

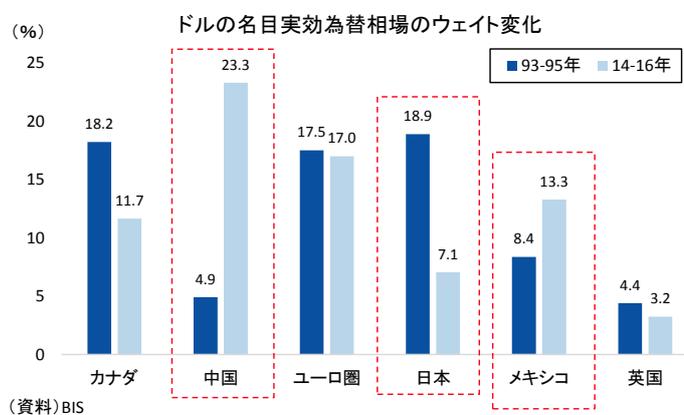
みずほマーケット・トピック(2020年3月30日)

ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～

為替市場では「非常時のドル買い」が一服している。ドル/円相場も着実に下落しているが、ここまで日米金利差が消滅している割に持ち堪えているのも事実。幾つか理由は考えられるが、かつてよりも新興国通貨の影響度が増しているという論点はある。国際決済銀行(BIS)が公表する名目実効ドル相場(60 개국ベース、以下ドル NEER)に関し、その算出に用いられている各国ウェイトの変化を見ると、約 20 年前と比較して日本(円)の影響度は半分以下に。一方、中国(人民元)やメキシコ(ペソ)ははっきりと影響度を高めている。ドル NEER は年初来で+7.8%と過去最大の上昇が見られるが、この半分近くはメキシコペソ(3.4%ポイントの寄与度)に起因すると試算できる。ここからドル/円相場がはっきりと下落してくる(ドル安になる)展開があるとすれば、人民元やメキシコペソ、カナダドルといったウェイトの大きい新興・資源国通貨が対ドルで買い戻されるような環境が必要か。原油価格も急落する中でそれは容易ではない印象。

～ドル高の裏にある新興国通貨安～

為替市場では「非常時のドル買い」が一服している。こうなってくるとやはり一連の米金利低下が着実に価格形成に寄与してくるものであり、ドルは対円は一時107.26 円まで下落している。ここまで日米金利差が消滅していることを思えば、日本の対外純資産状況の構成変化などを差し引いても105 円程度までの円高・ドル安は進んでも不思議ではないと筆者は考えるが、かなり持ち堪えているのが現状である。

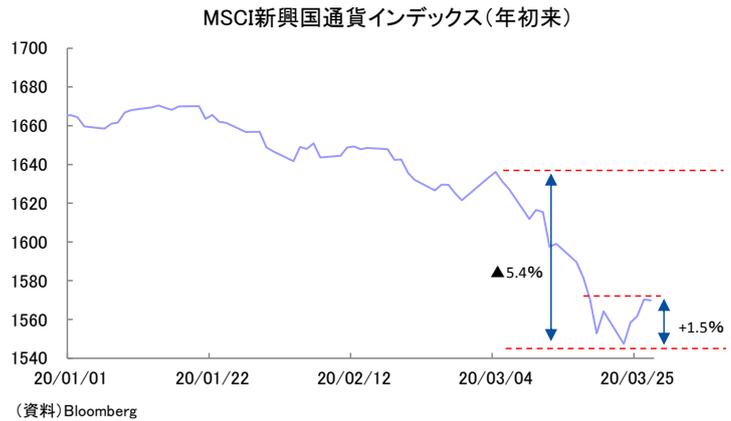


これには幾つか理由が考えられるが、やはりかつてよりも新興国通貨の影響度が増しているという論点はある。図は国際決済銀行(BIS)が公表する名目実効ドル相場(60 개국ベース、以下ドル NEER)について、その算出に用いられている各国ウェイトの変化を見たものである。このウェイトが大きいほど、実効ドル相場への影響度も大きくなる。約 20 年前と比較して日本(円)の影響度は半分以下になっている。一方、中国(人民元)やメキシコ(ペソ)ははっきりと影響度を高めている。グローバル化の進展に伴い国際貿易取引が活発になった結果、これら米国経済にとって重要な生産拠点となる国の通貨はドル NEER に与える影響も高まったのである。

「非常時のドル買い」の収束に伴い、新興国通貨は明らかに底打ちしているものの、傷口は深いままである。MSCI 新興国通貨インデックスを参考で見た場合(次頁図)、3 月初旬から▲5%以上下落しながら、未だその半分も戻せていないのが実情である。同期間のドル/円相場は102 円付近か

ら112円付近まで約+10%の急騰を見せた後、約▲4%しか戻せていないので似たようなものだが、上述したように、新興国通貨がドルの実効相場にもたらす影響は侮れない。いくら円やユーロが対ドルで買い戻す動きがあっても、為替市場全体で新興国通貨が対ドルで売られるムードが収まらなければドル/円やユーロ/ドルがはっきりと値を戻す展開にはならない。先週の本欄¹でも議論したよう

に、経常赤字国と産油国という条件のどちらか(もしくは両方)を備える新興国はかなり下げがきつくなっており、短期間で値を戻すのは非常に難しい状況と見受けられる。



～ドル高の半分はメキシコペソ由来～

試みに BIS が公表している NEER と主たる構成通貨の対ドル変化率を用いて、年初来のドル高の背後にある力学を把握しておきたい。BIS の実効為替相場データは基本的には月次データだが、NEER に限っては日次データが公表されている。最新が 3 月 23 日時点であるため、年初来からここまでの各国通貨の対ドル変化率とドル NEER そして構成ウェイトを使用して、「どの通貨が、どれくらいドル高を引き起こしてきたのか」を試算することが出来る。現在明らかになっている計数からすると、ドル NEER は年初来で+7.8%上昇している。これは約 3 か月で+7.8%という話であり、これも十分歴史的なハイペースだが、実は 2 月と比較しても(即ち前月比でも)+7.2%であるため、実質的には過去 1 か月弱での出来事ということになる。ドル NEER の前月比上昇率としては過去最大だ。

表に示される通り、このドル高の半分近くはメキシコペソ(3.4%ポイントの寄与度)に起因している。そのほかカナダドルやユーロも小さくはないが圧倒的に目立つのがメキシコである。ロシアルーブルや南アランドもメキシコペソと同程度の下落幅だが、ドル高に与える影響は微々たるものにとどまっている。また、円も+0.2%ポイントに留まっている。結局、ドル相場を語るにあたって円のみならず影響力はたかが知れており、その意味で日銀の金融政策などで円の対ドル相場の潮流が変化することなどは考えにくいと言える。こうした状況下、ドル/円相場がはっきりと下落してくる(ドル安になる)展開があるとすれば、人民元やメキシコペソ、カナダドルといったウェイトの大きい新興・資源国通貨が対ドルで買い戻されるような環境が必要に思える。とはいえ、ここにきてコロナショックと同時

ドルNEERの年初来変化率と寄与度

国名	シェア (%)	19年12～20年3月のドル vs. 各通貨 (%)	寄与度 (%pts)
中国	23.3	-1.8	0.4
ユーロ圏	17.0	-4.3	0.7
メキシコ	13.3	-25.4	3.4
カナダ	11.7	-7.5	0.9
日本	7.1	-2.4	0.2
韓国	3.8	-4.5	0.2
台湾	2.2	-1.1	0.0
スイス	1.7	-1.9	0.0
英国	3.2	-12.9	0.4
ロシア	0.6	-22.1	0.1
南アフリカ	0.4	-21.5	0.1
トルコ	0.5	-7.9	0.0
アルゼンチン	0.3	-6.1	0.0
その他(残差)	15.0	-	1.4
20年1～3月のNEER	-	7.8	7.8

(資料) BIS、Bloomberg。NEERはBroadベース。
通貨変化率は19年12月31日～20年3月23日

¹ 本欄 2020年3月24日号『「ドル化する世界」と新興国通貨の選別』をご参照下さい。

に原油価格ショックも併発していることから産油国通貨の戻りにはサウジアラビアの姿勢変化などこちらも難易度が高いイベントが必要になる。目下、リスクオフ通貨の性質を持つ円やユーロは値を上げやすいが、年初来安値を更新するほどの環境は整っていないのも事実である。

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
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2次ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かすの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュースタート～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は?～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び?～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産」としての円買いと加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデントQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型コロナウイルスリスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経冷」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～
2020年1月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月15日	週末版
2020年1月14日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月10日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月9日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月8日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月6日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか?～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か? 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)
2019年12月12日	FOMCを終えて～「タカ派の利下げ」から「ハト派の現状維持」～
2019年12月11日	円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～
2019年12月10日	道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに?～
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～
2019年12月6日	週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー～デビュースタート、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	「株価の腐」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)