

ASEAN 主要国の金融政策の見通し

2018年後半の追加利上げは限定的

みずほ総合研究所

調査本部 アジア調査部

+65-6805-3990

- 2017年中に据え置きか緩和で推移したASEAN主要6カ国の金融政策は、2018年に入ると、1月のマレーシアを皮切りに、4カ国で緊縮方向に転換した
- 金融引き締めへの目的は、マレーシアとシンガポールではインフレ予防。一方、インドネシアでは通貨防衛、フィリピンではインフレ沈静化であり、両国とも利上げに追い込まれたとの感が強い
- 2018年後半の金融政策を展望すると、フィリピンでは追加利上げが必要となるものの、前半に1% PTの利上げを行ったインドネシアを含め、他の国では据え置かれる可能性が高い

1. 緊縮方向に転換した ASEAN 金融政策

ASEAN主要6カ国の金融政策を振り返ると、2017年中は据え置きか緩和で推移したが、2018年には4カ国が引き締めへと動いた。本稿ではまず、2018年に入ってから金融政策を振り返ってみたい。

(1) インフレ上昇に先手を打ったマレーシアとシンガポール

ASEANでいち早く金融引き締めへ動いたのが、1月に政策金利を0.25%引き上げたマレーシアで、それに続くのが、4月に名目実効為替レート¹の誘導目標を横ばいから緩やかな切り上げ誘導に変更したシンガポールだ(図表1)。ちなみにシンガポールの金融政策は、名目実効為替レートについて、先行きの物価上昇懸念があるときは高めに、物価低迷懸念があるときは低めに誘導するというもので、他国のような金利操作は行わない。

両国ともインフレ目標は定めていないが、消費者物価指数(CPI)には景気過熱の兆候は現れてい

図表1 政策金利とシンガポールの金融政策の動向

(単位:%)

	17/07	17/08	17/09	17/10	17/11	17/12	18/01	18/02	18/03	18/04	18/05	18/06	18/07
インドネシア (7日物リバース・レポレート)	4.75	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25	4.75	5.25	5.25
タイ (翌日物レボ金利)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
マレーシア (翌日物政策金利)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
フィリピン (翌日物借入金利)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.50	3.50
ベトナム (リファイナンスレート)	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
シンガポール (名目実効為替レートの操作)				据置						引締			

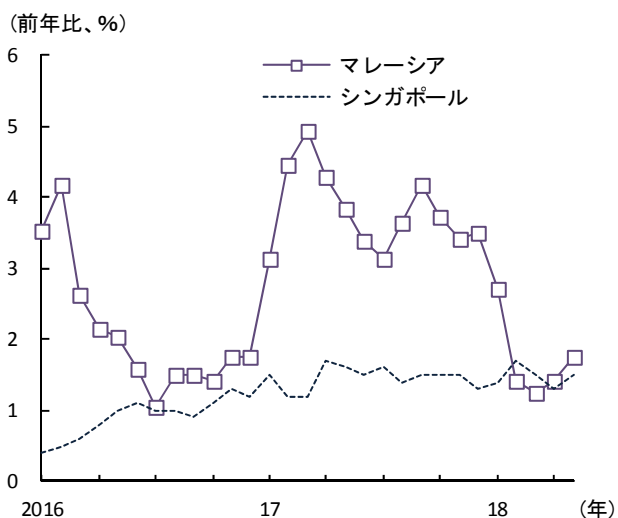
(注) 網掛けは金融緩和、白抜きは金融引き締め。

(資料) 各国通貨当局より、みずほ総合研究所作成

なかったといえよう。シンガポール通貨庁が重視するコアCPIは一貫して低水準で推移しており、またマレーシアのCPIは、2017年に消費税導入の影響で高まったとはいえ利上げを決めた2018年1月時点では1%台まで低下していた（図表2）。

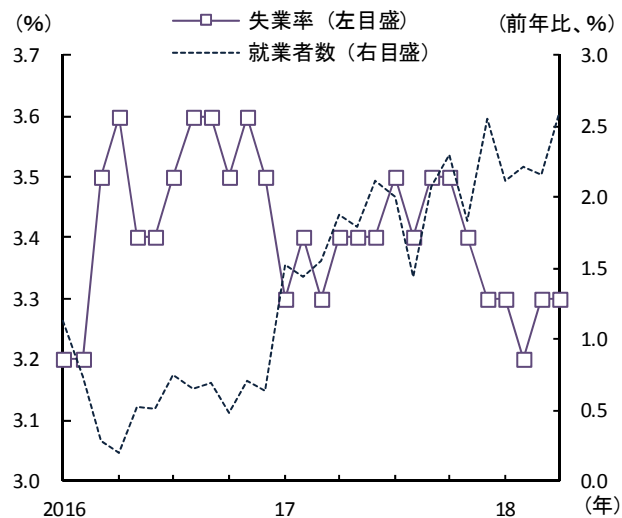
それにもかかわらず両国が引き締めに動いたのは、景気拡大が続く中で雇用環境が改善し、将来的な賃金インフレの可能性が高まったためだ。特にマレーシアでは、2017年以降就業者数の伸びが大きく上向き、2017年終盤以降は失業率も低下するなど（図表3）、雇用環境の改善が明確である。一方シンガポールでは、雇用者数が2017年に減少するなどマレーシア対比で雇用環境の改善が遅れていたが、同年後半以降、ようやく就業者数伸び率の緩やかな上昇と失業率の低下が始まった（図表4）。シンガポールは外国人労働者の流入を抑制しているため、雇用回復の過程では労働需給が急速に逼迫する可能性があり、そうした事態に備えるため先手を打ったということであろう。

図表2 マレーシアとシンガポールのCPI



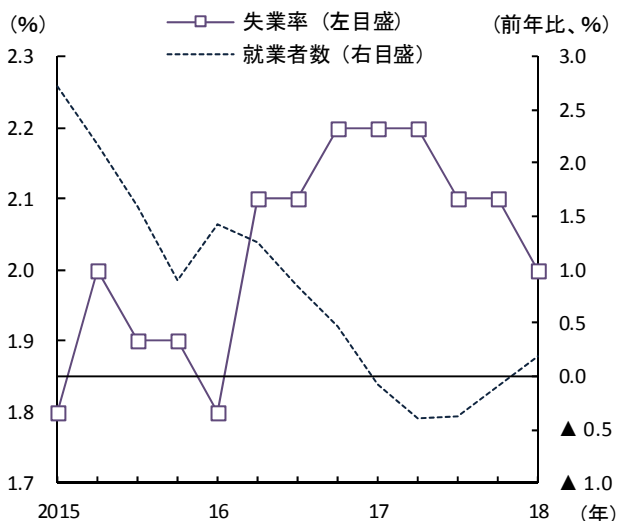
(注) シンガポールはコアCPI。
(資料) マレーシア統計局、シンガポール通貨庁より、みずほ総合研究所作成。

図表3 マレーシアの雇用指標



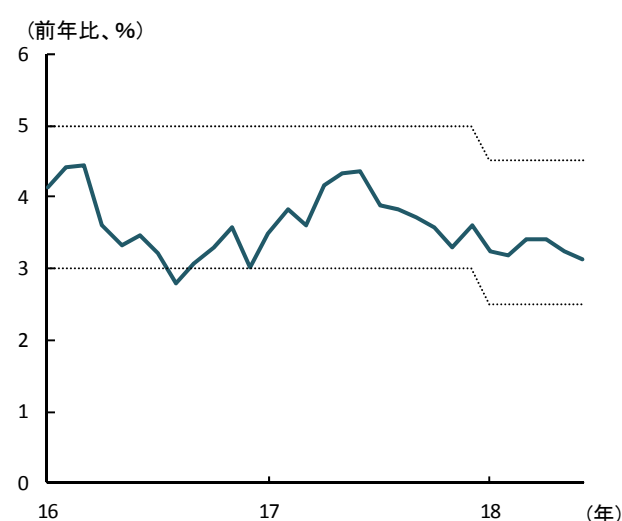
(資料) マレーシア統計局より、みずほ総合研究所作成

図表4 シンガポールの雇用指標



(資料) シンガポール人的資源省より、みずほ総合研究所作成

図表5 インドネシアのCPI



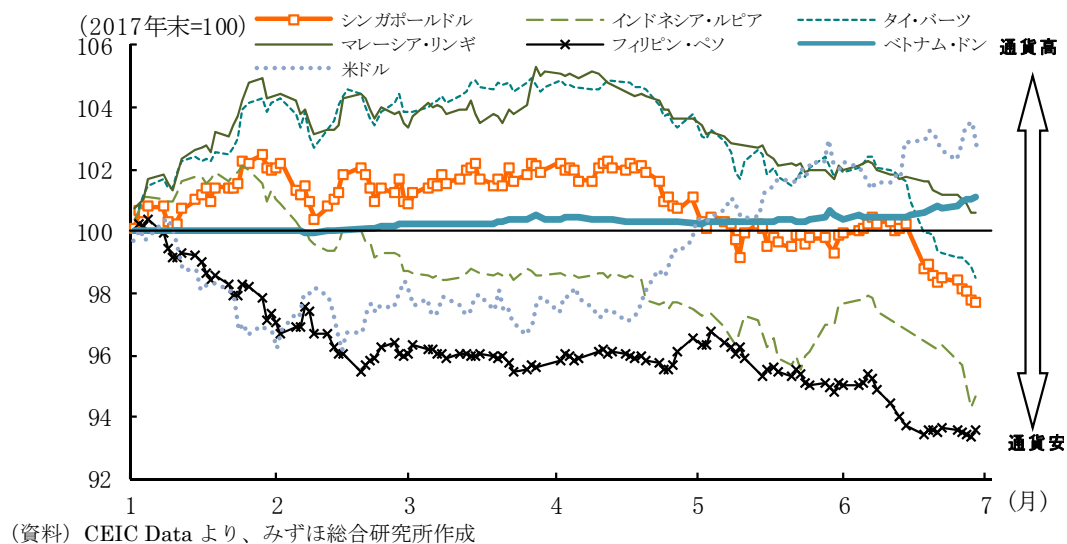
(注) 点線の間がインフレ目標。
(資料) インドネシア統計局より、みずほ総合研究所作成

(2) 通貨下落と経常収支悪化で利上げに追い込まれたインドネシアとフィリピン

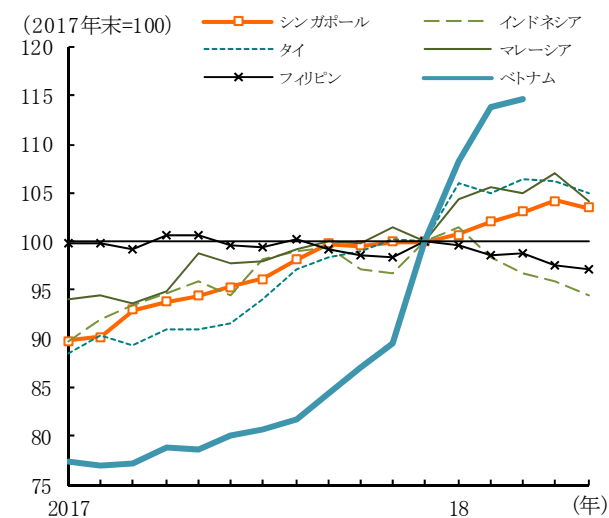
続いてフィリピンが、まず2018年5月10日に0.25%PT、さらに6月20日にも0.25%PTの利上げを実施した。そしてインドネシアも、5月17日の金融政策決定会合で0.25%PT、5月30日に開いた臨時会合で0.25%PT、6月29日の決定会合で0.5%PTと利上げを実施、利上げ幅は合計1%PTとなった。

まずインドネシアについてみると、CPIは目標圏内に収まっているが(図表5)、為替レートが2月頃からやや軟調に推移しており(図表6)、将来的なインフレ要因となる可能性があった。なおこの間、外貨準備が減少していることから(図表7)、ルピア買い・米ドル売りの市場介入が実施されていたとみられ、この介入がなければ、ルピアはさらに大きく下落していたであろう。ルピア下落の背景には、米・インドネシアの金利差縮小でインドネシア国債が売却されたことや、インフラ投資の活発化に伴う輸入増を通じた経常収支の悪化があった(図表8)。こうした中、4月後半に米ドルの上昇圧力が強まったことから、3度の利上げに踏み切ったといえよう。

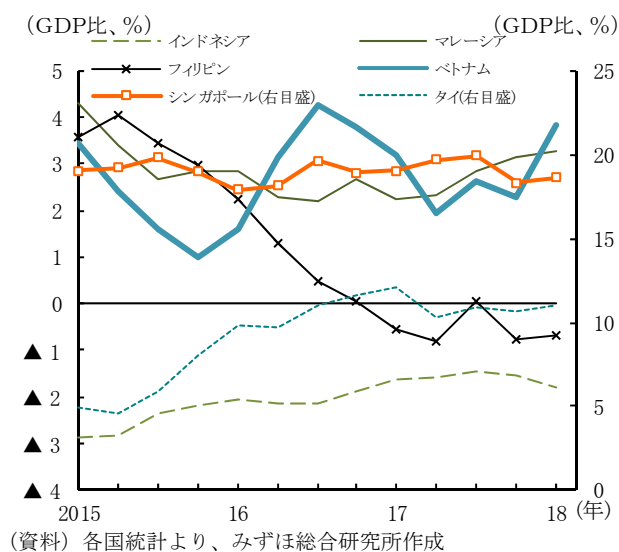
図表6 ASEAN通貨の対米ドルレートと米ドル指数(2018年)



図表7 外貨準備



図表8 経常収支



一方、フィリピンペソの対米ドルレートは、年初から軟調推移となった。インドネシアと同様に国債金利差が注目されたことや経常収支が悪化したこと、また4月後半以降の米ドル上昇の影響を受けたことに加え、CPIが目標を突破して上昇した（図表9）こともペソ売り要因となった。TRAINと呼ばれる物品増税を伴う税制改革が、1月に実施されたことが影響しているのは間違いないが、それだけではここまで急激なインフレ高進は説明できない。フィリピン財務省は他にインフレの要因として、原油価格上昇、コメ供給が滞ったこと、便乗値上げなどを挙げている（図表10）。

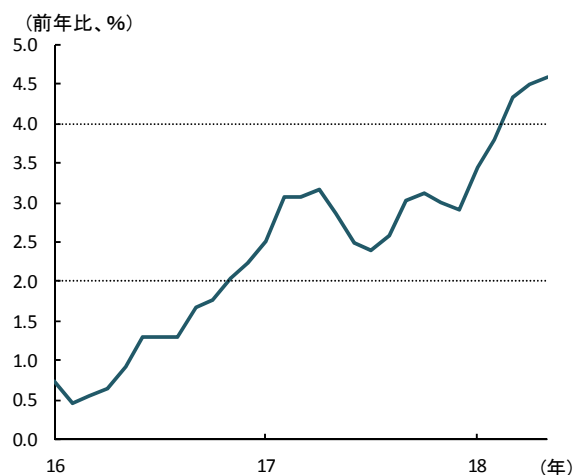
なお、通貨下落が先行し、金融政策がやや後手に回った感のある両国であるが、2018年に通貨が大きく下落したトルコやアルゼンチンと比べるとマクロ経済はずっと健全だ。①2017年の経常赤字は、トルコとアルゼンチンのGDP比5%程度に対しインドネシアとフィリピンはそれぞれ同1.7%、0.4%に過ぎないこと、②インドネシアとフィリピンでは+5%以下に過ぎないCPI上昇率が、アルゼンチンでは+25%にも達していること、③GDP比でみた国内の外貨建てローンは、トルコの23%に対し、インドネシアとフィリピンは5%台に過ぎないこと、などが挙げられる。

（3）動かなかったタイ、緩和に意欲を示すベトナム

2018年に入ってから、金融引き締めで動かなかったのがタイとベトナムだ。

このうちタイは、インフレが目標の下限付近となっており（図表11）、利上げの必要性は薄い。一方で家計が巨大な債務を抱えていることが問題視されている。このためタイ中央銀行は、これ以上家計債務が増えないよう、利下げも忌避する傾向にある。以上の結果、金融政策に動きはなかった。

図表9 フィリピンのCPI



(注) 点線の間がインフレ目標。
(資料) フィリピン統計機構より、みずほ総合研究所作成

図表10 フィリピンCPIの上ぶれ要因

(単位：%PT)

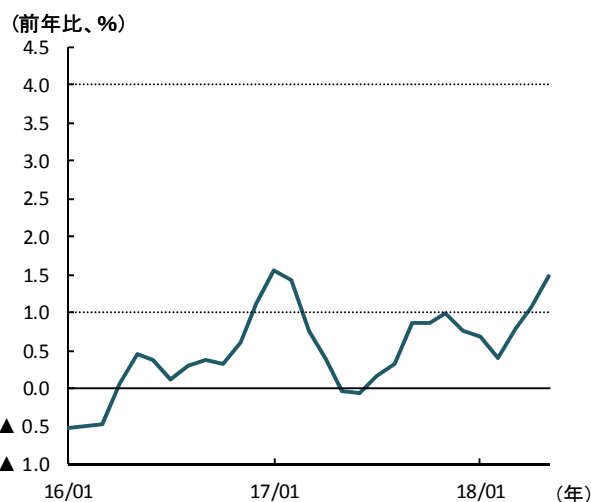
要因	寄与度
税制改革	0.4
たばこ消費税の運用改善	0.1
想定を超える原油価格の上昇	0.5
想定を超える為替レート下落	0.1
コメ供給の問題・輸入の遅れ	0.2
その他(需要側要因・便乗値上げ等)	0.3
合計	1.6

(注) 1. 5月におけるCPIの前年比+4.6%と、インフレ目標中央値の同+3.0%の差異についての、財務省の分析。

2. 「たばこ消費税の運用改善」の原文は“Due to better tobacco excise compliance”で、詳細不詳。

(資料) フィリピン財務省“Fiscal and Inflation Updates (as of June 8, 2018)”より、みずほ総合研究所作成

図表11 タイのCPI



(注) 点線の間がインフレ目標。
(資料) タイ商務省より、みずほ総合研究所作成

ベトナムでは、中央銀行に当たるベトナム国家銀行が決定する政策金利は複数ある。短期有価証券を担保とする商業銀行への貸し出し金利で、最重要とされるリファイナンスレートは、2017年7月に0.25%PT引き下げられて以来、動きがない（図表12）。一方、有価証券の売買により誘導する公開市場操作（OMO）金利は、2018年1月に0.25%PT引き下げられた。1月時点では、CPIが目標の範囲内で推移していたことや（図表13）、経常収支黒字の持続から外貨準備も増えていたことから、景気刺激の余地があったと判断したのであろう。

2. テイラー・ルールから評価する ASEAN 諸国の金融政策スタンス

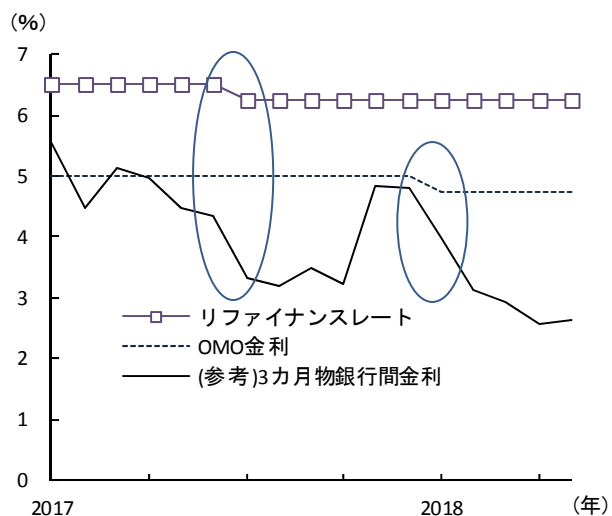
ここでは、各国における金融政策のスタンスを評価することで、今後の金融政策を予想するうえでの判断材料としたい。まず本稿では、テイラー・ルール式を推計することで、これまで各国が景気（需給ギャップ）やインフレ率（インフレギャップ）といったマクロ経済指標の動きに対して、どのような政策金利を取ってきたかを特定し、中央銀行の行動様式を紐解いた（詳細な推計方法は補論をご参照）。なお、インドネシアでは金融政策の決定において、為替と物価を判断材料としていることを踏まえ、本稿での推計式には、景気指標の代わりに対米ドル為替レートを採用した。また先述の通り、シンガポールは、金利ではなく為替誘導をツールとして用いており、テイラー・ルールに当てはめて考えることは困難であるため、推計の対象から外した。

推計式は、具体的には以下のとおりである。これにより、経済指標の動きから、中央銀行が採用するであろう政策金利の水準を推測することができる。

$$\text{政策金利} = \alpha + \beta \text{インフレギャップ} + \gamma \text{需給ギャップ}$$

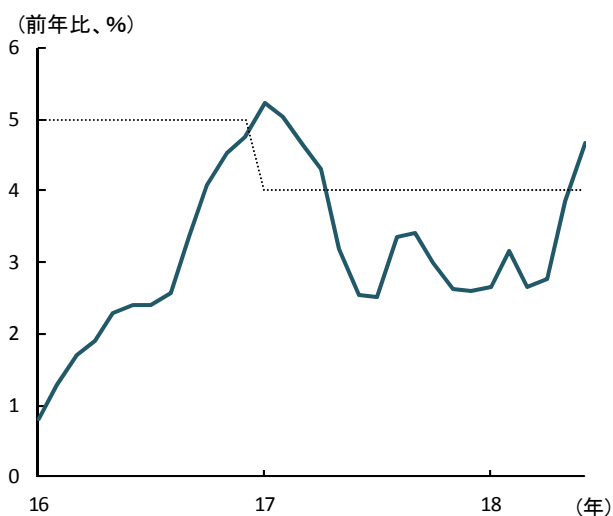
図表14（次ページ）は、このようにして得たテイラー・ルールが示す政策金利の水準と、各国が実際に取った金利水準の実績との差を示したものである。実績の方が高ければ、過去の行動様式と比較して、緊縮的な政策を行っていることを意味し、低くければ緩和的なスタンスを取っていると判断できる。

図表 12 ベトナムの政策金利



(注) 銀行間金利は、政策金利だけでなく市場の需給に大きく影響を受ける傾向にある。
(資料) ベトナム国家銀行より、みずほ総合研究所作成

図表 13 ベトナムのCPI



(注) 点線以下がインフレ目標。
(資料) ベトナム統計総局より、みずほ総合研究所作成

各国別にみると、インドネシアは、今年に入ってからの度重なる利上げによって、緊縮的なスタンスに転じている。通貨安を食い止めるために、大幅な利上げを迫られた様子が窺える。この結果から、足元の為替水準に対しては、十分に緊縮的なスタンスを取っているとと言えるため、しばらくは追加的な利上げの必要はないと考えられるが、インドネシアルピアは下落圧力がかかりやすいだけに、金融政策の行方を占う上では、今後も為替の動向を注視する必要がある。

マレーシアについては、1月の利上げによって、緊縮よりの政策スタンスに転じていることが分かる。足元で雇用が逼迫していることなどから、将来的な物価上昇を予見して事前に緊縮的なスタンスを取ったものと解釈できる。よって、この結果から、マレーシアは、今後しばらく金融政策を据え置く公算が大きいことが読み取れる。

フィリピンについては、テイラー・ルール式の推計でマクロ指標と政策金利の関係性は比較的に低いと判断されたため、やや幅をもってみる必要がある（補論参照）ものの、その結果からは2018年に入ってからの利上げによって、テイラー・ルールが示唆する金利水準と概ね同等の金利水準に回帰していることが分かる。つまり、これまでの行動様式を踏まえても妥当な金融政策であり、直ちにはこれ以上の金融政策の変更をする可能性は低いといえる。

一方、タイはやや緩和的な政策スタンスを取っている。1～3月の実質GDP成長率が急上昇したことで、テイラー・ルール上は利上げ圧力が高まったが、趨勢としては景気・物価ともに精彩を欠いていることから、あえて緩和スタンスを続けているとみられる。

ベトナムは極めて緩和的な政策スタンスをとっていることが分かるだろう。この結果は、足元の景気が力強い拡大を続け、物価も目標を上回る状況下においてもリファイナンスレートを据え置いている事実と一致するといえる。

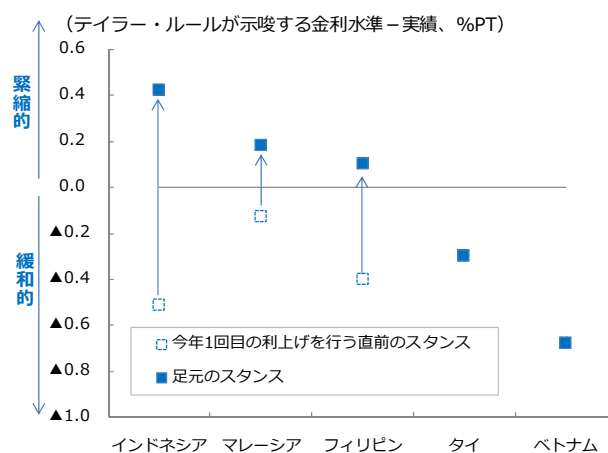
3. 2018年後半の金融政策の展望

2018年後半の金融政策を展望すると、多くの国で引き締め圧力が続くことには変わりはないが、実際に引き締める国はさほど多くはならないだろう。また引き締める場合でも、先述の通りトルコやアルゼンチンと比べると経済ファンダメンタルズはずっと強固であり、大幅なものとはならないだろう。

(1) シンガポール

労働市場がタイトになりつつあるため、もし金融政策を変更するとすれば引き締めだろう。ただし今のところ、CPIにはそれほど強い上昇圧力がかかっているわけではない。また、主力輸出品目である半導体の世界需要にややかげりが見られ、輸出は先行き減速することになりそうだ。現時点で判断する

図表14 各国の金融政策スタンス



(資料) みずほ総合研究所作成

限り、10月における定例の金融政策決定会合では、政策を据え置く可能性が高いとみている。

(2) インドネシア

6月29日の0.5%PTの利上げで、ルピア売り圧力はある程度緩和されてきた。また原油価格の上昇が、資源国であるインドネシアの経常収支悪化に、一定の歯止めをかけそうだ。ちなみにインドネシアは、原油の純輸入国だが、原油との価格連動性が高い天然ガスや石炭を含めてエネルギー全体で考えると純輸出国である。こうした状況を踏まえると、2018年後半の金融政策は、ルピア安への警戒はあるものの、据え置かれる可能性が高い。ただし、外国人の国債保有比率が高いという点に注意が必要だ。米ドル高基調がさらに強まったとき、ルピアは相対的に売られやすく、追加利上げを迫られることもありえよう。

(3) タイ

足元のインフレ率が目標の下限近傍で推移する中、先行きについても力強い回復を期待する材料は乏しい。また、このところの輸出回復を支えてきた世界経済の増勢がピークアウトすることで、タイの景気も減速に向かうだろう。また、中央銀行の直近の声明文では「現行の緩和的な金融政策スタンスの維持が、経済成長・インフレ率の押し上げ材料になる」としており、緩和スタンスの維持を示唆している。以上を踏まえれば、当面は金利を据え置く可能性が高い。

(4) マレーシア

雇用回復が顕著であることが利上げ要因となる半面、景気減速要因が3つあることから、年内の政策金利は据え置かれる可能性が高そうだ。まず、5月の総選挙で誕生したマハティール政権が打ち出した「6月からの物品・サービス税の廃止と9月からの売上・サービス税の導入」²は、間接税を払わなくて済む6月から8月までの3カ月間だけ個人消費を盛り上がらせるものの、9月以降にその反動が出るだろう。次に、同政権は経済成長よりも財政再建を重視しており、経済効果が見込めないインフラ投資プロジェクトの中止を決めている。最後に、主力輸出品目である半導体などの輸出減速も見込まれる。

(5) フィリピン

目標を超えてしまったCPIについては、輸入拡大の方針が打ち出されているコメ価格が落ち着いてくることが予想されるものの、便乗値上げなどもあり、税制改革のベース効果が消滅する2019年以降まで目標に収まらないかもしれない。また、インフレ建設加速に伴う資本財輸入増加や価格上昇による原油輸入額の増加を踏まえると、経常収支にも悪化圧力が働きやすい状況だ。このため2018年後半に、利上げが行われる可能性が高いとみている。

(6) ベトナム

6月のインフレ率は目標を上回っているが、一時的現象とみられる。足元のインフレ率の内訳をみると、天候などの一時的要因に左右されやすい食料品が物価上昇の主因となっているからだ。変動の大きい食料品やエネルギーなどの品目を除いたコアCPIは横ばいで推移していることから、物価の趨勢はそこまで力強くはないと判断できる。また、ベトナム政府は、物価を目標内に抑えるため、医療費の引き下げを可能とする政令の施行を保健省や財務省に要請したほか、他の省庁にも財・サービスの価格上昇の抑制を求めている。足元の物価上昇の約4分の1は医療・介護費が占めており、政府の取り組みも物価抑制可能に寄与するだろう。よって、政策金利は当面据え置かれるとみている。

4. 終わりに～金融政策変更の景気への影響をどうみるか

以上を前提に、金融政策変更による景気への影響を考えてみたい。

まずマレーシア、シンガポール、ベトナムについては、2018年における金融政策の変更は既に実施した前半の1回だけと予想しているが、これだけであれば景気への影響は限定的だろう。またタイについては、そもそも金融政策の変更自体が見込まれていない。

やはり注目されるのは、インドネシアとフィリピンだ。インドネシアについては、前半の利上げ幅が1%PTに達していることから、2018年後半から2019年前半にかけての景気をわずかに減速させる要因となりそうだ。またフィリピンについても、前半の0.5%PTの利上げに加え、後半に追加利上げが行われることで、やはり2018年後半から2019年前半の景気が下押しされるだろう。

ただし先述の通り、両国経済のファンダメンタルズは、トルコやアルゼンチンと比べるとはるかに健全で、現段階で判断する限り、さらに大幅な利上げが迫られるような状況ではない。景気が減速するといっても、おそらくそれほど深刻なものではないだろう。

【補論】テイラー・ルール式の推計方法

本稿では、最小二乗法により、以下のモデルを推計した。

$$\text{政策金利} = \alpha + \beta \text{インフレギャップ} + \gamma \text{需給ギャップ}$$

ここで、インフレギャップはインフレ率とインフレ目標の乖離を指す。インフレ目標がない国については、推計期間の平均値をインフレ目標とした。需給ギャップは実質GDPと潜在GDPの乖離率により計算した。本稿では、HPフィルターによって得られる実質GDPのトレンドを潜在GDPとした。また、推計期間中に、金融政策に用いる政策金利や目標とするCPIの定義が変更されるなど金融政策の枠組みが変更された国においては、枠組みが変更されて以降は1となるダミー変数を説明変数に加えた。

インドネシアでは金融政策の決定において、為替と物価を判断材料としていることを踏まえ、本稿ではインドネシアの推計式には需給ギャップの代わりに対米ドル為替レートを採用した。なお、本来のテイラー・ルールは、インフレギャップや需給ギャップといったマクロ経済指標と政策金利の関係を示すものであり、為替を採用したモデルをテイラー・ルールと呼ぶのは必ずしも適切ではないことに注意されたい。

推計期間は、本稿では、より最近の金融政策判断を分析するために、直近の約5年間（2012年1月～2018年5月）とした。ただし、マレーシアとフィリピンについては、この間の政策金利の変更が少なく、十分なデータを確保できなかったため、直近約10年間（2007年1月～2018年5月）の期間で推計した。

上記の推計によって得られた結果は図表15の通りである。フィリピンやマレーシアでの推計では、決定係数は低めの結果となっていることから、これらの国においては、金融政策の判断と需給ギャップ・インフレギャップの関係性は比較的薄いと判断される。

図表15 テイラー・ルール式の推計結果

	需給 ギャップ	インフレ ギャップ	為替 (対数)	決定係数
インドネシア	-	0.2 ***	3.4 ***	0.92
フィリピン	0.4 ***	0.1 ***	-	0.45
マレーシア	0.2 ***	0.1 **	-	0.61
タイ	0.2 ***	0.0	-	0.84
ベトナム	▲0.2	0.5 ***	-	0.70

(注) ***は有意水準5%で、**は有意水準10%で有意であることを示す。

(資料) 各国統計より、みずほ総合研究所作成

- 1 実効為替レートとは、対米ドル、対円、対ユーロなど複数の為替レートについて、貿易シェアで加重平均したもの。
- 2 物品・サービス税は広範な品目に、売上・サービス税は一部の品目に課されることが最大の相違点。

【共同執筆者】

アジア調査部主任研究員 稲垣 博史 hirosi.inagaki@mizuho-cb.com
 アジア調査部エコノミスト 松浦 大将 hiromasa.matsuura@mizuho-cb.com

- 当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。