

# 米ドルを見直す

## 通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Thomas Flury, Strategist; Jessie Ren, Analyst; Clemence Dumoncel, Strategist; Dean Turner, Economist; 上里 啓、ストラテジスト

- 直近の米連邦公開市場委員会 (FOMC) で政策金利をより高くより長く維持する意向が示唆され、米ドルが下支えされている。対照的に欧州の主要中銀は総じて市場を落胆させている。
- 当月の見通しでは、米ドルが年末まで底堅く推移するとの見方に改め、主要通貨ペア全体で米ドルの予想を変更した。
- クロスカレンシーでは、エネルギー価格の上昇が追い風になるとみられるノルウェー・クローネ、豪ドル、カナダ・ドルの検討を勧める。



出所: UBS

米ドルが再び「市場の人気通貨」になっている。主要中央銀行がよりバランスの取れたフォワード・ガイダンス(政策金利の先行きの方針)を示しているのに対して、米連邦準備理事会(FRB)は「タカ派的な据え置き」を市場に発信しているからだ。また、G10諸国通貨の中には過去1カ月に、上昇見込みの高い通貨として浮上したものもある。資源国通貨は米ドルに対して底堅く推移している。対照的に、低利回りで流動性も低い通貨のパフォーマンスは低迷している。

ここ数週間の動きからわかるように、追加利上げの余地があるからといって、必ずしもそれが自動的にその国・地域の通貨の強さを保証するわけではない。それと同様に重要なのは、根底にある経済成長の見通しだ。欧州通貨を見ればわかるように、景気後退のリスクがある限り、政策決定が「ハト派的な利上げ」だろうと「タカ派的な据え置き」だろうと、市場に与える印象は弱い。その意味で、米国は今しばらく金利上昇に耐えられる唯一の国だろう。だが同時に、FRBは経済指標がさらに強まることがない限り、追加利上げに消極的であることも明らかだ。米国の政策金利がより高く、より長く維持される状況を踏まえ、我々は再度、米ドルの予想下落幅を大幅に縮小した。年末までは米ドルが足元の水準から大きく下げる可能性は低いとみる。とはいえ、米国の国内総生産(GDP)成長率が来年減速するにつれて、最終的には米ドル安に転じるだろう。クロスカレンシーでは資源国通貨に妙味があるとみており、高金利の新興国通貨に選別投資する。

### 米ドルは幅広い通貨に対して上昇

基準値を100として指数化



出所: ブルームバーグ、UBS、2023年9月

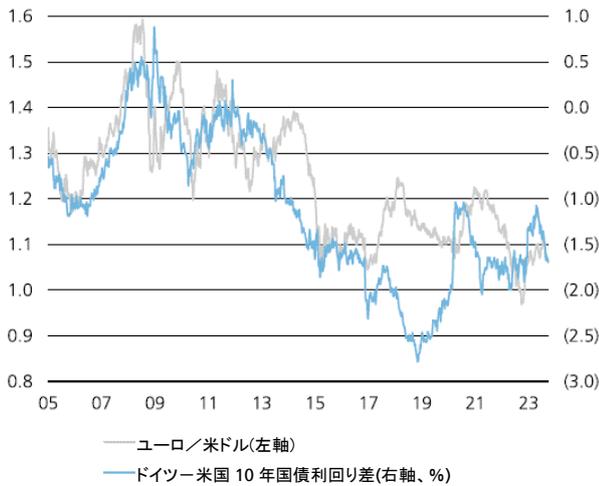
### 米ドルの見直し

米国はその他地域と比べて金利が高く景気も底堅いことから、この2カ月は、米ドルが他の通貨に対して軒並み上昇している。米長期金利を押し上げた原因は、景気サプライズ(経済指標の市場予想からの上振れ)によるところが大きいとみている。市場が予想するFRBのターミナルレート(利上げの最終到達地点)は安定してきているが、FRBがより高くより長く金利を維持すると示唆したため、来年の利下げ織り込み幅が縮小した。

# 通貨市場

## 長期金利差が米ドルを下支え

週次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2023年9月

インフレ率は世界的に減速傾向にあり、2023年10-12月期(第4四半期)までに政策金利の引き上げは終了すると予想している。市場は目下、来年以降いつまで足元の金利水準が続くかを探っている。こうした背景から、我々は、為替市場は経済成長に関するニュースに大きく左右されると考える。足元の経済が今の金利水準に耐えられると投資家が確信すれば、各通貨は底堅く推移すると予想する。

直近のマクロ経済指標を考えると、FRBが欧州中央銀行(ECB)よりも先に利下げに踏み切るとのシナリオは描きづらい。よって、米ドルが対ユーロで一段と上昇するリスクがあり、ユーロ/米ドルは1.05を再び割り込む可能性がある。米国経済には鈍化の兆しが見え始めたが、GDP成長率は想定や主要国の水準を大きく上回っている。欧州と中国の景気関連指標は鈍化しており、市場期待に沿うものではない。

欧州と中国の経済および通貨について市場が確信を深めるには、GDP成長率に関する好ましい材料が必要だ。特に欧州については、景気がすぐに好転するとは期待しにくい。先進国で新たな製品在庫の積み増しサイクルが始まるには、マクロ経済指標の改善やエネルギー価格(天然ガスと原油)の下落が必要だ。だが、どちらも年内に実現する見通しは低い。

とはいえ、最近の追加政策など、中国当局による不動産セクターやマクロ経済の安定化策が実を結べば、米国以外の経済成長をめぐる地合いが改善し、ユーロ、英ポンド、豪ドルといった景気感応度の高い国の通貨に追い風となるだろう。また、欧州と中国のGDP成長率予測が低ければ、想定外に上振れする余地も残っており、短期的に米ドルの勢いが削がれる可能性もある。

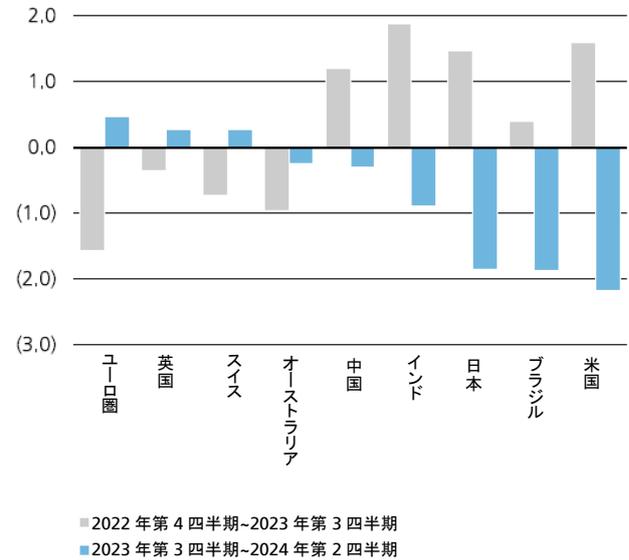
### 長期的な考察

短期的な米ドル高にもかかわらず、年末までに余剰貯蓄が底を尽き金利負担が米国の消費支出に重石となることが予想される

ことから、米国の経済活動は減速するとみられる。言い換えれば、欧州と中国はすでに底を打ったが、米国経済はまだ底打ちしていない。よって相対的な景気状況の違いは依然残っており、それが2024年上期に米ドルに逆風となるだろう。

## 2024年は経済成長の差が米ドルの下落要因に

経済成長率の変化(前年比、%ポイント)



出所: UBS、2023年9月

米国経済の鈍化のスピードもまた重要だ。2024年の米大統領選挙を前に、強い消費需要や財政支出によって米国経済の減速が引き続き緩やかなペースにとどまるなら、現在の市場の利下げ期待が後退する可能性もある。そうなれば、市場は来年の利下げ見送りを完全に織り込むだろう。当面はこれがリスクシナリオである。

反対に、米経済がハードランディングに向かい、リスク資産が売られる展開となれば、米ドルは一時的に上昇する可能性がある。米ドルはリスクオフ局面で上昇する傾向にあるからだ。だが、これが起こるには出発点もまた重要だ。米国例外主義に支えられ割高になっている米ドルがリスクオフの流れから大きな恩恵を受ける可能性は低い。また、仮に米国経済の失速が、すでに成長に陰りが見える米国以外の国・地域の景気悪化を加速する場合や、欧州の地政学的情勢が悪化する場合にも、この状況は一変するだろう。

このように、マクロ経済と地政学的情勢の組み合わせが変わることで、米ドルはさまざまな道筋を辿る可能性がある。しかし、米ドルの最終地点は明確になったとの見方に変わりはない。つまり、2024年にFRBが50~100ベースポイント(bp)かそれ以上の利下げを行うと、金利差という米ドル高の要因が薄れ、最終的に米ドル離れが進むだろう。為替市場は、足元では、双子の赤字のような構造的な米ドル安要因にほとんど注意を払っていないようだが、こうした問題は依然として顕在だ。だが、米ドル反転のポジションを取るには、まず米ドル高の勢いが止まり、米国のマクロ経済指標が転換することが必要だ。

# 通貨市場

## 資源国通貨にやや底堅さがみえる

経済成長率の格差に加えて、エネルギー価格の上昇や、主要コモディティ(鉄鉱石とコークス用炭)価格の上昇も為替相場の変動要因となる。米ドル/カナダ・ドル、米ドル/ノルウェー・クローネ、豪ドル/米ドルに対するコモディティの直接的な影響はむしろ限定的かもしれない。米国はエネルギー価格上昇の恩恵を受けるようになったからだ。ただし、国際収支に対する影響が、経常収支全体の状況を変えるとは予想していない。

原油や主要コモディティ価格上昇の為替相場への影響がより明確に確認できるのは、クロスカレンシーだ。ここ数週間、カナダ・ドル、豪ドル、ブラジル・レアル、ノルウェー・クローネは、ユーロ、英ポンド、スウェーデン・クローナ、円に対してアウトパフォーマンスしている。

## 為替予想の変更

米国経済が一段と底堅さを示す中、より高くより長い米金利のリスクを反映するために、我々の米ドル安予想をさらに縮小する。新しい予想では、年末まで米ドルは主要通貨に対して横ばいで推移するとみている。更新した2023年12月の予想はそれぞれ、ユーロ/米ドルが1.06(従来は1.12)、米ドル/スイス・フランが0.92(同0.87)、英ポンド/米ドルが1.20(同1.29)である。また、アジア太平洋通貨については、年末のドル円の予想を145円(従来は142円)、豪ドル/米ドルを0.65(同0.66)とする。短期的には米ドルがさらに上昇するリスクが高まっているため、ユーロ/米ドルは一時的に1.05の支持線を割り込み、米ドル/スイス・フランは0.92を上回り、英ポンド/スイス・フランは1.20を下回る可能性がある。

## CIOによる最新の為替見通し

主要通貨ペア

FX Pair	26-09-23	Dec 23	Mar 24	Jun 24	Sep 24
EURUSD	1.06	1.06	1.08	1.10	1.12
EURCHF	0.97	0.97	0.97	0.97	0.97
USDCHF	0.91	0.92	0.90	0.88	0.87
GBPUSD	1.22	1.20	1.24	1.28	1.30
EURGBP	0.87	0.88	0.87	0.86	0.86
GBPCHF	1.11	1.10	1.11	1.13	1.13
USDJPY	149	145	143	140	136
EURJPY	157	154	154	154	152
USDCAD	1.35	1.32	1.31	1.30	1.29
AUDUSD	0.64	0.65	0.67	0.69	0.71
NZDUSD	0.59	0.61	0.62	0.63	0.63
EURSEK	11.65	12.00	11.90	11.80	11.70
EURNOK	11.44	11.30	11.10	11.00	10.80

出所: リフィニティブ、UBS、2023年9月26日

米ドルの長期的見通しについては、依然として米ドルは来年ピークを打ち、その後いくぶん米ドル安方向に進むと予想する。この見通しを反映して、2024年9月の予想をそれぞれユーロ/米ドルを1.12(従来は1.16)、米ドル/スイス・フランを0.87(同0.84)、英ポンド/米ドルを1.30(同1.36)とした。この見通しの実現には、欧州が景気後退に陥らず、中国経済が安定することが必要だ。

実際、中国では、ここ2カ月の間に繰り出された一連の財政および金融刺激策のおかげで国内経済指標にいくぶん底打ちの兆候が見られる。これが、豪ドルの相対的なアンダーパフォーマンスはピークを過ぎたとの我々の見方を裏付ける。日本については、日銀が2024年第1四半期に長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を撤廃し、第2四半期にマイナス金利政策を解除する可能性があるとみている。これらを判断材料に、来年は、クロスカレンシーで、豪ドルと円がアウトパフォーマンスする見込みがあると考えられる。

# 通貨市場

## 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。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。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値、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 2023 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