

米貿易・財政政策による米ドルへの影響

通貨市場

Constantin Bolz, CFA, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Clémence Dumoncel, Strategist; Jessie Ren, Strategist; Patrick Ernst, CFA, FX Strategist; Kayden Lee, Equity Strategist

- トランプ大統領の貿易政策等により、米国の経済成長は鈍化し、インフレ率は上昇する可能性がある。米連邦準備理事会(FRB)は、景気を下支えするために、9月に利下げを再開すると予想される。
- 米ドルは我々の年末の予想値の水準に到達したため、ユーロ/米ドルの2025年9月、同12月、2026年3月、6月の予想値をそれぞれ1.19、1.21、1.22、1.23(従来は各1.16、1.16、1.18、1.20)に引き上げる。スイス・フランと英ポンドの予想も更新した。また、ユーロの他に豪ドルなどの出遅れ通貨への分散を推奨する。



出所: UBS

米ドルの変動要因

米ドルは今年に入って1桁台後半から10%台半ば下落した。米国の関税・財政政策の動きなど、米ドルを押し下げてきた要因の多くは依然として存在しており、今後数四半期の間も米ドルの下落につながる可能性が高い。

貿易戦争

米国政府が相互関税を発表した4月2日以降、米ドルは大幅に下落している。関税は単なる交渉の手段ではなく、しばらくの間は維持される可能性が高い。我々の基本シナリオでは、米国の実効関税率は最終的に約15%で落ち着くとみている。これは年初の水準である2.5%の約6倍に相当する。しかし、最近発表された関税率が8月1日の新たな猶予期限以降に適用されると、実効関税率は我々の想定する15%を大きく上回ることになる。

関税が米国の経済成長、雇用、物価に与える悪影響は、現時点では定量化するのが難しい。これまでのところ、企業および消費者の景況感指数と言ったソフトデータは弱含んでいる。一方、経済成長率や雇用統計などのハードデータは比較的堅調だ。我々は、年内にはハードデータがソフトデータに追従して悪化すると予想している。

関税引き上げによって、個人消費の伸びは圧迫される可能性が高く、今年は実質ベースで前年比2%を下回ると予想する(昨年は同2.8%)。投資活動については、売上高の伸びが鈍化し、価格圧力が続く中、企業の設備投資支出が減速するとみている。実質ベースの投資支出の伸びは、昨年の前年比3.8%から今年は同1.5%を下回ると予想する。

米国経済データの軟化見通しは、米連邦準備理事会(FRB)が9月に利下げサイクルを再開すると我々が予想する根拠となっている。市場はすでにFRBの利下げを織り込んでいるが、インフ

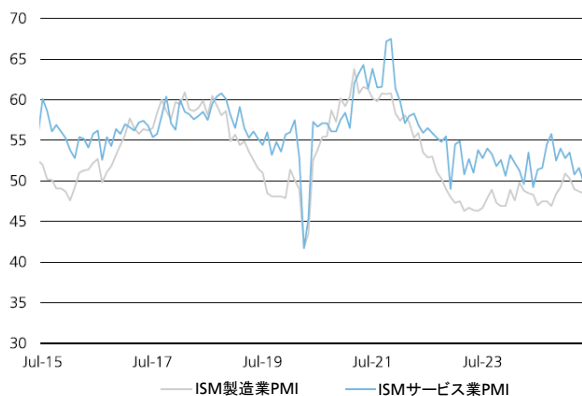
CIOによる最新の為替見通し

FX Pair	15-Jul-25	Sep 25	Dec 25	Mar 26	Jun 26
EURUSD	1.168	1.19	1.21	1.22	1.23
USDCHF	0.797	0.78	0.78	0.77	0.76
GBPUSD	1.344	1.38	1.39	1.39	1.40
EURCHF	0.931	0.93	0.94	0.94	0.94
EURGBP	0.869	0.86	0.87	0.88	0.88
GBPCHF	1.071	1.08	1.08	1.07	1.07
EURNOK	11.84	11.3	11.2	11.1	11.0
EURSEK	11.22	10.8	10.7	10.6	10.5
USDJPY	147.6	142	140	138	136
AUDUSD	0.655	0.66	0.68	0.70	0.70
NZDUSD	0.598	0.61	0.62	0.64	0.64
USDCAD	1.370	1.35	1.34	1.33	1.32

出所: ブルームバーグ、UBS、2025年7月

米国のソフトデータは弱含んでいる

米国ISM購買担当者景気指数(PMI)



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年7月

圧力の高まりが利下げのタイミングを遅らせる可能性は否定できない。しかし、FRBが9月に利下げを行わなかったとしても、今後12カ月間で米国の金融緩和が進み、来年にはインフレ率が低下する可能性が高いことから、米ドルは下押し圧力を受けることになるだろう。

「1つの大きく美しい法案」

成立した大型減税法案「1つの大きく美しい法案」は、当初の想定よりも歳出削減額が少なかったため、経済成長の下振れリスクは軽減される可能性が高い。とはいえ、米国の財政状況に対する懸念は高まるだろう。今後数年間、米国の政府債務が対国内総生産(GDP)比で100%を大きく上回ることが確実視される中、市場が米国債に求めるリスクプレミアムが拡大する可能性がある。FRBが利下げやバランスシートの再拡大を通して債務負担の管理を支援する場合、米ドルの下落要因となるだろう。

ユーロは米ドルの分散先候補

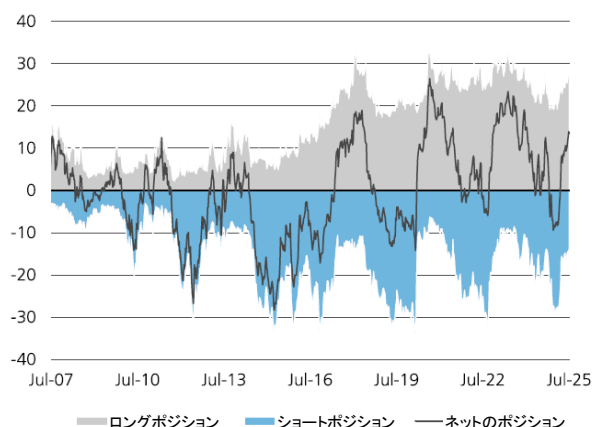
ユーロが年初から米ドルの分散先として大きく買われている。その要因として、まず、ドイツによる大規模な財政出動の発表を受けて、経済成長率とインフレ率の見通しが上向いていることが挙げられる。よって、欧州中央銀行(ECB)は早期に利下げを終了する可能性が高く、域内需要の急増が見込まれ、欧州のリスク資産にとって追い風になると見込まれる。また、ユーロは流動性が高く、米ドルの分散先としてグローバル投資家に買われており、欧州投資家は米ドル建て資産の保有を続けながら、為替リスクを減らすために米ドルのヘッジを強化している。これらの要因は今後数カ月から数四半期続き、ユーロの対米ドルでの上昇を後押しすると考える。

米国が8月1日から欧州連合(EU)に対して30%の関税を課すと通知したことは、ユーロの下落要因となる可能性がある。しかし我々は、このような高い関税率が長期間維持されることはないと考えている。EUの報復措置で短期的に緊張が高まる可能性は排除できないものの、米国とEUは貿易協定に合意し、関税率も引き下げられると予想する。また、たとえ高い関税率が維持されたとしても、ECBよりもFRBの方が大幅な利下げを実施する可能性が高いことから、ユーロの下落は一時的なものにとどまると考える。

上記の要因により、米ドルはさらなる下落が予想されるが、過去6カ月で既に大幅に下落している。我々は、ユーロ／米ドルの適正価格は1.25近辺とみており、1.20を超えると上昇ペースは緩やかになると予想する。我々は2025年9月、同12月、2026年3月、6月のユーロ／米ドルの予想値をそれぞれ1.19、1.21、1.22、1.23(従来は各1.16、1.16、1.18、1.20)に引き上げる。新たな予想では、ユーロ／米ドルは今後数カ月間、1.15-1.20のレンジで推移し、年末から2026年にかけて1.20-1.25のレンジへ移行し、1.25付近の適正水準に向かって上昇すると予想する。

投機筋はユーロを買い越し

米商品先物取引委員会(CFTC)発表の投機筋ポジション(10億ユーロ)



出所:ブルームバーグ、UBS、2025年7月

年後半の投資機会

米ドルの投資判断をUnattractive(魅力度が低い)で維持し、今後数四半期は米ドルの一部のエクスポージャーを他通貨に分散することを勧める。トータルリターン観点からは、年内および来年にかけてユーロや豪ドルに妙味がある。ユーロは流動性など前述の理由から、米ドルからの分散先として引き続き魅力的である。ここ数カ月出遅れている豪ドルのスポットレートは反発し、G10通貨の中で特に高いキャリーを提供するだろう。

リスク要因

我々の予想は、2025年後半および2026年のマクロ経済の想定に基づいており、米国の経済成長が鈍化し、FRBが9月以降に利下げを開始するというものである。この見方に対するリスクは、年末にかけての米国の物価上昇である。したがって、FRBの次の利下げ時期に関しては不確実性が大きい。雇用市場の軟化がFRBの政策転換につながると考える。とはいえ、米国の金利が高止まりし、経済成長がわずかな鈍化にとどまった場合、ユーロ／米ドルは年末までに我々の予想である1.20に近づくのではなく、1.12-1.15に反落するだろう。

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ものではありません。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。

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