

トランプリスク後退で見直される新興国通貨

Insights from UBS Asset Management

ポイント

- ・新興国におけるトランプリスクが後退し、年初に想定された新興国通貨を巡る悲観的なシナリオは修正へ。
- ・堅調な先進国経済や中国経済の安定からの恩恵に加え、好調な商品市況などが新興国の景気回復を後押し。
- ・緩やかなトランプ政策の実行と投資家の楽観的なセンチメントの組み合わせは、新興国通貨にとって追い風に。

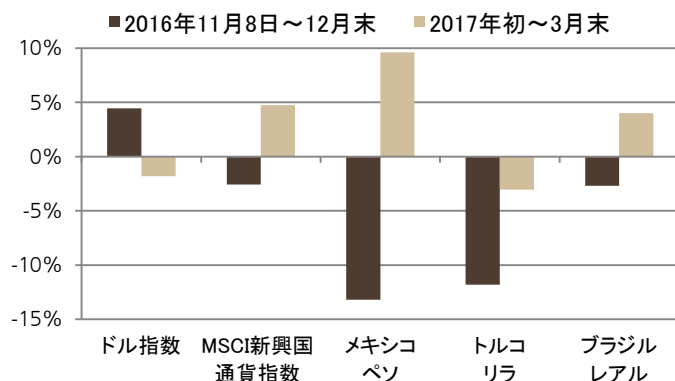
良い意味で予想外の展開を見せた新興国通貨

2017年に入り、トランプ新政権の経済政策と米FRBの利上げというダブルパンチへの懸念が高まる中、新興国通貨に対し、市場では以下の二つの悲観的な経路が描かれました。

- ① トランプ政権の始動 → 経済政策の実現 → 米国資産の魅力上昇、保護主義の弊害増 → 新興国から米国へマネー回帰 → 新興国通貨安
- ② FRB利上げを加速 → 米金利上昇 → 米ドル高の進行 → 新興国ドル建て債務の返済負担増 → 新興国経済の成長鈍化 → 新興国通貨安

しかしながら、第1四半期を終えた今、上記の悲観シナリオは修正を余儀なくされています。新興国資産のパフォーマンスは堅調で、新興国通貨も各国でばらつきはあるものの対米ドルで持ち直しの動きを強め、安定的な推移が投資家に安心感を与えつつあります。

■ドル指数及び新興国通貨（指数・対ドル）騰落率



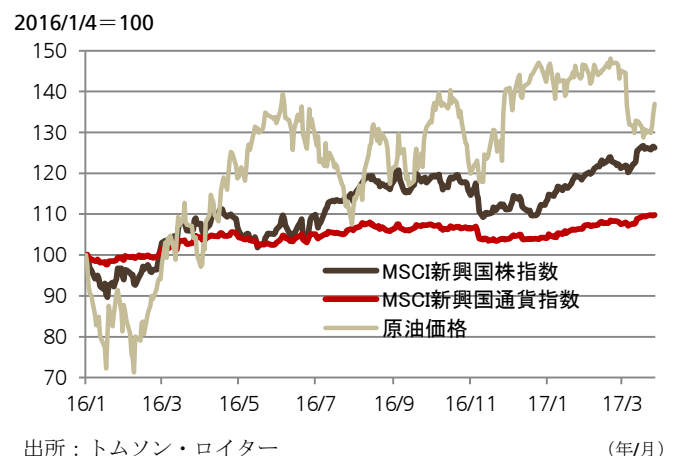
悲観的なシナリオが修正された背景を、それぞれの経路で検証し、整理すると以下ようになります。

一つ目の経路では、米経済政策への期待は、実行力に対する懸念により徐々に後退、それに伴い米国資産への過度な期待も修正されつつあります。また、懸念された米国の保護主義の動きは、当初の掛け声より限定的との見方が市場で強まり、新興国への資金流入に繋がりました。

二つ目の経路では、FRBは追加利上げを実施するも、慎重な経済・物価見通しを示したことで、米金利の上昇は一服し、米ドル高の調整に繋がっています。また、堅調な先進国経済や中国経済の安定からの恩恵に加え、好調な商品市況などが、新興国経済の回復を予想以上に後押ししている模様です。

■MSCI 新興国株式・通貨指数と原油価格の推移

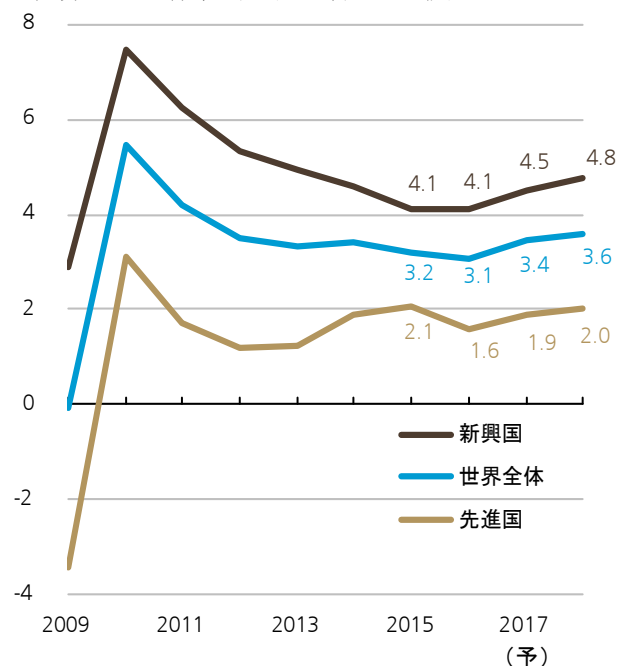
(2016年1月4日～2017年3月末)



トランプリスクは後退、新興国経済の回復が焦点

上記のように、新興国へのダブルパンチと見られていたトランプ氏の経済政策と米利上げへの懸念が後退し、市場の関心は堅調な新興国経済の動向により強く注がれることになりそうです。足元、新興国の経済成長は再び加速しつつあります。IMFの予想では、13年以來の成長を回復し、2017年以降は先進国との成長率の差は拡大すると見込まれています。しかも、成長加速の兆候は、景況感などセンチメント系のデータだけでなく、鉱工業生産や輸出といった実体経済の改善を示すデータへ、裾野を広げています。

■世界のGDP成長率(%・含む予想値)



出所：IMF World Economic Outlook Database October 2016、Update January 2017 (2015年～2018年)のデータをもとに当社作成(実績値は一部予想値を含みます)。

新興国経済の底打ち傾向が鮮明化する中、投資家の間では、早期の政策実現が期待されたトランプラリーの後退を危惧するよりも、新興国が主導する形での世界経済の回復がその代役を務めるシナリオを好感し始めています。過激なトランプ節の軟化は、悪いニュースではないとの楽観的な認識を持ちつつあります。

緩やかなトランプ政策の実行と投資家の楽観的なセンチメントの組み合わせは、新興国通貨にとって心地よい追い風になりそうです。更に通商交渉を経て、保護主義リスクが限定的との認識が強まれば、新興国通貨の安定性が高まり、高金利の通貨への選好がより強まる可能性があります。

各通貨の現状と見通し

メキシコ・ペソ ～ 保護主義懸念がやや後退

メキシコ・ペソは、米大統領選挙でのトランプ氏の勝利後、対米ドルで売られたものの、年初以降は大幅に値を戻しています。これは、トランプ氏が反自由貿易的発言を控え、米国のウィルバー・ロス商務長官とピーター・ナヴァロ国家通商会議代表が揃って、対メキシコの強硬姿勢を薄めていることが背景にあります。メキシコ経済は、足元減速傾向にあります。トランプ氏の対メキシコ不透明感が払しょくされない限り、直接投資が手控えられ、通貨防衛のための金融引き締めなどが景気を下押しする可能性があります。一方、貿易収支の改善が確認され、経常赤字は減少に向かうと見られています。UBSグループ(ウェルスマネジメント/チーフ・インベストメント・オフィス)の見通しによると、メキシコの2017年実質GDP成長率は1.4%、2018年は2.0%を予想しています。

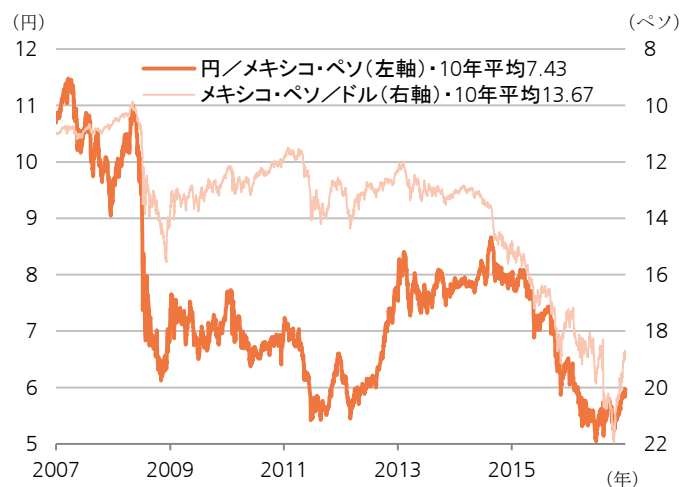
今後のリスクとして、米国の国境調整税の導入はメキシコ経済の打撃になると見られており、2017年終盤にずれ込むと予想される米国との二国間交渉の行方とともに、注意が必要です。

UBSグループでは、今後メキシコ・ペソは対ドルで堅調に推移すると見ており、ペソ/ドルの2018年3月末予想値を18.0としています。

今後の注目点

- ・通貨防衛にむけた為替介入及び利上げの動き
- ・米国境調整税の導入や米国との通商交渉

■過去10年の推移(2007年3月末～2017年3月末)



出所：トムソン・ロイター

上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆、保証するものではありません。

トルコ・リラ ～ 政治の安定が鍵を握る

トルコ・リラは、国内の政治的な要因から強い影響を受け、他の新興国通貨と比較しトランプ勝利後の下落からの立ち直りが大幅に遅れています。2016年7月のクーデター未遂事件が引き起こした混乱の影響を引きずり、足元では4月16日に国民投票を控え、市場はトルコへの投資に慎重な姿勢を強めています。

今回の国民投票が「可決」となれば、政権与党の内外政策が落ち着きを取り戻すと期待感から、リラ相場は安定に向かいやすいと見られます。ただし、可決の場合は、トルコの議会制度は変更され、法律を制定したり、判事を任命したりする広範な権限が大統領に集中することになります。更に10年の任期を得たエルドアン大統領が専制政治に向かう流れを強めるとの懸念もあり、どちらにせよ政治的な混乱の収束には時間を要すると見られます。世論調査によれば、憲法改正の成立の可能性は五分五分と見られています。「否決」となれば、解散総選挙の前倒し実施などを含め、混乱が長期化するリスクが高まります。

トルコ政治への不安は高まるも、経済においては、米ドル高の一服でドル建て債務への懸念が和らいでいるほか、世界の製造業の回復（特にユーロ圏の経済加速）やロシア関係の正常化など好材料もあり、緩やかな回復軌道を進むと見られています。UBSグループの見通しによると、トルコにおける2017年の実質GDP成長率は3.0%、2018年は3.1%を見込んでいます。

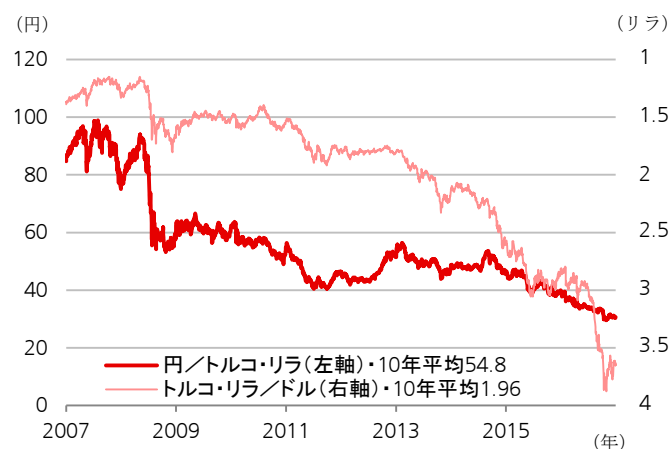
トルコ・リラは、2016年半ばから25%程度下落しています。その大部分が経済面より政治リスクに起因すると見られ、長期的な割安度の高まりが注目されています。一般的に、新興国通貨は国内の政治リスクに対する感応度が高く、昨年ブラジルでの動きと同様に、今後政治の安定化が進んだ場合、大幅な通貨高に繋がる可能性が残されています。

UBSグループは、短期的にトルコ・リラは対ドルで軟化するものの、年後半には回復に向かうと予想しています。リラ/米ドルの見通しでは、9月末予想値を3.45、2018年3月末予想値を3.60としています。

今後の注目点

- ・ 国民投票後の政局の安定
- ・ 対外債務動向

■過去10年の推移（2007年3月末～2017年3月末）



ブラジル・レアル ～ 引き続き堅調な推移を予想

ブラジル・レアルは、トランプリスクや国内政治不安の再燃等を材料に2016年末には下落したものの、2017年入り後は概ね底堅く推移しています。

レアルが堅調な背景には、①2016年12月に歳出上限法案が成立し、中期的に財政悪化に歯止めがかかるとの期待がより高まったこと、②鉄鉱石価格の急騰や主要産油国の協調減産を受けた原油価格の安定により、ブラジルの輸出や資源関連企業の業績改善期待が高まったこと、③トランプリスクの後退、米金利の上昇やドル高の一服を受け、直接投資などの資本流入が継続したこと、が挙げられます。

足元の投資環境は良好と見られますが、今後のブラジル・レアルの動向を見通す上では、①国内景気の回復、②財政再建策の前進、③安定的な資金流入の継続という三つのハードルについての考察が必要だと考えます。

一つ目の国内景気においては、足元景気回復に鈍さはあるものの、大幅な金融緩和が景気回復を後押しすると見られています。ブラジル中央銀行は、想定以上の物価安定を受け、大幅な金融緩和の実施が可能となっています。資源価格の持ち直しも手伝い、投資がけん引役となり、2017年は3年ぶりのプラス成長に転じると見られています。2018年は、企業部門の回復が雇用や・所得の改善を通じて家計に反映し、緩やかに成長率が上昇すると予想されています。UBSグループの見通しによると、ブラジルにおける2017年の実質GDP成長率は1.3%、2018年は2.6%を見込んでいます。

二つ目の財政再建策の前進における焦点は、年金改革の進捗です。テメル大統領は、7月中旬までに年金改革の憲法改正法を議会で成立させたい意向です。2月には下院特別委員会が設置され、マイア下院議長は5月初めを下院での採決期限とする方針です。2018年に大統領選挙を控え、改革先送りはできないと見られていますが、汚職捜査などの波及で議会審議が遅れるリスクには注意が必要です。

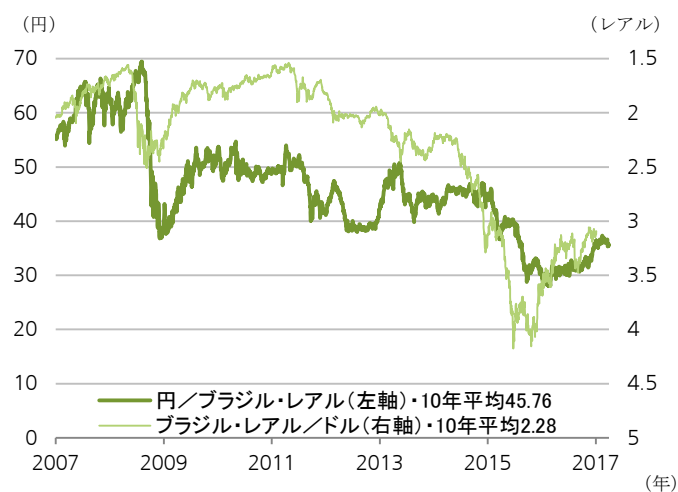
三つ目の安定的な資金流入においては、2017年入り後も、ブラジルへの直接投資は堅調を維持しています。欧州や中国のエネルギー大手の大型買収案件など企業の買収・合併（M&A）など株式資本投資での動きが流入に寄与しています。今後もインフラ事業の民営化計画への海外企業の入札や、国営石油会社ペトロbrasの資産売却等の案件を控え、新規株式公開と債券発行の予定も多いことから、為替ヘッジを行わない外国人投資家の参加が期待されています。一方、証券投資の流れも改善に向かっています。通貨レアルの安定により高利回りが見直され、日本の投信でブラジルへの投信全体の純資産残高は5カ月連続で増加するなど、復調の兆しは強まりつつあります。

UBSグループでは、2016年のような急速なレアル高は見込んでいないものの、堅調な推移を予想しています。ブラジル・レアルは対ドルでの堅調さを維持し、レアル/ドルの2018年3月末予想値を2.90としています。

今後の注目点

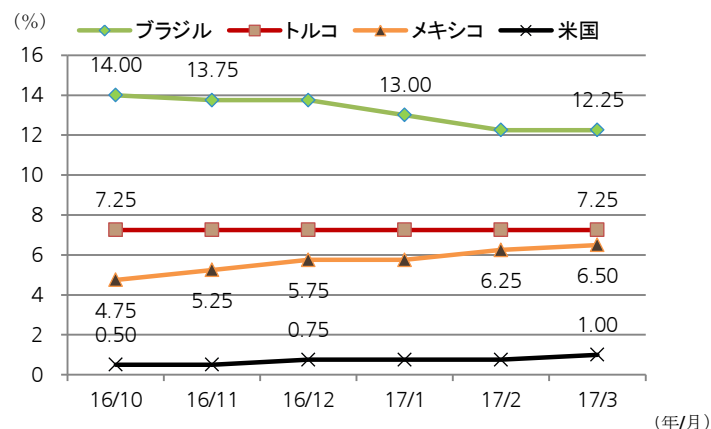
- ・国内景気の回復
- ・財政再建策の前進
- ・安定的な資金流入の継続

■過去10年の推移（2007年3月末～2017年3月末）



出所：トムソン・ロイター

■過去6カ月の政策金利推移（3月31日時点）



出所：トムソン・ロイター

上記のデータは過去のものであり、将来の動向を示唆、保証するものではありません。

本資料の中での予測値は、全てUBSグループのウェルスマネジメント/チーフ・インベストメント・オフィス作成「グローバルフォーキャスト」(3月28日時点)によるもの。

商号： UBS アセット・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第412号
 加入協会： 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、信頼できる情報をもとに UBS アセット・マネジメント株式会社によって作成されておりますが、その正確性・完全性が保証されているものではありません。本資料に記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。

© UBS 2017. キーシンボル及び UBS の各標章は、UBS の登録又は未登録商標です。UBS は全ての権利を留保します。