

外貨投資の視点 (No.338)

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19日

米FOMCの事後評価：ドル円相場への影響は？

ポイント

- 米FOMCでの追加利上げは予想通りだったが、バランスシート縮小計画を公表、年内開始を示唆したのは予想外
- 米金融当局による「市場との対話」が奏功、米金融政策の歴史的転換が示された割には為替市場の反応は冷静
- 今後、ドル円相場はファンダメンタルズ睨みの色彩を一層強め、当面は地道な米経済指標観察に注力する展開に

米FOMCは予想通りの追加利上げを決定、政策金利予想も殆ど変わらず

世界中の市場関係者による注目を浴びていた米連邦公開市場委員会(FOMC)の結果が6月14日(水)に公表された。3月15日(水)に続いて「年内2度目の利上げ」が0.25%ポイント刻みで実施されたのは大方の予想通りであり、同時に公表された米政策金利の未来予想分布(通称:ドット・チャート)でも、「年内3回、来年3回」の利上げ見通しがほぼ踏襲されていた(図1)。金利政策の面では概ねノーサプライズだったと言えるだろう。

ただ、経済に関する条件付きとはいえ、保有債券の縮小計画の詳細まで公表されたのはやや意外

だが、保有債券の再投資減額による「バランスシート縮小計画」について、「経済情勢が概ね予想通りなら(provided that the economy evolves broadly as anticipated)」との条件付きとはいえ、予想以上に詳細な計画が提示され、声明文で年内開始の可能性にまで言及されていたのはやや意外だった。イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長の会見が「ややタカ派的」との印象を与えたこともあり、早ければ9月にも月額最大で米国債▲60億ドル、住宅ローン担保債券(MBS)▲40億ドルずつの減額が始まる可能性が意識され始めている。その後も、3ヶ月毎に減額幅の上限を同額ずつ引上げ、1年後には米国債で月額▲300億ドル、MBSで同▲200億ドルに達する可能性があるそうだ。

イエレン議長のコミュニケーション戦略が奏功、量的緩和の縮小市場の反応は穏やかに

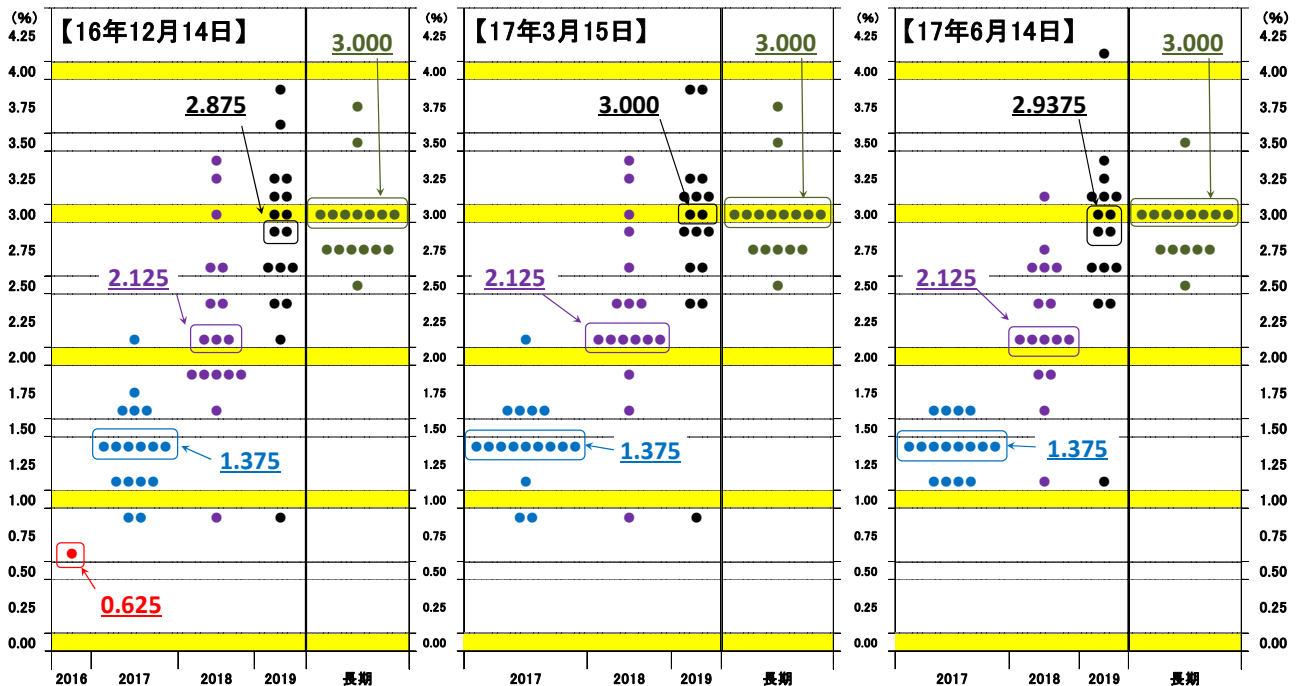
FOMC 声明が発表された当日のドル円相場の反応は例によって複雑だった。声明分の発表直後こそ、「予想通りの利上げなら材料出尽くし」との連想が働いたのか、一旦急落、109円10銭台から一時108円83銭付近へ差し込む場面もあったが、109円割れでの滞空時間は1分にも満たなかった。その後、「バランスシート縮小計画」の市場消化が始まるとドル高・円安方向に切り返したが、上値探査は最大109円87銭までに留まった。公表された保有債券の削減計画が当初は非常に少額でのスタートだったほか、イエレン米FRB議長が懇切丁寧な「市場との対話」を事前に進め、無用のサプライズを極力起こさない金融政策運営に努めてきたことが奏功、一部で懸念されていた米国株、債券価格の暴落や

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。

新興国市場の混乱再発も起きなかった。この間のドル円相場の値幅は1円04銭程度に収まっており、リーマンショック後の金融危機対応の一環として導入された米国の量的金融緩和が縮小に転じる可能性が示唆された割には、当日に観測されたドル円相場の値動きは控えめだったと言える。

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、中央予想値であり、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人目の中間の値になる
出所: FRB資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

FOMCの結果発表後、ドル円相場が経済指標睨みの色彩を強めるのは、極めて自然な流れ

その後、週末にかけてのドル円相場は「米経済指標睨み」の展開になり、15日(木)に発表された米週間失業保険請求件数、米6月NY連銀製造業指数や同フィラデルフィア連銀指数などが軒並み市場予想を上回ると上値探査を再開、翌16日(金)には一時111円42銭と約2週間ぶりの水準まで上昇したが、同日夜に発表された米5月住宅着工件数、住宅建設許可件数、米6月ミシガン大学消費者態度指数(速報値)などの指標がいずれも市場予想を下回ると一時110円60銭台に押し戻される場面も観測されている。目先最大の注目イベントだった米FOMCを通過したことで、ドル円相場が「ファンダメンタルズ睨みの原点回帰色」を強めるのはある意味自然な現象だ。

今後のドル円相場は、一段とファンダメ睨みの傾向を強めそう

今後のドル円相場は、一段と米経済指標睨みの色彩を強めるだろう。今回のFOMCで更新されたドット・チャートで年内及び来年にかけての緩やかな利上げ予想がほとんど変わっていなかったことに加え、これまで不透明だったバランスシートの縮小計画が明らかにされたことで、今後の米国経済が「驚くほど強く」はなくても、「そこそこの強さ」を保っていれば、「金利」と「量」の両面で金融政策の正常化が進む可能性が意識されている。この先も陸続と予定されている米経済指標の結果や米金融政策絡みの要人発言などの内容も踏

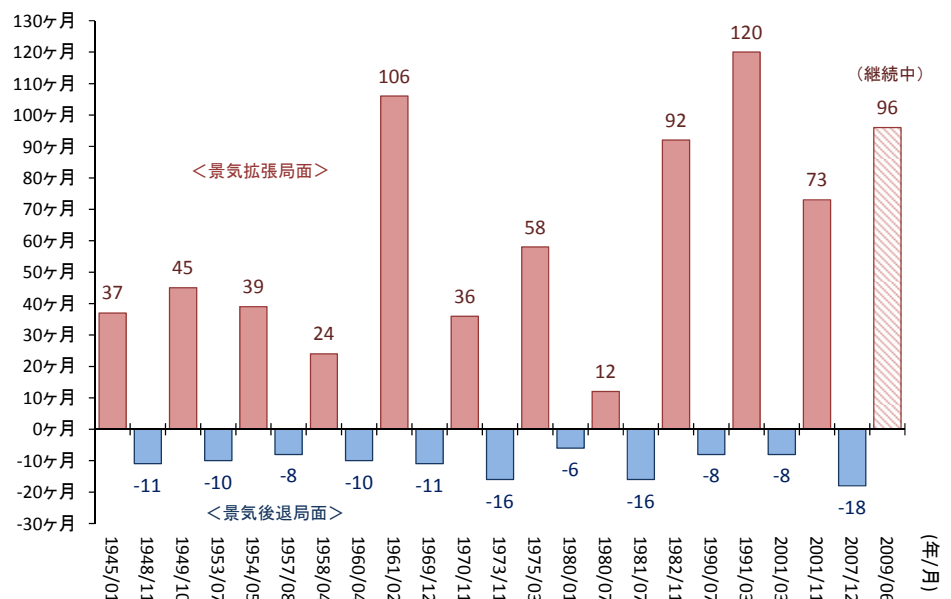
本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

まえ、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、教科書通りの反応が、これまでよりも鮮明に喚起されやすい展開が想定される。

鍵を握るのは来月で9年目に突入する米国景気拡大の持続力

もともと、今回の米FOMCで今次利上げ局面では4度目となる利上げを断行、緩やかな利上げ継続見通しとバランスシート縮小計画の提出を決めたイエレン米FRB議長の判断が果たして妥当だったのかどうか、市場の評価が定まるまでには今しばらくの時間がかかるだろう。現在、米国の経済指標は強弱入り混じっており、間もなく訪れる景気後退の前触れなのか、まだ続く拡張局面の中弛みなのか、エコノミストの見解は分かれている。米国の景気拡大は、来月から9年目に突入するが、戦後最長記録は120ヶ月(=10年)なので「そろそろ息切れの兆候が表れる」との見方には傾聴すべき説得力がある。ただ、前回の米国景気の後退局面は、「未曾有の金融危機」の影響で谷底が強烈に深くなったため、山頂に登り詰めるまでの期間も異例の長さになる可能性もある。米国の失業率が4.3%とほぼ完全雇用状態に達しているにもかかわらず、足下の賃金の伸びが低めに抑えられていることが、景気回復力の「弱さ」を示しているのか、「若さ」を示しているのか、今後の相場展開を読み解く鍵になりそうだ。

図2: 米国の景気循環における拡張・後退月数



注: 横軸は景気拡張局面、後退局面のスタート時期。翌月から1ヶ月目と数え始めている
 出所: 全米経済研究所(NBER)資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

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

いずれにしろ、今後の米国経済に漸進的な金融政策の正常化を進めていけるだけの底力が備わっているかどうかによって、この先のドル円相場の方向感は180度違ってくるだろう。今回のFOMCで提出されたドット・チャートやバランスシートの縮小計画が「絵に描いた餅」になるのか否かが焦点になるが、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。イエレン米FRB議長が重ねてきた市場との対話努力が実を結んで、ひとまずは無難なイベント通過になったが、同議長は常々、「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

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。

いう趣旨の発言を繰り返していた。我々のドル円相場見通しにおける趨勢判断の軸足も米経済指標の経過観察に据えて動かさないスタンスを維持しておきたい。なお、今回の米FOMCの結果も付度した我々の為替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19日 10:00)

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

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。

「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。本レポートがオーストラリアの 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。