

外貨投資の視点 (No.320)

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24日

ドル円相場:2017年2月の回顧と今後の展望

ポイント

- トランプ政策への期待先行で加速したドル高・円安のモメンタムが減衰、当面は自律反落による調整局面が継続
- 今後の米予算協議でトランプ財政の財源問題が浮上、リパトリ減税導入前の送金手控えてドル需給は一旦緩和
- ただ、ほぼ完全雇用の米国経済に投与される財政刺激が可視化されれば、ファンダメ由来のドル高圧力が再燃
- 日銀が続ける異例の金融緩和による円安効果は、米国発のドル高圧力が強まる局面になれば再び蒸し返される
- 「トランプ・ラリー」のアノマリー破りで年後半には長期トレンドが下値サポートに転換、ドル高・円安基調に反転へ
- トランプ米大統領や米経済閣僚のドル高牽制発言には要注意だが、現時点では為替口先介入の効果は一時的

2月のドル円相場は下値の堅さと上値の重さが共存、方向感を欠く展開に

2月に入り、ドル円相場は下値の堅さと上値の重さが共存、方向感を欠く展開となっている。月明け初旬はドル売り・円買いが先行、①1月末にトランプ米大統領が日本の金融緩和を名指しで通貨安誘導だと批判したことが嫌気されたほか、②2月初旬に迷走した日銀の長期国債買入れオペが「テーパリングの始まり」だと誤認されたことも重石となり、7日(火)には一時111円60銭と昨年11月28日以来の安値圏へ下落した。ただ、111円台後半では本邦実需筋のドル買い注文や内外短期筋の押し目買いが下値をサポート、その後、③9日(木)にトランプ米大統領が「数週間以内に驚くべき税制を提案する」と発言するとドル高圧力が再燃、④10日(金)の日米首脳会談を無難に通過した後、⑤14日(火)のイエレン米連邦準備理事会(FRB)議長の議会証言で利上げ観測が高まると15日(水)には一時114円96銭付近へ上昇した。ただ、節目の115円00銭の手前で失速、オプション防戦の売りが手厚かったほか、フランス大統領選挙絡みの不透明感や米3連休前の持ち高調整も重石となり、17日(金)には112円台後半へ押し戻された。その後はトランプ予算の発表待ちで方向感を見失い、112円台後半から113円台後半までの狭いレンジで保ち合っている。

為替相場の値幅が縮んで方向感を失くすのは、やがて動き出す予兆であることが多い

この間のドル円相場は、111円台後半に沈み込んでいた時間が累計約23時間と短かった一方、114円台での滞空時間も約34時間と短く反落しており、月初来の大半の時間を112円台～113円台で過ごしている。トランプ米大統領が「現職」の立場になってから初めて名指しで日本の金融政策を円安誘導と批判した割には下値が堅かった印象はあるものの、米国で早期利上げ期待がジワジワ強まり、トランプ減税への期待を背景に米主要株価指数が連日にわたって史上最高値を更新し続けた割には上値の重たい印象も拭えない。円安派のメガネを架ければドルの下値が堅く見える一方、円高派のメガネに架ければドルの上値が重く見えるに違いない。醒めた裸眼で客観的に眺めた場合、どちらの陣営にも勝利宣言を許さない中途半端なブライス・アクションが続いているのが実情だ。

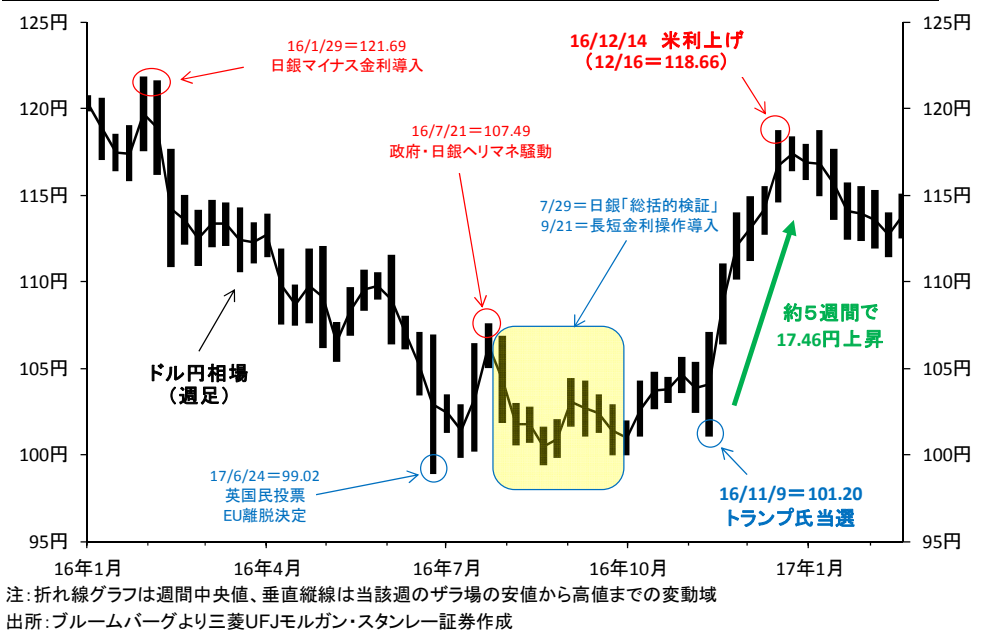
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

一般に、為替相場の値幅が小さくなって方向感を失くすのは、やがて訪れるボラアップ局面の予兆であることが多い。昨今のドル円相場は動き始めると値動きが派手になりがちであることも踏まえ、市場関係者の緊張感は逆に高まっている。果たして今後、どんな展開が待ち受けているのだろうか。

「今年前半＝ドル安、後半＝ドル高」の予測パターンを維持する理由

結論から先に述べておく。我々のドル円相場のメイン・シナリオについては、前月からほとんど変えていない。「今年前半は一旦110円割れ、後半に底入れ・反発で115円超の価格帯に復帰」のイメージだ。この間、実際に観測される変動レンジの上下限については、下ヒゲのボトム、上ヒゲのピークともにある程度の値幅をもって考えたいが、大雑把なイメージでまとめると、「前半ドル安、後半ドル高」、「下がって上がって往って来い」のパターンを想定している。以下、何故そのように考えているかについて、背景説明を試みたい。

図1: 2016年以降のドル円相場の週足推移



昨年終盤に加速した「トランプ・ラリー」によるドル高はスピード違反かつ時期尚早だったため、相応の自律反落が必要

まず、今年前半の円高予想の背景として、テクニカル面と需給面で2つの点を強調しておきたい。まずテクニカル面では、昨年の終盤に急加速した「トランプ・ラリー」によるドル高は、「約5週間で17円46銭」という過去に類例の乏しい「スピード」が速すぎただけではなく、当時としてはまだあと10ヶ月以上も先にならないと発動されない「トランプ財政」の中身も確認せぬまま一気に吹き上がった、という点で「タイミング」も勇み足だった(図1)。当時のドル円相場は約5週間にわたって「糸の切れた凧」のように軽く舞い上がり続けたが、通常、どんなに強い上昇気流に乗った相場であっても、為替レートは一次関数のような動きには絶対ならない。理由は兎も角、あれ程の勢いで吹き上がったなら、自律反落によるスピード調整が起きないと考える方が不自然だ。米国でトランプ新政権が発足して約1ヶ月が経った現在、市場関係者の多くは「トランプノミクス」への期待だけで気軽にドルの上値を追っていける心理状態ではなくなっている。期待先行の「ご祝儀相場」が一巡した

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。

現在、足下のドル円相場は具体案の発表とその実現可能性を探る「観察相場」の段階に移行しているのではなかろうか。

トランプ米大統領が近く発表しそうな米減税提案への期待は高いが、シンプルにドル高要因一色とならない可能性も

この点に関して、トランプ米大統領は2月9日(木)に航空大手首脳をホワイトハウスに招いて「数週間以内に驚くような内容の税制を提案する」とコメントした。このため、「いよいよ待望のトランプ減税の内容が明らかになる」との期待が強まっている。選挙期間中の公約通り、①法人税率の大幅引き下げ、②所得税率の引き下げや簡素化、③輸出減免、輸入課税を目指す国境税調整、などが提案された場合、市場の初期反応としては金利上昇期待と貿易赤字縮小観測を背景にしたドル高圧力が一時的に強まる可能性はある。ただ、上記のうち、国境税調整については、米貿易赤字の削減効果が期待される一方で、保護主義的な側面や煩雑な税務処理が嫌気されて株価が下がれば、減税案発表の初期段階で喚起されたドル高圧力は減殺される可能性がある。また、減税や公共投資だけを実施すると米国の財政赤字が膨張するので、今春から始まる共和党議会との折衝ではその一部を賄うのに必要な財源問題も議論の俎上にのぼるだろう。例えば「オバマケアの削り込み」などが検討されたりした場合、消費マインドへの悪影響が意識されるかもしれない。国境税調整の負の側面なども含めて、市場が「いいところ尽くし」ではない財政運営の現実を見つめ直す機会を提供しそうだ。

図2: 2005年米雇用促進法成立・施行前後のドル指数の動き



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によってドル需給が緩む可能性も

為替需給面に目を転じて、トランプ米大統領と共和党議会は米多国籍企業の海外利益の本国回帰(リパトリエーション)を促す法人税率の優遇について概ね合意していると報じられている。実際に提案されて審議が始まれば、低減税率が適用されるまではリパトリの手控えが起きるので、ドル需給は一時的に緩みやすくなる。各種メディアが伝えるところによれば、米国議会と大統領府は米国内の法人税率を現在の35%から20%程度に引き下げた上で、海外利益の本国送金分に賦課する税率は8%台~10%台に一段と減免する案で調整しているという。そのような税制変更が実際に導入されれば、米国企業の海

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。

外利益の里帰りを促す起爆剤になるため、最終的には明かなドル高要因になる。ただ、実際に当該法案の審議が始まってから新しいリパトリ優遇税率が適用されるまでの期間は、むしろ海外利益の本国送金が手控えられるため、経常収支や貿易収支の赤字を計上している米国では一時的にドル需給の緩みが発生しやすくなる。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、過去、ブッシュ政権下で2005年に類似の税制変更が行われたときも、手前の2004年まではドル指数が軟調に推移、その後V字回復に転じている(図2)。恐らく今回も大同小異の影響が出るのではなかろうか。

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

以上の理由から、当面のドル円相場については調整含みの展開を想定している。具体的な時期と水準をピッタリ当て切るのは難しいが、これまで市場が織り込んできた順序として、「トランプノミクス」のポジティブな面への期待が先走っていた分だけ、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」で稼いだドル高貯金の何割かは取り崩すことになるだろう。仮に「約5週間で17円46銭(101円20銭→118円66銭)」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。昨今のドル円相場はひとたび動き出すと上下ともに値動きが派手になりがちであり、幅をもってみるなら105円前後～110円前後までのどこかまで下ヒゲが伸びる可能性はあるだろう。この辺りの判断は、前月の定点観測の時点からほとんど変えていない。

ただ、「トランプノミクス」の具体像が可視化される頃になるとドル円相場は失地回復に転じそう

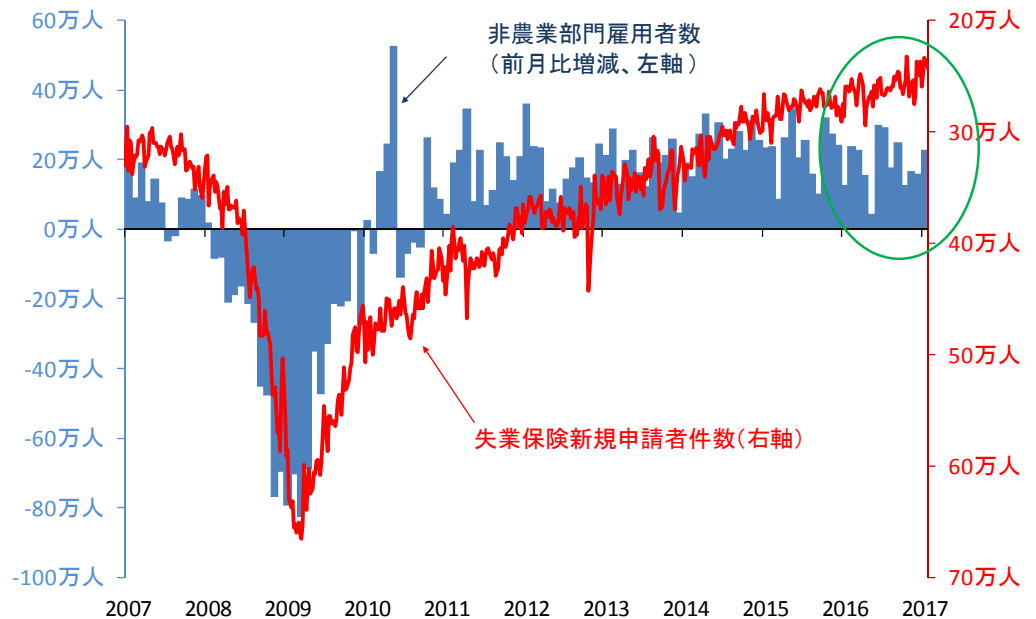
一方、年後半のドル高予想に関しても、現時点では変更の必要性を感じていない。ドル円相場が底入れから切り返しに転じる具体的な時期については、今後の米予算協議の進捗状況や米経済指標のパフォーマンスをチェックしながら精査したいが、議会審議の過程で「トランプノミクス」の具体像が次第に煮詰まって可視化されそうな7-9月期頃にはドル円相場の調整は一巡しそうだ。その後、いわゆる「トランプ財政」が実際に稼働する10-12月期以降にかけては、再びドル高・円安方向への失地回復が進むとみている。以下3点を指摘しておきたい。

「ほぼ完全雇用」の米国経済にカンフル剤が打たれるなら、トランプ財政のリアルな効果に根ざしたドル高期待が発生

第一に、米国景気の現状をみると、今のところ緩やかな回復基調が崩れていない。筆者が注目している失業保険新規申請者数は相変わらず堅調に推移しており、今週発表された先週までの4週移動平均値では24.1万人と1970年代前半以来の低水準で推移している(図3)。昨年12月に1年ぶりの利上げに踏み切った直後の会見で、イエレン米FRB議長は米国が完全雇用を達成するのに「財政刺激は明らかに必要ない」と述べていたが、トランプ米大統領は「10年間で1兆ドルの公共投資を行う」、「法人税や所得税を思い切って引き下げる」、などと主張している。金融引き締め期待が強まるのは当然だ。トランプ米大統領の主張通りの政策がそのまま実現すると思えないが、あれだけ強く「米国の再生」を主張する大統領が民主的な手続きで選ばれた以上、共和党議会も最初の年は民意を尊重、多少は譲歩するだろう。財政出動による景気浮揚効果と財源措置による景気抑制効果を相殺した後でも、相応のプラス効果が勝る予算に仕上がるのではなかろうか。今年の秋頃までには、米国経済に投与されるカンフル剤の中味や分量が見えている可能性があり、その頃になれば期待先行ではなく、10月から稼働するトランプ財政のリアルな効果に根差したドル高圧力が台頭してきそうだ。

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3: 米国の雇用関連指標



出所:ブルームバーグ、各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

今月初旬の日銀オペ迷走で市場は疑心暗鬼に陥ったが、当面は日本の長期金利をゼロ%前後に抑える政策を持続か

第二に、そのような市場センチメントの変化が米国で起きれば、日銀の異常な金融緩和による円安効果が再び蒸し返されるだろう。今月初旬に実施された日銀の長期国債購入オペが一時的に迷走したため、本邦の国債市場関係者の中で「テーバリング疑惑」や「金利上昇容認疑惑」が広がる一幕もあったが、その後は「指値オペ」を実施したり、一旦減らした「5～10年満期」の国債買入れ回数を増やしたりしたことで市場の混乱は収まった。当時の日銀が何をやりたかったのかは不明だが、恐らく長期的には続けられない「年間80兆円の国債購入」を既成事実によって有耶無耶にしたかったのだと思われる。昨年9月に導入した「長短金利操作つき量的・質的金融緩和」によって、現在は金融政策の主な目標が「量」から「金利」に変わっているため、日銀としては「長期金利さえ押さえ込めれば国債の購入額にはこだわらない」姿勢を示すのは既定路線だったのかもしれない。ただ、トランプ米大統領の日銀批判や海外金利上昇の影響で市場心理が揺らいでいる時期に始めたのがマズかった。恐らく日銀も驚いたとみられ、今後も「現状(ゼロ%)程度」としている日本の長期金利目標が引き上げられる可能性は低いだろう。

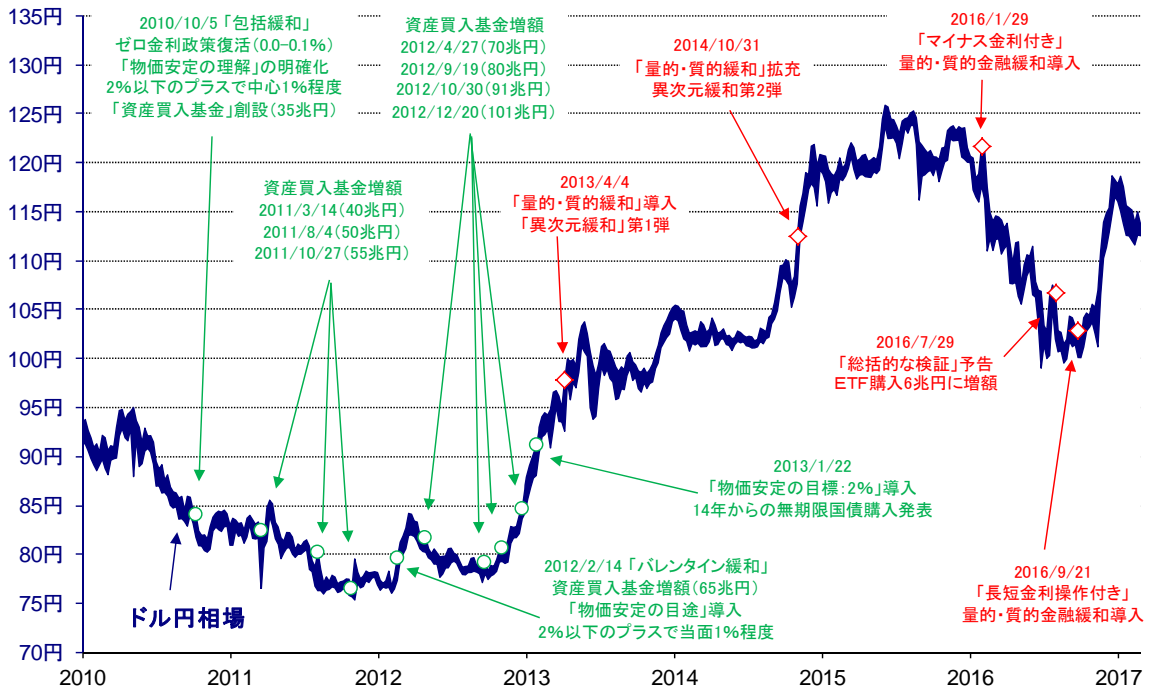
日銀緩和の通貨安効果は海外の市場環境が「リスクオフ」になると無視されるが、「リスクオン」に切り替わると威力を発揮

これまで日銀が行ってきた金融緩和の効果に対する市場の評価は様々だが、筆者の印象では、2012年2月14日に白川前日銀総裁が「バレンタイン緩和」を実施した頃から円安局面におけるドル円のボラが円高期並みに上がる時期が散見されるようになったと感じている。それ以前のドル円相場では、ボラが上がるのは殆ど円高局面に限られていた印象が強く、円安局面ではボラが上がらないイメージがあった。ただ、①白川前日銀総裁による「バレンタイン緩和」のあとも、②「黒田バズーカ第一弾」の発射前後、③同じく「第二弾」の発表直後、④昨年7月の参院選後に勃発した「政府・日銀ヘリマネ騒動」など、近年では過去の感覚を壊すようなドル高・円安の加速が観測される事例が結構ある。白川日銀総裁の任期終盤頃から粘り強く実施されている異例の日銀緩和による通貨安効果

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。

は、海外の市場環境が不安定化して「リスクオフ」の色彩が強まっている時期には無視される一方、落ち着いてくると蒸し返されて市場の円安期待を際立たせるスパイスの役割は果たしているのではなかろうか(図 4)。現在の日銀執行部が日本の長期金利をゼロ%前後に抑え込む政策を根気よく続けていけば、トランプ財政が本格稼働する今年の秋頃からは、日銀緩和の効果も一助になってドル高・円安局面が再現されると考えている。

図4: 日銀金融政策の主な変遷とドル円相場



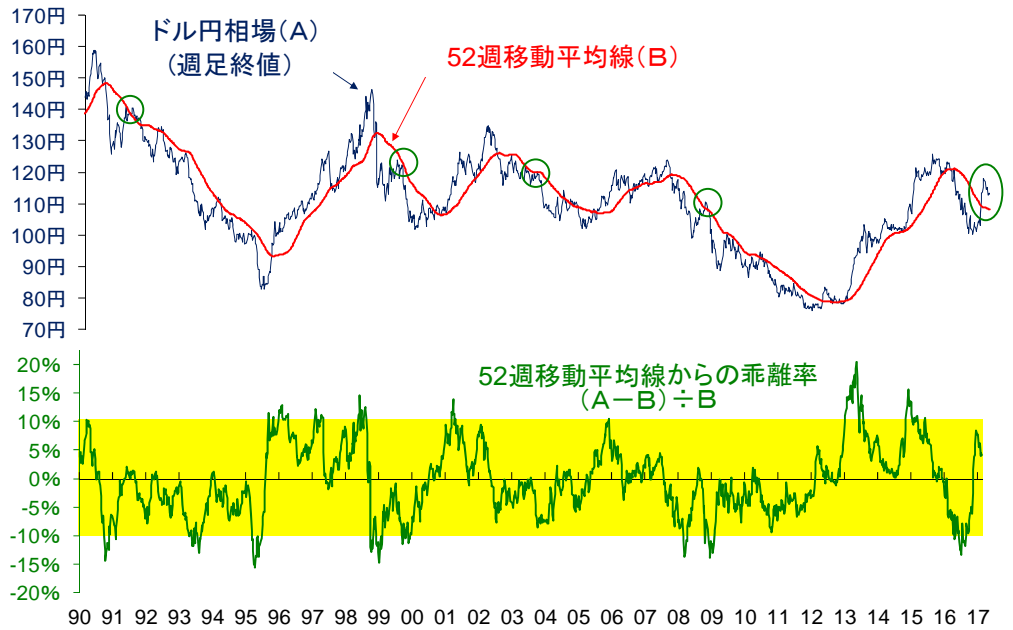
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

日米両国で実施される前例の無い政策への期待で「アノマリー破り」のチャートが完成、古参の市場関係者が培ってきた日柄の感覚を暴力的に破壊

第三に、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で培ってきたドル安・円高局面における「日柄の感覚」も見事に破壊されている。昨年11月の第3週にドル円相場は筆者が「トレンド判定の師」として仰ぐ52週移動平均線を下から上へと一気に突き破ったが、1990年代以降、右肩下がりに転じた直後の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5)。過去のドル円相場は、長期トレンドが一旦下向き(=円高基調)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3%~4%の経済成長」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%」に対する実績のオーバーシュート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「傍目には無理筋に映っている目標を掲げて過去に類例の無い政策を採用する」という点で似通った面がある。「日米両国で前例破りの無茶な政策が同時に実施される」との期待が、ドル円相場にアノマリー破りのチャート・パターンの形成を促したのかもしれない。

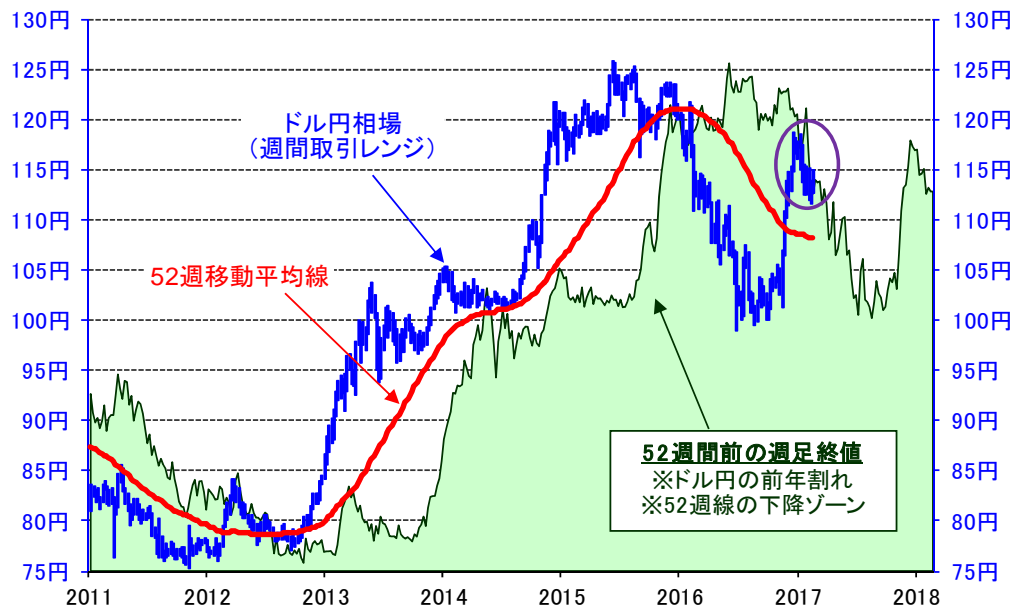
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図5: 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

図6: 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

想定される自律反落が105円前後で一巡した場合、年央には長期トレンドが下値支持に転じそう

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、相応の上方修正を強いられている可能性が高い。昨年は1ドル=100円前後をみるまで既保有のドル資産の為替ヘッジ外しや新規オープン of ドル資産投資に動かなかったプレイヤーの目

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。

線は、現在 105 円前後に上がっているのではなかろうか。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」ではなく、「時間」で進む可能性もある。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、この先に想定される自律反落が 1ドル＝105 円程度までの調整で切り返してきた場合、今年の中頃には 52 週移動平均線が底入れ、現値を下からサポートするチャート・パターンが出現することで、「ドル円＝右肩上がり」の大局観を持つ市場関係者の割合が増しそうだ（図 6）。我々が今年前半に想定しているドル円相場の軟化局面で、1ドル＝110 円割れから 105 円前後がボトムになるとみている論拠の一つとして挙げておきたい。

**今年後半にドル高方向に
転じた場合の上値目処
は、昨年末の「予行演習」
で試した118円66銭前後だ
が、勢いが余れば120円
絡みの攻防も**

以上の諸点を加味した上で、今年年初に提示した我々のドル円相場見通し（図 7、表 2）を維持しておきたい。今秋にトランプ財政が稼働するのを待たずに米国経済に明らかな失速の兆候が表れた場合は、現在我々が採用している年後半のドル高シナリオは瓦解、「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、足下までに公表されている米経済指標を俯瞰する限り、米国景気は比較的堅調に推移している。ドル円相場が上昇に転じた場合の上値目処について、ピンポイントの水準予測は難しいが、恐らく昨年終盤に実施した「予行演習」で試した高値 1ドル＝118 円 66 銭前後までは戻る可能性があると考えている。ドル円相場に自然体で備わっているボラを考慮すれば、勢いがついたら節目の 120 円前後が上値攻防の目途になる可能性もあるのではなかろうか。

**トランプ米大統領によるド
ル高牽制や円安批判再燃
の可能性には要注意**

以上が今月の結論である。基本的な論旨は前月から変えていない。1 つだけ、気になる点を挙げるなら、トランプ米大統領や経済閣僚らのドル高牽制発言がいつまた強化されるか予測できないことだ。今月 10 日（金）の日米首脳会談では日本を名指しの円安批判が封印されたので市場に安堵感が広がったが、「三つ子の魂百まで」の例えもある。これまでの言動から類推する限り、トランプ米大統領は貿易赤字を「米国民の損（ロス）」だと明らかに誤認しており、話す相手や場所によって発言の内容をコロコロ変えて市場関係者を幻惑するのは彼の特技である。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には不断の注意が必要だろう。日米両国とも、いわゆる「為替政策」の方向性については、金融政策や財政政策のように「意見の違う人々」の主張を多数決等のルールに従って定期的に決定して公表する仕組みが存在しないため、実弾による為替介入が実施される時を除くと、日米両国ともに不特定多数の政府要人等による口先介入や失言が日時不定で市場を混乱させることがよくある。

**日米経済対話に参加する
米政府要人の発言は未知
数であり、米財務長官の
スタンスもよく分からない**

今月の日米首脳会談で新設されることが決まった「日米経済対話」でも、先方の責任者となるペンス米副大統領やその他の主要な経済閣僚らが為替絡みでどんな発言をしてくるかも未知数だ。日本の為替政策を所管する麻生財務大臣のカウンター・パーティになる米国のムニューシン財務長官の最近の発言履歴も錯綜しており、1月19日（木）の承認公聴会では「強いドルを維持して雇用を守る」、「長期的なドルの強さが重要」、などと述べていたが、その後上院議員に送った書簡では、「過度に強いドルは経済に対して短期的に悪影響を与える可能性がある」との見解も示して市場を混乱させた。特に酷かったのが今月 23 日（木）であり、日本時間の未明に報じられた米ウォールストリート・ジャーナルとのインタビューでは「強いドルは米国経済への信頼を反映している」との見解を示していたに

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。

も関わらず、同日夜に放送されたテレビ局とのインタビューでは「ドル高には一定の問題がある」とコメントするなど、一体どちらを目指しているのか不透明だ。ドル高派、円安派の双方が自分の意見に都合の良いコメントだけをつまみ食いして引用する状態が今後もしばらく続くだろう。

トランプ政権が目指している経済・軍事政策や金融政策との方向が合致していない間は、口先介入によるドル安誘導の効力は限られそう

ただし、トランプ新政権がこれから目指そうとしている諸政策との整合性が取れない為替市場への口先介入では、一時的な円高ショックを引き起こせても、趨勢的なトレンドまで支配するのは多分無理だろう。ホワイトハウスのウェブサイトに掲載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」、「国防費を増額して米軍を強化、イスラム国を壊滅させる」などの方針が明記されている。その成否は兎も角、世界最強の経済と軍隊の強化に邁進しながら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。また、トランプ米大統領は国境で輸入品に高い税率を課して米国の貿易不均衡を是正すると主張していたこともあり、それをやれば米国の貿易赤字はドル安にしくなくても縮小するので、逆にドル高圧力が発生する可能性もある。また、国境での輸入税の負担が国内価格に転嫁されれば苦しむのは米国民、転嫁できなければ米国企業の業績が圧迫されるだけなので、痛みを緩和するにはドル高を容認するしかないとの指摘もある。トランプ米大統領の口先でのドル安志向と主張している政策は矛盾に満ちている。この先、米国経済が失速してファンダメンタルズに由来するドル安圧力が台頭する局面になれば、米政府要人らによる口先でのドル安誘導は強力な神通力を発揮するだろうが、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長期的な効果を期待できそうにない。

国内外の景況格差や政策格差に逆行する為替介入はボラを作れてもトレンドは支配出来ない

あくまで私見だが、近年の為替市場で観測されている売買金額の膨張や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をしたぐらいで長期的な趨勢をコントロールすることは難しい時代が到来していると感じている。古今東西の国々が実施してき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。特に口先介入や公文書介入の場合、日本やスイスの自国通貨高牽制の実例を挙げるまでもないが、常に同じ方向にばかり偏った主張を繰り返していると、次第に市場に飽きられたり慣れられたりして、時の経過とともに「言霊力」が弱っていくケースが殆どだ。為替相場の循環変動を決める要素は沢山あって、時宜に応じて何を重視すべきなのか、十人十色の考え方があって然るべきだが、筆者は国内外の景況格差や政策格差との方向性が合っていない為替市場への人為的な介入は「ボラを作ることではできてもトレンドを曲げることは出来ない」との考え方を維持しておきたいと考えている。

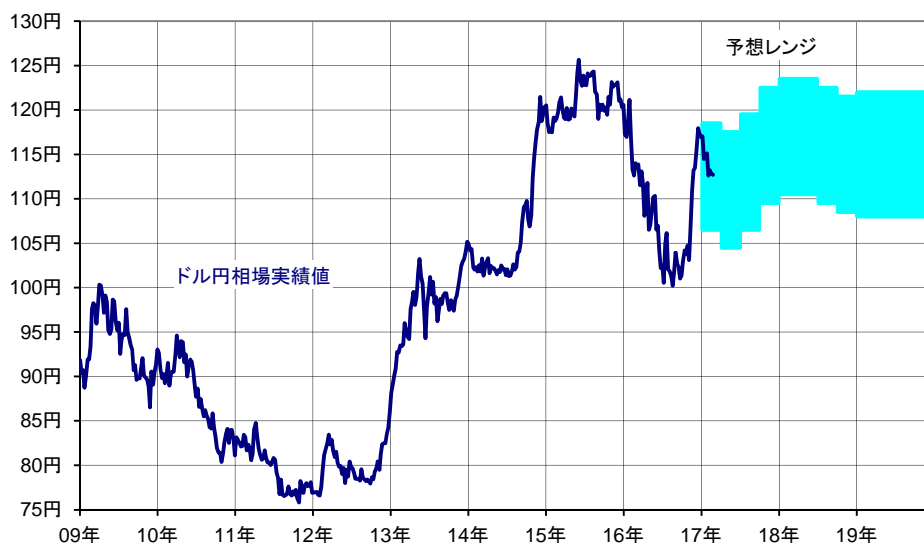
今春に始まる米財政審議を睨みつつ、地道な米国経済指標観察に軸足を置いた相場予測を継続

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」の米景気浮揚効果は、今春から始まる予算協議の帰趨をみるまで定量的に評価できない。「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難航したり、まとまっても「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

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。

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。

図7:2017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

		予想									予想		
		2016年 10-12月期	2017年			2018年			2016年	2017年 (予想)	2018年 (予想)	2019年 (予想)	
			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	106.5-118.5	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	112.5	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	111.7-126.8	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	108.4-126.8	108.8-126.6	109.7-127.2
	期末値	122.97	119.3	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	1.000-1.125	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	0.955-1.125	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:最終変更日時は2月24日9:00

(2月24日 13:00)

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

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。

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 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

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。

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。