

通貨市場

2022 年には米ドル反発が見込まれる

2021 年 5 月 20 日

Chief Investment Office GWM

Thomas Flury, Strategist, UBS Switzerland AG; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist, UBS AG Hong Kong Branch; Tilmann Kolb, Analyst, UBS Switzerland AG; Teck Leng Tan, CFA, Strategist, UBS AG Singapore Branch; Wayne Gordon, Strategist, UBS AG Singapore Branch; Brian Rose, Senior Economist Americas, UBS Financial Services Inc. (UBS FS)

- 世界経済の回復に伴い、年内は米ドル安が続くとみているが、2022 年には幅広い通貨に対して米ドルの反発を予想する。
- 2022 年には、米国が他の主要国に先行してコロナ対応の金融緩和策からの転換を図るものと考えられる。米連邦準備理事会(FRB)は雇用等の堅調な回復を判断材料に、金融政策の正常化に動き始めるだろう。
- 来年は米ドルの幅広い上昇が予想され、ユーロ、英ポンド、輸出国通貨、新興国通貨に対して一様に影響を及ぼすだろう。ただし、他通貨とは異なり、円は引き続き米ドルに対して下落すると予想する。



為替レート予想

2022 年 6 月末予想を新たに追加

	20-05-21	Sep 21	Dec 21	Mar 22	Jun 22	PPP
EURUSD	1.221	1.25	1.25	1.23	1.20	1.33
EURCHF	1.099	1.10	1.11	1.11	1.10	1.15
USDCHF	0.900	0.88	0.89	0.90	0.92	0.86
GBPUSD	1.415	1.47	1.49	1.48	1.45	1.60
EURGBP	0.863	0.85	0.84	0.83	0.83	0.83
GBPCHF	1.274	1.29	1.32	1.34	1.33	1.38
USDJPY	108.8	112	113	114	115	72
EURJPY	133.0	140	141	140	138	95
USDCAD	1.206	1.22	1.21	1.20	1.20	1.24
AUDUSD	0.777	0.82	0.81	0.80	0.80	0.70
NZDUSD	0.720	0.75	0.74	0.73	0.73	0.63
EURSEK	10.16	10.0	10.0	9.9	9.9	9.6
EURNOK	10.14	9.9	9.8	9.7	9.6	10.7

出所: リフィニティブ、UBS、2021 年 5 月 20 日現在

今回は 2022 年 6 月の予想を新たに加えるとともに、米ドルの見直しを変更する。今年については米ドルの下落基調の継続を見込むが、来年は上昇に転じるものと考えられる。2021 年末の予想に変更はなく、ユーロ／米ドル 1.25、米ドル／スイス・フラン 0.89、英ポンド／米ドル 1.49 を維持する。ドル／円については、112 円から 113 円へ小幅米ドル高方向

に引き上げた。尚、これらの予想はレンジの中心値として示している。為替市場はこれまで以上に政治的要因から大きく影響を受けている。市場では政策見通しに基づいてポジションを変更する動きが広がっており、年初来 4 カ月間の先進 10 カ国(G10)通貨の変動にもこうした変化がすでに表れている。来年は FRB が資産購入プログラムを終わらせ、利上げ観測が浮上するとみており、米ドルが強さを取り戻すと予想する。政策の変更は為替相場の大きな変動要因となる。

米国では 2021 年に入り大規模な財政出動と金融緩和が実施されている。今年の財政支出は昨年と同水準またはそれを上回る予定であり、また FRB もゼロ金利政策を維持する方針である。こうした景気対策を一因にインフレ率は上昇傾向にある。しかし、一部のセクターでは、雇用、売上高等の経済指標が依然コロナ前の水準を下回っており、こうした状況が続く限り、FRB は緩和姿勢を維持するものと想定される。各国の政策支援により世界経済は今後回復の加速が見込まれることから、2021 年後半は米ドルは引き続き下落基調を辿ると予想する。

通貨市場

前回の為替レート予想

	Jun 21	Sep 21	Dec 21	Mar 22
EURUSD	1.21	1.23	1.25	1.25
EURCHF	1.09	1.10	1.11	1.11
USDCHF	0.90	0.89	0.89	0.89
GBPUSD	1.42	1.45	1.49	1.51
EURGBP	0.85	0.85	0.84	0.83
GBPCHF	1.28	1.29	1.32	1.34
USDJPY	110	112	112	112
EURJPY	133	138	140	140
USDCAD	1.23	1.22	1.21	1.20
AUDUSD	0.80	0.81	0.82	0.83
NZDUSD	0.72	0.73	0.74	0.75
EURSEK	10.00	10.00	10.00	9.90
EURNOK	10.10	10.00	10.00	9.90

出所: リフィニティブ、UBS、2021年5月20日現在

来年は世界の経済情勢が変化するか？

来年の世界経済情勢は今年とは異なる様相を呈するだろう。FRBは雇用等の経済指標の継続的な回復を判断材料に、資産購入プログラムの縮小に向かうものと予想する。為替市場は将来の利上げを織り込み始め、米ドルは買い戻されると予想する。米ドルの上昇とともに、2年国債利回りが2023年末の利上げを織り込み上昇すると見込む。しかし、インフレ期待は低下するであろう。足元、一部のセクターで見られるインフレ圧力は一時的なものにとどまり、労働市場や世界貿易の正常化に合わせて次第に弱まると考える。

タイミングについての確信度は？

米ドルは今年は下落基調を迎えるが、来年には上昇に転ずると予想する。これは金融引き締め時期を巡る不確実性と足元の緩和姿勢を考慮に入れた判断である。パウエルFRB議長は、景気指標、特に労働市場の継続的な回復が確認されるまで引き締めめに転じない意向を繰り返し表明している。我々は、第4四半期のいずれかの時点で正常化のシグナルが発せられ、実際に量的緩和の縮小が行われるのは2022年、利上げ開始は2023年になるとの見方が最も可能性が高いと考える。金融政策の転換時期は早まる可能性も遅れる可能性もあるため、FRBと同様に、我々も見通しについては柔軟に考える必要がある。だが、景気回復後の次の動きについて早めに検討することは賢明な策と考える。

米ドルの反発はコロナ禍の回復局面の終わりを示すものか？

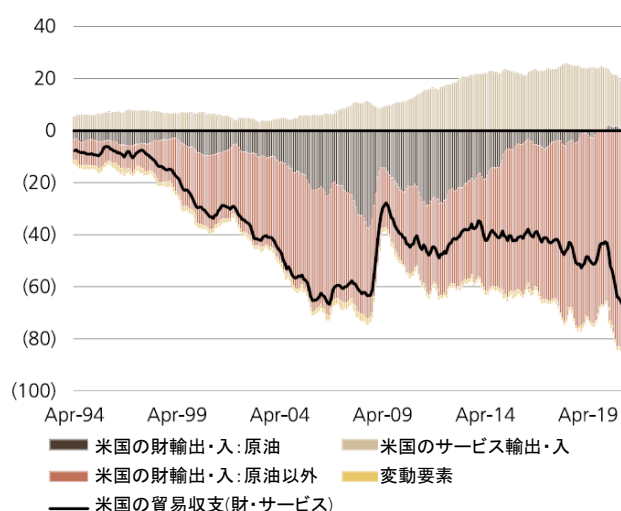
この質問に答えることは簡単ではないが、回復局面が終わるのは、米国以外の中央銀行も利上げに踏み切った時点だ

と考える。これは、欧州中央銀行(ECB)、スイス国立銀行(中央銀行)、日銀までもが政策金利をプラス圏に戻した場合を指す。しかし、2022年6月までの我々の見通しを踏まえると、これらの中銀がマイナス金利政策を解除する公算は小さいため、2022年には米ドルが上昇する展開を予想する。

とは言え、足元の景気インフレ上昇によりECBとスイス国立銀行は将来のいずれかの時点で出口戦略を進めることになるであろう。これはユーロとスイス・フランにとって大きな押し上げ要因となる。しかし、米国はユーロ圏やスイスに先行して金融政策正常化への一歩を踏み出す可能性が高いため、来年には米ドルが強含むと考える。

図表1 - 拡大する米国の貿易赤字

景気刺激策による需要増で米国の貿易赤字が拡大している。米ドルの下げ圧力を緩和させるには金利の上昇が必要



出所: ブルームバーグ、UBS、2021年5月20日現在

米ドルの売りポジションを解消するタイミングはいつか？

リスク・リターンの観点から、少なくとももう1四半期は米ドルの売りポジションを保持することを勧める。世界経済が回復に向かい、各地でコロナ規制の解除が進む限り、「安全通貨」米ドルの需要は減退すると考える。ユーロ圏をはじめとする多くの輸出国の経済指標は予想を上回る堅調を示しており、リスクオン・ムードの高まりから、これらの輸出国通貨は今年第3四半期さらには第4四半期にかけても米ドルに対して強含む展開が予想され、場合によっては我々の予想を大きく超えて上昇する可能性もある。9月または10月までには、FRBをはじめG10中央銀行の引き締め時期を占う材料が増えてくるだろう。直近4月の米労働市場データからは、雇用の堅調な回復傾向が見られるのは、早くても9月または10月になる可能性が示唆された(米雇用統計の発表は翌月初旬)。

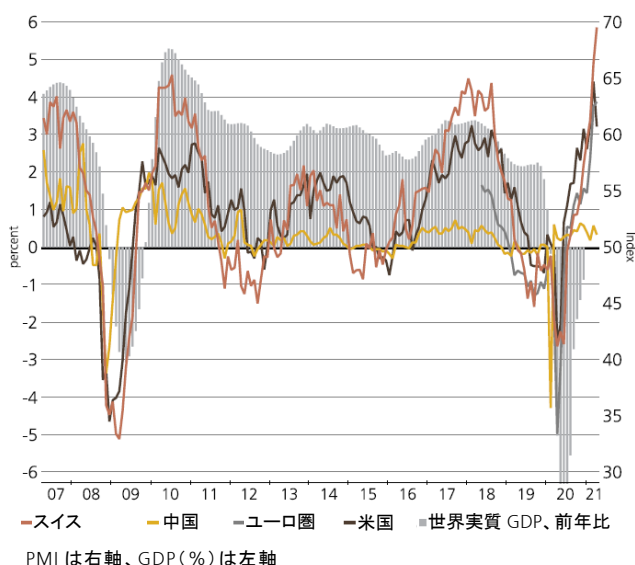
通貨市場

我々の米ドル予想に対するリスクは何か？

2022年米ドル高シナリオに対するリスクとしては、まず米国のインフレが挙げられる。過去数カ月の間に、我々が適正為替レートの指標とするユーロ/米ドルの購買力平価(生産者物価ベース)は1.29から1.33に(ユーロ高方向に)上昇した。インフレ率およびインフレ期待が足元のレンジを大きく超えて上昇することをFRBが許容する場合、実質金利は低下するため、米ドルの名目為替レートは上昇しにくい。また、世界全体の均一的な経済回復も米ドル安圧力の要因に挙げられる。しかし、米国の経済対策の規模を勘案すると、同リスクは限定的にとどまると考える。財政・金融が連携した景気刺激策は、足元、米ドルの下げ要因となっているが、2022年以降はプラス材料になるとみている。

図表2 – 力強い世界経済の広範な回復

PMIの上昇でリスクオン・ムードが高まり、輸出国通貨の上昇につながっている



出所: マクロボンド、UBS、2021年5月20日現在

現在推奨する為替ポジションは？

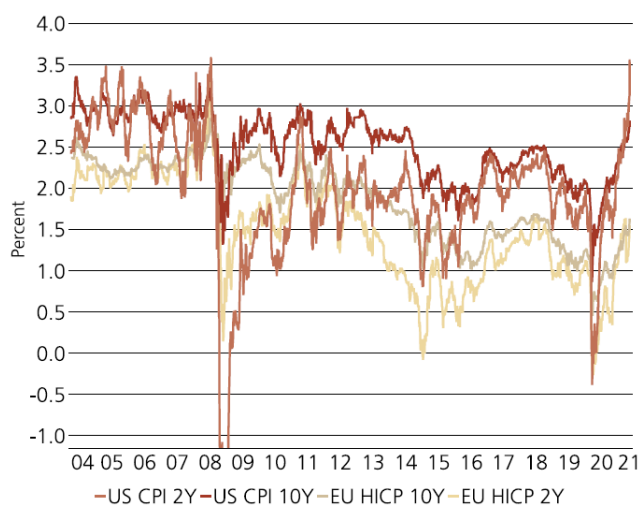
今後6カ月のユーロ、スイス・フラン、英ポンド、北欧通貨、豪ドル、および一部新興国通貨に対する米ドルの我々の見通しは引き続き弱気である。一方、足元の景気回復局面では、円は米ドルに対して下落するとみている。米国が金融引き締めに着手すると、円は米国の利回り上昇にネガティブに反応する傾向があることから、円安の展開はさらに続くと考えられる。よって、円からのドル+ α の通貨分散(ユーロ、英ポンドなど)は引き続き有効と考える。また、コモディティ価格、特に原油価格は今後も上昇が予想されることから、依然資源国通貨の魅力度は高いと考える。

アジア新興国通貨

アジア通貨の対米ドル相場は、G10通貨の展開に似た動きになるとみている。今後3~6カ月のグローバル環境は、FRBの緩和姿勢維持や世界経済の回復加速などを背景に、アジア太平洋(APAC)通貨にとって引き続き追い風が吹く状況が想定される。輸出中心のAPAC地域の2021年GDP成長率は8.2%と、2010年以来の高い伸び率を予想する。成長率が加速する中、APACの中央銀行は自国通貨の一定の上昇を歓迎することになるであろう。景気が上向く局面では、通貨高はインフレ圧力を抑制する傾向がある。

図表3 – 米国インフレ・スワップ

インフレは今年米ドル安を招く見通しだが、FRBがタカ派に転換すれば米ドルは買われるだろう



出所: マクロボンド、UBS、2021年5月20日現在

来年になると、アジアと米国の成長率格差も縮小する見込みである。米国のGDP成長率が1%ポイント低下(2021年の6.9%から2022年の5.9%)するのに対して、APAC地域の同成長率は2%ポイント近く低下(8.2%から6.4%)すると予想する。アジアのワクチン接種の遅れも、来年の域内経済成長率が米国以上に鈍化するという我々の慎重な見方を強める要因となっている。

しかし、一部のアジア通貨は米ドルが全面高に転じる前に弱まる可能性がある。経常収支が悪化している国では、米国内債の利回り上昇に伴い自国通貨が下落すると考える。該当する通貨として、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソなどが挙げられる。よって、APAC通貨の見通しは、予想リターンと買い推奨の観点からみると、強弱まちまちである。

通貨市場

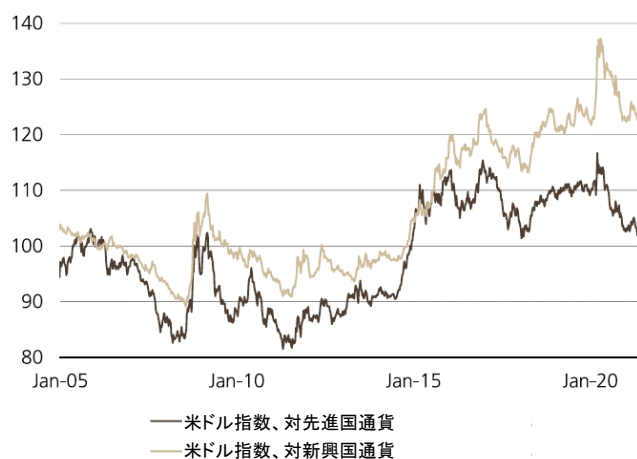
ラテンアメリカと EMEA(欧州・中東・アフリカ)

ラテンアメリカと EMEA(欧州・中東・アフリカ)の通貨については、共通する要因がみられる。今後数カ月は、海外の良好な金融環境と世界経済の堅調な回復が重なり、センチメントの改善とコモディティに対する旺盛な需要が維持されると見込まれ、これらの通貨はその恩恵を受けるだろう。しかし、その後は FRB の引き締めタイミングが鍵となる。各通貨のパフォーマンスは、パンデミックの封じ込め度合いによって差が生じる可能性がある。これには、規制措置の解除状況、財政支出、債務の持続可能性、中央銀行の金融政策、政治的な圧力などが影響してくるだろう。

ブラジル・リアル、メキシコ・ペソ、南アフリカ・ランド、トルコ・リラは、中長期的な米ドル高回帰により、いずれも下落傾向を迎えると考えられる。ただし、政治動向、財政懸念、構造的な不均衡など各国固有の要因により、下落幅は異なるだろう。ロシア・ルーブルは、過去数四半期にわたり地政学リスクの影響を受けてきたが、今後はより底堅い推移が予想される。中東欧通貨は、今後数カ月にわたり欧州の成長加速の恩恵を受けられると思われるが、その後はユーロに対して概ね横ばいで推移すると考える。

図表 4 –米ドル指数は低下している

ECB その他 G10 中央銀行がマイナス金利を解除しない限り、米ドル指数は 2010～2020 年の水準には達しないと予想する



出所: ブルームバーグ、UBS、2021 年 5 月 20 日現在

通貨市場

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。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。

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もありません。

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 UBS 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 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、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の手数料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。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。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、直接的に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 1.76%(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。

通貨市場

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 グループ内の他の企業(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 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、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 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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等: UBS SuMi TRUST ウェルズ・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号