

## リスク選好の円安、持続性と過熱調整にらむ

## FRB利上げの行方、米雇用統計、伊財政など焦点

今週の為替相場は、リスク選好と海外金利上昇を受けた円安の持続性を模索する展開が想定されよう。週間予想はドル/円が113.20-115.20円、ユーロ/円が130.50-133.50円。前週には日米通商摩擦懸念の一旦の後退や米FRBによる慎重なペースでの利上げ継続、日本株の大幅高などで円安やドル高が後押しされた。今週はFRB幹部講演や米指標を受けたFRBの利上げの行方、米国の雇用統計、イタリア財政不安などが注目されるほか、米国での金利上昇と株高「併存蜜月」の賞味期限などが焦点になる。

## 米10年債金利、成長+物価見合いで下がり過ぎ

今週の為替相場で注目されるのは、米FRB幹部の講演と米国の経済指標を踏まえたFRBの利上げの行方だ。前週9月26日のFOMCでは利上げが決定されたが、為替相場の初期反応としては材料出尽くしなどでドル安に作用した。同時に当初のドル安要因としては、1) 2020年での利上げ打ち止めが示唆された、2) 声明文で「緩和的」の文言が削除され、FRBが当座の利上げゴールと見なしている中立金利への接近が意識された、3) パウエルFRB議長が通商摩擦による景気打撃に警戒感を示した——といった部分に反応している。

しかし、27日以降にはドルが再上昇となってきた。2次反応としてのドル高の背景としては、1) 先行き利上げ打ち止めでも、FRBはまだ2020年まで利上げを続ける、2) 「緩和的」文言削除は、金融政策の現状の立ち位置としてドルをサポートする、3) 27日にパウエル議長が「今後1-2年について、米国が景気後退に陥ると考える理由は全くない」、「資産価格は高く、株価も過去の水準に照らして高いが、バブルのようなものではない」などとフォロー発言を行った——ことなどが着目されたことによる。

その中で今週については、双方の側面が改めて注目されやすい。FRB幹部の講演で慎重な利上げペースや通商摩擦などへの懸念が示されたり、米国の指標が鈍化するようなら調整ドル安を招く。反対に現状段階での通商摩擦小康や原油高などにより、粛々と利上げ継続方針が再強調されたり、米国の指標が打たれ強さを示すと、ドルの上値追いモメンタムが維持される。

一方、中長期スパンでのドル/円のドル高トレンドを支援するのが、米10年債金利の上昇余地だ。経済学的に長期金利は先行き期待を含めて、「経済成長率+インフレ率+財政プレミアム」が一つの適正理論値と定義されている。このうち成長率とインフレ率だけを見れば、単純に9月の米ISM製造業景況指数は61.3となり、14年ぶりの高水準を記録した。同じ9月分のインフレ指標では、PCE（個人消費支出）コアデフレーターが前年比+2.0%となり、4カ月連続で2012年4月以来の2%超えを維持させている。

結果、ISM指数を10で割った6.13とPCEコアデフレーター前年比2.0%の単純合計は、8.1（前月7.8）となって、実に2004年6月以来の高水準となってきた。2004年

6月に米10年債金利は4.5%から4.8%で推移しており、今年9月の月間最高3.1%は「適正理論値の参考道標」との距離感で低過ぎる状態にある。

米10年債金利と、この単純合計の差し引き格差は-5.1となり、昨年12月や2016年10月、2012年10月など以来の金利が低過ぎる下方乖離となってきた。いずれもその後は「金利下がり過ぎの修正」が入り、米10年債金利の上昇とドル/円でのドル高が後押しされた実績を有している。しかも現在はFRBが正常化利上げの仕上げに向かいつつあり、米10年債金利も過去比での正常化水準までの上昇余地が残されている。

なお、ドル/円の当座のドル上値メドとしては、昨年11月のドル高値114.74円前後、フィボナッチ分析で2016年12月以降のドル高値から安値の76.4%戻し115.34円前後、2015年6月以降のドル高値から安値の61.8%戻し115.58円前後などが注視されそうだ。その他の注目ポイントは以下の通り。

#### <米国の雇用統計と平均賃金>

今週の為替相場場で注目されるのは、5日の米9月雇用統計だ。8月は雇用、賃金とも改善しただけに、通商摩擦懸念などとあいまって反動調整的な鈍化が警戒される。

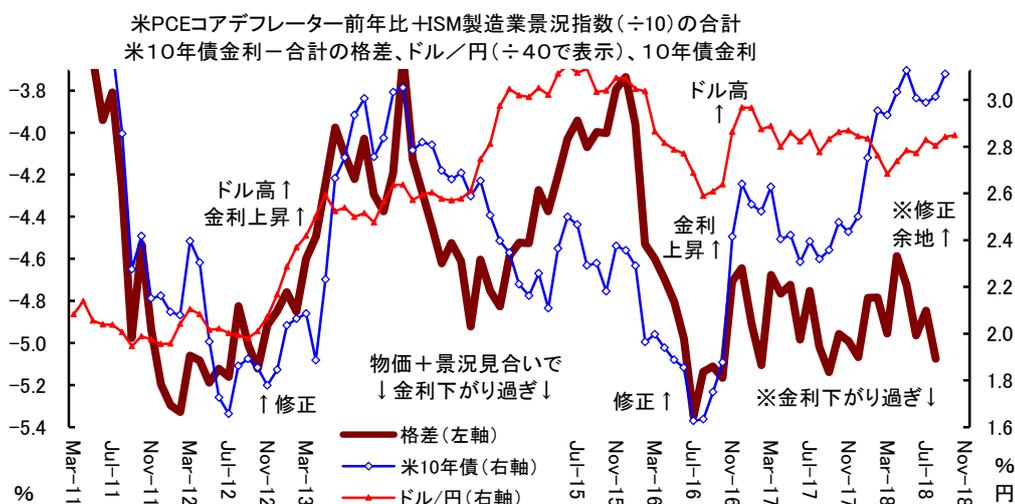
ただし、同じ9月分のコンファレンスボード消費者信頼感指数は、18年ぶりの高水準に上昇した。内訳では、雇用を「十分」とする回答が前月の42.3%から45.7%に増加。所得は6カ月後の予想で「減少」とする回答が6.5%となり、7月の9.4%、8月の6.9%から連続での減少となっている。米国では季節的に年末商戦に向けた早めの雇用確保も始動しつつあり、9月の雇用統計や平均賃金が改めて堅調さを示す可能性は無視できない。

#### <イタリアの財政赤字不安>

今週の為替相場場ではユーロ安やリスク回避の円高につながる材料として、イタリアの財政赤字問題が警戒される。前週末28日にはイタリア政府が示した2019年予算で、財政赤字が従来目標よりも大幅に拡大する見通しとなり、ユーロ安や欧州の株安が後押しされる場面があった。今後は格下げリスクのほか、15日までの正式予算案のEU提出や20日までの伊政権内での閣議了承、その前後でのEUによる拒否牽制や伊政権内での対立迷走を含めて、突発的な地雷リスクとなる可能性を秘めている。

#### <過度な通商摩擦懸念の小康と中国休場>

今週の週明け1日には、NAFTA（北米自由貿易協定）再交渉をめぐり、米国とカナダとの協議が合意に達し、8月末に米国と予備的合意に達したメキシコを交えた



3カ国で妥結した。為替相場ではカナダ・ドルのほか、同じ資源国通貨である豪ドルやNZドル、南アフリカ・ランドなどの下支え要因となっている。

同時に前週には日米通商協議の対立回避と問題先送りなどがあり、過度な通商摩擦懸念の後退を後押しさせていく。しかもカナダの対米自動車輸出は、一定の水準まで米国による自動車関税の影響を受けない見通しとなっており、日本に対する自動車関税の「交渉中の猶予」合意とあいまって、自動車摩擦懸念の後退を支援する。

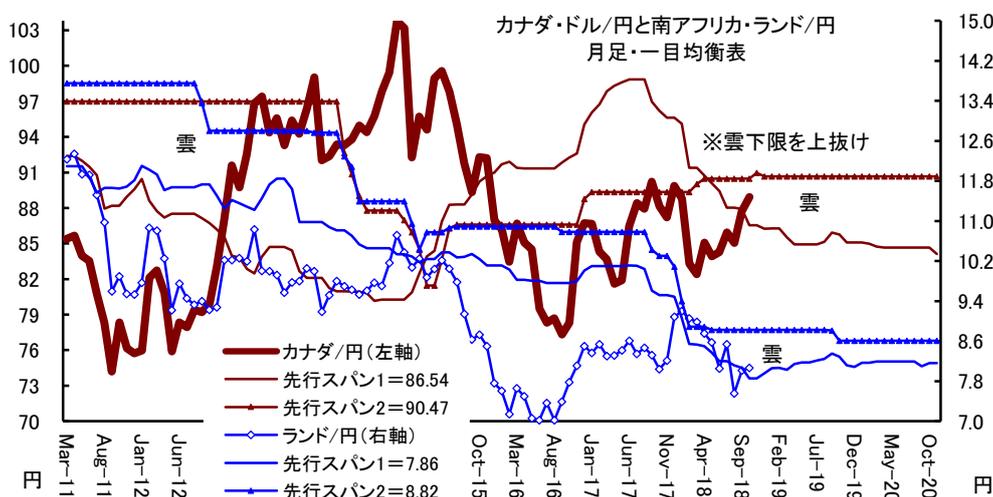
さらに今週は中国市場が1日から7日にかけて、国慶節で長期休場となる。米国と中国による通商対立での非難合戦が小休止となるほか、中国の株安による日本への株安・円高波及ノイズも制御される。ただし中華圏などのアジア休場の場合、ちょっとした悪材料の浮上で「アジア株を売れないヘッジ対応」が日本市場へと集中。流動性の低下とあいまって、単発的に日本で株安とリスク回避の円高が激化される波乱余地も残されている。

### <ドル/円、月足トレンド指数でのドル高サイン>

為替相場のテクニカルで、トレンドの方向性やトレンドの強弱度合いを示すのがADX指数だ（Average Directional Movement Index、平均方向性指数）。月足では10月入り後から13.62%前後となり、9月末の13.58%から微妙な上昇へと転じてきた。2015年7月以来の上向き転換であり、長期トレンドとしてのドル高サインが示唆されている。

同指数は2015年7月の58%をピークに低下基調へと転換し、長期トレンドとしてのドル安やドル戻り売り圧力の強さが示唆されてきた。これから10月末以降に上昇と方向性の上向き化が固まってくると、ドル高トレンドの強度の高まりが示されてくる。

最近の月足ADX指数の持続的な方向角度の転換としては、2013年1月以降がドル高、2011年10月以降や2007年11月以降がドル安、2005年10月以降や2004年以降がドル高やドル底固め入りと同時の相関性が見られ、長期トレンドとしての基調転換と合致してきた。



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。