

## 根強い円高圧力と過熱調整にらむ 貿易戦争、期末、欧米連休要因など焦点

今週の為替相場は、根強い円高圧力の持続と過熱調整をにらんだ展開が想定されよう。週間予想はドル/円が103.70-106.30円、ユーロ/円が127.80-131.10円。引き続き米国発の貿易戦争懸念や日米の政治混乱、内外経済の減速警戒などがリスク回避の円高要因となりやすい。一方で米国は輸入関税強化の脅し牽制を踏まえて国別での個別交渉も見られつつあり、一旦の混乱鎮静も注目される。さらに国内の年度末や海外の四半期末、欧米の週末連休などに向けた決算対策一服やポジション調整も焦点となる。

### 通商戦争、米国の脅し持続と個別対話にらむ

今週の為替相場場で注目されるのは、根深いリスク回避による円高と日本の株安の持続性だ。米トランプ政権による輸入関税強化は中国やEUなどによる反発と報復措置を招いており、引き続き貿易戦争の泥沼化リスクが警戒される。

もっともトランプ政権が仕掛けた貿易戦争は、米国で株安を深刻化させ始めた。米国では年金などの個人資産運用で株式比率が高いが、トランプ大統領の支持層には白人の中高年層や退役軍人などが多く、株安が行き過ぎるとこうした支持層の年金や退職金などに打撃を与えていく。さらに貿易戦争と報復措置の応酬は、米国での輸入コスト上昇や輸出障害などを通じて、米国の企業や家計にマイナス影響を及ぼすことになる。現状からの米国での株安や景気悪化、企業収益悪化は11月の中間選挙にマイナス効果となるため、米国による「返り血リスクの未然抑止」に向けた通商強硬政策の一旦の緩和が注目される。

そもそもビジネスマンであるトランプ大統領の外交戦術は、最初に強烈な恫喝牽制で先制パンチを浴びせたあと、交渉相手国から譲歩を引き出して優位な交渉を行うというものだ。実際、26日には早くも米国と韓国がFTA（自由貿易協定）見直しについて大枠合意し、「米国による輸入関税強化の韓国適用除外」と「韓国産鉄鋼の対米輸出の数量規制設定」でバーター取引している。

その他の貿易相手国についても、米USTR（通商代表部）のライトハイザー代表は、「国別除外については4月末までに議論を収束させたい」、「積極的に新たなFTA（自由貿易協定）を進めたい」と発言している。また、中国は報復措置や米国債の処分示唆などで牽制しながら、中国自ら「米国との対話余地」に含みを残している。当面は米国による脅し牽制の持続がリスク回避の材料となる反面、中国を含めた他国との対話協議に広がりが見られ始めると、リスク回避の一服につながりやすい。

なお、ドル/円の当座の下値メドとしては、75カ月移動平均線104.55-60円前後、フィボナッチ分析での2016年以降のドル安値から高値の76.4%押し103.58円前後、2016年11月のドル安値101.19円前後、2016年のドル安局面で下値抵抗線となった120カ月移動平均線99.09円前後などが意識される。その他の注目ポイントは以下の通り。

### <日本の政治混迷と証人喚問>

日本市場では安倍内閣の支持率急落とアベノミクスの終焉懸念が、引き続きリスク回避の円高・株安要因として警戒される。今週は政権を揺るがしている森友学園問題に関して、27日に佐川宣寿・前国税庁長官の証人喚問が予定されている。喚問

でも疑惑点が残りに、野党が改めて反発を強めると、今度は麻生太郎財務相の引責辞任や内閣総辞職への警戒感が高まっていく。反対に一定の疑惑解明につながり、佐川氏自らが責任をかぶる形で「一旦の幕引き」予兆が見られるようならリスク回避が緩和される。

#### <内外の期末と欧米の週末連休>

今週は日本企業の年度末3月決算期末、海外勢の1-3月期末を迎える。日本では1月後半以降、3月期末に向けた保有株式の処分とヘッジ売り、海外収益と輸出収益の円転、外債の処分やヘッジ対応などが、株安と円高（ドル安やユーロ安など）を後押しさせてきた。海外勢についても1-3月の決算対応が、適温相場の逆戻しの米国などの世界株安やリスク回避の円高を促す一因になっている。その意味で今週以降については、内外決算対応の一段落による株安・円高の歯止めが注目されやすい。

同時に今週は週後半の30日にかけて、主要欧米市場がグッドフライデー（聖金曜日）の休場となる。週末は実質3連休入りとなる市場もあり、今週の週央にかけては前週まで加速されてきた取引の反対売買によるポジション手仕舞いが波乱要因となる。

#### <円ショート整理進捗と資源通貨安の過熱感>

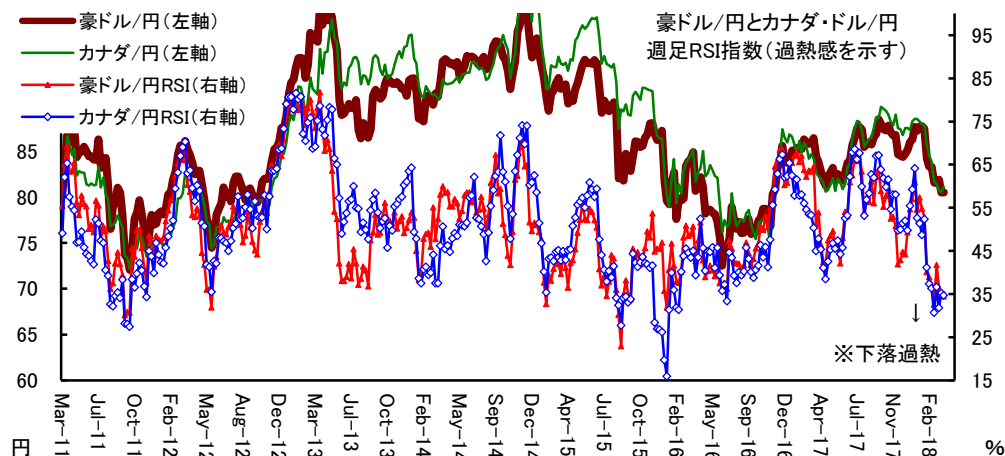
為替相場での年明け以降の円高は、昨年までの適温相場で大きく積み上がった円ショート（円売り持ち）・ポジションの巻き戻しが一因となってきた。しかし、シカゴIMMの投機的な円ポジション（非商業、国際通貨先物）は3月20日時点でネット-2万1999枚となり、前週の-7万9539枚から大きく売り持ちが減少している（円買い）。1月9日週の-12万5536枚を直近最高とした円ショート整理と円買い戻しを経て、2016年11月29日週の-269枚以来という低水準へと圧縮されている。

先行き慣性的な勢いのまま、円ショート整理からネット円ロング転換まで円買いが続くリスクは無視できない。ただし、こうした円ショート大幅圧縮による円高・外貨安の進捗過程で、豪ドルやカナダ・ドルといった資源国通貨は対円で下落過熱感が見られつつある。他の外貨に関しても、円ショート整理の進捗を受けた円高・外貨安の一旦の歯止めが注視されよう。

相場の過熱感を示すRSI指数（相対力指数）では、週足ベースで豪ドル/円は3月23日週に34%となり、2016年1月、2015年9月、2016年6月以来の低水準となってきた（下落過熱）。カナダ・ドル/円も同じく34%に切り下がり、2016年1-2月、2015年12月、2011年9-11月以来という「売られ過ぎ過熱ゾーン」に移行しつつある。

#### <高金利通貨・利上げ余地通貨・人民元の打たれ強さ>

為替相場ではリスク回避による円全面高の圧力が根強いが、過去の円高局面に比べると対円での高金利通貨や利上げ余地通貨、中国人民元に打たれ強さが見られている。昨年末以降の対円スポット（直物）リターンでは、主要通貨が軒並み大幅安（円高）となる中で、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランド、ノルウェー・クロー



ネ、英ポンド、中国人民元などの下落率は相対的に抑制されている。

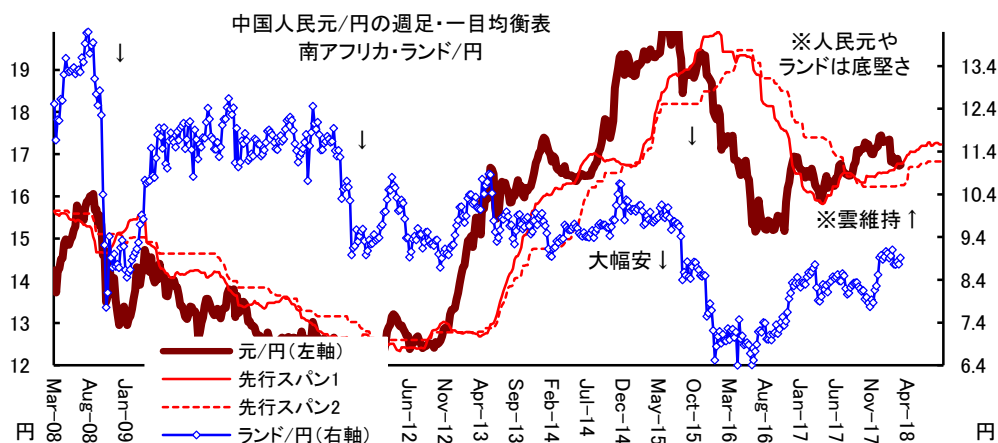
少なくとも2007-2008年以降に繰り返してきたリスク回避相場に比べると、1) 世界的な金融緩和競争の後退、2) 中国の通貨切り下げ自制（資本流出やインフレ対策、米国配慮など）、3) 日銀による長期金利のゼロ%近傍でのクギ付け——といった環境変化があり、円高圧力の中でも対円で外貨安の下落度合いにバラ付きが散見されている。

#### <米国の実体経済比でのドル売られ過ぎ過熱>

為替相場では米トランプ政権による貿易不均衡の是正圧力やドル安誘導の思惑、財政悪化懸念などから、ドル安圧力が続いている。もっとも米国の経済ファンダメンタルズ自体はまだ底堅く、足元のドル安や安全逃避による長期金利の上昇抑制（債券価格は下げ渋り）なども、減税効果との相乗効果で先行き米国経済を下支えしていく。その中でドル/円では米国の実体経済見合いで「ドルの売られ過ぎ過熱」が顕在化してきた。過去実績でいえば、先行き乖離修正に向けたドル反発エネルギーが蓄積されつつある。

例えば米国の重要先行指標であるISM製造業景況指数は最新2月に60.8となり、2004年5月以来の高水準に上昇している。それに対して2月にドル/円は105.55円前後までドル安が進展したが、「ドル/円÷ISM」の相対比較は1.74となり（1月は1.83）、2014年8月以来の低水準となっている。ISM指数の水準との見合いで、ドル/円でのドルの過小評価が進行している。1990年代以降の過去実績では、リーマン・ショック直後の2008-2012年を除くと、ちょうど1.6から1.7が過去下限となっており、先行き米国の実体経済見合いでのドルの反発余地が注目されそうだ。

同じく先行指標であるコンファレンスボードによる米国の景気先行指数によると、6か月・年間変動の年率比は2月に8.2%と2011年3月以来の高水準を記録した。こちらも「ドル/円-6か月年率比」の格差は97.35となり、2014年や2004年、1995年以降の低水準へとドルの過小評価が進展している。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。