

# 通貨市場

## 長期的に日本円をオーバーウェイト

2019年2月15日

Chief Investment Office WM

Thomas Flury, Strategist; Daniel Trum, CFA, Strategist; Gaétan Peroux, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Analyst; 青木大樹, Regional CIO Japan

- 本稿では中長期の投資期間における日本円のオーバーウェイトという新たな投資テーマを紹介する。同テーマは、米ドル/スイス・フラン/人民元バスケットに対する日本円のオーバーウェイトによって実行する。これは長期の投資アイデアであり、為替ポジションもしくは短期の推奨とは異なる。
- 日本円の価値は急低下しているが、日銀は金融政策の正常化を徐々に進めるとみており、長期的には上昇すると見込む。世界の景気が鈍化しつつも拡大の続くなか、日銀の金融緩和政策の終了が近づいていることから、リスクは長期的には円上昇に傾いていくと考える。
- 12カ月後にドル/円は足元の111円から105円に低下、スイス・フラン/円は110円から105円に低下、人民元/円は16.3円から15.0円に低下すると予想する。

### 長期的に日本円をオーバーウェイト

日本円は主要通貨の中で依然として価値が最も低い状態にあるが、今後12カ月の間に上昇していく可能性をみている。日本円の大幅上昇のきっかけになり得るいくつかの要因が浮上しつつあるからだ。米ドル、スイス・フラン、人民元で構成される通貨バスケットに対し日本円の上昇を後押しする要因はいくつかあるとみている。世界の景気サイクルは終盤の局面に入り、景気拡大ペースが鈍化していることから、米ドル高はいずれ終わりを迎えると考え。代わりに、日本円が安全通貨として上昇するとみている。また、日銀の金融緩和政策の終了も視野に入ってくると考える。これらの要因がいつ日本円上昇の引き金を引くのか正確に予想することは難しいが、今後12カ月の間に起きる可能性は十分あるだろう。

我々は12月、日本株式投資について為替ヘッジの解除を勧めた。3~4年の投資期間でみた場合、日本円が上昇する可能性は高く、為替ヘッジを解除することとした。本稿で述べる新たな投資テーマは日本円のヘッジ解除と密接に関連しており、そうした長期にわたる日本円の修正プロセスが始まるタイミングを掴むことを目的とする。

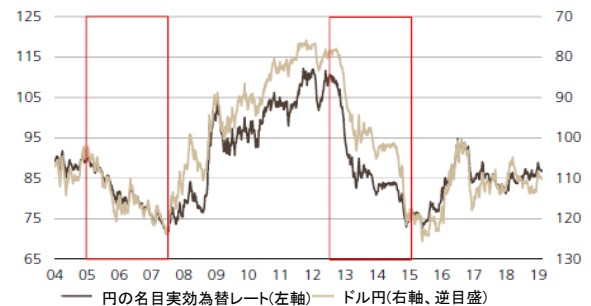
### 円安、米ドル高の賞味期限

日銀が物価目標2%の達成のために市場ならびに企業マインドを支えることは依然重要である。日銀は1月に、主に石油価格の要因により、2019年度の生鮮食品を除くコアCPI(消費者物価指数)の予想を+1.4%から+0.9%へ大きく下方修正したことから、早期の金融政策正常化の可能性は低下したと考える。しかし、昨年10月以降、黒田総裁は現在の金融政策の下での金融システムの潜在的な脆弱性について繰り返し言及し、超低金利政策による金融機関の収益性と国債市場の機能の低下という副作用を日銀は明らかに懸念していることを示した。

日本のマクロ的経済環境は健全であり、12カ月の間にインフレ率は1%を超えて加速すると考える。GDP成長率は2018年7~9月期にマイナス成長に落ち込んだが、10~12月期には反発し、プラス成長に転じた。2019~2020年を通して年率1.0~1.3%程度の健全な成長を引き続き予想する。深刻な人手不足に伴う賃金上昇率の加速と労働効率性向上のための設備投資の拡大は物価押し上げ要因となろう。金融機関の

図表 1: 2005~2007年および2012~2014年のような円の下落は予想されない

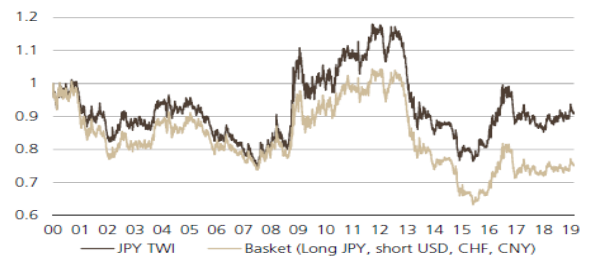
2005~2007年には力強い世界経済成長、2012~2014年には日銀の積極的な金融緩和が顕著に確認されている



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15日現在

図表 2: 米ドル、スイス・フラン、人民元の通貨バスケットに対する円の上昇

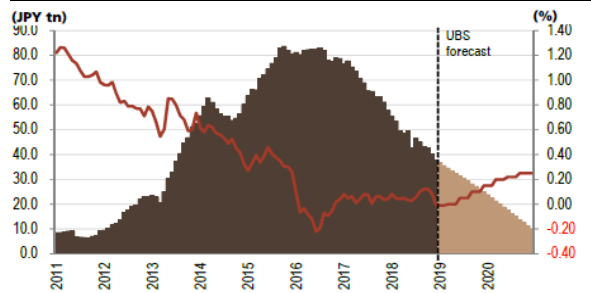
薄茶: 通貨バスケットに対する円  
濃茶: 円の貿易加重指数(2000年を基準)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15日現在

図表 3: 日銀の国債買い入れペースが鈍化するなか、日本10年国債の利回りは0.2%に達する見通し

日銀の年間国債買い入れペース(左軸、兆円)  
日本10年国債利回り(右軸、%)



出所: ブルームバーグ、日本銀行、UBS、2019年2月15日現在

# 通貨市場

収益性に対する副作用のリスクはインフレ圧力の下、高まる可能性があり、日銀は物価目標 2%を達成する前であっても、2020 年年初に金融政策の正常化をようやく開始するとみている。

米ドルの観点からは、米連邦準備理事会(FRB)の現在の利上げサイクルが終わりに近づいていることから、同通貨がさらに上昇する余地は限定的と考える。米実質 GDP 成長率は約 2%まで鈍化することにより、利上げは年内残り1回のみとなるであろう。このためドル円の上昇余地は限られるものとみている。

我々の投資見解に対する主なリスクは、米国経済ならびに世界経済の再加速と考える。この場合、FRB は今後 1年の間に 2~3 回の利上げを行うこととなり、予想外に米ドルは上昇するであろう。世界経済の再加速は中国の景気減速の悪影響を和らげ、人民元は安定化すると予想される。しかし、そうしたシナリオの下でも、日本は経済成長と物価動向の改善による恩恵を受けると予想される。そうなれば、物価上昇にも関わらず、日銀が低金利を続ければ副作用の影響を強めることとなり、日銀は予想よりも早く金融政策の正常化に着手することになると考える。日本 10 年国債の利回りは今後 12 カ月の内に 0.2%まで上昇すると予想しているが、世界経済の状況次第ではさらに上昇するリスクが高まる。

## 日本円の上昇に対する推奨のポジションは？

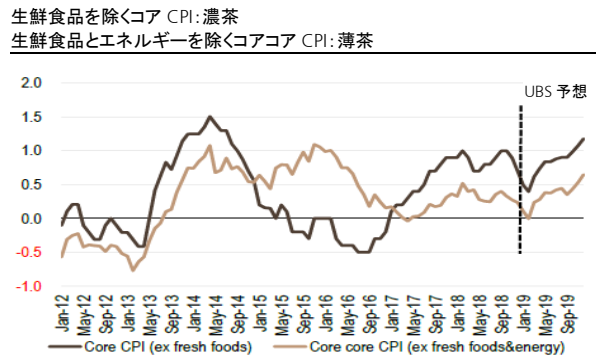
全面的な日本円の上昇に対するポジションとして我々が推奨するアプローチは、米ドル、スイス・フラン、人民元の均等ウェイト・バスケットに対する日本円のオーバーウェイトである。尚、各 3 通貨と日本円のペアは、それぞれ感応度が異なるものの、合理的な水準のリターンが期待され、3 通貨のそれぞれと日本円との通貨ペアでの取引も可能である。

我々が推奨するアプローチ(3 通貨バスケットに対する日本円のオーバーウェイト)は、主に 3 つの点で優れていると考える。まず第 1 に、通貨バスケット(米ドル、スイス・フラン、人民元)が 3 つの主要地域(米国、欧州、アジア)の通貨に分散されていることである。ユーロ圏の景気が今後 12 カ月にわたり緩やかに回復すると予想されることから、スイス・フランは対ユーロで弱含む可能性が高く、スイス・フランはユーロの最適な代替通貨とみている。同バスケットの地域分散の特性により、日本円の長期的な全面高を捉える上で非常に適した代表的バスケットと考える。

第 2 に、同通貨バスケットにより魅力的なトータル・リターンが期待できるということである(図表 6 参照)。比較のため、米ドルに対する日本円のオーバーウェイトのケースを考えると、今後 12 カ月の予想トータル・リターンは約 2%である。金利コスト(金利差に伴う収益減)が 3%となり、予想スポット・リターン 5%を一部相殺すると見込むからだ。これにスイス・フランを加えることにより、スイスの金利は日本の金利よりもさらに低いことから、金利コストの削減に寄与することとなる。さらに人民元をバスケットに加えることにより、金利コストを縮小させることにはならないが、人民元は、中国の景気減速、経常黒字の消滅、さらなる金融緩和により、今後 12 カ月にわたり緩やかに下落するという我々の予想に基づくと、期待スポット・リターンの向上に貢献すると考える。

第 3 に、同通貨バスケットに対する日本円のオーバーウェイトのポジションは、取引のボラティリティ(相場変動率)低下に寄与することである。図表 8 で示されている通り、バスケットに通貨を加えていくと、日本円のオーバーウェイトのポジションのボラティリティを引き下げることができる。ドル円の相対的に高いボラティリティに比べて、第 2 通貨(スイス・フラン)を加えると約 1~2%ボラティリティが低下し、第 3 通貨(人民元)をバスケットに加えるとさらに約 0.5%低下する傾向がみられる。結論として、ボラティリティの低下により、日本円のオーバーウェイトのポジションはリスク調整後リターンの向上が期待される。

図表 4: 日本のコア消費者物価指数(CPI)は今後 12 カ月で 1%を超える見通し



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15日現在

図表 5: CIO 予想とフォワード・レート

	Spot	CIO forecast			Forward rates		
		3M	6M	12M	3M	6M	12M
USDJPY	110.3	107	107	105	109.5	108.7	107.0
CHFJPY	109.7	107	107	105	109.9	110.0	110.3
CNYJPY	16.3	15.5	15.3	15.0	16.1	16.0	15.7
USDCHF	1.01	1.00	1.00	1.00	1.00	0.99	0.97
USDCNY	6.78	6.90	7.00	7.00	6.79	6.79	6.80

出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15日現在

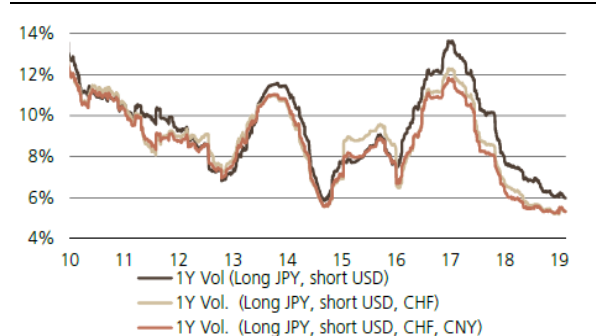
図表 6: 米ドル、スイス・フラン、人民元のバスケットに対する円オーバーウェイトの期待リターン

	Expected spot return			Yield carry			Expected total return		
	3M	6M	12M	3M	6M	12M	3M	6M	12M
Long JPY vs USD	3.0%	3.0%	4.8%	-0.7%	-1.5%	-3.0%	2.3%	1.5%	1.8%
Long JPY vs CHF	2.5%	2.5%	4.3%	0.1%	0.3%	0.5%	2.6%	2.8%	4.8%
Long JPY vs CNY	4.7%	6.1%	7.9%	-0.9%	-1.7%	-3.4%	3.9%	4.4%	4.5%
Long JPY vs USD, CHF, CNY	3.4%	3.9%	5.7%	-0.5%	-1.0%	-2.0%	2.9%	2.9%	3.7%

出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15日現在

図表 7: 単一の通貨ペアに比べて複数通貨ペアは変動率が低下する

1年間のヒストリカル・ボラティリティ(過去の平均的な変動)(2010年以降)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年2月15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。