

通貨市場 サマリー版

緩和バイアスに合わせ通貨戦略を見直す

2019年7月18日

Chief Investment Office GWM

Thomas Flury, Strategist; Daniel Trum, CFA, Strategist; Gaëtan Peroux, Strategist; Wayne Gordon, Analyst; Teck Leng Tan, CFA, Analyst

- 米連邦準備理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が金融政策スタンスを緩和バイアスに転換したことを受けて、我々の戦術的通貨配分を変更した。FRBとECBが利下げを始めると米ドルとユーロはともに下落するリスクが見込まれるため、両通貨をオーバーウェイトからアンダーウェイトに引き下げた。
- またこの金融緩和路線を受けて、スイス・フランと豪ドルのアンダーウェイトを解消した。FRBとECBが利下げに踏み切ればスイス・フランは強含む可能性がある。また、FRBの金融緩和により、世界的なリスク回避に対するヘッジとして豪ドルをアンダーウェイトにする必要性も低下する。
- 最後に、高金利の新興国通貨に対するオーバーウェイトの幅を拡大する。世界的な金融緩和と比較的安定した経済情勢はキャリー取引に追い風になるとみている。



出所: Rina Canonika

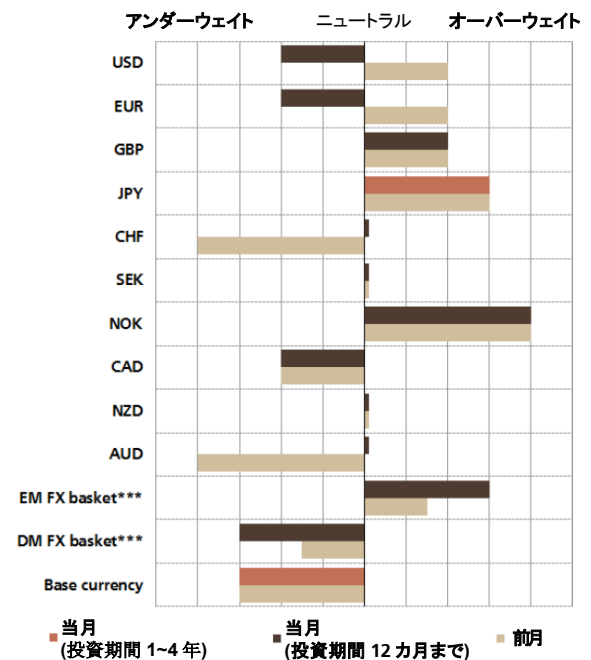
米連邦準備理事会(FRB)と欧州中央銀行(ECB)が金融政策スタンスを緩和バイアスに転換したことを受けて、我々は戦術的通貨配分を変更した。欧米中銀の姿勢転換は我々にとって想定外であった。足元の米国と欧州の経済情勢は必ずしも金融政策を転換する根拠とはならないと考えられるからである。両地域の国内総生産(GDP)は潜在成長率近辺で推移する見通しであり、足元のインフレ率も懸念するほどの水準ではない。労働市場と賃金の伸びも非常に力強い。景気が底堅い局面での金融刺激策の導入は、我々の通貨戦略にも影響を与えたため、見直しを行うこととした。

第1に、FRBとECBが利下げを発表するときにユーロおよび米ドルのオーバーウェイトは避けたい。よって、米欧の利下げ開始に備え、我々は両通貨をアンダーウェイトにする。ただし、もしFRBの利下げが景気後退に伴う影響の軽減策として実施される場合は、米ドルが持つ安全資産としての側面を踏まえ、米ドルのオーバーウェイトを推奨する。

一方、利下げ開始により見込まれる他の資産への影響にも注目していく。まず、金融緩和へのシフトにより、安全通貨の代表格である日本円とスイス・フランに加え、新興国通貨も買われるだろう。よって、新興国市場の高利回り通貨バスケットのオーバーウェイト・ポジションを引き上げた。またユーロのオーバーウェイトに対するスイス・フランのアンダーウェイトを終了し、ユーロをノルウェー・クローネに対してアンダーウェイトとする。我々は為替ヘッジ無しで日本株をオーバーウェイトにしているが、それに伴う日本円のオーバーウェイトは良好なポジションであると考え、変更を行わない。

また、豪ドルのアンダーウェイトを解消する。これまで米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトには2つの働きがあった。1つは、米中貿易摩擦の激化に対するヘッジとしての役割であり、もう1つはオーストラリア準備銀行(RBA)の利下げに対する通貨市場の動きから利益を確保するためである。RBAは2カ月連続で利下げを行い、貿易摩擦もやや緩和した。さらに、最近のFRBのコミュニケーションはFRBプット(相場が下落するとFRBが金融緩和策により相場を支えてくれるとの安心感)を示唆

ユーロと米ドルのアンダーウェイトを開始し、スイス・フランと豪ドルのアンダーウェイトを終了する UBS CIO ハウスビューの戦術的通貨配分



出所: 2019年7月18日現在。***新興国通貨バスケットは南アフリカ・ランド、インド・ルピー、インドネシア・ルピアを含む。先進国通貨バスケットは豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドルを含む(すべて均等加重)

本稿は、UBS Switzerland AG および UBS AG が作成した "Currency markets: Currency strategy adjusted for easing bias." (2019年7月18日付) 及び "USDJPY: A steady drift lower" (2019年7月17日付) を翻訳・編集した日本語版として2019年7月23日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。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市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

通貨市場

する内容で、ヘッジ通貨としての豪ドルの効果が後退した。オーストラリアの政策金利はすでに過去最低の1.00%をつけているため、このポジションを手仕舞う。まだ利下げ余地は残されているが、FRBほどではなく、11月の25ベーシスポイント(bp)の利下げ予想も短期市場で概ね織り込み済みである。また、英ポンドに対する豪ドルのアンダーウェイトを米ドルのアンダーウェイトに切り替える。ブレグジット(英国のEU離脱)の行方が最終的に明らかになれば英ポンドは一段と上昇するという我々の見方は変わっていない。これについては以下で詳しく説明する。

ドル円は徐々にドル安方向に向かうと予想

ドル円は6月下旬に我々の短期目標であった1米ドル=107円に到達した。今回、ドル円の3カ月予想を106円(従来予想は107円)、6カ月予想を105円(同106円)、12カ月予想を103円(同105円)に修正する。

超短期では、ドルが110円まで反発する可能性は排除できない。特に米国金利が直近の低水準から反転上昇した場合にはありえる。しかし、もし反発する場面があれば、ドル売り円買いのポジションを積み増す好機になると考える。我々の基本シナリオは、米中が2020年の米大統領選前に通商合意に至る可能性は低いとの見解に基づいている。仮に交渉決裂の場合は、米国のGDP成長率は2019年の2.8%から2020年には2.0%に大幅に落ち込む見通しである。そうなれば、FRBは追加利下げの可能性を残すよう常に迫られることになり、これがドル円に重石となるだろう。

一方、日銀がさらに大規模な金融緩和策に踏み切るとは考えにくい。10月の消費増税は予定通りに実施されそうだが、日本政府は追加金融緩和ではなく補正予算を編成して、増税に伴う景気腰折れを防ぐものと我々はみている。実際、安倍首相は最近、政府と日銀の本当の経済目標は完全雇用を目指すことであり、その意味での目標はすでに達成されたと述べ、日銀が強力な金融緩和策を講じて2%のインフレ目標を達成する必要性を低下させた。

豪ドルのアンダーウェイトを解消

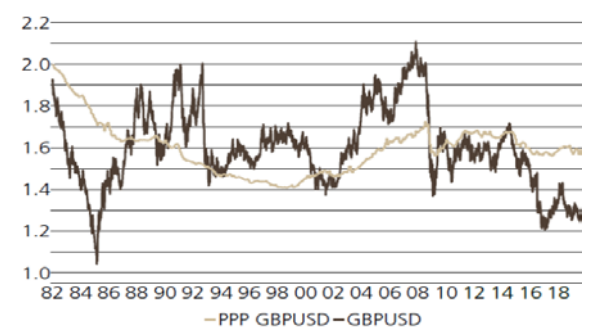
我々は、米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを解消した。景気減速を受けてRBAは6月と7月に25bpの利下げに踏み切った。11月に再度25bpの利下げが行われると予想するが、市場にはすでに織り込まれている模様だ。また、米中貿易摩擦の一時休戦によりリスクオフの地合いが後退しており、豪ドルの下支え要因となろう。しかしながら、豪ドル/米ドルは今後数カ月間はレンジ内で推移するとみられ、米ドル主導の展開となるだろう。

国内経済では、雇用と物価のトレンドは依然として低迷しており、引き続き注視していく必要がある。政策金利はすでに過去最低となる1.00%に低下しているが、現在のトレンドが続けば、我々の予想を超える大幅利下げのリスクも排除できない。我々は、4-6月期(第2四半期)の消費者物価指数(CPI、トリム平均値)が過去最低の1.5%まで落ち込むと予想している。これが現実化すれば、年末までにさらに25bpの追加利下げの可能性も高まる。オーストラリア国債利回りは米国債利回りを約70-90bp下回っている。さらに、ブラジル産鉄鉱石の対中出荷増加を受けて第3四半期にオーストラリア産鉄鉱石の価格が下がると予想される。短期的にはこれらが豪ドルの重石となるだろう。

英ポンドに対し、豪ドルに代えて米ドルをアンダーウェイト

FRBが必要に応じて政策金利を大幅に引き下げる余地と意欲を示す一方で、英ポンドは売られ過ぎと我々はみている。市場が10月末のEU離脱期限の再延長を織り込み始めれば、英ポンド/米ドルは足元のポンド安基調から反転し始めるであろう。英ポンドは購買力平価(PPP)の1.57に対して20%以上割安である(図表1参照)。英ポンドが近い将来にPPPに完全に収斂するとは予想していないが、上昇余地は大きい。ただし、ブレグジットをめぐるのはなお不透明感がくすぶっており、これが英ポ

図表 1: 英ポンドは過小評価されている
英ポンド/米ドルのスポット(濃茶)と購買力平価(薄茶)



出所: マクロポンド、UBS、2019年7月18日現在

通貨市場

ド回復の足かせとなるだろう。

英ポンドに対する過度なリスクプレミアムが後退

英国経済は相対的に安定成長を維持し(図表2参照)、インフレ率もイングランド銀行の目標の範囲内で推移しているものの、英ポンド/米ドルは3月につけた天井の1.33から7月半ばに1.24へと下落した。これは、市場が10月末の合意なきEU離脱の確率をほぼ50%と織り込んでいるためと我々はみている。我々はブレグジットの最終的な結果を現時点で予想することはできない。また、英ポンド/米ドルの動きは今後も他の主要通貨より変動が大きくなると予想する。だが、短期的には、市場は「合意なき離脱」リスクを過大評価していると我々はみている。

英国の次期首相が10月末までに合意なき離脱を強硬に推し進めれば、さまざまなハードルに直面するだろう。今年1月~3月の英議会でも離脱プロセスをめぐる議論は行き詰っていた。その時と変わらず今も、英国議会の過半数は合意なきEU離脱に反対を表明している。したがって、我々は10月に再度離脱が延期される可能性が高いと考えている。そして最終的には、ブレグジットをめぐる膠着状態の打開策を見出すため、過半数の議席を確保すべく総選挙が行われると予想する。

FRBの予防的利下げと欧州経済の回復

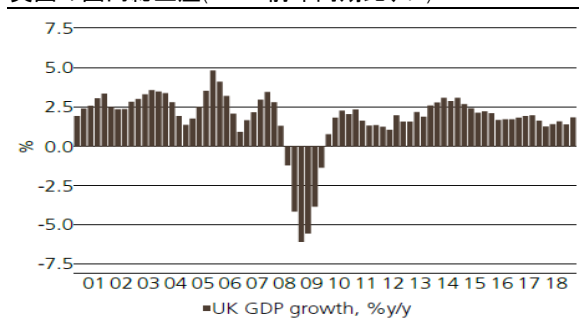
米国金利の低下、景気腰折れを警戒するFRB、そして年後半の欧州経済の回復が英ポンドの上昇要因となるだろう。イングランド銀行は、FRBを始めとする主要中央銀行に比べると、さほどハト派に傾斜していない。英国では労働市場がひっ迫しており、インフレ率も目標に到達しているため、仮にブレグジットをめぐる不透明感が高まらず、世界経済が減速基調を強めなければ、イングランド銀行は今年利上げを実施していたかもしれない。我々は今後6カ月での英ポンド/米ドルレートは1.32まで上昇すると予想しているが、一段の上振れ余地もあるとみている。英ポンドの上昇は、秋口に迎える米国予算審議の行方や米ドル高に対する政治的な反発にどの程度米ドルが揺り動かされるかにも影響を受けるだろう。

新興国市場を下支えする金融緩和の潮流

今月はさらに、景気に敏感な低金利通貨(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)のアンダーウェイトに対する一部の高金利新興国通貨(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)のオーバーウェイトの幅を拡大した。米中貿易摩擦が一時休戦に入り、FRB高官が予防的な利下げの可能性を強く示唆し、ECBの発言もハト派に大きくシフトしたことから、新興国通貨はここ数週間堅調に推移している。我々は新興国市場に有利なグローバル環境が今後数カ月は続くこととみており、幅広い資産クラスで投資家の利回り追求姿勢を後押しするだろう。こうした環境では金利キャリー取引が魅力的で、高金利通貨に上昇余地があるとみている。

国内に目を転じてみると、インドネシアではジョコ大統領が外資誘致政策を推進しており、大統領選での対立候補との緊張も緩和の兆しが見えていることから、インドネシア・ルピアに追い風が吹いている。インドでは、先ごろ発表された2019年度予算案がインド・ルピーの支援材料となる。意欲的な財政赤字目標からは財政規律の維持を目指す政府の姿勢がうかがえ、海外資本を呼び込む計画は国内への資金還流を通じてインド・ルピーを押し上げると見られる。南アフリカでは経済指標が低迷する中、国営電力会社 Eskom の再建と財政赤字が大きな課題であるが、政府による政策方針の方向性は総じて前向きであると予想しており、これが南アフリカ・ランドの下支えにつながるだろう。一方、新興国の中央銀行は金融緩和に動き始めている。インドは年明けからすでに連続して利下げを実施しており、インドネシアと南アフリカもそれに追随して利下げに踏み切った。こうした動きは金利収入を緩やかに押し下げているが、インフレ圧力が抑制される中、景気の見通しはまだ明るい」とみている。

図表 2: 英国経済は決して冷え込んでいない
英国の国内総生産(GDP: 前年同期比、%)



出所: マクロポンド、UBS、2019年7月18日現在

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。