

みずほマーケット・トピック(2018 年 9 月 4 日)

主要通貨で「膠着」が続く理由～皺寄せは新興国に～

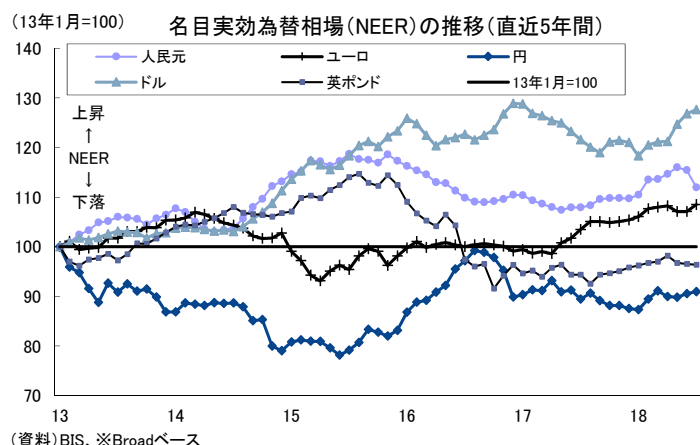
主要通貨の名目実効為替相場(NEER)の動きを見るとドル相場は全面安となり相応の調整が進んだ昨年の調整分を今年に入って全て取り戻してしまったことが分かる。ドル相場が調整(下落)しない理由は米国への資本流入が旺盛であるという事実尽きるが、こうした資本流入の出所が新興国となっているのが現状であり、その煽りを最も派手に食らっているのがトルコやアルゼンチンという整理。FRB の正常化プロセスが続く以上、今後「相対的にリスクの高い資産市場」からは資金が抜けるしかない。この点、「相対的にリスクの高い資産市場」の対象としてユーロ相場や円相場は入っていない。だからこそ、NEER で見たユーロ相場や円相場は上昇しているのである。こうした状況が最近、為替市場で膠着が騒がれる理由の1つである。多くの市場参加者が注目する「先進国 vs. 先進国」の通貨ペアでは方向感が出ない一方、「先進国 vs. 新興国」の通貨ペアでは偏った取引が続けられている。新興国通貨に売りが集中することで、先進国通貨同士の強弱関係が定まりにくくなっている市場環境があると思われる。

～不安の解消には至っておらず～

昨日の為替市場では新興国通貨に絡んで比較的大きなニュースが見られた。注目を集めているトルコリラに関しては、トルコ中央銀行が来週13日の政策決定会合で「金融政策スタンスを調整する」との声明を出した。この点については本欄でも繰り返し論じてきた通りだが、結局、いくら意地を張ったところで通貨急落に対する手段はいくつもあるわけではない。最も根本的な手段として利上げ、市場心理安定のためにIMF支援要請、対米緊張緩和のためには牧師の解放などが期待されていたが、通貨危機は「まず利上げをした上で次に何ができるか」を考えることが多い。今回の声明は利上げを示唆したものと考えられるが、声明によりトルコリラが急騰するような動きは見られていない。事の発端が対米関係のこじれにある中、不安の解消には至らないということなのだろう。

～昨年の調整を取り戻したドル相場～

新興国から資金が流出する展開はそれがショックに発展するかどうかは脇において-避けがたいものがある。図は主要通貨の名目実効為替相場(NEER)の動きを見たものだが、昨年こそドル相場が全面安となり相応の調整が進んだものの、今年に入りその調整分は全て取り戻してしまった。通貨別に見れば、対ドルで年初来の上昇を実現しているのは円とメ



キシコペソだけであり、そのほかの通貨は基本的に全て下落している。ドル相場が調整(下落)しない理由は米国への資本流入が旺盛であるという事実に至るが、こうした資本流入の出所が新興国となっているのが現状であり、その煽りを最も派手に食らっているのがトルコやアルゼンチンという整理になる。両国ほど危うい新興国は少ないにしても、世界の資本コストであるFF金利が引き上げられ、バランスシート縮小も始まっている以上、今後「相対的にリスクの高い資産市場」からは資金が抜けるしかない。それが新興国市場や社債市場なのであり、例えば後者について言えばクレジットスプレッドの拡大は年初から米国でも始まっている。

～新興国通貨を忌避する構図が鮮明～

この際、「相対的にリスクの高い資産市場」としてユーロや円といった主要通貨は対象になっていないことも注目したい。前頁図に見られるように、年初来でドル相場が独歩高だが、かといってユーロ相場や円相場が下落しているわけではない。例えば、ユーロ相場は確かに対ドルで年初来▲3%下落したが(7月27日時点)、NEERはむしろ上昇した。なぜか。もちろん、「対ドルでのユーロ売り」を超える「対他通貨でのユーロ買い」のインパクトが勝ったからである。右表はユーロのNEERについてその寄与度を通貨別に要因分解したものだが、確かに最大のシェアを占めるドル(米国)に対してユーロは下落しているの、ここに限れば▲0.4%ポイントのNEER押し下げが確認できる。だが一方、トルコや東欧通貨などに対してユーロは大きく上昇したためNEER全体で見れば上昇という結果に落ち着いている。とりわけ対トルコリラの上昇だけで対ドルでの下落を補って余りある状況であり、「新興国からの資本流出によって主要通貨が支えられた」という典型的な構図に仕上がっていると言える。経常黒字を大きく抱える一部のアジア通貨など例外もあるが、現在の為替市場は新興国通貨を忌避し、先進国通貨にシフトする傾向がはっきり出ているように見受けられる。

2018年1月～7月のユーロの名目実効為替相場(NEER)

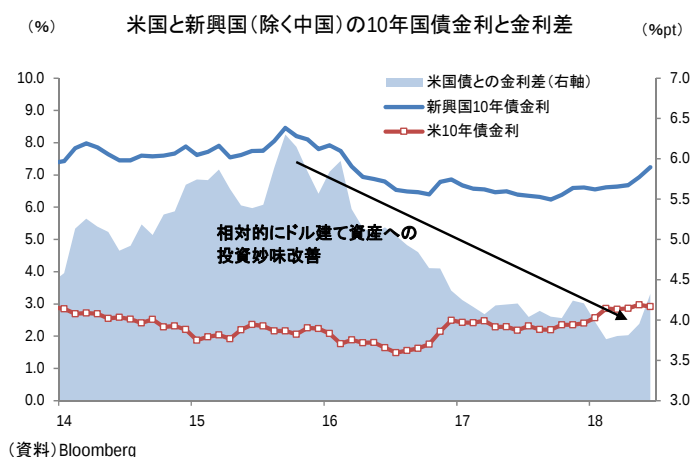
国名	シェア	18年1～7月の ドル vs. 各通貨 (%)	寄与度(%pts)
米国	13.2	3.0	-0.4
英国	9.9	-0.1	0.0
中国	5.8	-1.7	0.1
日本	5.2	4.5	-0.2
ポーランド	5.0	-2.4	0.1
スウェーデン	3.5	-4.7	0.2
ロシア	3.4	-5.5	0.2
トルコ	3.0	-19.4	0.6
韓国	2.8	-1.4	0.0
ハンガリー	2.3	-3.6	0.1
インド	2.3	-4.2	0.1
その他(残差)	43.7	-	2.2
18年1月～7月 のユーロNEER	-	3.0	3.0

(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27日

～為替市場で「膠着」が騒がれる理由～

また、こうした状況が最近、為替市場で膠着が騒がれる理由の1つなのだろう。多くの市場参加者が注目する「先進国 vs. 先進国」の通貨ペアでは方向感が出ない一方、「先進国 vs. 新興国」の通貨ペアでは偏った取引が続けられている。新興国通貨に売りが集中することで、先進国通貨同士の強弱関係が定まりにくくなっている市



場環境があると推測される。

もちろん、米経済が低インフレ・高成長というゴルディロックス状態を続けているのでボラティリティが上がらないという本質的な部分もあるだろう。だが、ドル/円やユーロ/ドルといったメジャーペアよりも、「新興国の苦境」の方がどうしても耳目を浴びやすい環境になっているのは事実である。そして「新興国の苦境」は FRB が利上げを続け、米国と新興国の金利差が詰まる限りにおいて継続する可能性が高い。事実、両者の金利差が縮小傾向にあるのだから新興国からの資金流出自体は理屈に沿ったものでもある(前頁図・下)。

～現状は 2006 年や 2007 年前半に似ている？～

問題はこの状況を横目に FRB がいつまで正常化プロセスを続けられるかだろう。米国内のインフレ圧力が看過できないほど大きなものであれば海外経済環境に配慮することなく正常化プロセスを続けることになる。だが、現実にはそれほど差し迫った状況にもない。FRB の政策運営が方向転換する契機としては米実体経済の失速を予想するのが筋と考えられるが、このままいけば新興国市場の混乱となるかもしれない。主要通貨ペアに方向感が出るのは FRB の政策運営が方向転換する時と考えられ、具体的には「次の一手」が利上げではないという状況になった時になる、というのが筆者の基本認識である。これまでは米国内外の経済情勢が米金利上昇に踏ん張りを見せてきたがゆえに大きな混乱が発生していないが、既に一部の市場がこれに耐えられなくなってきたように見受けられる。現在の状況は「大いなる安定」が称賛され、その後の苛烈な調整局面へ入っていく 2006 年から 2007 年前半のような状況に似ている印象を受ける。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安・トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場基礎的需給環境
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～肅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～
	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17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13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12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10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9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
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	まと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～
	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19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13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12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8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7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
	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21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18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17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16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15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～短期目線に振らされるべからず～
	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20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18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17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～