

外貨投資の視点 (No.337)

リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2017年6月12日

米FOMCの事前展望：ドル円相場の反応は？

ポイント

- 14日(水)の米FOMCでは「追加利上げ」が確実視されており、バランスシートの縮小計画に関する議論も進みそう
- ドル円市場を舞台に生じる「刹那の激闘」、「初期反応」、「二次反応」の事前読みについて完璧を期すのは難しい
- 今回のFOMCでどのような政策金利予想や保有資産縮小計画が示されても、実現の成否は結局米国経済に依存
- ドル円相場にファンダメンタルズ由来の骨太のトレンドが現れるまで、しばらくは地道な米経済指標観察が必要に

米FOMCの結果とドル円相場の反応についてプレビューを試みる

世界中の市場関係者の注目を浴びている米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果が14日(水)に判明する。日本時間では日付が変わった15日(木)の午前3:00が「決戦の時刻」だ。当日およびその後のドル円相場の反応に関して社内外からの問い合わせが非常に多いテーマでもあり、以下、簡単にプレビューを試みたい。

今回の会合での追加利上げの実施は、ほぼ確実視されている

まずは気になる市場のコンセンサスだが、ブルームバーグ社が取りまとめている現地エコノミスト97名に対する調査では、現時点で全体の93.8%にあたる91名が「0.25%幅での追加利上げ」を予想している。政策金利先物市場で織り込まれている利上げの予想確率は97.8%と更に高く、このタイミングでの追加利上げは「ほぼ確実視」されている。

FOMCの結果発表時刻前後の乱高下を読み切るのは非常に難しい

このため、今回のFOMCで利上げが実施されても、そのこと自体はサプライズにならず、「材料出尽くし感」が広がればむしろドルが売られる可能性もある。ただ、最近の為替市場関係者の間では、米FOMCの事前読みに関する「頭の体操」をやり過ぎた結果、「予想通りの米利上げなら、材料出尽くしでドルが売られそう」との見方自体が既に織り込まれている感もある。事前の注目度が非常に高いイベントだけに、声明文発表の直前に生じがちな「スプレッドの拡大」や一部関係筋等による「思惑主導の売買仕掛け」などの影響によって結果が公表される前から発射台が乱高下する可能性もある。声明文の発表前後にリアルタイムでの空中戦トレードに参加する場合は、損益管理に細心の注意が必要だ。

注目される米政策金利予想の変化とバランスシート縮小計画の進捗

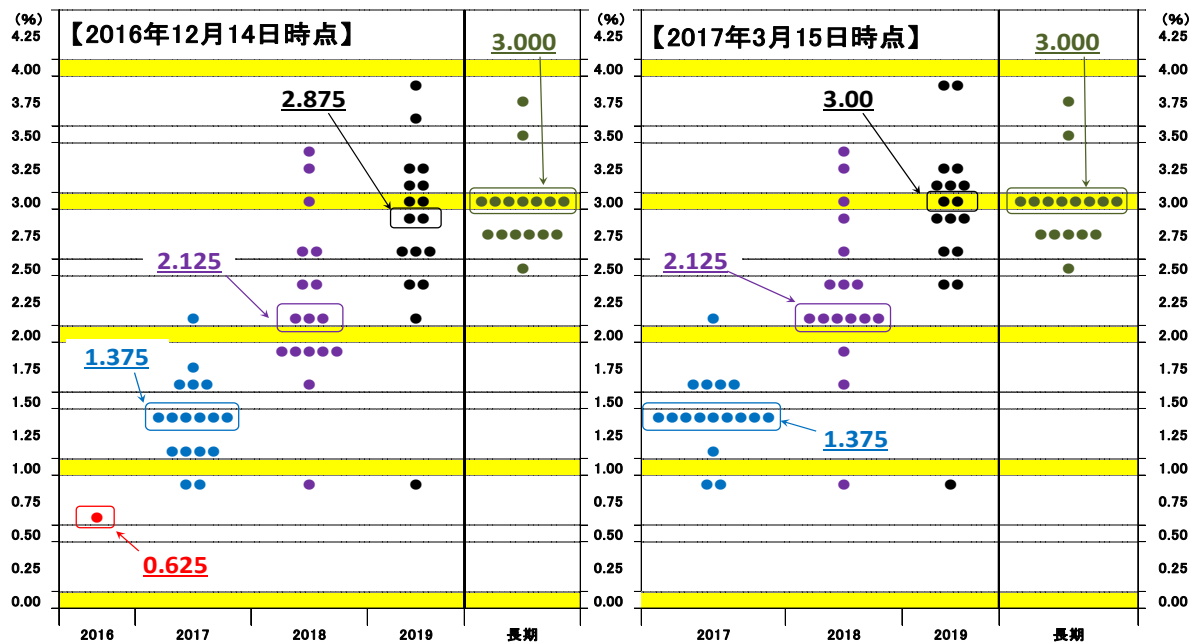
一方、FOMC声明文等の発表時刻を挟んで生じる「刹那の激闘」が一巡した後のドル円相場の値動きを読む上では、①今回の米FOMCで約3ヶ月ぶりに更新される政策金利の未来予想図(俗称:ドット・チャート、図1)がどのような分布に変化するか、②保有債券の

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。

償還満期到来時の再投資停止によるバランスシート縮小計画に関して「新たな情報」がもたらされるか否か、などに注目だ。FOMC 声明の発表後に開催されるイエレン米連邦準備制度理事会 (FRB) 議長の会見内容も踏まえ、「金利」、「量」の両面で米金融政策の正常化観測が強まった場合はドル高、弱まった場合はドル安と、教科書通りの初期反応を想定しておきたい。

図1: 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

米FOMCの結果に対する
初期反応と二次反応は違
ってくる可能性も

ただ、その後の二次反応までシッカリ読み切るのは難しい。仮に今回の米 FOMC で金融政策の正常化観測が広がった場合でも、大方の市場関係者がそれを「妥当」と判断した場合は、素直にドル高要因として認知されそうな一方、「性急」あるいは「時期尚早」などと解釈された場合は史上最高値圏にある米国株価が下落、米長期金利も低下するなどして、二次反応ではクロス円も巻き込んだ円高圧力が強まる可能性もある。どちらのパターンが実現するかについては、その場になってみないと分からないが、FOMC の結果発表「当日だけ」の市場反応が必ずしも先行きを正確に予見しているとは限らない。

より長い目で見たドル円
相場の趨勢を決めるのは
今後の米国経済動向

より長い目で見た場合、ドル円相場の趨勢を決める最も重要な要素はやはり先行きの米国経済になりそうだ。足下までの米経済指標は労働関連を中心に比較的シッカリしており、これまでに報じられた米金融政策絡みの要人発言から類推する限り、今回の FOMC で提出されるドット・チャートで先行きの緩やかな利上げ見通しがいきなり消滅するとは思えない。バランスシートの縮小観測についても、前回 5 月会合の議事録で保有債券残高の削減計画の詳細を「間もなく (soon)」公表するとの意向が示されていたことから、今回の会合である程度の進捗状況が示される可能性はある。だが、たとえ今回の FOMC でどのような政策金利の未来予想図やバランスシートの縮小計画が公表されたとしても、それがそ

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。

のまま実現するか否かについては、結局のところ「漸進的な金融政策の正常化計画を正当化できる底力が米国経済に備わっているかどうか」に依存して決まることになる。イエレン米FRB議長は常々、「将来の金融政策に予め決まったコースは存在せず、あくまでも経済指標次第(data-dependent)で決定する」という趣旨の発言を繰り返しており、この先もその方針が揺らぐことはなさそうだ。

月末30日(金)の定点観測 レポートで我々のドル円相 場予想をアップ・デート

総じて、今回のFOMCで今次利上げ局面で4度目、年内では2度目の政策金利引き上げに踏み切り、バランスシート縮小計画に関する議論を進めることの是非について、それが「妥当な判断」だったのか、あるいは「拙速な勇み足」だったのかについて、すぐに明白な結論が出ることは無いだろう。マーケットの評価が固まるまでには、いましばらくの時間が必要であり、地道な米経済指標ウォッチング以外に正解に辿り着く近道は存在しない。重要イベントの結果判明直後の市場では、常に「クイック・アンサー」が求められがちだが、まずは虚心坦懐に今回の結果を受け入れ、最低でも当該週のニューヨーク・クローズの着地辺りまで観てから筆者の評価は定めたいと考えている。なお、今回の米FOMCの結果を踏まえた我々のドル円相場見通しについては、今月30日(金)に発行する定点観測レポートで修正の是非を検討、結果を公表する予定である。

(6月12日 8:08)

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MUFJ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他の証券を、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。

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 (プルデンス規制機構、「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

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。

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ものではなく、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。