

直近の市場動向について

みずほ講演会

2019年 6月

みずほ銀行 台北資金室

Private and confidential

MIZUHO

2019年の市場動向 (1)

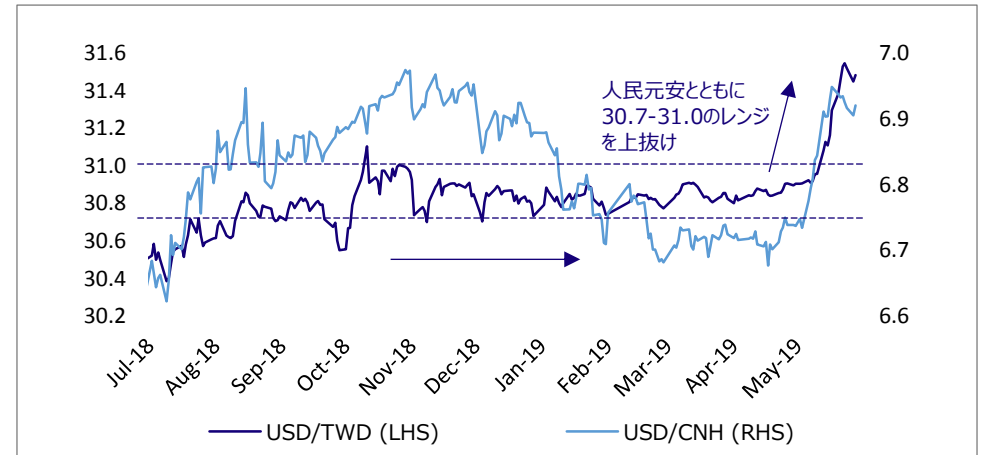
■ 為替市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末対比
USD/TWD	30.733	31.484	2.4% TWD安
USD/JPY	109.57	109.37	0.2% JPY高
JPY/TWD	0.2805	0.2882	2.7% TWD安
EUR/USD	1.1468	1.1161	2.7% EUR安
USD/CNH	6.8700	6.9209	0.7% CNH安
MSCI Emerging指数	1614.81	1614.47	0.1% EM通貨安

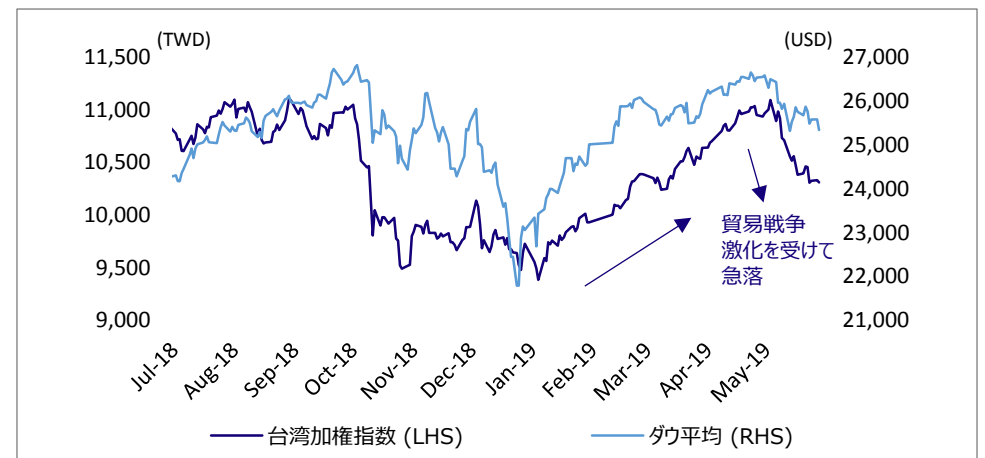
■ 株式市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末対比
台湾加権指数	9727.41	10312.31	+6.0%
日経平均	20014.77	21260.14	+6.2%
ダウ平均	23327.46	25347.77	+8.7%
DAX	10558.96	12027.05	+13.9%
上海総合	2493.90	2909.91	+16.7%
MSCI Emerging指数	965.78	988.16	+2.3%

USD/TWDの推移



台湾加権指数の推移



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

2019年の市場動向 (2)

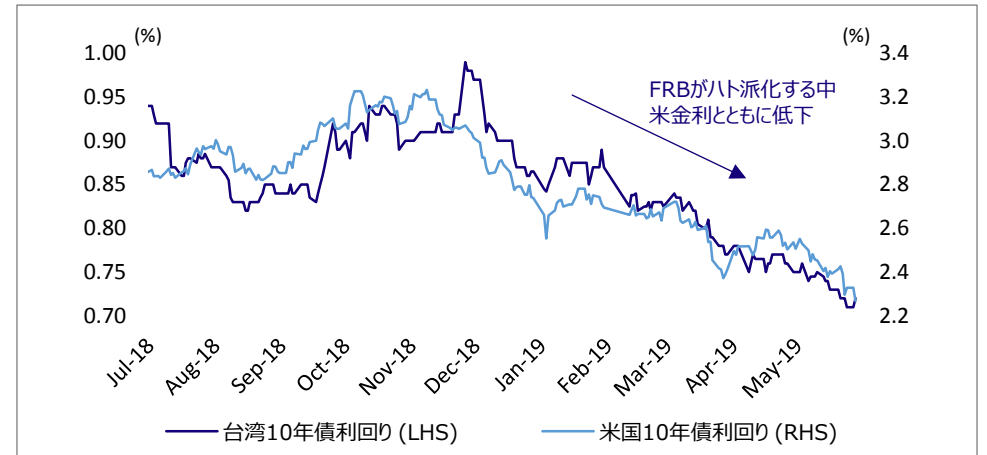
■ 金利市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末対比
台湾10年債利回り	0.865%	0.720%	▲14.5bp
日本10年債利回り	0.002%	-0.072%	▲7.4bp
米国2年債利回り	2.498%	2.129%	▲36.9bp
米国10年債利回り	2.691%	2.268%	▲42.3bp
ドイツ10年債利回り	0.246%	-0.154%	▲40.0bp
中国オーバーナイト金利	0.600%	1.000%	+40.0bp

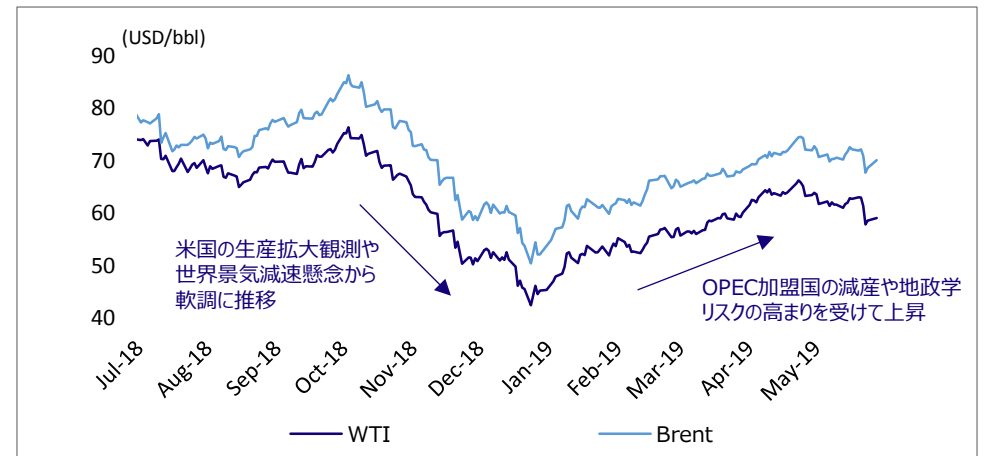
■ 商品市場

	2018年末	2019年5月28日	2018年末対比
WTI	45.41	59.14	+30.2%
Brent	53.80	70.11	+30.3%
LME銅	5965.00	5960.00	▲0.1%
LMEアルミニウム	1846.00	1807.00	▲2.1%
NY金	1278.30	1276.50	▲0.1%
CRBインデックス	169.80	180.26	+6.2%

台湾10年債利回りの推移



原油価格の推移

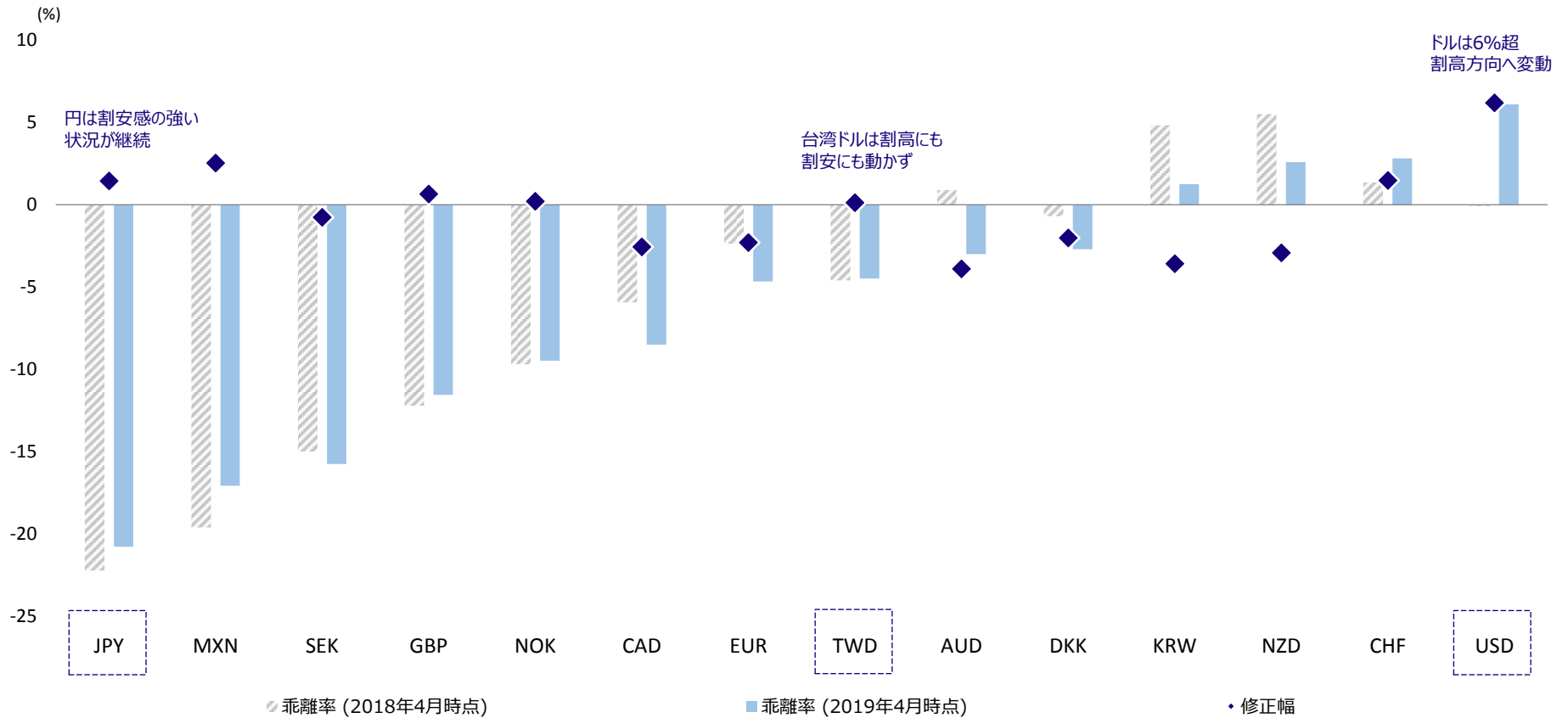


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

2019年の市場動向 (3)

実質実効為替レートの比較

- 下図は、各通貨の足元の実質実効為替レートと、それぞれの長期平均（過去20年平均）との乖離幅を比較したもの。
- 前年と比較すると、台湾ドルは割高にも割安にも動いていない一方、ドルは6%以上割高方向へ変動。円は小幅に割安感を修正するも、依然として割安感が強い状況。

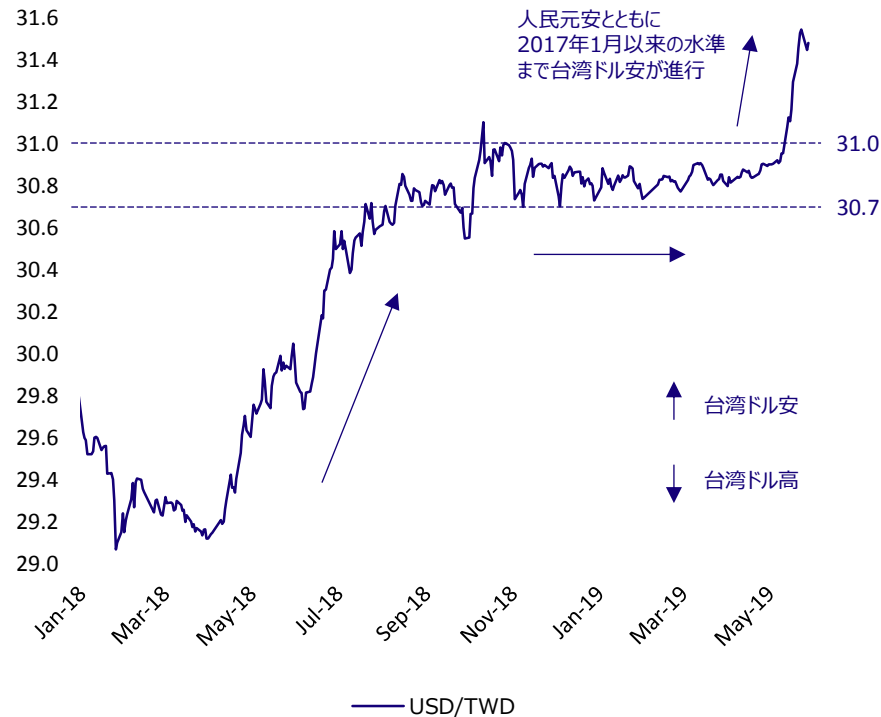


(Source) Bloomberg

台湾ドルの推移 (1)

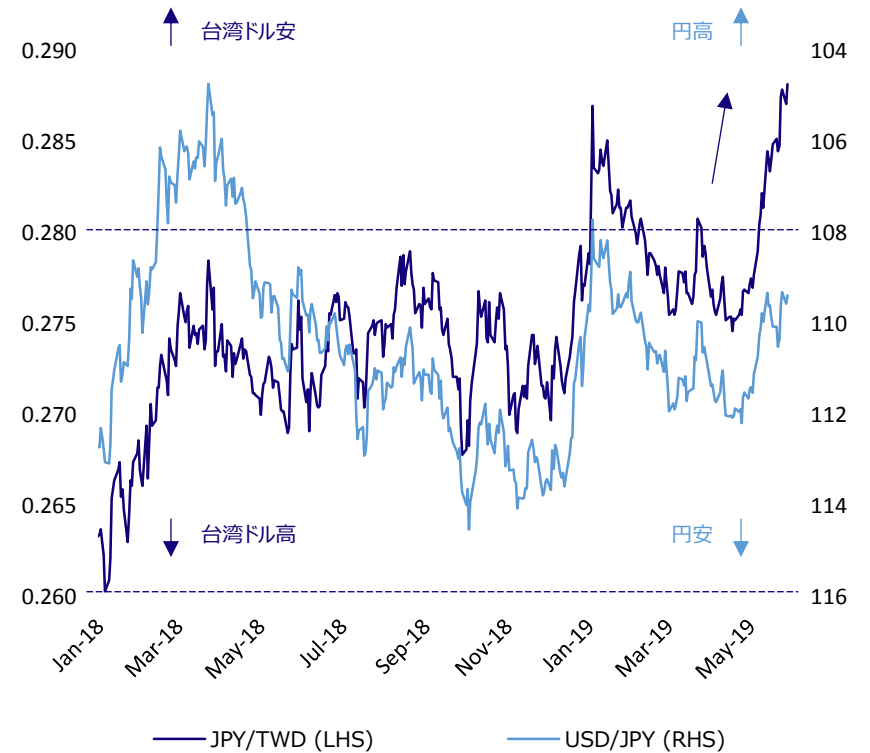
USD/TWDの推移

- 2018年は、10月にかけて米金利上昇によるドル高や、米中貿易戦争激化を背景とした人民元安を受け、ドル台湾ドルは台湾ドル安基調で推移。
- その後、約半年間に渡り、30.7-31.0の狭いレンジでの推移が続いていたが、5月に米国が中国製品への追加関税発動を決定すると、人民元安とともに台湾ドル安が加速し、レンジを上抜け。



JPY/TWDの推移

- 円台湾ドルは、2017年から2018にかけて0.26-0.28のレンジ推移が続いてきたが、2019年初の急速な円高により、レンジを上抜け。
- 相場が落ち着きを取り戻すと、いったんレンジ内に戻るも、トランプ米政権による対中追加関税発動後は、再び円高の流れとなり、足元では0.28を超える水準を回復。

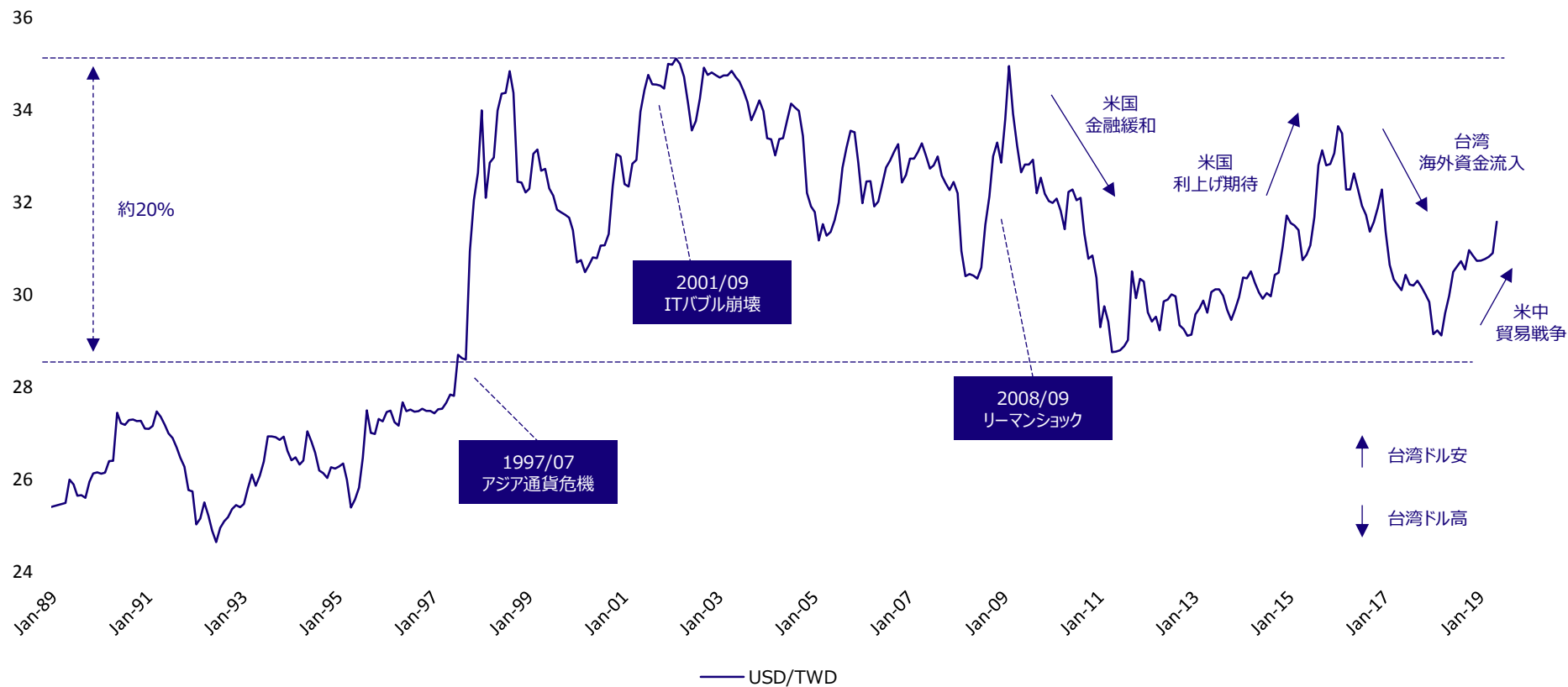


(Source) Thomson Reuters

台湾ドルの推移 (2)

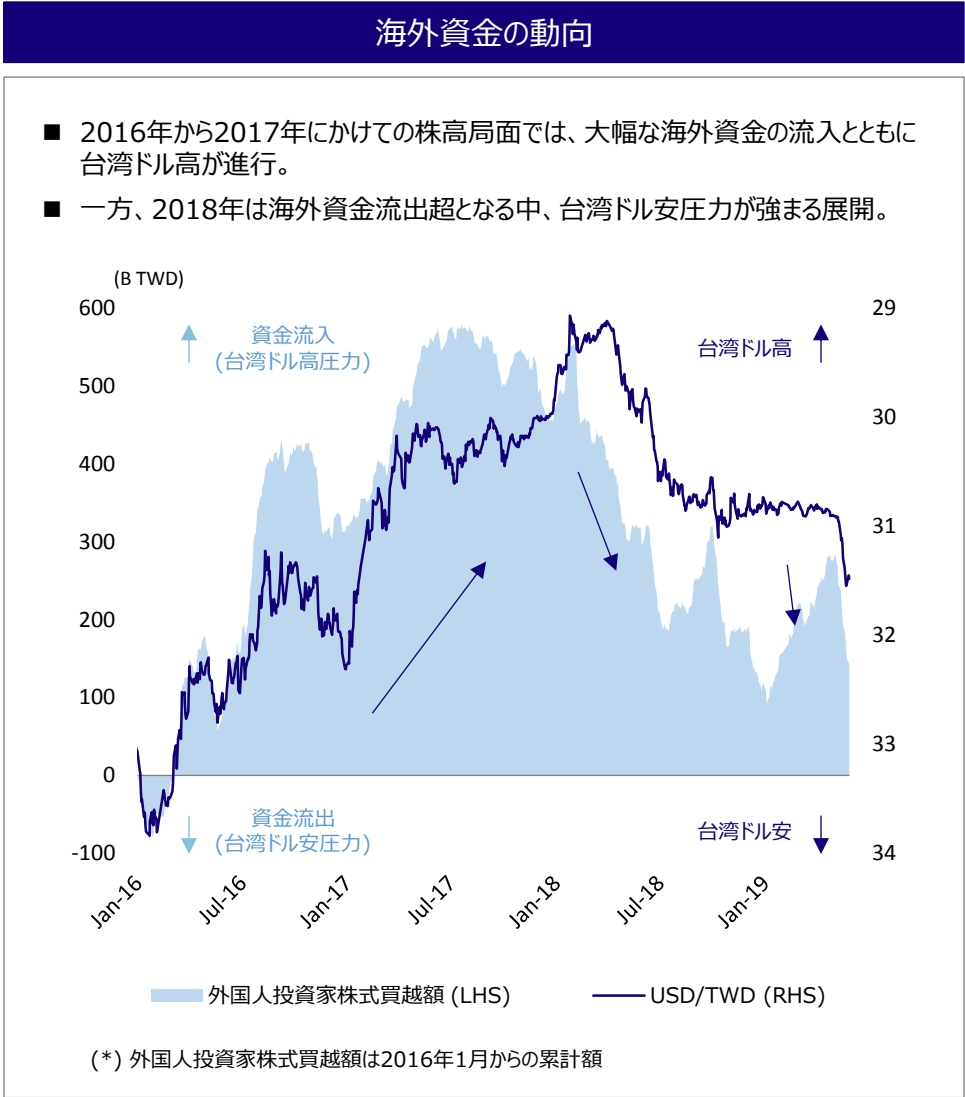
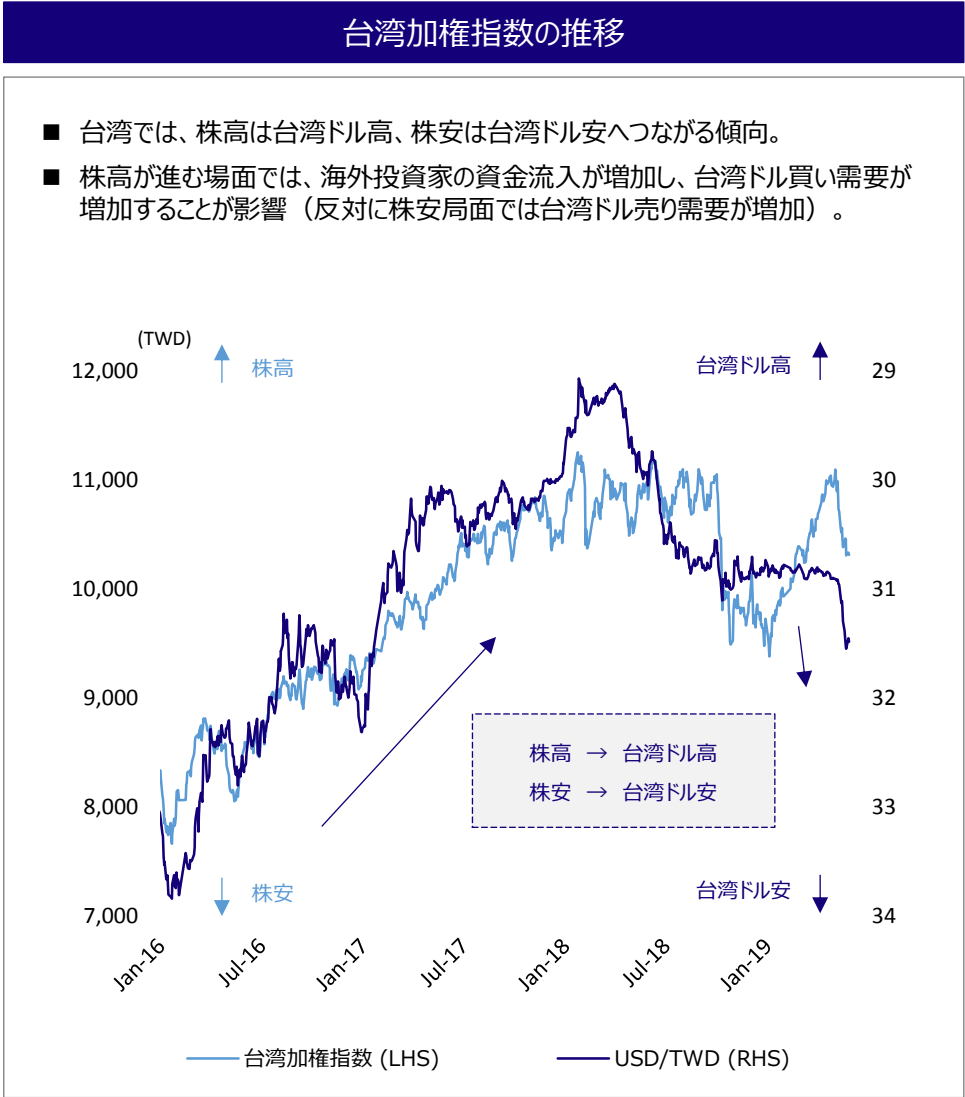
USD/TWDの推移

- 台湾ドルは1989年にかけて、固定相場制から管理変動相場制を経て、変動相場制へと移行。
- 1997年のアジア通貨危機後、ドル台湾ドルは28.5-35.0の約20%の値動きとなっており、主要通貨と比較すると、その変動幅は小幅に留まる。



(Source) Thomson Reuters

株式市場の動向

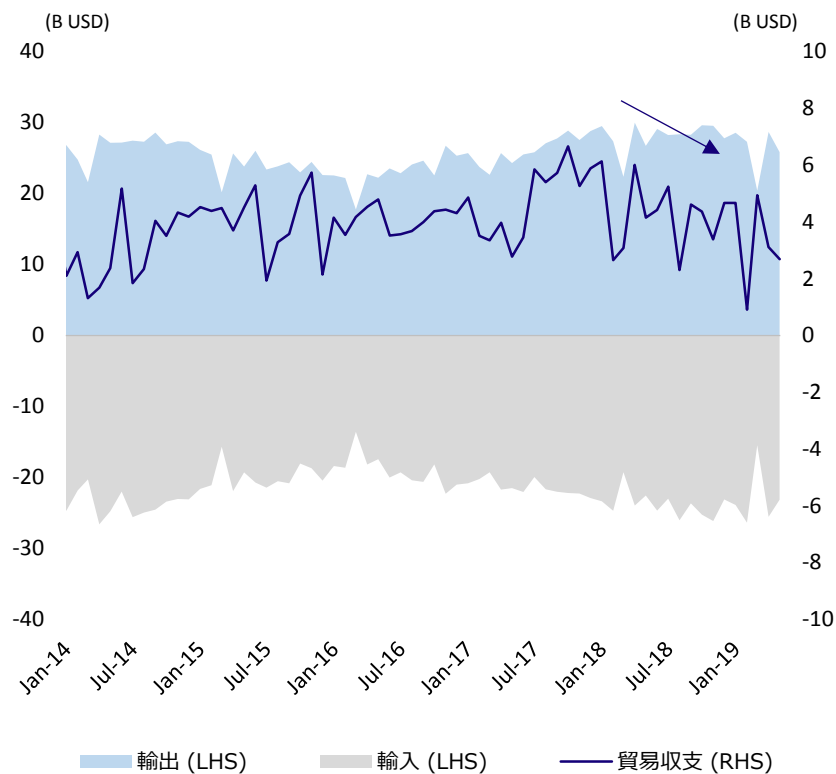


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

貿易収支の推移

貿易収支の推移

- 輸出企業の多い台湾は、貿易黒字が経常黒字の90%超を占める構造。
- 2018年は、原油価格の上昇などを背景に輸入額が増加し、貿易収支の黒字額が減少。



輸出の内訳

■ 製品別輸出額（2019年1-4月累計額）

	金額 (M USD)	シェア	前年比
電子部品	32,436	31.7%	-6.7%
IT・通信製品	12,561	12.3%	18.2%
金属製品	9,202	9.0%	-10.2%
機械	8,317	8.1%	-4.3%
プラスチック・ゴム製品	7,472	7.3%	-8.8%
化学品	6,496	6.4%	-12.7%
鉱物	4,399	4.3%	-0.3%

■ 地域別輸出額（2019年1-4月累計額）

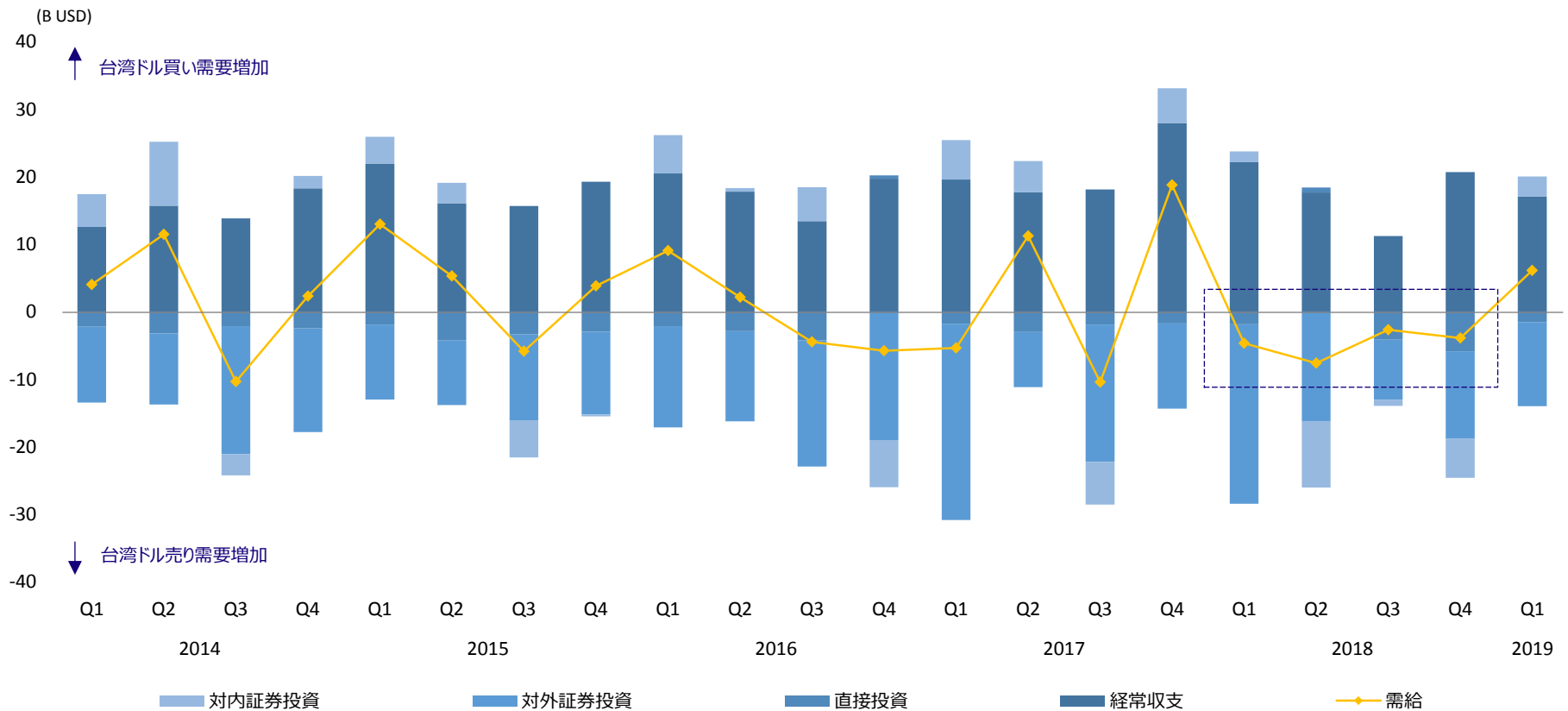
	金額 (M USD)	シェア	前年比
中国・香港	39,116	38.3%	-10.6%
うち中国	27,170	26.6%	-10.9%
うち香港	11,946	11.7%	-10.0%
ASEAN	16,803	16.4%	-11.2%
米国	14,230	13.9%	19.9%
欧州	9,939	9.7%	-2.1%
日本	7,466	7.3%	2.3%

(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

台湾ドルの需給環境

台湾ドルの需給の推移

- 国際収支統計からみる台湾ドルの需給は、2018年は年間を通してマイナス（台湾ドル売り需要超）となった。
- 2018年前半の原油価格の上昇を背景に輸入金額が増加したため、貿易黒字ならびに経常黒字が縮小したことに加え、対外直接投資が増加したことも需給マイナスの要因。



(Source) Central Bank of the Republic of China

台湾中央銀行の動向

金融政策の概要

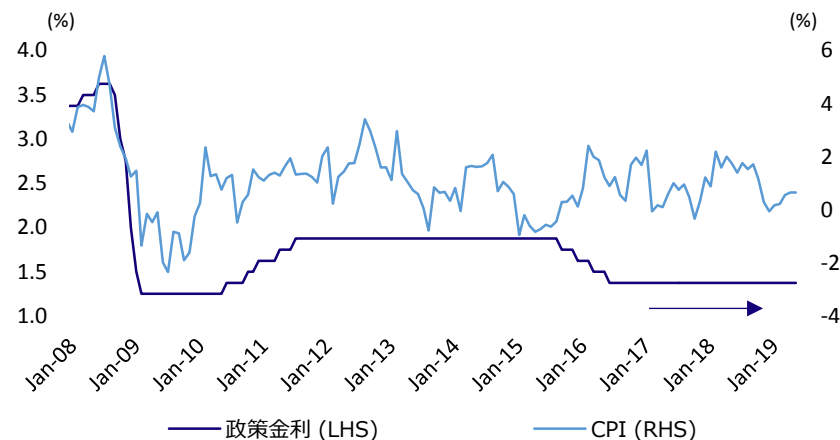
- 台湾における金融政策は、台湾中央銀行が管轄し、(1) 金融市場の安定維持、(2) 銀行取引の健全な運営促進、(3) 通貨価値の安定を目的として政策を運営。
- 主要国中央銀行とは異なり、物価上昇目標は設定していない。
- 政策金利である公定歩合は、四半期ごとに開催される金融政策決定会合にて決定され、足元は、2016年6月の利下げを最後に、1.375%で11会合連続の据え置きが続いている。
- 政策金利の調整に加え、公開市場操作、預金準備率操作などにより金融調節を実施しているほか、マネースtockターゲットを設定しており、年末に翌年のM2増加率の目標レンジを公表している（2019年は2.5-6.5%）。
- 2018年2月に20年ぶりに総裁が交代しているが、金融政策の運営に大きな変更はみられていない。

台湾中央銀行の2019年の経済見通し

	中央銀行予想		エコノミスト予想 (平均値)
経済成長率	2.13%	下方修正	2.11%
(12月時点)	2.33%		2.24%
消費者物価指数	0.91%	下方修正	1.05%
(12月時点)	1.05%		1.21%

政策金利の推移

- 2016年6月以降、現状維持が続いている政策金利は、経済成長やインフレ見通しが下方修正される中、市場参加者の利上げを見込む動きも限定的。



市場参加者の政策金利見通し

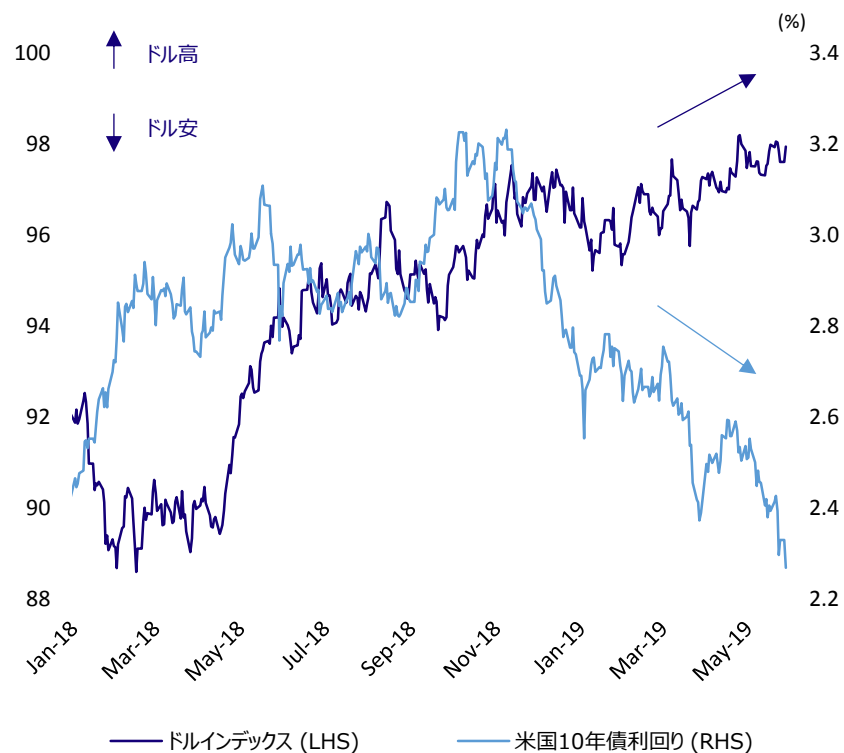
	2019年 6月	2019年 9月	2019年 12月	2020年 3月	2020年 6月
中央値	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%
最高値	1.63%	1.63%	1.75%	1.75%	2.00%
最低値	1.38%	1.25%	1.13%	1.00%	1.00%

(Source) Bloomberg, Central Bank of the Republic of China, Thomson Reuters

ドルの推移

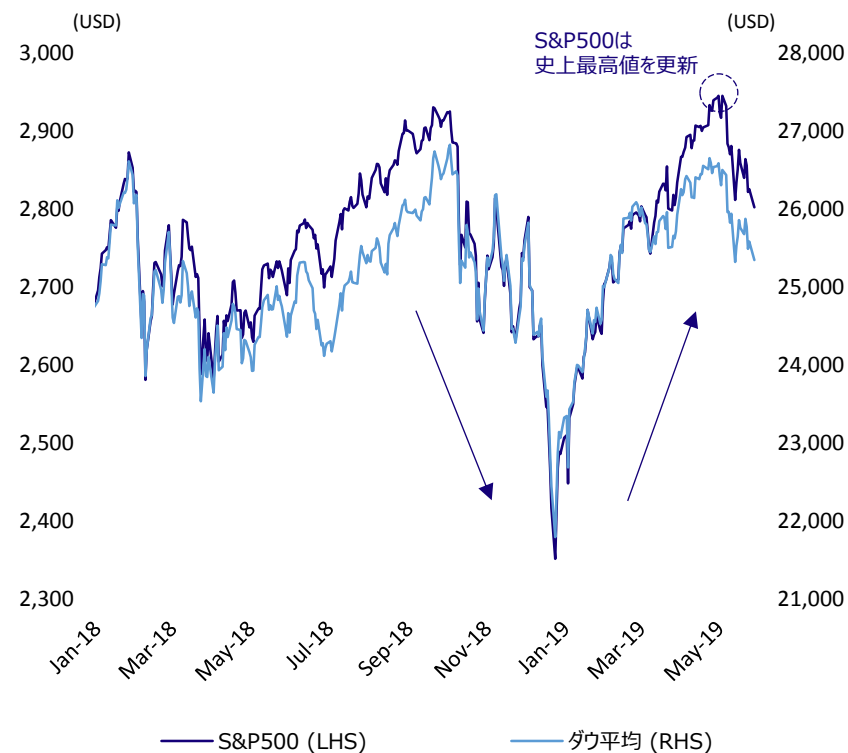
ドルインデックスの推移

- 2018年後半以降、約半年間に渡り米金利の低下が続いているものの、ドルは堅調な推移を維持。
- 堅調な米国経済や、金利差は縮小したものの依然として米金利の水準が高いことから、ドル保有を選択する投資家が多いことなどが要因と考えられる。



株価の推移

- FRBの金融政策正常化プロセスの終了を好感し、2019年に入り、株価は堅調に推移。
- S&P500は4月に約7か月ぶりに史上最高値を更新。



(Source) Thomson Reuters

FRBの金融政策（1）

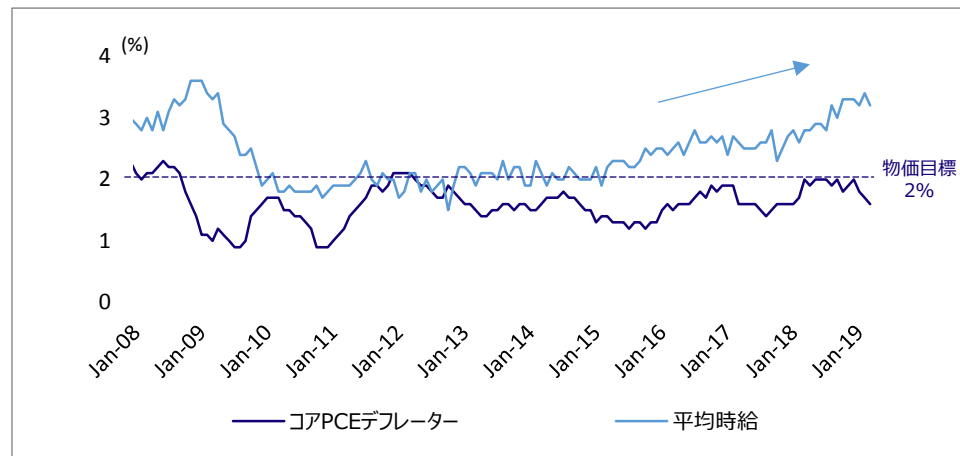
金融政策の概要

- 米国における金融政策は、FRBと呼ばれる連邦準備制度理事会が、（1）物価の安定、（2）雇用の最大化を目的として運営。
- 政策決定は、年8回開催される公開市場委員会（FOMC: Federal Open Market Committee）にて行われる。
- 5月FOMCにおいては、失業率が約50年ぶりの低水準まで低下し、経済も堅調さを維持していることから、景気認識が上方修正される一方、インフレに対しては、物価上昇目標とする2%を下回る推移が続いており、認識を下方修正する結果となった。

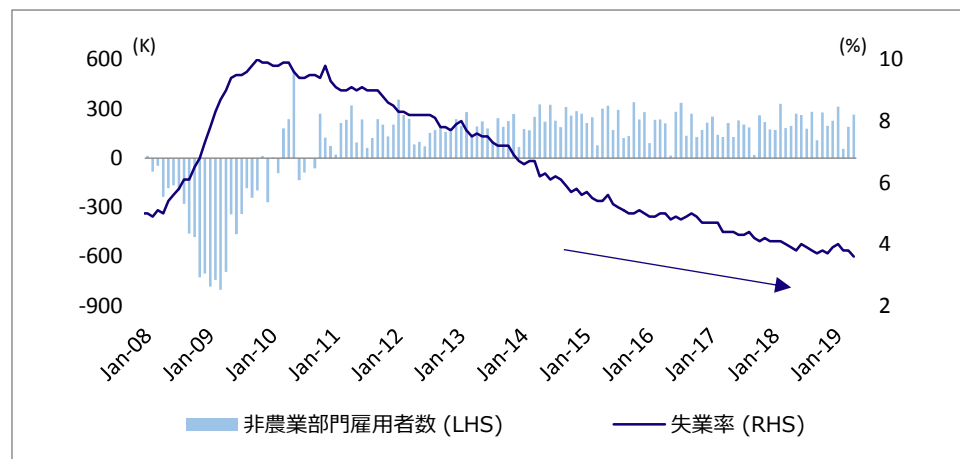
5月FOMCの結果

政策金利	フェデラルファンド金利誘導目標を2.25-2.50%で据え置き
景気認識	労働市場は引き続き力強く、経済活動は堅調なペースで拡大（“has slowed from its solid rate” から “rose at a solid rate” へ上方修正）
インフレ	前年比の総合インフレ率、食品・エネルギーを除いたコアインフレ率は低下し、2%を下回っている（コアインフレ率について、“remains near 2 percent” から “have declined and are running below 2 percent” へ下方修正）

物価の推移



雇用の推移



(Source) Federal Reserve Board, Thomson Reuters

FRBの金融政策（2）

FOMCメンバーの政策金利見通し

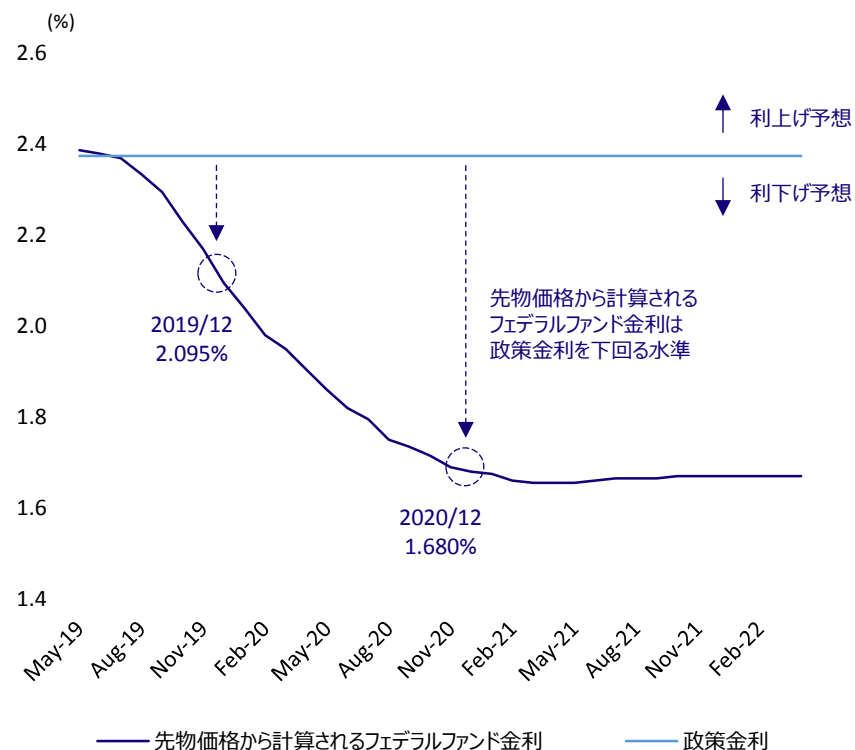
- FRBのハト派化が鮮明となる中、3月FOMCでは2019年の利上げ見通しが12月時点の2回から0回へと下方修正。
- パウエルFRB議長は、金融政策の変更を必要とするほど、雇用、インフレの見通しが変わるにはしばらく時間がかかるとの見方を示している。

	2019年	2020年	2021年	Longer run (中立金利)
2017年3月	3.000%	N/A	N/A	3.000%
2017年6月	2.938%	N/A	N/A	3.000%
2017年9月	2.688%	2.875%	N/A	2.750%
2017年12月	2.688%	3.062%	N/A	2.750%
2018年3月	2.875%	3.375%	N/A	2.875%
2018年6月	3.125%	3.375%	N/A	2.875%
2018年9月	3.125%	3.375%	3.375%	3.000%
2018年12月	2.875%	3.125%	3.125%	2.750%
利上げ回数	2回	1回	0回	
2019年3月	2.375%	2.625%	2.625%	2.750%
利上げ回数	0回	1回	0回	

下方修正

フェデラルファンド金利先物市場の動向

- 先物価格から計算されるフェデラルファンド金利は、市場における利上げ/利下げの織込み度合いを測るためにも利用される。
- 足元は、利下げを見込む市場参加者が増加し、先物価格から計算されるフェデラルファンド金利は政策金利を下回る水準で推移。

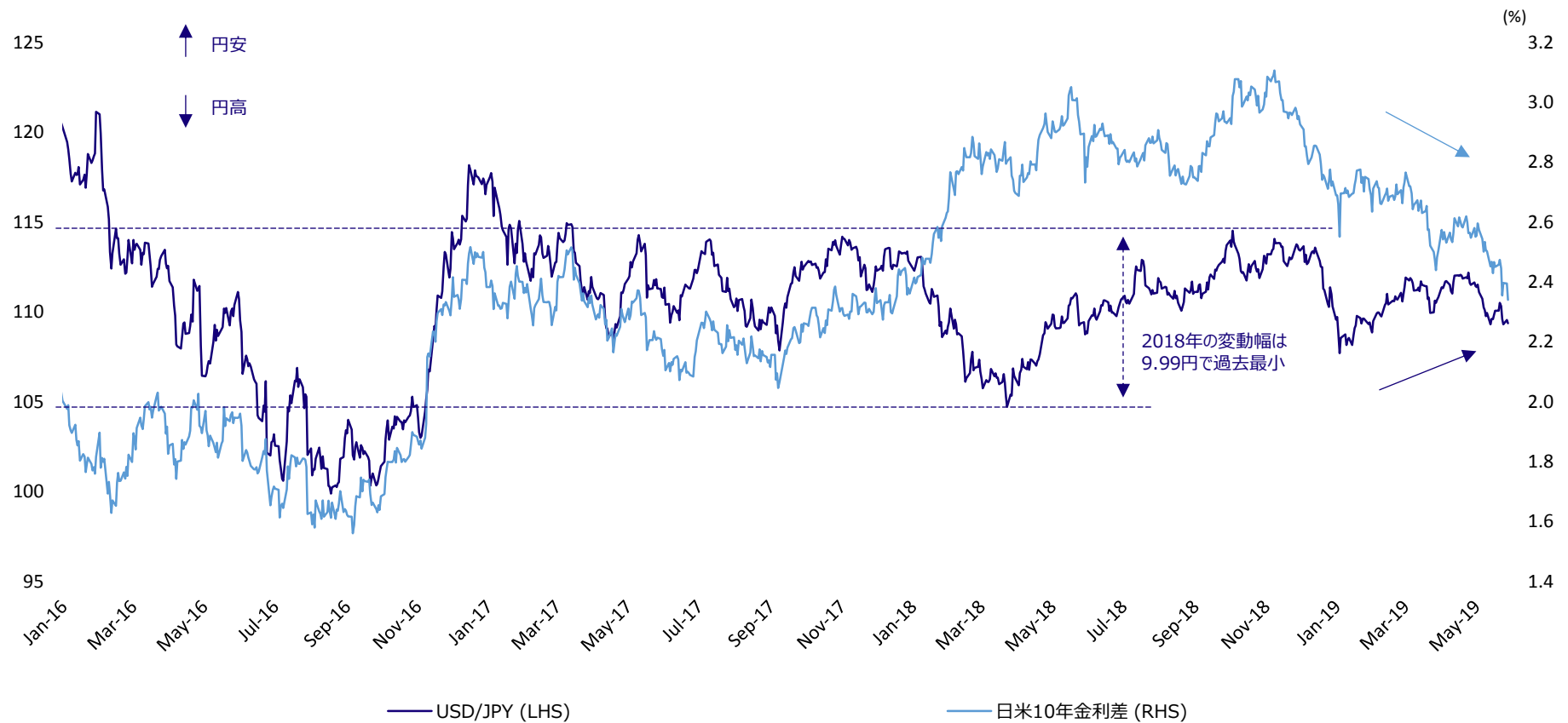


(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

円の推移 (1)

USD/JPYの推移

- 2018年のドル円の変動幅は9.99円で、変動相場制移行以降、過去最小となった。
- 2019年は、FRBがハト派的な姿勢に転じ、日米金利差の縮小が進む中であっても、ドル円は円安基調で底堅く推移してきたが、引き続きレンジは狭く、比較的安定した相場が継続。

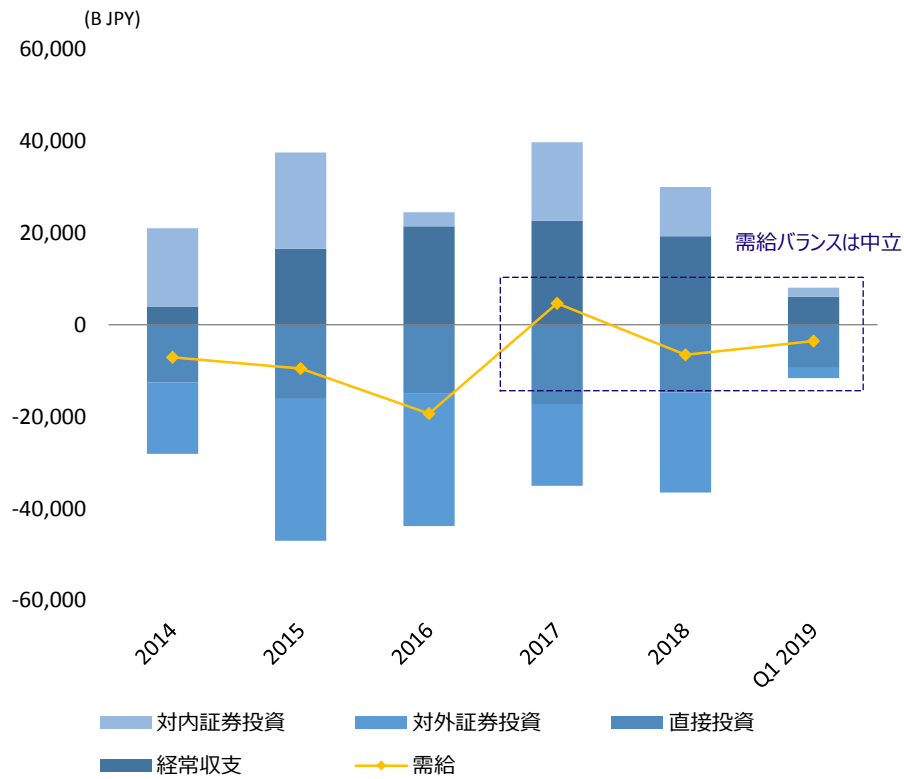


(Source) Thomson Reuters

円の需給環境

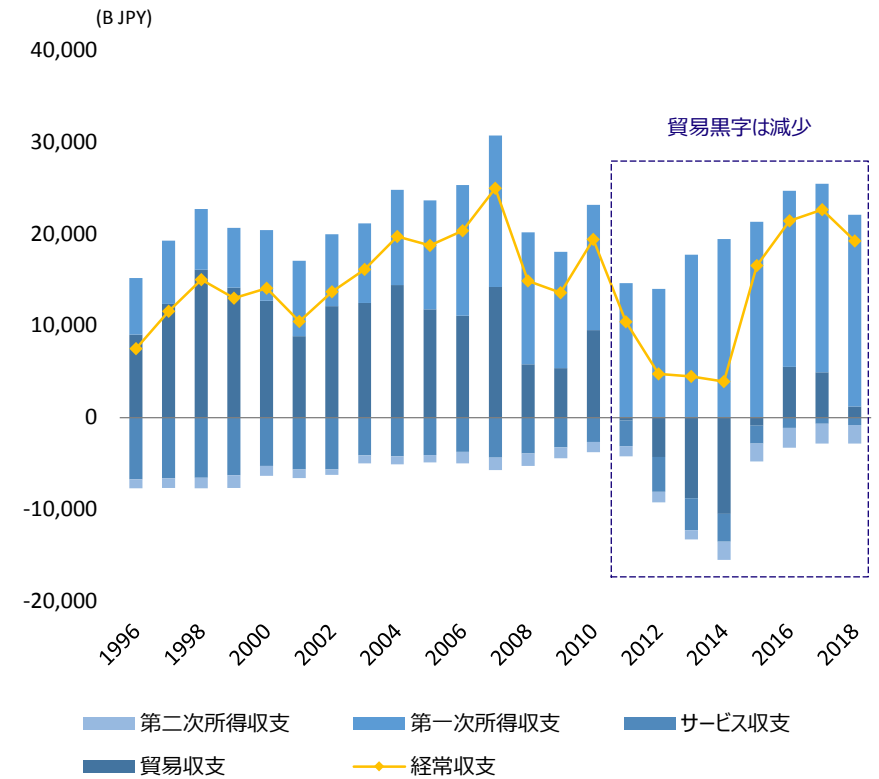
円の需給の推移

- 2017年から足元にかけて、円の需給バランスは売りにも買いにも大きく傾斜していない。
- こうした中立的な需給バランスが、ドル円のレンジ相場を形成する要因となっているとも考えられる。



経常収支の推移

- 日本の経常黒字の水準は、過去10年で大きく変化していないものの、その構造は大きく変化。
- 円買いが見込まれる貿易黒字が減少し、直接投資の再投資収益等、必ずしも円買いが見込まれない第一次所得収支の黒字額が増加。

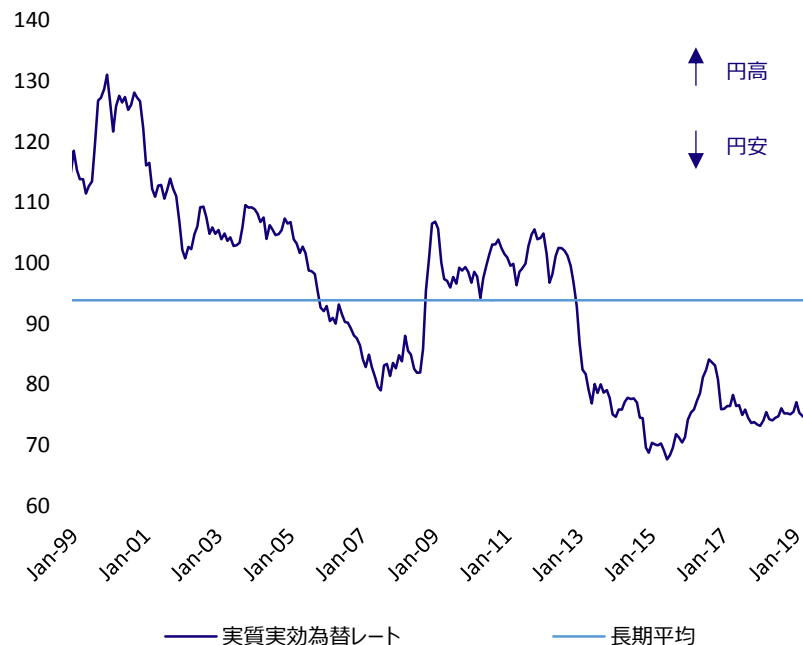


(Source) Ministry of Finance of Japan

円の推移 (2)

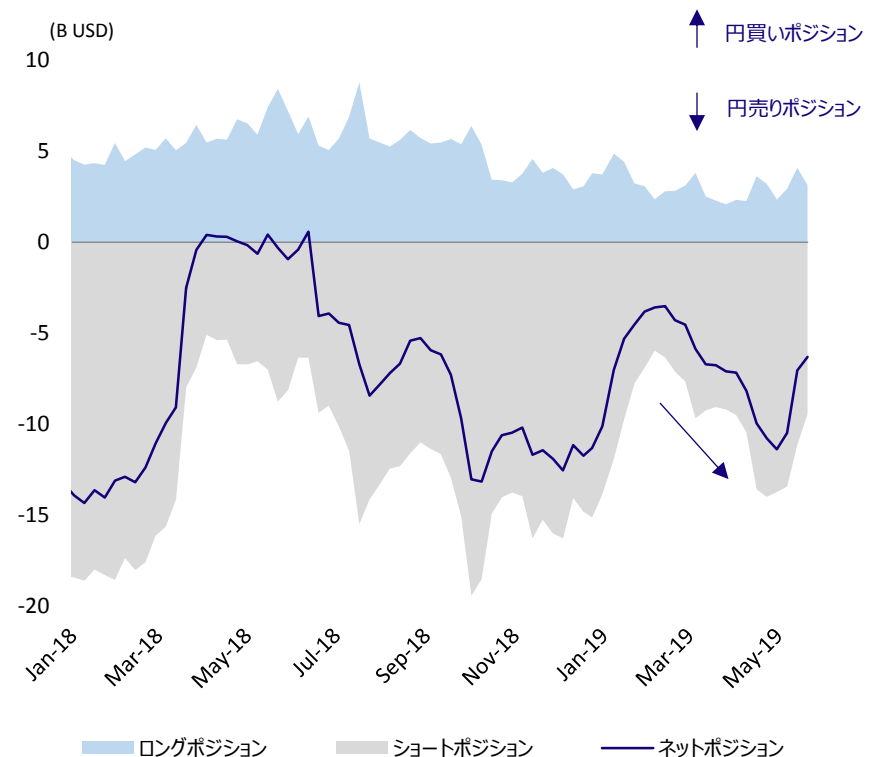
実質実効為替レートの推移

- 実効為替レートは、2通貨間の為替レートでは捉えることのできない、他通貨間での相対的な通貨の実力を測る指標。
- 対象となるすべての通貨との為替レートを貿易額等に基づきウェイト付けし、算出される。
- 円の実質実効為替レートは、2017年以降、ほぼ横ばいでの推移。
- 長期平均（過去20年平均）を大きく下回る水準が続いており、円の割安感が強い状況が続いている。



IMM通貨先物市場の非商業部門の動向

- 縮小傾向とはいえ、相応の日米金利差が確保される中、通貨先物市場における非商業部門（投機筋）の円売りポジションは、4月にかけて拡大。
- 1月にはこのポジションが巻き戻される過程で104円台まで円高が進んでおり、潜在的な円高リスクが増大している。



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

円の推移 (3)

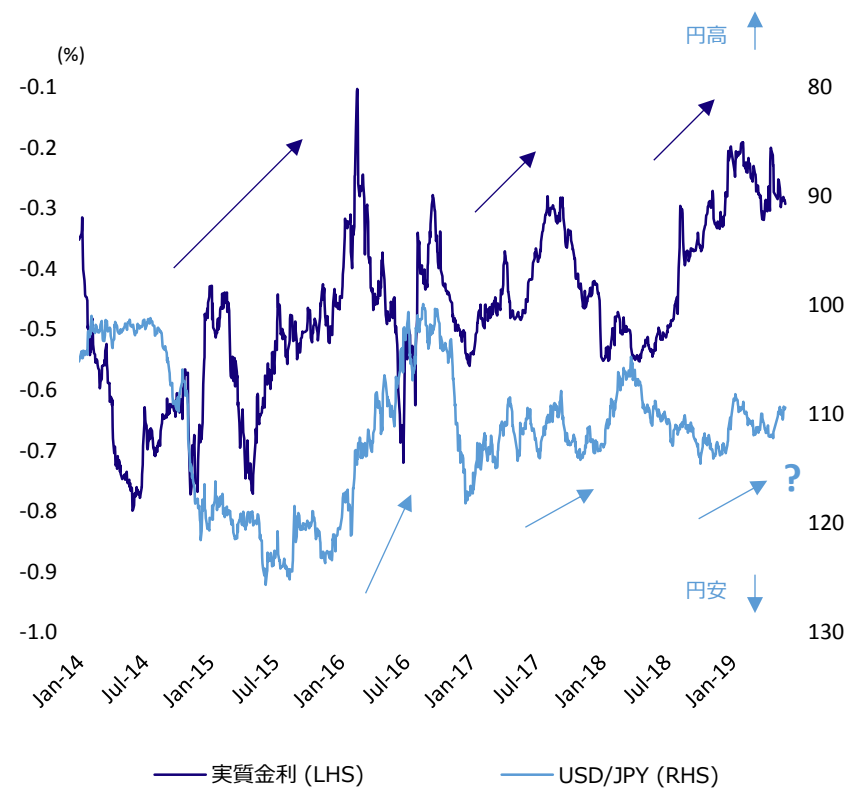
実質金利の推移 (1)

- 実質金利は名目金利とインフレ期待から構成され、名目金利からインフレ期待を差し引くことで計算される。
- 2018年後半より、名目金利が低下してきているものの、インフレ期待の低下が相対的に大きく、円の実質金利は上昇基調で推移。



実質金利の推移 (2)

- 過去、実質金利の変動は、ドル円の動きに先行する傾向。
- 2018年からの実質金利の上昇は、今後の円高の可能性を示唆する要素の1つとなっている。



(Source) Bloomberg, Thomson Reuters

日銀の金融政策

金融政策の概要

- 日銀は、「物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資すること」を理念として、金融政策を運営。
- 政策は、年8回開催される金融政策決定会合において、政策委員（総裁、副総裁2名、審議委員6名）の多数決によって決定される。
- 2013年1月に、2%の物価安定の目標を定めてからは、その早期実現に向けて、大規模な金融緩和策を継続。
- しかしながら、物価上昇圧力は依然として弱く、4月に開催された日銀金融政策決定会合においては、強力な金融緩和を粘り強く続けていく政策運営方針をより明確に示すため、（1）政策金利のフォワードガイダンスの明確化、（2）強力な金融緩和の継続に資する措置の実施を決定。

4月金融政策決定会合において明確化された政策運営方針

政策金利の フォワードガイダンスの明確化	これまでの、「 当分の間 、現在のきわめて長短金利の水準を維持する」から、「 当分の間、少なくとも2020年春頃まで 、現在のきわめて長短金利の水準を維持する」に変更
強力な金融緩和の継続に 資する措置の実施	国債補完供給について、最低品賃料の引き下げ、銘柄別の売却上限額の撤廃等を決定

政策委員の経済見通し

- 4月に公表された経済・物価情勢の展望（展望レポート）の政策委員による経済見通しでは、2019年度の消費者物価指数の見通しが維持されるも、2020年度は0.1%の下方修正。今回新たに公表された2021年度も+1.6%で、目標とする+2.0%には届かない水準。

政策委員の経済見通し

	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	消費税引き上げ・教育無償化 政策の影響を除くケース
2018年度	+0.6～+0.6% (+0.6%)		+0.8%
(1月時点)	+0.9～+1.0% (+0.9%)		+0.8～+0.9% (+0.8%)
2019年度	+0.7～+0.9% (+0.8%)	+0.9～+1.2% (+1.1%)	+0.7～+1.0% (+0.9%)
(1月時点)	+0.7～+1.0% (+0.9%)	+1.0～+1.3% (+1.1%)	+0.8～+1.1% (+0.9%)
2020年度	+0.8～+1.1% (+0.9%)	+1.2～+1.5% (+1.4%)	+1.1～+1.4% (+1.3%)
(1月時点)	+0.7～+1.0% (+1.0%)	+1.3～+1.5% (+1.5%)	+1.2～+1.4% (+1.4%)
2021年度	+0.9～+1.2% (+1.2%)		+1.4～+1.7% (+1.6%)

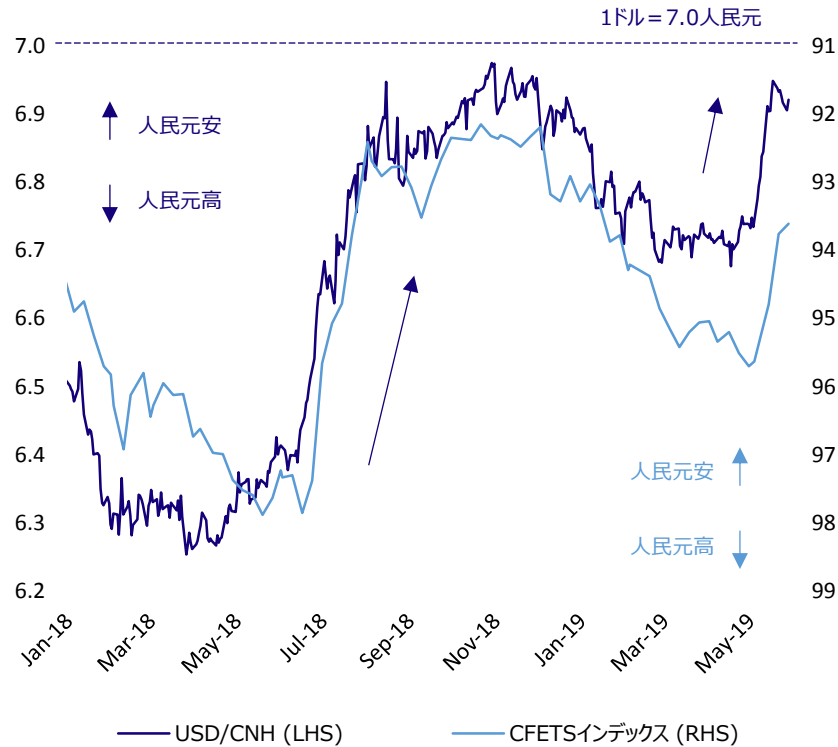
(*) カッコ内は中央値

(Source) Bank of Japan

人民元の推移

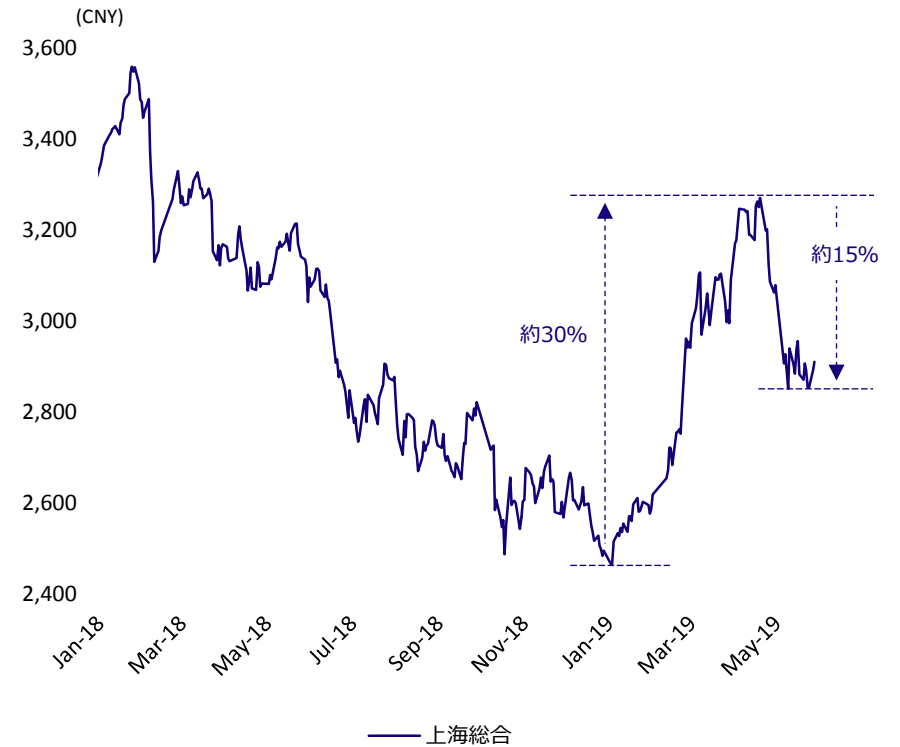
USD/CNHの推移

- 2018年は、米中貿易戦争の激化を背景に人民元安圧力が強まるも、ドル人民元が7.0に近づく場面では、中国当局が人民元を下支えする措置を実施。
- 足元は、米国の追加関税の発動により、再び人民元安の勢いが加速しており、ドル人民元は7.0に徐々に接近。



株価の推移

- 2019年に入り、ハイペースでの回復を続けてきた上海総合指数は、リスクオフムードの高まりを受け、足元で再び下落基調に転じている。
- 年初からの上昇分（約30%）のうち、4月後半からの下落により、その約半分を失う形となっている。



(Source) Thomson Reuters

米中貿易戦争のタイムライン

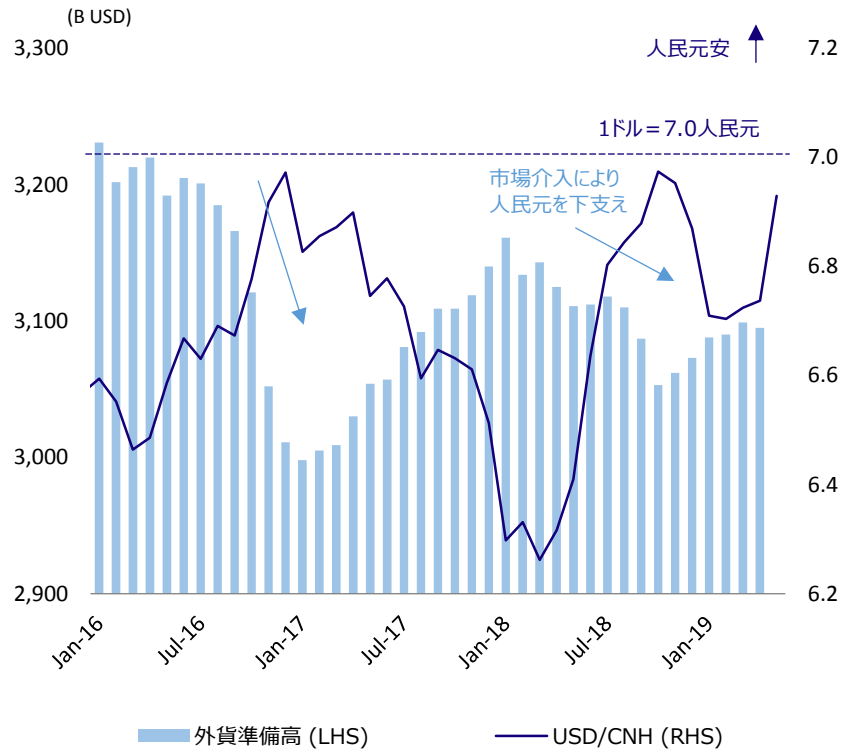
2018年	3月	<ul style="list-style-type: none">■ 米国が鉄鋼に25%、アルミに10%の関税を賦課	
	4月	<ul style="list-style-type: none">■ 中国が米国からの輸入品128品目に対し、15-25%の報復関税を表明■ 米国が中国のZTEに対し、米国企業との取引を禁止する措置を発表	
	7月	<ul style="list-style-type: none">■ 米国が818品目（340億ドル）の中国製品に対し、25%の関税を賦課■ 中国が545品目（340億ドル）の米国製品に対し、25%の報復関税を賦課	Phase 1
	8月	<ul style="list-style-type: none">■ 米国が279品目（160億ドル）の中国製品に対し、25%の関税を賦課■ 中国が333品目（160億ドル）の米国製品に対し、25%の報復関税を賦課	Phase 1
	9月	<ul style="list-style-type: none">■ 米国が5745品目（2000億ドル）の中国製品に対し、関税を10%から25%に引き上げることを表明■ 中国が5207品目（600億ドル）の米国製品に対し、5-10%の報復関税を表明	Phase 2
		<ul style="list-style-type: none">■ 米国が残りの2670億ドルの中国製品に対し、25%の関税を賦課することを示唆	Phase 3
	11月	<ul style="list-style-type: none">■ トランプ米大統領と習中国国家主席がG20サミットで会談 → 5745品目（2000億ドル）の中国製品に対する追加関税の発動を最大90日間猶予	
2019年	1月	<ul style="list-style-type: none">■ トランプ米大統領が5745品目（2000億ドル）の中国製品に対する関税引き上げを停止することを表明	
	2月	<ul style="list-style-type: none">■ 米中閣僚級会談で中国製品の輸出促進を狙った人民元安誘導を実施しない通貨政策に合意	
	3月	<ul style="list-style-type: none">■ 5745品目（2000億ドル）の中国製品に対する追加関税について、90日間の猶予期間を延長	
	5月	<ul style="list-style-type: none">■ 米国が5745品目（2000億ドル）の中国製品に対し、関税を10%から25%に引き上げ■ 中国が5207品目（600億ドル）の米国製品に対し、最大25%の報復関税を表明	Phase 2
		<ul style="list-style-type: none">■ 米国が3805品目（3000億ドル）の中国製品に対し、25%の関税を賦課することを表明■ 米国が中国の華為技術へ米国製品の輸出を禁止する措置を発表	Phase 3

(Source) Mizuho Bank

外貨準備高の推移

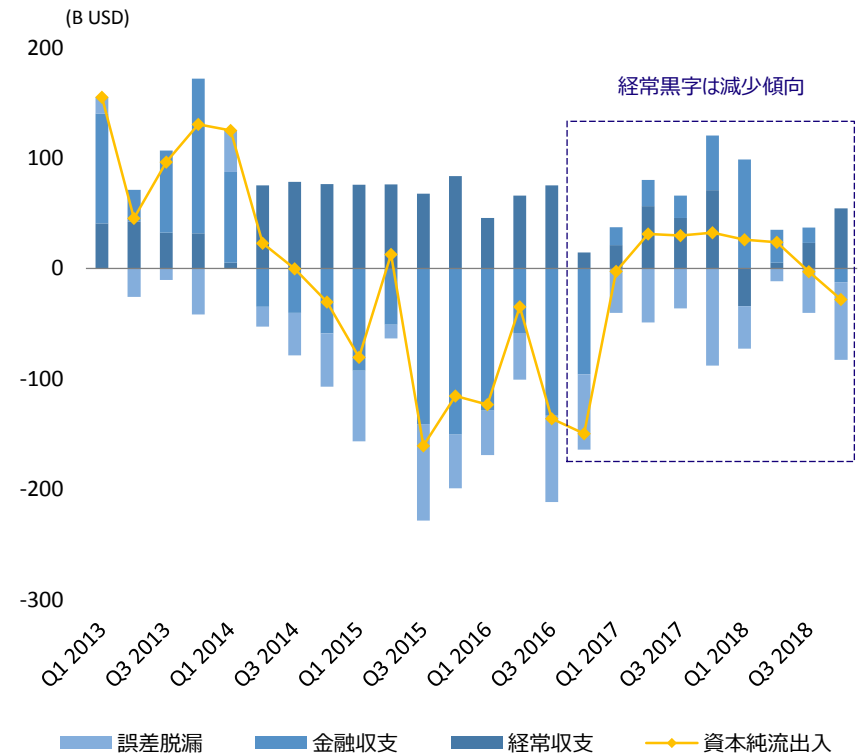
外貨準備高の推移

- 人民元安の流れが続く中、2018年に続き、「1ドル=7.0人民元」を巡る攻防が注目を集めている。
- 中国当局者が、引き続き、「1ドル=7.0人民元」を防衛ラインとしているとの一部報道もあるが、2018年と比較して中国経済の成長が鈍化している中、同水準が人民元安の限界点として見做され続けるかが焦点となる。



資本純流出入の推移

- 中国では、経常収支の黒字額が減少傾向にあり、IMFは2022年に赤字に転落すると予想。
- 自国通貨買い支えのための元手の減少により、今後は通貨防衛実施のハードルが上がっていくことが想定される。



(Source) State Administration of Foreign Exchange, Thomson Reuters

今後の見通し

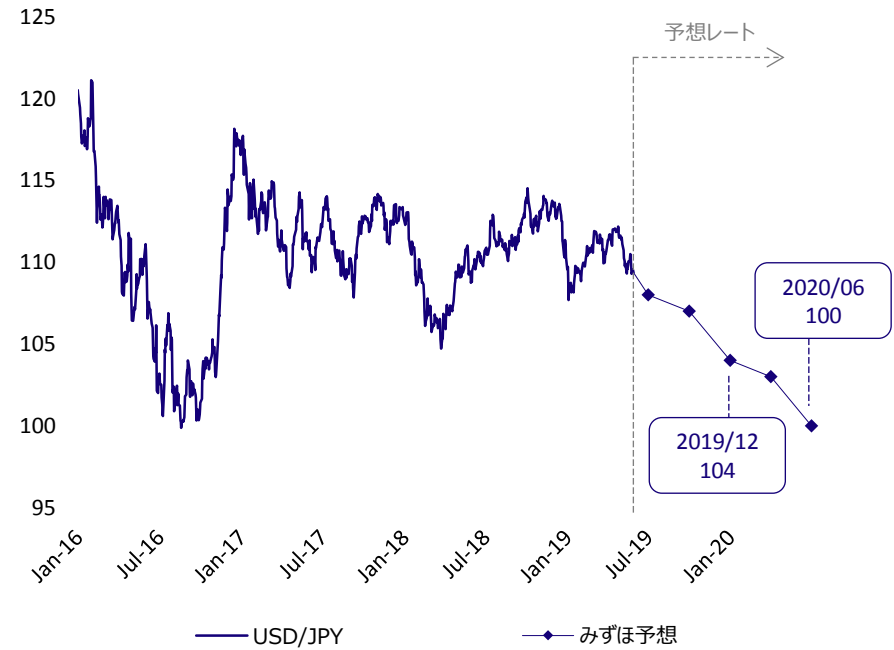
USD/TWDの見通し

- FRBのハト派化が鮮明となり、一部のFRB高官が利下げの可能性にも言及し始める中、2018年までにみられたような、米金利の上昇を背景としたドル高は期待し難い。
- 米中貿易戦争への懸念は依然として強く残るものの、市場が落ち着きを取り戻す過程においては、台湾の輸出企業の旺盛な台湾ドル買い需要や、株式市場への海外資金の流入回復により、ドル台湾ドルは台湾ドル高圧力が強まる展開を見込む。



USD/JPYの見通し

- 2019年は、日米金利差が大幅に縮小する中であったとしても、堅調な米国経済や、通貨先物市場における投機筋の円売りポジション拡大により、ドル円は底堅く推移。
- しかしながら、米国の物価が騰勢を強めるような状況にはないことから、FRBによる利上げの再開は期待し難い。
- 米国の金融政策正常化プロセスの終了とともに米金利の低下とドル安が進み、結果としてドル円が円高方向へ推移することを見込む。



(Source) Thomson Reuters, Mizuho Bank

予想レンジ

	2019年				2020年	
	1-5月 (実績)	6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
USD/TWD	30.635~31.660 (31.612)	30.90~31.90 (31.40)	30.90~31.90 (31.40)	30.70~31.70 (31.20)	30.50~31.50 (31.00)	30.30~31.30 (30.80)
USD/JPY	104.10~112.40 (108.81)	107~111 (108)	105~110 (107)	102~108 (104)	100~107 (103)	98~106 (100)
JPY/TWD	0.2742~0.2930 (0.2905)	0.281~0.301 (0.291)	0.283~0.303 (0.293)	0.290~0.310 (0.300)	0.291~0.311 (0.301)	0.298~0.318 (0.308)
USD/CNH	6.6702~6.9497 (6.9277)	6.70~7.00 (6.90)	6.65~6.95 (6.85)	6.60~6.90 (6.80)	6.60~6.90 (6.78)	6.55~6.85 (6.75)
CNH/JPY	15.2412~16.7920 (15.7065)	15.29~16.57 (15.65)	15.11~16.54 (15.62)	14.78~16.36 (15.29)	14.49~16.21 (15.19)	14.31~16.18 (14.81)
EUR/USD	1.1105~1.1570 (1.1148)	1.10~1.15 (1.13)	1.11~1.16 (1.14)	1.11~1.17 (1.15)	1.12~1.18 (1.16)	1.13~1.19 (1.17)
EUR/JPY	118.89~127.57 (121.30)	120~126 (122)	119~126 (122)	118~125 (120)	117~125 (119)	116~125 (117)

(*) カッコ内は四半期末の予想レート

(Source) Mizuho Bank

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。当資料に記載された内容は、事前連絡なしに変更されることがあります。投資に関する最終決定は、お客さまご自身の判断でなさるようお願いいたします。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、複製することを禁じます。