

新興国通貨

やや安定するも、下振れリスクは消えず

2018年10月18日

Chief Investment Office WM

Tilman Kolb, Analyst; Jonas David, CFA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Analyst

- これまで大幅に下落していた新興国通貨が、ここ数週間でやや落ち着きを取り戻してきた。しかし、我々は短期的には慎重な姿勢を崩さない。
- 世界的な流動性の引き締めと貿易摩擦の悪化を背景に、新興国通貨は厳しい状況が続くものと予想される。したがって、対米ドルで直接ポジションを取ることは引き続き控えたい。ただし、レバティブ・バリューでは魅力的な投資機会があるとみている。
- 新興国市場の主な下方リスクとして、世界的な金利急騰、世界的な成長減速、貿易摩擦の悪化、各国固有の押し下げ要因が挙げられる。一方、市場の安心材料となりうるのは、米連邦準備理事会 (FRB) による利上げサイクルの一時休止、中国の景気刺激策、米中貿易協議での合意だ。

CIOの見解

先般の相場急落以降、一部新興国通貨は落ち着きを取り戻してきた。だが、比較的良好な国内情勢を受けて一部損失を取り戻した高利回りのヨーロッパ・中東・アフリカ (EMEA) 及び中南米の通貨と、対米ドルで下げ止まらないアジア通貨やユーロとの連動性が高い通貨とでは、明らかに状況が異なる。世界的な流動性の引き締めや米中貿易摩擦など、不安定な世界情勢はいまなお続いている。新興国通貨のベンチマーク (JP モルガン EMI+) の過去 1 カ月のリターンは約 1% 上昇したが、年初来のトータルリターンは依然として約 4% のマイナスだ。

世界経済による逆風に対する新興国市場の対応は、全体としては相場にプラスに働いている。各国の中央銀行はタカ派的なスタンスを強めており、アルゼンチンとトルコ当局は通貨急落への対応策を発表した。中国では景気減速に歯止めをかけるために景気刺激策が取られている。だが、持続的な安心感に必要なのは、米中の貿易交渉の実質的な進展に加え、新興国の国内総生産 (GDP) 成長率のモメンタム回復であると我々は考えている。しかし、現在のところ、こうした状況が短期的に現実化する気配はない。

新興国通貨の見通し

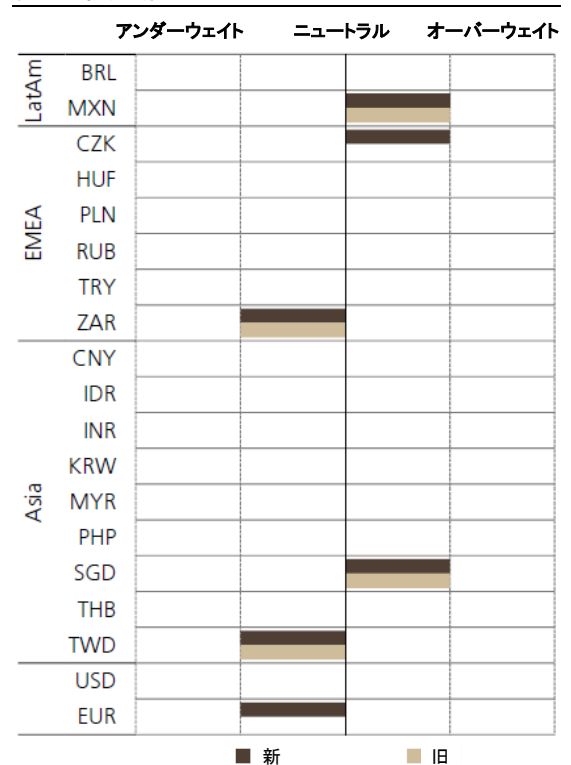
やや安定はするも、リスクはなお多い

ここ数週間で一部の新興国通貨がようやく落ち着きを取り戻してきた。ブラジル大統領選では市場寄りの候補者が決選投票で勝利するとの予想からブラジル・リアルが上昇した。アルゼンチン・ペソとトルコ・リラも年初からの大幅な損失を一部取り戻した。一方、アジア通貨やユーロとの連動性が高い中東欧通貨は振るわなかった。

米国の堅調な経済指標や、FRB 高官による発言が市場にタカ派と受け止められたことなどを背景に、米国金利は 10 月初旬に急騰した。この影響で新興国通貨はやや売られたが、下落幅は米金利が突如上昇した 2 月ほどではなかった。しかし、世界的な流動性の引き締めは今後も新興国通貨の足かせとなるだろう。米国のインフレ率は今のところ緩やかな水準で推移しているが、FRB が市場の予想よりもタカ派色を強めるリスクが高まっている。

新興国市場では、自国の通貨安とインフレ率上昇の可能性に対応するた

図表 1: 新興国通貨の推奨状況
戦術的投資期間でのポジショニング



出所: UBS (2018年10月18日現在)。このグラフは、投資期間を6カ月と想定した新興国通貨のCIOの戦術的なポジショニングを示しています。新興国通貨での投資機会を物色している投資家向けに提示する相対価値に基づくポジションで、金利差からのリターンを考慮しています。棒グラフの長さにはリスク調整後リターンが反映されています。

新興国通貨

め、各国の中央銀行がタカ派姿勢を強めたり、政策金利の引き上げに動いている。こうした政策のシフトは市場の懸念を和らげ、慎重に政策を決定する姿勢を印象付けた。だが、国内流動性の引き締めは自国経済の成長見通しの重石となるだろう。各国中央銀行は、外的圧力に慎重に対応し米国との適切な金利差を維持しながら、金融引き締めによる経済成長への影響を制御するという、難しい舵取りを迫られるだろう。とりわけ、原油価格の上昇がインフレリスクを引き起こす場合にはなおさらだ。

新興国通貨へのもう一つの逆風が米中貿易摩擦だ。人民元は再び下落基調が強まっている。足元では1米ドル=7.0人民元を下回る水準で推移しているが、米国とは対照的に中国は金融緩和を進めているため、この水準を超えて人民元安が進む可能性が高まっている。中国の経常黒字もほぼ消滅しており、人民元を下落しやすくさせている。追加関税は中国の経済成長見通しと投資家センチメントを冷やしかねず、新興国通貨全体の下落を招く可能性がある。逆に、米中が貿易協定で合意したならば、すべての市場が上向き可能性がある。だが現在のところ、緊張悪化の可能性の方が高そうだ。

イタリアの予算交渉も注視する必要がある。イタリア資産の急落がその他の欧州市場に波及すれば、これも世界中の投資家センチメントを後退させるかもしれない。

新興国通貨の上昇に必要なこと

国際通貨基金(IMF)がアルゼンチンへの追加支援を決め、トルコ当局がトルコリラの急落に政策対応を取った後、新興国からは悪いニュースが減り、新興国通貨のパフォーマンスはまちまちとなっている。魅力的なバリュエーションと高い金利収入を考えると、悪いニュースがないだけでも既に新興国通貨には一時的な安心材料となるだろう。

だが、持続的な回復に必要なのは、新興国のGDP成長率のモメンタムが回復することだと我々は考える。新興国市場の今年の成長率は依然として予想を下回っており、今後も加速には至らず、約4.7%(対前年比)で横ばい推移となる見込みだ(IMFデータに基づく)。成長見通しの下方修正が相次いでおり、最近発表される経済データも依然として事前予想を下回っている。リスク環境が悪いことを踏まえると、GDP予測はまだ下方修正される可能性があり、新興国通貨には一段の下落余地があると我々はみている。

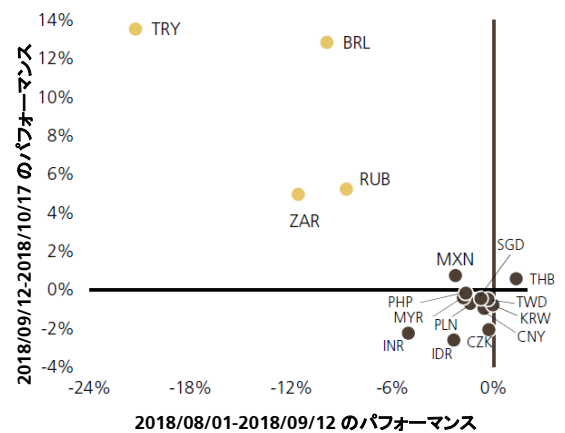
新興国為替レート予想

	Current	3-month	6-month	12-month
Latin America				
USDBRL	3.69	3.60	3.80	3.80
USDMXN	18.9	19.5	18.5	18.0
EMEA				
EURPLN	4.29	4.30	4.25	4.20
EURCZK	25.8	25.4	25.1	24.8
USDTRY	5.59	5.50	5.80	6.50
USDZAR	14.3	15.0	15.0	14.0
USDRUB	65.5	68.0	68.0	65.0

	Current	3-month	6-month	12-month
Asia				
USDCNY	6.94	7.00	7.10	7.30
USDIDR	15,193	15,750	15,500	15,250
USDINR	73.6	77.0	75.0	73.0
USDKRW	1,134	1,170	1,170	1,150
USDMYR	4.16	4.18	4.15	4.10
USDPHP	54.0	56.0	56.0	55.0
USDSGD	1.38	1.40	1.38	1.37
USDTHB	32.6	34.0	34.0	33.3
USDTWD	30.9	31.5	31.5	31.2

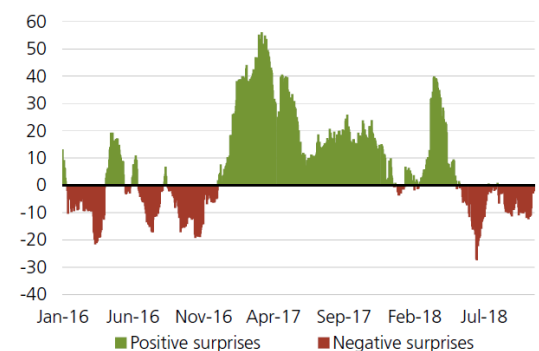
出所: ブルームバーグ、UBS、2018年10月18日現在(最新の見直しはUBSの最新版レート予想をご参照ください。)

図表 2: 直近の急落で最も打撃を受けた通貨が反発
8月1日-9月12日及び9月12日-10月17日の主要新興国通貨のパフォーマンス(スポット)



出所: ブルームバーグ、UBS、2018年10月18日現在

図表 3: 事前予想を下回る経済指標が続いている
新興国の経済指標のサプライズ指数(事前予想との乖離)



出所: Citi、ブルームバーグ、UBS、2018年10月18日現在

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS CIO ウェルスマネジメントリサーチが作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会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、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

© 2018 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。