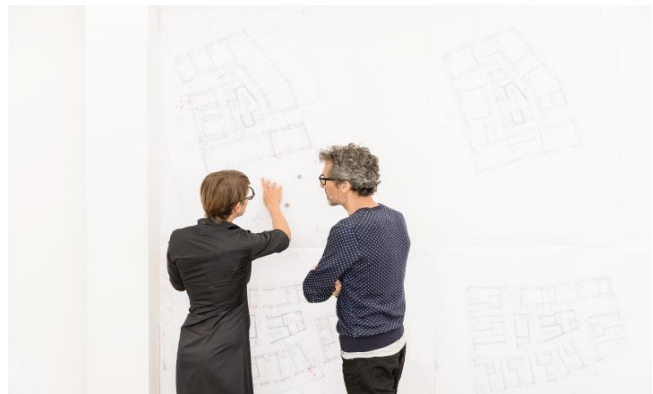


為替見通し: 利下げサイクルの始まりに投資機会を見出す

通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Thomas Flury, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Jessie Ren, Analyst; Clémence Dumoncel, Strategist; Patrick Ernst; Dean Turner, Economist

- 2024年は主要中央銀行が軒並み金融政策を緩和し、米ドルを支える要因が弱まると予想する。これは世界経済の減速懸念が後退し、米国一強の状況ではなくなるとの見通しに基づいている。
- 米ドルは2024年第2四半期にピークをつけ、その後軟化すると予想する。
- 経済成長の恩恵が見込める高利回り通貨を 선호する。具体的には豪ドルを推奨する。一方でスイス・フランは、トータルリターンでアンダーパフォームするとみている。



出所: UBS

G10通貨国のインフレ率の鈍化が進んでいることから、主要中央銀行の利下げサイクルが始まると予想される。G10通貨国の大半で経済成長率は1%に向けて収れんし、景気後退または景気過熱のリスクは小さいと考える。また、地政学的緊張は年後半も続くものの、大幅に高まるとはみていない。

通貨市場をみると、我々は今後3カ月と2025年で見通しは変化すると考えており、ここが投資家にとって興味深い投資機会になると考える。今後2~3カ月については、米ドルに対して強気の見通しをもっている。一方、2025年については、米ドルに対してやや弱気の姿勢をとっている。2025年央までに、ユーロ/米ドルは1.13まで、英ポンド/米ドルは1.35まで上昇するとみている。また、米ドル/スイス・フランは0.85まで下落、豪ドル/米ドルは0.70まで上昇すると予想する。米連邦準備理事会(FRB)の年内の利下げ着手が確実となつてから、米ドルに対する強気姿勢は弱気へとシフトするだろう。

なぜ米ドルには短期的に強気で、長期的にやや弱気なのか

金融市場は、過去数カ月にわたってリスク・オン・ムードが高まり、大きく上昇した。株式市場は大幅に上昇し、新興国通貨も上昇した。一方、安全通貨であるスイス・フランと日本円は下落した。足元のリスク・オン・ムードが高まったきっかけは、FRBによるいわゆる「FRBプット」(FRBが市場の動揺を抑える発言)だった。パウエルFRB議長は5月の米連邦公開市場委員会(FOMC)会合で、追加利上げの可能性が低いとの認識を示した。そのため市場は、FRBは必要な時に利下げに踏み切り、最終的には市場を支えるとの確信を強めた。

CIOによる最新の為替見通し

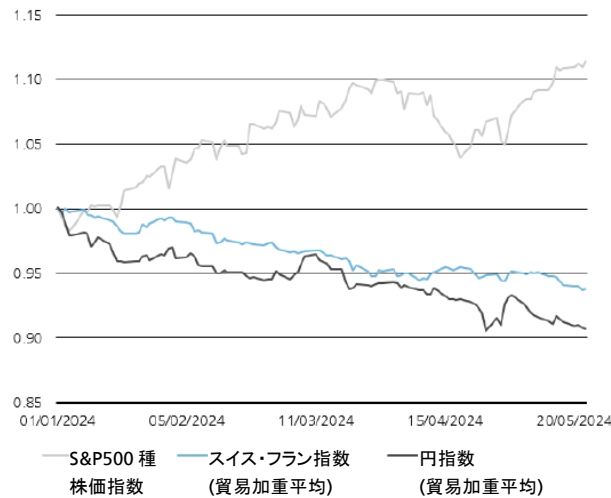
FX Pair	23-05-24	Sep 24	Dec 24	Mar 25	Jun 25
EURUSD	1.083	1.07	1.09	1.11	1.13
EURCHF	0.990	0.97	0.97	0.96	0.96
USDCHF	0.914	0.91	0.89	0.86	0.85
GBPUSD	1.271	1.26	1.30	1.32	1.35
EURGBP	0.852	0.85	0.84	0.84	0.84
GBPCHF	1.162	1.14	1.15	1.14	1.14
USDJPY	156.7	153	150	148	146
EURJPY	169.8	164	164	164	165
USDCAD	1.368	1.39	1.36	1.34	1.32
AUDUSD	0.663	0.67	0.68	0.69	0.70
NZDUSD	0.611	0.60	0.60	0.60	0.60
EURSEK	11.60	11.8	11.6	11.5	11.4
EURNOK	11.56	11.7	11.6	11.5	11.3

出所: UBS CIO, 2024年5月23日

本稿は、UBS Switzerland AG, UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch および UBS AG London Branch が作成した「Currency markets - Currency Forecast Update: Convergence mustn't be boring」(2024年5月23日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年6月3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。

通貨市場

リスク資産は安全資産よりも良好なパフォーマンス 米国株式の年初来パフォーマンス(%)

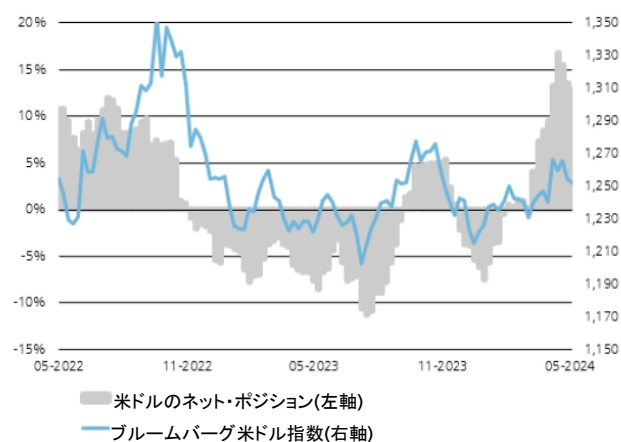


出所: UBS、ブルームバーグ、2024年5月

こうしたいわば「保険」が市場で幅広い上昇を促し、ユーロ/米ドルは1.09まで上昇した。しかし、欧州中央銀行(ECB)が6月に利下げに着手し、一方でFRBが年後半の利下げを示唆しなければ、市場は再び調整すると考える。リスク回避の動きになれば、米ドルおよびスイス・フランのような安全通貨が上昇する可能性がある。我々は米ドルの上昇が長くは続かないとみており、2025年の見通しを踏まえたうえで、上昇局面を利用して米ドルのエクスポージャーを削減し、他通貨への分散を図ることを勧める。地政学および経済環境に大きな変化がなければ、2025年前半までは、これまでの3カ月と同様にリスク・オンによる相場上昇が見込まれる。市場でリスク・オン・ムードが広まると、通常は米ドルをはじめ安全通貨に対して弱気の見方が強まり、他のG10通貨には、やや強気の見方が高まる。

投機的なポジショニングにより、今後米ドル相場の動きは反転の可能性がある

IMM通貨先物ポジション(米ドル)とブルームバーグ米ドル指数



出所: UBS、ブルームバーグ、2024年5月

リスク・シナリオ

世界的な経済成長が突然加速し、ユーロ圏と英国の輸出が急拡大し、新興国市場で投資が大幅に増加すると、G10通貨(除く米ドル)に対して非常に強気の見方が台頭するだろう。これは我々の基本シナリオではないが、実現する可能性がある楽観シナリオだ。例えば、我々がここ最近中国株式を推奨に引き上げたのは、今後の中国経済が現在よりも良好になるとの見通しによるものだ。

もう一つ重要なリスクは、米大統領選挙である。我々の通貨予想は、バイデン氏もしくはトランプ氏のどちらが勝利しても変わることはない。なぜなら、いずれの大統領も就任からしばらくは財政問題に取り組むと考えられるからだ。米大統領は2期しか務められないため、どちらが選出されても最後の任期となる点が、政策目標に影響する。一部の市場参加者は、トランプ氏が再び大統領になると2016年が再現され、米ドルが大きく上昇すると考えている。しかし、現在と前回には相違点がある。第1に、2016年とは異なり、トランプ氏が大統領選に勝利することは、さほど大きなサプライズにはならない。市場では選挙前に、その可能性がすでに織り込まれている。第2に、いずれの候補にとっても最大の課題は国内問題であり、貿易ではない。2017年には貿易問題への取り組みにより米ドルが下支えされたが、その後米国は自国に有利となるよう貿易規制を変更し、多くの措置を講じたことから、これ以上取り組む必要性は低下した。

もちろん、候補者が国際問題に注力するようであれば、米ドルは下落ではなく上昇する可能性が高まる。新たな紛争が生じ、地政学的緊張が一段と高まる可能性もある。そうなれば、市場はより高いリスクプレミアムを求める。そうした状況下では、米ドルやスイス・フランなど全ての安全通貨が上昇すると見込む(日本円は後述)。

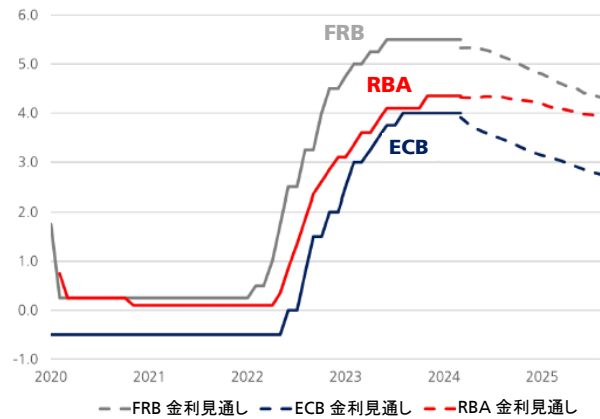
豪ドルを引き続き推奨

豪ドルは5月に、大半の通貨に対して上昇した。今後数カ月も取引レンジが上昇するとみている。そのため我々は豪ドルを引き続き推奨する。年末時点の豪ドル/米ドルの予想は0.68を維持し、2025年6月時点の予想は0.70とする。

豪ドル推奨の理由として3つの要因を挙げる。第1に、オーストラリア国内の景気動向と財政状況が他のG10通貨国に比べて良好であり、豪ドルの追い風となっている。直近の連邦政府と州政府の予算は国内総生産(GDP)の約1.5~2.0%を占め、拡張的な財政スタンスを示唆している。このためコア・インフレ率も高止まりするであろう。その結果、オーストラリア準備銀行(RBA、中央銀行)は2025年2月までは政策金利を据え置き、また利下げサイクルは、同行の過去の実績や他の中央銀行に比べると緩やかなものにとどまると予想する。このため、オーストラリアの相対的に高い金利は今後12カ月にわたり、他のG10通貨に対して豪ドルを引き続き下支えするとみている。

通貨市場

オーストラリアの高金利は年末にかけて豪ドルを下支えするだろう



出所: ブルームバーグ、UBS、2024年5月23日

第2に、我々は中国の住宅市場が年後半に安定化し、コモディティの上昇と、地域全体のリスク選好度の高まりを後押しすると予想する。特に不動産市場に対する政策支援の強化が奏功することで、中国経済の回復が期待される。また、コモディティ価格は、足元の供給サイドの制約に加えて世界的な在庫の緩やかな積み増しにより高止まりし、豪ドルを下支えするだろう。

第3に、オーストラリアの交易条件および経常収支の条件が有利なことから、豪ドルは相対的に割安である。

スイス・フラン固有のシナリオ

スイス・フランは過去3カ月の間にユーロおよび米ドルに対して大きく下落した。スイス・フラン安は、スイス国立銀行(SNB)が早期利下げを実施し、インフレ率が他国よりも早く目標レンジに落ち着いたことが一因だ。他にも、FRBが追加利上げの可能性が低いことを示唆したため、市場ではリスク・オン・ムードが高まった。キャリー取引の調達通貨として、スイス・フランと日本円が下落した。通貨先物市場における投機筋のスイス・フランのショート・ポジション(売り持ち)は、極端に高い水準まで積み上がっている。そのため、いずれ過度なポジション水準は修正され、スイス・フランは上昇に転じる可能性がある。

SNBは早期利下げを実施したが、利下げ余地はECBやFRBに比べるとかなり限られる。スイスのユーロ圏および米国に対する足元の金利差は大きく広がっており、スイス・フランは調達通貨として魅力度が非常に高くなっている。しかし今後、金利差は縮小すると考えられる。スイス・フランは、対米ドルでは我々の予想期間にわたって上昇し、対ユーロではレンジ内を推移するとみている。

米ドル/円 - 日銀の6月のタカ派転換を注視

米ドル/円は重要な節目に達したと考える。日本の通貨当局は、円安進行を食い止めるための対応を本格化させた。一方、米国では雇用およびインフレ率が鈍化の兆候をみせている。日本については、植田日銀総裁が5月7日の岸田首相との会談後に、「日銀は政策運営上、最近の円安を注視していく」と述べ、タカ

派的な姿勢を強めた。政治的な観点から、日本政府も企業の円安懸念に対して神経をとがらせていると考える。経団連の十倉会長は同日、「150円を超えるのは安すぎる」と発言している。円安の企業への影響に関する最新の調査*では、回答企業の35%が最近の円安は売上高にマイナスの影響を及ぼし、63.9%が利益に悪影響を与えていると回答した。米ドル/円の適正水準については、回答企業の18.9%が「130円以上」と回答したのに対して、50.1%が「110~120円」と回答した。調査先企業は主に労働人口の70%近くを雇用している中小企業であり、回答企業の見方は政府にとって重要である。

現在、市場の焦点は6月14日(FOMC会合の2日後)の日銀金融政策決定会合に移っている。日銀が5月中旬の国債買い入れを減額し、10年国債利回りが1%に向けて上昇することを容認していることから、6月にタカ派に転換する兆候がある。少なくとも植田総裁は、円安容認と受け止められ円安が一段と進行することを避けるため、記者会見での発言には十分注意するだろう。日銀は円安懸念を落ち着かせるため、7月に利上げをし(我々は政策金利0.0~0.1%から0.25%までの利上げを予想)、2025年に2回(各25ベースポイント(bp))の追加利上げを行う利上げサイクルを示唆する可能性がある。

日銀のタカ派的な政策バイアスへの転換と、米国の景気減速の兆候を示す経済データの発表により、我々は米ドル/円が下落傾向を迎えるという見方を維持する。具体的には、2024年9月が153円(従来:152円)、同年12月が150円(従来:148円)、2025年3月が148円(従来:145円)、同年6月が146円と予想する。以上の予想は、それぞれ従来の予想に比べると下げ幅が縮小している。今後数四半期は、日銀の利上げとFRBの利下げ(9月に着手、四半期毎に25bp)に伴う金利差縮小により米ドル/円への下落圧力が高まると考えるが、一方で足元の投資資金の流出(日本の投資家による国外投資)により同通貨ペアの下落幅は縮小する可能性がある。

警戒水準に達した円安を食い止めるべく、日銀は10年国債利回り上昇を許容

ドル円の値動きと10年日本国債利回り



出所: ブルームバーグ、UBS、2024年5月

*帝国データバンクによる「円安に関する企業の影響アンケート」(2024年5月)

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。

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

通貨市場

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