

米ドル下落ペースは鈍化の見通し

通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Constantin Bolz, CFA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Patrick Ernst, CFA, FX Strategist; Clémence Dumoncel, Strategist; Jessie Ren, Strategist

- 米ドルは、主要通貨に対して年初来高値を更新しており、米ドル指数は一時108を突破した。
- 米ドルは、米連邦準備理事会(FRB)の2025年の利下げ回数が減る見通しや、トランプ新政権による関税リスクを受けて、このところ上昇基調にある。米ドルは先行き下落するとの我々の基本的な見通しに変わりはないが、こうした足元の状況を踏まえて、2025年については米ドルの下落ペースがやや緩やかになるとの見方に改め、為替見通しを若干更新する。



出所: UBS

中央銀行間で異なるストーリー

この2週間は主要中央銀行で様々な動きがみられた。なかでも米連邦準備理事会(FRB)の政策決定に注目が集まった。

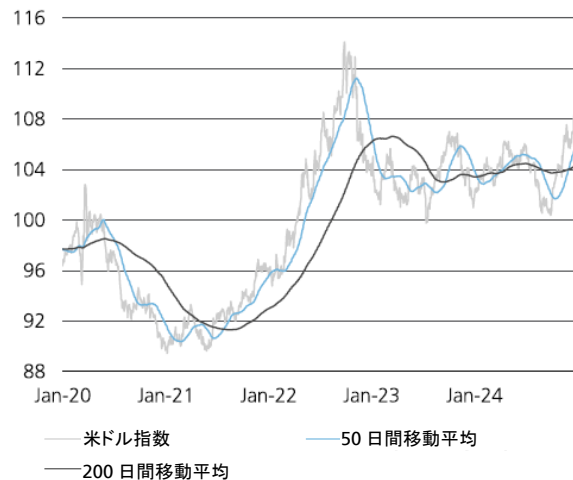
FRBがタカ派的なスタンスを示唆したことから、利下げ観測はさらに後退し、2025年の利下げ回数の見通しはわずか2回に半減した。金利の見通しもシフトし、米ドルは幅広い通貨に対して上昇した。米ドルの総合的な強さを示す「米ドル指数」は一時108を超えた。過去2年間、金利と米ドルの動きは概ね一致していたが、今回も例外ではなく、この順相関は2025年も続く見通しである。

一方、FRB以外の中央銀行は、市場の予想に近い動きを見せた。イングランド銀行(BOE)は今日19日、政策金利据え置きを決定し、欧州中央銀行(ECB)は12日に政策金利を25ベースポイント(bp)引き下げた。2025年については、2行とも利下げを続ける見通しだが、BOEはFRBと同様に利下げ観測が後退している。

すべての中央銀行がタカ派に転じたわけではない。日銀は19日の会合で金利を据え置き、スイス国立銀行(SNB)は12日に50bpの大幅利下げを実施するなど、市場の予想よりもハト派的な動きを見せた。

米ドルは幅広い通貨に対して上昇

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2024年12月

日銀は今回金利を据え置いたうえで、実質金利のマイナス幅を縮小するには、国内の賃上げ動向や米国の通商政策の行方を見極める必要があると指摘した。我々は、日銀の次なる利上げは2025年3月と予想している。SNBに関しては、予想以上の金融緩和によってスイス・フラン高を抑制する狙いがうかがえる。両中央銀行の動きにより、スイス・フランと日本円は対米ドルだけでなく、他の主要通貨に対しても下落した。ドル円は一時的に160円を試す余地もあるが、ユーロ/スイス・フランについては、0.93を大幅に下抜けるのは難しいだろう。米ドル/スイス・フランは0.90を超える水準が2025年1-3月期(第1四半期)まで続く可能性もある。

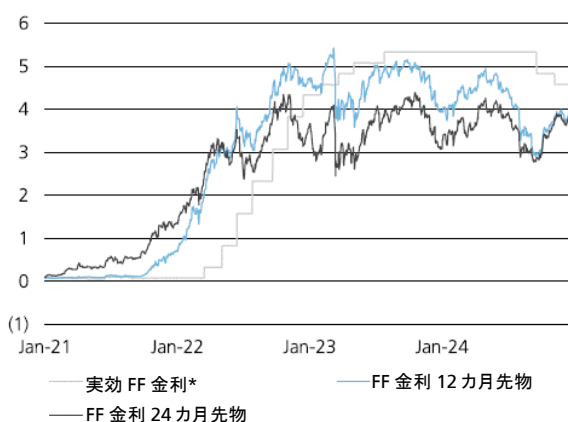
本稿は、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch および UBS AG Hong Kong Branch が作成した「Currency markets: Extending USD strength」(2024年12月20日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年12月24日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されません。

直近の中銀のメッセージをどう読み解くか

FRBのパウエル議長のタカ派的な発言や、米連邦公開市場委員会(FOMC)が公表した経済見通しにおいて経済成長率とインフレ率が上方修正(経済成長率:2.1%、インフレ率:2.5%)され、失業率は小幅に下方修正されたことを考慮すると、米ドルは今後も強含むことが予想される。しかし、経済成長率に関しては、政府消費の減少が予想されることや、実質金利の高止まりが総固定資本形成の重しとなることを考えると、これらの数値は下振れるとみている。したがって、2025年の利下げ回数は市場が織り込む2回は少なすぎる可能性がある。過去2年間、FRBの見通しは、景気後退の拡大から金利の高止まりまでの間を何度も大きく揺れ動いてきた。実際は、その中間になる公算が大きい。

FRBへの利下げ期待は後退している

単位: %、日次データ



*FF金利(米国政策金利)の日中平均値

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年12月

欧州については、ECBの利下げ期待がかなり高まっている。ECBは2025年6月に利下げをいったん停止し、利下げが成長に与える影響を吟味するだろう。総固定資本形成は2024年に大幅に縮小した後、2025年には再び上向くとみている。この観点から、ECBの政策金利は、市場が示唆する1.8%を下回る状況にはならないと予想する。一方、英国については、大幅な財政の拡張や高いインフレ率を踏まえ、BOEの今後の利下げペースは緩やかなものになるだろう。しかし、この場合でも、追加利下げをわずか2回と織り込む市場の見方はかなり保守的と思われる。SNBの追加利下げの有無については、スイスのインフレ率とスイス・フランの動向次第だ。我々は現時点では、マイナス金利の導入は想定していないが、インフレへの下押しにつながるスイス・フランの上昇圧力を抑制する必要があるれば、SNBがマイナス金利を復活させる可能性もある。

アジアでは、日銀が2025年に2回の利上げを行うと予想する。第1四半期に予定されている春季労使交渉(春闘)は、追加利上げの判断材料となるだろう。高いインフレ率や、円安進行も判断材料の1つになる。ただし、日本の経済成長の伸び悩みは、こうした利上げ予想に対するリスクとなる。

最後に、オーストラリア準備銀行(RBA、中央銀行)については、我々は2025年5月に利下げに転じると予想する。これは市場の

予想と比較すると、緩やかなペースだ。11月の雇用統計では、雇用者数の伸びが予想を上回り、失業率は市場予想の4.2%を下回る3.9%に改善し、2024年2月以来の最低水準となった。また、先日発表されたオーストラリア政府の中間経済・財政見通しでは、2025年度/26年度(2025年7月-2026年6月)も引き続き大規模な財政刺激策を行うことが示された。以上の2点を踏まえると、RBAが早期利下げに踏み切る可能性は低いと我々はみている。

為替見通しを更新

FRBによる利下げペースの鈍化見通しと米国以外の国・地域の経済成長の低迷を踏まえ、主要10カ国の為替の見通しを更新した。米ドル高基調は2025年第1四半期まで継続し、米ドルの下落ペースは前回の想定よりも緩やかになると予想する。

CIOによる最新の為替見通し(主要10カ国の通貨)

FX Pair	19-12-24	Mar 25	Jun 25	Sep 25	Dec 25
EURUSD	1.037	1.05	1.06	1.08	1.10
EURCHF	0.932	0.93	0.93	0.94	0.94
USDCHF	0.899	0.89	0.88	0.87	0.85
GBPUSD	1.252	1.28	1.29	1.32	1.34
EURGBP	0.828	0.82	0.82	0.82	0.82
GBPCHF	1.125	1.13	1.13	1.15	1.15
USDJPY	157.7	156	153	150	145
EURJPY	163.5	164	162	162	160
USDCAD	1.437	1.41	1.40	1.38	1.37
AUDUSD	0.625	0.65	0.66	0.67	0.67
NZDUSD	0.565	0.56	0.56	0.56	0.56
EURSEK	11.43	11.5	11.4	11.3	11.3
EURNOK	11.85	11.8	11.7	11.6	11.5

出所:ブルームバーグ、UBS、2024年12月

具体的には、ユーロ/米ドルは2025年前半は1.05前後で推移すると予想する。関税の影響によって、あるいは両地域の経済マクロ環境がさらに乖離した場合は、一時的に1.0に近づく可能性も排除できない。ユーロ/米ドルがレンジの中央またはそれ以上の水準(1.08~1.10)に戻るとする予想は、2年国債の利回り格差がある程度まで縮小し、2025年後半にユーロ圏のマクロ経済指標が改善してユーロ/米ドルの下支え要因になるとの見方が背景にある。

今回、ユーロ/米ドルの見直し更新に伴い、米ドル/スイス・フラン、英ポンド/米ドル、米ドル/スウェーデン・クローナの見直しを更新した。対ユーロの見直しは、英ポンドとノルウェー・クローネを除いて変えていない。

豪ドル/米ドルについては、今回の更新した見直しでも依然豪ドル高への動きを想定しているが、前回よりも緩やかな上昇を見込んでおり、加えて目先の中国関連リスクも考慮に入れている。とはいえ、中国とオーストラリア両国が追加の景気刺激策を実施し、RBAが5月まで政策金利を据え置いた場合は、豪ドル/米ドルは1桁後半の回復を見せ、再び0.68水準に達すると予想する。ニュージーランド・ドル/米ドルは豪ドル/米ドル上昇の動きに追随する可能性は低いらう。ニュージーランドの金利

通貨市場

低下観測と経済の成長鈍化を背景に、ニュージーランド・ドル／米ドルは横ばいで推移すると予想する。

カナダ・ドルは、トランプ関税の脅威、混迷深まるトルドー政権、カナダ銀行(中央銀行)による利下げ継続など、国内外の課題に直面している。これらを踏まえ、我々は米ドル／カナダ・ドルの見通しを米ドル高方向に修正した。ただし、中期的には米ドル／カナダ・ドルは米ドル安方向に動くとの見方を維持している。これまでの積極的な利下げサイクルによるプラス効果が、今後カナダ経済に波及していくと見込まれるからだ。

最後に、ドル円については、日銀が利上げに慎重な姿勢を崩さない一方で、実質金利をマイナス圏で恒常化させることには懸念を示していることから、短期的には上昇し、160円を試す場面もあるだろう。市場は日銀が利上げに踏み切るか確信が持てないことから、2025年3月と見込まれる次の利上げが行われるまで、ドル円相場の短期的な上昇リスクは高まるだろう。だが、2025年に日銀が少なくとも2回利上げを実施し、米国の利下げも伴って、日米金利差はさらに縮小する可能性が高い。その場合、ドル円は下落し、2025年末にかけて145～150円のレンジで推移すると予想される。

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ものではありません。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 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