

外貨投資の視点 (No.282)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年7月4日

第24回参議院選挙でドル円相場の反応は？

ポイント

- 英国のEU離脱手続きが長期化の様相を呈する中、市場が注目する目先の「政治ネタ」は日本の参院選に
- 過去、日本の国政選挙の結果を受けたドル円相場のリアクションの間に一定の法則性は観測されていない
- ただ、近年は日本株とドル円相場の順相関が安定しており、選挙結果次第で株価が動けば為替にも影響
- 選挙結果に対する市場のイニシャル・リアクションは、与党大勝なら株高・円安、大敗なら株安・円高か
- もっとも、最近では市場がアベノミクスの効果に疑念を持ちつつあり、中途半端な与党勝利なら無風通過も

ブレグジットによる初期の混乱がひとまず沈静化、次に注目される「政治ネタ」は日本の参院選

6月22日(水)に公示された第24回参議院議員選挙の投開票日が7月10日(日)に迫ってきた。6月23日(木)に実施された英国の国民投票で決まった「欧州連合(EU)からの離脱」は、一時的にはドル円相場のボラを一気に上げたが、直後の乱高下が一巡すると「法的手続きの超長期化観測」が台頭、短期のプライス・アクションに織り込みにくいテーマに変貌し始めている。国内外の市場関係者が注目する目先の「政治ネタ」は、日本の参議院選挙に移りつつあり、社内外からの問い合わせも先週の中頃から急に増えている。以下、我々の見解を簡単にまとめておきたい。

過去、日本の国政選挙の結果とドル円相場の初期反応に毎回決まった法則性は観測されず

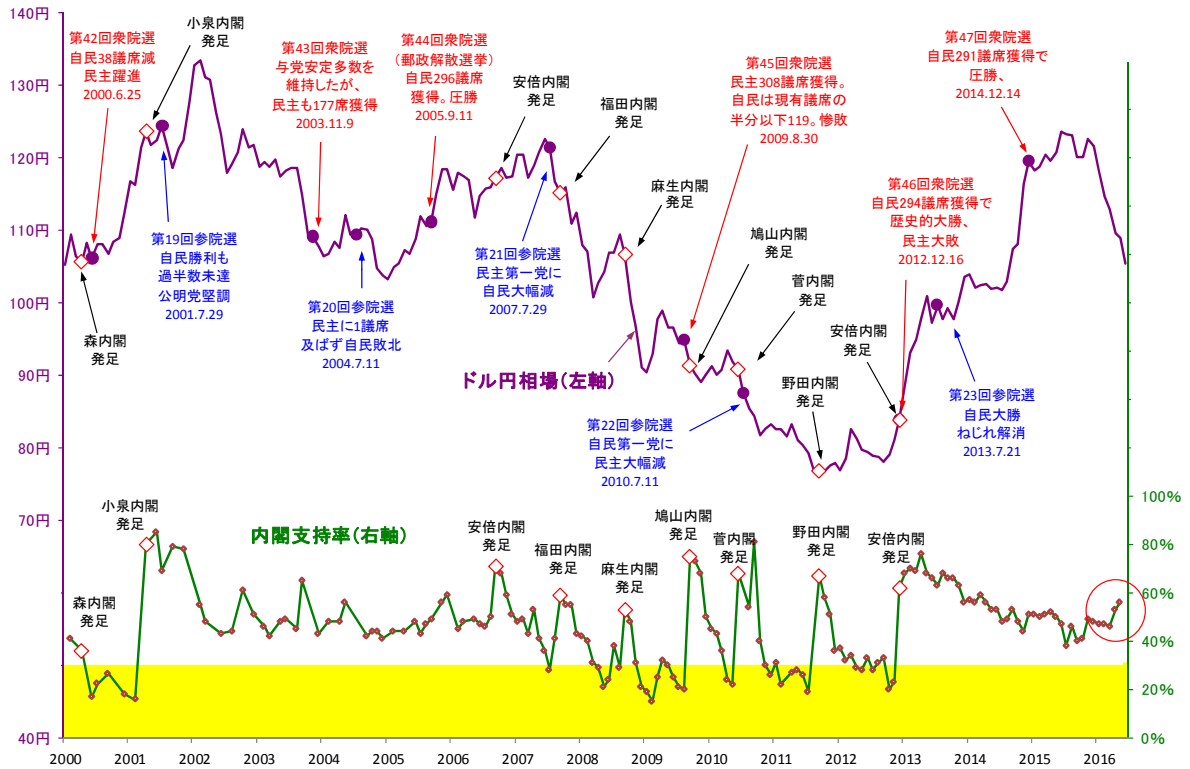
まず日本で過去に実施された国政選挙の結果をドル円相場のチャート上にプロットしてみると(図1)、与野党の勝敗結果とドル円相場の初期反応の間に一定の法則性は観測されていない。筆者が常々主張しているように、過去におけるドル円相場の循環変動の8割~9割方は、米国を中心とする海外の政治・政策・マクロ要因で決まっており、日本サイドの要因で決まる部分はだいたい1割~2割ぐらいだ。かつて日本は「経済一流、政治三流」などと揶揄されていた時代もあったことから、日本の政局変動が直接的な触媒になってドル円相場の趨勢転換をもたらしたようなケースは殆どなかった。

ただ、近年のドル円相場は株価との連動性が高く、選挙結果で株価が動けば無視できない影響が及ぶ可能性も

ただ、近年のドル円相場日誌を紐解いてみると、これまでとは少し様子が違うケースも散見されている。2012年11月14日(水)に当時の野田首相が「衆院解散の決意を民主党の輿石幹事長に伝えた」との一報が流れた直後から、自民党を中心とする政権への交代の可能性を読み込んだ市場が安倍総裁が唱える「金融政策の大胆なモデル・チェンジ」を織り込んで円売り・ドル買いを急激に加速、その後マーケットを席卷する「アベノミクス旋風」の予兆になったのは記憶に新しい。多くの市場関係者が指摘する通り、近年のドル円相場は日経平均株価との順相関が非常に安定しているため(図2)、選挙結果次第で日本の株価が大きく動いた場合は、為替相場に無視できない影響が及ぶ可能性は意識しておくべきだろう。

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図1: 日本の内閣支持率、国政選挙の結果とドル円相場



注: 内閣支持率は日経リサーチ日経電話世論調査の数値 ドル円相場は月中平均値
出所: ブルームバーグ、日経リサーチより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図2: 日経平均株価とドル円相場の相関推移(対数値)



注: 網掛けは日本株とドル円相場の前後6ヶ月の動きが逆相関だった時期
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

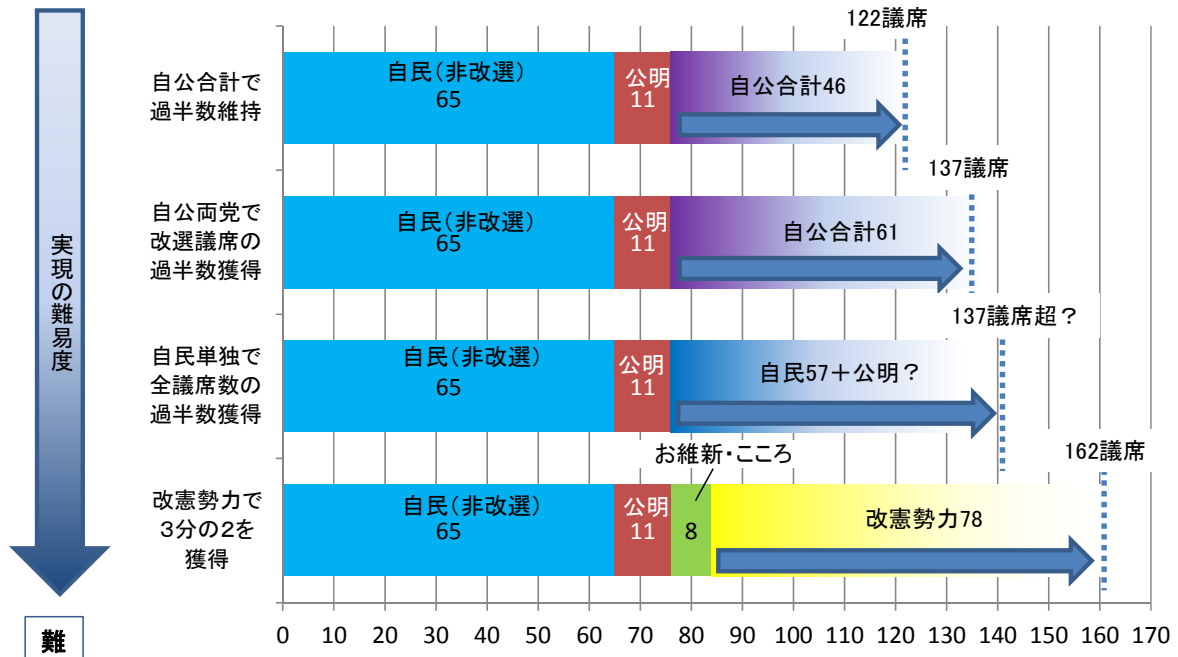
首相が設定した勝敗ラインを下回れば株・円高の初期反応を誘発か

そこで今回の参議院選挙で注目されている「勝敗判定ライン」を眺めてみると(図3)、安倍首相が自ら設定したのは「自民党、公明党の与党勢力で改選121議席の過半数にあたる61議席以上」だ。改選議席の過半数を下回っても、自公両党で46議席を獲得できれば

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

ば非改選議席と合わせた過半数は維持できるため、直ちに首相退陣を余儀なくされるような事態にはならないだろう。ただ、今回の参議院選挙については、安倍首相自らが「アベノミクス加速の是非を問う」信任投票であると位置づけており、自信がセットした「勝敗ライン」を大きく下回るようなことがあれば、「アベノミクス推進の政治基盤が揺らいでいる」との市場解釈が拡散、日経先物とドル円がセットで売り込まれる可能性はあるだろう。

図3: 第24回参議院選挙: 勝敗判定の主な「攻防ライン」



出所: 各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

ただ、事前の世論調査では与党優勢。自民党で単独過半数を獲得するほど大勝した場合は株高・円安の初期反応か

ただ、大手メディアが参議院選挙の公示直後にこぞって実施した世論調査の結果をみると、首相が設定した勝敗ラインである「改選議席の過半数」の獲得は、クリアされる可能性が高そうだ。一部の調査では「自民党が単独で改選、非改選を合わせて過半数を獲得する勢い」との結果も出ているほか、今回の国政選挙のもう一つの「勝敗ライン」として注目されている改憲勢力による全議席数の3分の2獲得に届く可能性も「五分五分」ぐらいで意識されているようだ。選挙結果はフタを開けてみるまで分からないが、「与党大敗」のヘッドラインが流れて株安・円高が急加速する可能性は低そうである。もしも自民党が単独で27年ぶりとなる参議院の過半数を獲得するほどの大勝を博した場合、「アベノミクスの加速」を唱える安倍首相の求心力が永田町界隈で一段と強まることが予想されるほか、「長期安定政権の基盤強化」を好感して株価が上昇、最近流行りの「リスクオンの円安ムード」が強まる可能性もあるだろう。

もっとも、最近は市場が「アベノミクスの効果」に疑念を抱き始めている

もっとも、最近は国内外の市場関係者が「アベノミクスの効果」に疑念を抱き始めている感が否めない。事前の各種世論調査の結果通り、今回の参院選で連立与党が勝利した場合は、一般論としての「政権基盤の安定」が市場に好感されて一時的には株高・円安の初期反応が喚起されるかもしれないが、今から数年以上前に第二次安倍内閣が発足

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

した当初に国内外のマーケット関係者が期待していた「岩盤規制の緩和による日本経済の潜在成長力底上げ」が遅々として進まない中、「アベノミクスの継続＝株高・円安の加速」という連想方程式が単純に機能し続ける可能性は低いだろう。仮に自公勢力が大勝した場合でも、他の改憲勢力と併せて3分の2以上の議席を獲得した場合は、その後の国会運営が「経済最優先」ではなく「安保最優先」になる可能性もあり、必ずしも株式市場にフレンドリーな国内政策が加速するとは限らない。

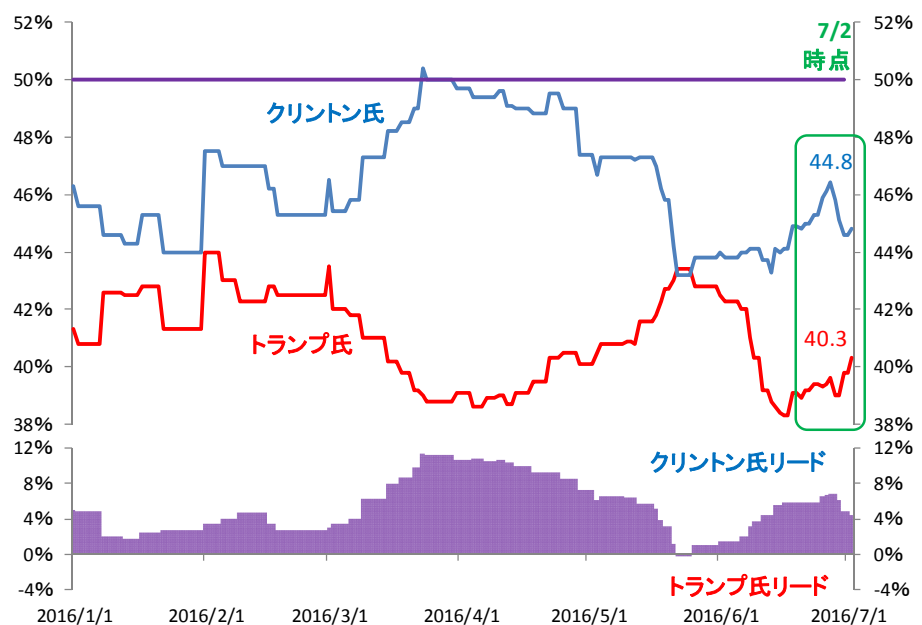
選挙戦で話題になっている経済政策上の論点も、株式市場の注目点とはややズレている

実際、今回の選挙戦で話題になっている経済政策上の論点についても、野党も同調している「消費増税の延期」は争点になっておらず、「子育て」、「介護」、「年金」など、「所得分配政策」に関わるテーマが中心だ。経済成長率を一時的にゼロコンマ数%程度押し上げそうな経済対策への期待は強まっているが、企業業績の中長期的な底上げや株式市場への安定的な資金流入に繋がる思い切った法人減税や投資優遇税制の強化などは、目玉政策になっていないのが実情だ。

与党大敗による株安・円高も、大勝による株高・円安、いずれも期待薄か

上記の考察を総合的に加味すると、今週末に実施される日本の参議院選挙については、「与党大敗」による株安・円高加速シナリオの実現性は低い一方、「与党大勝」による株高・円安の加速シナリオもあまり期待できないのではなかろうか。仮に炸裂したとしても一過性の現象になるだろう。日本の経済政策運営に対する市場の期待値が下がっていることも考慮すると、「中途半端な与党勝利」の結果に終わった場合は市場が「無風通過」のイベントとして処理する可能性すらありそうだ。

図4: トランプ氏vsクリントン氏: 平均支持率の推移



出所: 米政治サイト「リアル・クリア・ポリティクス」

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

日本の参議院選挙終了後、市場の注目は米国の大統領選挙にシフト

ここで改めて指摘するまでも無いが、ドル円市場関係者が今年最も注目している政治イベントは、やはり米国の大統領選挙だ。日本の参議院選挙が終了した後、マーケットの注目はそちらにシフトしていくだろう。2大政党の候補者選びは事実上既に終了しており、民主党のクリントン候補と共和党のトランプ候補の一騎打ちが今月中下旬の党大会の終了後に本格化する。現時点における世論調査ではクリントン氏がリードしているようだが(図4)、11月8日(火)の投票日はまだずいぶん先だ。市場がどちらかの勝利を織り込み始めるのは、まだもう少し先になるだろう。米国の大統領選挙の行方とドル円相場への影響については、いずれ我々の見解を整理してレポートする予定である。

(7月4日 14:45)

Appendix A

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容(複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容)が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「MUMSS」)は、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品(又は全金融商品)を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS・その他MUFG関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。

MUMSSの役員(以下、会社法(平成17年法律第86号)に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう)は、次の会社の役員を兼任しています:三菱UFJフィナンシャル・グループ、三菱倉庫。

免責事項

本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買の推奨あるいは特定の証券取引の勧誘、申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。

本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することももとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSS は本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。

本レポートでインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。

当社は、本レポートの論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。また、MUMSS は関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポートで直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本レポートにて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS 及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。

本レポートの利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域: 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority (ブルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」)と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client (プロ投資家)又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー)向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家)を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されるべきではありません。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUS(USA)」)。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUS(USA)は、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUS(USA)の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されております。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUS(USA) は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUS(USA)の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピエランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUS(USA)の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUS(USA)は税金に関するアドバイスの提供は行っていません。本レポート内 (添付文書を含む)の税金に関する記述は MUS(USA)及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS (電話番号: 03-6742-4550) が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」)。電話番号: +65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore (シンガポール金融管理局)の規制を受けていま

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

す。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、 accredited investors、 expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条：一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条：ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条：ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港：本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited（以下「MUS(HK)」）。電話番号：+852-2860-1500）とのアレンジに基づき配布されます。MUS(HK)は Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission（香港証券先物取引委員会；Central Entity Number AAA889）の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域：本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(HK)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(HK)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)は ASIC Class Order Exemption CO 03/1102 により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUS(USA)により配布されます。MUS(EMEA)および MUS(USA)は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州（MUS(EMEA)のみ）。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRC の香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRC の適用法令に準拠する場合を除きます）。

本レポートは、米国、日本やその他の証券規制法規により配付を制限されている投資家、および個人投資家を対象にしたものではありません。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

Copyright © 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒112-8688 東京都文京区目白台 3-29-20 目白台ビル 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 リサーチ部

（商号） 三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2336 号

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。