

みずほマーケット・トピック(2019年11月25日)

名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場

動意がないのはドル/円だけではない。先週20日には国際決済銀行(BIS)から10月末時点の名目実効為替相場(NEER)が公表されているが、ドルのNEERは年初来で+0.7%と殆ど動いていない。構成通貨別に分析を進めてみると、「人民元、ユーロ、韓国ウォン」で+1.2%ポイントのドル高圧力、「メキシコペソ、カナダドル、日本円」で▲0.8%ポイントのドル安圧力が生じている。両者が打ち消し合った結果として方向感のはっきりしないドル相場になった実情が見て取れる。1年間で米10年金利の水準が半分以下となってもドル売りがさほど進まなかった背景には「政治的なノイズから敬遠された通貨(人民元、韓国ウォン)」が影響を持ったほか、「ファンダメンタルズや金利水準から敬遠された通貨(ユーロ)」も影響を持ったというのがラフな整理になる。

～ドル相場も動かず、NEERの中身を探る～

相変わらずドル/円相場は動意を欠く地合いが続いている。しかし、動意を失っているのは対円でのドル相場だけではなく、ドル相場そのものが方向感を見出せていないという見方もある。先週20日には国際決済銀行(BIS)から10月末時点の名目実効為替相場(NEER)場が公表されているが、ドルのNEERは年初来で+0.7%と殆ど動いていない。ユーロ/ドルが年初の1.15超から1.10を割り込んだり、ドル/人民元が遂に7.0の節目を突破したりするなど、ドルの強さが目立つ動きも確かに見られたのだが、一方でこれを打ち消すだけの対他通貨での動きもあり、結局は「方向感見出せず」という結果に収束したのが実情である。表に示されるように、確かにドルのNEERにおいて大きなシェアを占める中国

(人民元、23.3%)とユーロ圏(ユーロ、17.0%)は▲2～▲3%、対ドルで下落しており、この2通貨だけでドルのNEERを+1.0%ポイント押し上げている。しかし、この2通貨に続くメキシコ(メキシコペソ、13.3%)やカナダ(カナダドル、11.7%)は対ドルではっきり上昇しており、この2通貨で▲0.7%ポイント押し下げている。ちなみにこれに次ぐシェアを占める日本(円、7.1%)は+1.5%上昇で▲0.1%ポイントの押し下げ、その次のシェアを占める韓国(韓国ウォン、3.8%)は▲4.1%で+0.2%ポイントの押し上げに寄与している。まとめると「人民元、ユーロ、韓国ウォン」で+1.2%ポイントのドル高圧力、「メキシコペソ、カナダドル、日本円」で▲0.8%ポイントのドル安圧力が生じている。両者が

19年1月～10月のドルのNEER変化率と寄与度

国名	シェア (%)	19年1～10月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	-2.3	0.5
ユーロ圏	17.0	-2.8	0.5
メキシコ	13.3	2.2	-0.3
カナダ	11.7	3.6	-0.4
日本	7.1	1.5	-0.1
韓国	3.8	-4.1	0.2
台湾	2.2	0.9	-0.0
スイス	1.7	-0.4	0.0
英国	3.2	1.5	-0.0
ロシア	0.6	8.7	-0.0
南アフリカ	0.4	-5.0	0.0
トルコ	0.5	-7.4	0.0
アルゼンチン	0.3	-36.9	0.1
その他(残差)	15.0	-	0.3
19年1～10月のNEER	-	0.7	0.7

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～19年10月31日

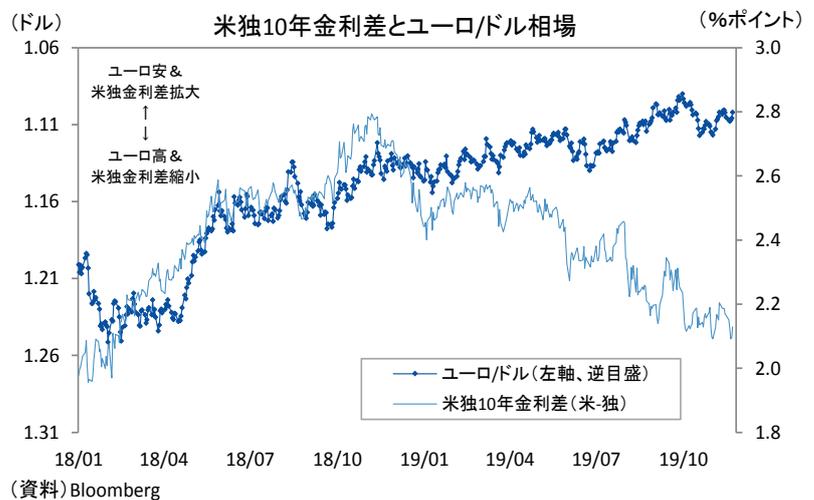
打ち消し合った結果として方向感のはっきりしないドル相場になったことが見て取れる。

～政治的要因が幅を利かせた 2019 年～

上で特筆した 6 つの通貨の動きを振り返ると、政治的要因が幅を利かせていたという印象が強い。人民元は言うまでもなく、韓国ウォンも文政権の反日政策が国内経済にもたらす悪影響が懸念されたことで売りが進んだ一方、メキシコペソやカナダドルは「米国・メキシコ・カナダ協定 (USMCA、新 NAFTA)」への批准期待が高まり買いが進んだという背景があった。経済・金融に係るファンダメンタルズを素直に受け止めれば、FRB が累次にわたる利下げを行った年なのだからドル売りが進むべき局面と思われたが、政治的要因がドルの NEER にとって重要な通貨のノイズとなり大きな変動を招き、相場全体の行き先を読みづらいものにしていったという実情が透けて見える。

～「金利の変動幅」よりも「震源地がどこにあったのか」が大事だった～

また、為替見直しを作る上での指針となるべき金利水準が殆ど役に立たなかった年という印象も受ける。前頁表で示した通り、今年のエuro相場は対ドルで一方向的に値を下げたが、右図で示すように米独金利差 (米国-ドイツ) は一方向的に縮小してきた経緯がある。このようにユーロが人民元と並んでドル相場を押し上げるドライバーとなったのは、海外要因で▲75bps の予防的利下げに踏み



切った FRB よりも、域内 (特にドイツ) 経済のリセッション懸念などを背景として▲10bps のマイナス金利深掘りに追い込まれた ECB の方が事態が深刻だと解釈されたからであろうか。実際、FRB に予防的利下げを促すこととなった海外経済の失速とは実質的には中国とユーロ圏の失速を指していたので金利水準以前に「震源地がどこにあったのか」が重視されたと理解すべきだろうか。もしくは「そもそもマイナス金利の通貨はどうであろうと買えない」という考え方もあり得るだろう。

いずれにせよドルの NEER を構成通貨の動きから分析すると、1 年間で米 10 年金利の水準が半分以下となってもドル売りがさほど進まなかった背景には「政治的なノイズから敬遠された通貨 (人民元、韓国ウォン)」が影響を持ったほか、「ファンダメンタルズや金利水準から敬遠された通貨 (ユーロ)」も影響を持ったというのがラフな整理となりそうである。

市場営業部
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
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?～リセッション回避も残る不安～
2019年11月18日	「株価の廣」と「予防的緩和」について考える
2019年11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか?～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐリブラ計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか?～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期?～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか?
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高&円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会レビュー～APP再開は困難だが、露払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	プレジデントを巡る論点整理～ボンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場の関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に?～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか?
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と捨てるECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか?
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分?～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会レビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(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～)
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れば・・・)
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?