

アジア太平洋通貨

2020年は追い風が吹く見通し

2020年1月14日

Chief Investment Office GWM

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Analyst, UBS AG; Teck Leng Tan, CFA, Analyst, UBS AG; Wayne Gordon, Analyst, UBS AG; Valerie Chan, Analyst, UBS AG

- 我々は、2020年のアジア太平洋(APAC)地域の経済成長は改善に向かうが、米国はやや減速するとみている。よって APAC 通貨の対米ドル相場は上昇すると見込む。2020年の APAC 通貨スポット相場の上昇率は、平均で 1 桁前半から半ばになると予想する(2019年の平均上昇率は1.2%)。
- 前年よりパフォーマンスが出遅れている通貨や高金利通貨、景気動向に敏感な通貨等が魅力的なリターンを上げるとみている。
- 景気に敏感でパフォーマンスに出遅れ感のある人民元および韓国ウォンの米ドルに対するオーバーウェイト、キャリア収入に注目したインド・ルピー、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、およびマレーシア・リンギットの米ドルに対するオーバーウェイトをそれぞれ推奨する。



我々の見解

2020年は為替相場の潮目が変わり、APAC通貨全般が対米ドルで上昇し始めると我々はみている。我々は米中貿易摩擦がピークに達した2019年11月以降この見方を維持している。APACでは、センチメント指標の改善や設備投資の回復基調に追随する形で実体経済の指標も上向いており、域内と米国間の経済成長率がかい離し始める可能性がある。過去の実績をみても、APAC地域の国内総生産(GDP)成長率が加速する局面ではAPAC通貨が上昇している。さらに、もし世界の経済活動に拡大傾向が見られない場合は、各国中央銀行は現在の緩和政策を続けるか、追加緩和に踏み切る可能性が高く、そうなると市場流動性の急拡大がAPAC通貨の一段の下支えとなるだろう。

こうした要因により、海外からAPAC地域、特に中国への資金流入が増加する環境が作り出されている。米中関係をめぐる先行き不透明感が薄れたことで、外国企業の間ではすでにアジアの新興国に資本を回帰させる意欲が高まっており、年末から年初にかけてAPAC通貨は上昇した。このトレンドは2020年を通して続きそうだ。

APAC通貨の上昇を予想する我々の見方に対するリスクとしては、米中貿易摩擦の再燃や中東での緊張の高まりが挙げられる。地政学的要因以外では、APACの成長がまだ回復しないうちに、米連邦準備理事会(FRB)の金利政策に関する市場予想が緩和から引き締めに向かうような状況も、下振れリスクとなるだろう。

アジア通貨(対米ドル)のレート予想

	14-Jan-20	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20
USDCNY	6.87	6.80	6.80	6.70	6.70
USDHKD	7.77	7.80	7.80	7.80	7.80
USDIDR	13653	13500	13500	13800	13800
USDINR	70.8	70.0	70.0	69.5	69.0
USDKRW	1154	1120	1120	1100	1100
USDMYR	4.06	4.06	4.04	4.02	4.00
USDPHP	50.5	49.0	49.0	50.0	50.0
USDSGD	1.35	1.34	1.34	1.33	1.32
USDTHB	30.3	29.8	29.8	29.8	29.8
USDTHB	29.9	29.8	29.6	29.4	29.2
USDJPY	110	110	110	108	106
AUDUSD	0.69	0.68	0.71	0.71	0.73
NZDUSD	0.66	0.65	0.67	0.67	0.69

出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

アジア太平洋通貨

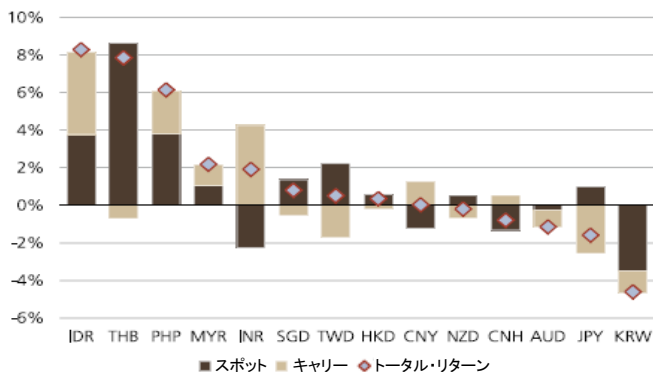
2019年を振り返る

2019年のAPAC通貨の対米ドル相場は強弱まちまちの動きを見せた。我々がカバーしている12通貨のうち、タイ・バーツ、フィリピン・ペソ、インドネシア・ルピア、台湾ドル、およびシンガポール・ドルの5通貨は対米ドルで1%超上昇し、マレーシア・リングギット、日本円、ニュージーランド・ドル、豪ドルの4通貨は前年から概ね横ばいで推移した。一方、韓国ウォン、インド・ルピー、人民元の3通貨は下落した。しかし、こうした各通貨のパフォーマンスは、為替スポット取引の上昇分だけではなくキャリー(金利収入)にも注目して見てみると、状況がやや異なってくる。例えば台湾ドル、シンガポール・ドル、日本円のパフォーマンスは下位にランクされ、インドネシア・ルピア、インド・ルピー、マレーシア・リングギットは上位に浮上する。このことから2019年に米ドルの短期金利を上回るリターンを得るには、キャリー収入が重要だったことがわかる。

しかし、昨年、すべての高金利通貨(キャリー通貨)が為替レートでも上昇したわけではない。インドネシア・ルピアとフィリピン・ペソが対米ドルで約4%上昇したのに対し、インド・ルピーは2%超下落した。景気の影響を受けやすい通貨でも同じことが言える。例えば台湾ドルが年末にプラス圏に浮上したのに対し、豪ドルとニュージーランド・ドルは年末の上昇局面で1-9月の下落分を取り戻しただけにとどまり、韓国ウォンは3%超下落した。

APAC 通貨の 2019 年のパフォーマンス

キャリーは短期金利に基づく



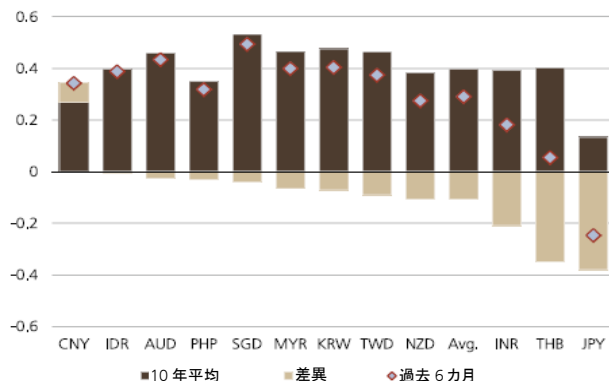
IDR=インドネシア・ルピア、THB=タイ・バーツ、PHP=フィリピン・ペソ、MYR=マレーシア・リングギット、INR=インド・ルピー、SGD=シンガポール・ドル、TWD=台湾ドル、HKD=香港ドル、CNY=人民元、NZD=ニュージーランド・ドル、CNH=オフショア人民元、AUD=豪ドル、JPY=日本円、KRW=韓国ウォン

出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

2019年は各国固有の要因に市場の関心が集まったため、APAC通貨間の全体的な相関がやや弱まった。この傾向は特にタイ・バーツで目立っている。タイ・バーツの強さは2018年以降特に顕著で、同通貨と他のAPAC通貨との関係性は大きく変化した。しかし、すべての通貨で、他のAPAC通貨との相関性が弱まったわけではない。米中貿易摩擦とそれがAPAC地域にもたらす波及的な影響に注目が集まり、米ドル/人民元と他のAPAC通貨との相関関係はむしろ強まった。

2019年はAPAC通貨間の相関関係が低下した

週次リターン・データに基づく

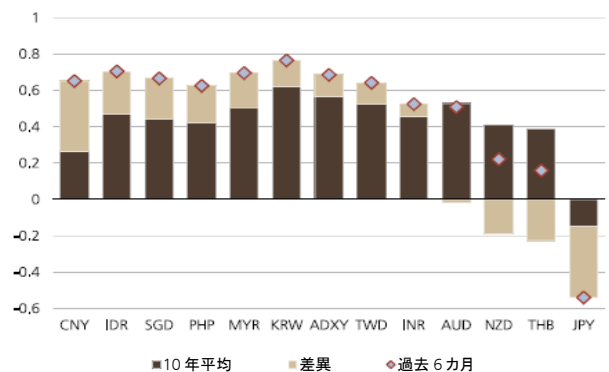


出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

このように、2019年はAPAC通貨(一部の高金利通貨とタイ・バーツを除く)に幅広くエクスポージャーを保有しても、米国の短期金利を上回る大幅なリターンは得られなかった。この見方は、潜在的ボラティリティ(変動率)を考慮に入れたリスク調整後ベースにも当てはまる。2019年は、APAC通貨と域内株式との相関関係が例年よりも強かったため、APAC通貨への分散投資がもたらす恩恵も低下した。

APAC 通貨と APAC 株式との相関関係

週次リターン・データに基づく。MSCI APAC



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

経済成長率の乖離が進む

我々は、2019年第4四半期にアジアのGDP成長率が底打ちしたとみており、今後数カ月で輸出と鉱工業生産が上向くと見込んでいる。APACの成長率は、2019年第4四半期の5.0%から2020年第4四半期には5.5%へ加速すると予想する。この見方は主に、米中貿易摩擦や中東などの地政学的緊張状態が安定または緩和され、設備投資の回復が後押しされる状況を想定している。一方、米国の成長率は、個人消

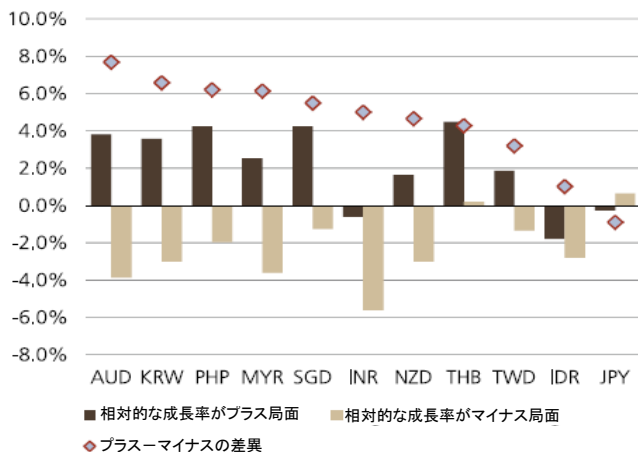
アジア太平洋通貨

費と投資の減速を背景に、2019年第4四半期の2.2%から2020年第4四半期には1.4%に鈍化すると予想している。

2020年のAPACの経済成長は米国に比べて底堅い回復が見込まれることから、APAC通貨は幅広く押し上げられる見通しである。過去15年間で見てみると、APAC地域が米国を上回る経済成長を見せた局面では、APAC通貨のスポット為替レートの対米ドル相場は平均で0%~4%上昇している。豪ドルやニュージーランド・ドル、韓国ウォン、フィリピン・ペソ、シンガポール・ドル、タイ・バーツなど経済成長に対する感応度が高い通貨は、平均で2%~4%と堅調な上昇を示した。一方、インド・ルピーやインドネシア・ルピアなど米国と比較してインフレ率が高い国の通貨は、スポット相場が下押し圧力にさらされている場合が多いため、同期間中は横ばい、または小幅に下落するなど、辛うじて持ちこたえる展開が目立った。

米国と比べた相対的な成長率がプラス／マイナス局面における APAC 通貨のパフォーマンス

プラス(マイナス)=米国と比較した各国 GDP 成長率の変動がプラス(マイナス)の局面。過去 15 年間の対米ドル相場の平均年間パフォーマンス

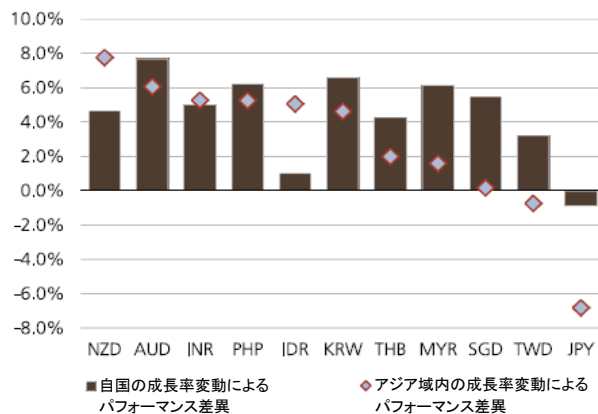


出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

各国固有の動向に加え、APAC全体の経済成長の動向に注目することも重要である。例えば、日本の経済成長が米国と比べてプラスであるかマイナスであるかは、日本円のパフォーマンスにさほど影響しない。しかし、域内全体と米国との成長動向の比較は大きな意味を持つ。日本円は通常、域内の経済成長が鈍化している時は円高となり、その逆も当てはまる。インドネシア・ルピアとニュージーランド・ドルも域内の景気動向から大きく影響を受ける。これに対しマレーシア・リングギットやシンガポール・ドル、タイ・バーツ、台湾ドルは域内経済動向からさほど影響を受けない。これは驚くべきことではない。投資家のリスクテイク、言い換えれば資本の流れは、各国固有の成長動向だけでなく、域内およびグローバル経済の全体的な状況にも左右されるからだ。

自国および域内の長期的な成長率変動に対する APAC 通貨の感応度

米国と比較した自国およびアジアの GDP 成長率の変動がプラスおよびマイナスの局面における APAC 通貨のパフォーマンスの差異。過去 15 年間の対米ドル相場の平均年間パフォーマンス



出所: ブルームバーグ、2020年1月14日現在

我々は、平均パフォーマンス(および中央値)だけでなく、時間軸を変えた場合(10年、20年)の結果も検証した。その結果、観察の時間軸とパフォーマンス測定基準を変えても、域内の経済成長が強まる場合はAPAC通貨が上昇し、その逆も当てはまるという我々の見方は妥当であることが確認された。しかし、その論拠の妥当性は、15年の時間軸を用いた場合に比べるとやや弱まる。20年という長期スパンでは、その間に経済や通貨システムがかなり変化した。一方、10年というスパンはかなり短いため、各国固有の要因が強く作用する局面ではノイズ(雑音)が入りやすい。従って、2020年のAPAC通貨の見通しを分析する上で基準となるのは相対的な成長動向だが、それに加えて金融政策や各国固有の要因などの要素も考慮に入れる必要がある。

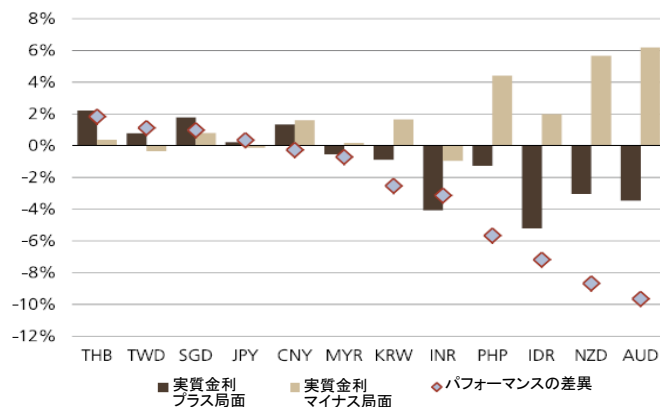
類似した金融政策シナリオ

我々の基本シナリオは、米国の経済成長は鈍化傾向が続き、FRBが2020年に一段の金融緩和に踏み切るという状況を想定している。追加緩和はAPAC地域でも予想されるが、経済活動が早めに活発化すれば、域内の中央銀行は当面は現状を維持するかもしれない。米国と同様に、APAC地域での次なる緩和ステップは、足元の緩和サイクルの最後の動きになる可能性が高い。よって、我々の基本シナリオでは、各国の金融政策に大きな相違が生じることは予想していない。

アジア太平洋通貨

米国の実質金利のマイナス化が進むほど、APAC 通貨が上昇する傾向にある

実質金利がプラス／マイナス局面における各通貨の年間パフォーマンス



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

一方、各国中央銀行による世界的な景気下支えのスタンスは、APAC域内の経済成長に連動する通貨にとって有利に働くだらう。具体的には、米国の実質金利のマイナス幅が拡大すると見通しから、投資家のリスクオンの姿勢はさらに強まるとみられる。過去の事例をみても、こうした局面は新興国市場、特にアジアの新興国市場にとってプラス材料となってきた。またアジア株式のバリュエーションが、企業収益の成長見通しに対して非常に割安な水準にあるため、2019年末にかけて回復した外国資本の流入は、2020年にさらに拡大しそうだ。これによりAPAC通貨の上昇は幅広く下支えされるだろう。

APAC通貨の見通しと投資戦略

我々は米ドルに対するAPAC通貨の予想を概ね引き上げた(次のレート予想表を参照)。特に注目すべきは、米ドル/人民元予想の修正だ。これまでは米ドル/人民元予想を2020年末まで7.0としていたが、今回、6.7に(元高方向に)変更した。中国がアジア諸国にとって最大の貿易相手国であることを考えると、人民元の上昇は他のAPAC通貨の為替レートも安定させるだろう。APAC通貨の対米ドルでの上昇率は平均で2%前後になると予想する。

APAC 通貨のレート予想

括弧内の数字は前回の予想値

Asia FX	14-Jan-20	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20
USDCNY	6.9	6.80 (7.0)	6.80 (7.0)	6.70 (7.0)	6.70 (7.0)
USDINR	70.8	70.0	70.0	69.5	69.0
USDIDR	13653	13500 (14000)	13500 (14000)	13800 (13900)	13800 (13900)
USDKRW	1154	1120 (1150)	1120 (1150)	1100 (1140)	1100 (1130)
USDMYR	4.06	4.06 (4.15)	4.04 (4.15)	4.02 (4.15)	4.00 (4.15)
USDPHP	50.5	49.0 (51.0)	49.0 (50.5)	50.0 (50.0)	50.0 (50.0)
USDSGD	1.35	1.34 (1.36)	1.34 (1.35)	1.33 (1.35)	1.32 (1.34)
USDTHB	30.3	29.8 (30.0)	29.8 (30.0)	29.8 (30.0)	29.8 (30.0)
USDTHB	29.9	29.8 (30.3)	29.6 (30.3)	29.4 (30.0)	29.2 (30.0)

Selected G10 FX	14-Jan-20	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20
EURUSD	1.11	1.12	1.15	1.17	1.19
AUDUSD	0.69	0.68	0.71	0.71 (0.69)	0.73 (0.68)
NZDUSD	0.66	0.65 (0.63)	0.67 (0.63)	0.67 (0.65)	0.69 (0.64)
USDJPY	110	110 (104)	110 (102)	108 (100)	106 (100)

出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

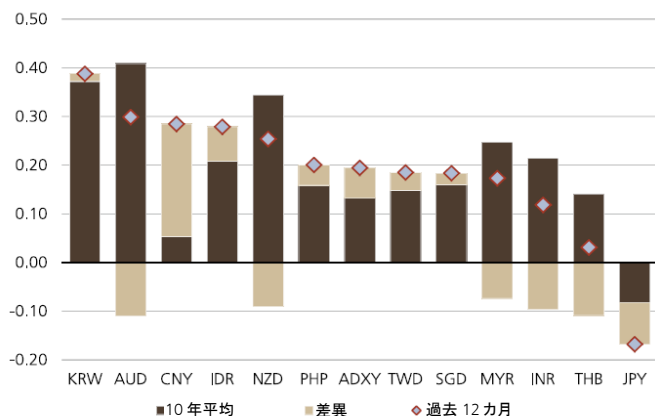
我々は昨年、APAC域内でのレティティブ・バリュエーション戦略のほか、インドネシア・ルピアやインド・ルピーなどの高金利通貨を推奨した。しかし、2020年は成長見通しが良好なため、昨年出遅れていた韓国ウォンや人民元など景気動向に敏感な通貨も、為替スポット取引で魅力的なリターンを生む余地がある。一方、キャリー(金利)リターンも考慮に入ると、インド・ルピーやインドネシア・ルピア、マレーシア・リングギット、フィリピン・ペソなど高金利通貨の魅力も高まり始めている。

韓国ウォンは、昨年は年間を通して低迷したが、成長加速と貿易拡大への感応度を考えると、今年はウォン高が進む可能性がある。一方、人民元の場合は少し状況が異なる。人民元も2020年は広範な通貨に対する米ドル安の影響を受けるだろうが、元の動きはとりわけ米中貿易摩擦の進展に大きく左右される。関税撤廃がさらに進めば、米ドルに対する人民元高基調が生まれるが、その逆のシナリオもありうる。我々は、11月の米大統領選挙前に第2段階の合意文書への署名が行われるとは予想していないため、人民元が対米ドルで大きく上昇することはないと考える。しかし、米中貿易摩擦がさらに緩和し、成長の安定化と短期的なリスクの後退により中国への資本流入が拡大する可能性もあることから、我々は米ドル/人民元が年内に6.7をつける(元高が進む)との予想を維持する。これに加えて、人民元の利回りも米ドルを約1%上回っていることから、人民元のオーバーウェイトを推奨する。

アジア太平洋通貨

韓国ウォン、豪ドル、人民元が株式市場の変動に対する感応度が最も高かった

MSCI APAC の変動に対する APAC 通貨のベータ値。週次リターン・データに基づく。



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

景気動向の影響を受けやすい通貨の見通しは強まるが、インド・ルピーやインドネシア・ルピアなど高金利通貨を手放す必要があるというわけではない。先進国で低金利の長期化が見込まれるため、市場では名目利回り格差が4%以上の通貨ポジションを積み増す動きが続くだろう。しかし、インドネシア・ルピアは過去12カ月、スポットベースですでに強いパフォーマンスを見せている上、2020年のインドネシアの経済成長率は昨年とほぼ同水準での推移が予想される。こうした環境下、インドネシア中央銀行はある段階で外貨準備の積み増しを進めるとみられるため、2020年の為替スポット取引によるリターンは限定的となるだろう。インド・ルピーについては、今年は3%程度の上昇を予想しており、インドネシア・ルピアを上回るパフォーマンスを示すとみている。2019年に実施した大胆な政策転換の効果が徐々に発現し、インドのGDP成長率は昨年の5%から5.7%に加速すると予想する。フィリピン・ペソとマレーシア・リンギットも注目すべきだろう。これらの通貨と米ドルとの金利差は1~1.5%で、適度な利回りを提供できる。また両国は、インドネシアやインドと比べて経常収支が良好な状況であり、通貨のボラティリティも低い。

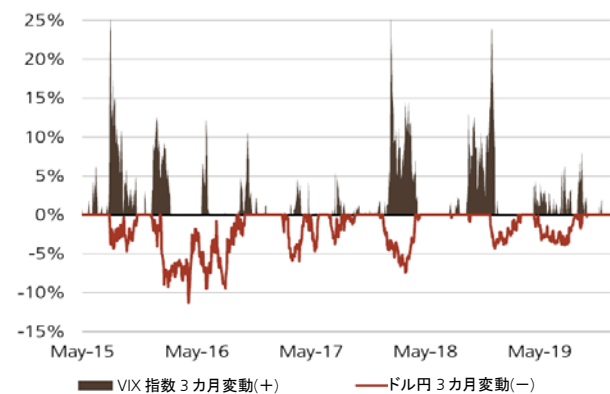
タイ・バーツ、台湾ドル、豪ドル、ニュージーランド・ドルについては、それぞれ固有の理由から、慎重な見方を持っている。タイ・バーツはこの2年間で突出して買われたが、現在の高値圏が適正水準かどうかは疑問視される。バーツ高がタイ経済にとって打撃となったため、今後の見通しについては慎重な見方をする。台湾ドルはボラティリティが低く利回りの点で魅力が少ない上、2020年は国内経済の成長余地も少ないとみられる。よって、台湾ドルの相場は対米ドルでは上昇が予想されるものの、トータル・リターンのパフォーマンスは他のAPAC通貨を下回る可能性が高いとみている。

ニュージーランド・ドルに関しては、横ばい状態が続く国内経済成長とニュージーランド準備銀行(RBNZ)による追加利下げ(市場の織り込み程度は部分的)を背景に、同通貨の魅力は弱まっている。オーストラリアについては、オーストラリア準備銀行(RBA)が景気下支え策として、2020年第1四半期に25ベースポイント(bp)の追加利下げを実施すると我々は予想している。しかし大規模な財政支出が控えているため、それ以上の利下げの可能性はかなり低い。鉄鉱石価格も下落する見通しであることを考えると、豪ドルの対米ドル相場の上昇は小幅にとどまりそうだ。だがオーストラリアの経常収支の状況がニュージーランドよりも良好であることから、2020年は豪ドルのパフォーマンスがニュージーランド・ドルを上回ると考えている。

最後に日本円については、FRBが利下げを再開すれば米ドル利回りの優位性が低下するため、日本円は対米ドルで徐々に上昇すると予想する。しかし、米国で利下げが実施されなかった場合は、金融市場の不確実性拡大(株式のボラティリティ急上昇)に伴って円高が進行しても、1米ドル=105円前後にとどまり、その状況は長くは続かないだろう。結局のところ、今年は日本の成長が減速し、日銀は緩和スタンスを継続するだろう。よって、日本円は、ポートフォリオにおけるヘッジを除き、今後数カ月は魅力が低いとみている。

金融市場の不確実性が大きく上昇すると、ドル円は一気に5%下落する可能性がある

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

我々の見解に対するリスク

我々の見解に対する各国固有の要因以外の大きなリスクを挙げるとすれば、APAC地域の経済活動が回復に向かわない場合のリスクだ。しかし、昨年実施された財政・金融両面の景気支援策の効果が2020年に入り徐々に顕在化すると思われることから、このリスクは限定的とみる。2020年の不確実要素は、引き続きトランプ大統領の動きだ。第1段階合意後の米中貿易交渉が暗転するか、中東の緊張が急激に高まれば、経常赤字国の通貨の重石になり、投資の回復も足踏み状態となり、消費支出にも悪影響が及ぶだろう。

アジア太平洋通貨

もう一つの検討すべき要因はFRBだ。市場の予想が利下げから利上げに一気に方向転換するようなことがあれば、APAC通貨にも逆風が吹くだろう。こうした事態が起こるのは、主にインフレと経済活動の両方が予想以上に上昇する場合だ。影響の度合いはその時点でのAPAC地域の経済成長の状況によって変わってくる。APAC地域の成長がなお低迷している段階でFRBが引き締めへ転じれば、影響はかなり大きいだろう。しかし地域の成長が堅調ならば、APAC通貨は当面は上昇を続けるだろう。

金利先物市場は依然としてFRBによる利下げ予想を反映している

％、日次データ

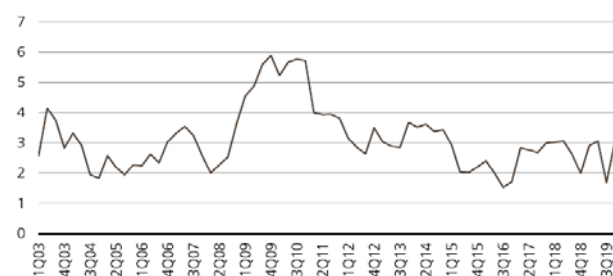


出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

中東の軍事衝突に伴うエネルギー価格の上昇にも留意する必要がある。アジア全体は、原油などエネルギーの最大の輸入地域であるが、原油価格の高騰は大部分のAPAC諸国にとって大きな問題にはならない場合が多く、マレーシアとオーストラリア(エネルギー輸出国)にとっては逆に有利に働く。インドやインドネシア、フィリピンなどの経常赤字国にとっては考慮すべき要因であるが、これら3カ国の経常収支状況は直近の数四半期では安定ないしは改善している。さらに、産油国の余剰生産能力は依然として高く、我々の試算では、2020年上半期の原油供給は需要に対して十分な水準にあると見込まれる。このことから、我々の基本シナリオでは原油価格の下落(ブレント原油価格は1バレル当たり60米ドルに下落)を想定しており、地政学的緊張が高まっても、価格の上昇は限定的とみている。

原油産油国の余剰生産能力は日量305万バレルと十分な水準にある

単位: 百万バレル/日量、四半期データ



出所: EIA、UBS、2020年1月14日現在

とはいえ、2020年の経常収支動向については引き続き注視していく必要がある。特にインドやフィリピンで国内経済活動がさらに活発化し、これが対外収支の悪化につながれば、景気の回復局面が終盤を迎える可能性がある。よって、年末から2021年にかけてより慎重な見方を勧める。しかし、こうした変動が一気に現れることはなく、まずは経済活動が上向く必要があるため、当面は差し迫ったリスクはなく、域内経常赤字国の通貨の足かせにはならないと考えている。これらのリスクは対処可能なものであると我々は捉えており、よって、2020年に上昇が見込まれるAPAC通貨へのエクスポージャーを直接的、間接的にとることは有効な戦略とみている。

投資アイデア:

景気動向に敏感な通貨のバスケット: 人民元、韓国ウォン(均等に加重)を対米ドルでオーバーウェイトにする

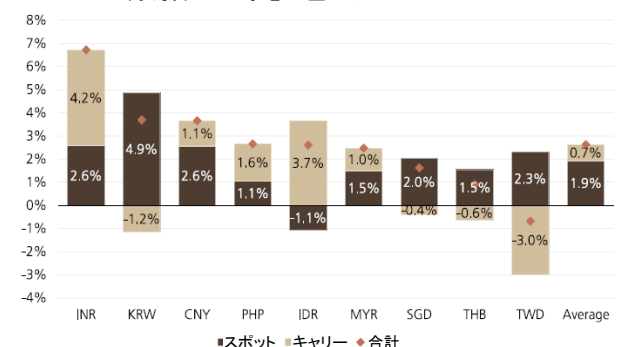
景気動向に敏感な通貨のバスケットは、米中貿易摩擦の一段の緩和期待と、世界貿易と設備投資の回復により効果を発揮する。両通貨とも昨年はパフォーマンスが出遅れた。均等加重によりある程度のキャリー収入は見込め、リターンは3.7%を予想する。運用期間は12カ月とし、4%~5%のボラティリティを見込む。

キャリー収入を目的とした通貨バスケット: インド・ルピー、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングgit(均等に加重)を対米ドルでオーバーウェイトにする

2019年4月から、我々はインド・ルピーとインドネシア・ルピアのバスケットをフィリピン・ペソとマレーシア・リングgitに対してオーバーウェイトとし、1桁前半のリターンを得た。今後はインド・ルピー、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソ、マレーシア・リングgitのバスケットを対米ドルでオーバーウェイトとする。キャリー収入を目指すこの通貨バスケットで、低利回りが長期化する先進国の投資環境、リスクオフに傾かない市場、そして幅広い通貨に対し米ドルが押し下げ圧力を受ける2020年の状況下で、リターンを狙う。トータル・リターンは、スポットレートの上昇(1%と予想)とキャリー(2.5%)を合わせて3.5%を目指す。運用期間は12カ月とし、約4%~6%のボラティリティを見込む。

APAC 通貨の今後 12 カ月の対米ドルでのリターン予想

UBS の 12 カ月為替レート予想に基づく



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

アジア太平洋通貨

人民元:2020年は人民元高が見込まれる

米ドル／人民元予想:6.8(2020年3月)、6.8(2020年6月)、
6.7(2020年9月)、6.7(2020年12月)

人民元は、米中貿易摩擦が発生した2018年半ば以降、対米ドルで下落基調にあった。しかし2020年は、人民元が対米ドルで堅調に推移する流れに変わると考えている。米国経済が減速し、米大統領選挙が近づく中、トランプ政権は米中貿易摩擦の緩和に舵を切ると見込む。第1段階の合意文書の署名が間近に迫り(訳注:米中は1月15日に「第1段階合意」に署名)、第2段階の交渉が間もなく開始されると見られ、中国企業の景況感は一段と上向くと期待される。貿易摩擦の緩和は世界の投資家の中国資産への投資意欲も高め、資本流入を通して人民元を下支えるだろう。米ドル／人民元が元高方向に向かうとの我々の見方に対するリスクには、米中貿易交渉の突然の決裂やFRBのタカ派スタンスへの転換などがある。

投資家にとって何を意味するか

人民元に対する強気の見方に基づき、我々はこれまでの投資指針を維持する。人民元を保有する投資家は、米ドル／人民元が6.7-6.8の水準に達するまで、そのポジションにヘッジをかけずにおくことを勧める。今後3~12カ月にわたり、人民元は米ドルよりも1%ほど高い利回りを提供すると見込まれる。

米ドル／人民元の為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

インドネシア・ルピア:キャリー収入目的で保有を続ける価値あり

米ドル／インドネシア・ルピア予想:13,500(2020年3月)、
13,500(2020年6月)、13,800(2020年9月)、13,800(2020年
12月)

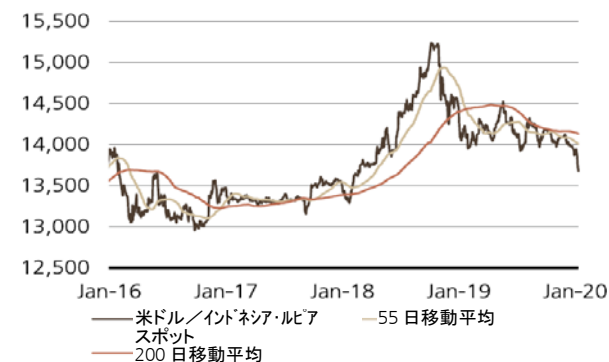
米ドル／インドネシア・ルピアは2020年上半に13,500の水準を試した後、年後半にはルピア安に向かい落ち着くと予想する。短期的には、米中貿易摩擦の緩和とFRBのハト派スタンスを受けてリスクセンチメントが改善する中、高金利通貨のインドネシア・ルピアへの需要は強さを維持するとみる。しかし、インドネシア中央銀行は、米ドル／インドネシア・ルピアが下落する(ルピア高に向かう)局面で外貨準備を積み増す傾向にあり、13,500を超えてルピア高が進む余地は限定的だろう。2020年後半には昨年実施された追加利下げの効果で内需と輸入品消費の拡大が見込まれるため、インドネシア・ルピアには経常赤字拡大の逆風が吹くだろう。

投資家にとって何を意味するか

2019年の米ドル／インドネシア・ルピアの値動きを見る限り、ルピアに上昇圧力がかかる局面ではインドネシア中銀が外貨準備を積み増している場合が多い。そのため、インドネシア・ルピアは高金利通貨としての魅力はあるが、スポットベースで相場が大きく上昇する余地は限られている。これを踏まえ、市場でリスク回避の動きが強まり、米ドル／インドネシア・ルピアが一時的に14,000を上回った場合に、インドネシア・ルピアの保有を増やすことを勧める。

米ドル／インドネシア・ルピアの為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

アジア太平洋通貨

インド・ルピー: 魅力的なトータル・リターン

米ドル/インド・ルピー予想: 70.0(2020年3月)、70.0(2020年6月)、69.5(2020年9月)、69.0(2020年12月)

インド・ルピーは2019年にスポットベースで他通貨のパフォーマンスを下回ったが(対米ドルで-2.3%)、トータル・リターンでは比較的良好だった(対米ドルで+4.4%)。2020年にはキャリー収入に加え為替のパフォーマンスもプラスになるとみている。経常赤字幅については、内需と輸入財消費が堅調に回復するまでは横ばい推移が続くだろう。一方、昨年施行された法人税率の大幅引き下げにより、2020年には、特に労働規制が改正された進歩的な州での工場新設に向けて海外からの直接投資(FDI)の誘致効果が高まるとみられる。国営企業の民営化も資本の流入を呼び込むだろう。良好な経常収支の状況やFRBの中立寄りの政策を背景に、高利回りのインド・ルピーへの需要は継続するだろう。インド・ルピーに対する我々の強気見通しに対するリスクは、インフレ率に上昇圧力が生じることである。

投資家にとって何を意味するか

2019年のインド・ルピーはパフォーマンスの点で他のAPAC通貨に対して出遅れ感があったが、今年は回復する余地があるとみている。よって、インド・ルピーは、高金利(米ドルを約4%上回る)と相場の上昇余地を踏まえ、高いボラティリティを許容できる投資家にとっては魅力的な通貨であると考えられる。

米ドル/インド・ルピーの為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

日本円: リスクオフ時のヘッジ通貨

米ドル/日本円予想: 110(2020年3月)、110(2020年6月)、108(2020年9月)、106(2020年12月)

ドル/円では依然として円高リスクの方が大きいと考えている。日本円は、米中貿易摩擦をめぐり先行き不透明感の高まりによる恩恵を受けてきたが、最近の貿易リスクの緩和は円の下落要因となった。2020年も先行き不透明感の再燃が注目材料となるだろう。貿易に関する振り子の向きは瞬時に変わる可能性があり、世界経済は強気相場の終盤に差し掛かっている。よって、投資家のシナリオにはボラティリティの急上昇も組み込まれているだろう。不確実性が高まると円高につながりやすいが、円高基調が続くためには更なる不確実性が必要になる。日米の経済成長率格差が縮小すれば、日本と米国の利回り格差縮小につながり、円高トレンドを下支えするとみられる。具体的には、FRBが日銀の金融緩和を上回る利下げに踏み切り、日米の短期金利差は本レポート執筆時点の1.8ポイントから1.3ポイントに縮小するとみている。ドル円は、ドルが購買力平価より過大評価されている状況に加え、現状の成長と金利見通しから、2020年を通して円高トレンドが進むと予想する。

投資家にとって何を意味するか

日本円は、特にリスク資産を保有する投資家にとっての保険として評価されている。そのため我々は、円安局面(米ドル/日本円が110を超えた場合)で日本円を買うことを推奨する。日本円をポートフォリオ内で保有することが、市場のボラティリティが高い局面でのヘッジになる。世界の景気サイクルが終盤に差し掛かる中、地政学的要因を背景にリスクセンチメントが一時的に低下する可能性がある。

ドル円の為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

アジア太平洋通貨

豪ドル: 地域のセンチメント改善が豪ドル高につながる

豪ドル/米ドル予想: 0.68(2020年3月)、0.71(2020年6月)、0.71(2020年9月)、0.73(2020年12月)

2020年は世界のリスクセンチメントが一段と改善し、国内経済も年後半にはも回復に向かうとみられることから、豪ドル/米ドルは緩やかに上昇すると考えている。政策金利については、オーストラリア準備銀行(RBA)が2020年前半に25bpの利下げを少なくとも1回実施すると我々は予想している。この利下げ見通しは短期金融市場でも概ね織り込まれている。RBAもすでに利下げ幅は最大で25bpであると示唆しているが、財政政策が強化されれば(政府債の購入など)、RBAが非伝統的な金融政策を導入する確率は低下するだろう。経常黒字は2019年後半にピークに達した可能性が高く、鉄鉱石価格の軟化と石炭価格の低迷に伴い、今後は黒字幅が縮小するとみられる。それでもなお貿易リスクの緩和と世界の鉱工業生産の緩やかな回復により、コモディティ価格は最近の下値を上回る水準で底堅く下支えられるだろう。投機筋のポジションは依然として売り越しであるが、2019年に見られたような極端な水準ではない。

投資家にとって何を意味するか

我々は長らく米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトに妙味があると考えていたが、今年は豪ドルのオーバーウェイトに好機が到来すると見ている。それでも、解釈が難しい中央銀行のシグナルと国内成長の動向とが相まって、年前半は通常よりも複雑な状況となっている。特に、森林火災の国内経済活動への影響が現時点ではまだ不透明なため、先行きが一段と見えにくくなっている。我々は引き続き0.68を下回る局面で豪ドル(対米ドル)を購入することを勧める。豪ドルに対するリスクとしては、米中貿易をめぐる不確実性の再燃や予想外に弱い雇用の伸び、コアインフレ率(低下すれば量的緩和の可能性が高まる)などが挙げられる。

豪ドル/米ドルの為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

ニュージーランド・ドル: 緩やかに上昇

ニュージーランド・ドル/米ドル予想: 0.65(2020年3月)、0.67(2020年6月)、0.67(2020年9月)、0.69(2020年12月)

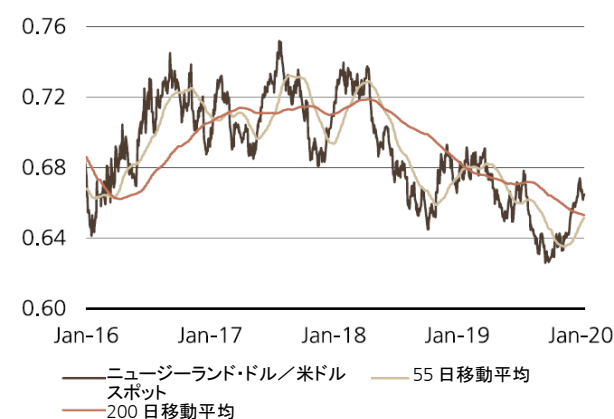
我々は、世界のセンチメントの改善、広範な通貨に対する米ドル安、牛乳・食肉価格の継続的な上昇に支えられ、2020年はニュージーランド・ドル/米ドルが緩やかに上昇すると予想する。政府が先日発表した2020年の財政支出計画は予想を上回ったが、景気への効果が表れるのに何年もかかるという実行リスクがあるだろう。よって、成長を下支えるために、ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は今年少なくとも25bpの追加利下げが必要になると予想する。利下げは年前半の遅い時期か後半の早い時期に実施される可能性があるが、短期金融市場はまだ利下げ観測を十分には織り込んでいない。全体的には、直近の景気指標を見る限り、成長鈍化が長期化するリスクは和らいだものの、GDP成長率は昨年と同水準にとどまると我々は予想する。11月の総選挙は注目すべき主要イベントだ。また投機筋のポジションは、2019年後半の急激なショートカバーを経て、現在は概ね売りと買いのポジションが均衡しており、ニュージーランド・ドル/米ドルが短期的に上振れするリスクはほとんどなくなっている。

投資家にとって何を意味するか

ニュージーランド・ドルは数年にわたり低迷が続いたが、今年は他の主要通貨とともに対米ドルで上昇すると見ている。とは言え、市場参加者は、先日発表された財政政策に対しては過剰評価し、中央銀行による2020年の追加緩和の可能性は過小評価しているようにみえる。我々は、年前半は下落局面でニュージーランド・ドルを購入するが、ニュージーランド・ドルは豪ドルなどの米ドル以外の主要通貨にはパフォーマンスで劣ると予想されるため、年後半は対米ドルでのニュージーランド・ドルのオーバーウェイトのみを推奨する。

ニュージーランド・ドル/米ドルの為替レート

日次データ



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月14日現在

アジア太平洋通貨

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。

「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ことがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

アジア太平洋通貨

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・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号