

トランプ2.0は米ドルの動きを変えるのか？

通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Constantin Bolz, CFA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Wayne Gordon, Strategist; Clémence Dumoncel, Strategist; Jessie Ren, Strategist; Patrick Ernst, CFA, FX Strategist

- 過去12カ月間で、市場の不確実性が米ドルを押し上げる効果は通常よりも弱まっている。
- 米国政府の政策決定によって、米国の経済成長に対するリスクが高まっており、米連邦準備理事会(FRB)は年内に75~100ベーシスポイント(bp)の利下げを行うと予想する。
- 米国経済は新たな関税の影響を大きく受けると予想され、FRBの金融政策は欧州中央銀行(ECB)よりも緩和的になるとみている。ユーロ/米ドルの予想を従来よりユーロ高方向に引き上げる。
- 米ドルからの分散先を探している日本の投資家は、金利の高さの観点からポンドや豪ドルが有力だ。



出所: UBS

我々の見解

米国政府による関税の大幅引き上げと最近の米雇用統計は、米国および世界経済、そして市場全体の見通しとリスクを投資家が見直すきっかけになっている。4月2日に発表された関税引き上げは、我々の想定よりも厳しい内容だった。米国は全世界を相手に貿易戦争を繰り広げており、それによって米国経済への圧力は強まるだろう。我々は、米連邦準備理事会(FRB)の利下げ幅が以前の予想よりも拡大し、それが米ドルの下落につながるとみている。米ドルは年間を通じて下落が進むだろう。

投資の観点からは、市場の不確実性に対するヘッジとして、円とスイス・フランの安全通貨としての地位が高まっていると考える。いずれの通貨も、不確実性の高い局面で需要が拡大するだろう。米ドルからの分散先を探している日本の投資家は、金利の高さの観点からポンドや豪ドルが有力だ。ただし、米中対立が激化した場合、豪ドルは中国の景気動向との連動もあり、リスクは残る。

新興国通貨については、関税引き上げで中国経済への圧力が続くとみられるため、引き続き人民元の為替リスクをヘッジすることを勧める。アジア通貨の大半は、関税による逆風にさらされ続けるだろう。アジア諸国の多くが、米国に対して大幅な貿易不均衡を抱えているためだ。

CIOによる最新の為替見通し(G10通貨)

FX Pair	4-Apr-25	Jun 25	Sep 25	Dec 25	Mar 26
EURUSD	1.106	1.10	1.12	1.12	1.14
USDCHF	0.850	0.86	0.85	0.85	0.83
GBPUSD	1.302	1.31	1.33	1.33	1.34
EURCHF	0.940	0.95	0.95	0.95	0.95
EURGBP	0.849	0.84	0.84	0.84	0.85
GBPCHF	1.107	1.13	1.13	1.13	1.12
EURNOK	11.69	11.5	11.3	11.2	11.1
EURSEK	10.96	11.1	11.0	10.9	10.8
USDJPY	145.3	148	148	145	142
AUDUSD	0.611	0.65	0.66	0.67	0.68
NZDUSD	0.563	0.56	0.57	0.58	0.60
USDCAD	1.419	1.46	1.44	1.42	1.40

出所: ブルームバーグ、UBS、2025年4月

トランプ2.0は米ドルの動きを変えるのか？

米ドルは過去20年の間、市場の不確実性が高まる局面において、特に景気に敏感な新興国通貨に対して上昇する傾向があった。また米ドルには、米国経済が非常に好調な時、あるいは世界経済が低迷している時に上昇し、米国経済の成長が緩やかな時には下落する傾向もある。

米国政府の関税政策で経済と市場の不確実性が高まるなか、問題は米ドルが今後どう動くのかということだが、その答えは状況次第である。

通貨市場では、国や地域特有の要因も作用している。例えば、ドイツの財政拡張計画とマクロ経済データの改善は、リスクセンチメントの悪化がユーロに与える悪影響をすでに一部相殺している。中国も、株式市場を中心に楽観的な地合いとなっていることから、人民元安方向に一気に動くことは少ない。

本稿は、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch および UBS AG Hong Kong Branch が作成した“Currency markets: Are Trump 2.0 policies wiping the smile off the USD?”(2025年4月4日付)を翻訳・編集した日本語抄訳版として、2025年4月8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

米ドルの出発点についても考慮する必要がある。米国経済の成長期待の高まりにより、年初には米ドルがとりわけ高い水準に押し上げられていた。しかし、関税をはじめとするトランプ大統領の政策発表により、約2~2.5%とみていた2025年の米国の経済成長は、今では1%を下回ると予想している。関税がさらに引き上げられれば、経済のハードランディング(硬着陸)の可能性が高まり、「米国1強」の構図は揺らぐと考える。

関税の引き上げで米国の消費者の購買力は押し下げられ、不確実性の高まりから米国の企業による投資も減少して、経済成長と労働市場は圧力を受ける可能性がある。一方で、関税はインフレを再燃させる要因にもなりうる。経済成長が鈍化し、インフレも高まるなかで、FRBは難しい判断を迫られるとみられるが、景気減速の兆しが見られれば、従来の予想よりも大幅な利下げを行うと考える。

米ドルは関税発表で下押し圧力を受けている

米ドル指数(DXY)、日次データ



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4月

主要国の中でも特に高い金利を維持していた米国が、中立金利以下まで迅速に利下げを行う必要が出てくると予想される環境では、不確実性の高い局面でも、投資家は米ドルに対して慎重な姿勢を強めるとみられる。我々は、米ドルが今年1年を通じて徐々に下落すると予想してきた。FRBが利下げを加速させる可能性が高まり、米ドルの下落が従来の予想よりも早まっている。

日本の投資家へのインプリケーション

米国は日本からの輸入品に24%の相互関税を課すと発表したが、米国の景気に対する懸念に加え、安全通貨として円が買われたことにより、ドル円は150円から146円近辺まで円高方向に動いた。ドル円は、ネットで大幅なロングポジション(買い持ち)となっている円の利益確定売りなどにより、短期的には148円近辺まで戻す可能性があるが、ファンダメンタルズの観点から見ると、米国の関税に関する最近の動きは、米国の景気懸念の高ま

りに対して米ドルが無敵ではないことを示している。つまり、米国の経済成長が減速するにつれて、米国と日本の金利差が縮小し、ドル円は年末に向け145円程度を予想する。長期的に円高が進む見通しは依然として低い中、日本の投資家は、円の金利が相対的に低いことから、一部の高利回り通貨を保有することが有効だと考える。特に、豪ドルまたは英ポンドに分散投資を行うことで、今後12カ月のトータルリターンがプラスになると考える。

米日金利差の縮小はドル円の下落余地を示唆する



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4月

通貨市場

為替見通し

USD

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
EURUSD	1.10	1.10	1.12	1.12	1.14
USDJPY	146	148	148	145	142
GBPUSD	1.30	1.31	1.33	1.33	1.34
USDCHF	0.85	0.86	0.85	0.85	0.83
USDCAD	1.42	1.46	1.44	1.42	1.40
AUDUSD	0.61	0.65	0.66	0.67	0.68
NZDUSD	0.56	0.56	0.57	0.58	0.60
USDSEK	9.92	10.09	9.82	9.73	9.47
USDNOK	10.60	10.45	10.09	10.00	9.74

EUR

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
EURUSD	1.10	1.10	1.12	1.12	1.14
EURJPY	161	163	166	162	162
EURGBP	0.85	0.84	0.84	0.84	0.85
EURCHF	0.94	0.95	0.95	0.95	0.95
EURCAD	1.57	1.61	1.61	1.59	1.60
EURAUD	1.80	1.69	1.70	1.67	1.68
EURNZD	1.95	1.96	1.96	1.93	1.90
EURSEK	10.94	11.10	11.00	10.90	10.80
EURNOK	11.69	11.50	11.30	11.20	11.10

CHF

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
USDCHF	0.85	0.86	0.85	0.85	0.83
EURCHF	0.94	0.95	0.95	0.95	0.95
JPYCHF	0.59	0.58	0.57	0.58	0.59
GBPCHF	1.11	1.13	1.13	1.13	1.12
CADCHF	0.60	0.59	0.59	0.60	0.60
AUDCHF	0.52	0.56	0.56	0.57	0.57
NZDCHF	0.48	0.48	0.48	0.49	0.50
CHFSEK	11.64	11.68	11.58	11.47	11.37
CHFNOK	12.43	12.11	11.89	11.79	11.68

GBP

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
GBPUSD	1.30	1.31	1.33	1.33	1.34
GBPEUR	1.18	1.19	1.19	1.19	1.18
GBPCHF	1.11	1.13	1.13	1.13	1.12
GBPJPY	189	194	197	193	190
GBPCAD	1.85	1.91	1.92	1.89	1.88
GBPAUD	2.12	2.01	2.02	1.99	1.97
GBPNZD	2.30	2.34	2.34	2.30	2.24
GBPSEK	12.90	13.21	13.10	12.98	12.71
GBPNOK	13.78	13.69	13.45	13.33	13.06

Asia

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
USDCNY	7.28	7.40	7.40	7.30	7.30
USDHKD*	7.77	7.80	7.80	7.80	7.80
USDINR	85.4	89.00	89.00	88.50	88.00
USDIDR	16,555	16,600	16,600	16,400	16,200
USDKRW	1,447	1,480	1,480	1,460	1,440
USDMYR	4.43	4.50	4.50	4.45	4.40
USDPHP	57.19	59.50	59.50	59.00	59.00
USDSGD	1.34	1.35	1.34	1.33	1.33
USDTHB	34.24	35.00	34.80	34.50	34.50
USDTWD	33.01	33.20	33.00	32.50	32.50

EMEA

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
EURPLN	3.85	4.20	4.20	4.18	4.16
EURCZK	22.74	25.40	25.60	25.80	25.80
USDZAR	19.06	18.20	18.00	17.80	17.80
USDILS	3.72	3.55	3.50	3.45	3.45

Latin America

FX pair	Spot	Jun-25	Sep-25	Dec-25	Mar-26
USDMXN	20.35	20.70	20.20	20.00	20.00
USDBRL	5.74	6.20	6.30	6.30	6.30

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4月4日

*香港ドル(HKD)は米ドルと連動

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には旧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。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、価格見直し、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・マネジメンおよびシニア・マネジメン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。

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0.5%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

通貨市場

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。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。

「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 2025 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