

ドル円

長期トレンド

ドルの下振れリスクをヘッジする

2020年3月12日

Chief Investment Office GWM

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

- 我々は2020年4-6月期(第2四半期)末、第3四半期末、第4四半期末および21年第1四半期末のドル円予想をそれぞれ100円、102円、104円、104円(従来は108円、108円、106円、104円)に修正した。
- 数カ月以内に米連邦準備理事会(FRB)は政策金利をゼロまで引き下げると予想されるが、日銀にはそこまでの利下げ余地はないだろう。したがって短期的にドル円は100円をうかがう展開になるとみられる。
- 円を借り入れている投資家には、ポジションのヘッジまたは解消を検討するよう勧める。世界的にリスク回避姿勢が強まるリスク・シナリオでは、ドル円が一時的に100円を割り込む可能性も排除できない。

FRBがゼロ近辺まで利下げするとドル円は100円まで進むだろう

我々は、2020年第2四半期末のドル円レート予想を、これまでの108円から100円に(円高ドル安方向に)修正する。米連邦準備理事会(FRB)は3月3日に50ベースポイント(bp)の緊急利下げを行ったが、今後数カ月以内にさらに100ベースポイントの追加利下げを行い、政策金利を現行の1~1.25%から0~0.25%に引き下げると我々は予想している。世界的な需要後退やサプライチェーン混乱等の逆風に加え、原油価格の急落により石油・ガスセクターの経営環境もさらに悪化する見通しであり、こうした悪材料を緩和するためにはこの規模の大幅利下げが必要だと考える。今回の原油価格の急落により、インフレスワップの5年先スタート5年物フォワードレートでみた中期的な米国の期待インフレ率は、過去最低水準の1.2%近辺に低下しており、米国の期待インフレは低迷している。このことも、FRBが積極的な金融緩和を急ぐとみられる理由である。

新型コロナウイルスの感染拡大による世界経済の減速懸念により、輸出主導の日本経済には逆風がさらに強まっている。また、夏に開催が予定されている東京オリンピックが中止または延期されるリスクも高まっており、これも日本の景気の下押し材料となるだろう。これらを踏まえると、日銀は追加緩和に踏み切ると見られるが、マイナス金利に対する国民の抵抗感の高まりを考えると、日銀が現在の-0.1%からさらにマイナス金利を大きく深掘りする可能性はきわめて低いと考える。したがって、3月の金融政策決定会合では10bpの利下げに加え、ETFの買い入れ額を増額するとみている。日銀は超低金利政策の副作用を意識しており、今後は財政刺激策への依存度が高まると予想される。よって、今後数カ月以内にFRBが政策金利をゼロに引き下げる局面で、米ドルは短期的に100円程度に下落すると予想する。

だが、世界全体で経済成長が安定を取り戻し、市場のリスクセンチメントが改善するに伴い、ドル円は年末までに104円を目指すだろう。日銀は長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)の中で10年国債利回りの誘導目標をゼロ程度に据え置き見通しであることから、年後半に景気が力強く回復すると想定すれば米金利は上昇に向かい、ドル高に振れるとみる。

中長期的には、ドルは円に対して引き続き割高

2021年3月末のドル円は104円と、ややドルの回復を見込んでいるが、長期的には、構造的な要因から円高基調という我々の見通しは変わっていない。日本円は非常に割安で、日本の経常収支は黒字が続いており、現在の金融政策スタンスは長期的に持続不可能である。これらのファンダメンタルズ要因はすべて中長期的な円高見通しの根拠となる。

為替レート予想:ドル円

| | | | |
|------------|-----|---------|------|
| 07 Feb 20: | 104 | PPP*: | 74.0 |
| Jun 20: | 100 | TEEER*: | 73.0 |
| Sep 20: | 102 | | |
| Dec 20: | 104 | | |
| Mar 21: | 104 | | |

Refinitiv, マクロボンド、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。トレンド外挿法による均衡為替レート(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: Refinitiv, UBS, 2020年3月12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(橙点線)、フォワード・レート(青)



出所: マクロボンド、Refinitiv, UBS, 2020年3月12日現在

ファンダメンタルズの影響

| | Curr | GDP F | CPI F | 3MLibor (1) | 10Yield (1) |
|----------|-------|-------|-------|-------------|-------------|
| 2020 USD | 1.1 | 1.7 | 1.0 | 1.8 | |
| 2021 USD | 2.2 | 2.1 | - | - | |
| 2020 JPY | (0.8) | 0.4 | (0.1) | 0.0 | |
| 2021 JPY | 1.8 | 0.5 | - | - | |

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・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。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。

UBS 各社(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、本人または代理人等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ます。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。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

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。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、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)(最大 2.34%(税込・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。

ドル円

「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)の運用報酬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場合があります。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 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。

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。

© UBS 2020 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・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号