

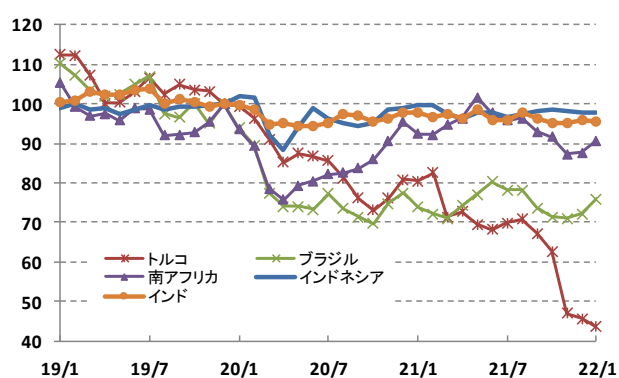
## ASEAN・インド経済：選別売り進む中で、底堅く推移するアジア通貨

2022年は先進国で広がる利上げの動きを受けて、新興国通貨は引き続き下落圧力に晒されるだろう。ただ、こうした中であっても、ASEAN主要国とインドの通貨は底堅く推移することが見込まれる。ASEAN主要国は堅調な財輸出や海外送金が改めて評価されていること、インドは積極的な投資誘致策等により資金流入の勢いが続いていることがその背景である。また、通貨の脆弱性が高いとされてきたインドとインドネシアでは、外貨準備高が積み上がり、通貨急落リスクへの耐性が一段と高まっていることも安心材料である。ASEAN主要国とインドのリスクは、内需回復が本格期に入ることインフレ圧力が高まることである。各国の政府・中銀が景気を抑えてでもインフレ抑制に動けるかは不確実であり、インフレが想定以上に加速した場合は改めて通貨が選別売りの対象になることには注意が必要であろう。

## 下落圧力に晒される新興国通貨

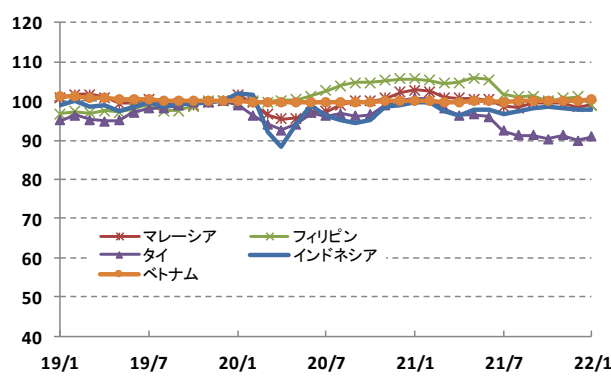
新型コロナの感染拡大が始まった2020年以降、新興国通貨に対する選別売りの動きが顕在化した。通貨安に直面しやすい国とされる「フラジャイル5<sup>1</sup>」の中でも、トルコやブラジルの通貨は、コロナ前の2019年12月末との比較で、それぞれ2022年1月末時点で▲56%、▲24%と大幅に減価。また、南アフリカの通貨は、2020年に経常黒字に転じたことなどから上昇する場面もあったが、その後再び下落するなど不安定な動きを続けている。2022年も、先進国で広がる利上げの動きを受けて、新興国通貨は通貨下落圧力に晒されるだろう。実際に通貨が大幅に下落した国では、外貨建て債務の負担増加や輸入物価上昇などを通じて、経済に混乱をきたすこととなる。

フラジャイル5の為替動向(対米ドル、2019年12月=100)



(出所)CEIC

ASEAN5の為替動向(対米ドル、2019年12月=100)



(出所)CEIC

こうした中、ASEAN5<sup>2</sup>とインドの通貨は、タイバーツこそコロナ前から10%程度減価しているが、その他の国は数パーセント程度の下落に止まり、全体として底堅い動きが続いている。ASEAN5の通貨が安

<sup>1</sup> インド、インドネシア、トルコ、ブラジル、南アフリカ。経常赤字体質や高インフレなどから投資家に通貨が売られやすいとされる。

<sup>2</sup> インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、ベトナム。

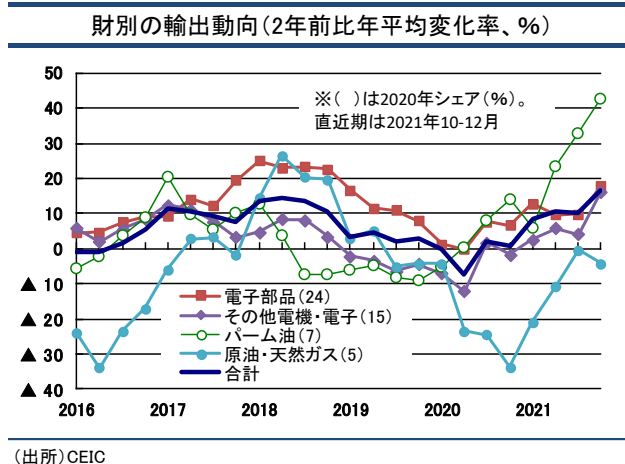
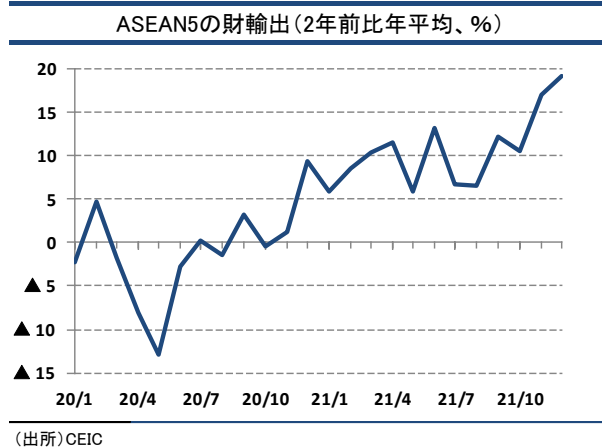
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

定して推移している背景として、外貨を稼ぐ力が改めて評価されていることが考えられる。ASEAN5の財輸出は、マレーシア、ベトナム、タイにおける供給制約が和らいだ2021年12月には、コロナ前比（年平均）で+20%程度と再び増勢を強めた。各国の財輸出の増加幅は切り上がっており、今後もインバウンド需要減少や輸送コスト高騰などが和らぐにつれて、経常収支バランスは一段と改善することが期待できる。外貨準備についても、財輸出好調で通貨安懸念の小さいマレーシア、ベトナム以外は、資本流出局面の歯止めの目安とされる輸入額の3か月、短期対外債務の2倍を大きく上回っており、通貨急落リスクに対する耐性を十分に保持している。また、インドについては、高い経済成長期待と政府による積極的な投資誘致策を背景に、経常赤字を上回る水準で資金流入が続いていることが底堅い通貨の支えとなっている。以下、ASEAN5とインドの各国について、通貨下落リスクという観点で現状を確認する。

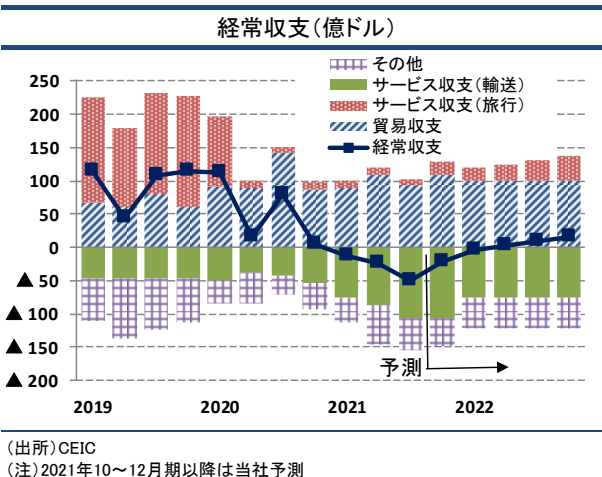
**ASEAN5は堅調な財輸出、インドは資金流入が支え**

マレーシアの財輸出は、工業製品と一次産品のバランスの良さから安定した増加を続けている。足元では、主要輸出品である半導体を中心とする電子部品が、米国を中心とした需要増から増加幅を拡大し、パーム油も、価格高騰を追い風に増勢を強めている。この結果、貿易黒字は過去最高水準に達し、大幅な経常黒字が続いている。先行きのリスクはコロナ感染再拡大による生産活動への悪影響だが、昨夏のデルタ株流行時における生産減の際にも経常黒字は維持されたことから、資金流出を招く懸念は小さいと考えられる。

タイは、インバウンド需要大幅減と輸送費高騰を背景に、2021年は経常赤字に転じ、通貨下落圧力に晒された。しかしながら、ワクチン接種済み者の隔離無し入国制度「テスト&ゴー」が2021年11月に開始したことで、10月までは1~2万人/月であった海外からの観光客数は12月には23万人/月まで急増した。タイ政府は2022年の外国人観光客を500万人程度（2019年は約4000万人）と見通しており、旅行収支は回復ペースを速めていくと考えられる。また、2019年まで悩まされてきた通貨高が和らいだことは、財輸出にとっては逆に追い風となっている。このため、仮に輸送費が2021年平均程度で高止まりしたとしても、2022年後半には経常黒字に転ずるとみられ、パーツ売り圧力は減じてくると考えられる。



2021年は経常赤字に転じ、通貨下落圧力に晒さ

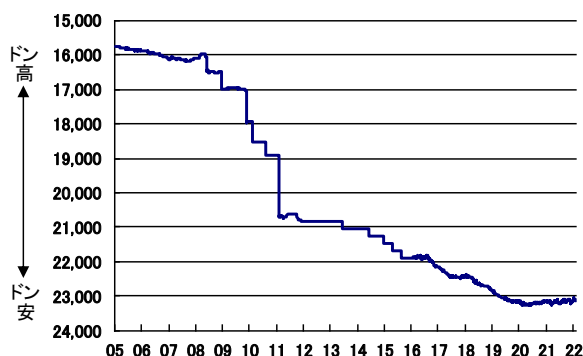


ベトナムは、2021年夏場は工場の減産などの影響で経常赤字に転じたが、その影響が和らいだ10月以降は再び黒字に転じた可能性が高く、足元の通貨下落圧力は小さいと考えられる。ただ、ベトナムは内需拡大の勢いも強く、今後も短期的に経常赤字に陥る可能性はある。管理フロート制下にあるベトナム通貨ドン、ここ数年対ドルで極めて安定して推移しているが、2015年まで度々実施されてきたような、外貨不足に伴う通貨切り下げの可能性がゼロではないことに注意が必要だろう。

インドネシアは、資源を中心とした1次産品輸出が堅調で、2021年7～9月に2009年以来最大の経常黒字幅を達成した後、10～12月も経常黒字を維持した。先行きは、内需正常化に伴う輸入増に加え、パーム油の輸出規制<sup>3</sup>の影響から経常赤字に回帰するとみられるものの、主要輸出品である石炭等の資源価格が切り上がっていることから経常赤字幅は小幅に止まるだろう。さらに、脱炭素をテーマとした政府の海外企業誘致への取り組みなど投資増につながる動きが活発化<sup>4</sup>しており、2021年の直接投資は前年比+8.5%と大幅に増加した。この結果、外貨準備高がこれまでにない水準に積み上がり、ルピア急落リスクに対する耐性は高い状態にある。

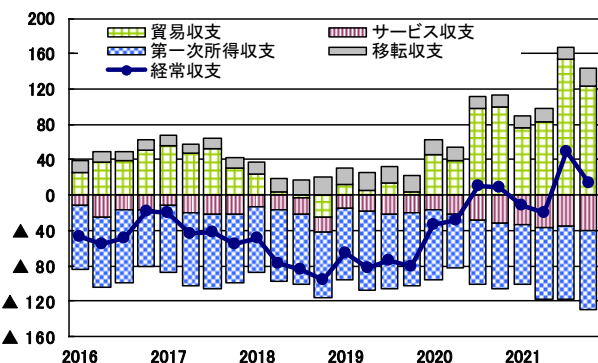
フィリピンは、ASEAN5の他国と異なり、出稼ぎ労働者などからの海外送金が外貨獲得の中心となる。コロナ禍の海外送金額は、当初の懸念に反して米国を中心に増加を続け、2021年は前年比+5.1%の314億ドル（GDP比9%程度）と過去最高となった。このため、内需回復と資源高で貿易赤字が拡大する中でも、経常赤字幅の拡大は防がれている。また、海外送金が銀行のドル預金に滞留し、銀行間のドル流動性が不足しづらい性質があることも、ペソ急落リスクの小ささにつながっているとみられる。

為替相場(ドン/ドル)



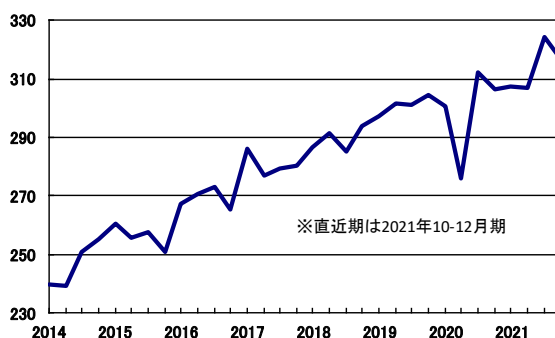
(出所)CEIC

経常収支(億ドル)



(出所)インドネシア準備銀行

海外移民労働者による送金額(季調値年率、億ドル)



(出所)CEIC

<sup>3</sup> 1月下旬からパーム油生産業者に輸出量の20%を国内供給にあてることを義務付けることが決定。パーム油を原料とする食用油の国内の価格高騰を抑える狙いがあり、パーム油の国際価格が安定するまで措置が継続される見込み。

<sup>4</sup> 詳細は2021年11月24日付 Economic Monitor 「インドネシア経済：22年前半にかけて成長加速、脱炭素の取り組み注目」参照。<https://www.itochu-research.com/ja/report/2021/2125/>

インドは、コロナ禍の内需悪化を受けた輸入減少から、2020年から2021年にかけて経常収支バランスが大幅に改善した。また、コロナ禍でもインドに対する経済成長期待から資金流入が続いたことから、インドの外貨準備高（含む金等）は急速に増加し、2021年6月には6000億ドルを超えた。これは、輸入額の約1年、短期対外債務の約6倍に相当しており、ルピー相場急落に対する備えはかつてないほど十分といえる。さらに、インド政府は、コンピュータ分野を中心に積極的な投資喚起を打ち出している。海外企業による直接投資は増加基調にあり、経常赤字を引き続きカバーすることが期待できる。

### インフレ圧力の強まりがリスク

このように、通貨の大幅下落は回避できそうな2022年のASEAN5とインド経済だが、これから内需が本格的な回復期に入り、需給がひっ迫しやすくなるとすれば、リスクはインフレ圧力の強まりであろう。特に経済に占める内需割合が大きく、景気回復とともに内需が過熱しやすいインド、フィリピン、ベトナムなどの国は注意が必要である。また、原油を中心とした商品価格の上昇により、生産者物価の上昇が加速する国が目立ち始めている。インドネシアなどは燃料補助金の制度等により消費者物価への波及を抑える可能性があるが、多くの国では内需回復とともに価格転嫁が進むだろう。実際、これらの条件に当てはまるインドでは、2022年1月の消費者物価が前年比+6.0%まで拡大するなどその兆候が見られている。

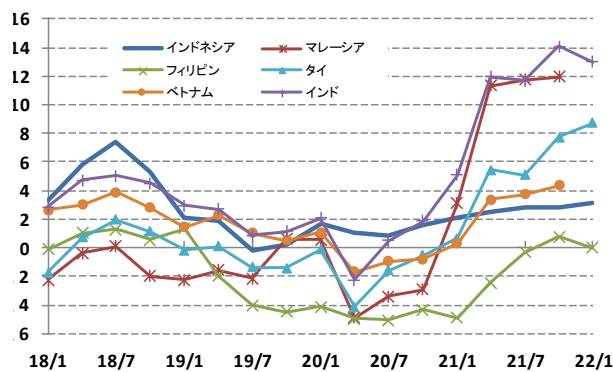
こうした中、ASEAN5とインドでは緩和的な金融政策が維持されている。2022年中の利上げが予想される、インド、フィリピン、マレーシアの各中銀は、現時点では、景気回復を重視し現行の金融緩和スタンスを維持するとしている。また、インドネシア中銀は、米利上げに伴う金融市場への懸念から1月に預金準備率の引き上げを発表したが、「2022年のインフレ率は目標レンジ（2～4%）に収まることを確信している」とするなどインフレ圧力に対する警戒感は薄いように窺える。ASEAN5とインドの景気は未だ回復の途上にあるため、各国の政府や中央銀行が景気を抑えてでもインフレ抑制に動けるかは不確実であり、米欧のようにインフレが想定以上に加速する国が出てきてもおかしくはない。トルコやブラジルのように消費者物価が前年比+6%程度を超えてなおプラス幅を拡大する場合は、改めて通貨売りの対象に選別されるリスクがあることには注意が必要である。

為替相場(ルピー/ドル)と外貨準備(億ドル)



(出所)CEIC

生産者物価指数(前年比、%)



(出所)CEIC