

## 通貨ニュース(2016 年 2 月 24 日)

## アジア新興国通貨の方向感を探る

## 市場混乱で見出しにくい新興国通貨の方向感

アジア新興国通貨の不安定な動きが目立っている。2013 年 5 月のバーナンキショックによるドル高、2014 年夏以降の原油価格の下落、中国経済のハードランディング懸念など 2015 年にかけてアジア新興国通貨を下押しする要因が相次いだ。一方、インドやインドネシアでの新政権樹立や物品・サービス税 (GST) 導入にも拘わらず経済が堅調を維持したマレーシアなど、個別要因によって為替水準が下支えされていた国も散見される。それら上下双方向の要因が織り交ざる中で、年明け後のアジア新興国通貨は値動きが大きくなっており、安定的な方向感が見出しにくい。そこで本稿では、CNY、KRW、INR、IDR、THB、MYR の実質実効為替レート (REER) に関して、各国のファンダメンタルズと整合的な均衡水準<sup>1</sup> (BEER) を試算し、新興国通貨が割高／割安水準のどちらに位置しているのかを確認する。

国際為替部

齋藤 周

03-3242-7065

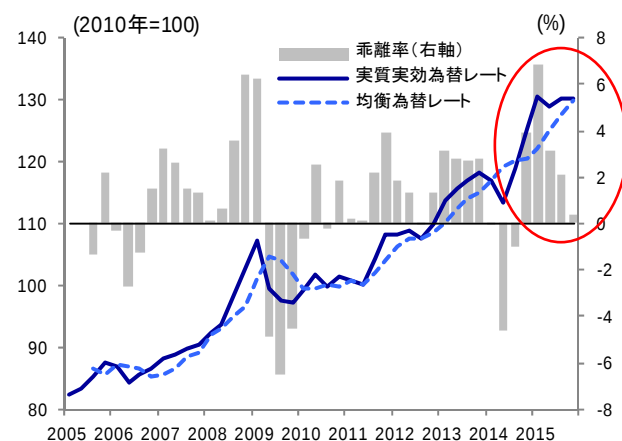
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

## CNY と INR は割高水準、INR は上値重い推移を見込む

早速、試算結果を確認する。各通貨とも試算の期間は 2005 年 1～3 月期から 2015 年 10～12 月期までで、通貨によって昨年末時点で割高／割安水準にあるかどうかはまちまちな結果となった。

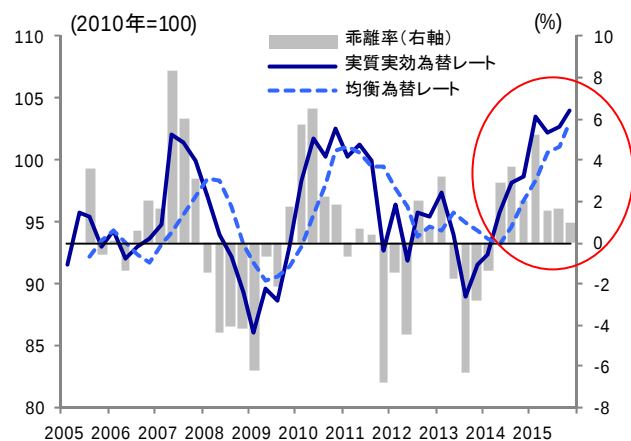
まず、CNY では 2014 年 10～12 月期以降に生じていた割高感 (REER が BEER

図表 1：人民元 (CNY) の試算結果



(資料) ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

図表 2：インドルピー (INR) の試算結果



(資料) ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

<sup>1</sup> 「経済行動から推測される均衡為替レート (BEER: Behavioral Equilibrium Exchange Rate)」とは、輸出入物価の比率である「交易条件」や貿易財の生産性が高い国は他国よりも物価が高くなることを表す「バラッサ=サミュエルソン効果」、「実質金利差 (2 年物国債)」や「対外純資産」、「政府債務」に鑑みて妥当な REER の水準といえる。推計の詳細は、日本経済研究センター (2013) 「為替安定と危機への備えをーデフレ脱却につながる通貨改革ー」などをご参照いただきたい。

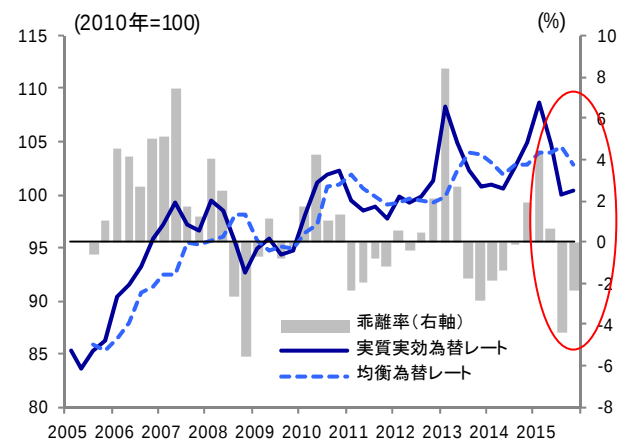
を上回って推移)が 2015 年 10～12 月期には解消されつつある(図表 1)。2014 年 4～6 月期からは、中国人民銀行(PBoC)による CNY 基準値の元安方向への誘導もあって、CNY は 2 四半期に亘って割安になっている。しかし、その後は、米利上げ期待に伴うドルインデックスの上昇に連れられて CNY の REER は BEER を上回り、一時+7%近く上振れている。2015 年 8 月 11 日の CNY 大幅切り下げも効果に乏しく割高感は解消されなかった。結局、乖離幅の縮小はファンダメンタルズの改善に伴う BEER の上昇によるものとなっている。なお、2016 年 1～3 月期にかけても中国経済のファンダメンタルズ改善は続いていると予想され、CNY は均衡もしくは割安水準となっている可能性が高く、BEER からの乖離を背景とした売り／買い圧力は弱まっているだろう。

次に INR では 2014 年 4～6 月期以降に割高で推移していることが示される(図表 2)。2014 年 4～6 月期といえば 5 月にモディ政権が成立して、GST の導入や土地収用法改正などインド経済の構造改革期待が高まった時期と一致する。そのため、これ以降の INR は経済実勢に比べて期待が先行し、割高な評価が行われていたと考えられる(2015 年 10～12 月期時点:約+1%の割高水準)。なお、INR では BEER からの乖離が概ね 7 四半期で解消される傾向にあり、2014 年 4～6 月期から 8 四半期目にあたる 2016 年 1～3 月期の対ドル相場下落の背景には、割高水準からの調整があったと見られる。2016 年 1～3 月期は昨年末の為替水準から▲1%程度下落で着地する可能性が考えられる。

### THB と MYR は割安水準、THB は上昇しやすい地合いか

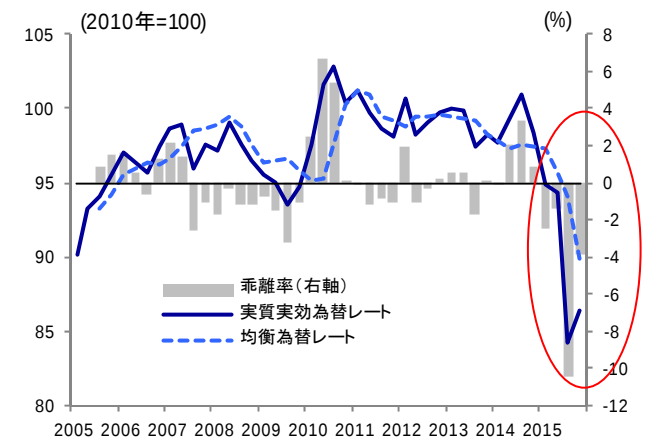
THB と MYR は 2015 年 7～9 月期以降に BEER に比べて割安になっている。これは、THB では 2015 年 8 月に首都バンコクで発生した爆破テロや、民政移管プロセスの頓挫による政治的停滞が嫌気された可能性が高い(図表 3)。THB が BEER との乖離から収束する周期は 3～4 四半期となっており、2016 年 1～3 月期にも引き

図表 3 : タイバーツ (THB) の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

図表 4 : マレーシアリンギット (MYR) の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

続き割安水準が続くものの、春頃からは値を戻す流れになると予想される。

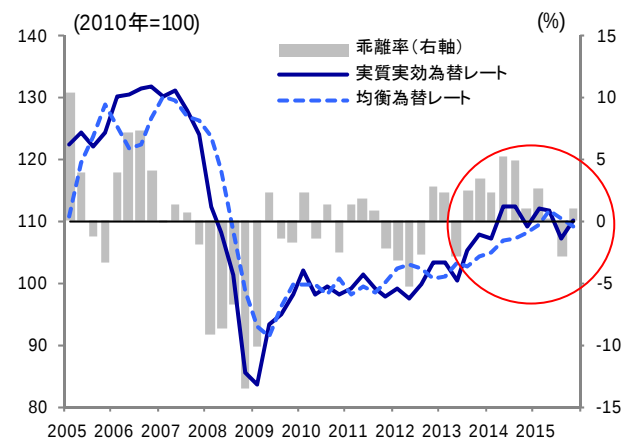
また、MYR が割安になった背景には政府系投資会社(1MDB)の債務問題を巡る突発的な政府債務発生への懸念や、ナジブ首相周辺の不正資金疑惑があったと見られる(図表 4)。2015 年 4 月の GST 導入を受けた景気減速を背景とした BEER の下落も目立つが、それ以上に REER は低い評価を受けていた模様だ。MYR では 2005 年以降に BEER との乖離が 10 四半期程度続く傾向があった一方、リーマンショック直後の乖離は 3 四半期程度で収束しているなどその癖はつかみにくく、当面は BEER よりもやや弱い動きになると見るのが無難そうだ。

### KRW と IDR はほぼ均衡水準

KRW と IDR については、それまでの割安感を取り戻す格好で 2015 年 10～12 月に割高方向へとオーバーシュートしており、その動きはこれまでの乖離幅を縮小させた反発と見受けられる。但し、年明け以降は REER と BEER はかなり近い水準となっていると考えられ、両通貨に関しては割高／割安に基づく売り／買いの圧力は小さいのではないだろうか。

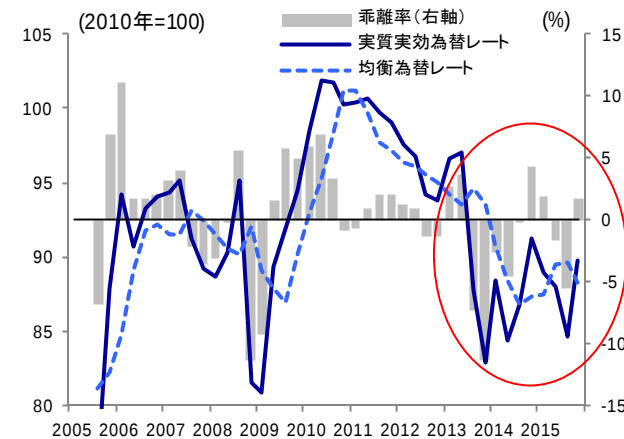
なお、KRW で気になるのは 2013 年頃から 2015 年にかけての期間だろう。この時期には KRW に割高感が見られる(図表 5)。そうした中で 2015 年 3 月と 6 月の利下げにより KRW が下押しされたことが、乖離幅を縮小させるきっかけになったと推測される。また、IDR では 2013 年のバーナンキショックの頃から大幅に売り込まれていた動きが、ジョコ政権が成立した 2014 年 10 月以降に一旦解消したものの、再び大きく割安水準になっていた(図表 6)。その後は政府による相次ぐ経済対策パッケージが好感されたこともあり、昨年末にかけては割安水準が解消されている。足許にかけては、経済対策パッケージへの期待が先行している面もあると考えられ、政府の経済政策が期待通りにならなかった場合、IDR への下押し圧力となる可能性には留意したいところ。

図表 5：韓国ウォン（KRW）の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

図表 6：インドネシアルピア（IDR）の試算結果

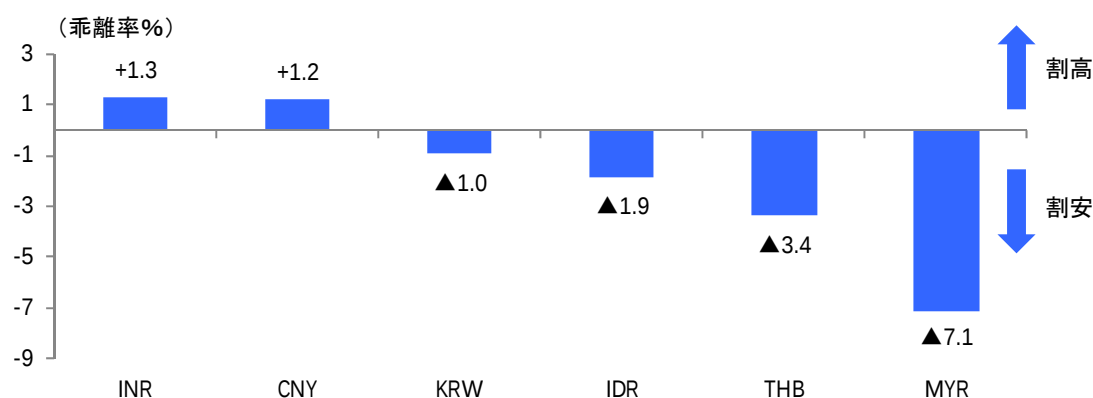


(資料)ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行

### 方向感の指針になる BEER

以上、アジア新興国通貨に関する REER と BEER との推移を確認してきた。BEER は各国のファンダメンタルズに基づくもので、為替の理論的な水準ともいえる。また、BEER からの乖離はその幅やサイクルに各国通貨で差はあるものの、周期的に REER が BEER に収束する動きが確認できる。言い換えれば、足許にかけて発生している BEER からの乖離(図表 7)はその後に調整する可能性が高い。例えば、調整サイクルを踏まえると前述の通り INR や THB は 2016 年 1～3 月期から春頃にかけて乖離分を収束しやすい状況だと判断できる。このように、ファンダメンタルズに基づく BEER と REER との乖離の動きを確認することは、足許の為替水準や先行きの相場の方向感を見出す上で有用な指針となるだろう。

図表 7 : 2015 年後半(※)の REER と BEER との乖離率



(資料)ブルームバーグ、CEIC、IMF、みずほ銀行 ※2015 年 7～12 月の平均乖離率

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。