

外貨投資の視点 (No.286)

リサーチ部 マーケットエコノミスト 大塚 崇広
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29日

ドル円相場:2016年7月の回顧と今後の展望

ポイント

- 年度内のドル安・円高予測を維持。今年度末にかけ、下ヒゲの先端が95円割れに差し込む可能性も排除せず
- 当面は長期トレンド右肩下がりが継続、接戦模様の米国大統領選挙絡みの不透明感もドル円相場の重石に
- ただ、米国で「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが炸裂しなければ、緩やかな利上げ再開シナリオが実現
- 日銀緩和による通貨安圧力は水面下で蓄積、日柄調整が進めば、投機主導のドル安・円高圧力は収束しそう
- 「テクニカル」、「ファンダメ」、「需給」の三要素がドル円相場の底入れを促す時期は、来年の春先以降と想定

ドル円相場が一時1ドル＝99円02銭と約2年7ヶ月ぶりの水準に差し込んだ後、真贋不明の「ヘリマネ」騒動で乱高下

梅雨明け前線の北上に伴い、ドル円相場は「ヘッドライン・ボラティリティー」の高い展開になっている。6月下旬に実施された英国国民投票で欧州連合(EU)からの離脱が決まったことを受け、一時99円02銭と2年7ヶ月ぶりの安値圏へ暴落したが、「二桁円台」での滞空時間は合計でも数分間と短かった。その後、7月8日のNY市場で一瞬100円00銭界限へ軟化する場面もあったが、10日の参院選で自民党が大勝すると「アベノミクス再起動」への期待で株高・円安が急加速、21日の東京市場では一時107円49銭と約5週間ぶりの水準へ吹き上がった。「4回連続で国政選挙に圧勝した安倍内閣が大規模な経済対策を策定する」との観測が盛り上がったほか、「日銀がヘリコプター・マネー(略称:ヘリマネ)政策で政府の財政出動を支援する」という謎の思惑が広がったことが背景だ。同日夕刻に報じられた英BBCラジオのインタビューで黒田日銀総裁が「ヘリマネ」の可能性を否定すると下落に転じたが、「ヘリマネは無理でもゼロ回答はあり得ない」との期待は根強く、26日未明に神奈川県で起きた19人刺殺事件が一部海外勢にテロかと誤解されてプログラム売買を巻き込んだ株安・円高が加速しても103円99銭をボトムに切り返した。

政府の経済対策を巡る思惑で振り回された後、「ゼロ回答以上、満額回答未満」の日銀緩和で微妙に円高気味の初期反応

その後の顛末は周知の通りだ。27日に「経済対策の事業規模は28兆円超」、「政府が50年債の発行を検討」などの報道が相次ぐと一時106円54銭付近へ急伸する場面もあったが、財務省が50年債の発行を否定すると一転105円11銭付近へ差し込むなど、日本の財政政策絡みの報道に振り回される展開が続いた。同日夜の米連邦公開市場委員会(FOMC)で公表された声明文について複雑な解釈が錯綜するとティックが若干上下する一幕もあったが、政策金利は大方の予想通りの据え置きとなったため極端な値動きには発展せず、市場の関心は本日の日銀金融政策決定会合に移行した。つい先ほど結果が発表され、マネタリーベースの増加目標(年80兆円)と政策金利(▲0.1%)は維持されたものの、①株価指数連動型上場投資信託(ETF)の残高増加目標を6兆円に倍増する、②成長支援資金供給・米ドル特則枠を240億ドルへの倍増、③金融機関に対する米ドル資金供給オペの担保となる国債貸付制度の新設、などからなる追加緩和策が発表され

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。

た。ドル円相場は政策発表直後に102円71銭～105円63銭までの値幅で乱高下したものの、本稿を執筆している29日の14:30現在、103円50銭前後で海外勢の本格参入を待っている。今回の日銀会合に対しては事前の市場観測で「量」・「質」・「金利」の3つの次元で様々な緩和策のオプションが取り沙汰されており、「ゼロ回答」から「ヘリマネ」に至るまで、様々な読みが錯綜していたが、直後の市場反応から類推する限り、「満額回答」ではなかったことによる失望感は広がったものの、「ゼロ回答」ではなかったことに安堵している面もあり、懸念されていたほどの円高・株安ショックの拡散は避けられたと言えるだろう。ただ、総じてみれば政策発表の直前よりも円高気味の水準に当面の落ち着き処を求めようとしており、既往のドル安・円高トレンドを反転させる触媒になることはなさそうだ。

年度内のドル安・円高予測をキープ、「オーバー・シュートの領域」に踏み込む場合は95円00銭割れの可能性も

こうした状況を踏まえた上で、これまで我々が提示してきた「年度内のドル円相場＝右肩下がり」の大局観を今月も変えずにキープしておく。2017年1-3月期末のピンポイント予測値は、先月下旬の下方修正レポートで示した通り「1ドル＝99円50銭」だ。昨今のドル円相場に「特徴的な派手な値動き」も考慮の上、当該四半期の想定レンジについては93円00銭～106円00銭を見込んでおり、いわゆる「オーバー・シュートの領域」に踏み込んで行く場合、定着するかどうかはともかく、ローソク足の下ヒゲが心理的節目の95円00銭を割り込むレベルに差し込む可能性までカバーしておくのが無難だと考えている。当面のドル円相場がドル安・円高基調で推移すると考える理由は、以下の3点だ。

表1:ドル円相場の下落率ランキング ～90年代以降、日足最大落差～

日付	高値	安値	最大落差	最大下落率
1998年10月08日	123.40円	111.85円	▲ 11.55円	▲ 9.36%
2016年06月24日	106.84円	99.02円	▲ 7.82円	▲ 7.32%
2008年10月24日	98.08円	90.93円	▲ 7.15円	▲ 7.29%
1998年10月07日	130.76円	121.30円	▲ 9.46円	▲ 7.23%
1998年06月17日	144.14円	136.03円	▲ 8.11円	▲ 5.63%
1995年09月21日	103.00円	97.25円	▲ 5.75円	▲ 5.58%
2008年10月06日	105.43円	100.25円	▲ 5.18円	▲ 4.91%
1994年02月14日	106.50円	101.30円	▲ 5.20円	▲ 4.88%
2015年08月24日	122.13円	116.18円	▲ 5.95円	▲ 4.87%
1991年01月17日	138.00円	132.00円	▲ 6.00円	▲ 4.35%

注:日足ザラバの高値と安値は、ブルームバーグ社が提供しているBGNデータ
出所:三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

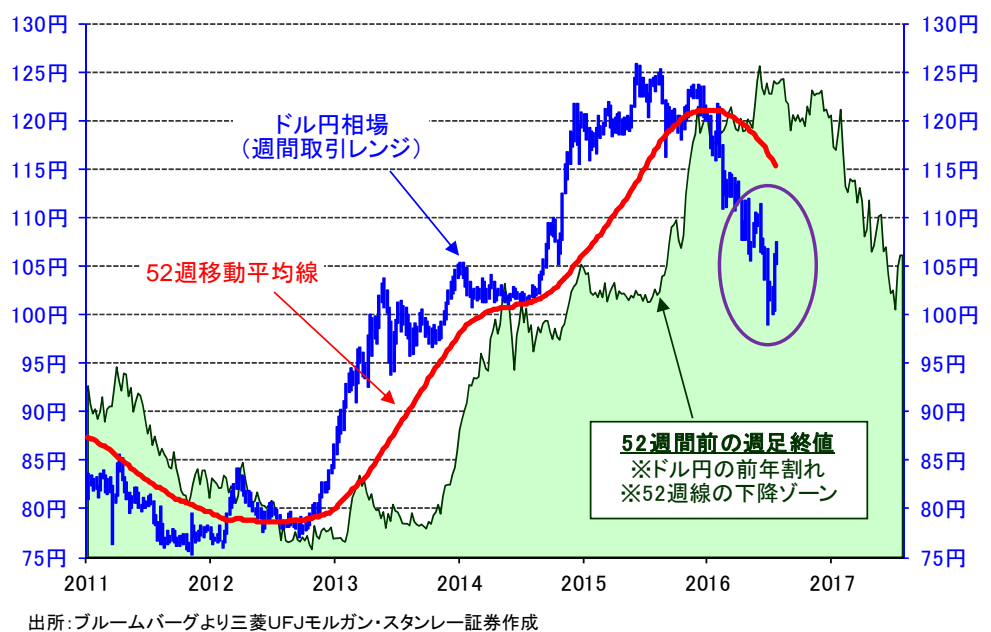
ここもと観測されたドル円相場の「二桁円台」からの切り返しは、本格的なトレンド反転の予兆ではない

第一に、先月下旬以降に観測されたドル円相場の「二桁円台」からの切り返しは、本格的なトレンド反転の予兆ではなく、英国のEU離脱決定後に加速した売られ過ぎの反動である可能性が高い。表1に示す通り、英国のEU離脱が決定した日本時間の6月24日(金)に急加速したドル安・円高は、早朝高値の106円84銭から日通し安値の99円02銭まで約5時間半の間に▲7円82銭、下落率換算で▲7.32%にも達している。1990年代以降の日足下落率ランキングでみると、この記録は米国でロングターム・キャピタル・マネジメ

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。

ント(LTCM)が破綻した後の1998年10月8日観測された▲9.36%に次ぐ第2位であり、1日だけの下落率で観測される円高ショックのインパクトとしては、「リーマン以上、LTCM未満」の大きさだったことが分かる。「英国のEU離脱」を予想していた市場関係者が開票直前までほぼ皆無だっただけに、相当な精神的衝撃が走ったのは事実だが、流石にこれはスピード違反だ。現在、ドル円相場は前年同期の水準を大幅に下回って推移しているため(図1)、52週移動平均線は依然として明確な下降トレンドにあるものの、1ドル=99円02銭まで差し込んだ「あの瞬間」は、「トレンドからの下方乖離率」でみると▲15.24%と短期的な売られ過ぎの目処となる▲10.0%を大幅に超えていた(図2)。手前下落が急激に過ぎた分、反動による自律反発も大きくなったが、今すぐのタイミングだと、たとえ110円超の水準まで切り返しても52週線は右肩上がりに転じない。

図1: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



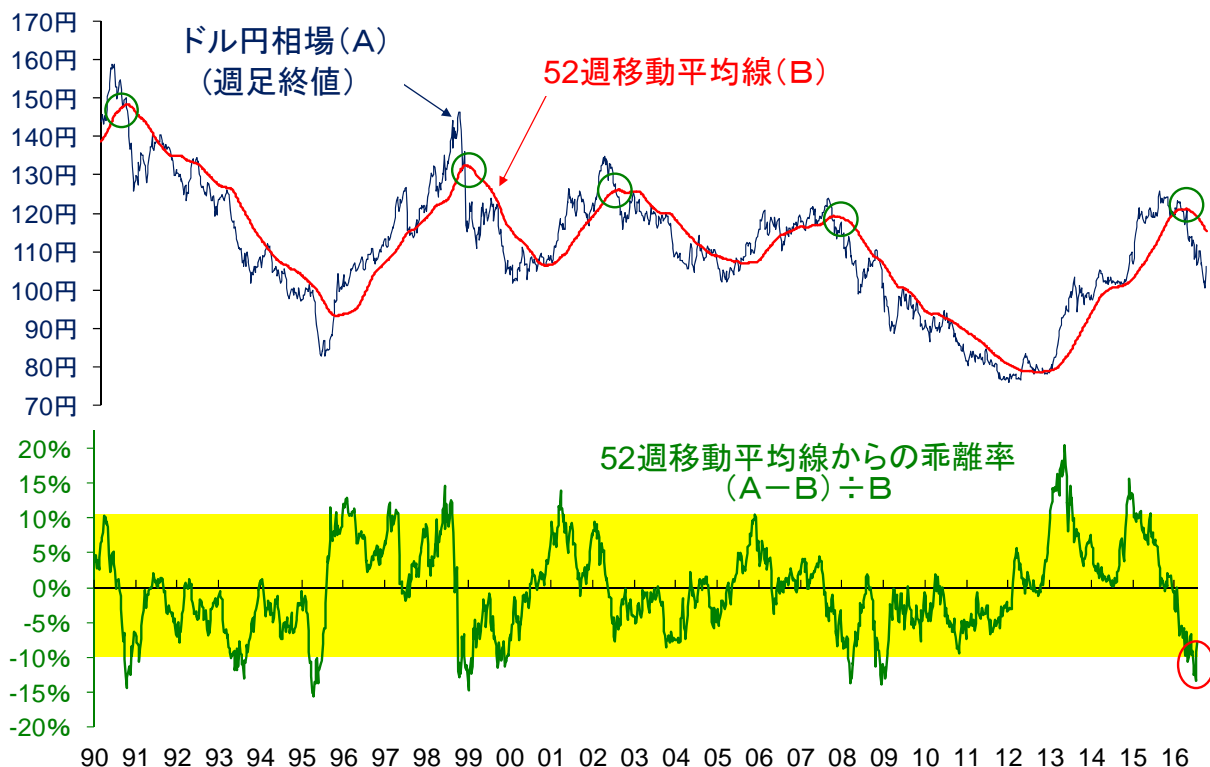
チャート・フェイスの見た目の印象が変わった結果、国内輸出業者のドル売り水準が引き下げられると同時に、「トレンド・フォロワー」達の売買戦略が戻り売り優位に転換

第二に、長期トレンドが明確な下向きに転じた結果、本邦の輸出業者による「ドルに対する期待水準」が大幅に下落すると同時に、仮需系プレイヤーの基本的な売買戦略が大きく変化している。7月1日(金)に公表された日銀短観6月調査では、大企業製造業による今年度の事業計画前提の平均値が1ドル=111円41銭と3月調査の117円45銭から大幅に引き下げられていたことが判明した。一部メディアの報じた日銀関係者のコメントによれば、6月調査の短観は23日(木)の英国民投票の結果判明前に9割以上の回答が回収されていたようであり、それが事実ならば、恐らく足下の予算レートは110円を割り込む水準まで落ちている可能性が高い。これまでドルを売り惜しんでいたと推測される本邦輸出企業の売りをこなすまで、1ドル=105円~110円の水準では上値が重い状態が続きそうだ。また、国内外でドル円市場を主戦場に見据えた空中戦トレードに参画しているボリューム系プレイヤーは、過去の経験則なども踏まえた上で、所謂「トレンド・フォロワー」が非常に多いと言われている。52週移動平均線などの長期トレンドが明確な下向きに転じて間もない現下の局面では、「ドル円」通貨ペアに対する基本的な売買戦略は「戻り売り

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。

優位」となっている可能性が高い。当面のドル円相場の地合いは、上値が重く、下値が柔らかくなりやすい状態が続くだろう。年間の売買注文金額が輸出入実需の数十倍に達していると推測されるプレイヤーが、「長期トレンド＝底入れ」の警戒感を抱き始めるようになるには、今しばらくの日柄調整が必要だ。あくまで私的な経験則に基づく印象論だが、ドル円相場の長期トレンドが明確に転換した初期の局面において、「トレンド・アゲイスト」のポジションや予測に固執して、幸せになれた記憶は殆どない。

図2: 長期トレンド・ラインとドル円相場



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

米大統領選挙絡みの不透明感がドル円相場の上値追いを妨げる心理的な重石に

第三に、この先本格化する米国の大統領選挙が終了するまでの間は、政治的不透明感がドル円相場の上値追いを妨げる心理的な重石になりそうだ。現在、米国では2大政党の党大会による正副大統領候補の指名が終了、共和党のトランプ氏と民主党のクリントン氏による一騎打ちの選挙戦がいよいよ佳境に入る。主要な世論調査の結果(図3)をみると、これまでの平均支持率では概ねクリントン氏がリードしているため、数々の暴言録で市場に不安の種を撒いているトランプ氏が大統領に就任する可能性は今のところ低そうだ。ただ、先の英国民投票の結果を引き合いに出すまでも無く、投票結果に予断は持てない。各種世論調査で示されているクリントン氏のリードも安全圏とは言い難く、稀にトランプ氏に逆転を許す場面も散見されている。今回の米大統領選挙は、どちらかと言えば「不人気者同士の対戦」になっている感が否めず、最終的にどちらが勝つのか、現時点で断言できる市場関係者はほぼ皆無だろう。他のストレートドル市場と比較した場合、ドル円市場は「米国の政治ネタ」に敏感なプレイヤーの比率が相対的に高い印象がある。事前にどんなに精緻に米国の大統領選挙の行方を分析しても、11月8日(火)の結果を

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。

みるまでは、「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが炸裂した場合の株安・円高リスクの確率はゼロ%にならない。この先、米大統領選挙で「混戦モード」が続く場合は猶更のこと、ドル円相場の上値が目立って軽くなる姿を描きにくい。

図3:トランプ氏vsクリントン氏:平均支持率の推移

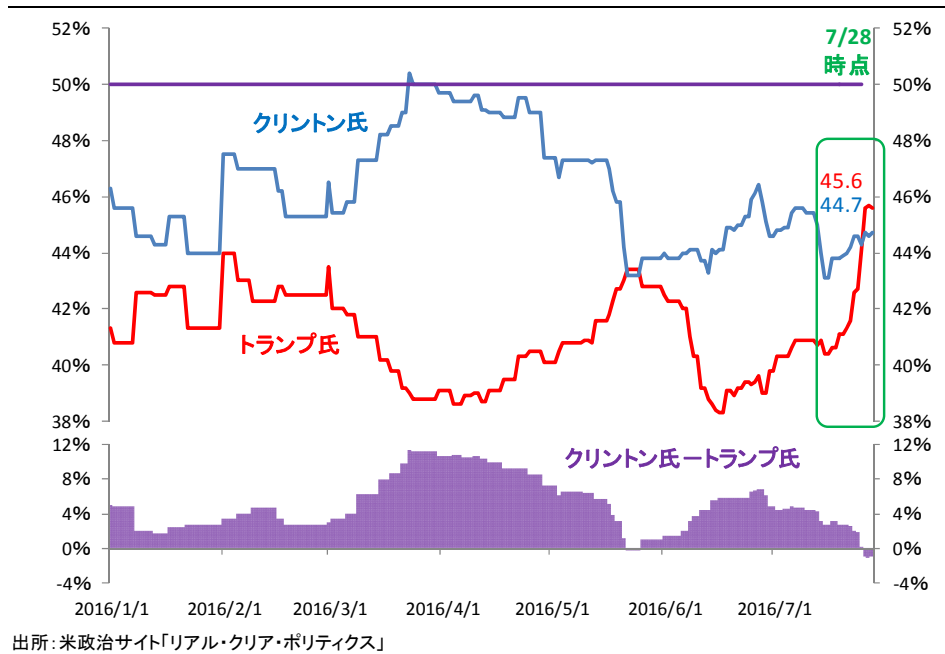


図4:ドル円相場(週足)の推移



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

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。

前回のドル円上昇幅の「▲61.8%押し」の攻防ラインである94円64銭も参考に、想定レンジの下限を93円00銭に設定

以上の要因を勘案すると、恐らく来年の春先頃までは「ドル円＝右肩下がり」の局面が続きそうだ。そこで改めてドル円相場のフィボナッチ分割チャートを眺めてみると、昨年6月までの上昇局面で稼いだ値上がり幅の「半値押し」にあたる100円60銭の攻防ラインは先月下旬に勃発した英国のEU離脱ショックを受けて既に一旦破られている(図4)。「まだあと半年以上は下降局面の日柄が残っている」という我々の見立てが正しければ、次の攻防ラインは「▲61.8%押し」の94円64銭になる。もしもこの水準が破られてストップロスが誘発された場合、そこから更に▲1円50銭程度の差し込みが生じるリスクは否定できない。来年1-3月期までの想定レンジの下限を93円00銭に設定する際のテクニカル的な根拠となっている。

ただし、2017年1-3月期頃にはドル円相場の底入れを想定

ただし、先月下旬の予測改定でドル円相場の「下値目処」は引き下げた一方、「底入れの時期」についての判断は「2017年1-3月期」のまま据え置いている。この先、仮に1ドル＝95円00銭を割り込む状況が観測された場合でも、同水準での滞在期間は比較的短く、来春以降には上昇基調に復帰するとイメージを維持している。以下、4つの理由を挙げておく。

11月の大統領選挙でトランプ候補落選の場合、政治的な雑音が米国の金融政策運営に混入してくるリスクは無くなる

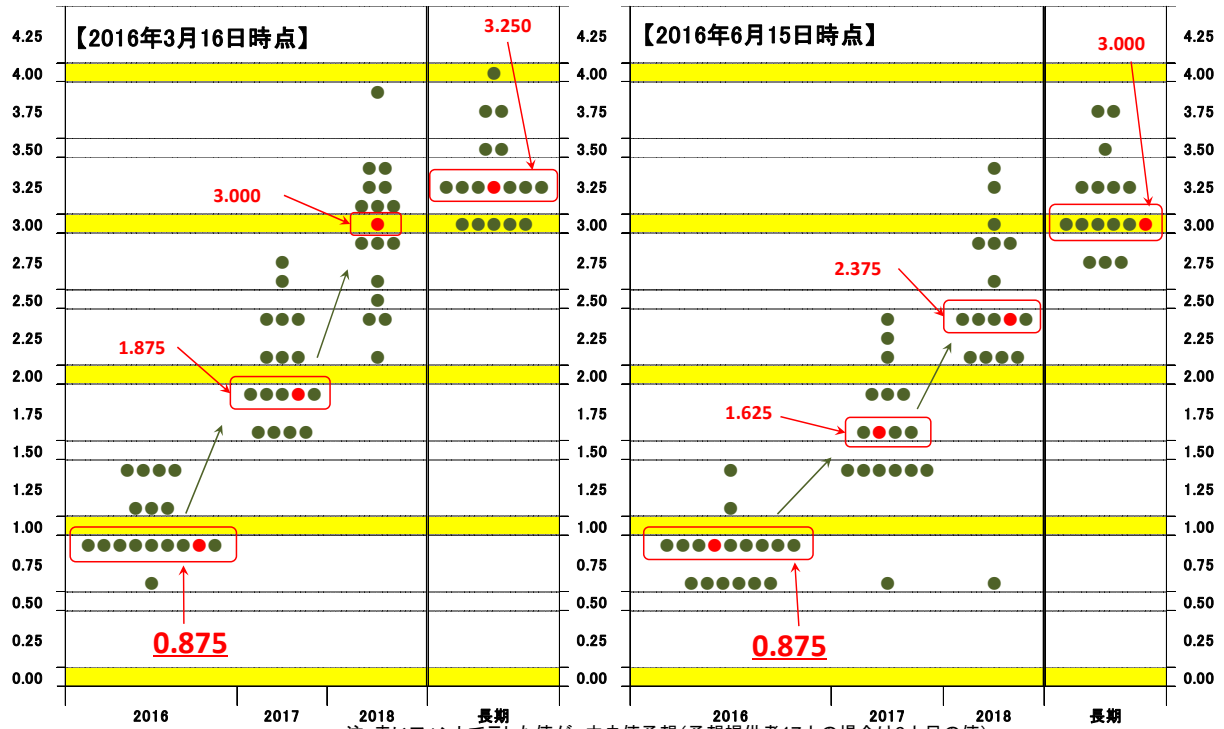
第一に、我々の債券市場分析チームでは今回の米大統領選挙でトランプ氏の当選をメイン・シナリオに据えていない。11月8日(火)の投開票日を経て「トランプ大統領誕生」のテール・リスクが消えるだけでも、世界中の株式市場関係者のメンタルヘルスはグッと改善、為替市場関係者の目線もファンダメンタルの原点回帰色を強めるだろう。もちろん、クリントン氏が当選した場合でも、為替政策の面では「日本に優しい大統領」になるとは思い難く、実際の大統領就任は来年の1月20日(火)になるため、すぐに政策的な不透明感が晴れる訳ではない。だが、彼女が大統領に就任すれば金融政策運営についてはイエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長以下のFOMCメンバーによる意志決定を尊重、「アンチ・利上げ」や「アンチ・イエレンFRB議長」にバイアスのかかったコメントを連発しているトランプ氏が大統領になった場合に懸念されている「ホワイトハウス・ノイズ」が米国の金融政策に混入してくるリスクは無くなりそうだ。市場関係者が米国景気の回復力を素直に評価しやすい環境が整うだろう。

クリントン大統領の治世下で米国景気の回復が続けば、米利上げに対するドル円相場の素直な反応が復活

第二に、今後の米国経済が緩やかな景気回復軌道を踏み外さない限り、米連邦準備制度(FED)による金融政策の正常化は緩やかながらも着々と進められそうだ。6月15日(水)に公表されたFOMC参加者による政策金利の未来予想図に示されていた「年内2回、来年3回」程度の利上げ見通し(図5)の信憑性は23日(木)に勃発した英EU離脱ショックによって揺らいでいるが、この先米国景気の回復基調が維持される限り、当時の未来予想図で示されていた緩やかな利上げシナリオは、数ヶ月から半年程度右方向にスライドして若干傾きを緩めるだけで、「当たらずと雖も遠からず」の経路を辿って実現に向かいそうだ。我々の外債市場分析チームでは今年9月の利上げ再開を見込んでいるが、当該時点ではテクニカル的にみてドル円相場の下降トレンド終了に向けた日柄調整が十分に進んでおらず、仮にイエレン米FRB議長以下のFOMCメンバーが利上げを再開してもトランプ氏に「口撃」されるなどして安定的なドル高効果は望みにくそうだ。だが、クリントン新政権の発足後には米国の金融政策正常化に伴う通貨高効果が政治的な雑音によ

って消されるリスクが低減、米国景気回復期待に立脚した「健全な利上げ期待」にサポートされたドル高ストーリーの復活がみられるだろう。

図5:米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者の政策金利見通し



注:赤いフォントで示した値が、中央値予想(予想提供者17人の場合は9人目の値)

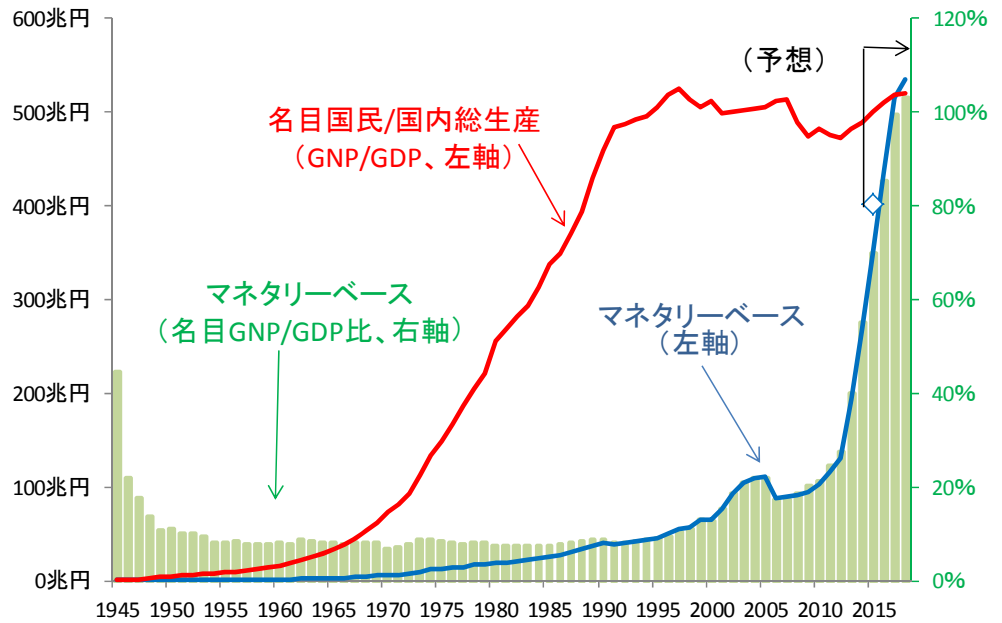
出所:FRB資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

米国で利上げ観測が台頭すれば、日銀の異次元緩和によって蓄積している通貨安効果が蒸し返される時期が到来

第三に、そのような外部環境の変化が米国で確認できるようになれば、現在日銀が粘り強く実施している金融緩和によって蓄積している潜在的な通貨安効果が、いずれ蒸し返される時期が到来しそうだ。本レポートで再三主張しているように、日銀が現在実施している金融緩和は、客観的にみてかなり異常な政策だと言わざるを得ない。日銀のホームページで確認すると7月27日(木)時点のマネタリーベースは402.92兆円まで膨張して節目の400兆円台を突破、名目国内総生産(GDP)比でも約80%に接近して戦後最高記録を更新し続けている(図6)。本日の日銀金融政策決定会合でマネタリーベースの増加ペースは年80兆円のまま維持されたが、今後もこの政策を淡々と続けていっただけで2018年3月末には日本のマネタリーベースは500兆円の台も突破、名目GDP比では恐らく100%を超えてくる時期が到来しそうだ。名目金利の絶対的な水準に目を転じて、現在日本の国債利回りは満期15年超のゾーンまでマイナス圏に水没しており、今月上旬には満期20年界限まで一時的だが水面下に沈み込む場面も目撃された。「空前」の超低金利だが、政府の純発行額を上回る勢いで日銀が国債買い占めを続けている環境下、まだ「絶後」だと言い切れない状況が続くだろう。足下で観測されている20年国債利回りのプラス圏への復帰は本格的な水没に備えた「息つき」だった可能性を指摘する向きもあり、日本の金融機関や投資家にとって、国内債への投資だけで十分な利回り収入を確保するのが難しい状態は続きそうだ。

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。

図6: 日本のマネタリーベースと名目国内総生産の推移



注: 1945年のマネタリーベースは1944年末との平均値。1945年のGNPは当社推定
出所: 日本銀行、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

表2: 日本からの主体別対外証券投資動向 (国際収支ベース)

(億円)

(暦年)	対外証券投資(合計)									
		一般政府	預金取扱 機関 (銀行勘定)	その他部門						
				銀行等及び 信託銀行 (信託勘定)	金融商品取 引業者	生命保険	損害保険	投資信託委 託会社等	その他	
2010	258,341	124	106,198	152,019	32,425	61,994	39,659	-4,430	49,466	-27,096
2011	61,228	-672	9,048	52,853	15,931	65,302	-1,630	-4,375	5,644	-28,020
2012	146,968	227	88,414	58,327	6,809	64,335	40,818	-1,707	-17,034	-34,894
2013	-60,687	-872	-29,743	-30,071	-33,409	75,569	6,944	1,351	17,820	-98,346
2014	122,486	-726	-31,654	154,866	36,679	103,136	41,501	-173	48,000	-74,276
2015	369,441	-1,569	62,561	308,448	99,101	96,537	60,143	1,772	135,644	-84,749
2015/1	34,177	-62	8,749	25,490	10,612	7,952	4,460	645	9,030	-7,210
2	34,291	-65	9,375	24,982	10,912	7,875	1,541	276	12,271	-7,894
3	52,643	-290	27,076	25,858	12,283	13,584	-3,079	656	14,026	-11,613
4	-1,715	4	-41,122	39,403	9,510	9,925	13,887	448	12,823	-7,190
5	44,780	-32	17,953	26,860	2,337	10,552	14,073	-45	8,716	-8,774
6	-17,096	-305	-30,716	13,925	1,222	7,326	3,879	155	9,348	-8,005
7	36,300	-98	5,321	31,078	10,198	11,933	1,615	180	15,557	-8,405
8	40,529	-13	11,605	28,938	14,284	3,261	5,726	-55	10,796	-5,074
9	54,614	-388	31,819	23,182	10,247	1,813	1,685	-231	14,417	-4,748
10	44,510	-61	15,562	29,008	4,911	8,464	6,519	-274	13,316	-3,927
11	33,523	-81	9,258	24,346	4,730	8,548	5,282	-79	10,739	-4,873
12	12,885	-176	-2,318	15,379	7,856	5,303	4,554	96	4,606	-7,035
2016/1	13,765	-32	-4,267	18,064	7,434	9,075	1,961	-84	3,136	-3,458
2	51,553	48	19,293	32,212	12,106	4,058	13,991	-672	5,320	-2,592
3	68,796	-1,201	24,651	45,347	3,895	10,386	19,699	423	13,353	-2,409
4	6,056	-217	-8,542	14,815	1,977	4,205	15,106	-395	-2,525	-3,553
5	28,230	-14	-7,640	35,884	4,137	13,557	11,991	364	8,605	-2,770
6	21,722	0	-918	22,639	4,988	6,274	10,544	-135	2,816	-1,846

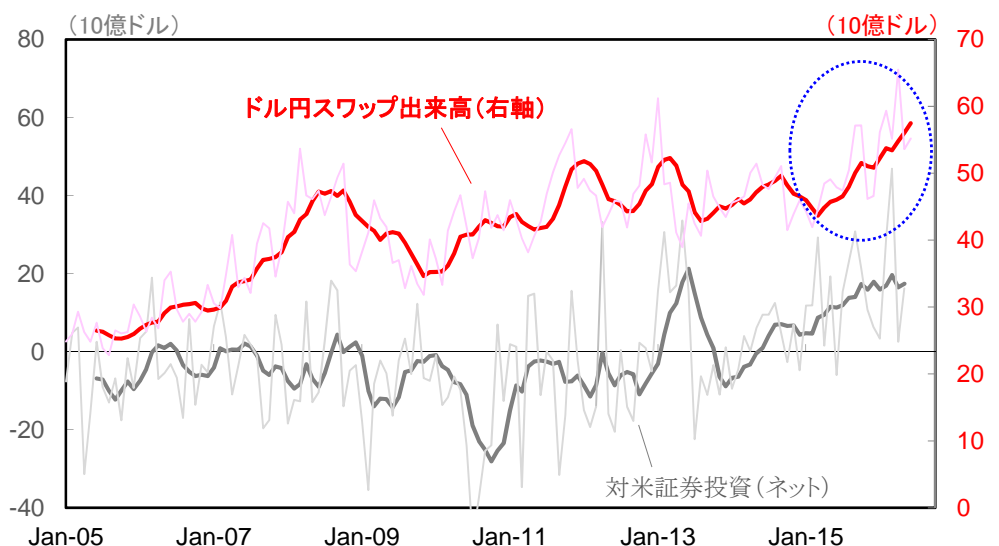
注: 直近月が斜字体となっている場合は、指定報告機関ベース。一般政府の指定報告機関ベースは公的部門の数字。
出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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。

日本からの対外証券投資は巨額の流出、テクニカル、ファンダメの両条件が整えば、為替ヘッジ・ポリシーも変化の可能性

実際、近年における対外証券投資の動きをみると、全体から一般政府と銀行勘定を除いた「その他部門」による純買い越し額は、昨年1年間で約30.8兆円にも達しており、一昨年の約15.5兆円から「ほぼ倍増」している。今年も6月までの速報段階で年率約33.8兆円と昨年の金額から更に約1割増しの勢いで流出している(表2)。7月22日に発行した外貨投資の視点(No.285)で詳述した通り、現下の局面で急増している対米証券投資は、昨今のドル円スワップ出来高などから類推する限り、相当高い比率で為替ヘッジが掛っている可能性が高く、為替需給に中立のタイプが大半を占めているとみられる(図7)。だが、①この先ある程度の日柄調整が進んでドル円相場の長期トレンドに「底入れの予感」が漂い始める、②米大統領選挙絡みの不透明感が解消された後も米国景気が堅調に推移し、米連邦準備制度(FED)による緩やかな利上げによってドル円絡みの為替ヘッジ・コストが一段と上昇する、③日銀による国債買占めの影響が一段と浸透して、国内で「買えそうなイールド」を発掘するのが一層困難になる、などの諸条件が重なれば、当該時点におけるドル円相場の水準次第で既存のオープン外債に対する為替ヘッジ比率や新規の外債投資における為替ヘッジ・ポリシーなどが見直される可能性はあるだろう。

図7: 対米証券投資(ネット)とドル円スワップ出来高



注1 : 対米証券投資は、建値通貨別対外証券投資のアメリカドル。当方でドル・ベースに変換
 注2 : ドル円スワップ出来高は、アウトライク・フォワード取引を含む。月中平均
 注3 : 太線は6ヵ月後方移動平均
 出所: 財務省、日銀、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

米国で短期金利の上昇が始まって、チャートの見ための印象が変われば、海外投機筋のドル円売買戦略が再び転換

第四に、この先、米国で利上げが再開されて短期金利の上昇が始まれば、現在でこそ「チャートの見ため重視」で「ドル円」通貨ペアに対して戻り売り優位の円高投機を仕掛けている海外投機筋の売買戦略が転換を強いられる可能性が高い。前述のように、現下の局面では52週前の水準を大幅に下回っているドル円相場の「差し込み傷」があまりにも深く入っているため、長期トレンド線が上値を圧迫し続けるチャートの形が解(ほぐ)れる希望を持ってないが、来年の年明け以降になれば52週前のレベルで決まる雲の上限が急速に低下してくることで、日柄調整の進行とともに「差し込み傷」が次第に浅くなり、それほど無理に跳ね上がらなくてもトレンドが底入れする期待が湧いてくる(前掲図1)。「米

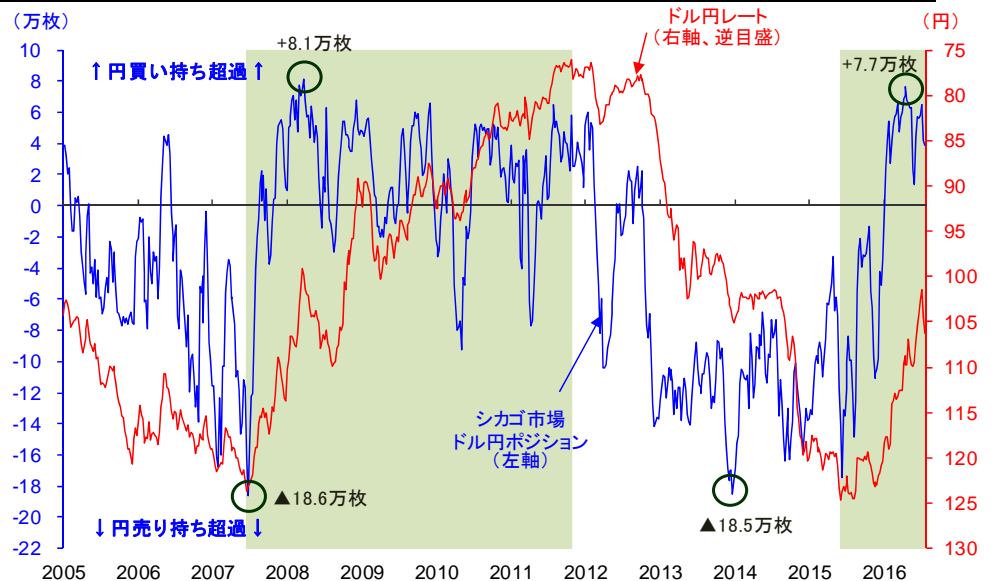
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

国経済が自然体で景気後退局面に入る」、「トランプ大統領が誕生する」などのリスク・シナリオが炸裂した場合は、ドル円相場の「差し込み傷」が一段と深入りして日柄調整が長期化する可能性も完全には否定できないが、我々のメイン・シナリオ通りのマクロおよび政局の前提が正鵠を得ていれば、日柄調整の進行に伴い、テクニカル的にはトレンド底入れへの期待が明滅し始めるだろう。

海外投機筋のポジションが円ショート・ドルロングに切り替われれば、ドル円相場の地合いはかつてのような「下値が堅く、上値が重い」状態に復帰

そこで改めて最近のシカゴ通貨先物市場におけるドル円ポジションの動向をみると、年明け以降の円高局面ではほぼ恒常的に円ロングの状態が定着しており、「ドル円の長期トレンド＝右肩下がり」の相場観に基づくトレード戦略への転換が暗示されている(図8)。52週移動平均線が下降トレンドを維持し続けている来年の年明け頃までは、国内外のボリューム・プレイヤーの基本戦略は「ドル円＝戻り売り」優位の状態が続き、趨勢的な地合いは「上値が重く、下値が柔らかくなりがち」な状態が継続するだろう。だが、その後一段の日柄調整が進んで長期トレンドが底入れする可能性が意識され始める中で米国の短期金利が地味に上昇し続けるなら、短期ファンディング・コストの上昇するドルを借り続けて空売りし、マイナス金利の円を買って持ち続けるポジション運営は次第に難しくなる。国内外の短期筋の基本戦略が切り替わり、円ショート・ドルロングをベースにしたスタンスに戻るなら、ドル円相場の地合いはかつての右肩上がりの局面で観測された「下値が堅く、上値が軽い」状態に戻るだろう。

図8:シカゴ通貨先物市場ドル円持ち高とドル円相場(2005年以降)



注: 為替持ち高は毎週火曜日時点での非商業筋と非報告筋の合計。為替相場は週平均、網掛けは円高局面
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

ドル円相場底入れの諸条件が整うか否かを確認するには、今しばらくの経過観察が必要

以上のような我々の現況認識と先行きの政治・経済・政策に対する読み筋に誤りがなければ、早ければ来春ごろからドル円相場の地合いは右肩上がりに転じるだろう。ただし、そのために必要な「テクニカル」、「ファンダメ」、「政治・政策」などの諸条件が整うか否かを確認できるまでには、少なくともまだあと半年以上の経過観察が必要だ。我々の為替相場見通しの前提に据えている政局読みやマクロ予測の妥当性に合理的な疑義が生じ

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。

た場合は、躊躇することなく予測パターンを見直し、機動的な再精査に努めたいと考えている。

図9: 2016年-18年のドル円相場の見通し



出所: 実績はブルームバーグ提供の週末値。予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券

表3: 為替相場見通し

		予想									2015年	予想		
		2016年			2017年			2018年				2016年 (予想)	2017年 (予想)	2018年 (予想)
		4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期				
ドル円 [円/ドル]	レンジ	99.02-112.58	95.0-108.0	94.0-107.0	93.0-106.0	94.5-107.5	96.5-109.5	98.5-111.5	100.5-113.5	100.0-114.0	115.86-125.86	94.0-121.69	93.0-111.5	100.0-114.0
	期末値	103.2	101.5	100.5	99.5	101.0	103.0	105.0	107.0	107.0	120.22	100.5	105.0	107.0
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	109.57-128.17	103.5-119.8	100.4-116.7	97.3-113.6	95.9-113.2	96.9-113.2	96.8-113.2	98.8-115.2	98.2-115.8	126.10-145.48	100.4-132.32	96.8-113.6	98.2-115.8
	期末値	114.61	111.7	108.5	105.5	105.0	105.1	105.0	107.0	107.0	130.64	108.5	105.0	107.0
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.091-1.162	1.035-1.165	1.015-1.145	0.995-1.125	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.930-1.070	1.046-1.211	1.015-1.165	0.935-1.125	0.930-1.070
	期末値	1.111	1.100	1.080	1.060	1.040	1.020	1.000	1.000	1.000	1.086	1.080	1.000	1.000

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。ユーロドルは小数点以下4桁を四捨五入。予想は弊社:最終変更日時は6月24日21:00

(7月29日 14:30)

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。

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其他証券を、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、カブドットコム証券、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はもとより、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てはならないものです。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

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。

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、プリティッシュ・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。

〒100-8127 東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ
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。