

ドル円：為替介入だけでは不十分

アジア太平洋通貨

Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist

- ドル円は4月29日に一時160円台をつけ、その後急落した。政府・日銀が為替介入に踏み切ったとみられる。
- 為替介入はドル円の過度な上昇を抑えるツールの1つにはなるが、マクロ経済と金融政策に変化がなければ、円安を反転させる効果は限定的だろう。
- 為替介入の影響は短期間にとどまる可能性が高く、ドル円は当面、値動きの荒い状態が続くだろう。



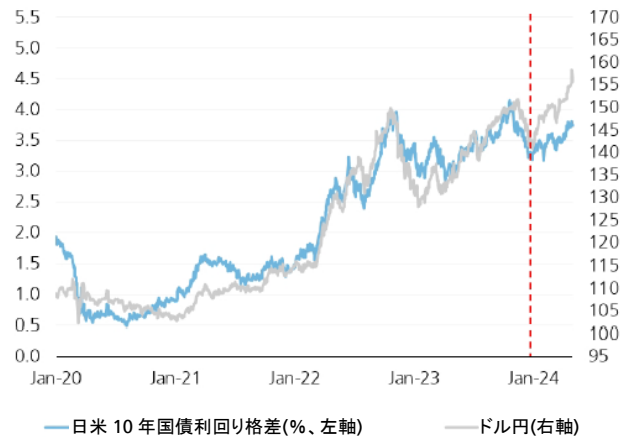
ドル円は 160 円台を突破したことで、財務省の防衛ラインを超えた可能性が高い。ドル円は 4 月 29 日に 1 米ドル=160 円 10 銭という 34 年ぶりの円安ドル高水準をつけた後、本稿執筆時点で 155 円 80 銭へと急落した(訳注:その後 154 円台まで下落)。この動きから読み取れるのは、ドル円が財務省の防衛ラインに到達したということだ。米国のコア消費者物価指数(CPI、エネルギーと食品を除く)が予想を上回り、米国の高金利が長期化するとの市場期待が高まって、ドル円が 4 月中旬に 152 円を超えて以降、財務省高官は口先介入を続けていた。

円安の進行を鈍化させるには、財務省による断固とした政策措置が重要だと考える。為替介入を全く行わなければ、日本の政策当局は後に、さらに大きな問題への対処を余儀なくされるだろうが、歴史的に見ると、為替介入の影響は短期間にとどまることが多い。為替介入が功を奏するかどうかは通貨のファンダメンタルズ(対象国の経済状況や政策)に依存しており、短期的には円にとって厳しい状況が続くと考えられる。

年初来のドル円の上昇は、米ドル側の要因だけではない。過去のデータをみると、ドル円の主な変動要因は日米の金利差であり、それは2022年と2023年にも当てはまった。ところが、2024年年初来の日米金利差の拡大が示唆する以上に、ドル円の上昇は進行している。過去3年間のドル円の金利感応度を見ると、ドル円は足元の155~160円ではなく、むしろ140~146円の範囲内にとどまることを示している(図表1参照)。

図表1：年初来のドル円上昇は、日米の金利差だけでは説明できない

対外投資の増加や投機的な円売り・米ドル買いも、ドル円に上昇圧力を加えている



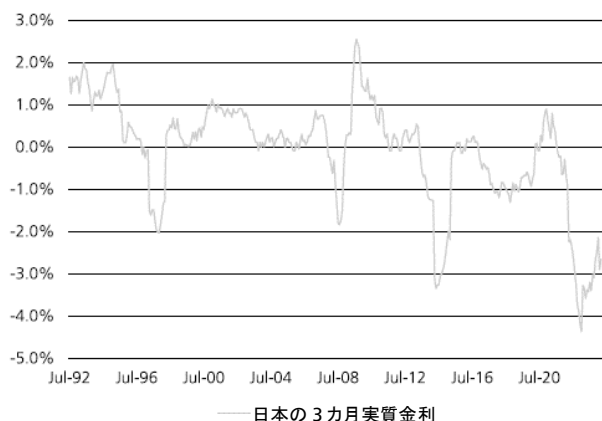
出所:ブルームバーグ、UBS、2024年4月

我々は、今年の円安の進行には、日本国内の2つの要因が関係すると考える。第1に、名目金利、実質金利ともに低水準が続いていることで、対外投資に高リターンを求める日本人投資家が増えており、その中には税制優遇制度が拡充された新NISA(少額投資非課税制度)の利用も含まれている。

本稿は、UBS AG Singapore Branch および UBS Switzerland AG が作成した "Asia Pacific currencies - USDJPY: Intervention not a panacea" (2024年4月29日付)の一部を翻訳・編集した日本語版として2024年5月2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す。

アジア太平洋通貨

図表2：日本の実質金利は依然として大幅なマイナス



出所：ブルームバーグ、UBS、2024年4月

第2に、日銀は3月にマイナス金利を解除し、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）を撤廃したものの、さらなる金融引き締めを急ぐ必要性はないことを示唆している。投資家は、キャリー取引の調達通貨として円を使い、通貨リスクを積極的に取るようになった。

今後の見通しは？

日本円は、貿易加重平均、購買力平価のどちらの点からも G10 諸国通貨の中で最も割安な通貨だ。しかし、バリュエーションは、通貨市場への投資に対する優れた指針にはなっておらず、特に日本円にはそれが言える。

そのため、我々は景気サイクルに着目したアプローチを継続する。我々は日米の経済成長率の格差は縮小すると見込んでおり、日本は金融引き締め方向、米国は金融緩和方向に動く予想する。以上の点、および日銀による為替介入が行われる可能性を考慮した上で、我々はドル円が短期的に大きく変動し、年末までに150円をやや下回る水準に戻る余地があるとみている（2024年12月の予想値は148円）。最近のマクロ経済指標に鑑みると、ドル円が目先で150円を大きく下回る可能性は限定的と考える。マクロ経済環境に変化がない限り、日米間の大きな金利差を考慮し、ドル円が大きく下落した際は、米ドル買いの好機になるだろう。

アジア太平洋通貨

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如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。

アジア太平洋通貨

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