

2020年9月15日

## 為替はやはり「達磨さんが転んだ」

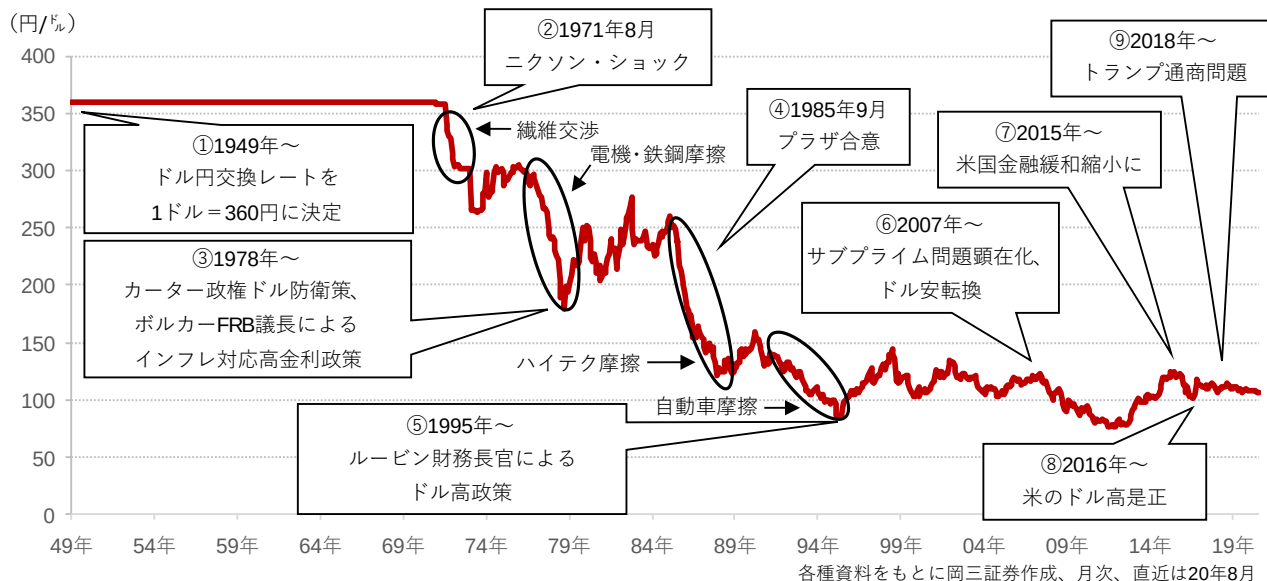
岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

■為替はいつも米国の動きで方向性が決まる傾向がある

### 「達磨さんが転んだ」、 「鬼」はいつも米国だった

今からおよそ半年前のTODAY（2/26）で為替市場を取り上げ、為替の動きは、結局、「達磨さんが転んだ」とした。筆者が長年、為替について説明するときに用いてきた表現は「達磨さんが転んだ」とすることだった。「達磨さんが転んだ」とは子供の遊びで、鬼が振り向くと参加者の方向が一転することを指す。ここで筆者が言いたかったのは、為替市場ではいつも「鬼」は米国で、米国の思いのままに為替の方向が決まってきたとする経験則だった。円ドル相場は、本来、理論上は米国と日本の双方の要因で決まるはずだが、歴史的に見て大きな転換点はいつも米国サイドの要因で決まるとするものだった。以下の図表は戦後、70年余のドル円相場の推移である。歴史的にみて大きな転換はいつも米国サイドの要因によるものだった。

#### 戦後のドル円相場



■米大統領選の結果次第では  
ドル高是正の可能性も

■ドル円相場は、日米金利差  
とは乖離した動きに

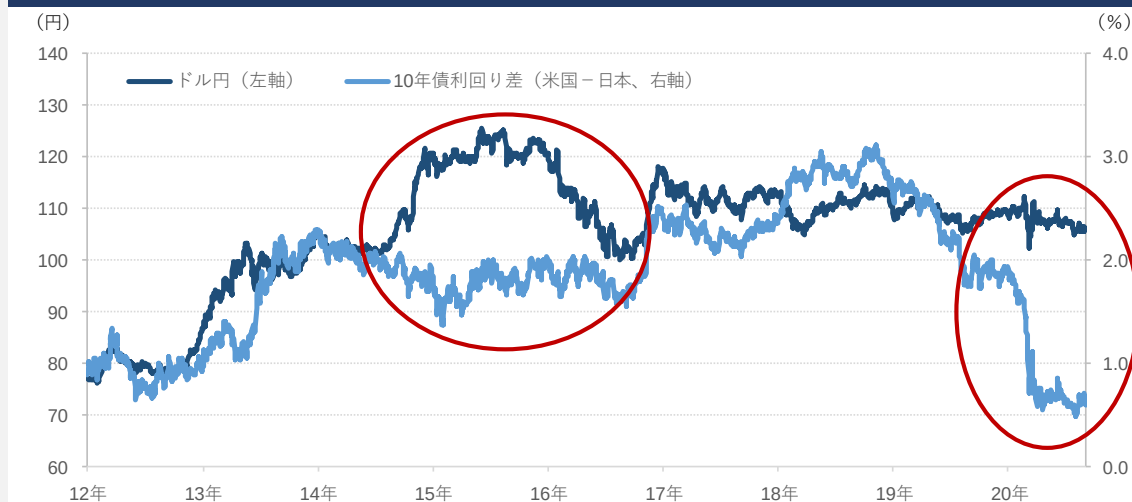
## 米国こそ為替操作国だったのでは

歴史を振り返ると、そもそも、1ドル360円と定めたのは米国であり、70年代に変動相場制に移行したのも米国の一存であり、その後、1985年のプラザ合意や95年のドル高転換等の大きな転換は、結局、米国サイドの思惑があった。米国は常に他国を「為替操作国」として為替政策を非難してきたが、筆者に言わせれば米国こそ為替操作国そのもので、基軸通貨国である米国の力の源泉はいかに為替市場に影響力を持つかにあった。こうした経験則のなか、今後のドル円相場、なかでも大統領選を挟む相場動向をどう考えたらいいかが本日のテーマである。結論を先に申し上げると、当面、米国経済の堅調さが意識されるなかでドル高が続くがその上昇余地は限定され、その後、米国大統領選の結果によってはドル高是正の動きが生じることもと展望している。

## 日米金利差の影響が少ない従来とは異なる動き

今年になってから生じた動きは従来とは異なる点も多い。以下の図表は日米金利差と円ドル相場である。これまで、円ドル相場は日米の金利差で説明されることが多かった。その理屈で考えれば、今年、米国の長期金利は低下し、10年債は節目である1%を割る水準まで低下した。しかも、米国の金融緩和の長期化観測が生じ、長期金利の水準も低位安定が見込まれ、日米金利差で説明すれば明らかにドル安要因である。それにも拘わらず比較的ドルの安定が続くのは米国の経済の堅調さが続くこと、米国に株・債券の投資資金が集中している等の解釈が示されている。

日米金利差とドル円相場



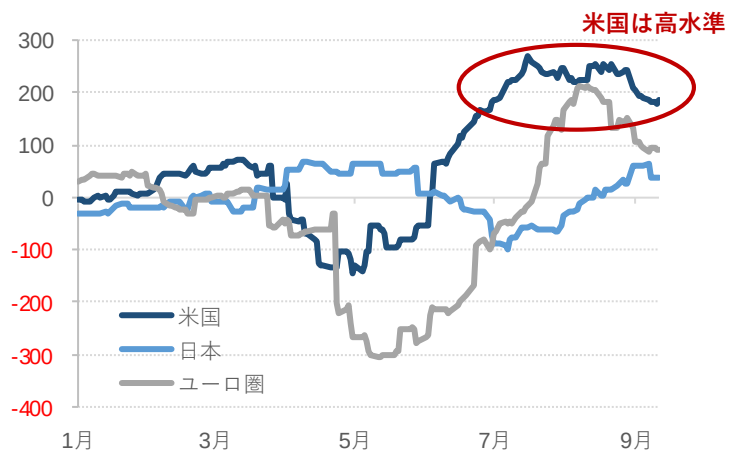
(作成) 岡三証券、日足、直近は9月4日

■ドルの底堅さは、ドル高を  
米国が許容しているため

## 米国経済の減速が生じる場合は ドル高見直しも

先述の「達磨さんが転んだ」の経験則に沿って考えれば、金利差にもかかわらずドルが底堅いのは、結局、米国がドル高を依然許容している状態にあることを示す。その背景には、米国経済の堅調さが続いていることがある。以下の図表は各国のサプライズインデックスだが、足許、米国の指標が市場予想を上回る状況が続いていることがわかる。

### 各国のサプライズインデックス



各種資料をもとに岡三証券作成、直近は9月11日

## 日米の政権交代で為替に不連続な動きも

現時点では、米国経済の底堅さが意識され、現在の為替水準も許容されている。一方、リスク要因としては、米国大統領選に伴う非連続的な状況だ。今月の当TODAY(9/2)で議論したように、安倍政権の大きな成果は、日本がトランプ政権と通商摩擦を起こさなかった例外的な国であったことだ。その結果、円高の圧力から免れた可能性がある。それは、「安倍－トランプ」の緊密な関係に依存した面もあったと考えられる。

今月、日本では菅政権が誕生し、今年11月の大統領選で米国もトランプ大統領が再選されない可能性もあり、従来の米国のスタンスも変化するかもしれない。今後、米国経済の減速が意識され、しかも、米国として為替のドル高への問題意識が生じる場合、FRBへの圧力とともに、ドル高懸念を強めることもありうる。「達磨さんが転んだ」理論ではドル高の許容が転換しドル高は正の意向が働きやすくなることだ。2021年の為替市場の展望も、最終的には、米国の実体経済状況を政権がどう評価するかにかかっている。すなわち、米国の為替戦略による転換、「達磨さんが転んだ」だ。今後、日米の政権交代に伴う為替市場の非連続な動きには留意の必要がある。

■2021年の為替の方向性は  
米政権による実体経済の  
評価に依存する可能性

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

#### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみに配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)