

# ドル円

長期トレンド ↓

## 2020年は金融政策かい離へ

2019年9月20日

Chief Investment Office GWM

Teck Leng Tan, CFA, Analyst; Thomas Flury, Strategist

- 米連邦準備理事会(FRB)と日本銀行の直近の政策決定会合では、市場にインパクトを与えるような意外性は殆どなく、ドル円は107.5~108.5の狭いレンジの取引となった。
- 今後12カ月では、FRBはさらに100ベースポイント(bp)利下げして、米国経済の急速な成長鈍化の影響を和らげようとするだろう。一方、日銀は同期間で15bpの緩やかな緩和を実施することが予想される。
- 2020年に入ると日米の金融政策の乖離が予想されることから、今後6カ月と12カ月のドル円予想を、それぞれ104(従来予想は105)、100(同103)へと円高方向に下方修正する。3カ月予想は106円に据え置く。

### ドル円の最新予想

米連邦準備理事会(FRB)と日本銀行の政策決定には意外性が殆どなく、9月16日からのドル円は107.5~108.5の極めて狭いレンジで取引された。FRBは18日、米国経済に対する楽観的な評価を背景に、予想通り25ベースポイント(bp)の利下げを実施して様子見の姿勢を示唆した。またドット・プロット(FOMC参加者によるFF金利の予測分布図)の中央値を見る限り、ここから2020年末までは追加の利下げは想定されていない。これは、FRBが2020年の利下げを実施するには景気指標の本格的な悪化を確認する必要がある、との我々の予想を裏づける。我々は、2020年の米国の経済成長率が(2019年の2.3%から)1.3%へと急減速し、FRBはそれに対応して2020年の3月から9月までの間にあと100bpの利下げを実施するとの見方を維持する。

FRBの判断を受けて、日銀は19日、政策金利を据え置いたが、必要に応じて追加緩和を進めると明言した。この日銀の判断は、FRBによるかなり中立的なトーンの影響を受けた可能性が高い。これにより日銀には、10月1日の日銀短観の発表と消費税の引き上げ(8%から10%へ)の影響を確認する余裕ができた。我々の基本シナリオでは、日銀は10月に政策金利を15bp引き下げると想定している。これはFRBが今後100bpの利下げをするとの予想に比べると緩やかなペースだ。2020年に入ると日米の金融政策の乖離が進むとの見通しを根拠に、ドル円が安定的な低下を続けるとの予想を維持する。よって、我々はドル円の6カ月、12カ月予想をそれぞれ104(従来予想は105)と100(同103)に変更する。3カ月予想は106円に据え置く。

### 投資判断

- ドル円が108円以上に上昇すれば、円買いドル売りの好機と考える。
- FRBのハト派スタンスと長引く米国経済の減速から、円に対するドルの上昇余地は限られる。下落リスクについては、円高ドル安が急激に進行すれば、日銀はこれに対し懸念を表明する可能性がある。円高の緩やかな進行は、日銀にとって、それ程の懸念材料にはならないだろう。
- ドル円が上昇する主なリスクには、米中貿易交渉が予想外の包括的合意に達し、それによりリスク選好となり、日米間の金利差が再び拡大することなどが挙げられる。

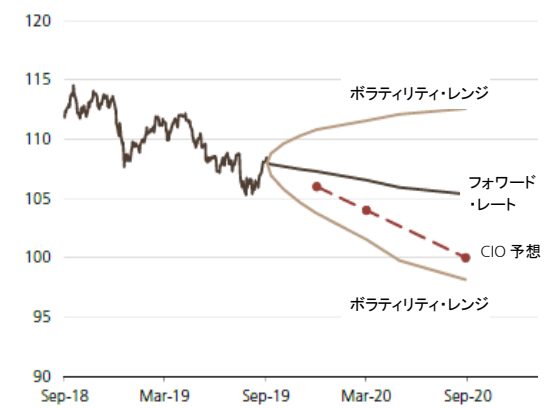
### 為替レート予想:ドル円

19.Sep.19	in 3 m	in 6 m	in 12 m	PPP*	TEEER*
108	106	104	100	75.00	72.00

トムソンロイター、マクロポンド、UBS算出。\*購買力平価(PPP)はそれ自体予測ではなく、為替レートの長期均衡でUBS算出。トレンド推測均衡為替レート(TEEER)はPPPの今後3年の予測値。

### 図表 1:ドル円レートと予想

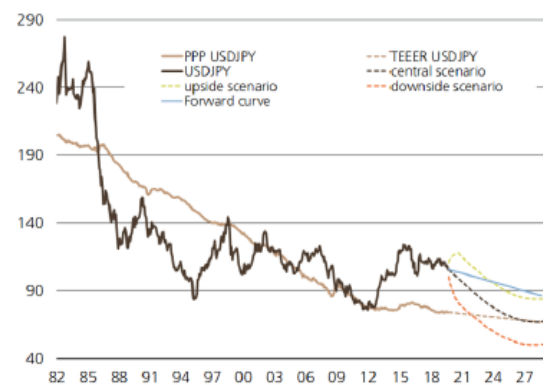
レート推移、今後の予想、インプリシット・ボラティリティ(予想変動率)



出所: ロイター、UBS、2019年9月19日現在

### 図表 2:ドル円の長期推移、適正レート、フォワード・レート

購買力平価(PPP)とトレンド推測均衡為替レート(TEEER)ドル円レート(濃茶)、PPP(薄茶)、TEEER(薄茶点線)、基本シナリオ(黒点線)、上昇シナリオ(黄緑点線)、下落シナリオ(赤点線)、フォワード・レート(青)



出所: マクロポンド、UBS、2019年9月19日現在

### ファンダメンタルズの影響

	Curr	GDP F	CPI F	3MLibor (1)	10Yield (1)
2019	USD	2.3	1.7	2.0	1.5
2020	USD	1.3	2.0	1.1	1.7
2019	JPY	1.3	0.8	(0.1)	(0.2)
2020	JPY	0.7	1.5	0.1	0.0

注: F=予想、(1) 年末値、出所: UBS

## Appendix

### 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(UBS 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」)が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である 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。UBS AG(以下、「UBS」)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、本レポート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、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポート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。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、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。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。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。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。

### 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

UBS 証券株式会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 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)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。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。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申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場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。

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 1%または 1 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 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

### 金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店、登録金融機関: 関東財務局長(登金)第 605 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

© 2019 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。