

外貨投資の視点 (No.334)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年5月26日

ドル円相場:2017年5月の回顧と今後の展望

ポイント

- 米政局が「ロシア・ゲート」問題で揺れる中、米財政審議の遅滞、北朝鮮情勢、日米通貨摩擦への警戒感が台頭
- ただ、北朝鮮情勢や日米通貨摩擦への懸念は、ドル円相場の「ボラ」を上げて「骨太のトレンド」には響かない
- 米国で金融政策正常化期待がキープされれば、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週移動平均線が遂に底入れして緩やかな右肩上がりへ復帰、「見た目の印象」もドル高・円安基調に転換へ

本邦の新年度明け後、ドル円相場は非常に難解な上下動を反復

時の経つのは早いもので、本邦の会計年度明けから間もなく2ヶ月が経とうとしている。この間のドル円相場は、「ルペン・リスク」からの解放感で稼いだドル高・円安貯金の半分以上を「ロシア・ゲート」への警戒感で吐き出す、という非常に難解な展開を余儀なくされている。緊迫する北朝鮮情勢と仏大統領選絡みの不透明感が重石となり、4月17日(月)の東京市場では一時108円13銭と昨年11月15日(火)以来の安値圏まで下落する場面もあったが、4月23日(日)に実施された仏大統領選挙の第1回投票で親EU(欧州連合)派のマクロン前経済相がトップ通過した頃から市場の警戒感が徐々に後退、5月7日(日)の決選投票で極右国民戦線出身のルペン候補を大差で退けると市場のリスクセンチメントが更に改善、5月11日(木)には一時114円37銭と約3月15日(水)以来の高値圏へ浮上した。この間、北朝鮮との軍事的緊張関係を強めていた米トランプ政権が「核・ミサイル開発の放棄」を条件に直接対話の可能性を提示したほか、5月9日(火)に行われた韓国大統領選挙で北との対話を重視する「共に民主党」の文在寅(ムン・ジェイン)代表が勝利したことで、北朝鮮リスクへの過度の警戒感も後退、最大高低差で6円24銭に及ぶドル高・円安局面の演出に貢献した。

「ルペン・リスク」からの解放感が広がったのは束の間、「ロシア・ゲート」に揺さぶられる展開に

だが、その頃を境にドル円相場を取り巻く景色が一変する。5月9日(火)にトランプ大統領は選挙中の自陣営とロシア諜報部との関係を捜査していた連邦捜査局(FBI)のコミー長官を突然解任した。「選挙期間中の自陣営の疑惑について捜査中の要人を現職大統領が解任する」という怪しげな構図は、その後の紆余曲折を経て結局は自ら辞任に追い込まれたニクソン大統領の「ウォーターゲート事件」とよく似ている。爾来、アンチ・トランプ色の強い米系メディアは、この問題を「ロシア・ゲート」と名付けてスクープ合戦を繰り広げており、連日のように「大統領による捜査妨害の可能性」や「トランプ陣営の要人とロシア

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。

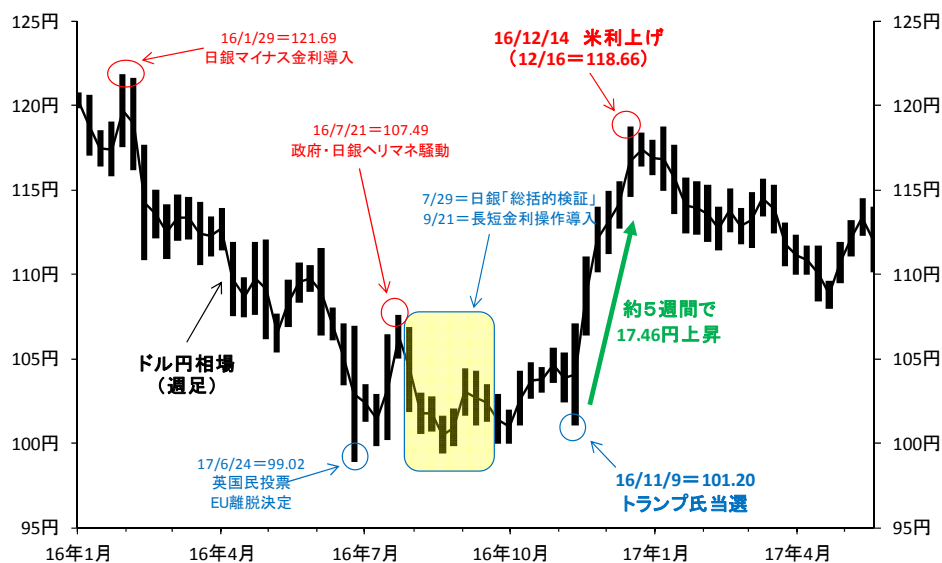
アとの繋がり」に関する報道が飛び交う事態に発展している。一連の報道は、殆どが米政府内や元関係者からのリーク情報に基づいており、この先もいつ何時どんな続報が伝えられるか予測できない。今月 30 日(火)以降に予定されているコミー前 FBI 長官の議会証言の内容や、米特別検察官による疑惑捜査の進展次第では、大統領の弾劾騒動に発展する可能性もある。このような状況下、当面のドル円相場は一時的な円高リスクに晒されやすい状況が続きそうだ。以下、3 点を指摘しておきたい。

表1: 米国の大統領継承順位(上位5名まで)と現職者リスト

順位	職位	現職者氏名等
1	上院議長(=副大統領) Vice President	マイク・ペンス(共和党) Mike Pence
2	下院議長 Speaker of the House of Representatives	ポール・ライアン(共和党) Paul Ryan
3	上院仮議長 President pro tempore of the Senate	オリン・ハッチ(共和党) Orrin Hatch
4	国務長官 Secretary of State	レックス・ティラーソン(共和党) Rex Tillerson
5	財務長官 Secretary of the Treasury	スティーブ・ムニューシン(共和党) Steven Mnuchin

出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

図1: 2016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

トランプ政権の迷走で、米財政出動の道筋が見えないイライラ感が一段と広がろう

第一に、現地専門家筋の見立てによれば、米特別検察官らによる「ロシア・ゲート」関連の捜査には、最低でも 3 ヶ月～半年程度はかかると言われている。その間、各種世論調査で支持率が大幅に落ち込んで政治的な求心力を失いつつある米トランプ政権に「選挙中の目玉公約だった税制改革やインフラ整備の早期推進は期待できない」との見方が広がっている。この際、トランプ大統領が潔く辞任するなら、大統領継承順位の筆頭はペン

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。

ス副大統領、2位はライアン下院議長と、どちらになっても政治経験豊富で共和党内の人望も厚い人物に交代するので市場はむしろ好感しそうだが(表1)、最近のトランプ大統領の言動から類推するに、多分その可能性は極めて低い。昨年末に猛威を振るった「トランプ・ラリー」のドル高・円安局面では、大規模減税、公共投資に規制緩和を組み合わせた「トランプノミクス」への期待をテーマに1ドル=118円66銭までの上値を試した経緯もあり、この先しばらくの間、「トランプノミクス」の可視化が進まないことへのイライラ感が、ドル円の上値を抑える心理的な重石になるだろう(図1)。

表2:「リスク回避の円買い(戻し)」を巡る議論の論点整理

●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)
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
●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
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パリ条約での永世中立条項承認による「戦争忌避国」のイメージがある
●「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
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 日本株下落時における海外機関投資家による円売りヘッジ付き日本株投資のオーバーヘッジの買戻し 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)

出所:三菱UFJモルガン・スタンレー証券

ロシア疑惑で追詰められたトランプ大統領が、北朝鮮に対し「何らかの決断」を下すリスクも

第二に、米トランプ政権の迷走は、北朝鮮情勢に「思わぬ展開」をもたらすリスクも孕んでいる。古今東西、国内でのスキャンダルにまみれて支持率を落とした政治家は、国民の目を外国に向ける目的で「戦うべき敵を外に作る」という突飛な行動に走ることがままある。かつて米国でも1998年1月にビル・クリントン大統領がホワイトハウス実習生だったモニカ・ルインスキー女史との不倫を暴露されて前代未聞のDNA鑑定を受けた後、偽証による下院での弾劾訴追(上院裁判では無罪評決)の憂き目に遭うという事件があり、同年8月17日(月)の米国民向けテレビ演説で元実習生との「不適切な関係」を認めた3日後の20日(木)にスーダンとアフガンに対する唐突なミサイル攻撃を命じたことがあった。この先、「ロシア・ゲート」問題で追い詰められたトランプ大統領が北朝鮮に対して軍事攻撃を命令、国内外で主要な株価指数が一時的に急落した場合、「内外短期筋による円売り・外貨買い投機の巻き戻し」、「主要株価指数先物の売りと同時に加速する一部仮需筋やアルゴ筋によるドル円の売り」、「海外投資家のヘッジ付き日本株投資のオーバーヘッジ解消のための円買い戻し(の思惑)」などが誘発され、「ワンタイムの円高ショック」が走る可能性は否定できない(表2)。

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。

米国の貿易赤字国を相手にした通商交渉が、厳しさを増すかもしれないとの懸念も台頭

第三に、上記と全く同じ理由から、米トランプ政権が米国の貿易赤字相手国との通商交渉で摩擦色を意図的に強めてくる可能性がある。4月18日(火)にペンス米副大統領、ロス米商務長官らを東京に招いて開催された「日米経済対話」の初会合こそ、麻生副総理兼財務相、世耕経済産業相らとの記者会見は友好的な雰囲気の中で終了、「日米間の経済関係の更なる強化が重要」という「総論」での見解一致が確認された。だが、その後しばらくして本邦のクォリティー・メディア筋によって伝えられた「各論」に関する続報によれば、米国政府から「牛肉」、「コメ」、「自動車」、「新薬」など、例によって両者の主張が対立しそうな分野で厳しい対日要求があったようだ。5月11日(木)にアメリカ合衆国通商代表(USTR)に指名されたライトハイザー氏は1983年から85年までレーガン政権下で務めた同次席代表時代に、「日本に鉄鋼輸出の自主規制を飲ませた人物」として紹介されており、これから本格化する上記4分野等での通商協議が難航した場合、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、この疑念が市場の一部で根強く囁かれている。5月20日(日)にベトナムのハノイで世耕経済産業相とライトハイザーUSTR代表は初めて会談、「日米2国間を巡る貿易・経済関係の強化に関する関心を共有した」と報じられているが、今後の具体的な交渉の行方は未知数だ。

当面のドル円相場は上値が重く調整含みの展開か

このような市場環境の変化を受け、目先数ヶ月程度のドル円相場については、断続的なドル安・円高ショックに対する警戒感を解除しにくい展開が続くだろう。先月末の定点観測レポート発行時点では全く想定していなかった米「ロシア・ゲート」問題の台頭により、当面のドル円相場については、どちらかと言えば上値が重く、下値が柔らかくなりやすい地合いが続きそうだ。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、ドル円相場に自然体で備わる値幅を考慮の上、もしも節目の1ドル=110円を割ってストップロスを誘発した場合、さらに数円程度の余地で円高が進む可能性はあるだろう。

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を提供

ただし、仮にこの先のドル円相場が1ドル=110円割れの水準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。早晩どこかで底入れした後、上昇基調に転じる可能性が高そうだ。今年度のドル円相場について、筆者は依然として「買いたい弱気派」の陣営に所属している。できればなるべく安いところで買いたい気持ちはあるが、先人が我々に残してくれた相場の格言の中には、「押し目買いに押し目なし」という残念な行動を戒めるものもある。よって、もしもこの先1ドル=110円割れのチャンスがあった場合は、断続的な買い下がりやで臨みたいと思っている。以下、3つの理由を挙げておく。

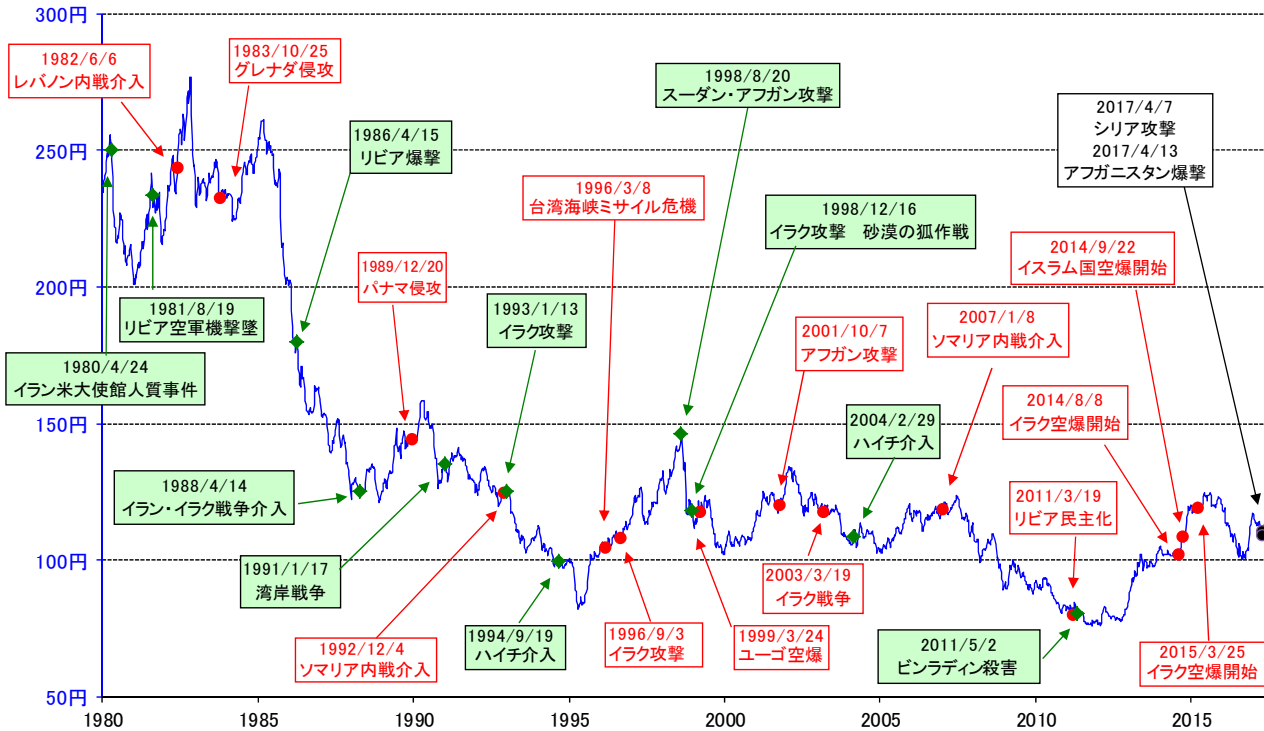
米国軍や北朝鮮が関与する「地政学リスク」は、ドル円相場のボラを上げて、トレンドには響かない

第一に、北朝鮮絡みの地政学リスクや米政府要人の為替口先介入への懸念を背景に引き起こされる円高ショックは、過去ドル円相場のボラを一時的に上げてトレンドに影響しなかったことが現実のプライス・アクションによって証明されている。例えば1980年代以降、米軍は主なものでも25回も海外で軍事作戦を行っているが、爆撃等の開始から6週間後のドル円相場の位置を調べてみると上昇(=ドル高)が14回、下落(=円高)が11回となっており、明確な因果関係は認められない(図2)。「北朝鮮の挑発行為」についても同じことが言え、今世紀に入って観測された5回の核実験、数百発のミサイル発射の最中にもあっても、大幅なドル高・円安や韓国ウォン高・円安が進んでいた時期は労することなく見つけられる(図3)。あくまで私見だが、所謂「地政学的リスク」の台頭によって促される為替

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。

市場のボラアップは、ファンダメンタルズが示すトレンドがドル安・円高の局面では「泣き面に蜂」となってドル円の下落を加速させる触媒になる一方、ファンダメ由来のトレンドがドル高・円安の局面では一時的な円高ショックを引き起こしてもすぐに修復されるため、後から見ると押し目買いの好機になっていたことが多い。

図2: 米軍による海外での主な軍事行動とドル円相場



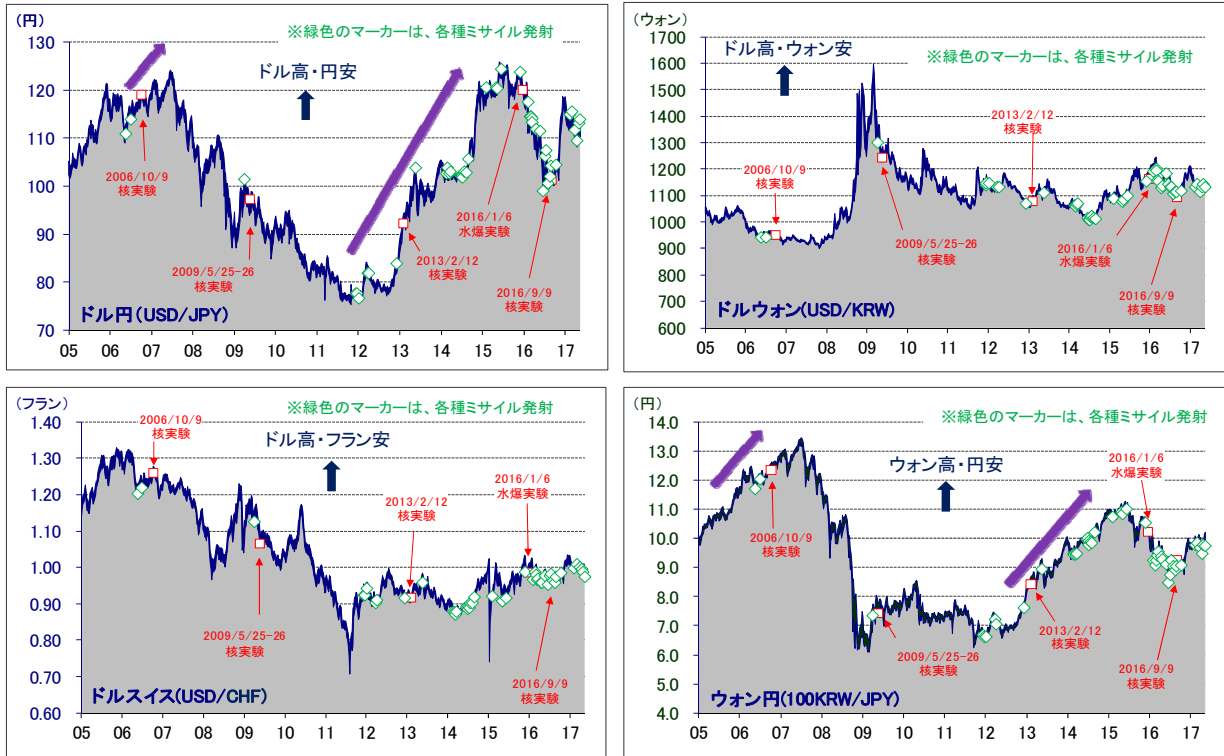
注: 日付は軍事行動がスタートしたと言われている年月日。
 青色フォント表示は6週間後にかけてドル安が進行、赤色フォント表示は6週間後にかけてドル高が進行した軍事イベントを示す
 出所: 各種報道より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

米国政府要人による口先介入の神通力だけでは、ドル円相場のトレンドを操ることはできない

「米国政府要人のドル高牽制による円高リスク」についても同様だ。この先、決して一筋縄では行きそうにない日米通商協議が本格化し始める中、米国政府の要人等による為替市場への口先介入が思わぬタイミングで配信されたりすれば、一時的にはドル円相場のボラが上昇、円高加速の引き金になる可能性はある。米国の大統領、財務長官、商務長官、通商代表など、強力なネームバリューを持つ人物が、かなり強い表現でドル円相場に牽制球を投げってきた場合、短期的には相応の円高ショックが走る可能性はあるだろう。だが、図4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、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2.5京円近くにも達している。「ドル円」よりも遥かに市場規模が小さい国内外の債券・株式市場でも、長期金利や株価のトレンドを政治家が意のままに操ることはできない。国境を跨る資本の移動が完全に自由化され、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、片側政府だけの意向によるトレンド操作が一層困難なはずだ。

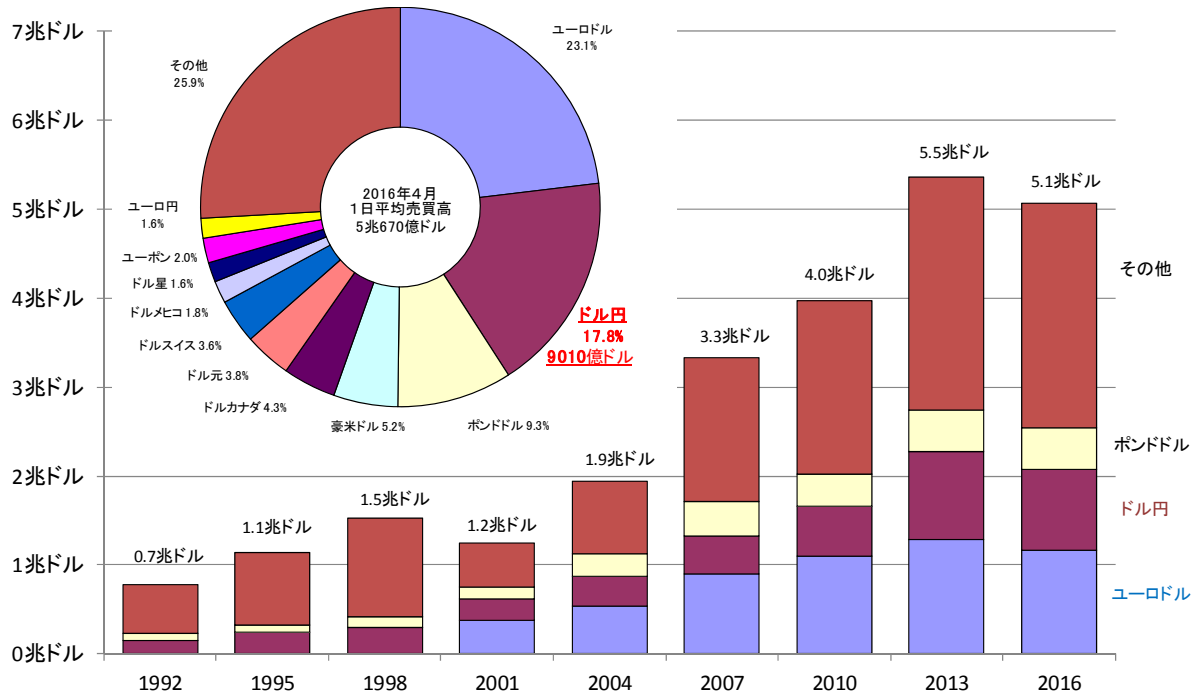
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図3: 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

図4: 世界為替市場の出来高推移と通貨ペア別シェア



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

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。

日米通商摩擦の再燃による円高リスクを軽視はしないが、骨太のトレンドは別の要素で決まる

あくまで私見だが、たとえ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レート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、長くて数ヶ月程度で賞味期限の切れる一時的ショックを市場に与えられるだけだ。近年のドル円市場における売買金額の膨張や売買参加者の多様性の増進を勘案すると、為替市場介入の威力だけで長期間にわたって上下限を制限し続けたり、骨太のトレンドを支配したりすることは無理な時代になりつつある。実際、各国政府が行った近年の為替介入の事例をみても、それが「口先介入」や「公文書介入」であった場合はもちろん、実際の売買を伴う「実弾介入」であった場合でも、トレンドの転換に成功したように見えるのは、「最後に実施した介入」だけである。かつてスイス国立銀行(SNB)は、ドル円市場より遥かに小さい「ユーロスイス市場」を舞台に無制限フラン売り介入を実施して1ユーロ=1.20フランの防御線の死守を試みたこともあったが、約3年4ヶ月に及ぶ孤独な戦いの末、無念の敗北に追い込まれたことは記憶に新しい。為替相場の予測に際して何を重視すべきかについて、色んな考え方があって然るべきだが、我々は趨勢判断の軸足をファンダメンタルズに据えて動かさない姿勢を堅持している。

「トランプノミクス」への期待が萎える中でも、後退しない米利上げ観測

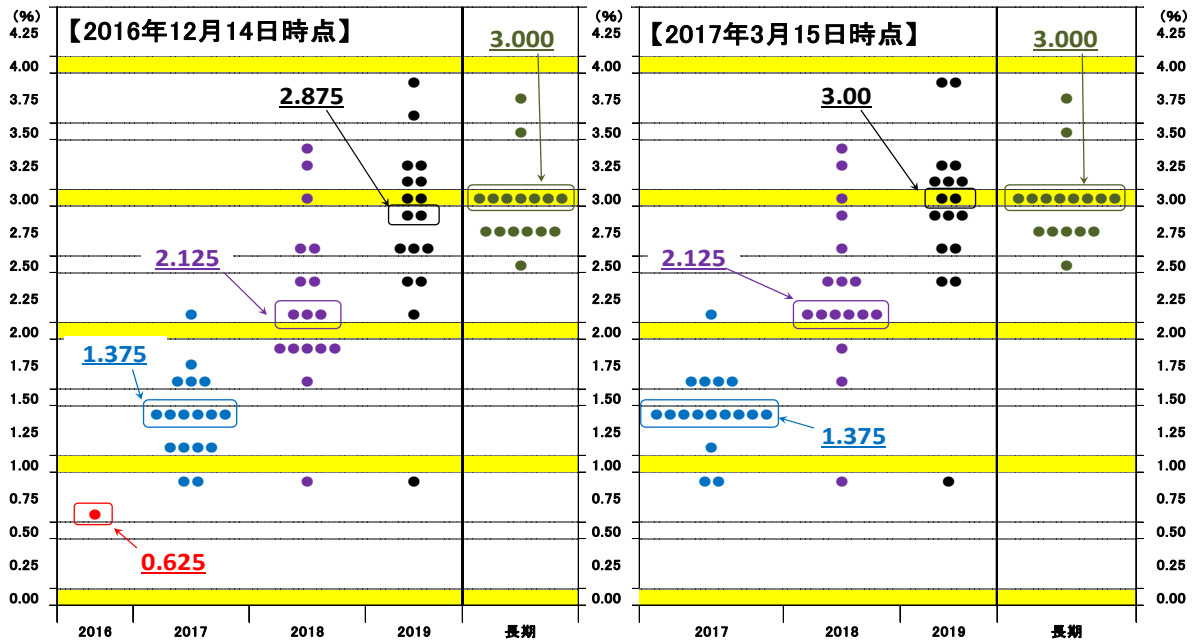
第二に、今後米国で漸進的な金融政策の正常化期待が消滅しない限り、衆目に明らかな日米金融政策の印象格差が存続、「政治・政策的ノイズ」による円高圧力を凌駕し始める時期が早晚訪れるだろう。まず米国側では、トランプ政権の迷走によるガバメント・ガバナンスの著しい低下が観測されている中でも緩やかな景気回復期待が持続しており、米連邦公開市場委員会(FOMC)参加者の間に「一刻も早くトランプ財政が発動しなければ経済が失速する」との危機感が共有されている様子は無い。足下で観測される米国の経済指標は玉石混交だが、金融政策への影響という点で注目されている雇用関連の指標は比較的堅調だ。昨年12月に約1年ぶりの利上げ再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、ほぼ完全雇用状態に達しつつある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、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。

「材料」としては織り込み済みの米利上げでも、実際に実施されれば、無視できないリアルなインパクトが各方面に及ぶ

現在、米国ではトランプ政権の迷走とはほとんど無関係に歴史的な超低金利政策の修正が進んでおり、トランプ財政の可視化が遅々として進まぬワシントン政治の現実を目の当たりにしながらも、FOMC参加者の間で「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5)。次回の利上げは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」としては既に相当織り込まれているが、ドル資金の短期ファンディング・コスト(図6)や短期債での運用利回りが、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、その影響を決して無視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リアルなインパクトが及んでいく。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対応策の一環として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、「バランスシート縮小政策の可能性」まで意識されている国は米国だけである。

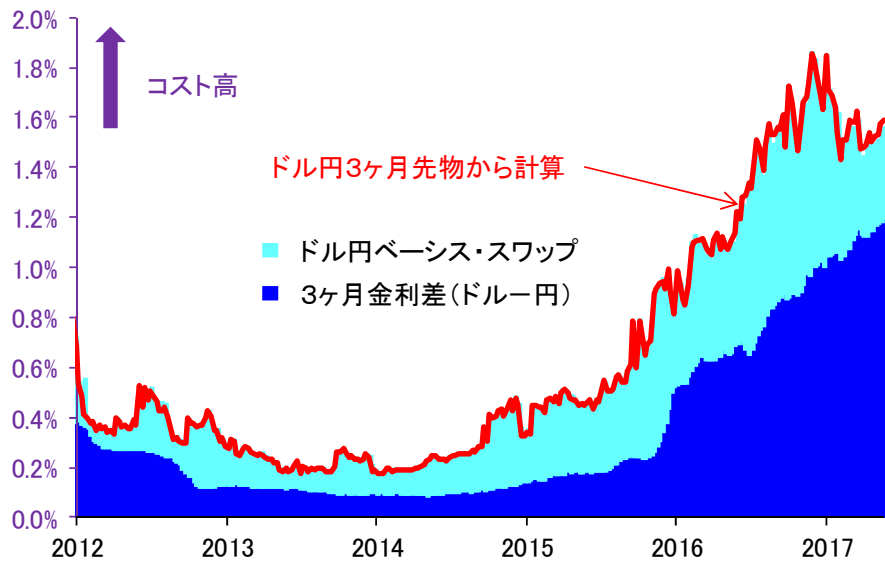
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

図5: 米連邦公開市場委員会 (FOMC) 参加者の政策金利見通し



注: 枠線で囲んだ値が、中央予想値(予想提供者17人の場合は9人目、16人の場合は8人目と9人目の中間の値)を含む
出所: FRB資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図6: 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

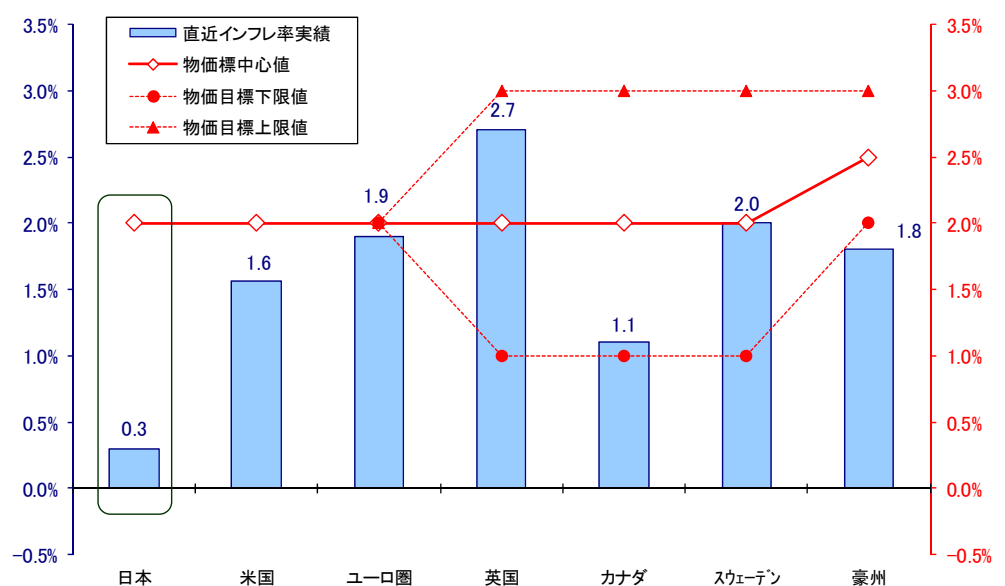
日銀による異例の超低金利政策は出口の見えない状況が継続

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%」の達成が全く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実績を比べてみると、下方乖離が最も目立っているのは日銀だ(図 7)。「短期金利=マイナス圏に水没、長期金利=ゼロ%界隈に固定」という異例の金利操作は今後も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、「インフレ率の実績を目標 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、

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。

ベースマネーの漸増も続く仕組みになっている。日銀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、各種投資家、預金生活者等が、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出すことが出来ない状態が長引いている点を重視している。為替相場は日銀の金融政策だけを睨んで動く訳ではないが、日本国内で十分な運用利回りを得ることの難しい状態が長期化する中、海外の市場環境が「リスク・オン」の色彩を強めてくれば、市場の円安期待を助長する触媒としての役割は果たすだろう。「米国の政局は民間の企業業績や経済成長率に直接的な悪影響を及ぼさない」ということを確認するまで少し時間がかかりそうだが、日銀が現在の超・低金利政策を根気よく続けていけば、米国の追加利上げ観測の実現とともに、ドル高・円安圧力が表面に露出してくる時期が早晚やってくるだろう。

図7: 主要通貨圏の物価目標と直近インフレ率実績



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、米国は個人消費コアデフレーター、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

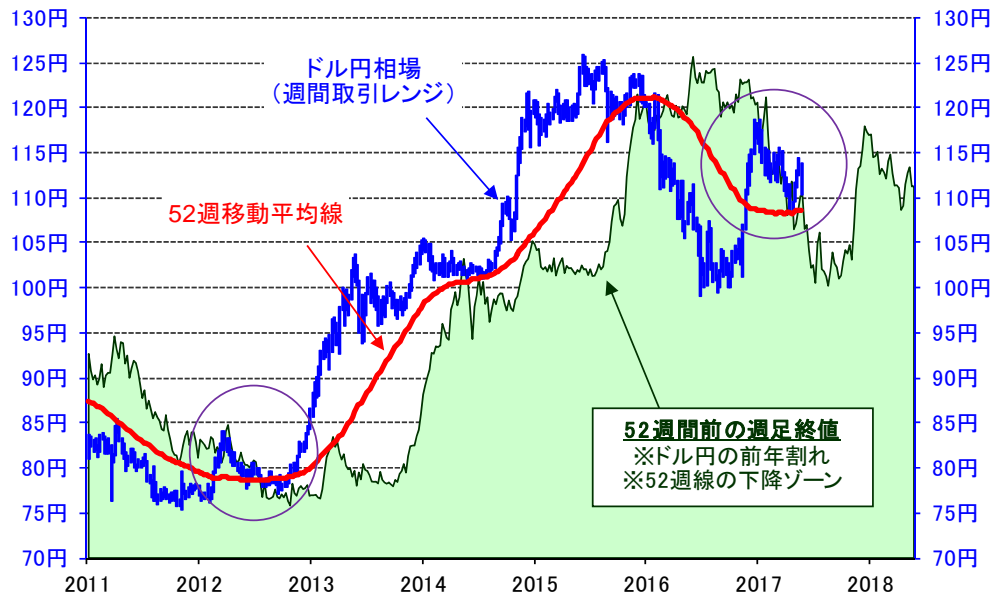
ドル円相場の52週移動平均線がようやく底入れ、「見た目の印象」が右肩上がりに変化し始めた

第三に、テクニカル的には5月に入ってドル円相場の52週移動平均線がようやく底入れし始め、「見た目の印象」も緩やかな右肩上がりに転じつつある。昨年の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月中旬にドル円相場の現値は筆者が「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。その後はいったん自律反落に転じ、52週間前の週足終値を抜けそうで抜けられない状態が続いていたが、4月17日(月)に記録した直近安値の108円13銭は、当時1ドル=108円台前半で底入れし始めていた52週移動平均線の下値サポートに支えられて下げ止まったような図柄になった。計算式の構造上、52週移動平均線は当該週の終値が52週間前の水準を上回り始めると右肩上がりに転じる性質を持っている。足下のドル円相場はまさにそうした潮目の変化が試される正念場を迎えており、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

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。

し込み傷が入らない限り、当面のドル円相場は「1ドル＝110円ア라운드」の価格帯で横這っているだけでも「長期トレンド＝右肩上がり」の雰囲気強めてくる(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

非常に巨額の通貨売買注文が恒常的に錯綜している外国為替市場において、かなりの取引シェアを占めるプレイヤー達が、程度の差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・政策絡みの要因解釈」などは一顧だにせず、自分好みのテクニカル分析による売買判断や損益管理を手掛かりに短中長期のトレードを行っている向きも決して少なくない。たとえファンダメンタルズや政治・政局に由来する大局観を重視するプレイヤーでも、実際の為替売買に参画するか否かの最終決断を下す際に、「チャートを全く見ない」という向きはほとんどいないのではなかろうか。「最新流行のテーマ」がコロコロ変わって参加者を幻惑するのは外国為替市場の特徴だが、筆者の体験に基づく印象では、チャートの「見た目」が変化する時に、マーケットの「材料選別の嗜好」、「材料に対する感応度」などがいつの間にか変わっていたことが多い。

足下のドル円相場のチャート・パターンは、2012年の「超円高」の終了局面に似始めている

実際、過去約20年近くに及ぶ筆者の為替予想生活において、幾度となく予測が外れて苦しんだ思い出はあるが、大概の場合、チャートの「見た目」がハッキリ変わっているにもかかわらず、自分がそれまで重視していた各種の為替変動要因の解釈にこだわり過ぎて機動的な方向転換ができなかった時に酷い目に遭っている。もちろん、テクニカル分析のツールは移動平均以外にも沢山あるが、これまで本レポートで指摘してきたように、「ドル円」という通貨ペアに限れば、他の通貨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かった印象が強い。蛇足になるかもしれないが、前掲の図8を改めて眺めてみると、最近のドル円相場のチャート・パターンは、「白川(当時)日銀総裁のバレンタイン緩和によるドル高・円安ショックで52週移動平均線を明確に上抜けして自律反落に転じた後、

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。

底入れした 52 週移動平均線の下値サポートを受けて、やがて上昇基調に転じた」という 2012 年当時に観測された「超・円高」の終了局面に心なしか良く似てきている。あらゆる種類のテクニカル・シグナルには「リアル」と「ダマシ」が混在していることを十分に承知の上、敢えて最後に指摘しておきたい。

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

表3:為替相場見通し

		2017年				2018年				2016年	2017年			2018年	2019年
		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		(予想)	(予想)	(予想)		
ドル円 [円/ドル]	レンジ	110.11-118.60	107.5-119.5	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	107.5-123.5	110.5-125.5	108.0-122.0		
	期末値	111.39	113.0	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	116.3-131.3	114.9-131.2	114.7-131.0	113.4-129.7	114.4-130.7	115.7-132.1	115.9-132.2	109.57-132.32	114.7-131.3	113.4-132.2	113.1-130.7		
	期末値	118.67	123.2	123.1	122.9	121.5	122.6	123.9	124.0	122.97	122.9	124.0	121.9		
ユーロドル [ドル/ユーロ]	レンジ	1.034-1.091	1.025-1.155	1.005-1.135	0.985-1.115	0.965-1.095	0.965-1.095	0.985-1.115	0.995-1.125	1.035-1.162	0.985-1.155	0.965-1.125	0.990-1.130		
	期末値	1.065	1.090	1.070	1.050	1.030	1.030	1.050	1.060	1.052	1.020	1.060	1.060		

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5月26日9:00

今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、今月 12 日(金)に微修正を施した我々の為替相場見通しの骨格を殆ど変えずに維持しておきたい(図 9、表 3)。「米トランプ政権のロシア関連疑惑」という新たなテーマに反応して、対ユーロでのドル安が想定以上に進んだことを踏まえ、各四半期のユーロドル相場の予測レンジは 300 ポイント程度上方修正したものの、「米トランプ政権の迷走は米国の企業業績やマクロ経済に直接的な悪影響を及ぼさない」という前提の下、今年 4-6 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。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、米「ロシア・ゲート」問題のほか、北朝鮮情勢や日米通商協議の展開に対する市場反応が筆者

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。

の読みの甘さを戒めるような事態に発展した場合は、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。

(5月26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）を個人的に取り除く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分持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、それらの経済的分持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、見直し、評価及び目標株価は、異なる

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。

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)に限定されています。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、パブリックアピエランス、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。

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。

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。