

# 為替市場動向

---

2017年6月

みずほ銀行 台北支店 / 台灣營業部 / 台北資金室

# 01. 2017年上半年の振り返り

1月	■ トランプ政権の正式発足 → 保護主義姿勢強化、ドル高けん制発言
2月	■ イエレンFRB議長の議会証言、FRB高官のタカ派的な発言 → 3月利上げ期待の高まり
3月	■ FOMCでの利上げ決定 → 利上げ見通しは維持（2017年は3回） ■ オランダ下院選 → 反EUを掲げる自由党の議席拡大は限定的に ■ 医療保険制度改革（オバマケア）代替法案の採決撤回 → トランプ政権の政策実行能力に対して疑問符
4月	■ 北朝鮮情勢をめぐる地政学リスクの高まり ■ 米財務省為替政策報告書 → 中国の為替操作国認定見送り、台湾の監視リスト入り継続 ■ 仏大統領選初回投票でのマクロン候補の首位獲得
5月	■ FOMCでの利上げ見送り → 1-3月期の経済成長率鈍化は一時的、労働市場の強さは継続と指摘 → 6月利上げ期待の高まり ■ 仏大統領選決選投票でのマクロン候補の勝利 → 欧州の政治リスク後退
6月	■ 英総選挙 ■ 仏下院選 ■ FOMC



2017年上半年は政治イベントがマーケットの中心に

## 02. 台湾ドルの推移①

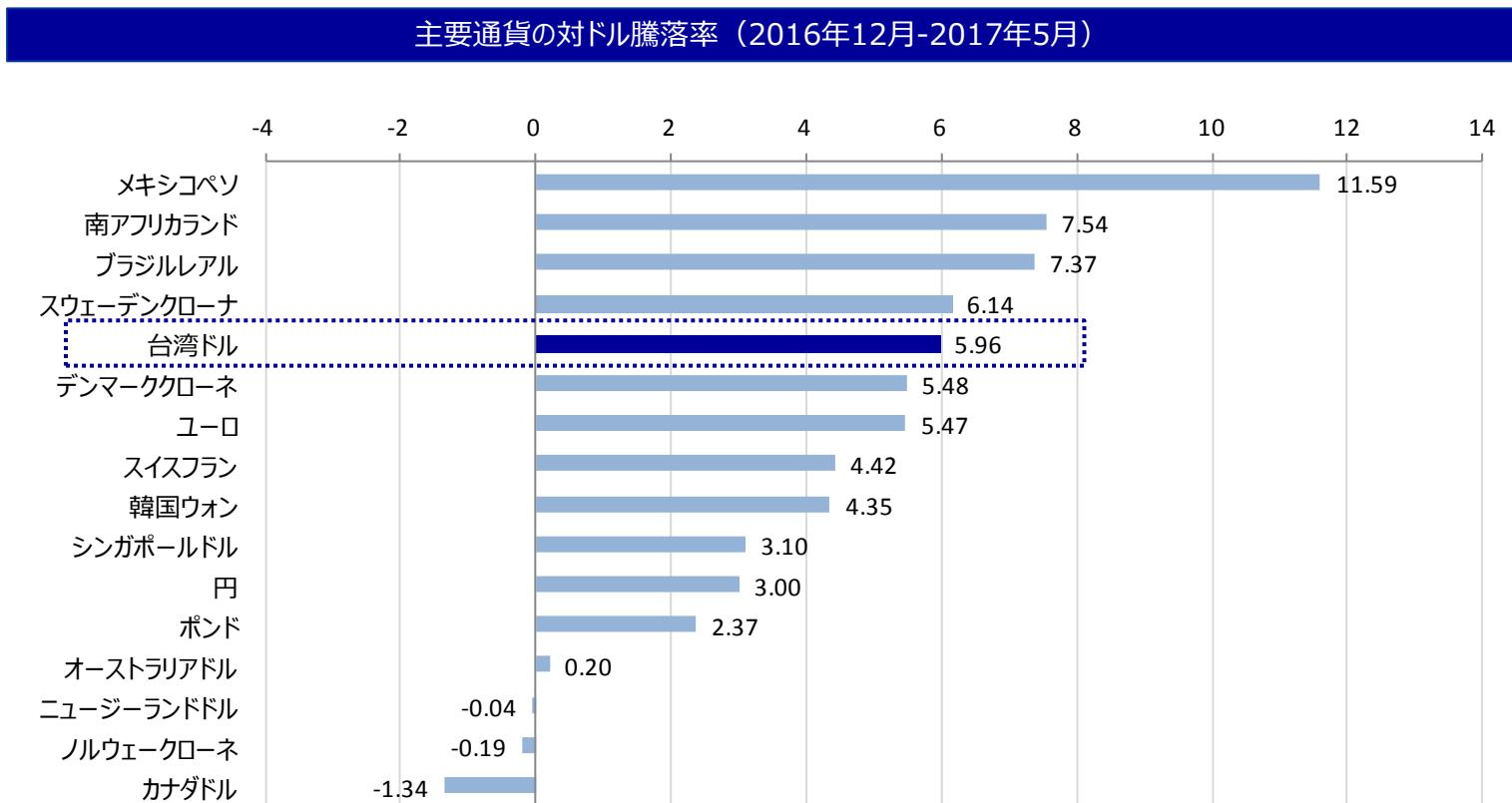
- 2016年11月の米大統領選後、新政権の景気刺激策への期待からドル高が進むも、台湾では株式市場が堅調に推移する中、外国人投資家の株式買い越しに伴うドル売り台湾ドル買いフローがドル台湾ドルの上値を押さえた
- 2017年に入ると、トランプ政権が保護主義姿勢を強め、ドル高調整が進む中、上述の外国人投資家による株式買い越しに加え、好調な輸出を受けた実需のドル売り台湾ドル買いフローも相まって、台湾ドル高が急速に進行
- 3月のFRBの利上げ以降もドルは上値重く推移し、台湾ドル高基調が継続、05/03には2014年9月以来となる29.940まで台湾ドル高が進行



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 03. 台湾ドルの推移②

- 主要通貨の対ドルの過去6か月間の騰落率を比較すると、台湾ドルはメキシコペソ、南アフリカランド、ブラジルレアル、スエーデンクローナに次ぐ上昇率

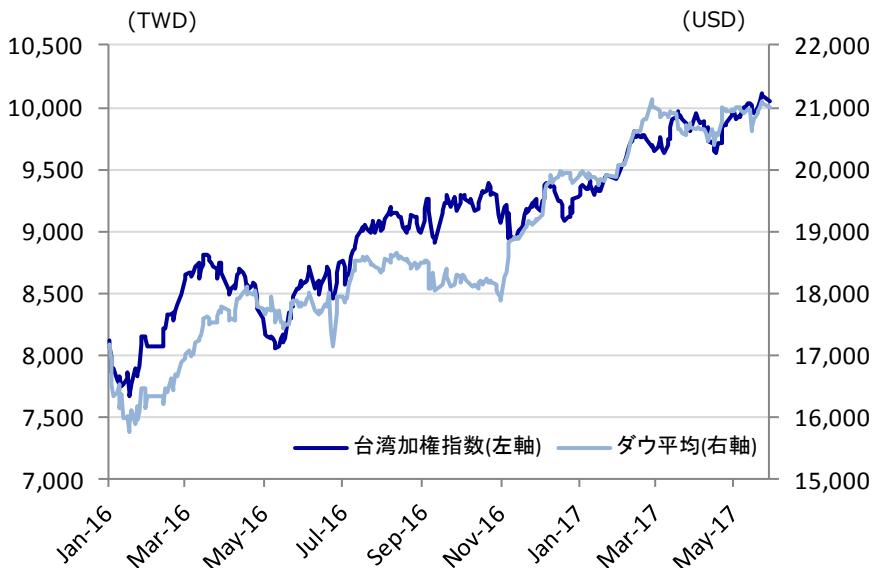


（資料）ブルームバーグよりみずほ銀行台北資金室作成

## 04. 台湾の株式市場の動向①

- ダウ平均が20,000ドル台の高値圏での推移が続く中、台湾加権指数も2015年4月以来の水準まで上昇し、05/09には節目となる10,000台湾ドルを突破
- 台湾の株式市場では、株価の堅調な推移を背景に、外国人投資家の資金流入が継続（2017年1-5月で合計2,476億台湾ドルの資金流入、2016年の年間資金流入3,102億台湾ドルの80%に相当）
- 外国人投資家の株式買い越しが増加すると、株式購入に伴うドル売り台湾ドル買いの為替取引も増加するため、為替相場へ大きく影響を及ぼす

米台株価指数の推移

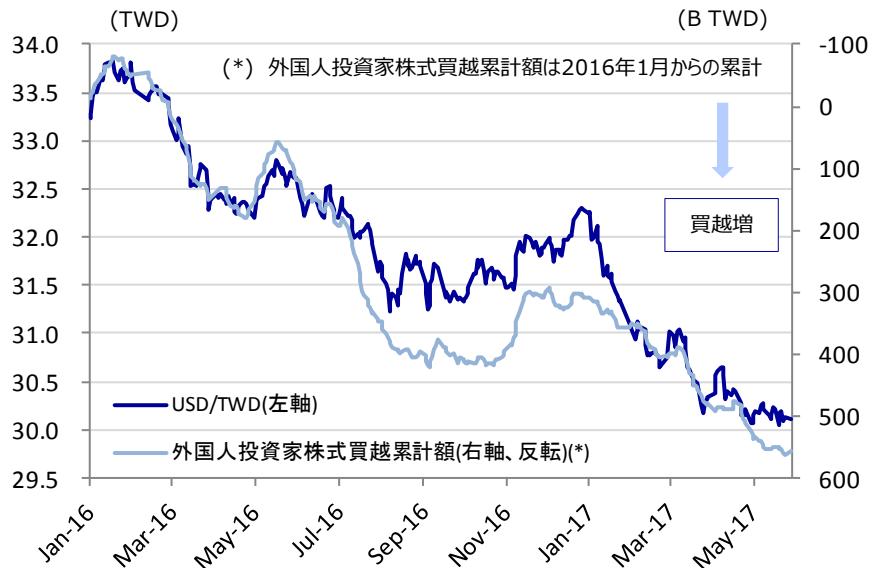


台湾加権指数と外国人投資家株式買越し額の推移

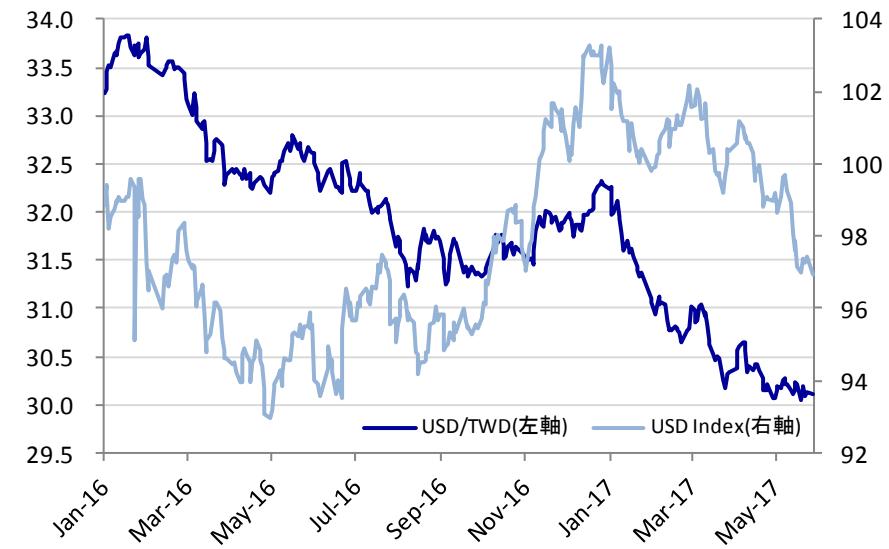


## 05. 台湾の株式市場の動向②

ドル台湾ドルと外国人投資家株式買越額の推移

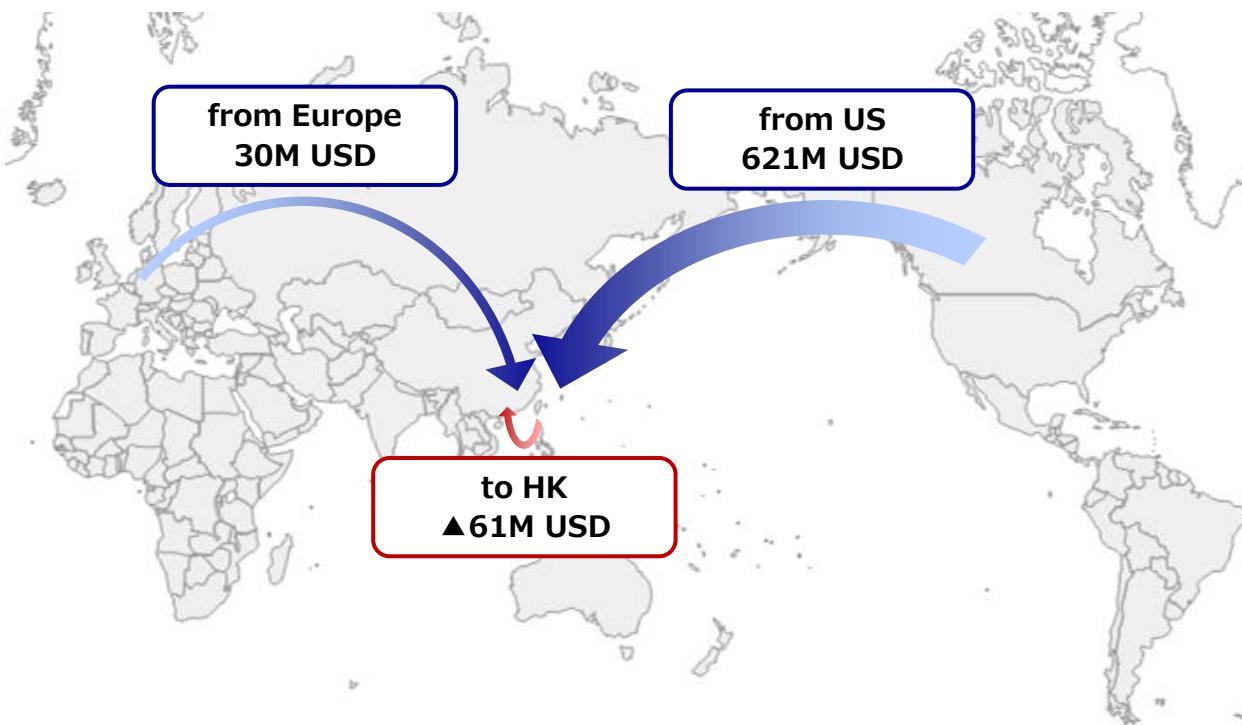


ドル台湾ドルの推移



# (ご参考) 台湾の株式市場への外国人投資家の資金流入

- 2017年4月の台湾の株式市場における外国人投資家の買い越し額は321億台湾ドル（10.6億ドル相当）
- 時価総額上位100社のデータからは米国の投資顧問会社やヘッジファンドを中心に海外の機関投資家から資金流入が進んでいることが推測可能



国・地域別の資金流入額（2017年4月）

米国	621M USD
英国	12M USD
香港	▲61M USD (資金流出)
シンガポール	6M USD
合計	599M USD

主な機関投資家（米国のみ）

■ Capital International Investors
■ BlackRock Institutional Trust Company
■ Vontobel Asset Management, Inc.
■ Northern Trust Global Investments
■ The Vanguard Group, Inc.

(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 06. 台湾の株式市場の動向③

- 輸出企業が強い国の場合、為替が自国通貨高となった場合、輸出企業の業績へ悪影響を及ぼすことが懸念され、その国の株価は自国通貨高と連動して下落する傾向が強い（自国通貨安の場合、反対に株価は上昇する傾向が強い）
- 日本の場合、その傾向は顕著であり、為替の円安進行とともに日経平均株価は上昇
- 一方、台湾の場合は、2016年以降の台湾ドル高局面においても、台湾加権指数の上昇基調は継続し、足元は2015年4月以来の10,000台湾ドル台への上昇をみせている

ドル台湾ドルと台湾加権指数の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

ドル円と日経平均株価の推移

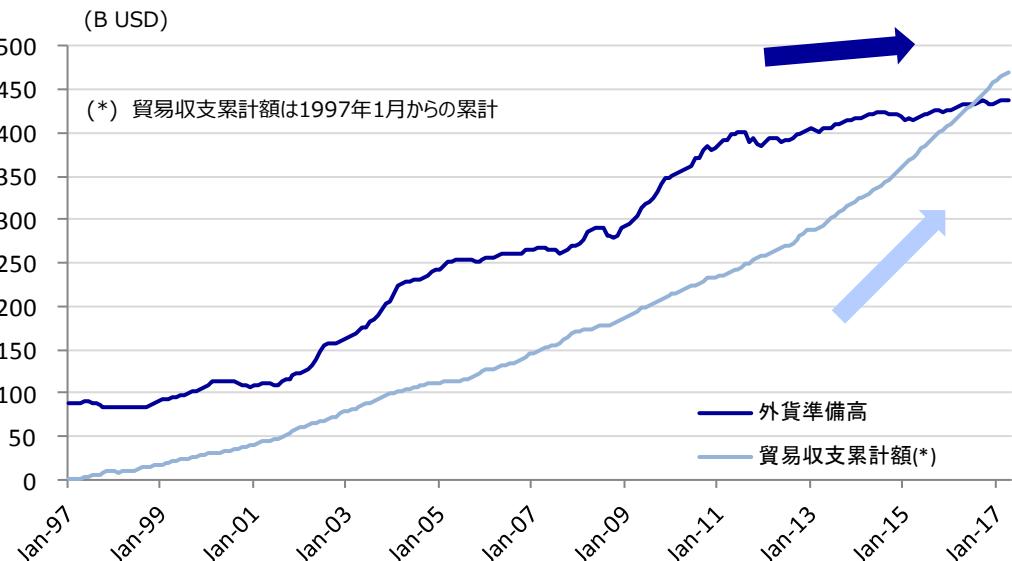


(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 07. 外貨準備高の動向

- 台湾の外貨準備高は、中国、日本、スイス、サウジアラビアに次ぐ世界第5位（2017年4月時点）
- 2017年4月の残高は4,384億ドルで、GDPの約85%の規模
- これまで貿易黒字の積み上がりとともに外貨準備高が増加してきたものの、近年は貿易収支累計額の増加ペースと比較すると、外貨準備高の増加ペースは緩やかになっている

外貨準備高と貿易収支累計額の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

外貨準備高の比較（2017年4月時点）

国・地域名	外貨準備高(B USD)	GDP比
中国	3,030	31.9%
日本	1,242	20.6%
スイス	673	106.2%
サウジアラビア	500	72.7%
台湾	438	85.2%

(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 08. ドルの推移

- ドルは2016年11月の米大統領選後、トランプ政権の大規模減税、インフラ投資をはじめとする景気刺激策への期待感から大幅に上昇
- ドルインデックス(\*)は2017/01/03に2002年12月以来の水準となる103.82まで上昇
- 一方、2017年に入ってからは、トランプ政権が保護主義姿勢を強化し、ドル安圧力を強めたことなどを背景に軟化

(\*) ドルインデックス：主要通貨に対するドルの総合的な価値を示す指数、構成比率はユーロ57.6%、円13.6%、ポンド11.9%、カナダドル9.1%、スウェーデンクローネ4.2%、スイスフラン3.6%



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

# 09. トランプ政権の主な政策

- トランプ政権の主な政策は、インフラ投資、大規模減税、厳格な移民政策、保護主義的な通商政策など
- しかしながら、移民政策については2月に入国禁止令が司法の壁に阻まれ、3月には医療保険制度改革（オバマケア）代替法案の下院採決を撤回
- トランプ政権の政策実行能力に疑問符がつき始めており、税制改革、インフラ投資の遅延リスクに対し懸念が広がっている

## トランプ政権の主な政策

分野	政権発足前	政権発足後
医療	■ オバマケアの改廃	■ オバマケア代替法案の下院採決撤回 → 5月に下院通過
財政	■ インフラ投資拡大 ■ 減税規模は10年間で4.4兆ドル <法人税> ■ 法人税率の35%から15%への引き下げ ■ 海外留保利益へ1度限りで課税 <個人所得税> ■ 個人所得税の税率区分を7区分から3区分へ簡素化 ■ 所得控除の利用制限	■ インフラ投資の具体的な財源についての言及なし ■ 政権発足100日を前に税制改革の骨子となる "2017 Tax Reform for Economic Growth and American Jobs" を発表 → ①経済成長と雇用創出、②税制の簡素化、③家族向け減税、④法人税率の引き下げの4つの目標と法人税、個人所得税の税制改革の主要項目について発表 ■ 下院共和党が輸出を免税とし、輸入品に対しては課税を行う国境調整税の導入を主張 → 巨額の財源となるものの、輸入価格の上昇が価格に反映された場合、消費者の購買力低下につながることから、小売業を中心に反発も強い
移民	■ 厳格な移民管理 ■ メキシコとの国境に壁を建設	■ 入国禁止令は司法の壁に阻まれる ■ メキシコ国境の壁建設に関する大統領令に署名
貿易	■ TPP離脱 ■ NAFTA再交渉 ■ 中国を為替操作国に認定	■ TPPから離脱 ■ 公正な通商条件で合意できなかった場合、NAFTA撤廃の意向を表明 ■ 中国の為替操作国認定は見送り

(資料) 各種報道よりみずほ銀行台北資金室作成

# 10. トランプ政権の通貨政策

## トランプ政権の要人発言

### ■ トランプ大統領

- ・ ドルは強すぎる、低金利政策を好む（04/12 WSJのインタビュー）
- ・ 通貨価値に関して長い間不満を述べてきた（02/10 日米首脳会談後記者会見）
- ・ 他国は通貨切り下げで優位に立っている（01/31 医薬品メーカーとの会合）

### ■ ムニューシン財務長官

- ・ 長期的にみて強いドルは良いことであり、（04/12のWSJへの発言について）トランプ大統領は短期的なドルの強さについて事実に基づく発言を行った（04/17 FTのインタビュー）
- ・ 短期的にはドルの強さで特定の問題が生じる可能性があるが、長期的なドルの強さは準備通貨への信頼の表れ（03/16 ショイブレ独財務相との会談後記者会見）



トランプ政権は短期的には強いドルは望まない

## 為替政策報告書

- 04/14に米財務省が為替政策報告書を公表
- 監視リストには、中国、日本、ドイツ、韓国、スイス、台湾の6か国が入り、前回（2016年10月）から変わらず
- 中国の為替操作国認定は見送られたが、巨額の対米貿易黒字から監視リスト入りは継続
- 監視リストに入った6か国について、今後もモニタリングを継続していくことを強調

### 為替操作国・監視リストの判定基準（色付きは該当項目）

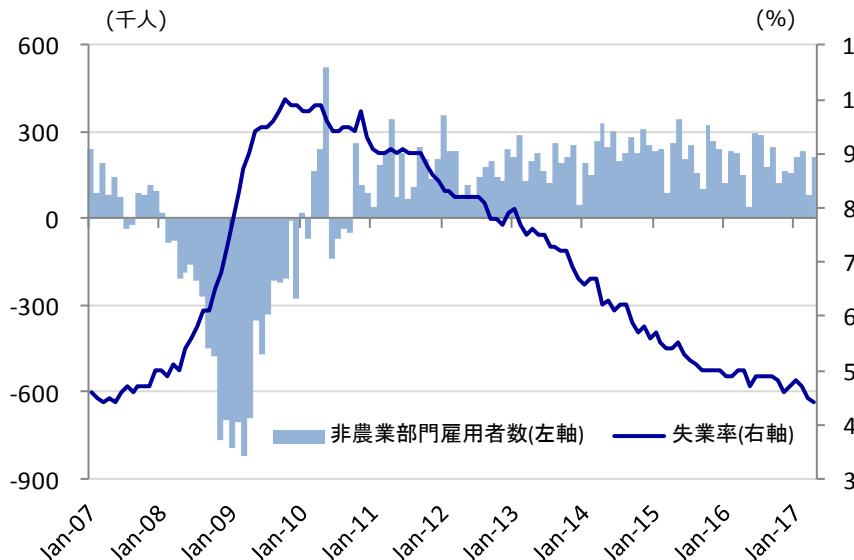
国・地域名	①対米貿易黒字 200億ドル超	②経常黒字 GDP比3%超	③ドル買い介入 GDP比2%超
中国	3,470億ドル	1.8%	-3.9%
日本	689億ドル	3.8%	0.0%
ドイツ	649億ドル	8.3%	-
韓国	277億ドル	7.0%	-0.5%
スイス	137億ドル	10.7%	10.0%
台湾	133億ドル	13.4%	1.8%

（資料）米財務省よりみずほ銀行台北資金室作成

# 11. FRBの金融政策①

- 5月FOMCでは、金融政策の現状維持を決定（フェデラルファンド金利誘導目標レンジを0.75-1.00%で据え置き）
- 会合後に公表された声明文では、景気全般、インフレ率について、以下のように指摘
  - ・ 景気全般：3月FOMC以降に入手した情報では、経済活動の伸びは減速したものの、労働市場は引き続き力強さを増したことが示唆された
  - ・ インフレ率：インフレ率は委員会の中長期的な目標である2%に近い水準で推移しているが、エネルギーと食品の価格を除くと2%をやや下回る
- また、1-3月期の経済成長鈍化が一過性となる可能性が高いと指摘されたことがタカ派的と受け止められ、6月利上げの市場での折り込みが加速

非農業部門雇用者数と失業率の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

コアPCEデフレーターとコアCPIの推移

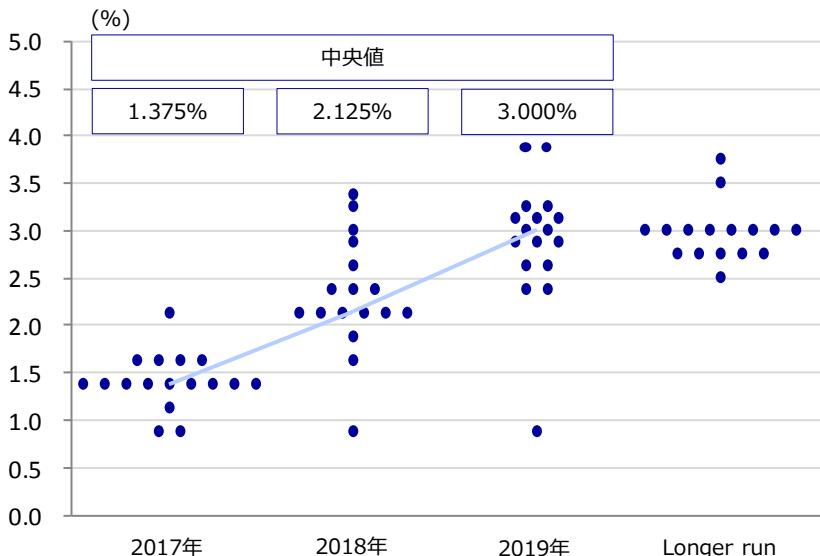


(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 12. FRBの金融政策②

- 3月FOMC時点でのFOMCメンバーの利上げ見通しは2017年、2018年ともにそれぞれ3回
- 今後は利上げとともに、FRBのバランスシート縮小に関する議論が注目されるが、3月FOMCの議事要旨では、ほとんどの参加者が経済が予想通りのパフォーマンスを続けた場合、2017年後半における再投資政策の変更が適切になるとの考えを持っていることが明らかになっている
- また、再投資停止にあたっては、アナウンスに十分な時間を確保することが必要との認識も参加者の間で共有されており、政策変更の選択肢としては、年内のアナウンス開始、2018年春からの再投資の段階的停止などが考えられる

FRB理事・地区連銀総裁による利上げ見通し（2017年3月時点）



（資料）FRBよりみずほ銀行台北資金室作成

FRB理事・地区連銀総裁による経済見通し（2017年3月時点）

	2017年	2018年	2019年	Longer run
実質GDP	+2.0 - +2.2% (+2.1%)	+1.8 - +2.3% (+2.1%)	+1.8 - +2.0% (+1.9%)	+1.8 - +2.0% (+1.8%)
失業率	4.5 - 4.6% (4.5%)	4.3 - 4.6% (4.5%)	4.3 - 4.7% (4.5%)	4.7 - 5.0% (4.7%)
PCE デフレーター	+1.8 - +2.0% (+1.9%)	+1.9 - +2.0% (+2.0%)	+2.0 - +2.1% (+2.0%)	+2.0% (+2.0%)
コアPCE デフレーター	+1.8 - +1.9% (+1.9%)	+1.9 - +2.0% (+2.0%)	+2.0 - +2.1% (+2.0%)	N/A (N/A)

（注）カッコ内は中央値、失業率は10-12月期平均、他は10-12月期の前年同期比

（資料）FRBよりみずほ銀行台北資金室作成

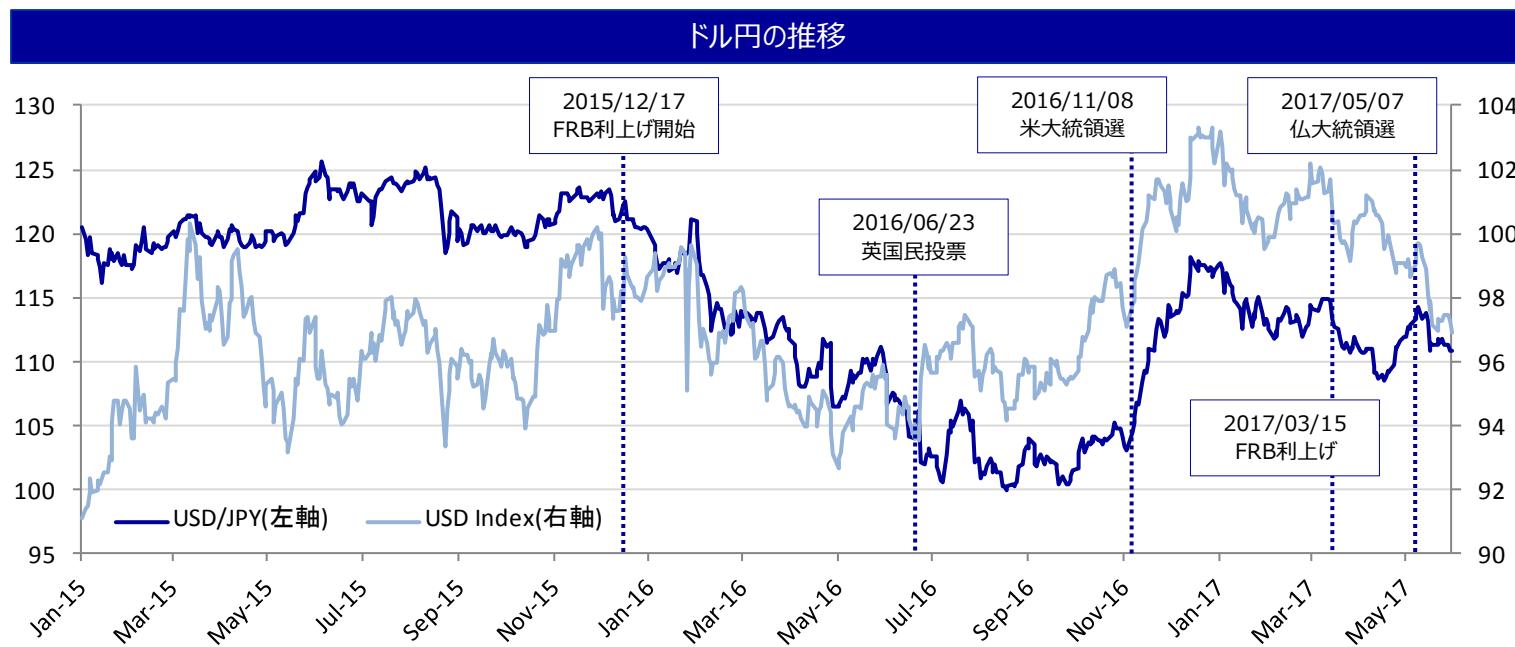
# 13. 米国のファンダメンタルズ

- 4月に公表された国際通貨基金（IMF）による世界経済見通しでは、米国の2017年の経済成長見通しは+2.30%で前回（1月）から変わらず
- Q1GDP速報値は個人消費の低迷を背景に、+0.70%と伸びが鈍化しているものの、FOMC声明文で指摘されたように、鈍化は一過性との見方が強い
- 製造業の企業マインドはトランプ政権の政策期待により改善が続いているものの、2月をピークに悪化傾向が継続



## 14. 円の推移

- 2016年はFRBによる利上げ期待の後退や、英国民投票の結果を受けてリスクオフムードが高まり、米金利低下とともに6月には99.00円まで下落
- 米大統領選以降は、一転して日米金利差拡大を背景に大幅な円安が進行し、2016/12/15には118.66円をつける場面もみられた
- しかしながら、その後はトランプ政権の保護主義強化姿勢のもと、ドル安圧力を強めたことや、医療保険制度改革（オバマケア）代替法案の採決撤回を受けて政策実行能力への疑問符がつき始めたこと、欧州の政治リスクならびに北朝鮮情勢をめぐる地政学リスクへの懸念などから、4月には一時108円台まで下落



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

# 15. 日銀の金融政策

- 日銀は2016年9月の金融政策決定会合で導入したイールドカーブ・コントロール政策のもと、これまでの国債買い入れを中心とした「量」から「金利」に政策の軸足を移し、物価目標達成への持久戦を継続
- 4月に公表された展望レポートでは、2017年度の物価見通しが前年比+1.5%から+1.4%に引き下げられたものの、実質GDP見通しは2017年度、2018年度ともに上方修正、物価目標達成時期は2018年度ごろで維持された

## 日銀の金融政策の概要

### イールドカーブ・コントロール

- 短期金利：日銀当座預金のうち、政策金利残高に▲0.1%のマイナス金利を適用
- 長期金利：10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう長期国債の買い入れを実施、買い入れ額は保有残高増加額年間約80兆円をめどとし、金利操作方針を実現するように運営を行う

### 資産買い入れ

- ETF、J-REITについて、保有残高がそれぞれ年間約6兆円、約900億円増加するペースで買い入れを実施
- CP等、社債等について、保有残高をそれぞれ約2.2兆円、約3.2兆円に維持

## 日銀政策委員の見通し（2017年4月時点）

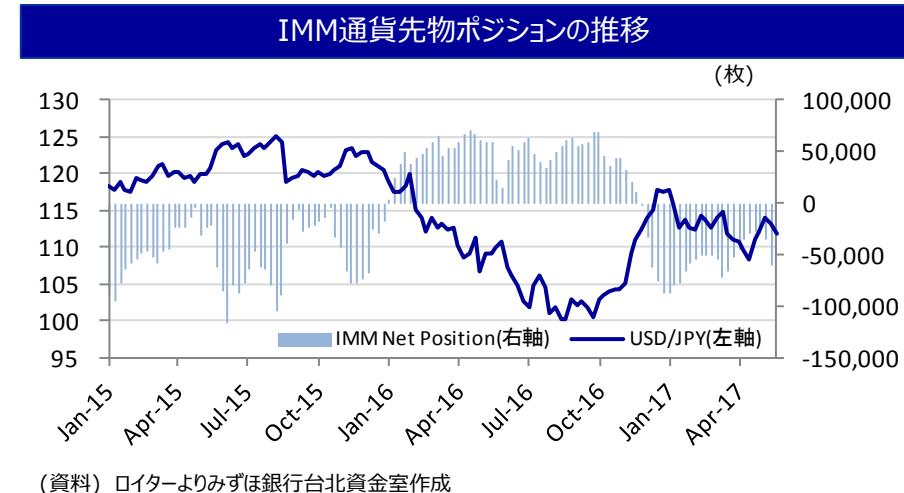
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	除く消費税率 引き上げの影響
2016年度	+1.4 - +1.4% (+1.4%)		-0.3%
1月時点の見通し	+1.2 - +1.5% (+1.4%)	-0.2 - -0.1% (-0.2%)	
2017年度	+1.4 - +1.6% (+1.6%)	+0.6 - +1.6% (+1.4%)	
1月時点の見通し	+1.3 - +1.6% (1.5%)	+0.8 - +1.6% (+1.5%)	
2018年度	+1.1 - +1.3% (+1.3%)	+0.8 - +1.9% (+1.7%)	
1月時点の見通し	+1.0 - +1.2% (+1.1%)	+0.9 - +1.9% (+1.7%)	
2019年度	+0.6 - +0.7% (+0.7%)	+1.4 - +2.5% (+2.4%)	+0.9 - +2.0% (+1.9%)

(注) カッコ内は中央値、実質GDP、消費者物価指数は前年度比

(資料) 日銀よりみずほ銀行台北資金室作成

# 16. IMM通貨先物ポジション、日米金利差

- 米商品先物取引委員会（CFTC）が発表するIMM通貨先物によると、2017年1月をピークに、投機筋（非商業部門）の円の売り持ち高は縮小
- 日米金利差は、米大統領選後、米金利上昇の一方で、円金利が日銀によるイールドカーブ・コントロール政策のもと、金利上昇が押さえられていることを背景に拡大
- 2017年に入り、トランプ政権の景気刺激策の遅延リスクも意識され始める中、金利差拡大は一服



# 17. 地政学リスクとドル円の関係

- これまでの有事の際は、リスクオフによる円高が一般的であったものの、北朝鮮情勢をめぐっては、日本へ直接攻撃の被害が及ぶことも想定されることから、北朝鮮情勢が緊迫化した場合は、これまでと異なり、円安へ振れる可能性があることにも注意が必要

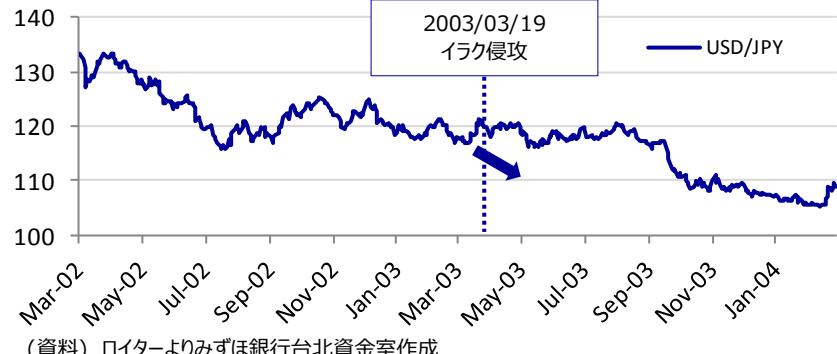
湾岸戦争



アフガニスタン戦争



イラク戦争



北朝鮮への攻撃？



## 18. 人民元の推移

- 2015年8月以降、資本流出圧力が強い状況が続く中、ドル高人民元安基調が継続
- 2016年11月の米大統領選後は、ドルの上昇を受けて人民元安が一段と進行し、2016年は年間で6.2%の人民元安
- 2017年に入ると、USD/CNH=7.0の節目を意識した当局のCNH安けん制の動きが強まったことや、トランプ大統領の終焉により、足元は6.9を挟んだ狭いレンジでの推移が続いている

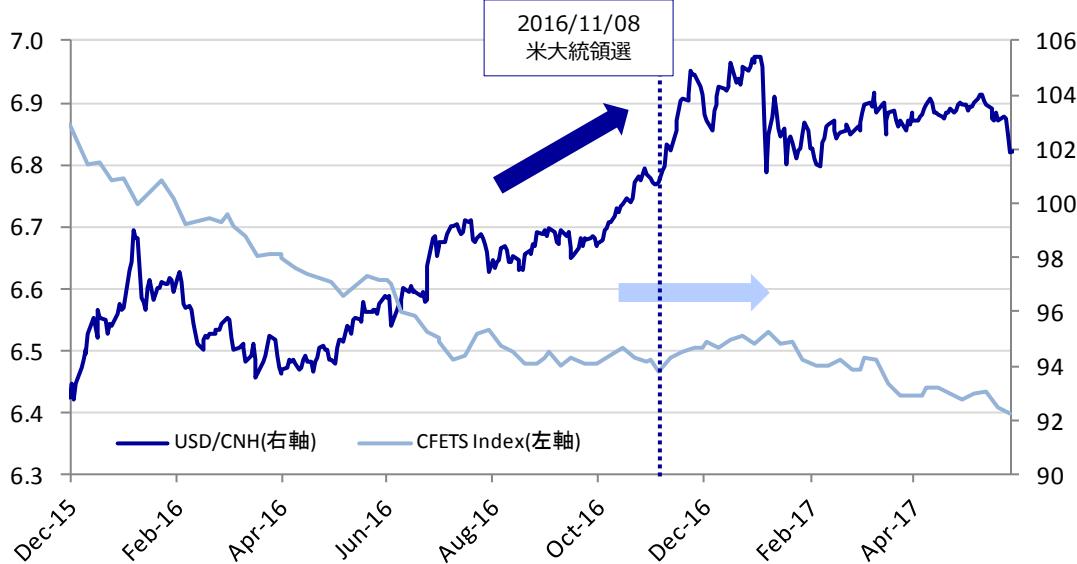


(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

# 19. CFETSインデックス

- 2015年12月、中国人民銀行が運営するCFETS (China Foreign Exchange Trade System) は、人民元の価値を測る新たな人民元指数を発表
- 発表時の声明では、「対ドル相場だけで人民元の価値を測るべきではない」と指摘
- 米大統領選以降も、対ドルでは人民元安が進行するも、CFETSインデックスは94近辺で安定的に推移

CFETSインデックスの推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

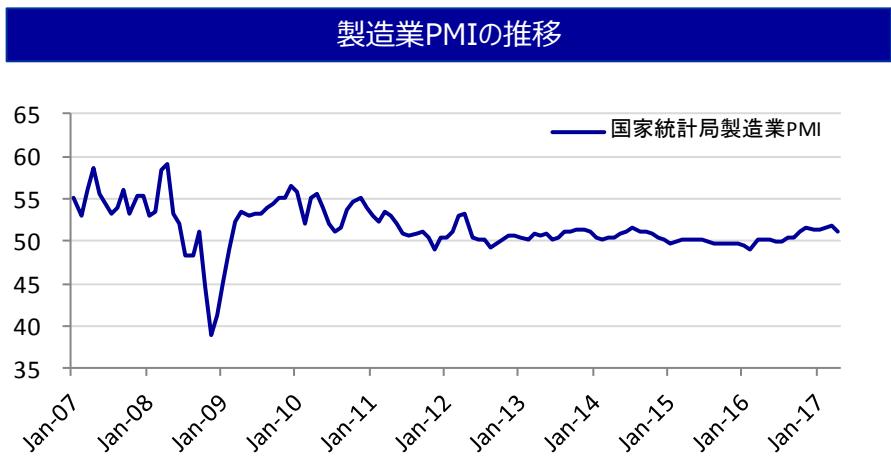
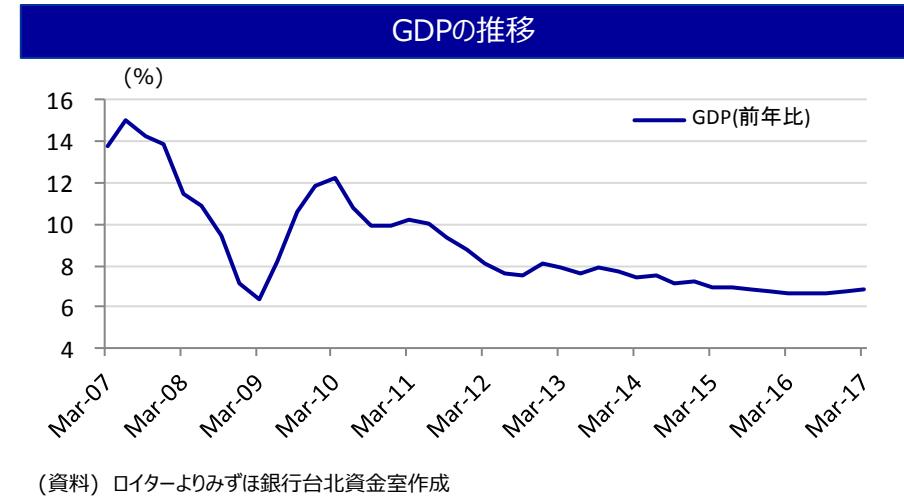
CFETSインデックス構成通貨（2017年1月より変更）

通貨	新比率	旧比率	変化率
ドル	22.40%	26.40%	-4.00%
ユーロ	16.34%	21.39%	-5.05%
円	11.53%	14.68%	-3.15%
香港ドル	4.28%	6.55%	-2.27%
ポンド	3.16%	3.86%	-0.70%
豪ドル	4.40%	6.27%	-1.87%
ニュージーランドドル	0.44%	0.65%	-0.21%
シンガポールドル	3.21%	3.82%	-0.61%
スイスフラン	1.71%	1.51%	-0.20%
カナダドル	2.15%	2.53%	-0.38%
マレーシアリンギット	3.75%	4.67%	-0.92%
ロシアルーブル	2.63%	4.36%	-1.73%
タイバーツ	2.91%	3.33%	-0.42%
南アフリカランド	1.78%	-	-
韓国ウォン	10.77%	-	-
アラブ首長国連邦 дирхам	1.87%	-	-
サウジアラビアリyal	1.99%	-	-
ハンガリーフォリント	0.31%	-	-
ポーランドズウォーティ	0.66%	-	-
デンマーククローネ	0.40%	-	-
スウェーデンクローネ	0.52%	-	-
ノルウェークローネ	0.27%	-	-
トルコリラ	0.83%	-	-
メキシコペソ	1.69%	-	-

(資料) 各種報道よりみずほ銀行台北資金室作成

## 20. 中国のファンダメンタルズ

- 2016年のGDP成長率は政府目標の範囲内の+6.7%
- 2017年1-3月期のGDPも+6.9%と緩やかな上昇を維持
- 自動車減税の縮小などを背景に個人消費は伸び悩んでいるものの、政府のインフラ投資や輸出の拡大により景気が下支えされており、製造業の景況感は2016年後半より改善
- その一方で、生産者物価指数は大きく上昇しており、インフレ圧力の高まりが懸念される状況



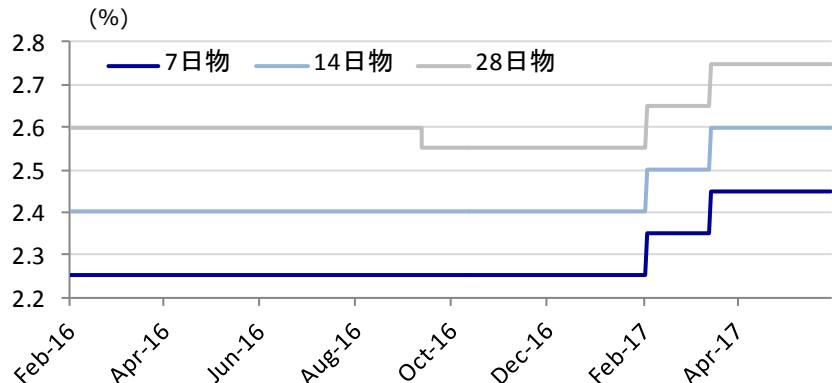
## 21. 中国人民銀行の金融政策

- 2016年12月の中央経済工作会议において、金融政策の基本方針を「稳健的金融政策を柔軟で適度なものにする」から「稳健・中立」に変更し、緩やかな引き締め方向へシフト
- 中国人民銀行は2月より市場金利を高めへの誘導を開始し、ベンチマーク金利である3か月物SHIBORは大きく上昇
- 3月の全人代では、「金融政策の引き締め」が示され、中国による利上げは、FRBによる利上げを背景としたドル高人民元安圧力を弱めることにつながると想定される



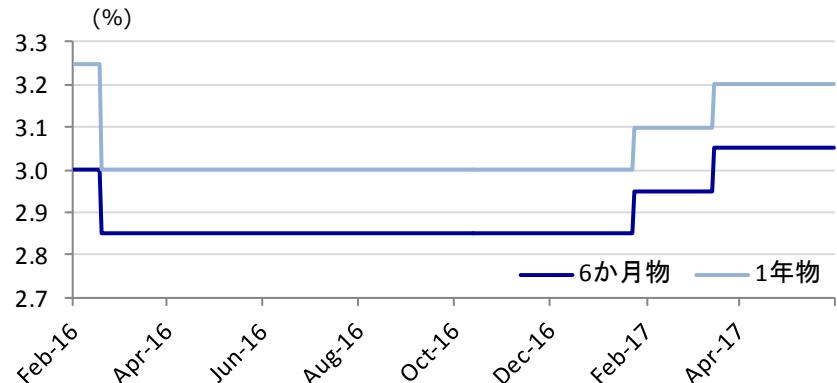
(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

### リバースレポ金利の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

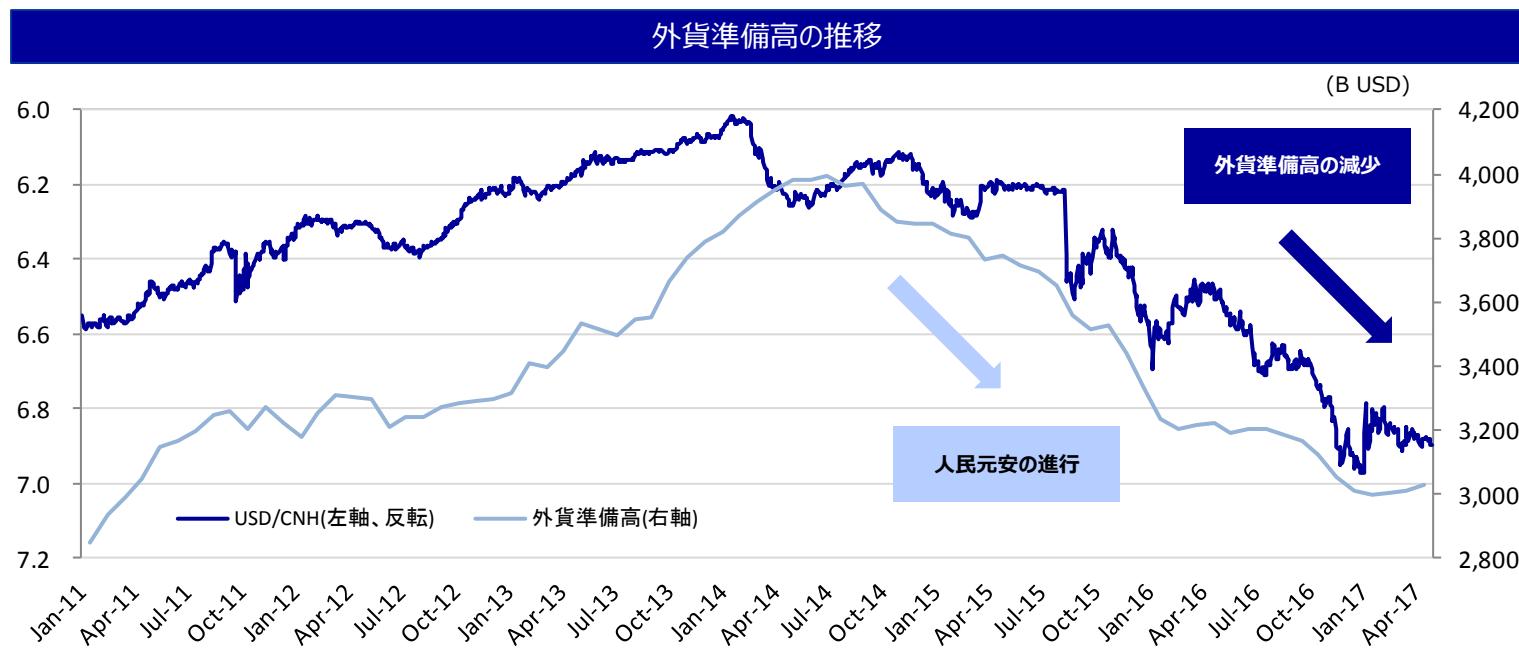
### MLF (Medium-Term Lending Facility) の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 22. 資本流出

- 中国市場への投資の縮小や、人民元の先安感を背景とした国内居住者による海外投資熱の高まりなどを受けて、2014年より資本流出が継続
- 2017年1月には、外貨準備高は2兆9,982億ドルとなり、ピークの2014年6月から約1兆ドル減少
- 2016年後半より、当局は資本規制を強化し、国内発行のデビッドカードを利用した保険商品の購入を禁止したことにも加え、海外直接投資についても規制を強化している状況
- 規制強化の効果により、外貨準備高の減少は一服し、足元は3兆ドル前後で横ばい推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

# 23. 米中関係

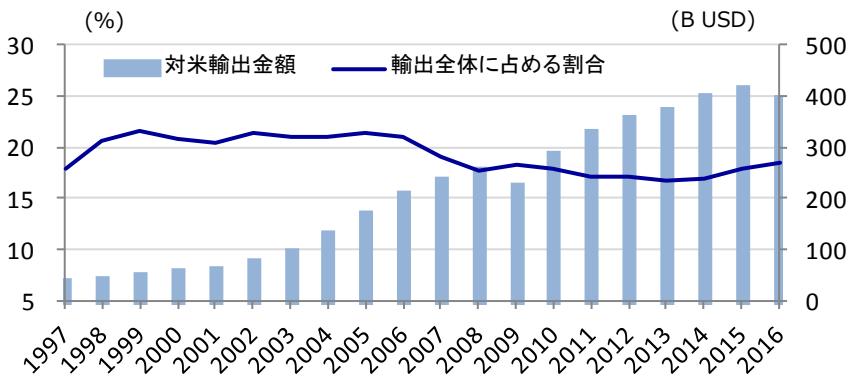
## 米中首脳会談

- 4月に開催された米中首脳会談では、北朝鮮問題について、深刻な段階に入ったとの認識を共有
- 貿易不均衡をめぐっては、米国は中国に対し、具体的な措置を取ることの必要性を強調し、「100日計画」の策定で合意 → 5月に内容を発表

## 貿易戦争

- 中国は米国に対して巨額の貿易黒字を計上しており、貿易戦争が勃発すれば、中国経済は大きな需要減少リスクに見舞われる
- さらに、米国のみで生産されるハイテク製品に依存していることや、資本市場での資金調達も米国に依存しており、中国の経済成長鈍化、デフレ圧力の高まりなども想定される
- 一方、米国が制裁を課せば中国は報復措置を講じる可能性が高い
- 米国の輸入の20%以上は中国からであり、中国製品の代替先を短期間で見つけることは困難で、インフレ加速の危険性あり

中国の対米輸出の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

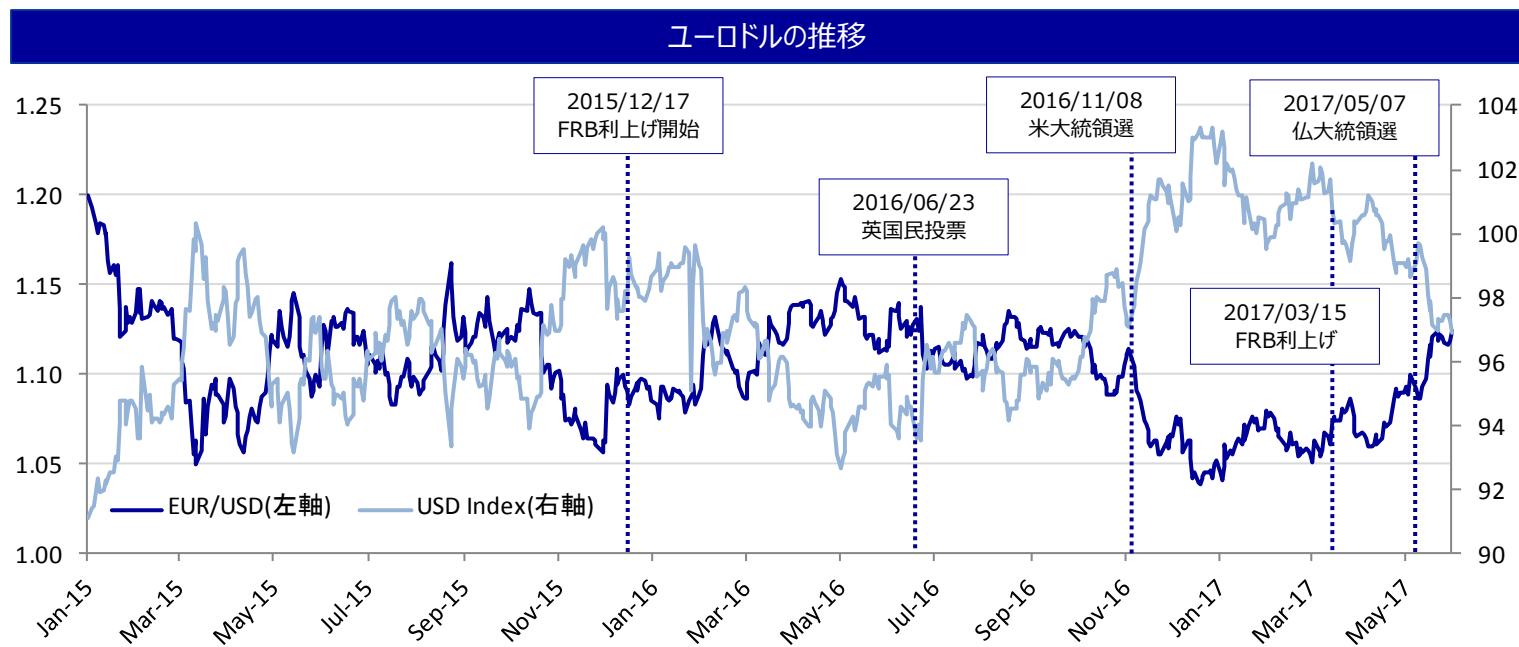
100日計画の主な内容

- 中国は米国産牛肉を輸入
- 中国の米国からの液化天然ガス（LNG）調達に協力
- 中国は米企業に格付け、電子決済、債券引き受け業務を開放
- 米国は中国の「一带一路」の重要性を認識し、関連会議に代表団を派遣
- 鉄鋼の過剰生産能力問題でも成果が得られるように双方で努力
- 100日計画に基づき、1年計画を策定

(資料) 各種報道よりみずほ銀行台北資金室作成

## 24. ユーロの推移

- ユーロは米大統領選後の米金利上昇に伴う金利差拡大に加え、欧州の政治リスクへの懸念を背景にユーロ安が進行
- 一方、2017年に入り、ユーロ圏の消費者物価指数の伸びが2%に近づくと、ECBによる金融緩和縮小観測も出始め、ユーロ高に振れる場面も見られたが、その後、ECB高官により否定されると再びユーロ安へ
- しかしながら、3月のオランダ下院選、4-5月の仏大統領選が無難な結果に終わり、政治リスクへの懸念は大きく後退
- 5月に入ると、米大統領選前の水準である1.1台をつける場面もみられる展開となった



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 25. 欧州の政治イベント

- 2017年のもっとも大きなリスク要因のひとつとして挙げられている欧州の選挙
- 3月のオランダ下院選、4-5月の仏大統領選はともに無難な結果に終わったものの、6月以降も複数の選挙を控えており、予断は許さない状況

### 欧州の政治イベント

2017年	03/15	オランダ下院選	極右自由党が現状を5議席上回る20議席の獲得に留まり、与党自由民主国民党を中心とする連立政権が維持される見込み
	04/29	仏大統領選 初回投票	マクロン候補と極右国民戦線ルペン候補が僅差での1位、2位を獲得、過半数を獲得した候補はおらず、決選投票へ
	05/07	仏大統領選 決選投票	マクロン候補が大差をつけてルペン候補に勝利
	06/08	英総選挙	Brexit本格交渉開始を前に与党保守党が政権基盤を強化できるかどうかが最大の注目点
	06/11、18	仏下院選	マクロン大統領が立ち上げた政党「共和国前進」が過半数の議席を確保できるかが注目されるが、発足から1年程度しか経っていない政党が高い支持率を得られるかどうかは未知数
	09/24	独下院選	与党キリスト教民主同盟が第一党を維持し、メルケル首相が4選を果たす見込み
2018年	5月まで	伊下院選	反EUを掲げる五つ星運動が得票を伸ばす可能性や、選挙の前倒し実施の可能性あり
	10月まで	オーストリア下院選	極右自由党が議席を伸ばす可能性あり

(資料) 各種報道よりみずほ銀行台北資金室作成

# 26. ECBの金融政策

- 4月のECB理事会では、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%、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%で現状維持とした
- また、拡大資産購入プログラム（APP）も現状維持が確認された（4-12月は月間600億ユーロの購入）
- 事前に報道されたフォワードガイダンス文言削除については、ドラギECB総裁が議論はなかったと明言しており、一部で予想されていたAPP終了前の利上げの可能性についても否定

## ECBの要人発言

### ■ ドラギ総裁

基調的な物価上昇圧力は依然として弱く、確信できるような上昇トレンドがまだ見られていない（04/27 政策発表後記者会見）

### ■ プラート理事

（資産購入終了後の低金利維持について）相当期間と言っても、これはデータに大きく左右され、長くも短くもあり得る（05/04 ブリュッセルで発言）

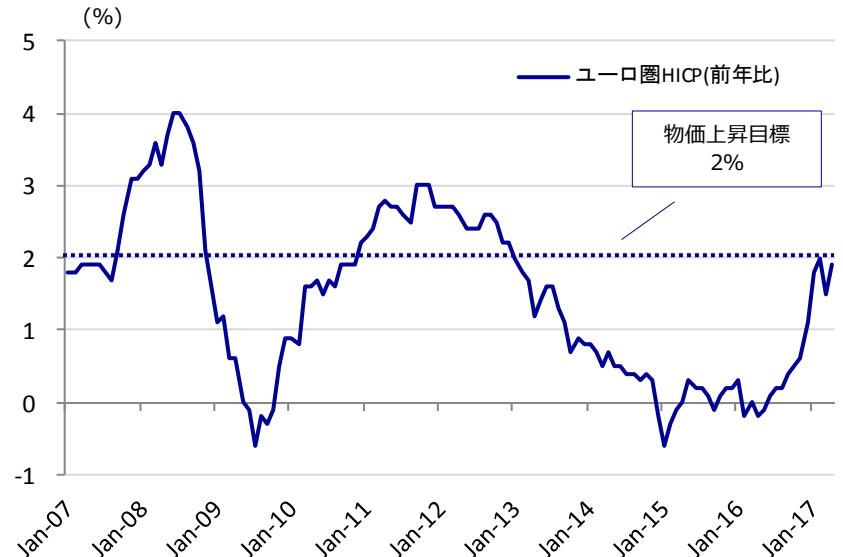
### ■ クーレ理事

金融政策の連続性を変更する理由は現時点では見当たらない（04/19 ニューヨークで発言）

### ■ コンスタンシオ副総裁

金融政策のスタンスは適切であり、現時点での再評価は正当化できない（04/10 ブリュッセルで発言）

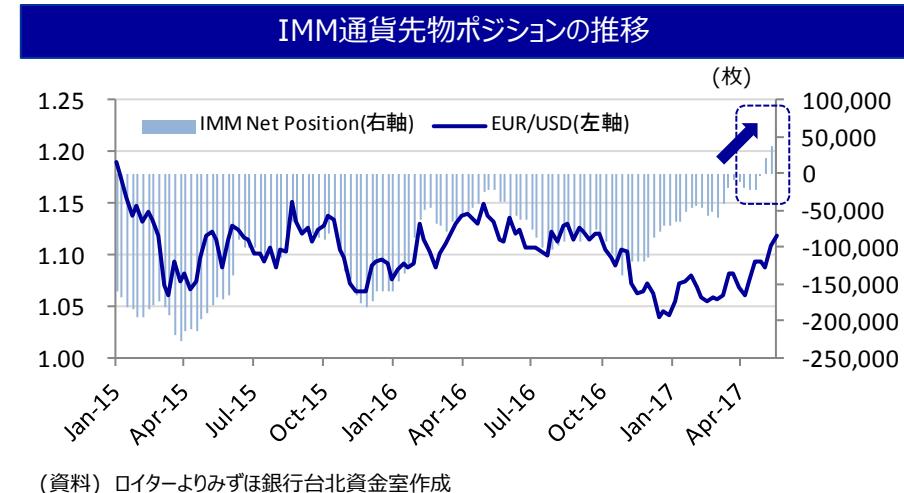
## ユーロ圏消費者物価指数の推移



（資料）ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## 27. IMM通貨先物ポジション、米独金利差

- CFTCのIMM通貨先物によると、投機筋（非商業部門）のユーロの持ち高は欧州の政治リスクに対する不透明感の弱まることなどを背景にショートポジションが縮小、5月には2014年5月以来にネットロングポジションとなった
- 米独金利差は米大統領選後、米金利上昇を背景に拡大
- 2017年に入り、金利差拡大は一服する一方、4-5月の仏大統領選を無難な結果に終え、欧州の政治リスクに対する懸念が後退したことを背景に、ユーロ高が進行



## 28. TARGET2の推移

- TARGET2はECBが管理する資金決済システム
- ユーロ圏における国境をまたぐ民間銀行どうしの資金決済に各国の中銀が介在し、決済を円滑にする仕組み
- 欧州債務危機の際は、債務危機に陥った国の中銀が、TARGET2を利用して国内民間銀行へ資金供給するために、大量の資金借り入れを実施
- TARGET2のバランスの大きさは不均衡の大きさとも言われ、経常収支が黒字であるドイツではTARGET2向け債権が膨らみ、経常赤字であるスペインやイタリアでは、経常赤字を賄う資本流入がなく、結果としてTARGET2の債務が膨らむ状況となっている



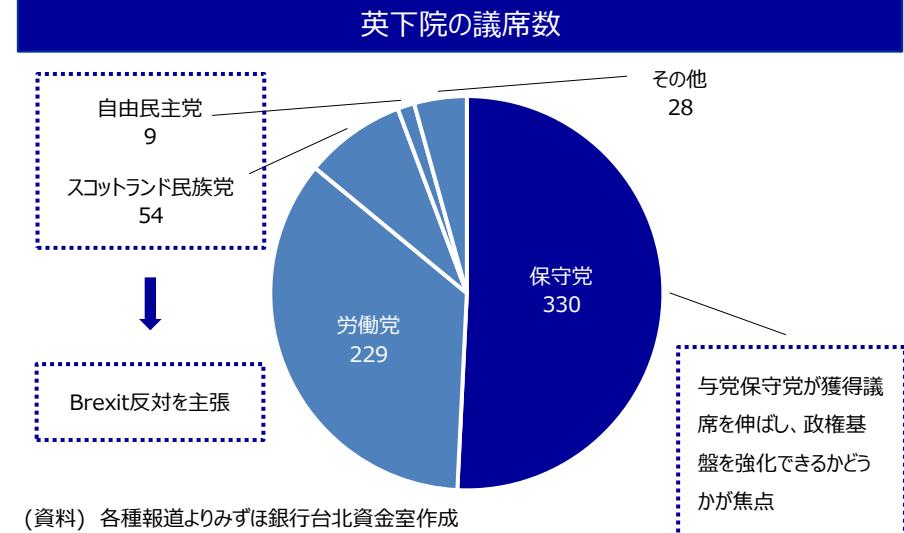
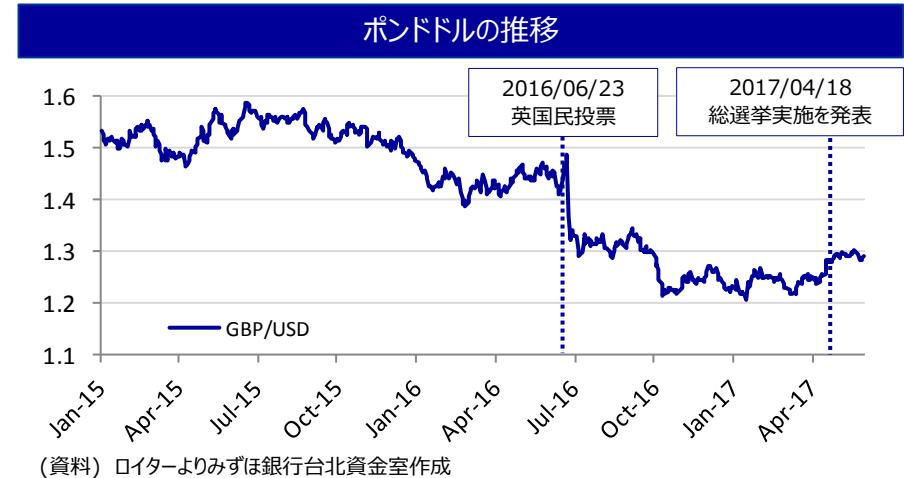
# 29. Brexit

- 英国は03/29にEU条約第50条に基づき、EU離脱通告を実施
- 英国とEUの交渉は困難を極めると予想されており、離脱協定、新協定（FTA）交渉の進め方めぐり英国と欧州委員会では、すでに意見が異なっている
- メイ英首相は04/18に首相官邸前で記者会見を行い、06/08に総選挙を実施する旨を発表
- 縦脱交渉が本格化する前に反対勢力を議会から一掃し、政権基盤を強化しておきたいという考えがあるものとみられている

## 英国のEU離脱交渉に関する日程

2017年	03/29	EU条約第50条に基づきEU離脱通告を実施
	04/29	EUがBrexit交渉のガイドラインを採択
	06/08	英総選挙
2018年	10月ごろ	離脱協定合意
	未定	欧州議会、加盟国議会で承認
2019年	03/29	EU離脱
未定	新協定（FTA）の締結	

(資料) 各種報道よりみずほ銀行台北資金室作成



# 30. 今後の見通し

## USD/TWD、USD/JPY

- 米大統領選後のドル高は、トランプ大統領のロシアへの機密情報漏洩やフリン前大統領補佐官へのFBI捜査打ち切り要請などの一連の問題に加え、弱い米経済指標が嫌気される中、その巻き戻しが進んでいる
- ドルインデックスは5月中旬に米大統領前の水準まで下落
- イエレン議長をはじめ、FRB高官が金融政策の正常化を望む中、今後もFRBが着実に利上げを進めていくと見込まれるもの、トランプ政権の通貨政策がドル安に傾斜していることも踏まえれば、利上げのみを材料にドル全面高の展開となることは想定し難い
- ドル台湾ドル、ドル円とともに、2017年後半から2018年前半にかけては、緩やかにドル安方向へ進んでいくと見込む

## USD/CNH

- 人民元は「安定」をキーワードとする当局の意向に沿う形で、人民元安トレンドが終了することが想定される
- USD/CNH=7.0の節目を意識しつつ、比較的狭いレンジでの推移を見込む



# 31. リスク要因

## VIX指数

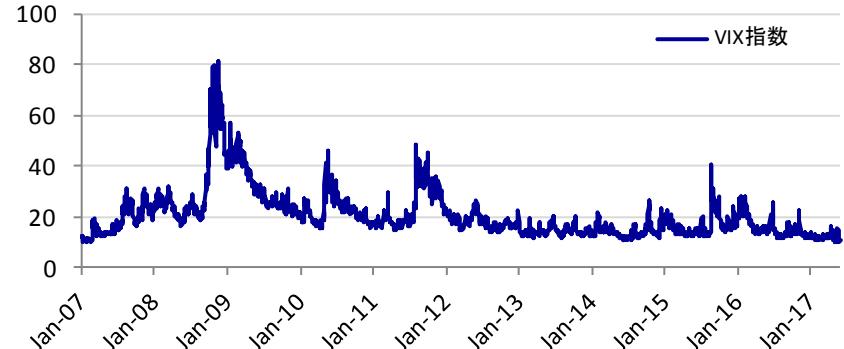
- VIX指数(\*)は05/08に9.77まで低下、1993年12月以来の低水準 → 投資家のポジションの偏り？ 予期せぬリスクイベントの前ぶれ？

(\*) VIX指数：シカゴオプション取引所（CBOE）が公表するS&P500種対象の取引データから算出される変動性指数、恐怖指数とも呼ばれ、20を超えると株価急落へ市場の恐怖感が高まった状態とされる

## FRBの利上げ

- 過去のFRBの利上げ局面では、金融危機が複数回発生

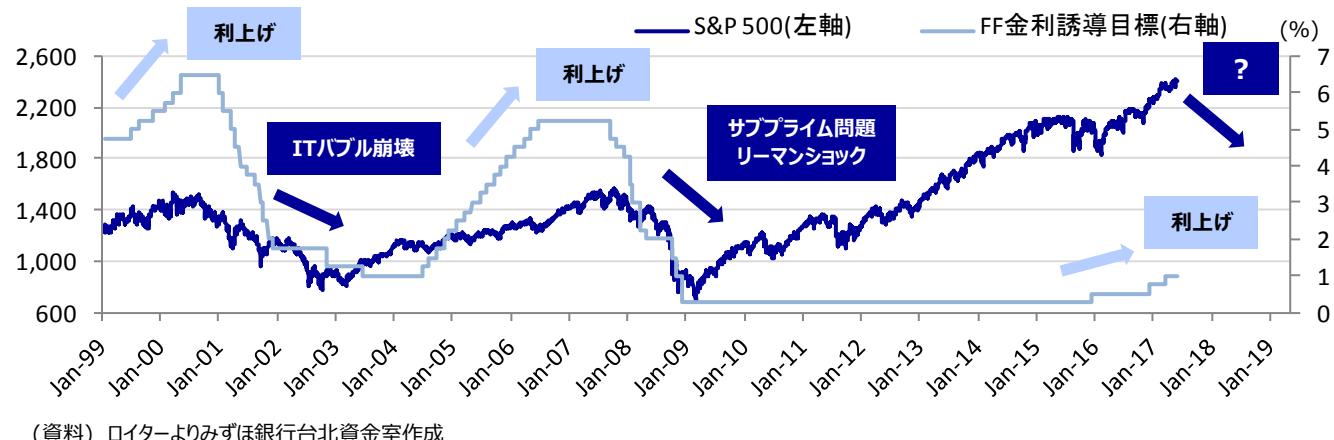
## VIX指数の推移



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

## FRBの利上げと金融危機の発生

1980年代	中南米通貨危機
1990年代	アジア通貨危機
2000年	ITバブル崩壊
2008年	サブプライム問題 リーマンショック
2017年	？



(資料) ロイターよりみずほ銀行台北資金室作成

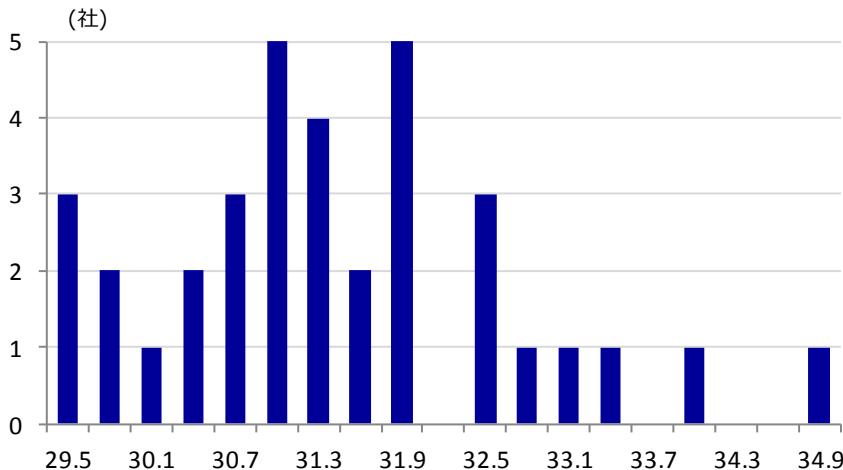
## 32. 各金融機関の見通し

- ブルームバーグによる主要金融機関のドル台湾ドルの見通しは下表のとおり
- 各金融機関の予想の中央値は、2017年後半から2018年にかけて緩やかなドル高台湾ドル安となっている

	2017年			2018年
	6月	7-9月	10-12月	
中央値	30.500	30.800	31.200	31.600
平均値	30.700	30.900	31.200	31.700
最高値	33.500	34.000	35.000	37.000
最低値	29.800	29.800	29.300	29.100

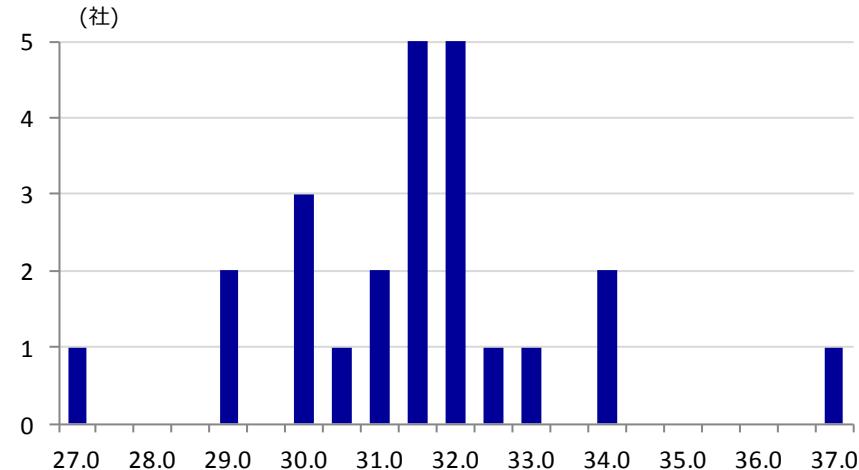
(資料) ブルームバーグよりみずほ銀行台北資金室作成

2017年のドル台湾ドル予想値の分布



(資料) ブルームバーグよりみずほ銀行台北資金室作成

2018年のドル台湾ドル予想値の分布



(資料) ブルームバーグよりみずほ銀行台北資金室作成

## 33. 予想レンジ

	2017年				2018年	
	1-5月(実績)	6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月
USD/TWD	29.940 – 32.375 (30.102)	29.90 – 30.90 (30.10)	29.60 – 30.60 (30.00)	29.40 – 30.40 (29.90)	29.20 – 30.20 (29.70)	29.00 – 30.00 (29.50)
USD/JPY	108.13 – 118.60 (110.78)	109 – 114 (110)	106 – 114 (108)	103 – 113 (105)	102 – 112 (104)	100 – 110 (104)
JPY/TWD	0.2637 – 0.2807 (0.2715)	0.267 – 0.277 (0.273)	0.268 – 0.278 (0.274)	0.271 – 0.281 (0.276)	0.272 – 0.283 (0.278)	0.276 – 0.286 (0.281)
USD/CNH	6.7429 – 6.9872 (6.7462)	6.70 – 6.85 (6.80)	6.80 – 6.95 (6.90)	6.90 – 7.05 (7.00)	6.90 – 7.30 (7.10)	6.90 – 7.30 (7.10)
CNH/JPY	15.7200 – 17.1180 (16.4160)	15.91 – 17.01 (16.18)	15.25 – 16.76 (15.65)	14.61 – 16.38 (15.00)	13.97 – 16.23 (14.65)	13.70 – 15.94 (14.65)
EUR/USD	1.0340 – 1.1268 (1.1244)	1.09 – 1.14 (1.11)	1.10 – 1.16 (1.14)	1.10 – 1.17 (1.14)	1.10 – 1.17 (1.15)	1.09 – 1.17 (1.13)
EUR/JPY	114.82 – 125.80 (124.53)	116 – 125 (122)	116 – 126 (123)	114 – 124 (120)	113 – 123 (120)	111 – 121 (118)

(注) カッコ内は四半期末の予想レート

(資料) みずほ銀行国際為替部、香港資金部、台北資金室作成

# ご留意事項

---

- 当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、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もあります
- 投資や取引に関する最終決定は、お客さまご自身でご判断いただきますようお願い申し上げます
- 当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず、無断で引用または複製することを禁じます