

# 通貨市場

「利上げ」の冷水に飛び込むか、ためらうか

2022年2月24日

Chief Investment Office GWM

Thomas Flury, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Gaétan Peroux, CFA, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Dean Turner, Economist; Brian Rose, Senior Economist Americas

- 通貨市場は概ね安定的に推移し、米ドルは年初から総じて強含んでいる。比較的安定を維持している通貨市場の動きは、上昇傾向にある金利と下落傾向にある株式とは対照的である。
- 通貨市場に明確なトレンドが存在しない状況は長くは続かないとみられる。目下のところ、我々は米ドル高を想定したポジションを取っている。また、米ドルを介さないクロス通貨取引では、利上げ国通貨および資源国通貨へのエクスポージャーを高めつつある。
- 直近の市場動向と中央銀行のコミュニケーション等を考慮して、従来予想を一部修正した。また2022年3月の予想に代わり、2023年3月の予想を新たに追加している。



今月、我々は2023年3月の予想を発表し、この機に全体的な見直しを見直した。短期予想の根拠として考慮したのは、金融政策引き締め相対的スピードと、各中央銀行の政策へのコミットメントである。過去の利上げに注目すると、殆どの場合で連続して利上げが行われていたことが分かる。ごく稀に米連邦準備理事会(FRB)などが利上げを1、2回で終わらせたケースがある程度である。今回の利上げサイクルは、金利が超低水準に低下し、大幅な資産購入が行われた後に実施されることから、かなり大規模なものになるとと思われる。各中央銀行の金融引き締めは、ひとたび利上げに踏み切ると、その後は数四半期にわたってほぼ自動操縦モードになることが想定される。

## 前のめりのFRBに対して、ECBは慎重姿勢

最初の利上げ以降は、経済成長やインフレの指標にあまり振り回されず、長期にわたり引き締めサイクルが継続される。これに対し、最初の利上げの前は、高いインフレ率は重要な要素となる。高物価水準が利上げに踏み切る引き金となるからだ。英国、ノルウェー、ニュージーランド、その他一部新興国の中央銀行は、インフレ加速を背景に既に利上げを開始しているが、いまのところ金融市場に過度な打撃は及んでいない。一度決定を下したならば、よほど異常な指標が現れない限り、金利正常化に向けた動きを止めることはないだろう。一方、より慎重な姿勢を取り、冷たい水につま先だけをつけて、飛び込むことをためらっている中央銀行もある。

## UBS CIOによる新しい通貨見直し

	24-02-22	Jun 22	Sep 22	Dec 22	Mar 23	PPP
EURUSD	1.115	1.11	1.12	1.13	1.14	1.33
EURCHF	1.029	1.07	1.07	1.08	1.09	1.08
USDCHF	0.922	0.96	0.96	0.96	0.96	0.82
GBPUSD	1.334	1.37	1.38	1.38	1.39	1.62
EURGBP	0.836	0.81	0.81	0.82	0.82	0.82
GBPCHF	1.231	1.32	1.32	1.32	1.33	1.32
USDJPY	115.0	118	118	115	115	67
EURJPY	128.3	131	132	130	131	89
USDCAD	1.283	1.24	1.23	1.22	1.21	1.25
AUDUSD	0.715	0.74	0.76	0.76	0.76	0.71
NZDUSD	0.667	0.69	0.70	0.70	0.70	0.62
EURSEK	10.73	10.6	10.6	10.5	10.4	9.88
EURNOK	10.10	9.70	9.60	9.60	9.60	10.80

\* PPP=購買力平価

出所: リフィニティブ、UBS、2022年2月24日現在

欧州中央銀行(ECB)は利上げに慎重な姿勢を取り、スイス国立銀行(中央銀行、SNB)は ECB が飛び込んでからようやく水に入ることを検討すると思われる。日銀は、何らかの対応を取るとしても、主要中央銀行の中では最後となる可能性が極めて高い。

## 通貨市場

### UBS CIO による前回の通貨見通し

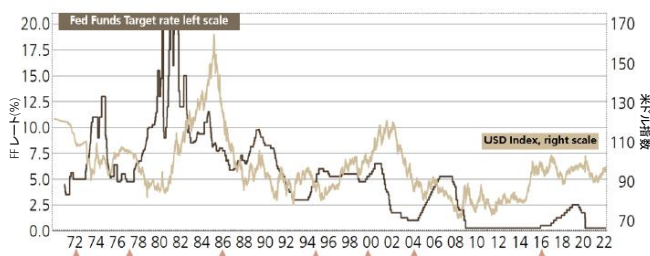
	Mar 22	Jun 22	Sep 22	Dec 22
EURUSD	1.12	1.10	1.10	1.10
EURCHF	1.05	1.06	1.07	1.08
USDCHF	0.94	0.96	0.97	0.98
GBPUSD	1.37	1.36	1.36	1.36
EURGBP	0.82	0.81	0.81	0.81
GBPCHF	1.28	1.31	1.32	1.33
USDJPY	118	118	116	116
EURJPY	132	130	128	128
USDCAD	1.25	1.24	1.23	1.23
AUDUSD	0.72	0.74	0.76	0.76
NZDUSD	0.68	0.69	0.70	0.70
EURSEK	10.2	10.2	10.2	10.2
EURNOK	9.80	9.70	9.60	9.60

出所：リフィニティブ、UBS、2022年2月24日現在

### 投資家は利回りを求めるも、利上げを懸念

中央銀行間の政策乖離は為替見通しにどう影響するだろうか？投資家は、利回りを求めると同時に、利上げが金融資産に及ぼすマイナスの影響も懸念する。この2つの投資家の姿勢は米ドルの支え要因となる。米ドルは、比較的魅力的な利回りを提供すると同時に、変動が激しい局面では安全通貨としても機能するからだ。こうした理由から、少なくとも今年年末までは米ドル高が進むと見ており、6月末のユーロ/米ドルを1.11(予想レンジの中間値、以下同様)と予想する。いずれは1.10を試す展開となり、この重要な下値支持線を割り込む可能性も予想に反映している。米ドル/スイス・フランは変動を繰り返しながら6月には0.96に達するとみている。一時的に0.98、あるいは1.00をつける局面もありうるが、その水準をそのまま維持するとは考えにくい。ユーロ/英ポンドについては、6月末でのレートは0.81になると予想する。それ以降は、ユーロ高が緩やかに進む可能性がある。

### フェデラルファンド・レートと米ドル指数



出所：マクロボンド、UBS、2022年2月24日現在

### 2022年は前半と後半で景色が変わる

2022年の世界経済の見通しについて、我々は前半と後半で大きく異なる様相になるとの見方を示してきた。これは為替レート

予想にも反映されている。だが、ユーロ/米ドルの場合は、年後半には緩やかながらユーロが対ドルで上昇基調をたどり、2023年3月には1.14になると予想しているが、これにはECBの利上げ観測という別の要因が反映されている。ECBもいずれは利上げサイクル開始に向けて準備を整え始め、これがユーロにとって反転上昇のタイミングになると想定している。

この兆候はすでにECBの2月の理事会会合で見ることができた。記者会見で予想外にタカ派的なトーンが示されたことで、ヘッジファンドなど投機筋がユーロ買いに走った。しかし、その後発表された米国インフレ率の40数年ぶりの高い上昇率とウクライナ情勢緊迫化を受けて、慎重なファンダメンタルズ投資家は米ドルからユーロへの切り替えを躊躇したため、ユーロ買いはその後進んでいない。結局、投機筋はユーロに見切りをつけ、利回りが高い米ドルや英ポンド、豪ドルに回帰すると見込まれる。3月の主要中央銀行の会合が開催されるまではこうした動きが続くものと予想する。ファンダメンタルズ要因に基づき米ドルからユーロへ資産を再配分するには、ユーロのリスクが現時点では大きすぎる。そのため、3月のFRBによる新たなドットプロット(金利予測分布図)公表と、ECBの見直し更新の発表が行われた後、それらの結果を踏まえてあらためて状況の見直しを行いたい。

### 見直しに対するリスク要因

米国における過去50年の利上げの歴史を振り返ると、FRBが利上げにコミットした場合、あらゆる状況が起こりうるということが分かる。米ドルは下落する場合もあれば、変動しない場合もあり、さらにまた上昇する場合もある。重要なのは、FRBの対応を世界の経済情勢との対比で見ることだ。世界経済成長が極めて堅調な時期にFRBが利上げを行うと、米ドルはその後下落する可能性が高い。このような状況では、新興国市場にはより魅力的な投資機会があるため、安全通貨である米ドルの投資魅力度が低下する。しかし、世界のGDP成長率が米国の利上げペースに追いつかない場合には、成長の勢いに欠ける新興国は躓きやすい。また、米ドルは景気の影響を受けやすい先進国通貨に対して上昇する傾向にある。世界経済は、パンデミックに見舞われた最悪期から脱却しようとしているところである。この先、力強い成長拡大の可能性が見込まれるが、顕在化するまでには時間がかかるだろう。

### 低成長リスク

世界成長が弱いシナリオでは、ユーロ/米ドルは1.10付近で底打ちとならず、そこからさらに下落した水準で推移するだろう。1.10を割り込む要因としては2つの可能性がある。1つ目は、FRBが利上げへの道筋を変更し、最終的に2.5%を大きく上回る水準まで政策金利を引き上げることだ。ターミナル・レート(利上げの最終的な到達点)の引き上げは、単に2.0~2.5%のレンジに向けた利上げペースの加速よりも、市場環境にとってはより大きな重しになると見ている。2つ目は、ウクライナ情勢がさらに激化し、世界経済見通しの修正を迫られることだ。こうした事態が生じた場合、多くの国と地域、特にECBについて、利上げ観測を見直すことになるだろう。

# 通貨市場

## 高成長リスク

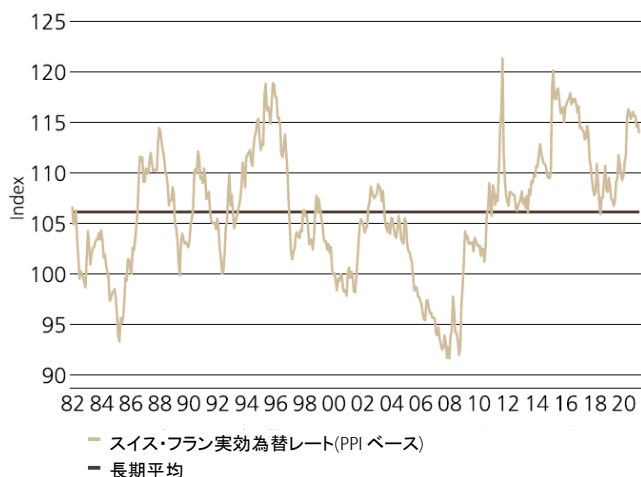
一方で、ユーロ/米ドルが急上昇する可能性も無視できない。欧州の輸出が伸びるためには良好な世界経済見通しが必要である。現時点で世界の投資成長は世界の消費成長に後れを取っているが、この2つの差が縮まると、欧州は収益成長の可能性が高まる。しかし現状は、新興国の多くが依然パンデミックの抑制に苦戦しており、グローバル・サプライチェーンの再構築はなお時間を要し、各国政府は財政刺激策の縮小に向かおうとしている。こうした動向を見る限り、ECBが冷たい水に飛び込み、指標に裏付けられた着実な利上げサイクルを開始する方針を表明するまでにはなお時間がかかるだろう。3月のECB理事会ではさらに詳しい状況が明らかになると見込まれる。

## スイス・フランは割安になる可能性

前回スイス・フランのバリュエーションがユーロより割安になったのは、2003~2008年である。2008年の世界金融危機以降、スイス・フランのバリュエーションがユーロを上回る逆転が始まり、今に至るまで続いている。一方、米ドルとの関係で言うと、少し状況が違う。スイス・フランのバリュエーションが米ドルよりも割高になっていたのは、金融危機の始まりから2015年のマイナス金利導入までである。それ以降、この通貨ペアは概ね適正水準で推移している。しかしながら、最近の米国での物価高騰を受けて、適正水準が大きく下がったため、スイス・フランの競争力は米ドルと比べて極めて大きくなった。米ドルはさておいても、スイス・フランは2008年の世界金融危機以降、貿易加重ベースで割高な状態が続いており、道理から言えば、いずれ割安に転じる時期も訪れるだろう。金利が世界各地、特にユーロ圏で上昇すれば、スイスはユーロ圏との金利差を75~150ベースポイント(bp)程度まで広げることが可能だろう。これは世界金融危機と欧州債務危機以前は通常のことだった。この状況を想定するのは恐らくは時期尚早だろうが、我々は総じてSNBがECBの動きにゆっくりと追随すると予想する。スイスにとって物価上昇は緊急を要する問題ではないため、利上げを急ぐ必要はない。

## 貿易加重指数でみたスイス・フランは割高だが、いつまで続くのか？

スイス・フラン実効為替レート(PPIベース)と長期平均(スイス国立銀行算出)



出所: マクロポンド、UBS、2022年2月24日現在

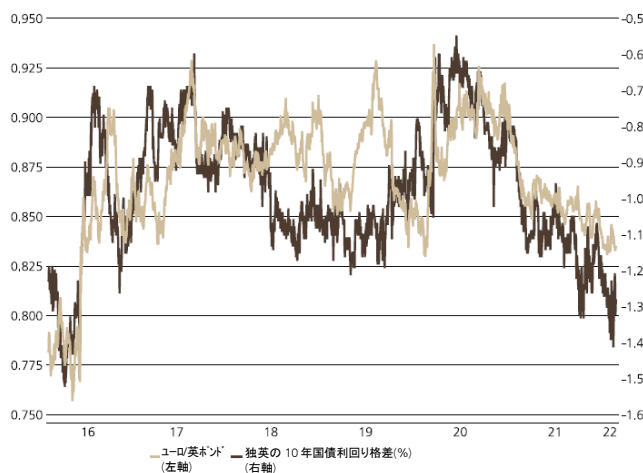
## 円は調達通貨として依然人気だが、先行きは不透明

日銀は依然としてハト派姿勢を維持している。徐々にタカ派方向に動いている他のG10諸国の中央銀行とはかなり対照的だ。このことから、FRBが引き締めサイクルを進める中、今後数カ月で、対米ドルで118円に向けて円安が進む可能性が考えられる。だがその後、複数の理由から、2022年終盤から2023年初頭にかけて115円まで米ドルは押し戻されると予想する。第1に、日本国内のコスト上昇と世帯購買力低下(円安で輸入価格が上昇するため)を受けて、日銀に金融引き締めを求める圧力が高まっている。第2に、超ハト派の黒田日銀総裁の任期が2023年4月に終了する。これら2つの要素から、2022年後半には積みあがった円のショートポジションが巻き戻される公算が大きい。こうした状況を勘案すると、1米ドル=118円またはそれ以上の円安局面は米ドルを売る魅力的な水準と考える。

## 引き続き英ポンドを推奨

英国はかなり特異な国で、ブレグジット(英国のEU離脱)によってその独自性はさらに高まった。英国市場は海外投資家にとっては魅力的な投資先の1つであり、世界の経済成長が堅調である限り、投資資金の流入は堅実なペースで続き、拡大する英国の貿易赤字を埋める可能性が高い。パンデミックにより、英ポンドはブレグジットを巡る不確実性で落ち込んだ水準から十分に回復していない。それでもなお、英国は主要経済国であり、ポートフォリオをグローバルに分散化する上で重要な投資先である。加えて、イングランド銀行(中銀)はこの先も利上げを続ける方針を明らかにしている。

## 英国の利回りはドイツより高く、ユーロ/英ポンドがユーロ安に動くことを示唆



出所: マクロポンド、UBS、2022年2月24日現在

# 通貨市場

## 資源国通貨の先行きは良好

2022年のカナダ・ドル、豪ドル、ニュージーランド・ドル、ノルウェー・クローネについては良好な見方を維持している。供給サイドの制約、地政学情勢、そして堅調な需要回復を受けて、コモディティ価格は数年ぶりの高値をつけ、資源国の対外収支は軒並み改善している。さらに、地政学情勢が短期的に多くのコモディティ価格をさらに押し上げる中、中国の信用サイクルは、中国人民銀行(中央銀行)の政策転換を受けて拡大に転じている。中国の与信拡大は2022年後半の世界経済成長とコモディティ価格、ひいては資源国通貨を下支えすると考える。また、ニュージーランドとノルウェーはすでに利上げサイクルに入っているが、カナダとオーストラリアも間もなくこれに加わると見込まれる。

## 新興国通貨の状況はまちまち

ラテンアメリカと中東欧・中東・アフリカ(CEEMEA)の新興国通貨は、コモディティ価格による下支え、キャリー・トレードの復活、そして2021年後半の新興国通貨安を背景に、今年はこれまでのところFRBのタカ派シフトの影響をさほど受けていない。とはいえ、我々はFRBの引き締め効果が今後数四半期にかけて現れるとの見方を維持している。パンデミックが急速に収束に向かい、その後に世界の経済活動が健全化すれば、FRBの引き締めの影響が打ち消され、市場の焦点はキャリー・トレードで利用できる名目金利に移るだろう。

## リスク回避姿勢が後退すれば、米ドル/カナダ・ドルは今後の原油高に反応する見通し

ブレント原油価格(米ドル/バレル)と米ドル/カナダ・ドルのスポットレート



出所: マクロポンド、UBS、2022年2月24日現在

# 通貨市場

## 免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したり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。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。

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。

本レポートに記載されている発行体格付けは金融商品取引法上の登録を受けていない格付業者(無登録格付業者)により付与されています。

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、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社のお客様の場合、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の手数料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、直接的に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

## 通貨市場

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 1.76% (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 グループ内の他の企業(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 2022 無断転載を禁じます。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社はすべての知的財産権を留保します。事前の許可なく、本資料を転載・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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者  
商号等： UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号