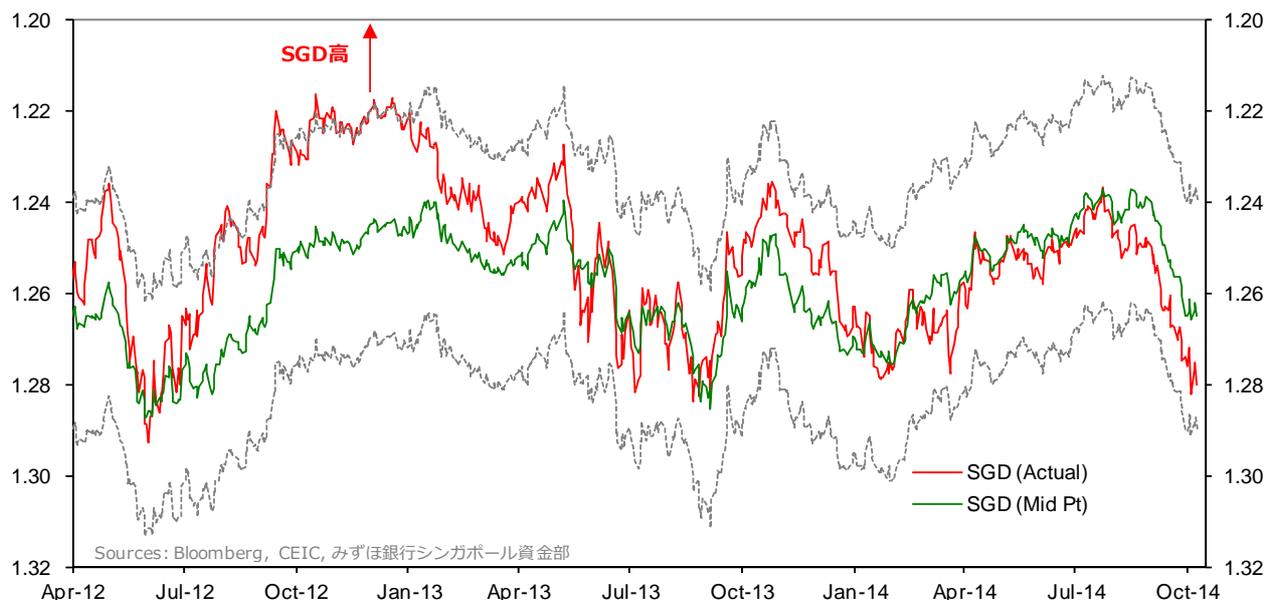
■ シンガポールドルは目先対ドルで軟調推移

現状のS\$NEERの水準から見て、バスケット構成通貨であるアジア通貨、ユーロ、円に対してはシンガポールドルが底堅く推移するであろう。しかしS\$NEERの動きがシンガポールドルの対ドルの動きにどう反映されるかは、FRB利上げ期待を背景としたドル高の動き次第でもあり複雑である。ここ数ヶ月は利上げ期待からドルが全

面高となる可能性があり、その際には対ドルでシンガポールドル安とならざるを得ないだろう。1.28を抜ければシンガポールドル安が加速し、今後3～6ヶ月の間に1.30台をつける可能性がある。対ドル予想バンド(ドル以外のバスケット構成通貨に対する為替レートを固定した前提で算出した対ドルの変動バンド)の下限近くまでシンガポールドル安が進んだ場合にはMASがシンガポールドル買い介入を実施する可能性が強まるため、シンガポールドル安の勢いも削がれると思われる。その際には対アジア通貨でシンガポールドル買いをする好機であろう。

その後2015年半ばから後半にかけては1.24近辺までシンガポールドルが反発する可能性が高いと見る。

図8. USD/SGDの推移と対ドル予想バンド



以上

鈴木 教子 (+65 6416-0517) 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。