

米ドル高には限界がある

通貨市場

Constantin Bolz, CFA, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Jessie Ren, Strategist; Clémence Dumoncel, Strategist; Patrick Ernst, CFA, FX Strategist; Dean Turner, Economist

- トランプ前大統領の再選で、米ドルは今後しばらく割高な領域にとどまる可能性が高いため、我々は為替の見直しを変更した。
- ただし、米ドルの上昇幅には限界があり、米国金利の低下に伴い下落するとの予想を維持する。



出所: UBS

何が起きたか？

この数週間で多くのことが起きた。10月を通して市場の関心を集め続けた米国の選挙は、トランプ前大統領が返り咲き、議会は上下両院で共和党が過半数を獲得することを確実にした。トランプ氏勝利への期待から、米ドルは選挙前の時点で、9月に付けた底から既に4~5%上昇していた。

こうした動きにより、選挙結果が出た直後は、ユーロ/米ドルの急激な反応は抑えられた。しかしその後は徐々に下落している。また、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長が方針を変えずに利下げを実施したにもかかわらず、閣僚人事が決まり始める中で米国の金利上昇は続いている。

CIOによる最新の為替見直し

FX Pair	13-11-24	Mar 25	Jun 25	Sep 25	Dec 25	PPP
EURUSD	1.06	1.08	1.09	1.10	1.12	1.25
EURCHF	0.94	0.93	0.93	0.94	0.94	0.98
USDCHF	0.89	0.86	0.85	0.85	0.84	0.79
GBPUSD	1.27	1.32	1.33	1.33	1.35	1.55
EURGBP	0.83	0.82	0.82	0.83	0.83	0.80
GBPCHF	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13	1.22
USDJPY	155	152	150	147	145	88
EURJPY	164	164	164	162	162	110
USDCAD	1.40	1.38	1.37	1.36	1.35	1.24
AUDUSD	0.65	0.68	0.68	0.68	0.68	0.66
NZDUSD	0.59	0.58	0.58	0.58	0.58	0.58
EURSEK	11.61	11.50	11.40	11.30	11.30	9.96
EURNOK	11.77	11.70	11.50	11.30	11.20	10.66

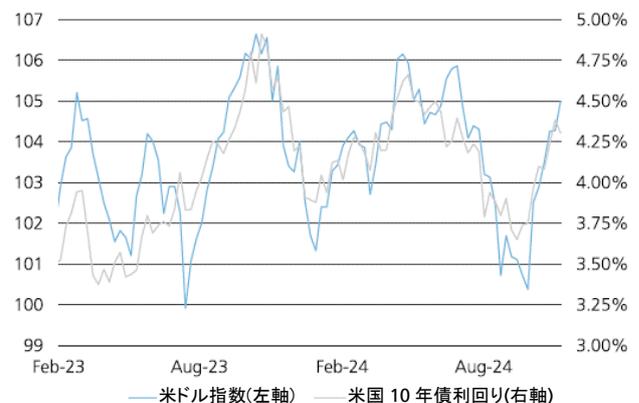
出所: UBS、リフィニティブ、2024年11月

「レッド・スウィープ」は米ドルにどう影響するのか？

米国の政権交代は、今後数カ月間の米ドルの見直しにどう影響するのだろうか。大統領選でトランプ氏が勝利し、共和党が上下両院の多数派を占める「レッド・スウィープ」が実現することで、米ドルには明らかにプラスだ。第1に、減税が実施されれば、企業の景況感が上向くとともに、米国の景気が下支えされ、海外投資家から見た米国株式の魅力が増し、米ドル需要が高まる可能性がある。第2に、関税が引き上げられれば、世界の貿易と経済成長の両方に悪影響を及ぼすと予想され、米国のインフレ率を押し上げる可能性が極めて高い。市場は第2次トランプ政権が第1次政権に非常に近いものになると想定していることから、FRBが2025年に100ベースポイント(bp)近い利下げを実施するという予想は後退し、米ドルが過去6週間で6%上昇する要因となった。つまり、市場がこれまでに、いわゆる「トランプ・トレード」をある程度織り込んでいることは間違いないだろう。

米ドルは米国金利の上昇に反応

米ドル指数と米国10年債利回り



出所: UBS、ブルームバーグ、2024年11月

本稿は、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch および UBS AG London Branch が作成した“Currency markets - Currency Forecast Update: USD strength has its limits”(2024年11月13日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年11月21日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

第1次トランプ政権とは出発点異なる

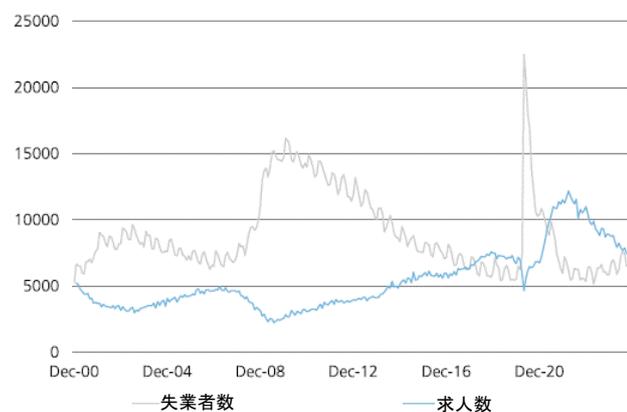
しかし、第2次トランプ政権が第1次政権と同じだと予想するのはリスクを伴う。米国内の状況が、第1次政権が発足した2017年当時と大きく異なるからだ。FRBは現在利下げを行っているが、2017年は利上げを実施していた。債務水準はパンデミックを経て約2倍に膨らんでおり、経済は減速している。しかも、他の国・地域は、米国例外主義に向き合う準備が以前よりも整っている。トランプ氏が提案する政策は双子の赤字(経常赤字と財政赤字)の拡大につながり、米ドルの長期的な魅力度を低下させると予想される。我々は、米ドルに既に織り込まれている上昇要因は1つの側面を表しているにすぎないと考えており、トランプ氏の政策に必要な財源がどのように確保されるかという点もいずれ注目されることになるだろう。ここ最近の債券利回りの上昇には、トランプ氏の政策の持続可能性をめぐる市場での先行き不透明感が反映されている。さらに上昇すれば、住宅ローンや債務返済を通じて景気への大きな足かせとなり、今後の経済成長に打撃を与えるだろう。加えて、トランプ氏は金利の上昇にも米ドル高にも否定的なため、考え方にやや矛盾がある。

なぜ我々は米ドル下落を予想してきたのか？

我々は最近の情勢の大きな変化を踏まえ、米ドルの下落見通しの妥当性を再確認する。我々の見解の根拠となっていた要因は、主に米国例外主義の終焉、2025年にかけての欧州の良好な景気動向、米ドルと他通貨との利回り差の縮小の3つである。第1の要因である米国例外主義の終焉は、インフレ率が足元でFRBの目標水準に戻り、労働市場が軟化して、求人数や離職率といった主要指標がパンデミック前の水準に回帰しているため、現在の状況にも当てはまる。第2に、欧州の経済成長率は低調ではあるものの、欧州中央銀行(ECB)が利下げペースの加速に踏み切ったため、金利低下の恩恵を受けるだろう。ユーロ圏における直近の域内総生産(GDP)成長率が発表された時のように、小さなポジティブサプライズであっても、ユーロの反応は大きくなる可能性がある。結果として、ECBによる利下げが大きく織り込まれているなかで米国の金利が上昇していることから、米ドルとユーロの利回り差は拡大する一方、スイス・フラン、英ポンド、豪ドルなど他の通貨との利回り差は縮小傾向にある。

米国の労働需給には均衡が戻りつつある

米国の失業者数と求人数(単位:千人)



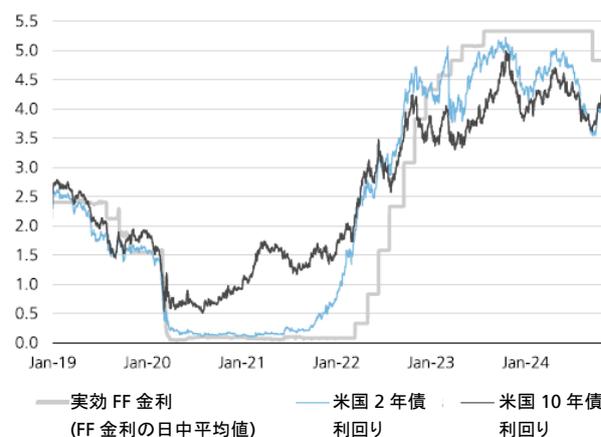
出所: UBS、ブルームバーグ、2024年11月

何が変わったのか、そして我々はなぜ見直しを変更するのか？

為替見通しの検討には、トランプ氏の勝利とレッド・スウィープも考慮する必要がある。トランプ氏は先が読みにくい大統領であり、先行き不透明感が強まる可能性が高いものの、米ドルへの短期的な影響は依然としてポジティブとみられる。減税が実施されれば、米国への投資は海外投資家にとって魅力的なものとなり、関税引き上げへの懸念は米ドルの上昇要因になると予想される。米国の債務水準が高まるとの予想から、ターム・プレミアム(債券の長期保有リスクに対する上乘せ金利)が上昇しているにもかかわらず、金利上昇で米ドルの魅力度は高まっている。結果として、ユーロ/米ドルが最近の取引レンジを抜けて1.12を上回る可能性は従来の予想よりも低くなったとの考えから、我々は為替見直しにおける米ドル下落幅の予想を縮小させた。

FRBは利下げしたが金利は上昇

フェデラル・ファンド(FF)金利と2年債、10年債の利回り



出所: UBS、ブルームバーグ、2024年11月

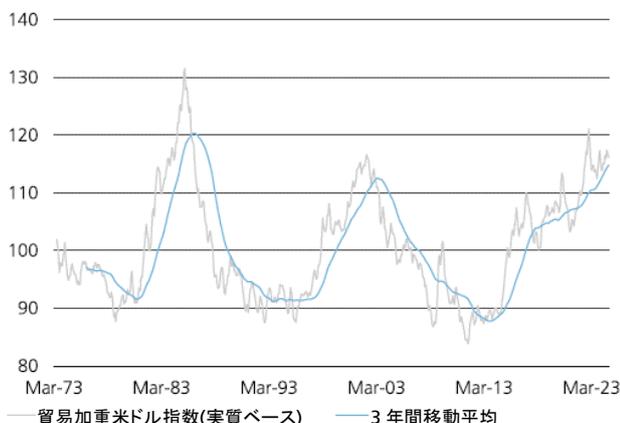
それでも米ドル下落を見込む理由とは？

とは言え、経済の見通しは依然として米ドルの下落を示唆している。FRBは最近の記者会見で、金融政策が依然として引き締め的な領域にあり、ソフトランディング(経済の軟着陸)を確実なものにするには、金利を中立的な水準へと引き下げる必要があることを示唆した。パウエル議長は、FRBは今後発表される経済指標を注視し、財政政策の変更に関する憶測で動くことは避けるとの考え方を明確に示した。我々は、市場によるFRBの利下げ予想の後退は行き過ぎだとみている。米国金利は、今後さらに上昇する可能性よりも、足元の水準から低下する可能性の方が高いと考える。現在の高過ぎる利回りは米ドルの最大の上昇要因の1つとなっているため、米国金利が低下に転じれば、米ドルもそれに続くだろう。米国のインフレ率の低下、労働市場の軟化、FRBによる金融緩和といったファンダメンタルズ(基礎的条件)は、実際に利回り低下の要因となる。最後に、トランプ氏がもたらす米ドル上昇要因の多くは既に織り込み済みで、それが2つのリスクをもたらしている。そのリスクとは、米ドルを下支えする政策を公約通りに実現しない、もしくはその効果が市場の期待を下回るというネガティブ・サプライズと、トランプ氏が金利低下と米ドル下落を目指す姿勢を明確に示すことである。最近の市場は米国大統領選に強い関心を寄せてきた一方で、11月初

めに発表された米国雇用統計の極端な弱さに対する反応は薄かった。我々は、市場の関心が程なくして経済指標に戻ると予想する。

米ドルは割高な水準で推移

貿易加重米ドル指数(実質ベース)



出所: UBS、ブルームバーグ、2024年11月

我々の見解に対するリスクとは？

我々は大統領選前のシナリオにおいて、トランプ氏が勝利した場合は米ドルが短期的に上昇するものの、中期的には前述の構造的要因によって下落すると予想していた。しかし現在は、米ドルの上昇幅には限界があり、ユーロ/米ドルは1.05前後で底を打つとみている。では、米ドル高が足元の水準からさらに上昇する要因とは何だろうか。第1に、本格的な貿易戦争に突入すれば、世界的なリスクオフ局面が訪れ、米ドルが安全資産とみなされて買いが集まる可能性がある。ただし、それによって米国の利下げペースも加速するとみられるため、米ドルは重要な下支え要因を失うことになる。第2に、経済成長の加速とインフレ期待、さらにはターム・プレミアムの上昇を背景に、米国債利回りが上昇して5%に達することである。高い利回りは当初は魅力的だろうが、市場ではいずれ米国の債務の持続可能性に対する疑問が広がり、米ドルの下落につながるだろう。第3に、米国とその他の国・地域との間で経済成長やインフレの動向が大きく乖離すること、あるいは人工知能(AI)による追い風を受けて米国経済が再加速するのと同時に、欧州や中国の経済が減速することも、依然として大きなリスクである。だが、欧州の成長率は非常に低い水準から大きく上振れる余地があり、中国政府は現状よりもさらに強力な措置を講じて、不動産市場低迷への対処に乗り出す可能性がある。一方、米国経済は、財政主導による2023年と2024年の力強い成長から減速に転じる見通しだ。

為替見通しの変更

我々は数カ月前、ユーロ/米ドルが1.05~1.10のレンジを上抜けし、2025年には1.10~1.15のレンジに達すると見込んでいた。7月と8月の米国雇用統計が2カ月連続で市場予想を下回り、デysinフレが継続し、ついには9月の会合でFRBが50bpの利下げに踏み切った後、ユーロ/米ドルが1.12まで急上昇したことは予想外だった。その後、トランプ氏勝利への期待が強まり、それが現実になったことを主因として、ユーロ/米ドルは1.06まで下落した。その間に雇用統計は再び市場予想を下回ったが、市場ではさほど注目されなかった。トランプ氏の大統領就任に伴い、ユーロ/米ドルが2025年中に1.10を大きく上回る余地は小さいとの考えから、我々は為替見通しを変更した。とは言え、ユーロ/米ドルが1.0を割り込む可能性も低いとみている。ユーロ/米ドルは前回2022年に1.0を割り込んだが、これは欧州がエネルギー危機により大幅な貿易赤字となったことが要因であり、現在の状況は当時と大きく異なる。そのため、ユーロ/米ドルは我々の予想期間において、最近の取引レンジである1.05~1.12での推移が続くと予想する。

ユーロ/米ドルは1.05~1.12で推移

2023~2024年と同じレンジでの取引が続く見通し



出所: UBS、ブルームバーグ、2024年11月

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には旧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。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、価格見直し、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手に入れ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・マネジメンおよびシニア・マネジメン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ものです。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ご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。

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

通貨市場

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 2024 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