米ドル優位が終焉し、世界の通貨が米ドルに対して上昇する 機会が到来

マリウス・バナジアク, CFA, 現地通貨建債および通貨責任者

ここ数年にわたり、為替レートの予測は、しばしばフラストレーションの伴う結果で終わっている。外国為替市場では、G10 国通貨やエマージング通貨の上昇の勢いが増したように見受けられることもあったが、そのたびに、米ドル優位の基調は回復、あるいは少なくとも維持された。しかし、長期的には世界の通貨が米ドルに対して徐々に上昇するという機運が高まっている兆候が多く見られるようになっている。

各国中央銀行の政策に対する見通しが収斂している

2014 年から 2019 年にかけて、世界の金融政策が完全に二極化していたことは明らかである。米連邦準備制度理事会(FRB)のバランスシート(対 GDP 比でみた割合)は、直近の利上げサイクルが始まる少し前の 2014 年半ばにピークを打った一方で、他の主要中央銀行はその後も概ね金融緩和政策を維持した。しかし、新型コロナウイルスの感染が拡大し、世界規模で同時期に金融刺激政策が実施されたことで、各国中央銀行の政策に対する見通しが収斂してきた。その結果、米国と米国を除くG10諸国の短期利回り差が縮小し、これが米ドルに対する G10 国通貨のパフォーマンスに大きな影響を与えている(図 1)。

図 1: 米国利回りの優位性が失われたことで、G10 国の通貨が米ドルに対してアウトパフォームするようになっている



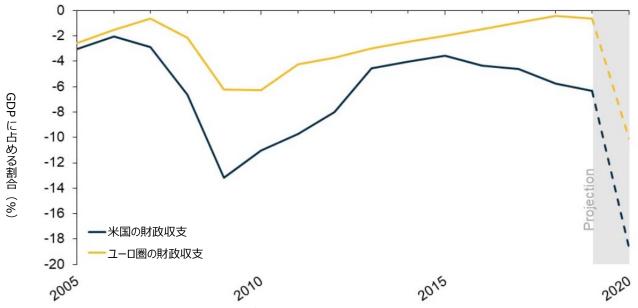
出所: ブルームバーグ、2020年10月時点。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

そして、金融政策に対する見通しは今後も比較的収斂した状態が続くものと思われる。コア PCE インフレ率は、2021 年初めから半ばにかけて、(2020 年の物価下落に対する)ベース効果の影響により一時的に 2.0%を上回る可能性があるが、FRB はこうしたインフレ率の上昇を見越しており、少なくとも 2023 年までは FF 金利の誘導目標を現状のゼロ付近の水準に維持する可能性が高い。

FF 金利の低位安定に加え、2016 年以降、米国の財政状況が悪化する中で、FRB のバランスシートは今後も拡大し続ける可能性が高い。(これとは対照的に、2010 年から 2018 年にかけて、ユーロ圏の財務状況は改善した。)足元では、コロナ禍が及ぼす影響を緩和するために大規模な景気刺激策が実施されており、欧米の財政状況は急激な悪化に転じている(図 2)。追加財政政策の重要性に関するパウエル議長の発言を踏まえると、今後数年にわたって FRB は、米国債発行の追加発行分を積極的に買い入れる用意があると考えられる。こうした FRB の協調的な対応は、先日発表されたより柔軟な平均インフレ率の導入によっても裏打ちされており、長期的には米ドルに対する若干の下落圧力となる可能性がある。

図 2:新型コロナウイルスによって米国財政収支の急激な悪化がもたらされる



出所: IMF、2020年11月現在。注記: 2020年のデータは IMF の予測に基づく。

米国が、おそらく史上最も急激かつ深刻な経済不況から抜け出しつつある一方で、経常収支赤字は拡大基調にあり、これが米ドル高を妨げる要因になっている。また、米国のシェールガス採掘業者による設備投資の大幅な削減(および規制が強化される可能性)を考慮すれば、米国のシェールガス生産業者がこれまでと同程度に石油貿易の収支を穴埋めする可能性は非常に低い。そして、石油を除く貿易収支の悪化も予想されることから、今後数年にわたって米国の経常収支の赤字幅はある程度拡大すると我々は見込んでいる。

米国以外の国の債券の為替ヘッジ後利回りの上昇と投資機会

コロナ禍において米国の長期金利は急激に低下したものの、米国債のイールドカーブは依然として相対的にスティープである。FRB の短期政策金利が先進国の中で最も高い水準にあったため、外国人投資家が負担しなければならない為替ヘッジのコストは過去数年にわたって高い状態が続いていた。その結果、為替ヘッジなしの米国債を購入することで、スティープ化した米国債イールドカーブの恩恵を享受することを選好する外国人投資家もいた。しかしながら、今や FRB が政策金利を 0.25%にまで引き下げたことで、多くの外国人投資家が負担しなければならない為替ヘッジ・コストは低下しており、そのため既存の米国債投資の為替リスクをヘッジするための米ドル売りが増加する可能性がある。

図3:米国債を購入して為替ヘッジした場合の利回り上乗せ幅は、徐々に魅力的な水準にまで上昇している

5年

出所:PGIM フィクスト・インカム、野村證券。

2年

米国の純対外投資ポジションが GDP 比で-50%以上の水準にまで落ち込んでいるのは、長年にわたって米国資産に対する世界的な需要が高かったことを反映したものである。しかし、投資家は欧州や新興国の資産に対する関心を強めている可能性があり、米国資産から欧州・新興国に資金を振り向ける可能性がある。欧州では、新型コロナウイルス復興基金や緊急時失業リスク緩和支援(SURE)を賄うために、今後 2 年間で年間 2,000~2,500 億ユーロに達する債券が発行されると予想されている。これは、ドイツ国債の年間発行額 1,500 億ユーロを上回るものであり、利回りはフランス国債を上回る可能性が高い。その結果、ユーロ圏に居住する投資家、外貨準備を有する投資家、あるいは政府関係機関は、ユーロ圏の資産を増加させる可能性がある。そして、新興国の先進国に対する成長格差が拡大した場合(2021 年の新興国および先進国の我々の成長見通しは、それぞれ 4.6%と 7.2%となっている)には、利回りを求める投資家が新興国の資産に目を向けるようになり、これにより新興国通貨が恩恵を受ける可能性がある。

10年

30年

新興国および G10 国の通貨に関する我々の見方が、ポートフォリオの為替ポジションにどのような影響を与えるかという点に関して言えば、 我々は 2020 年 8 月以降に通貨は調整局面を迎えたと考えており、米ドルに対してアジア・欧州の新興国および G10 国の通貨を積み 増した。南米諸国の通貨は今後も引き続き低調に推移すると我々は見込んでいる一方で、メキシコ・ペソについては積み増した。為替ポ ジションに限らず、新興国および G10 国の通貨が徐々に上昇するとの見通しによって、現地通貨建債を含む多くの資産クラスでの資産配 分の決定に影響が及ぶ可能性が高い。

世界の通貨が、米ドルに対してようやく緩やかに上昇し始めるという見方に対するリスクとして、景気回復の遅れに伴う金融状況の引き締まり、米国における長期的なインフレの加速などが挙げられる。

これらのリスクは非常に明白で分かり易いものであるため、米ドル・他通貨取引におけるボラティリティの上昇をもたらす可能性があるが、本稿で取り上げた事項を含むいくつかの新たな要因が足元で浮き彫りになっていることを受け、長く続いた米ドル優位が終焉し、世界の通貨が米ドルに対して上昇する機会が到来すると我々は考えている。

本資料は 2020 年 11 月 6 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り): PGIM フィクスト・インカム。

留意事項1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク(PFI)の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。 PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社(PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM(香港)における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM(シンガポール)における債券運用部門(PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャルル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているのではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失ついても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役職員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域(EEA)では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです:Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており(登録番号:193418)います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoritiet Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。(登録番号:15003620) PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構(FCA)の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局(MAS)に登録、認可受けているシンガポールの資産運用会社PGIM(シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報促使をでつています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM(香港)リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。PGIMオーストラリアでは、PGIM(オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている)販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアでは、PGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービストラリア)が、(豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号:193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号:49012)

© 2020 PFI and its related entities

留意事項2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"THE WINDOW FOR GLOBAL FX TO EMERGE FROM DOLLAR DOMINANCE"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。 PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文(英語版)と本資料の間に差異がある場合には、原文(英語版)の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第392号 加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会 PGIMJ77065