

直近の為替市場動向について

2023年1月

みずほ銀行 東アジア資金部台北室

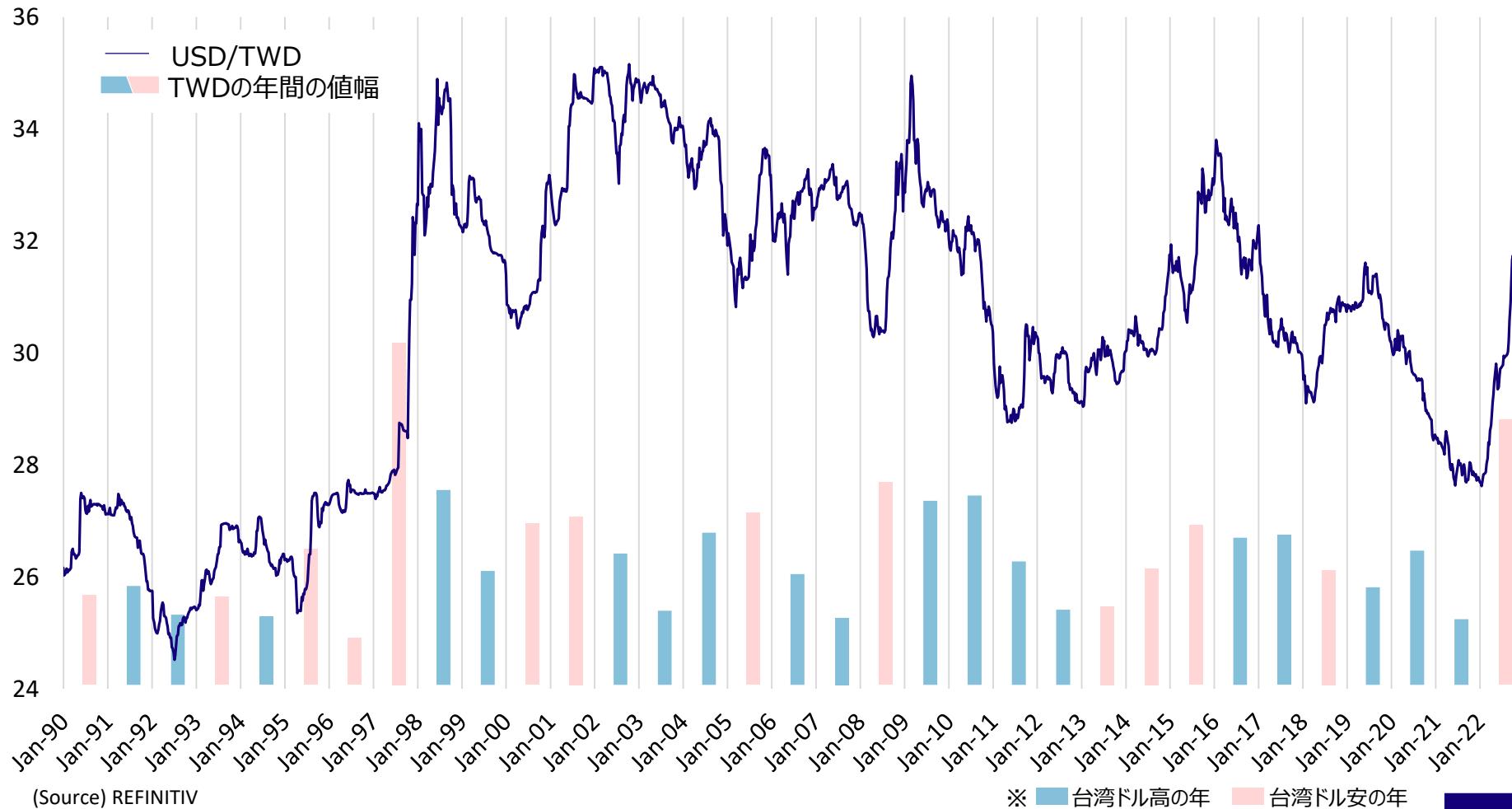


1. 台湾ドル為替相場について

2022年のTWD為替相場の振り返り－1997年以来の値幅

- 2022年初は1997年ぶりの台湾ドル高水準を記録
- 一方、値幅は4.83と、これも1997年のアジア通貨危機以来の大きさ

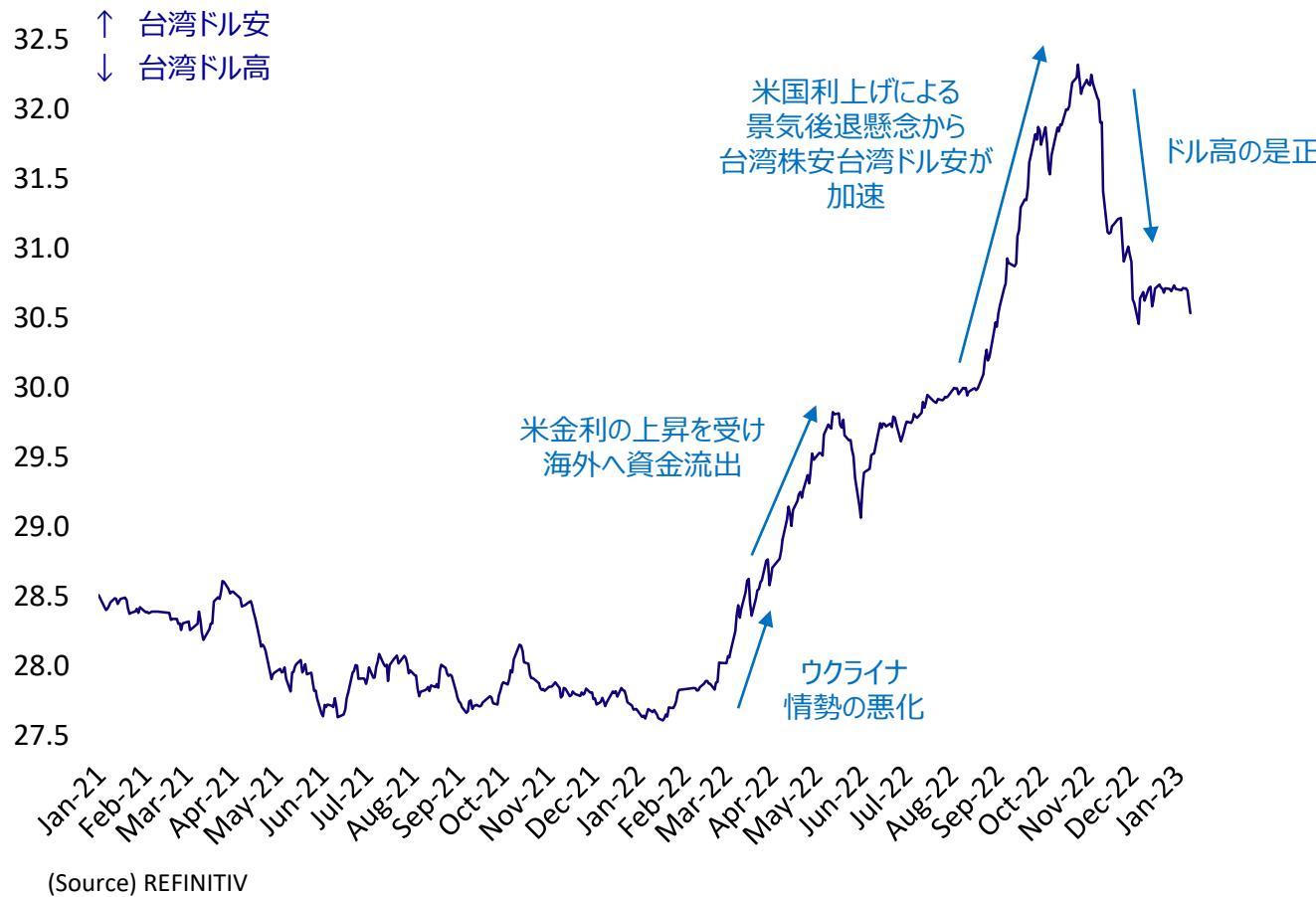
【USD/TWDの推移】



2022年のTWD為替相場の振り返り

- 3月以降、ウクライナ情勢、米金利の上昇を受けて、急速に台湾ドルが売られた
- 景気後退懸念から台湾株式市場も軟調に推移すると台湾ドルは大幅安に
- しかし、米国のインフレのピークアウトが見てとれると、利上げの頂点が意識されドル全面高が修正される

【USD/TWDの推移】



2022年ポイント

- 米金利の上昇
- **景気後退懸念**
- 地政学リスク

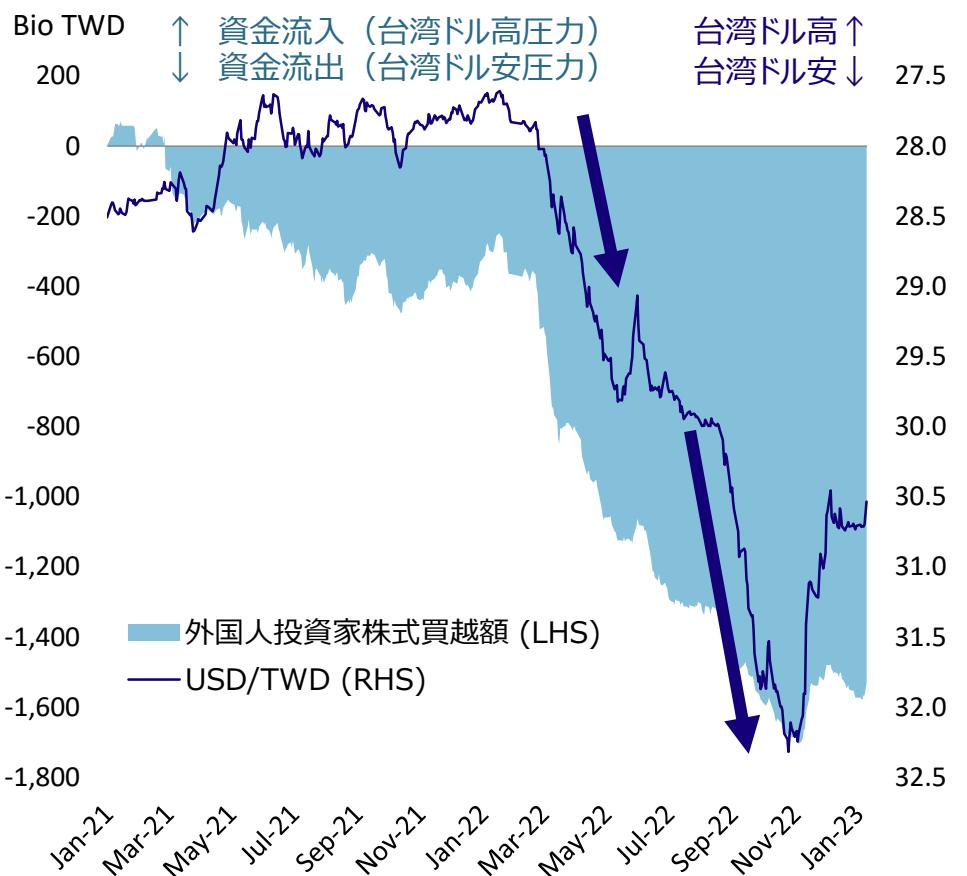
景気後退懸念から台湾株の下落につられ、台湾ドル安に

- ウクライナ情勢を受けたリスクオフの動き、米金利の上昇が外国人投資家の台湾株売りの材料に。
- 9月以降は台湾ドル安が加速する中、輸出企業が様子見をしたこともあり、外国人投資家の動向の影響が顕著に

【台湾ドルと台湾株の推移】



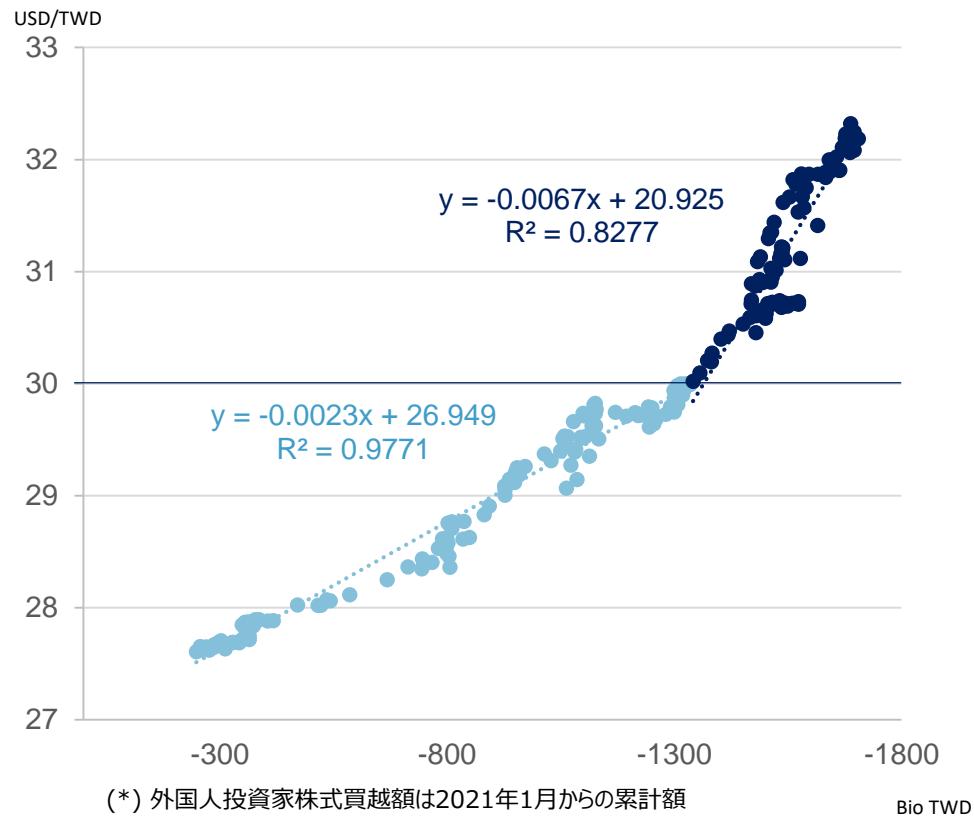
【外国人投資家の株式買い越し額の推移】



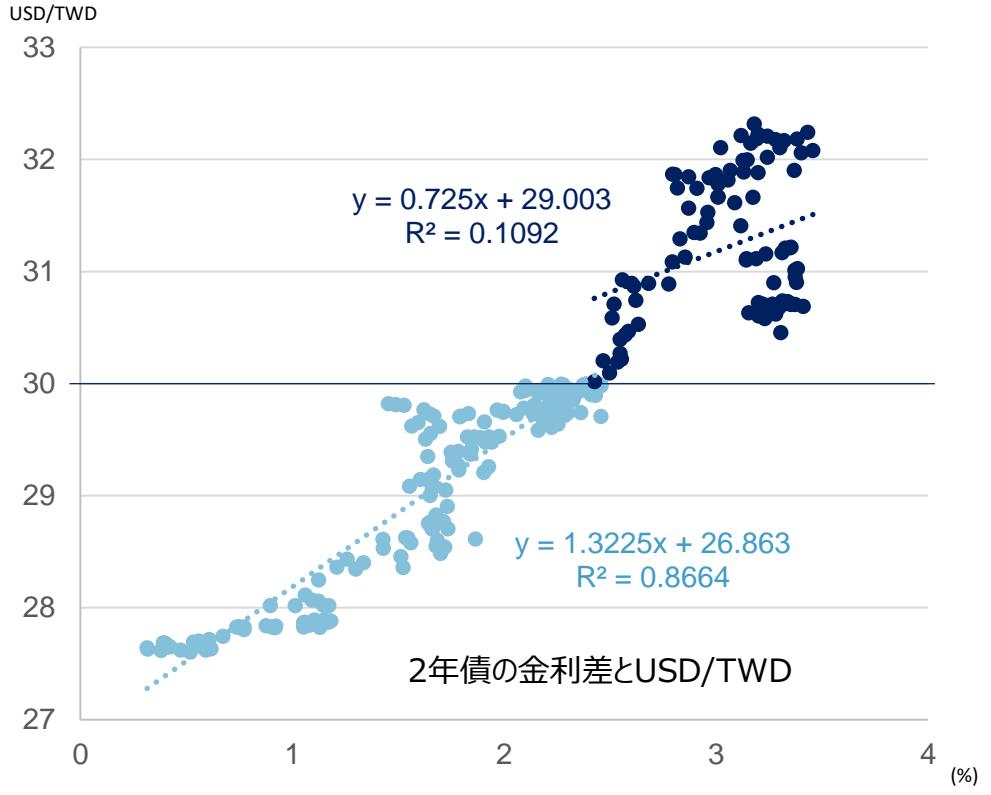
TWD相場変動要因～金利動向より株式相場～

- 米金利の上昇は台湾から海外への投資を拡大させ、台湾ドル安要因のひとつであった
- 台湾ドルと金利差との相関もある程度あるものの、米金利の上昇が景気後退への警戒感を強め、台湾株が売りに繋がったこともあり、外国人投資家の台湾株への投資動向の方が影響は大きい

【台湾ドルと外国人投資家の株式買越額の相関関係】



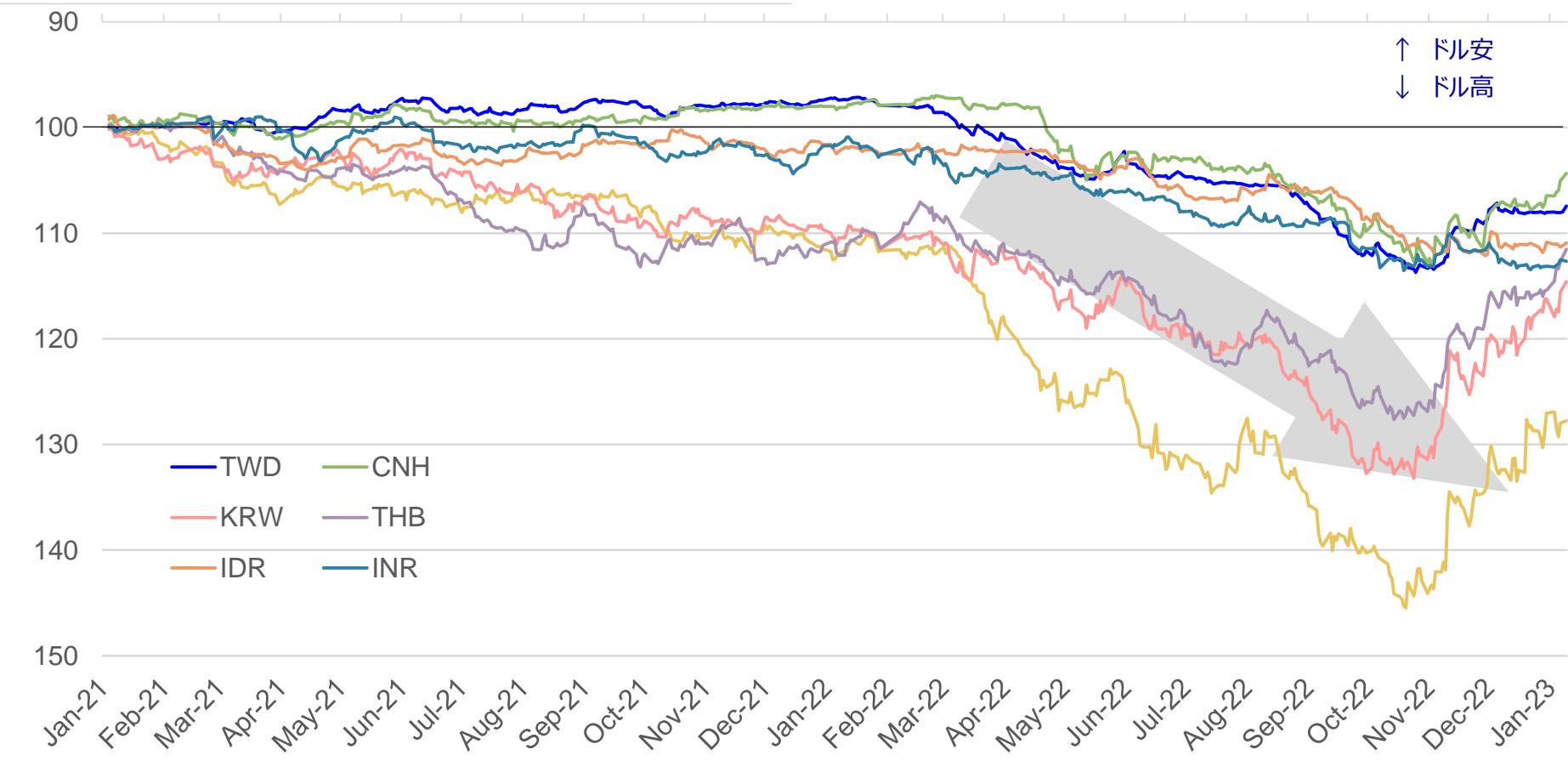
【台湾ドルと米台の金利差の相関】



ドル全面高～TWD以外の新興国通貨も下落

- ただし、台湾ドルに限ったことではなく、米国の金融引き締めは新興国に波及
- 2022年以降は台湾ドル以外の通貨もドルに対しては下落している

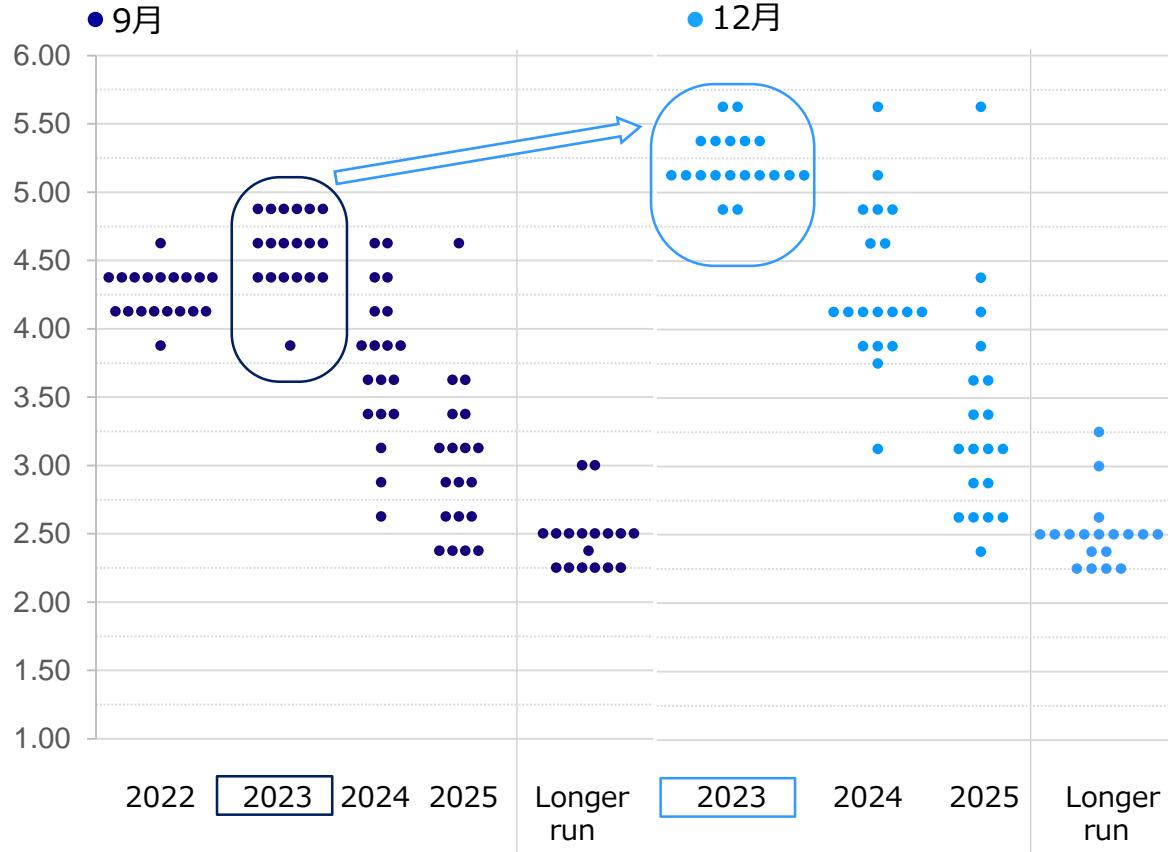
【各国通貨の対USD名目為替相場の推移】



2022年12月のFOMCでは

- 予想通りの0.5%の利上げ（FF金利誘導目標：4.25%～4.50%）を決定したが、6月会合以来、4会合連続で続けられてきた+0.75%の利上げ幅が縮小し、利上げ幅の縮小は今次利上げ局面では初めて。
- ドットチャートでは2023年末の中央値が5.125%と引き上げられ、タカ派に受け止められたが、2024年の利下げに転じるとの見通し自体は変わらず

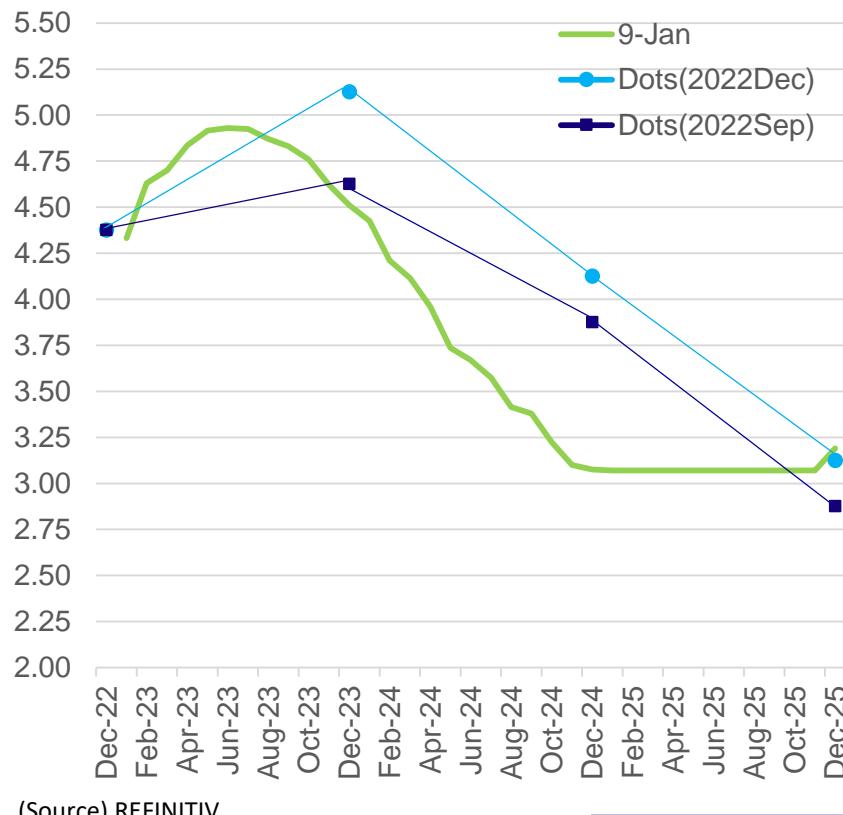
【ドットチャート(9月vs12月)】



(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

7 | Private and confidential

【FF金利先物からの市場利上げ見込み】



(Source) REFINITIV

MIZUHO

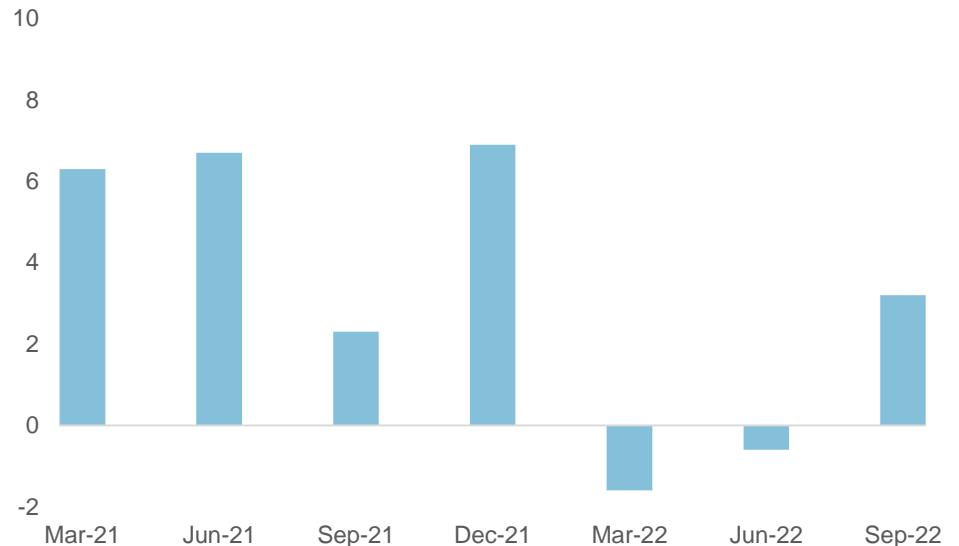
2022年12月のFOMCでは

- 経済見通しは2023年のGDPを下方修正しつつ、失業率は上昇修正
- 一方、CPIについては、2024年に2%台を見込んでおり、パウエルFRB議長からインフレ目標については目標水準の引き上げは検討していないとの発言もあったことから、利下げへの方針転換には時間を要すると見込む

【経済見通し(予想中央値)】

	FOMC	2022	2023	2024	2025	Longer run
GDP	2022/12	0.5%	0.5%	1.6%	1.8%	1.8%
	2022/9	0.2%	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%
失業率	2022/12	3.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.0%
	2022/9	3.8%	4.4%	4.4%	4.3%	4.0%
PCE コア	2022/12	4.8%	3.5%	2.5%	2.1%	-
	2022/9	4.5%	3.1%	2.3%	2.1%	-

【GDP成長率(前年同期比)】

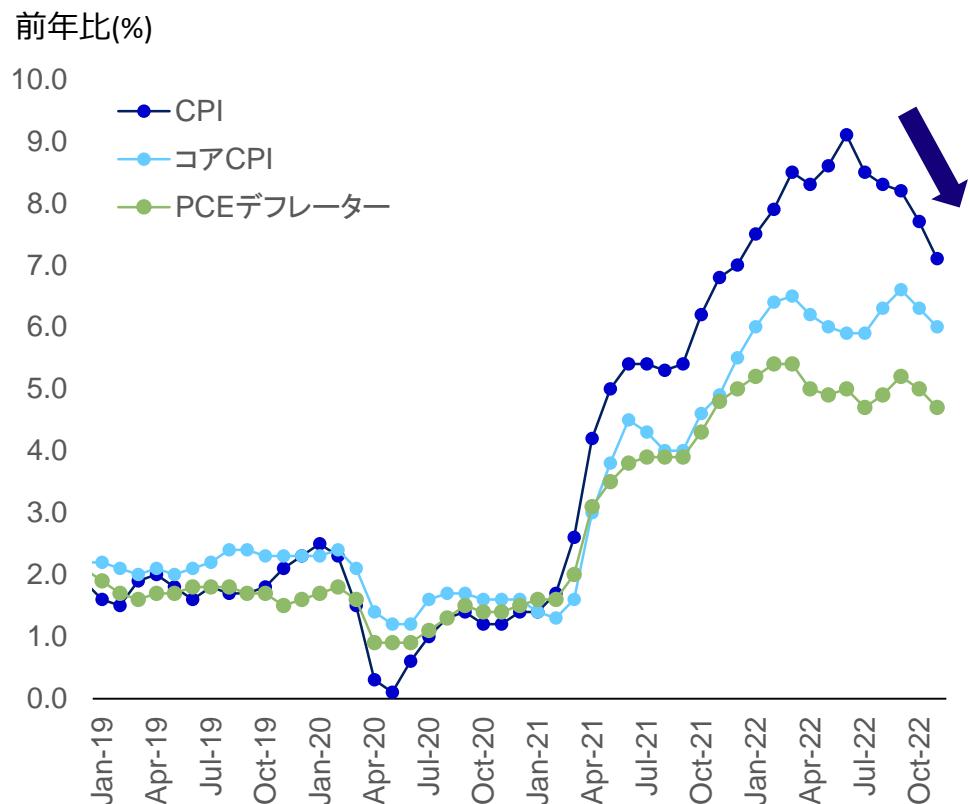


(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

ピークアウトしたとみられる米国のCPI

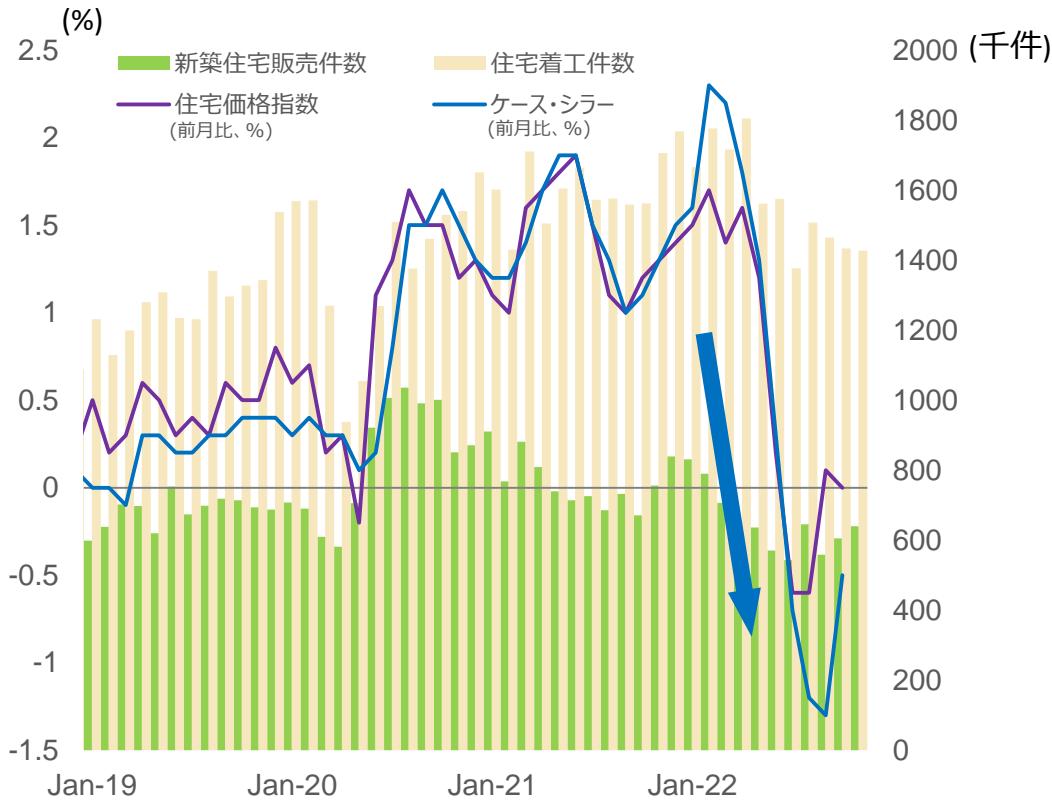
- 物価の上昇については未だに高い水準にあるものの、下がりつつある
- CPIの30%を占める帰属家賃については、住宅価格を反映。住宅価格もローンの金利上昇により、低下の傾向にある。

【物価の推移】



(Source) REFINITIV

【住宅関連の動向】

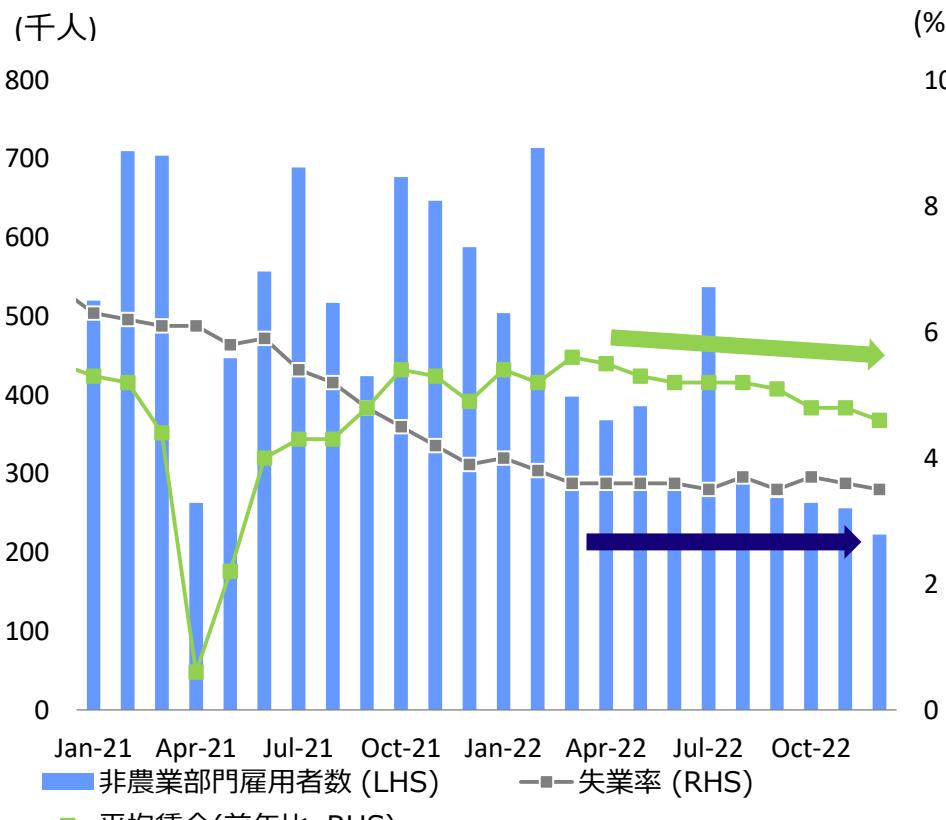


(Source) REFINITIV

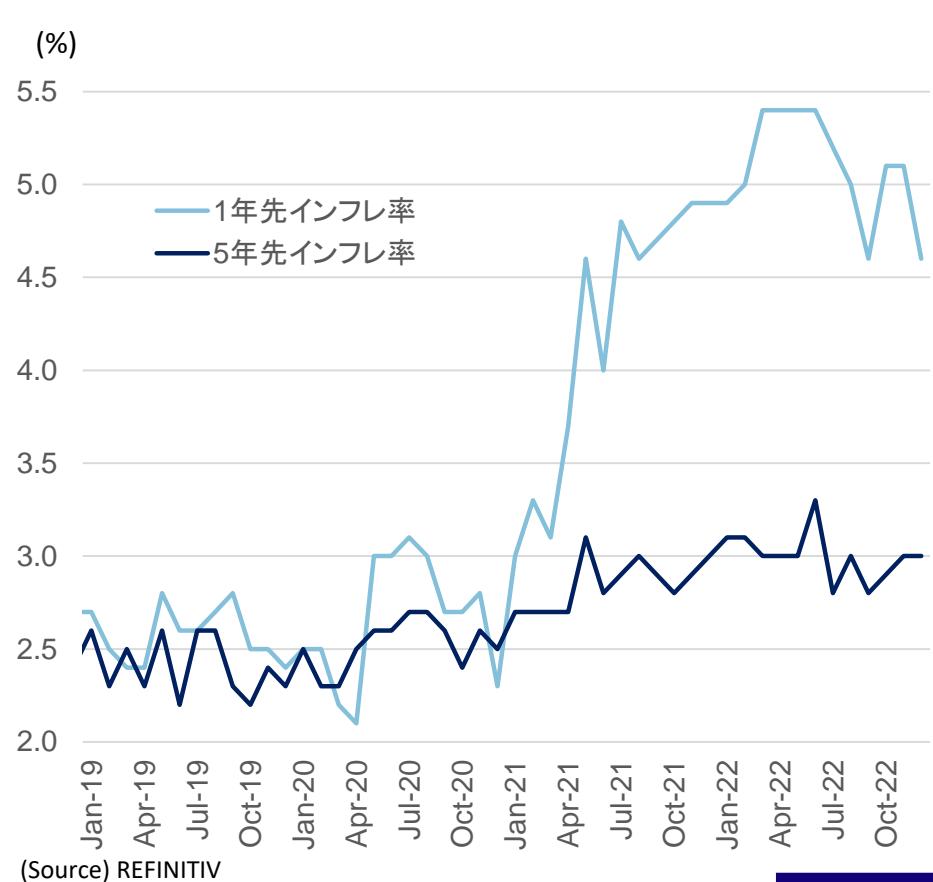
CPIは目標の2%まで下がるには時間要するか

- しかしながら、人手不足から労働市場は引き締まっており、サプライチェーンのボトルネック解消や資源価格の急騰が落ち着いたことからCPIは下がりつつあるが、2%への道のりは長いか
- また、インフレ期待についても依然高い
- さらに、株価が上昇すれば消費マインドも向上し、インフレは収まりにくいか

【賃金】



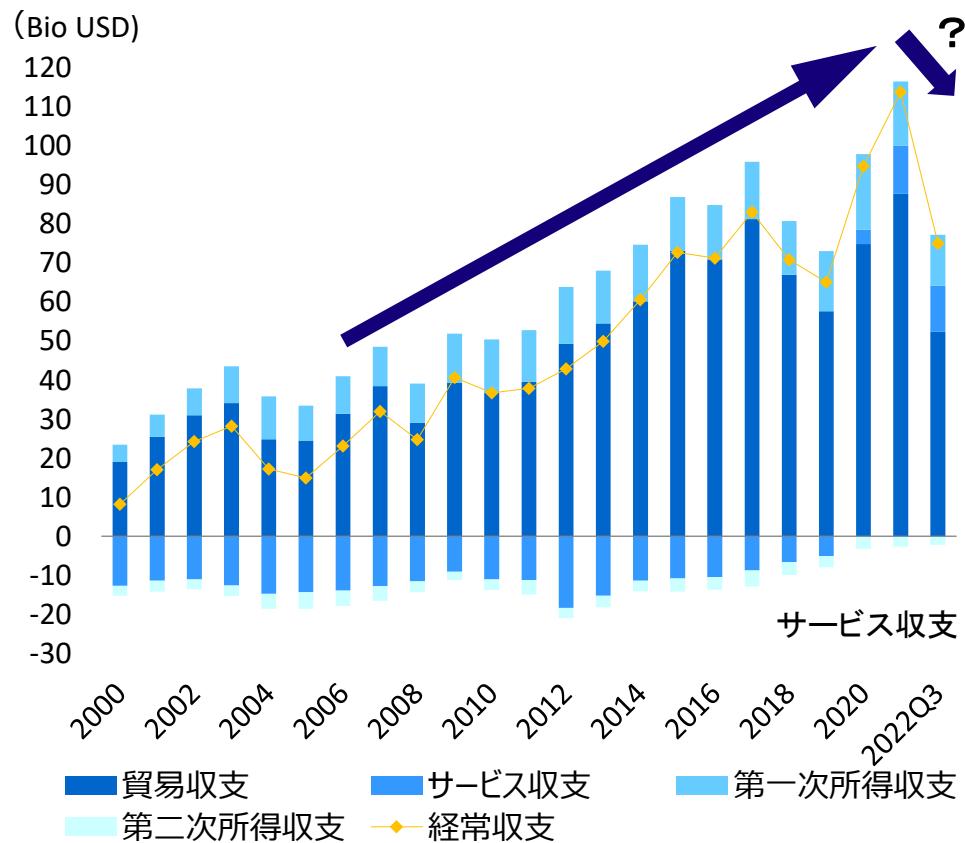
【期待インフレ率の推移】



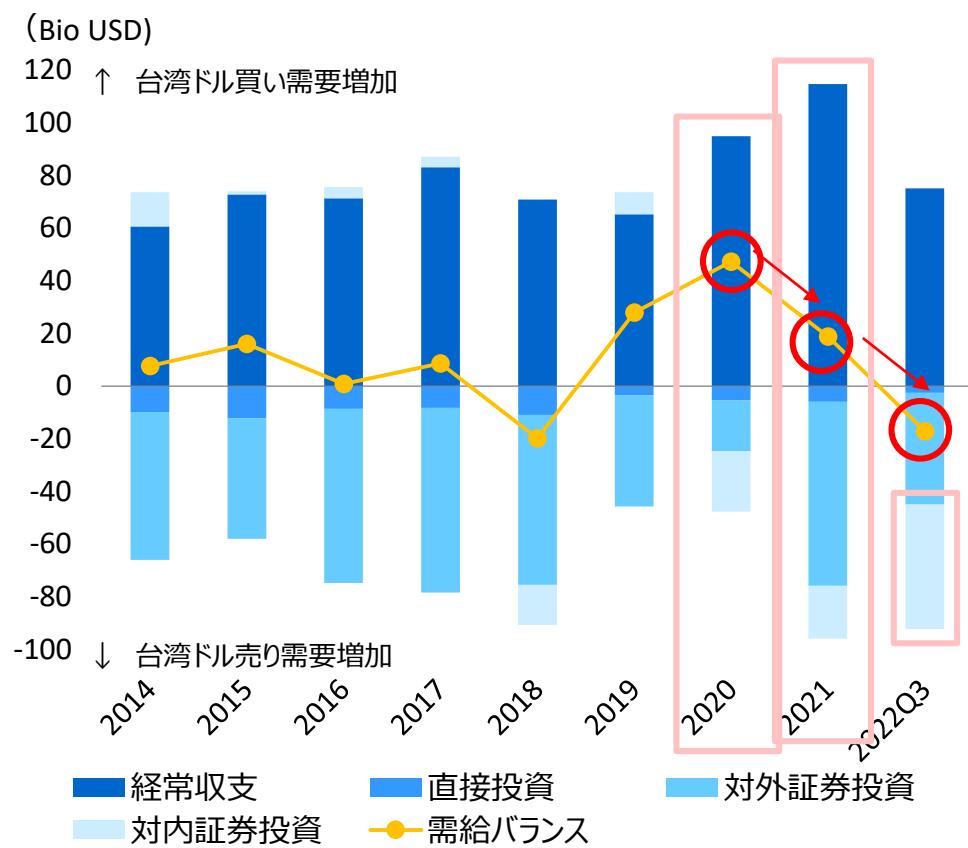
台湾ドルの需給環境 – 2022年は台湾ドル売り需要が拡大

- 2021年の経常黒字は好調な輸出を受け過去最高額を更新。2022年前半は前年と同様のペースで経常黒字が積み上がってきたが、輸出が減少しており、前年は下回るか
- 米金利の上昇を背景に対外証券投資が拡大したこと、対内証券投資は資金流出が増加しており、2022年第3四半期は需給が台湾ドルの需給は逆転している

【経常収支の推移】



【台湾ドルの需給】



(Source) Central Bank of the Republic of China

11 | Private and confidential

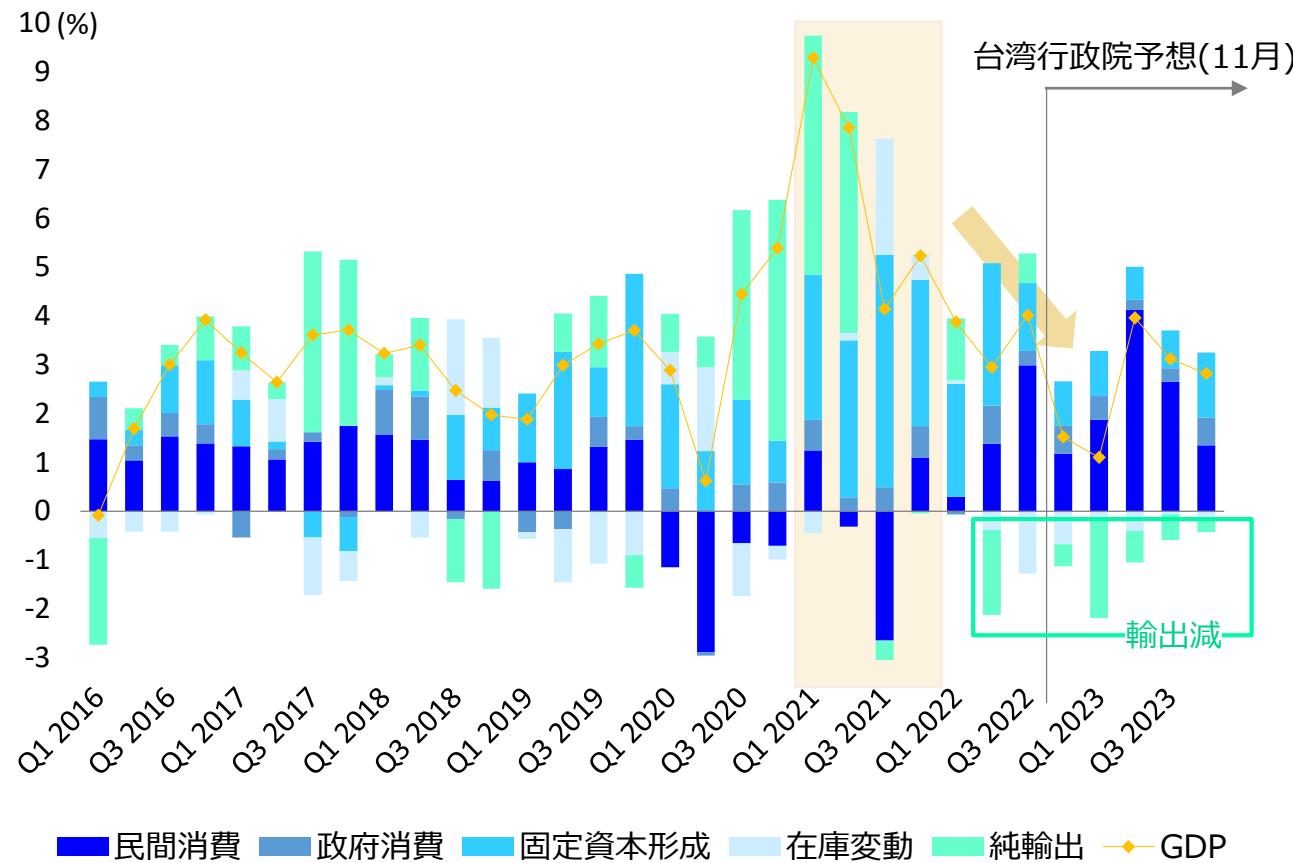
(Source) Central Bank of the Republic of China

MIZUHO

台湾の経済成長率は輸出が足かせに

- 2022年年初は4%台の成長が見込まれていたが、コロナ感染拡大・輸出減少により3%前後の着地か
- 2023年については民間消費が堅調に推移すると見込まれるもの、世界的需要の後退から輸出の減少により、成長は鈍化すると見込まれる

【GDPの推移(前年同期比)】



【各機関のGDP成長率予測】

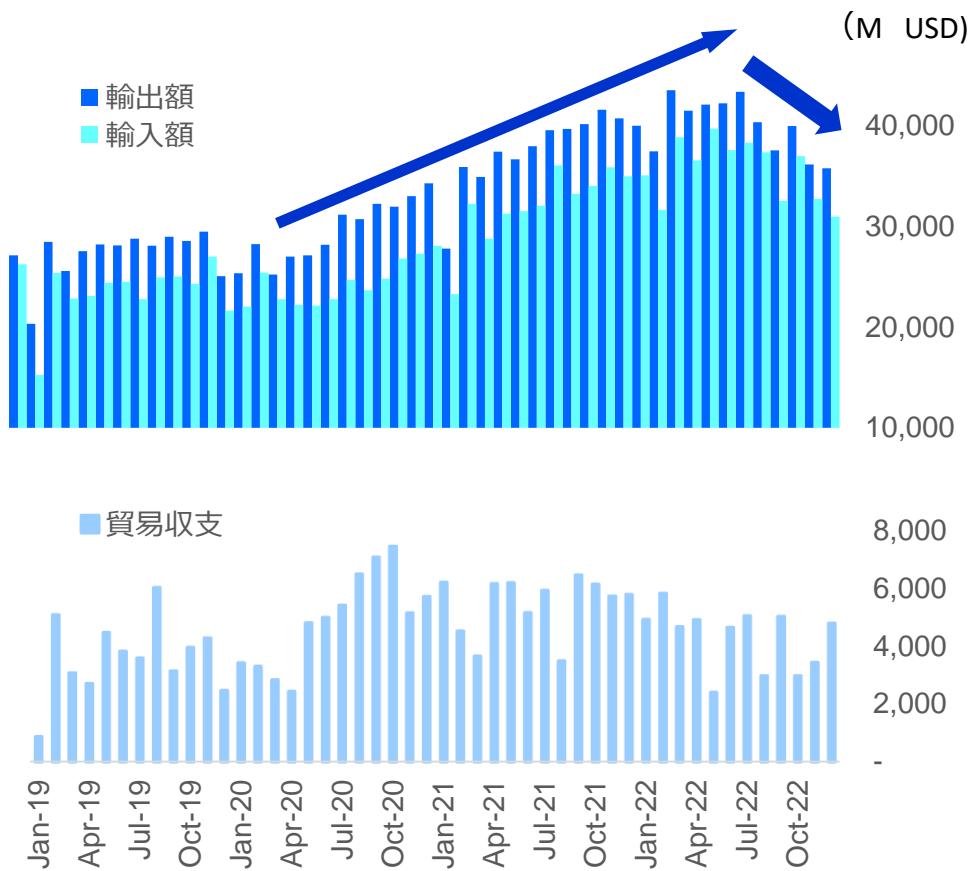
機構 (発表時期)	2022年	2023年
行政院 (2022年11月)	3.06%	2.75%
中央銀行 (2022年12月)	2.91%	2.53%
IMF (2022年10月)	3.31%	2.84%

(Source) Ministry of Finance of the Republic of China, CBC, REFINITIV

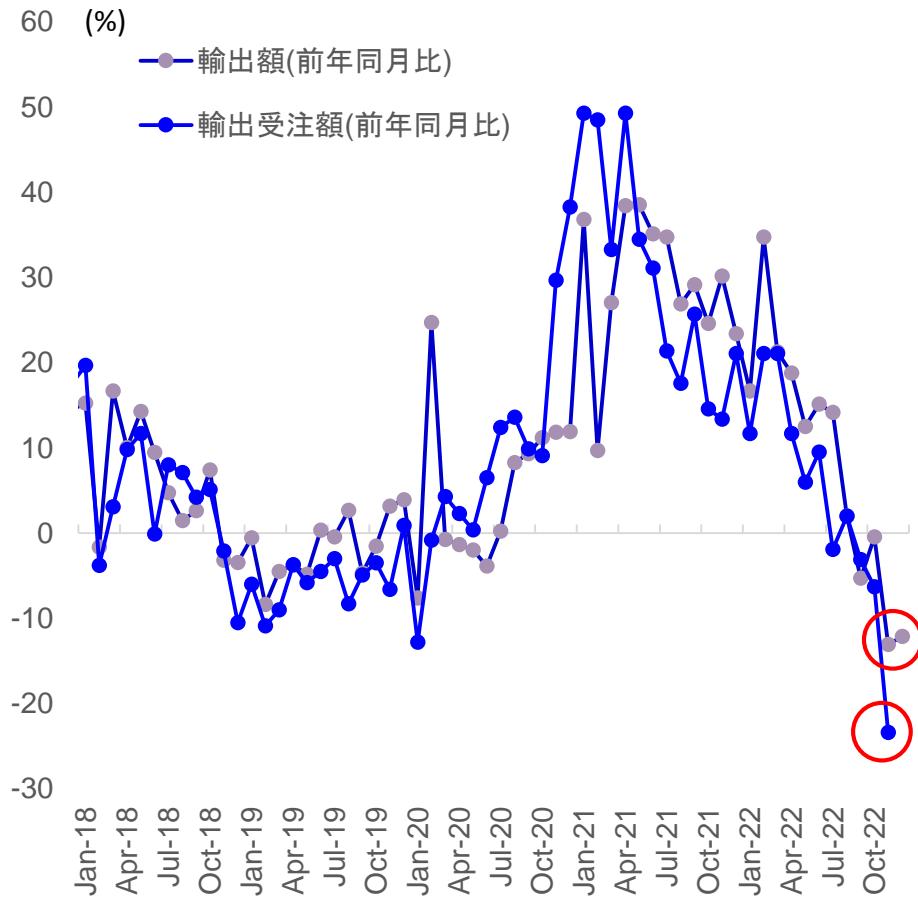
貿易動向 – 輸出が減少傾向①

- 輸出額は2022年は通年では最高水準となったが、2022年後半から減少傾向に
- 輸出受注額も2年ぶりに前年比マイナスが続いており、今後も注意が必要

【輸出入額の推移】



【輸出/輸出受注(前年同月比)の推移】



貿易動向 – 景気低迷する中国向けを中心に輸出②

- 2022年輸出額は2021年比プラスとなったが貿易相手国で最大の中国はマイナスとなった
- 中国向けは2022年後半から前年比マイナスに転じていたが、足許では各国、各商品ともにマイナスに

【2022年輸出額の内訳】

(M USD)	輸出額	(前年比)
電子部品	200,136	+16.4%
IT・通信製品	64,728	+5.6%
金属製品	36,877	+0.2%
機械	26,062	▲12.7%
プラスチック製品	28,577	+2.7%
化学品	23,430	+0.1%
鉱物	16,645	+14.1%
総額	479,522	+7.4%

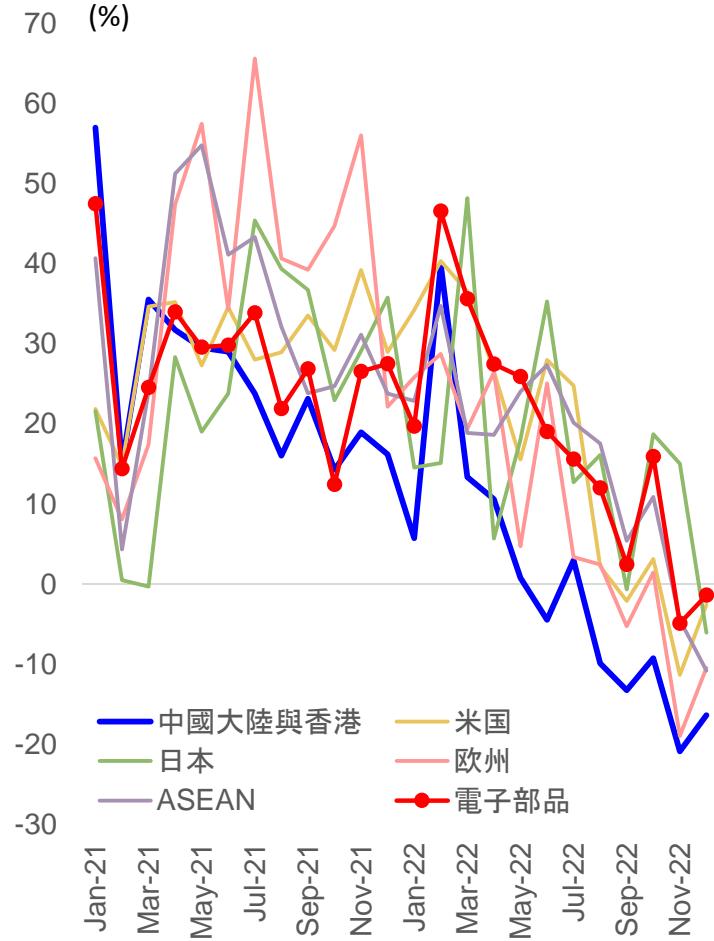
【12月輸出額の内訳】

(M USD)	輸出額	(前年比)
電子部品	16,036	▲1.4%
IT・通信製品	5,191	▲10.7%
金属製品	2,428	▲22.0%
機械	1,679	▲33.8%
プラスチック製品	2,240	▲9.4%
化学品	1,492	▲28.4%
鉱物	1,167	▲11.6%
総額	35,750	▲12.1%

(M USD)	輸出額	(前年比)
中国・香港	185,915	▲1.6%
ASEAN	80,619	+14.8%
米国	75,064	+14.3%
欧州	41,110	+6.8%
日本	33,618	+15.1%
合計	479,522	+7.4%

(M USD)	輸出額	(前年比)
中国・香港	14,280	▲16.4%
ASEAN	5,729	▲10.8%
米国	5,674	▲2.6%
欧州	3,158	▲10.5%
日本	2,587	▲6.1%
合計	35,750	▲12.1%

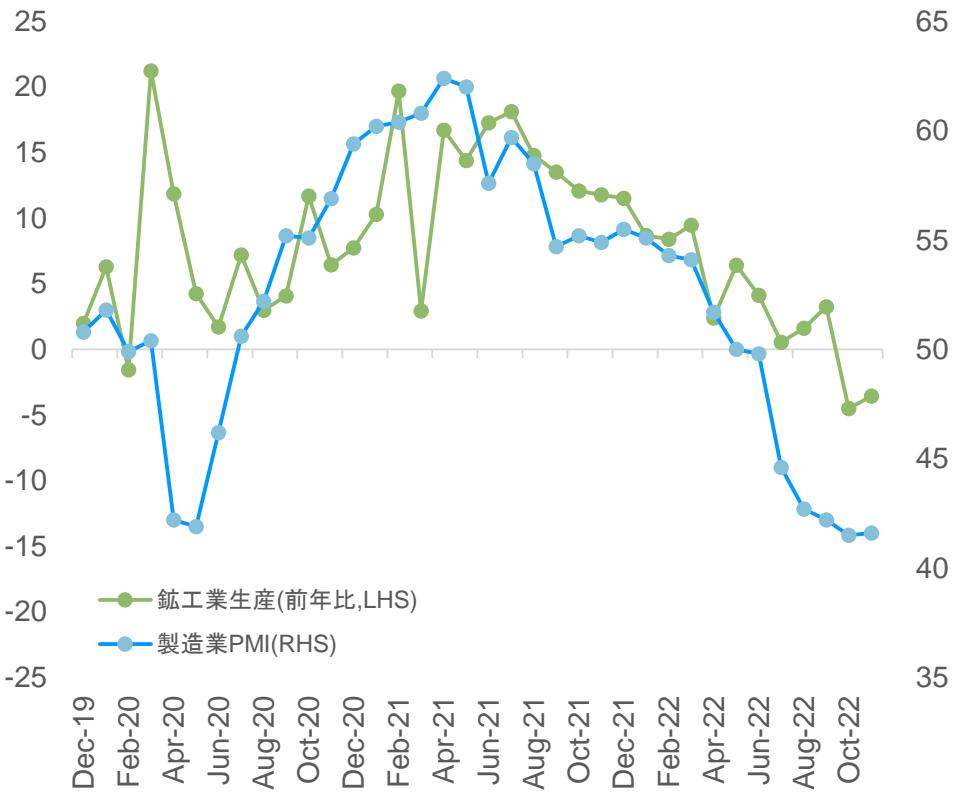
【輸出額内訳の前年同月比推移】



製造業を中心に景況感が悪化

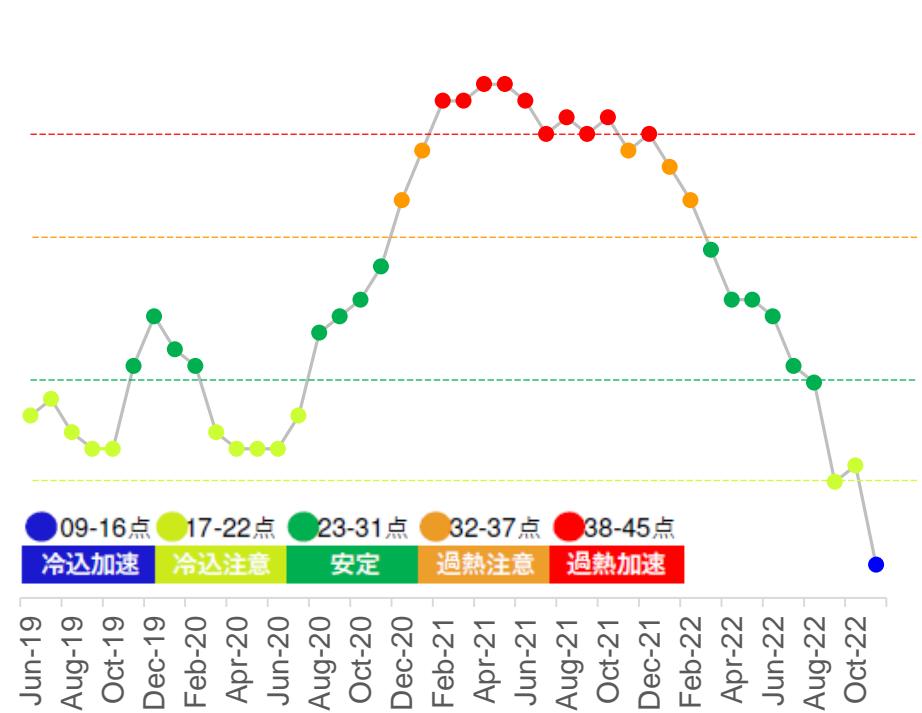
- 製造業PMI、鉱工業生産ともに節目の50、0を割り込んでいる
- 景気対策信号についても、景気の冷込加速である青色に

【製造業PMI、鉱工業生産の推移】



(Source) EIKON

【景気対策信号】



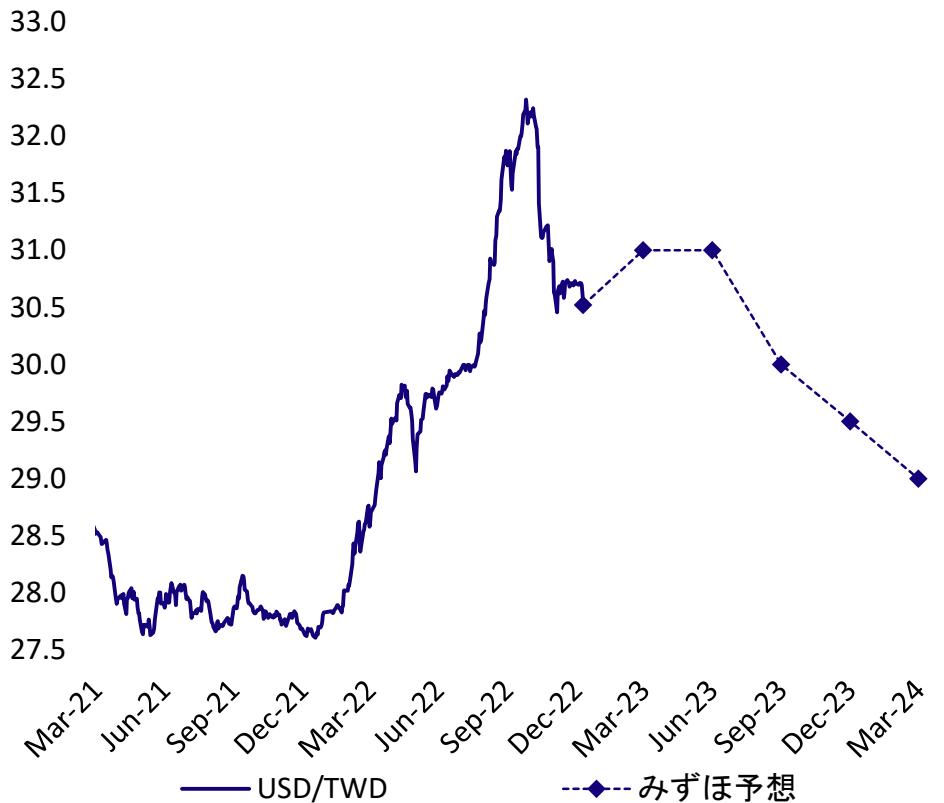
※「M1B（現金・預金通貨の売上高）」、「株価指数」、「工業生産指数」、「非農業部門の就業者数」、「輸出額」、「機械・電機設備の輸入額」、「製造業販売量指標」、「卸売・小売・飲食業売上高」、「製造業の営業気候観測点」の指標の動き（伸び率）を統合し、景気の概況を把握する指標

(Source) National Development Council

台湾ドル相場について – 台湾ドルの見通し

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
USD/TWD	29.80~31.80 (31.00)	29.50~32.00 (31.00)	29.20~31.50 (30.00)	28.80~30.80 (29.50)	28.00~30.50 (29.00)

- 景気後退の影響についてはこれから。輸出の減少により台湾ドル高圧力は弱まり、底値は堅い状況が続くと見込む。
- 2023年後半には米国の利下げが意識される中、リスクオンの流れとなれば、台湾株、台湾ドルが買い戻されるであろう



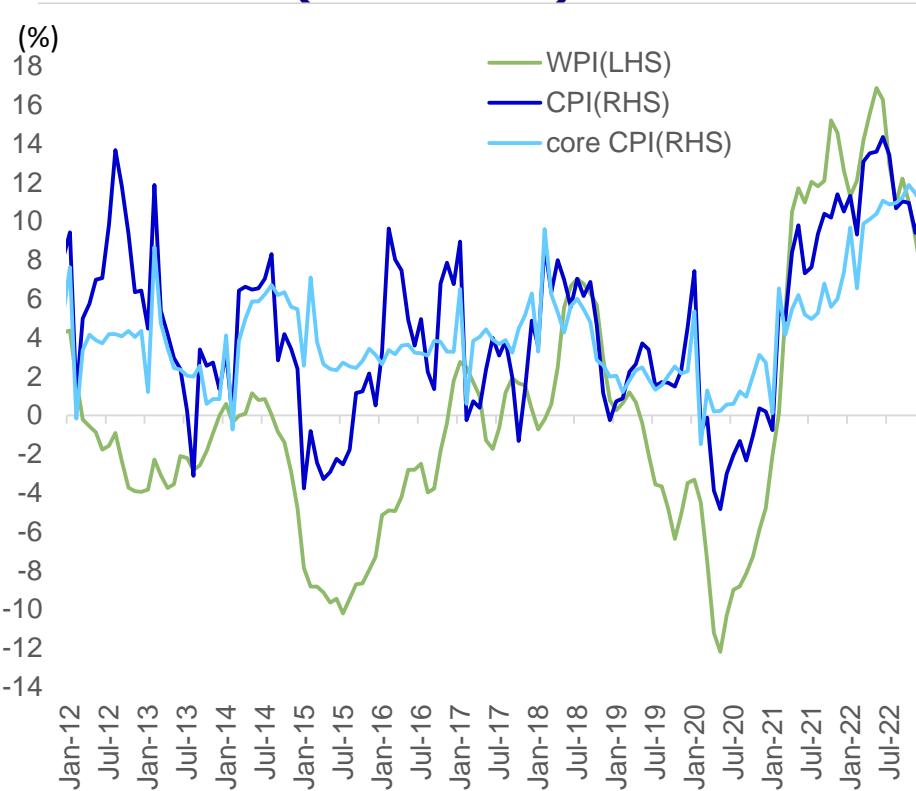
(Source) REFINITIV、Bloomberg

2. 台湾ドル金利について

物価動向は他国に比べて安定的に

- 2022年通年のCPIは2.95%。足許についても前年比2%台で推移する一方、卸売物価指数(WPI)についてはまだ前年同月比で高い水準にあり、注意が必要。
- CPIの内訳を見ていくと果物・野菜の価格が安定したこともあり、食品価格の伸びが落ち着きCPIが下がっている。しかしながら、コアCPIは上昇をしており、引き続き警戒は必要か。

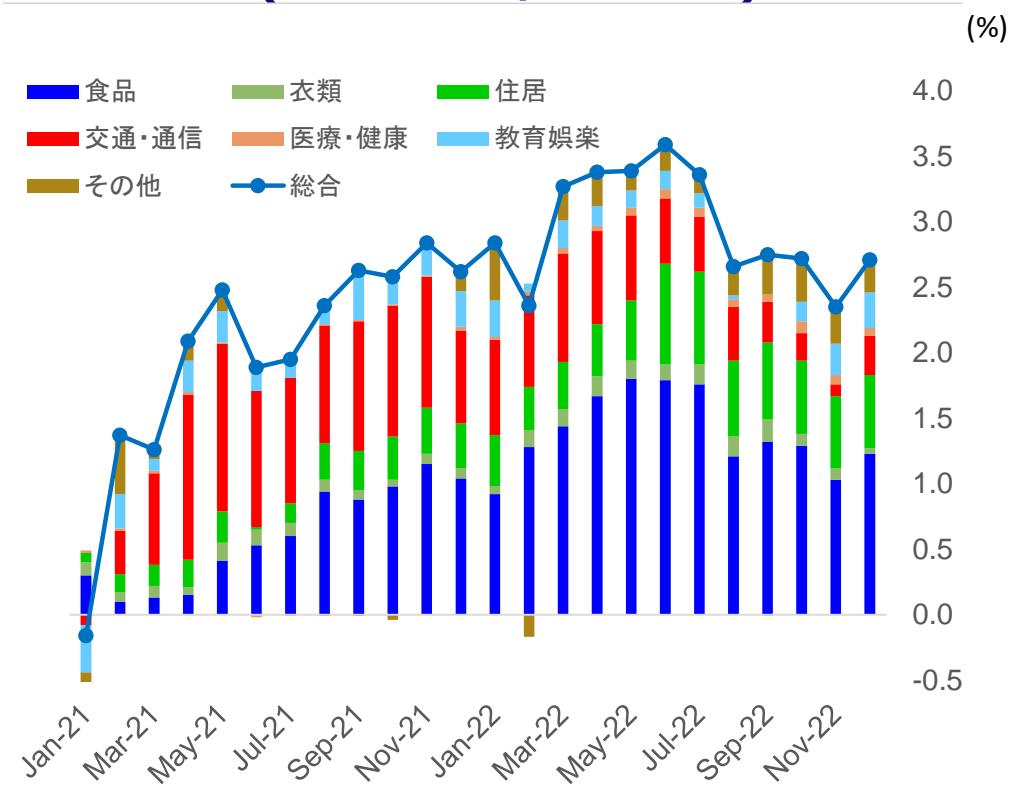
【物価推移(前年同月比)】



(Source) REFINITIV

18 | Private and confidential

【物価推移(前年同月比/下段内訳)】



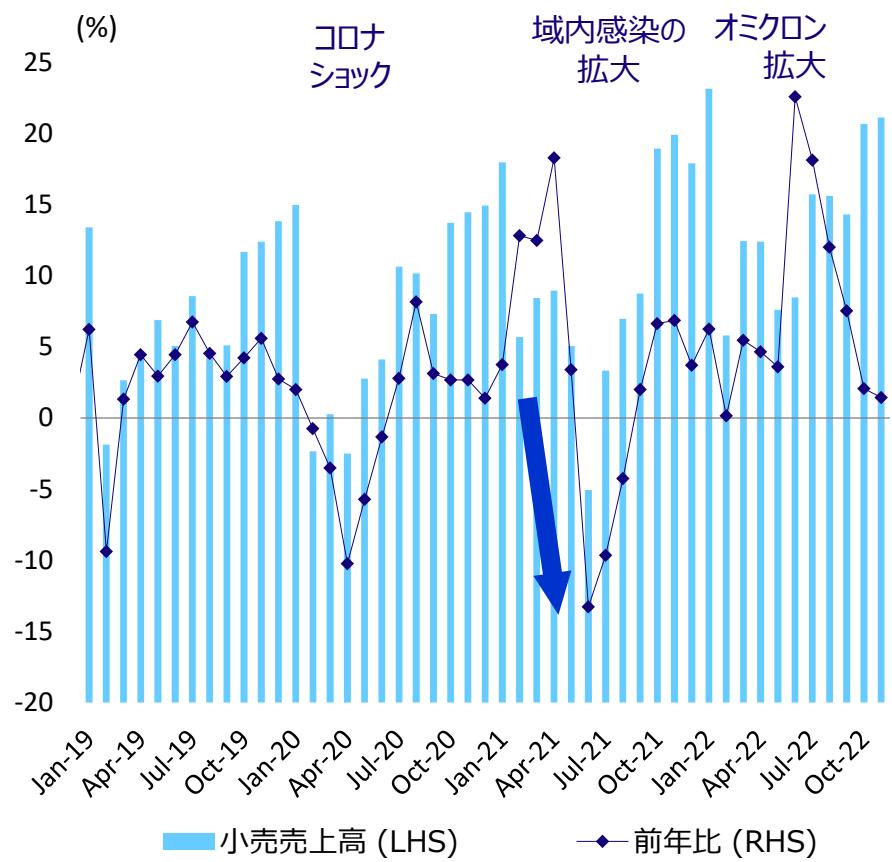
(Source) REFINITIV, Notional Statistics ,R.O.C.(TAIWAN)

MIZUHO

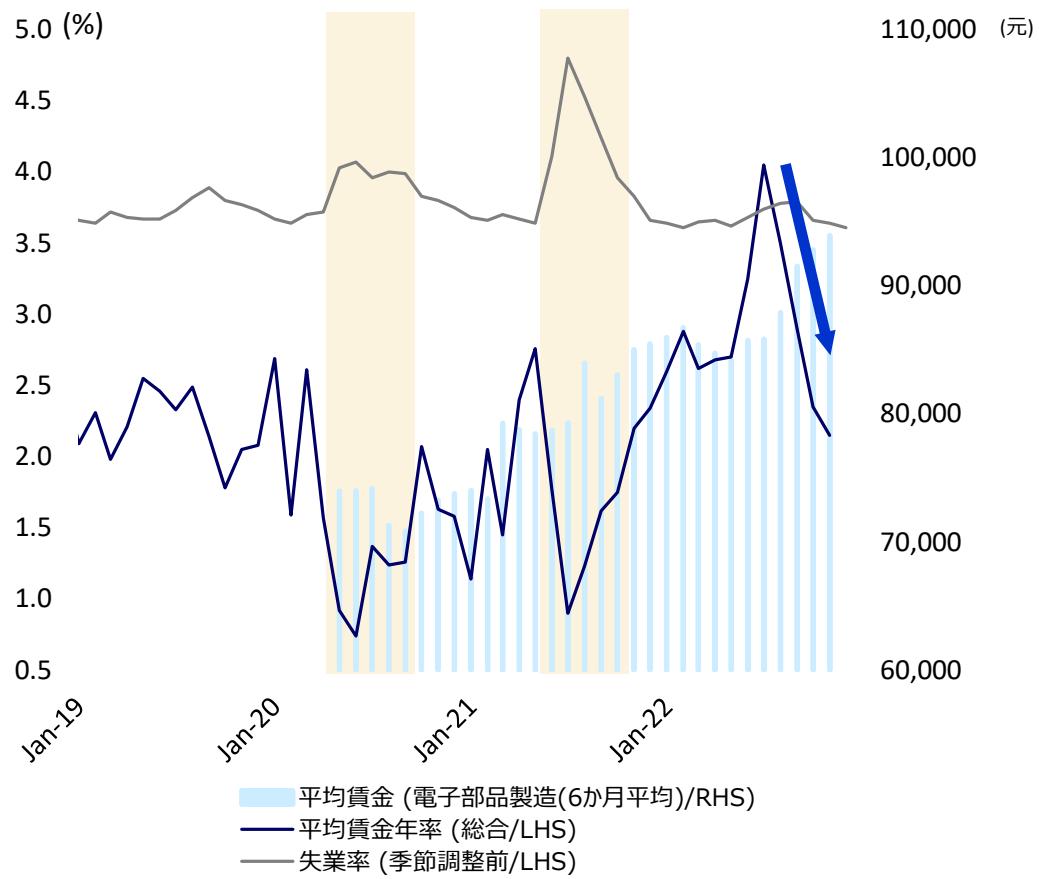
個人消費は堅調

- 小売売上高は、堅調に推移している
- 労働市場は、失業率も3%台後半と安定して推移。賃金は2%台の上昇に

【小売売上高(前年対比)の推移】



【失業率と平均賃金(年率)の推移】

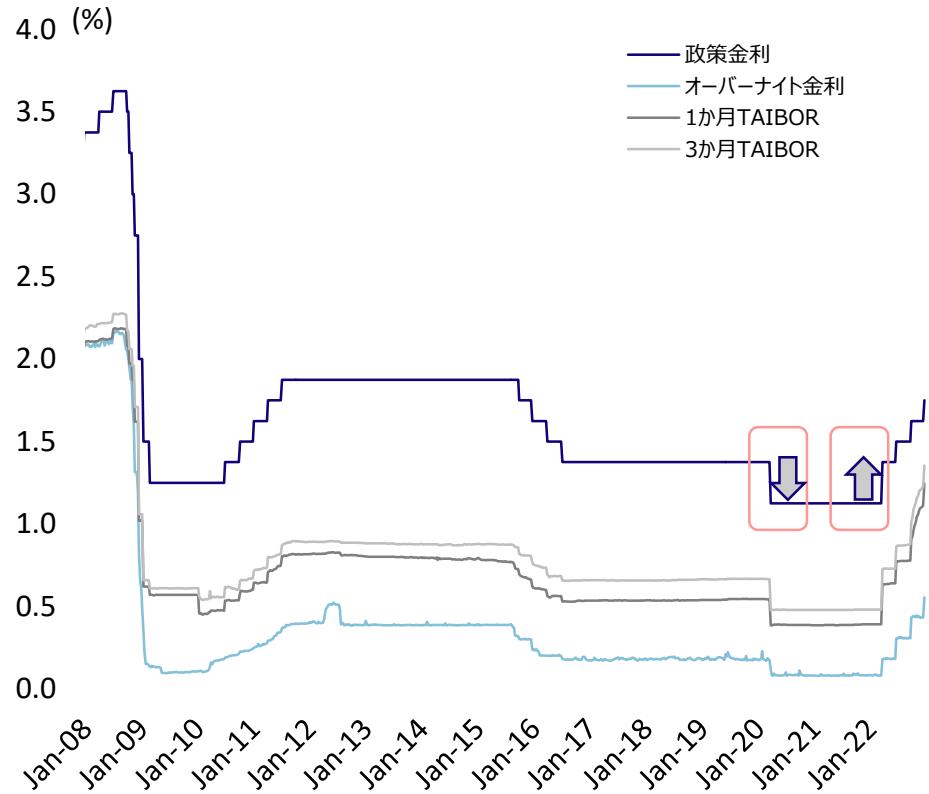


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

金融政策（2022年12月）

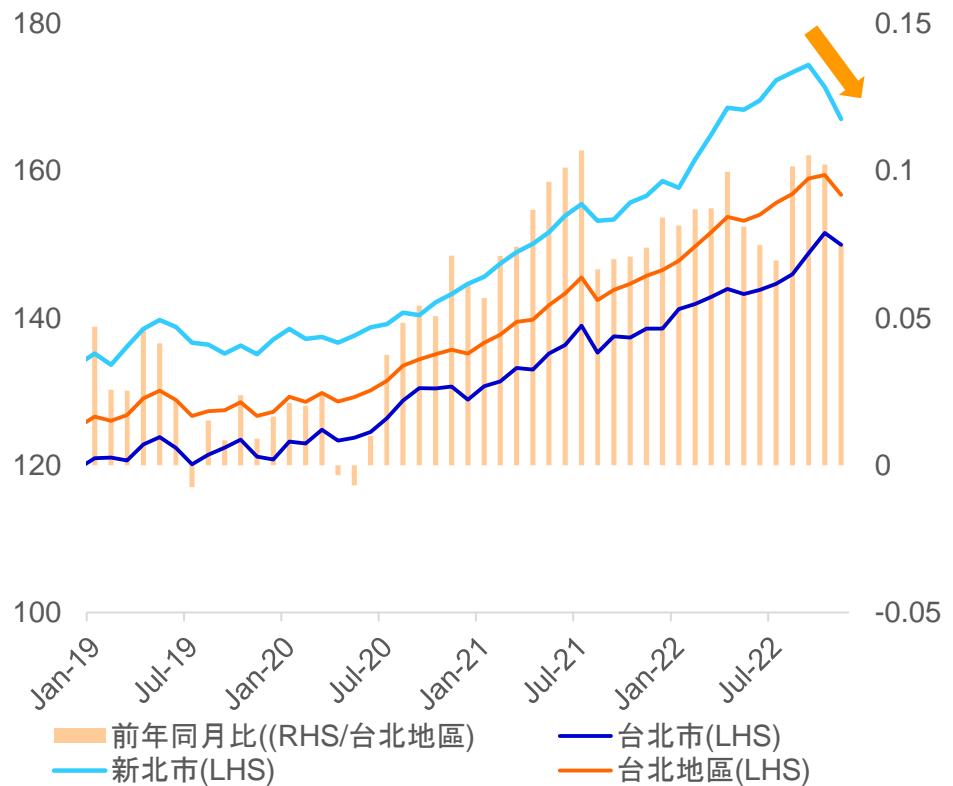
- 4会合連続の利上げを決定し、政策金利を0.125%引き上げ（1.625%→1.75%）
- 6月から2会合連続で引き上げていた預金準備率は据え置き
- 引き続き、不動産貸出状況のモニタリング、実施施策の効果の検証、内容の見直し・調整を行っていく

【政策金利と短期金利の推移】



(Source) REFINITIV

【信義房價指数(台北、新北)の推移】



(Source) 信義房屋

2023年は景気減速、物価上昇の減速を想定

- 楊CBC総裁は会見では、今後の政策金利は物価データ次第であり、**CPIが2%より低くなれば利上げ停止も想定**。ただし、依然として不透明要素は多いとの発言。
- 2023年は世界経済が鈍化し、下振れリスクが拡大。輸出と投資の勢いに悪影響が出て、域内経済成長は鈍化する見通し。

【経済見通し(及び貢献度)】

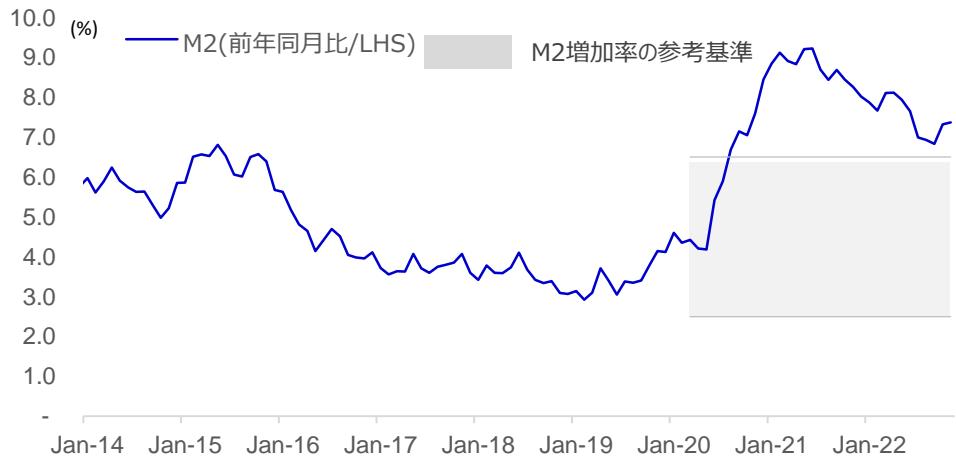
金融政策会合	2022/12	2022/9
2022年 GDP成長率	2.91%	3.51%
	民間消費	1.51
	固定資本形成	1.60
	政府支出	0.64
	在庫変動	-0.59
	純輸出	-0.25
2023年 GDP成長率	2.53%	2.90%
	民間消費	2.65
	固定資本形成	0.56
	政府支出	0.60
	在庫変動	-0.21
	純輸出	-1.07

(Source) Central Bank of Republic of China

【物価見通し】

金融政策会合	2022/12	2022/9
2022年 CPI	2.93%	2.95%
2022年 コアCPI	2.59%	2.52%
2023年 CPI	1.88%	1.88%
2023年 コアCPI	1.87%	1.87%

【M2増加率の推移】



(Source) Eikon, Central Bank of Republic of China

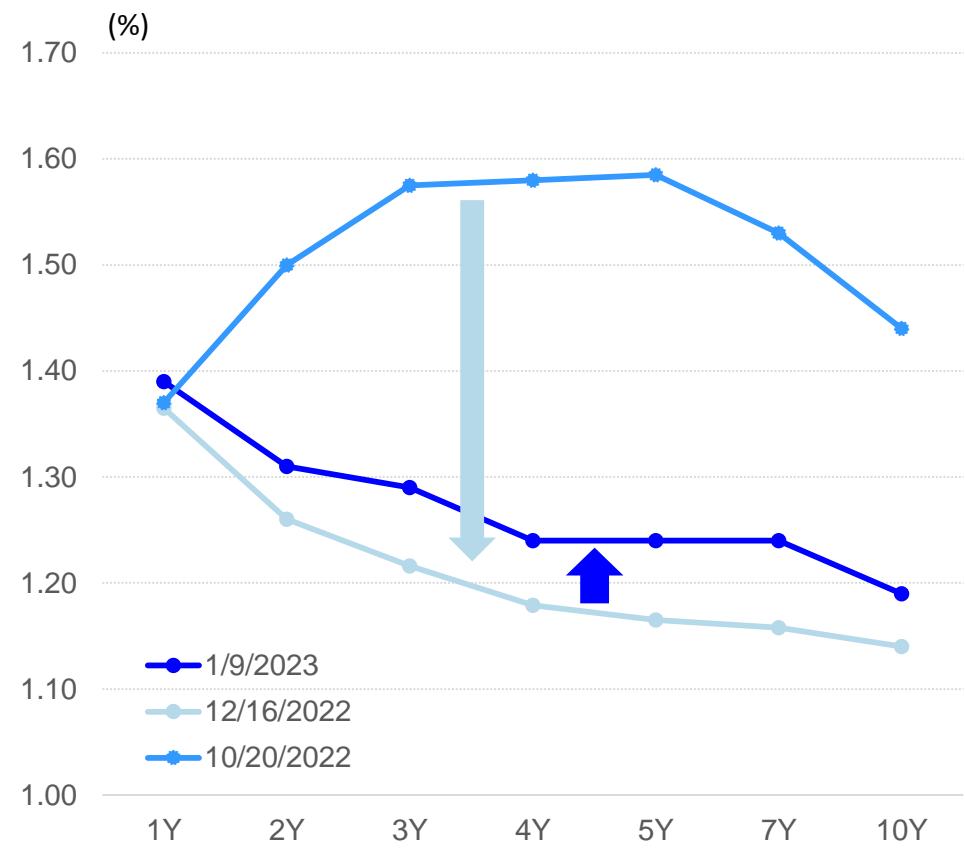
長期金利動向

- 2022年3月の利上げ以降ボラタイルな上昇が続いているが、利上げのピークが見えてくる中、収斂していくか
- イールドカーブは先々の利下げを織り込み、逆イールドに

【直近の金利スワップの推移】



【イールドカーブ】



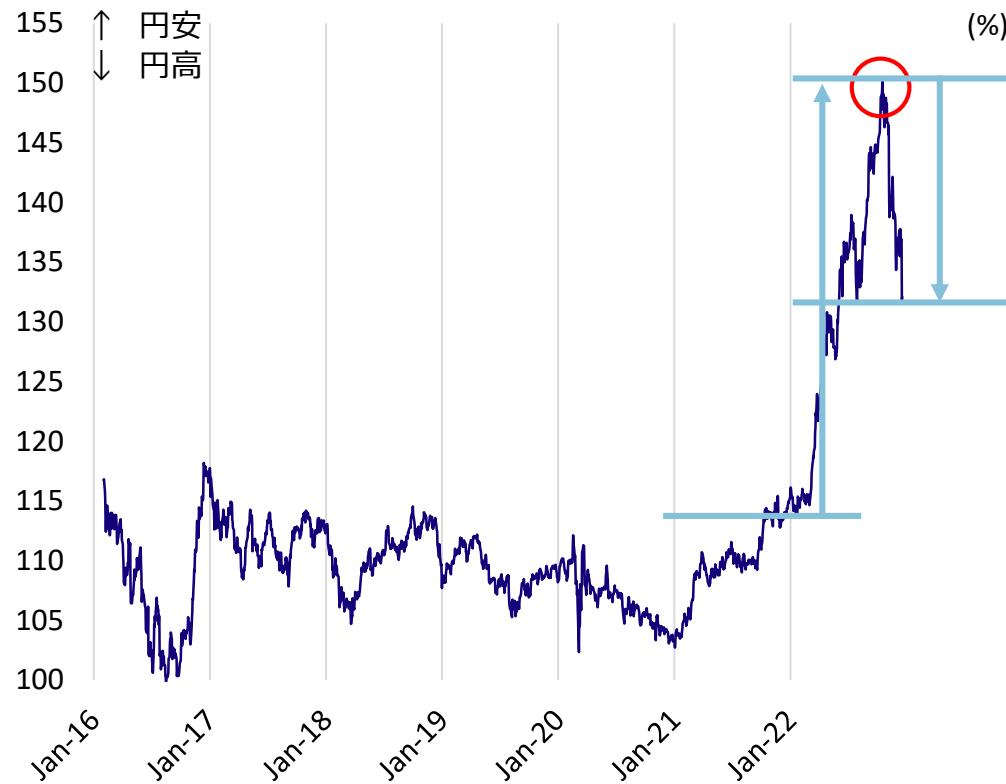
(Source) REFINITIV

3. 円為替相場について

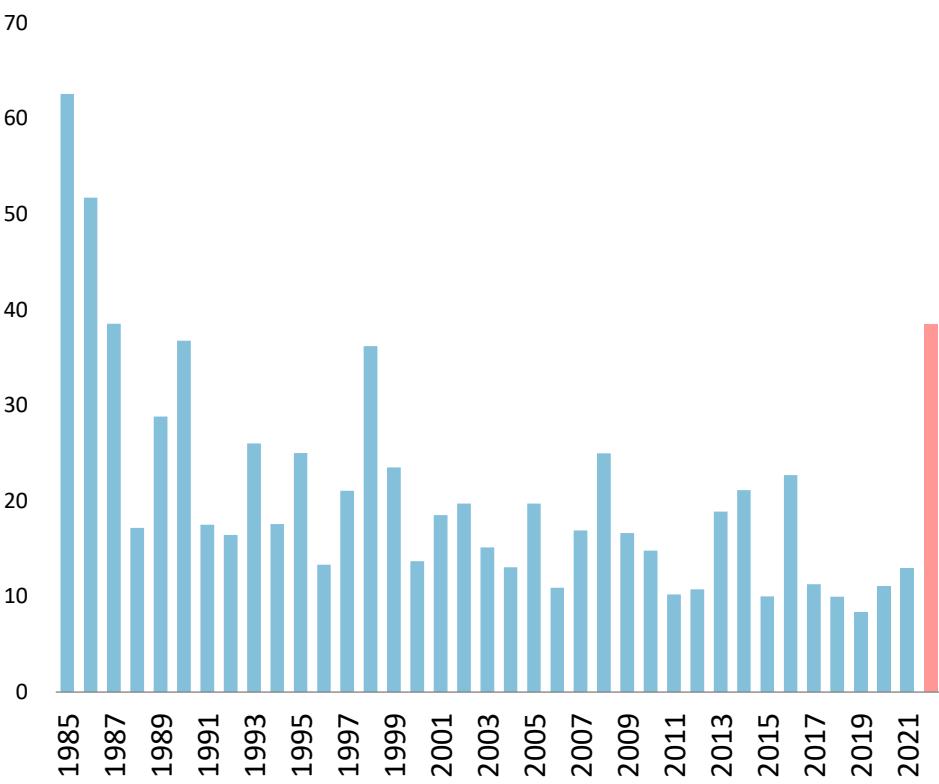
2022年のドル円の推移

- 2022年の値幅はプラザ合意直後の1986年以来の大きさで、円安方向としては史上最大の値幅
- 半値戻しでも130円

【USD/JPYの推移】



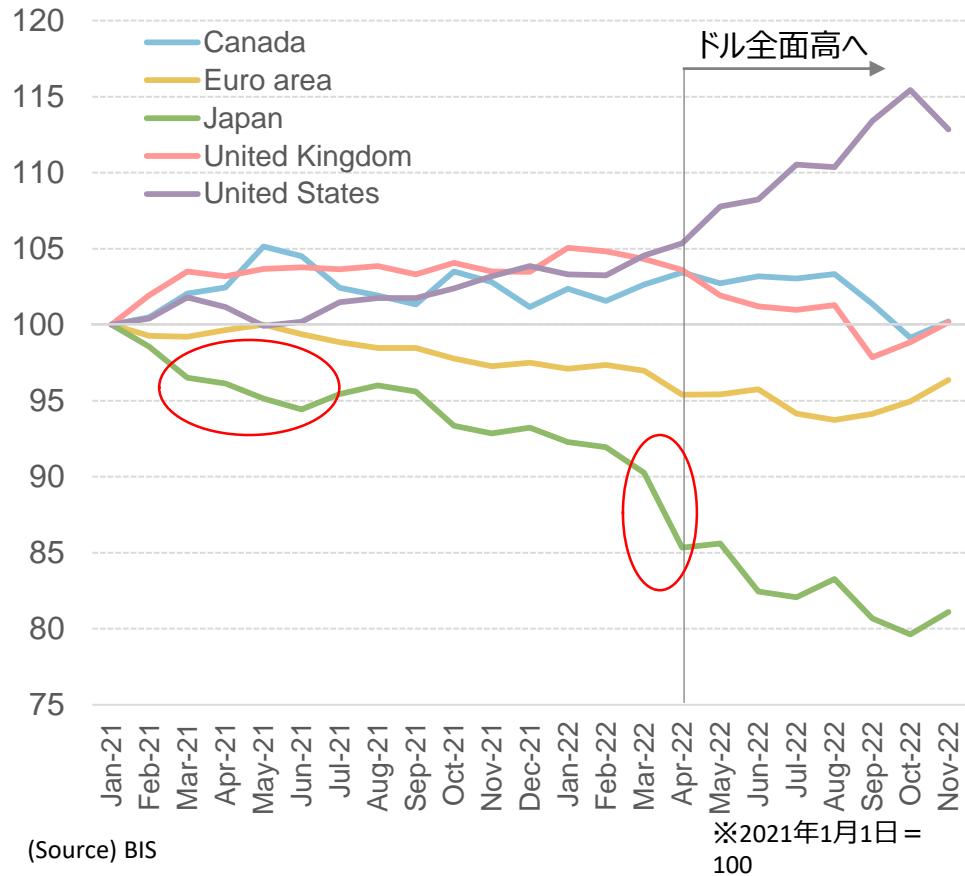
【ドル/円相場の年間値幅】



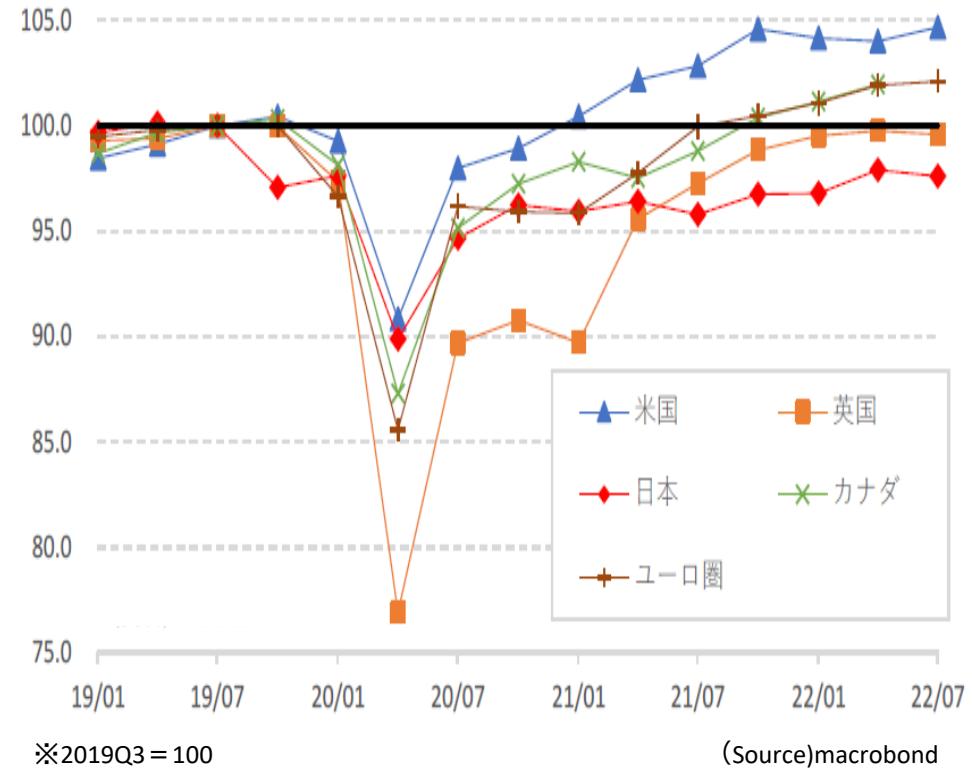
ドル高と円安

- ドル高が明確になったのは2022年4月からであるが、円安は2021年春から既に始まっていた。
- 2022年の円高は「ドル全面高」と「円全面安」の両方の結果であった。

【G7の名目実行為替相場】



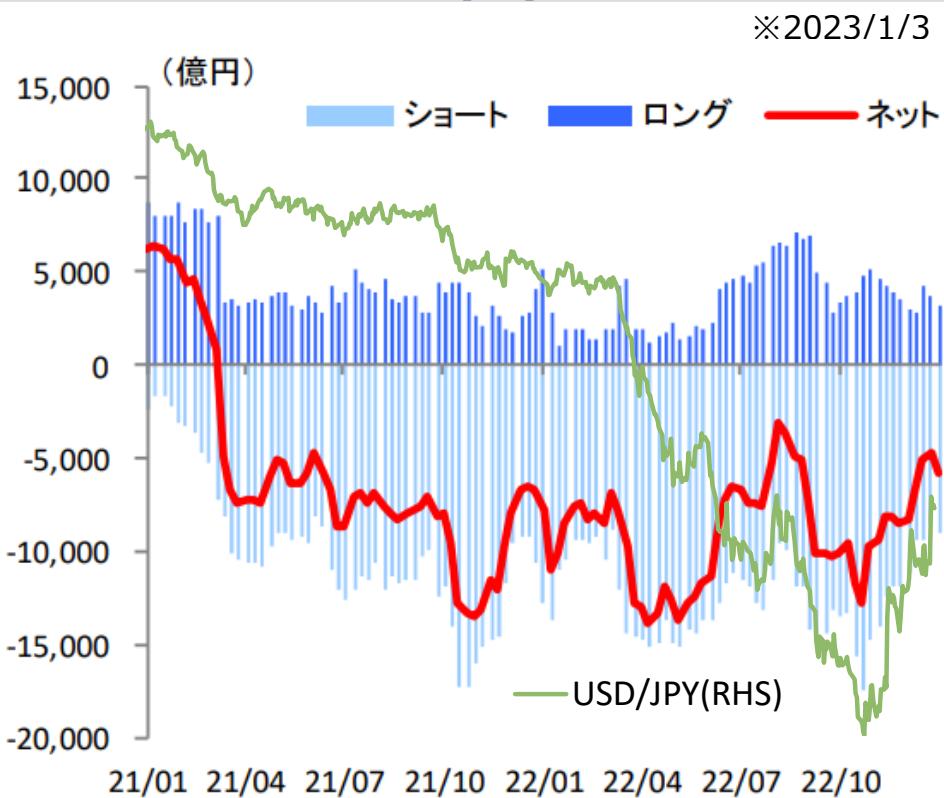
【主要国の実質GDP】



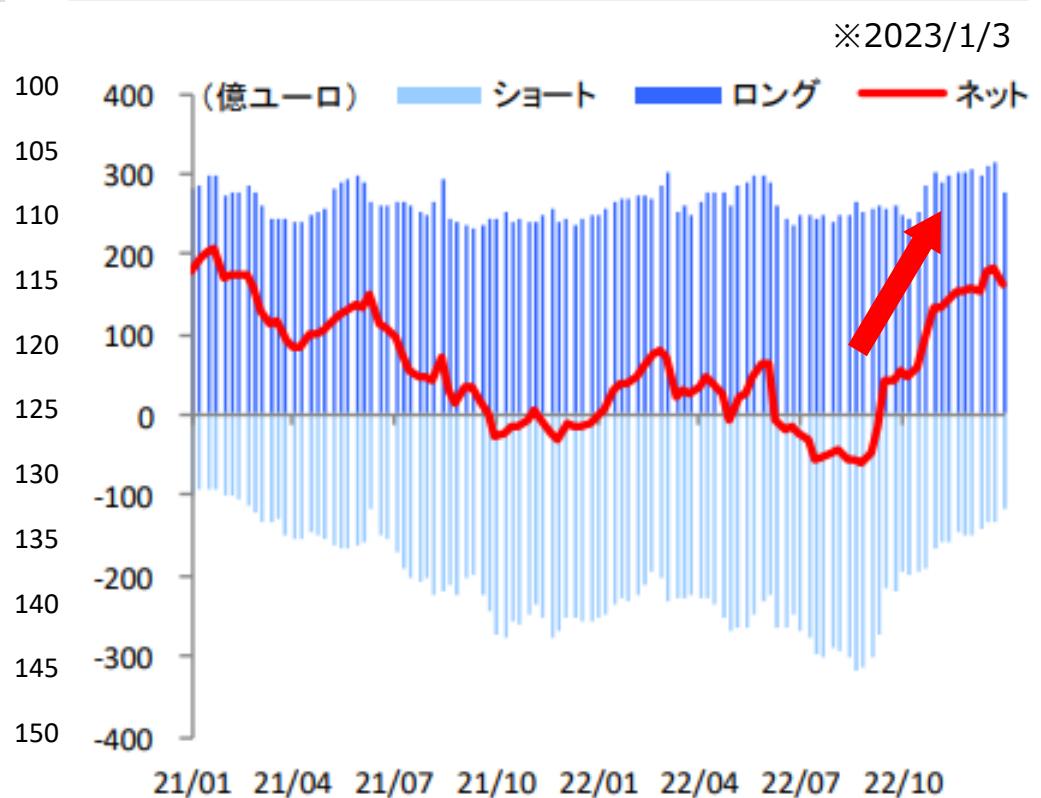
投機筋のポジション

- 投機筋のポジションをみてもドル買いの巻き戻しはユーロ買いとなつたが、円買いとはなつていない
- 日銀のYCCの許容幅化拡大を受けて、円のネットショートは縮小しており、一段の円高圧力とはなりにくい状況にある

【IMM通貨先物取引(円)のポジション】



【IMM通貨先物取引(ユーロ)のポジション】



(Source) CFTC,Bloomberg

主要国と日本の政策金利

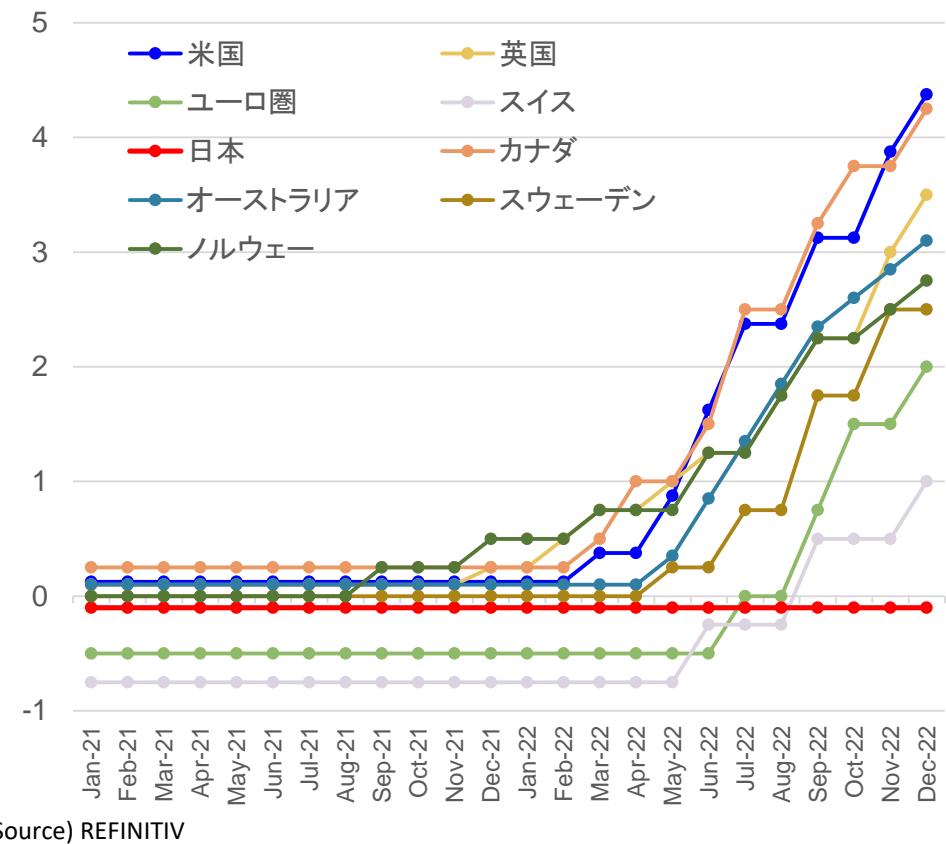
- 他国と低い金利は円キャリー取引を誘引。05~07年に流行った当時は今と異なり、貿易黒字であった
- FRBハト派傾倒→株高→ボラ低下→金利差が維持される中、キャリー取引が拡大か？

【主要国の政策金利】

	2021年 初	2022年 末	差
米国	0.25%	4.50%	+4.25%
英国	0.10%	3.50%	+3.40%
ユーロ圏	-0.50%	2.00%	+2.50%
スイス	-0.75%	1.00%	+1.75%
日本	-0.10%	-0.10%	0%
カナダ	0.25%	4.25%	+4.00%
オーストラリア	0.10%	3.10%	+3.00%
スウェーデン	0%	2.50%	+2.50%
ノルウェー	0%	2.75%	+2.75%

(Source) REFINITIV

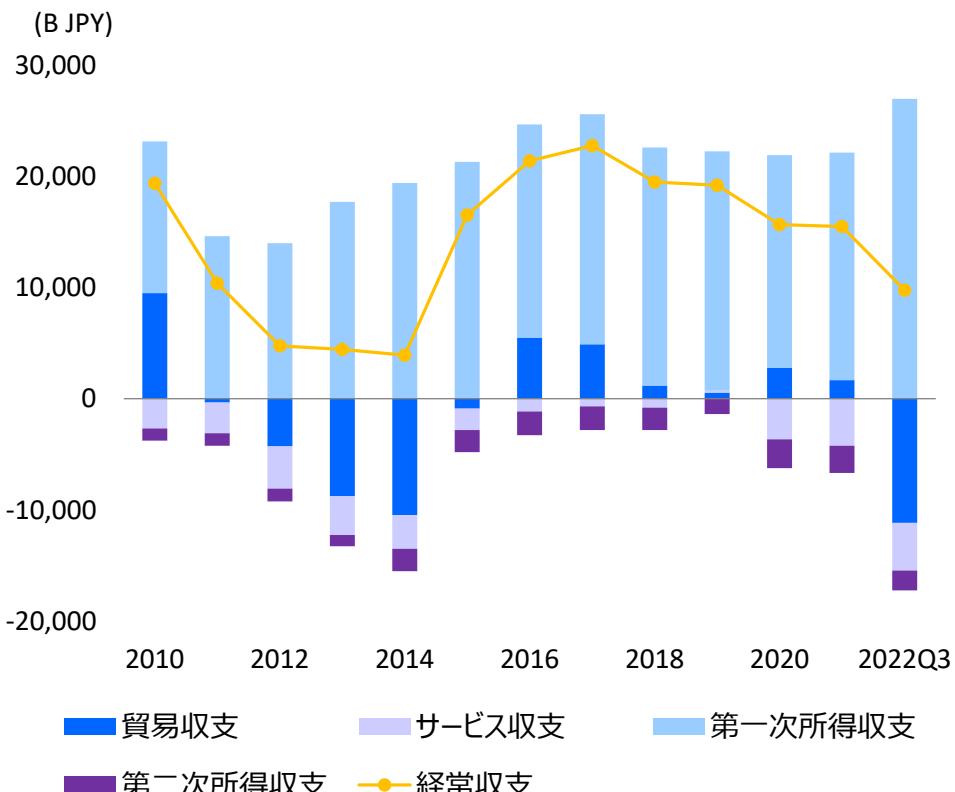
【主要国の政策金利の推移】



日本の国際収支

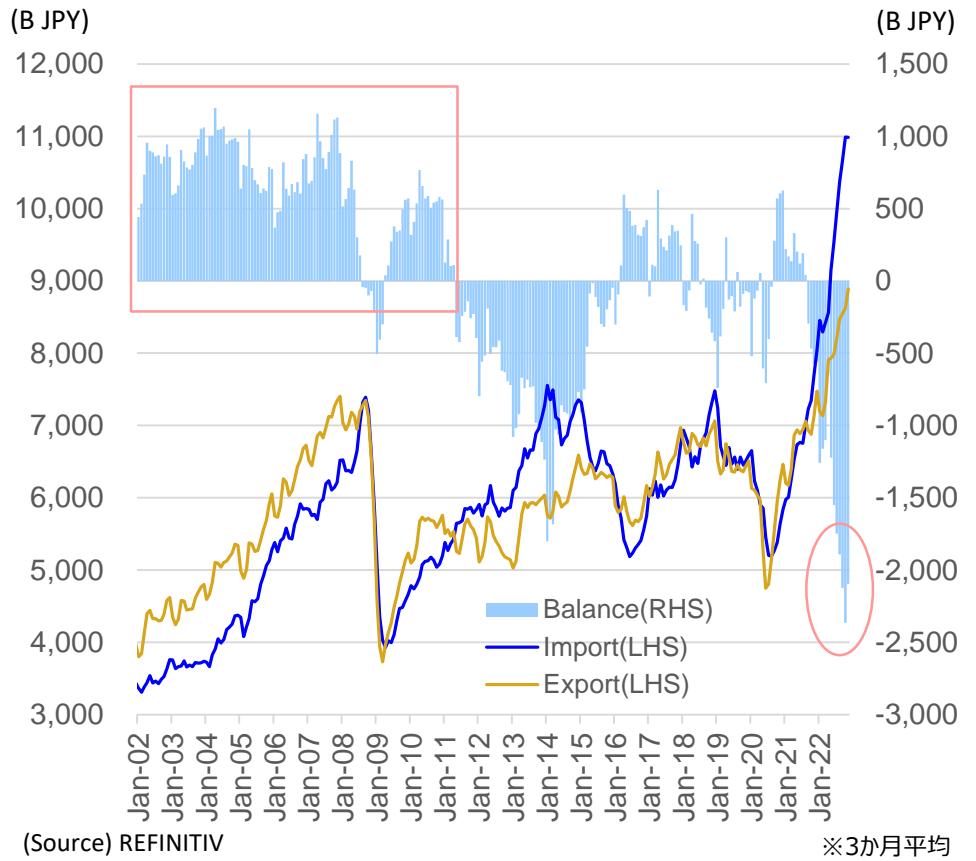
- 貿易赤字を第一次所得収支で補う形で経常収支は黒字を維持
- 貿易赤字は過去最大まで拡大したが、原油価格等は落ち着きを見せており、ピークアウトの兆しは見れるものの、為替予約のリーズ＆ラグを考慮すると2022年の赤字は2023年にも相応に効くであろう

【経常収支の推移】



(Source) Ministry of Finance of Japan

【貿易収支の推移】



利上げのピークと共に円安は止まるか！？

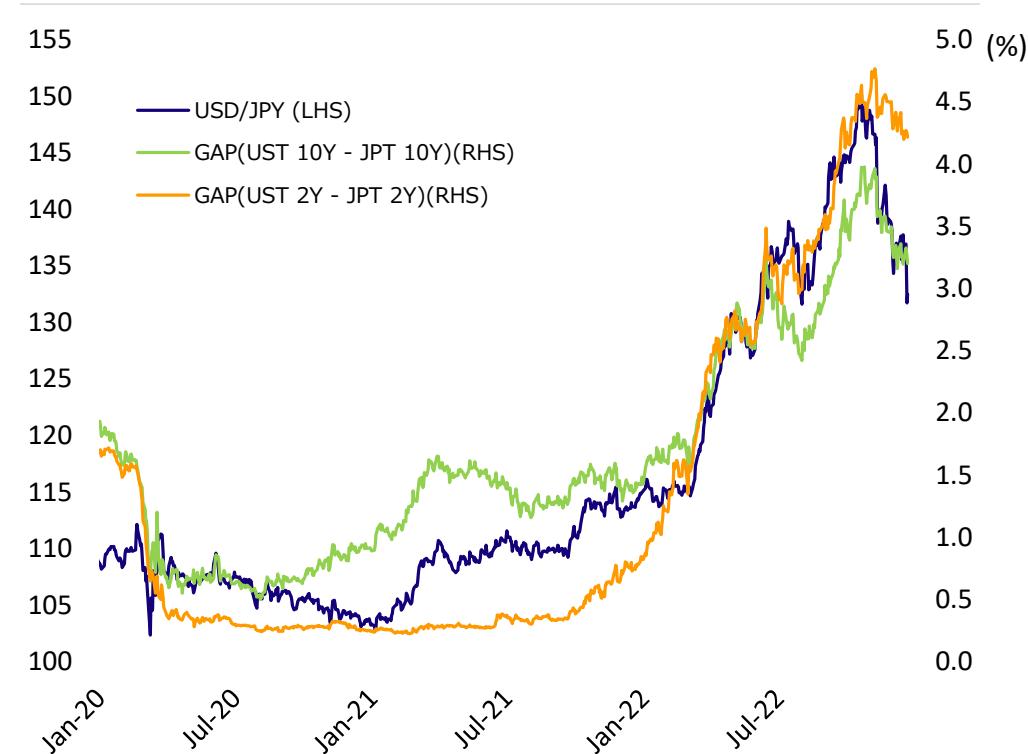
- 2023年Q1に米国利上げがピークへ
- 日銀も政策変更の思惑があるものの、現状では金利差が残るため、米国利下げ期待が高まり始める
2023年後半は株が買い戻され、キャリー取引を誘引か
- 一方、需要面では円売りは続くか

【貿易収支とドル円】



(Source) REFINITIV

【金利差とドル円】

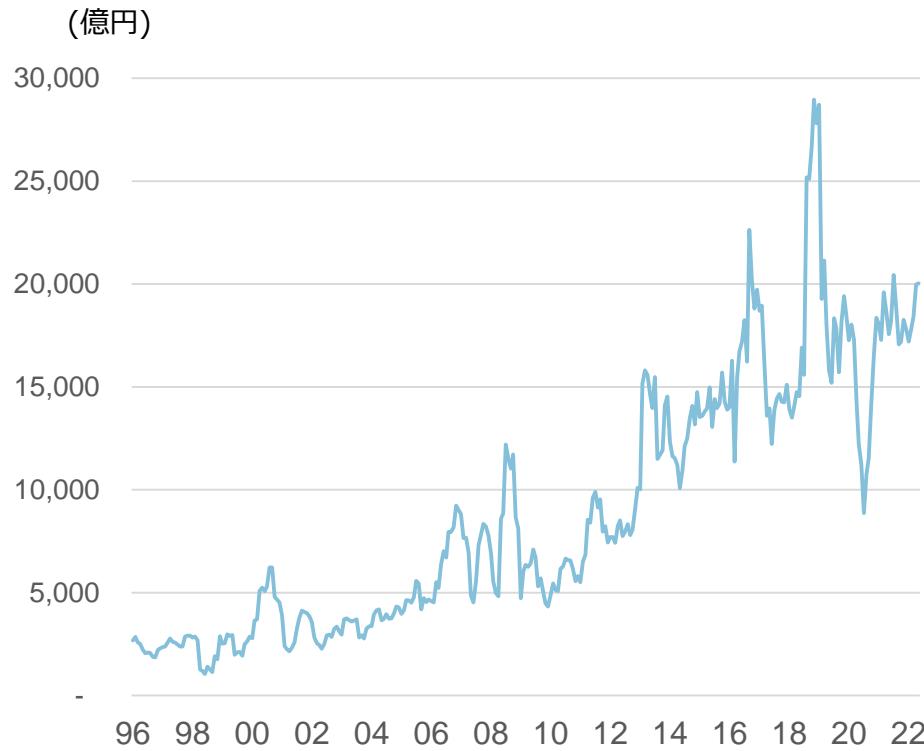


(Source) REFINITIV

円安を活用できるか

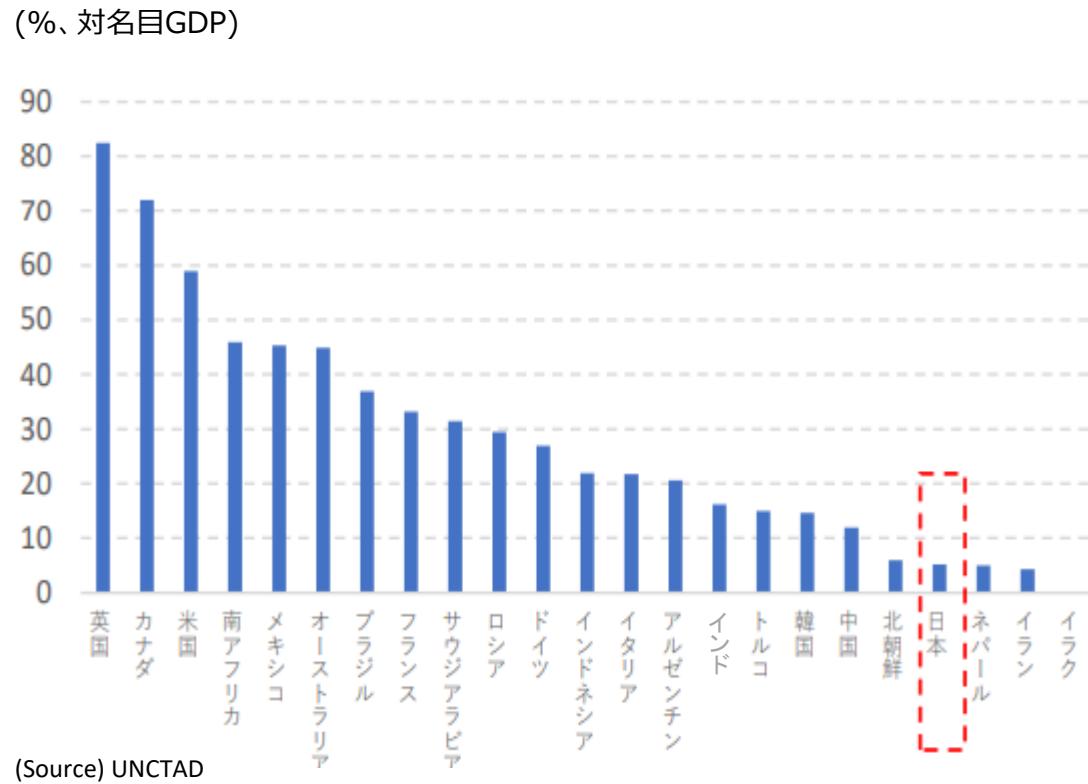
- 経済安全保障等の問題から国内回帰の必要性を増しているものの、為替相場以外の要因での海外進出を行っており、人口減、自然災害、雇用規制等、国内回帰のハードルは高い
- インバウンドだけでなく、海外からの直接投資を増やすことも円安を活用することになるが、日本への直接投資は少ないのが現状

【日本の対外直接収支の推移】



(Source) Ministry of Finance, JAPAN

【主要国の対内直接投資残高(対GDP比)】

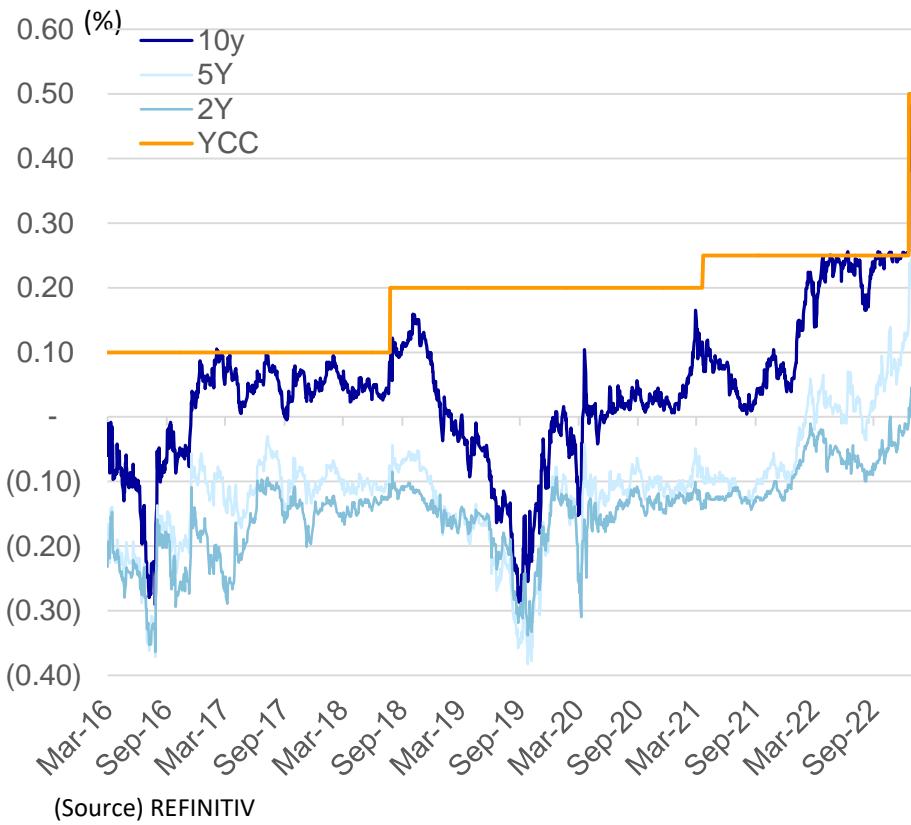


(Source) UNCTAD

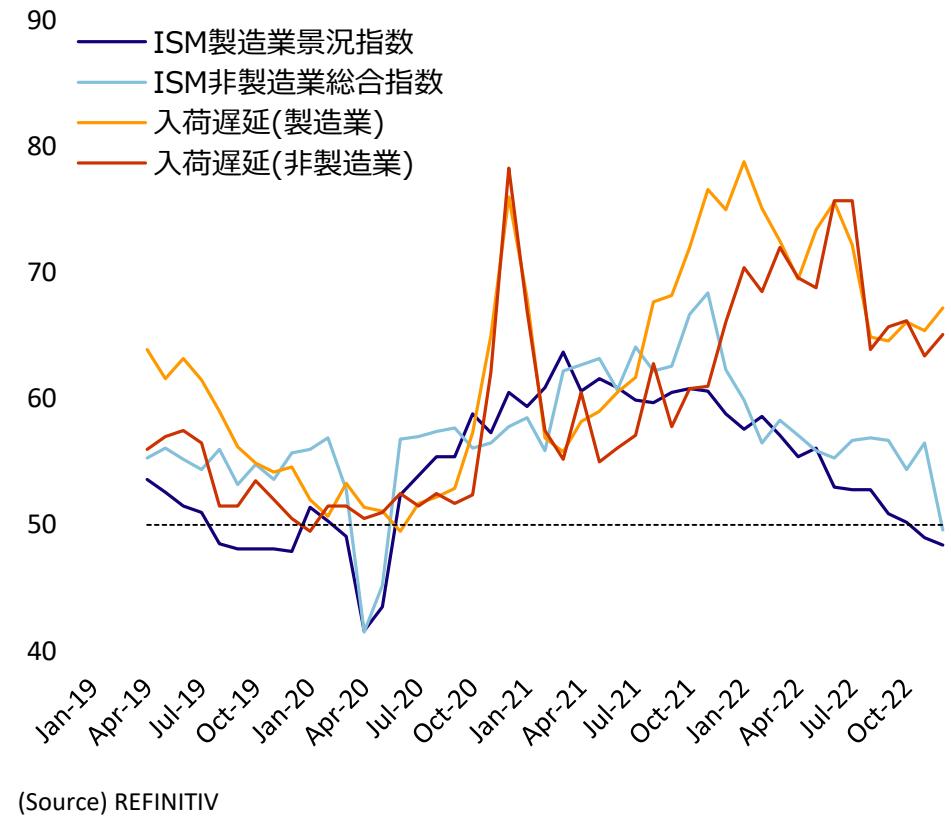
リスクシナリオ

- 円高へのリスクシナリオ：黒田日銀総裁の交代後、日銀が緩和姿勢を変更
- 円安へのリスクシナリオ：サプライチェーンのボトルネックの解消は進むものの、人手不足で人件費が高騰する中、CPIが目標の2%程度まですぐに下がるか

【日10年債の推移】



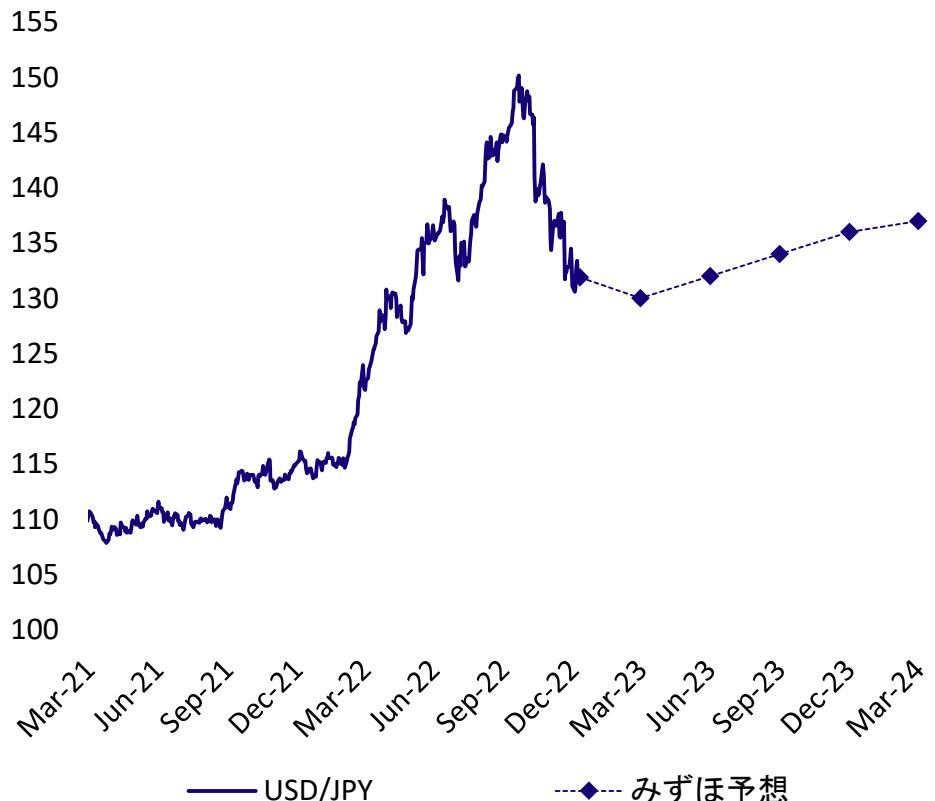
【ISM景気指数(入荷遅延指標)】



ドル/円相場について－見通し

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
USD/JPY	128 ~ 136 (130)	126 ~ 136 (132)	129 ~ 137 (134)	132 ~ 140 (136)	133 ~ 141 (137)

- 2023年前半は米国の利上げの打ち止めが想定される中、米金利要因で円高となるタイミングはあると想定するものの、金利差が開いた状況は変わらず、キャリー取引から円が売られやすいであろう。
- 円高のリスクシナリオとしては、日銀の金融政策の方針転換。一方、円安のリスクシナリオは、米国のCPIが目標とする2%まで低下するかである。

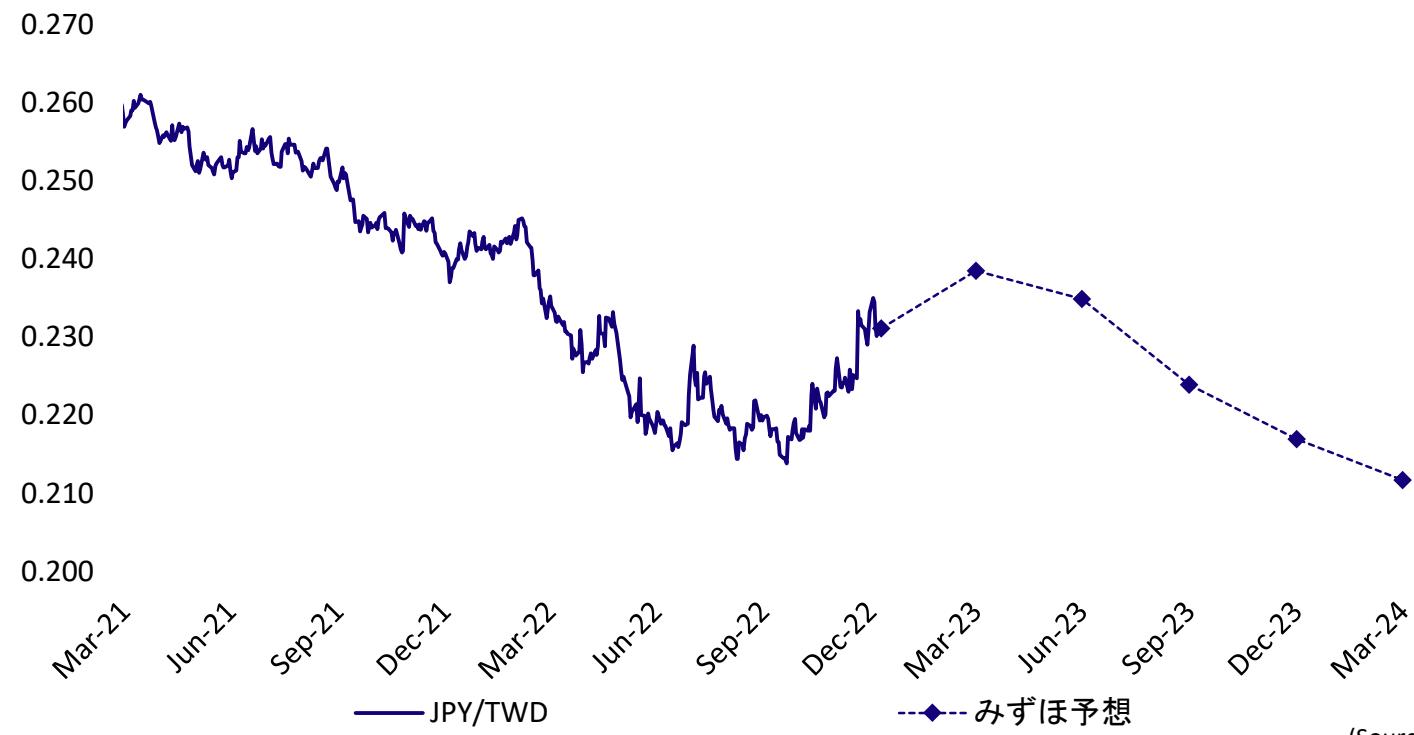


(Source) REFINITIV, Bloomberg

円/台湾ドル相場について—見通し

	2023年 1-3月	2023年 4-6月	2023年 7-9月	2023年 10-12月	2024年 1-3月
JPY/TWD	0.220~0.245 (0.238)	0.217~0.250 (0.235)	0.215~0.240 (0.224)	0.210~0.225 (0.217)	0.200~0.225 (0.212)

【JPYTWDの見通し】



(Source) REFINITIV、Bloomberg

ご清聴ありがとうございました

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。当資料に記載された内容は、事前連絡なしに変更されることがあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。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、複製することを禁じます。