2018 年 7 月 27 日

FOREX WEEKLY

市場営業統括部
チーフ・エコノミスト　山下えつ子
Tel:　+1-212-224-4561 (ニューヨーク)
etsuko_yamashita@smbcgroup.com

【本号のポイント】

・日銀の政策調整への思惑が浮上し、来週の金融政策決定会合への注目度が高まっている。

・米欧の通商交渉が予想外にポジティブに終わり、米欧の通商摩擦への懸念は後退した。ただし米中の通商摩擦の行方は不透明である。

・米国の経済ファンダメンタルズが堅調な中、FOMC では利上げ継続の方針が確認されるだろう。

【金利・為替相場の予想レンジ】

	7/20～7/27 の レンジ	7/27～8/3 の 予想レンジ	2018 年 9 月末 予想レンジ	12 月末 予想レンジ
ドル/円	110.59-112.62 円	110.50-111.60 円	110.00-115.00 円	110.00-115.00 円
ユーロ/ドル	1.1626-1.1750 ﾄﾞﾙ	1.1580-1.1700 ﾄﾞﾙ	1.1600-1.1800 ﾄﾞﾙ	1.1800-1.2000 ﾄﾞﾙ
ユーロ/円	129.41-131.21 円	128.50-130.00 円	128.00-135.00 円	130.00-135.00 円
米10年債利回り	2.8289-2.9746%	2.85-3.05%	2.80-3.10%	2.80-3.00%
独10年債利回り	0.313-0.422%	0.370-0.430%	0.350-0.450%	0.400-0.600%
日本10年債利回り	0.032-0.102%	0.085-0.150%	0.100-0.200%	0.150-0.220%

（注）カットオフタイムは NY 時間 3：00PM

（データ）Bloomberg。予想レンジはレポート執筆時の筆者の予想。

・本号はニューヨーク時間7月26日午後3時までの情報をもとに作成しています。
・FOREX WEEKLYに関するお問い合わせは、現在お取り引き中の営業部／支店にお願い申し上げます。
・FOREX WEEKLYは弊行ホームページでもご覧頂けます。(http://www.smbc.co.jp/　外国為替情報→フォレックス・ウィークリー)

本資料は純粋に情報提供を目的とし、いかなる取引の勧誘や推奨を行うものではありません。本資料は、弊行において、信頼に足りると判断した情報に基づき作成されていますが、その情報の正確性や完全性を保証するものではありません。また資料中に記載されている指標（金利・為替・経済指標等）は過去のものであり、将来を約束するものではありません。尚、予測や見通しについては、その旨を明記しております。記載された意見や予測等は、作成当時の執筆者の見解を示すのみであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、データや数値の抽出範囲や基準は任意で設定している場合があります。弊行は本資料の論旨と一致しない情報を既に発信している場合があり、今後そのような情報を発信する場合があります。本資料は投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本資料に記載された内容を　投資等にご利用なさる際には、くれぐれもご自身の判断でなさるよう、お願い申し上げます。本資料を使用することにより生ずるいかなる種類の損失についても、弊行は責任を負いません。なお本資料の一部又は全部を問わず、弊行の許可なしに複製や再配布することを禁じます。本資料の内容は、弊行から直接提供されたお客さま限りでご使用くださいますようお願い致します。

日銀の政策が注目材料として浮上

今週のマーケット･イベントは、日銀の政策調整観測、および米欧サミットでの通商摩擦の緩和に向けた合意、の二つだった。どちらもサプライズ性が強く、相場を左右した。日銀は 30 日-31 日に金融政策決定会合を開催するが、そこで政策が調整されるとの観測が一部の報道を通じて浮上している。日銀もいよいよ出口に向かうのか、との思惑は、為替市場では円高へ、債券市場ではイールドカーブのスティープ化に繋がる。日銀がイールドカーブ・コントロールの目標変更を検討するといったニュースが出た先週末は、トランプ大統領のドル高への不満表明も加わり、ドル円は 112 円台半ばから 111 円台半ばまで下落し、今週は 110 円台までドル円が下落する場面を挟みながら推移している。日本の 10 年債利回りも上昇したが、これまでと同様に、0.10%を超えると日銀による指値オペが入って抑えられた。一方、20 年、30 年といった超長期は 1 週間で 10bps 前後の上昇となり、イールドカーブはスティープ化した。

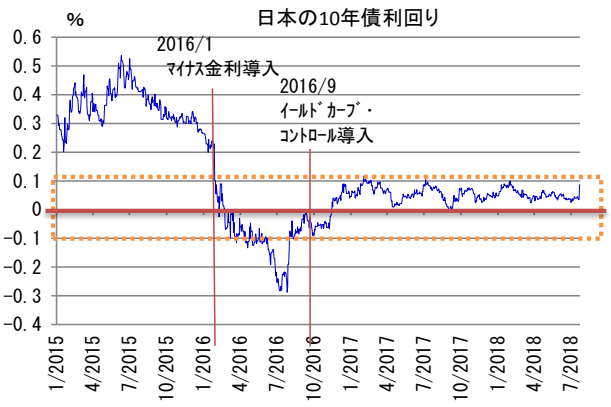
日本の国債利回りの足元推移

（%）

	7/16	7/20	7/23	7/26	7/16 →7/26
2年	-0.127	-0.121	-0.100	-0.117	0.010
5年	-0.103	-0.105	-0.076	-0.093	0.010
10年	0.040	0.035	0.086	0.094	0.054
20年	0.490	0.483	0.564	0.585	0.095
30年	0.686	0.690	0.784	0.811	0.125

（資料）Bloomberg

25 日に行なわれたトランプ大統領と欧州委員会のユンケル委員長の会談は、当初予定されていなかった共同記者会見が行われて、米欧が自由かつ公正な貿易を目指すとの方針が表明された。通商摩擦の緊張が緩和され、リスクオン、ドル円も 110 円台から 111 円台へと一時反転した。日銀の政策の修正に対する警戒感からの円高を通商摩擦の緩和というポジティブ材料が打ち消す、という力関係になっている。更に 27 日には米国の 4-6 月 GDP の公表もあり、4%超の高い成長となるとの期待感からドルも底固い。30 日-31 日の日銀決定会合で政策の調整が決定されるか否かは憶測の域を出ないが、円高を押し戻す材料があるため、今ならば実行しやすいかもしれない。



（資料）日本銀行、Bloomberg

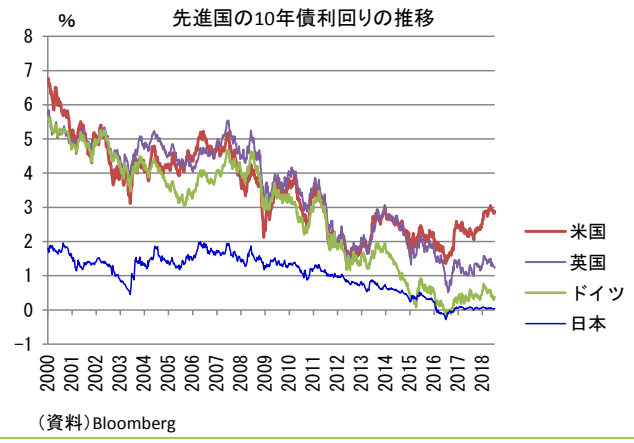
（資料）日本銀行、Bloomberg

10 年債利回りは左上グラフのように、2016 年 9 月にイールドカーブ・コントロールが導入されて以降は 0.10%を超えると日銀による指値オペが入り、「ゼロ%程度」の上限は 0.1%と暗黙に理解されている。10 年債利回りは 0.0%～0.1%という非常に狭いレンジで過去 2 年近く推移してきたが、このコントロールが債券市場を歪めていると考えられているほか、ETF 購入も同様に、日銀による購入により市場に歪みが生じていると指摘されている。今回（あるいは近い将来）、日銀が政策の調整

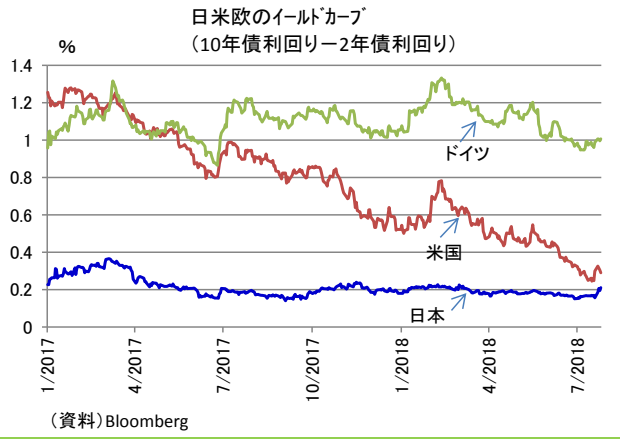
を行うと見られているのは、そうした政策の副作用への懸念が背景にあると思われる。

2013 年の黒田総裁の就任以来、大胆な緩和政策が続けられているにも関わらず、日本の物価は目標の 2%を未だ達成できず、今回発表される展望レポートでも物価見通しが引き下げられる、と見られる。このため、日銀が政策を修正する場合、それを物価目標の達成を見込んだ政策の正常化の始まりだ、と考えるのは矛盾がある。副作用に対して修正を行うのみで、緩和スタンスには変更はない、と考えるべきであり、日銀も「副作用への対応」と「緩和スタンスの変更」を混同されることを嫌うと思われる。先週末からの報道は、米国やユーロ圏に続き、いよいよ日銀も出口に向かう、との印象をマーケットに与えた。今回の会合であれ、いずれかの会合であれ、副作用を軽減するために政策に修正を加える場合には、緩和スタンスには変更がないことを、政策の修正方法と総裁記者会見などのコミュニケーションによって、マーケットに納得させる必要があり、日銀はそのようにするだろう。

長期金利のコントロールについては、10 年債利回りの上限が 0.1%ではなくなると見込まれるが、上限はもともと 0.1%と示されていないため、修正後も数値での明示はなく、「従来よりも変動幅を柔軟に運営する」との方針が出されるに留まる、と予想する。金融危機発生後も日本の 10 年債利回りは 1%台にあったことや（左下グラフ）、同じくマイナス金利を採用しているユーロ圏では日銀のような長期金利の水準コントロールをしておらず、イールドカーブは日本よりもスティープしていること（右下グラフ。2 年、10 年の差は現在約 1.0%）を考えると、日本の長期金利の水準はかなり低いところに抑えられてきたことが分かる。だが、イールドカーブ・コントロールを廃止するといったドラスチックな変更は予想されず、また、一気に新たな暗黙の上限を 1.0%近くに置くことも考えにくいため、当面は 0.2%程度が暗黙の上限となろう。



（資料）Bloomberg



（資料）Bloomberg

為替相場への影響は、日銀が出口へ動き出したと捉えられれば円高となる。また、政策の修正によって長期金利が上昇すれば、やはり円高の要因となる。したがって円高を警戒する必要がある。だが、前出のグラフ（前ページの右）のように、アベノミクスの始まりから日銀の量的緩和の拡大までは金融緩和策が円安に繋がったが、2015 年以降はマイナス金利を導入しても、それ以上の円安水準にはなっていない。イールドカーブ・コントロールを撤廃するといったドラスチックな修正でなければ、円高には限度があると考えてよいだろう。また前述のように、通商摩擦への懸念が和らぎ、米国のファンダメンタルズの強さがドル買いとなるタイミングであれば、円高を押し戻す力も相応に働くだろう。

27 日に発表される米国の 4-6 月 GDP は前期比年率 4%台が予想されている。1-3 月が一時的に減速し

たため、4-6 月はそこからの持ち直しであるが、通商摩擦に対する懸念が強いにも関わらず、実体経済が堅調であることが示される。ただし、今週発表された耐久財受注では設備投資には陰りはないものの、一次金属の受注が弱く、関税による素材価格の影響が考えられるなど、全く影響がないとは言えない面もある。

8 月 1 日に開催される FOMC については、もとより利上げはないと見られている。声明文のみの会合であるが、足元までのデータを踏まえて声明文では利上げ継続方針に変わりなく、予定通りに 9 月に利上げを実施する可能性が示唆されたと捉えられるだろう。

ECB は 26 日に理事会を開催したが、米欧サミットで通商交渉に進展があったことを好感している、とドラギ総裁はコメントした。また、通商摩擦への懸念はあってもユーロ圏の景気は依然として堅調である、との判断も示された。ECB も金融正常化へ予定通りに進む予定である。

25 日に開催された米欧サミットでは、先に記したように、予定外の共同記者会見で両者が自由で公正な貿易に向けて合意し、米欧の通商摩擦がエスカレートする恐れが大きく後退した。自動車以外の製品について、関税、非関税障壁、および補助金を撤廃することを合意しており、鉄鋼・アルミニウムの関税と報復関税についても解決する方針が示された。EU が米国からの農産物と LNG の輸入を増やすとのディールをトランプ大統領が見返りとしたかたちとなっている。26 日にはライトハイザーUSTR 代表が農業と中小企業にも配慮している、と発言しており、米国にも、中間選挙に向けて何らかの落ち着き所が必要だったと思われる。

ただし、米国が保護主義から自由貿易主義へ転換したということではないだろう。もともとトランプ大統領は自らの政策を保護主義とは考えておらず、公正な貿易を望んでいるだけだ、としている。このため、今回の米欧サミットで除外された自動車分野や中国との通商交渉についても米国の態度が軟化すると考えるのは尚早だろう。特に、中国に対しては中間選挙対策だけではない長期的な対立関係が始まったと見るべきで、農業や中小企業に配慮した内容となる可能性はあっても、対立（敵対）関係が消滅することはない。

一方の中国は、南アフリカで開催された BRICs の総会に習主席が参加しており、中心的な役割を果たしている。中国はアフリカへの投資も早くから行っており、中国が見ている世界は米国が見ている世界とは別のものだと思わされる。世の中の注目はトランプ大統領の言動に向きがちだが、中国が米国との通商摩擦にどのように対応するかも予想は困難である。

ディーラーに聞きました（来週のドル円相場の方向性～ブルベア）

週	6 月 18 日～	25 日～	7 月 2 日～	9 日～	16 日～	23 日～	30 日～
予想	＋１	－４	－１	－１	＋２	±０	＋２
実績	中立	中立	中立	ブル	中立	ベア	

≪見方≫　当行の為替ディーラー（マーケット、カスタマー）8 名を対象に、来週の相場予想を聴取。ドルブル（終値から１円以上のドル高）、中立（終値から上下１円内）、ドルベア（終値から１円のドル安）の三択で、結果を（**ドルブル人数－ドルベア人数**）で表記。＋（プラス）は円安ドル高、－（マイナス）は円高ドル安を示す。

為替相場の動き

（データ出所：Bloomberg）

ドル/円

ユーロ/ドル

ユーロ/円

ドル/人民元

英ポンド/ドル

米ドル/カナダドル

ドル/ﾌﾞﾗｼﾞﾙ・ﾚｱﾙ

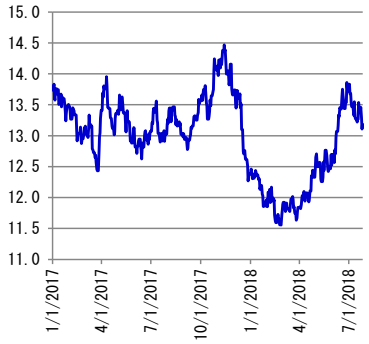
ドル/ﾒｷｼｺ・ﾍﾟｿ

ドル/ｲﾝﾄﾞ・ﾙﾋﾟｰ

ドル/ﾛｼｱ･ﾙｰﾌﾞﾙ

豪ドル/ドル

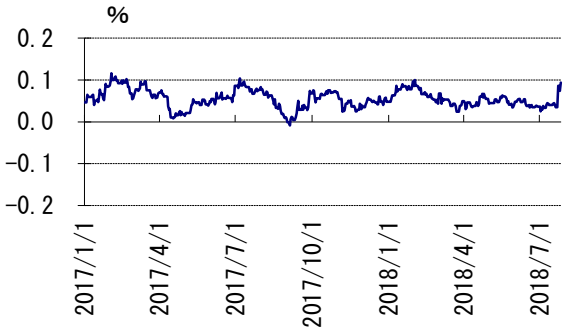
ドル/南ア・ランド



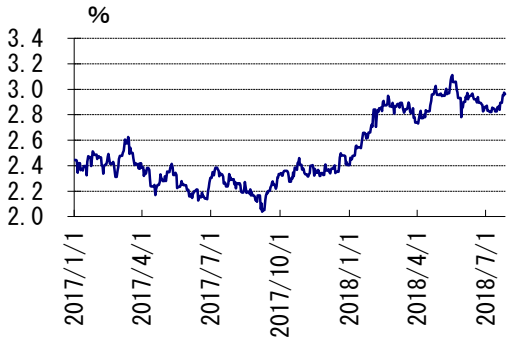
通貨以外のマーケット動向

（データ出所：Bloomberg）

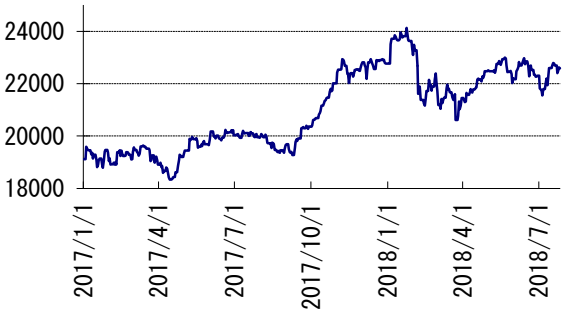
債券（日本国債・10 年債利回り）



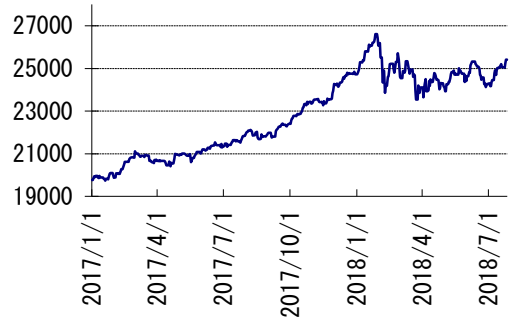
債券（米国債・10 年債利回り）



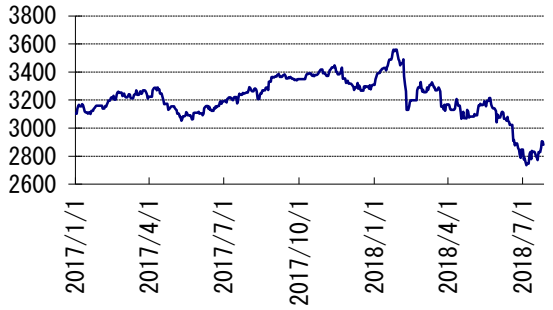
株（日経平均株価）



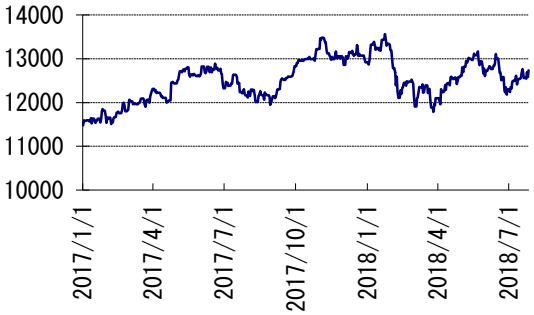
株（米ダウ）



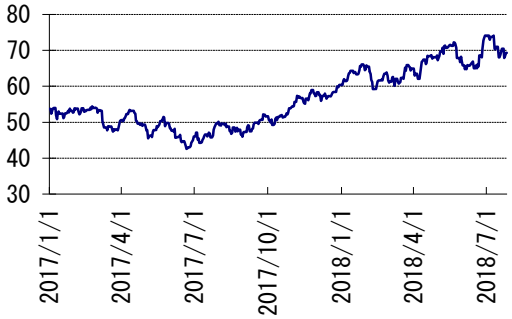
株（上海総合指数）



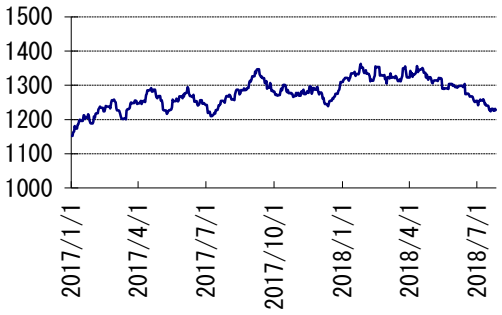
株（ドイツ DAX 指数）



原油（WTI 先物（期近物）：ドル/バレル）



金（NY 先物（期近物）：ﾄﾞﾙ/ﾄﾛｲｵﾝｽ）



今週のプライスアクション（ドル円）

（出所：Reuters）

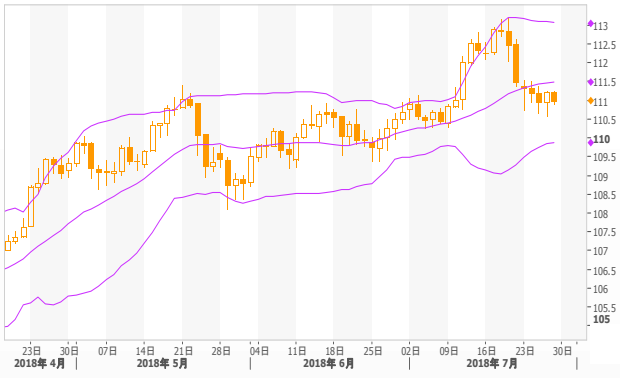
① 日銀の金融政策調整に関する報道で、下落

② 米国の自動車関税に関する報道で下落した後、米欧首脳会談の結果を受けて反発

③ 貿易摩擦への懸念後退で、上昇

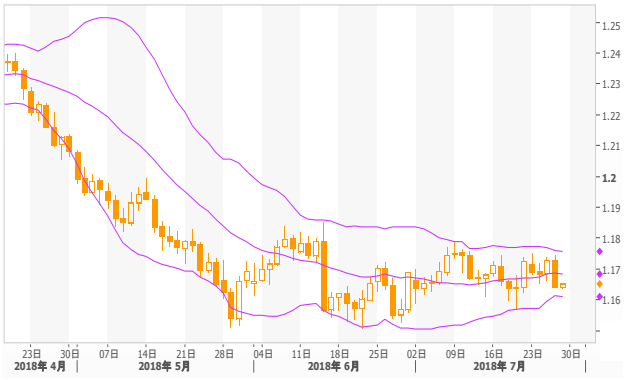
来週のチャート分析

（出所：Reuters）



＜ドル円、日足、ボリンジャーバンド＞

- ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ（σ＝標準偏差、ここでは 20 日間の平均）を上限･下限とするバンド。
- バンド中程で推移。



＜ユーロドル、日足、ボリンジャーバンド＞

- ボリンジャーバンドとは移動平均±2σ（σ＝標準偏差、ここでは 20 日間の平均）を上限･下限とするバンド。
- バンド中程で推移。

来週の主な材料

７／３０（月）	（日）６月百貨店・スーパー販売額、金融政策決定会合（-31 日） （欧）７月ユーロ圏企業景況感、７月消費者信頼感（確報）
７／３１（火）	（日）６月有効求人倍率、６月失業率、６月鉱工業生産（速報）、６月住宅着工件数、 ７月消費者態度指数、展望レポート（基本的見解）、黒田日銀総裁定例記者会見 （欧）７月ユーロ圏 HICP、第 2Q ユーロ圏 GDP （米）６月個人所得・支出、７月シカゴ PM、７月消費者信頼感指数　（中）７月製造業 PMI
８／１（水）	（欧）７月ユーロ圏製造業 PMI（確報）　（米）７月製造業 ISM
８／２（木）	（日）７月マネタリーベース　（米）６月製造業受注
８／３（金）	（日）日銀議事要旨（6/14-15 分）　（欧）７月ユーロ圏サービス業 PMI（確報） （米）６月貿易収支、７月雇用統計、７月非製造業 ISM

（時間は全て現地時間）

（本ページの担当：張、7/27 作成）