みずほマーケット・トピック（2019 年 12 月 6 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：2019 年の為替市場を概観する～円は結局強かった～

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」）

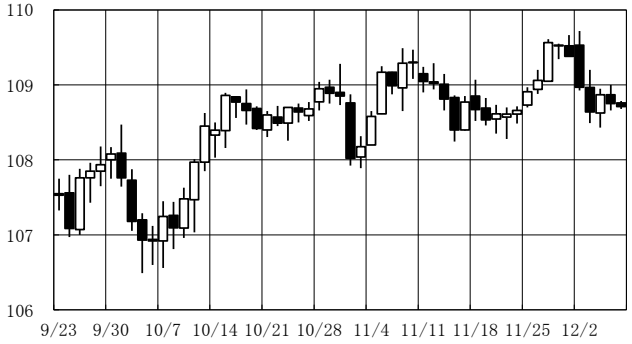
・ 今週のドル/円相場はドル安の展開。週初 2 日に 109 円台半ばでオープンしたドル/円は、中国 11 月 PMI 改善を受けたアジア株上昇で、週高値の 109.73 円まで上昇した。その後、米 11 月 ISM 製造業景況指数の軟調な結果やロス米商務長官がトランプ大統領は対中関税引き上げを示唆しているとの発言に急落し、その後も米株の低調推移を受けて 109 円を割り込んだ。3 日はトランプ大統領の米中合意に係る慎重な発言にリスクオフの動きが進み、米株安と金利低下の影響を受け、108 円台半ばまで続落した。4 日は、前日から一転し、貿易合意前進との報道に 108 円台後半をつけた後、米 11 月 ADP 雇用統計の軟調な結果を受け反落するが、米株の堅調推移と米中協議への期待感から一時 109 円付近まで上昇した。5 日は、クロス円の買いにサポートされ、一時 109 円を回復するも、米 11 月新規失業保険申請件数が予想を下回り、ダウ平均がマイナス圏に沈む中、108 円台半ばまで反落。その後株価が回復し、トランプ大統領が米中協議の進展と対中関税発動延期を示唆すると 108 円台後半まで回復した。本日は 108 円台後半での推移が続いている。

・ 今週のユーロ/ドル相場はドル安の展開。週初 18 日に 1.10 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米 11 月 ISM 製造業景気指数の予想を下回る結果にユーロ買いの動きが強まり、米株安の展開も相まって 1.10 台後半まで上昇した。3 日は、米中合意期待を後退させる報道に下落したユーロ/円に 1.10 台半ばまで連れ安となったが、米株安と金利低下の影響で一時 1.11 付近まで上昇した。4 日は、来週の英国総選挙予想から、ブレクジット合意の期待感が高まり、ポンドに連れ高となった後、米国主要経済指標が軟調な結果となると、一時週高値の 1.1116 まで上昇した。その後はユーロ圏経済の先行き不透明感が燻り、戻り売りに押され 1.10 台半ばまで急落した。5 日は、米国経済指標の結果を受け上昇し、その後も特段のユーロ買い材料はなかったもののじり高で推移し、1.11 を上抜けた。本日は 1.11 付近での推移が続いている。

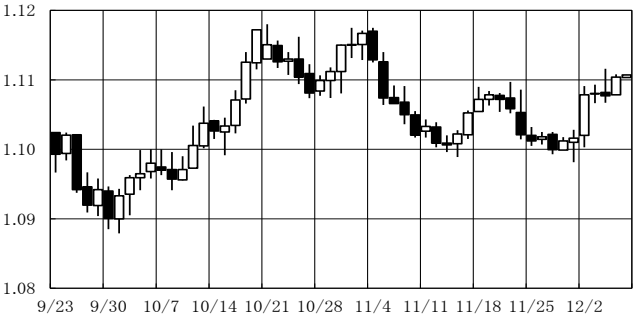
今週のおもな金融市場動向（出所：ブルームバーグ、みずほ銀行）

		前週末	今週			
		11/29(Fri)	12/2(Mon)	12/3(Tue)	12/4(Wed)	12/5(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.52	109.54	109.02	108.67	108.84
	High	109.67	109.73	109.21	108.96	109.00
	Low	109.38	108.92	108.49	108.43	108.66
	NY 17:00	109.38	108.97	108.64	108.87	108.75
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1011	1.1018	1.1076	1.1082	1.1083
	High	1.1028	1.1091	1.1094	1.1116	1.1108
	Low	1.0981	1.1003	1.1066	1.1067	1.1079
	NY 17:00	1.1016	1.1079	1.1081	1.1077	1.1104
ユーロ/円	東京9:00	120.60	120.68	120.72	120.41	120.62
	High	120.76	121.01	120.96	120.79	120.88
	Low	120.42	120.53	120.25	120.11	120.57
	NY 17:00	120.62	120.72	120.36	120.60	120.79
日経平均株価		23,293.91	23,529.50	23,379.81	23,135.23	23,300.09
TOPIX		1,699.36	1,714.49	1,706.73	1,703.27	1,711.41
NYダウ工業株30種平均		28,051.41	27,783.04	27,502.81	27,649.78	27,677.79
NASDAQ		8,665.47	8,567.99	8,520.64	8,566.67	8,570.70
日本10年債		-0.08%	-0.05%	-0.03%	-0.04%	-0.04%
米国10年債		1.78%	1.82%	1.72%	1.78%	1.81%
原油価格(WTI)		55.17	55.96	56.10	58.43	58.43
金(NY)		1,472.70	1,469.20	1,484.40	1,480.20	1,483.10

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、来週 10(火)～11 日(水)に年内最後の FOMC が開催される。本欄でも何度か言及したように、今回は現状維持の公算が大きい。前回 10 月会合でパウエル FRB 議長は当面の政策金利据え置きを示唆したほか、先月の講演でも現行の金融政策につき、「経済を巡る今後の情報が当局の見通しにおおむね合致した状況が続けば、金融政策の現行のスタンスは適切」と述べた。直近の主要経済指標を見てみても、12 月 PMI は製造業・非製造業とも持ち直しつつあり、11 月 ADP 民間雇用者数の結果は若干陰りがあったものの、直近の失業率は完全雇用というところまで改善されている。以上を踏まえれば、見所はむしろ FOMC 参加者間の見解や来年以降の利上げのタイミングに関する言及があるかといった点になるだろう。なお、ブルームバーグの予想では 5 日時点で現状維持の確率を 98.7%、25bp の利上げ確率を 1.3%としている。

・英国では来週 12 日(木)に総選挙が実施される。これまでの世論調査では現与党の保守党が有利とされている。これをメインシナリオとした場合、注目のブレクジット動向については、ジョンソン英首相のもと来年 1 月 31 日の EU 離脱期限に向けて着々と合意ある離脱のプロセスを踏むこととなろう。これにより短期的には、政局の安定と合意なき離脱の回避への期待感からポンド高に振れる可能性が高そうだ。一方、前回 2017 年選挙で保守党圧倒的有利の下馬評から労働党が善戦した経緯もあることを踏まえると、保守党が過半数を取れない可能性も依然存在している。結果によっては、EU との再交渉ないし、2 度目の国民投票実施の可能性があり、ブレクジットの進展は来年以降に持ち越されそうだ。しかしながら、現状合意なき離脱を公約にしている政党はブレクジット党のみで、今回の選挙でそれなりの議席数を確保しない限り、合意なき離脱が再度欧州で懸念されるリスクは低いとの見方が強い。

・本邦では、13 日(金)に日銀短観の発表を控える。前回 9 月の全産業 DI(景況感が「良い」と答えた企業の割合から「悪い」を引いた値)では大企業・中小企業のそれぞれで悪化しており、特に製造業 DI は大企業・中小企業ともに 3 四半期連続で悪化した。7～9 月期に続き、世界各国の製造業関連指数は、中国に改善の兆しはあったものの、欧米はおおむね軟調で、米中協議にも実質的な進展もなく世界経済の回復の遅れが懸念される中、ブルームバーグの調査では今回も悪化が続くと予想されている。非製造業については前回、製造業ほどではないものの悪化しており、特に今年 10 月以降の消費税増税が嫌気され、先行き DI が悪化していた。今回は特に増税の影響が大きいと見込まれる小売・宿泊サービス業の結果に注目が集まる。なお、ブルームバーグの調査では、それぞれ製造業以上の悪化を見込んでいる。

	本　　邦	海　　外
12 月 6 日(金)	・10 月毎月勤労統計 ・10 月家計支出	・米 11 月失業率 ・米 11 月非農業部門雇用者数変化
9 日(月)	・7～9 月期 GDP(確報) ・10 月経常収支	・独 10 月経常収支
10 日(火)	・11 月マネーストック M2、M3	・米 FOMC (11 日まで) ・米 11 月 NFIB 中小企業楽観指数 ・英 10 月 GDP ・ユーロ圏 12 月 ZEW 調査
11 日(水)	・11 月国内企業物価指数	・パウエル FRB 議長会見 ・米 11 月 CPI
12 日(木)	・10 月コア機械受注	・米 11 月 PPI ・ユーロ圏 ECB 政策理事会/ラガルド ECB 総裁会見 ・英下院総選挙
13 日(金)	・10～12 月期日銀短観	・米 11 月輸出/輸入物価指数 ・独 11 月卸売物価指数

【当面の主要行事日程(2019 年 12 月～)】

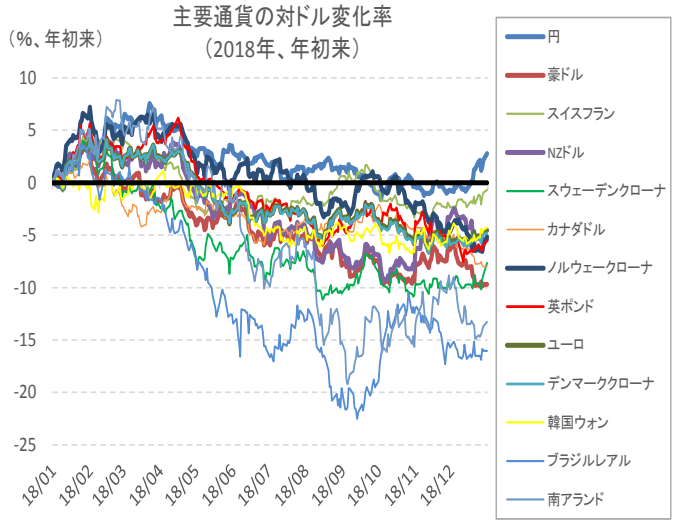
ECB 政策理事会 (12 月 12 日、1 月 23 日、3 月 12 日)
日銀金融政策決定会合 (12 月 18～19 日、1 月 20～21 日、3 月 18～19 日)
米 FOMC (12 月 10～11 日、1 月 28～29 日、3 月 17～18 日)

3. 2019 年の為替市場を概観する～円は結局強かった～

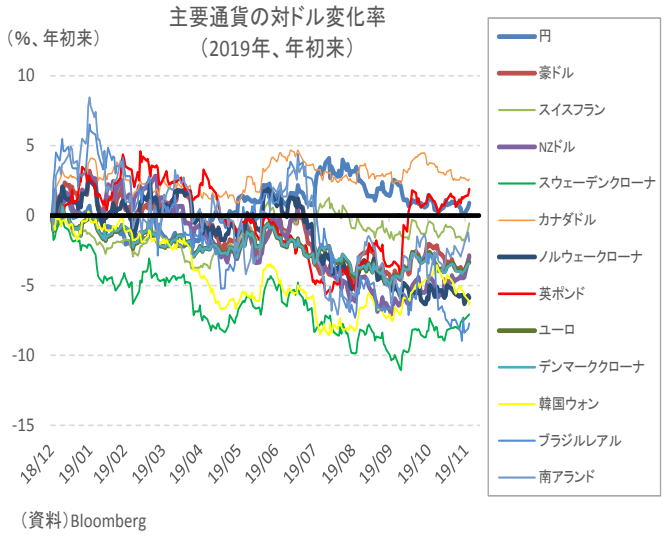
過去 2 年の G10 通貨を概観する

今年も残すところあと 1 か月を切ったが相変わらず為替市場に動意が戻ってくる気配はない。下図は G10 通貨に関し、2018 年および 2019 年における対ドル変化率の推移を見たものである。一瞥して分かることは①2019 年は 2018 年と比べてかなり値動きが抑制されているということ、②過去 2 年、対ドルで上昇を継続できている通貨は円だけであること、③円の「動かなさ」は突出していること、だろうか。2019 年（12 月 5 日時点）に限って言えば最も対ドルで上昇した通貨はカナダドルであり、+3.5%の上昇幅を確保している。これに英ポンド（+3.2%）、円（+0.9%）が続いており、この 3 通貨だけが G10 通貨において対ドルで下落しなかった。

しかし、2018 年初頭からの過去 2 年間（17 年末～19 年 12 月 5 日）で見た場合、違うイメージも得られる。その期間で見れば対ドルで上昇した通貨は円だけであり+3.6%を記録している。円は 2018 年に対ドルで+2.7%上昇した後、2019 年も+0.9%と僅かに上昇している。片や、カナダドルは 2018 年に対ドルで▲7.8%下落した後、2019 年は+3.5%上昇するという半値戻しのイメージであり、2 年間では▲4.6%とまだ下落のイメージが強い。また、英ポンドも 2018 年に▲5.6%下落した後、2019 年は+3.2%上昇するという一進一退の構図で 2 年間では▲2.6%とやはり戻し切れていない。基本的に過去 2 年間の為替市場はドル一強が続いており、円だけがこれに食らいついてきたという解釈が最も客観的だろう。



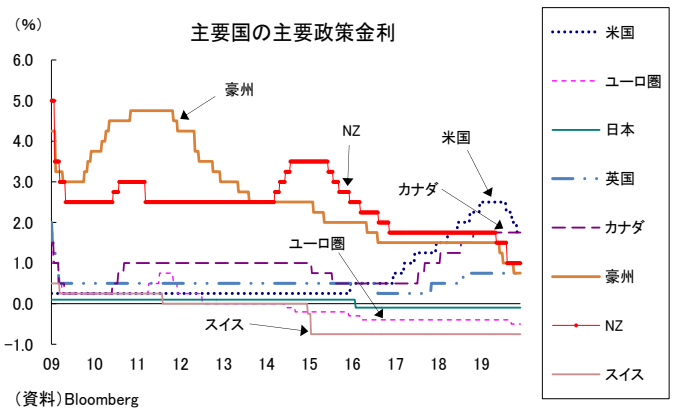
（資料）Bloomberg



（資料）Bloomberg

対外債権国通貨としての魅力は健在

円が「2 年連続でドルに勝てた唯一の通貨」だったという事実は、やはり世界経済が減速し、米金利が落ち込むような局面では安全資産として「買われる通貨」であったことの証明と言える。その買われる度合いがかつてよりも弱まっているのは事実にせよ、為替市場における円の位置付けまでもが根本的に変わったわけではない。なお、今年、カナダドルが対ドルで上昇幅を確保できているのはひとえに「緩和し



（資料）Bloomberg

なかった通貨」であり、その結果として政策金利が 1.75%と米国と唯一互角であるという点も影響していると思われる。しかし、周知の通り、円は金利面での魅力は皆無である。とすれば、対外債権国通貨としての魅力が未だに評価されていると考えるのが妥当だろう。常々本欄では論じているが「方向感」と「水準感」の議論は分けて考えるべきだ。ドル/円相場が 100 円という水準を割らなかったからといって「安全資産としての円買い」が発生しなくなったわけではなく、方向としては円高・ドル安の変化で 2019 年が終わりそうなことは確かである。

ドル高の源泉はどこに？

なお、対円での動きは別として、過去 2 年間のドル相場の底堅さの根源がどこにあるのかを理解することは 2020 年以降の相場を見通す上で重要である。年 4 回の利上げを敢行した 2018 年のドル相場が強かったことに意外感はないが、年 3 回の利下げとこれに応じた米金利の急低下が見られた 2019 年までも強かったことは直感的に理解が難しい。この点は過去の本欄でも考察したが、①利下げされても米金利は相対的に高いこと、②利下げの原因となる世界経済の減速は米国以外が震源地であったことは大きそうである。①については上述の通りであり、3 回利下げしても主要通貨の中では依然として最も高い政策金利を誇っている。また、②も明らかだろう。右表はドルの名目実効為替相場（NEER）に関し、各通貨の寄与度分解をしたものである。周知の通り、2019 年の世界経済減速の主因は中国と欧州であったわけだが、NEER を押し上げているのはやはり中国（人民元）とユーロ圏（ユーロ）であり、合計 1.0%ポイントのドル高圧力になっている。3 回利下げしたと言っても、その利下げは米国以外の国・地域に起因していたこともドル相場が崩れなかった背景としてあるはずである。また、表に示されるように、その他通貨も基本的には対ドルで売られておりドル高の源泉となっている。これは FRB が利下げする局面でしか思い切った利下げが出来ない新興国特有の事情があるため、米金利が下がっても新興国通貨は相対的な優位に立てず、対ドルで上昇する機会を掴めないということではないか。もっとも、こうした論点は FRB に十分な利下げ余地があるからこそ成立するものであり、今後、予防的緩和を繰り返し利下げ余地がなくなってくるに伴い、利下げに応じてドルが素直に売られる地合いが戻ってくる可能性を見込むべきである。

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

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に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12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュー戦、3つの見どころ～
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～
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
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	「株価の虜」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」～ラウテンシュレーガー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政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、露払いはしたいところ～）
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/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リバランス効果
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。捨てる日銀と拾う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分変わりそう～）
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元」～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政策理事会プレビュー～「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～）