

台湾ドル相場見通し

2016年6月

みずほ銀行

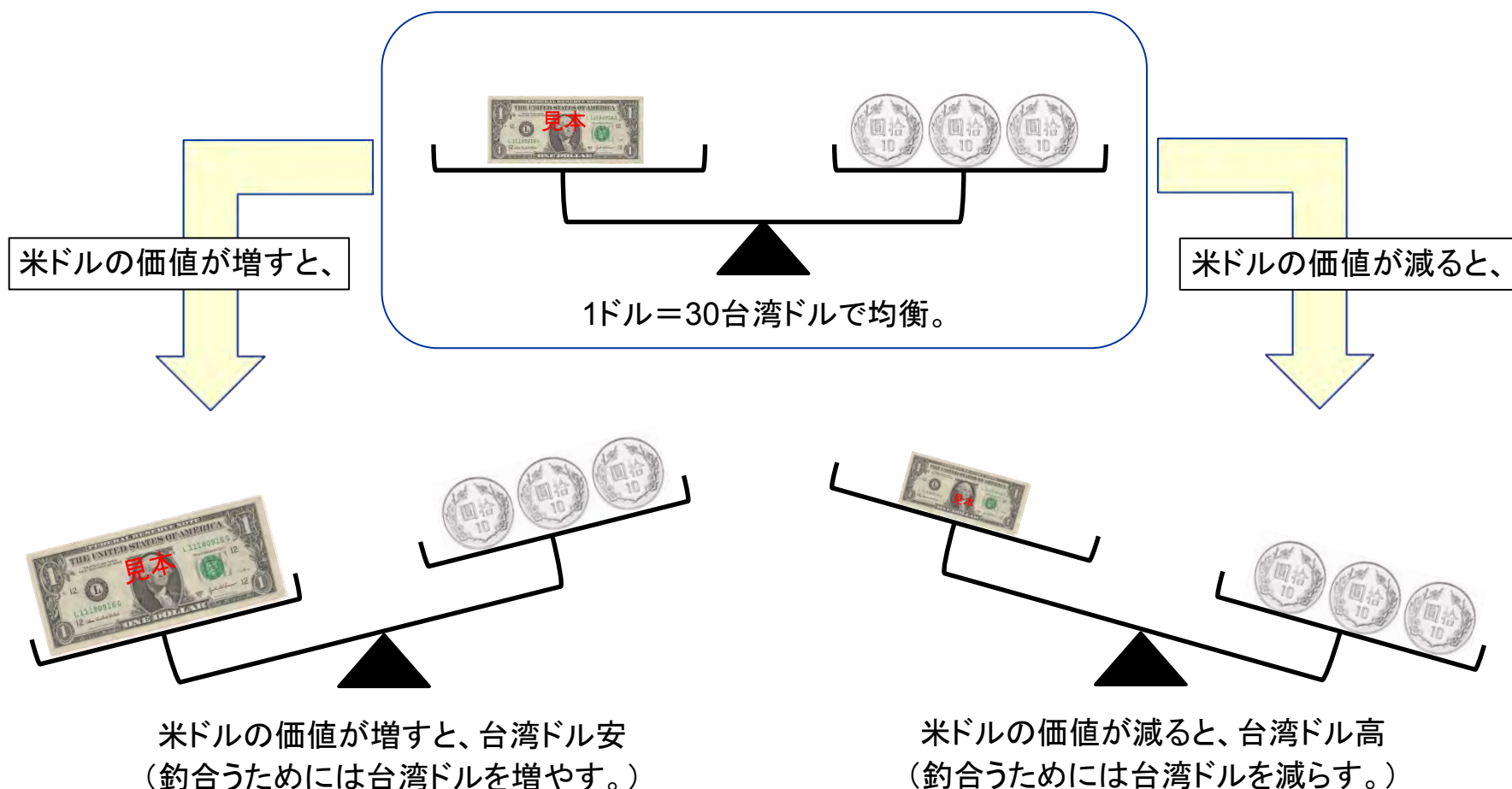
台北支店

グローバルマーケット業務部台北資金室



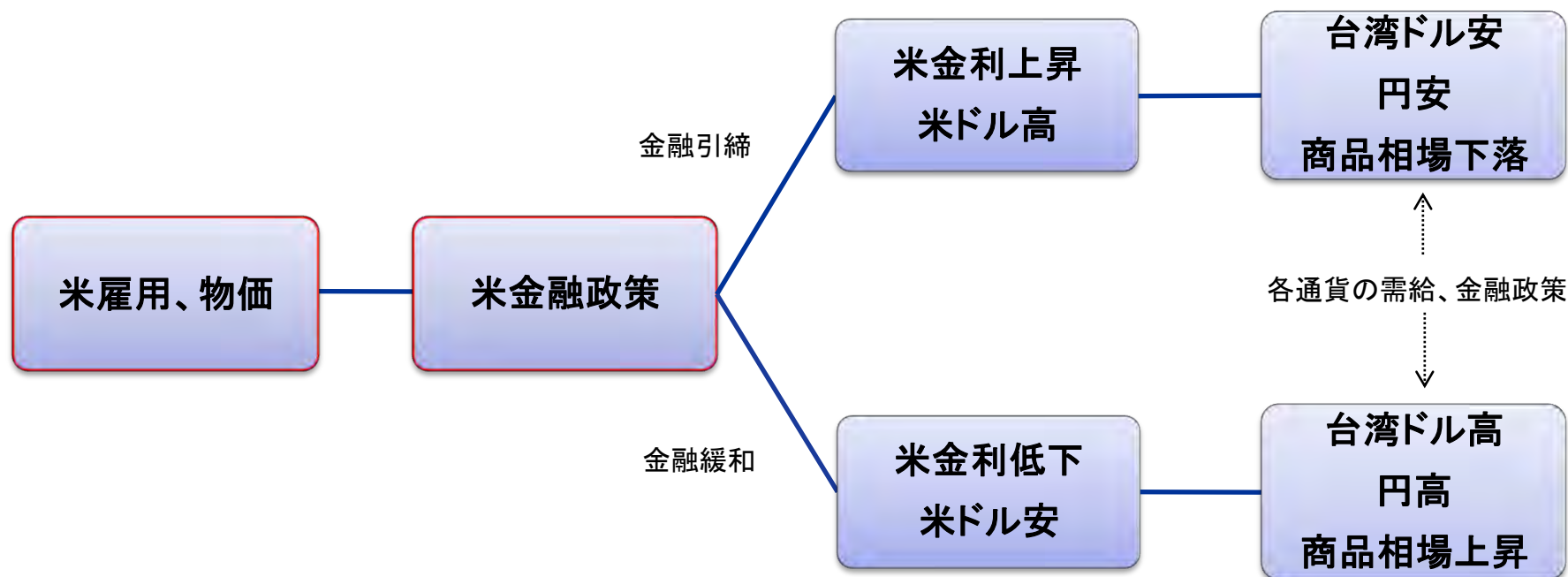
1.1ドルの重みが為替レートを動かす。

- 1ドル=110円、1ドル=30台湾ドルと表示されていると、110円、30台湾ドルに注目しがち。
- ただし、1ドル自体の価値が変われば、台湾ドルや円に何も起こっていなくても、為替のレートは変動する。



2.米ドル変動の要因と影響

- 年始からの動きは、“米ドルが下落したせいで、円高、台湾ドル高。”と考えるが、自然。
- 米ドル下落の背景は米金融引締めが遅延予想が高まったこと。
- 通貨毎のそれぞれの要因もあるが、まずは米ドルの動きを見ることで、大半の通貨の方向が見えてくる。

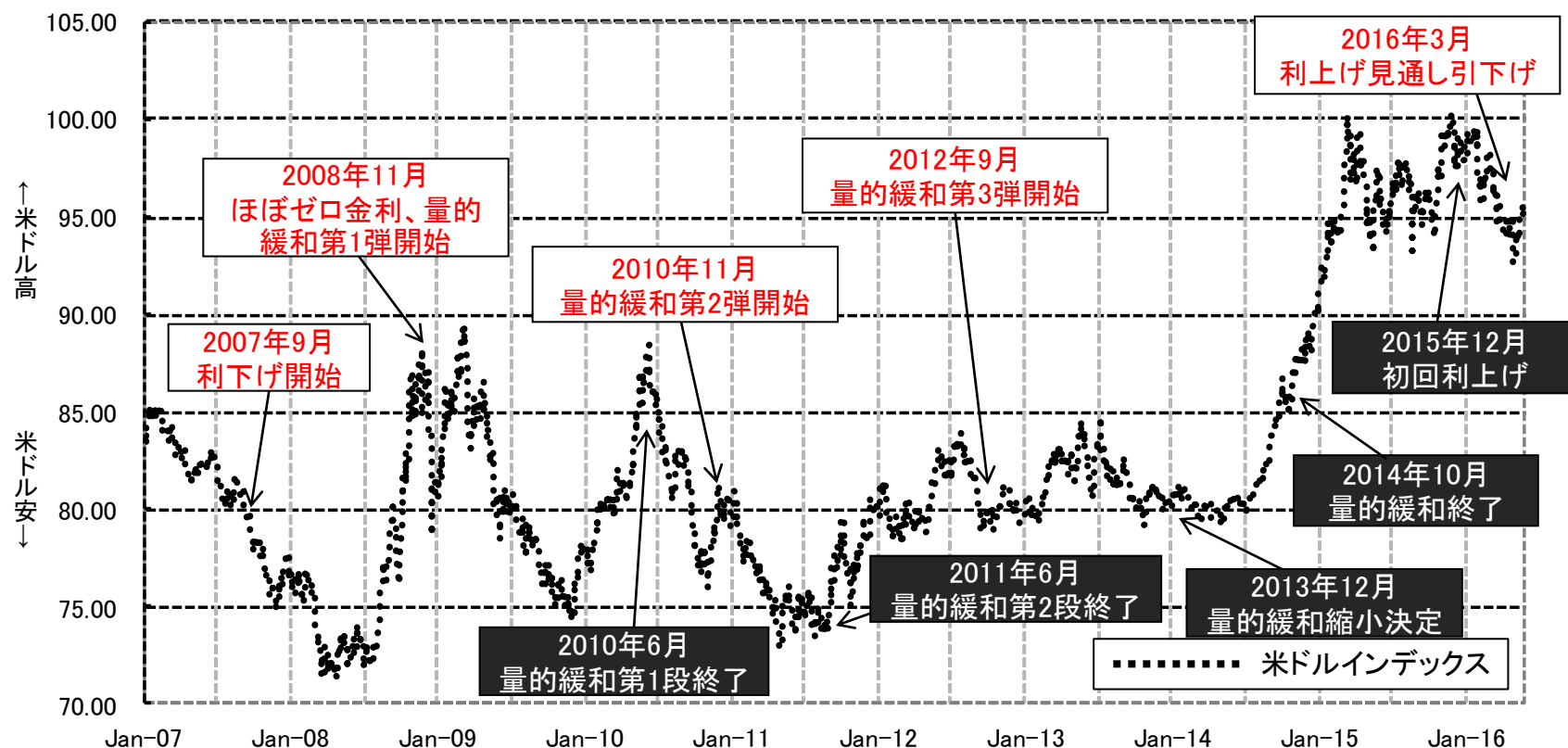


資料: みずほ銀行台北資金室

3.米金融政策と米ドルの状況

- 米金融政策と米ドル※の状況は以下の通り。危機時の逃避先としての米ドル買いなど、特殊な局面では金融政策とは異なる動きも見られるが、最近では今後の金融政策見通しに敏感に反応している。

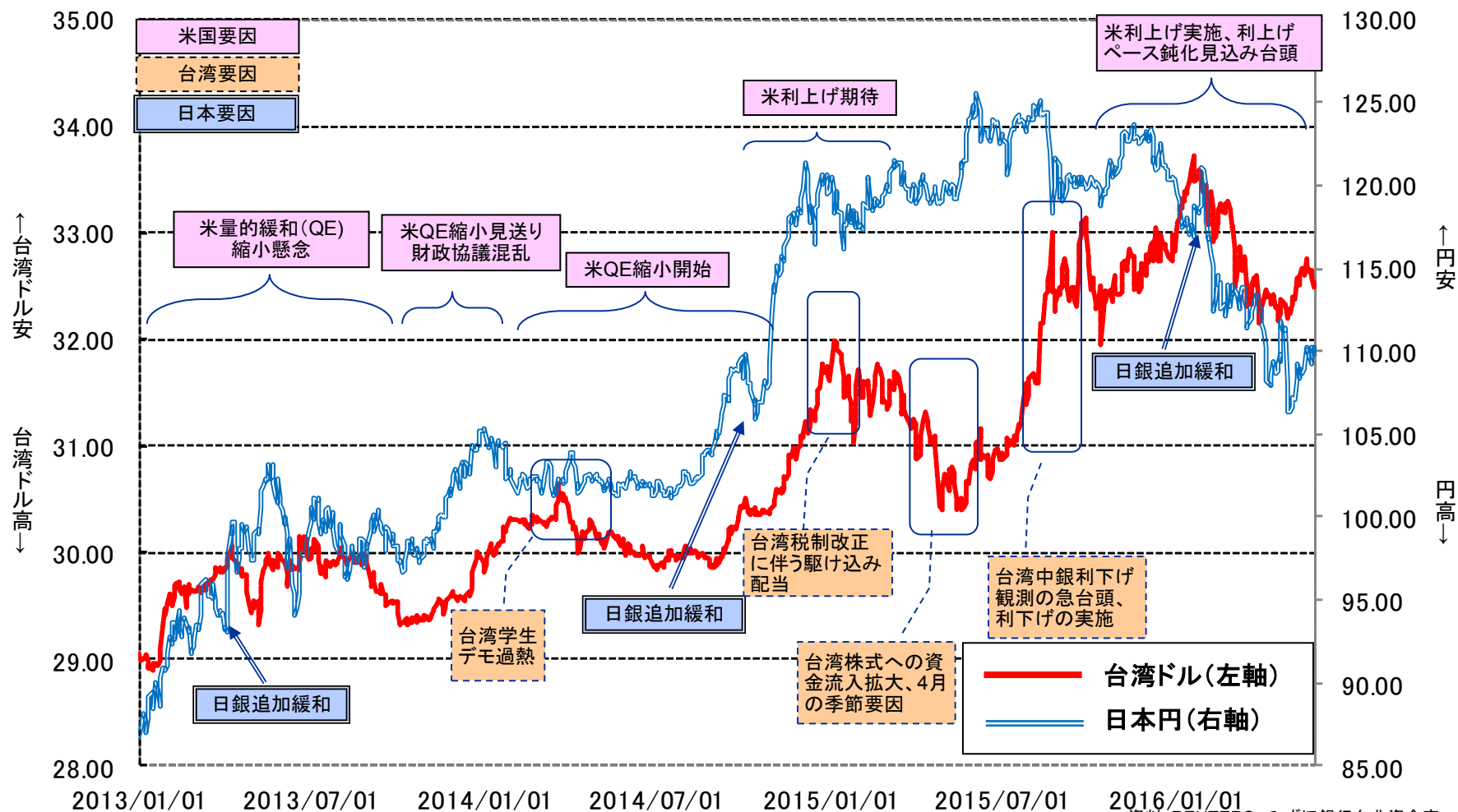
※米ドルインデックス…主要6通貨の対ドルレートを加重平均して指数化。ユーロ57.6%、円13.6%、ポンド11.9%、その他3通貨16.9%という比率でユーロの比率が高いものの、米ドル自体の強弱を見るうえで参考になる指標。



資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

4. 台湾ドル、日本円の推移(対米ドル、2013年1月～)

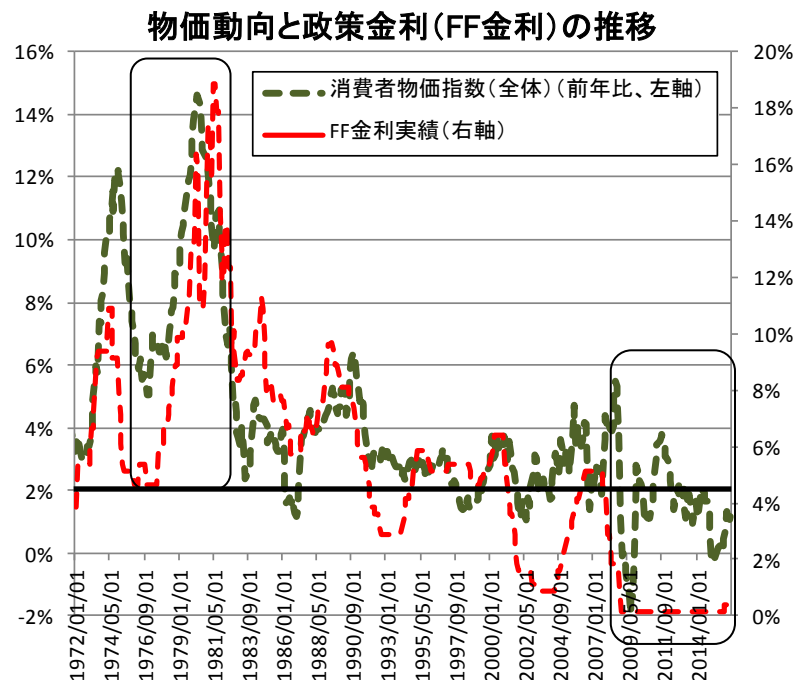
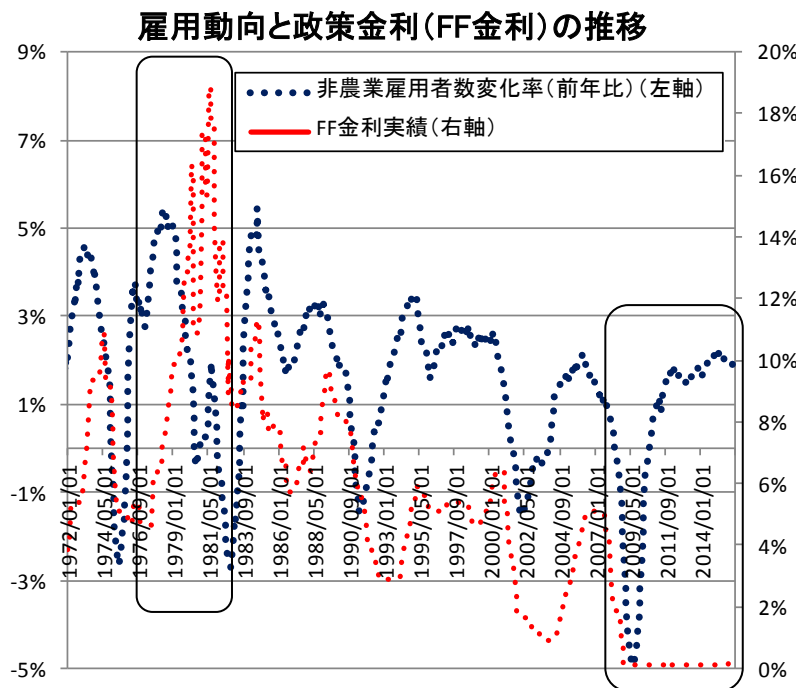
●2016年初めまでは円安、台湾ドル安が進行したものの、米利下げペース鈍化見通しが強まると、急激に円高、台湾ドル高に。



資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

5. 米ドル: 雇用と物価の状況

- FRB(連邦準備制度理事会)の使命は、「雇用の最大化」と「物価の安定」。(消費者物価上昇率2%が目線。)FRBが定例開催する会合がFOMCと呼ばれ、使命達成の観点から、適切な金融調整を決定する。
- 雇用が増えていても、物価上昇率2%を大きく越える懸念があれば、金融引締めにより、経済の過熱を抑える。一方、雇用も増えず、物価も上昇しない場合は、積極的に金融緩和を行う。
- 雇用と政策金利、物価と政策金利の推移は以下の図の通り。
- 現在は、雇用増の一方、物価上昇率が鈍いため、低金利政策を継続している。



資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

6. 米ドル: 米利上げ見通し

- 通常なら物価が上昇するはずだが、実際はなかなか物価が上昇しない。そのため、FOMCが発表する金利見通しも下方修正を繰り返している。
- 市場で予想されている政策金利見通しも低下傾向。2015年12月時点では2016年の利上げは2回と予想されていたが、米ドル上昇の悪影響による米経済成長鈍化を見越し、今後1年間で利上げは1.5回だけという見方が広がっている。

FOMC発表の政策金利(FF金利)見通し(年末の中央値)

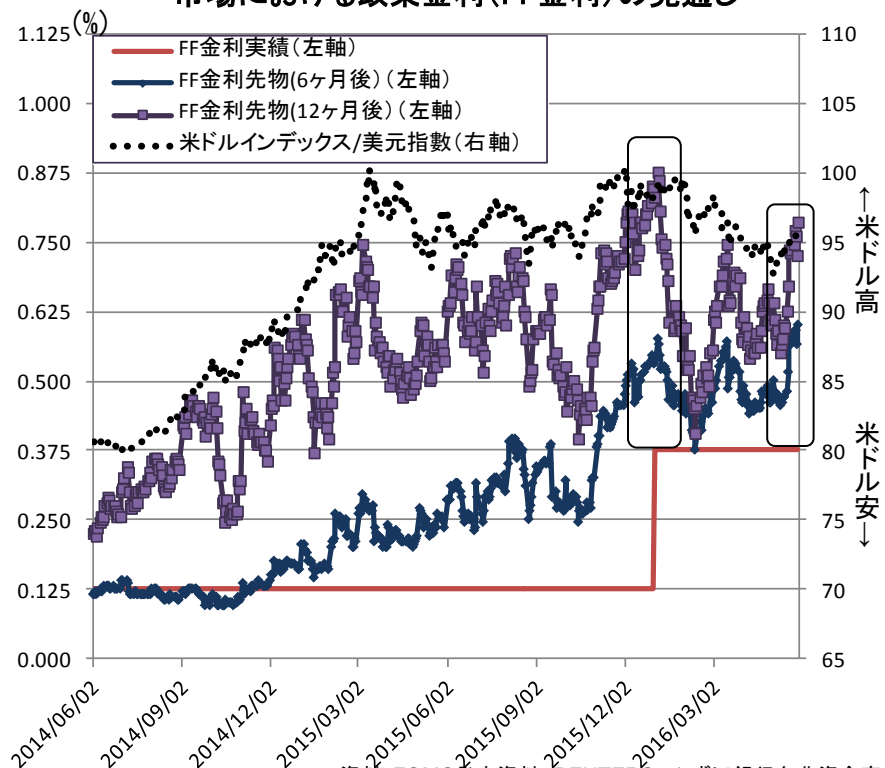
	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
2014年6月	0.250%	1.125%	2.500%		
2014年9月		1.375%	2.875%	3.750%	
2014年12月		1.125%	2.500%	3.625%	
2015年3月		0.625%	1.875%	3.125%	
2015年6月		0.625%	1.625%	2.875%	
2015年9月		0.375%	1.375%	2.625%	
2015年12月			1.375%	2.375%	3.250%
2016年3月			0.875%	1.875%	3.000%

年間利上げ回数見通し ※

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年末
2014年6月	1.0	3.5	5.5		
2014年9月		5.0	6.0	3.5	
2014年12月		4.0	5.5	4.5	
2015年3月		2.0	5.0	5.0	
2015年6月		2.0	4.0	5.0	
2015年9月		1.0	4.0	5.0	
2015年12月			4.0	4.0	3.5
2016年3月			2.0	4.0	4.5

※ 1回の利上げは0.25%と想定し、計算。

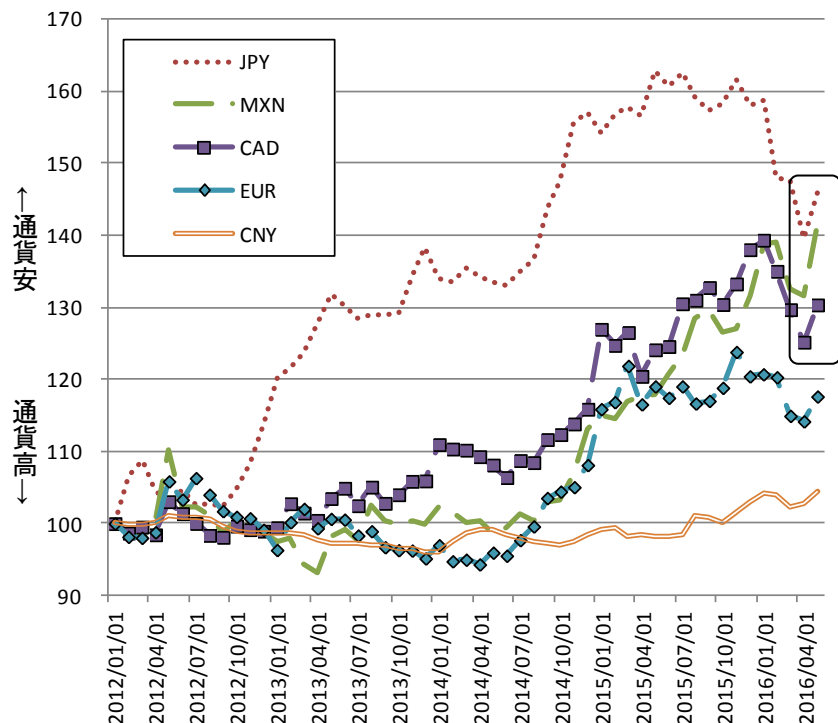
市場における政策金利(FF金利)の見通し



7. 米ドル: 確かに米ドル高の悪影響も出てきている。

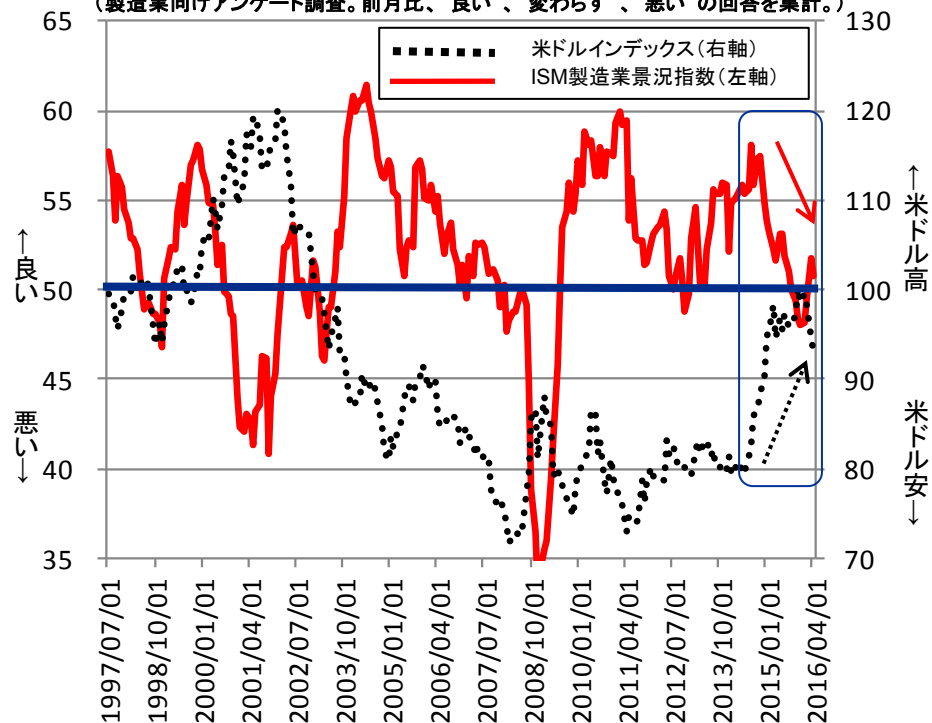
- 2012年以降の為替レートの推移を見ると、主要貿易国のうち、メキシコ、カナダ、日本は依然、30%程度の米ドル高。
- 結果として、製造業の景況感は悪化しつつある。日本、中国、欧州とも経済成長に力強さが欠ける中、米国が頼みの綱。米ドル安により、再浮上が望まれるところ。

2012年1月を100とした対ドルレート推移



ISM製造業景況指数と米ドルインデックス

(製造業向けアンケート調査。前月比、“良い”、“変わらず”、“悪い”の回答を集計。)

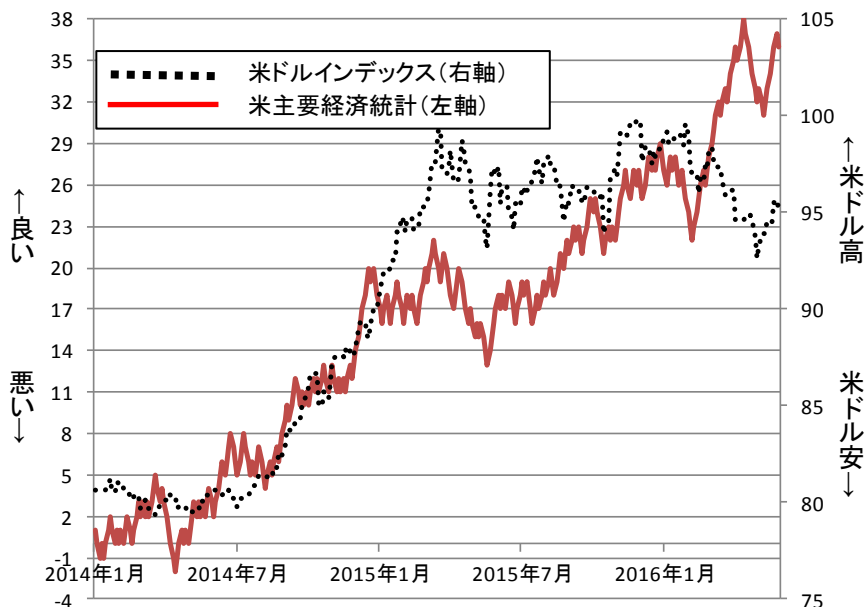


資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

8. 米ドル: 但し、何もかも悪い訳では無い。

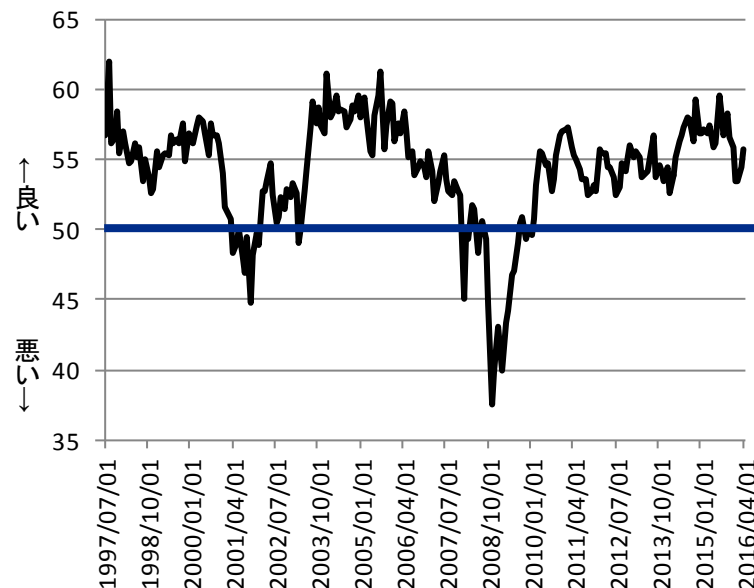
- 米主要経済統計を見渡すと、悪い結果ばかりではない。左図は、米主要経済統計※が市場予想以上なら+1、下回れば-1として、2014年1月から累計したもの。引き続き、主要経済統計が市場予想を上回ることが多いことが確認出来る。(※ GDP、ISM製造業/非製造業景況指数、非農業部門雇用者数変化、失業率、平均時給、小売売上高、消費者物価指数、鉱工業生産、耐久財受注、新築住宅販売件数)
- また右図の通り、非製造業の景況感は節目の50を越えた状態を維持。
- 利上げの遅延により、米ドル安が続くことがメインシナリオだが、想定外の動きとしては、一段の米ドル安よりは、米ドル急反発に注意。

米主要統計結果と米ドルインデックス



ISM非製造業景況指数

(非製造業向けアンケート調査。前月比、“良い”、“変わらず”、“悪い”の回答を集計。)

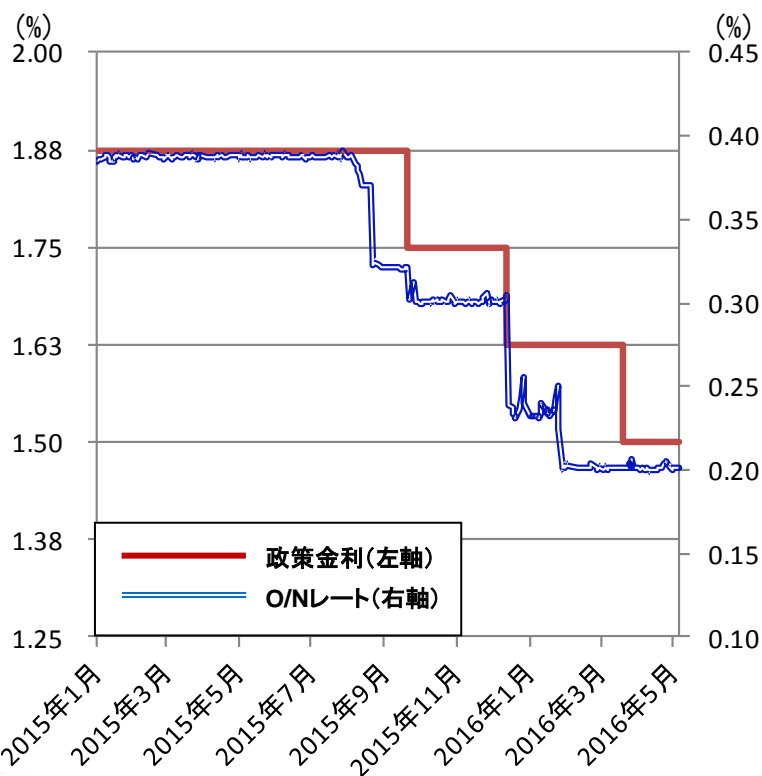


資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

9. 台湾ドル：台湾中銀の金融緩和継続

- 2015年8月11日に利下げを示唆して以降、2015年9、12月、2016年3月の3回利下げを実施済。
- 台湾の政策金利は、民間銀行が中央銀行に手形割引を申し込んだ際の適用レートであり、市場実勢とは異なる指標を政策金利としているが、市場金利であるオーバーナイト金利も連動して低下。
- 他国比高い実質金利も中銀の利下げの根拠の一つ。前回、利下げ時の発表資料でも依然、実質金利が高いことを示しており、追加の利下げもありうる。

2015年8月以降の金利の推移



実質金利の各国比較

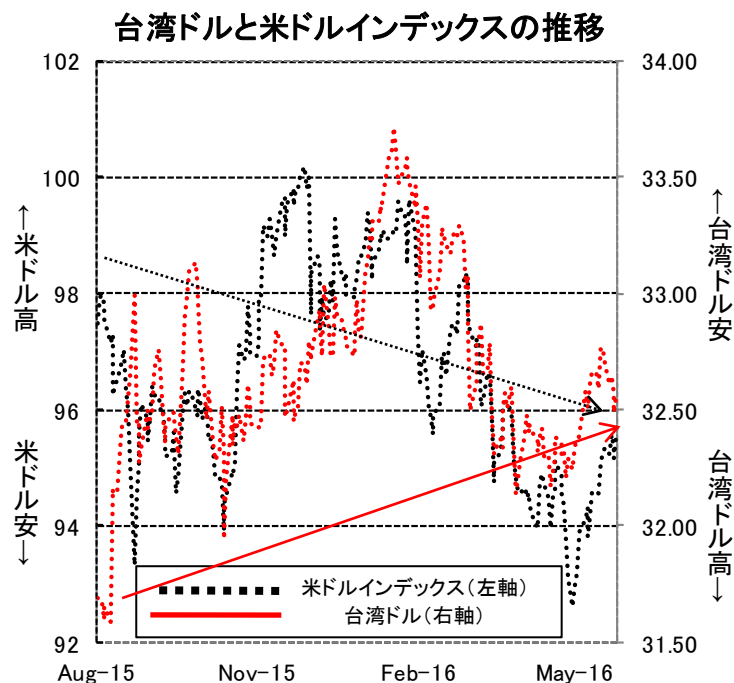
(名目金利－物価上昇率＝実質金利) (%)

経済体	(1) 1年定期存利率 2016/3/24	(2) CPI年増率 2016年予測値	(3)=(1)-(2) 実質利率
印尼	5.000	4.12	0.880
馬來西亞	3.200	2.50	0.700
美國	1.460	0.80	0.660
瑞士	0.160	-0.48	0.640
台湾	1.205	0.69	0.515
南韓	1.300	0.80	0.500
英國	0.950	0.58	0.370
泰國	1.500	1.21	0.290
日本	0.010	-0.24	0.250
新加坡	0.250	0.28	-0.030
歐元區	-0.002	0.52	-0.522
中國大陸	1.500	2.16	-0.660
菲律賓	0.500	2.62	-2.120
香港	0.050	2.73	-2.680

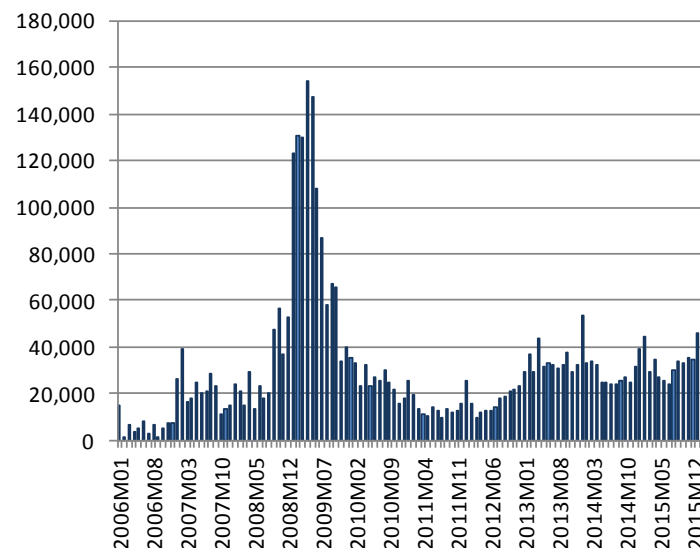
資料: 台湾中銀、REUTERS、みずほ銀行台北資金室

10.台湾ドル：金融緩和の今までの効果と緩和余力

- 元々、台湾の金利は低金利であったものの、利下げ開始前と比較すると、米ドル安の一方で、台湾ドル安となっており、台湾ドル安誘導の点では、一定の効果あり。（同期間、韓国ウォンは横ばい。）
- 但し、過去、リーマンショック時の利下げ期では、政策金利は1.25%まで引き下げられ、オーバーナイト金利も0.1%まで低下して打ち止めとなったことを踏まえると、利下げ余地は残り2回。
- また通常の金融政策であれば、金利調整のみであるが、台湾中銀は、リーマンショック後、利下げに加えて、量的緩和政策により、超過準備高の積み上げを実施。利下げ余力は限られるものの、日欧米のような非伝統的な金融政策を進める余地も残されている。（但し、台湾中銀は、16年3月利下げ時、量的緩和やマイナス金利の導入は不要との見解を示した。）



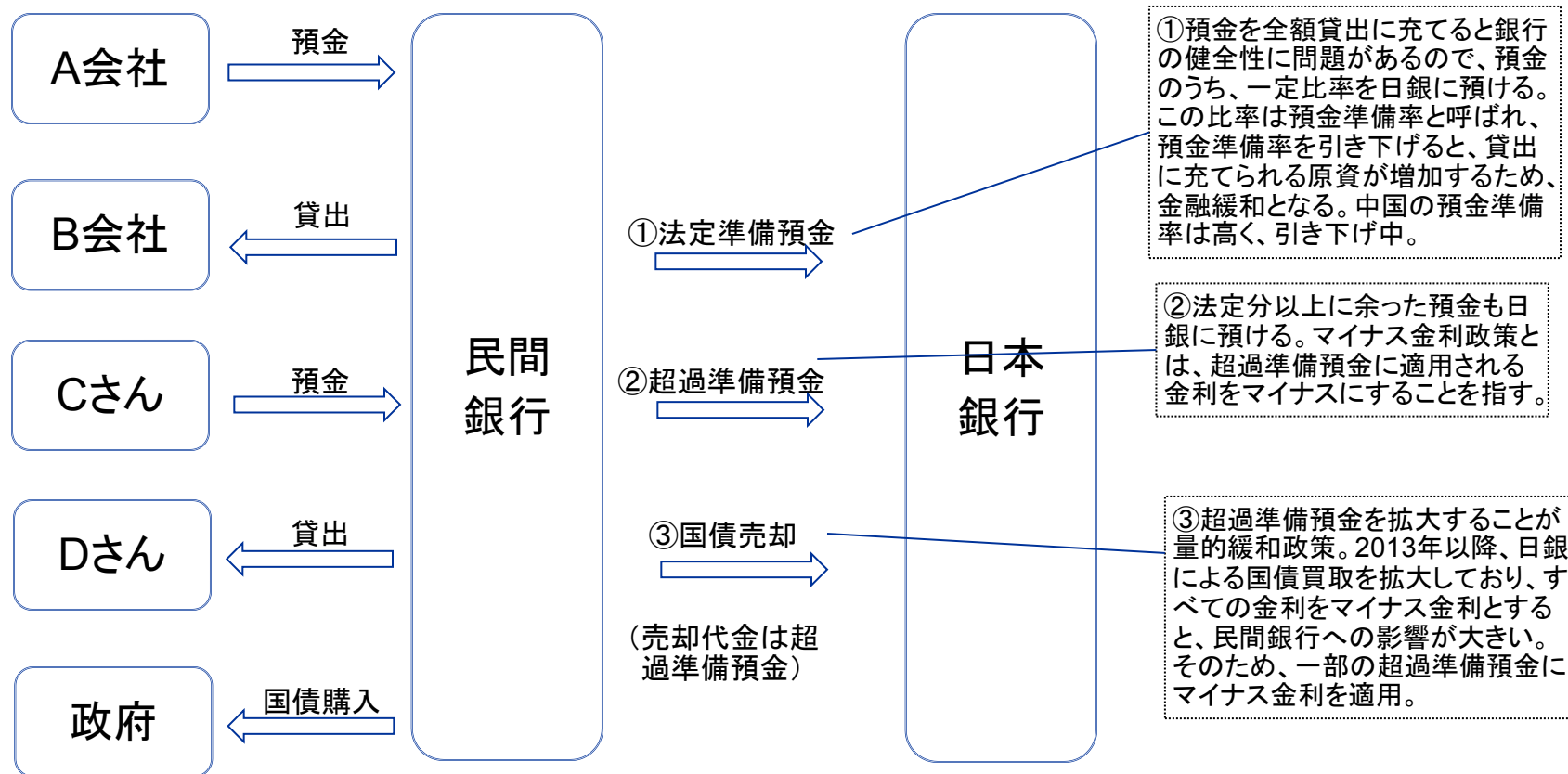
超過準備高の推移
(単位:百万台湾ドル)



資料:台湾中銀、REUTERS、みずほ銀行台北資金室

11. 日本円：マイナス金利とは

- 2016年1月、日銀はマイナス金利の導入を決定。
- 実際に、何がマイナスになるのかは、以下の図の通り。民間銀行にとってはマイナス適用金額を圧縮するために貸出増加を行うインセンティブに。飴と鞭でいうと現状は鞭。飴として、経済成長に資する資金用途に対して、マイナス金利で日本銀行が資金供給するというのも次の一手か。

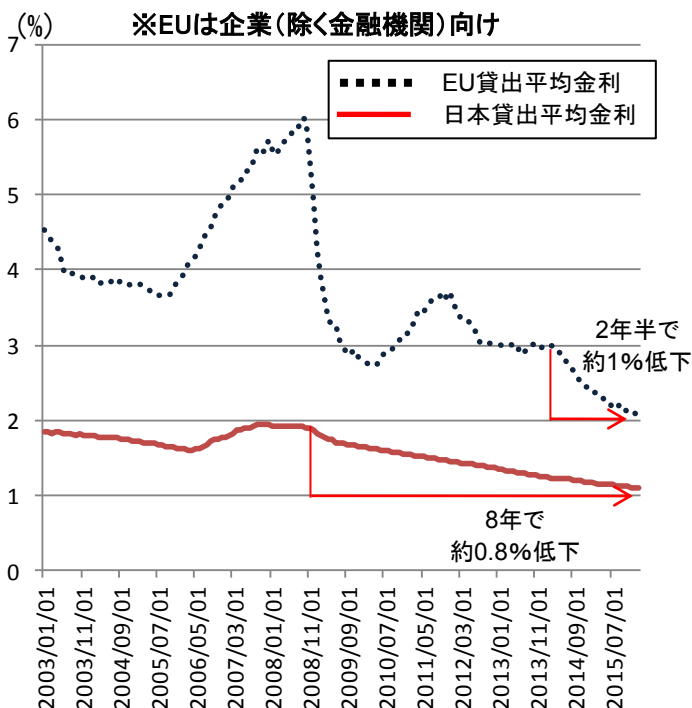


資料: みずほ銀行台北資金室

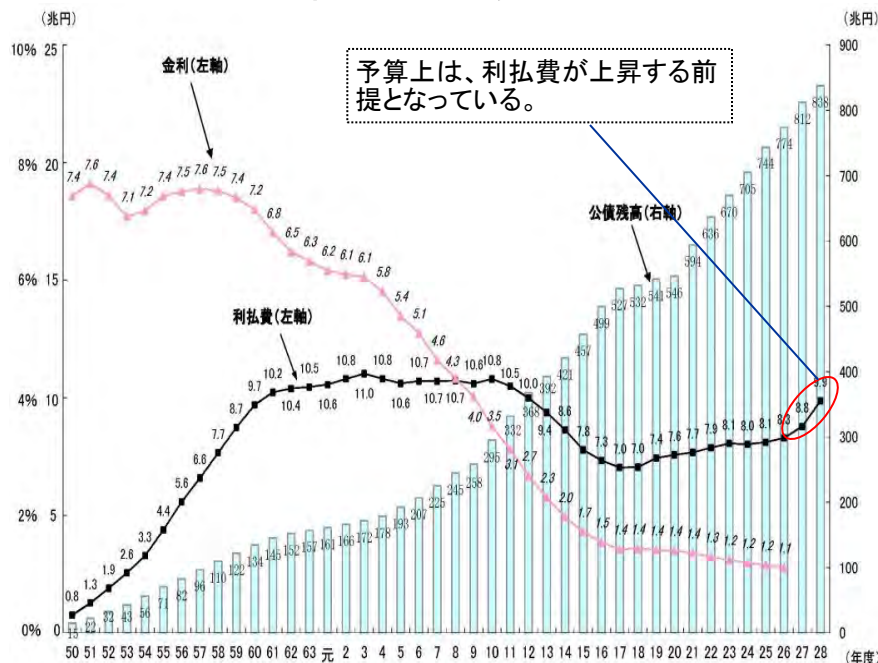
12. 日本円：金融緩和の効果

- 企業、個人にとって、“金利が低ければ、投資採算の基準が引き下がり、追加の投資がしやすくなる。”という理屈はあるものの、長年、金融緩和を続けてきたことで、日本の銀行貸出金利はすでに低水準かつ、そもそもの投資機会も多くない。金融緩和の目的は円安誘導では無いとは言うものの、実態的には円安を通じた経済成長に望みを託す状況。
- 一方、すでに借入している側から見れば、金利低下は目に見えやすい効果。日本の場合、最大の借入主体は、政府。利払費圧縮などを財源とした財政政策と連携した日銀追加緩和なら、効果が見込めるか。(例年、予算時点ではかなり保守的に利払費を見込んでいる。)

日本、ユーロ圏の貸出平均金利の推移



公債残高と利払費の推移



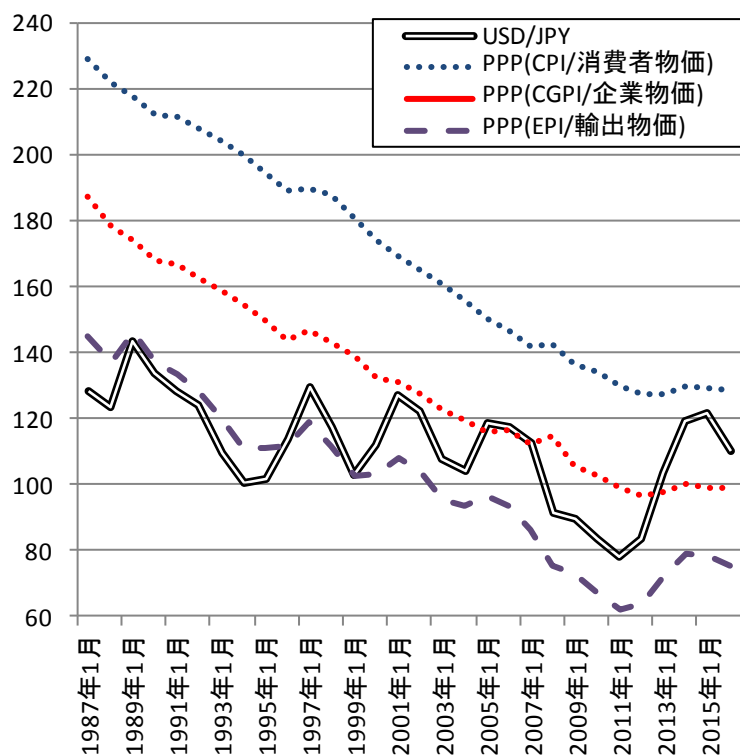
資料：日本銀行、ECB、みずほ銀行台北資金室、

財務省ウェブサイト(http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/005.gif)

13. 日本円：相場水準の参考値など

- 相場水準の一つの目線としては購買力平価(Purchasing Power Parity)。現在は、理論値を越えた後、徐々に、回帰しつつある過程に過ぎないか。
- 過去、米利上げ後、円高が進むことも多くが、その際の動きは、平均すると、11ヵ月に15%円高が進んでいる。但し、いずれの局面も、その後は円安に進み、結局は利上げ開始前の水準を上回っている。2015年11月末のUSDJPYは123.08程度であり、15%の円高104円台で平均並みの円高進行と言える。

購買力平価とUSDJPYの推移



米国利上げとUSDJPY

(①利上げ前月末、②円高ピーク、③円安ピーク、④①→②、⑤②→③)

		FF金利	USDJPY
①	1972/2/29	4.00	303.40
②	1973/6/30	9.25	263.16
③	1975/12/31	5.25	305.16
④	16ヵ月後	5.25	-13.26%
⑤	30ヵ月後	▲ 4.00	15.96%
		FF金利	USDJPY
①	1977/7/31	4.75	266.81
②	1978/10/31	9.00	179.50
③	1980/2/29	13.50	251.65
④	15ヵ月後	4.25	-32.72%
⑤	16ヵ月後	4.50	40.19%
		FF金利	USDJPY
①	1980/9/30	11.00	210.85
②	1980/12/31	17.50	203.10
③	1982/10/31	8.75	277.10
④	3ヵ月後	6.50	-3.68%
⑤	22ヵ月後	▲ 8.75	36.44%
		FF金利	USDJPY
①	1986/11/30	5.88	161.48
②	1987/4/30	6.50	140.74
③	1990/4/30	8.25	158.85
④	5ヵ月後	0.63	-12.84%
⑤	37ヵ月後	1.75	12.87%

		FF金利	USDJPY
①	1994/1/31	3.00	108.55
②	1995/4/30	6.00	84.25
③	1998/7/31	5.50	144.75
④	15ヵ月後	3.00	-22.39%
⑤	40ヵ月後	▲ 0.50	71.81%
		FF金利	USDJPY
①	1999/5/31	4.75	121.49
②	2000/6/30	6.50	105.98
③	2002/1/31	1.75	134.56
④	13ヵ月後	1.75	-12.77%
⑤	19ヵ月後	▲ 4.75	26.97%
		FF金利	USDJPY
①	2004/5/31	1.00	109.48
②	2004/12/31	2.25	102.45
③	2007/6/30	5.25	123.14
④	7ヵ月後	1.25	-6.42%
⑤	30ヵ月後	3.00	20.20%

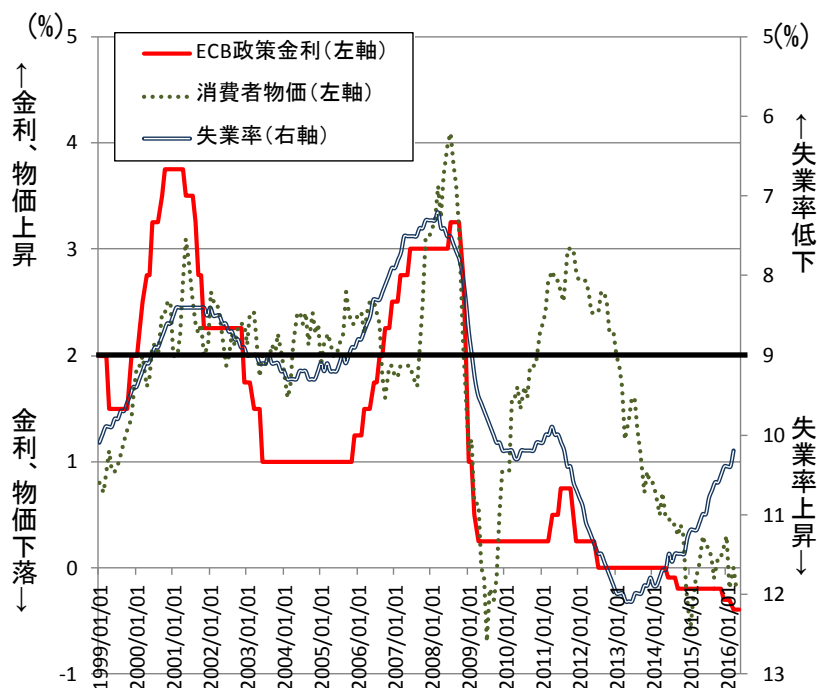
		平均	FF金利	USDJPY
④	11ヵ月後	3.48	-15.22%	
⑤	29ヵ月後	▲ 0.67	32.91%	

資料：公共財団法人国際通貨研究所, RUERTES、みずほ銀行台北資金室

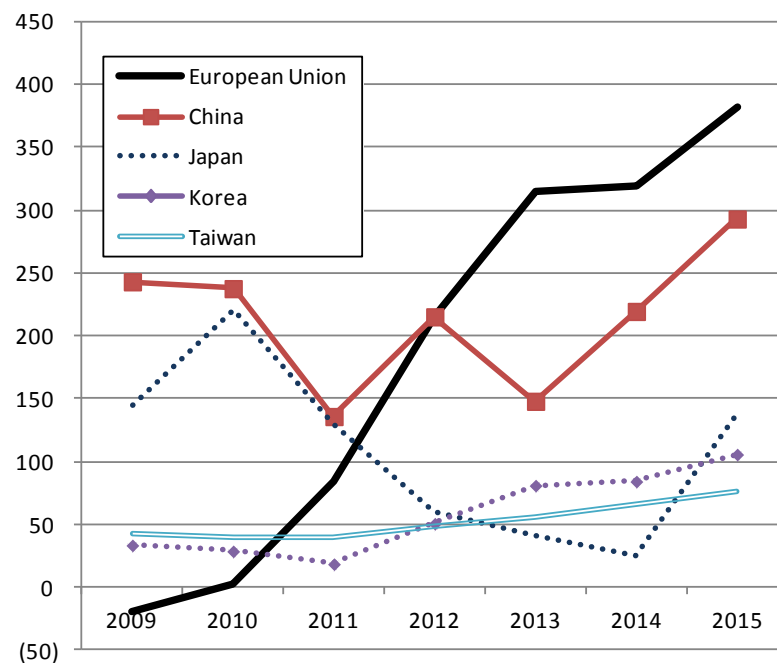
14. ユーロ：緩和動向と需給要因

- 欧州中央銀行(ECB)の使命は「物価の安定」。具体的な水準は、消費者物価指数が2%をやや下回るあたりが目標。使命達成のため、2014年6月にマイナス金利を導入。物価は弱いまま、マイナス金利幅を拡大中。(ECBは中銀預金全体がマイナス金利適用という点では日本と異なる。)
- 但し、2016年3月の利下げ時、マイナス金利引き下げの打ち止めを示唆。一部加盟国は、追加緩和不要との意見もあり、大規模な追加緩和は当面、見送りか。(確かに、失業率低下も継続し、一定の効果。)
- 加えて、経常収支の推移を見ると、大幅に拡大中。一段のユーロ安は、海外からも受け入れがたいか。

ECB政策金利とユーロ圏失業率、消費者物価の推移



主要国の経常収支の推移(単位:百万USD)



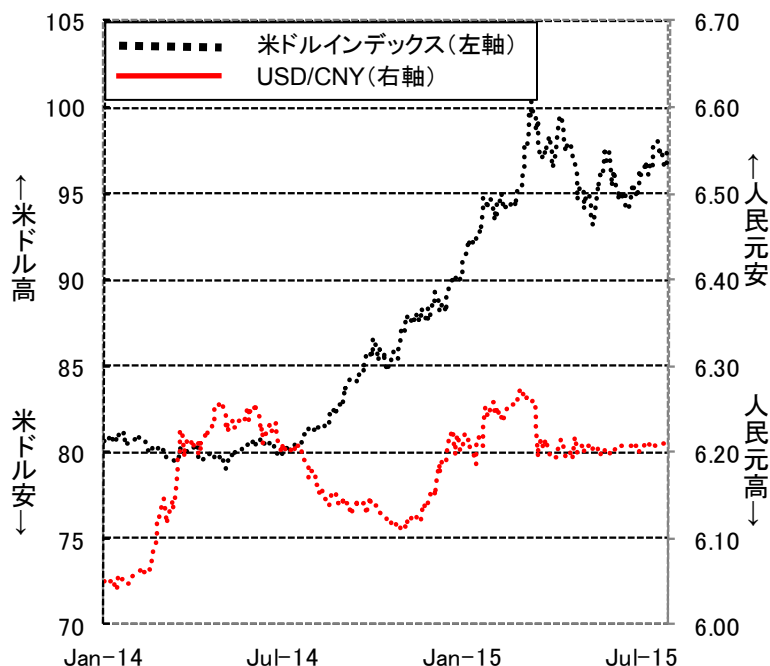
資料: REUTERS、IMF、みずほ銀行台北資金室

15. 人民元:米ドルへの連動を強める傾向に

- 2015年8月に極端な動きとなったが、当時、中国人民銀行の説明では、基準値に市場実勢を反映させるための調整とのことだった。確かに、従来と比べると、日々、ある程度、変動するようになっている。
- 米ドルインデックスと比較しても、連動が強まっていることが確認出来る。この点、固定相場から変動相場への移行を進めている過程と言える。
- 但し、人民元高も一定のところで打ち止めとなっており、米ドルだけを意識している訳では無い。

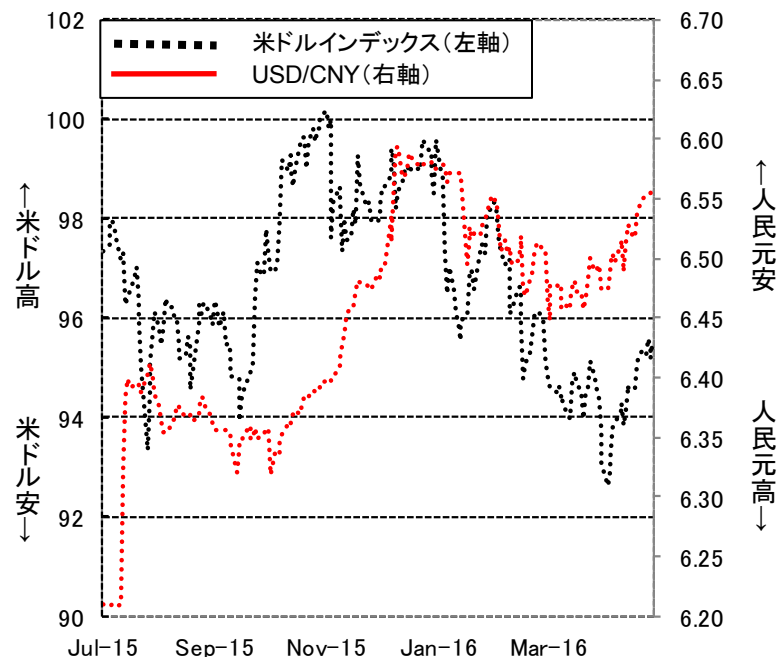
米ドルインデックスと人民元の推移

(2014年1月～2015年7月まで)



米ドルインデックスと人民元の推移

(2015年8月～直近まで)



資料: REUTERS、みずほ銀行台北資金室

16. 人民元:米ドル以外の目安

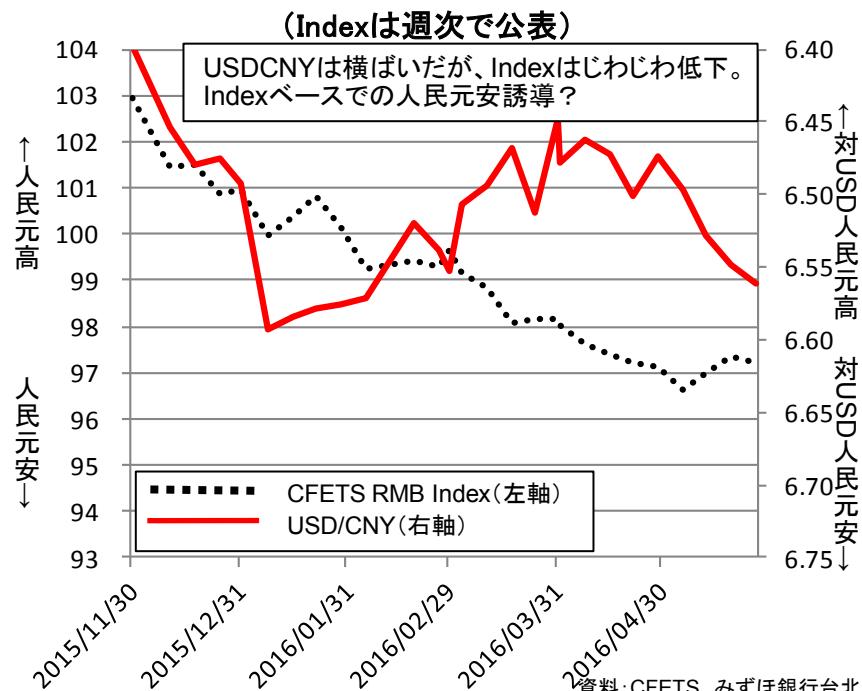
- 2015年12月、中国人民銀行運営の中国外国為替取引システム(CFETS)がCFETS RMB Indexという人民元指数の公表を開始。対米ドル以外の通貨も加味した指数により、人民元の強弱判断を促す狙い。
- また中国人民銀行が日次の取引基準値を決める際、CFETS RMB Indexの動きが加味される。
- そのため、対米ドルでの人民元高が進行したとしても、相対的には人民元安となるような誘導を行う可能性も。(年始からのように、大幅な円高の一方、小幅な人民元高であれば、CFETS RMB Indexは、下落。)但し、Indexを固定させる可能性もあり、実際の運営はまだ不透明。

CFETS RMB Indexの構成通貨と比率

2014年12月31日を100とする。

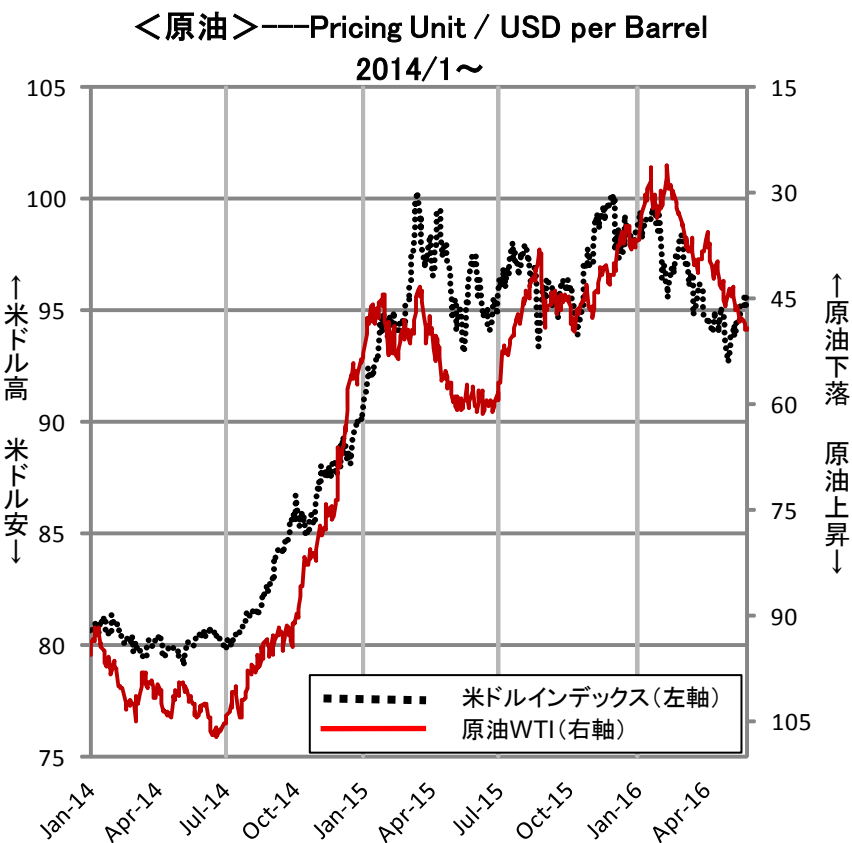
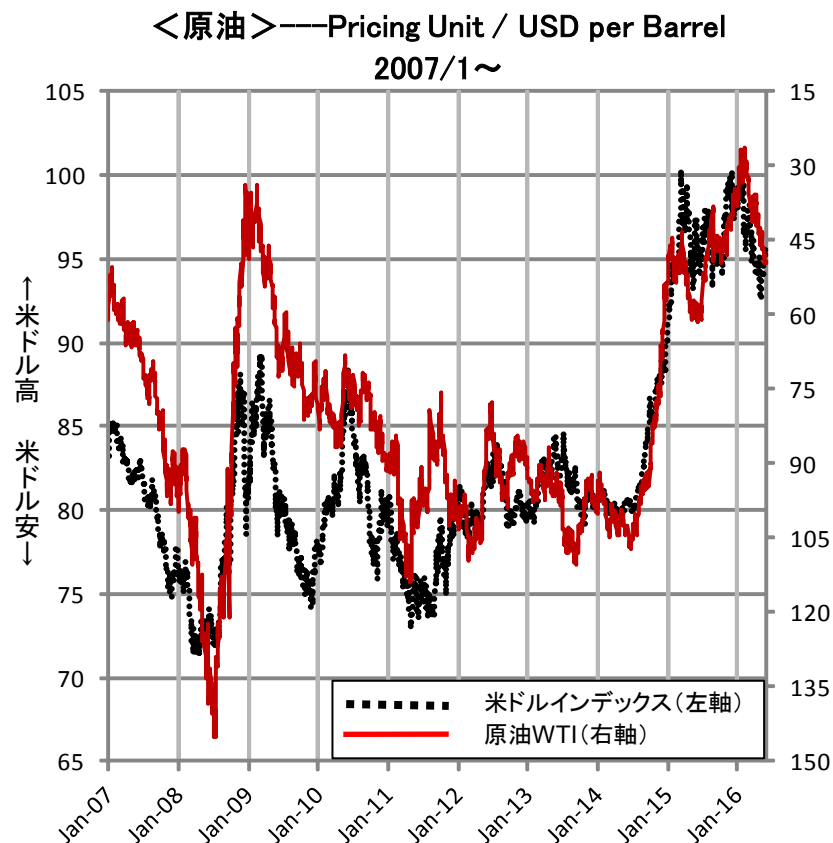
Currency	Ratio
USD/CNY	26.40%
EUR/CNY	21.39%
JPY/CNY	14.68%
HKD/CNY	6.55%
AUD/CNY	6.27%
CNY/MYR	4.67%
CNY/RUB	4.36%
GBP/CNY	3.86%
SGD/CNY	3.82%
CNY/THB	3.33%
CAD/CNY	2.53%
CHF/CNY	1.51%
NZD/CNY	0.65%

CFETS RMB IndexとUSD/CNYの推移



17. 原油：増産凍結なくとも反発？

- OPEC増産凍結期待があるも、結局、増産凍結は合意されず。増産凍結が無いのならば、原油価格は下落するはずだが、年始を底に原油価格は大きく反発。
- 反発の要因は米ドル安。原油価格と米ドルの連動は特に密接だが、その他商品の多くも、米ドル安により、一旦、価格を持ち直している。

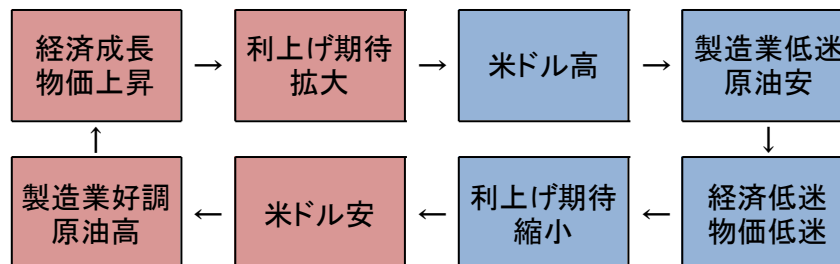


資料：みずほ銀行台北資金室

18. 今後のシナリオ

【基本シナリオ】

- 米ドル高の悪影響を是正する過程にあり、米利上げに踏み切れないまま、米ドル下落が続くことが基本線。消費者物価が伸び悩む限りは、経済成長の継続に懸念無く、慌てて利上げする必要性も無い。米国以外の国に力強さが出てこない、悪循環に陥り、据え置き長期化の恐れも。



- 台湾ドルは、米ドル安に影響を受けながらも、台湾中銀の金融緩和で当面は対抗可能。台湾中銀の利下げは6, 9月連続もありうると想定し、一旦、小幅台湾ドル安、その後、台湾ドル高進行を見込む。
- 日本円は、政府の財政出動と連携した追加緩和を想定。但し、1月のマイナス金利導入時と同様、米ドル安が強まるタイミングや市場が不安定な中では効果が薄れる可能性が高い。イギリス国民投票(6/23)、米利上げ動向を見極め、最短で7月か。

【リスクシナリオ】

- 米利上げ加速が現実性のあるリスクシナリオ。市場の見通しは利上げ打ち止めに傾きすぎており、相当な反応が見込まれる。(米ドル高、台湾ドル安、円安、、、)
- 台湾は兩岸関係、米携帯新商品など、不透明要因が多く、景気低迷深刻化又は脱却のいずれも起こりうる。但し、経済好調となった場合、台湾中銀利下げ停止は台湾ドル高材料となるものの、同時に米利上げ期待も高まる可能性があり、大幅な台湾ドル高は見込まず、台湾だけ不振という展開での大幅台湾ドル安に注意。
- なお、台湾ドルの四半期の最高値と最安値の差も、15年3Qは7%超、16年1Qは5%超となるなど、変動幅も拡大しており、動かない通貨との思い込みは危険。

資料: みずほ銀行台北資金室

19. 各機関予想水準

●今後も台湾ドル安、円安が続くと見ている金融機関が多い。但し、ドル円の見方は分かれている。

USD/TWD	as of	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	方向
Commerzbank	5/30	33.0	33.2	33.5	33.5	↑
ANZ	5/27	33.0	33.5	34.0	34.2	↑
Credit Suisse Group	5/25	33.0	33.7	33.9	34.2	↑
Standard Chartered	5/25	33.0	33.4	33.0	32.8	↓
Barclays	5/20	33.6	34.0	35.0	35.2	↑
Citigroup	5/20	33.0	33.2	33.4	33.5	↑
Nomura Bank	5/18	33.0	33.5	33.7	33.7	↑
Wells Fargo	5/18	32.8	32.8	33.3	33.8	↑
ING financial	5/17	32.5	32.5	32.4	32.3	↓
Rabobank	5/16	32.5	33.2	33.8	34.8	↑
MUFG	5/13	32.2	32.4	32.2	32.0	↓
Westpac Banking	5/13	33.0	33.0	33.8	34.2	↑
Cinkcairz	5/10	33.5	33.5	34.5	34.5	↑
JPMorgan Chase	5/10	32.8	33.5	34.5	34.5	↑
NAB/BNZ	5/9	33.0	33.2	33.5	33.5	↑
Maybank Singapore	5/6	33.4	33.4	33.5	32.8	↓
Morgan Stanley	5/6	32.5	32.7	33.2	34.0	↑
Oversea Chinese Bank	5/5	32.0	32.1	32.6	33.1	↑
Scotia Bank	5/5	33.7	33.9	34.0	33.9	↑
ABN Amro	5/4	32.5	32.8	33.0	32.8	↑
Canadian Imperial Bank	5/2	33.0	33.3	33.5	33.0	↑

USD/TWD	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/予測平均	32.90	33.18	33.54	33.63
最高値	33.70	34.00	35.00	35.20
最低値	32.00	32.10	32.20	32.00

JPY/TWD	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/予測平均	0.3015	0.3030	0.3042	0.3012
最高値	0.3200	0.3421	0.3500	0.3592
最低値	0.2797	0.2783	0.2762	0.2659

USD/JPY	as of	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	方向
Commerzbank	5/30	110.0	115.0	120.0	126.0	↑
ANZ	5/27	105.0	105.0	100.0	100.0	↓
Credit Suisse Group	5/25	108.0	104.0	105.0	105.0	↓
Standard Chartered	5/25	115.0	120.0	117.0	115.0	↑
Barclays	5/20	105.0	100.0	100.0	98.0	↓
Citigroup	5/20	114.0	112.0	111.0	110.0	↓
Nomura Bank	5/18	118.0	120.0	122.0	123.0	↑
Wells Fargo	5/18	109.0	109.0	111.0	112.0	↑
ING financial	5/17	108.0	95.0	100.0	105.0	↓
Rabobank	5/16	109.0	111.0	112.0	113.0	↑
MUFG	5/13	107.0	106.0	105.0	104.0	↓
Westpac Banking	5/13	110.0	112.0	115.0	117.0	↑
Cinkcairz	5/10	110.0	115.0	115.0	120.0	↑
JPMorgan Chase	5/10	109.0	106.0	103.0	102.0	↓
NAB/BNZ	5/9	109.0	110.0	111.0	111.0	↑
Maybank Singapore	5/6	110.0	114.0	116.0	120.0	↑
Morgan Stanley	5/6	103.0	100.0	98.0	102.0	↓
Oversea Chinese Bank	5/5	104.0	106.0	110.0	114.0	↑
Scotia Bank	5/5	112.0	115.0	118.0	120.0	↑
ABN Amro	5/4	105.0	110.0	110.0	110.0	↑
Canadian Imperial Bank	5/2	112.0	115.0	116.0	118.0	↑

USD/JPY	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017
予想平均/予測平均	109.14	109.52	110.24	111.67
最高値	118.00	120.00	122.00	126.00
最低値	103.00	95.00	98.00	98.00

(5/1以降に出された市場予想を抽出。USD/JPYは発表機関が多いため、USD/TWDと同様の発表機関を抽出。)

資料: Bloomberg、みずほ銀行台北資金室

20.予想レンジ

	2016年 7-9月期	10-12月期	2017年 1-3月期	4-6月期
USD/TWD	32.50 ～ 33.50 (33.00)	32.25 ～ 33.25 (32.75)	32.00 ～ 33.00 (32.50)	31.75 ～ 32.75 (32.25)
USD/JPY	106 ～ 114 (108)	103 ～ 111 (106)	100 ～ 108 (104)	98 ～ 106 (102)
JPY/TWD	0.285 ～ 0.316 (0.306)	0.291 ～ 0.323 (0.309)	0.296 ～ 0.330 (0.313)	0.300 ～ 0.334 (0.316)
TWD/JPY	3.164 ～ 3.508 (3.273)	3.098 ～ 3.442 (3.237)	3.030 ～ 3.375 (3.200)	2.992 ～ 3.339 (3.163)
EUR/USD	1.090 ～ 1.160 (1.140)	1.110 ～ 1.180 (1.150)	1.110 ～ 1.180 (1.160)	1.120 ～ 1.200 (1.160)
USD/CNY	6.370 ～ 6.570 (6.470)	6.330 ～ 6.530 (6.430)	6.300 ～ 6.500 (6.400)	6.270 ～ 6.470 (6.370)

※カッコ内は四半期末の水準見通し

資料: みずほ銀行台北資金室

ご留意点

- ◆ 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。
- ◆ 尚、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。
- ◆ 投資や取引に関する最終決定は、お客様ご自身でご判断頂きます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。