

外貨投資の視点 (No.308)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年11月25日

ドル円相場:2016年11月の回顧と今後の展望

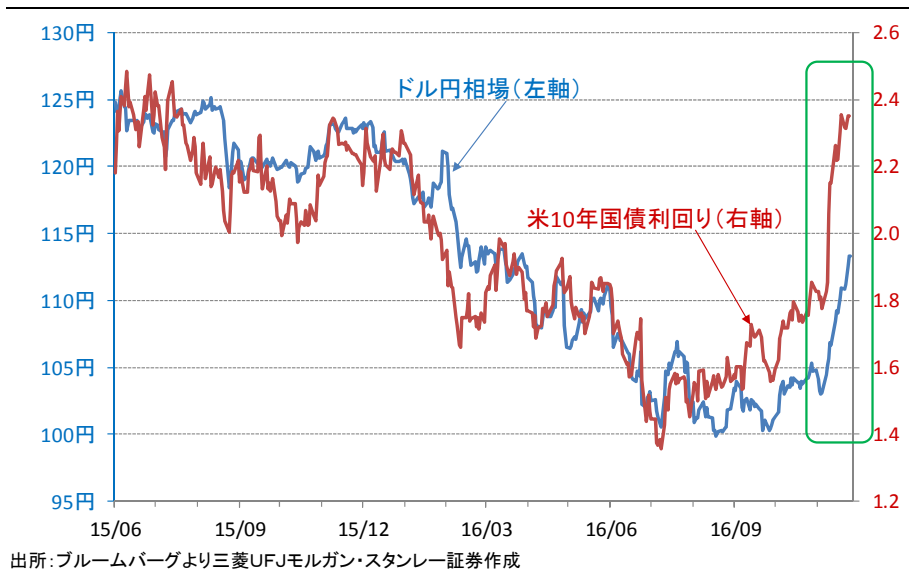
ポイント

- 米大統領選挙後の「トランプ・ラリー」が収まらず、想像を遥かに超える勢いで米金利上昇・株高・ドル高が急加速
- 「市場の審判」を受け入れ、ドル円相場の予測を上方修正するが、「12日で12円超のドル高」は明らかに速度違反
- 米新政権発足前のご祝儀相場のモメンタムはいずれ減衰、来年前半にかけては相応の自律反落が生じる局面も
- 来年後半以降のドル円相場の展開は、「トランプノミクス」稼働後の成否に依存。政策効果を見極めて予測を精査

2016年11月のドル円相場は、米大統領選挙後の「トランプ・ラリー」に沸き立つ展開に

11月のドル円相場は、いわゆる「トランプ・ラリー」で急激かつ大幅に上昇、米大統領選挙後の市場反応に対する我々の事前読みの甘さを戒める展開になった。11月8日(火)に投開票が行われた米大統領選挙で我々が前提としていた「クリントン勝利」のシナリオが脆くも瓦解、共和党候補のトランプ氏が当選したにもかかわらず、当初想定していた世界同時株安と円高の共鳴現象は起きなかった。トランプ候補の当選確実が濃厚になる開票速報のプロセスでドル円相場はわずか約4時間だけ▲4円27銭幅で急落して一時101円20銭付近へ差し込んだが、大方の予想に反して第45代アメリカ合衆国大統領の座を見事に射止めたトランプ氏がそれまでの暴言を封印、「大統領然とした」勝利演説を行った直後から「米長期金利上昇・株高・ドル高」の市場反応が一気に加速、25日(金)の東京市場午前中には一時113円90銭と3月15日(火)以来、約8ヶ月ぶりの高値圏へ吹き上がる場面があった(図1)。

図1:ドル円相場と米10年国債利回りの推移



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。

「市場の審判」を素直に受け入れ、予測起点の発射台を大幅に上方修正

米大統領選挙前に配信した事前読みレポートで、もしもトランプ氏が当選してしまった暁には、所謂「トランプ・リスク」が炸裂して世界中で株価が急落、「リスク・オフの円高」の嵐が吹き荒れる、などとコメントしていた自身の不明を改めて猛省せねばならない。筆者のこれまでの為替予想生活において、想定外のイベント・ショックに巻き込まれて従来のメイン・シナリオが破壊され、見通しの改変に追い込まれたケースは沢山あるが、事前に頭の中で行っているイメージ・トレーニングで、「この手のリスク・シナリオが炸裂したら、ドル円は上下どちらに動きそうか？」との読み筋までもが、これだけ見事に裏目に出た記憶はほとんど無い。これほど明確な「市場の審判」が下されてしまった以上、一旦はその現実を素直に受け入れ、従来のドル円相場の予測パターンを見直し、足下の発射台を大幅に上方修正せざるを得ない。

トランプ次期大統領が提唱する財政拡張策で金融引締め観測が高まっているほか、毎年この時期は年末リパトリ絡みのドル高期待が刺激されやすい

実際、現在のドル円相場を取り巻く環境を俯瞰すると、米大統領選挙後に観測された米国債イールドカーブの大幅な上方シフトに暗示されている通り、米フェデラル・ファンド（FF）金利先物市場では12月13日（火）～14日（水）の米連邦公開市場委員会（FOMC）での利上げ織り込み確率がほぼ100%に上昇、来年末にかけての利上げ予想確率もアップしている。通常、財政出動による景気刺激は、当該国の労働需給が緩んでいる時期に実施されるものだが、直近の失業率が4.9%まで低下して概ね完全雇用状態にある米国経済に「大規模な減税とインフラ投資によるカンフル剤を打つ」と主張する人物が次期大統領になることが決まったため、先行きの金融政策に引き締め期待が生じるのは当然だ。また、毎年11月下旬の米感謝祭から12月下旬のクリスマス前後までの時期は、米系多国籍企業の海外利益の本国送金やドル転予約など、国内金利の動きとは無縁の季節的需給によるドル高期待も発生しやすい。

2016年10-12月期のドル円相場の予測レンジを3度にわたって上方修正

上記の諸点を勘案の上、2016年10-12月期の想定レンジを大幅に引き上げ、年末のピンポイント予想を1ドル＝108円00銭に上方修正した。昨今のドル円相場は、ひとたび上昇気流に乗ると、まるで「糸の切れた凧」のように軽く舞い上がる傾向があり、当該四半期における想定レンジの上限も116円00銭まで引き上げている。いわゆる「オーバーシュートの領域」に突入する場合は、昨年6月高値の125円86銭から今年6月安値の99円02銭までの下げ幅の61.8%戻しにあたる115円61銭を超える水準まで上ヒゲが伸びる可能性までカバーしておく。米大統領選挙後に観測されているドル高・円安の奔流は、我々の想像を遥かに超える速度と幅で進んでおり、11月14日（月）、18日（金）の2度にわたって見直した我々のドル円相場予想を3度にわたって上方修正せざるを得ない。

ただ、選挙直後の市場反応は「トランプノミクス」の良さそうな面ばかりを見ている印象が否めず

ただし、米大統領選挙直後に観察されたドル円相場の急伸劇によって、その趨勢までもが右肩上がりのドル高トレンドに切り替わったと断定してしまうのは早計だ。現在は米国で8年ぶりの政権交代が起きることが決まった直後でもあり、「前向きな変化」を期待する政治的高揚感が盛り上がっているが、まだ実際に稼働もしていない「トランプノミクス」の良さそうな面ばかり先取りし過ぎている嫌いは否めない。確かに、戦後初の「ビジネスマン大統領」の強力なリーダーシップの下、大規模減税・インフラ投資拡大・規制緩和のポリシー・ミックスで米国経済が長期低迷懸念を克服できれば、良い金利上昇・株高・ドル高の共鳴現象が加速する可能性はある。上下両院の多数派を維持した共和党議会とホワイトハウスの「ねじれ現象」が、この先少なくとも2年間は解消される見込みが立つ中（表1）、

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。

共和党の伝統的なイメージである「ビジネス・フレンドリー」な諸政策が円滑に立法化される、との期待も盛り上がっている。

表1: 米国大統領選挙および連邦議会選挙の結果

選挙 実施年	上院選挙					下院選挙					大統領選挙	
	議席数	共和	民主	その他	空席	議席数	共和	民主	その他	空席	共和	民主
1956	96	47	49	0	0	435	201	234	0	0	アイゼンハワー	スティーブソン
1958	98	34	64	0	0	436	153	283	0	0	-	-
1960	100	36	64	0	0	437	175	262	0	0	ニクソン	ケネディ
1962	100	33	67	0	0	435	176	258	0	1	-	-
1964	100	32	68	0	0	435	140	295	0	0	ゴールドウォーター	ジョンソン
1966	100	36	64	0	0	435	187	248	0	0	-	-
1968	100	42	58	0	0	435	192	243	0	0	ニクソン	ハンフリー
1970	100	44	54	2	0	435	180	255	0	0	-	-
1972	100	42	56	2	0	435	192	242	1	0	ニクソン	マクガバン
1974	100	37	61	2	0	435	144	291	0	0	-	-
1976	100	38	61	1	0	435	143	292	0	0	フォード	カーター
1978	100	41	58	1	0	435	158	277	0	0	-	-
1980	100	53	46	1	0	435	192	242	1	0	レーガン	カーター
1982	100	54	46	0	0	435	166	269	0	0	-	-
1984	100	53	47	0	0	435	182	253	0	0	レーガン	モンデル
1986	100	45	55	0	0	435	177	258	0	0	-	-
1988	100	45	55	0	0	435	175	260	0	0	ブッシュ(父)	デュカキス
1990	100	44	56	0	0	435	167	267	1	0	-	-
1992	100	43	57	0	0	435	176	258	1	0	ブッシュ(父)	クリントン
1994	100	52	48	0	0	435	230	204	1	0	-	-
1996	100	55	45	0	0	435	226	207	2	0	ドール	クリントン
1998	100	55	45	0	0	435	223	211	1	0	-	-
2000	100	50	50	0	0	435	221	212	2	0	ブッシュ(子)	ゴア
2002	100	51	48	1	0	435	229	204	1	1	-	-
2004	100	55	44	1	0	435	232	202	1	0	ブッシュ(子)	ケリー
2006	100	49	49	2	0	435	202	233	0	0	-	-
2008	100	41	55	2	2	435	178	256	0	1	マケイン	オバマ
2010	100	47	51	2	0	435	242	193	0	0	-	-
2012	100	45	53	2	0	435	234	200	0	1	ロムニー	オバマ
2014	100	54	44	2	0	435	247	188	0	0	-	-
2016	100	51	48	1	1	435	238	194	3	0	トランプ	クリントン

注: 議会獲得議席は選挙直後の数。その後の当選者の死亡、辞任、転籍等による変更事例もある。灰色網掛けは大統領府とのねじれ、黄色網掛けはねじれ解消を示す。2016年のその他および空席は現時点で未確定の議席数。

出所: 米国議会資料、CNNより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

表2: まだ稼働していない「トランプノミクス」の明るい面と暗い面

【先行して織り込まれがちなプラスの側面】

- 優秀な「ビジネスマン大統領」は、選対の暴言を封印して「君子豹変」の可能性も
- 大規模な減税とインフラ整備・歳出拡大で米国経済を再生、再び「偉大な国」に
- 各種の規制の緩和・撤廃で「トランプ関連銘柄」の物色が進んで株価は大幅に上昇
- 米国経済の潜在成長力底上げで、「良い金利上昇・株高・ドル高」の共鳴現象も
- ホワイトハウスと共和党議会の「ねじれ解消」でビジネス・フレンドリーな政策推進

【時間をかけて評価すべきマイナスの側面】

- 共和党議会には財政均衡論主義者も多く、大規模減税とインフラ投資の財源は？
- 財政赤字拡大懸念による米国の金利上昇は、果たして安定的なドル高要因か？
- 不法移民の国外退去、イスラム教徒の入国禁止は無理でも、何らかの制限は？
- アジアやその他の為替操作国からの輸入品に3~4割程度の貿易関税を課す？
- 環太平洋連携協定(TPP)は破棄する、北米自由貿易協定(NAFTA)は再交渉？
- 米国連邦準備制度理事会(FRB)の権限縮小、監視強化を間違いなく支持する？

出所: 各種報道より三菱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。

選挙期間中のトランプ氏の主張には市場に優しくないものも含まれている

だが、選挙期間中にトランプ氏が主張していた政策は、国境を跨る人の流れの制限や保護主義的な通商政策など、市場に優しくないものも含まれている(表 2)。また、今回の議会選挙で上下両院の過半数を維持した共和党議員の中には、数年前の「財政の崖」騒動の時に活躍した財政均衡主義者も多い。大規模な減税や公共投資拡大に必要な財源問題は、来春以降の財政協議で議論の対象になりそうだ。財源の一部を貿易相手国からの輸入関税の引き上げや社会保障のカットなどで賄う場合、トータルでみて米国経済に働くプラスの効果がどれほど残るのか、現時点では判断しにくい。財政規律の維持に不可欠な財源措置をウヤムヤにして大型減税とインフラ投資だけを先行させれば金利は上昇するだろうが、財政赤字の拡大懸念による悪い金利上昇は、果たして安定的なドル高要因であり続けるかどうかは分からない。実際、今回の米金利上昇・ドル高・円安局面で、米 10 年債利回りは一時 2.4% 台に乗せて昨年夏場の水準に戻ったが、ドル円相場は当時の高値 125 円台まで戻り切れていない(前掲の図 1)。今回の米国金利急騰の「質」に対する「市場の迷い」が表れているようにも見える。

「トランポノミクス」に対する期待先行の市場反応は明らかに速度違反、いずれ自律反落へ

米大統領選挙後に観察された金利上昇、株高、ドル高の市場反応が、「トランポノミクス」の良さそうなところばかりを先に織り込み過ぎているのなら、盛られた期待の一部が剥がれ落ちて政策変化の影の部分にも市場の視野が広がるにつれ、ある程度の反動は起きるだろう。実際、ここもとのドル円相場のプライス・アクションを眺めてみると、トランプ次期大統領が勝利演説を行った 11 月 9 日(水)安値の 101 円 20 銭から 25 日(金)高値の 113 円 90 銭まで、わずか 12 営業日での上昇幅は +12 円 70 銭にも達している。もしも同じペースで上がり続けた場合、トランプ大統領の就任式が行われる来年 1 月 20 日(金)のドル円相場は 1 ドル = 150 円台半ばに達している計算だ。幾ら何でもスピード違反であり、どこかで自律反落による速度調整が起きるとみるのが自然だ。ちなみに、今年 7 月に日本で実施された第 24 回参議院選挙で安倍首相が「国政選挙 4 連勝」の快挙を成し遂げた前後、ドル円相場は「政府・日銀ヘリマネ騒動」を追い風に急騰、1 ドル = 100 円台から僅か 9 営業日で 107 円台まで一気に駆け上がる一幕もあったが、経済対策数値の水増し疑惑と日銀緩和の限界論が台頭するに及び、約 1 ヶ月後のお盆の時期には 1 ドル = 99 円台まで押し戻された。大同小異の上下動が「トランポノミクス」の稼働前後にも起きる可能性は意識しておくべきだろう。「山高ければ谷深し」のたとえもある。

ドル円下降局面の日柄調整が進むまで、長期トレンドは反転しない

テクニカル的にみても、足下のドル円相場は前年同期(≒52 週間前)のレベルを大幅に下回って推移しているため、「下降局面の日柄調整」がハッキリ終了したとは判定しにくい。昨年年末のプライス・アクションから類推すると、仮にドル円相場が今年中に 115 円前後の水準へ続伸したとしても、代表的な長期トレンド・ラインである 52 週移動平均線はまだ右肩上がりに復帰しない(図 2)。計算式の構造上、52 週線は「現値から 52 週間前の値を引いた数値を 52 で割った数」だけ毎週末に上下するので、この先もしばらく▲20 銭前後は下がり続け、「52 週線ア라운드」の上値抵抗帯は足下の 109 円 10 銭台から今年末には▲1 円以上は下がりそうだ。「現値が長期移動平均線を上抜けすればトレンド転換のサインだ」との誤解もよく目にするが、その水準で日柄調整の終了に十分な滞空時間が確保されて長期トレンドが上昇に転じるまでは、「ダマシ」に終わることもある。52 週線が下降し続ける可能性が高い来年年明け頃までは、現値が長期トレンドの上に顔を出してもまだ完全には信用しない方が無難だろう。

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2: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準

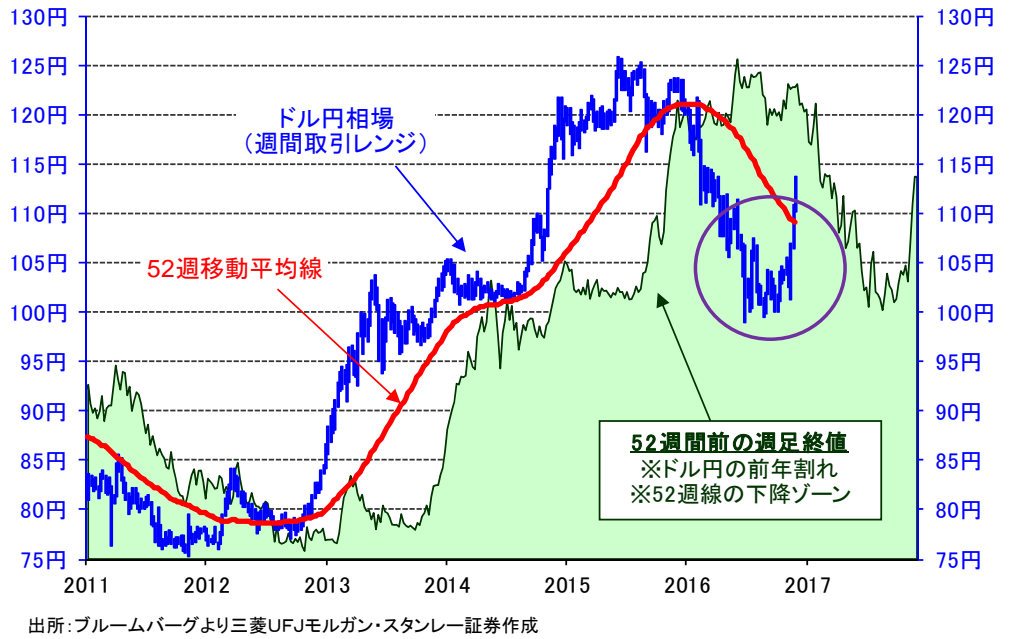
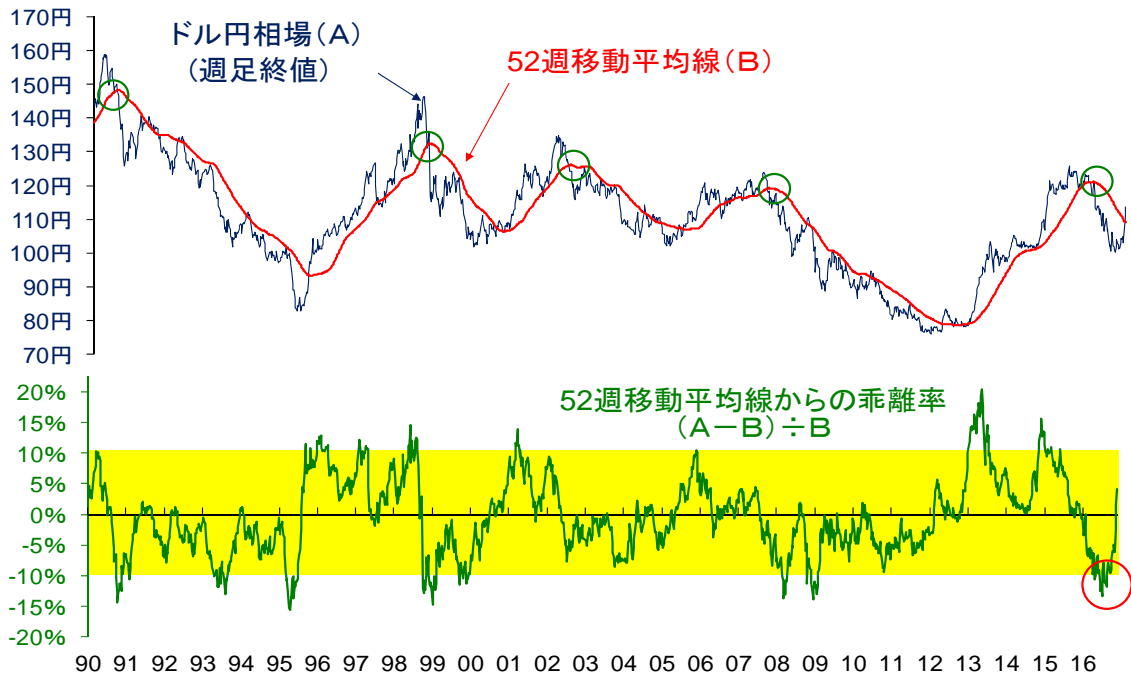


図3: 長期トレンド・ラインとドル円相場



トランプ政策にアノマリー
突破の破壊力があるか否
か、即断は難しい

ちなみに、1990年代以降のドル円相場のプライス・アクションを眺めてみると、強烈なドル安・円高ショックの差し込み傷が深く入って52週線が上昇から下降に転じたケースは、今回を除いて4度ある(図3)。いずれのケースでも、その後はどこかでいったん自律反発に転じるものの、下がり続ける52週線との「ファースト・タッチ」や「ファースト・ブレイク」が

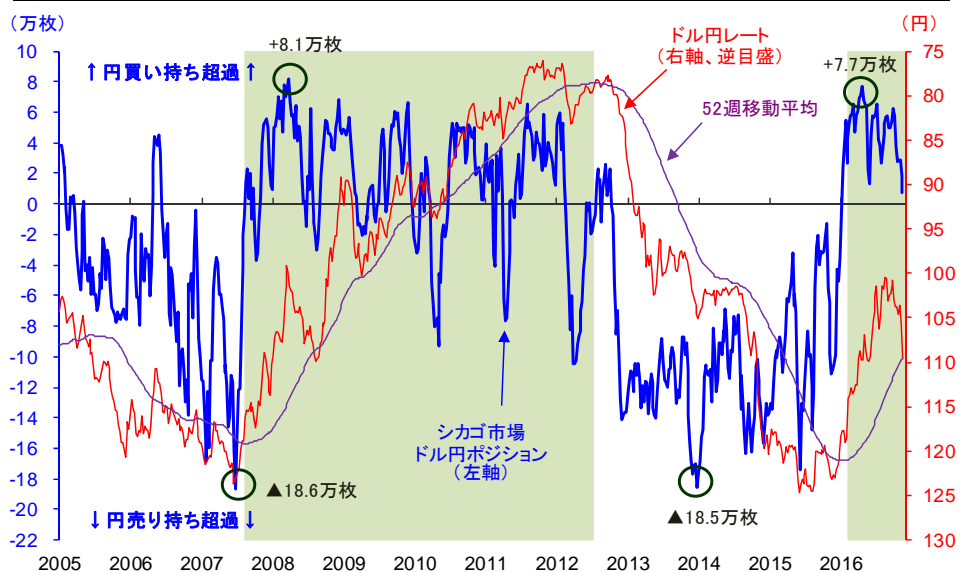
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

不可逆的なトレンド転換に結びついたケースは 1 度もない。いわゆる「トランポノミクス」が本格的に稼働した後、本当に上手く機能して経済成長率の底上げ効果が確認されたならば、過去数十年以上にわたってドル円相場を支配してきた「52 週線のアノマリー」が破られる可能性までは否定できない。だが、まだ新政権も発足していない現時点で、そこまでの突破力を秘めた政策効果を期待するのは、やや時期尚早な気がしてならない。今後の米予算審議のスケジュールを推測すると、トランプ次期大統領の予算教書が提出されるのが 2 月初旬頃、その後、共和党が過半数を握る連邦議会で予算決議案が出されて大統領との予算協議が始まるのは、これまでの慣例によれば来年の春頃からだ。比較的スムーズに予算審議が終了したとしても、いわゆる「トランプ予算」が実際に稼働するのは米政府が新しい会計年度を迎える来年 10 月以降になる。実際の政策運営を見極める必要があるだろう。

為替需給環境は、実需も
仮需もいましばらくの間は
円高優位の状態か

為替需給の面でも、先ごろ明らかにされた日銀短観 9 月調査では国内の大企業製造業の今年度下期の前提レートは 1 ドル＝107 円 42 銭だった。これだけ強いドル円相場の上昇モメンタムが観測されたため、「輸出のドル売り」も目先の分はある程度済んでいるとみられ、「トランプ・ラリー」のモメンタムが衰えるまでは、その先の分の予約も手控えられる可能性はあるが、今年は幾度も「想定外の 1 ドル＝99 円台」を見せられて冷や汗をかかされた経緯もある。このままの勢いで今年度末まで「ドル高・円安一直線」の楽観シナリオを想定している企業は少なく、目先のピークアウト感が出始めると相応のドル売り注文が存在感を増してくるだろう。加えて、チャートの見た目の印象として長期トレンドが円高方向に動いている間は、海外投機筋のポジションは円ロング・ドルショートが優勢になりやすい。一時的に円ロングを投げさせられたり、短期のモメンタム重視で円ショート戦略に浮気したりしても、トレンドが円安方向にハッキリ転換するまでは、すぐまた円ロングに戻りやすいのではなかろうか(図 4)。

図4: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、52週線入り)



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。

「トランプ・ラリー」の自律反落に勢いがついた場合、再び1ドル=100円00銭前後に押し戻される可能性も

この先、我々が想定しているドル円相場の自律反落が、どのタイミングで生じるのかを完璧に読み切るのは難しい。だが、本稿で示した上記諸々の判断に誤りがなければ、前回のドル円相場の上昇局面で観測された値上がり幅(1ドル=75円35銭→同125円86銭)の半値押しにあたる100円60銭アライヴの攻防が再び起きる可能性は否定できない。今回の定点観測で改めて見直したドル円相場の予測では、来年半ばの底値を節目の1ドル=105円00銭前後まで引き上げたが、最近のドル円相場は良くも悪くも値動きが派手になりやすい。先述の52週移動平均線絡みのドル円相場のジグザグでは、下がり続ける長期トレンド・ラインの「ファースト・ブレイク」が「ダマシ」に終わった後は、ほぼ例外なく直前の安値を下抜けする価格帯に一旦撃ち落されている(前掲の図3)。今回のケースに当てはめると、6月24日(金)の英国国民投票の開票結果判明後に記録した安値99円02銭が攻防の節目になるため、「オーバーシュートの領域」に踏み込んだ場合の想定レンジ下限では、再び「二桁円台」への差し込みが生じる可能性までカバーしている。

「トランポノミクス」が実際に稼働した後、米国経済の成長力底上げに成功すれば、ドル円相場は上昇トレンドを鮮明に

もっとも、足下で急激に加速している「トランプ・ラリー」が、スピード調整の自律反落に転じた後、浅い押し目を作っただけで再びドル高・円安方向に切り返してくるのか、そのままズルズルとドル安・円高局面に入って底割れするのか、現時点で即断するのは難しい。まだ実際には稼働していない「トランポノミクス」の中長期的な成否にその答えが依存しているからだ。トランプ政権の経済政策が所期の効果をあげて、米国経済の長期低迷懸念を払拭、潜在成長力アップの起爆剤になるならば、良い金利上昇と良いドル高のコラボ現象が実現するだろう。その場合、2016年米大統領選挙の直後に観察された米金利上昇・株高・ドル高のイニシャル・リアクションには「先見の明」があったことになる。筆者が想定している予測レンジの下限まで反落せずに上昇基調に復帰するのが確認された場合、昨年6月高値の125円86銭を起点に始まったドル安・円高局面は今年6月安値の99円02銭までの約1年間で終了、「半値戻しは全値戻し」などという強気の相場格言が炸裂して120円台半ばへの復帰を意識する市場参加者が増えることになるかもしれない。

「トランポノミクス」が失敗した場合は、「倍返し」のような円高もあり得るが、成否の見極めには、まだしばらくの時間が必要

他方、「トランポノミクス」が稼働し始めてもあまり上手く機能せず、財政赤字ばかりが膨張して潜在成長率の底上げに失敗した場合は、悪い金利上昇や悪いドル高による景気下押し圧力に米国経済が押し潰されて、「倍返し」のようなドル安・円高圧力が再燃する可能性も否定できない。その場合、ドル円相場は今年夏場に岩のように堅かった「99円台のフロアー」を一気に突破、昨年6月高値の125円86銭までの上昇幅の▲61.8%押しにあたる95円64銭で止まらなければ90円台前半への続落もありそうだ(図5)。まだ具体像の见えていない段階でトランプ政策の評価を試みても甲論乙駁の神学論争に陥るのが関の山だが、国内外の市場関係者が最も気にしているのはその点だ。この先しばらくの間、トランプ次期大統領はもちろん、新政権の主要閣僚などの言動や米経済指標の結果にマーケットが一喜一憂、いわゆる「ヘッドライン・ボラティリティー」の強い展開が続くだろう。市場関係者がどんなに焦れても、トランプ大統領の就任式は来年1月20日(金)よりも早くは来ないし、来春以降の予算審議の経過を見るまでは「トランプ財政」の具体的中身は見えてこない。まだあと半年近くは、「トランプ・ラリー」の真贋論争の帰趨は見えにくい状況が続きそうだ。

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5: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

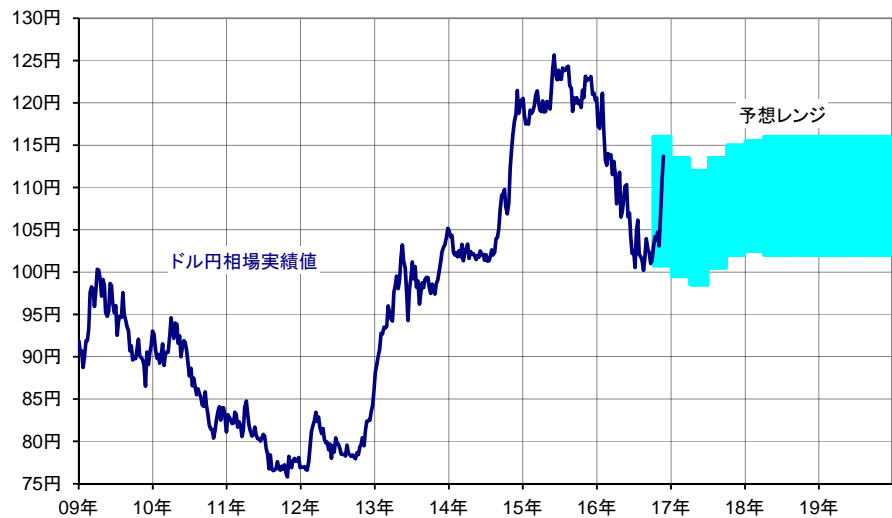
現時点で提示している来年後半以降のドル円相場反転予想はあくまでも暫定判断

今回の予測改定では、ポジティブな可能性に若干高めのウェイトを置いて、来年後半にかけてドル円相場が緩やかな底入れに転じるパターンをメイン・シナリオに据えた。ただ、新しい予測パターンは、あくまでも現時点における暫定予想だ。来年1月20日(金)に第45代の合衆国大統領に就任するドナルド・トランプ氏が、「米国経済中興の英主」として歴史に名を残すのか、「斜陽の超大国で衆怒を煽って一時的に台頭した梟雄」として記録されるのかによって、トランプ政権発足後の展開は180度違ってくる可能性がある。残念ながら、現時点でそれを完璧に予見できる千里眼は筆者に備わっていない。「2016年米大統領選挙の事前読み」を大きく誤った反省を踏まえ、予断を持たずに予測の妥当性を精査したいと考えている。なお、2018年4-6月期以降の予測に関しては、現時点では判断を保留、2018年1-3月期の想定レンジを多少上下に広げただけの数字を仮置きしている。今から約1年以上も先のマクロ経済・金融市場環境の想定にはかなりの不確実性が付きまとう一方、2018年2月と4月に任期が切れる日米両国の中央銀行トップの後任人事や同年11月に実施される米国中間選挙の結果など、政治・政策面での不透明要素があまりにも多過ぎるからだ。いましばらくの時間をかけて、より長期の予測パターンにも肉づけを施したい。

(次ページに見通しの図表を掲載)

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: 2016年-19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

		2016年						2017年				2018年				2019年						
		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		7-9月期		10-12月期		
ドル円 [円/ドル]	レンジ	99.54-107.49	100.75-116.0	99.5-113.5	98.5-112.0	100.5-113.5	102.0-115.0	102.5-115.5	102.0-116.0	115.86-125.86	99.02-121.69	98.5-115.0	102.0-116.0	102.0-116.0								
	期末値	101.35	108.0	106.0	105.0	107.0	108.5	109.0	109.0	120.22	108.0	108.5	109.0	109.0								
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	110.83-118.47	109.5-125.58	105.3-122.8	102.1-119.0	103.1-119.5	102.5-118.8	100.8-117.2	100.2-117.8	126.10-145.48	109.5-132.32	102.1-122.8	100.2-117.8	100.2-117.8								
	期末値	113.92	117.2	113.4	110.3	111.3	110.7	109.0	109.0	130.64	117.2	110.7	109.0	109.0								
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.095-1.137	1.025-1.130	1.010-1.140	0.985-1.115	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.930-1.070	1.046-1.211	1.025-1.162	0.955-1.140	0.930-1.070	0.930-1.070								
	期末値	1.124	1.085	1.070	1.050	1.040	1.020	1.000	1.000	1.086	1.085	1.020	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11月25日11:00

(11月25日 11:15)

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。

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。

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、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

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「MUSA」。電話番号: +1-212-405-7000) により配布されます。MUSA 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 MUSA 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、MUSA 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、MUSA 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 MUSA 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): MUSA は税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内 (添付文書を含む) の税金に関する記述は MUSA 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(ASIA)」)。電話番号: +852-2860-1500) とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA) 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(ASIA) 又は MUS(SPR) により配布されています。MUS(ASIA) 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 MUSA により配布されます。MUS(EMEA) および MUSA 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。