



## 平成23年後半のドル/円相場展望

### 膠着感を強めるドル/円相場

早いもので今年も折り返し点を通過した。いよいよ本格化する夏相場を目前に、ドル/円相場は非常に膠着感の強い展開になっている。今年5月以降のドル/円相場は79円台に差し込むと下値が堅い一方、81円台に乗せると上値が重く、狭いレンジで方向感の出ない往來を強いられている。

最近は特にその傾向が強く、今年6月の月足の値幅は約23年ぶりに2円未満に収まった。週足の値幅をみても、ここ5週間は連続して概ね1円前後の小動きが続いている。「為替相場の安定」を望む向きにとっては理想的な相場展開かもしれないが、ドル/円相場を舞台に勝負を仕掛けたいと思っている市場参加者達にとっては、ちょっと困った状態になっており、「頑固なまでに動意を示さないドル/円相場」に嫌気がさし始めたFXファンも増えつつあるのが実情だ。

### 現値付近に密集する重要なテクニカル・ポイント

もちろん、為替相場のことなので、こんな状態がずっと続くことは断じてあり得ない。最近のドル/円相場がベタ風状態にあるのは、やがて大シケがくる予兆だとみる方が無難だ。相場の膠着状態が長期化するにつれ、当たり前のことだが、テクニカル的にみた重要ポイントも現値付近に密集し始めている。

代表的なものを幾つか挙げると、①今月に入ってドル/円相場の52週移動平均線は1ドル=82円台にまで低下してきているほか、②2007年の夏から始まった長期ドル安・円高トレンドの上値抵抗ラインも83円台にまで低下してきている。今後、ドル/円相場がこれらの上値ポイントを明確に上抜けて走るようなら、当面の上値試し気運が盛り上がり、その後の値動き次第では移動平均線の傾きも変化して、中期的な底入れ観測が広がる可能性もあるだろう。

ドル/円相場(週足)の推移



(注)週足  
(出所)外為どっとコム"FX Vision"

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



一方、現値より下の水準を覗いてみると、③心理的節目の1ドル＝80円00銭ちょうど、④6月安値の79円69銭、⑤5月安値の79円57銭、などが非常に近いレベルに並んでいる。今後のドル/円相場がこれらのポイントをアッサリ下抜けしてしまうと、⑥今年3月17日の早朝に記録した史上最安値である76円25銭まで、過去の取引実績に基づく下値ポイントはほとんど見当たらない。

要するに、足下のドル/円相場は上下ともに数円以上振れたら中長期的にも重要なテクニカル・ポイントの攻防に巻き込まれそうな位置にあり、最近の地味な値動きとは裏腹に、非常に緊張感の高い状態にあると言えるだろう。抑圧されたドル/円相場の動意のマグマは、果たして今後、上下どちらに噴出するのだろうか。

### 鍵を握る年後半の米国景気の行方

鍵を握るのは例によって、今後の米国景気動向になる。これまで再三指摘してきたことだが、近年のドル/円相場の趨勢的なベクトルは、米国の金融政策に対する市場心理の揺らぎに応じて決まる傾向が強く、例えば米国の2年債利回りをその代理変数に見立てると、「金融引き締め観測が盛り上がり金利が上昇すればドル高」、「金融緩和観測が台頭して金利が下がればドル安」という、比較的シンプルな特徴が認められる。この関係が当面崩れないとみるならば、今後の米国景気のパターンに応じ、年後半のドル/円相場について、以下3つのシナリオを想定することが可能だろう。

### 中途半端な米国景気回復＝レンジ取引継続シナリオ

第1は、中途半端な米国景気回復観測が明滅し続ける場合の「レンジ取引継続シナリオ」だ。米国の金融政策を司る連邦公開市場委員会(FOMC)は景気テコ入れとデフレ予防を目的に導入した量的緩和第2弾を先月末で終え、現在はその効果を見守る「様子見モード」に入っている。当面の米国経済が「量的緩和第3弾の補助が必要なほど弱くはない一方、量的緩和第2弾

の巻き戻しを急がないといけないほど強くもない」という中途半端な回復軌道にある間は、米国の金融政策は基本的に「現状維持」の状態が続くとみられる。

この場合、ドル/円相場は日々発表される米国経済指標の結果に応じて「良ければ上、悪ければ下」という是々非々の反応を繰り返しつつ、骨太の方向感をイマイチ掴み切れない状態が続きそうだ。米国で時期尚早な景気楽観論が盛り上がると85円前後まで上昇する可能性がある一方、行き過ぎた景気悲観論が勢いを増すと80円前後まで下落する場面もあるだろうが、「先走りしがちなマーケットの期待」に実体が伴っていないことが判明した時点で上値追求、下値追求の矛先はともに鈍化し、結局は80円台前半を中心とするレンジ取引を余儀なくされる展開が続くのではなかろうか。

### 力強い米国景気回復＝90円台回復ナリオ

第2は、年後半の米国景気が比較的しっかりした拡大軌道に乗る場合の「90円台回復シナリオ」だ。今後、米国景気のリcovery力が増進して米連邦準備制度理事会

### 米国の金利水準とドル/円相場



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



(FRB)が膨張したバランスシートの圧縮に着手し始めるならば、ドル/円相場は今年4月の予行演習でみた1ドル＝85円台の攻防戦に復帰するとみられる。当時は、米国景気の力強い拡大観測がダマシに終わったため、せっかく達成した85円台をキープできずに反落したが、今後もし「米国景気の力強い拡大」という実体を伴いながら早期利上げ観測が現実味を帯びてくるようなら、90円台回復の可能性も十分にあると思われる。

現時点で1ドル＝90円台と言うと、かなり遠い水準のようにも感じるが、過去何度か紹介したように、近年のドル/円相場の年足の値幅は平均的にみても15円程度はある。このため、3月安値の76円25銭が今年底になるならば、米国景気楽観論が強まった場合に90円台乗せを想定しても、それほど不自然ではないだろう。

### 米国景気腰折れ懸念台頭＝史上最安値打診シナリオ

第3は、米国景気に腰折れ懸念が台頭した場合の「史上最安値打診シナリオ」だ。今後地道な米国経済の観察活動を数カ月程度続けても、FRBが期待している雇用情勢の好転を伴う安定的な景気回復の痕跡が認められない場合、現在やや下火になっている量的緩和第3弾の導入を巡る思惑が、再び鎌首をもたげてくると思われる。この場合、ドル/円相場は再び80円割れゾーンに差し込んでくる可能性が高く、米国景気腰折れ懸念が台頭して量的緩和第3弾の追加が不可避の情勢となるようなら、歴史的安値圏での下値模索の動きが一段と強まりそうだ。

もちろん、ドル/円相場が76円25銭の史上最安値の更新を意識した攻防になるような局面では、本邦通貨当局による円売り・ドル買い介入の思惑も台頭するとみられ、実際の下ヒゲがどこまで伸びるかは、介入の有無にも左右されそうだ。ただ、為替介入政策に本来期待できるのは、ファンダメンタルズから逸脱した値動きを戒める効果であって、「米国経済の悪化」という明白な実体を伴うドル安圧力が強まった場合、それを長く堰き止め続

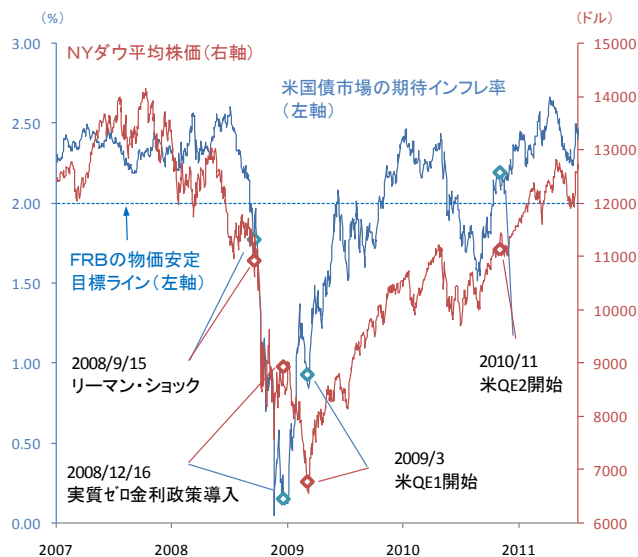
けるのは非常に難しいと考えられる。米国景気悪化の度合いにもよるが、この場合は1ドル＝75円を割り込む可能性も排除できなくなるだろう。

### どのシナリオを採用すべきか？

問題はどのシナリオの蓋然性が高いとみるかである。一時小緩んでいた米国株価は最近反発して年初来高値を窺いつつあり、金融市場の景況感は再び楽観色を帯び始めているようにもみえる。米国の国債市場が織り込む長期期待インフレ率も量的緩和第2弾の導入前に比べて高い水準にあることも考慮すると、最近の米国株式市場や債券市場の振る舞いだけから判断する限り、米国景気腰折れ懸念やデフレ懸念の拡散を防ぐために、量的緩和第3弾の早期導入が必要になる可能性は徐々に低減しつつあるように思われる。

ただ、実体経済面の指標で私が今年最も重視すべきだと思っている失業保険新規請求件数の水準は相変わらず節目の40万人を超えた水準で推移しており、米国で力強い景気回復期待がすぐに盛り上がりそうな

### 米国の株価と期待インフレ率の推移



(注) 期待インフレ率は、米10年物国債利回り－米物価連動国債10年物利回り  
(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご承願いたします。

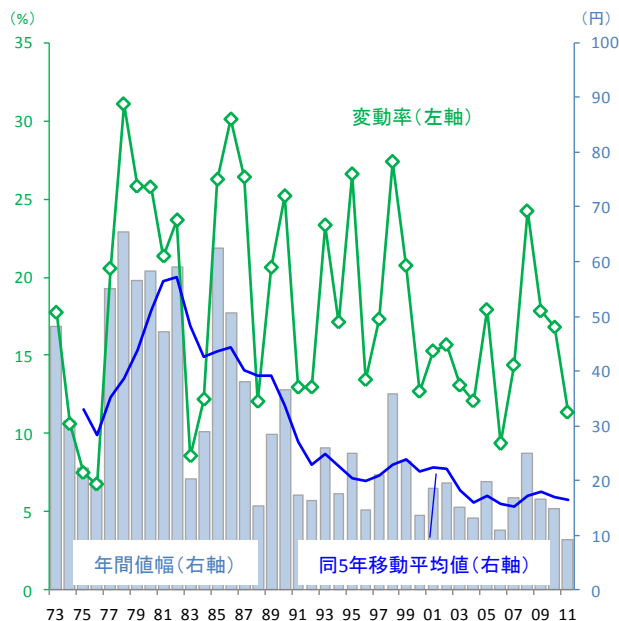
Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com



気配も今のところ認められない。あくまで現時点における私見だが、①今年年末までにドル/円相場が90円台を回復する楽観シナリオの確率が約4割、②80円台を割ると底堅いが85円台を超えると重たいレンジ取引から解放されずに大晦日を迎える可能性が約4割、③年内に76円25銭の史上最安値を更新する可能性が2割ぐらいではないかとみている。

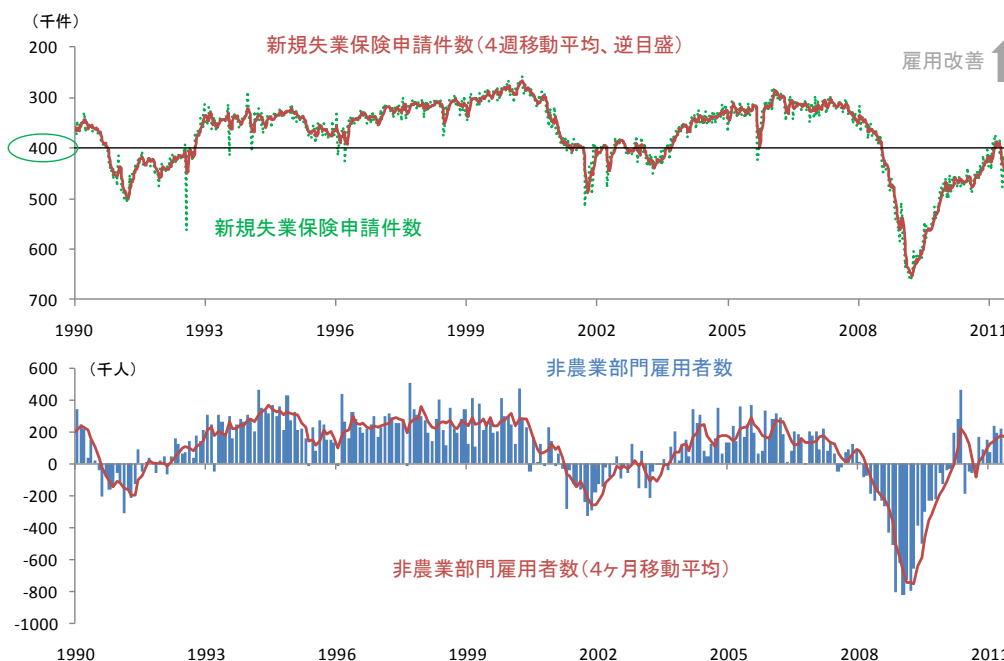
どれも5割を超えたと判断しないのは優柔不断のような気もするが、それが正直な実感であり、多くの市場参加者が同じような「迷い」の中にあるからこそ、最近のドル/円相場は動けなくなっているのではなかろうか。こういう難しい局面においては、希望的観測に基づく大局観を無理して作り込む方がむしろ危険と言えるかもしれない。しばらくの間はトレンド追求型の大勝負は控え、日々のトレードにおいてはテクニカル・ポイントなどを参考にした細かい逆張り売買で相場感覚を保持しつつ、あまり予断を持たずにFRBの「次の一手」を見極める姿勢を維持するのが肝要だと考えている。

### 1973年以降のドル/円相場の変動率と値幅の推移



(注) 値幅=(年間最高値) - (年間最安値)  
 変動率=(値幅) ÷ (年平均) × 100  
 (出所)ブルームバーグ

### 米国の雇用関連指標の動き



(出所)ブルームバーグ

本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的として提供するものではありません。投資方針や時期選択等の最終決定はご自身で判断されますようお願いいたします。また、本レポートに記載された意見や予測等は、今後予告なしに変更されることがございます。なお、本レポートにより利用者の皆様に生じたいかなる損害についても、株式会社外為どっとコム総合研究所ならびに株式会社外為どっとコムは一切の責任を負いかねますことをご了承願います。

Copyright©2011 Gaitame.com Research Institute Ltd. All Rights Reserved. www.gaitamesk.com