

# ドル円

日米金利差以上の大幅下落

2022年11月25日

Chief Investment Office GWM

Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Thomas Flury, Strategist

- 我々はドル円の予想について、2023年3月を155円、6月を150円、9月を140円に据え置く。だが、市場が米国の利上げサイクル終了に備えているため、我々の予想よりも下振れするリスクが高まっている。
- しかし、特に日米2年国債利回りの差が比較的安定していることを踏まえると、足元のドル円の下落は行き過ぎのように見える。これは、短期的に円に対して米ドルが再び150円に向けて上昇することを示唆しているものと考ええる。

## 短期的なドル円の回復を予想

足元のドル円の急落は行き過ぎであり、今後数カ月中に150~155円のレンジに向けて上昇する余地があると考ええる。こうしたドル円急落の主な要因は、予想を下回る10月の米消費者物価指数(CPI)(11月10日発表)を受けて米連邦準備理事会(FRB)のハト派転換への市場の期待が高まったことによる。だが我々は、こうしたハト派転換期待には慎重な構えである。特に米国労働市場がいまだにかなり逼迫している中では、単月のCPIが弱かったからといってFRBが即座にタカ派姿勢を転換するとは思えない。FRBは労働市場と物価圧力の軟化を示すさらなる指標を確認する可能性が高く、次回非農業部門雇用者数(12月2日)と11月のCPI(12月13日)が注目される。

一方、日本の貿易状況と経済活動を示す指標は相変わらず芳しくなく、よって現在の黒田日銀総裁の下で(任期は2023年4月まで)短期的に日銀が金融政策を急転換する可能性は低い。日本の金利が大幅に上昇しない限り、円の値上余地は限られてくると考える。実際、日米2年国債利回りの差は依然として約4.5%とかなり開いている(右の図表参照)。日米金利差が比較的安定しているのに対して、最近のドル円の下落は不釣り合いに大きい。このことは、ドル円は日米金利差に見合う水準に収斂し、したがって短期的に円に対して米ドルが150円若しくはそれを上回る水準に向けて再び上昇するとの我々の見方を裏付ける。

2023年4-6月期(第2四半期)以降、ドル円は、FRBによる利上げサイクル終焉の可能性と日本の国内景気回復の追い風とが相まって反転すると予想する。特に中国が国外移動制限を緩和すれば、2023年に日本の観光業は大幅に回復するとみられる。物価上昇圧力により日銀は2023年下期に金融政策の引き締めへ転換する可能性があり、そうなれば円の下支え要因になるだろう。

## 投資判断

**見通し:** 短期的にドル円が150円若しくはそれを上回る水準に向けて上昇すると予想する。

**リスク要因:** 日銀がイールドカーブ・コントロール(長短金利操作)政策を修正し、例えば10年国債利回りの許容変動幅上限を現行の0.25%から1%へと突如大幅に引き上げる場合や、米国の経済成長とインフレ動向が急激に悪化する場合には、円に対して米ドルが一段と下落する可能性がある。

長期トレンド  
(米ドル安・円高) ↓

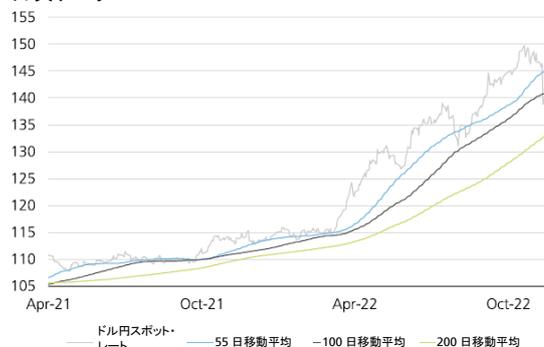
## 為替レート予想:ドル円

25 Nov 22:	139	PPP*:	60.0
Mar 23:	155	TEEER*:	68.0
Jun 23:	150		
Sep 23:	140		
Dec 23:	135		

リフィニティブ、マクロボンド、UBS算出。\*購買力平価(PPP)はそれ自体予測ではなく、UBSが算出した為替レートの長期均衡値。トレンド外挿法による均衡為替レート(TEEER)はPPPの今後3年の予測値。

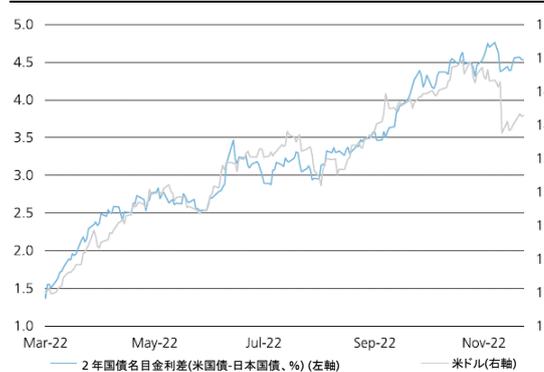
## ドル円は100日移動平均を下回っている

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年11月

## 日米金利差からは足元のドル円下落は行き過ぎ(日次)



出所: ブルームバーグ、UBS、2022年11月

## ファンダメンタルズの影響

	Curr	GDP F	CPI F	CB target rate (1)	10Y Yield (1)
2022	USD	1.9	8.1	4.3	NA
2023	USD	0.1	3.5	3.1	3.0
2022	JPY	1.5	2.4	(0.1)	0.3
2023	JPY	1.0	1.1	(0.1)	0.4

注: F=予想、(1) 年末値、CB=中央銀行、出所: UBS

# ドル円

## 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。

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けます。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場合があります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

## ドル円

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ます。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мент株式会社 2022 すべての権利を留保します。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мент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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号