

新興国通貨

短期的には更に下落する可能性

2018年7月19日

Chief Investment Office WM

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

- 新興国通貨は貿易戦争を巡る懸念、米国の金融引き締め政策、経済成長への不安に引き続きさらされている。それでも2018年第2四半期の下落を経て、安定化の兆しを示している。ただし、短期的にはさらなる下落する可能性が高い。
- 我々は景気・インフレ動向が良好で、慎重な金融政策をとり、外的要因の影響が限定的な国の通貨を推奨する。こうした観点からの評価が低い国々は特に短期的な後退局面の影響を受けやすい。
- 新興国に対する主なリスクは、引き続き貿易摩擦の悪化と地政学的緊張の高まり、世界的な金利の急上昇であり、これらは成長見通しと投資家センチメントへの重石になるだろう。

CIOの見解

新興国通貨は総じてここ1か月間で安定の兆しを見せてきたが、悪化したグローバル環境はまだ改善されない。懸念材料の中には貿易戦争への懸念の高まり、米金融政策の予想よりも早い引き締めペース、そして中国経済の軟化がある。我々は投資家が新興国について再び楽観的になるには、グローバル環境が安定し、国内の経済が活発化することが前提になると考えている。年末にかけてこうした状況が見られると予想するが、短期的には一段と下落する可能性が高いだろう。結果的に、景気・インフレ動向が良好で、慎重な金融政策をとり、国外からの影響が限定的な国の通貨を推奨する。こうした観点からの評価が低いトルコ、ブラジル、南アフリカなどは特に短期的な後退局面の影響を受けやすい。

戦術的なポジショニングでは、引き続きユーロと米ドルの通貨バスケットに対してロシア・ルーブルをオーバーウェイトしている。制裁に対する懸念は払拭されないものの、ロシア・ルーブルは原油価格の上昇、良好な国内情勢、魅力的な金利収入の恩恵を受けると思われる。ポーランド・ズロチのオーバーウェイトは終了する。米国による自動車輸入に対する追加関税の導入が先行きを不透明にし、同ポジションのリスク調整後リターンへの重石になる可能性があるからだ。最後に、インド経済の見通しがいまだ良好ではないため、インド・ルピーのオーバーウェイトを終了し、代わりにシンガポール・ドルのオーバーウェイトを開始する。シンガポール・ドルは予想されている金融政策の一段の引き締めによる恩恵を受けるだろう。このオーバーウェイトは台湾ドルへのショートポジションで補う。台湾ドルのパフォーマンスは、米中貿易摩擦が激化すればシンガポール・ドルを下回るだろう。

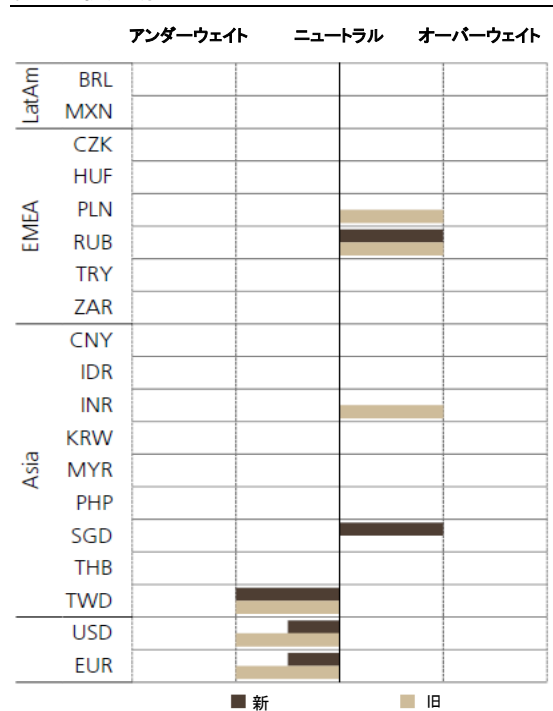
新興国通貨の見通し

強い逆風が吹く中で安定化の兆しも

米中間の初回の追加関税措置が発効し、米国が近い将来に2,000億米ドル相当の中国製品に追加関税する方針を表明する中、貿易に関する懸念が再び高まっている。また米国による自動車への追加関税は欧州連合(EU)の成長見通しにマイナスの影響を及ぼすが、これが導入される可能性も高まっているようだ。一方で、中国の経済活動が軟調で、対米ドルで人民元安が進んでいるため、中国を巡る懸念も再燃している。

新興国通貨は2018年4-6月期(第2四半期)を通して下落したが、その後は安定化の兆しを示している。救いの手を差し伸べたのは強いパフォーマンス

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7月19日現在)。このグラフは、投資期間を6か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

を示したメキシコ・ペソだ。7月1日のメキシコの大統領選でロペス・オブラドール氏が勝利宣言を行ったことにより、市場には安堵感が広がった。トルコ・リラを除いて、欧州・中東・アフリカ(EMEA)通貨は上昇し、以前の下落分の一部を相殺した。一方でアジア通貨は、貿易を巡る緊張の高まりからここ1カ月で下落した。

ファンダメンタルズは改善するも、リスクの高まりによって目立たない

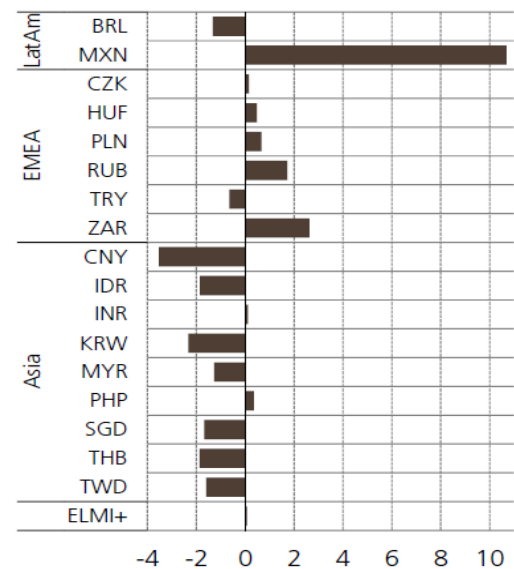
新興国経済はファンダメンタルズ面では総じて改善している。経常収支のバランスが改善しつつあり、経済成長率は上昇している。多くの中央銀行が、最近の通貨安に対して政策金利の引き上げ、またはタカ派色の姿勢を示すことで対応してきた。我々はこの動きが継続すると予想する。状況がより安定すると、高い金利が再び資本の流入を呼び込むだろう。また現地資産と通貨の下落は、新興国資産に対する現地通貨建てのポジションを取る魅力的な機会を提供する。例えば、新興国通貨のスポット価格のバリュエーションは総じて2017年初めの水準に回復しており、多くの通貨ではインフレ調整後の金利収入が改善している。

一方でグローバル環境は悪化しており、投資家が下落リスクに注目する限りは多くのプラス要素も意味をなさない。貿易戦争のリスクは大きくなり、緊張が沸点に達すれば、輸出志向型経済と関連のある多くのアジア通貨はより大きな打撃を受ける可能性が高い。リスクセンチメントも影響を受け、世界の国内総生産(GDP)成長率予想は下方修正されるだろう。その両方の要素が資産クラスの重石になるとみられる。同様に、レバレッジ解消の取り組みが進行する中で中国経済の減速が明白になれば、影響が市場全体に波及し、資源輸出国の通貨に痛手となるだろう。一方で我々は米連邦準備理事会(FRB)が段階的な利上げを継続すると予想するが、利上げサイクル(の予想)がより明白になれば、再び新興国通貨への圧力が増すだろう。最新の労働市場に関するデータで、賃金上昇圧力が高まることなく失業率が低下していることが示されたために、投資家の懸念は和らいだ。しかしながら、物価上昇の証拠が相次いで示されれば、米国の金利は再び上昇し、新興国市場の資金調達条件は悪くなるだろう。

我々は、先行き不透明感が払拭されれば、新興国通貨はファンダメンタルズの改善による恩恵を受けると予想する。それまでは、一段の下落が起こりそうだ。こうした状況では、景気・インフレ動向が良好で、慎重な金融政策をとり、国外からの影響が限定的な国の通貨を推奨する。

図表 2: パフォーマンスはまちまち

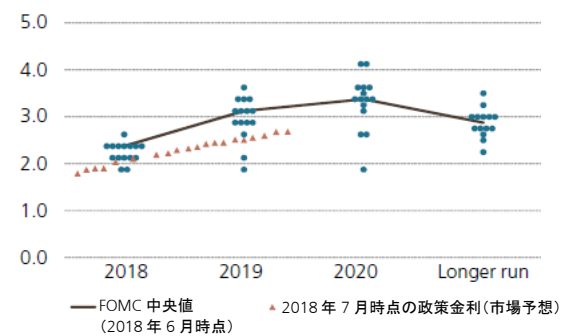
主要新興国通貨の1カ月のトータルリターン(%), 総合指数パフォーマンスを含む。



出所: ブルームバーグ、2018年7月18日現在

図表 3: 市場は米連邦準備理事会(FRB)の予想よりも少ない利上げ回数を織り込んでいる

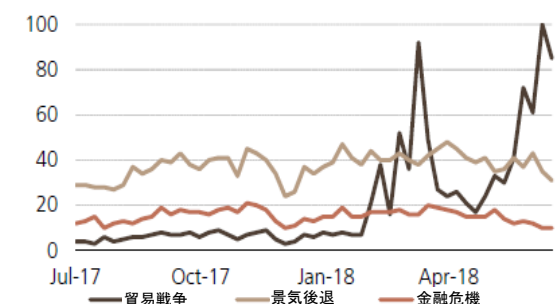
米連邦公開市場委員会の政策金利予想と市場の織り込み(%)



出所: 米連邦準備理事会、ブルームバーグ、UBS、2018年7月19日現在

図表 4: 貿易戦争が最大の関心事

Googleの世界全体の検索件数(ピーク時を基準とした相対値)



出所: Google Trends、UBS、2018年7月19日現在

新興国通貨

新興国為替レート予想

	Current	3-month	6-month	12-month
Latin America				
USDBRL	3.84	3.80	3.50	3.50
USDMXN	18.9	19.5	18.5	18.5
EMEA				
EURPLN	4.31	4.35	4.25	4.20
EURHUF	324	330	325	320
EURCZK	25.9	25.9	25.6	25.0
USDTRY	4.80	5.00	5.20	5.50
USDZAR	13.3	13.8	13.0	12.5
USDRUB	63.1	62.0	60.0	58.0

	Current	3-month	6-month	12-month
Asia				
USDCNY	6.72	6.70	6.60	6.50
USDIDR	14,405	14,750	14,750	14,500
USDINR	68.6	69.0	69.0	68.5
USDKRW	1,132	1,130	1,130	1,110
USDMYR	4.06	4.06	4.06	4.00
USDPHP	53.5	54.0	54.0	53.5
USDSGD	1.37	1.36	1.34	1.32
USDTHB	33.4	33.3	33.3	32.7
USDTWD	30.6	30.6	30.6	30.3

出所:ブルームバーグ、UBS、2018年7月19日現在(最新の見通しはUBSの最新版レート予想をご参照ください。)

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けます。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。