

直近の市場動向について

2022年1月

みずほ銀行 東アジア資金部台北室

Private and confidential

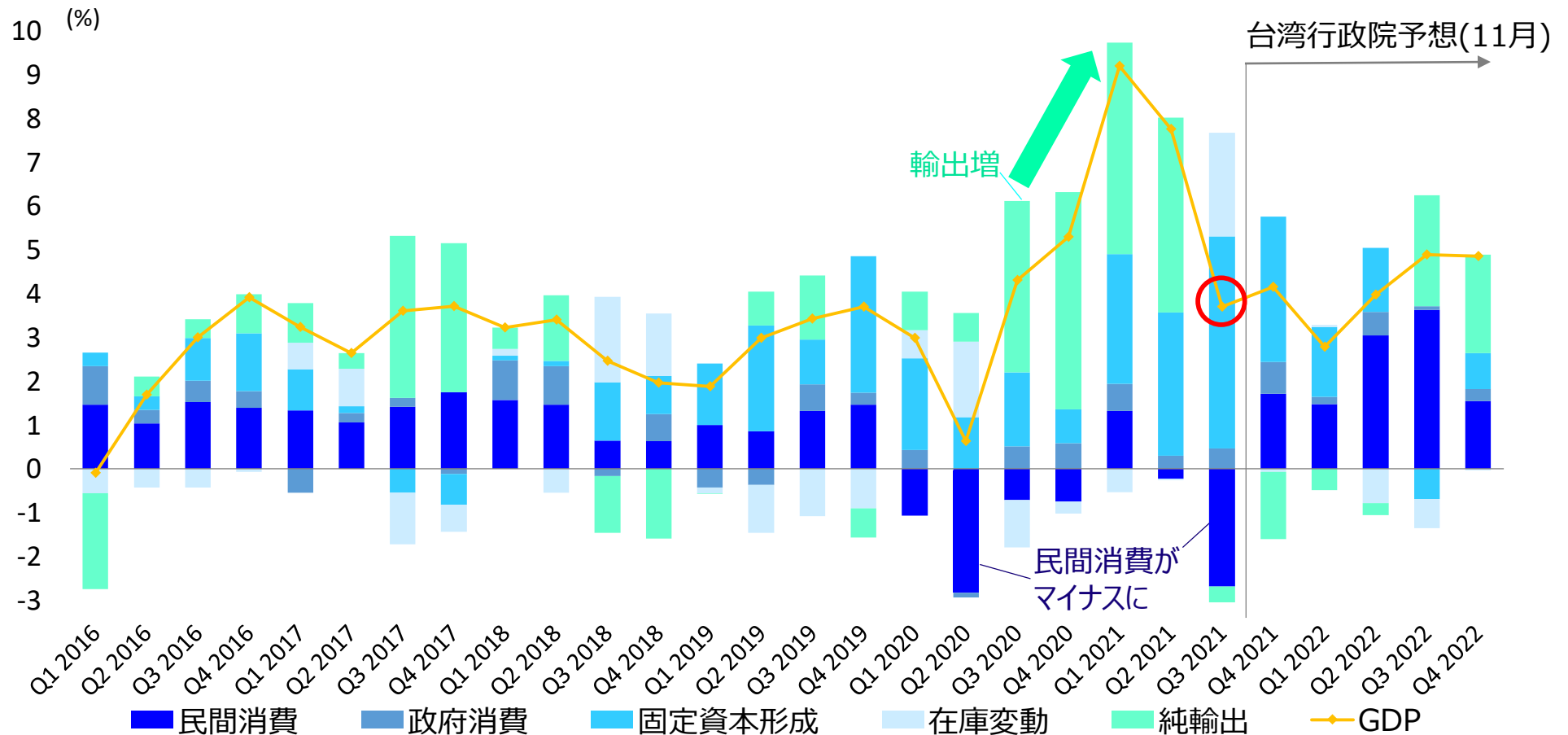
MIZUHO

1. 台湾の経済動向について

台湾の経済動向について－GDP

- 2021年は域内で一時コロナの感染拡大があったものの、輸出の増加、旺盛な設備投資により6%台の成長率となる見込み。
- 2022年も、中央銀行、行政院では4%台の成長を予想。

【GDPの推移(前年同期比)】

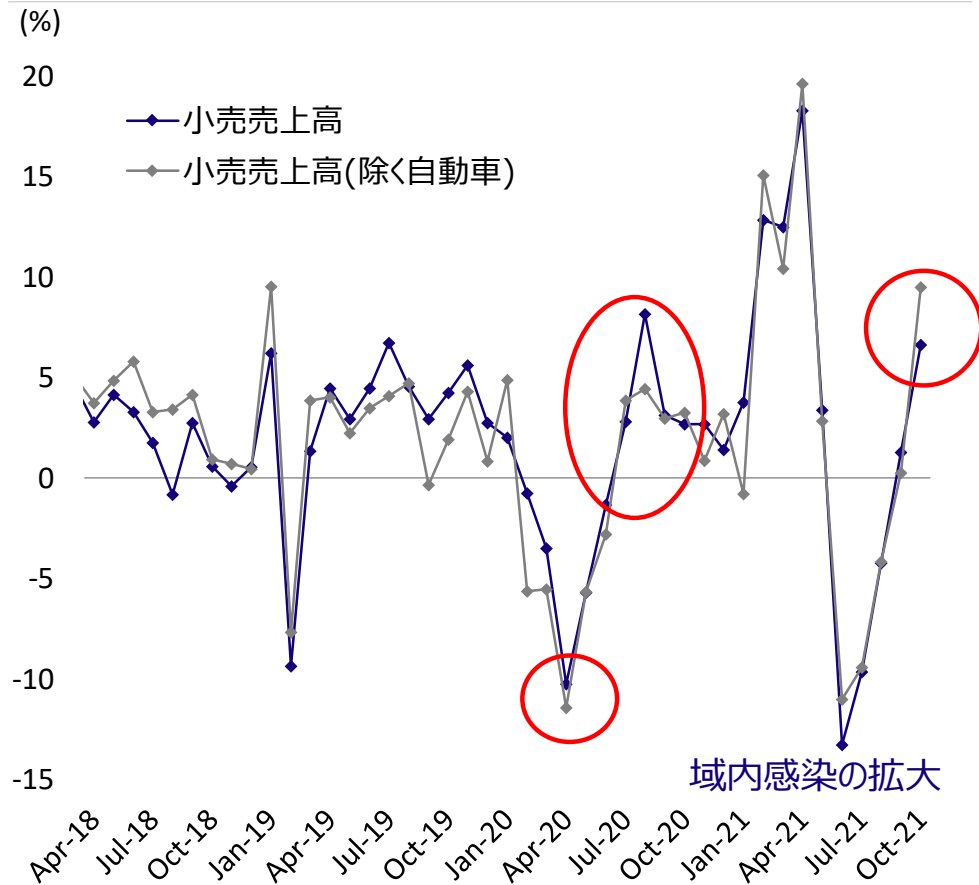


(Source) Ministry of Finance of the Republic of China

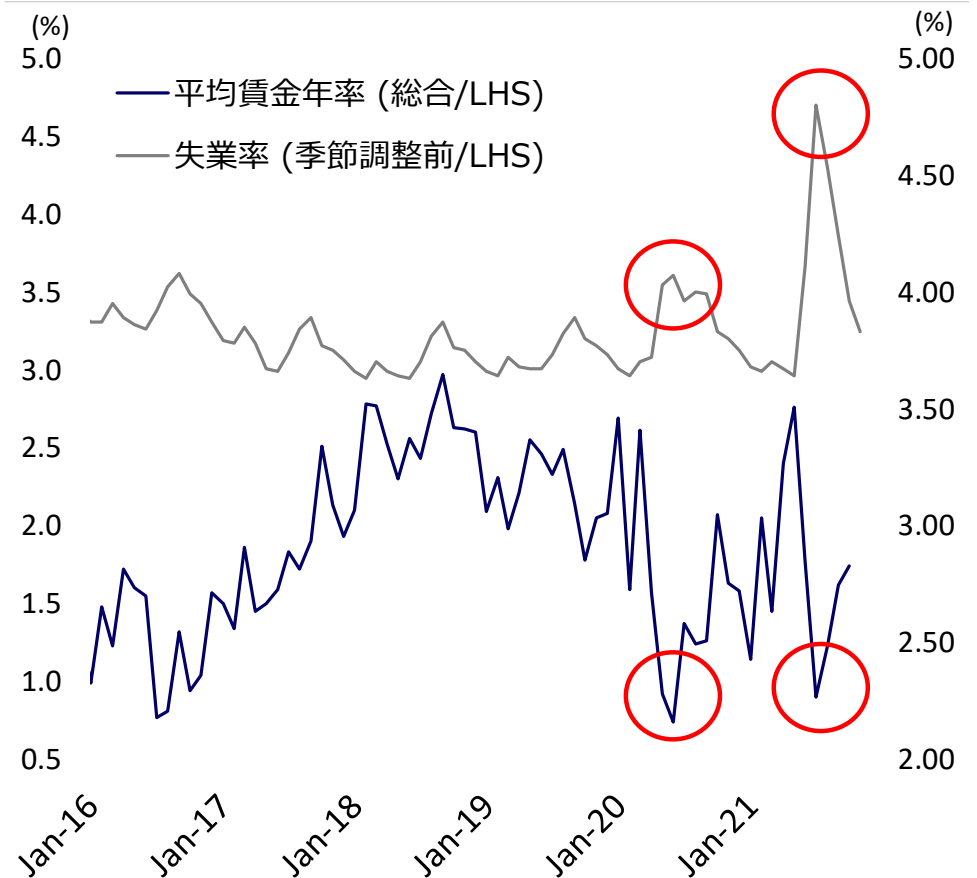
台湾の経済動向について－個人消費動向

- 2021年は域内で一時コロナの感染拡大があったものの、抑え込みに成功したことや、政府の消費促進政策により、個人消費は回復。
- 失業率も4%台後半まで上昇したが、足許は3%台後半と落ち着いている。

【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】

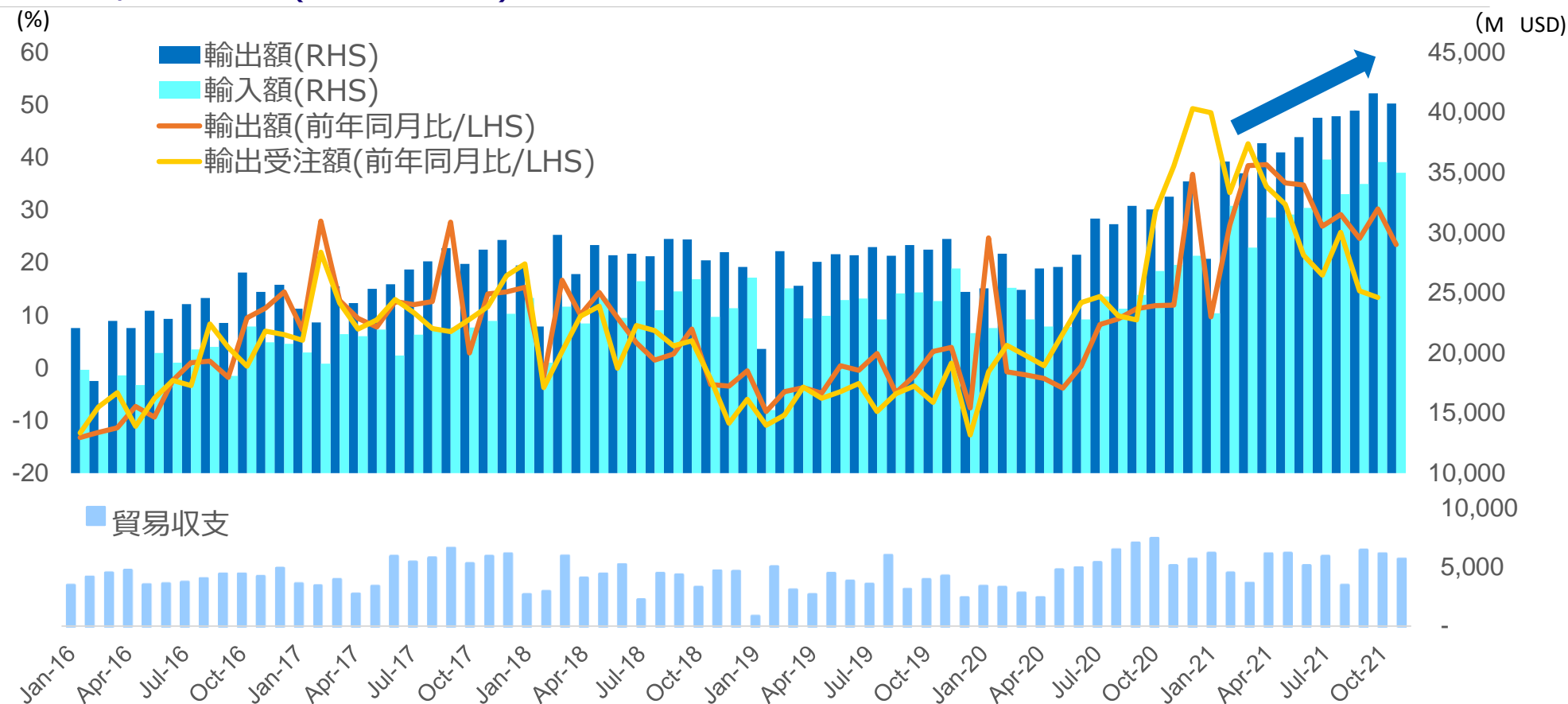


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台湾の経済動向について－貿易動向

- 2021年の輸出額は4,464億ドル(前年比+29.4%)と過去最高に。前年同月比では18か月連続のプラス成長。
- 2021年11月の輸出受注残は前年同月比+13.4%。引き続き、電子製品を中心に輸出が強い環境が続くとみられる。

【輸出/輸出受注(前年同月比)の推移】

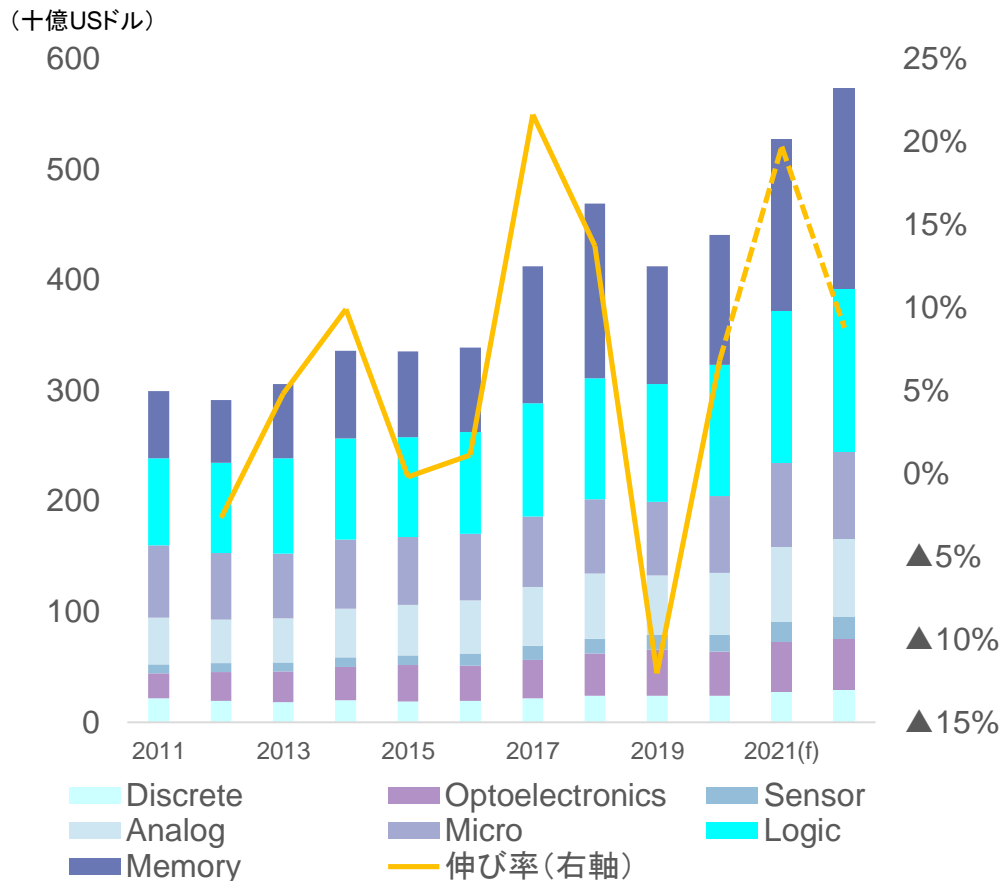


(Source) Ministry of Economic Affairs of the Republic of China, National Statistics of the Republic of China

台湾の経済動向について－半導体動向

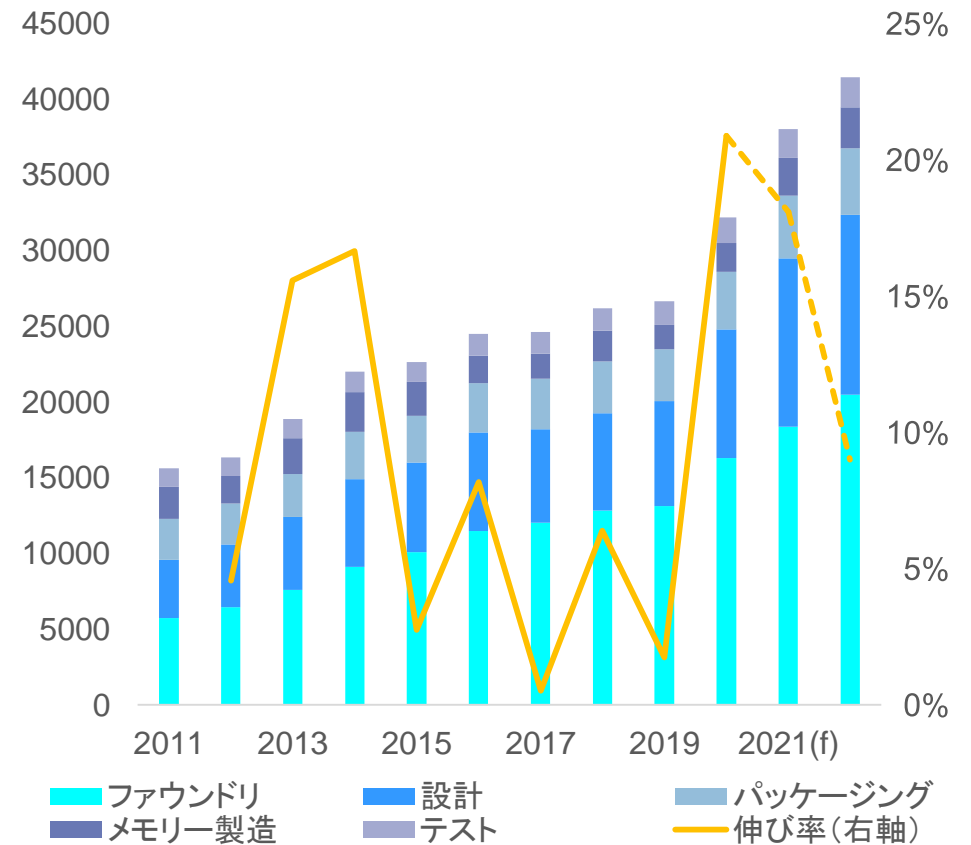
- 引き続き、世界的な半導体需要は増加を想定。
- 台湾の半導体の生産額も増加を継続。

【製品別世界半導体市場売上高推移の推移】



(Source)世界半導体市場統計 (WSTS) (2021/6/8時点公表) より、みずほ銀行台北支店作成

【台湾半導市場の生産額推移】

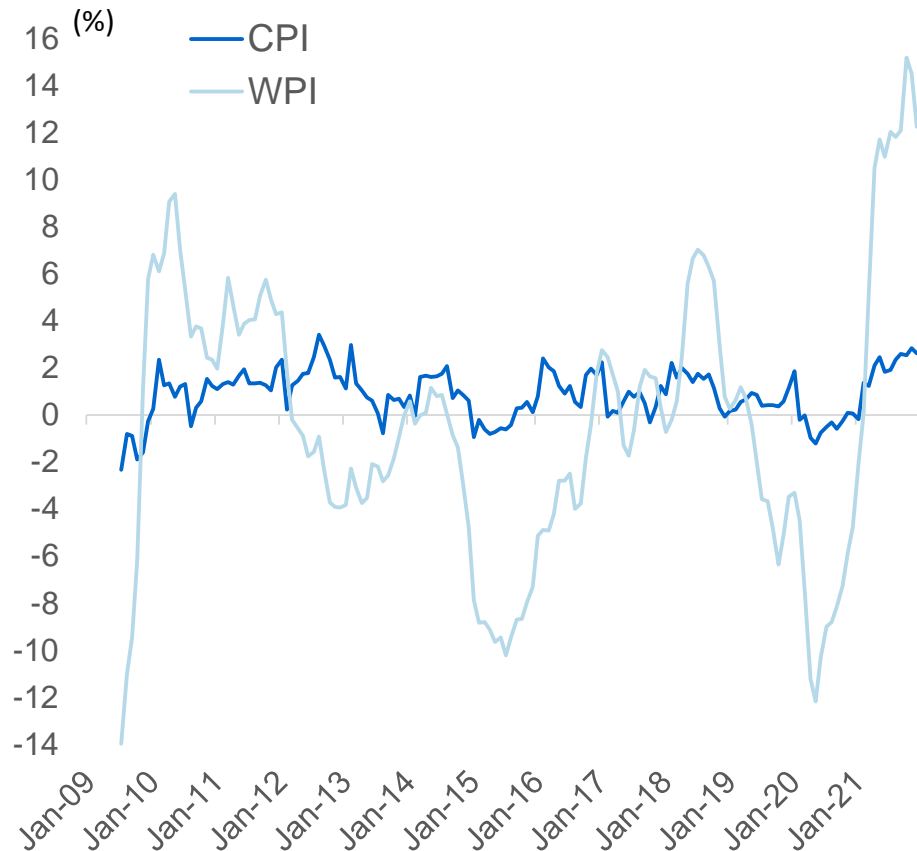


(Source)トレンドフォースより、みずほ銀行台北支店作成

台湾の経済動向について－物価動向

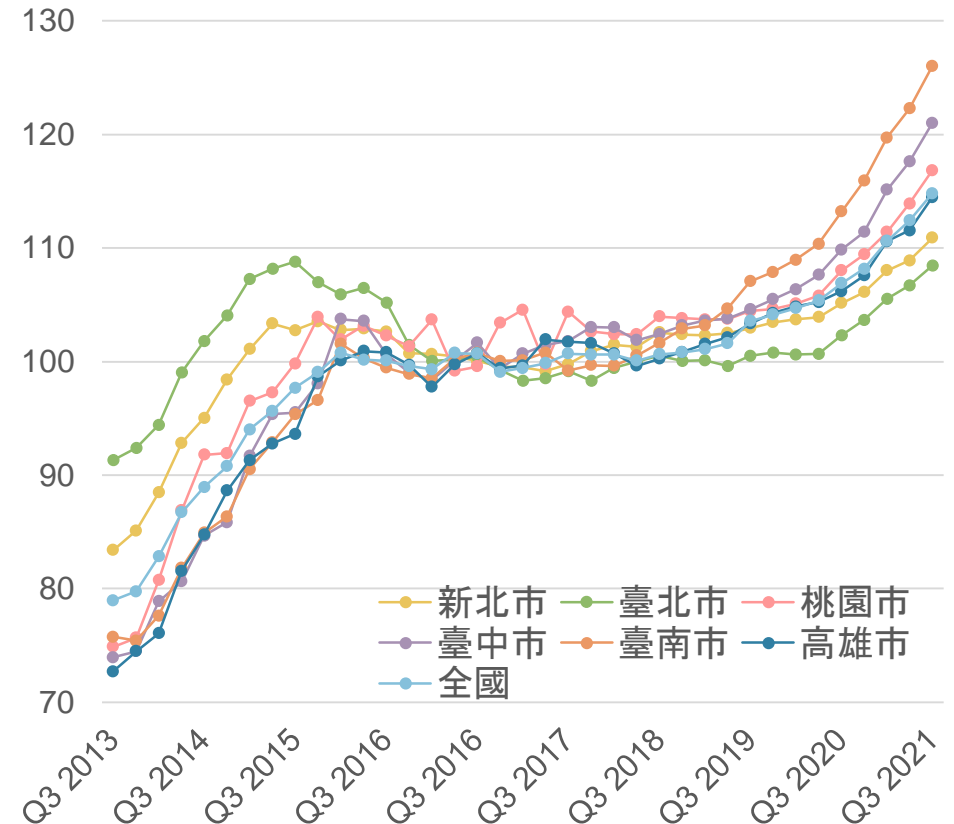
- CPIについては、足許12月については+2.62%と諸外国と同様に上昇傾向
- 卸売物価指数（WPI）については、石油製品、化学材料とその製品、基本金属などの価格が上がり、前年同月比で+10%以上の大幅な上昇。

【物価推移(前年同月比)】



(Source) REFINITIV

【住宅価格指数の推移】



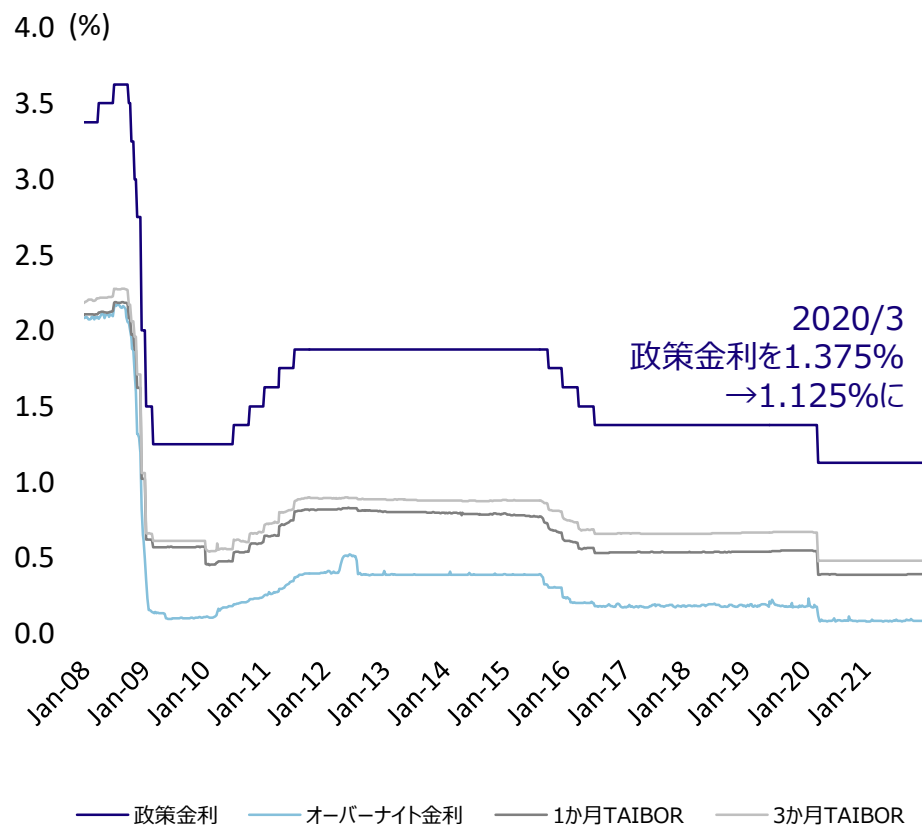
※2016年を100として算出
築年数0.5年～60年の住宅を対象

(Source) Ministry of the Interior

台湾の経済動向について－金融政策（2021年12月）

- 2020年3月に利下げして以降、7期連続で政策金利を過去最低の1.125%に据え置き。景気見通しについては、2021年のGDP予想値については6.03%と上方修正。
- 楊CBC総裁は、①物価上昇の高止まりが続き、②新型コロナウイルスの流行による打撃を受けた産業が回復した場合、主要国の利上げ状況を考慮し、検討する見方を示した。ただし、他国と異なり、インフレはエネルギー価格によるところも大きく、一時的とも。

【政策金利と短期金利推移】



(Source) REFINITIV

【中央銀行の見通し】

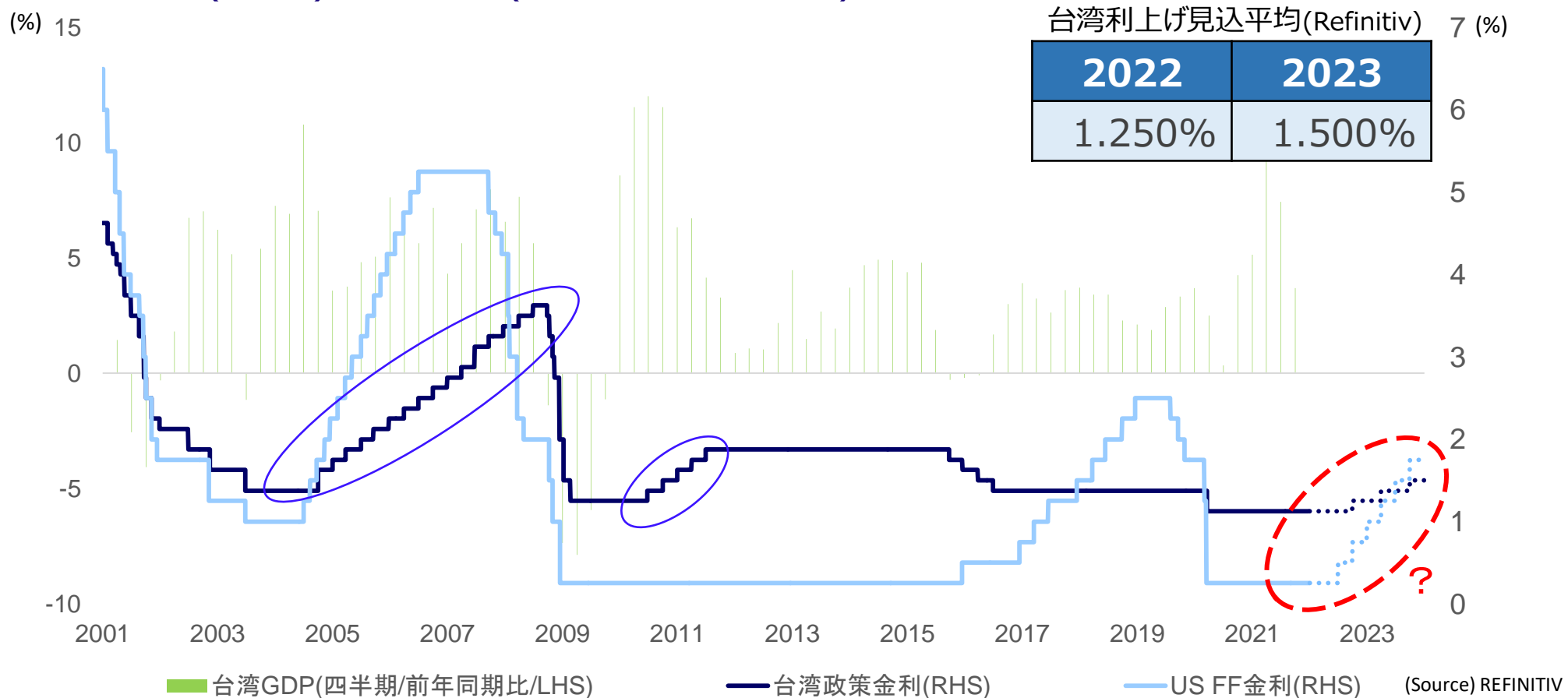
	会合	2021	2022
GDP	2021/12	6.03%	4.03%
	民間消費	0.01	2.33
	固定資本形成	3.72	0.61
	政府支出	0.44	0.49
	純輸出	1.41	0.95
	2021/9	5.75%	3.45%
CPI	2021/12	1.97%	1.59%
	2021/9	1.70%	0.92%

(Source) Central Bank of Republic of China (Taiwan)

台湾の経済動向について－台湾の金融政策(過去からの回顧)

- 2004年の利上げは、米国に追従する形で利上げを行ってきたが、リーマンショックによりストップ。直近の利上げは、米国でのゼロ金利政策が継続される中、マイナス成長を脱却したことから2010年から開始。
- 足許の好調な台湾経済は外需である輸出に支えられており、米国に先んじて利上げは難しいと推測。ただし、米国の利上げには追従する可能性はあるため、今後の短期金利の上昇には警戒が必要。

【政策金利(米/台)と台湾GDP(四半期/前年同月比)の推移】



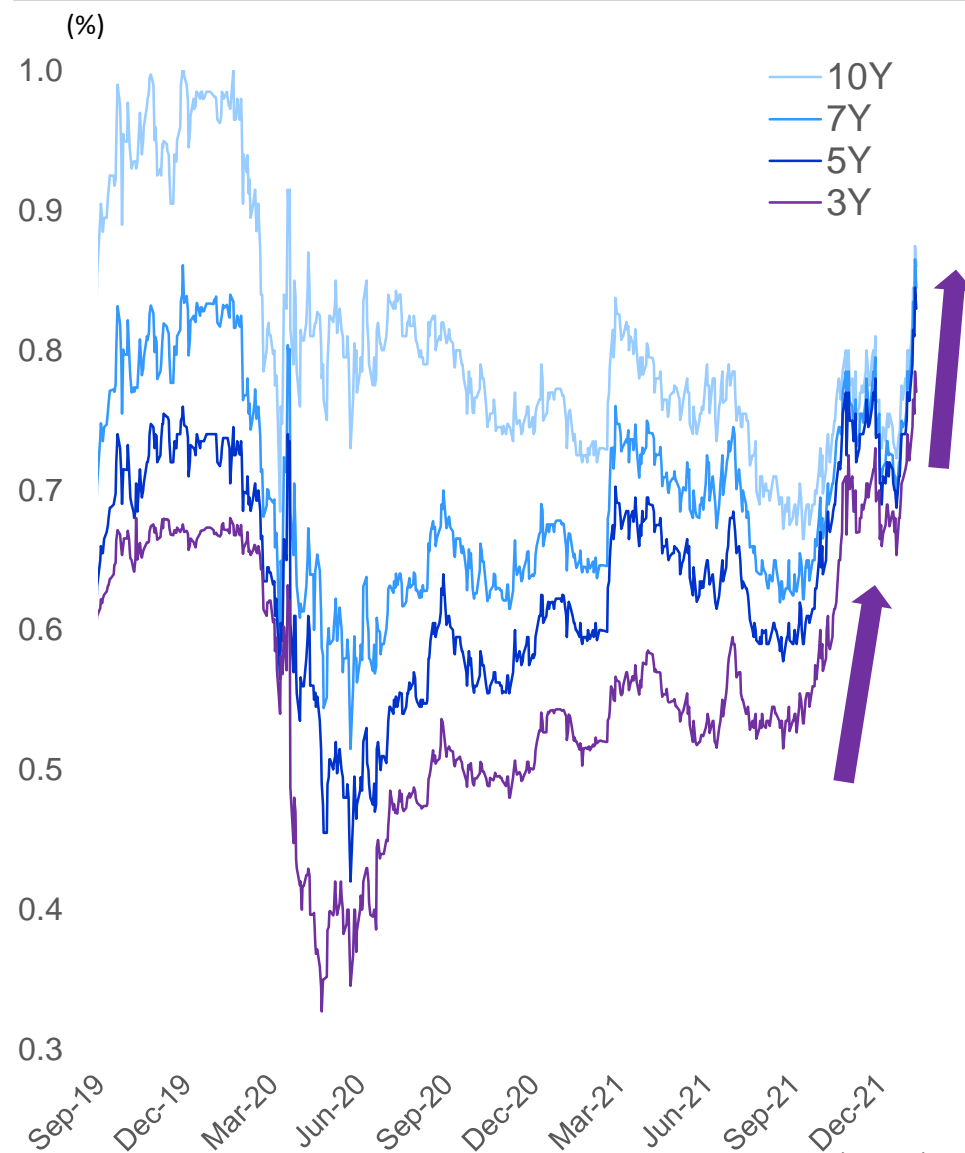
台湾の経済動向について－長期金利の推移

【台湾/米国10年債利回りの推移】



(Source) REFINITIV

【直近の金利スワップの推移】

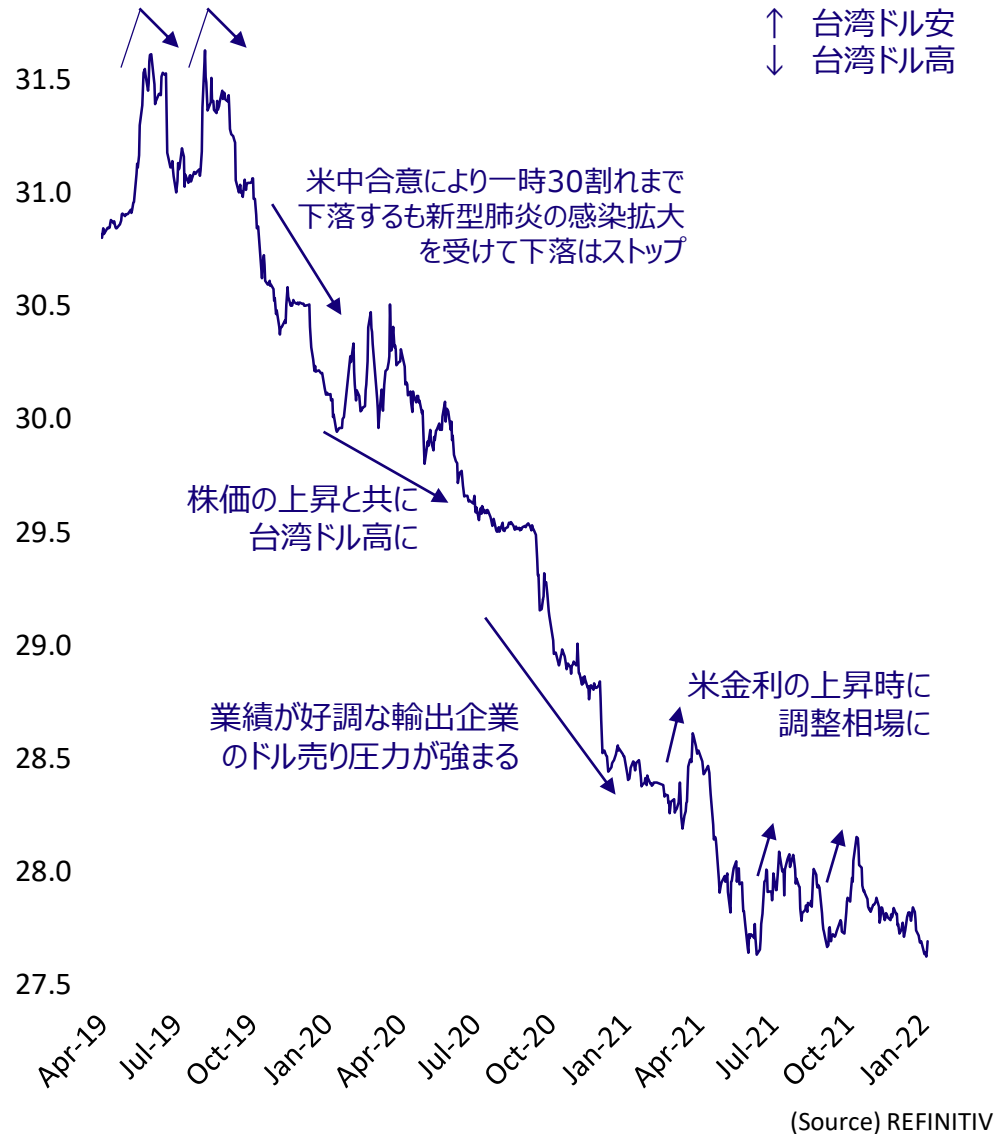


(Source) REFINITIV

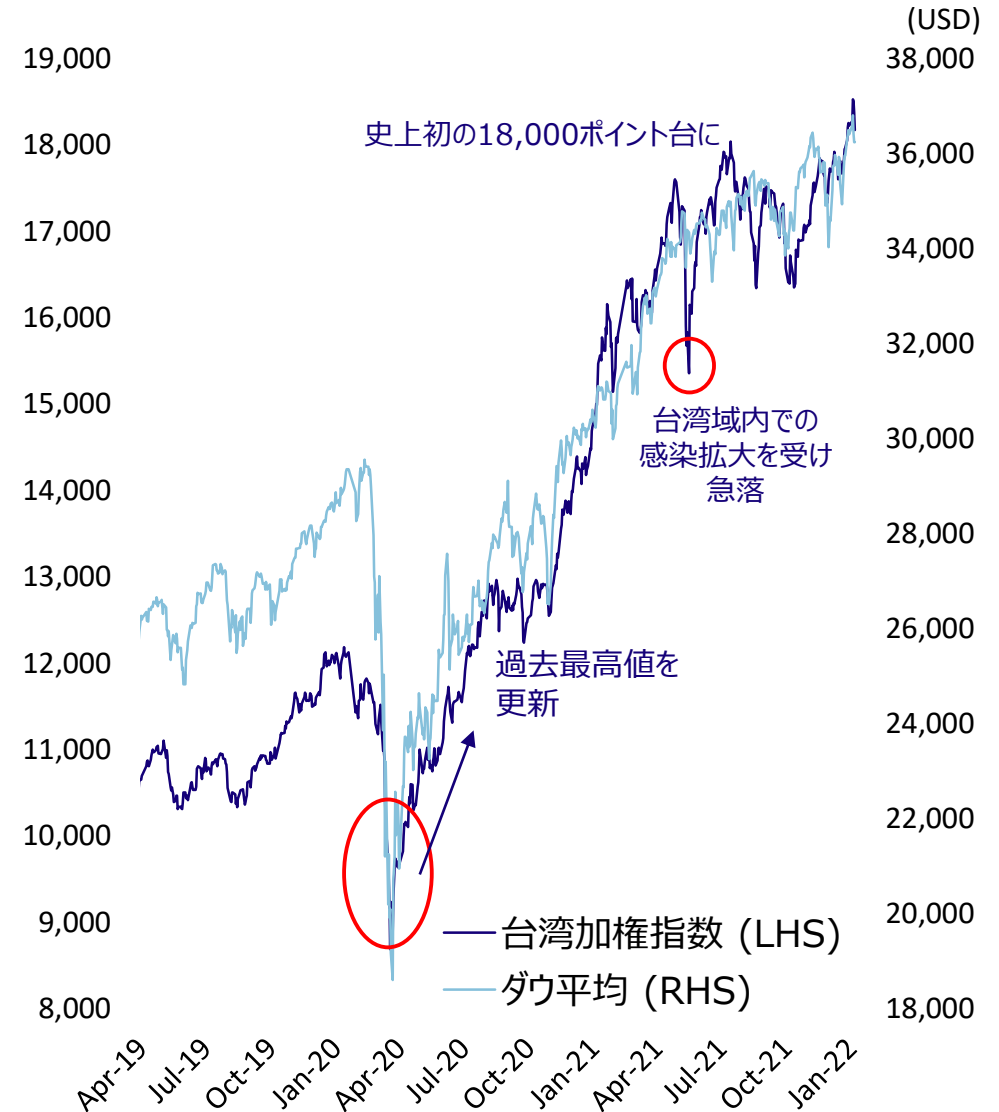
2. 台湾ドル為替相場について

台湾ドル相場について－直近の推移と台湾株式相場

【USD/TWDの推移】

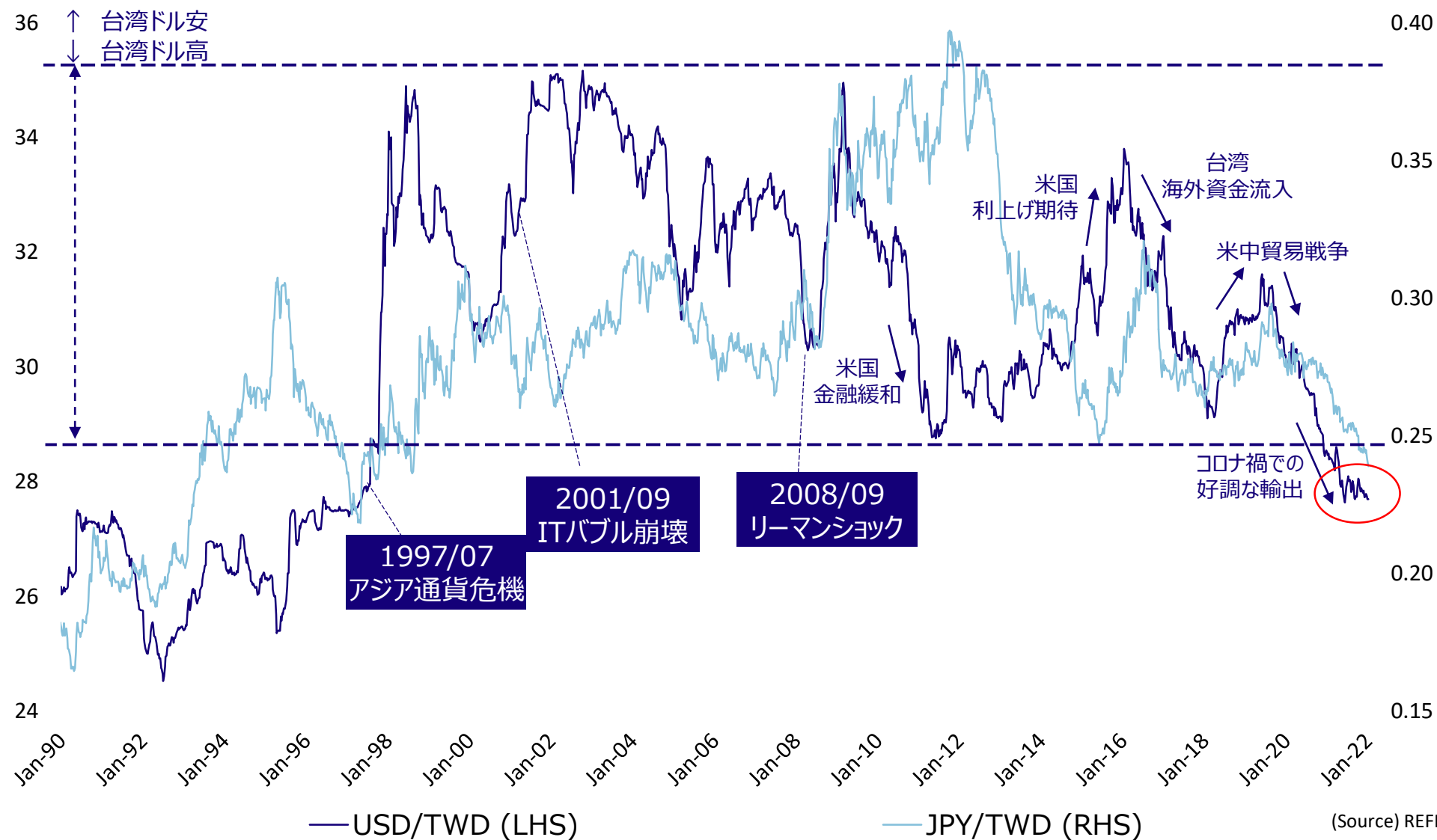


【株価の推移】



台湾ドル相場について－台湾ドル相場の長期の推移

■ 推移していたレンジをした抜け、約24年ぶりの水準で推移。

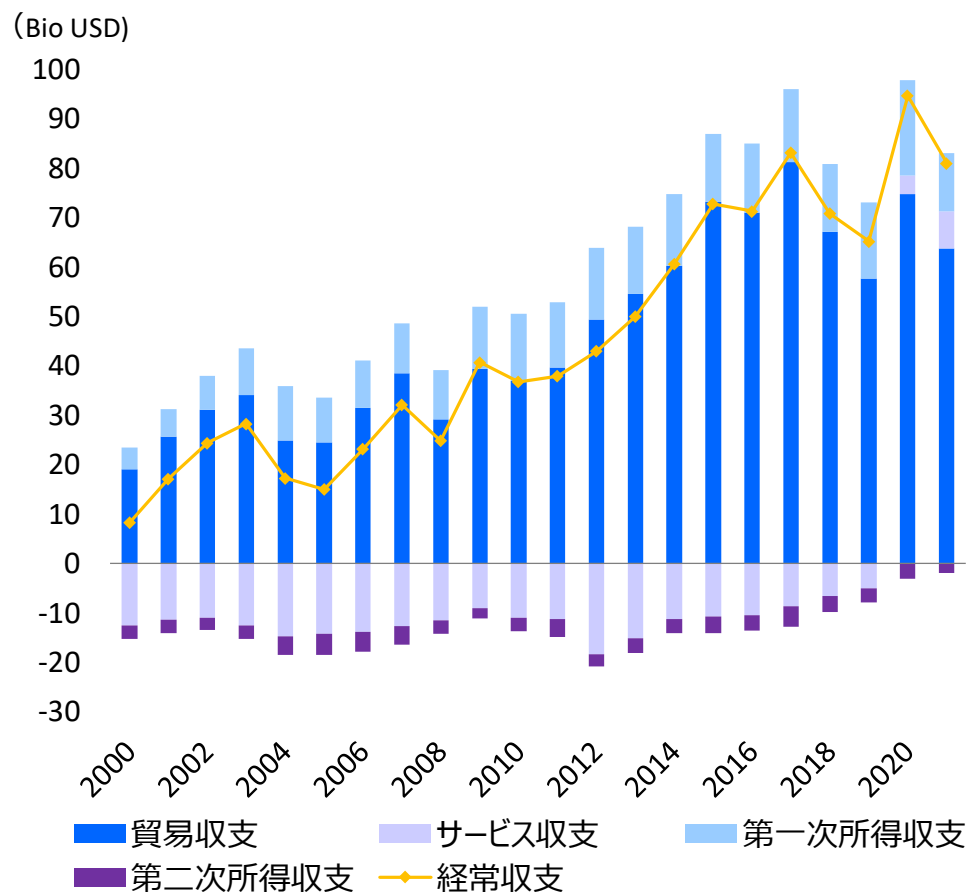


(Source) REFINITIV

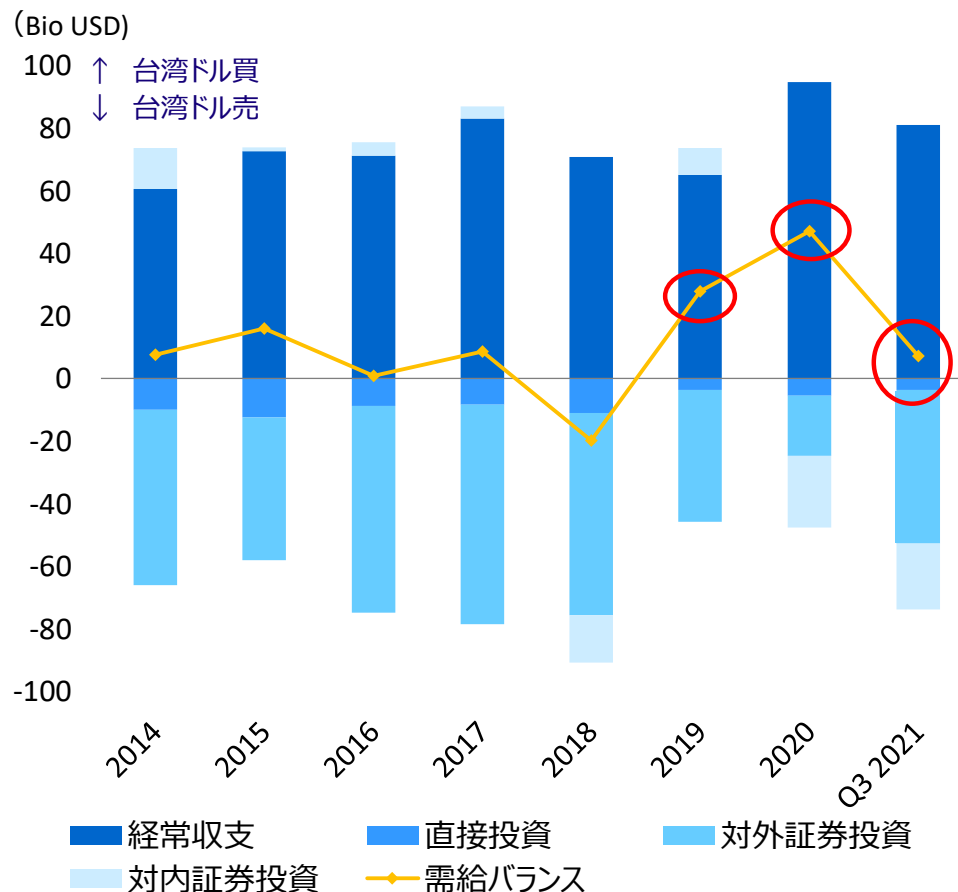
台湾ドル相場について－需給環境

- 国際収支統計からみた台湾ドルの需給バランスは、2020年については、経常黒字の増加が台湾ドル高となった要因に。
- 2021年3Qについては、順調に経常黒字が増加しているものの、米金利の上昇に伴い、対外証券投資が拡大したことから需給バランスが均衡している。

【台湾の経常収支の推移】



【台湾ドル需給の推移】

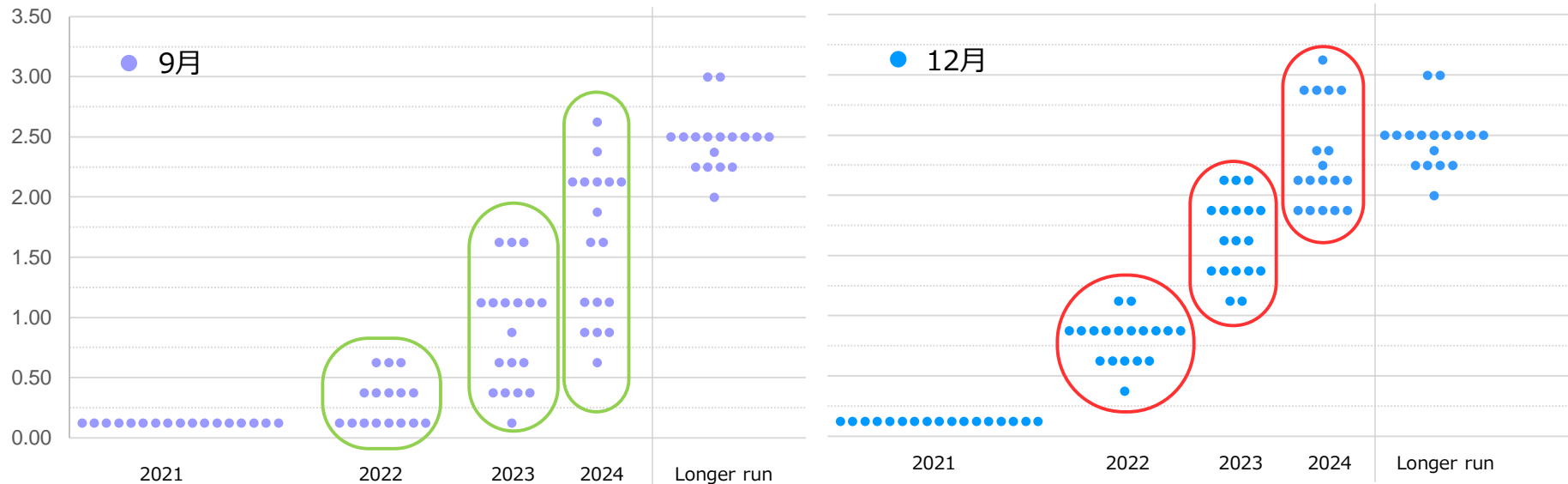


台湾ドル相場について－米国動向(12月FOMC)①

■ 12月のFOMCについては、資産購入額の縮小を月額合計150億ドルから300億ドルに拡大、FF金利の誘導目標(0%－0.25%)の据え置きを決定。これにより、2022年3月にテーパリング終了との見方となった。声明文では、パウエルFRB議長が既に議会で証言した通り、物価状況の認識に関する記述で「一時的 (transitory)」という文言が削除された。

■ ドットチャートでは2022年の中央値が0.25%→0.875%と引き上げられ、2022年の利上げが3回に。

【ドットチャート(9月vs12月)】



【政策金利見通し(予想中央値)(12月)】

FOMC	2021	2022	2023	2024	Longer run
2021/12	0.125%	0.875%	1.625%	2.125%	2.500%
2021/9	0.125%	0.250%	1.000%	1.750%	2.500%

(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

台湾ドル相場について－米国動向(12月FOMC)②

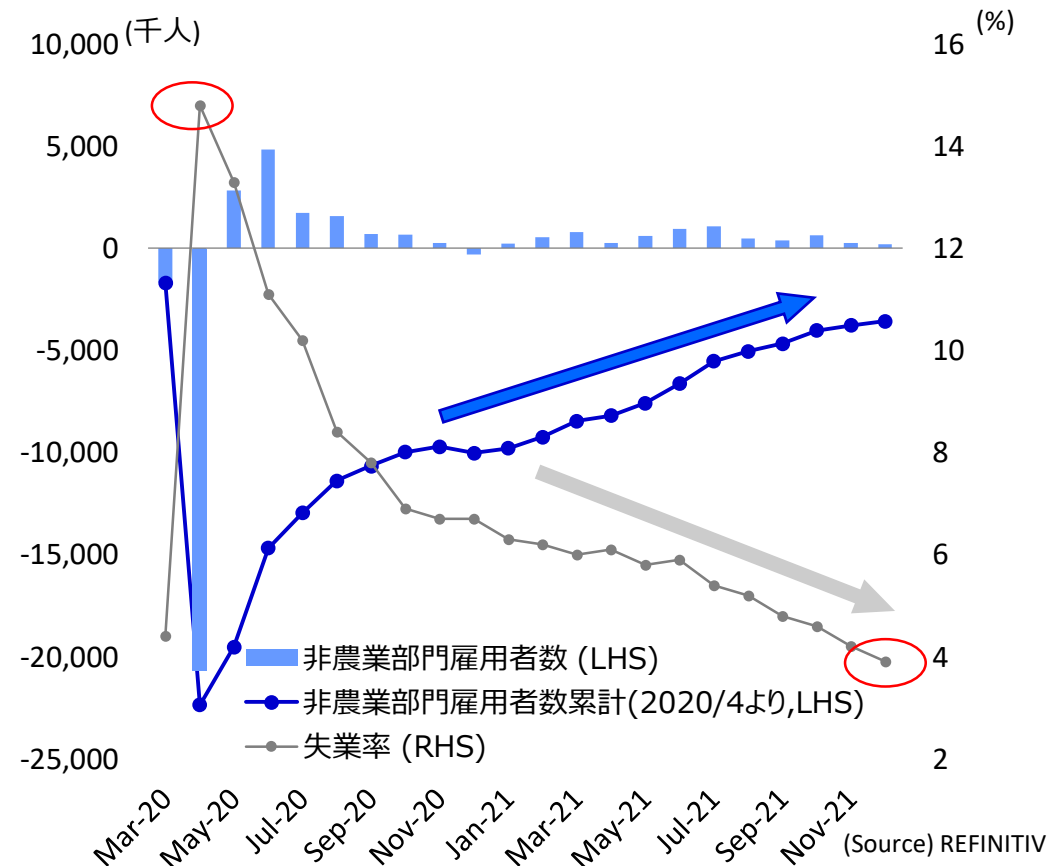
- 失業率は下方修正されており、2022年にはLonger runと同水準の3.5%に。
- 労働市場では、新型コロナウイルスの影響により、2020年4月の非農業部門雇用者数は過去最大の減少幅の2,053.7万人の減少、失業率14.7%と過去最悪となった以降、改善が続いている。2021年12月については、失業率は3.90%まで改善された。

【経済見通し(予想中央値)(12月)】

	FOMC	2021	2022	2023	Longer run
GDP	2021/12	5.5%	4.0%	2.2%	2.0%
	2021/9	5.9%	3.8%	2.5%	2.0%
失業率	2021/12	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%
	2021/9	4.8%	3.8%	3.5%	3.5%
PCEコア	2021/12	4.4%	2.7%	2.3%	-
	2021/9	3.7%	2.3%	2.2%	-

(Source) Board of Governors of the Federal Reserve System

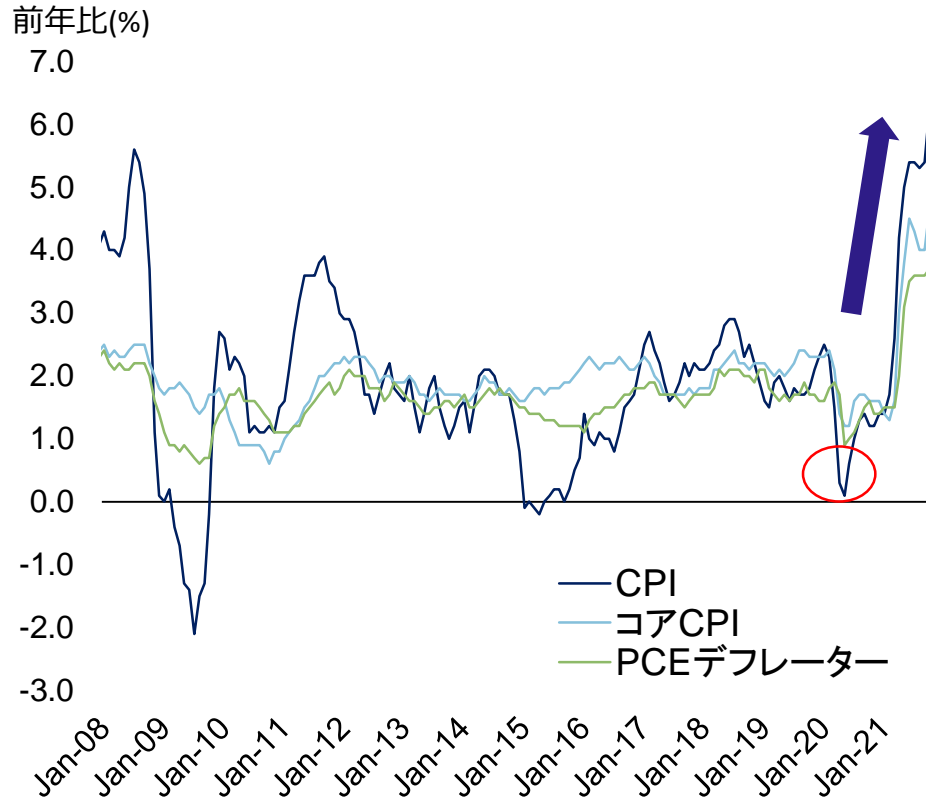
【非農業部門雇用者数の推移】



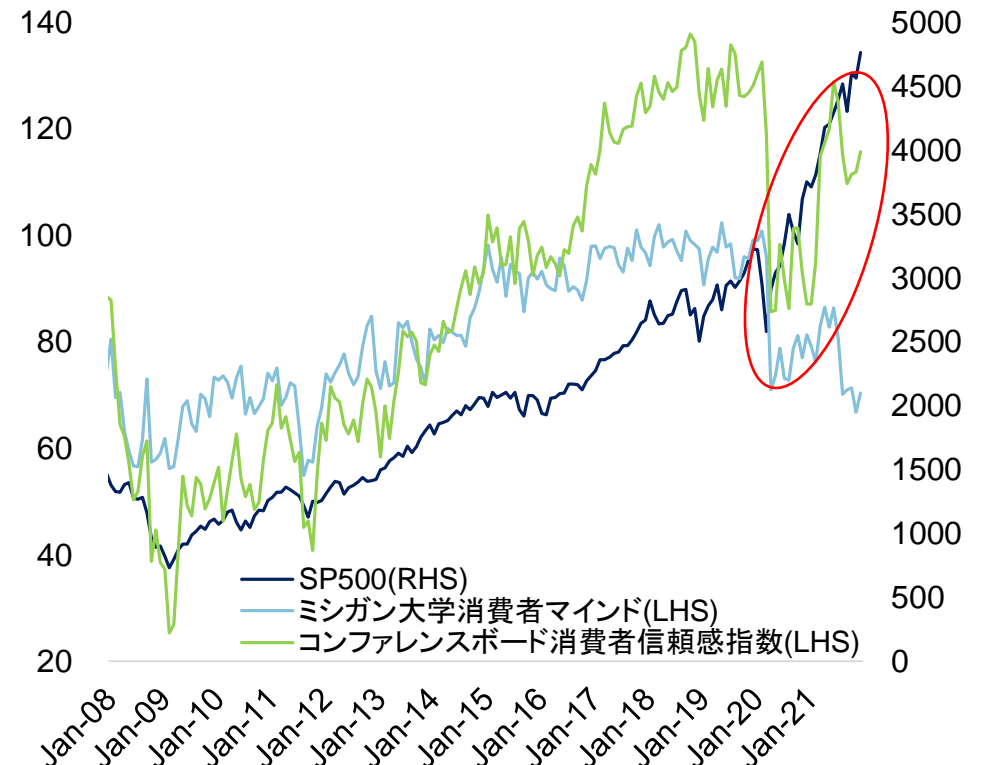
台湾ドル相場について－米国動向(物価)

- 物価については、新型コロナウイルスの感染拡大時に一時的に低下したものの、インフレが加速しており、足許はCPIが39年ぶりの高水準に。
- 消費者マインドについてはコロナショックで落ち込んだものの、株価の上昇と共に回復傾向にあったが、コロナ感染再拡大により再度低下。足許はコロナからの脱却や景気回復期待があるものの、インフレや政府の経済対策が重しとなっている。

【物価の推移】



【米株式相場と消費者マインド】

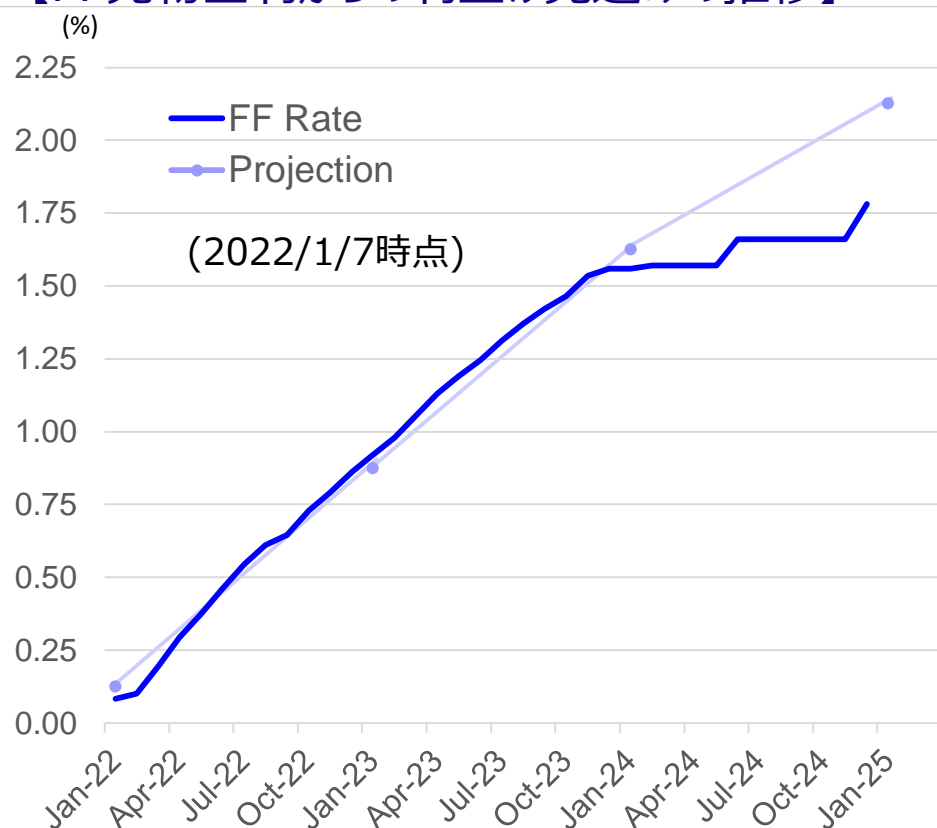


(Source) REFINITIV

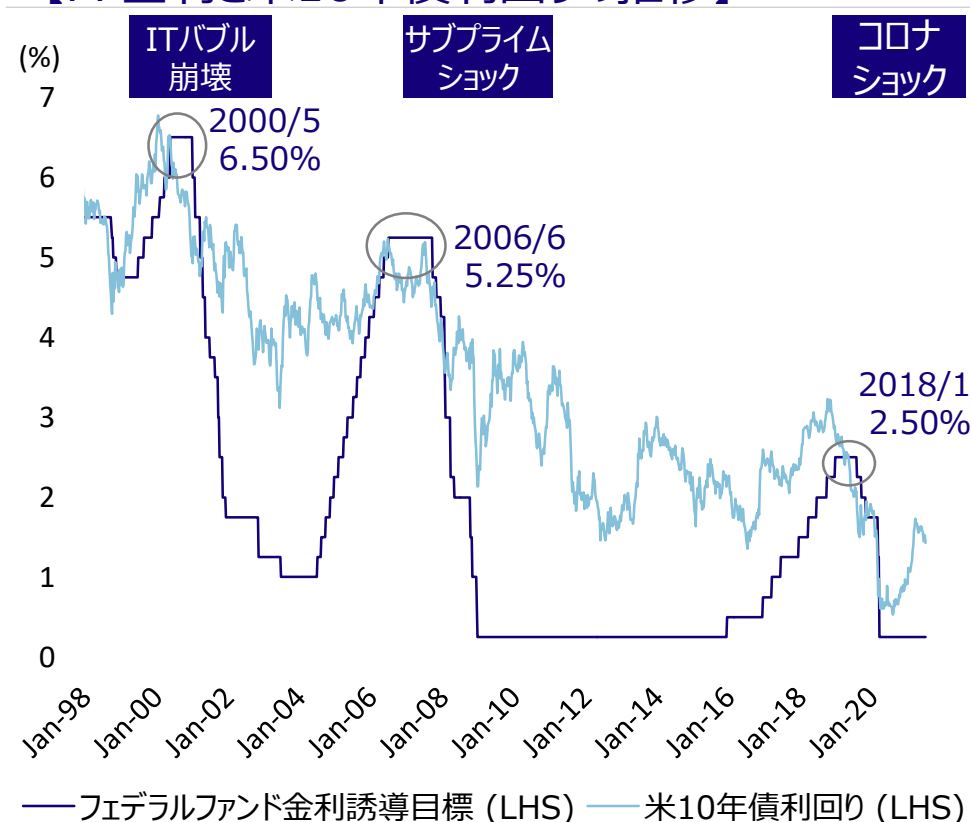
台湾ドル相場について－米国動向(金利動向)

- 前回のテーパリング完了に10か月、利上げまでにさらに1年2か月掛かっている → テーパリング開始から利上げまでは2年を要している。しかし、既に2022年の利上げをマーケット、プロジェクション共に織り込み済。
- 過去においても危機後の政策金利の到達点は徐々に低下しており、労働参加率が低下する中、今後の水準が焦点となる。

【FF先物金利からの利上げ見込みの推移】



【FF金利と米10年債利回りの推移】



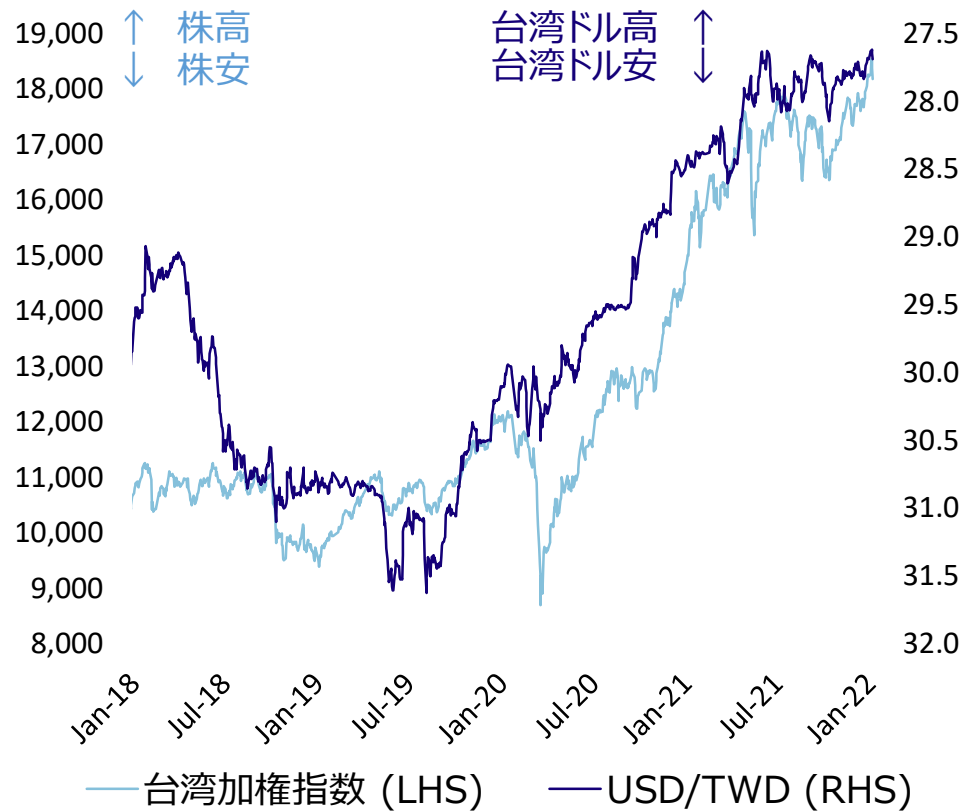
(Source) REFINITIV

MIZUHO

台湾ドル相場について－株価と金利との関係

- 台湾ドルは株と連動しやすい。
- 一方、単純に金利差だけでは台湾ドル相場は変動しない。

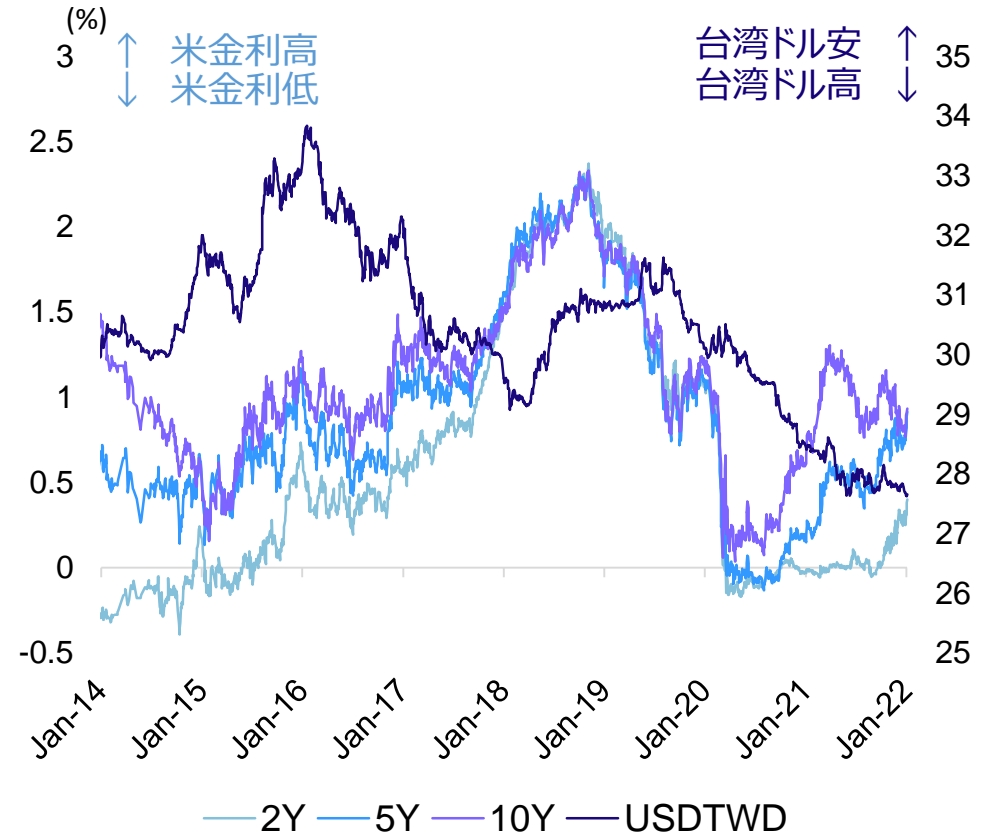
【株価と台湾ドルの推移】



株高 → 台湾ドル高
株安 → 台湾ドル安

(Source) REFINITIV

【台湾と米国の金利差と台湾ドルの推移】



(Source) Refinitiv ※金利差はIRSより算出

台湾ドル相場について－台湾ドルの見通し

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
USD/TWD	27.30~28.30 (27.80)	27.50~28.50 (28.00)	27.60~28.50 (28.10)	27.60~28.50 (28.10)

■ハイテク関連企業の業績も引き続き好調であり、輸出額も増加、台湾ドル高材料は引き続き揃っている。

■米国の金融正常化への期待から米金利が上昇した場面では、台湾ドル売りも入り、台湾ドル高圧力が相殺されている。米長期金利の上昇により台湾ドル高は押さえられると見込む。

■コロナへの警戒感が世界的に高まった場合は、台湾ドルは一時的には売られたとしても、買われやすくなると見込む。ただし、足許、コロナの封じ込めに成功しているものの、域内での感染が広まり、半導体製造に影響を及ぼす場合にはその限りではないことに留意したい。



※市場予想はBloombergを参照

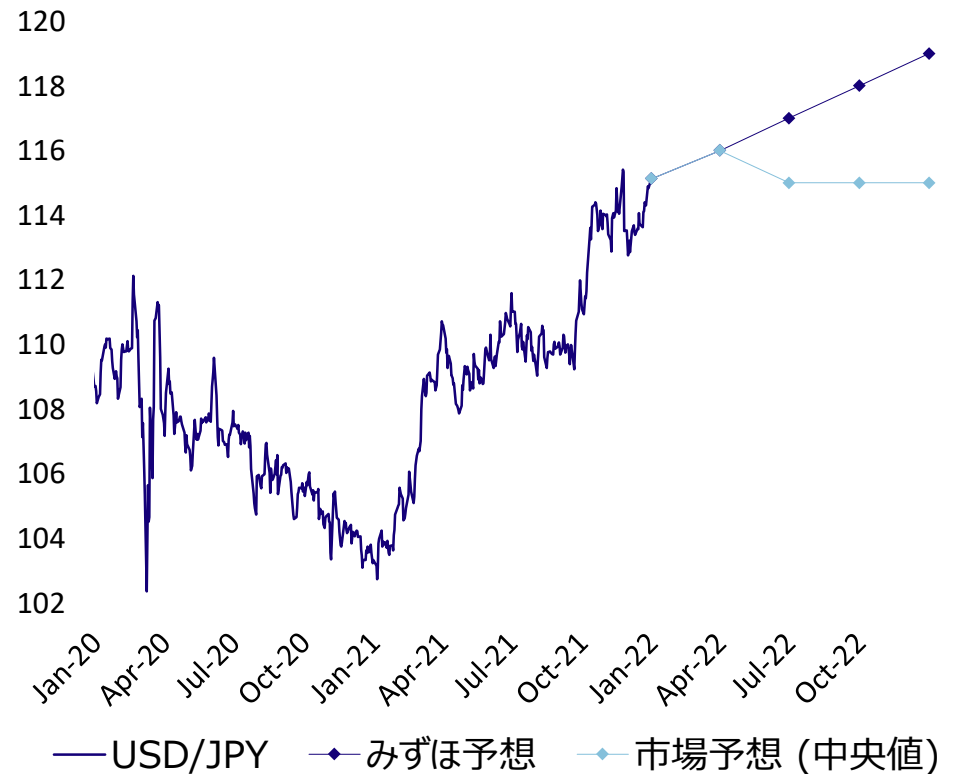
3. 円為替相場について

ドル/円相場についてー見通し

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
USD/JPY	113~118 (116)	114~120 (117)	115~121 (118)	116~122 (119)

■ 米国の金融正常化プロセスが順当に進捗し、ドル/円についても上昇傾向。世界的に物価上昇圧力が掛かる中、各国中銀がコロナ後を見据えた金融正常化に向けた動きを取る一方、日本は経済成長から取り残され、日銀も金融緩和の出口戦略を描くことが出来ておらず、今後も円の独歩安が続くものと想定される。

■ また、資源高についても資源を輸入に頼る日本の貿易赤字を拡大させる要因となり、資源高もドル高円安要因となりうるであろう。

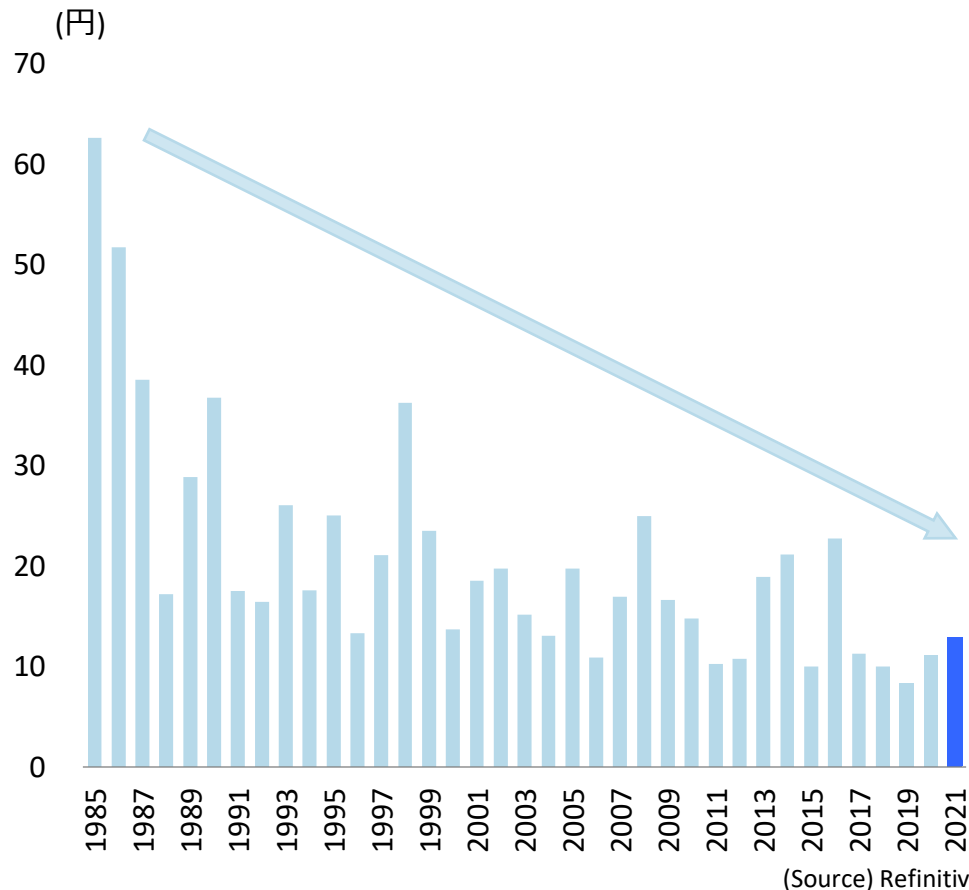


※市場予想はBloombergを参照

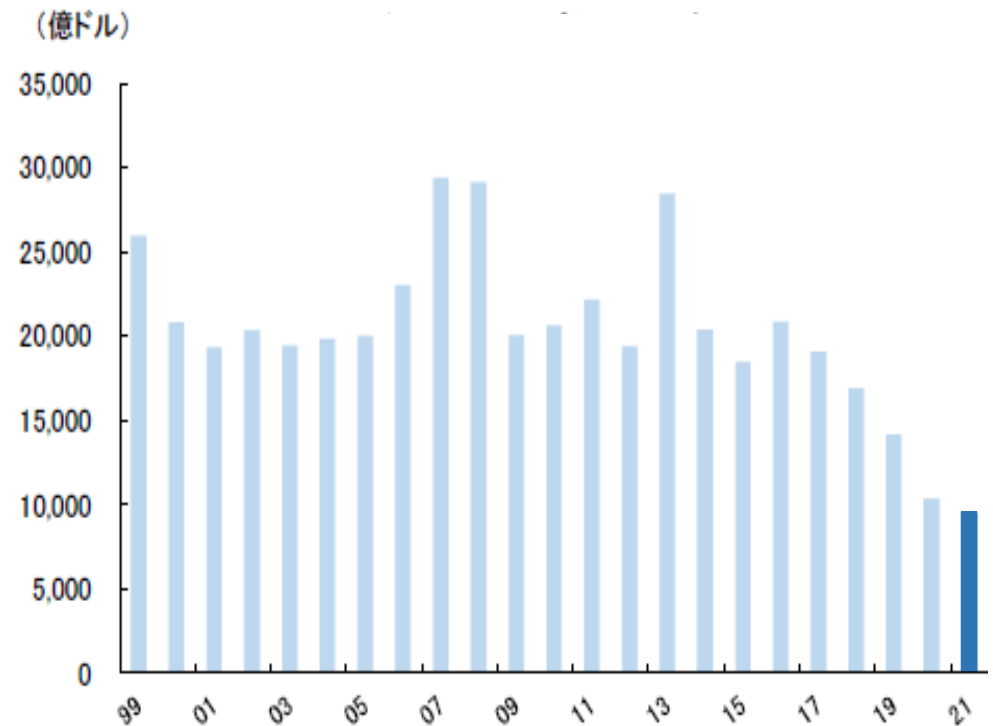
円相場について－2021年の回顧

- 1年間の値幅は12.93円と、2016年以来の5年ぶりの大きさ。しかし、プラザ合意後の37年間でみると下から9番目の値幅。なお、「金利のある世界」では15～20円が普通であった。
- スポット取引高を見ても2021年は減少しており、値幅が拡大したからといって、日本への関心が高まったとは言えない。

【プラザ合意以降のドル/円の年間値幅の推移】



【ドル/円のスポット取引高(東京市場、1－11月合計)】

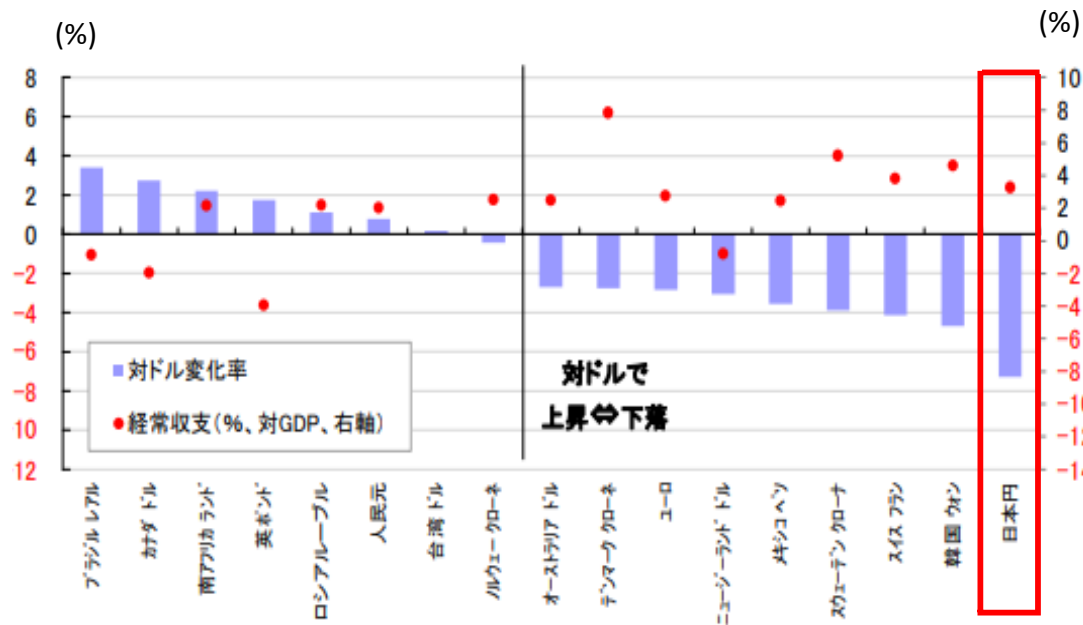


(Source) 日本銀行

円相場について－2021年の回顧

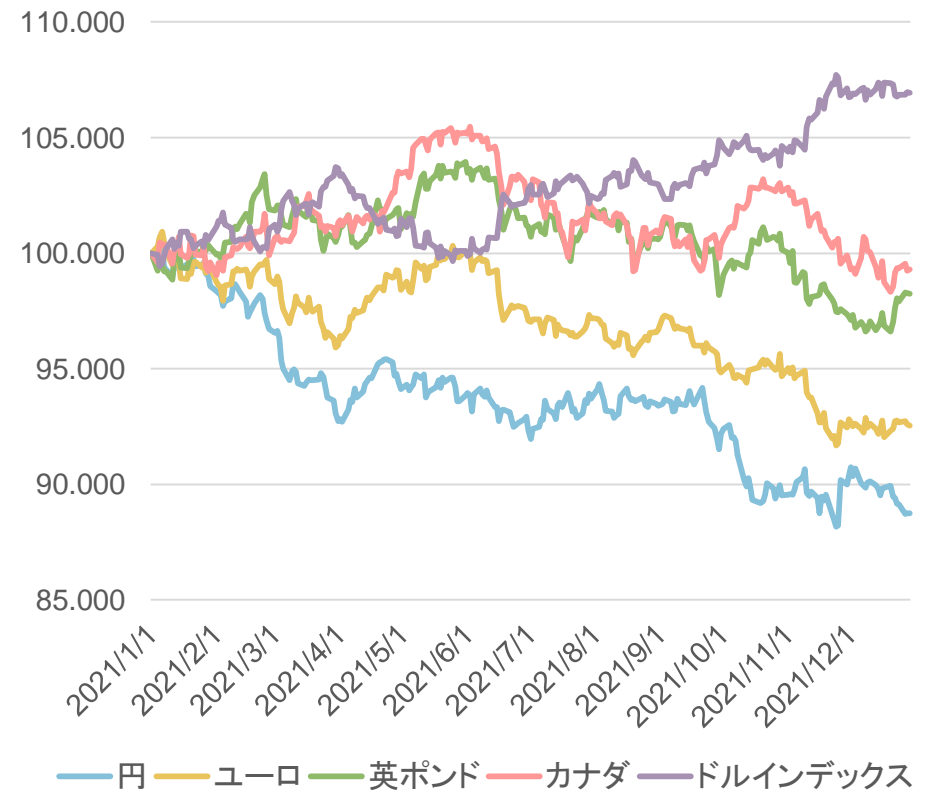
- 2021年は各通貨と比較しても円の弱さが目立った。
- 円高時は、リスクオフの流れのとき。コロナ感染再拡大をしなければ、円高とはならないか。

【主要通貨のスポットリターン】



(Source) Bloomberg、IMF、経常収支は2020年、台湾は14%以上の黒字で欄外
※対ドル、20年12月31日から21年12月24日

【G7の名目為替相場推移】



(Source) Refinitiv、※2021年1月1日=100

円相場について－伸びない日本の成長率

- 2021年はワクチン接種率の上昇と共に経済活動の再開への期待が高まったこともあり、欧米での金融正常化が意識されてきた。
- 日本もワクチン接種率を高めたものの、緊急事態宣言を受けた成長率の鈍化。日本は感染者、死亡者数を低水準に抑え込んだが、その後の戦略が取れておらず、ワクチン接種率が高まっても円が買われる要因とはならず。ワクチンを「手段」、正常化を「目的」と割り切れた海外との差。

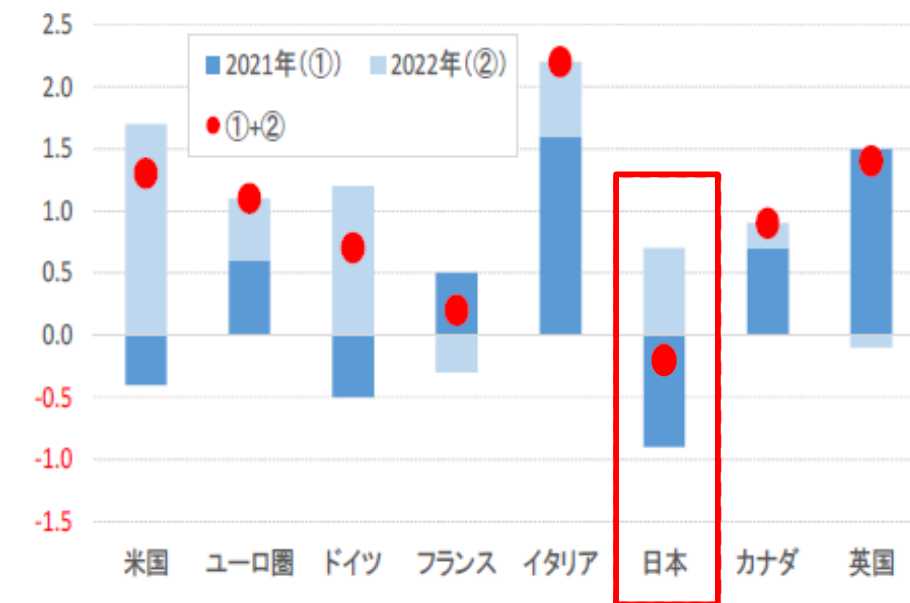
【G7の成長率軌道(前年比%)】

	2020	2021		2022		ワクチン 接種率 ※
	実績	7月時点	10月時点	7月時点	10月時点	
米国	-4.7	7.0	6.0	5.2	5.2	72.37
ユーロ圏	-6.6	4.6	5.0	4.3	4.3	71.75
ドイツ	-4.9	3.6	3.1	4.1	4.6	72.32
フランス	-8.2	5.8	6.3	4.2	3.9	77.55
イタリア	-8.9	4.9	5.8	4.2	4.2	79.13
日本	-4.8	2.8	2.4	3.0	3.2	79.43
カナダ	-5.4	6.3	5.7	4.5	4.9	82.34
英国	-9.9	7.0	6.8	4.8	5.0	71.95

(Source) MF、「World Economic Outlook」(21年10月)
※ワクチン1回以上接種の人口比率(12月16日時点)

【IMF世界見通しの修正幅】

(%, %pts)

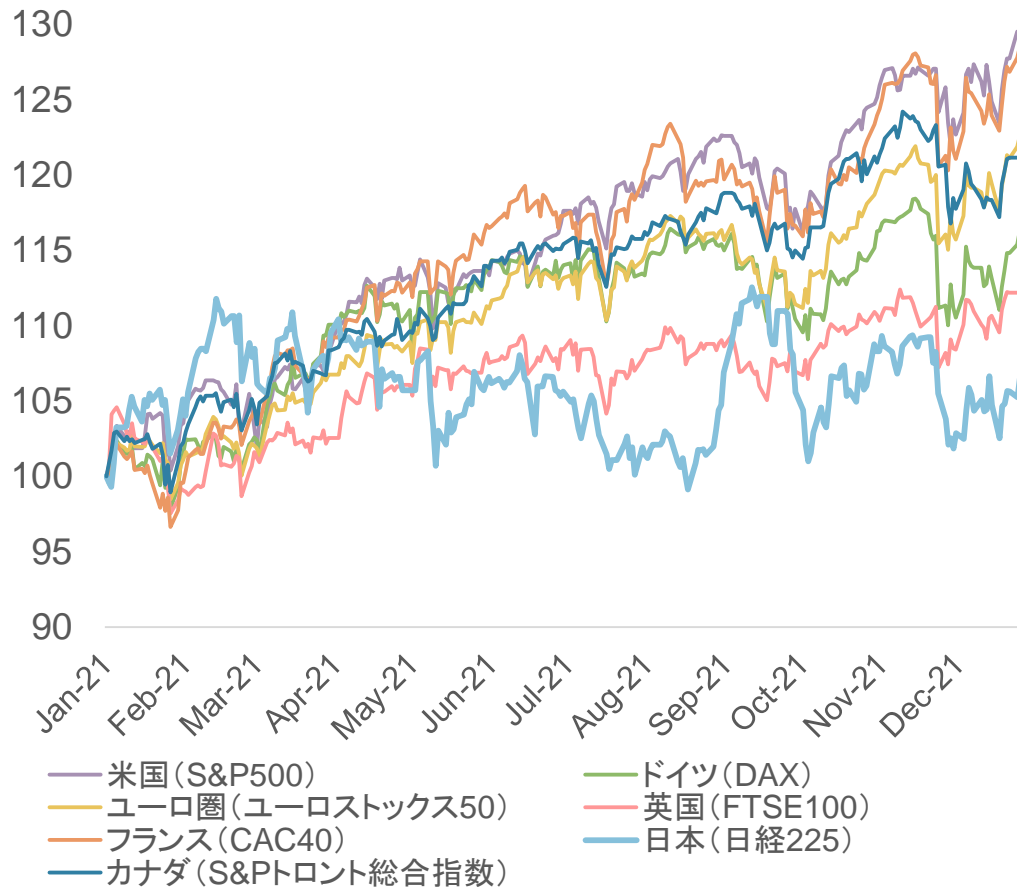


(Source) IMF
※2021年4月→2021年10月への修正幅

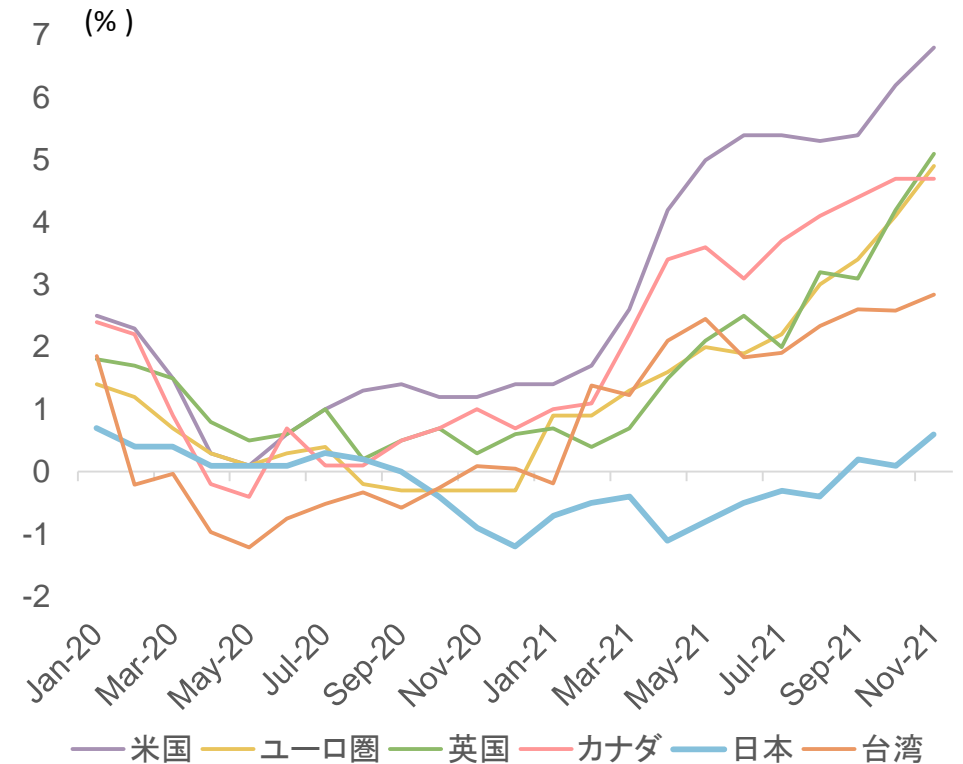
円相場について－金融市場で進む日本回避

- 2021年は株式市場も日本が伸び悩んでおり、3回目の緊急事態宣言のあった2021年4月以降、欧米との格差が拡大。
- インフレ、経済成長率ともに、欧米と比較して日本だけが伸び悩んでいる。

【主要国の株価の推移】



【主要国のインフレ率(総合)の推移(前年同月比)】



円相場について－実質実効為替レートの下落

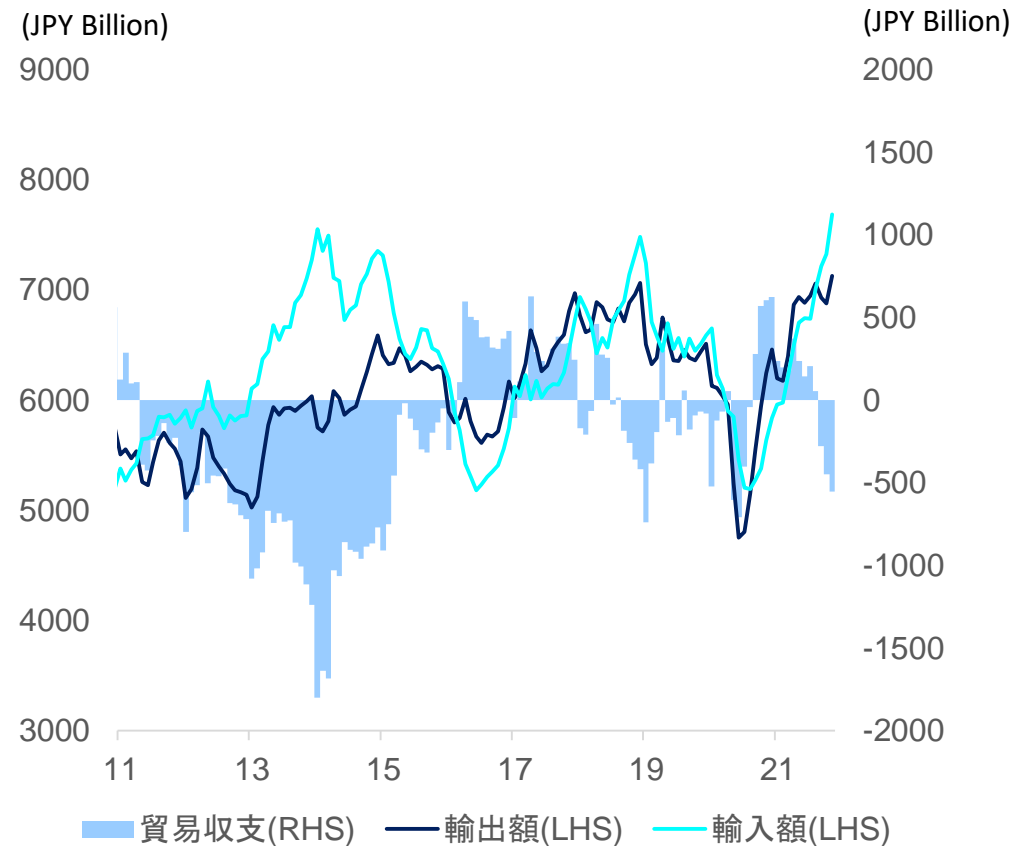
- 円の実質実効為替レートは物価が相対的に低いこともあり、1970年代前半の水準まで低下。
- 経常黒字ではあるものの、貿易黒字はなく、「円買いの源泉」がないため、円高にならず。

【円の実質実効為替相場の推移】



(Source) 日本銀行

【日本の輸出入額と貿易収支の推移】

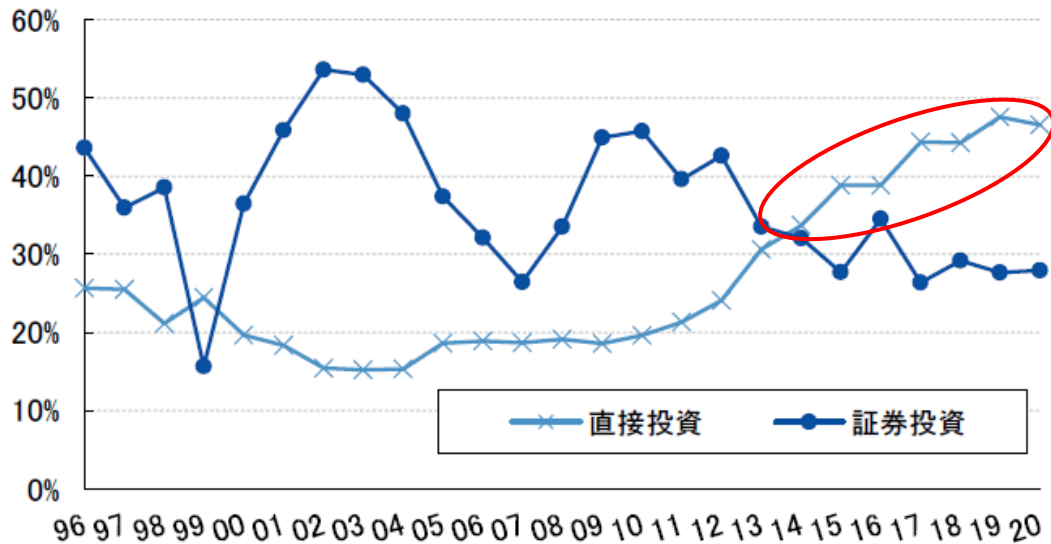


(Source) Refinitiv ※3か月平均を使用

円相場について－証券投資から直接投資へ

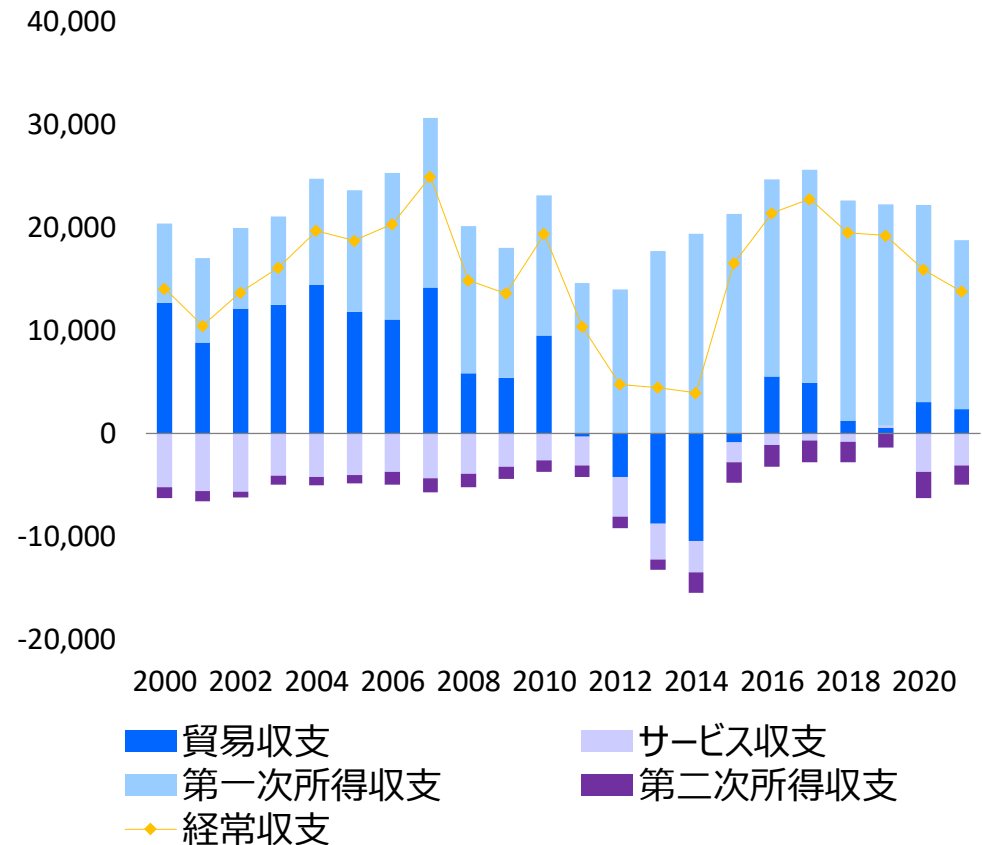
- 対外資産は証券投資から直接投資にシフトし、「戻ってこない円売り」が増加。
- 経常黒字も貿易黒字は少なく、第一次所得収支がほとんどで、円買いに結び付いていない。

【本邦対外純資産に占める直接投資/証券投資の割合】



(Source) 財務省

【経常収支の推移】

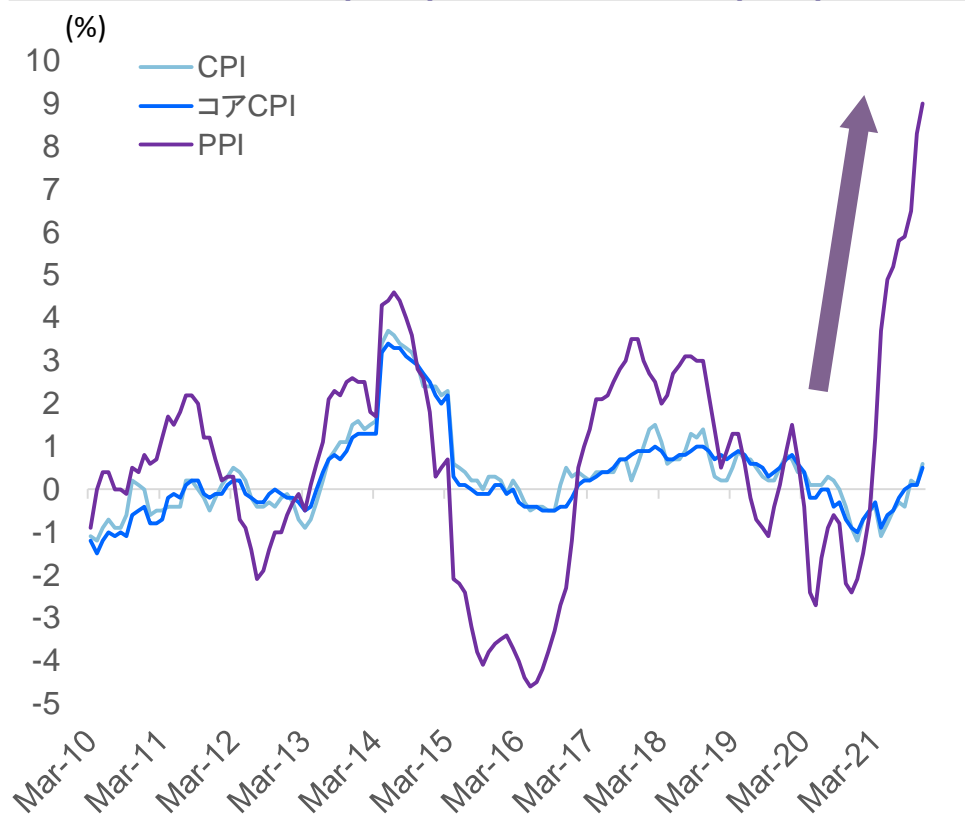


(Source) 財務省

円相場についてー上がらない消費者物価

- 企業物価は上昇しているものの、消費者物価には反映されず、価格転嫁が難しいのが日本。
- CPIの停滞は内需回復の遅れを反映していると考えるのが自然であり、コロナ対策を経済正常化に優先させる現政権の方針を踏まえれば、企業部門がコスト負担を強いられる状況が続くか。

【消費者物価指数(CPI)と企業物価指数(PPI)の推移】



(Source) Refinitiv(前年同月比)

【輸出/輸入物価上昇率の推移】

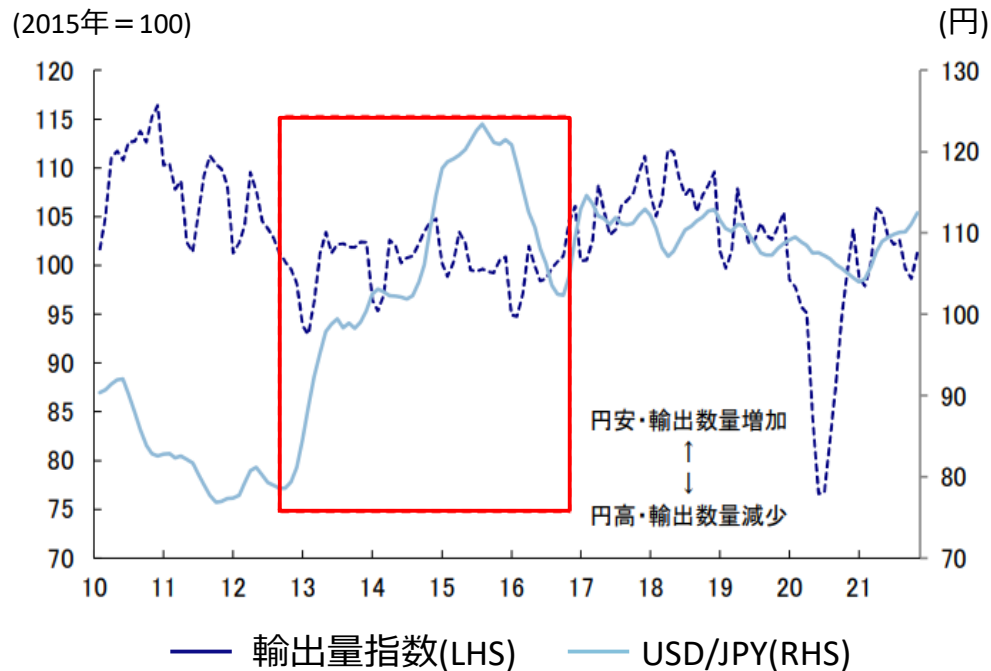


(Source) 日本銀行(円ベース)

円相場について－円安でも増えない輸出

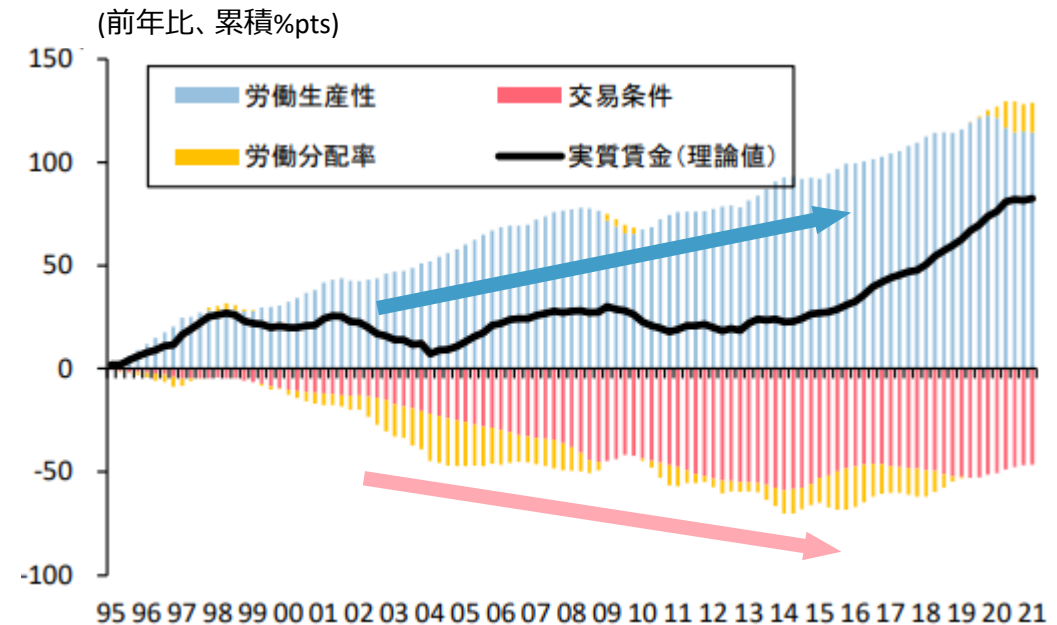
- 製造拠点多くが海外生産移管される中、円安となっても輸出数量は増えなかった。
- 輸出が増加しない一方、資源を輸入に頼っている日本にとっては、円安を前向きに評価するのは困難と言わざるを得ない。円安に起因する交易条件の悪化（≡交易損失の拡大）は理論上、実質賃金を押し下げる。

【ドル/円相場と輸出数量の推移(3か月移動平均)】



(Source) INDB

【実質賃金の要因分析】



※労働生産性：労働投入量あたりの付加価値額
労働分配率：付加価値に対する雇用者報酬
交易条件：輸出財1単位と交換される輸入財の量

(Source) 内閣府「国民経済計算」、厚生労働省「毎月勤労統計」

円/台湾ドル相場についてー見通し

	2022年 1-3月	2022年 4-6月	2022年 7-9月	2022年 10-12月
JPY/TWD	0.235~0.250 (0.239)	0.237~0.250 (0.239)	0.232~0.245 (0.238)	0.230~0.242 (0.236)

【JPYTWDの見通し】



※市場予想はBloombergを参照

＜ご参考＞ 円相場についてーリスクシナリオ

- コロナの強毒性の新たな変異株の登場
- 地政学リスクの上昇
- 中国不動産大手の破綻をきっかけとした信用不安
- タカ派に著しく傾斜するFRB の政策運営によるイールドカーブのベアフラット化
- 米国の経常赤字の拡大
- 日銀の金融正常化への動き

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。