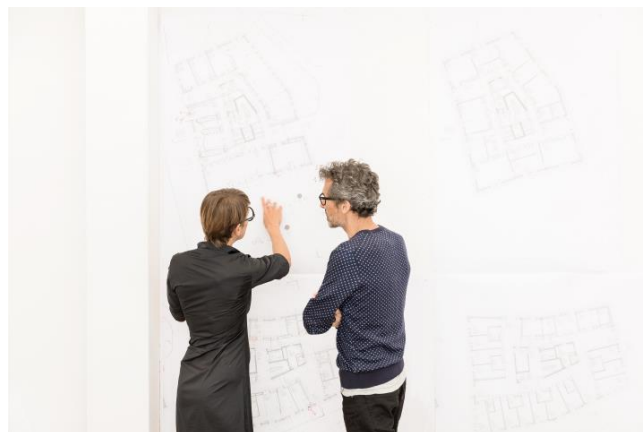


通貨分散投資のメリットとリスク

通貨市場

Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Thomas Flury, Strategist; Wayne Gordon, Strategist; Tilmann Kolb, Analyst; Clémence Dumoncel, Strategist; Jessie Ren, Analyst

- 今回のレポートでは、ポートフォリオの一定比率を現金または現金同等物で保有している投資家に向けて、異なる通貨で構成されたバスケットを保有することのメリットとリスクを、米ドルのみを保有した場合と比較して考察する。
- 歴史的に見ると、米ドル指数(DXY)には複数回の下落局面があり、下落幅は27~52%に及ぶ。このことは通貨分散化が賢明であることを示している。とはいえ、我々の分析結果からは、米ドルのような安全通貨以外への分散が、為替の高いボラティリティ(相場の変動)と大幅な下落を伴うこともわかった。
- 投資家が、分散化された通貨バスケットの保有によりトータルリターンの上昇という恩恵を受けるためには、為替のボラティリティに対応できなければならない。高利回りの通貨は長期的には優れたトータルリターンを創出する傾向があり、高リスク・高金利通貨と安全通貨にバランス良く配分することがリスク調整後リターンの改善につながる。



出所: UBS

はじめに

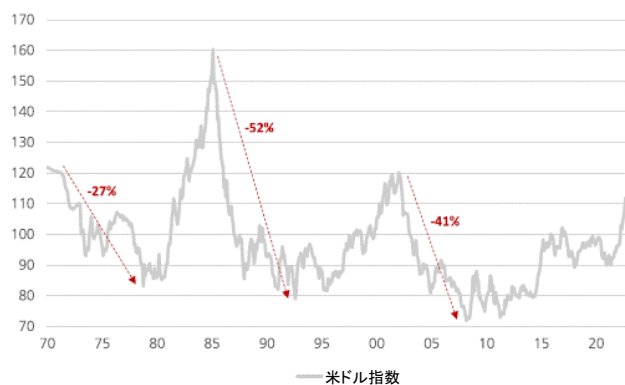
グローバル志向の投資家にとって、通貨市場への投資配分をいかに調整し、潜在的なリスクにどう対応するかは常に直面する問題である。為替レートの変動が投資リターンに大きな影響を与えることがあるからだ。

一部の投資家はポートフォリオの一定比率を異なる通貨の現金または現金同等物に配分している。様々な国に住み、複数の通貨建ての資産と債務およびキャッシュフローを抱える可能性のあるこうした投資家にとって、複数の通貨の組み合わせに投資するのは自然なことだ。

今回のレポートでは、複数の通貨で現金または短期金融市場商品を保有することから生じる為替リスクに焦点を当て、異なる通貨で構成されたバスケットを保有することのメリットとリスクを、米ドルのみを保有した場合と比較して考察したい。貿易加重平均した米ドル指数で見ると、米ドルは1970年以降、大きく下落した時期が複数あり、下落幅は27~52%に及ぶ(図表1参照)。このことから、通貨への投資において分散化が賢明な投資方法であることがわかる。

図表1: 米ドル指数は過去に複数回大幅下落

月次データ



出所: ブルームバーク、UBS、2023年9月

通貨市場

通貨バスケットの特性をより良く理解するため、まずは通貨に共通して見られるリスク・リターンを類型化した後、10種類の通貨バスケットの動きをあらためて分析した。その結果、過去20年超の期間のリターンでは、米ドル建て短期金融市場商品をその他すべての通貨バスケットが上回った。一方、為替のボラティリティと下落率の観点から見たリスクも、米ドル建て短期金融市場商品を他の9つのバスケットが大幅に上回った(Appendix Table 1、Appendix Fig. 1参照)。全体として、米ドルを基準通貨としている(米ドルベースの)投資家にとって、幅広く分散化された通貨バスケットのリスク・リターン特性はさほど魅力的には映らない。だが、投資家の基準通貨が低利回りの新興国通貨、あるいはカナダ・ドル、ノルウェー・クローネ、豪ドルのような経済成長の恩恵を受けやすい通貨である場合、結果は異なってくる。

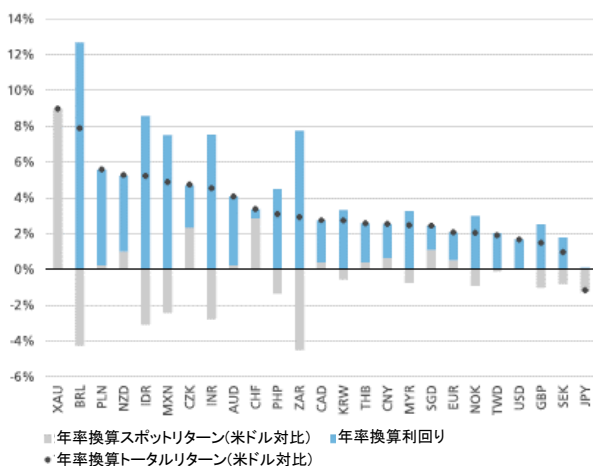
通貨バスケットの選択に際しては、まず個々の通貨のトータルリターンとリスク特性を理解しておきたい。

A) トータルリターンに関する考察

通貨市場における過去20年超のトータルリターンのデータを見ると、通貨の長期リターンが利回りの要素によって大きく左右されてきたことがわかる。図表2は様々な通貨の2000年1月から2023年7月までの年率換算トータルリターン(米ドルベース)を示しており、利回り(金利収入)の影響を大きく受けていることがわかる。ブラジル・レアル、インドネシア・ルピア、メキシコ・ペソといった高利回り通貨は、年率換算スポットリターンが総じてマイナスになっているにもかかわらずアウトパフォームしている。

図表2：長期的には高利回り通貨がトータルリターンでアウトパフォームする

2000年1月～2023年7月の年率換算リターン



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

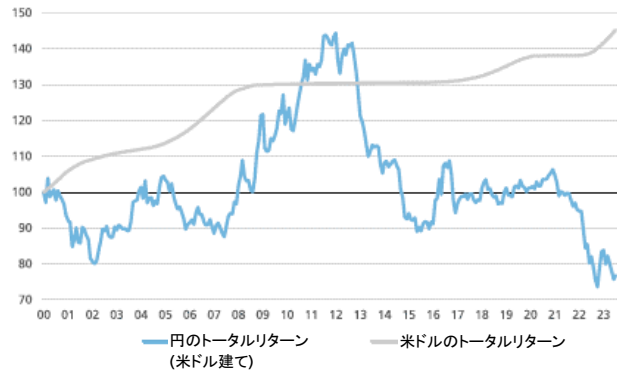
もう一つの例は円だ。円のパフォーマンスは、低利回りに加え、年率換算スポットリターンも小幅マイナスとなったため、主要通貨の中で最も低くなっている。しかし我々は、円の低調なパフォーマンスの主な要因は日銀による2012年の金融政策の転換だと考えている。このとき日銀は、2%のインフレ目標を追求するため、バランスシートの拡大に積極的に取り組み始めた。2012年以前の円は、図表3が示すように、良好なトータルリターンを上げてい

た。特に世界金融危機の局面では、安全通貨としての特性から力強く上昇した。

図表3：日銀の「金融政策の転換」(2012年)以降

円はアンダーパフォームし始めた

2000年1月=100として指数化



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

以上に述べた原則に対する例外の1つが金(gold)だ。金も一種の通貨ととらえることができる。図表2が示すように、金(XAU)の2000年以降の年率換算トータルリターンは9%で、利回りをもたらさないにもかかわらず他の通貨をアウトパフォームしている。こうしたアウトパフォームの背景には、2000年まで20年にわたって続いた金の低調なパフォーマンスと、2000年代に入り台頭し始めた中国の存在があり、ともに金価格上昇のきっかけとなった。特に、2009年の世界金融危機や2020年の新型コロナウイルスの勃発を受けて、主要中央銀行がバランスシートを拡大すると、中央銀行が発行する法定通貨とは異なり、供給量がほぼ一定である金の価格は、上昇に拍車がかかった。前述した過去23年間の絶対リターンは将来の絶対リターンの基準とはならない。だがこのデータは、トータルリターンの構成要素と利回り(金利収入)の重要性を裏付けている。

我々は2000年以前の状況については分析を行っていない。2000年以前も対象とした場合、新興国で発生した複数の経済・金融危機(1997年のアジア通貨危機など)が分析の材料に含まれることになるが、大半の新興国のインフレ環境や経常収支動向が、当時と現在で大きく異なるからだ。中国の役割と重要性も、2000年以前と現在では大きく変わっている。

B) 通貨のボラティリティ特性に関する考察

リターンは通貨の重要な側面の1つだが、ボラティリティによって表されるリスクもまた重要な側面だ。ボラティリティは通貨の様々なリスク特性を表す。人民元など1桁台後半～後半のボラティリティを示す通貨があるのに対し、ブラジル・レアルや金のように10%台後半に達するものもある。こうした違いは、それぞれの経済の基調的な安定性と適用されている金融政策や為替レート政策によって生じる。すべての為替レートが自由市場の原理のみによって決まるわけではない。

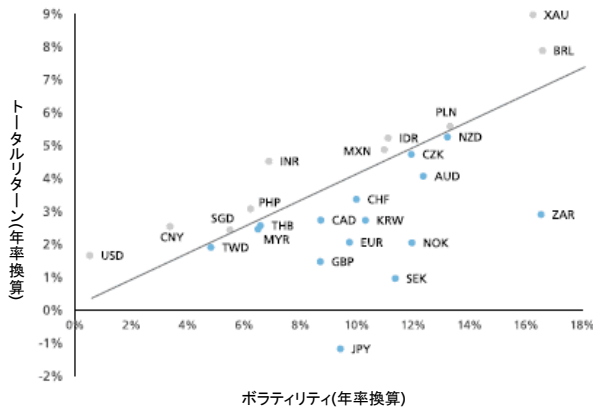
我々の所見では、ボラティリティの高い通貨ほどトータルリターンも高くなる傾向がある。これは、投資家が通常、ボラティリティの

通貨市場

高い通貨を保有する見返りとして、高いリターンを追求するからであろう。図表4が示すように、通貨のボラティリティ(横軸)は総じてトータルリターンの水準(縦軸)とともに上昇する傾向がある。

図表4：相対的に高いトータルリターンは相対的に高い為替ボラティリティを伴う傾向がある

2000年1月～2023年7月のデータに基づく



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

通貨の魅力の度合いを評価するためには、通貨のボラティリティ調整後トータルリターンを検討する必要がある。図表4において、ボラティリティ調整後トータルリターン上位10通貨はグレーで表示され、斜線の左側に位置している。興味深いことに、これらの上位10通貨のうち6通貨(インド・ルピー、フィリピン・ペソ、ブラジル・レアル、インドネシア・ルピア、メキシコ・ペソ、ポーランド・ズロチ)は高利回り通貨である。このことから、高利回り通貨はスポットリターンが構造的にマイナスとなる傾向があるにもかかわらず、相対的に良好な長期トータルリターンを示していることがわかる。

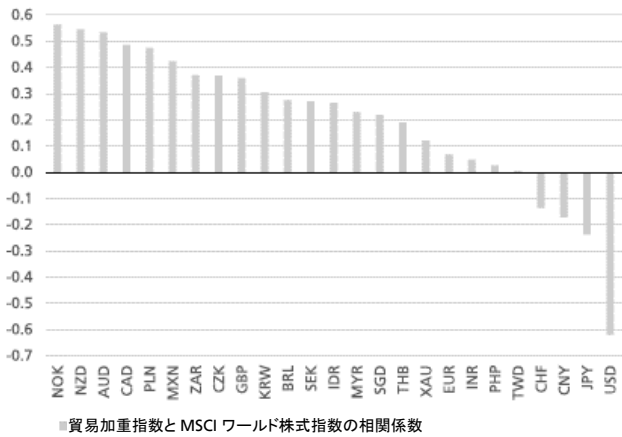
C) 関連に関する考察

為替レートは様々な要因によって形成される。よって、世界の通貨のリターン特性は、外的要因に大きく左右されることになる。米ドル指数の変動、リスクオンとリスクオフの転換、(ユーロと人民元の影響を受ける)地域的な為替動向、および通貨固有の要因のいずれもが常に作用し合い、その作用は時として逆方向になることもある。そのため、異なる通貨同士が、そして通貨と他の資産がどのような相互作用を見せるのかを理解することが重要だと考える。

通貨をそのリスクオン／リスクオフ特性に基づいて分類することは、投資家にとっての通貨の魅力を判断するための出発点だ。一般に予想される通り、豪ドルやニュージーランド・ドルおよびノルウェー・クローネのような経済成長の恩恵を受けやすい通貨はリスク資産との相関が強い(図表5参照)。一方、米ドルや円およびスイス・フランは一般に世界の安全通貨としての魅力を持つものの、これらの通貨のリスクオフ局面での特性は必ずしも同時に発揮されるわけではない。

図表5：通貨の貿易加重指数とMSCIワールド株式指数の相関

2000年1月～2023年7月のデータに基づく



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

大半の通貨の米ドルとの相関は、短期的に弱まることはあっても通常はかなり安定している。しかし、「金融政策の転換」を経た特定の通貨の挙動は顕著に変化してきた。そうした変化の代表例は、2011～2015年、アベノミクスによって急激に下落した円と、中国人民銀行が米ドル中心だった為替政策を2015年8月から他の主要通貨を含む貿易加重指数に基づく為替政策に転換したときの人民元である(図表6参照)。

図表6：各通貨と米ドル指数との相関は変化し得る

各通貨の対米ドルレートと米ドル指数の相関

(2001年以降5年刻みのデータ)

		2001 - 05	2006 - 10	2011 - 15	2016 - 20	2021 - 23
G10 FX	EUR	-0.96	-0.97	-0.96	-0.96	-0.96
	CHF	-0.91	-0.82	-0.68	-0.77	-0.83
	GBP	-0.77	-0.67	-0.78	-0.62	-0.86
	JPY	-0.64	-0.32	-0.15	-0.48	-0.77
	CAD	-0.49	-0.62	-0.76	-0.66	-0.63
	AUD	-0.57	-0.85	-0.67	-0.65	-0.72
	NZD	-0.66	-0.73	-0.68	-0.65	-0.83
	SEK	-0.89	-0.90	-0.87	-0.82	-0.79
	NOK	-0.78	-0.81	-0.82	-0.73	-0.61
Asia FX	CNY	0.04	-0.32	-0.12	-0.59	-0.72
	KRW	-0.43	-0.67	-0.68	-0.56	-0.79
	TWD	-0.43	-0.67	-0.55	-0.56	-0.76
	INR	-0.19	-0.62	-0.42	-0.37	-0.45
	IDR	-0.26	-0.54	-0.30	-0.30	-0.51
	SGD	-0.61	-0.88	-0.72	-0.80	-0.89
	MYR	0.07	-0.66	-0.51	-0.64	-0.74
	THB	-0.59	-0.58	-0.42	-0.59	-0.77
EMFX, Gold	PHP	-0.10	-0.47	-0.48	-0.27	-0.70
	PLN	-0.47	-0.85	-0.87	-0.86	-0.89
	CZK	-0.86	-0.88	-0.91	-0.86	-0.91
	ZAR	-0.29	-0.56	-0.53	-0.48	-0.70
	MXN	0.23	-0.53	-0.59	-0.51	-0.41
	BRL	0.03	-0.44	-0.65	-0.46	-0.38
	XAU	-0.42	-0.45	-0.43	-0.46	-0.70

出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

通貨市場

つまり金融政策は、通貨が市場原理から受けるリスクの大きさを左右するがゆえに重要だということである。これは、為替政策が通貨の上昇または下落を阻むということではない。しかし、為替調整のスピードと規模は為替政策の影響を受ける。このことは、効果的な通貨ポートフォリオを構築する際の重要な考慮事項だ。

通貨市場では、他の資産クラスと比べ、投資家の視点がより重要な意味を持つ。例えば米ドルベースの投資家がカナダ・ドル資産を保有している場合、リスクオフ・イベントの局面での損失につながる可能性が高くなる。一方、豪ドルベースの投資家であれば、市場環境の悪化局面でカナダ・ドルを保有することはメリットにつながるだろう。これは、リスクオフ環境での対米ドル下落率が、総じてカナダ・ドルよりも豪ドルの方が高いためである。同様に、リスクオフ・イベントの局面での人民元は、取引量が少なく流動性が低い通貨をアウトパフォームしている。米ドルベースの投資家にとって、人民元は安全通貨とはなりにくいものの、特にアジアの投資家にとっては相対的な安全通貨となっている。

通貨市場

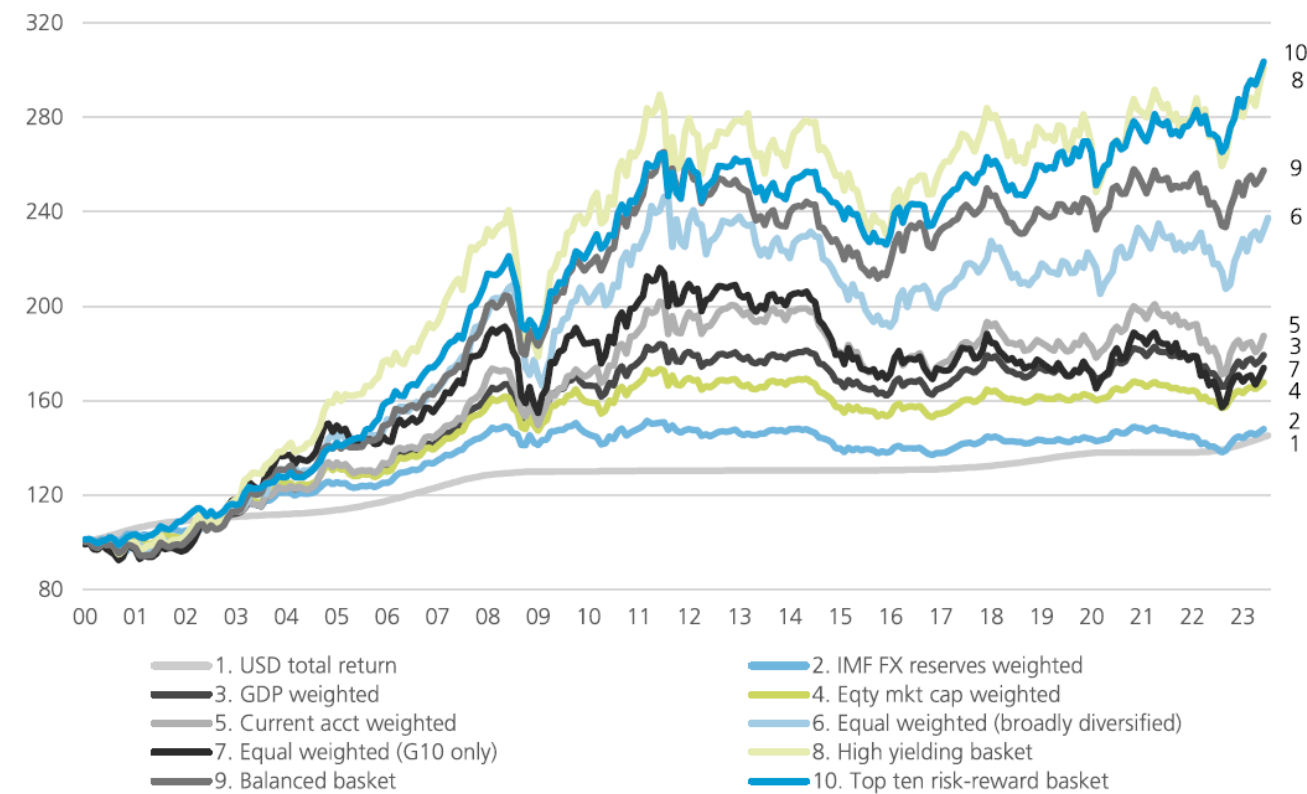
Appendix Table 1 : 本レポートで分析した10種類の通貨バスケット

		1, USD cash	2, IMF FX reserves weighted	3, GDP weighted	4, Equity market cap weighted	5, Current account weighted	6, Equal weighted (broadly diversified)	7, Equal weighted (G10 only)	8, High-yielding basket	9, Balanced basket	10, Top ten risk-reward basket
G10 FX weights	USD	100%	61.3%	30.9%	58.7%	0.0%	4%	10%		10%	10%
	EUR		20.5%	17.6%	15.2%	2.2%	4%	10%		10%	
	CHF		0.3%	1.0%	2.3%	10.9%	4%	10%		10%	
	GBP		5.0%	3.8%	3.4%	0.0%	4%	10%			
	JPY		5.7%	4.6%	5.2%	6.5%	4%	10%		10%	
	CAD		2.5%	2.3%	2.7%	2.2%	4%	10%			
	AUD		2.1%	2.0%	1.7%	4.3%	4%	10%	10%	10%	
	NZD			0.3%	0.0%	0.0%	4%	10%	10%		
	SEK			0.7%	0.7%	8.7%	4%	10%			
	NOK			0.6%	0.2%	10.9%	4%	10%			
Asia FX weights	CNY		2.7%	19.7%	3.4%	6.5%	4%			10%	10%
	KRW			2.0%	1.3%	4.3%	4%		10%		
	TWD			0.8%	1.5%	10.9%	4%				
	INR			4.0%	1.4%	0.0%	4%		10%	10%	10%
	IDR			1.6%	0.2%	4.3%	4%		10%	10%	10%
	SGD			0.5%	0.3%	10.9%	4%				10%
	MYR			0.4%	0.1%	6.5%	4%				
	THB			0.6%	0.2%	0.0%	4%				
	PHP			0.5%	0.1%	0.0%	4%		10%		10%
EMEX weights	PLN			0.9%	0.1%	6.5%	4%		10%		10%
	CZK			0.4%	0.0%	0.0%	4%				
	ZAR			0.4%	0.4%	2.2%	4%		10%		
	MXN			2.0%	0.3%	2.2%	4%		10%		10%
	BRL			2.5%	0.6%	0.0%	4%		10%	10%	10%
Gold	XAU						4%			10%	10%
Returns and volatility	Spot return p.a.	0.00%	0.13%	0.2%	0.4%	0.5%	-0.3%	0.3%	-1.4%	0.5%	0.0%
	Yield return p.a.	1.67%	1.63%	2.4%	1.9%	2.3%	4.2%	2.1%	6.5%	3.8%	5.0%
	Total return p.a.	1.67%	1.76%	2.6%	2.3%	2.8%	3.9%	2.5%	5.0%	4.3%	5.1%
	Volatility p.a.	0.5%	2.9%	4.5%	4.1%	6.0%	7.4%	7.6%	8.6%	6.3%	6.0%
	Tot. return-to-vol	3.24	0.61	0.58	0.57	0.47	0.53	0.33	0.58	0.68	0.84
	Max drawdown	0.0%	-9.5%	-11.9%	-11.9%	-15.9%	-22.3%	-27.4%	-25.7%	-20.3%	-15.4%
Annualized total return (5Y windows)	2001 - 05	2.1%	3.7%	5.1%	4.7%	5.9%	8.2%	7.6%	11.4%	7.8%	7.8%
	2006 - 10	2.1%	3.4%	6.1%	5.2%	7.5%	8.9%	7.0%	9.3%	10.8%	10.8%
	2011 - 15	0.0%	-1.1%	-1.2%	-1.4%	-1.8%	-3.1%	-2.9%	-2.4%	-2.4%	-2.4%
	2016 - 20	1.1%	1.5%	2.2%	1.7%	3.2%	3.9%	1.9%	4.1%	3.8%	3.8%
	2021 - 23	2.0%	-0.3%	-0.7%	-0.1%	-2.6%	0.7%	-3.3%	1.8%	-0.1%	-0.1%

出所: ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

Appendix Fig. 1：10種類の通貨バスケットのトータルリターン

2000年1月=100として指数化



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

Appendix Table 2：各通貨の貿易加重パフォーマンスの相関

2000年1月～2023年7月の月次データに基づく

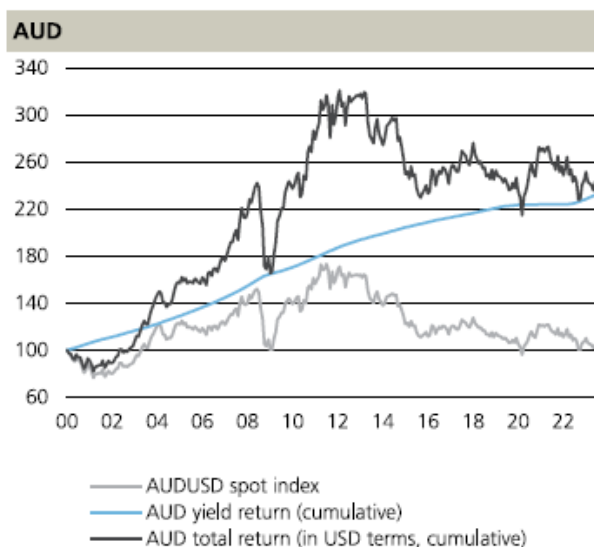
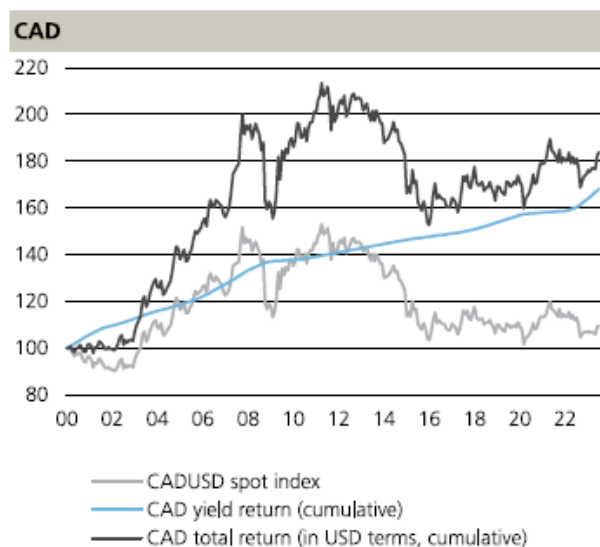
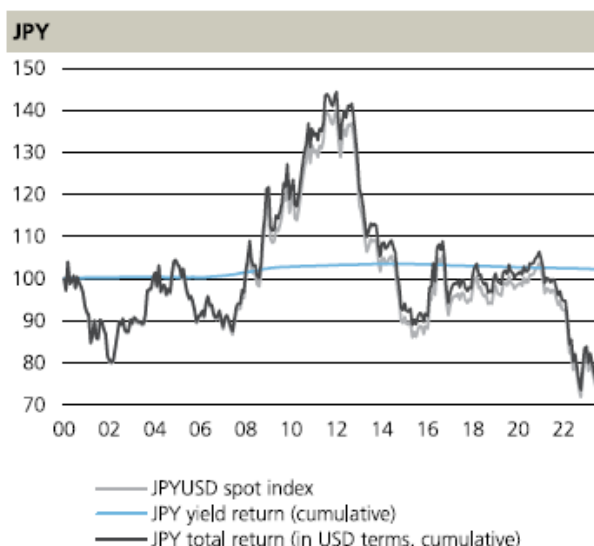
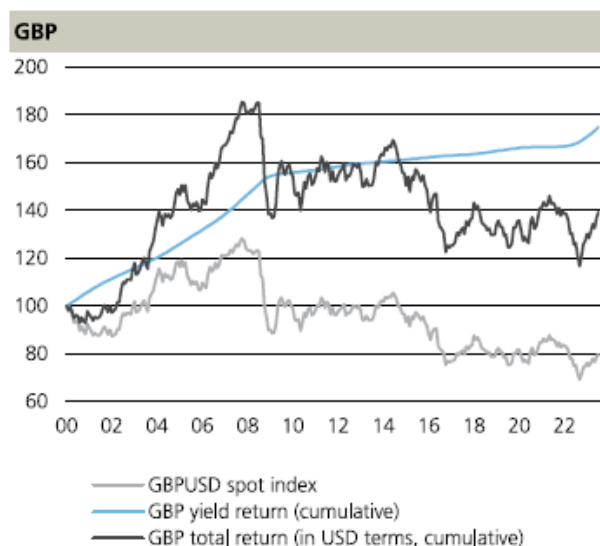
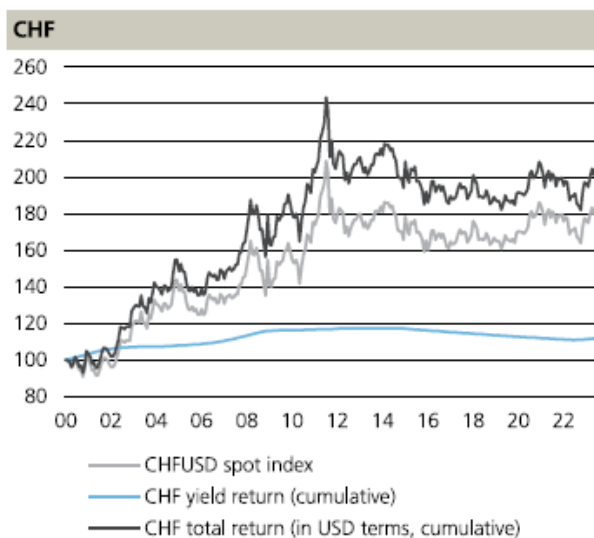
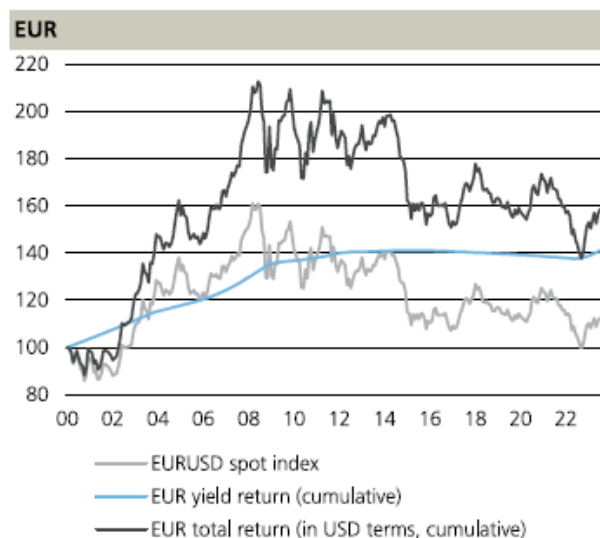
		G10										Asia										EMEA, Gold, Equities								
		USD	EUR	CHF	GBP	JPY	CAD	AUD	NZD	SEK	NOK	CNY	KRW	TWD	INR	IDR	SGD	MYR	THB	PHP	PLN	CZK	ZAR	MXN	BRL	XAU	MXWO			
G10	USD		-0.35	0.05	-0.09	-0.08	-0.49	-0.50	-0.51	-0.33	-0.45	0.28	-0.38	0.19	0.16	-0.03	-0.15	-0.29	-0.18	0.31	-0.56	-0.47	-0.49	-0.52	-0.43	-0.42	-0.62	USD		
	EUR	-0.35		-0.09	-0.07	0.04	0.18	0.04	0.17	0.23	0.03	-0.42	0.04	-0.28	-0.30	-0.30	-0.07	-0.07	-0.12	-0.12	0.38	0.36	-0.11	-0.04	0.06	0.18	0.07	EUR		
	CHF	0.05	-0.09		-0.15	0.32	-0.25	-0.08	-0.06	0.09	-0.07	-0.03	-0.02	-0.03	0.06	-0.07	-0.10	-0.10	-0.12	0.03	0.04	-0.17	0.05	-0.08	0.02	0.31	-0.14	CHF		
	GBP	-0.09	-0.07	-0.15		-0.29	0.19	0.05	0.10	0.04	0.09	0.08	0.12	0.13	-0.09	-0.13	0.16	-0.05	-0.04	0.12	0.05	0.09	-0.09	0.03	-0.13	-0.12	0.36	GBP		
	JPY	-0.08	0.04	0.32	-0.29		-0.18	-0.09	-0.08	-0.04	-0.11	-0.28	0.08	-0.13	-0.22	-0.10	-0.16	-0.15	-0.06	-0.34	-0.05	-0.06	-0.04	-0.21	0.04	0.47	-0.24	JPY		
	CAD	-0.49	0.18	-0.25	0.19	-0.18		0.60	0.54	0.31	0.51	-0.31	0.21	-0.03	-0.16	0.15	0.40	0.10	0.04	-0.08	0.23	0.28	0.32	0.20	0.31	0.15	0.48	CAD		
	AUD	-0.50	0.04	-0.08	0.05	-0.09	0.60		0.62	0.38	0.52	-0.40	0.31	0.07	0.14	0.28	0.45	0.23	0.17	-0.03	0.27	0.21	0.45	0.29	0.46	0.21	0.53	AUD		
	NZD	-0.51	0.17	-0.06	0.10	-0.08	0.54	0.62		0.32	0.34	-0.31	0.33	-0.04	0.05	0.14	0.31	0.14	0.21	0.02	0.37	0.21	0.39	0.17	0.33	0.15	0.55	NZD		
	SEK	-0.33	0.23	0.09	0.04	-0.04	0.31	0.38	0.32		0.41	-0.20	0.03	-0.18	-0.03	-0.03	0.13	-0.14	0.00	-0.14	0.23	0.26	0.16	0.14	0.12	0.14	0.27	SEK		
NOK	-0.45	0.03	-0.07	0.09	-0.11	0.51	0.52	0.34	0.41		-0.23	0.12	-0.19	-0.04	0.19	0.29	0.22	0.17	-0.16	0.30	0.33	0.36	0.35	0.33	0.14	0.56	NOK			
Asia	CNY	0.28	-0.42	-0.03	0.08	-0.28	-0.31	-0.40	-0.31	-0.20	-0.23		-0.33	-0.09	-0.03	-0.06	-0.38	-0.11	-0.07	-0.02	-0.41	-0.28	-0.20	-0.22	-0.46	-0.24	-0.17	CNY		
	KRW	-0.38	0.04	-0.02	0.12	0.08	0.21	0.31	0.33	0.03	0.12	-0.33		0.29	-0.09	-0.18	0.28	0.19	0.21	0.00	0.25	-0.05	0.27	0.01	0.19	0.14	0.30	KRW		
	TWD	0.19	-0.28	-0.03	0.13	-0.13	-0.03	0.07	-0.04	-0.18	-0.19	-0.09	0.29		0.09	-0.03	0.06	0.07	0.01	0.13	-0.06	-0.28	-0.07	-0.14	-0.10	-0.18	0.00	TWD		
	INR	0.16	-0.30	0.06	-0.09	-0.22	-0.16	0.14	0.05	-0.03	-0.04	-0.03	-0.09	0.09		0.26	-0.03	0.00	0.10	0.41	-0.02	-0.13	0.10	0.18	0.03	-0.16	0.05	INR		
	IDR	-0.03	-0.30	-0.07	-0.13	-0.10	0.15	0.28	0.14	-0.03	0.19	-0.06	-0.18	-0.03	0.26		0.12	0.17	0.10	0.02	-0.01	0.17	0.21	0.27	0.19	0.06	0.26	IDR		
	SGD	-0.15	-0.07	-0.10	0.16	-0.16	0.40	0.45	0.31	0.13	0.29	-0.38	0.28	0.06	-0.03	0.12		0.33	0.00	0.06	0.24	0.13	0.26	0.20	0.37	-0.03	0.22	SGD		
	MYR	-0.29	-0.07	-0.12	-0.05	-0.15	0.10	0.23	0.14	-0.14	0.22	-0.11	0.19	0.07	0.00	0.17	0.33		0.18	0.04	0.05	0.05	0.21	0.19	0.29	0.00	0.23	MYR		
	THB	-0.18	-0.12	0.03	-0.04	-0.06	0.04	0.17	0.21	0.00	0.17	-0.07	0.21	0.01	0.10	0.10	0.00	0.18		0.06	0.08	-0.01	0.17	0.13	0.14	0.17	0.19	THB		
PHP	0.31	-0.12	-0.08	0.12	-0.34	-0.08	-0.03	0.02	-0.14	-0.16	-0.02	0.00	0.13	0.41	0.02	0.06	0.04	0.06		0.02	-0.16	-0.11	-0.04	-0.01	-0.19	0.03	PHP			
EMEA, Gold, Equities	PLN	-0.56	0.38	0.04	0.05	-0.05	0.23	0.27	0.37	0.23	0.30	-0.41	0.25	-0.06	-0.02	-0.01	0.24	0.05	0.08	0.02		0.49	0.28	0.36	0.29	0.16	0.47	PLN		
	CZK	-0.47	0.36	-0.17	0.09	-0.06	0.28	0.21	0.21	0.26	0.33	-0.28	-0.05	-0.28	-0.13	0.17	0.13	0.05	-0.01	-0.16	0.49		0.17	0.33	0.28	0.18	0.37	CZK		
	ZAR	-0.49	-0.11	0.05	-0.09	-0.04	0.32	0.45	0.39	0.16	0.36	-0.20	0.27	-0.07	0.10	0.21	0.26	0.21	0.17	-0.11	0.28	0.17		0.36	0.45	0.16	0.37	ZAR		
	MXN	-0.52	-0.04	-0.08	0.03	-0.21	0.20	0.29	0.17	0.14	0.35	-0.22	0.01	-0.14	0.18	0.27	0.20	0.19	0.13	-0.04	0.36	0.33	0.36		0.38	0.02	0.42	MXN		
	BRL	-0.43	0.06	0.02	-0.13	0.04	0.31	0.46	0.33	0.12	0.33	-0.46	0.19	-0.10	0.03	0.19	0.37	0.29	0.14	-0.01	0.29	0.28	0.45	0.38		0.22	0.27	BRL		
	XAU	-0.42	0.18	0.31	-0.12	0.47	0.15	0.21	0.15	0.14	0.14	-0.24	0.14	-0.18	-0.16	0.06	-0.03	0.00	0.17	-0.19	0.16	0.18	0.16	0.02	0.22		0.11	XAU		
	MXWO	-0.62	0.07	-0.14	0.36	-0.24	0.48	0.53	0.55	0.27	0.56	-0.17	0.30	0.00	0.05	0.26	0.22	0.23	0.19	0.03	0.47	0.37	0.37	0.42	0.27	0.11		MXWO		

出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

通貨市場

Appendix Fig. 2：各通貨のトータルリターン(米ドル建て)

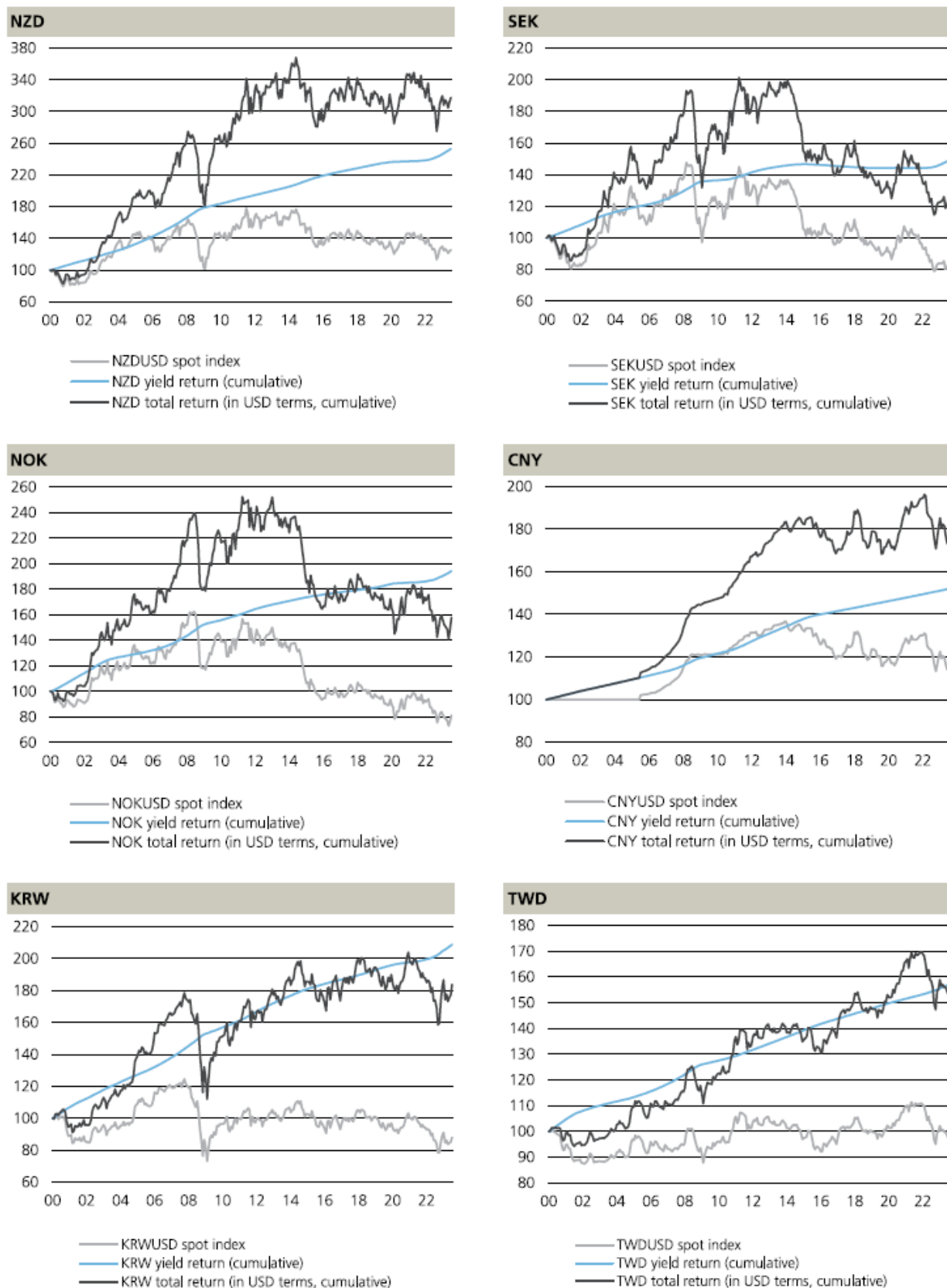
2000年1月=100として指数化。トータルリターンは各通貨のスポットリターン(米ドル建て)と利回りで構成。



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

Appendix Fig. 3：各通貨のトータルリターン(米ドル建て)

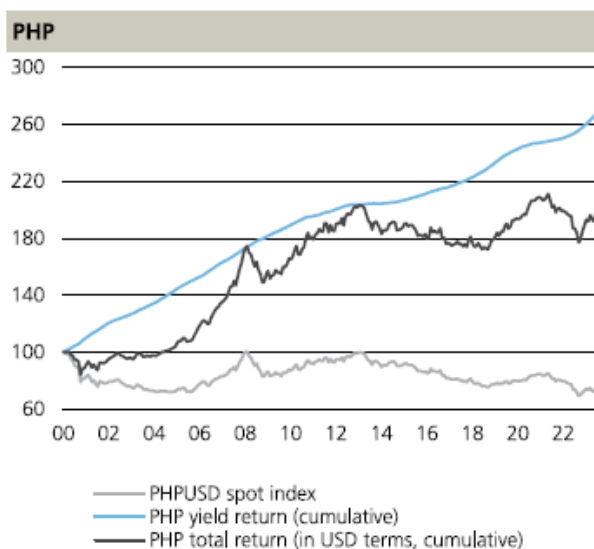
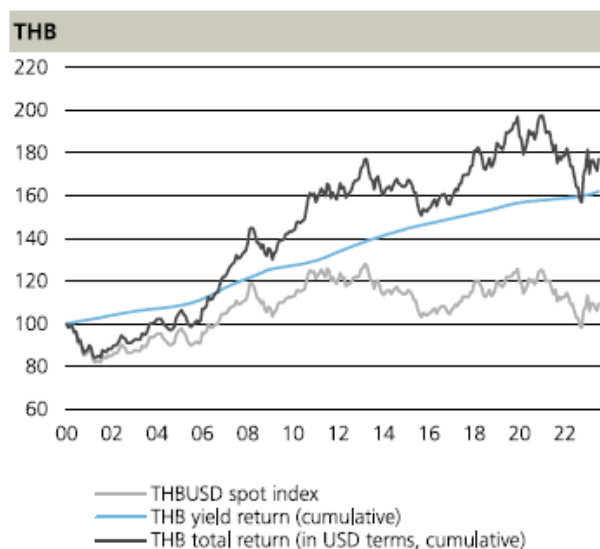
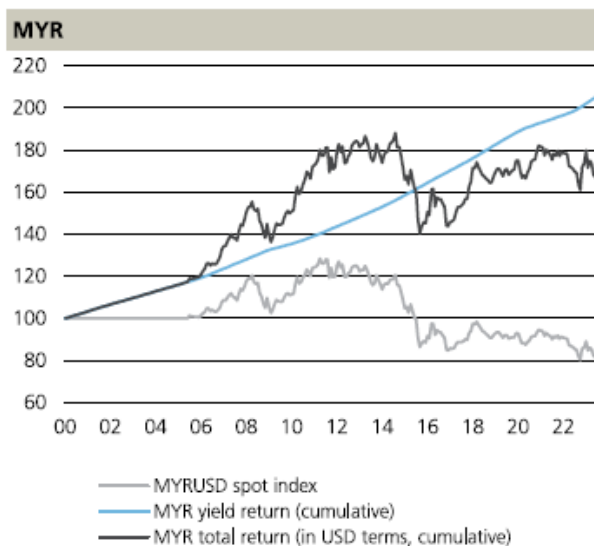
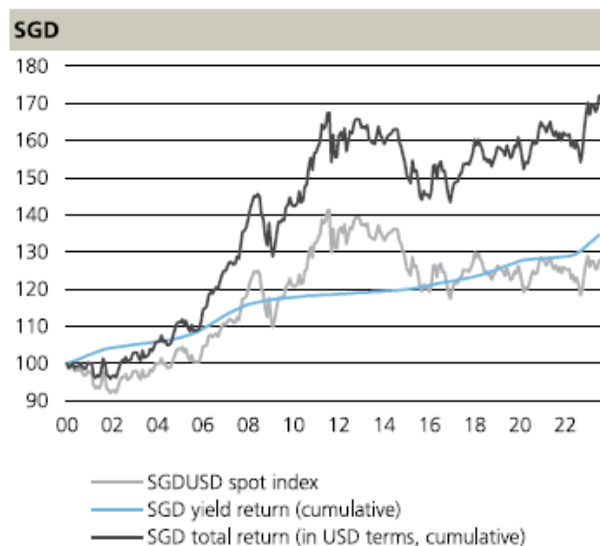
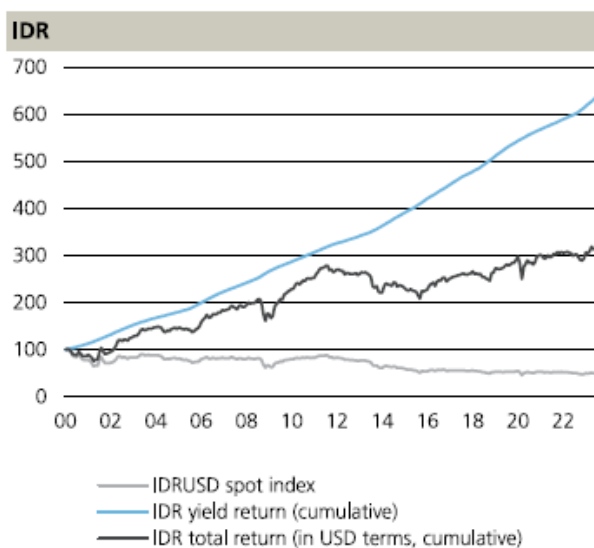
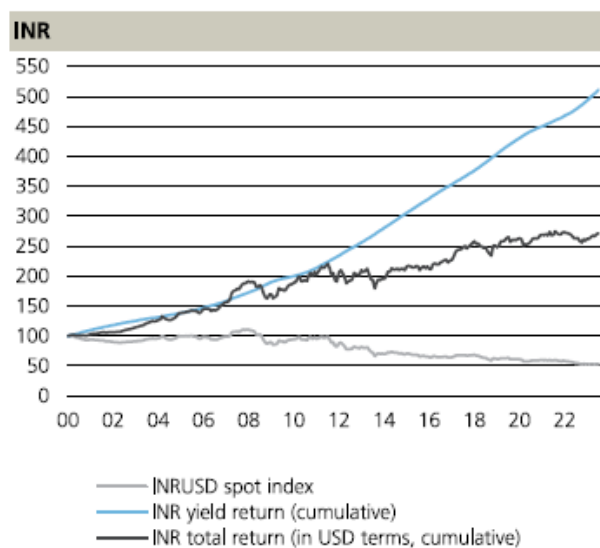
2000年1月=100として指数化。トータルリターンは各通貨のスポットリターン(米ドル建て)と利回りで構成。



出所：ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

Appendix Fig. 4 : 各通貨のトータルリターン(米ドル建て)

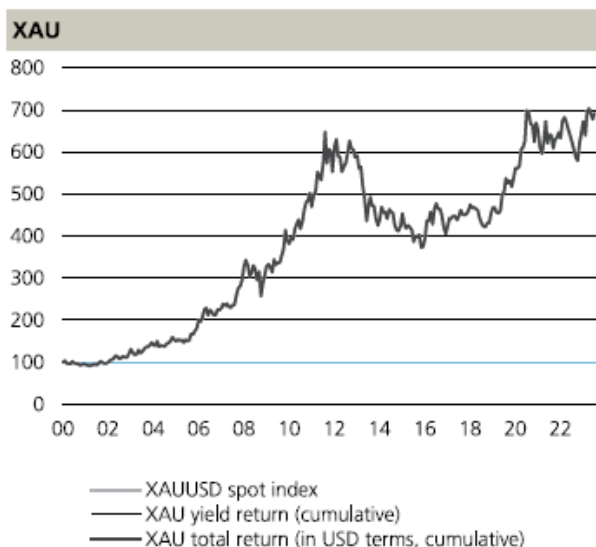
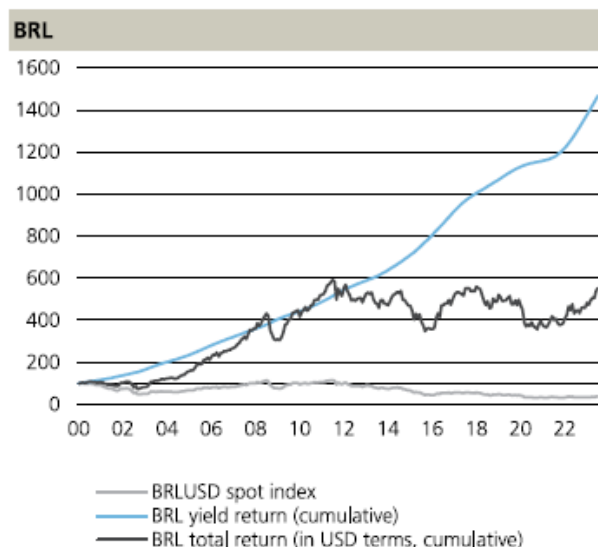
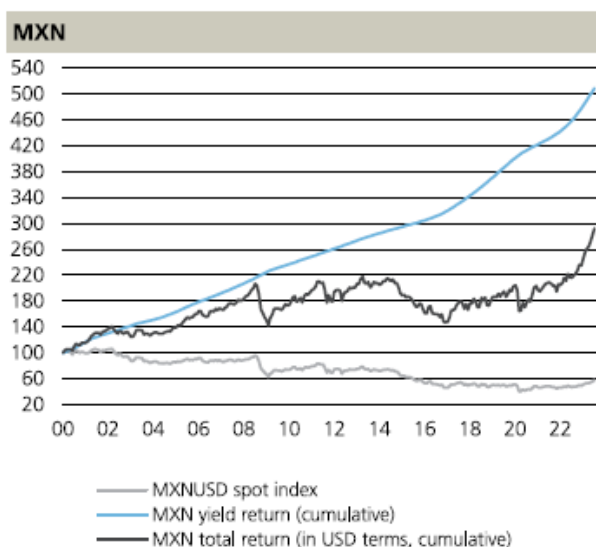
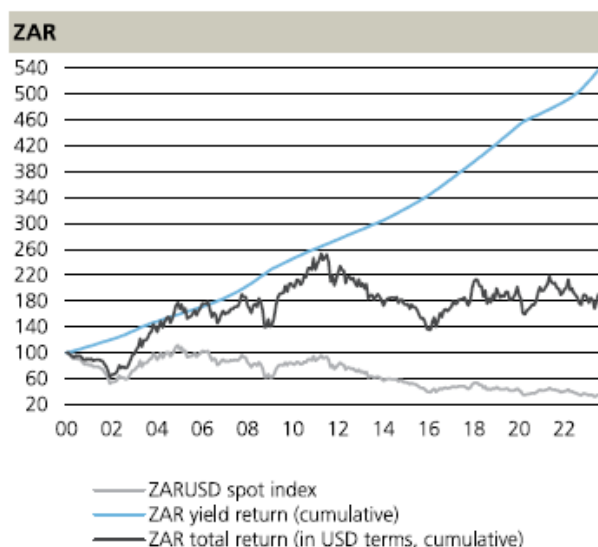
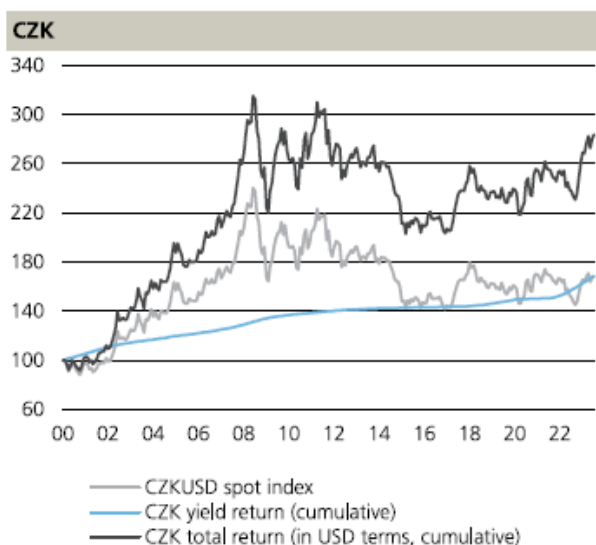
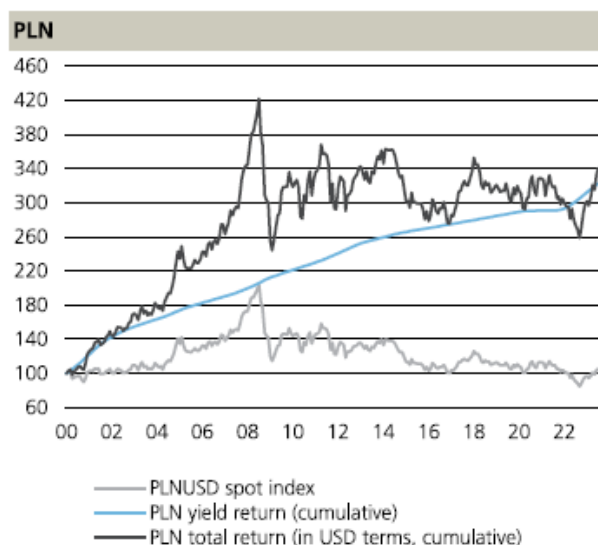
2000年1月=100として指数化。トータルリターンは各通貨のスポットリターン(米ドル建て)と利回りで構成。



出所: ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

Appendix Fig. 5 : 各通貨のトータルリターン(米ドル建て)

2000年1月=100として指数化。トータルリターンは各通貨のスポットリターン(米ドル建て)と利回りで構成。



出所: ブルームバーグ、UBS、2023年7月末

通貨市場

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS GroupにはCredit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。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。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。Credit Suisse Wealth Management ResearchはCredit Suisse Wealth Managementが作成しています。Credit Suisse Securities ResearchはCredit Suisse のInvestment Banking Division 内のSecurities Research 部門が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

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なく、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。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

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のですが、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。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。

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、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値、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。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

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 SuMi TRUSTウェルス・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3233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

当社における国内株式等の売買取引には、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。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。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。

通貨市場

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料として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）（国内投資信託の場合、最大2.20%（税込、年率）。外国投資信託の場合、最大2.75%（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2.20%（税込）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。

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0.5%または0.5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1%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。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業（またはその従業員）は随時、本資料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、本資料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。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2023 すべての権利を留保します。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 SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、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