

# 米ドル高は当面続く見通し

## 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2024年9月の安値から一転して上昇基調をたどり、総合的な強さを示す米ドル指数は、足元110近辺で推移している。この勢いが今後も続くとするれば、2022年につけた高値に到達する可能性がある。
- 直近発表された米国の経済指標は市場予想を上回った。米国以外の国・地域が関税リスクで揺れる中、米国経済は当面堅調を維持すると見込まれる。さしあたっては米ドル高基調が続くとみて、主要10通貨の為替見通しを更新する。
- 短期的な米ドル高が2025年前半も続き、米ドル指数が115に達するなど、上昇が想定以上に進む余地もある。また、投機筋による米ドル買いのネットポジションが高水準にあることから、米ドル高が続くには米国の経済指標が引き続き堅調であることが必要と考える。



出所: UBS

### 直近の通貨市場の動き

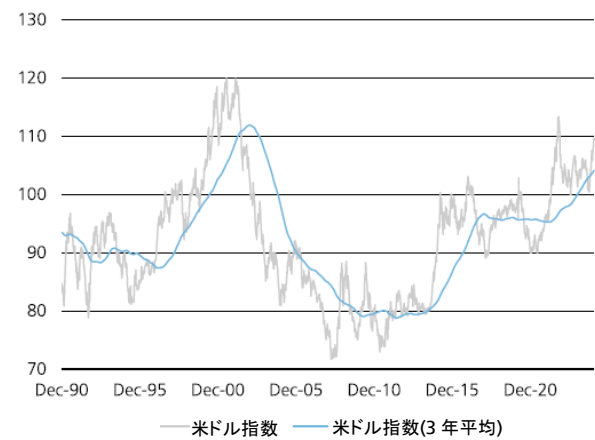
米ドルは2025年に入ってさらに上昇した。予想を上回る堅調な米国の経済指標(非農業部門雇用者数および購買担当者景気指数(PMI))と、それに伴う米国債利回りの上昇が米ドル高の要因となった。米国以外の各国・地域の経済指標は強弱まちまちで、欧州の経済成長見通しは引き続き低調である。一方、中国では成長が上向き始め、エコノミストの予想では2024年第4四半期の経済成長率は前年同期比で5%と見込まれる。しかし、米国による関税引き上げリスクがのしかかっているため、中国の景気回復が投資家の心理を改善し、米ドル高に歯止めをかけるとは考えにくい。韓国(政局)、ユーロ圏(景気と政局)、英国(財政)など、国内情勢の不透明感が表面化している国や地域では、ここ数週間で通貨がさらに下落している。

### マクロ経済とトランプ政策に変化がない限り米ドルの勢いは続く

短期的には、米ドルの足かせとなる逆風は限定的とみられる。米国の経済指標は当面堅調を維持すると見込まれ、インフレリスクも再燃しつつあることから、「米国例外主義」が改めて浮上しているようだ。米国の経済成長率予想と期待インフレ率は直近で上昇しており、米連邦準備理事会(FRB)は2025年に金融政策を据え置く可能性も排除できない。市場は、少なくとも短期的にはFRBの現状維持の可能性を織り込むとみられる一方、他の主要中央銀行は追加利下げを行う公算が大きい。米国以外のマクロ経済指標はまちまちで、2025年の国内総生産(GDP)成長率は世界全体として鈍化し、特にユーロ圏の低迷が予想される。金融政策の乖離が大きな要因となり、通貨市場のトレンドが形成され、為替レートが過剰に動く可能性がある。

### 米ドルは幅広い通貨に対して上昇が続いている

#### 週次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年1月

マクロ経済動向の違いに加え、米国による関税リスクも重くのしかかっている。実現の可能性はともかく、全輸入品への10%の一律関税、カナダとメキシコに対する25%の関税、そして中国からの輸入品への60%の関税の可能性は、トランプ氏が強調している数字としてニュースの見出しを飾っている。米ドルが200日移動平均から5%以上、昨年の最安値からは10%近く上昇している点を考えると、10%の一律関税については、市場はほぼ織り込み済みだと考えられる。ただし、人民元に関するリスクには留意することを勧める。中国に対する60%の関税により、米ドル/人民元のレートが我々の予想値7.5を超え、例えば8.0や

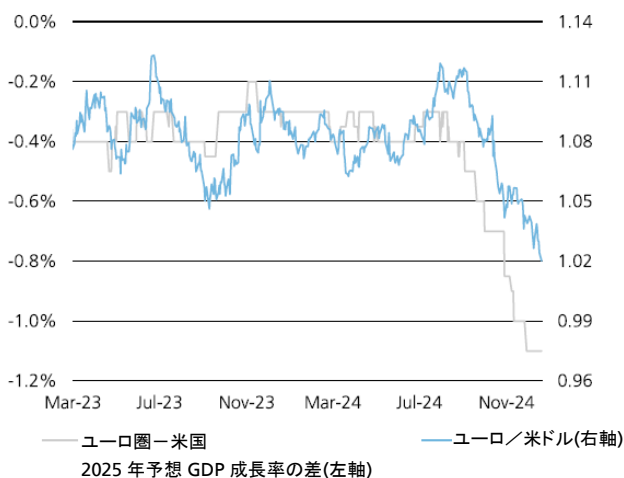
## 通貨市場

8.5まで上昇すれば、ユーロ、豪ドル、日本円など主要通貨全般になお一層の下げ圧力がかかることが想定される。

現段階では、米ドル高の要因として、予想を上回る米国のマクロ経済指標、関税リスク、他国・地域の相対的に低調なマクロ経済指標などが挙げられるが、主な要因は米国の経済指標の堅調さである。よって関税リスクは、短期的な米ドル押し上げ要因と言える。これを踏まえ、米ドルの総合的な強さを示す米ドル指数は110~115のレンジで推移し、3月末時点でユーロ/米ドルは1.00に下落し、英ポンド/米ドルは1.20を下回り、米ドル/スイス・フランは0.94が視野に入る展開になると考える。

### ユーロ圏と米国の経済成長見通しの差が広がり、ユーロは米ドルに対し下落し始めている

日次データ、ブルームバーグのコンセンサス予想に基づく



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月

### 短期的な米ドル上昇モメンタムの先を見据える

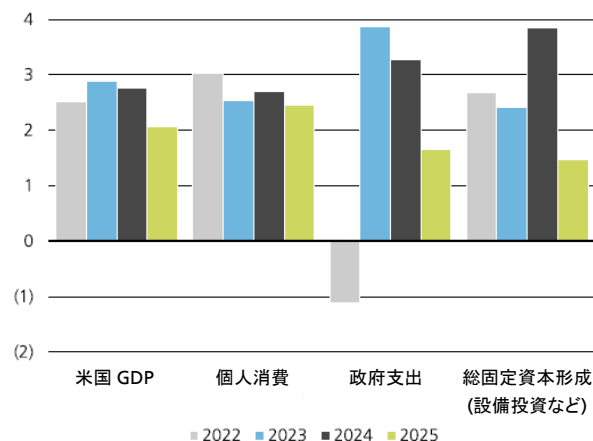
我々は、米国の4~4.5%の政策金利は依然として引き締めめであり、景気とインフレの逆風になっていると考える。ただし、人工知能(AI)の発展および関連投資の拡大により、生産性が向上する可能性はある。

最近の長短金利差の拡大および長期金利の上昇は、他国・地域よりも米国の経済に大きな影響を与える。米国では長期で借入れを行う傾向があり、米国の住宅ローンで主に使用される30年物固定住宅ローン金利は現在7%を上回っている。こうした状況は、住宅市場など一般的な経済活動にマイナスの影響を及ぼし始めている。

トランプ新大統領の掲げている政策には多くの不確実性があり、それが各国・地域のマクロ経済動向にさらなる乖離をもたらす可能性がある。市場に不利な政策(関税、移民規制など)は実行に移しやすいため、市場に有利な政策(減税、規制緩和など)よりも先に導入される公算が大きい。

### 米国の経済成長は鈍化を予想

前年比(%、実質ベース、2024年以降はUBSによる推計)

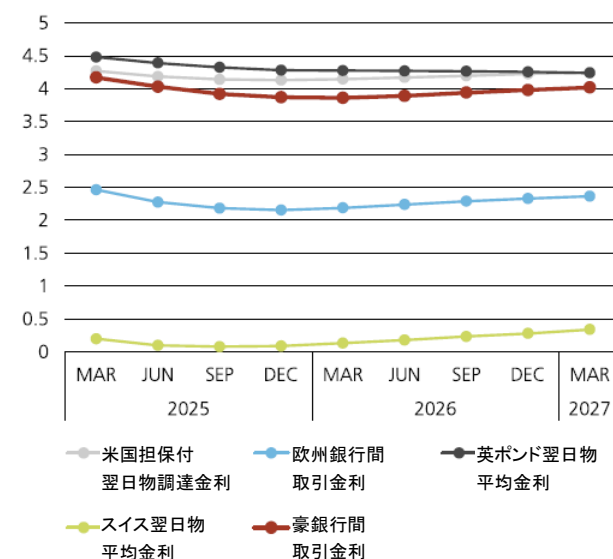


出所:UBS、2025年1月

関税政策で懸念される点は、結果的にさらなるインフレにつながる可能性だが、インフレへの影響は一時的な現象にとどまることが多い。ただし、どの程度の影響かは、為替レートの変動、貿易相手国からの報復措置、輸入代替効果、迂回貿易などの要因に大きく左右される。第1次トランプ政権下の2018年から行われたFRB独自の分析では、一時的なインフレの影響にはあまり神経質にならず、経済への潜在的な影響に注目する方が賢明であると判断している。

### 米国金利の低下は非常に緩やかと予想されており、予想外のマイナス成長は示唆されず

3カ月金利先物、単位: %



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月

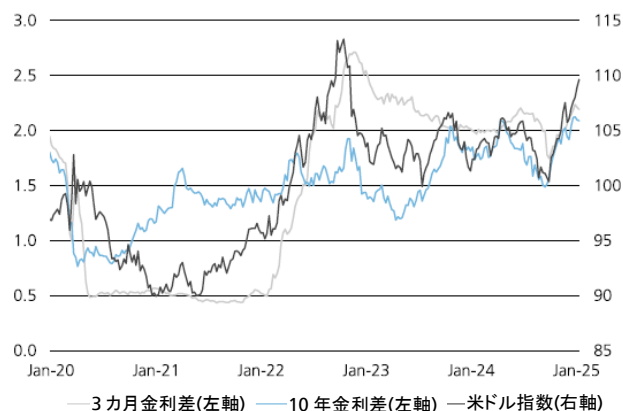
米国経済成長へのマイナスの影響は為替市場に織り込まれていないとみるが、欧州など他の地域も同じとは言い難い。中国については、関税率が大幅に高くなる見通しであるため、人民元は、下落の余地があると示唆される。これを踏まえ、米ドル/人民元の予想は7.50に据え置く。

## 通貨市場

市場がすべての変動要因を総合的に考慮してマクロ的な影響を捉えるのは難しいと考える。むしろ市場は、次々に入ってくる1つひとつのニュースにその都度反応している。現時点では、こうした動きが米ドル高につながっているが、この傾向が年末まで続くとは考えにくい。したがって我々は、2025年は前半に米ドルの強さが続き、後半に一部または全面的に軟化に転じるとの見方を変えていない。米ドルが数十年ぶりの高値圏で推移していることや、投資家の投機的な米ドルの買いポジションが高水準にあることなどが、この見方を裏付けていると考える。

### 米ドルは金利差の広がり以上に上昇している

日次データ、金利差は米ドル指数に基づく加重平均で算出



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年1月

### 今回の更新

今回我々は、米ドルと他の主要通貨とのすべてのペアの見通しを米ドル高方向に更新した。これは、2025年前半に米ドル高が続いた後、年後半には緩やかながら下落トレンドに転じるとの見通しに基づいている。具体的な更新内容は以下の通りである。

ユーロ／米ドルの見通しは2025年3月末時点で1.00（従来予想1.05）、年末時点は1.06(同1.10)に変更する。英ポンド／米ドルについては、英国の財政不安から一時1.20を割り込むが、年末までに1.29へ回復すると予想する。米ドル／スイス・フランの予想は3月末を0.93(従来予想0.89)、年末を0.88(同0.85)に変更した。

アジア太平洋地域の通貨については、豪ドルと日本円の上昇余地を引き下げた。豪ドル／米ドルおよび米ドル／円の2025年末時点の見通しはそれぞれ0.66(従来予想0.67)および149円(同145円)としている。

### CIOによる最新の為替見通し(主要10通貨)

FX Pair	13-01-25	Mar 25	Jun 25	Sep 25	Dec 25
EURUSD	1.021	1.00	1.02	1.04	1.06
EURCHF	0.938	0.93	0.93	0.93	0.93
USDCHF	0.918	0.93	0.91	0.89	0.88
GBPUSD	1.217	1.19	1.23	1.25	1.29
EURGBP	0.839	0.84	0.83	0.83	0.82
GBPCHF	1.118	1.11	1.12	1.12	1.13
USDJPY	157.6	160	156	153	149
EURJPY	160.9	160	159	159	158
USDCAD	1.440	1.46	1.44	1.42	1.40
AUDUSD	0.616	0.62	0.63	0.65	0.66
NZDUSD	0.556	0.54	0.54	0.55	0.56
EURSEK	11.52	11.5	11.4	11.3	11.3
EURNOK	11.71	11.8	11.7	11.6	11.5

出所: UBS、リフィニティブ

## 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。

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0.5%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

## 通貨市場

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。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。

「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 2025 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