

通貨ニュース(2015年12月21日)

米利上げを踏まえた2016年の新興国通貨見通し

事前予想に反し、2016年末の政策金利見通しは横ばい

15日(火)～16日(水)に開催されたFOMCにおいて利上げが決定された。利上げ自体は織込みが進んでいたため、市場はFRBメンバーの政策金利見通し(予想中央値)に注目していた。結果は、2017年末・2018年末の見通しについては小幅に引き下がったものの、事前予想に反し2016年末の見通しは前回から横ばいとなった。米11月ISM製造業景気指数が48.6と2009年6月以来の低水準を記録するなど、米経済の先行きに関して悪化の兆しが見られるものの、追加利上げ姿勢は崩さないというFRBの意思表示と捉えられる。来年1～3月期についてもFRBは追加利上げ姿勢を維持すると想定されることから、新興国通貨への売り圧力は来年初も残存するだろう。

FOMC後の新興国通貨は、概ね買い戻される展開となったが、今後は徐々に上値重い展開になると予想する。過去3年間の政策金利見通しが発表されたFOMC前後における新興国通貨の値動きについてIDRを例に振り返ると、翌年の政策金利見通しが引き下がった場合は、FOMC後に買い戻しが入り売られた分を取り戻すケースが多くなっている。一方で、政策金利見通しが引き上がらないしは横ばいとなった場合、FOMC前に売られ、そのまま値を戻せないケースが目立った。なお、同様の傾向は多くの新興国通貨でも見られており、今回も順当に過去の傾向に沿った値動きとなっている。この傾向に基づけば、年末年始の新興国通貨の上値は限定的になる可能性が高い。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

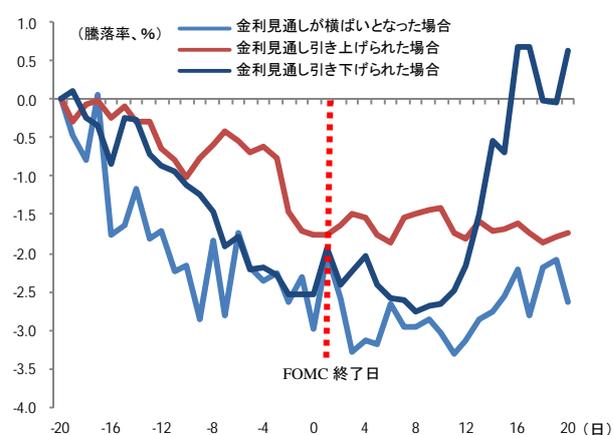
図表1: FRBメンバーの政策金利見通し(予想中央値)

発表月	2015	2016	2017	2018	長期見通し
2013年9月	1.00%	2.00%	-	-	4.00%
2013年12月	0.75%	1.75%	-	-	4.00%
2014年3月	1.00%	2.25%	-	-	4.00%
2014年6月	1.125%	2.50%	-	-	3.75%
2014年9月	1.375%	2.875%	3.75%	-	3.75%
2014年12月	1.125%	2.50%	3.625%	-	3.75%
2015年3月	0.625%	1.875%	3.125%	-	3.75%
2015年6月	0.625%	1.625%	2.875%	-	3.75%
2015年9月	0.375%	1.375%	2.625%	3.313%	3.50%
2015年12月	0.375%	1.375%	2.375%	3.25%	3.50%

(資料)FRB、みずほ銀行

(注)各年末時点の金利を示す

図表2: 金利見通しが発表されるFOMC前後のIDR騰落率



(資料)ブルームバーグ、みずほ銀行

(注)2013年から2015年9月までのFOMCを対象

20営業日前を基準に各ケースの平均騰落率を計算

0がFOMC終了日、-5は5営業日前、+5は5営業日後を示す

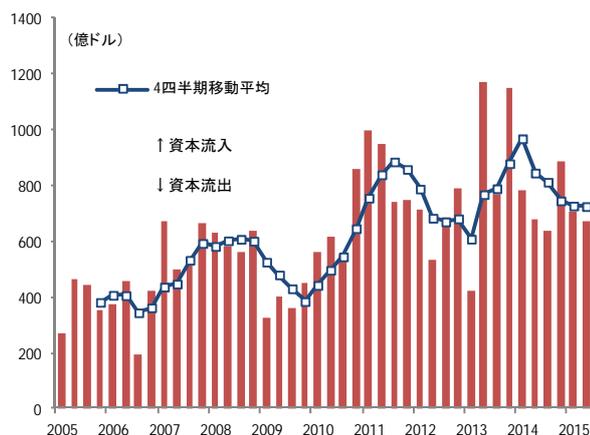
新興国通貨を取り巻く需給は改善しつつある

米国が利上げ局面に入り、FRBメンバーの政策金利見通しが予想よりも下がらなかったことで、2016年の新興国通貨が2013年や2015年に見られたような大きな売り圧力に晒されると予想する向きもあるが、現時点ではそのシナリオを想定していない。理由の一つは、直接投資の底堅さである。新興国への直接投資は2013年から減少傾向が続いていたものの、経済成長率が先進国対比で高いため、企業の新興国への進出意欲は根強く、2015年に入り減少スピードが大幅に低下し、足許はほぼ横ばい推移へと持ち直している。二つ目の理由は、経常収支の改善である。中国、韓国、台湾といった外需が成長を主導する国々では、輸出は伸び悩むものの商品価格の下落を背景に輸入額が大幅に減少したことで、貿易黒字が拡大、経常黒字も拡大している。一方、旺盛な消費意欲を背景に輸入額が増加傾向にあったインド、インドネシアなどの内需が成長を主導する国々では、通貨安による輸入物価上昇や政府の財政緊縮策などもあり、内需拡大ペースが緩やかとなったことで経常赤字は概ね縮小傾向にある。このように新興国通貨を取り巻く需給は、2013年の新興国通貨売りが始まった時点と比較すると改善しており、2016年も新興国通貨が大きく売り込まれ続けるとは想定し難い。

2016年の新興国通貨動向は証券投資フローにかかっている

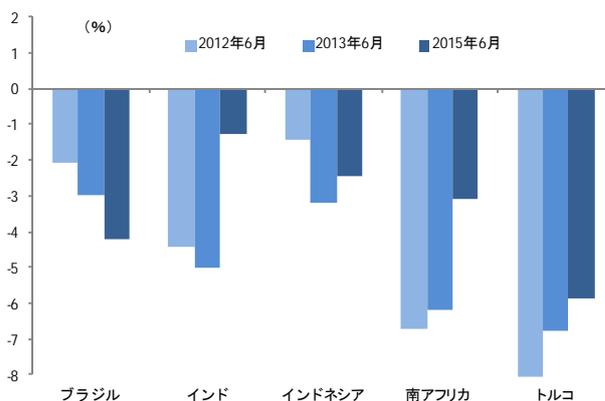
新興国通貨に係る需給で、唯一の懸念は証券投資である。こちら主要新興国全体で見ると2013年以降から流入額の縮小基調が依然続いており、2015年4～6月期に関してはリーマンショックの混乱が一巡した2010年以降で最低水準を記録した。特に金融市場が発展している主要新興国通貨においては証券投資減少の影響が大きく、例えばマレーシアでは2013年以降、証券投資が流出超となって以降

図表 3：主要新興国 直接投資



(資料) CEIC、みずほ銀行
 (注) 2015年6月末時点、国際収支統計の直接投資
 インド、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ロシア、トルコ、南
 アフリカ、メキシコ、ブラジルの合算

図表 4：経常赤字体質の主要新興国 経常収支（対 GDP 比）



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

MYR 売りが加速している。また、投資信託などのファンドフローで確認すると、2013年5月に流出基調に転じて以来、2015年10月末時点でも流出が続いている。こうしたファンドフローを始めとした証券投資が、再度流入額が増加基調に転じるか否かが2016年の新興国通貨が持ち直すかどうかを決めると言えよう。

但し、ファンドフローの詳細を観察する限り、更なる流出余地は限定的に見える。流出入速度が速いと言われる株式投資の残高は、既に2010年6月の米量的緩和第一弾(QE1)終了時点まで減少、債券投資の残高も2012年4月来の低水準まで調整しており、2012年9月の米量的緩和第三弾(QE3)開始を受けて流入した金額は既に流出しきっている。このように一連の米量的緩和によって供給された資金は、大方新興国から抜けており、流出余地は減りつつある。

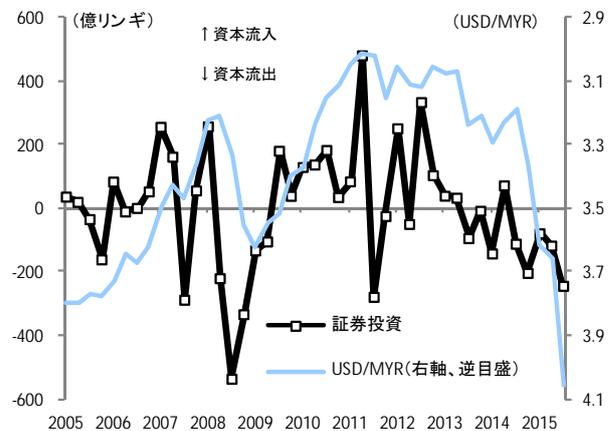
もちろん、債券投資については2010年来の水準に向けて流出の余地があるという見方もできる。しかし、FOMCにおいて回を追うごとに米政策金利見通しが引き下げられてきたため、新興国と米国間との金利差が急速に縮まるという懸念は後退しつつある。また、商品価格の低迷が続く、新興国の低インフレ継続が見込まれることも、債券投資にとっての支援材料となろう。2016年も米利上げペースの更なる鈍化と商品価格の低迷が続けば、債券投資フローを背景に2016年の新興国通貨は底堅い動きに転じると予想している。

図表5：主要新興国 証券投資



(資料)CEIC、みずほ銀行
 (注)2015年6月末時点、国際収支統計の証券投資
 インド、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイ、ロシア、トルコ、南
 アフリカ、メキシコ、ブラジルの合算

図表6：マレーシア 証券投資とMYR



(資料)CEIC、ブルームバーグ、みずほ銀行
 (注)2015年9月末時点 国際収支統計の証券投資(ネット)

図表 7：新興国 ファンドフロー（2010年からの累積額）



(資料)EPFR Global、みずほ銀行
 (注)2015年10月31日基準

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。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、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または複製することを禁じます。