

Asia Currency Outlook

—2013 年通貨・金利見通し—

2012 年 12 月

みずほコーポレート銀行

国際為替部

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
• マレーシアリング	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

アジア経済は緩やかに回復。インフレは落ち着く方向に

アジア通貨は中長期的に堅調推移となろうが、リスク回避による揺り戻し局面も

アジア経済は底打ち。しかし回復ペースは緩やかなものに

- 最近の中国の経済指標や、輸出に関して先行性があるとされる韓国、台湾などの輸出関連指標はアジア地域の輸出が回復傾向にあることを示している。よってアジア経済は7~9月期を底として緩やかに回復に向かう可能性が強い。ただし、先進国経済の弱さを考えると、年末の需要が見込まれる10~12月期はともかく、2013年に入っても力強い回復を持続するのは困難で、回復ペースは非常に緩やかなものとなろう。

インフレは落ち着く方向にあり、アジア中銀は状況次第で追加緩和の可能性も

- 物価は依然として上昇傾向にあるが落ち着く方向にある。燃料価格については、原油価格が現状水準で推移を続ければ2013年中頃まではベース効果がデフレーション方向に作用する。中東情勢の予想外の悪化などがない限り燃料価格上昇リスクは深刻ではないだろう。食料品価格については、穀物価格急騰の影響が燻っており依然警戒を要するが、主食である米価格が安定しているため全体としては緩やかな上昇に留まるだろう。
- アジアのほとんどの国が2008~2009年時程ではないにせよ負の需給ギャップを抱えていると見られるなかで、金融政策は物価上昇リスクよりも景気減速リスクを重視した対応となりそう。今後のユーロ圏や米国経済の動向、地政学的リスクの高まりなどにより景気下ぶれリスクが深刻となれば、アジア各国中銀が追加緩和に踏み切る可能性が高まるだろう。

中長期的にはアジア通貨堅調基調に回帰。しかしリスク回避による揺り戻し局面も

- 2012年のアジア通貨は経済、政治、金融政策の状況によってまちまちの動きだった。最近では足元の人民元高、シンガポール金融管理局(MAS)による予想外の現状のシンガポールドル高誘導ペース維持、輸出の回復傾向などを材料にアジア通貨の一角の上昇が顕著になっている。
- 目先は、すでに高値圏に達している通貨もあり、リスク回避による揺り戻しで一旦下落する可能性がある。中長期的にはアジア通貨全般的に堅調基調に回帰すると見ている。アジア経済の回復ペースは緩やかではあるものの、先進国経済との成長格差や金利差、人民元高トレンドの復調がアジア通貨を下支えするであろう。

韓国ウォン

需給面は依然としてウォン高を示唆しているうえ、介入姿勢の緩和でウォン高傾向を見込む

韓国経済は減速が続く

- 韓国の輸出依存度（輸出/名目 GDP）は 50%程度と高水準であり、海外経済の影響を受けやすい構造となっている。2012 年は欧州向け輸出の落ち込みなどから減速が続いた。
- 足許では、スマートフォンの新機種や新 OS 搭載 PC の需要拡大等を背景に持ち直しの動きがみられるものの、2013 年にかけても世界経済の先行きは厳しく、韓国の輸出は伸び悩むだろう。
- 輸出不振に伴う企業収益の悪化が投資を抑制すると思われるほか、雇用・所得環境の悪化に加え、家計債務の増大が個人消費を圧迫すると予想され、低成長が継続する見通しである。

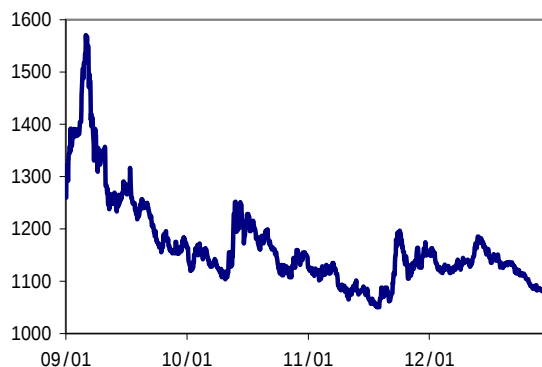
需給面からはウォン高圧力が根強い

- 韓国の輸出は伸び悩んでいるが、輸出の動きに併せて素材等の輸入も減ることに加え、内需の弱さもあって貿易黒字は継続している。それゆえ、経常収支の安定的に黒字が積み上がっている。
- 投資家のリスク志向が不安定なことや、世界経済の減速に伴い、韓国株式への投資フローは流入を繰り返しており、2013 年にかけても同様の動きが見込まれる。
- 一方で、2012 年 8 月から 9 月にかけて大手格付け会社による韓国国債の格上げが相次いで発表されるなど、ユーロ圏諸国を中心に先進国の格下げが拡がっているのとは対比的である。韓国の金利は低下しつつあるものの、先進国より相対的に高金利で安全性も向上している同国国債の魅力は高まっており、債券投資は韓国への資金フローを下支えするだろう。

米国からの圧力増大に加え、韓国新大統領の主張からはウォン高抑制姿勢緩和の可能性

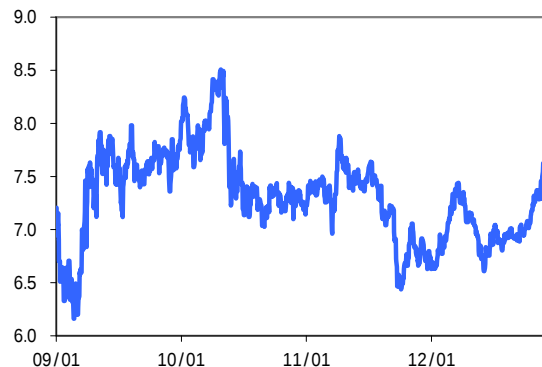
- 米国は 2012 年 5 月の為替政策報告書において、「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるとともに、より柔軟な為替レート（制度）を採用するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」とし、11 月の同報告書では「我々は金融市場が無秩序な状況を除き為替介入を控えるとともに、為替介入データの公表を含めて外国為替市場の透明性向上を約束するよう韓国当局に圧力を掛け続ける」に変更され、具体性が増した分、米国からの圧力は強まった印象。
- 韓国は、延期されていた 2012 年 10 月分の同報告書の公表を控え、10 月以降、介入姿勢を弱めウォン高を許容する動きがみられた。同報告書は毎年 4 月と 10 月に公表されることになっているが、米国が韓国に向ける視線が厳しさを増す中、韓国当局はさらに為替介入に踏み込み難くなったと言えそうであり、公表時期が近づく度に介入に対して躊躇いがみられるかもしれない。
- そうした中、韓国企画財政省は 2012 年 11 月 27 日に銀行に認めている通貨デリバティブ・ポジションの上限を引き下げると発表した。今後は為替介入に替わる手段として、銀行の非預金性外貨負債（ 対外借入れ ）に契約満期別に負担金を課す外国為替健全性負担金の引き上げや外国人による債券投資に対する課税などを導入し、資本流入を抑制する可能性もあるだろう。
- 12 月の韓国大統領選挙では、与党セヌリ党の朴槿恵候補と最大野党、民主統合党の文在寅候補の事実上の一騎打ちとなっている。どちらの主張も「財閥改革」等を中心に似通ったものであり、新大統領の下ではウォン高抑制姿勢を緩める可能性があるだろう。

(USD/KRW) ドル/韓国ウォン相場



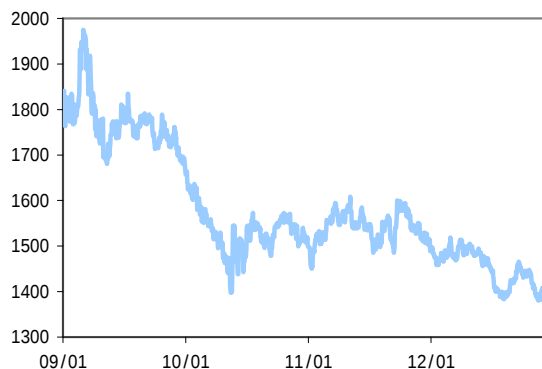
(資料) Bloomberg

(KRW/JPY) 韓国ウォン/円相場



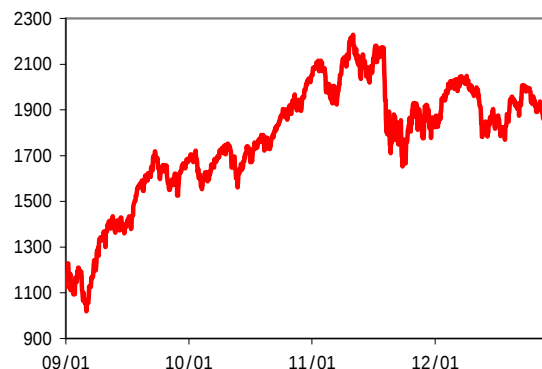
(資料) Bloomberg

(EUR/KRW) ユーロ/韓国ウォン相場



(資料) Bloomberg

(Index) 韓国総合株価指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50
USD/KRW	1080.05 ～ 1185.53 (1082.85)	1075 ～ 1120 (1090)	1070 ～ 1140 (1080)	1070 ～ 1130 (1070)	1060 ～ 1120 (1060)	1060 ～ 1120 (1030)
100KRW /JPY	6.565 ～ 7.643 (7.620)	7.30 ～ 7.80 (7.61)	7.20 ～ 8.00 (7.78)	7.20 ～ 8.00 (7.76)	7.40 ～ 8.20 (7.92)	7.50 ～ 8.30 (8.16)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

スマートフォンやタブレット端末の需要拡大は追い風だが、輸出環境は依然として厳しい

台湾ドル高圧力は根強いものの、介入によって上昇ペースは抑制されよう

台湾経済回復のモメンタムは非常に弱い

- 台湾経済は 2012 年に入って底打ちしたものの、中国や欧州の景気低迷を背景に輸出の回復力は非常に弱く、2011 年に続いて減速したとみられる。
- 足許、IT・デジタルセクターの集積地である台湾は、スマートフォンの新機種や新 OS 搭載 PC の需要拡大を追い風に生産活動は上向いている。
- しかし、こうした好材料はあるものの 2013 年にかけても欧米諸国の景気低迷が見込まれる中、輸出回復のモメンタムは弱いだろう。

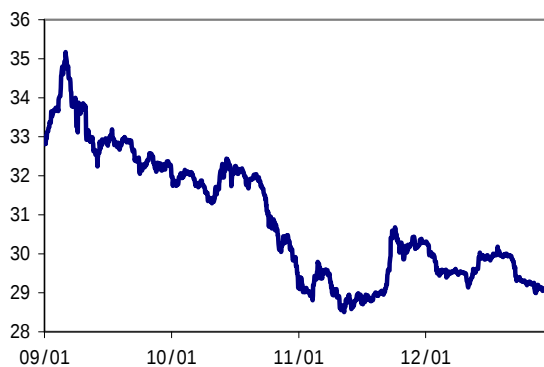
金融政策は現状維持が継続

- 消費者物価上昇率（インフレ率）は、豪雨の影響で野菜や果物価格が高騰したことなどを背景に夏場にかけて大きく上昇し、8 月には 4 年ぶり高水準となる 3.4% まで上昇した。
- だが、そうした食品価格の上昇は落ち着きを取り戻しつつあり、インフレ率は 2% を割り込む水準まで戻している。
- 2013 年にかけて、景気は緩やかな回復に留まると予想され、インフレ率は抑制された動きが継続すると見込まれることから、台湾中央銀行は 2013 年を通して政策金利を維持する公算が大きい。

需給面で掛かる台湾ドル買い圧力を、介入によって上昇ペース抑制

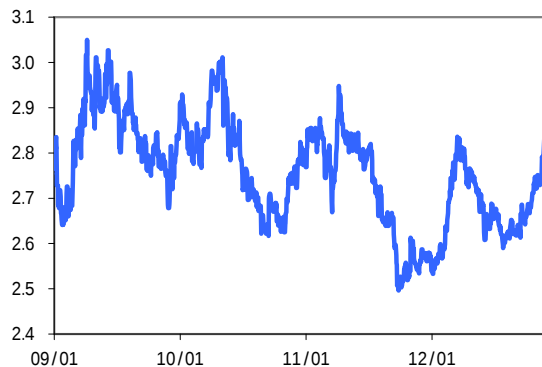
- 台湾は、貿易収支は安定的に黒字が続いているほか、サービス収支も中国本土からの旅行者の増加などに伴って黒字が拡大しており、経常収支黒字は拡大している。直接投資がネットで流出超となっているものの、経常黒字分には程遠い規模であり、基礎収支は大きくプラスであり、証券投資の動向を加味する必要はあるが、台湾ドルは需給面では買われやすいと言えよう。
- 一方、台湾ドルはドルペッグ制（カレンシーボード制）を採用している香港ドルや一日あたりの相場変動幅を管理している中国人民元に次いでボラティリティの低い通貨である。
- 台湾当局は上下双方の動きを抑制するために、為替市場に積極的に介入しており、台湾ドルが大きく変動することは想定し難い。2013 年にかけても通貨高圧力が強いとみられるものの、当局による介入によって上昇ペースは抑えられよう。

(USD/TWD) ドル/台湾ドル相場



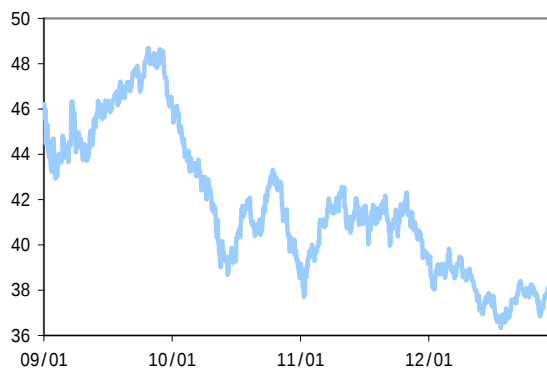
(資料) Bloomberg

(TWD/JPY) 台湾ドル/円相場



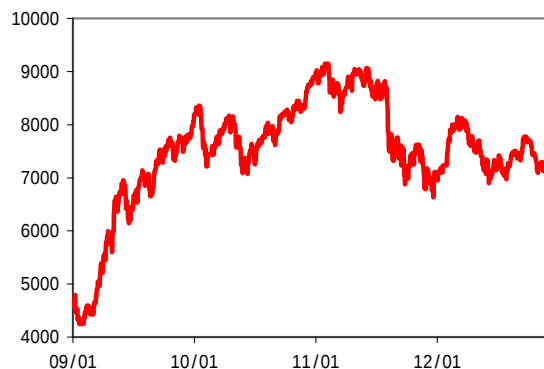
(資料) Bloomberg

(EUR/TWD) ユーロ/台湾ドル相場



(資料) Bloomberg

(Index) 台湾加権指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	1.875	1.875	1.875	1.875	1.875
USD/TWD	28.914 ～ 30.345 (29.054)	28.8 ～ 29.4 (29.1)	28.8 ～ 29.8 (29.2)	28.6 ～ 29.6 (29.0)	28.5 ～ 29.5 (28.8)	28.2 ～ 29.2 (28.6)
TWD/JPY	2.528 ～ 2.849 (2.836)	2.75 ～ 2.88 (2.85)	2.75 ～ 2.95 (2.88)	2.75 ～ 2.95 (2.86)	2.80 ～ 3.00 (2.92)	2.85 ～ 3.05 (2.94)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

中国経済は中速成長時代の幕開け

輸出環境が悪化する中、人民元切り上げペースは緩やかに。上下双方向の値動きと変動幅拡大の可能性

中国経済は中速成長時代の幕開け

- 中国経済はインフラ投資など景気対策の効果から、足許は底入れの兆しがみられる。
- だが、中国政府はリーマンショック時のように大規模な景気対策を打ち出そうとはしておらず、2010 年からの景気減速に冷静に対処している。
- 生産年齢人口の減少に伴い、経済成長率の低下は避けられない状況になりつつある中、中国政府も 1978 年の「改革開放」以降、30 年近く続いた年平均 10% 近い高速成長時代から中速成長時代へと移行したとの認識に立っているように窺える。

2013 年も下振れリスクは大きく、緩やかな回復に留まる

- 2013 年にかけても緊縮的な財政政策によって欧米経済には下押し圧力が掛かるとみられ、中国の輸出は伸び悩みが続くだろう。
- 中国政府はハードランディング回避に向けて対策を打つと考えられるものの、インフレ加速や不動産バブルへの懸念から大規模な景気対策は想定されず、緩やかな回復に留まる公算が大きい。

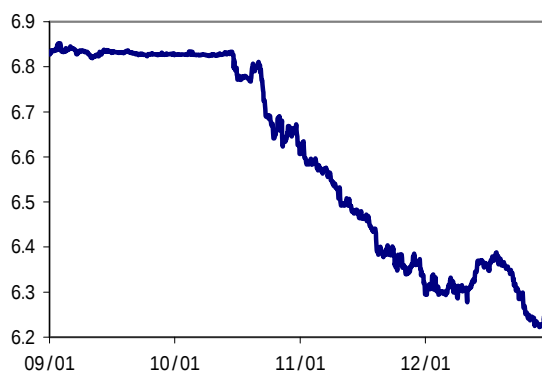
需給面では相変わらず人民元買い圧力が根強い

- 資本取引に厳しい規制を課している中国では、人民元の需給は貿易収支を中心とした経常収支と直接投資に絡むフローの影響が大きい。
- 輸出の伸び悩みが続くものの、依然として大幅な貿易黒字となっているほか、日中関係悪化の影響など懸念材料はあるが、中国への直接投資は底堅く推移すると思われることから、需給面からは引き続き人民元買い圧力が強いだろう。

緩やかな切り上げと柔軟性の拡大

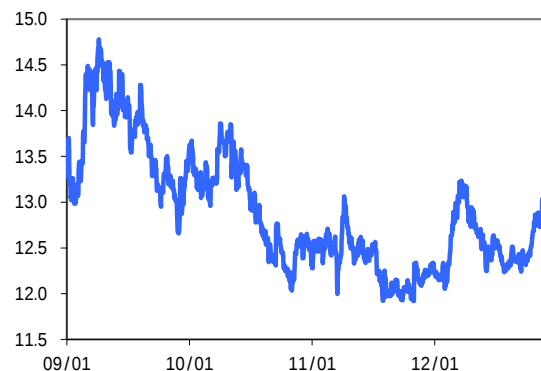
- 中国の実質実効為替レート (REER) は過去最高値圏で高止まりしており、需要サイドから輸出に下押し圧力が掛かる状況下、輸出を下支えすべく REER の上昇は許容し難いだろう。
- 中国の貿易取引量をみると対欧米が半分程度を占め、ドルとユーロの動向が実効為替レートに大きく影響を及ぼす。実効為替レートの安定を維持しながら対ドルでの切り上げを進めるとなると、ユーロ相場の上昇が必要と考えられるが、欧州債務問題の先行きを想うと、ユーロの地合いは弱いと言わざるを得ず、人民元の上昇ペースは緩やかに留まろう。
- 米為替政策報告書は毎年 4 月と 10 月に公表されることになっており、「為替操作国」認定回避に向けて同報告書の公表前には人民元高を「演出」する可能性があるだろう。
- また、2012 年 4 月には、人民元の対ドルでの変動幅を従来の基準値 $\pm 0.5\%$ から $\pm 1.0\%$ へ拡大することを発表した。2013 年においても、金利自由化推進に向けて人民元相場の柔軟性を向上させる方向とみられ、3 月の全国人民代表大会で李克強首相就任後、2013 年中にも変動幅を基準値 $\pm 1.5\%$ 程度にまで拡大するかもしれない。

(USD/CNY) ドル/人民元相場



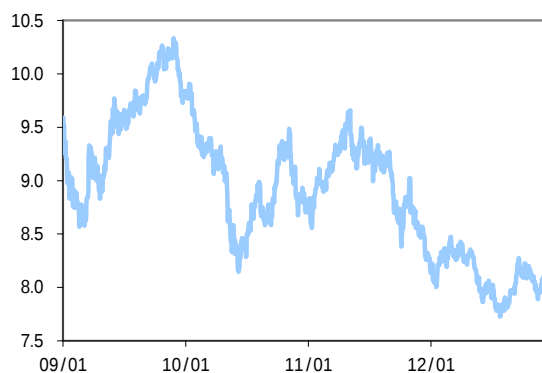
(資料) Bloomberg

(CNY/JPY) 人民元/円相場



(資料) Bloomberg

(EUR/CNY) ユーロ/人民元相場



(資料) Bloomberg

(Index) 上海総合指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
USD/CNY	6.2140 ～ 6.3964 (6.2266)	6.20 ～ 6.27 (6.25)	6.20 ～ 6.35 (6.23)	6.17 ～ 6.32 (6.21)	6.15 ～ 6.30 (6.19)	6.10 ～ 6.25 (6.19)
CNY/JPY	12.044 ～ 13.314 (13.246)	12.8 ～ 13.5 (13.3)	12.7 ～ 13.8 (13.5)	12.6 ～ 13.7 (13.4)	12.9 ～ 13.9 (13.6)	13.0 ～ 14.0 (13.6)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

シンガポール通貨当局(MAS)は2013年4月の会合でシンガポールドル高誘導を停止する可能性
中期的には対ドルで緩やかなシンガポールドル高基調が復調

2012年シンガポール経済は当初より低めの成長に

- 2012年のシンガポール経済は欧米や中国経済の減速を受けて当初の見通しより低い1.5%程度となりそう。輸出の減少は底打ちの兆候が見られており、緩やかな回復の軌道にあると思われるものの、欧州の景気後退による外需の冷え込みや、国内における雇用の構造調整が経済の下振れ要因となるリスクには警戒を要する。
- 輸出の鈍化は一服したとはいえ回復ペースは緩慢で、2013年のGDP成長率はトレンドを下回る1~3%程度に留まると予測する。

インフレは高止まりしているが脅威ではない

- インフレはピークアウトし、2012年後半から上昇ペースが鈍化してきたが、依然として4%近辺の高水準で高止まりしている。
- インフレ高止まりの主因は新車購入権価格と帰属家賃の上昇である。シンガポール国民の持ち家率の高さを考えると、帰属家賃上昇の国民生活に与える影響は統計上ほど大きくはない。また政府が進めている生産性向上のための職業訓練や外国人労働者に対する課税額引き上げは賃金コストの上昇要因だが、外需の弱さなどに鑑みれば物価上昇スパイラルを誘発するリスクは低いであろう。

シンガポールドル高誘導政策に調整の可能性高まる

- シンガポール金融管理局(MAS)は根強いインフレ圧力を警戒して2012年10月の政策決定会合において、現状のシンガポールドル高誘導ペースを維持すると決定した。しかしインフレが落ち着く方向にある一方で、景気の下振れリスクは依然として払拭できない状況下、最大限の引締め度である現状の誘導ペースを今後も維持して行くには限界があろう。2013年4月の政策決定会合では引締め度を緩める方向の変更が予想される。

目先のシンガポールドル上昇余地は限られる。中期的にはシンガポールドル高基調に回帰

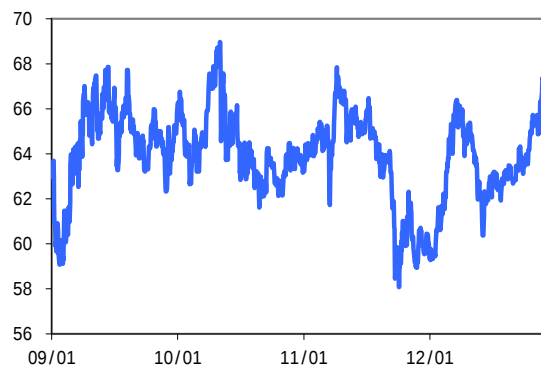
- 現状のシンガポールドル実効レートは、すでにMASの政策バンドの上限(シンガポールドル高方向)に近い水準にあり、当面はここから更にシンガポールドルが買われる余地は少ない。2013年4月の政策決定会合でMASがシンガポールドル高誘導ペースを鈍化させるとの見通しに立って、第1四半期中にシンガポールドル高の調整が入る局面もあろう。
- しかしながら、ペースが鈍化するとはいえシンガポールドル高誘導スタンスは継続するであろう。その場合、次第にシンガポールドルに上昇余地が出てくるため、調整一巡後はシンガポールドル高基調に回帰すると予想する。
- シンガポールの財政面での健全性と安定的な対外収支に基づくシンガポールのトリプルA格付けも中長期的なシンガポールドル下支え要因である。

(USD/SGD) ドル/シンガポールドル相場



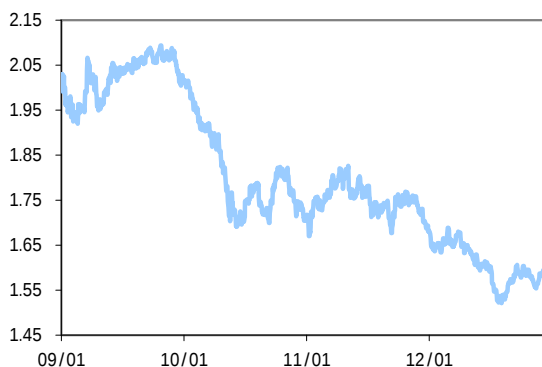
(資料) Bloomberg

(SGD/JPY) シンガポールドル/円相場



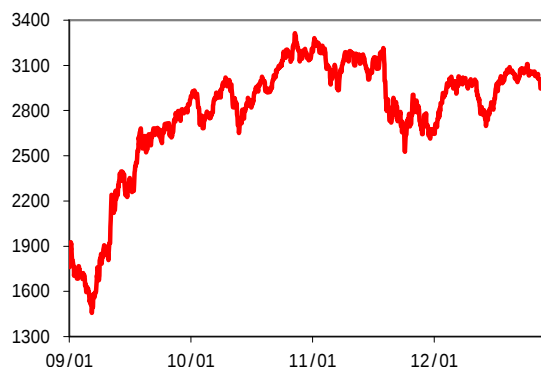
(資料) Bloomberg

(EUR/SGD) ユーロ/シンガポールドル相場



(資料) Bloomberg

(Index) シンガポールST指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013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)	1.21 ～ 1.28 (1.25)	1.22 ～ 1.28 (1.24)	1.19 ～ 1.25 (1.21)	1.18 ～ 1.23 (1.20)	1.16 ～ 1.23 (1.18)
SGD/JPY	59.14 ～ 67.60 (67.59)	65.5 ～ 69.0 (66.4)	63.5 ～ 68.5 (67.7)	64.0 ～ 70.0 (68.6)	66.0 ～ 72.0 (70.0)	67.5 ～ 73.5 (71.2)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

洪水による復興需要は一巡するも、堅調な内需が引き続きタイ経済を下支え

バーツは目先調整の可能性はあるが、中期的には堅調推移

タイ経済は復興需要一巡で減速も、政府支出が景気を下支え

- 2012 年のタイ経済は内需が牽引して高成長を維持。10～12 月期も洪水で大幅に落ち込んだ昨年の水準をベースにしているため高い成長率が予想され、通年では前年比 6% 台の成長を達成するであろう。最低賃金引き上げ、自動車購入補助金、米の買入価格引き上げなどの内需刺激策を受けた消費の拡大、洪水からの復興需要を背景とした民間投資の拡大に加え、国営企業によるインフラ投資も景気拡大に貢献した。
- 2013 年は外需が引き続き弱いと見られる上、復興需要一巡により民間部門の投資が減少するため景気は減速基調となろう。しかしインラック政権は内需重視を掲げており、2013 年に入っても最低賃金の全国一律 300 バーツへの引き上げやインフラ投資を実施する予定であるため 4% 程度の成長を維持すると見ている。

経常収支の悪化に歯止め

- 経常収支は 4～6 月期に 2005 年以来最大の赤字幅に拡大した。洪水からの復興需要で資本財や消費財の輸入が急増する一方で、外部環境の悪化により輸出が伸び悩んだことが原因である。7～9 月期は復興需要の一服により黒字を回復しており、収支の悪化に一旦歯止めが掛かったと見ている。
- 2013 年は、経常収支は徐々に改善するであろう。しかし外需の弱さから輸出は鈍化傾向が続く一方で、インラック政権の内需刺激策により資本財、消費財の輸入は継続すると思われ、大幅な黒字となることはなさそうだ。

タイ中銀は状況によっては利下げも。中期的には政策正常化を展望

- タイ中銀は 2012 年 10 月に予防的な 25bp の利下げを実施し、その後は政策金利を据え置いている。しかしインフレが落ち着いているため、欧米経済の悪化など景気下振れリスクが高まれば更に 25bp の利下げを行う余地はある。中期的には、内需が堅調推移を続ければ、政策正常化に向けて利上げの可能性も出てくるであろう。

バーツは目先軟調だが、中期的には反発の余地が大きい

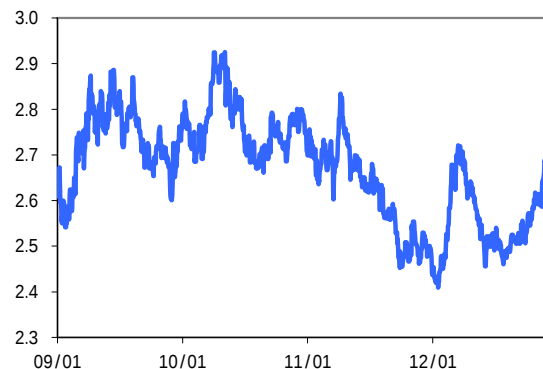
- 2012 年のバーツは経常収支の動向を反映して、赤字が拡大した 3 月から 5 月にかけてバーツ安が進み、8 月頃からバーツが徐々に反発する展開となった。
- 2013 年は経常収支が安定し、海外投資家動向のバーツ相場への影響度が高まるだろう。年初は、欧州、米国などにおける不透明感からリスク回避が強まりバーツが軟調となる可能性がある。年後半にかけては世界経済が緩やかに回復に向かい、投資家のリスク志向が高まることでバーツも堅調地合に復調するだろう。バーツと相関関係が高いシンガポールドルが当局の政策に沿って年後半に強含み推移となる見込みであることもバーツを下支えしよう。

(USD/THB) ドル/タイバツ相場



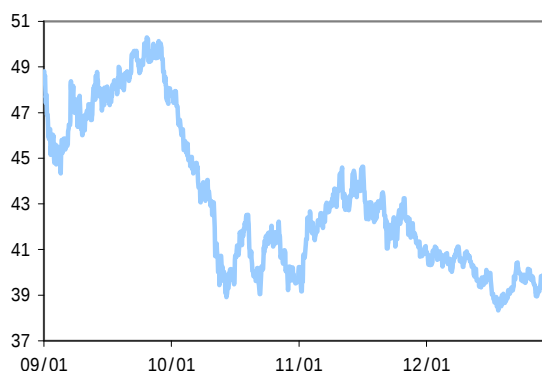
(資料) Bloomberg

(THB/JPY) タイバツ/円相場



(資料) Bloomberg

(EUR/THB) ユーロ/タイバツ相場



(資料) Bloomberg

(Index) タイSET指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	2.75	2.50	2.50	2.75	3.00
USD/THB	30.20 ～ 32.00 (30.71)	30.20 ～ 31.50 (31.20)	30.50 ～ 33.50 (32.80)	30.30 ～ 33.00 (31.50)	29.50 ～ 31.50 (30.50)	28.50 ～ 31.00 (29.50)
THB/JPY	2.404 ～ 2.734 (2.686)	2.60 ～ 2.75 (2.66)	2.45 ～ 2.75 (2.56)	2.40 ～ 2.70 (2.63)	2.55 ～ 2.85 (2.75)	2.60 ～ 2.90 (2.85)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

経常収支の安定がルピア相場安定の鍵。ルピア安局面ではインドネシア中銀が利上げする可能性
政治的な不透明感から資金逃避が発生するリスクも

インドネシア経済は足許堅調ながら、先行き政治リスクが警戒される

- 2012 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は 6% 台を維持し、インドネシア経済の底堅さを印象づけた。しかし内容を見ると若干懸念材料もある。純輸出のマイナス分を在庫の増加で穴埋めしており、今後需要が弱まった場合にはそのしわ寄せが来るであろう。また、二輪ローンの残高縮小に伴い売り上げが低下していることを見ると、信用の縮小が個人消費を圧迫している可能性がある。
- ただ、2013 年のインドネシア経済にとって最大のリスクは、政治リスクである。大統領選を睨んだ動きの中で政治的な不透明感を嫌気して急激な資金逃避が発生するリスクの方が経済へのショックは大きい。

対外収支動向は不安定ながら改善の兆し

- インドネシアの経常収支は、外需の鈍化を受けて輸出が減少する一方で、堅調な内需や資本財輸入を背景に輸入は高水準を維持して来たため 2012 年に入ってから赤字が拡大しルピア安圧力となっている。しかし足許、貿易収支の悪化は一服の兆しがあり、この傾向が続けば 2013 年には経常収支も黒字に転じるであろう。
- ただし、海外投資家の動向次第では国際収支が悪化するリスクはある。石炭大手ブミのケースではインドネシア企業のコーポレートガバナンス問題が露呈した。現職のユドヨノ大統領は次期大統領選に立候補できないため、政治的な不透明感がきっかけとなって海外投資家が資本を引き上げるリスクもあるだろう。

ルピア相場安定のため利上げの可能性も

- インドネシア中銀は 8 月に短期金利の誘導目標である FasBI 金利(預金ファシリティ金利)を 25bp 引き上げた。インドネシア中銀はルピア相場の安定を金融政策の主要な目標として掲げており、FasBI 金利の引き上げは、国際収支の悪化を受けたルピア安を抑制する意味合いが大きかった。当面は金融政策に変更はなさそうだが、あるとすればルピア相場安定のための利上げになる可能性が大きい。

国際収支の安定に伴いルピア相場は徐々に上昇

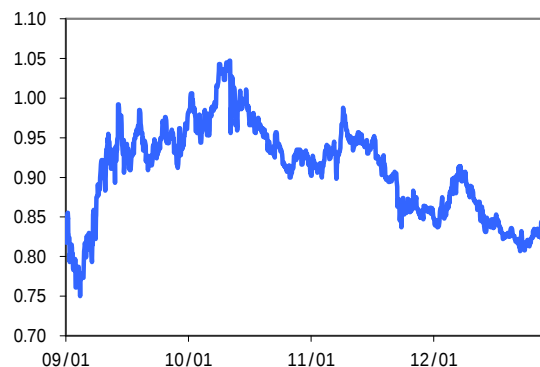
- 2012 年のルピア相場は経常収支の悪化を嫌気した資本流出によりほぼ一方的に下落した。それに対しインドネシア中銀は断続的にルピア買い介入を実施したが、介入資金不足の憶測により更にルピア売りが加速する局面もみられた。
- ルピア安の主因である国際収支の動向は改善の兆しが見え始めており、ルピア相場は当面は現状水準近辺で安定した後、次第に上昇に向かうと思われる。しかし、世界経済の不透明感の高まりとインドネシア経済の減速懸念などの内外の悪材料が重なることで、再びルピア売り圧力が強まるリスクは払拭できない

(USD/IDR) ドル/インドネシアルピア相場



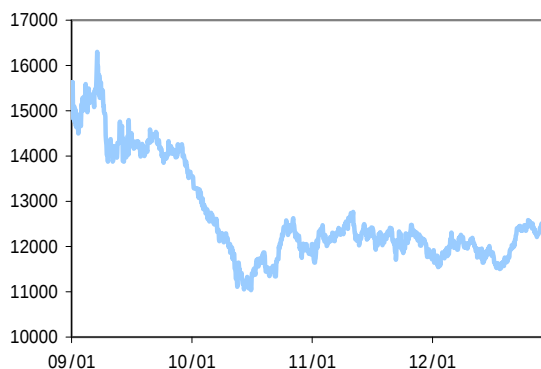
(資料) Bloomberg

(IDR/JPY) インドネシアルピア/円相場



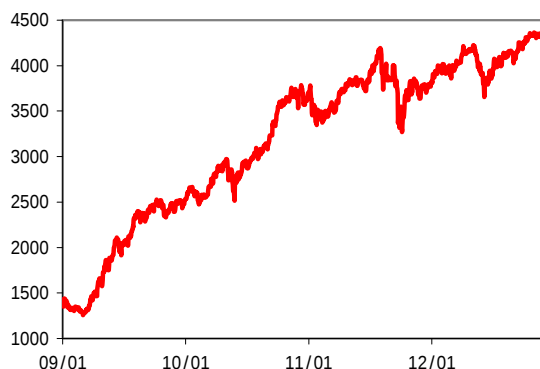
(資料) Bloomberg

(EUR/IDR) ユーロ/インドネシアルピア相場



(資料) Bloomberg

(Index) ジャカルタ総合指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	5.75	5.75	5.75	6.00	6.00
USD/IDR	8875 ～ 9664 (9618)	9500 ～ 9850 (9750)	9650 ～ 10100 (9800)	9450 ～ 9900 (9500)	9150 ～ 9600 (9350)	8800 ～ 9400 (9000)
IDR/JPY (100IDR)	0.806 ～ 0.920 (0.857)	0.83 ～ 0.88 (0.85)	0.81 ～ 0.89 (0.86)	0.81 ～ 0.89 (0.87)	0.84 ～ 0.93 (0.90)	0.86 ～ 0.96 (0.93)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

マレーシア経済は内需主導で比較的高い成長を達成

リングはリスク回避で下落する局面もあるが、中期的にはリング高トレンドに回帰

マレーシア経済は内需主導で堅調

- 2012年7～9月期実質GDP成長率は市場予想を上回る前年比5.2%となり、内需主導で拡大を続けるマレーシア経済と、外需の鈍化による向かい風をまともに受けて低迷する隣国シンガポール経済との対比が際立った。
- 内需の堅調は2013年4月までに実施が予定されている総選挙を視野に、政府が引き続き、財政面から景気刺激を行ったことで、個人消費、投資が拡大したことが主因である。政府は2012年に公務員給与引き上げや賞与の上積みなどを次々と実施し、インフレ率との相乗効果で消費者の購買力向上に繋がった。また2020年までに所得を倍増することを目指した官民共同の経済改革プログラム（ETP: Economic Transformation Programme）打ち上げも資源関連などの民間投資、公共投資拡大に繋がった。

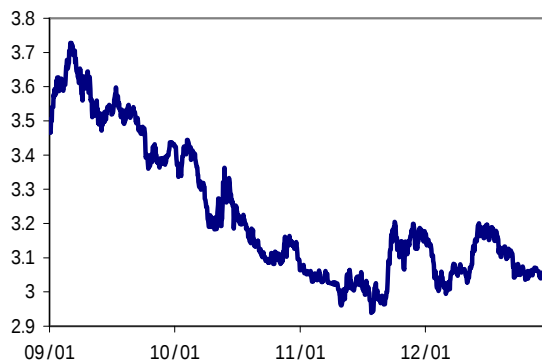
中銀は金利据え置きの見通し。ただし必要とあらば利下げ余地あり

- マレーシアのインフレ率は恐らく域内で最も低水準であろう。住宅ローンの高い伸びにもかかわらず不動産価格は落ち着いており、消費者物価上昇の主因は食品価格の上昇である。選挙を控えて食品及び燃料補助金は継続される公算が大きく、物価は今後も安定的に推移するだろう。
- インフレが落ち着いており、実質金利もプラスであることからマレーシア中銀は必要とあらば利下げをする余地がある。しかし将来的に補助金が削減された場合、物価上昇圧力が高まることや、外部環境が急激に悪化した際に備えて利下げカードを温存するためにも、当面は金融政策を据え置くと思われる。

中期的にはリング高。目先はリスク回避からリング安局面も

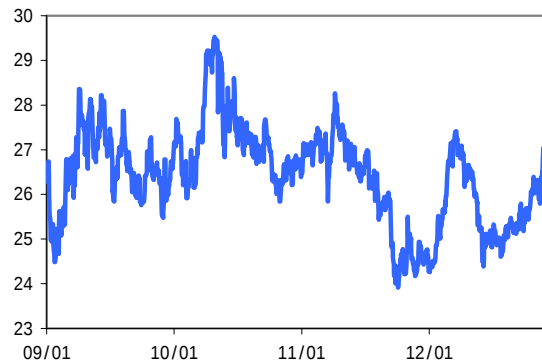
- リングは、最近の人民元高やシンガポールドル高の影響、マレーシアへの投資資金流入に支えられて足許堅調に推移している。しかし、米国や欧州の不透明感が払拭できないなかでリスク回避が強まる局面が来れば、資源国通貨の一角と看做されているリングは影響を受け易く、短期的に不安定な相場展開となる可能性がある。
- 利食い一巡後は割高感の剥落により、中期的なリング高トレンドに回帰すると思われる。マレーシアは域内でも比較的高い成長が見込まれ、継続的な投資資金の流入が期待できることや、資源輸出があり、工業製品輸出にのみに依存していない強みがリングを下支えしよう。

(USD/MYR) ドル/マレーシアリング相場



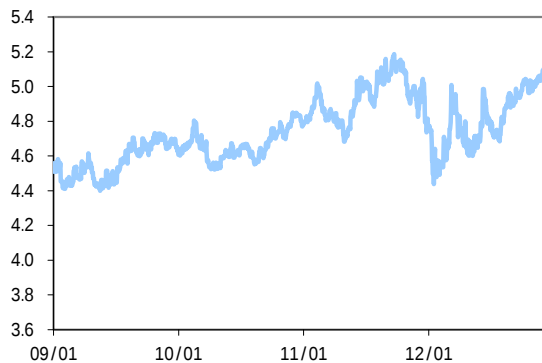
(資料) Bloomberg

(USD/MYR) マレーシアリング/円相場



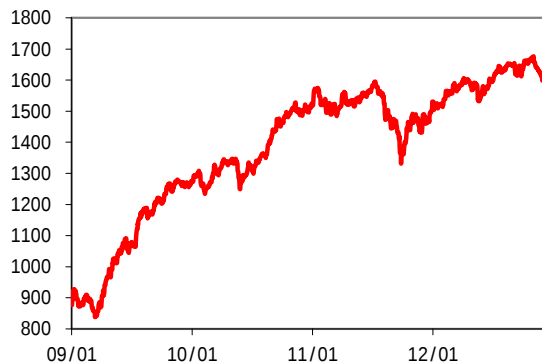
(資料) Bloomberg

(EUR/MYR) ユーロ/マレーシアリング相場



(資料) Bloomberg

(Index) FTSEブルサマレーシアKLCIインデックス



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
USD/MYR	2.993 ～ 3.207 (6.227)	3.02 ～ 3.16 (3.12)	3.06 ～ 3.22 (3.15)	3.02 ～ 3.20 (3.06)	2.98 ～ 3.12 (3.02)	2.92 ～ 3.06 (2.96)
MYR/JPY	24.203 ～ 27.520 (13.246)	26.00 ～ 27.50 (26.60)	25.00 ～ 27.50 (26.67)	25.00 ～ 27.50 (27.12)	25.80 ～ 28.50 (27.81)	26.50 ～ 29.20 (28.38)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

目先は一方的なペソ高に調整も

中期的にはファンダメンタルズの改善や、海外労働者による送金がペソを下支え

フィリピン経済は堅調な消費、投資を受けて好調

- 2012 年 7～9 月期実質 GDP 成長率は前年比 7.1% の高水準となった。GDP の 7 割を占める個人消費が 6 月に実施された最低賃金引き上げや雇用環境の改善を背景に引き続き堅調だったことに加えて、公共投資が拡大したことが主因である。公共投資は、計画から大幅に遅れる従来の傾向が改善され、インフラ投資などが加速した。
- 2013 年も官民連携事業の加速によるインフラ投資の拡大が見込まれることに加え、個人消費も公共投資の拡大による雇用・所得環境の改善により堅調が続くであろう。輸出は外需の弱さとペソ高を受けて鈍化する見通しだが、従来輸出の約 6 割を占めていたエレクトロニクス関連が 2012 年は 4 割に低下し、代わって化学及び輸送機器輸出の割合が増加するなどの構造改革が進みつつあり、外的ショックによる影響は多少分散されるであろう。

経常収支は海外労働者による送金により黒字。海外からの投資も増加

- 貿易収支は恒常的に赤字だが、海外出稼ぎ労働者による本国への送金が穴埋めして経常収支は黒字となっている。海外労働者による送金額は年々増加し、2012 年も過去最大を記録しそうである。加えて、堅調な経済とアキノ政権への信頼、大手格付け会社によるソブリン格付け引き上げなどを背景に海外からの資金流入も増加している。

フィリピン中銀は当面金利据え置き。外部環境が悪化すれば追加利下げの可能性も

- 2011 年末にかけてインフレ率が大幅に低下したことを受けてフィリピン中銀は 2012 年早々に利下げを行い、その後も世界的な景気減速懸念とペソ高抑制のため計 4 回の利下げを実施した。インフレは再び緩やかな上昇傾向にあるため、フィリピン中銀は当面利下げを見合わせるであろうが、外部環境が更に悪化する局面があれば追加利下げの可能性もある。

目先は一方的なペソ高に調整も。調整一巡後はペソ堅調地合が復調

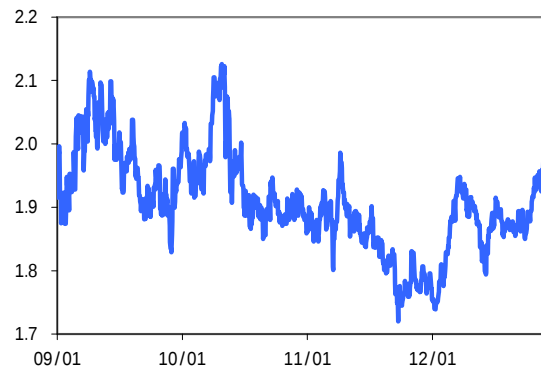
- 2012 年のフィリピンの高パフォーマンスは際立っていた。ペソはアジア通貨の中で最も上昇した通貨であり、株価指数も史上最高値を更新中である。フィリピン中銀は急激なペソ高を抑制するため断続的にペソ売り介入や利下げを実施したが、ペソは海外からの送金や投資資金の流入により 2008 年につけた対ドル高値 40 を窺う水準まで上昇している。
- ペソの上昇がほぼ一方的で、そのペースも速かったため調整が入り易い状態であり、タイミング的には 2013 年 1～3 月期の可能性が高い。中期的には、引き続き景気が堅調に推移する見通しであり、また、財政赤字削減や対外債務健全化などファンダメンタルズに改善が見られることから、利食い一巡後はペソ堅調地合が復調すると予想する。

(USD/PHP) ドル/フィリピンペソ相場



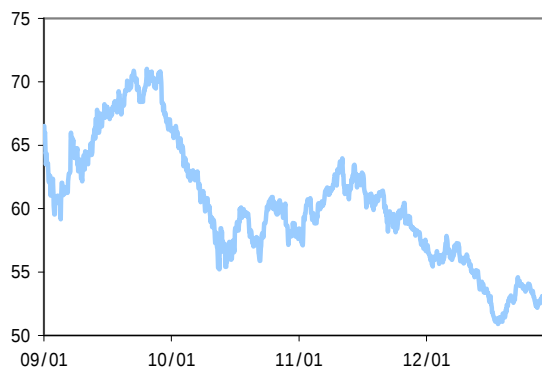
(資料) Bloomberg

(PHP/JPY) フィリピンペソ/円相場



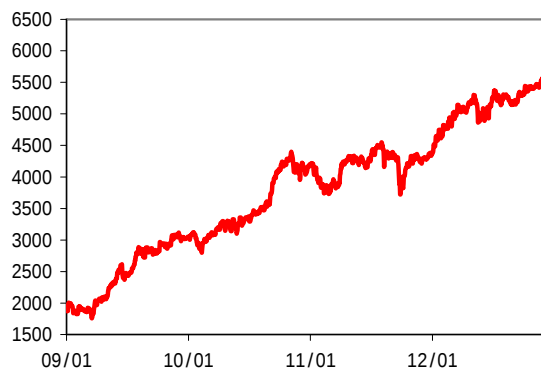
(資料) Bloomberg

(EUR/PHP) ユーロ/フィリピンペソ相場



(資料) Bloomberg

(Index) フィリピン総合指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	3.50	3.50	3.25	3.25	3.25
USD/PHP	40.8220 ～ 44.3500 (6.2266)	40.50 ～ 43.50 (42.50)	41.00 ～ 45.50 (43.80)	41.00 ～ 43.50 (42.00)	39.50 ～ 42.50 (40.50)	39.00 ～ 42.00 (39.50)
PHP/JPY	1.735 ～ 2.017 (13.246)	1.95 ～ 2.05 (1.95)	1.85 ～ 2.05 (1.92)	1.87 ～ 2.07 (1.98)	1.90 ～ 2.13 (2.07)	1.92 ～ 2.17 (2.13)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

インフレリスクの顕在化により利下げの可能性は後退

中銀はドンの政策バンドを現状水準で維持。ただし外部環境が悪化すればドン切り下げの可能性も

経済は緩やかに回復。2013 年も景気拡大が継続

- 2012 年のベトナム経済は、成長のペースは前年からは減速しているものの、公務員の最低賃金引き上げや公共投資の加速、利下げ効果から穏やかに拡大した。輸出環境は引き続き厳しいが、対中輸出に回復の兆しが見えてきたことは明るい材料である。
- 2013 年は、中国向けの輸出の回復基調が継続すれば、製造業も拡大が期待できる。公共投資も引き続き景気を下支えするであろう。ベトナム経済へのリスクは不良債権問題と米国、欧州経済の下振れなどの外的ショックである。

手付かずの不良債権問題と外部環境の悪化が経済のリスク

- 信用の伸びは 2011 年末にかけて急激に縮小し、その後もリーマンショック直後の水準を下回る低水準に留まっている。この状況は借入需要の減少だけでは説明できず、金融機関による貸し渋りが進行していることの現れであろう。
- 一時期 IMF からの借り入れによって銀行に資本を注入し不良債権を一掃するとの観測も流れたが、結局抜本的な対策は打ち出されていない。経済が穏やかながら拡大し、輸出も回復基調であるため事無きを得ているが、外部環境が悪化すれば、資本毀損、貸し渋り、景気悪化の悪循環に陥る脆弱性を孕んでいる。

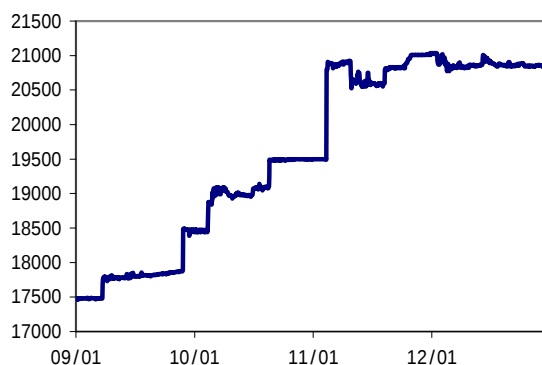
インフレ再燃リスクから利下げの可能性は後退

- 2011 年後半から急速に低下したインフレ率は 2012 年後半に再び上昇に転じている。食品価格は比較的落ち着いているものの、非食品価格の上昇率が二桁台に乗せていることは警戒を要する。
- ベトナム中銀は 2012 年初から政策金利であるリファイナンスレート及びディスカウントレートをトータルで 5%引き下げる大幅な利下げを行った。しかしインフレの再燃で利下げの可能性は後退した。今後の景気対策としては、利下げより銀行の不良債権問題を解決し貸し渋りを解消することが望ましい。

ベトナム中銀は政策バンドを現状水準で維持。外部環境が悪化すればドン切り下げの可能性も

- 2012 年のベトナムの経常収支の改善は顕著で 6 年ぶりに黒字に転じた。外貨準備も潤沢とは言えないものの約 3 年ぶりに 200 億ドルを越えて、現在のところドンに切り下げ圧力がかかる環境ではないだろう。
- インフレリスクが顕在化する中、ベトナム中銀はドンの切り下げを避け、現状水準で政策バンドを維持して行くことを目指すであろう。しかし外部環境の悪化により資金流出が強まれば、ドン切り下げを余儀なくされる可能性もある。

(USD/VND) ドル/ベトナムドン相場



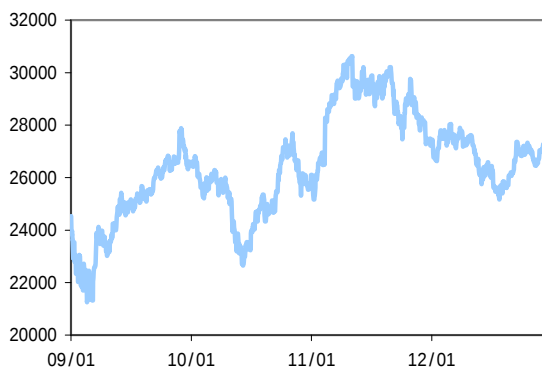
(資料) Bloomberg

(VND/JPY) ベトナムドン/円相場



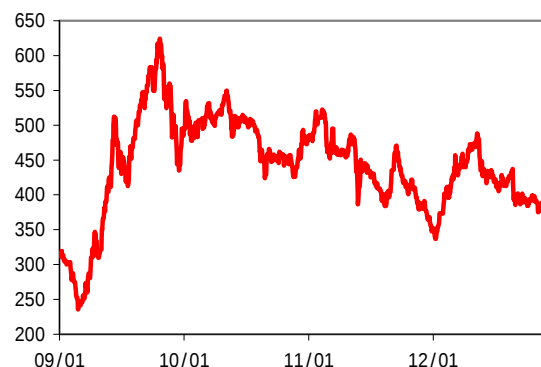
(資料) Bloomberg

(EUR/VND) ユーロ/ベトナムドン相場



(資料) Bloomberg

(Index) ベトナムVN指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	9.00	9.00	9.00	9.00	9.00
USD/VND	20550 ～ 21158 (20850)	20750 ～ 21200 (20950)	20800 ～ 21500 (21000)	20800 ～ 21500 (20900)	20750 ～ 20950 (20850)	20600 ～ 20900 (20850)
10000VND /JPY	35.96 ～ 40.67 (39.56)	38.40 ～ 40.40 (39.62)	38.00 ～ 41.00 (40.00)	37.50 ～ 40.50 (39.71)	38.00 ～ 41.00 (40.29)	38.50 ～ 41.50 (40.29)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30日のクローズ。
2. 実績値はブルームバークの値などを参照。
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)。

インドルピー

インフレ根強いが落ち着く方向にあり、インド中銀は先行き金融緩和を展望

悪材料は概ね織込み済み。ただし、原油価格の高騰はリスク要因

インド経済は減速。原油価格動向がリスク要因

- インド経済は7～9月期も前年同期比+5.5%と4～6月期の+5.5%から減速し、底打ちしたかどうかは未だ定かではない。7～9月期の鉱工業生産は好転しつつあるが、輸出は依然として低迷しており、底打ちしたとしても回復のペースは緩慢なものとなろう。
- 原油価格上昇による輸入の増加と、世界経済の減速を受けた輸出の減少により経常赤字は1～3月期に過去最大水準まで拡大した。
- 2013年は景気が緩やかに回復する見込みだが、原油価格の動向次第では再び減速するリスクもある。地政学的リスクの高まりなどによって原油価格が高騰すれば、経常赤字の拡大、補助金負担の増加による財政赤字の拡大、インフレ懸念から金融政策の政策オプションが限定されるなど様々な面でインド経済の下押し要因となろう。

インフレは高止まりも、状況が改善すれば中銀は利下げを模索

- 景気減速にもかかわらずインフレ圧力は続こう。少雨による食料品価格の上昇と、ディーゼル価格引き上げによる物価押し上げ圧力は根強く、総合的なインフレ指数が低下に向かうのは2013年後半になるだろう。しかし、コア物価に相当する工業品（加工食品を除く）価格は落ち着く方向にあり、上昇したとしても警戒を要する程に加速することはなさそうだ。
- インド中銀は2012年4月に政策金利を予防的に引き下げた後は金利を据え置いている。インフレ率がインド中銀の目標である5%以下を大幅に上回っており、また財政再建計画の実行が遅延していることが利下げに対して慎重な理由である。しかし、インフレが高止まりしているとはいえ利上げをする状況でもない。供給サイドの要因によるインフレに対して金融政策の効果は限定的だからである。8月の財務省人事の交代で財政再建への取り組みの進展が期待され、今後は計画の進捗次第ではむしろ利下げ余地が出てくると思われる。特に景気下振れリスクが高まることがあれば利下げの可能性が高まろう。

ルピー売り材料は織込み済み。改善が見られればルピー上昇の可能性も

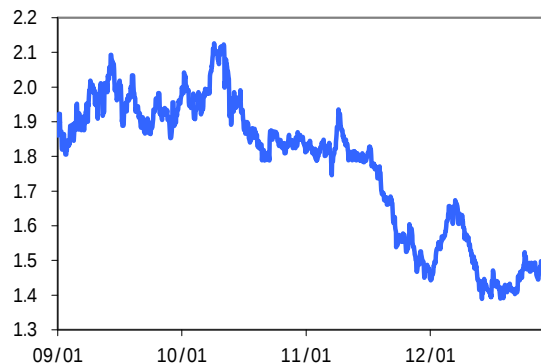
- 2012年前半のルピー相場はインド経済の減速とインフレ高止まり、経常収支の赤字拡大、財政改革の遅れなどの悪材料が重なってルピーが一方向的に下落した。後半はインド中銀によるルピー安抑制策や直接投資規制緩和の効果タイムラグを伴って現れはじめ、更に内閣改造後に発表された財政改革案を好感してルピーが反発する展開となった。
- 2013年は米国や欧州における不透明感から目先はリスク回避が強まる局面もあるだろうが、インフレ、経常収支の悪化、財政改革の停滞などの多くの悪材料はすでに織込み済みと思われる。よってそれらの状況が更に悪化しない限りルピーが大幅に売られることはないだろう。改善すればポジティブサプライズとして割安感のあるルピーが買われる可能性もある。ただし、原油価格が急騰する事態になればインド経済への影響は大きく、その際はルピーが売られるリスクがある。

(USD/INR) ドル/インドルピー相場



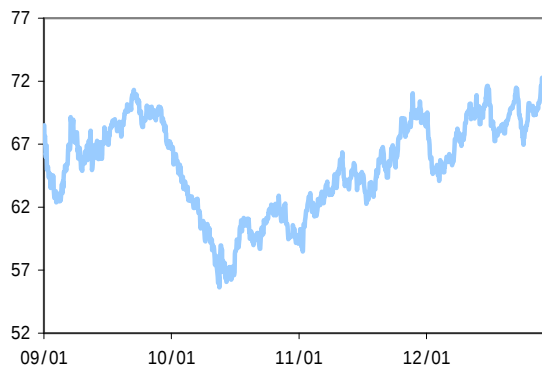
(資料) Bloomberg

(INR/JPY) インドルピー/円相場



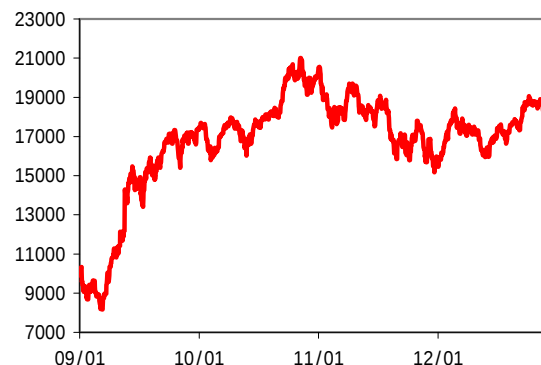
(資料) Bloomberg

(EUR/INR) ユーロ/インドルピー相場



(資料) Bloomberg

(Index) インドSENSEX30指数



(資料) Bloomberg

	2012年 1～11月(実績)	12月期	2013年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
政策金利	-	8.00	7.75	7.50	7.50	7.50
USD/INR	48.609 ～ 57.328 (54.265)	51.0 ～ 58.0 (56.5)	52.0 ～ 59.0 (53.5)	49.0 ～ 54.5 (51.0)	47.5 ～ 53.0 (48.0)	46.0 ～ 52.0 (48.5)
INR/JPY	1.386 ～ 1.683 (1.516)	1.42 ～ 1.56 (1.47)	1.42 ～ 1.62 (1.57)	1.45 ～ 1.70 (1.63)	1.52 ～ 1.80 (1.75)	1.55 ～ 1.85 (1.73)

(注) 1. 実績の欄は11月30日までで、カッコ内は11月30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

シンガポール資金室

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コーポレート銀行に属し、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。