

外貨投資の視点 (No.316)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年1月27日

ドル円相場:2017年1月の回顧と今後の展望

ポイント

- 昨年終盤にトランプ財政の中味も見ず加速した「5週間で17円超」ものドル高・円安は、「時期」も「速度」も勇み足
- 今春の米予算協議でトランプ財政の財源問題が浮上、リパトリ優遇税導入前の送金手控えも自律反落の触媒に
- ただ、野心的な目標を掲げて前例の無い政策に挑む日米両国の取組みで、前例破りのチャート・パターンが出現
- 今秋のトランプ財政発動前に米景気が失速しなければ自律反落は深手に至らず、年末に向けドル高圧力再燃へ

2017年1月のドル円相場は波乱含みの開幕に

2017年正月のドル円相場は、8年ぶりに起きた米政権交代劇を眺め、波乱含みの開幕になっている。昨年終盤に猛威を振るった「トランプ・ラリー」の余韻を引き継ぎ、年明けは上値探査が先行、1月3日に発表された米中経済指標の結果が好感されると一時118円60銭と昨年12月16日以来の水準に上昇する場面があった。ただ、当時の高値118円66銭の手前では伸び悩み、①トランプ次期米大統領による「中国・メキシコ・日本を名指した貿易赤字批判」、「メキシコ産の独車に対する国境税賦課を示唆した脅し」、「人民元を引合いに出したドル高牽制発言」などが嫌気されると断続的に軟化、17日には一時112円73銭と昨年11月30日以来の安値圏へ下落した。その後、②緩やかな利上げの可能性に言及したイエレン米連邦準備理事会(FRB)議長の講演、③「長期的には強いドルが重要」との見解を示したムニューチン次期米財務長官の上院公聴会、などが好感されると115円台後半に持ち直す一幕もあったが、④米大統領の就任演説後に拡散した反トランプ・デモや、⑤「強過ぎるドルの短期的な経済への悪影響」に言及した次期米財務長官の書簡が嫌気されると一時112円53銭付近まで売り込まれて月初来安値を更新するなど、難解な値動きが続いている。本稿執筆時点のドル円相場は、115円00銭前後に持ち直しているが、良好な米企業決算や原油価格上昇を好感してNYダウが史上初めて2万ドルの大台を突破してきた割には、上値の重い印象も拭えない。昨年終盤のトランプ・ラリーでみた高値=118円台は、まだ遠そうな雰囲気だ。

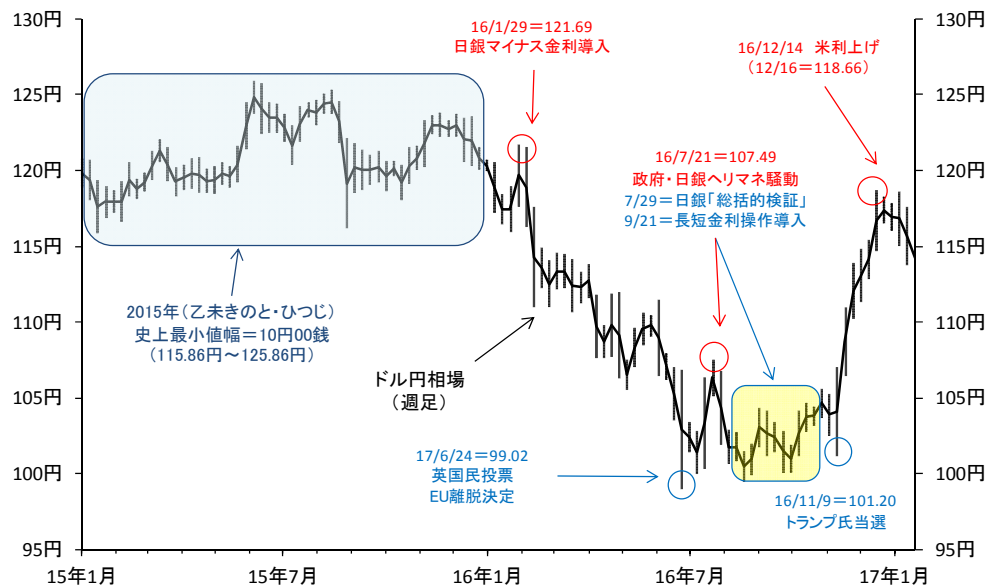
昨年に続き、今年も「想定外」の値動きが「日常」となる可能性を覚悟すべきか

最近のドル円相場は、米国発の要人発言に過敏な反応を示す傾向が強く、所謂「ヘッドライン・ボラティリティ」の高い状態が続いている。今年は超大国アメリカで破天荒な言動の目立つ「ビジネスマン大統領」を国家首班に仰ぐ新政権が始動した歴史な変節の年でもあり、「ドル円」はもちろん、その他のストレートドル絡みの通貨ペアも含め、日時不定で想定外のプライス・アクションに巻き込まれる可能性を意識せざるを得ない。「どこに地雷が埋まっているのか分からない」のは為替市場の日常だが、日本に古くから伝わる干支の格言で「申酉(さる・とり)騒ぐ」の2年目に突入する今年は、四季折々に風景が激変した昨年と同じくらいの驚きや意外性に満ちた価格変動が多発しそうな予感もある(図1)。果

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。

たして今年はどんな展開が待ち受けているのだろうか。以下、現時点における我々の見解を改めて整理しておきたい。

図1：2015年以降のドル円相場の週足推移



注：折れ線グラフは週間中央値、垂直縦線は当該週のザラ場の安値から高値までの変動域
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

今年前半は、16年秋から加速した「トランプ・ラリー」に一旦ブレーキがかかる自律反落の局面へ

まず今年の前半に関しては、昨年終盤に加速した「トランプ・ラリー」に一旦ブレーキがかかる自律反落の局面を迎えるとの基本判断を変えていない。昨年11月9日安値の101円20銭から12月16日高値の118円66銭に至るまで、ドル円相場は「約5週間で17円46銭」も急騰したが、如何にトランプ次期米大統領が大規模な減税とインフラ投資による経済再生を訴えたとはいえ、翌年10月に新しい会計年度が始まるまでは稼働しない「トランプ財政」の効果を、具体的な中味も確認せぬまま囃し立て、そんな勢いで吹き上がるのは、「スピード」が速過ぎるだけでなく、「タイミング」も早過ぎたのではないかと。通常、どんなに強い上昇/下降トレンドが発生している市場環境にあっても、為替相場は一次関数のような動きには絶対ならない。自律反落/反転による短期的な「ジグザグ」は必ずある。いかに条件が整ったにしろ、「約5週間で17円超」というドル高・円安の速度は、いわゆる「瞬間風速」に換算すると「年率+170円幅」に達する。自律反落が起きないと考える方が逆に不自然な速度で吹き上がっている。

今春から始まるホワイトハウスと米議会の財政協議が、ドル円相場を自律反落に誘う触媒に

古今東西、政権交代が起きると決まった直後には政治的な高揚感が盛り上がり、市場関係者は「変化を先取りしたい」との心理状態に陥り、かつポジティブな期待が先行しがちだ。しかし、しばらく時が経って「ご祝儀相場」の熱狂が醒めると、人々は「具体策の提示」を求めるようになる。まだ見ぬ「トランプノミクス」への期待だけでドルを買い進めていける局面はそろそろ終了しつつある。この先の米財政審議日程に想いを馳せると、米行政管理予算局(OMB)による「大統領予算教書」の提出が恐らく2月下旬から3月頃になりそうであり、米議会との折衝が本格化するにはしばらく時間がかかりそうだ。昨年の米大統領・議

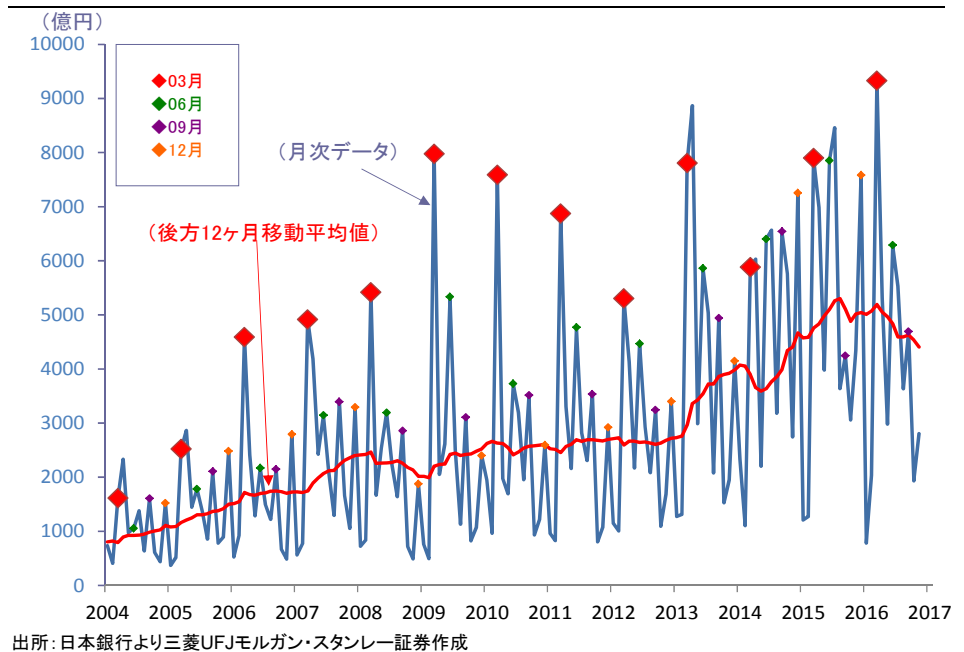
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

会選挙を経て、ホワイトハウスと連邦議会の「ねじれ」が解消したことは、円滑な財政協議の進行に期待を持たせる面もあるが、上下両院で過半数を占める共和党議員の中には、数年前に米国で「財政の崖」騒動が勃発した時に活躍した財政収支均衡論者も多い。トランプ大統領が主張する大規模減税や公共投資の一部を賄うのに必要な財源問題は必ず議論されるだろう。例えば「社会保障の削減」や「国境輸入税の引き上げ」などが検討の俎上に上がるだけでも、個人消費や貿易への悪影響が一部で意識され、市場関係者が現実を見つめ直す機会を提供しそうだ。

「トランプ・ラリー」の「▲38.2%押し」なら115円割れ、「▲半値押し」までみるなら110円割れも

無論、あれだけ明確に「アメリカを偉大な国に再生する」と主張している人物が国家首班になった以上、最終的には米議会サイドも多少譲歩、景気抑制効果より浮揚効果が強い経済政策パッケージが採用される可能性が高そうだ。だが、これまで市場が織り込んできた順番として、「トランプノミクス」のポジティブな面への期待が先行していた分だけ、マイナス面の削り込みを行う段階になると、昨年終盤の「トランプ・ラリー」によって溜め込んだドル高貯金の何割かは自律反落の対象になるだろう。具体的な調整幅をピッタリ当てるのは困難だが、仮に「約5週間で+17円超」という上昇幅の「▲38.2%押し」をみるなら1ドル=111円90銭台、「▲半値押し」まで意識するなら同109円90銭台が下値攻防のメドになる。

図2: 本邦の海外子会社からの収益・配当の国内還流額



トランプ政権が目指すリパトリ優遇減税の審議が始まれば、一時的には本国送金手控えが発生

需給的にみても、これから米財務省証券の海外保有者への利払いが集中する2月中旬頃から本邦の多くの会社が会計年度末を迎える3月下旬頃までは、日本の金融機関や事業法人が円建てで決算数字を確定するのに必要なドル売り・円買い予約や海外子会社から国内への利益還流(リパトリエーション)絡みのフローが出やすい時期を迎える(図2)。また、昨年12月8日に発行した外貨投資の視点(No. 310)で詳述したように、今春から始まる米財政審議でトランプ大統領が目指しているリパトリ優遇税制の審議が始まれば、

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。

2005年に類似の法人減税が実施されたときのように、一時的には優遇税率適用前のリパトリ手控えが起きそうだ(図3)。米国は経常収支が赤字の国なので、リパトリの手控えが起きている間はドルが不安定化しやすい。今年前半中のどこかのタイミングでは110円割れ、ストップ・ロスを誘発すれば滞空時間は短くとも瞬間105円前後ぐらいまで下ヒゲが伸びる可能性もあるだろう。

図3: 2005年米雇用促進法成立・施行前後のドル指数の動き



出所: 各種報道、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

ただ、「トランプノミクス」の稼働が視野に入る今年の後半にはドル円反発へ

だが、米国で大統領府と議会の予算協議が進んで「トランプノミクス」の具体的な輪郭や中味が次第に鮮明になってくる今年の7-9月期以降になると、ドル円相場の自律反落によるスピード調整局面は一巡しそうだ。その後、いわゆる「トランプ財政」が実際に稼働し始める10-12月期にかけては、再びドル高・円安方向に切り返してくる可能性が高いとみている。そのように考える理由として、以下の3点を挙げておきたい。

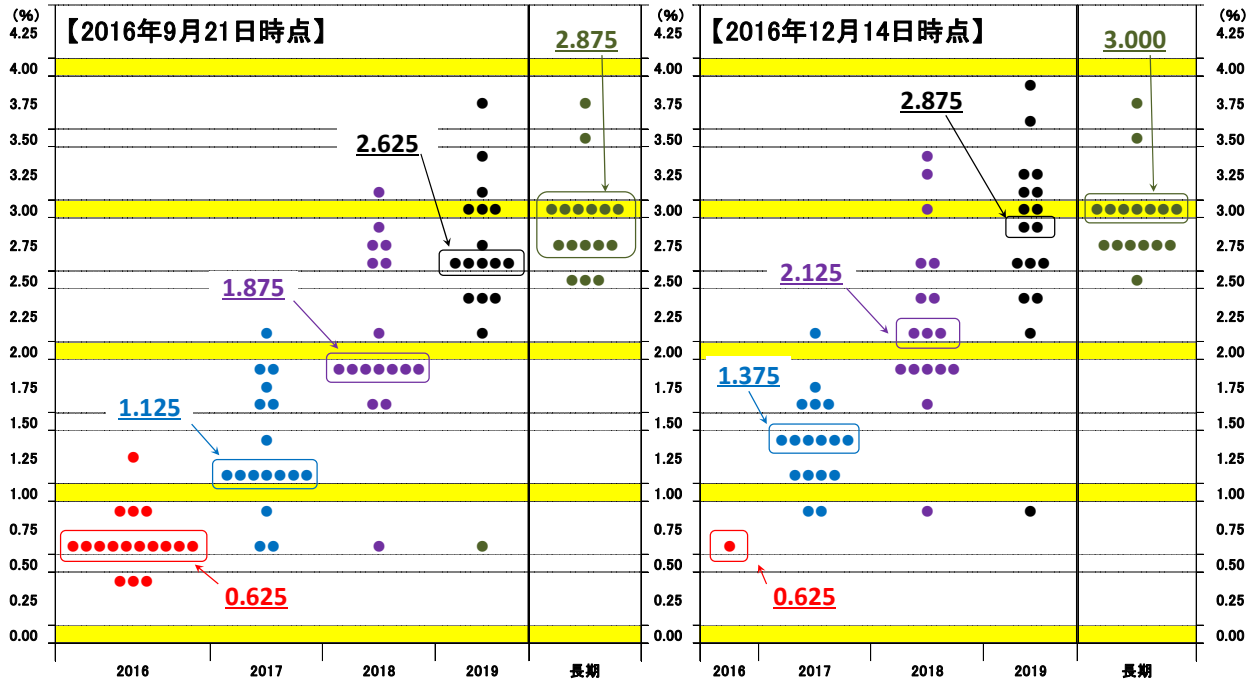
「ほぼ完全雇用」の状態にある米国経済に「トランプ財政」の刺激が入れば、日米金融政策の印象格差が強まりやすい

第一に、米国景気が緩やかな拡大基調を維持したまま、待望の「トランプ財政」による景気刺激が入るなら、「ほぼ完全雇用状態の米国経済にカンフル剤が打たれる」との市場の期待がいよいよ実現する。その場合、昨年末に1年ぶりに利上げを再開して緩やかな政策金利引き上げ見通しを提示している米国と(図4)、昨秋に導入した「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」によって金融政策の主たる操作目標を「量」から「金利」に変換、異例の超・低金利政策の持久力を高めた日本の金融政策との間に横たわる埋め難い印象格差が、市場のドル高・円安期待を育む温床になりそうだ。実際、近年のドル円相場に日本の金融政策運営の足跡をプロットしてみると(図5)、日銀緩和による通貨安効果は、グローバルな金融市場環境が「リスク・オフ」の色彩を強める時期には全く無視される一方、「リスク・オン」に切り替わると蒸し返されて円安期待を助長する触媒になっていたようにみえる。このシナリオが実現するなら、昨年終盤に観測された強烈な「トランプ・ラリー」によるドル高は、当初こそ期待先行の「勇み足」だったが、後からみれば「先見の明」があったとの市場評価が浸透、年末に向かうドル円相場を失地回復に誘うことになるだろう。今年12

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。

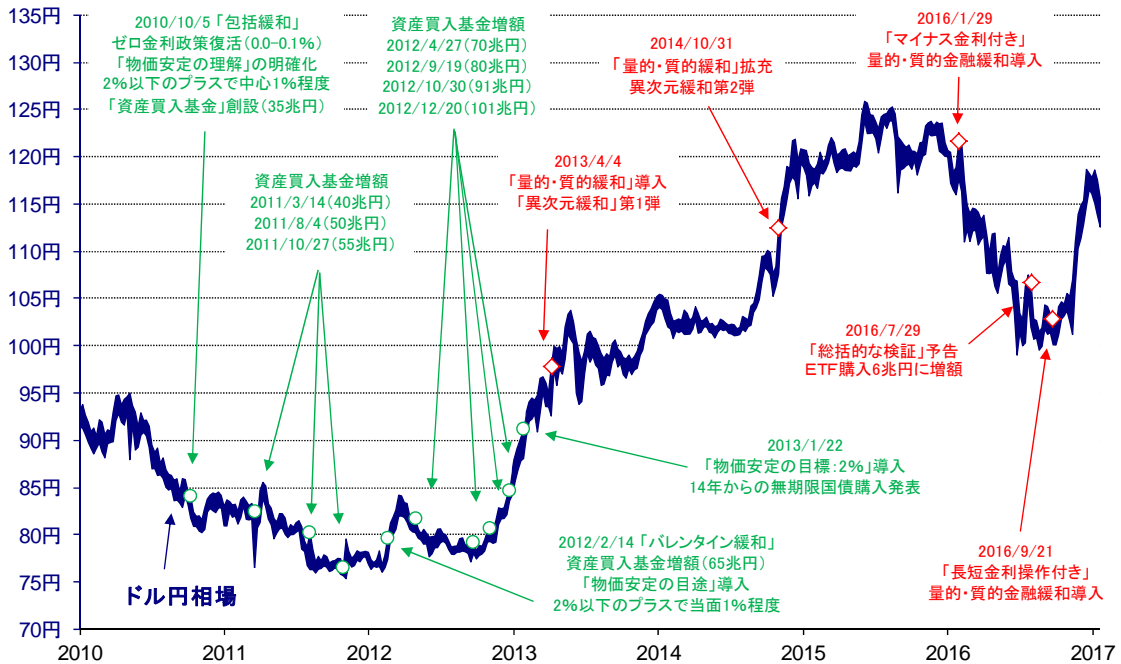
月末の終値をピンポイントで当てるのは至難だが、大晦日には再び1ドル=115円〜120円絡みの攻防戦に戻っているのではなかろうか。

図4: 米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者の政策金利見通し



出所: 日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

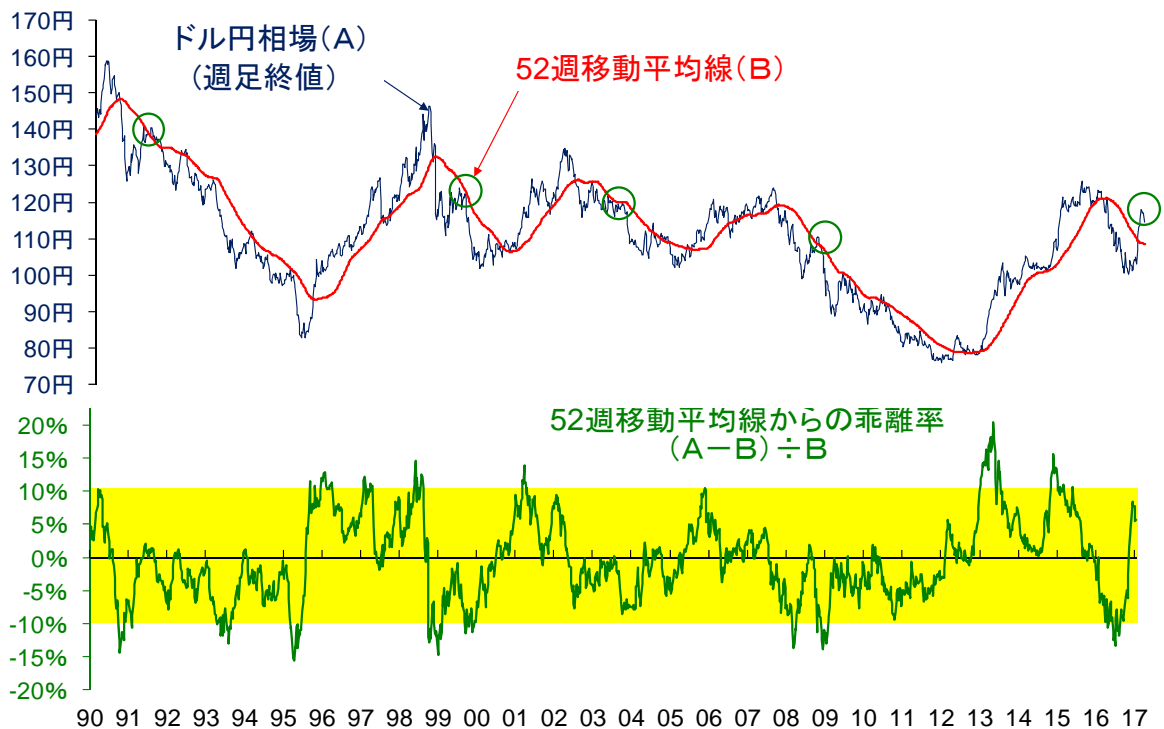
図5: 日銀金融政策の主な変遷とドル円相場



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

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: 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

日米で実施される前例の無い政策への期待が、ドル円相場の「アノマリー破り」を促した?

第二に、テクニカル的にみると、昨年終盤に暴力的な加速をみせた「トランプ・ラリー」の「アノマリー(前例)破り」によって、古参の市場関係者が長年の経験則で構築してきたドル円相場の循環に関わる「日柄の感覚」が見事に破壊されている。足下のドル円相場は、筆者が「トレンド判定の師」として仰ぐ52週移動平均線を一気に上に突き破ったが、1990年代以降、右肩下がりに転換した直後の52週線と現値の「ファースト・タッチ」が、これほど明確な「ファースト・ブレイク」に発展した前例はない(図6)。過去のドル円相場は、長期トレンドがいったん下向きに転じると、少なくとも1年以上はその傾向が続くケースが殆どだった。①「年4%の持続的な経済成長」を目指してほぼ完全雇用の米国経済に財政刺激を入れようとしている「トランプノミクス」、②「物価目標2%」の安定確保を目指して異例の金融緩和に邁進する「アベノミクス」は、いずれも「傍目にはやや無理筋で野心的に過ぎると映っている政策目標を掲げて過去に類例をみない政策を採用する」という点では似通っている。日米両国で前例の無い経済政策が同時に稼働するとの期待が、ドル円相場に前例破りのチャート作りを促したのかもしれない。

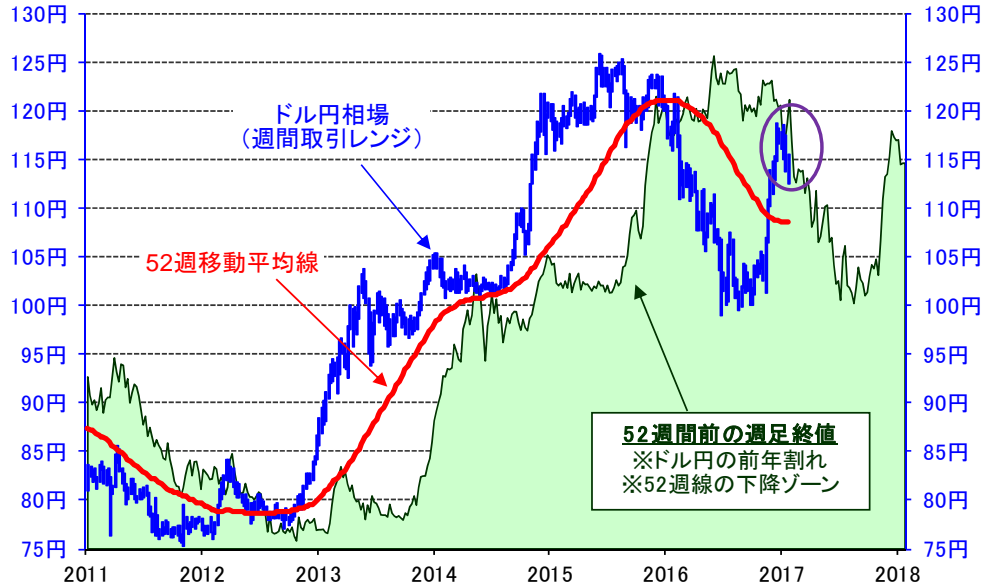
想定される自律反落が1ドル=105円~110円程度で済んだ場合、年央には長期トレンドが反転上昇

いずれにしろ、これほど見事な「前例破り」で相場観察の目線が一気に引き上げられた結果、平均的な市場参加者が頭の中に思い描くドル円売買の想定レンジは、大幅な上方修正を強いられている可能性が高い。この先、ドル円相場が相応の自律反落に転じたとしても、極端な深手に至らなかった場合、我々が想定しているドル高・円安の「スピード調整」は、「水準の下落」ではなく、「時の経過」によって進んでいく可能性もある。前年同期(≒52週間前)のドル円相場のプライス・アクションから類推する限り、この先想定される自

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。

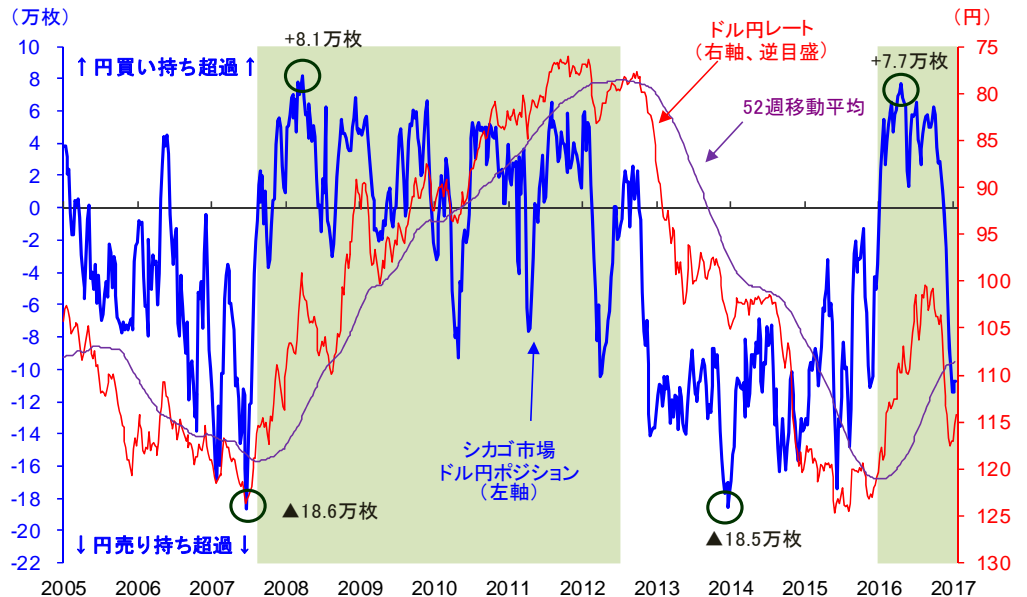
律反落が1ドル=105円~110円程度までの調整で済んで切り返してきた場合、今年の中頃には200日移動平均線や52週移動平均線など、ファンの多い長期トレンドが次々に上向きへ方向転換して、「ドル円相場=右肩上がり」の大局観を持つ市場関係者の比率が増しそうだ(図7)。

図7: 2011年来のドル円相場と「前年同期の雲」の水準



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

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、52週線入り)



注: 為替持ち高は毎週火曜の非商業と非報告の合計。為替は週平均、網掛けは52週線が概ね水平から円高方向に傾いている局面

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

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。

米利上げでドルの調達コストが上昇すれば、短期マイナス金利の円に対してドル売りポジションを持つ機会費用は増大へ

第三に、上記のような市場環境の変化が生じた場合、ドル円相場を取り巻く需給環境も次第にドル買い・円売り優位に転じる可能性が高い。まずシカゴ通貨先物市場における海外短期筋のポジションをみると、昨年終盤の「トランプ・ラリー」の加速局面で、それまで定着していた円ロング・ドルショートが一気に解消され、足下では▲10万枚を超える円ショート・ドルロングに転じたことが分かる(図8)。この間に膨張した円の売り持ち高が一旦整理されないと追加的な円売り・ドル買いの余地は拡がりにくそうだ。ただ、我々が想定している今年前半のドル円相場の自律反落局面でポジション整理がある程度進めば、後半には再び円売りの余地が広がるだろう。過去、海外投機筋は基本的にはトレンドに逆らわないドル円売買戦略を採用する傾向が強く、今年6月頃に想定される米国の利上げでドル・キャッシュの短期ファンディング・コストが一段と上昇すれば、短期金利マイナスの日本円に対してドル短のポジションを保持する機会費用は増すことになる。52週移動平均線などの長期トレンドがドル高・円安方向に傾き始めるにつれ、ドル買い・円売り超過の領域を主戦場にした戦略に転換するだろう。

昨年は生保の対外証券投資が過去最大の13.9兆円近くへ膨張

本邦の国際収支統計に目を転じて、足下の経常収支黒字は年率20兆円を超える金額に膨張している一方、本邦からのリアルマネー筋による対外証券投資の買い越し金額(対外証券投資から一般政府と銀行勘定を除いた部分)は昨年1年間で29.8兆円と、過去最大を記録した一昨年の30.8兆円と遜色のない金額に達している(表1)。投資家別で昨年特に目立っていたのは、生命保険会社による年間の対外証券投資が13.9兆円と過去最大の買い越し金額に膨張したことであり、日銀による短期マイナス金利の導入(1月29日)、長期ゼロ金利政策の導入(9月21日)など、異例の低金利政策の相次ぐ強化を受けて、黒田日銀総裁の言う「ポートフォリオ・リバランス効果」は、国際資本フロー統計の上にも着実に現れている。

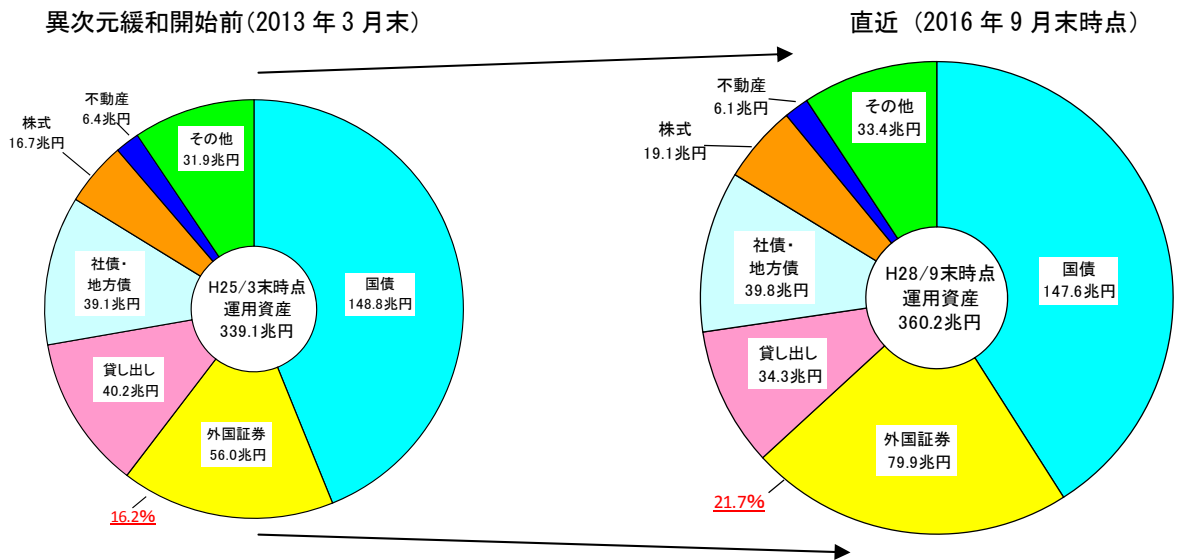
表1: 日本からの主体別対外証券投資動向(国際収支ベース)

(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	1772	135,644	-84,749
2016	337,139	-1,823	40,867	298,099	42,454	86,748	138,891	1370	69,384	-40,745
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	6,375	-217	-8,611	15,203	2,092	4,209	15,364	-395	-2,526	-3,540
5	28,232	-14	-7,639	35,886	4,137	13,557	11,991	364	8,603	-2,766
6	28,250	-22	-692	28,964	4,929	8,016	10,137	-168	7,923	-1,871
7	71,418	-35	29,603	41,850	2,413	6,500	22,829	562	12,008	-2,462
8	35,139	-29	-580	35,748	5,655	9,677	12,754	172	10,454	-2,963
9	14,745	25	-2,491	17,211	-869	3,930	12,936	521	5,558	-4,865
10	25,944	-6	3,118	22,833	-479	5,430	13,068	272	8,972	-4,429
11	15,574	-276	954	14,897	852	9,026	6,196	387	3,433	-4,998
12	-22,652	-64	-12,472	-10,116	289	2,884	-2,035	-12	-6,850	-4,392

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

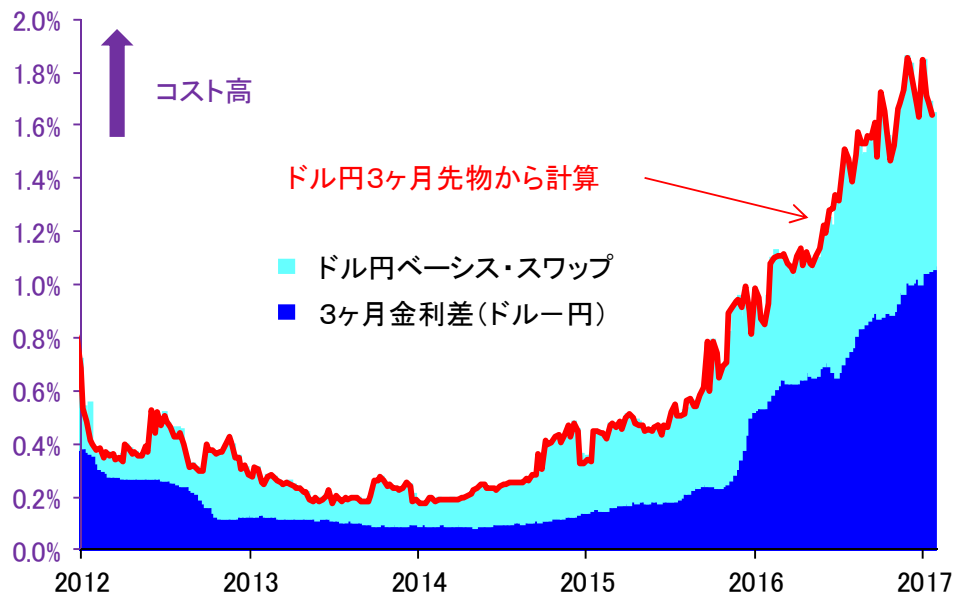
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図9: 国内生保の運用資産の内訳



出所: 社団法人生命保険協会 生命保険事業概況より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図10: ドル円為替ヘッジコスト(3ヶ月物、年率換算)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

ドル円相場のレベルとヘッジコストの動きを眺め、生保、投信、年金等が積み上げた外貨資産の為替ヘッジ比率の変化に注目

ちなみに、生保協会の統計で確認すると、日銀が異次元緩和を導入する前の2013年3月末以降、運用資産でシェアの増加が最も顕著なのが「外国証券」だ。直近9月末の残高は、既に79.9兆円まで積み上がっている(図9)。このうち、為替ヘッジ比率を機動的に動かすことのできる「オープン外債」の割合を3~4割程度とみても、その残高は25兆円弱~30兆円強に増えている計算だ。昨年終盤の米長期金利の急騰局面では「米債価格の急落に対応した国内投資家の為替ヘッジ比率の修復が、急激なドル高・円安の進行に一部寄与したのではないか」との噂も飛び交った。日本の異常な低金利が長期化する中、

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。

生保と同じく対外投資を積み上げてきた投信や年金も併せ、国際収支統計に表れる新規のフローだけでなく、既保有資産のヘッジ政策の運用なども為替需給に無視できない影響を及ぼす時代になりつつある。日米金利差とドル円のベース・スワップで概ね決まる為替ヘッジのコスト(図 10)は、米国で利上げが続けば更に上昇する可能性もあり、今後のドル円相場の水準次第では為替ヘッジ比率のリバランスだけでなく、引下げを促すかもしれない。我々が年前半に想定しているドル円相場の自律反落局面で、110 円割れから 105 円前後がボトムになるとみる論拠の一つだ。

現時点でのメイン・シナリオでは、今年前半の自律反落一巡後、年後半のドル高基調の復活を想定

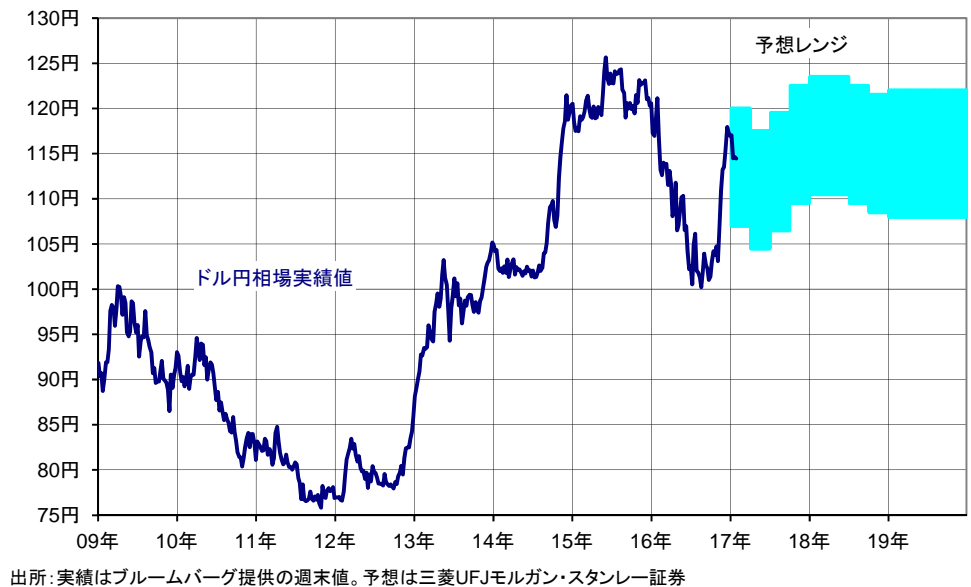
以上の諸点を総合的に加味した上で、今年年初に提示した我々のドル円相場見通し(図 11)を維持しておきたい。今年のドル円相場の予測パターンを大雑把に表現すると、「前半が円高、後半はドル高」で、通年でみれば概ね「往って来い」のような展開をイメージしている。今秋にトランプ財政が稼働し始める前に米国経済が失速した場合は、現在我々が採用している年後半のドル高シナリオが瓦解、「二桁円台」での越年に向かうリスク・シナリオの実現確率が高まりそうだが、現時点までに観測される経済指標で判断する限り、米国景気は比較的堅調に推移している。最近、トランプ大統領の言動にドル高忌避色が増しているのは気になるが、強烈な「国境税調整」の導入によって貿易赤字を強制的に縮小させながらドル高を阻止するのは難しく、米国を経済、軍事の両面で今以上に他を圧倒する世界最強国に引き上げる政策を実施しながら口先介入だけでドル安トレンドを発生させるのも多分無理だろう。現職大統領のネームを使ってキツイ表現で特定通貨を口撃すれば、一時的に強烈なドル安ショックを起こすことは可能かもしれないが、個人的には「特定人物の言霊力だけで為替相場の趨勢を自在にコントロールできる」ような時代は過去のものになりつつあると考えている。

今春に始まる米財政審議を睨みつつ、地道な米国経済指標観察に軸足を置いた相場予測を継続

もともと、世界中の市場関係者が注目している「トランプノミクス」による米景気浮揚効果は、今春から始まる予算協議の帰趨をみるまで定量的な評価ができない。「トランプ財政」による景気刺激効果を取引する形で既往の「トランプ・ラリー」が加速したとみられるだけに、この先の米議会と大統領府の折衝が極端に難航したり、まともでも「骨抜きにされた」との評価が広がったりするようだと、「完全雇用状態に達した米国経済の先はそんなに長くない」との見方が再燃、我々が現在採用している「年後半のドル高シナリオ」が怪しくなるリスクはある。各種メディアの報じるところによれば、トランプ大統領への支持率は歴代の米新政権発足直後と比較して「異例の低さ」で船出したと報じられている。この先も極端に支持率が下がるようなら、2018 年 11 月の中間選挙を睨んで共和党議会の協力が得られなく可能性も否定はできない。今回改定した我々のドル円相場予測では、「トランプ財政」の前年比効果が切れそうな 2018 年後半頃には「ドル高頭打ち」のパターンを暫定的に入れたが、今後の米国経済・政治情勢次第でドル高ピークの前倒しも先送りも両方あり得る。今春から本格化する米国の財政審議に目配せしつつ、地道な米経済指標の観察活動に軸足を置いた相場予測を心掛けたい。

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11:2017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2:為替相場見通し

		2017年								2018年				2019年			
		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	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
ドル円 [円/ドル]	レンジ	101.18-118.66	107.0-120.0	104.5-117.5	106.5-119.5	109.5-122.5	110.5-123.5	110.5-123.5	109.5-122.5	99.02-121.69	104.5-122.5	108.5-123.5	108.0-122.0				
	期末値	116.96	113.5	111.0	113.0	116.0	117.0	117.0	116.0	117.0	116.0	115.0	115.0				
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	112.61-124.10	112.1-128.5	108.4-124.7	109.4-125.7	110.2-126.5	108.8-125.2	108.8-125.2	110.2-126.5	109.57-132.32	108.4-128.5	108.8-126.6	109.7-127.2				
	期末値	122.97	120.3	116.6	117.5	118.3	117.0	117.0	118.3	122.97	118.3	118.5	118.5				
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.035-1.130	1.000-1.130	0.985-1.115	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.955-1.085	1.035-1.162	0.955-1.13	0.935-1.095	0.960-1.100				
	期末値	1.052	1.060	1.050	1.040	1.020	1.000	1.000	1.020	1.052	1.020	1.030	1.030				

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桁四捨五入。予想は弊社:最終変更日時1月6日9:00

(1月27日 13:30)

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: 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 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 © 2017 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。