

通貨市場

2022 年 9 月の見通しを追加

2021 年 7 月 15 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); Gaëtan Peroux, Strategist, UBS Switzerland AG

- 今回、2022 年 9 月の為替レートの予想を追加する。通貨市場の基本的な見方は変わらず、来年 9 月の時点でも、米ドルおよび金融政策の正常化を進める国の通貨が強含むと予想する。
- 我々は米ドルに対する見通しを従来の弱気から中立に変更し、来年以降は強気を見込んでいる。以下で、有効と思われる戦略を提示する。
- 今後は金融緩和の正常化に向けて第一歩を踏み出しつつある中央銀行に焦点を移していく。



先週、我々は米ドルの見通しを従来の弱気から中立に変更した。さらに、2022 年についても米ドルへの強気見通しを従来より若干引き上げた。2022 年 9 月は米ドル高がさらに進み、ユーロ／米ドルは 1.13 まで（ユーロが）低下、米ドル／スイス・フランは 0.97 まで上昇する可能性が高いと予想する。ドル円も 116 円まで上昇、米ドル／人民元も 6.65 まで米ドル高が進むとみられる。こうした長期見通しの根拠として、米連邦準備理事会（FRB）が今後、超緩和政策の正常化に向けて動き出すと見込まれる一方で、世界経済成長はピークを迎えると予想されることが挙げられる。米国の金利上昇から米ドルが買われやすい展開になるが、ユーロなどの輸出国通貨を支えていた世界経済のモメンタムは減速し始める可能性が高い。通貨市場においては、これまで米ドルが弱気から中立、そして最終的に強気へと向かう「米ドルサイクル」に沿った戦略を推奨していたが、足元の経済・金融動向により、サイクル全体のスピードが幾分速まった。

米ドル高の良い理由と悪い理由

我々が米ドル見通しを弱気から中立に変更した理由は、主に 2 つある。1 つ目は FRB が金融緩和の縮小方針を示したこと、2 つ目は新型コロナのデルタ変異株によって世界成長見通しに新たな不確実性が生まれていることだ。これら 2 つの要素は、相関性は強くないものの、どちらも米ドルの下支えとして作用する。市場では米国の景気過熱への警戒感が浮上しており、FRB が緩和縮小の準備を加速すれば米ドル高が進展する可能性が高い。一方で世界成長の減速懸念により米国の債券利回りは低下しており、安全資産としての米ドルの需要が高まっている。

現時点では米ドル見通しはまだ中立

安全資産と米国経済の「一人勝ち」という 2 つの要因が重なると、複合的に米ドルを押し上げる可能性がある。米ドルは通常、リスク回避ムードが市場に広がった場合に上昇し、米国金利の低下がこの動きを示唆する兆候とされてきた。また、米国のみが成長して投資マネーを引き付ける場合も米ドル高になる。現在、米ドル高の材料となる両方の要因が強まっているとみられる。ただし、その度合いは小幅にとどまっているため、ユーロ／米ドルは差し当たって横ばいで推移すると見込まれる。FRB が 1 年以内に利上げに踏み切る可能性は低く、2 年以内の利上げの公算も小さい。一方、ワクチンは新型コロナの感染抑制に有効であることが確認されており、世界的にワクチン接種が進めば高い効果が期待できるだろう。

経済環境に関する想定

2022 年 9 月時点の予想値は、主要国においてコロナ禍が収束方向に向かいつつあり、さらに FRB およびその他の中央銀行がこの先金融緩和策の正常化に転換すると見通しを根拠としている。いち早く金融緩和の縮小方針を示しているのは米国、カナダ、英国、ノルウェー、ニュージーランドであり、これらの国の通貨が次のサイクルを主導するものと見込まれる。また、米国のインフレ率は、当面はトレンドを上回る可能性があるが、最終的には落ち着く見通しである。さらにまた、ユーロ／米ドルの適正水準は、最近の米国の物価上昇で、1.33 まで（ユーロ高方向へ）上昇したが、ここからさらに大きく上昇する可能性は低いとみている。加えて、我々の米ドルに対する強気の見方は、欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利政策を長期的に維持すると

通貨市場

の見方にも基づいている。マイナス金利は当面、ユーロ、円、スイス・フランの重石となるだろう。ユーロ圏、日本、スイスの中銀が1年以内に利上げを行い、マイナス金利政策を解除する可能性は低い。このため、この3つの通貨に対する米ドル高は、次の景気サイクルにわたり続くかもしれない。一方で、マイナス金利が数年にわたり続いたことから、これらの中央銀行が政策の正常化に動き出す何らかの兆しが見られた場合は、これら3通貨は反動で大きく上昇する可能性もある。

為替レート予想

	15-07-21	Dec 21	Mar 22	Jun 22	Sep 22
EURUSD	1.185	1.20	1.18	1.15	1.13
EURCHF	1.081	1.10	1.10	1.10	1.10
USDCHF	0.912	0.92	0.93	0.96	0.97
GBPUSD	1.384	1.43	1.42	1.39	1.36
EURGBP	0.856	0.84	0.83	0.83	0.83
GBPCHE	1.262	1.31	1.33	1.33	1.33
USDJPY	109.7	113	114	115	116
EURJPY	130.0	136	135	132	131
USDCAD	1.251	1.21	1.20	1.20	1.20
AUDUSD	0.747	0.76	0.75	0.73	0.72
NZDUSD	0.702	0.72	0.72	0.71	0.70
EURSEK	10.22	10.00	9.90	9.90	9.90
EURNOK	10.36	9.80	9.70	9.60	9.60
EURDKK	7.437	7.45	7.45	7.45	7.45
EURPLN	4.576	4.42	4.36	4.36	4.36
USDPLN	3.863	3.68	3.69	3.79	3.86
EURCZK	25.57	25.3	25.2	25.2	25.2
USDTRY	8.564	9.30	9.50	9.70	9.90
EURTRY	10.16	11.2	11.2	11.2	11.2
USD RUB	74.10	70.0	70.0	70.0	72.0
EUR RUB	87.79	84.0	82.6	80.5	81.4
USDZAR	14.52	15.7	16.0	16.2	16.3
USDBRL	5.071	5.00	5.30	5.30	5.50
USDMXN	19.88	19.5	19.8	20.0	20.2
USDCNY	6.459	6.55	6.60	6.65	6.65
USDHKD	7.768	7.80	7.80	7.80	7.80
USDINR	74.54	77.0	78.0	79.0	79.5
USDIDR	14480	15000	15200	15300	15400
USDKRW	1141	1150	1160	1170	1180
USDMYR	4.201	4.20	4.22	4.24	4.28
USDPHP	50.15	50.5	51.0	51.5	52.0
USDSGD	1.353	1.36	1.36	1.37	1.38
USDTHB	27.90	28.2	28.4	28.6	28.7
USDTHB	32.67	32.3	32.0	31.7	31.7

出所: リフィニティブ、UBS、2021年7月15日現在

推奨戦略の見直し

我々はこれまで、強い世界経済成長がユーロ、主要輸出国、そして資源国通貨を支えるとの見通しから、通貨の分散化と積み上がった米ドルポジションの解消を推奨してきた。実際、世界的にリフレ・トレードが活発化し、欧州など輸出国の経済が想定以上の回復を示すと、米ドルは予想どおり下落した。年末に向けて予想を上回る経済成長の波が再び到来し、リスク通貨が米ドルや円に対して上昇すると予想する。こうした予想を上回る経済成長局面は、米ドルを買い増し、より持続的な米ドル高に備える好機となるだろう。

次の戦略に移行する方法

足元の米ドル高の影響で、ユーロ／米ドルは1.18を割り込み、英ポンド／米ドルは1.39以下に下落したが、これは、米国の長期金利低下によるもので、一時的な動きだと見ている。市場では、テクニカルを中心としたポジション調整とモメンタム取引が活発化している。我々は下落局面ではなく、上昇局面でユーロ／米ドルと英ポンド／米ドルを売ることを推奨する。以前は分散化を進めるために押し目買い戦略を勧めていたが、現在は「戻り売り」戦略を推奨する。

分散投資を引き続き推奨

我々は通貨の分散化戦略を引き続き推奨する。バランスの取れたポートフォリオを重視していた局面では、ユーロ、英ポンド、スイス・フラン、日本円、豪ドルの5通貨を均等加重したバスケットに焦点を置いていた。これらの流動性の高い通貨は、世界輸出が回復した時に良好なパフォーマンスを見せた。しかしながら現在は、これら通貨の上昇余地はほとんど残されておらず、景気循環を重視する投資家は他の通貨に注目すべきだと考える。一方、長期的視点の投資家には分散化戦略が引き続き有効なアプローチとなろう。次のサイクルでは、緩和政策の正常化に向けて動き出す中央銀行の通貨に買いが集まると考える。とりわけ米ドル、英ポンド、カナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、ニュージーランド・ドルが注目されるだろう。対照的に、マイナス金利通貨は今年から来年にかけてサイクルが進む中で売られやすい展開となる見通しだ。新興国通貨については、予想される米ドルの動向を踏まえ、通貨をより厳選してポジションを取ることを勧める。例えば、原油市場の強い見通しと健全なファンダメンタルズから、ロシア・ルーブルは対米ドルで上昇するとの見方を維持する。また、欧州の経済活動の再稼働から恩恵を受けると見られるポーランド・ズロチの対ユーロでのポジションも有益だろう。アジアでは、2022年初めにシンガポール金融管理局(中央銀行に相当)が引き締めめに動くこととみられることから、シンガポール・ドルが有望とみる。

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。

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ます、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 ウェルス・アドバイザリー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号