

外貨投資の視点 (No.329)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年4月28日

ドル円相場:2017年4月の回顧と今後の展望

ポイント

- 米財政出動への期待が萎える中、日米通商摩擦、北朝鮮情勢、仏大統領選への警戒感がドル円の上値を抑制
- ただ、仏大統領選はルペン敗北、日米通商摩擦や北朝鮮絡みの地政学リスクはドル円相場の趨勢に影響しない
- 米国で「孤高の利上げ観測」がキープされれば、日米金融政策の印象格差に由来するドル高・円安圧力が再燃
- 52週移動平均線が間もなく底入れから緩やかな右肩上がりへ復帰、「見た目の印象」もドル高・円安基調に転換

2017年度のドル円相場が開幕してから早くも約1ヶ月が経過

時の経つのは早いもので、2017(平成 29)年度が開幕してから間もなく1ヶ月が経過する。例年、桜の季節を迎えると、本邦在住の市場関係者の間では「新年度のマーケット展望」を巡る議論が熱を帯び始めると同時に、金融商品販売各社の「期初商い」に向けた取り組みが活性化する。その後、新緑が芽生え始める頃にかけては日本の生損保等による新年度の資金運用計画の発表が相次ぐこともあり、「国内機関投資家による対外証券投資が動き出す」との思惑を背景にしたドル高・円安観測が強まりやすい。

当面のドル円相場は上値が重い展開か

だが、今年度に限れば、期初に独特の高揚感は盛り上がりを欠いている。17日(月)の東京市場でドル円相場は一時108円13銭と約5ヶ月ぶりの安値圏に差し込む場面もあった。「俄かに強まる北朝鮮絡みの地政学リスク」や「仏大統領選挙の最終結果に対する不透明感」など、個々の市場参加者の自助努力ではどうすることもできない厄介なテーマが、ドル円相場の調整を促す重石になった。その後、23日(日)の仏大統領選第1回投票と25日(火)の北朝鮮人民軍の創設記念日を無難に通過すると過度の警戒感が後退、1ドル=111円台に復帰しながら月末最終営業日を迎えている。ただ、この水準では上値も重く、3月高値の115円51銭はまだ遠い印象が否めない。当面のドル円相場は引き続き上値の重い展開が続くだろう。以下、そのように考えている理由を4つ挙げておく。

米国の財政出動への道筋がなかなか見えてこない焦燥感

第一は、トランプ米大統領の目玉政策である大規模減税やインフラ投資への道筋が見えてこない焦燥感だ。26日(水)にムニューシン米財務長官は「法人税率15%への大幅引き下げ」、「個人所得税の簡素化による中間層減税」などの方針を発表したが、レターサイズ1枚の箇条書きでまとめられた「大筋案」に過ぎなかった。先月下旬で繰り広げられたオバマケア代替法案の迷走と撤回を目撃した大方の市場関係者の間では、米新政権の

米国内で配布される場合：本レポートは、機関投資家向けに作成されたものであって、負債性有価証券に関するリテール投資家向けのリサーチレポートであれば適用される一連の独立性及び開示の基準については、そのすべての適用を受けるわけではありません。本レポートは、MUSA又はMUMSSが保有する利害との関係において、独立性を有さない可能性があります。MUSA及びMUMSSは、自己勘定において又は顧客のため行う一任運用の一環として、本レポートで取り上げた有価証券の取引を行っています。このような取引による利害は、本レポートにおいてなされる推奨と相反する場合があります。本レポートの末尾に記載されているアナリストによる証明事項及び重要な開示事項をご覧ください。

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。

政策遂行力に対する疑念が浸透しており、「蕎麦屋の出前に過度の期待は禁物」という空気が渦を巻いている。「トランプ財政」の内容や成立の可否を確認せず、期待先行のモメンタム重視でドル円の上値を気軽に追いかけることができた時期は既に終了している。少なくとも政府の減税案に対する議会審議の道程が見える頃まで、昨年末に猛威を振るった「トランプラリー」の再現は難しそうだ。

日米通商摩擦の再燃に対する警戒感

第二は、日米通商摩擦の再燃に対する警戒感だ。今月から日米経済対話が始まったことに伴い、今後本格化する両国の通商協議への警戒感が市場の一部に漂いつつある。18日(火)に東京で開催された日米経済対話の初会合こそ、ペンス副大統領、麻生副総理、ロス商務長官、世耕経済産業相らの要人による記者会見は無難に終了、「日米経済関係の強化が重要」という「総論」での一致が確認された。だが、その後しばらく時間が経ってから伝えられた「各論」に関する続報では、米国政府から「牛肉」、「コメ」、「自動車」、「新薬」など、例によって揉めそうな分野での対日要求があったことが伝えられている。これから両国間で本格化する各分野での交渉が難航した場合、米国が交渉を有利に進めるための道具として、日本が嫌がる「円高カード」を切ってくるのではないかと、との疑念が市場の一部で根強く囁かれている。

緊迫する北朝鮮情勢に絡んだ地政学リスク

第三は、緊迫する北朝鮮情勢に絡んだ地政学リスクだ。トランプ米大統領は7日(金)にシリア軍施設へのミサイル攻撃を断行、13日(木)にはアフガニスタンのイスラム国施設に対して実戦では初めて使用する大規模爆風爆弾(MOAB)の投下を命じた。ほぼ同じ時期に米国防省は原子力空母カールビンソンを中核とする打撃群の朝鮮近海への派遣を決定、北朝鮮が6度目の核実験や大陸間弾道ミサイルの試射を強行した場合に「あらゆる選択肢」で対応する方針を明言している。「朝鮮半島有事の勃発」を避けたい中国政府の説得や圧力による「核・ミサイル開発の半永久的な放棄要請」に北朝鮮が素直に応じるかどうかは非常に微妙だ。

表1:「リスク回避の円買い(戻し)」を巡る議論の論点整理

<p>●地政学的な「リスク・オフ・イベント」のタイプと一般的な市場解釈(=当事国通貨の売り要因)</p>
<p>北東アジア(朝鮮半島、日本海、中台海峡)で勃発した天災、人災や軍事衝突はアジア通貨の売り要因 欧州諸国、ロシア、北アフリカ諸国で勃発した天災、人災や軍事衝突は、スイスを除く欧州通貨の売り要因 米国本土、中東アラブのイスラム教国やイスラエルが絡んだ天災、人災や軍事衝突は、米ドル売り要因</p>
<p>●近年の外国為替市場で円やスイスフランに「リスク・オフ通貨」のレッテル貼りが定着した背景</p>
<p>比較的規模の大きい経常収支の恒常的な黒字国であり、外貨建て対外純資産が海外に積上がっている人口の伸び、経済の潜在成長率や名目金利の水準が相対的に低く、平時における投資収支は流出超過相対的な低インフレ体質が長年にわたって定着しており、購買力平価のトレンドが自国通貨高方向に傾斜 日本国憲法9条による戦争放棄やジュネーブ条約での永世中立国宣言による戦争忌避国のイメージがある</p>
<p>●「リスク回避の円買い(戻し)」を引き起こす主体と資金フローのタイプ</p>
<p>国内外の短期仮需筋(ヘッジファンドやFX取引など)による円売り・外貨買いポジションの手仕舞い 日米株価指数先物や国際商品市況の急落時における短期筋やアルゴ系による条件反射的な円買い 経常収支の黒字国に特有の実需の外貨売り・円買いは、金融取引がフリーズする局面でも止まらず加速 対外国純資産国に特有の外貨建て資産売却による損失穴埋め、保険金支払い、復興資金調達(の思惑)</p>

出所:三菱UFJモルガン・スタンレー証券

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。

「リスクオフ通貨」のレッテル貼り付けが定着してしまった日本円

「地理的にみて日本と近い北朝鮮絡みの戦争リスクをテーマに円が買われる」という最近流行の市場反応には一抹の違和感を禁じ得ない。だが、近年の外国為替市場では、表1に整理したロジックを背景に、日本円やスイスフランに対する「リスクオフ通貨」のレッテル貼りがすっかり定着してしまった感がある。このため、例えば東日本大震災の時のように、直接的な被災国が日本になる場合でも、株価が急落するような事件が起きた直後には国内外の短期筋による「円売り投機の巻き戻し」や「株価指数先物の売りと同時に加速する条件反射的な超短期の円買い・ドル売り」などが誘発され、「ワントイムの円高ショック」が走りがちだ。

米朝両首脳の言動予測の難しさが、北朝鮮絡みの不透明感を増幅

市場関係者の頭痛の種になっている朝鮮半島情勢の行方については、率直に言って全く読めない。米国のトランプ大統領、北朝鮮の金正恩委員長は、ともにその言動予測が著しく困難な人物だ。この先、米軍による爆撃が内定したとしても、開始日時は分からないため事前の備えは不可能だ。実際に攻撃が始まった場合、米軍の圧倒的な火力で北朝鮮の反撃を完封できるか否かによって株や為替の反応は180度変わりそうだが、そんな予測は専門家でも難しい。「嫌でも注目せざるを得ないのに、分からないことだらけ」という非常に厄介なテーマだが、一般に市場はそのような不透明感を最も嫌う。当面はドル円の上値を抑える心理的重石になり、実際に起きた場合はドル安・円高の初期反応を呼びそうである。

仏大統領選挙絡みのテール・リスクは最終結果を確認するまで消滅しない

第四は、仏大統領選挙絡みのテール・リスクだ。23日(日)の第1回投票は市場経済派のマクロン候補が首位で通過、5月7日(日)の決選投票に関する現時点での世論調査では、「欧州連合(EU)からの離脱とフランの復活」を主張する極右・国民戦線(FN)のルペン党首が大差でリードしている。ただ、決選投票の投開票日まで、まだあと10日以上もある。昨年の英国民投票や米大統領選挙の事例を持ち出すまでもなく、選挙等の最終結果に予断を持つのは禁物だ。例えば仏大統領選挙の前に仏国内で凄惨なテロが勃発したり、マクロン候補がスキャンダルに見舞われたりして、万が一にもルペン候補の支持率が急伸した場合、ユーロ円の急落に巻き込まれてドル円にも相応の円高ショックが走る可能性を完全には排除できない。

日本の大型連休明けまでは、上値が重たく、下値が柔らかくなりやすい地合いが継続か

為替の神様の悪戯か、奇しくも仏大統領選挙の決選投票は、日本のゴールデンウィークの最終日に実施される予定だ。本邦在住の市場関係者の中には、日本の年末年始、飛び石連休や旧盆前後など、円絡みの為替売買が薄くなる時期に限って相場が荒れて大変な目に遭った体験を持つプレイヤーが少なくない。このため、日本の連休明け頃までは、本邦の為替市場関係者の間にリスク許容度の緩和気運が広がることを期待し難い。ドル円、クロス円ともに、どちらかと言えば上値が重く、下値の柔らかくなりやすい地合いが続くのではないか。目先想定すべき下値の目処までピッタリ当て切る自信は無いが、例えば日本のゴールデンウィーク期間中に「朝鮮半島情勢」、「仏大統領選」などの絡みで市場の不安を煽るニュースが飛び込んできた場合、1ドル=106円前後までの円高が進む可能性はあるかもしれない。

ただ、目先調整含みのドル円相場は、押し目買いのチャンスか

ただし、仮にドル円相場が106円前後に差し込んだ場合でも、長く定着するレベルではないだろう。先月末に発行した定点観測レポートで示した通り、今年度のドル円相場につ

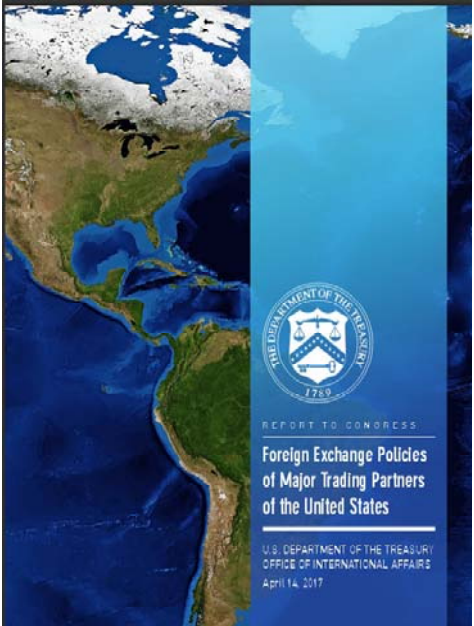
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

いて、筆者は依然として「買いたい弱気派」の立場をキープしている。できれば安くなったところを買いたい気持ちはあるが、「押し目買いに押し目なし」などという残念な格言の含蓄も考慮すると、もしもこの先1ドル=110円00銭を割り込むチャンスがあった場合は、断続的な買い下がりで見たいと思っている。以下、5つの理由を挙げておく。

仏大統領選・決選投票は「マクロン勝利」で決着

第一に、我々の外債市場分析チームでは、5月7日(日)の仏大統領選挙は、「ルペン敗北・マクロン勝利」の大団円を見込んでいる。いわゆる「政治ネタ」に予断を持つのは禁物だが、メイン・シナリオを決めずに相場の予測はできない。あくまで私見だが、昨年の英国国民投票や米大統領選挙が「まさか」の結果になった後、両国から伝わってくる諸々の報道は、大方のフランス人にとって「他山の石」になっているのではなからうか。現在の英国や米国をみて、「自分の国もあんな風になりたい」と考えるフランスの有権者が過半数を超えそうだとは思えない。実際、仏大統領選挙の決選投票に関する事前の世論調査をみても、マクロン候補の支持率が60%台であるのに対し、ルペン候補は40%前後と大差がついている。仏大統領選挙が終了した後の為替市場では、恐らく「ルペン・リスク」からの解放感が広がるだろう。

図1: 米「貿易円滑化と執行法(Trade Facilitation and Trade Enforcement Act of 2015)」
～為替政策「監視リスト(Monitoring List)」掲載の判定条件と抵触国～

<p>●対米2国間貿易収支における大規模な貿易黒字国 (a significant bilateral trade surplus with the United States)</p>	
対米貿易黒字額が200億ドルより大きい(=中国、 日本 、独、韓国)	
<p>●相応の規模の経常収支黒字国 (a material current account surplus)</p>	
経常黒字の名目GDP比が3%より大きい(=台湾、スイス、独、韓国、 日本)	
<p>●継続的かつ一方的な為替介入の実施国 (engaged in persistent one-sided intervention in the fx. market)</p>	
1年間の純外貨買い介入実績が、名目GDP比で2%以上(=スイス)	
<p>上記3条件に部分的に抵触した場合、「監視リスト(Monitoring List)」に編入全ての条件に該当した場合、2国間協議で是正策を要求、改善出来ない場合、以下4つの対応策のどれか一つ、かそれ以上の対象に</p>	
<p>1) 米政府系海外民間投資会社(OPIC)による資金援助を拒否する 2) 米国政府の物資等の調達対象(government procurement)から除外する 3) 国際通貨基金(IMF)による監視強化(heightened surveillance)を求める 4) 米通商代表が貿易協定への参加や交渉参加や開始の是非を判断する</p>	

出所: 米財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

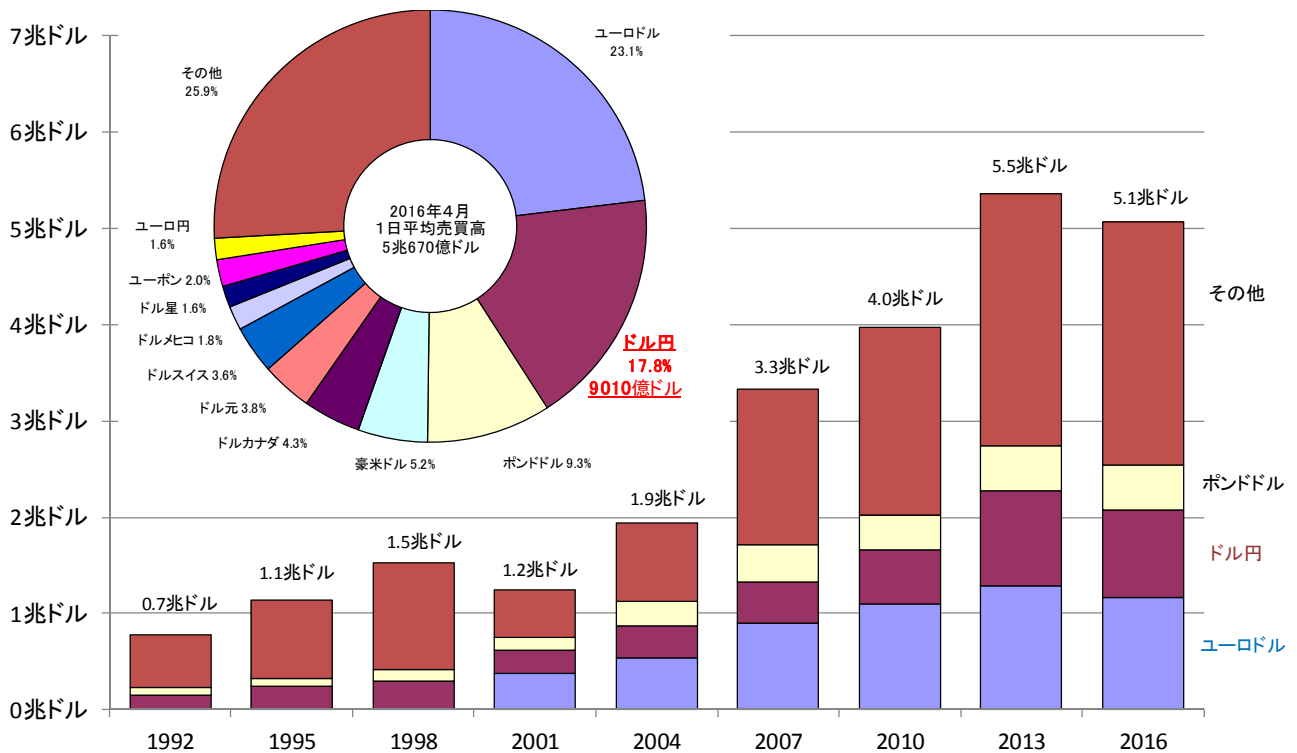
日米通商摩擦の再燃に円高リスクを、軽視はしないが重視もしない

第二に、「日米通商摩擦の再燃による円高リスク」を筆者はあまり重視していない。米国の対日貿易赤字の大きさからみて、今後の2国間交渉で何らかの是正策は要求されそうだが、プラザ合意前に240円を超えていたドル円相場が一時70円台まで円高になっても米国の対日赤字は無くならなかった。「目に見える結果」を早く求める傾向があるトランプ政権は、日本に対してはより直接的で政治的なポイントを稼ぎやすい不均衡の是正策を、「牛肉」、「コメ」、「自動車」、「新薬」などの分野で求めてくるのではなからうか。実際、4月

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。

14日(金)にはトランプ政権では初めてとなる米財務省の「半期為替報告書」が公表されたが、中国の「為替操作国認定」は見送られ、為替政策の「監視リスト」についても中日独韓台スイスの6ヶ国で変わらなかった(図1)。各国に対する記述の更新はあったが、具体的な政策発動に関して拘束力のあるものではなく、極端に言えば、一番変わっていたのは「表紙のデザイン」だったような印象だ。

図2: 世界為替市場の出来高推移と通貨ペア別シェア



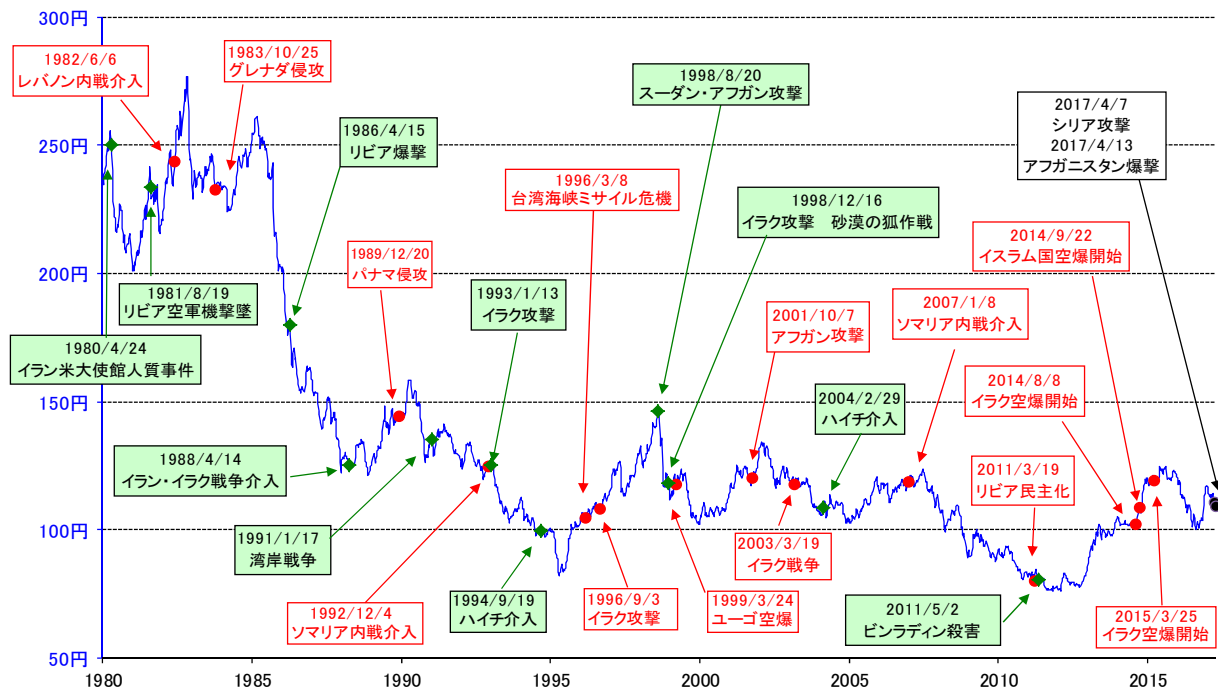
注: BISの公表100分率表示をそのまま使用
出所: 国際決済銀行(BIS)調査より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

為替口先介入や文書介入の神通力だけで、ドル円相場の趨勢をコントロールするのは恐らく無理

もちろん、今後の個別分野における通商協議が行き詰った場合、先述のように米国政府が「交渉の道具」として為替口先介入や文書介入による「円高カード」を切ってくる可能性はある。だが、図2に示すように、過去約15年間で世界の為替市場出来高は7倍以上に膨張、直近2016年4月調査から推定されるドル円「通貨ペア」の売買金額は年2京5000兆円近くに膨張している。為替市場より遥かに規模が小さい国内外の債券・株式市場でも、長期金利や株価は政治家が意のままに操ることはできない。国際資本移動が自由化され、政府から独立した中央銀行による金融政策運営が確立されている2国間の為替レートは、政府による操作がより困難なはずだ。日米両国でどんな要職にある人物でも、特定の政治家が為替に対する自らの想いを口頭や文書で伝えるだけでは、せいぜい数日から数週間、長くて数カ月程度の一時的ショックを市場に与えられるだけだろう。長期間に渡ってドル円相場の上下限を制限し続けたり、骨太のトレンドを支配し続けたりすることは、無理な時代になりつつある。

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: 米軍による海外での主な軍事行動とドル円相場



注: 日付は軍事行動がスタートしたと言われている年月日。
 青色フォント表示は6週間後にかけてドル安が進行、赤色フォント表示は6週間後にかけてドル高が進行した軍事イベントを示す
 出所: 各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

過去、米国が海外で行った軍事作戦は、ドル円相場の趨勢に影響した痕跡が認められない

第三に、米軍と北朝鮮軍の睨み合いによる地政学リスクについても、過去の実績を調べてみると、為替相場のトレンドに不可逆的な影響を及ぼした痕跡は認められない。1980年以降、米軍が海外で軍事作戦を展開した事例は、今月のシリア・アフガンを除いて、主なもので25回も観測されているが、6週間後のドル円相場のレベルを確認すると、ドル安11回、ドル高14回とマチマチだった(図3)。冷静に考えれば、米軍が海外で軍事作戦を始めたとしても、それが直接的な触媒になって米国の経済成長率が大幅に下振れしたり、米国の金融政策運営に不可逆的な方向転換を促したりする可能性は低い。一般的に「戦争勃発」という暗いニュースは周辺地域の消費マインドを萎縮させる面はあるが、1発が143万ドルもするトマホークミサイルなどの超高額兵器の大量消費や戦闘行為に伴う被災地域におけるストックの破壊は、いわゆる「戦争特需」を呼ぶ側面もある。今後仮に米軍が北朝鮮攻撃を始めた場合でも、それによって世界経済の成長率にどのような影響が及ぶのか、冷静になって考えることも必要だろう。

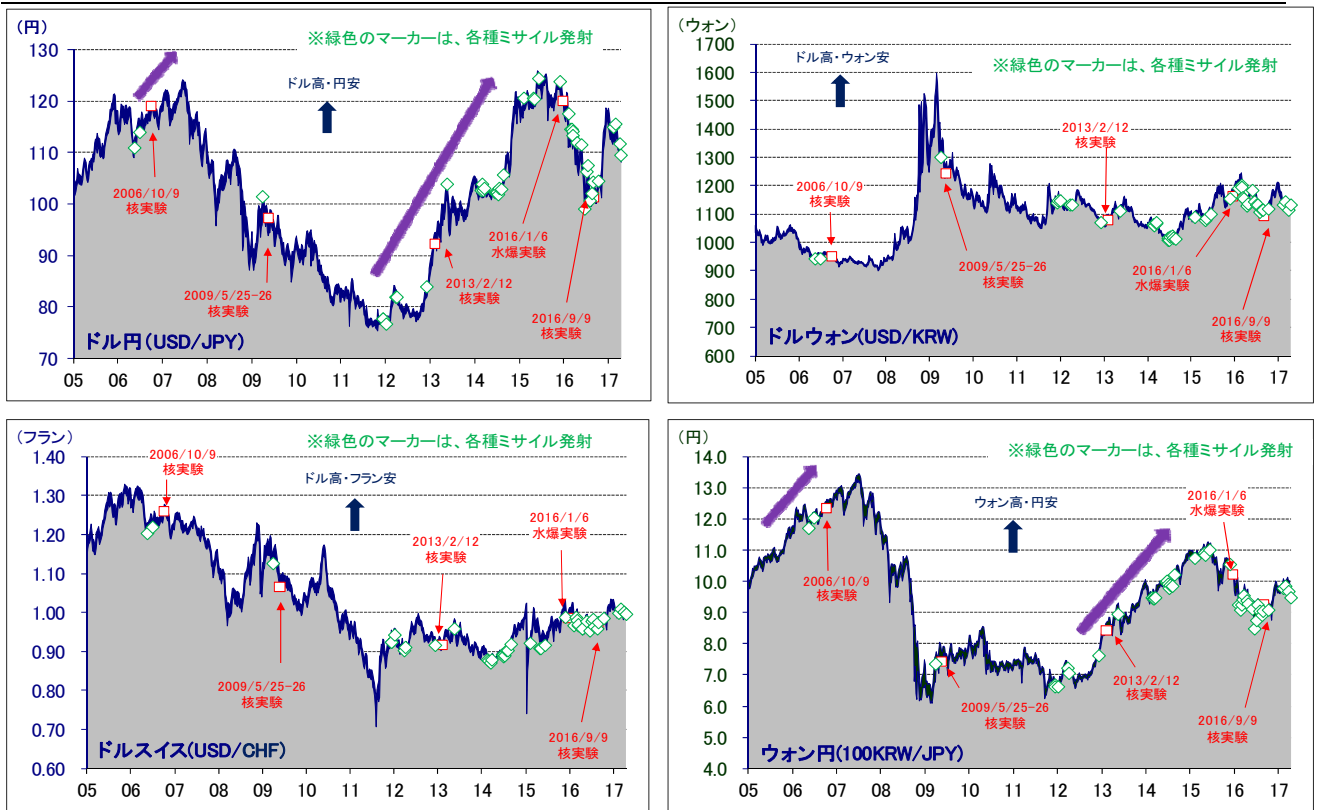
北朝鮮の軍事的な挑発行為が続く中でも、ドル高・円安やウォン高・円安が長期間にわたって続いた実例も

同じような為替市場の「醒めた事実」は、北朝鮮の軍事行動についても確認できる。例えば2006年以降でみると、北朝鮮は核実験を合計5回実施、弾道ミサイルは延べ約52日間で相当な種類・本数を発射しているが、この間のドル、円、ウォン、スイスフランなどの動きについて、如何なる局面でも当てはまる金科玉条の因果律は見出せない。実際にチャートを見れば一目瞭然だが、北朝鮮が核実験やミサイル発射を続けている最中であっても、フランや円がドルに対して数年以上も値下がりし続けたり、ウォンがドルや円に対し

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。

て値上がりし続けたりしている局面は普通に見つけることが可能だ(図4)。今後、米軍と北朝鮮軍の睨み合いが長期化する場合でも、株式市場や為替市場が未来永劫にわたって企業業績や金融政策格差などのファンダメンタルズそっち退けの「リスク回避モード」に縛られ続けることはないだろう。無論、米軍による空爆が開始された後、もしも「北朝鮮の反撃ミサイルが都内某所に着弾」などといった最悪のシナリオを招いた場合は、条件反射的に加速する一見理不尽な株安・円高ショックは想定外の深さに達するかもしれない。だが、流石にそこまでの事態になれば、日本からの資本逃避による円安懸念が市場関係者の間で意識される可能性もあるのではなかろうか。

図4: 北朝鮮の核実験、ミサイル発射前後の関連通貨の動き



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

「トランプノミクス」への期待が急速に萎える中でも、なかなか後退しない米利上げ観測

第四に、今後米国景気に腰折れ懸念が台頭しない限り、衆目に明白な日米金融政策の印象格差が存続、「政治・政策的ノイズ」による円高圧力を凌駕し始める時期が早晩くるだろう。まず米国サイドでは、いわゆる「トランプノミクス」への期待が急速に萎える中でも緩やかな景気回復期待が持続しており、米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者の間で「一刻も早くトランプ財政が発動しなければ失速する」との危機感が漂っている様子は無い。足下で観測される米国の経済指標は玉石混交だが、金融政策への影響という点で注目されている雇用関連の指標は比較的シッカリしている(図5)。昨年12月に約1年ぶりの利上げ再開に踏み切った後の記者会見でイエレン米連邦準備理事会(FRB)議長は、ほぼ完全雇用状態の米国経済に財政刺激は「明らかに必要ない」と述べていた。一般に、

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。

民間の活力で経済がうまく回っている間、規制緩和以外の政策について、政府はむしろ「何もしない」のが一番良いという考え方もある。

図5: 米国の雇用関連指標

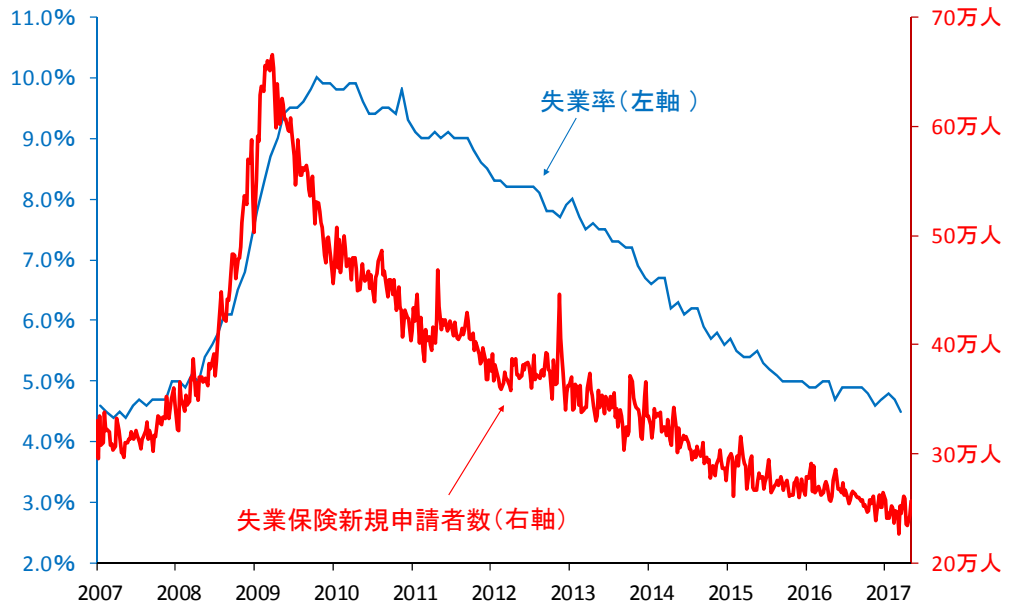
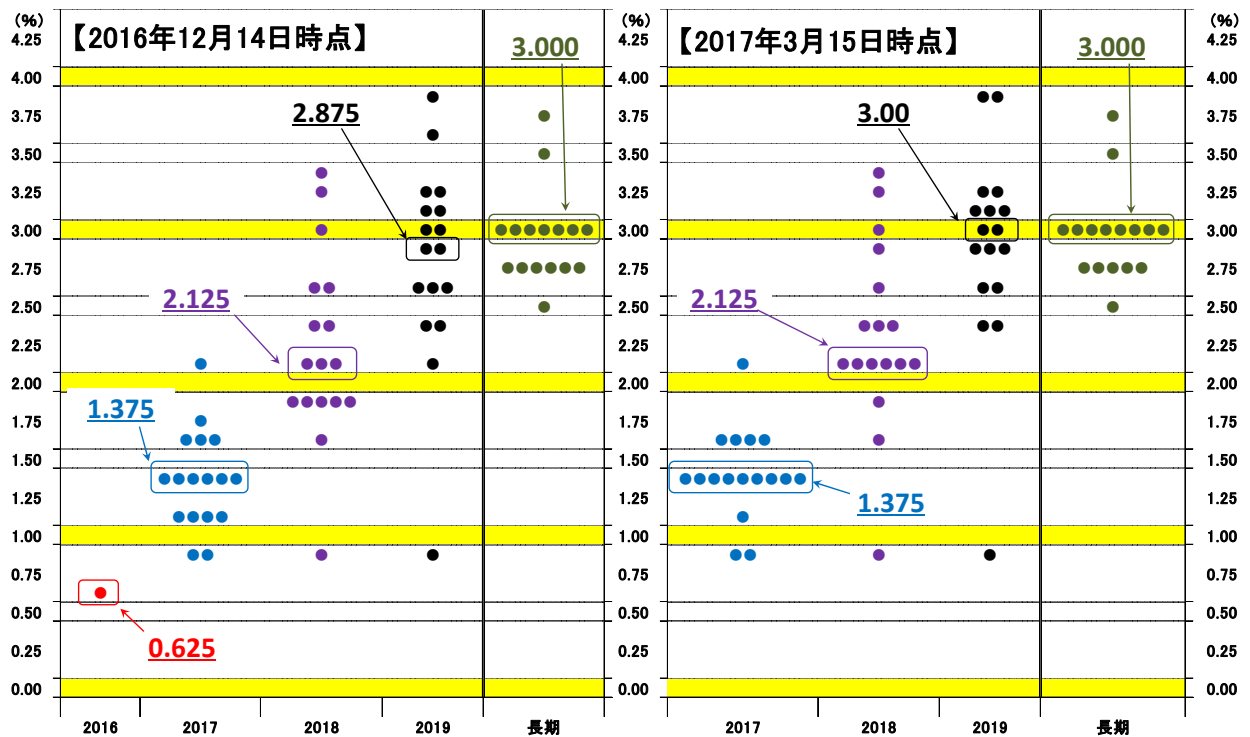


図6: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し

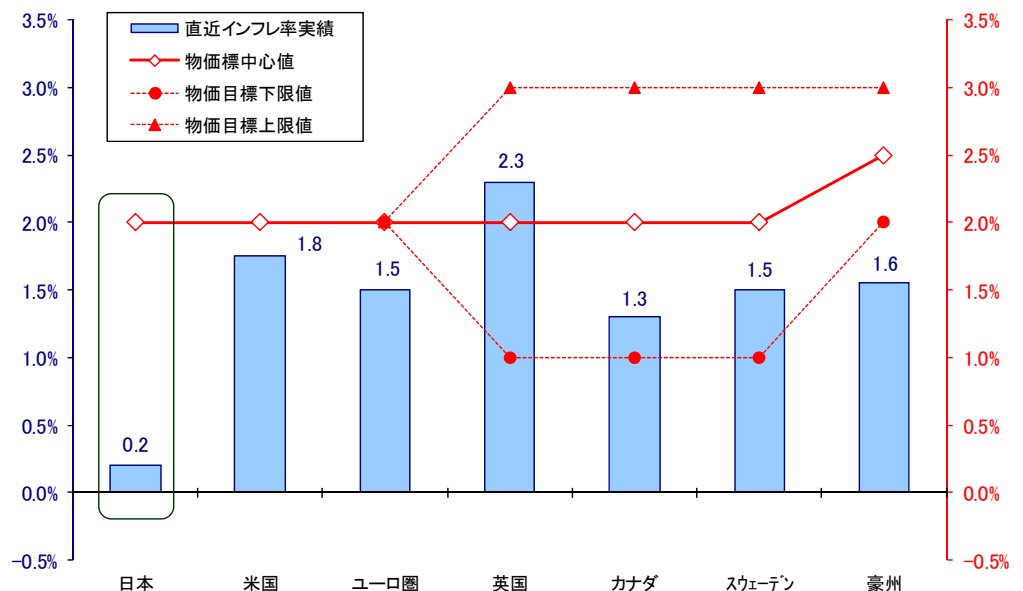


本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

「材料」としては織り込み済みの利上げでも、実際に実施されれば、無視できない影響が及ぶ

現在、主要通貨圏では米国だけで断続的な利上げプロセスが進展中であり、トランプ政権の財政政策の迷走を目の当たりにしても、FOMC 参加者が示すドット・チャートでは、「年内 3 回」程度の実施を予想する人数が、今年 3 月 15 日(水)の利上げ実施後には 9 人と、昨年 12 月 14 日(水)時点の 6 人から 1.5 倍に増えていた(図 6)。次回の米利上げは 6 月 14 日(水)に実施される可能性が高く、マーケット・トークの題材としては既にある程度織り込まれている印象もある。だが、ドル資金の短期調達コストや運用利回りが、現在の水準から更に 0.25%ポイント程度の幅で上昇した場合、その影響を回避することのできない国内外の投機家や投資家の為替売買行動には無視できないインパクトが及んでいくはずだ。加えて、現在 FOMC 参加者の間では、リーマン・ショック後の金融危機への対応策の一環として過去大量に購入した債券の保有残高を減らす政策についても、年内に始めるか否かの議論が始まっている。現在、主要先進国で「断続的な利上げ見通しの提示」に加え、「バランスシートの縮小の可能性」まで意識されている国は、米国だけだ。

図7: 主要通貨圏の物価目標と直近インフレ実績



注: 直近の実績は、各国がインフレ目標の測定対象としている物価指数のうち、市場が最も注目しているとみられるもの
 日本は消費者物価除く生鮮食品、米国は個人消費デフレーター除く食品・燃料、ユーロ圏と英国はEU基準消費者物価、
 カナダは中銀基調インフレ、スウェーデンは中銀基調インフレ、豪州は消費者物価の刈込み平均と加重中央の平均値

出所: 各国中央銀行、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

長期化の可能性が極めて高い日銀による異例の超低金利政策

翻って日本の金融政策に目を転じると、異次元緩和の開始から4年が過ぎても「物価目標 2%」の達成が未だに視野に入っていない。世界の主要な中央銀行が掲げる物価目標とインフレ率の直近実績を比べてみると、下方乖離が最も目立っているのは断トツで日銀になっている(図 7)。「短期金利=マイナス圏に水没、長期金利=ゼロ%界限に固定」という異例の金利操作は長期化する可能性が極めて高い。金融政策の量的側面に目を転じて、「日本の物価上昇率の実績を目標 2%から上振れさせる」という「オーバーシュート型コミットメント」を撤回しない限り、ベースマネーの漸増も続く仕組みになっている。日銀

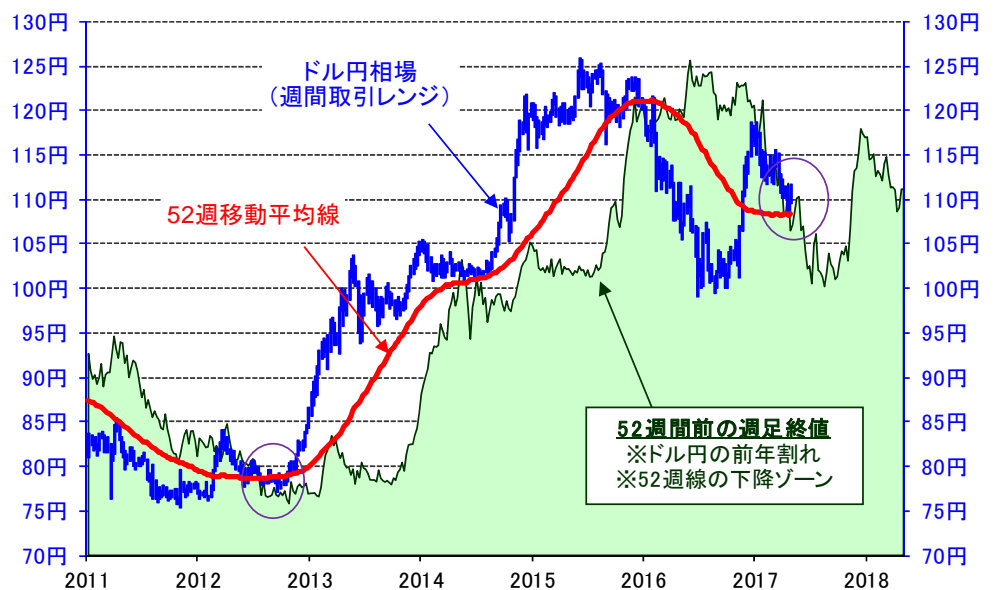
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

の金融政策に対する市場の評価は十人十色だが、筆者は日本中の金融機関、諸法人、個人投資家、預金者等が、日本国内で安全かつ満足のいく円金利を稼げる機会を見いだすのがどんどん難しくなっている点を大変重視している。仏大統領選挙絡みのモヤモヤ感が晴れる頃まで待つ必要はあるが、日銀が現在の超・低金利政策を根気よく続けていけば、米追加利上げ観測の実現とともに、ドル高・円安圧力が表面に噴出して来る時期が早晚やってくるだろう。

ドル円相場の52週移動平均線が間もなく底入れ

第五に、テクニカル的にみると、もう間もなくドル円相場の52週移動平均線が緩やかな右肩上がりに転じ、「見た目の印象」が変わりそうだ。昨年終盤に暴力的な加速をみせた「トランプ・ラリー」によって、11月第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週移動平均線を明確に上抜けた。その後は一旦自律反落に転じ、52週間前の週足終値手前をなぞるようなプライス・アクションが観測されていたが、計算式の構造上、52週移動平均線は現週の週末終値が52週間前の水準を上回り始めると右肩上がりに転じるという性質を持っている。足下のドル円相場は概ね52週間前(≒前年同期)と大同小異の価格帯で推移、間もなく底入れしそうな52週移動平均線の下値サポートに支えられそうな気配が漂っており、この先よほど強烈かつ不可逆的なドル安・円高ショックの差し込み傷が入らない限り、今年のゴールデン・ウィーク明け頃からは「110円アラウンド」で横這っているだけでも「長期トレンド＝右肩上がり」のドル高・円安基調に転じる可能性が明滅し始めている(図8)。

図8: 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

ドル円相場のチャート・フェイスに現れる「見た目の印象」を軽視しない理由

あくまで筆者の私的な印象論だが、日々天文学的な金額の為替売買が錯綜している外為市場において、かなりの売買シェアを占めるプレイヤー群が、程度の軽重こそあれ、各種テクニカル分析による「見た目の印象」をかなり重視、あるいは相当気にしながら日々の為替売買に参画している。いわゆる「ファンダメンタルズ分析」や「政治・政策分析」など

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。

は一顧だにせず、自分好みのテクニカル分析による売買判断や損益管理だけを手掛かりにトレードを行っている向きも決して少なくない。最新流行のテーマが猫の目のように変わるのが外国為替市場の大きな特徴だが、大抵の場合、チャート・フェイスの「見た目の印象」が変化する時に、マーケットの材料選別や材料解釈の潮目が変わることが多かったような気がしている。

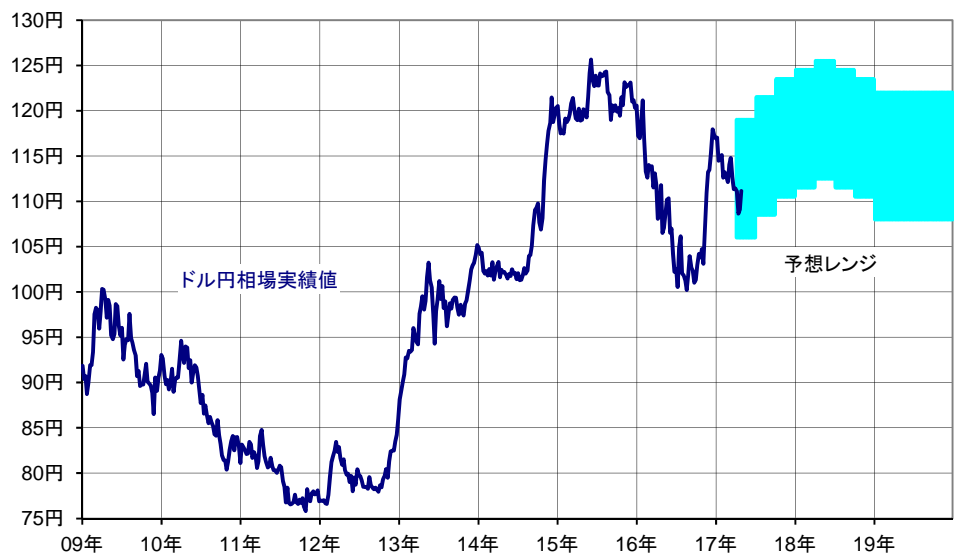
他の通貨ペアに比べて、「ドル円」は特にトレンド変化による慣性の法則が効きやすい

本レポートで幾度も指摘してきたように、特に「ドル円」という通貨ペアは他の通貨同士のペアに比べて長期トレンドによる慣性の法則が働きやすく、「トレンド・フォロワー」の影響力が相対的に強かった印象が強い。52 週移動平均線に代表される長期トレンドの方向が変わることは、「地政学リスク」や「金融政策ギャップ」と同じぐらい重要な影響を相場の地合いに及ぼす可能性を否定できない。あらゆるファンダメンタルズ分析と同様に、テクニカル分析にも「ダマシ」のシグナルは存在することを承知の上、敢えて最後に指摘しておきたい。

足下の予測レンジを気持ち下方修正も、年度末にかけてのドル高・円安の予測パターンを維持

以上の諸点を加味した上で、先月 31 日(金)に提示した我々のドル円相場見通しを殆ど変えずに維持しておきたい(図 9、表 2)。「北朝鮮情勢の緊迫」という新たなテーマが最近 1 ヶ月間で存在感を増してきた点を考慮の上、足下 4-6 月期の予想レンジの上下限こそ▲50 銭程度引き下げる微修正を施したが、今年 7-9 月期以降に想定しているドル高・円安の予測パターンは全く変えずにキープしている。よって、現時点で我々が想定している 2018 年 1-3 月期末の値は 1 ドル=118 円 00 銭、当該四半期の想定レンジは同 111 円 50 銭~124 円 50 銭だ。この先、仏大統領選挙や北朝鮮問題に関して想定外のイベント・リスクが炸裂してしまった場合は、機動的な見直し変更の是非を検討したいが、現時点ではその必要性をあまり強く感じていない。当面は地道な米経済指標の観察活動および日米金融政策の印象格差に趨勢判断の軸足を置きつつ、時宜に応じた予測パターンの精査を心掛けたい。

図9:2017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

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。

表2: 為替相場見通し

		予想								2016年	予想		
		2017年				2018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	10-12月期				
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.11-118.60	106.0-119.0	108.5-121.5	110.5-123.5	111.5-124.5	112.5-125.5	111.5-124.5	110.5-123.5	99.02-121.69	106.0-123.5	110.5-125.5	108.0-122.0
	期末値	111.39	112.5	115.0	117.0	118.0	119.0	118.0	117.0	116.96	117.0	117.0	115.0
ユーロ円 [円/ユーロ]	レンジ	118.24-123.73	111.1-127.4	111.4-127.8	111.2-127.5	109.8-126.2	110.8-127.2	112.2-128.5	112.3-128.7	109.57-132.32	111.1-127.8	109.8-128.7	109.7-127.2
	期末値	118.67	119.3	119.6	119.3	118.0	119.0	120.4	120.5	122.97	119.3	120.5	118.5
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.034-1.091	0.995-1.125	0.975-1.105	0.955-1.085	0.935-1.065	0.935-1.065	0.955-1.085	0.965-1.095	1.035-1.162	0.955-1.125	0.935-1.095	0.960-1.100
	期末値	1.065	1.060	1.040	1.020	1.000	1.000	1.020	1.030	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4月25日15:00

(4月28日 11:00)

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

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。

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 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。

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: 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。