

## リスク回避の円高、持続深化と一服にらむ 米株と金利、米中協議、英離脱、期末要因など焦点

今週の為替相場はリスク回避による円高について、持続深化と一服を見定める展開が想定されよう。週間予想はドル/円が109.00－110.40円、ユーロ/円が123.10－125.30円。前週からは米FRBによる景気懸念のハト派（金融緩和姿勢）強化や欧米での指標悪化により、リスク回避の円高が後押しされている。今週は米国の経済指標・株価・金利動向や欧州指標、米中の貿易協議、英国のEU離脱問題、日本での年度末と海外の1－3月期末による期末要因などをにらみ、不安定な地合いの持続が見込まれる。

### 四半期末要因も混乱助長、期末前後で一服も

今週の為替相場で注目されるのは、リスク回避の持続性を左右する米株動向だ。前週は20日の米FRBによるFOMCのあと、21日が年内利上げ停止や金利低下などを好感して株高、22日がFRB利上げ停止の裏側にある米国と世界経済の悪化などが再警戒され、大幅な株安となっている。

米株下落を含めてリスク回避を過度に助長させているのが、海外勢の1－3月期末要因だ。米国内外の景気悪化や米国企業の収益悪化懸念がくすぶるなか、投資家サイドは四半期の決算期末に向けて、利益・損失の確定やポジション手仕舞い、ヘッジ対応などに機動的に動きやすい環境にある。今年1－3月にはリスク選好の米株高や円安が進展しており、四半期末にかけて米国株などのリスク資産売り、投機的な円ショート（売り持ち）の巻き戻しが加速されている。

昨年米国株市場でも、相場格言「小回り3カ月」に沿うような四半期末での株安場面があった。昨年のNYダウでいえば、3月の下落から4月2日での底入れ、6月の株安から6月28日での底入れが観測されている。昨年10－12月は年末要因のほか、複合要因で10月の期初から株安が加速されたが、それでも四半期末にあたる12月26日で底入れ反発となった。今年3月も四半期末の前後にかけて、一段の株安・円高オーバーシュートと、期替わりによる混乱一服の潮流変化が注目されやすい。

もちろん、前週からのリスク回避激化には、四半期末要因を超えた大きな悪材料があった。欧州や米国での3月製造業PMI悪化や、米国債市場での10年債金利の3か月金利下振れという逆イールドの発生（長短金利差の逆転）などだ。逆イールドは景気後退の前兆シグナルであり、引き続き米国と世界経済の後退懸念とリスク回避の円高、あるいは米債金利の一段の低下と先行き米利下げ観測の浮上によるドル安の圧力に神経質となる地合いが続く。

もっとも最近では昨年12月18－19日の米FOMC前後でも、「逆イールド加速懸念」が株安とリスク回避の円高が後押しされる場面があった。当時は逆イールド方向の圧力は続きながらも、NYダウは約1週間後の12月26日で底入れ反転に移行。今年3月後半にかけて、上昇モメンタムが再点火された実績を有している。

また、前回の「10年債金利の3か月金利下振れ」は、2006年7月から2007年5月まで観測された。その期間中はリーマン・ショックへの火種を堆積させながらも、米国の株高とドル高・円安のトレンドが慣性的に延命されている。その前では2000年

7月から2001年1月まで、逆イールドが定着した。当時のドル/円は、同期間中に105円から113円方向までドル高が進展。その後も2002年2月の135円まで、ドル高・円安の流れが増幅された経緯がある。

なお、ドル/円の長期トレンド判断で参考になる月足テクニカルでは、ドルの下限メドとして一目均衡表の転換線109.64円前後、75カ月移動平均線109.53円前後、300カ月（25年）移動平均線107.80円前後、85カ月移動平均線106.10円前後などが注視されそう。その他の注目ポイントは以下の通り。

#### <米中貿易交渉の閣僚級協議>

今週は28日から29日にかけて、米中貿易交渉の閣僚級協議が中国の北京で開催される。4月3日には中国の副首相らによる米国訪問も決まり、「協議に対する楽観論に新たなヒントを与えるもの」（ブルームバーグ）という期待感が高まってきた。

前週からは米国で株安圧力が高まっており、米国サイドによる「危機バネ」の歩み寄りが焦点となる。実際に前向きなシグナルが出てくると、短期的な米国などの世界株高と円安の要因となりやすい。もっとも23日には英フィナンシャル・タイムズ紙が、「中国はハイテク企業への規制を緩めて欲しいという米国側の要請に対し、譲歩を拒んでいる」と報じるなど、個別分野では根深い対立が続いたままだ。引き続き米中貿易協議については、常に失望や対立再燃のリスクを警戒した手探り相場が続く。

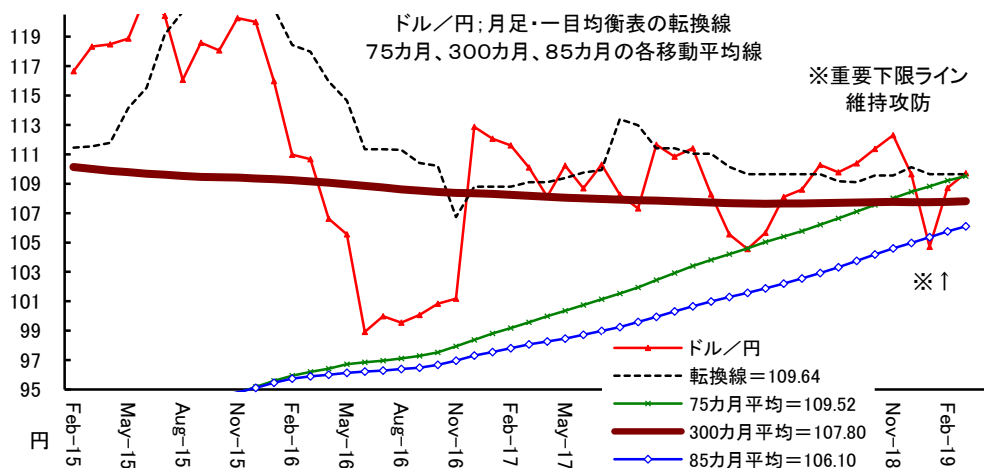
#### <英国のEU離脱問題の行方>

英国ではEU離脱問題を巡り、混乱持続が警戒される。前週のEU首脳会議では、「合意なき離脱」を含む決断の期限が4月12日に先送りされた。ブルームバーグによると、今週の週明け閣議は緊迫する可能性が高く、27日の立法議案の主導権を一般議員に認める案の下院採決が25日中に行われる予定だ。可決されれば、2回目の国民投票からEUとの関税同盟への残留、離脱撤回に至る様々な選択肢への支持表明の機会が、議員らに与えられることになる。

一方で英テレグラフ紙によると、メイ首相は24日にジョンソン前英外相をはじめとする欧州懐疑派の主要議員らと会談し、「合意なき離脱」が議会によって選択肢から外されることになると示唆したという。その他、前週末からは「メイ首相の退陣日程提示と引き換えによる、首相の離脱合意案の支持駆け引き」や「首相退陣と、EU離脱プロセスを完了に導く暫定管理内閣の編成案」などが浮上している。

#### <リスク回避でも資金逼迫や信用収縮は尚早>

為替相場では世界景気の悪化懸念などにより、リスク回避の円高警戒が続く。ただし、欧米の金融機関どうしの相互信用や、金融システム全般における資金逼迫、信用収縮が反映されるLIBOR（銀行間取引金利、現在は米ICE＝インターコンチネンタル取引所が管理）のドル建て3カ月物金利は、前週末22日時点で低位の安定基調



が維持された。昨年12月20日の2.82%を直近最高として、3月22日には2.61%とFRBの利上げ停止を織り込む切り下がりが維持されている。

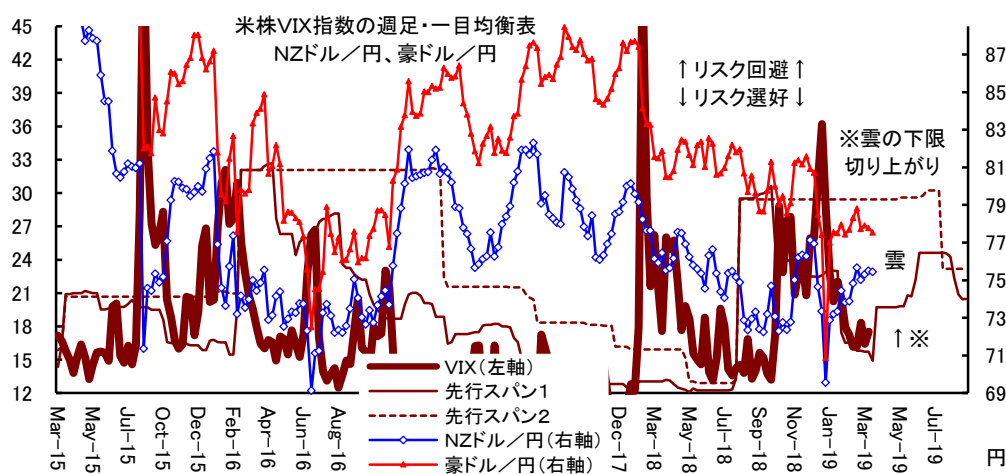
過去のリスク回避局面では、米FRBの利上げ懸念やドル調達難、信用収縮の懸念が、LIBORドル建て3カ月物金利は大幅な上昇へと作用。為替相場では金利面でのドル高よりも、リスク回避の円高が促された経緯がある。その点、現在はFRBの利上げ停止と米金利低下が、素直に金融不安や信用不安の広がりを抑制させている。ドル/円ではドルの上値を重くさせるものの、リスク回避による円全面高の深化には歯止めを掛ける。

#### <円ショート整理の円高、持続余地と一段落を見極め>

シカゴIMMの投機的な円先物ポジションによると（非商業部門、国際通貨市場）、最新3月19日時点では-5万9221枚のネット円ショートになった。前週の一5万8781枚から4週連続で売り持ちが拡大している（円売り）。1月8日週の一6万1314枚以来の大幅な円ショートになってきたが、19日以降はその整理巻き戻しが円買い戻しと円全面高を後押しさせている。

一方で今回の円ショート拡大は、直近最少である2月12日週の一3万0742枚をボトムに始まった。その直前のドル/円は、ドル安値が2月6日の109.43円や2月11日の109.70円となっている。結果、同レベルまでドル安・円高が進むと、2月12日週以降に醸成された円ショートは表向き「行って来い」で剥落する形となる。その意味で当座の円ショート手仕舞い（円買い戻し）一段落と中立回帰の起点メドとして、109.40-70円前後が注目されそうだ。

ちょうどユーロ/円や豪ドル/円については、円ショート拡大の起点時である2月上旬時以来の安値まで外貨安・円高が進展してきたところで、一旦の下げ止まり攻防に直面してきた。



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。