

# 最新為替見通し

## 通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Thomas Flury, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Jessie Ren, Analyst; Clémence Dumoncel, Strategist; Patrick Ernst; Dean Turner, Economist; 上里 啓, ストラテジスト

- 今月は2023年12月の予想を終了し、新たに2024年12月の予想を追加した。為替市場は2024年末まで緩やかな動きを示すと考える。米ドルは、米連邦準備理事会(FRB)の政策運営の柔軟化に呼応して、2024年末までに小幅に下落すると予想する。
- ユーロ、スイス・フラン、英ポンド(対米ドル)は、FRBの利下げにより、今年のレンジの上限まで上昇するであろう。ただし、大きく上昇する可能性は低いと考える。
- 2024年については、クロスカレンシー(米ドル以外の通貨同士)での資源国通貨の買い、新興国通貨のキャリー(金利収入)を狙うことを勧める。



出所: UBS

### CIOによる最新の為替見通し

#### 主要通貨ペア

FX Pair	9-11-23	Mar 24	Jun 24	Sep 24	Dec 24
EURUSD	1.071	1.08	1.10	1.11	1.12
EURCHF	0.963	0.97	0.97	0.97	0.97
USDCHF	0.900	0.90	0.88	0.87	0.87
GBPUSD	1.227	1.23	1.25	1.26	1.27
EURGBP	0.872	0.88	0.88	0.88	0.88
GBPCHE	1.104	1.10	1.10	1.10	1.10
USDJPY	151.0	145	143	141	140
EURJPY	161.7	157	157	157	157
USDCAD	1.377	1.35	1.34	1.33	1.32
AUDUSD	0.642	0.67	0.69	0.71	0.72
NZDUSD	0.594	0.61	0.61	0.62	0.62
EURSEK	11.62	11.9	11.8	11.7	11.5
EURNOK	11.92	11.1	11.0	10.8	10.6

出所: リフィニティブ、UBS、2023年11月9日

### 今後は緩やかな動きを予想

今月は2023年12月の予想を終了し、新たに2024年12月の予想を追加した。為替市場は2024年末まで緩やかな動きを示すと考える。米ドルは、過去2年に比べて柔軟化した米連邦準備理事会(FRB)の政策運営に呼応して、2024年末までに小幅に下落すると予想する。今後は成長モメンタムが限定的となり、為替市場はおおむねレンジ内を推移すると見込む。ユーロ/米ドルは

2024年前半に1.05~1.10のレンジ内を推移し、その後年末に向けて緩やかに上昇するとみている。英ポンド/米ドルは2024年前半に1.20~1.25のレンジ内を推移し、その後年末に向けて1.27まで上昇すると見込む。米ドル/スイス・フランは2024年末まで0.85~0.92のレンジ内で徐々に低下し、ユーロ/スイス・フランは0.95~1.00のレンジ内を推移するとみている。米ドル/円は、当面高止まりして145~151円のレンジ内を推移した後、2024年後半には140~145円のレンジに向けて下落すると予想する。豪ドルは今後12カ月にわたり大きく上昇するとみている。豪ドル/米ドルは足元の0.65から2024年末までに0.72まで上昇すると見込む。

### 世界の経済成長は緩やか

2024年の為替見通しは、米ドルは今後数カ月は高値を維持するが、その後は米ドル安方向に転換するとの見方に基づいている。しかし、世界経済の成長は緩やかなペースに留まる見通しであり、中央銀行は高止まりしている債券利回りの押し下げに動くこととみられることから、為替市場が大きな変動をみせることはないと考える。2024年は米国国債利回りがユーロ圏国債利回りよりも速いペースで下落し、各主要通貨ペアの利回り格差が縮小すると見込む。このため、米ドル高圧力が徐々に後退するとみられる。ただし他のG10通貨に比べて米ドルが割高な状態は当面続くだろう。よって、大半の通貨ペアは過去2年にわたりみられたレンジ内を推移すると見込む。

# 通貨市場

## 従来の為替見通し

主要通貨ペア

FX Pair	9-11-23	Dec 23	Mar 24	Jun 24	Sep 24
EURUSD	1.071	1.06	1.08	1.10	1.12
EURCHF	0.963	0.97	0.97	0.97	0.97
USDCHF	0.900	0.92	0.90	0.88	0.87
GBPUSD	1.227	1.20	1.24	1.28	1.30
EURGBP	0.872	0.88	0.87	0.86	0.86
GBPCHF	1.104	1.10	1.10	1.10	1.10
USDJPY	151.0	145	143	140	136
EURJPY	161.7	154	154	154	152
USDCAD	1.377	1.32	1.31	1.30	1.29
AUDUSD	0.642	0.65	0.67	0.69	0.71
NZDUSD	0.594	0.61	0.62	0.63	0.63
EURSEK	11.62	12.0	11.9	11.8	11.7
EURNOK	11.93	11.3	11.1	11.0	10.8

出所: リフィニティブ、UBS、2023年11月9日

## 米ドル高基調の継続を予想しない理由

FRBが利下げに転換すれば、米ドルは一定程度下落すると考える(この見方は以前から変わらない)。FRBの利下げにより米国と欧州の利回り格差は縮小すると予想する。しかし、為替市場への影響はさほど大きくないであろう。主要中央銀行(除く日銀)がいずれも来年利下げに転じると我々は予想しているが、重要な鍵を握るFRBも利下げ転換が見込まれることから影響は小さいと考える。米国で景気減速、労働市場の軟化とともに利下げが行われれば、米国経済は例外的に強いという見方が後退し、ポートフォリオの米ドル離れが進むことから、来年後半は為替市場に一定の反転がみられるであろう。

## 予想外の景気拡大がない限り、大きな動きはない

ユーロ、スイス・フラン、英ポンドが今年のレンジの上限まで上昇するためには、米国の利下げだけでも十分であろう。しかし、既述の通り、それを上回る大幅な上昇は予想していない。リスク感応度の高い通貨が上昇するためには、世界経済、特に米国外の経済が堅調に成長する必要がある。しかし、地政学的緊張、中央銀行の金融引き締め、エネルギー価格の上昇、中国経済の回復の鈍さを考慮すると、目下のところその可能性は低いであろう。米国経済が想定以上に減速すれば、欧州はじめ他の工業国の経済見通しは米国以上に悪化すると考える。現時点で我々は、G10通貨国のGDP成長率は大半が景気後退レベルを若干上回る程度と予想している。仮に世界経済が実際に景気後退に陥った場合、米ドルは下落ではなくむしろ上昇する可能性が高い。

## タイミングは重要

債券の実質利回りの上昇は、為替市場に大きな影響を及ぼす可能性がある。同利回りの上昇はインフレ率が速いペースで減速し、中央銀行がゆっくりとしたペースで利下げを行うと生じる。これは今回の利上げサイクルでも生じた。FRBはECBよりもかなり速いペースで利上げを行ったことから、米ドルはユーロに対して上昇した。同様にFRBが、我々の予想通り、ECBよりも速い

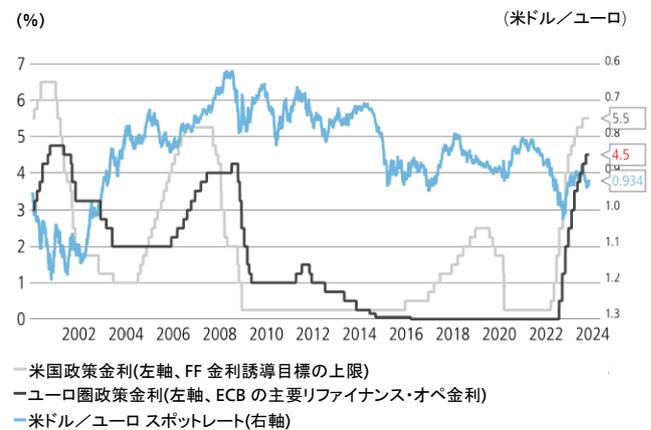
ペースで利下げを進めた場合、ECBがFRBに続いて利下げを行うまではユーロが過度に上昇する可能性がある。換言すると、短期的にはタイミングが重要であり、ボラティリティ(変動率)は、1つの金融政策決定会合から次の会合までの間に上昇するであろう。タイミングという観点で過去2年を遡ってみると、中央銀行は市場を大きく驚かせる可能性がある。しかし、中央銀行は、利上げにせよ利下げにせよ、しかるべき政策を実施していく必要があることから、投資家は金融政策決定会合前後のボラティリティの急上昇に留意する必要がある。

## 幅はより重要

しかしながら、利下げの幅はタイミングよりもさらに重要である。現在、市場参加者はECBとFRBが同様の行動を取ると予想している。すなわち来夏に利下げに着手し、2024年末までに約90ベースポイント(bp)の引き下げを行うと見込んでいる。潜在的なサプライズという点から見れば、FRBは中央銀行の中でも機動性が高く、大胆な措置を講じている場合が多い。中央銀行が従来通りに政策運営を進めるならば、米ドルの下落幅が想定よりも若干広がる可能性がある。しかし、欧州が景気後退に陥ると、市場の勢いは別の方向に進むであろう。我々の予想はこの2つのシナリオの中間を反映しており、資産配分はよりバランスの取れた状態に回帰し、米ドルは若干下落するとみている。

## 米欧中銀の政策金利と米ドル/ユーロ

FRBの利上げペースがECBより速い時は米ドル高方向へ推移



出所: マクロボンド、UBS、2023年11月9日

## 物価目標が最も重要

市場参加者は、FRBとECBのどちらかがインフレ率を速やかに目標水準まで引き下げて、アンダーシュート(下振れ)させることなくインフレ・サイクルを終了させることができるか注視していただろう。米国と欧州のインフレ率は最終的には目標の2%に達すると予想する。問題はいかにして実現できるのかであり、それが2024年後半に重要になるとみている。ユーロ圏のインフレ率は米国や英国のインフレ率以上に目標を下回る可能性が高い(米国・英国の方がインフレ目標を上振れる可能性が高い)。

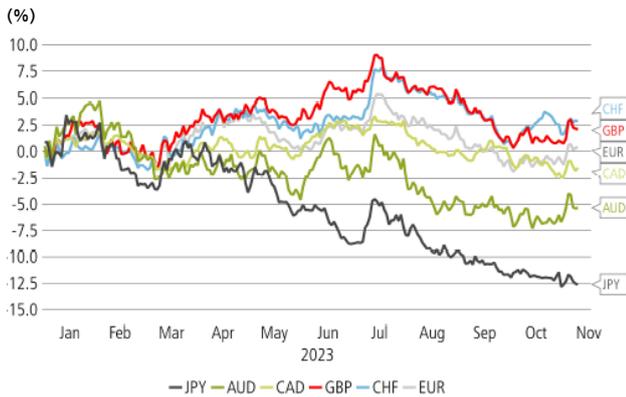
# 通貨市場

## リスクは投資機会でもある

地政学リスクも考慮する必要がある。どこでリスクが高まったとしても、一般に米ドル高要因となるリスク回避とエネルギー価格の上昇につながる可能性がある。しかし、市場参加者はそうしたリスクを十分認識しており、オプション価格にも十分織り込まれていると考える。四半期報告が必要な機関投資家は、市場がレンジ内を推移する中でもポートフォリオの保全のためのプロテクションの買い(ヘッジ)を積極化させていると我々はみている。

## 2023年 主要通貨の動き

2023年1月1日以降の変化率



出所: マクロボンド、UBS、2023年11月9日

## 英ポンドの下落リスクは2024年には後退

英ポンドは昨年末の低水準から大きく上昇し、今年年初来のトータルリターンはG10通貨の中で最も高い。イングランド銀行(英中銀)は1年を通して積極的に金融引き締めを行い、英ポンドのキャリー(金利収入)見通しは魅力度が高まった。また英国の経済データは今年大半の期間で市場予想を上回った。しかし、経済の綻びがみえ始めているようであり、景気の勢いは鈍化している。今後数カ月はこうした状態が続くと予想され、米国経済が依然底堅いことから、英ポンド/米ドルは短期的に下落しやすくなっている。しかしながら、来年はFRBが利下げに着手し、また英ポンドの景気感応度が高い特性も奏功し、同通貨ペアは一定の反転をみせると考える。我々の2024年末の予想は1.27米ドルであり、1年を通して、ゆっくりではあるが徐々に英ポンドが対米ドルで上昇するとみている。

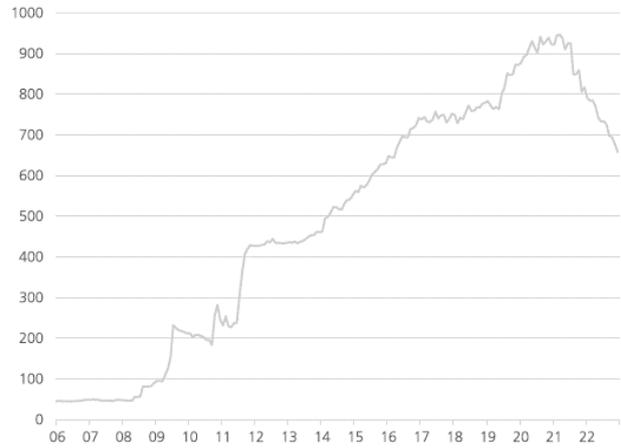
## スイス・フランは対ユーロで安定推移

スイス国立銀行(中央銀行)は長年にわたりスイス・フランの安定化を図ってきた。同中央銀行の現行の金融政策はFRBおよびECBよりも政策金利を低く維持するというものであり、スイス・フランは下落する可能性がある。このため、同中央銀行は自国通貨の下支えに向けてバランスシートを縮小し、外貨準備を売却する可能性がある。これはスイスのインフレ率の抑制に貢献してきた。スイス・フランは低金利により上昇余地が限られるが、外貨準備の売却および貨幣流通量の削減により下落余地も限られると考える。ユーロ圏および米国のインフレ率が高い局面では、スイスの輸入インフレを抑制するため、スイス・フラン高の必要性が高まった。しかし、主要国でインフレ圧力が弱まっている

ことから、スイス・フラン高を支える必要性も低下しつつある。このため、スイス・フランは対ユーロではレンジ内を安定的に推移し、対米ドルでは緩やかに上昇すると予想する。

## スイス国立銀行の外貨準備高は減少している

単位: 10億スイス・フラン



出所: リフィニティブ、2023年11月9日

## 日本円: 当面は弱い、2024年の見通しは明るい

米ドル/円は、米国国債利回りが直近低下する中にあっても、予想に反して高値を維持している。本来なら、日米利回り格差の最近の縮小から、米ドル/円は足元の水準150~151円から145~148円近辺まで低下してもおかしくない。我々の予想と実際の水準の乖離は、特に米国経済の堅調さが当面見込まれる中で、米国国債利回りの直近の急落の持続性を市場が懐疑的に見ていることが原因と思われる。また、日本の政策当局の口先介入が不十分なことから、為替市場は米ドル/円の次の上値を引き続き試している。結論として、米ドル/円は2024年1-3月期(第1四半期)に向けて145~151円のレンジで高止まりするものの、年後半にかけて140~145円まで徐々に低下すると予想する。市場参加者が米国国債利回りの着実な低下について自信を深めると、円キャリー取引の巻き戻しが始まることから、年後半に米ドル/円が下落すると考える。大半の主要中央銀行が利下げを示唆あるいは開始する可能性が高いなか、日銀が金融政策のさらなる正常化に進めば、日本円の上昇(対G10通貨)を後押しするであろう。

## 豪ドル: 2024年は上昇の年

2023年は金利差と中国経済の不振が大きな悪材料となり、豪ドルは苦戦した。2024年は豪ドルにとって明るい年になるとみており、年末までに豪ドル/米ドルは0.7米ドル前半まで上昇すると予想する。市場に大きな影響を及ぼす要因として、米国との金利差縮小、銅など主要コモディティ価格の緩やかな回復の可能性(併せて中国不動産市場の安定化に対する期待)、消費者物価指数(CPI)の前年同月比上昇率を目標レンジ2~3%まで速やかに引き下げること喫緊の政策課題とするオーストラリア準備銀行(中央銀行)の豪州経済への楽観的見方があげられる。当然ながら、追加利上げにより2024年のGDP成長率がさらに減速するリスクは高まっている。したがって我々は、同中央銀行

# 通貨市場

は少なくとも2024年第4四半期までは利下げに着手しないという見方を改めて示すが、一方で景気の急減速は我々の基本シナリオに対するリスクといえる。

## 豪米の利回り差縮小が豪ドルの上昇を支えるだろう



出所: ブルームバーグ、UBS

## 米ドルに追随するカナダ・ドル

2023年は米国との緊密な貿易関係が奏功し、カナダ・ドルはG10資源国通貨を大きくアウトパフォームした。しかし、カナダでは直近のマクロ経済データが今後の景気減速を示唆しているように、経済に綻びがみえ始めている。コア・インフレ率は目標水準を依然上回っているが鈍化傾向を辿っており、今後カナダ銀行(中央銀行)は慎重姿勢を取ると考える。過去のサイクルでは、同中央銀行の政策金利はFRBの政策金利よりもやや低い水準でピークをつけている。今回も同様のことを想定しており、金利はピークに達したと考える。しかし、過去のサイクルに比べて金利は高い水準で長期にわたり維持される可能性がある。特に2024年後半のFRBの利下げによりリスク・オンムードが高まる環境の下では、キャリーの観点からカナダ・ドルの下落余地は限定的と考える。結論として、今後12カ月はカナダ・ドルが米ドルに対して若干上昇するとみており、我々の予想でもそれを反映している。

# 通貨市場

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG (スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 (以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

## 金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、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。

## 通貨市場

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率。))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、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。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ので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

### UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

### その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649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、一般社団法人金融先物取引業協会