

# ドル円

## 金融正常化への道筋の明確化が焦点に

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

- 日銀の利上げに対するドル円の反応は、政策当局が市場の期待に反し、今後の金融引き締めペースについて明確な見通しを示さなかつたことを受けたものである。
- 短期的には、更なる円安が日銀に金融政策正常化の加速を促す主因となる可能性がある。それでも2026年には、ドル円の動きと日米の金利差(実質・名目)が再び連動するようになり、その関係性が為替見通しの基本的な根拠になると考える。
- データ重視で慎重に金融政策正常化を進めるという日銀の姿勢を踏まえ、2026年3月、6月、9月、12月のドル円予想を各155円、152円、150円、148円に引き上げる(従来は各150円、150円、148円、146円)。

日銀の植田和男総裁が市場の期待に反し、金融政策正常化のペースについて明確な見通しを示さなかつたことで、ドル円は一時158円近くまで急騰した。データ重視で慎重に正常化を進めているという日銀の姿勢は、円にとって支援材料とはならない。仮に日銀が2026年に、現時点の市場予想を上回る2回の利上げを実施しても、短期金利の小幅な上昇だけでは、円を大きく上昇させるには不十分だろう。

日本の利上げによる円の下支え効果が限定的である理由は複数挙げられる。第1に、短期金利が依然として低く、他通貨に見劣りする。第2に、インフレ率が3%近い中で、日本の実質金利は大幅なマイナスであり、投資家にとって恩恵が乏しい。第3に、長期債利回りの上昇は、金融セクターと政府債務にとってのリスク要因となる。政府はリフレ政策に注力しており、2026年度予算は120兆円を超える見通しのため、10年国債の利回りが2%へ上昇しているにもかかわらず、投資家の10年国債の購入意欲を更に後退させている。

一方で、ドル円が162円以上にまで上昇した場合には、財務省による為替介入の可能性が高まり、円の下落リスクを緩和する要因となるだろう。ただし、為替介入の効果は、円の持続的な回復を後押しするというより、円安の更なる進行を抑えるものであると考える。過去の例も、為替介入が長期的な為替動向に与える影響が限定的であることを示唆している。日銀が通貨防衛のために追加利上げを行う方が、政策の転換を示しつつ、投機的な円売り圧力を抑制できるため、効果的だと考える。

2025年の円の動きが低調だったにもかかわらず、ドル円の下落予想を維持する理由は次の通りである。第1に、CIOでは引き続き、2026年前半にかけて米ドルが幅広い通貨に対して下落する余地があるとみており、少なくともドル円の上値は抑えられ、緩やかに下落すると考える。第2に、2026年の日本の経済成長率は予想から上振れする可能性の方が高い。国内総生産(GDP)成長率のコンセンサス予想が0.7%であるのに対し、UBSでは0.9%とやや高い水準を予想する。第3に、市場の利上げ期待に近い50ペースポイント(bp)の利上げが実施され(CIOの予想は25bp)、同時にマクロ経済指標が予想より強ければ、円への一定のサポート要因となる。第4に、ドル円の動きは日米の金利差から乖離しているが、これが長く続くとは考えておらず、株式市場がリスクオフ環境となれば、安全資産としての円が再評価され、日米2年国債の金利差縮小に連動して円高が進みやすくなる。第5に、円のリスク

長期トレンド  
(円高ドル安方向)

### 為替レート予想: ドル円

22 Dec 25	157.00	PPP*:	89.0
Mar 26	155.00	TEER*:	81.0
Jun 26	152.00		
Sep 26	150.00		
Dec 26	148.00		

リフィニティブ、マクロボンド、UBS算出。<sup>\*</sup>購買力平価(PPP)はそれ自体予測ではなく、UBSが算出した為替レートの長期均衡値。トレンド外挿法による均衡為替レート(TEER)はPPPの今後3年の予測値。

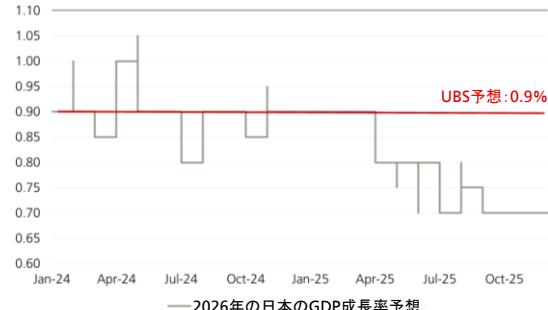
図表1: ドル円は直近の高値付近の水準にある  
日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年12月22日

図表2: 2026年のGDP成長率はコンセンサス予想を上回ると予想

### 2026年の日本のGDP成長率予想



出所: ブルームバーグ、UBS、2025年12月22日

## ドル円

プレミアム(金利差や相対的なインフレ動向以外の不安要素による超過リスク)は依然として高い。先進国の経済成長が加速しない場合は特に、2026年のいずれかの時点で行き過ぎた円安が認識されると考える。

また、日米金利差縮小により日本人投資家の海外資産のヘッジコストが低下していることから、ヘッジ活動が増加すると予想する。年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)も、国内金利上昇を踏まえ、資産配分を変更する動きに注視する必要がある。

ドル円は150円近辺の水準への下落を予想する。更なる円安の余地は限定的であり、今後12カ月の間で反転を見込んでいる。160円近辺に達した場合には口先介入が増え、実際の介入の実施も想定される。広範なリスクオフ環境下では、150円近辺へと急落する可能性もある。

ドル円の上振れリスクとしては、財政懸念の急速な高まりが日本の国債市場を不安定化させ、円が更に下落することが予想される。地政学的には、日中関係の悪化が景気を下押しした場合、日銀が利上げを遅らせることで円の回復力を損なう恐れがある。更に、世界的に経済成長が加速し、利下げが終了するなかで、日本の緩やかな利上げサイクルが続いた場合、ドル円は長期にわたって160円を上回る可能性がある(CIOでは2026年後半から2027年にかけて利上げを予想)。一方、下振れリスクとしては、企業業績が期待に届かず、グローバル株式が急落して、世界的な金融緩和への期待が再燃すれば、円のサポート要因となり、ドル円は予想以上に下落することも想定される。

## グローバル資産クラスに対するCIOの評価・見解

資産クラスに対するCIOの評価・見解は、投資判断を行う際のハイレベルなガイダンスを提供するものであり、主に流動性の高い一般的な指標の期待トータルリターンの評価、UBSハウスビューの予想シナリオ、そして今後12カ月のアナリストの予想に基づき、UBSの投資見解を決定する会議のメンバーの合意に基づいた判断を反映しています。なお、投資戦略によっては、ポートフォリオ構築、集中度合、また借入制約などの要因により、戦術的資産配分(TAA)がこれらの評価・見解と異なる場合があります。

**Attractive(魅力度が高い)**: 当該資産クラスを総合的に魅力度と評価し、同資産クラスに投資機会があると判断する。

**Neutral(中立)**: 当該資産クラスから大幅なリターンあるいは損失の発生を想定せず、中長期的な保有を推奨する。

**Unattractive(魅力度が低い)**: 当該資産クラスを総合的に魅力度が低いと評価し、他の資産クラスへの投資機会の検討を勧める。

## 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・配布することができます。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もありません。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ご相談の上で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

## ドル円

財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一戸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に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)は隨時、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できます。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