

2023年11月15日 全8頁

通貨安のASEANで相次ぐ利上げ

2023年の通貨安は、ファンダメンタルズを反映したものではない

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2023年10月、これまで半年以上政策金利を据え置いていたインドネシアとフィリピンが利上げを発表した。利下げを始める新興国も多い中で、一部のASEAN諸国が利上げを行った理由は、対ドル為替レートの下落にある。米国との金利差縮小やASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の実質金利の低さといった資本取引要因による影響が大きい。
- ASEAN5の経済統計を見ると、フィリピンを除く4カ国では、好調なサービス産業、低いインフレ率、経常赤字の縮小といった点で、ファンダメンタルズが改善している。米国の「利上げ終了」観測が市場で強まれば、各国のファンダメンタルズが再び評価され、為替レートも安定しやすいただろう。一方で、高インフレと経常赤字を抱えるフィリピンは、唯一為替レートへの下落圧力が続きやすい。
- 2024年は、ASEAN5各国でも利下げの議論が始まるだろう。米国の金融政策による影響を受けやすい点に鑑みると、各国が利下げを開始するのは、米国が利下げを開始してからになるだろう。そのような中、ASEAN各国の金融政策の舵取りが再び難しくなるのは、米国が利下げを開始する段階で、同国のリセッションリスクが高まる場合である。市場でリスク回避の動きが強まり、ASEANからも資本が流出しやすくなるためである。そうなれば、米国の利下げ以降も、ASEAN各国はしばらく利下げに踏み切れない状況が続くだろう。

ASEAN5の一部で、相次ぎ利上げ実施

ASEAN5（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム）の一部で利上げが相次いでいる¹。2023年9月には、ウクライナ危機後の2022年8月から利上げを続けているタイが追加利上げを実施したのに加え、2023年10月には、それまで半年以上政策金利を据え置いていたインドネシアとフィリピン²が0.25%ptの利上げを発表した。

¹ タイ、インドネシア、フィリピン以外では、ベトナムが2023年6月の利下げ以降、政策金利を据え置いて様子見の姿勢を維持しているほか、マレーシアも2023年10月の金融政策決定会合で利上げを見送った。

² 10月26日に開催した緊急金融政策決定会合で、利上げを決定した。

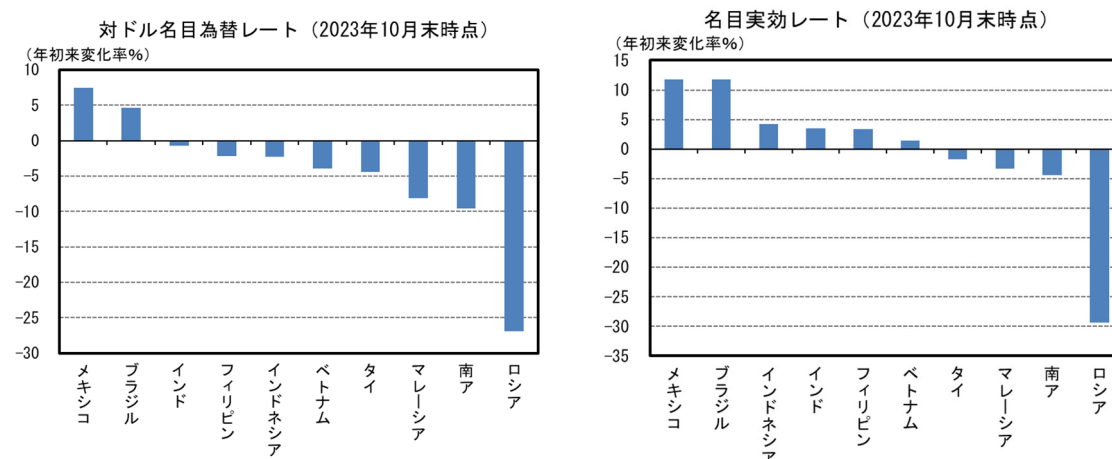
世界を見ると、ブラジルやチリ中央銀行（中銀）は利下げを行っているほか、欧州中央銀行（ECB）は2023年10月に、昨年の利上げ開始以降で初めて政策金利の据え置きを決定するなど、金融政策の方向が、引き締めから緩和または様子見に移行しつつある国も少なくない。そのような中、ASEAN5の一部が金融引き締めを行っている最大の理由は、対ドル為替レートの下落にある。

対ドル為替レートは下落。名目実効レートの下落は限定的

ASEAN5の対ドル名目為替レートは、2023年初から2023年10月末までに、マレーシアリングが▲8.2%、タイバーツが▲4.4%、ベトナムドン（実勢レート）が▲4.0%、インドネシアルピアが▲2.3%、フィリピンペソが▲2.1%下落した（図表1左）。特に、同年10月にアジア通貨危機以来の安値を更新したマレーシアリングの下落率が大きかった。対ドルで上昇したメキシコペソやブラジルリアルなどの通貨と比べると、その差は歴然としている。

ただし、名目実効レート（2023年10月末時点）を見ると、マレーシアリング（▲3.3%）とタイバーツ（▲1.8%）が2022年末比で下落した一方、それ以外は上昇した（図表1右）。これは、マレーシアリングとタイバーツがドル以外の通貨に対しても減価したことを意味しているが、下落率は対ドルと比べるとそれほど大きくない。ASEAN5の為替レートの動きは、ドル高の影響を大きく受けていることが分かる。

図表1 対ドル名目為替レートと、名目実効レートの変化率（いずれも2023年10月末時点）



（出所）JP Morgan/Haver Analytics、Bloombergより大和総研作成

対ドル為替レート下落は、米国の金融政策に起因した資本取引によるもの

ブラジルやメキシコと比較して、ASEAN5通貨の対ドル為替レートが相対的に弱い理由には、米国との金利差の縮小や、ASEAN5の実質金利の低さといった資本取引要因が挙げられる。図表2（左）は、ASEAN5と米国の長期金利の差を表したものである。2023年後半以降の推移を見ると、ブラジルとメキシコが5%ptを上回って推移しているのに対し、ASEAN各国ではインドネシ

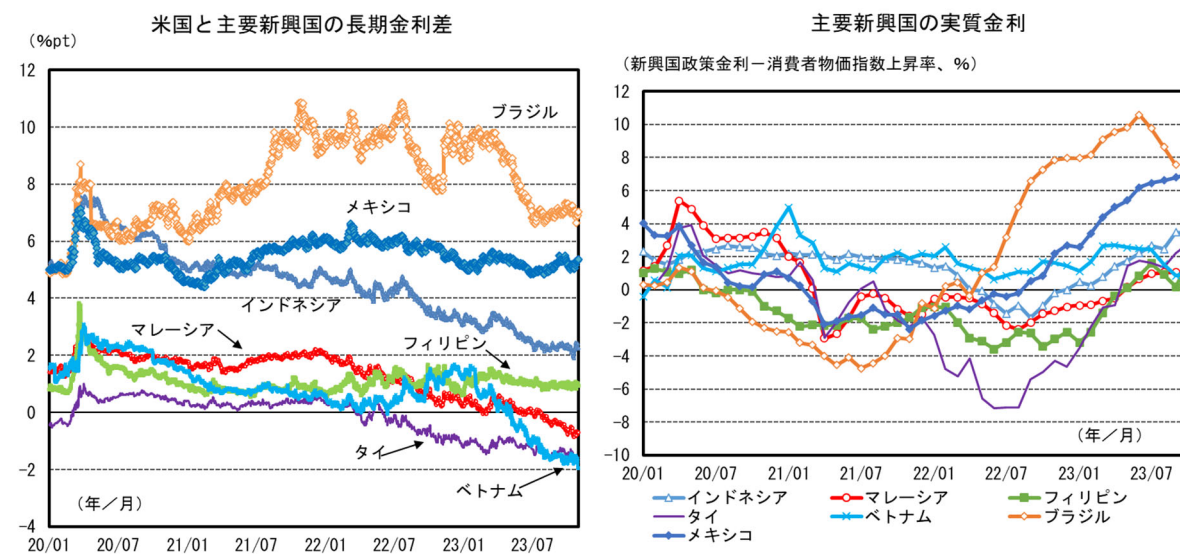
アとフィリピンが小幅のプラスながら縮小傾向に、マレーシア、タイ、ベトナムはマイナス圏にある。

さらに、各国の実質金利（政策金利－消費者物価指数（CPI）上昇率）を比べると、こちらも、ブラジルとメキシコの実質金利が6%を超える高い水準で推移しているのに対し、ASEAN 各国の実質金利は低位にある（図表2右）。特に、フィリピン、ベトナム、マレーシアでは、直近（2023年9月末）の値が1.5%未満と低い。資源高を背景に2021年秋ごろから大幅な利上げを行ってきたブラジル（11.00%pt³）、メキシコ（7.25%pt）と比べ、ASEAN5では、フィリピンが4.50%pt、インドネシアが2.50%pt、タイが2.00%pt、ベトナムが2.00%pt、マレーシアが1.25%ptと利上げが小幅なものにとどまったことが原因である。

ASEAN5と米国との金利差縮小や実質金利の低さは、ドルを各国通貨に替えて預金することや、現地通貨建て債券に投資するインセンティブを削ぐこととなる。実際、海外投資家の本国通貨建て債券保有比率が高いインドネシアでは、2023年8、9、10月と債券への資本フローが流出超となった。また、実質金利が低水準にあるマレーシアやタイでは、将来の利下げ余地が限られていることから、株式への資本フローも流出超となる月が多かった。

これに加え、新政権発足までに時間を要したタイでは、セター首相が、デジタル通貨の配布とといった、ばらまきとも捉えられる政策を発表したことで財政不安が生じ、バーツ安を誘った。さらに、ASEAN5の中で最も半導体産業が進んだマレーシアでは、世界的な半導体需要の低迷や、電子機器分野で貿易関係が強い中国の景気減速リスクがリング安を促した。タイバーツとマレーシアリングの名目実効レートが下落したのは、このような個別要因も影響していると考えられる。

図表2 米国と主要新興国の長期金利差、主要新興国の実質金利



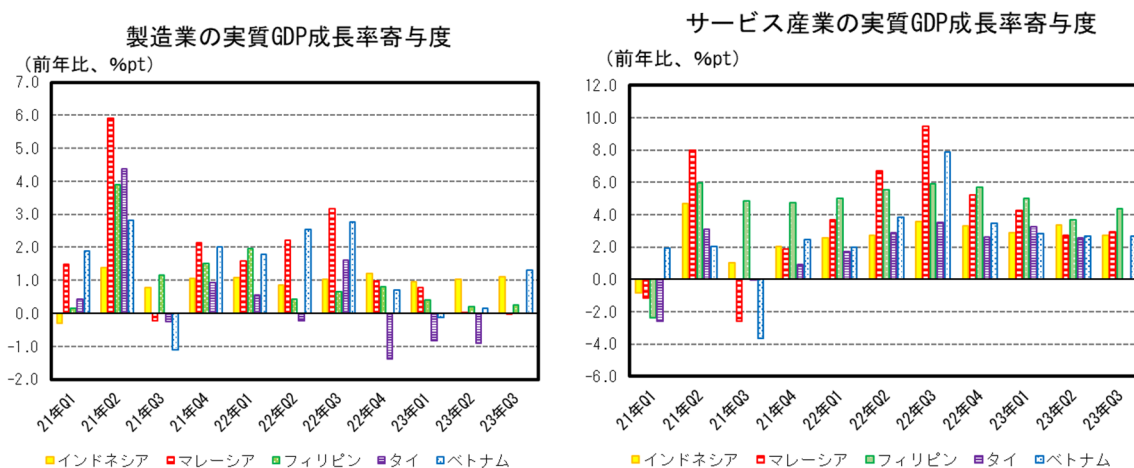
³ 2021年から2023年10月までの利上げ幅の累計。ブラジルとベトナムはこの間、利下げも行ったが、それは計算に入っていない。

ファンダメンタルズは良好な国が多い

外需の減速が内需に波及する悪循環は起きていない

実体経済に目を向けると、通貨安とは裏腹に、多くの国のファンダメンタルズが改善している。図表 3 は、各国の実質 GDP 成長率の産業別寄与度を、製造業とサービス産業に分けたものである⁴。データが発表されたベトナム、マレーシア（速報ベース）、インドネシア、フィリピンでは、2023 年に製造業のプラスの寄与度が縮小した（またはマイナスとなった）一方、サービス産業は堅調で、各国で+2.0%pt 以上成長を押し上げた。中国経済の減速や、世界的な電子機器需要の低迷で各国の財輸出が減速した一方、コロナ禍からの回復に伴う繰越需要が続いたことで「卸・小売」、「宿泊・外食」、「娯楽」産業が底堅かった。ASEAN5 でサービス分野の繰越需要が長く続いている背景には、先進国と比較して厳しい行動規制が長期間にわたって続いたことや、海外からの観光客の回復傾向が続いていること、インフレの抑制に成功したことで実質可処分所得の伸びが安定している点が挙げられる。

図表 3 製造業とサービス産業の実質 GDP 成長率寄与度

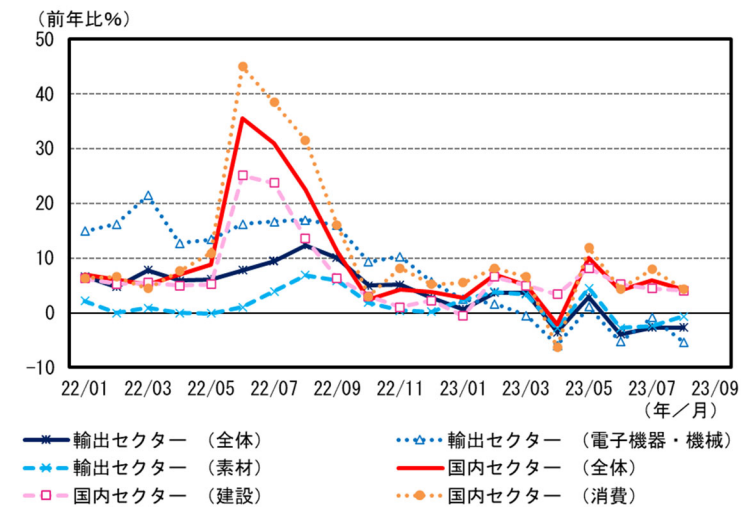


(出所) 各国統計より大和総研作成

図表 4 は、ASEAN5 の中でも電子機器の輸出規模が大きく、外需減速の影響を最も受けやすいマレーシアの鉱工業生産をセクター別に表したものである。2023 年半ば以降、「電子機器・機械」「素材」といった輸出セクターの鉱工業生産は、前年比マイナス圏で推移する一方、「消費」「建設」といった国内セクターは、前年比+5.0%前後のプラス圏で推移している。これを見ると、外需依存度の高いマレーシアにおいても、外需の減速が内需に波及する悪循環までには至っていないことが分かる。

⁴ タイの実質 GDP は 11 月 20 日に発表予定。

図表4 マレーシアの鉱工業生産（セクター別）

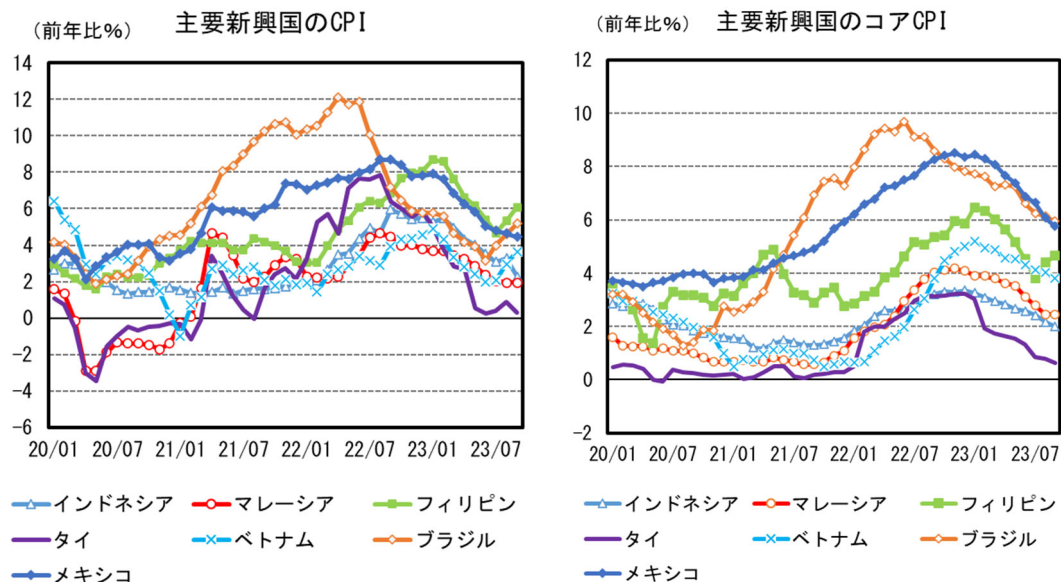


(出所) マレーシア統計庁より大和総研作成

フィリピンを除く4カ国では、物価も安定

フィリピンを除く4カ国のCPIは、それぞれ2023年1月までに前年比でピークアウトし、2023年5月以降はインフレ目標の上限を下回って推移している⁵。特にコアCPIの伸び率は、ブラジルやメキシコと比べても低い（図表5）。

図表5 主要新興国のCPIとコアCPI



(出所) 各国統計より大和総研作成

フィリピンを除く4カ国で、CPIが安定的に推移している理由は2点考えられる。まず、ウク

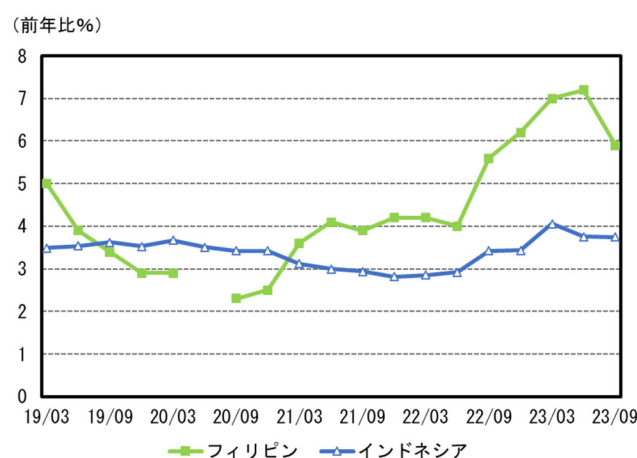
⁵ マレーシアはインフレ目標を採用していないため、中銀の2023年の予測値（前年比2.8%-3.8%）を基準とした。

ライナ危機を契機とした資源高が、それ以外の幅広い品目に波及しなかったことである。各国政府が補助金を支給し、国内の燃料価格の上昇を抑えたことが奏功し、期待インフレ率の上昇が見られなかった（図表 6 のインドネシアが一例）。2 つ目は、供給制約に伴うサービスの需給ひっ迫を回避できたことにある。中国のゼロコロナ政策やそれに続く景気減速を背景に、中国からの観光客数の回復は緩やかなものにとどまっている。これによって、ASEAN5 では「宿泊・外食」や「娯楽」といったサービス産業における労働需給のひっ迫を回避できている。

ASEAN5 の中で唯一、インフレ圧力が根強いのがフィリピンである。フィリピンの CPI は、2022 年 3 月以降、インフレ目標（前年比+3.0%±1.0%）の上限を上回り続けており、前月比では、2023 年 8、9 月の 2 カ月連続で+1.0%を超えた。根強いインフレの原因は、穀物や野菜など食品価格の上昇に加え、期待インフレ率が高い点にある（図表 6）。CPI に占める食品と非アルコールの割合が 38%と、他の新興国と比べて大きいフィリピンでは、食品価格の上昇が期待インフレ率の上昇につながりやすい傾向にある。ウクライナ危機をきっかけとした食品価格の上昇が、期待インフレ率のコントロールを難しくし、CPI の高止まりを引き起こしている。

このように、フィリピンを除いた 4 カ国はインフレの抑制に成功しており、通貨安に伴う輸入物価の上昇を差し迫ったリスクと捉える局面にはない。ASEAN5 の中で唯一、フィリピンはインフレを理由とした利上げを必要としているといえる。

図表 6 期待インフレ率（企業調査に基づく）



(注) フィリピンの 2020 年 6 月のデータは未調査。

(出所) 各国統計より大和総研作成

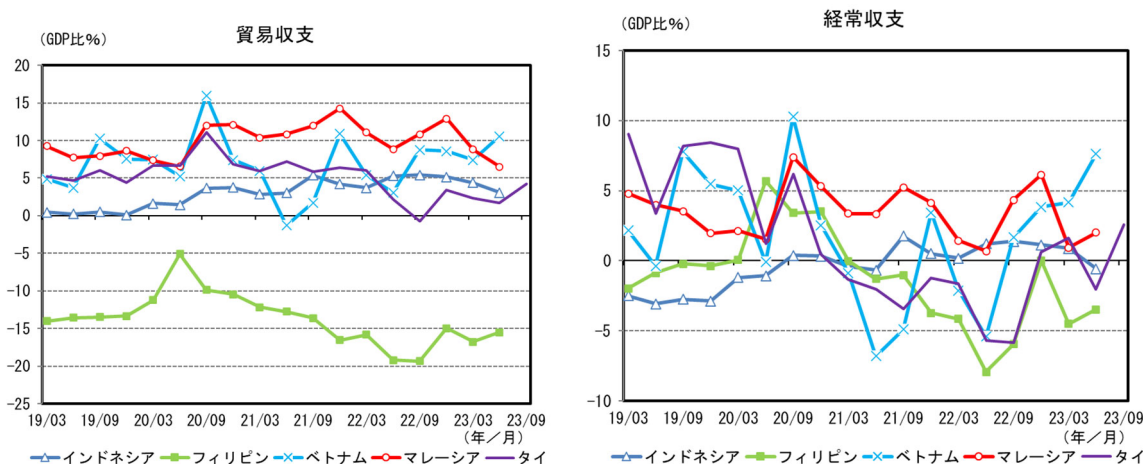
2023 年に入ってからの経常赤字の急拡大は見られない

ASEAN5 の経常収支を見ると、2023 年は黒字を維持／黒字に転換した国が多い（図表 7）。その好例がタイである。コロナ禍以降、経常赤字が続いてきたタイでは、旅行産業を中心としたサービス収支の赤字幅が縮小したことで、2023 年 7-9 月期に経常黒字となった。逆に、資本流出が目立ったインドネシアでは、2023 年 4-6 月期に 8 期ぶりの経常赤字となったが、GDP 比 5%程度の規模を維持する貿易黒字がバッファーとなったことで、経常赤字の幅は限定的であった。

唯一、経常赤字が定着しているのがフィリピンである。フィリピンでは、国内の製造基盤が乏しく、原材料や中間財、資本財の調達を海外に依存しているため、GDP 比▲10%を超える貿易赤字が定着している。2023 年は資源高が一段落し、貿易赤字が縮小したことで、経常赤字も GDP 比▲5%を下回って推移しているが、ASEAN5 の中ではその規模が目立っている。

このように、フィリピンを除いた ASEAN4 カ国では、2022 年と比べて、経常取引要因が通貨安を促すリスクは小さくなっているといえる。

図表 7 ASEAN5 の貿易収支と経常収支



(注) 各国の GDP は、4 四半期の後方移動平均を用いた。

(出所) 各国統計より大和総研作成

米国の利上げ終了観測で通貨安に歯止め。2024 年は利下げを探る段階に入る が、米国のリセッションリスクに注意

足元の ASEAN5 の為替レートは、米国の長引く利上げの影響を大きく受けて推移している。ブラジルやメキシコと比べて、通貨が相対的に弱いのは、ASEAN5 のこれまでの利上げ幅がブラジルやメキシコよりも小さく、内外金利差という点で魅力が小さいためである。決して、各国のファンダメンタルズの弱さを表しているわけではない。米国の「利上げ終了」観測が市場で強まれば、ASEAN 各国のファンダメンタルズが再び評価されることで、各国の為替レートも安定しやすいただろう。2023 年 10 月、マレーシア中銀が、リング安の進む中でも政策金利を据え置いたのは、そのような認識が背景にあると考えられる。インフレが安定する中で、通貨防衛のための利上げを行うことは、内需の拡大に水を差すデメリットの方が大きくなるためである。

唯一注意が必要であるのは、フィリピンである。経常赤字と高インフレが続く同国では、自国通貨ペソに下落圧力が高まりやすい。ASEAN5 の中でもフィリピンは、金融引き締め局面が長引く可能性がある。

2024 年は、ASEAN5 各国でも利下げの議論が始まるだろう。米国の金融政策による影響を受けやすい点に鑑みると、各国が利下げを開始するのは、米国が利下げを開始してからになるとみられる。ただし、米国が利下げを開始する段階で、同国のリセッションリスクが高まる場合、

ASEAN 各国の金融政策の舵取りは再び難しくなるだろう。これまで、米国の内需が縮小して輸入数量が落ち込むと、アジア新興国（中国を除く）の輸出数量も連動して落ち込む傾向が見られてきた（図表 8）。逆に、2022 年後半以降、外需の減速リスクが高まる中でも、アジアの輸出数量がそれほど落ち込まなかったのは、米国の内需が底堅かったためである。米国の景気後退入りが確実となれば、アジアの輸出産業はこれまで以上の打撃を受ける可能性がある。市場ではリスク回避の動きが高まり、ASEAN5 から資本が流出しやすくなる。そうなれば、米国の利下げ以降も、ASEAN 各国はしばらく利下げに踏み切れない状況が続くだろう。

図表 8 アジア新興国（中国を除く）輸出数量と米国輸入数量



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成