

みずほマーケット・トピック(2019年7月19日)

週末版

内容 1. 為替相場の動向

2. 来週の注目材料

3. 本日のトピック: 実質実効為替相場の現状と展望 ~ 「ドルは過大評価」との IMF 評価を受けて ~

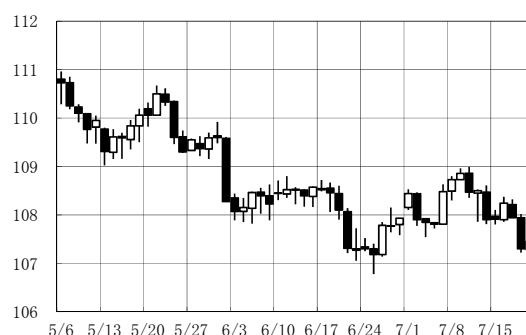
1. 為替相場の動向(関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は週後半に下落する展開。週初 15 日、107 円台後半でオープンしたドル/円は、東京市場休場となる中、中国 4~6 月期 GDP や 6 月鉱工業生産の良好な結果を好感すると 108 円台前半まで上昇したが、その後は軟調な株値の値動きに 107 円台後半まで押し戻された。16 日は、米 6 月小売売上高の市場予想を上回る結果を受けて、ドル/円は 108 円台前半まで上昇。その後米金利が上昇する展開に、ドル/円は一時週高値となる 108.37 円まで値を上げた。17 日にかけてもドル買い優勢地合いが継続するも特段材料難な中、ドル/円は 108 円台前半でレンジ狭く推移。その後、米 6 月住宅着工件数や建設許可件数が共に予想を下回ったことなどからドル/円は 108 円台近辺まで下落した。18 日も前日の流れを引き継ぎドル売り優勢の中、日経平均株値の下落も相俟って、ドル/円は 107 円台後半まで下落。その後、クラリダ FRB 副議長やウィリアムズ NY 連銀総裁のハト派的な発言等を背景に米金利が低下すると、ドル/円は一時週安値となる 107.21 円まで値を下げた。本日のドル/円は、107 円台前半で上値重い推移が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は往って来いの展開。週初 15 日に 1.12 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、材料に乏しい中、一時週高値となる 1.1284 をつけるも、その後はユーロ/円の下落に 1.12 台半ばまで連れ安に。16 日は、独 7 月 ZEW 景況感指数が市場予想以上に悪化したことや、良好な米 6 月小売売上高の結果を受けたドル買いも相俟って、ユーロ/ドルは 1.12 台近辺まで下落した。翌 17 日にかけてユーロ/ドルは一時週安値となる 1.1200 まで値を下げたが、ユーロ圏 6 月消費者物価指数の市場予想を上回る結果や調整のドル売りに 1.12 台前半まで上昇した。18 日は、ECB がインフレ目標の改定を検討との報道に 1.12 近辺まで下落したが、クラリダ副議長やウィリアムズ総裁のハト派的な発言等を背景に一気にドル売りが持ち込まれると、ユーロ/ドルは 1.12 台後半まで急伸。本日のユーロ/ドルもこの流れを汲み 1.12 台後半で底堅く推移している。

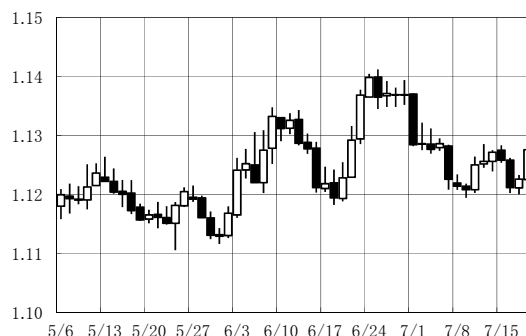
今週のおもな金融市場動向(出所: ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		7/12(Fri)	7/15(Mon)	7/16(Tue)	7/17(Wed)	7/18(Thu)	
ドル/円	東京9:00	108.61	107.84	107.91	108.20	107.94	
	High	108.61	108.11	108.37	108.33	108.01	
	Low	107.81	107.80	107.83	107.94	107.21	
	NY 17:00	107.90	107.91	108.24	107.94	107.30	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1249	1.1271	1.1261	1.1212	1.1227	
	High	1.1275	1.1284	1.1263	1.1234	1.1280	
	Low	1.1239	1.1252	1.1202	1.1200	1.1205	
	NY 17:00	1.1272	1.1258	1.1212	1.1226	1.1276	
ユーロ/円	東京9:00	122.18	121.57	121.50	121.31	121.18	
	High	122.23	121.84	121.67	121.47	121.24	
	Low	121.53	121.43	121.10	121.18	120.78	
	NY 17:00	121.58	121.47	121.43	121.18	121.00	
日経平均株値		21,685.90	-	21,535.25	21,469.18	21,046.24	
TOPIX		1,576.31	-	1,568.74	1,567.41	1,534.27	
NYダウ工業株30種平均		27,332.03	27,359.16	27,335.63	27,219.85	27,222.97	
NASDAQ		8,244.14	8,258.19	8,222.80	8,185.21	8,207.24	
日本10年債		-0.12%	-	-0.12%	-0.14%	-0.13%	
米国10年債		2.12%	2.09%	2.10%	2.04%	2.02%	
原油価格(WTI)		60.21	59.58	57.62	56.78	55.30	
金(NY)		1,412.20	1,413.50	1,411.20	1,423.30	1,428.10	

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- ・ 米国では、24 日(水)に7月製造業 PMI(速報値)が公表される。昨年以降、製造業 PMI の低下が続いてきたが、5 月と6 月はそれぞれ 50.5 と 50.6 となり、改善と悪化の節目となる 50 を上回る水準で持ち堪えてきた。7 月は米中協議の再開決定を受けて、追加関税率引き上げやエンティティリスト指定企業の拡大といった非関税措置等に対する企業の懸念がやや和らいだ可能性がある。また、金融政策が緩和方向に転じることで景気が下支えされるとの期待感が高まっていることも企業マインドには追い風だろう。6 月 18～19 日に開催された FOMC では、FF 金利誘導目標が 2.25～2.50%に据え置かれる一方、声明文には注目すべき修正が加えられた。利上げに「忍耐強く(patient)」あるとの文言が削除され、代わりに「適切に行動する(act as appropriate)」との文言を加わった。「見通しに対する不透明感が高まった(uncertainties about this outlook have increased)」との記載も加わり、利下げの露払いが行われたといえる。FOMC 参加者の政策金利見通し(いわゆるドットチャート)によれば、年末までに 25bps か 50bps の利下げを見込むメンバーが 17 名中 8 名に達している。3 月時点では 17 名中 6 名が利上げ(25bps が 4 名、50bps は 2 名)、11 名が現状維持を想定していたことを考慮すると大きな変化である。議事要旨(7 月 10 日公表)やパウエル議長の半期議会証言(7 月 10～11 日開催)も踏まえて、利下げは近いというのがコンセンサスだろう。実際、7 月 NY 連銀製造業景気指数や7月フィラデルフィア連銀景況指数が、いずれも事前予想を上回る水準に改善した。7 月製造業 PMI については前月から改善の動きが予想される。金融政策関連では、今晚にブラード・セントルイス連銀総裁が金融システムのテクノロジーと将来について講演する予定。また、ローゼングレン・ボストン連銀総裁が中央銀行の独立性を巡るパネル・ディスカッションに参加する予定となっている。その後、20 日(土)からブラック・アウト期間に入る。
- ・ 欧州では 25 日(木)に ECB 政策理事会が開催される。6 月 6 日開催の前回会合では、政策金利である主要リファイナンスオペ(MRO)金利を 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持とした。他方、フォワードガイダンスについては 2020 年前半における金利据え置きを示唆する表現に修正された(3 月時点では 2019 年末までであった)。また、ドラギ ECB 総裁によれば、会合では①不透明感の高まりと長期化が認められること、②リスクのより詳細な分析を進める必要があること、③不測の事態に向けて行動する準備(the readiness to act in case of adverse contingencies)があること、が議論されたという。③については、具体的にさらなる利下げ(further rate cuts)、資産購入プログラムの再稼働(the possibility of restarting the asset purchase programme)、フォワードガイダンスのさらなる延伸(further extensions in the forward guidance)が言及されており、「次の一手」としての緩和を一段と仄めかす格好となった。FRB に先んじて追加緩和に動く可能性は限定的とみられるものの、今回の会合においても、「次なる緩和への布石」と読める動きが新たに見出せるかが注目される。

	本 邦	海 外
7 月 19 日(金)	・6 月全国 CPI ・5 月全産業活動指数	・米 7 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)
22 日(月)	-----	・米 7 月シカゴ連銀全米活動指数
23 日(火)	-----	・米 5 月 FHFA 住宅価格指数 ・米 7 月リッチモンド連銀製造業指数 ・米 6 月中古住宅販売件数
24 日(水)	・7 月製造業 PMI(速報) ・5 月景気先行指数(確報)	・独 7 月製造業 PMI(速報) ・ユーロ圏 7 月製造業 PMI(速報) ・米 7 月製造業 PMI(速報) 米 6 月新築住宅販売件数
25 日(木)	-----	・独 7 月 IFO 企業景況感指数 ・ECB 政策理事会 ・米 6 月耐久財受注(速報)
26 日(金)	・7 月東京都都区部 CPI	・ユーロ圏 6 月 CPI(速報) ・米 4～6 月期 GDP(速報)

【当面の主要行事日程(2019 年 7 月～)】

日銀金融政策決定会合(7 月 29～30 日、9 月 18～19 日、10 月 30～31 日)

米 FOMC(7 月 30～31 日、9 月 17～18 日、10 月 29～30 日)

IMF 世界経済見通し改訂版(7 月 23 日)

G7 サミット(8 月 24～26 日、仏ビアリッツ)

ECB 政策理事会(9 月 12 日、10 月 24 日、12 月 12 日)

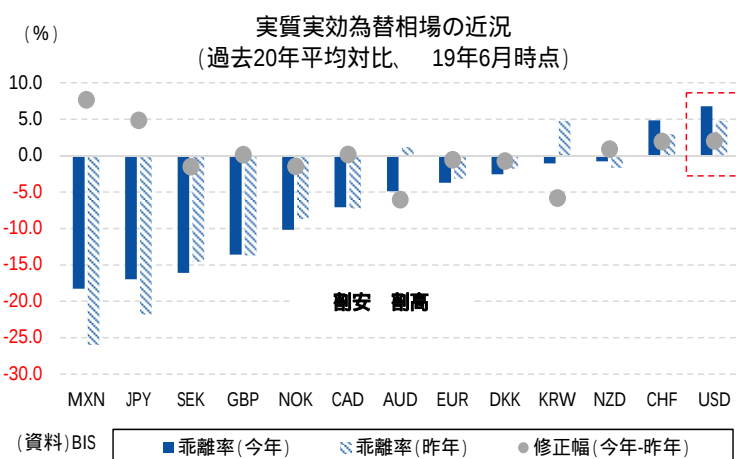
3. 実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」との IMF 評価を受けて～

ドルは「6～12%」の過大評価

為替市場ではウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁による「災いが広がるのを待つよりも、予防的な手段を取った方が良い」との発言や米海軍がホルムズ海峡においてイラン無人機を撃墜したとの報道からリスク回避ムードが強まり、ドル/円相場が下げ足を速めている。7月の米利下げは既定路線だが、こうした日々のニュースに応じ利下げ幅が25bpsか50bpsかで期待が揺らいでいる状況である。地政学リスクを受けた円買いは程なく退潮となりそうな一方、果たして市場が7月ワンショットの利下げでFRBを緩和局面から解放するかどうかは定かではない。ドル/円相場のダウンサイドは引き続き大きいと見たい。

なお、為替相場の水準感については昨

日、IMFが公表した『2019 External Sector Report (ESR: 対外部門の安定性に関する報告書)』が興味深い。IMFは国際収支の不均衡やこれに伴う為替市場の不安定など、対外経済部門の不均衡をテーマとする定量的な評価を行っているが、この成果を年1回、ESRとしてまとめている。ESRを通じて対外不均衡の存在を特定した上で早期にリスク要因を洗い出し、政策措置の助言などに繋げる意



図がある。この中で為替水準については各種アプローチを通じて当該通貨の過大ないし過小評価を提示しているが、ドル相場については「2018年平均の実質実効為替相場(REER)で見た場合、ドル相場は6～12%の過大評価である(the 2018 average REER to be somewhat overvalued, in the 6 to 12 percent range)」との評価が示されている。6～12%のレンジ、すなわち中央値では9%程度の過大評価という話になる。ちなみに、この過大評価は複数のアプローチを勘案した場合の話であり、厳密にはアプローチごとに評価は異なる。例えばThe EBA REER index modelでは8%、the EBA REER level modelでは11.9%、the External Sustainability Approachでは10.3%と幅がある。なお、単純にREERの過去20年平均と比較した場合でもドルは6月時点で7%程度の過大評価となる(図)。いずれにせよ「ドルが買われ過ぎている」というイメージは各種アプローチから共有される事実と言って良い。

では、円やユーロは妥当なのか？

一方、同じく2018年平均のREERについて中央値で議論した場合、円は▲1.5%、ユーロは▲3%の過小評価とされている。ESRの定量分析では「±5%の乖離であれば概ねファンダメンタルズに沿っている」という整理になるため、円やユーロについては不均衡がないという解釈になる。

だが、話はそう単純ではない。円について言えば、「REERに影響する日本の特殊要因(Japan-specific factors that affect the REER)である日米金利差やポートフォリオバランス効果、円に対する一時的な短期筋のポジションなどを踏まえた結果」とされており、The EBA REER index modelやthe EBA Level modelsに準拠すれば、「ファンダメンタルズおよび望ましい政策に概ね沿っている水準」と照らし

て▲17～▲22%の過小評価だとされている。IMFの標準的なアプローチでは過小評価となっていることは覚えておいても良いだろう。ちなみに前頁図にある通り、単純に円のREERに関し過去20年平均と比較した場合は今年6月時点で▲17%である。これは主要通貨ではメキシコペソの次に過小評価である。

さらにユーロも難しい事情を含む。あくまで域内全体としては均衡が取れているとしても、加盟国にわたって広がる「大きな異質性 (a large degree of heterogeneity)」を踏まえた議論についても注記されている。具体的にはユーロのREERはドイツにとっては▲8～▲18%の過小評価、小さな加盟国にとっては0～+10%の過大評価となっていると明記されている。この点、域内において純債務国(代表的には南欧諸国)は対外競争力を改善する努力が、純債権国(代表的にはドイツ)は内需を刺激する政策が必要とあり、ユーロそれ自体の公正評価をもって域内経済に問題がないわけではないとの思惑が見受けられる。この点、今週の本欄¹でも論じたように、欧米貿易摩擦の火種が燦々していると考えざるを得ない。

現実的ではない米国のドル売り為替介入

なお、先週以来、米国によるドル売り為替介入の可能性を指摘するレポートや報道が話題になっているようだが、ドル高を指摘する今回のIMF報告書はそうした観測の追い風になるものにも思える。だが、少なくとも 為替政策報告書で「監視リスト」対象国を批判する論拠を失うこと、ECBを筆頭に各国から報復介入の恐れがあることという2つの理由からその可能性は現実的ではあるまい。

このうち、やはり は大きいと思われる。周知の通り、米財務省が運用する「監視リスト」掲載条件の1つが「一方的かつ継続的な外貨買い為替介入を行い、それがGDPの2%以上かつ過去12か月のうち6か月間で実施されていること」である。しかも、今年5月に出たばかりの報告書で「8か月間」が「6か月間」に短縮され、より厳格化したばかりだ。「一方的かつ継続的」でなく威嚇射撃のようにワンショットで介入に踏み込んでくる可能性もゼロとは言えないが、他国の通貨・金融政策にまつわる不公正を叱責している米国が最大の禁忌である為替介入合戦の口火を切るだろうか。そのような決断に出れば米中貿易交渉でも米国の立場はきまりが悪いものになってしまうだろう。ちなみに、米国がドル売り為替介入に踏み込む場合は米財務省の管轄する為替安定化基金(ESF: Exchange Stabilization Fund)が運用されると思惑が強いが、昨日はムニューシ米財務長官が既存の運用方針を巡って変更はない(通貨安誘導に使うつもりではなく市場変動の抑制に使用する)とわざわざ認識を示している。

また、 についても言うまでもないだろう。ユーロを例に取れば、ドイツ以外の多くの加盟国がユーロの割高感を訴えている現状がある。米国が介入に踏み切れば、ECBも同様の政策措置を取るようにEU首脳会議やユーロ圏財務相会合(ユーログループ)が圧力を強め始めることが目に見えている。ドルが過大評価であると思われるものの、その修正は為替介入ではなく金融政策のハト派傾斜によって順当に進んでいくと考えるべきである。

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。

¹ 本欄 2019 年 7 月 19 日号『欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方』をご参照下さい。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追い込まれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～令和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば・・・)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フワードルッキング」な政策運営
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版