

みずほマーケット・トピック(2018年8月9日)

ポンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～

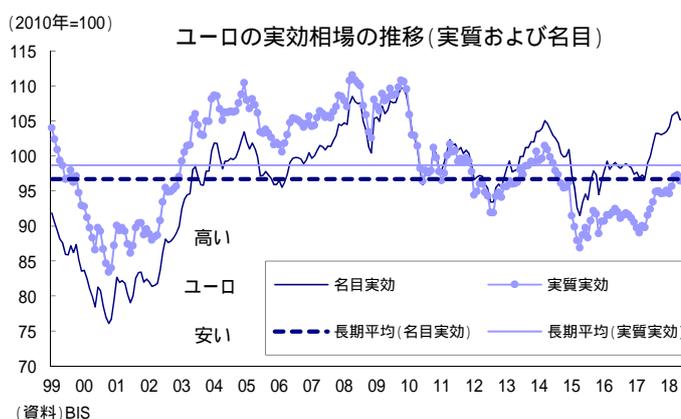
英国の EU 離脱(ブレグジット)交渉を巡る混迷を受けてポンド相場が急落しているが、こうした動きが意外にも堅調さを維持しているユーロ相場の背景にあることは重要である。6月会合で導入された金利ガイダンスを経て、向こう1年間の利上げオプションを放棄した割にはユーロ/ドル相場は落ち着いており、年初来安値(1.1508)は依然割り込んでいない。名目実効相場で見れば、直近7月末時点で2009年12月以来の高水準を維持している。こうした実情は名目実効為替相場の構成通貨シェアと対ユーロでの変化率から概ね把握可能。結論から言えば、確かにユーロは対ドルで値を下げているものの、シェアの大きいポンドや人民元、その他北欧・東欧通貨に対して堅調であるため、実効相場全体では値持ちしているという実情がある。ポンドを筆頭に下値余地が大きそうな通貨が多い状況を踏まえると、ユーロ相場の大崩れは引き続き避けられると予想。こうした事実は本音では通貨の低め誘導を図りたい ECB には頭痛の種か。

～相場の流れを形成する人民元相場の安定～

昨日の為替相場ではポンド相場が急落しており、対ドルでは一時1.2854と1年ぶりの安値をつけている。ここにきて英国の EU 離脱(ブレグジット)に関し、クリフエッジ(崖っぷち)シナリオの現実味を示唆する要人発言が相次いでいることがポンド相場を押し下げている。今月に入ってから3日にはカーニー・イングランド銀行(BOE)総裁が BBC ラジオにおいて「合意できないまま EU から離脱するリスクは、不快なほどに高い」と述べ、フォックス国際貿易相は5日付の英紙サンデー・タイムズにおいて「合意が成立しないまま、英国が離脱する確率が60%」と相次いで述べている。また、昨日はブルームバーグが、EUとの交渉内容の是非に関し再び国民投票が実施される可能性(より正確には9月党大会で議論される可能性)を報じている。テールリスクと思われたクリフエッジの可能性が高まっていることは間違いなく、ポンド売りの流れは簡単に止まりそうにない。

～意外に堅調なユーロ相場～

こうしたポンド相場の状況はユーロ相場を考える上でも重要である。最近、足許のユーロ相場の堅調について照会を受けることがある。端的には「何故、堅調なのか」と疑義を覚える向きは一定数、存在する模様である。確かに、ドル全面高が続き、6月14日の政策理事会から挿入された新たな金利ガイダンス「We continue to expect them to remain at their present



levels at least through the summer of 2019」によって、向こう1年間の利上げオプションを放棄した割にはユーロ/ドル相場は落ち着いており、会合の1週間後(6月21日)につけた年初来安値(1.1508)は依然割り込んでいない。また、実効相場に関しても堅調が維持されており、実質ベースでは回帰が期待される長期平均に対して2%程度の乖離にとどまっている。また、国際決済銀行(BIS)は名目ベースに限っては直近7月末時点までの実効相場を日次で公表しているが(前頁の図表ではそこまで伸ばしている)、その水準は2009年12月以来の高水準にある。タカ派期待をけん制するために挿入されたであろう金利に係るフォワードガイダンスは、少なくともユーロ相場の押し下げにはあまり効いていないのが現状である。

～ユーロ名目実効相場の要因分析～

ユーロの実効相場が堅調な理由は構成通貨シェアと対ユーロでの構成通貨変化率から概ね把握できる。ユーロの実効相場で大きなシェアを占めるのはドル(13.2%)、ポンド(9.9%)、人民元(5.8%)、円(5.2%)であり、それ以外では北欧や東欧も無視できないシェアを占める(右表)。周知の通り、対ドルでのユーロ相場は年初来で軟化しており、具体的には7月末までに0.4%ポイントほどユーロの名目実効相場を押し下げる役割を果たしている。だが一方、対人民元および対ポンドでのユーロは年初来から7月末までの間に上昇しているため、これらの通貨はユーロの名目実効相場にとって殆ど影響がないもしくは押し上げ要因である。

2018年1月～7月のユーロの名目実効為替相場(NEER)

国名	シェア	18年1～7月の ドル vs. 各通貨 (%)	寄与度(%pts)
米国	13.2	2.7	-0.4
英国	9.9	-0.3	0.0
中国	5.8	-2.0	0.1
日本	5.2	3.5	-0.2
ポーランド	5.0	-2.2	0.1
スウェーデン	3.5	-4.4	0.2
ロシア	3.4	-5.4	0.2
トルコ	3.0	-20.6	0.6
韓国	2.8	-1.7	0.0
その他(残差)	48.2	-	2.4
18年1月～7月 のユーロNEER	-	3.1	3.1

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は17年12月29日～18年7月31日

なお、「殆ど影響がない」というのは7月末時点で計測した場合であって、一連の急落を経て本日(8月9日)時点のユーロ相場は対ポンドで年初来+1.4%である。これを前提に寄与度を計算すると人民元と同じ+0.1%ポイントの名目実効相場押し上げ要因となる。そのほかトルコリラやロシア、スウェーデン、ポーランドといった国が対ユーロで比較的まとまった幅で下落しており、これが名目実効相場を押し上げているという事実も無視できない。為替市場ではドル高ばかりが注目を浴びやすいが、ユーロは対ドル以外では堅調ゆえ、実効相場で大崩れしていないという実情がある。

～ドル高でもユーロ高にはなる～

こうした要因分析はユーロ相場の今後を見据える上でも重要である。先般、元安抑制に踏み切った中国はまだしも、冒頭見たように、ブレグジット交渉を巡る不透明感はかつてないほど強まっており、ポンド相場のダウンサイドリスクは極めて大きそうである。かかる状況下でいくらBOEが国内経済の堅調を強弁し、正常化プロセスを進めたところでポンド買いという話にはならないだろう。8月2日の金融政策委員会(MPC)における利上げ後に急落したポンド相場はその証左と考えられる。図表に示したようにポンドがユーロの実効相場に占める割合の大きさを踏まえれば、ブレグジット交

渉の難航は基本的にはユーロ買い要因と整理するのが一義的には正しいように思われる。

また、人民元についても急激な資本流出を伴わない穏当な通貨安ならば中国人民銀行(PBoC)も許容し得るという考え方もあり、その場合は人民元売りがユーロの実効相場を支える可能性もある。さらに言えば年初来からユーロの実効相場を押し上げてきたトルコも依然、混乱収束の芽が見えない状況にある。トルコリラ急落を通じてユーロ堅調ということは今後も考えられる経路である。

年初来のドル高地合いからすればユーロ相場の堅調は意外に感じるかもしれないが、ドル以外でユーロにとって重要な(実効相場上のシェアが大きい)通貨が大幅に値を下げれば、ドル高とユーロ高の両立はあり得る。FRBとECBの関係だけに目を奪われているとユーロ/ドルの堅調を理解出来ない現状の地合いがまさにそのような状況ではないか。こうした事実は本音では通貨の低め誘導を図りたいECBにとっては頭の痛いものかもしれない。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhoobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか?
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方~市場の本音は「理解に苦しむ」~)
2018年8月2日	FOMCを終えて~蕭々とオーバーキルを予想~
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて~いつまでもチャンスは無い~
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検~いよいよ「伝家の宝刀」?~
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて~金利ガイダンスの正しい読み方~)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時~「保険の売り」は慢心の表れ~)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」~金利・物価情勢は支持せず~
2018年7月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月13日	貿易戦争懸念と為替市場の現状~一部市場に異変も~
2018年7月12日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」~米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中~)
2018年7月10日	ドイツ住宅市場の現状と展望~見過ごされる「バブルの芽」~
2018年7月9日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス~論点整理~
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける陰険~「訓練の秋」~
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機~債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方~「返り血」は避けたい米国~
2018年7月2日	2018年上半期を終えて~予測の王道は変わらず~
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検~再び先鋭化した保護主義~
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相~EU離脱法案の成立~
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告~米国とイタリアの挟撃~
2018年6月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月15日	改めて整理する「中立金利との距離感」~分水嶺~
2018年6月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて~「APPIはタカ派」,「利上げはハト派」の折衷案~)
2018年6月13日	FOMCを終えて~「後ろめたさ」を抱きつつの運営に~
2018年6月12日	米朝首脳会談~市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」~
2018年6月11日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月8日	FOMCプレビュー~テーマは「中立金利との距離感」~
2018年6月7日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について~成長を望むなら~)
2018年6月6日	主要な景気先行指標の現状~世界経済の失速は露わに~
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー~イタリア危機を越えて~
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか?~このままでは済まず~
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか~イタリア発スペイン經由南米行き?~)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況~安全通貨「円」の本領~
2018年5月29日	続:イタリア政局の現状と展望~ECBが被る誤算~
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望~論点整理~
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
2018年5月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月18日	上がらない米インフレ期待から何を讀むべきか?
2018年5月17日	週末版(続:米金利上昇の余波を受ける新興国について~金融市場は「我慢比べ」の段階に~)
2018年5月16日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月15日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月14日	APPの総括と今後の展望~仏中銀総裁講演を受けて~
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」~家計・企業・海外~
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検~通商政策リスクは顕在~
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合~市場は「誤解」してきたのか?~
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて~利上げはユーロ高との戦いに~)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー~微修正の決断はまだ先~
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー~重要決定前の露払い~
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション~短期目線に振られるべからず~
2018年4月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月18日	週末版(日米首脳会談を終えて~「古くて新しい問題」とライトハイザー対策~)
2018年4月17日	IMF世界経済見通しを受けて~強まった警戒色~
2018年4月16日	日米首脳会談プレビュー~見るべきポイント~
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方~論点の整理~
2018年4月13日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて~明確なユーロ高懸念~)
2018年4月12日	続:残業代規制の影響~閣議決定を受けて~
2018年4月11日	ユーロ/ドル相場の値動き分析~金利差の観点から~
2018年4月10日	為替政策報告書プレビュー~中長期的に咀嚼すべき~
2018年4月9日	円相場の基礎的需給環境~米金利上昇に頼れず~
2018年4月6日	週末版(保護主義とドル安の関係性~日本に求められる交渉戦略~)
2018年4月5日	ドイツに非はないのか~貿易戦争で考える立ち位置~
2018年4月4日	想定為替レートと実勢相場の関係について
2018年4月3日	クラウドファンディング・アウトとLIBOR-OISスプレッド~新たな懸念~
2018年4月2日	外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)~第二次多様化~
2018年3月30日	週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか~3つの注意点~)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検~安直な円安予想の終わり~
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて~名実共に「引き締め」局面へ~)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?~関係筋発言を受けて~
2018年3月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月15日	週末版(実質実効為替相場で見ると各国通貨の現状~「気まずい」円、の立ち位置~)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて~ポスト・メルケル時代~
2018年3月13日	ドイツバブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて~現状追認とポスト・ドラギの胎動~)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし~標的になりやすい円~