

外貨投資の視点 (No.319)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年2月13日

日米首脳会談の結果と今後のドル円相場への影響

ポイント

- 週末の日米首脳会談は友好的雰囲気の中、日米同盟と経済関係の強化で合意、円を名指しの通貨安批判も封印
- 新設する日米経済対話の先方窓口をペンス副大統領、為替協議は財務相間に移せたことで「トランプ外し」に成功
- 米大統領のドル高批判は再発し得るが、世界最強の米経済・米軍の再構築とドル安誘導は長期的には両立しない
- ファンダメと合致しない為替口先介入の効果は限定的、今後注視すべきはトランプ発言よりも米国景気と金融政策

非常に友好的な雰囲気の中で、無難な結果に終わった日米首脳会談

安倍首相とトランプ米大統領の日米首脳会談が終了した。現地時間 10 日(金)午後米ホワイトハウスで行われた公式会談の後、フロリダ州に移動してトランプ大統領の別荘に宿泊、翌 11 日(土)には共通の趣味であるゴルフをともに楽しんだと報じられている。この間の移動も米大統領専用ヘリ、大統領専用機、大統領専用車に安倍首相が同乗、家族や友人を交えた朝昼晩の食事ともにしたという。「あまりにも上手く行き過ぎだ」と訝(いぶか)る声が出るほど友好的な雰囲気の中で、共同声明では日米同盟の強化と経済関係の緊密化で合意、日本円を名指した通貨安批判なども今回は封印された。

TPP の代わりに新設される日米経済対話の窓口をトップ同士でなくしたことで、仕組み上は「トランプ外し」に成功

加えて、今回の首脳会談ではトランプ米大統領が公約で破棄した環太平洋パートナーシップ協定(TPP)に変わる日米経済対話の場を新設することが決まったが、双方の責任者を、先方は良識派と言われているペンス副大統領、当方は麻生副総理兼財務相とすることで合意した。また、為替問題についての協議は、双方の財務長官と財務大臣の間で緊密に行うことも確認されたと報じられている。日米の懸案事項に関する交渉や協議の代表者を両国のトップ同士ではなく、副首班級、閣僚級のレベルに落としたことで、不規則発言の存在感が際立っているトランプ米大統領を介さなくてもよい仕組みを創設できたことも朗報だ。「かなり厳しい対日要求が突きつけられるのではないか」との警戒感が強かっただけに、ひとまずの安堵感が漂う望外の外交的成果が得られたと言えるだろう。

ただ、不規則発言の名手であるトランプ米大統領の口を完全に封印することは不可能

ただ、「三つ子の魂(たましい)百まで」という諺(ことわざ)もある。これまでのトランプ米大統領の言動から類推する限り、貿易収支の赤字を「米国経済の損失(ロス)」だと誤認している様子は明らかであり、なるべく減らしたいと考えているのは間違いなさそうだ。日時不定の「ツイッター爆弾」を投下したり、会う相手によってコメントのトーンを変えたりして、市場関係者を幻惑するのは他の追随を許さないトランプ米大統領の特技である。今回の日米首脳会談後の共同会見でも、中国問題に関する質問に答える形とはいえ、「通貨安誘導について長い間不満を訴えてきた」などと発言しており、将来どこかでドル高牽制や円安批判が再開される可能性はあるだろう。

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。

トランプ米大統領が主張する経済・軍事・通商政策と口先でのドル安誘導は長期的には両立しにくい

ただし、トランプ米大統領によるドル円相場への口先介入が再開された場合でも、実際に行おうとしている経済・軍事政策や米国内の金融政策の方向性と合致しない間は、為替相場のトレンドを支配するのは無理だろう。米ホワイトハウスのホームページにアップされているトランプ政権の公約をみると、「経済成長率 4%を実現して偉大なアメリカを取り戻す」、「国防費を増額に転じて世界最強のアメリカ軍の地位を強化する」といった主旨の主張が列記されている。世界最強の米国経済と米国軍を一段と強化する政策を進めておきながら、為替市場への口先介入だけでドルの価値を趨勢的に減価させ続けるのは、長期的には難しそうだ。また、本当に実施する気かどうかは分からないが、トランプ米大統領は「国境調整税を導入して米国の貿易赤字を強制的に退治する」とも主張している。実際にそんな政策を実施したなら米国の貿易赤字はドル安にしなくても減少する力が働くので、逆にドル高圧力が発生する可能性も指摘されている。トランプ米大統領が口頭で主張している為替ドル安志向と、実際にやろうとしている政策は、かなり支離滅裂であり、多くの矛盾に満ちていることが多くの市場関係者によって認知され始めている。

米国の為替政策を司る財務長官には「長期的には強いドルが重要」と主張するムニューチン氏を指名

加えて、トランプ新政権の閣僚人事をみても、米国の為替政策を司る財務長官には「長期的には強いドルが重要」と主張するスティーブン・ムニューチン氏が指名されている。トランプ米大統領は選挙キャンペーンの期間中や就任直後に「ペンタゴン(国防省)の人事を刷新する」、「テロリストに対する水責めなどの拷問は有効である」などと述べていたようだが、自らが任命したマティス国防長官がそれらの可能性を否定すると「(国防長官の考え方は)自分と違うところもあるが、彼が言うならその方針を支持する」とコメントしている。米国への入国制限やメキシコ国境の壁建設などの政策では頑なに自分の言い分を貫く一面を見せる一方、信じて任せた人物には敬意を表して自説と違う意見にも耳を傾ける柔軟な面も併せ持っているようだ。

米国の為替政策を巡るトランプ米大統領就任後の「微妙な迷い」を示唆するエピソードも

為替政策に関するトランプ米大統領の迷いについて、先週は一部の米系メディアが具体的な日付こそ不明としながらも、大統領自らが深夜3時に国家安全保障担当のフリン補佐官に電話をして「強いドルと弱いドルのどちらが米国経済にとって良いのか？」と尋ねたエピソードを紹介して話題になったこともあった。強いドルは米国の輸出競争力を減退させる弊害がある一方、輸入物価の下落を通じて国内需要を刺激するプラス面もある。海外でテロリストと戦う米兵に持たせるドルは強い方がいい面もあり、恐らく「米国にとって望ましいドル政策」に関して、様々な立場からの意見がトランプ大統領に具申されているのだろう。いずれにしろ、実際に行おうとしている経済・軍事政策や閣僚人事とのチグハグ感が否めない状態では、口先介入によるドル高批判に賞味期限の長い神通力を期待するのは難しいのではなかろうか。

米国経済失速の場合は、米大統領のドル安誘導は効力を発揮しそうだが、現時点では金融政策の方向性と合致していない

もちろん、この先の米国経済に失速懸念が台頭してファンダメンタルズに由来するドル安圧力が強まる局面になれば、トランプ大統領による口先でのドル安誘導は、ネームのバリューが大きいだけに、絶大な効力を発揮する可能性はあるだろう。ただ、主要通貨圏で米国だけに「孤高の利上げ観測」が発生している現下の局面では国内金融政策との方向感がズレている。自分が口先で行おうとしているドル安誘導のことは棚に上げて、貿易赤字相手国の金融政策や通貨政策を恒常的に批判しているトランプ米大統領の姿が「日常

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。

の風景」に溶け込むようになれば、市場参加者にも「慣れ」や「飽き」が浸透、イチイチ派手な反応を示さなくなるのではなかろうか。

特定の個人や組織による口先介入だけの力で為替相場の趨勢を支配するのは無理な時代に

あくまで私見だが、近年観測されている外国為替市場の出来高の膨張や、売買参加者の多様性の増大などを勘案すると、特定の個人や組織が口先で意思表示するだけで、為替相場の長期的な趨勢までを支配するのは難しい時代が到来していると感じている。古今東西の国々がこれまでに実施した為替市場介入の歴史をみても、それが口先介入だった場合は勿論、公文書介入や実弾介入の場合でも、トレンド転換に成功したように見えるのは「最後に実施した介入」だけであり、当該通貨ペアを取り巻くファンダメンタルズや基礎的な需給環境が示す方向性と合致しない介入は、ほとんど失敗している。

トランプ大統領の不規則発言よりも、今後の米国経済、財政・金融政策動向を注視すべきか

為替相場の循環的な変動を決める要素は複雑多岐にわたっており、時宜に応じて「何を重視すべきか」について、様々な考え方があって然るべきだ。ただ、筆者の印象では「当局の意向」に大方の為替市場参加者が従う素振りをみせるのは、ファンダメンタルズ、需給、テクニカルなどの各要素に照らして無理がないと考えるプレイヤーが多数派を占める局面に限られていたように思われる。それぞれの要素に関する現時点での我々の判断は本レポートの定点観測シリーズでこれまで述べてきた通りであり、「今年前半はドル安・円高地合い、その後、米国景気の回復が続く中でトランプ財政の発動があれば、後半はドル高地合いに切り返す」とのイメージを保持している。今後も、ドル円相場に対するトランプ米大統領の口先介入の有無には幻惑されず、引き続き地道な米経済指標ウォッチングと財政・金融政策動向の観察活動に軸足を据えた相場予測の精査を心掛けたい。

(2月13日 9:40)

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、自己の勤定もしくは他人の勤定で取引もしくは保有したり、本レ

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。

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

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。

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、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 © 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。