

通貨ニュース(2016年8月23日)

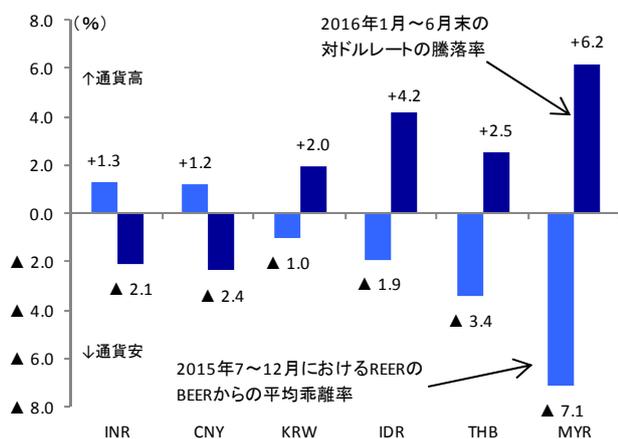
新興国通貨の方向感を探る ～BEER 試算のアップデート～

米利上げ後に注目された各国ファンダメンタルズ

今年に入り、新興国通貨の多くは堅調に推移している。2013年5月以降には、バーナンキ前FRB議長の量的緩和縮小(テーパリング)を示唆する発言によって米利上げ期待が高まり、ドル高・新興国通貨安が続いていた。しかし、2015年12月に米利上げが行われると新興国通貨安の動きは一服し、上昇する通貨が目立った。背景にはそれまでの米利上げ期待の高まりによって、新興国通貨がファンダメンタルズに照らし合わせた均衡水準から値を押し下げられていたことがあると考えられる。そのため、足許の新興国通貨の堅調さは、先行きの米利上げ期待が後退したことを受けた反発によるものと言える。特に、今年2月に本欄で行った試算¹で、ファンダメンタルズと整合的な為替の均衡水準(BEER)²に比べて実質実効為替レート(REER)が割安であったMYR、THB、IDR、KRWは、今年1～6月期にかけて対ドル相場でその下押し分を取り戻す格好となっている(図表1)。こうした値動きは今回新たにBEERを試算した新興国通貨³でも見られており(図表2)、REERのBEERからの乖離幅は先行きの為替相場の方向感を見通す上で一つの

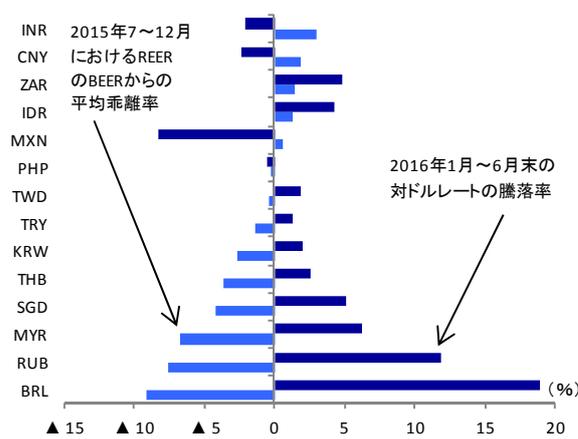
国際為替部
齋藤 周
03-3242-7065
amane.saito@mizuho-bk.co.jp

図表1：前回試算結果と対ドルレート変動幅



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表2：新たな試算結果と対ドルレート変動幅



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

¹ 2016年2月24日発行の通貨ニュース『アジア新興国通貨の方向感を探る』をご参照ください。
² BEER (Behavioral Equilibrium Exchange Rate)は、その国の貿易による実質所得を示す「①交易条件」、バラッサ=サミュエルソン効果を捉える「②非貿易財と貿易財価格比」、その国の「③対外純資産」、「④政府債務」、「⑤実質金利」の各変数を用いて、REER (Real Effective Exchange Rate)を最小二乗法で推計することで算出した。各変数の影響は、①、②、③、⑤が大きくなるほど通貨高、④が大きくなるほど通貨安になると想定される。なお、推計結果からは、各国BEERの変動要因は様々であることが確認された。
³ 今年2月には図表1に掲載した6通貨のBEERを推計したが、今回は合計18通貨分(USD、EUR、GBP、JPY、CNY、KRW、SGD、TWD、INR、IDR、THB、PHP、MYR、RUB、ZAR、BRL、MXN、TRY)の推計を行った。

指針になると言えよう。そこで本稿では、新たに BEER を試算した 18 通貨のうち、特徴的な動きが見られた 6 通貨 (INR、IDR、THB、MYR、ZAR、BRL) について、先行きの方向感を考察したい。

均衡水準からの上振れが目立つ INR と IDR

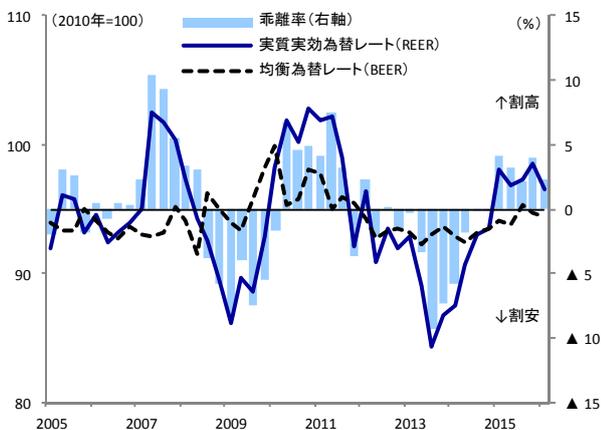
まず、INR に関して REER の動向を見ると、均衡水準である BEER を中心に平均 7 四半期で周期的に変動している (図表 3)。足許にかけてはモディ政権が成立した 2014 年 4~6 月期頃から REER の BEER に対する下振れ幅が殆どなくなり、2015 年 1~3 月期以降には明確に INR 高基調となっている。この背景にはモディ政権とラジャン・インド準備銀行 (RBI) 総裁による構造改革姿勢や金融政策スタンスを受けて、インド経済への期待感が高まっていたことがあるだろう。もっとも、既にここまでの INR 高基調は 5 四半期目に突入しており、今年 10~12 月期にかけて REER における割高感が徐々に縮小する可能性が高いと考えられる。

また、IDR では REER と BEER との乖離に明確な周期は見出しにくい。金融危機が発生する前の期間においては 2~3 四半期で乖離と収束を繰り返している (図表 4)。2013 年以降は、米利上げ期待の高まりもある中で、REER が BEER に比べて約 2 年に亘って下振れてきたが、米利上げ実施後にはそうした下押し要因の剥落もあって REER が 2 四半期連続で上振れている。金融危機以前の傾向に照らし合わせれば、今後は REER が BEER へ収束していくと考えられるが、足許のインドネシアは与野党間の関係改善による政治安定化、租税特赦法 (タックスアムネステイ) や法人減税を打ち出していることなどで資金流入が見込まれ、2017 年初にかけては IDR が買われやすい地合いが続くだろう。IDR には割高感が見られるも、直ぐに大幅調整が行われるとは考えにくい。

THB と MYR には引き続き割安感

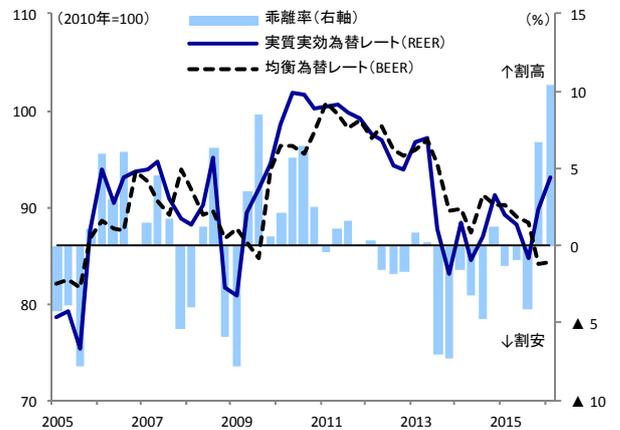
一方、明確に REER が BEER を下回り、割安感が見られるのが THB と MYR であ

図表 3：インドルピー (INR) の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 4：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、みずほ銀行

る。THB の REER と BEER との乖離を見ると、2010 年にかけての変動サイクルが 8 ～10 四半期あったのに対して、2011 年以降には 3～6 四半期で割高/割安を行き来している(図表 5)。なお、2011 年初から 2013 年 4～6 月期までの REER 上昇の背景には、2011 年 7 月の民政移管(インラック政権成立)による政治安定への期待があったと考えられる。その後は 2013 年 5 月のバーナンキショックや再び進んだ政治混乱を受けて REER は低下したと見られるが、2014 年 3 月の軍事クーデターによる混乱収束から 2015 年夏場までは再び割高水準となっている。2015 年 4～6 月期以降にはバンコクでの爆破テロや民政移管に向けた新憲法案否決などもあり、再び THB の REER は BEER に比べて割安水準で推移している。今年 8 月には、民政移管に向けた新憲法案が国民投票で可決しており、民主化に向けての期待から THB は上昇しやすい地合いが続くだろう。

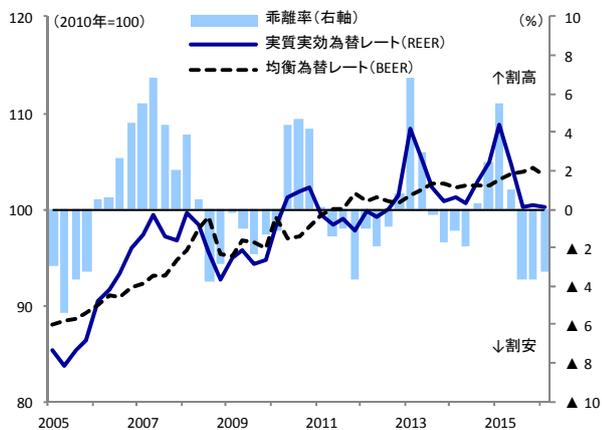
MYR では、ここもとにかけて REER が BEER から大幅に下回っている。背景には、今年 2 月の本欄でも指摘した通り、政府系投資会社(1MDB)を巡る不正資金問題などが考えられる。しかし、2015 年 7～9 月期を底に REER は反発しており、1MDB 問題が再燃しない限りは、今後は MYR が上昇する展開となる可能性は高いと考えている(図表 6)。

均衡水準の下落が目立つ ZAR と BRL

今回新たな推計対象とした ZAR と BRL については、REER の下落基調が続いている。そのため、長期平均に照らし合わせると REER には反発の可能性を見ることができなくはないが、BEER も経済ファンダメンタルズの悪化とともに下落しており、ZAR と BRL の通貨安はある意味で「適正水準」と言えることになる。

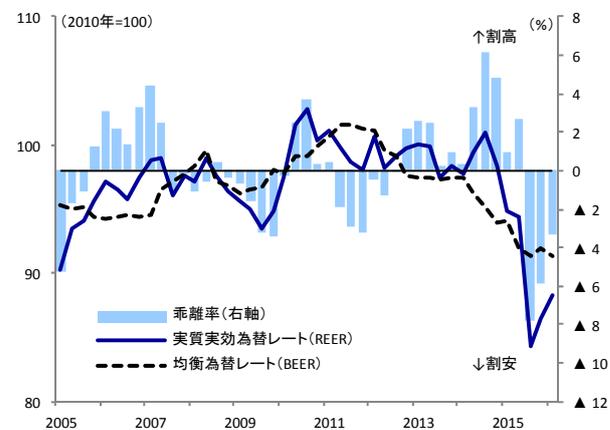
ZAR に関して、REER の BEER からの乖離を見ると、2014 年 10～12 月期以降にプラス(割高)となっており、REER が下落傾向にある中でもファンダメンタルズからの評価を行うと、ZAR に小幅な割高感があると言えるだろう。世界的な商品価格の下落が続く以上、資源国である南アフリカのファンダメンタルズを反映する BEER

図表 5：タイバーツ (THB) の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 6：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、みずほ銀行

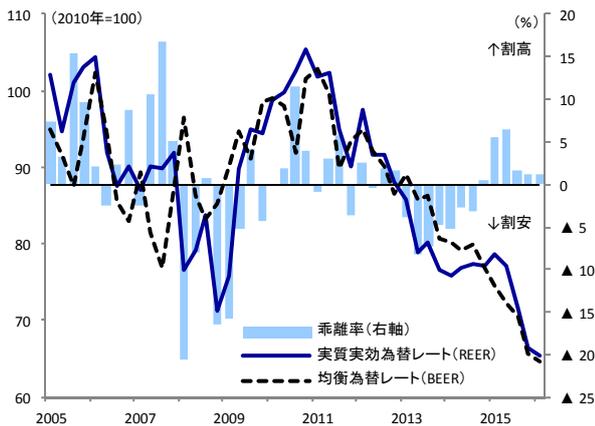
は下落が続くと見られる。今後は BEER が下落するに伴って REER も下落する可能性は十分考えられる(図表 7)。

BRL の REER と BEER との乖離を見ると、2009 年 10～12 月期以降に割高水準が続いていたが、その後の小康期間を経て、2013 年 5 月のバーナンキショック以降に割安水準での推移が続いている。特に 2014 年秋頃以降には原油価格下落による影響で BEER 自体が大幅に下落する中でも、ルセフ前政権への不信感が募る中で REER はそれ以上に下落し、割安感はより強まっている(図表 8)。2015 年 10～12 月期以降にはルセフ前大統領の退任期待が大きく高まったことや、米利上げが実施されたこともあって REER は反発している。但し、景気停滞による BEER 下落が続くやすい状況下、BRL 上昇の動きが続くとは考えにくい。

方向感の指針になる BEER

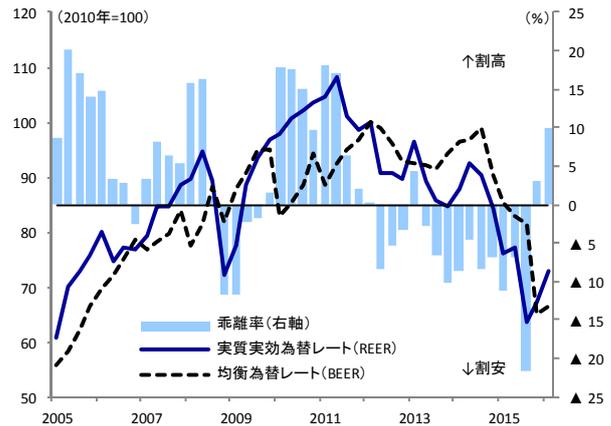
先行きの各通貨の方向感を見通す上で、2015 年 10 月から 2016 年 3 月末にかけての REER と BEER との平均乖離率を算出した(図表 9)。これによると、KRW、

図表 7：南アフリカランド (ZAR) の試算結果



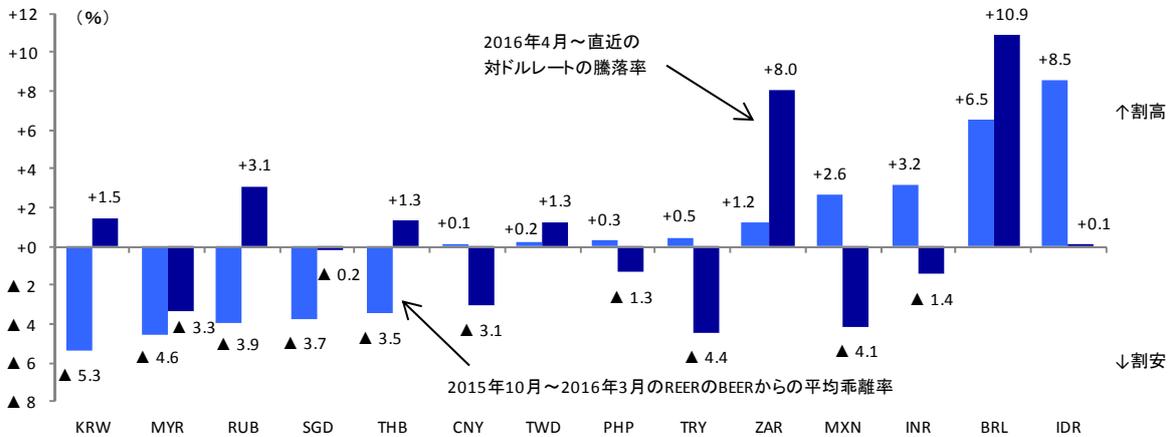
(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 8：ブラジルレアル (BRL) の試算結果



(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

図表 9：試算結果 (2015 年 10 月～2016 年 3 月) と直近の対ドルレート変動幅



(注)直近は 2016 年 8 月 22 日の終値。
(資料)ブルームバーグ、CEIC、みずほ銀行

MYR、RUB などでは割安感が強く、引き続き通貨に上昇圧力が掛かりやすい状況にあると言える。一方、IDR、BRL、INR などは割高感が強く出ており、今後いつ調整してもおかしくない。なお、2016 年 4 月以降の対ドル相場における各通貨騰落率では、RUB や THB、MXN、INR で乖離を調整する値動きが目立つ。しかし、MYR、ZAR、BRL などでは BEER に照らし合わせた割高/割安感が更に強まる結果になっている。そのため、これらの通貨では、足許にかけても調整圧力を溜めている状況と考えられ、今後、乖離要因の剥落に伴って予想される大幅調整には注意したい。

こうした REER と BEER との乖離調整に伴う為替相場の変動は、それまで乖離を生じさせていた要因の剥落をきっかけとする。冒頭の図表 1 で示した、理論的な乖離幅とそれを裏返したかのような調整は、米利上げ期待という市場テーマの中で新興国通貨がファンダメンタルズから大きく乖離していたからに他ならないだろう。また、BEER を基準とした通貨の割高/割安からの調整は、その性質上、理論的には REER で起こるべきものである。しかし、実際の為替取引においては通貨バスケットである REER ではなく、基軸通貨であるドルとの取引を中心にその調整が行われていると考えられる。このように BEER は、その時々市場テーマや各国の経済・政治情勢などに関する考察、為替取引の実務などと併せ見ることで、為替相場を見通す有用な指針となるだろう。

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。