

米国政策の不確実性から為替変動拡大

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

- トランプ米大統領が4月上旬に相互関税を発表したことを受けて、米ドルは主要通貨に対し、我々の想定を上回るペースで下落した。
- 米国の政策不確実性は高止まりするとみられ、「米国例外主義」の更なる重しとなるだろう。その影響で、各主要通貨の変動幅が拡大している。
- 米ドルは短期的には下落が落ち着き、安定すると予想されるが、より長期的な方向性としては下落が見込まれる。



出所: UBS

一段と高まる不確実性

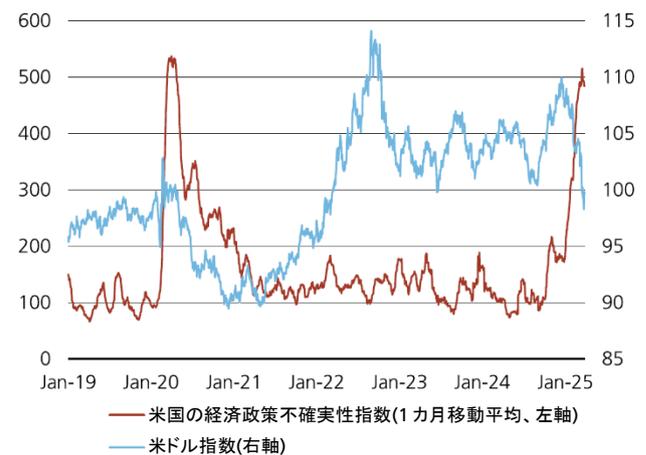
関税リスクはピークに達したとみられるが、米連邦準備理事会(FRB)のパウエル議長に対するトランプ大統領の最近の発言からも見て取れるように、米国の政策は不確実性の高い状態が続いている。トランプ大統領は、パウエル議長の解任もあり得るとの考えを示唆した後でその発言を撤回しており、二転三転する方針に市場は不信感を募らせている。これを受けて、金(gold)価格は一時1オンス当たり3,500米ドルを超えた一方、米ドルの総合的な強さを示す米ドル指数は節目の100を割り込んだ。しかし我々は、パウエル議長が任期満了前に解任される可能性は低いと考える。トランプ政権側も、FRB議長の解任が金融市場の不安定化を招くリスクを認識しているものとみられ、パウエル議長の任期は来年5月で満了となることから、トランプ大統領は早ければ年後半に後任を指名する形で対応すると予想される。さらに、米経済指標が一段と弱含み、景気減速とFRBの「2つの責務」(雇用の促進と物価の安定)を根拠に利下げを再開できる環境となれば、パウエル議長への圧力は自然と和らぐだろう。

一方、パウエル議長が任期を全うした場合であっても、FRBの独立性が脅かされるという懸念は、不確実性をもたらす波乱要因として残る。トランプ大統領が自身の意向に沿った後任を指名する可能性が高まるからだ。相互関税発表以降の関税をめぐる動きは、想定外の事態に備える必要性を改めて認識させた。

通貨市場では、パウエル議長の解任をめぐる議論を受け、機関投資家の為替ヘッジが加速するとみられる。特に、欧州の投資家は近年、欧州のリスク資産の低迷を受けて米国株式へのエクスポージャーを大幅に拡大してきたため、この傾向が顕著となるだろう。米国資産から他地域の資産へ投資先を分散する動きが徐々に加速する可能性もあることから、米ドルの短期的な反発の幅は狭まったとみられ、中長期的には下落すると予想する。

米国の政策の不確実性が米ドルの重石に

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年4月

米国経済の着地点

我々の基本シナリオでは、米国と各国との間で合意が成立し、関税問題は改善に向かうと想定している。しかし、政策の不確実性は企業の投資計画に影響を与えており、米国経済全体にも悪影響が及ぶ可能性が高い。今年の投資の伸びは概ね失速するとみており、米国における通年の国内総生産(GDP)成長率は1.5%に押し下げられ、年内には前期比でマイナスに陥ると見込まれる(訳注: 第1四半期実質GDP速報値は前期比年率0.3%減)。通年のGDP成長率はさらに下振れ、1%前後で着地する可能性もある。そうなれば、米国の短期金利が年末までに3%に向かって低下することもあり得る。欧州中央銀行(ECB)をはじめとする主要中央銀行が利下げサイクルの終了に近い、または既に終了した一方で、FRBが利下げを再開すれば、米国と各国・地域

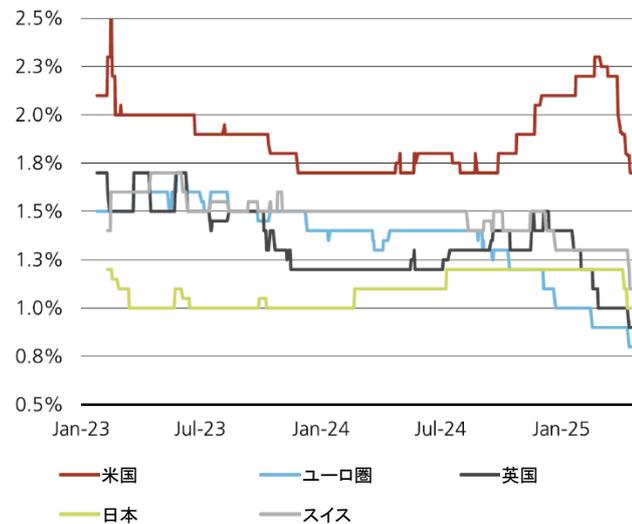
本稿は、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch および UBS AG Hong Kong Branch が作成した“Currency markets: US policy uncertainty calls for more forecast adjustments”(2025年4月24日付)を翻訳・編集した日本語抄訳版として、2025年5月7日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各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

との金利差は縮小に向かう可能性が高いことから、米ドルはこの先下落に向かうと考えられる。

経済成長率の予想はまだ底打ちしていない

2025年のGDP成長率コンセンサス予想(日次、ブルームバーグ集計)



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4月

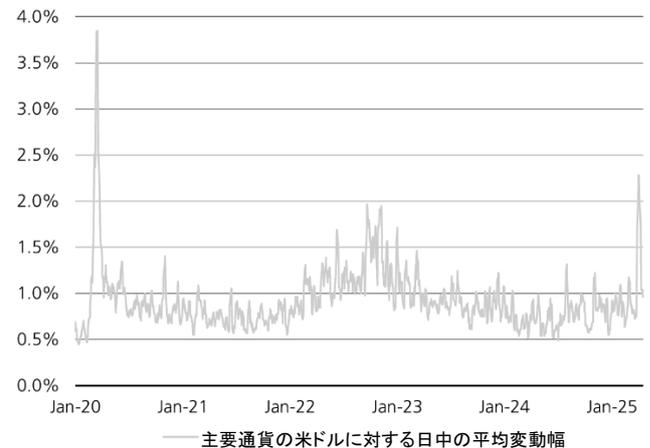
米国以外のマクロ経済見通し

米国以外の主要国・地域でも、経済成長は鈍化する見通しである。ただし、米国、欧州、アジア(中国)の経済成長がそれぞれの程度打撃を受けるかは、現時点では予想が難しい。しかし、米国と中国が追加関税の応酬を繰り返している間に、欧州が相対的な恩恵を受ける可能性がある。欧州は、米国が公表した相互関税の税率が比較的低く、ユーロ圏は中国よりも早期に有利な条件で、トランプ政権と合意に達すると考えられる。また、ECBはこの12カ月間で政策金利を大幅に引き下げており、すでに中立金利に近づいている。これらの要因が、欧州の経済見通しを押し上げるとみられる。さらに、ドイツ政府や他のEU加盟国は、財政規律を大幅に緩和する方針を示しており、ユーロおよび他の欧州通貨は、米ドルよりも有利な状況とみられる。

新たな通貨見通しに対するリスク

我々は米ドルの予想を幅広く引き下げた。ただし、G10通貨全般で為替レートの変動が高まっており、日中の値幅が通常の2倍に拡大しているため、通貨の予想レンジも、従来より幅を持たせて見る必要がある。米国と各国の間で今後数週間以内に、予想されていたよりも実効性のある合意が成立し、政策の不確実性が大幅に後退すれば、米ドルは反発の幅が大きくなる可能性がある。逆に、米国の景気鈍化が予想以上に速く進んだ場合、あるいはパウエル議長が解任されてFRBの独立性が失われるという最悪のシナリオが現実となった場合は、リスク回避から再び安全通貨が買われ、想定よりも大幅に上昇する可能性がある。

為替の変動幅は足元で長期平均の2倍以上に拡大 日次データ



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4月

CIOによる最新の為替見通し(G10通貨)

FX Pair	24-Apr-25	Jun 25	Sep 25	Dec 25	Mar 26
EURUSD	1.139	1.14	1.16	1.16	1.18
USDCHF	0.825	0.83	0.82	0.82	0.81
GBPUSD	1.331	1.36	1.38	1.38	1.39
EURCHF	0.939	0.95	0.95	0.95	0.95
EURGBP	0.855	0.84	0.84	0.84	0.85
GBPCHF	1.098	1.13	1.13	1.13	1.12
EURNOK	11.85	11.5	11.3	11.2	11.1
EURSEK	10.94	10.9	10.8	10.7	10.6
USDJPY	142.4	144	142	140	138
AUDUSD	0.639	0.64	0.66	0.68	0.70
NZDUSD	0.598	0.60	0.61	0.62	0.64
USDCAD	1.384	1.40	1.38	1.38	1.36

出所:ブルームバーグ、UBS、2025年4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手で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

通貨市場

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